

聚焦大众运动，超品新业态促增长

—— 361 度 (1361.HK) 深度报告

2025 年 08 月 18 日

核心观点

- 中国领先体育品牌，多维度构建竞争优势：**361 度以“专业化、年轻化、国际化”为核心定位，主品牌聚焦跑步、篮球等核心品类，儿童品牌定位“青少年运动专家”，形成全品类协同优势。2024 年公司实现营业收入 100.74 亿元，同比增长 19.59%，归母净利润 11.49 亿元，同比增长 19.47%；其中，鞋履业务占比 53.5%，服装业务占比 43.7%。按渠道分，线下渠道收入占比 74.1%，线上渠道占比 25.9%，营收结构稳健。2024 年毛利率提升至 41.52%，核心品牌及儿童业务毛利率表现良好，同时管理效率持续优化，存货和应收账款周转稳定，整体经营态势向好。
- 体育服饰行业稳健增长，下沉市场成重要增长极：**国内体育服饰行业 2024 年规模达 4089.10 亿元，同比增长 5.95%，国产体育品牌市占率持续提升，361 度市占率从 2019 年的 2.9% 增至 2024 年的 3.7%。政策扶持与居民健康意识提升推动行业发展，户外运动需求爆发进一步驱动市场增长。下沉市场潜力突出，其人口占全国总人口的 63.4%，2018-2023 年人均可支配收入和消费支出年均复合增速分别达 7.0% 和 7.1%，均高于高线城市；消费者更注重产品性价比与线下体验，随着电商渠道下沉及基础设施完善，消费潜力持续释放，下沉市场成为体育服饰行业增长的关键支撑。
- 凭借产品、渠道协同发展，公司市场份额持续扩展：**在产品端，公司构建全品类产品体系，跑鞋兼顾专业性与大众化，篮球鞋以科技创新构筑壁垒，研发费率处于行业前列，持续投入推动产品升级，2024 年研发费用达 3.42 亿元，专利数增至 633 项。在渠道端，深耕下沉市场成效显著，2024 年核心品牌零售门店达 5750 家，超 75% 位于三线及以下城市；通过门店升级、超品店扩张等举措，优化渠道结构与终端形象，超品店在 2025H1 已开设 49 家。在赛事营销上，赞助国际赛事提升品牌认知，自有赛事及代言人矩阵强化专业形象。电商业务保持高速增长，2024 年营业额达 26.1 亿元，占比 25.9%，通过产品与渠道策略协同发力。儿童业务收入从 2020 年的 9.32 亿元增长至 2024 年的 23.39 亿元，占比提升至 23.2%，毛利率稳定在 41% 左右，渠道“量质齐升”，产品多维度发展优势明显。
- 投资建议：**预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 113.65/126.16/139.02 亿元，增速分别为 +12.82%/+11.01%/+10.19%，EPS 分别为 0.62/0.70/0.77 元。当前股价对应 PE 估值分别为 8.56/7.66/6.90 倍，考虑到公司超品店业态扩张带来的渠道效率提升，叠加儿童业务作为第二增长曲线的加速释放，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**终端销售弱于预期的风险；门店升级调整不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

361 度 (股票代码: 1361.HK)

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎: 15711252705

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎: 18810537211

✉: aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525080004

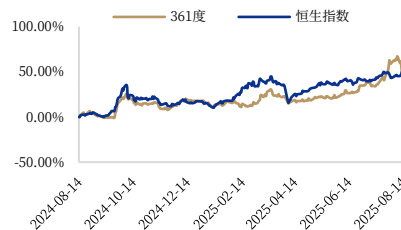
市场数据

2025 年 08 月 14 日

股票代码	1361.HK
H 股收盘价(港元)	5.87
恒生指数	25519.32
总股本(亿)	20.68
实际流通 H 股(亿股)	20.68
流通 H 股市值(亿元)	121.37

相对恒生指数表现图

2025 年 08 月 14 日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,073.51	11,364.75	12,615.98	13,901.94
收入增长率%	19.59	12.82	11.01	10.19
归母净利润(百万元)	1,148.62	1,289.45	1,439.74	1,598.82
利润增长率%	19.47	12.26	11.65	11.05
毛利率%	41.53	41.61	41.66	41.66
摊薄 EPS(元)	0.56	0.62	0.70	0.77
PE	9.60	8.56	7.66	6.90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 中国领先体育用品品牌，多维度构建竞争优势	4
(一) 专业化与年轻化并行，全品类协同发展	4
(二) 营收稳步增长，渠道与库存管理持续优化	7
二、 体育服饰行业分化，下沉市场潜力较高	10
(一) 体育服饰行业仍处于稳健增长期	10
(二) 政策赋能叠加户外场景渗透驱动国内体育产业蓬勃发展	11
(三) 户外休闲需求爆发驱动市场增长，户外运动用品成为新焦点	12
(四) 低线市场具备消费韧性，性价比产品更受欢迎	13
三、 产品、渠道协同发力，持续扩容运动市场	14
(一) 持续研发及宣传，塑造品牌专业形象	14
(二) 发挥大众产品优势，升级线下渠道	17
(三) 深耕赛事生态，联动代言人矩阵驱动品牌增长	20
(四) 电商：差异化产品与全渠道布局	23
(五) 361度儿童：规模与结构双优，奠定第二增长极地位	24
四、 盈利预测与估值分析	26
(一) 盈利预测	26
(二) 相对估值	27
(三) 绝对估值	27
五、 风险提示	28

一、中国领先体育用品品牌，多维度构建竞争优势

（一）专业化与年轻化并行，全品类协同发展

公司始创于 2003 年，作为中国领先的体育用品品牌，其以“专业化、年轻化、国际化”为核心定位，是一家涵盖品牌运营、研发设计、生产制造及经销推广的综合性体育用品企业。在品牌布局上，公司重点发展两大方向。主品牌聚焦产品的专业运动功能性，以跑步、篮球及运动生活等为核心品类，全面覆盖大众运动消费群体日益多元的需求；361 度儿童品牌则延续专业运动基因，定位“青少年运动专家”，凭借专业功能性、健康科技性与童趣时尚性构建差异化竞争优势，满足儿童及青少年各类运动装备需求。2024 年公司实现营业收入 100.74 亿元，同比增长 19.59%，归母净利润达 11.49 亿元，同比增长 19.47%，整体呈现稳步向好的盈利态势。

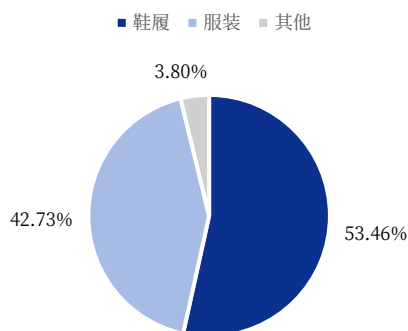
表1：公司主要品牌业务介绍

类别	客户/品牌	品牌标识	品牌特点	品牌形象
大众运动	361 度		成立于 2003 年，深耕大众运动市场，是集跑步、篮球及运动生活在内的全品类体育用品品牌。	
	361 度儿童		成立于 2009 年，独立运营的青少年运动品牌，针对体测、足球、跳绳等场景推出专业装备。	
专业运动	361 度海外		成立于 2014 年，聚焦海外市场，是独立运营的高端专业运动产品线。	

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

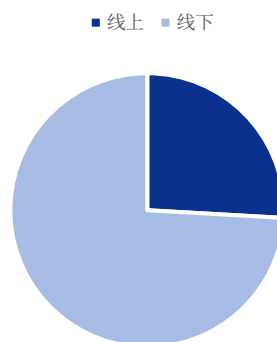
服装和鞋履产品结构稳定，线上线下双重发力。从产品维度看，2024 年公司鞋履业务营业收入为 53.86 亿元，占比达 53.5%，是公司核心产品板块。服装业务 43.04 亿元，占比 43.7%，与鞋履形成品类协同效应。从渠道维度看，线下渠道是营收基本盘，收入占比 74.1%，线上渠道占比 25.9%，展现出数字化运营的增长活力。361 度通过强化鞋履核心优势、推动服装与多品类协同发展，以及深化线上线下渠道融合，构建了较为稳健的营收结构。

图1：2024 年公司营业收入结构（按产品分）



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

图2：2024 年公司营业收入结构（按渠道分）



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

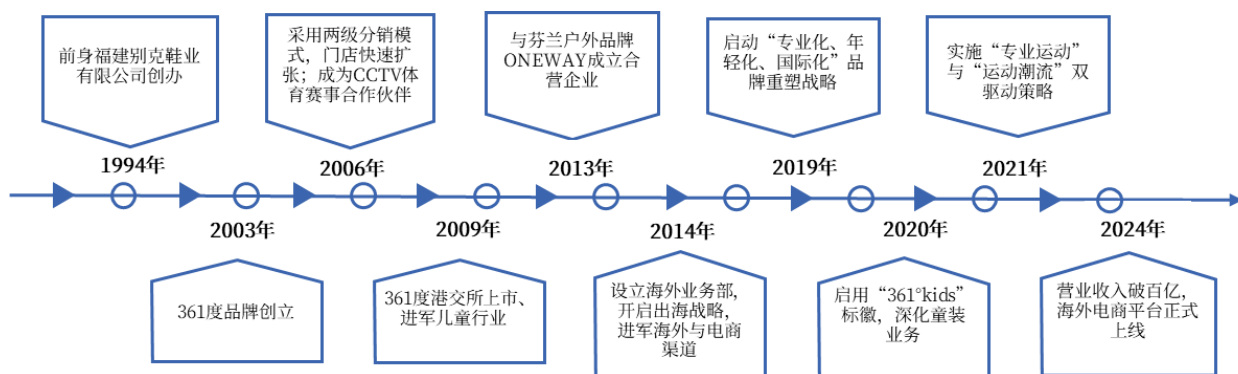
公司的发展可以分为以下三个阶段：

品牌奠基期（2003-2011 年）：2003 年 361 度品牌诞生，恰逢中国经济快速发展与北京申奥成功的双重机遇。借势行业红利，品牌快速发展，于 2009 年在香港联交所主板上市，同步启动童装业务，开辟第二增长曲线。渠道端以经销模式快速渗透，店面持续增加，从 2009 年 6055 家增至 2011 年 7681 家，覆盖全国各省市；营业收入从 2009 年 34.47 亿增长至 2011 年 54.61 亿元，营收持续增长。

行业低谷中的战略调整（2012-2018 年）：2012 年起，国内运动品牌因前期过度扩张陷入库存危机，361 度净利润连续两年下滑，从 2011 年 11.96 亿元下降至 2013 年的 2.11 亿元，净利润下降 82.3%。公司主动开启战略调整：关闭低效门店超 2500 家，通过批发折扣率的提升与分销商库存共担，缓解库存压力；同时收缩产品线，聚焦核心品类。2014 年起订单量逐步回暖，营收同比转正。同年设立海外业务部，2016 年海外营收同比增长 80.7%；2015 年布局电商直营，入驻天猫、京东等主流电商平台，但由于行业竞争加剧影响，2018 年业绩同比下降 33.51%至 3.04 亿元，2012-2018 年期间呈现出发展不稳定性和业绩波动性的特征。

重塑增长与稳健发展期（2019 年至今）：2019 年公司启动“专业化、年轻化、国际化”品牌重塑战略，开启复苏新阶段。2021 年起，实施“专业运动”与“运动潮流”双驱动策略，在产品端构建研发 CQT 碳临界捕捉技术，推出轻量竞速、稳定支撑等专业跑鞋矩阵，强化产品科技属性，同时推出小黄人等 IP 联名产品，紧跟市场时尚潮流；渠道端逆势优化，2023 年成人/儿童/国际门店达 5734/2545/1260 家，存货周转天数从 118.8 天降至 91.9 天，效率显著提升。财务端全面反弹，2019-2022 年营收/归母净利复合增速达 7.32%/20%，2023 年营收 84.23 亿元，同比增长 21.01%、归母净利 9.61 亿元，同比增长 28.68%，凭借“产品+渠道+营销”协同，成功穿越周期，迈入高速增长阶段。2024 年，公司营业收入突破 100 亿元，同年开始深化海外布局，海外电商平台正式上线。随着业绩稳步恢复，361 度的主品牌战略与长期渠道建设效果开始显现，逐步走出调整期迈入重塑与增长的新阶段。

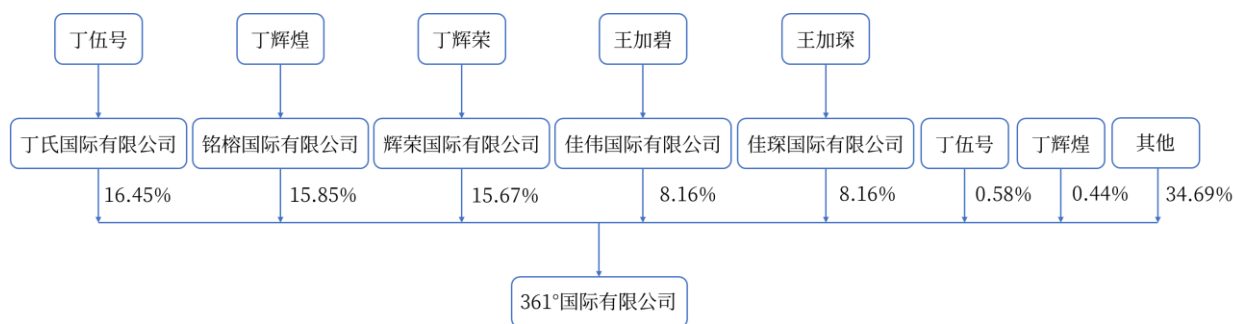
图3：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

公司股权结构以丁氏家族控股为核心，辅以管理层持股协同，格局稳定。丁氏家族作为公司的创始家族，在公司发展进程中扮演着核心角色。丁伍号与丁建通之子丁辉煌、丁辉荣为姻亲兄弟，他们三人作为丁氏家族的关键成员，通过一系列股权架构安排，合计持有公司 48.99%的股权。而王氏家族的王加碧、王加琛系胞兄弟，身为公司核心管理层，凭借丰富的行业经验和卓越的管理能力，助力公司运营。兄弟俩合计持有公司 16.32%股权，与丁氏家族一同构建起“家族控股 + 管理层协同”的坚实控制权架构，二者持股总和达 65.31%，保障公司治理的连续性与决策效率。

图4：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司核心管理层架构稳定，兼具家族传承与专业管理特色。董事会主席丁辉煌主导公司治理与战略规划，护航品牌全周期发展。总裁丁伍号统筹运营管理，推动品牌从初创到重塑的战略落地，深耕运动服饰行业逾 20 年。副总裁丁辉荣深度参与渠道优化、赛事赞助布局，同时凭借 20 余年财务管理及基建管理经验强化品牌韧性。副总裁王加碧深耕供应链重构与品牌建设，支撑企业多阶段转型，还兼负责人力资源及对外公共关系，行业积淀超 20 年。2024 年 5 月上任的首席财务官邝兆

强，统筹财务战略与资本运作，助力业绩提升，为管理团队注入财务专业新动能。

表2：公司管理层介绍

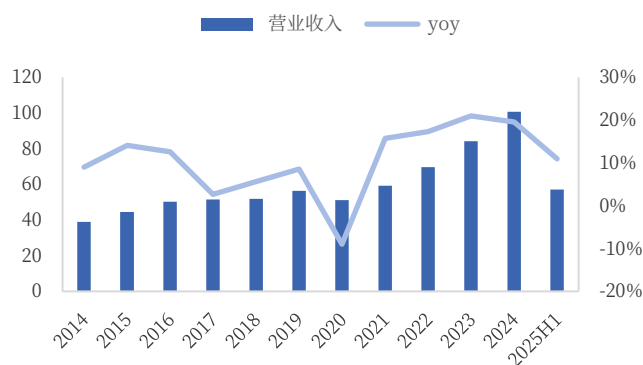
姓名	职务	个人介绍
丁辉煌	董事长兼执行董事	1967年生，2003年6月加入集团，自2008年8月起担任董事长及执行董事。主要负责整体策略、营运规划及鞋类生产。
丁伍号	执行董事兼总裁	1965年生，2003年6月加入集团，自2008年8月起担任公司总裁。主要负责集团整体策略与业务发展。
丁辉荣	执行董事兼副总裁	1972年生，2008年8月获委任为公司执行董事及副总裁。主要负责公司财务管理及基础设施建设管理。
王加碧	执行董事兼副总裁	1958年生，2023年6月加入公司，2008年8月获委任为公司执行董事及副总裁。主要负责人力资源及对外公共关系。
邝兆强	首席财务官,公司秘书	持有工商管理硕士学位并为香港会计师公会资深会员及英国特许公认会计师公会资深会员。于2004年1月加盟集团，财务及会计方面积逾23年经验。
陈永灵	集团董事副总裁	负责集团的综合资本运营管理。2005年8月加入集团。拥有逾15年的财务、营运及业务管理经验。2007年1月获浙江大学工商管理学士学位。
耿华杰	童装业务总经理	公司童装业务总经理，主要负责集团童装业务之日常经营运作。2016年5月加入集团，于品牌、销售、商品运营及业务管理方面拥有逾15年的经验。
欧阳志勤	海外业务中心总经理	2024年3月加入公司，任海外业务中心总经理。主要负责海外市场的渠道开发、品牌建设和运营管理。
王新宁	电子商务管理中心总经理	2012年12月加入公司，担任集团电子商务管理中心总经理职务，主要负责集团线上电子商务业务有关工作。
郑业欣	品牌管理中心总经理	2018年5月加入公司，担任361度品牌管理中心总经理。主要负责品牌策略的制定与实施，品牌体系的建设与管理等工作。
詹潇潇	投资者关系副总裁	2015年10月加入集团，担任投资者关系副总裁，主要负责集团的投资者关系及资本市场工作。2003年获得北京大学学士学位，并于2005年获得宾夕法尼亚大学硕士学位。
张铁英	资本运营总监	2016年8月加入公司，担任资本运营总监，主要负责集团资本运营有关工作。2011年获得北京语言大学语言学及应用语言学硕士学位，2023年获得香港都会大学企业管治硕士学位。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）营收稳步增长，渠道与库存管理持续优化

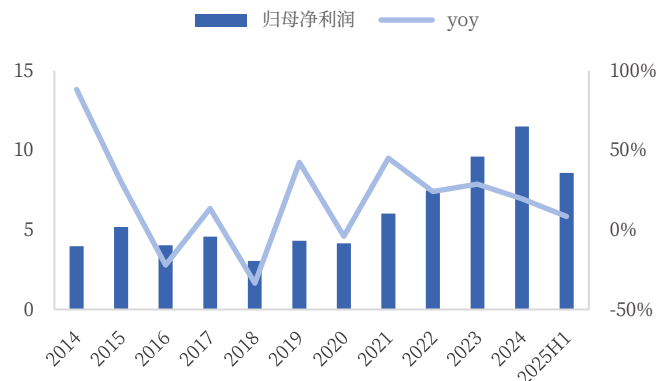
面临运动行业周期波动与库存危机冲击，公司十年业绩历经调整与突破。2014-2018年，国内运动品牌库存高企和消费动能放缓，期间收入复合增长率为7.35%。2019-2020年，受公共卫生事件影响，公司收入从2019年亿元下降至2020年51.27亿元，归母净利润同步承压。2021年后，公司聚焦赛事绑定，产品和渠道结构不断优化。2021-2024年营收从59.33亿元提升至100.74亿元，CAGR达19.3%，2024年收入同比增加19.59%至100.74亿元，净利润同增19.47%至11.49亿元。2025H1，随着门店渠道结构持续优化及店效提升，超品店有效拉动销售与复购，公司营业收入与归母净利润有小幅增长。

图5：公司 2014-2025H1 年营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图6：公司 2014-2024 年归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

成人业务稳步增长，儿童+电商业务成为新兴增长驱动。361度成人业务是公司收入稳步增长的重要基石，2018-2024 年从 42.90 亿元增长至 73.84 亿元，期间 CAGR 为 9.47%，收入占比从 2018 年的 82.70%下降至 73.30%。儿童业务近年随着品牌力逐步提升，其收入增速在 2022 年后显著提速，且收入规模从 2018 年的 15.70%提升至 2024 年的 22.90%，成为公司第二大增长引擎。

表3：公司 2018-2024 分品牌收入变化（亿元）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
361 度核心品牌 (含海外)	收入	42.90	45.51	41.37	47.47	54.02	63.34	73.84
	yoy	-1.81%	6.08%	-9.08%	14.74%	13.79%	17.26%	16.58%
	占比	82.70%	80.80%	80.70%	80.00%	77.60%	75.20%	73.30%
361 度儿童	收入	8.14	9.97	9.33	11.10	14.41	19.54	23.07
	yoy	14.41%	22.41%	-6.40%	18.92%	29.85%	35.62%	18.05%
	占比	15.70%	17.70%	18.20%	18.70%	20.70%	23.20%	22.90%
其他	收入	0.83	0.84	0.56	0.77	1.18	1.35	3.83
	yoy	7.27%	1.79%	-33.24%	36.78%	53.40%	13.88%	184.05%
	营收占比	1.60%	1.50%	1.10%	1.30%	1.70%	1.60%	3.80%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司毛利率呈现稳健上升态势。2019 年到 2024 年，公司毛利率整体向上改善，2019 年为 40.31%，2024 年提升至 41.52%，逐年度波动幅度较小。从分部来看，核心品牌（含海外）毛利率从 2019 年的 40.52%提升至 2024 年的 42.23%，主要得益于公司良好的成本控制和定价策略。儿童业务毛利率稳定在 41%-42%之间，2024 年为 41.66%，同比 2023 年轻微下调，主要由于儿童鞋类的平均批发售价降低及高品质童装产品的生产成本较高。

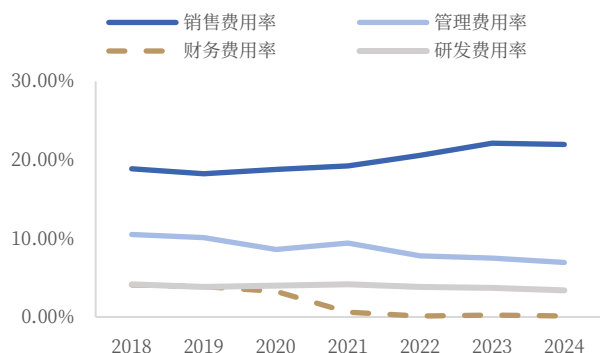
表4: 2018-2024 年毛利率及分部毛利率表现

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率(%)	40.60%	40.31%	37.88%	41.67%	40.53%	41.10%	41.52%
其中: 361 度核心品牌 (含海外)	40.58%	40.52%	37.56%	42.26%	41.23%	41.44%	42.23%
其中: 361 度儿童	42.80%	42.10%	41.00%	41.20%	40.90%	41.80%	41.66%
其中: 其他	17.60%	6.50%	9.60%	12.70%	2.50%	14.60%	26.90%

资料来源: 公司公告、iFind、中国银河证券研究院(注: 配饰于 2023 年及以前归属 361 度核心品牌 (含海外), 2024 年归属其他)

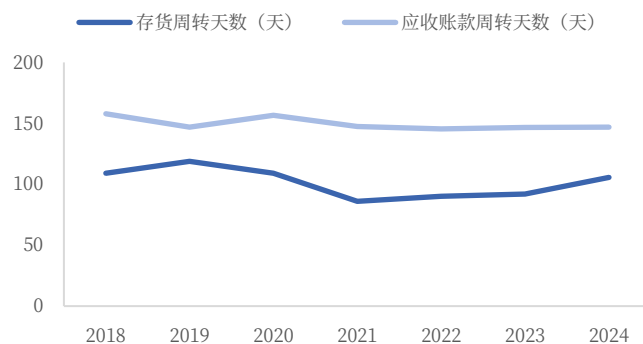
品牌投入力度不断加码, 管理效率持续优化, 财务费用优化明显。2018-2024 年, 公司不断加码营销宣传和赛事赞助力度, 期间销售费率从 18.87% 提升至 21.95%, 体现了公司围绕品牌力塑造上不断提升力度。管理费用率逐年优化, 2018-2024 年管理费率从 10.50% 下降至 6.94%, 在企业日常经营管理中, 费用投入效率不断提升。财务费用率从 2018 年后不断减少, 从 4.08% 优化至 2024 年的 0.13%。总体来看, 公司经营层面效率通过精细化运营不断提升, 对围绕品牌宣传方面的力度则是持续加大投入。运营质量方面, 2018-2024 年公司存货和应收账款周转天数变动幅度较小, 说明公司对下游渠道和产品的管控体系相对完善。

图7: 公司 2018-2024 年费用率变化情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图8: 公司 2018-2024 年存货及应收账款周转天数 (天)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、体育服饰行业分化，下沉市场潜力较高

（一）体育服饰行业仍处于稳健增长期

我国体育服饰行业仍处于稳健增长期。体育服饰行业经过多年发展，已成为规模较大，产业供给成熟的细分服饰赛道。2015-2019 年体育服饰行业复合增速为 13.9%，2020、2022 年由于公共卫生事件影响，室内、户外运动场景大幅减少，行业规模有所波动。公共卫生事件后，户外场景开始修复，2024 年国内体育服饰行业规模为 4089.10 亿元，同比 2023 年增长 5.95%，同比 2022 年增长 21.08%，行业整体增长趋势优于其他服饰类赛道。随着消费者健康理念不断深化以及人均收入持续提升，行业将从快速增长阶段迈入高质量稳健增长阶段。

表5：2015-2024 年国内体育服饰行业规模及增速（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国行业规模	1669.12	1904.29	2215.23	2690.73	3199.28	3122.87	3549.47	3377.10	3859.50	4089.10
yoy	12.52%	14.09%	16.33%	21.46%	18.90%	-2.39%	13.66%	-4.86%	14.28%	5.95%

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

国产体育服饰竞争力不断加强，市占率持续优化。本土品牌在体育服饰行业中市场份额占比逐步提升，361 度市占率由 2019 年的 2.9%增长到 2024 年的 3.7%，近年来一直维持上升态势。国产体育品牌在与 Nike、Adidas 等国际品牌的竞争中逐渐凸显自身优势，扩大市场份额。2024 年 CR10 中本土龙头品牌份额占比达 40%以上。

表6：2017-2024 年中国体育服饰行业市占率

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
耐克	18.2%	18.7%	18.8%	20.1%	18.1%	17.5%	16.8%	16.2%
安踏	8.4%	9.0%	9.1%	8.6%	9.8%	10.8%	10.5%	10.5%
李宁	6.2%	6.0%	6.5%	6.8%	9.3%	10.4%	10.1%	9.4%
阿迪达斯	18.3%	19.2%	18.8%	16.6%	15.0%	9.8%	9.0%	8.7%
斐乐 Fila	2.5%	3.7%	5.4%	6.5%	6.9%	7.2%	7.3%	7.7%
特步 Xtep	4.5%	4.7%	4.8%	4.6%	5.0%	6.1%	6.2%	6.4%
斯凯奇	2.7%	3.3%	3.6%	4.0%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
乔丹 Jordan	2.9%	3.0%	3.9%	4.5%	4.3%	4.5%	4.5%	4.0%
361 度	3.8%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	3.3%	3.5%	3.7%
新百伦 New Balance	3.0%	2.2%	1.8%	1.6%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%
CR3	44.9%	46.9%	46.7%	45.3%	42.9%	38.7%	37.4%	36.1%
CR5	55.6%	57.6%	58.6%	58.6%	59.1%	55.7%	53.7%	52.5%
CR10	70.6%	73.2%	76.1%	76.4%	77.5%	75.7%	73.8%	73.0%

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

（二）政策赋能叠加户外场景渗透驱动国内体育产业蓬勃发展

政府政策大力扶持，助力国内运动行业蓬勃发展。近年来，国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。2025 年 1 月和 4 月国务院办公厅发布《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》，提出依托户外运动优质资源和优势项目，建设高质量户外运动目的地，带动我国户外运动产业发展水平显著提高。4 月，中国人民银行等单位发布《关于金融支持体育产业高质量发展的指导意见》，强调加大体育产业发展重点领域的金融支持力度。

表7：近年来政府体育产业政策梳理

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	2023 年 7 月	体育总局	加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础，不断释放体育消费潜力、扩大体育消费规模、优化体育消费结构，切实发挥体育在扩大内需、挖掘国内市场潜力、保障和改善民生等工作中的综合作用，为助力经济增长、构建新发展格局贡献体育力量。
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025 年）》	2023 年 11 月	发展改革委	通过坚持资源统筹等原则，推动户外运动产业绿色发展，加强多种类型场地设施建设，提升服务供给质量，促进产业创新发展，强化组织领导、资金支持、监督管理和宣传推广等工作，致力于实现到 2025 年户外运动产业总规模达 3 万亿元，形成一批发展基础好、服务保障全、地方特色强、配套产业优的户外运动发展高地的目标。
《关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024 年 8 月	国务院	围绕挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等 6 个方面提出 20 项重点任务，其中包括促进体育消费的部署。
《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	2024 年 11 月	国务院办公厅	发展竞赛表演产业；夯实冰雪人才队伍；加大金融支持力度；完善土地利用政策。将举办 2024 年“冬日胜景”全国冬季旅游宣传推广暨全国“欢乐冰雪旅游季”活动，各地也会举办丰富多彩、各具特色的冰雪主题活动。
《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》	2025 年 1 月	国务院办公厅	依托户外运动优质资源和优势项目，提升设施建设、服务保障、赛事组织水平，强化产业集聚、业态融合、辐射带动作用，建设设施完善、服务优质、赛事丰富、国际知名的高质量户外运动目的地，带动我国户外运动产业发展水平显著提高。
中国人民银行等四部门联合印发《关于金融支持体育产业高质量发展的指导意见》	2025 年 4 月	中国人民银行、体育总局、金融监管总局，中国证监会	加大体育产业发展重点领域的金融支持力度，推进金融供给侧结构性改革，加快构建适应体育产业发展、多层次、广覆盖的金融产品和服务体系，持续丰富体育领域金融资源供给，切实提升金融支持体育产业发展的能力和水平。

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，在 GDP 中占比逐年上升。2023 年中国体育产业规模达到 36741 亿元，增加值为 14915 亿元，占国内生产总值（GDP）的比重为 1.15%，比上年提高 0.07 个百分点。体育服务业规模达 2.1 万亿元，在体育产业占比提升到 57.3%，人均体育场地面积在 2024 年达到 3.00 平方米。未来随着政策支持方式的不断优化调整，将形成政府、市场并驱，保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，助力体育产业可持续发展与国内运动服饰行业扩

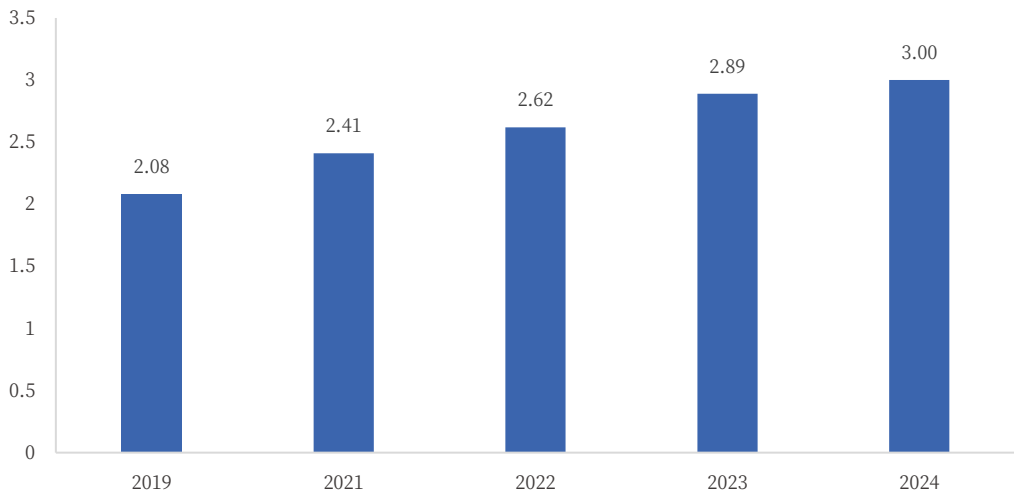
容。

表8：2017-2023 年体育服务业快速发展（单位：万亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
体育服务业规模	0.8	1.3	1.5	1.4	1.7	1.8	2.1
在体育产业中比例	36.5%	47.9%	50.6%	51.6%	53.2%	53.9%	57.3%
yoy	-	62.5%	15.38%	-6.67%	21.43%	5.88%	16.67%

资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

图9：2019-2024 年人均体育场地面积（单位：平方米）



资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

国民人均收入稳步提高，消费者养成运动消费习惯。近年来，我国城镇居民人均可支配收入逐年稳步提升，2024 年达到 54188 元，同比增长 4.6%。随着经济水平的上升，国内中产阶级人群不断扩大，消费理念开始变化，当前消费者对生活质量、体育锻炼、身体素质的关注度提升，养成健康运动的生活习惯。

表9：2015-2024 年城镇居民人均可支配收入（单位：元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
人均可支配收入	31195	33616	36396	39250	42359	43834	47412	49283	51821	54188
yoy	8.15 %	7.76 %	8.27 %	7.84 %	7.92 %	3.48 %	8.16 %	3.95 %	5.15 %	4.57%

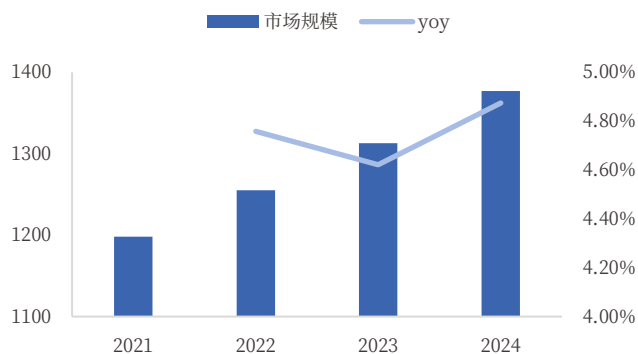
资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

（三）户外休闲需求爆发驱动市场增长，户外运动用品成为新焦点

户外休闲需求驱动市场强劲增长。户外用品市场根据户外产品可以分为露营及徒步设备、户外运动装备（包括户外服饰、鞋靴、配件等）、渔具及户外使用的电子器材，2024 年全球户外休闲用品市场规模达 1377 亿美元。预计 2025 年至 2034 年将以超过 5.7% 的复合年增长率增长。根据终端人

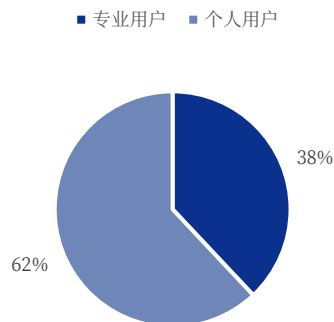
群产品需求划分，休闲及户外用品市场可分为个人用户和专业用户两类。2024 年，个人用户细分市场约占总市场份额的 62%。随着徒步、露营、骑行和水上运动等户外活动日益流行，借由户外亲近自然、释放压力越来越成为城市人群的休闲生活方式，为休闲及户外用品市场的持续增长注入强劲动力。

图10：全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

图11：休闲及户外市场规模终端用户比例



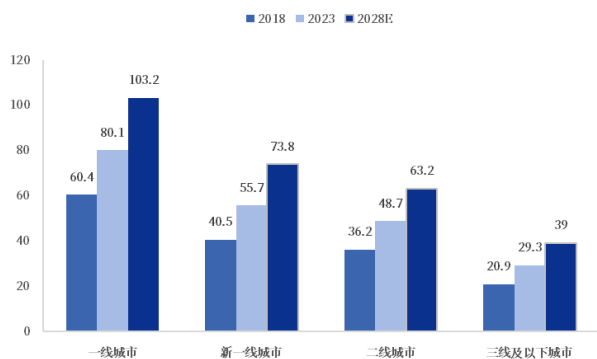
资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

对健康生活理念的追求催生“户外热”，驱动户外运动用品市场增长。2020 年公共卫生事件后，人们更加追求健康的生活方式，随着对参与户外活动的需求日益增长，消费者对户外运动服饰的需求上升。越来越多的人为了锻炼身体参与到跑步、登山徒步及骑行等户外活动中，随着收入的不断增加及健康意识持续增强，“户外热”一度成为健康生活方式的标签。日益追求健康与更倾向于探索大自然的趋势将持续激发消费者对高性能户外服装、鞋类以及装备及配饰的需求。

（四）低线市场具备消费韧性，性价比产品更受欢迎

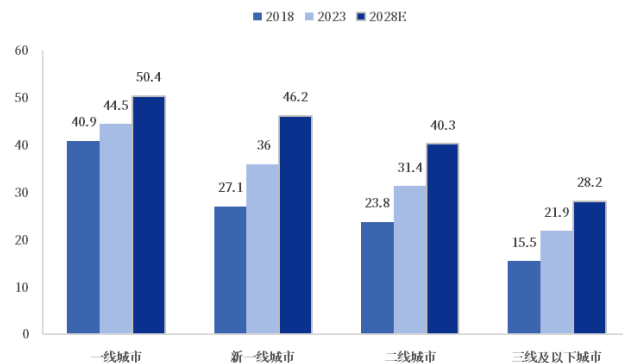
低线市场消费者具备较高的消费潜力。通过商业资源集聚度、城市枢纽性、城市人活跃度等指标，中国城市可划分为 4 个一线城市、15 个新一线城市和 30 个二线城市，其他城市为三线及以下。2023 年中国 14.1 亿人口中，北上广深 4 个一线城市约有 0.8 亿人，15 个新一线城市拥有约 2.0 亿人口，30 个二线城市约有 2.3 亿人，其余约 8.9 亿人口分布于三线及以下城市及地区，占全国总人口的 63.4%。庞大的人口基数是下沉市场消费潜力的根本所在。此外，中国三线及以下城市人均可支配收入及居民人均消费支出正在快速增长，2018-2023 年年均复合增长率分别达到 7.0%和 7.1%，远超其他城市（一线城市、新一线城市、二线城市分别为 5.81%/1.70%、6.58%/5.84%、6.11%/5.70%），由此可见，低线市场的人均可支配收入增速不仅领先于其他城市，其消费支出的更快增长直观体现出当地人群更高的消费意愿，低线市场正逐渐成为主要消费引擎。

图12: 2018-2028E 各线城市人均可支配收入 (千元)



资料来源: 灼识咨询《2024 中国下沉市场蓝皮书》, 中国银河证券研究院

图13: 2018-2028E 各线城市居民人均消费支出 (千元)



资料来源: 灼识咨询《2024 中国下沉市场蓝皮书》, 中国银河证券研究院

低线市场消费者更加注重产品性价比。低线市场消费者和消费行为展现出与高线城市不同的特征。低线市场消费者生活节奏偏慢, 通勤距离短, 有更多的闲暇娱乐时间用于购物消遣。此外, 由于工资水平相比高线城市较低, 因此对于商品价格极为敏感, 随着收入水平的提高, 仍然注重对商品品质的追求, 因此更加在意产品性价比, 注重线下购物体验, 对于产品购买决策相对谨慎。随着地区的物流、交通等基础设施完善, 天猫、京东、拼多多等电商企业致力于完善下沉市场渠道体系, 这些企业利用高效的零售能力, 不断向县乡地区扩展, 进一步降低了低线市场消费者的购物门槛, 助力激发这些地区的消费潜力。因此, 对于低线市场来说, 便捷的购物方式和具备性价比的高品质产品激发了这些地区的消费活力。

三、产品、渠道协同发力, 持续扩容运动市场

(一) 持续研发及宣传, 塑造品牌专业形象

公司深耕运动用品市场, 已构建起覆盖鞋类、服装、配饰的全品类产品体系, 产品场景涵盖专业竞技、日常运动及休闲穿搭等多个领域, 既可为专业运动员与资深运动爱好者提供高性能装备支持, 亦能满足普通消费者的日常穿着需求。公司坚持“专业运动为本”的理念, 依托自主研发的 CQT 碳临界、DRY-tech 速干、SOAR SYSTEM 中底等多项核心技术, 从鞋底缓震、面料功能到结构支撑全方位提升品质, 同时将产品价格控制在大众接受的范围, 为消费者提供质价比高的产品。

跑鞋产品兼顾专业性与大众化属性。在专业线产品方面, 公司主推飞飏系列与飞燃系列, 与市场上同类碳板跑鞋相比, 价格更加亲民。飞飏系列作为品牌顶级竞速跑鞋, 专为精英跑者打造, 定价在 800-1300 元, 最新款飞飏 future2.0 跑鞋定价 1299 元; 飞燃系列作为公司主打的竞速产品, 定价在 500-800 元, 飞燃 4 跑鞋定价 899 元。在大众线产品方面, 定价普遍在 400 元以下, “她系列”女子跑鞋花生 SE 定价 199 元; 飞鱼 4.0 定价 279 元、飞羽 3.0 定价 239 元, 适合公路慢跑与日常通勤者; 赤焰系列与飏速系列适合进阶跑者日常综训, 定价在 400-600 元。公司通过差异化产品设计与市场策略, 构建覆盖不同需求、不同层级的鞋类生态。

图14：公司跑鞋产品矩阵



资料来源：公司官方天猫旗舰店，中国银河证券研究院

篮球鞋产品以科技创新为核心驱动，构建差异化竞争壁垒。旗舰级产品线由 NBA 球星阿隆·戈登签名鞋 AG 系列引领，定位专业顶级赛场，定价 600-900 元。性能主力层以 Big 3 系列为核心，兼具旗舰科技与全场景实战性能，定价 600-1000 元。入门级系列有 TEAM 团队系列，定价 200-400 元，渗透大众市场，完善价格带布局。此外，2025 年推出的 JOKER1 GT 作为约基奇首款签名鞋，定价 999 元，定位高端旗舰，以前沿科技和优质材质打造顶级战靴，面向追求极致性能的专业球员与资深爱好者。

图15：公司篮球鞋产品矩阵



资料来源：公司官方天猫旗舰店，中国银河证券研究院

产品具备多类核心科技。鞋履方面，跑步鞋款以 CQT 碳临界科技为核心，如“飞燃 4”等，通过超临界发泡实现高回弹与轻量化；“飏速 FUTURE”配备全掌 CQT EXTREME 科技，尼龙粗胚

碳临界发泡搭配异形碳板，缓震、推动性能出色；篮球鞋款“BIG3 5.0 QUICK PRO”与“JOKER 1”等采用全掌 CQT 超临界中底，回弹性超 75%，结合创新鞋面与鞋底科技，提升运动体验。服装方面，“新肌 4.0”系列运动内衣采用超柔云感技术，带来轻柔压缩、包裹拉伸感；“轻野系列”防晒服运用原纱防晒原理，防晒指数达 UPF 50+。“御屏 2.0 冲锋衣”依托“屏科技”，防水透湿性能优秀，还有多重防护。“雨屏 8 代跑鞋”的 FLY-TEX 防水透气膜科技，能有效调节温湿度。“燥绒科技羽绒服”经特殊处理，洗后快干、保暖性强。

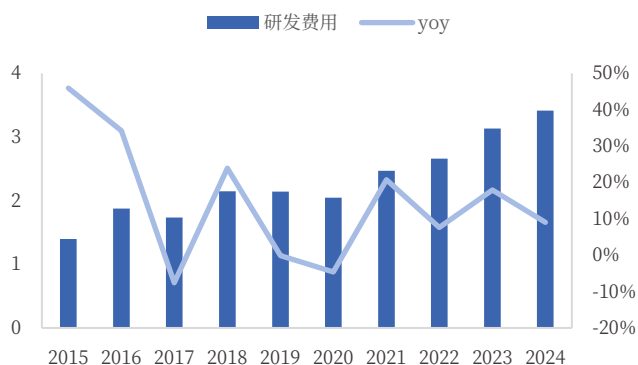
表10：公司核心科技

361 度品牌科技	功能
CQT EXTREME 科技	尼龙粗胚碳临界发泡，澎湃缓震
全掌 CQT 超临界中底	回弹性超 75%，轻便穿着的同时更提供高效的回弹推进表现
DIAMOND GRIP 耐磨科技	采用耐磨橡胶使抓地力和耐用性同步升级
ETPU 纱梭织鞋面	针对不同位置变换织法，兼顾舒适性和支撑强度
超柔云感科技	穿着时具备轻柔压缩与包裹拉伸性能，带来自由畅爽的穿着体验。
FLY-TEX 防水透气膜科技	巧妙复合于面料内层，可有效阻挡外部水分侵入，同时迅速排出人体产生的热量与湿气，保持内部环境干爽舒适。

资料来源：公司公告，公司官方天猫旗舰店，中国银河证券研究院

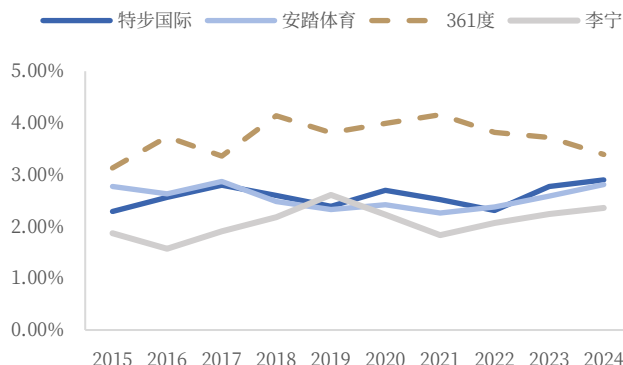
公司注重研发投入，研发费率位于行业前列。公司持续加大在跑步及篮球等专业运动领域的投入，促进产品与技术服务实现不断升级。2015-2024 年，其研发投入总体呈上升趋势，2015 年研发费用为 1.4 亿元，2024 年增至 3.42 亿元，年复合增速为 10.45%。截至 2024 年，公司已取得专利 633 项，较 2023 年增加 139 项。与国内头部运动品牌对比，361 度的研发费用率处于领先地位，2024 年公司研发费用率为 3.4%，位于行业前列。行业内领先的研发费用率体现出其通过技术突破驱动产品升级的战略导向，为持续推出高性价比、高科技含量的产品提供了持续动力。

图16: 2015-2024 年公司研发费用变动 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图17: 2018-2024 年体育服饰主要公司研发费用率变动



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(二) 发挥大众产品优势, 升级线下渠道

公司发挥在低线市场的市占率优势, 同时以尖货向更高级市场拓展。自 2013 年开启下沉计划以来, 品牌持续优化门店网络, 通过在县域、乡镇级市场加密布局, 结合本地化营销活动, 深度渗透消费场景。截至 2024 年底, 其核心品牌零售门店总数达 5750 家, 其中约 75.9%位于三线及以下城市; 童装零售门店数量为 2548 家, 其中位于三线及以下城市的门店占比达 67.3%。公司在三线及以下城市的门店比例在国产运动品牌中处于较高水平。同时, 近年来公司加大研发投入, 通过推出具有科技属性的高端尖货向高层级市场延伸布局。这一战略布局成效显著, 2024 年, 公司营收实现 100.7 亿元, 首次突破百亿, 同比增长 19.6%。361 度的市场战略布局为其构筑了差异化竞争优势, 支撑业绩持续攀升。

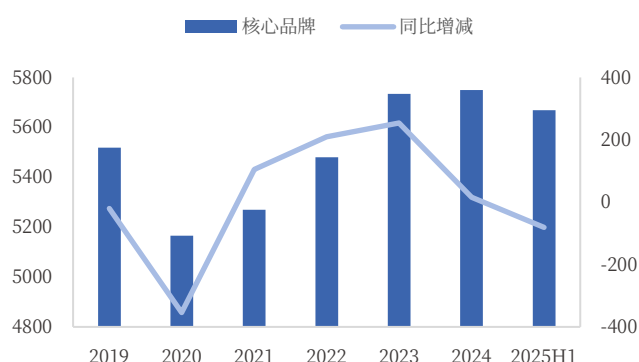
表11: 公司 2016-2025H1 门店数量及其位于三线及以下城市占比 (家)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
核心品牌门店	6357	5808	5539	5519	5165	5270	5480	5734	5750	5669
三线及以下占比	72.50%	73.50%	74%	75.30%	76.03%	77.19%	76.30%	75.90%	75.90%	76.0%
童装零售门店	2000	1797	1837	1922	1703	1896	2288	2545	2548	2494
三线及以下占比	67.50%	66.00%	67.50%	69.40%	71.05%	71.62%	70.30%	69.30%	67.30%	67.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

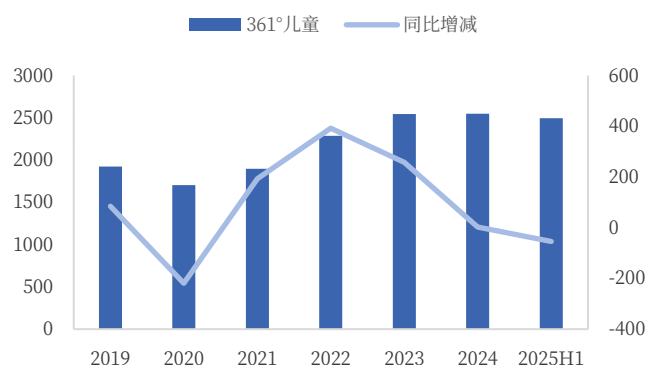
门店规模与质量同步优化提升。公司通过鼓励分销商及授权零售商开大店、优化门店布局等措施, 推动门店平均面积持续扩大, 进而优化渠道结构, 提升终端效能。从渠道数量看, 核心品牌/361°儿童/海外门店数量近五年不断增加, 2024 年, 分别达 5750/2548/1365 家, 同比+16/+3/+105 家; 从渠道面积看, 公司单店面积不断增加, 2024 年核心品牌/361°儿童单店面积达 149/112m², 同比增加 11/9m²。截至 2025 年 6 月底, 门店面积进一步扩大, 与 2024 年底相比, 核心品牌/361°儿童单店面积增加 7/5m²。

图18: 公司 2019-2025H1 年核心品牌门店变动 (家)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图19: 公司 2019-2025H1 361°儿童门店数量变动 (家)



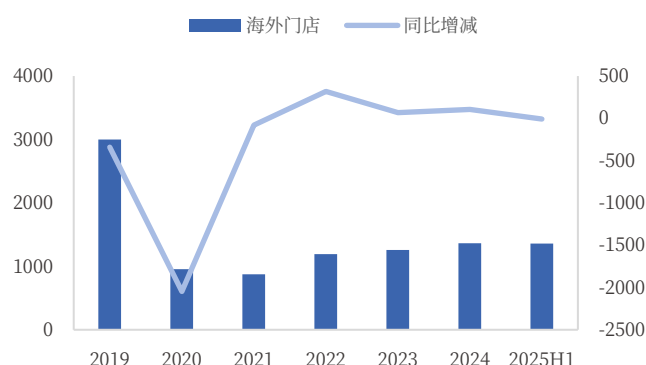
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图20: 公司海外门店形象



资料来源: 公司官方公众号, 中国银河证券研究院

图21: 公司 2019-2025H1 海外门店数量变动 (家)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

终端形象迭代，强化品牌专业属性与市场竞争力。一方面，公司聚焦核心品牌形象升级，2024年，第十代形象店铺推出，其设计更突出品牌形象建立，注重呈现空间的运动故事属性和力量感，提升运动空间与产品陈列的匹配度。另一方面，公司同步优化儿童业务门店形象，2024年361°儿童最新第五代形象门店落地，整体空间设计更简洁，品质感提升，将品牌代表色橙色融入空间以强化视觉记忆点，进一步夯实“青少年运动专家”的定位。

图22：公司成人业务核心门店第十代形象店



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图23：361°儿童第五代形象店



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

以超品店作为新兴渠道形态快速拓展，开辟市场增长新路径。公司开启新零售业态探索，启动超品店渠道建设。超品店以建立极致性价比的运动产品自选模式为核心，通过快速布局抢占新市场机会。2024 年 12 月，首家超品店在河北省石家庄市落地，之后迅速在成都、南宁、广州、长沙、济南等多地开设门店，截至 2025 年 6 月底，全国超品门店数量已达 49 家，开店区域涵盖了从低线到一线城市商圈，也表明了超品店的有效开店范围更加多元化。超品店的快速扩张，不仅丰富了品牌的渠道结构，更通过精准捕捉消费者对高性价比运动产品的需求，为品牌整体销售规模注入了新的增长动力。未来公司预计会继续加大超品新门店业态的布局力度，通过多元化的业态布局，有效精准满足不同消费者的购物体验 and 消费需求。

表12：361 度超品店分布

省份	地址	省份	地址
重庆	重庆市巴南区鱼洞新市街 80 号商社汇平层 361 度	安徽	安徽省合肥市蜀山区三里庵国购广场运动一百一楼
	重庆市九龙坡区奥体路 1 号 L136 号		安徽省合肥市瑶海区站前路光大国际广场
	重庆市大渡口区新天泽国际广场 361 度	四川	四川省南充市嘉陵区白马湖水街 12 栋 1 楼 361 度专卖店
河南	河南省南阳市宛城区红都时代广场 B 馆 361 度		四川省成都市成华区仁爱路 166 号泛悦城市广场一楼
	河南省商丘市梁园区向阳路步行街北段 361 度		四川省成都市双流区白衣上街 177 号城南优品道广场 1 楼
	河南省商丘市睢阳区吾悦广场 361 度	广东	广东省韶关市浈江区风度南路 72 号 361 度
	河南省安阳市文峰区宝莲寺镇国旅尚柏奥特莱斯一楼 361 度		广东省广州市白云区江高镇亿达方圆荟二楼
	河南省安阳市文峰区中山街路西 361 度		广东省惠州市仲恺高新区陈江大道鑫月广场奥特莱斯一二层
	河南省郑州市管城回族区二七路 49 号郑州百货大楼 1F 层 361 度	广西	广西玉林市玉州区玉城街道内环南路 288 号 361 度
	河北省石家庄市长安区中山路乐汇城一楼 361 度超品店		广西南宁市江南区金凯路 8 号龙光蓝鲸世界 L1-08-09 号铺
河北	河北省石家庄市长安区中山路 508 号港悦广场 2 楼 361 度专卖店	贵州	贵州省遵义市红花岗区中山路 108 号 361 度
	河北省石家庄市长安区中山路白佛口路南 361 度超品店	福建	福建省泉州市台商投资区湖东广场 361 度
	河北省石家庄市裕华区北国益东购物中心 361 度		福建省福州市连江县贵安新天地奥特莱斯 E1-037-039-361 度
	湖南省娄底市娄星区福星路五江碧桂园城市广场	浙江	浙江省湖州市吴兴区奥特莱斯 361 度
湖南	湖南省常德市澧县欢乐城 361 度		浙江省嘉兴市南湖区中环东路 1468 号合乐城 1 楼 361 度
	湖南省长沙市开福区金泰路方圆荟北区 2F	宁夏	宁夏银川市西夏区万达广场 361 度
	湖南省衡阳市蒸湘区杉杉奥特莱斯 2 楼 A201 号		天津市河东区远洋未来广场 361 度
		天津	

山东	山东省泰安市奥特莱斯银座 361 度	上海	上海市松江区中山中路 161 号 361 度
	山东省济南市槐荫区经二路 565 号	辽宁	辽宁省大连市西岗区百联港湾奥特莱斯 361 度
	山东省临沂市兰山区解放路 148 号	江西	江西省宜春市袁州区宜春润达国际购物中心 361 度
	山东省青岛市城阳区火炬路 308 号首创奥特莱斯 F1 层	青海	青海省西宁市城东区八一路吾悦广场 4 楼 361 度
	山东省东营市东营区万达广场 361 度	湖北	湖北省襄阳市樊城区泛悦汇 361 度
江苏	江苏省徐州市贾汪区环球港 361 度		湖北省武汉市解放大道南国西汇 B 馆一楼 361 度超品店
	江苏省昆山市东城大道 501 号首创奥特莱斯一楼 E 区		湖北省襄阳市樊城区泛悦汇 MALL361 度
	江苏省扬州市江都区江洲路 68 号砂之船奥莱 F3		

资料来源：公司官方公众号，官方微博，中国银河证券研究院

超品店作为渠道创新的核心载体，以“大空间、全品类、数字化”为特色，构建了区别于传统门店的新型运动消费场景。具体特点如下：1) 超品店超千平立体空间，打造沉浸消费场域：超品店以超千平米立体式购物空间为基础，构建开阔通透布局。清晰逛店路线搭配“一站式购齐”模式，打破传统运动零售空间局限，让消费者沉浸式探索运动消费新体验。2) 全品类矩阵覆盖，凸显极致质价比，店内构建涵盖全年龄段、全周期、全品类、全场景的产品矩阵，划分男装、女装、童装、鞋品区、配件区及五大场景区，一站式满足全家户外探索装备、专业运动器械、潮流穿搭等综合需求。同时依托供应链优势，产品搭载高端科技且具有价格优势。3) 数字化赋能运营，提升消费便捷度：运用自助扫码购、电子价签等数字化工具，简化购物流程，10-12 名店员即可高效运营超大空间，既降低运营成本，又通过数字化深度融入消费环节，提升购物自主性与效率。公司打造超品店新兴业态模式，有望吸引多元消费客群。

图24：361 度超品店展示



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图25：公司超品店内部陈列



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

（三）深耕赛事生态，联动代言人矩阵驱动品牌增长

公司通过多管齐下的方式不断提升品牌知名度。公司在各个领域均有赞助和营销布局，费用投放更为广泛。赞助包含了垂直运动赛事、综合体育赛事、知名运动员和社区赛事活动等。在各个领域均有较高的品牌曝光度，为 361 度品牌力的塑造不断加码提升。

借势国际赛事构建全球化品牌认知。公司赞助以国际顶级赛事合作为核心的赛事，通过连续五

届赞助亚运会、成为世界泳联官方合作伙伴及哈尔滨亚冬会赞助商等布局，形成“体育赛事+品牌文化”的深度绑定模式。公司依托赛事的权威性与全球传播力，将品牌“热爱”理念与赛事精神相融合，借助赛事场景展示产品专业性，同时通过服务国际赛事的实践积累品牌公信力，为全球化扩张奠定认知基础，实现从区域品牌到国际体育服饰供应商的形象升级。

表13：2024-2025 公司赞助的主要赛事

地区	赛事	参与身份
中国	秦皇岛马拉松	战略合作伙伴
中国	福州马拉松	顶级战略合作伙伴
中国	莆田马拉松	顶级战略合作伙伴
美国	OC 马拉松	官方鞋类赞助商
西班牙	瓦伦西亚马拉松	参展商
西班牙	马拉加马拉松	参展商
塞浦路斯	塞浦路斯马拉松	参展商
德国	科隆马拉松	参展商
德国	Challenge Roth 铁人三项赛	参展商
德国	汉堡铁人三项赛	参展商
意大利	艾姆布里亚布拉瓦铁人三项赛	参展商
西班牙	楚格峰越野跑	参展商
美国	Court Kingz 全国巡回赛事	主要篮球活动参展商
中国	哈尔滨亚洲冬季运动会	官方合作伙伴

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

通过打造自有赛事矩阵，构建起品牌与用户的深度互动生态。公司通过培育“触地即燃”、“三号赛道”等自有赛事 IP，构建了“赛事场景+社群运营+产品体验”的闭环营销体系。公司通过打造自有赛事激活用户参与感，如“触地即燃”通过全球化布局与潮流元素融合突破圈层壁垒，“三号赛道”聚焦精英跑者构建专业社群，形成品牌与用户的情感共鸣。“触地即燃”篮球赛事、“三号赛道 10KM 竞速系列赛”“场上说”足球赛等 IP，覆盖不同运动领域与人群，形成“大众参与+专业竞技”的双层赛事体系，既为产品提供了真实使用场景的验证机会，强化用户对品牌的情感认同与场景依赖。

2025 年 7 月约基奇中国行成功举办，覆盖广州、佛山、深圳、成都、石家庄、北京六座城市，规模盛大，球迷热情高涨。活动内容丰富，包含球迷见面会、篮球训练营、“王牌球局”3V3 挑战赛等，约基奇在训练营指导青少年球员、分享实战技巧，在“王牌球局”与草根球员同场竞技，展示 JOKER1 GT 实战性能，还向幸运球迷赠送签名球鞋。此次中国行向消费者展现了公司专业篮球产品的实战价值，提升了公司篮球品牌知名度与专业度，助力其抢占国内专业运动品牌市场份额。

图26：公司自有赛事“触地即燃”



资料来源：公司官方微博，中国银河证券研究院

图27：公司自有赛事“三号赛道”



资料来源：公司官方微博，中国银河证券研究院

通过构建多领域代言人矩阵，实现品牌专业领域全面布局。公司在篮球、跑步、花样游泳等领域均有布局，篮球领域签约尼古拉·约基奇、阿隆·戈登等国际球星，围绕他们的技术特点打造专属签名鞋；跑步领域签约 Kassie、管油腾等运动员，其马拉松赛事优异成绩彰显跑鞋专业性；花样游泳领域签约蒋文文、蒋婷婷等，依托世界泳联合作渗透市场。通过与多领域专业运动员合作，强化了对应产品线专业属性，又精准触达不同群体，助力品牌在多细分市场渗透，提升专业形象与影响力。

表14：公司主要代言人

代言人	体育运动	近年主要成就
尼古拉·约基奇	篮球	2022-2023 赛季职业篮球联赛总冠军球员、FMVP 2020-2021 2021-2022 2023-2024 赛季职业篮球联赛常规赛 MVP
阿隆·戈登	篮球	2022-2023 赛季职业篮球联赛总冠军球员
Kentavious CALDWELL POPE	篮球	2019-2020 2022-2023 赛季职业篮球联赛总冠军球员
斯宾瑟·丁威迪	篮球	国际篮球巨星，2017-2018 赛季职业篮球联赛全明星技巧挑战赛冠军
李梦雯	足球	2022 女足亚洲杯冠军 2018 雅加达亚运会女足银牌
蒋文文、蒋婷婷	花样游泳	花样游泳世界冠军
Kassie Derseh KINDIE	跑步	2024 柏林马拉松男子组第十名 2023 首尔马拉松男子组第七名
Alessandro GIACOBazzi	跑步	2022 意大利马拉松冠军
Dan DIXON	铁人三项	铁人三项精英运动员
高群翔	滑板	第十四届全运会滑板男子街式赛冠军
熊敦瀚	水球	第 19 届杭州亚运会女子水球冠军

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）电商：差异化产品与全渠道布局

公司电子商务业务表现强劲，成为业绩扩容的关键引擎。2020-2024 年公司电子商务营收保持高速增长，CAGR 达 34.8%，2024 年电子商务营业额达 26.1 亿元，增速有所放缓，同比增长 12.2%。近年电子商务营收占比呈现整体上升趋势，2024 年线上营收占总营收比重为 25.9%，公司持续优化电子商务渠道布局和推进品牌数字化升级，愈发成为业绩增长的核心动力之一。

表15：2018-2025H1 电子商务营收变动（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1
收入	51.9	56.3	51.3	59.3	69.6	84.2	100.7	51.41	57.05
其中：电子商务	7.4	9.2	7.9	12.3	16.9	23.3	26.1	12.5	18.2
占比	14.3%	16.3%	15.4%	20.7%	24.2%	27.6%	25.9%	24.4%	31.8%
yoy	86.8%	23.9%	-13.6%	55.1%	37.3%	38.0%	12.2%	16.1%	45.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司通过产品策略与渠道布局的协同，夯实电商业务基础。产品端，公司采取“差异化产品与尖货首推”策略，推行线上专供品开发，并基于大数据分析消费偏好精准定位需求，在电商节首推热门产品。渠道端，公司以天猫、京东、唯品会等主流平台为核心，同步拓展新兴电商渠道及站外引流工具，扩大品牌触达。海外市场方面，2024 年 4 月公司海外电商独立网站上线运营，与线下渠道形成互补，完善了国际化布局。

公司通过多元营销手段与场景化运营，持续提升电商渠道效能。一方面，聚焦核心盈利渠道与运营能力建设，通过优质平台加强目标人群渗透，提升内容原创能力，如围绕“快乐加倍”主题等传播品牌理念，增强粉丝参与度；另一方面，打造垂直社群培养种子用户，例如针对跑步、篮球爱好者开展互动活动，并结合消费场景推出遛狗鞋、跳绳鞋等细分单品。

图28：公司轻趣户外鞋产品展示



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图29：2024 年“618”期间鞋类爆品

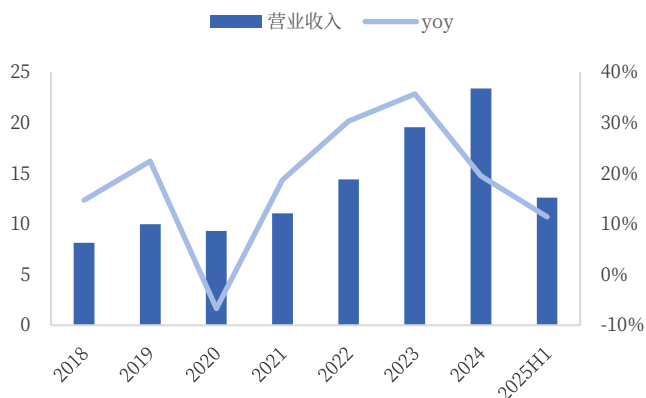


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（五）361 度儿童：规模与结构双优，奠定第二增长极地位

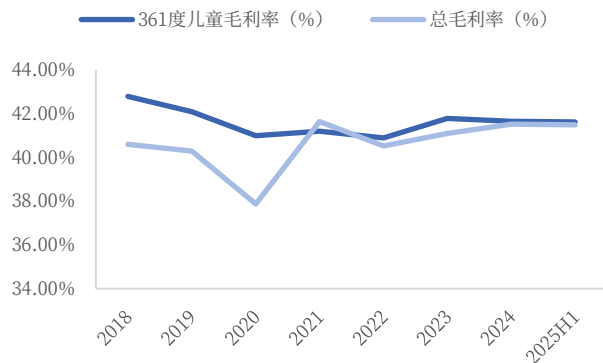
公司 361 度儿童业务保持快速扩张，盈利稳定，是公司第二增长驱动。公司儿童业务收入规模从 2020 年的 9.32 亿元增长至 2024 年的 23.39 亿元，复合增速为 25.85%，增长幅度高于大货。其中 2022 年与 2023 年收入增速分别为 30.3%和 35.7%，2024 年在基数不断扩大的情况下仍实现 19.5%的稳健增长，彰显出强劲的增长韧性。收入占比从 2018 年的 15.7%提升至 2024 年的 23.2%，已经成为公司保持稳健增长的重要驱动力。盈利质量方面，儿童线毛利率长期稳定在 41%左右，略高于集团总体毛利率水平，且通过规模化生产和供应链优化，净利润率随店效提升稳步改善，形成“高增长+高盈利”的良性循环，为集团业绩提供重要支撑。2025H1，361 度儿童与总体业务毛利率不断趋近，营业收入稳中有进。

图30：儿童业务 2018-2025H1 营业收入及其增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

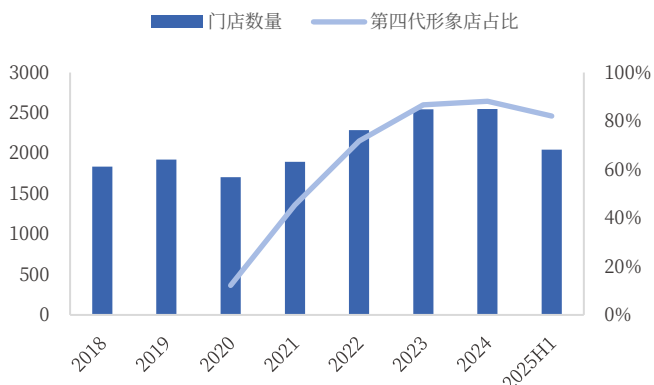
图31：361 度成人与儿童业务 2018-2025H1 毛利率对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

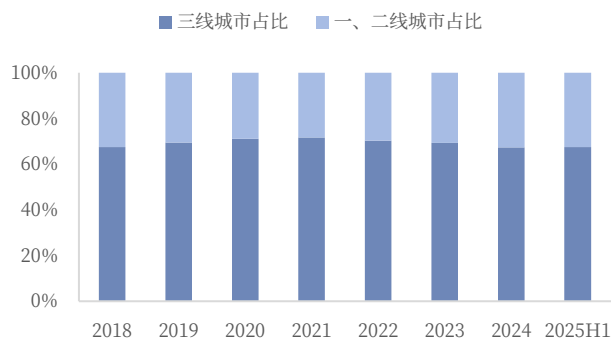
渠道策略呈现“量质齐升”特征，既巩固下沉市场基本盘，又通过门店升级提升消费体验。门店数量历经调整后，2020年起恢复净增长，从 2018 年的 1837 家稳步增至 2025H1 的 2494 家，其中三线及以下城市门店占比为 67.5%，深耕下沉市场。同时，门店质量同步升级，第四代形象店占比从 2021 年的 45.4%提升至 2024 年的 88.2%。2025H1，361°儿童品牌终端门店形象实现五代店及四代店立体覆盖，其中第四代形象店达 2046 家、占比 82.0%，第五代形象店增至 222 家、占比 8.9%，以“青少年运动专家”定位优化场景化陈列，在规模扩张的同时助力单店店效提升。形象店以“青少年运动专家”为定位，融入品牌色、叠加材料层次，实现了品质与辨识度升级。同时，形象店通过融入儿童游乐区等场景化陈列设计，有效提升进店率与顾客停留时长，在实现规模扩张的同时带动单店店效增长。

图32：2018-2025H1 361 度儿童门店数量及第四代形象店占比



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

图33：2018-2025H1 361 度儿童门店分布占比



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

产品层面以“青少年运动专家”为核心定位，凭借全品类覆盖、高科技赋能及专业化代言，形成了多维度发展优势。公司儿童产品品类横向适配 3 岁以下幼童至 16 岁青少年全年龄段，青少年“YOUNG”产品线的推出进一步延伸了年龄边界，纵向涵盖跑步、跳绳、篮球等核心运动，并延伸至校园体考、瑜伽等细分场景，构建起全面的产品矩阵，产品科技属性突出。鞋类方面，主要以轻量化鞋底材料、防滑减震与离子抑菌等特殊科技赋能体测鞋、跳绳鞋等专项产品，提升专业性能与运动安全性。服饰方面，构建“防护、舒展、清爽、御寒、环保”五大功能平台，并推出瑜伽裤、比赛套装及防晒衣等新品类，兼顾防护、舒适等多样化需求。专业代言体系为品牌加码。篮球领域借助代言人丁威迪提升产品影响力，跳绳领域通过与国家队合作、赞助赛事等方式，以专业代言与赛事营销强化专业形象，助力提升市场竞争力。

图34：“触地即燃”少年赛



图35：“全民亿起跳”线上活动



资料来源：361 度儿童公众号，中国银河证券研究院

资料来源：361 度儿童公众号，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测

公司在完成品牌聚焦战略调整后，依托「专业化、年轻化、国际化」定位，以跑步、篮球等核心品类为引擎，构建成人运动与儿童运动双轮驱动的增长架构。2024 年公司实现营业收入 100.74 亿元,同比增长 19.59%，预计 2025/26/27 年营业收入分别为 113.65/126.16/139.02 亿元，增速分别为+12.82%/+11.01%/+10.19%。以下为具体业务拆分与预测：

1.成人板块：361 度主品牌

作为公司基本盘，361 度主品牌深耕大众运动市场，以跑步、篮球品类为核心，通过科技+性价比策略巩固市场地位。2024 年成人业务达 73.80 亿元，同比增长 19.1%），占公司总收入的 73.3%。受益于消费复苏及超品店扩张，预计 2025/26/27 年营业收入分别为 82.91/91.52/100.53 亿元，增速分别为+12.34%/+10.38%/+9.84%。

2.儿童板块：361 度儿童

作为公司第二增长曲线，361 度儿童聚焦 6-14 岁青少年市场，推出结合专业功能、健康科技及儿童时尚元素的产品，满足儿童及青少年在各种运动场景中的多元化需求。2024 年儿童鞋类和服装共计实现收入 23.1 亿元，同比增长 18.0%，其中童装收入 12.11 亿元（同比+ 22.6%），童鞋收入 10.98 亿元（同比+ 17.5%）。随着儿童新品放量，产品矩阵逐渐完善，预计 2025/26/27 年营业收入分别为 26.52/30.00/33.39 亿元，增速分别为 14.82%/13.13%/11.30%。

表16：公司收入拆分表（单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
收入	100.74	113.65	126.16	139.02
yoy	19.59%	12.82%	11.01%	10.19%
成人业务	73.81	82.91	91.52	100.53
yoy	16.52%	12.34%	10.38%	9.84%
361 度儿童	23.10	26.52	30.00	33.39
yoy	17.99%	14.82%	13.13%	11.30%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

毛利率：公司通过优化产品结构，提升高毛利专业跑鞋及儿童科技产品占比，同时加强供应链成本管控，推动毛利率稳步提升。2024 年公司综合毛利率为 41.53%，成人板块超品店高单价产品销售占比增加，儿童板块科技童鞋溢价能力凸显，公司毛利率仍有提升潜力。预计 2025-2027 年毛利率分别为 41.61%/41.66%/41.66%。

费用率：随着超品店运营效率提升、数字化营销精准度提高，规模效应逐步显现，费用率有望得到有效控制。预计 2025-2027 年销售费用率分别为 21.97%/21.90%/21.80%，管理费用率分别为 7.0%/6.8%/6.6%。

综合以上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.89/14.40/15.99 亿元，同比增长 12.26%/+11.65%/+11.05%，EPS 分别为 0.62/0.70/0.77 元。

（二）相对估值

选取李宁、安踏体育、特步国际等业务模式相近的标的进行比较。采用 2025 年 8 月 14 日收盘价,361 度公司 2025/26/27 年 EPS 分别为 0.62/0.70/0.77 元,PE 估值分别为 8.56/7.66/6.90 倍。相对国内同业品牌，公司在大众运动市场性价比优势显著，成人板块跑步品类持续深耕与儿童板块专业化布局形成差异化竞争力。考虑到公司超品店业态扩张带来的渠道效率提升，以及科技产品迭代对毛利率的拉动作用，叠加儿童业务作为第二增长曲线的加速释放，长期盈利增长确定性较强。综合来看，我们认为公司凭借全品类协同发展的战略布局和双轮驱动的增长模式，有望在体育用品市场持续提升份额，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表17：可比公司对应估值数据（截至 2025 年 8 月 14 日）

股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元)			PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1361.HK	361 度	5.87HKD	0.62	0.70	0.77	8.56	7.66	6.90
2020.HK	安踏体育	92.45HKD	4.82	5.36	5.84	17.43	15.68	14.39
2331.HK	李宁*	18.00HKD	0.97	1.07	1.18	16.87	15.29	13.86
1368.HK	特步国际	5.69HKD	0.49	0.55	0.62	10.55	9.40	8.34
均值						13.35	12.01	10.87

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期，港股公司 PE 进行计算时收盘价根据 2025 年 8 月 14 日中国银行外汇牌价公布的 100 港币=90.89 人民币汇率进行换算后得到）

（三）绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2032 年）、永续增长期（2032 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 8 月 14 日公司最新股本为基准，按照当天人民币兑港币汇率计算（0.9089:1），在加权平均资本成本（WACC）为 6.55%、永续增长率（g）为 3%时，公司合理每股价值为 7.72 港元。在加权平均资本成本（WACC）为 5.60%-5.88%、永续增长率（g）在 2.86%-3.15%的情况下，公司合理每股价值区间为 6.88-8.43 港元。

表18：FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.70%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	8%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数β	0.7775	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	6.55%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期增长率	6%	假设过渡期公司年均复合增长率 6%
永续增长率 g	3%	假设公司永续增长率 3%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表19: FCFF 估值敏感性分析

加权平均资本成本 (WACC)	永续增长率 (g)				
	2.72	2.86	3.00	3.15	3.31
5.34	7.36	7.72	8.14	8.64	9.24
5.60	6.65	6.94	7.27	7.66	8.13
5.88	6.03	6.26	6.53	6.85	7.21
6.18	5.49	5.68	5.90	6.15	6.44
6.55	4.92	5.08	5.25	5.44	5.67

资料来源: IfinD, 中国银河证券研究院

五、风险提示

1、终端销售弱于预期风险：若未来国内经济增长承压，消费意愿与消费能力复苏受阻，体育服饰作为可选消费将受到更为明显的影响。消费者预期收入下降，将有可能降低消费的频次，制约体育服饰市场的需求，进而影响公司的业绩。

2、门店升级调整不及预期风险：公司开启新零售业态探索，启动超品店渠道建设，主要布局在低线城市。若后续开店节奏放缓，门店选址或门店经营不当可能会影响公司超品店业务业绩表现。

3、行业竞争加剧的风险。当前体育服饰赛道正处于高景气周期，相关竞品也逐步加大在户外等领域的产品布局，导致行业竞争压力逐渐加大，如若公司产品无法保持核心竞争力，将会受到来自多类竞品的竞争，从而影响公司产品销售。

图表目录

图 1: 2024 年公司营业收入结构（按产品分）	5
图 2: 2024 年公司营业收入结构（按渠道分）	5
图 3: 公司发展历程	6
图 4: 公司股权结构	6
图 5: 公司 2014-2025H1 年营业收入及增速（亿元）	8
图 6: 公司 2014-2024 年归母净利润及增速（亿元）	8
图 7: 公司 2018-2024 年费用率变化情况	9
图 8: 公司 2018-2024 年存货及应收账款周转天数（天）	9
图 9: 2019-2024 年人均体育场地面积（单位：平方米）	12
图 10: 全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）	13
图 11: 休闲及户外市场规模终端用户比例	13
图 12: 2018-2028E 各线城市人均可支配收入（千元）	14
图 13: 2018-2028E 各线城市居民人均消费支出（千元）	14
图 14: 公司跑鞋产品矩阵	15
图 15: 公司篮球鞋产品矩阵	15
图 16: 2015-2024 年公司研发费用变动（单位：亿元）	17
图 17: 2018-2024 年体育服饰主要公司研发费用率变动	17
图 18: 公司 2019-2025H1 年核心品牌门店变动（家）	18
图 19: 公司 2019-2025H1 361°儿童门店数量变动（家）	18
图 20: 公司海外门店形象	18
图 21: 公司 2019-2025H1 海外门店数量变动（家）	18
图 22: 公司成人业务核心门店第十代形象店	19
图 23: 361°儿童第五代形象店	19
图 24: 361 度超品店展示	20
图 25: 公司超品店内部陈列	20
图 26: 公司自有赛事“触地即燃”	22
图 27: 公司自有赛事“三号赛道”	22
图 28: 公司轻趣户外鞋产品展示	23
图 29: 2024 年“618”期间鞋类爆品	23
图 30: 儿童业务 2018-2025H1 营业收入及其增速（亿元）	24
图 31: 361 度成人与儿童业务 2018-2025H1 毛利率对比	24
图 32: 2018-2025H1 361 度儿童门店数量及第四代形象店占比	25
图 33: 2018-2025H1 361 度儿童门店分布占比	25

图 34: “触地即燃” 少年赛 25

图 35: “全民亿起跳” 线上活动 25

表 1: 公司主要品牌业务介绍 4

表 2: 公司管理层介绍 7

表 3: 公司 2018-2024 分品牌收入变化 (亿元) 8

表 4: 2018-2024 年毛利率及分部毛利率表现 9

表 5: 2015-2024 年国内体育服饰行业规模及增速 (单位: 亿元) 10

表 6: 2017-2024 年中国体育服饰行业市占率 10

表 7: 近年来政府体育产业政策梳理 11

表 8: 2017-2023 年体育服务业快速发展 (单位: 万亿元) 12

表 9: 2015-2024 年城镇居民人均可支配收入 (单位: 元) 12

表 10: 公司核心科技 16

表 11: 公司 2016-2025H1 门店数量及其位于三线及以下城市占比 (家) 17

表 12: 361 度超品店分布 19

表 13: 2024-2025 公司赞助的主要赛事 21

表 14: 公司主要代言人 22

表 15: 2018-2025H1 电子商务营收变动 (单位: 亿元) 23

表 16: 公司收入拆分表 (单位: 亿元) 26

表 17: 可比公司对应估值数据 (截至 2025 年 8 月 14 日) 27

表 18: FCFF 估值参数假设及说明 27

表 19: FCFF 估值敏感性分析 28

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,058.07	12,855.03	14,082.87	15,534.08
现金	4,262.94	4,350.00	4,603.20	4,802.74
应收账款及票据	4,388.56	4,740.47	5,431.83	6,149.04
其它应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	1,297.50	1,461.10	1,674.19	1,895.25
存货	2,109.07	2,303.46	2,373.64	2,687.05
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,355.48	1,326.67	1,240.40	1,147.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	960.92	906.14	850.15	792.95
无形资产	99.21	86.84	75.72	59.19
其他	295.36	333.69	314.52	295.36
资产总计	13,413.55	14,181.70	15,323.26	16,681.56
流动负债	3,362.73	3,432.43	3,797.25	4,296.43
短期借款	46.72	111.16	0.00	0.00
应付账款及票据	1,331.44	1,321.66	1,510.50	1,709.94
其他	1,984.58	1,999.61	2,286.76	2,586.50
非流动负债	221.69	221.69	221.69	221.69
长期借款	214.50	214.50	214.50	214.50
其他	7.19	7.19	7.19	7.19
负债总计	3,584.42	3,654.12	4,018.94	4,518.12
少数股东权益	453.89	507.61	564.48	624.19
归属母公司股东权益	9,375.24	10,019.97	10,739.84	11,539.25
负债和股东权益	13,413.55	14,181.70	15,323.26	16,681.56

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	69.81	488.46	849.19	756.51
净利润	1192.59	1343.18	1496.61	1658.53
折旧摊销	76.98	88.81	91.27	92.91
财务费用	13.46	3.80	2.64	0.25
其他经营现金流	-1213.22	-947.33	-741.34	-995.18
投资活动现金流	1366.24	182.69	237.69	242.69
资本支出	271.01	60.00	5.00	0.00
其他投资现金流	1095.23	122.69	232.69	242.69
筹资活动现金流	-776.91	-584.09	-833.68	-799.66
短期借款	-1.27	64.44	-111.16	0.00
长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
其他	-745.64	-648.53	-722.51	-799.66
现金净增加额	659.14	87.06	253.20	199.54

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,073.51	11,364.75	12,615.98	13,901.94
营业成本	5,890.22	6,635.65	7,359.84	8,110.00
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	2,211.39	2,496.84	2,762.90	3,030.62
管理费用	698.91	795.53	857.89	917.53
财务费用	13.46	3.80	2.64	0.25
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营性损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,259.53	1,432.93	1,632.71	1,843.54
资产收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益	303.25	316.00	316.00	316.00
利润总额	1,562.78	1,748.93	1,948.71	2,159.54
所得税	370.20	405.75	452.10	501.01
净利润	1,192.59	1,343.18	1,496.61	1,658.53
少数股东损益	43.97	53.73	56.87	59.71
归属母公司净利润	1,148.62	1,289.45	1,439.74	1,598.82
EBITDA	1,653.22	1,841.54	2,042.63	2,252.70
EPS（元）	0.56	0.62	0.70	0.77

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	19.59%	12.82%	11.01%	10.19%
归母净利润增长率	19.47%	12.26%	11.65%	11.05%
毛利率	41.53%	41.61%	41.66%	41.66%
净利率	11.84%	11.82%	11.86%	11.93%
ROE	12.25%	12.87%	13.41%	13.86%
ROIC	11.41%	13.22%	13.44%	14.06%
资产负债率	26.72%	25.77%	26.23%	27.08%
净负债比率	-40.71%	-38.23%	-38.82%	-37.72%
流动比率	3.59	3.75	3.71	3.62
速动比率	2.96	3.07	3.08	2.99
总资产周转率	0.75	0.80	0.82	0.83
应收账款周转率	2.30	2.40	2.32	2.26
存货周转率	2.79	2.88	3.10	3.02
固定资产周转率	10.48	12.54	14.84	17.53
每股收益	0.56	0.62	0.70	0.77
每股经营现金流	0.03	0.24	0.41	0.37
每股净资产	4.53	4.85	5.19	5.58
P/E	9.6	8.56	7.66	6.90
P/B	1.29	1.21	1.13	1.05
EV/EBITDA	1.08	1.03	0.91	0.85
PS	1.20	1.07	0.96	0.87

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023 年 7 月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	超配：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn