公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

平安证券

纺织服装

2025 年 09 月 01 日

361度(1361.HK)

大装及童装业务齐头并进

推荐（首次）

股价：6.36 港元

主要数据

行业	纺织服装
公司网址	www.361sport.com
大股东/持股	丁氏国际有限公司/16.45%
实际控制人	丁氏国际有限公司
总股本(百万股)	2067.68
流通 H 股(百万股)	2067.68
总市值（亿港元）	131.50
流通 H 股市值(亿港元)	131.50
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	25.56

行情走势图

证券分析师

王源　投资咨询资格编号 S1060524010001
WANGYUAN468@pingan.com.cn

平安观点：

- **大装业务：**定位大众运动，聚焦下沉市场。1）坚持大众定位，全品类高协同增长稳健，鞋服占比结构均衡。根据公司 2024 年年报数据，361 度大装业务实现收入 73.8 亿元，同比+19.1%。从产品看，近五年鞋服结构稳定且占比均衡 112 平方米。根据公司 2024 年年报数据，鞋类占大装业务平均占比 58.1%，服装类占大装业务平均占比 41.9%，配饰占比较少。2）线下及线上渠道协同发展。线下渠道聚焦下沉市场，打造差异化竞争。线上渠道多平台发掘电商渠道潜力，拓展销售增量空间。3）供应链体系高效协同，引领智能制造新风潮。公司紧跟时代步伐，积极打造先进供应链体系。合理产能布局，构筑高效供应链协同网络，提升 5G 智慧工厂效能。

- **童装业务：**渠道与产品双发力，后续成长势能更强。1）渠道策略：持续加速扩张，“量”与“质”齐发力。相较成人业务关闭店铺进行渠道整合，童装业务门店规模仍在加速扩张。在规模扩张的同时，公司通过迭代门店形象等方式提升渠道质量。2）产品策略：塑造 361 度儿童的产品力。建立运动童装领先优势，以专业布局及产品突围实现韧性增长。在科技上，公司以科技赋能，让功能升级。鞋底技术新增软弹柱、减震胶等前沿科技，推出「轻氧」跑鞋、「轻羽」跳绳鞋、「龙鳞」足球鞋等拳头产品。在产品上，公司注重细分需求，不断爆款频出。361 度儿童品牌运用幸运猴等 IP 丰富设计，打造猎鹰、星环、心蝶等爆款，兼具童趣与时尚。童条线产品不断匹配专业运动细分市场需求，推出瑜伽裤、比赛套装、防晒衣等品类，占领消费者心智。

- **投资建议：**361 度坐拥大装业务及童装业务两条成长曲线，叠加体育运动及户外运动的红利期，及在国货新机遇的加持下，公司长短期均呈现较强韧性。我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 113.4 亿元/126.6 亿元/140.8 亿元，同比+12.5%/+11.7%/+11.2%；归母净利润分别为 12.9 亿元/14.7 亿元/16.6 亿元，同比+12.5%/+13.4%/+13.0%。我们采用相对估值法算得 361 度的目标价为 7.20 港元，较 2025 年 8 月 29 日收盘价有 13.2%的涨幅，首次覆盖给予“推荐”评级。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,423	10,074	11,335	12,659	14,078
YOY(%)	21.0	19.6	12.5	11.7	11.2
净利润(百万元)	961	1,149	1,292	1,465	1,655
YOY(%)	28.7	19.5	12.5	13.4	13.0
毛利率(%)	41.1	41.5	41.1	41.3	41.5
净利率(%)	11.4	11.4	11.4	11.6	11.8
ROE(%)	14.2	16.0	14.7	14.7	14.6
EPS(摊薄/元)	0.46	0.56	0.62	0.71	0.80
P/E(倍)	12.5	10.4	9.3	8.2	7.2
P/B(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **风险提示：**1、品牌推广不及预期：服装消费的潮流趋势难以确定，若服装品牌公司不能及时掌握时尚趋势，或将导致消费者与品牌粘性下降，进而造成客流流失以及业绩下降。公司目前拥有大量户外运动新品牌，若新品牌未能适应国内市场需求导致销售不及预期，将会对公司的业绩造成不利影响。2、渠道库存积压风险：消费环境尚存不确定性，若当季货品成交率不足，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。3、需求弹性不足：基于全球及中国经济趋势的不确定性，或将影响服装行业的景气度及相关公司的盈利水平。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 361 度：大装及童装双布局，聚焦 361 度主品牌.....5
1.1 公司概览：沉浮二十余年，专注运动鞋服行业 5
1.2 聚焦主品牌，重回高增长 6
1.3 家族控股，股权结构稳定 6
二、 大装业务：定位大众运动，持续塑造产品力.....7
2.1 坚持大众定位，全品类高协同 7
2.2 线下渠道不断下沉，线上多平台持续发力 11
2.3 供应链体系高效协同，引领智能制造新风潮 12
三、 童装业务：渠道与产品双发力，后续成长势能更强.....13
3.1 渠道策略：持续加速扩张，“量”与“质”齐发力 13
3.2 产品策略：塑造儿童的产品力 14
四、 投资建议.....15
4.1 盈利预测 15
4.2 估值及评级 15
五、 风险提示.....16

图表目录

图表 1 361 度公司发展里程碑 5
图表 2 361 度公司连续五年赞助亚运会 6
图表 3 361 度公司与国际体育赛事深度融合 6
图表 4 2018-2024 年营收（亿元）及 YoY（%） 6
图表 5 2018-2024 年归母净利润（亿元）及 YoY（%） 6
图表 6 361 度股权结构图（截至 2025 年中报数据） 7
图表 7 2011-2024 年成人业务鞋类、服装和配饰营收拆分 7
图表 8 2018-2025 年公司鞋类核心产品迭代图谱 8
图表 9 公司产品研发所获奖项 8
图表 10 2021-2024 年公司推动自有赛事创新 9
图表 11 2024 年公司跑步品类产品力塑造活动 9
图表 12 2024 年公司篮球品类产品力塑造活动 10
图表 13 2024 年公司运动生活品类产品力塑造活动 11
图表 14 2018-2024 年 361 度中国大陆大装门店数量 11
图表 15 361 度第十代终端门店形象 11
图表 16 2024 年 361 度电商产品结构占比 12
图表 17 电商专供品及“参度工作室”创新平台 12
图表 18 361 度 5G 智慧工厂数字运营中心 13
图表 19 2017-2024 年童装门店数量及同比增速 14
图表 20 361 度童装最新第五代门店形象 14
图表 21 361 度儿童推出轻氧科技跑鞋 14
图表 22 青少年“YOUNG”系列 14
图表 23 公司分业务收入预测 15
图表 24 公司毛利润及毛利率预测 ..... **错误!未定义书签。**
图表 25 公司归母净利润及归母净利润率预测 ..... **错误!未定义书签。**
图表 26 361 度可比公司估值表（更新至 2025.8.29） 16

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

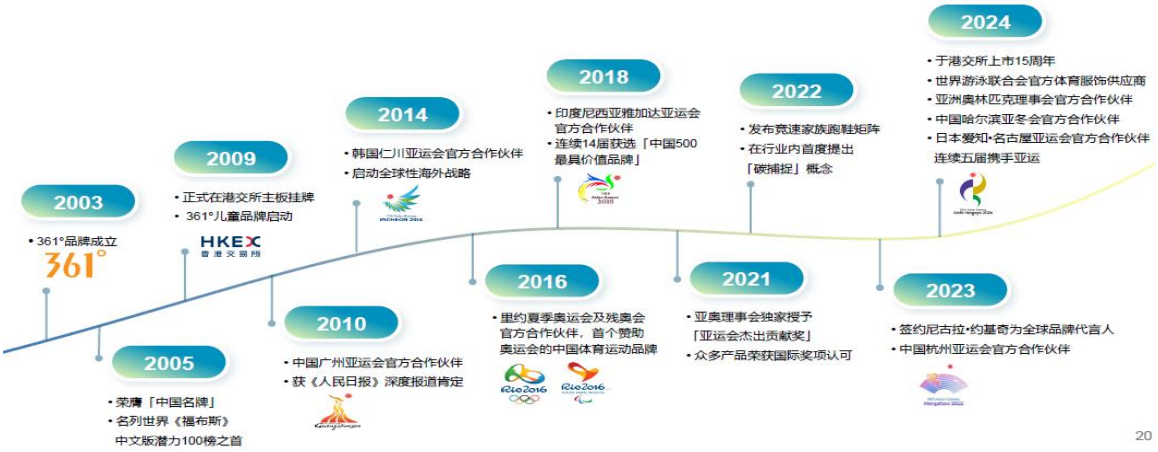
一、 361 度：大装及童装双布局，聚焦 361 度主品牌

1.1 公司概览：沉浮二十余年，专注运动鞋服行业

361 度公司成立于 2003 年，主要从事运动鞋服研发、设计、生产、国内外经销及品牌管理。历经二十余年发展，361 度品牌现已稳居国内运动鞋服品牌前列。361 度公司主品牌 361 度包含大装、童装和海外三条业务线，终端销售网络遍布海内外。截至 2024 年底，公司在中国境内共有大装 5,750 家门店，童装 2,548 家门店，海外有 1,365 个销售点。

361 度大装、童装和国际线三条业务线定位清晰。1）361 度大装：自品牌诞生起主要涵盖跑步、篮球、综训、户外等核心品类；2）361 度童装：创立于 2009 年，专注于为 3-12 岁的童装提供专业、优质的运动装备；3）361 度海外线：创立于 2014 年，积极布局国际市场，提升品牌的国际知名度。2024 年 4 月，361 度海外电商独立网站正式上线运营，2025 年 1 月，361 度在马来西亚吉隆坡开设海外首家直营店，标志着品牌在东南亚市场迈出了重要的一步。展望未来，公司将更加注重海外市场的稳健发展，积极巩固美洲、欧洲及一带一路等地区市场，进一步提升361 度在海外的市场影响力。

图表1　361 度公司发展里程碑



资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

361 度与亚运同行加速品牌跃升。1）连续五届携手亚运，彰显品牌深远布局和战略定力。公司是中国体育品牌赞助洲际综合运动会的先行者，将“多一度热爱”的品牌精神在国际舞台上予以传递。361 度是 2026 年爱知• 名古屋亚运会官方合作伙伴，361 度将亚运精神与当地文化融合，延续环保理念，采用可再生材料，打造兼具功能性与环保性的服饰，为赛事提供优质保障。**2）深度融合国际体育资源，全面激发品牌建设活力。**361 度是 2025 年哈尔滨亚冬会官方合作伙伴。361° 首次与亚洲冬季运动会携手，以专业实力和大型赛事服务经验为亚冬会提供全方位的支持，推动了冰雪文化传播的广度与深度。另一方面，361 度是世界游泳联合会官方体育服饰供应商。361 度携手世界泳联，以 2024 年多哈世界泳联世锦赛为起点，开启长期合作， 为世界泳联举办的各项赛事提供优质的装备保障，展现了中国体育品牌实力。

图表2　361 度公司连续五年赞助亚运会

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

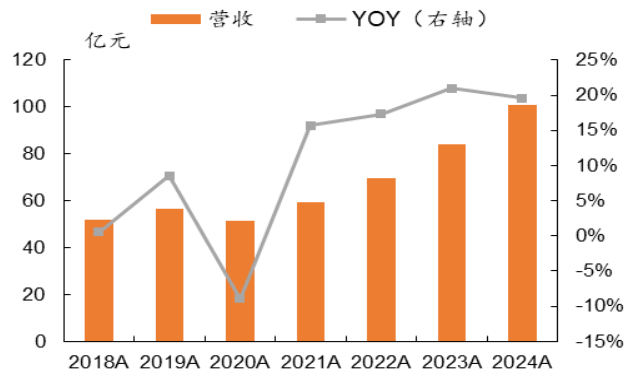
图表3　361 度公司与国际体育赛事深度融合

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

1.2 聚焦主品牌，重回高增长

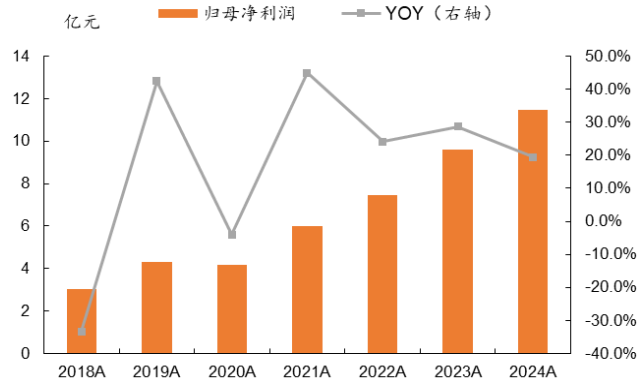
战略调整卓有成效，业绩回归高速增长。自 2021 年聚焦主品牌以来，361 度在营收端及利润端均持续增长。2024 年公司实现营收 100.7 亿元，同比+19.6%；归母净利润 11.5 亿元，同比+19.5%。

图表4　2018-2024 年营收（亿元）及 YoY（%）



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表5　2018-2024 年归母净利润（亿元）及 YoY（%）

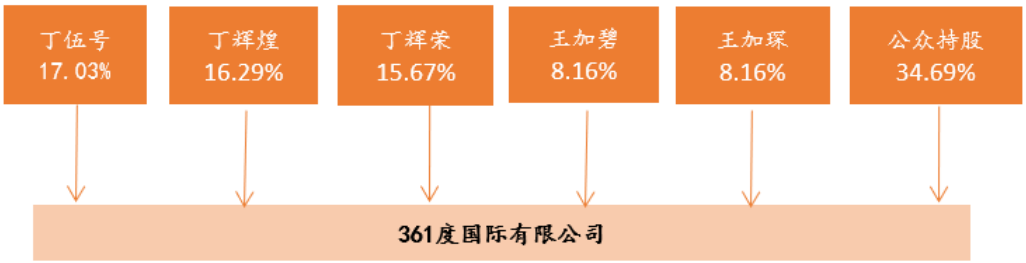


资料来源：公司财报，平安证券研究所

1.3 家族控股，股权结构稳定

家族持股比重高，股权结构稳定。根据公司 2025 年中报数据，丁伍号持股 17.03%，为公司核心控制人；其儿子丁辉煌、丁辉荣分别持股 16.29%和 15.67%；管理层王氏兄弟王加碧及王加琛各自持股 8.16%。

图表6　361 度股权结构图（截至 2025 年中报数据）



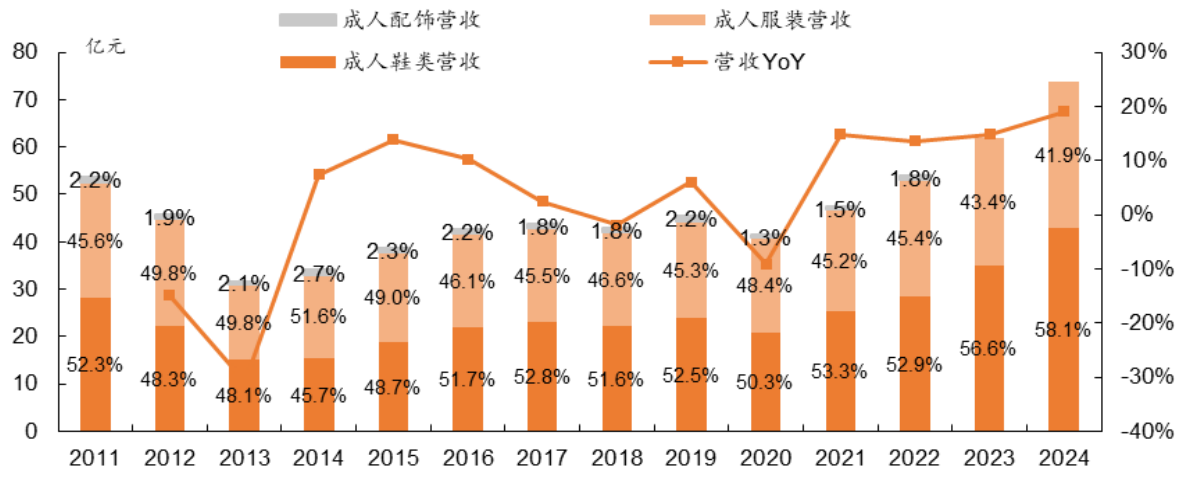
资料来源：公司 2025 年中期财务简报，平安证券研究所

二、 大装业务：定位大众运动，持续塑造产品力

2.1 坚持大众定位，全品类高协同

大装业务增长稳健，鞋服占比结构均衡。根据公司 2024 年年报数据，361 度大装业务实现收入 73.8 亿元，同比+19.1%。从产品看，近五年鞋服结构稳定且占比均衡。根据公司 2024 年年报数据，鞋类占大装业务平均占比 58.1%，服装类占大装业务平均占比 41.9%，配饰占比较少。

图表7　2011-2024 年成人业务鞋类、服装和配饰营收拆分



资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

研发投入领先同业，以科技为核心驱动力，推动公司持续发展。361° 以科技作为驱动企业持续向上的最大动能，产品锤炼追求极致专业性、高质价比。通过材料科技创新、产品矩阵拓展、运动科学支撑，不断推陈出新，持续追求更卓越的产品表现。公司位于福建晋江市五里工业园区的研创中心，拥有先进的能力及设备进行检测，公司拥有国家级高新技术企业、国家级工业设计中心、国家级知识产权优势企业、「科创中国」博士创新站、中国轻工业运动鞋服人因工效工程技术研究中心、福建省人因智能纺织材料工程研究中心等称号。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计获得 870 项专利，拥有研发人员 832 名，2025 年上半年，研发开支占集团营业额 2.8%。

图表8　2018-2025 年公司鞋类核心产品迭代图谱

资料来源：公司 2025 年中期财务简报，平安证券研究所

图表9　公司产品研发所获奖项

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

多元品牌矩阵持续释放效能，塑造 361 度品牌的产品力。2024 年广告及宣传开支占集团营业额 12.8%。公司进行全球专业战略资源配置，多元化矩阵赋能品牌实力。同时，公司全力推动自有赛事创新，驱动品牌实现圈层突破。

■ **通过持续的营销宣传，不断提高品牌力。具体来看，**

- **赞助大型运动赛事。**1）综合性运动会：2025 年哈尔滨亚冬会及 2026 年爱知•名古屋亚运会；2）马拉松等跑步赛事：郑开马拉松、冲浪城马拉松等 19 项；3）铁人三项赛事：The ROC 铁人三项赛、阿尔高铁人三项赛等 5 项；4）其他细分赛事：2024 年亚洲跳绳锦标赛、2024 年全国跳绳联赛等 3 项运动。
- **赞助中国国家队及职业体育运动队队服。**1）中国国家队：中国国家空手道队、中国国家手球队等 5 支；2）其他运动队：广东省游泳队、天津市游泳队等 15 支。
- **聘请顶级运动员及演艺名人代言。**1）篮球运动员：尼古拉•约基奇、阿隆•戈登等 9 位；2）马拉松运动员：李子成、管油胜等 15 位；3）其他细分领域运动员：李梦雯、熊敦瀚等 12 位；4）演艺明星：敖瑞鹏等 2 位。
- **与 IP 联名合作。**公司品牌与知名 IP 进行合作，例如不鸭、若来、蓝精灵等 14 项 IP 联名。

图表10 2021-2024 年公司推动自有赛事创新

「三号赛道」创立于2021年
专注精英跑者赛事
2024年举办7场「10KM竞速系列赛」，全力推进「赛道梦想计划」

「触地即燃」创立于2020年
打造现象级篮球赛事
2024年530场次赛事覆盖核心城市，成为国内草根篮球新标杆

「女子健身局」创立于2023年
实现积极健康自我表达
2024年落地34场「女子健身局」活动，传递女子健身的韧性态度

「板上见」创立于2024年
以滑板推动品牌突破圈层
2024年举办4站「板上见」活动，引领街头狂欢并深入年轻群体

「场上说」创立于2024年
以足球链接热爱
2024年组织110场「场上说」比赛，提供专业足球竞技平台

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

■ **公司持续布局多元化品类，不断提高品牌产品力。具体来看：**

➢ **跑步品类：梦想赛道，全力燃速，助力千万跑者赛道冲刺。**

1）跑步品类加速科技向产品转化进程，构建起顶级竞速、专业竞速、场地训练、畅快开跑四大专业跑步矩阵，满足全阶段跑者的需求。

2）361° 赞助支持包括郑开马拉松、青岛马拉松、秦皇岛马拉松、福州马拉松以及莆田马拉松在内的多项赛事，以专业实力支持路跑事业；优质产品助力跑步运动员于国内外赛事斩获佳绩 114 项，助力跑步代言人刷新 361° 竞速跑鞋最佳战绩、361° 大满贯赛事女子最佳纪录。

3）361° 对材料创新、设计理念和产品科技深入探索，「飞燃 4」「速湃 FLOAT 2」「飚速 4PRO」跑鞋新品于品牌日首发，「飞飚 2」专业竞速碳板跑鞋实现能量反馈与上脚感受双提升，为跑者提供更优质的产品体验。

图表11 2024 年公司跑步品类产品力塑造活动

赞助支持多项马拉松赛事推动中国路跑事业发展

以专业产品助力跑步代言人于国内外赛事屡获佳绩

「飞飚2」专业竞速碳板跑鞋

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

➢ **篮球品类：场上英雄，热血燃动，品牌全球化进程再提速。**

1）篮球品类布局核心资源，签约尼古拉•约基奇、阿隆•戈登等代言人，年内尼古拉•约基奇第三次荣膺美职篮常规赛最有价值球员。

2）发起球星中国行活动，于品牌及消费者之间筑起紧密桥梁。品牌代言人斯宾瑟•丁威迪开启七天「威力全开 2024 中国行」及篮球品类代言人肯塔维奥斯•卡德维尔•波普开启八天首次品牌中国行，与中国粉丝深入互动，传递属于篮球的热爱，同时也增强了 361° 品牌影响力。

3）361° 加强与代言人共创以提升产品研发水平，携手全球品牌代言人尼古拉•约基奇推出首款个人签名鞋款「JOKER 1」于全球首发，标志着 361° 在全球篮球市场的重大突破，品牌国际化进程加速，世界影响力再攀新高。

图表12 2024 年公司篮球品类产品力塑造活动

斯宾瑟•丁威迪开展「威力全开2024中国行」活动

肯塔维奥斯•卡德维尔•波普中国行活动

「JOKER 1」于美国丹佛发售

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

➢ **运动生活品类：洞察趋势，潮流拓圈，助力品牌年轻化布局。**

1）户外系列展现深厚技术储备，实时捕捉市场风潮。推出「轻野」系列，倡导轻量化生活；上市「小冰皮」防晒衣并发布「晒不服」趣味内容迅速出圈；推出「御屏 2.0 冲锋衣」及「雨屏 8 代跑鞋」等屏科技家族运动装备；上线「燥绒羽绒服」，实现干燥保暖、不惧湿冷、持久保暖三大特性。

2）女子健身系列关注女性需求，陪伴女性追求运动之美。推出「新肌」及「新动」系列新品，涵盖背心、裤装及外套等多样产品，在产品性能及设计美感方面不断升级，助力女性不断发掘运动潜力与运动乐趣。

3）运动潮流产品注重展现个性态度，拓展年轻消费者圈层。361° 举办「板上见」滑板活动，邀请知名插画艺术家 PANDA MEI（梅洹林）助阵；于草莓音乐节设置「敢就板上见」滑板展区，强化年轻化定位；品牌代言人敖瑞鹏以「一日店长」身份亮相 361° 郑州及大连门店，展现潮流新态度。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表13 2024 年公司运动生活品类产品力塑造活动

主打高性能与轻量化的「御屏2.0冲锋衣」

女子训练产品「新肌」系列

「敢就板上见」2024城市巡滑活动

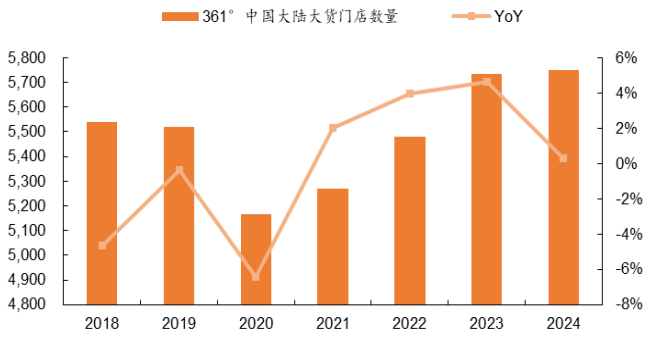
资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

2.2 线下渠道不断下沉，线上多平台持续发力

■ **线下渠道：聚焦下沉市场，打造差异化竞争。**

- 门店数量逐步企稳，渠道质量加速优化。361 度渠道网络由一级独家分销商和二级授权分销商组成，公司直接管理一级分销商，分销商再进行加盟店的招商。
- 目前，公司门店数量已趋于稳定。2024 年在中国大陆共有大装 5,750 家门店，全球拥有 7,115 家销售网点。公司通过升级门店形象，增加销售面积和提升消费体验等手段来优化终端渠道。
- 2024 年 361 度大装第十代形象店、361 度超品店落地，品牌形象持续渗透到消费终端。2024 年 361 度大装门店平均面积也持续提升，2024 年为 149 平方米，较 2023 年增加 11 平方米。

图表14 2018-2024 年 361 度中国大陆大装门店数量



资料来源：公司财报，平安证券研究所

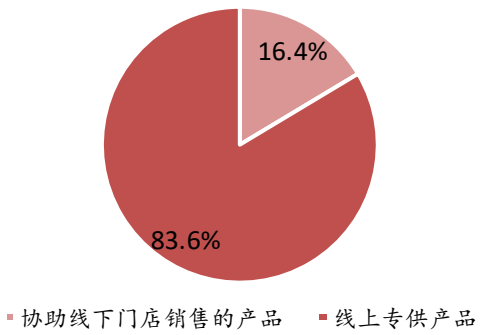
图表15 361 度第十代终端门店形象

资料来源：公司财报，平安证券研究所

■ **线上渠道：多平台发掘电商渠道潜力，拓展销售增量空间。**

- 电商渠道作为 361 度品牌的核心阵地，能够快速响应消费趋势，提供高颜值、高科技、高价值产品。通过电商平台与消费者深度互动，精准洞察需求，灵活调整产品策略，提升品牌电商运营能力。
- 公司以直营模式入驻天猫、京东、唯品会等主流电商平台，同时拓展抖音、快手、拼多多等新兴渠道，构建全渠道销售网络。2024 年 361° 电商销售线上专供品收入为人民币 2,609.4 百万元，占集团总营业额的 25.9%。
- 在电商零售商品结构中，线上专供品占全渠道零售的比例已达到 83.6%，电商零售商品与线下形成有效区隔，以商品的差异化，巩固电商业务优势。

图表16　2024 年 361 度电商产品结构占比



资料来源：2024 年公司业绩简报，平安证券研究所

图表17　电商专供品及“参度工作室”创新平台

资料来源：2024 年公司业绩简报，平安证券研究所

2.3 供应链体系高效协同，引领智能制造新风潮

361 度公司紧跟时代步伐，积极打造先进供应链体系。具体来看，

- **合理产能布局。**361 度公司的鞋服自产比例达 30.3%，优先匹配高功能、高科技及快反产品， 发挥灵活高效优势。
- **构筑高效供应链协同网络。**361 度公司建立数字供应链协同管理体系，成功落地了供应链上企业深度协同的数字化发展方案，打通了企业与制造商的链接，实现了关键生产与运营数据的互联互通，建立了以 361° 为中心的产业社区生态链。
- **提升 5G 智慧工厂效能。**361 度公司以 5G 网络与工业互联网技术为基底，整合多终端、多生产系统、多数据载体的信息化平台，将可视化生产流程、可视化质量管理、产线信息流及量化生产效率贯穿制造全流程，提升标准化、智能化水平。

图表18　361 度 5G 智慧工厂数字运营中心

资料来源：公司 2024 年财务简报，平安证券研究所

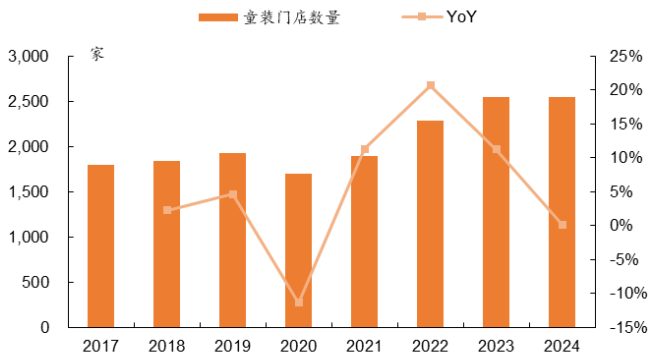
三、 童装业务：渠道与产品双发力，后续成长势能更强

经过前期的发展，361 度童装已形成独具特色的差异化打法，未来公司仍会将童装业务作为发展重心。公司将持续从渠道和产品两个层面发力，不断加大资源投入，童装占比有望进一步提升。

3.1 渠道策略：持续加速扩张，“量”与“质”齐发力

相较成人业务关闭店铺进行渠道整合，童装业务门店规模仍在加速扩张。2017-2024 年，361 度童装销售点从 1,797 家扩张至 2,548 家，CAGR=5.1%。在规模扩张的同时，公司通过迭代门店形象等方式提升渠道质量。2024 年 361 度儿童的单店平均面积达 112 平方米，较 2023 年底增加 9 平方米。同时，361 度儿童最新第五代门店已落地 82 家，公司全免升级童装的门店形象及购物体验。

图表19 2017-2024 年童装门店数量及同比增速



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表20 361 度童装最新第五代门店形象

资料来源：公司财报，平安证券研究所

3.2 产品策略：塑造 361 度儿童的产品力

■ **建立运动童装领先优势，以专业布局及产品突围实现韧性增长。**

- **科技赋能，功能升级**。以专业运动基因领跑，丰富产品科技矩阵，鞋类升级弹力簧、轻氧等科技，新增软弹柱、减震胶等科技；服装构建防护、舒展、清爽、御寒、环保五大功能平台。同时，前沿科技赋能，打造运动装备新体验，推出「轻氧」跑鞋、「轻羽」跳绳鞋、「龙鳞」足球鞋等拳头产品。
- **多维资源，深度布局。**冠名 2024 亚洲跳绳锦标赛，携手中国国家跳绳队斩获奖牌 144 枚并打破 15 项亚洲纪录，品牌专业领域影响力跃升。同时，携手北京国安及山东泰山足球青训，获篮球名宿吕晓明、跳绳产品推荐官杜婷婷助力，支持青少年运动梦想。
- **细分需求，爆款频出。**361 度儿童品牌运用幸运猴等 IP 丰富设计，打造猎鹰、星环、心蝶等爆款，兼具童趣与时尚。儿童品牌线将拓宽产品线覆盖至 16 岁人群，新增青少年「YOUNG」产品线，推出篮球尖货「漂移」，紧随青少年及校园体考需求，开创儿童竞速系列产品线，布局「飞速」跑鞋等不同层级跑步产品。此外，儿童条线产品不断匹配专业运动细分市场需求，推出瑜伽裤、比赛套装、防晒衣等品类，占领消费者心智。

图表21 361 度儿童推出轻氧科技跑鞋

资料来源：公司财务简报，平安证券研究所

图表22 青少年“YOUNG”系列

资料来源：公司财务简报，平安证券研究所

四、 投资建议

4.1 盈利预测

■ **营收端：**

关键假设：

1）大装业务：361 度主品牌大装库存健康，有望保持稳定增长节奏。我们认为，361 度聚焦主品牌的策略，在国际体育赛事加持下，品牌力将进一步提升拉动大装业绩增长。同时，随着海外消费市场复苏，国际线业绩有望持续恢复。由于经过 2025 年门店的结构的调整，2026 年公司大装业务门店店效或将进一步提升，我们预计 2025-2027 年大装业务营收为 83.0 亿元/92.6 亿元/102.8 亿元，同比+12.5%/+11.5%/+11.0%。

2）童装业务：童装业务作为 361 度的第二增长曲线，公司表示将加大资源投入巩固童装业务优势。我们认为，未来三年童装业务渠道仍会快速扩张，营收维持高增长态势。由于经过 2025 年门店的结构的调整，2026 年公司童装业务门店店效或将进一步提升，我们预计 2025-2027 年童装业务营收为 26.2 亿元/29.6 亿元/33.3 亿元，同比+13.5%/+13.0%/+12.5%

3）从整体看，基于以上拆分及假设，我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 113.4 亿元/126.6 亿元/140.8 亿元，同比+12.5%/+11.7%/+11.2%。

■ **利润端：**

1）毛利率预测：我们认为，随着公司库存去化效果显著，折扣有望回升至稳定水平，叠加产品矩阵的完善，我们预计 2025-2027 年大装的毛利率分别为 41.5%/41.7%/41.9%，童装毛利率为 41.9%/42.1%/42.3%，其他业务毛利率维持在 26.9%左右。我们预计，2025-2027 年公司整体毛利率分别为 41.1%/41.3%/41.5%

2）归母净利润率：公司通过提高效率等，持续控制销售费用、行政费用等主要费用开支，主要费用率将保持将对较稳健水平。我们预计，2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.9 亿元/14.7 亿元/16.6 亿元，同比+12.5%/+13.4%/+13.0%。

图表23 公司分业务收入预测

营业收入：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
大货	**5,397**	**6,334**	**7,380**	**8,303**	**9,258**	**10,276**
YoY	13.7%	17.4%	16.5%	12.5%	11.5%	11.0%
儿童	**1,442**	**1,958**	**2,310**	**2,622**	**2,962**	**3,333**
YoY	30.3%	35.7%	18.0%	13.5%	13.0%	12.5%
其他	**122**	**132**	**383**	**410**	**439**	**470**
YoY	54.8%	8.0%	191.4%	7.0%	7.0%	7.0%
营收合计	**6,961**	**8,423**	**10,074**	**11,335**	**12,659**	**14,078**
YoY	17.3%	21.0%	19.6%	12.5%	11.7%	11.2%
毛利率：						
大货	41.3%	40.7%	42.2%	41.5%	41.7%	41.9%
儿童	40.9%	41.3%	41.7%	41.9%	42.1%	42.3%
其他	2.5%	59.1%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
整体毛利率	**40.5%**	**41.1%**	**41.5%**	**41.1%**	**41.3%**	**41.5%**
各项费率：						
销售及分销开支费用比率	20.6%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
行政开支费用比率	7.8%	7.5%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
金融资产减值亏损拨回/（减值亏损）比率	2.4%	-0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
归母净利润率：	**10.7%**	**11.4%**	**11.4%**	**11.4%**	**11.6%**	**11.8%**

资料来源：公司财报，平安证券研究所

4.2 估值及评级

我们采用相对估值法对 361 度进行估值。从可比公司选择上，我们选取内资运动品牌安踏、李宁及特步作为对标公司。主要选取原因：1）361 度与其他三个品牌均是我国头部的运动鞋服公司，主要聚焦于大众化的运动鞋服产品。361 度的主营业务与安踏主品牌、李宁主品牌及特步主品牌的主营业务相似度较高；2）361 度与其他三个内资运动品牌布局市场具有一定相似性。安踏主品牌、李宁主品牌及特步主品牌均以布局国内市场为主要销售市场，其销售市场及渠道高度相似。因此，我们选取安踏、李宁、特步作为 361 度的可比公司。此外，由于当前消费者的消费偏好趋于购买高性价比产品，361 度的品牌定位与产品实力能够满足这一消费需求，故对其市场销售表现有一定的加持作用，或将有利于公司整体业绩的增长。综合考量，我们取 361 度公司 2025 年 PE 为 10.5 倍的目标估值，对应目标价为 7.20 港元。

361 度坐拥大装业务及童装业务两条成长曲线，叠加体育运动及户外运动的红利期，及在国货新机遇的加持下，公司长短期均呈现较强韧性。我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 113.4 亿元/126.6 亿元/140.8 亿元，同比+12.5%/+11.7%/+11.2%；归母净利润分别为 12.9 亿元/14.7 亿元/16.6 亿元，同比+12.5%/+13.4%/+13.0%。我们采用相对估值法算得 361 度的目标价为 7.20 港元，较 2025 年 8 月 29 日收盘价有 13.2%的涨幅，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表24　361 度可比公司估值表（更新至 2025.8.29）

公司	代码	货币单位	市值（亿港元）	P/E			
				2024A	2025E	2026E	2027E
安踏体育	2020.HK	HKD	2,695	15.8	17.9	16.1	14.4
李宁	2331.HK	HKD	488	14.7	12.8	15.9	14.4
特步	1368.HK	HKD	184	12.4	11.4	10.9	9.9
均值				14.3	14.0	14.3	12.9
361 度	1361.HK	HKD	132	10.4	9.3	8.2	7.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：361 度为平安证券预测值；其余均为万得一致预期。

注：港币兑人民币汇率采用 2025 年 8 月 29 日数值。

五、 风险提示

1、品牌推广不及预期：服装消费的潮流趋势难以确定，若服装品牌公司不能及时掌握时尚趋势，或将导致消费者与品牌粘性下降，进而造成客流流失以及业绩下降。公司目前拥有大量户外运动新品牌，若新品牌未能适应国内市场需求导致销售不及预期，将会对公司的业绩造成不利影响。

2、渠道库存积压风险：消费环境尚存不确定性，若当季货品成交率不足，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。

3、需求弹性不足：基于全球及中国经济趋势的不确定性，或将影响服装行业的景气度及相关公司的盈利水平。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**12,058**	**14,036**	**15,768**	**17,726**
现金及现金等价物	4,254	6,499	7,506	8,687
存货	2,109	1,659	1,853	2,060
应收贸易账款	4,350	4,534	5,064	5,631
存款期超过三个月的银行定期存款	0	0	0	0
其他流动资产	1,336	1,336	1,336	1,336
其他投资	0	0	1	2
已抵押存款	9	9	9	9
非流动资产	**1,355**	**1,557**	**1,761**	**1,966**
物业、厂房及设备	961	1,167	1,375	1,586
使用权资产	99	95	90	85
土地使用权	0	0	0	0
按金及预付款项	61	61	61	61
递延税项资产	216	216	216	216
其他金融资产	19	19	19	19
资产合计	**13,414**	**15,593**	**17,529**	**19,692**
流动负债	**3,363**	**4,201**	**4,616**	**5,061**
应付账款及其他应	2,704	3,542	3,957	4,402
租赁负债	2	2	2	2
银行贷款	47	47	47	47
计息借贷	0	0	0	0
本期税项	611	611	611	611
非流动负债	**222**	**222**	**222**	**222**
租赁负债	1	1	1	1
银行贷款	215	215	215	215
计息借贷	0	0	0	0
递延税项负债	6	6	6	6
负债合计	**3,584**	**4,423**	**4,838**	**5,282**
股本	182	182	182	182
储备	9,193	10,485	11,949	13,605
本公司股东应占权益总值	9,375	10,667	12,132	13,787
非控制性权益	454	503	559	623
权益合计	**9,829**	**11,170**	**12,691**	**14,410**
负债及权益合计	**13,414**	**15,593**	**17,529**	**19,692**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前利润	1,563	1,628	1,846	2,086
折旧和摊销	77	84	92	100
营运资金的变动	-1,308	1,105	-310	-332
经营活动现金流	**345**	**3,396**	**2,283**	**2,591**
投资活动现金流	**1,364**	**-300**	**-311**	**-320**
融资活动现金流	**-777**	**-563**	**-639**	**-722**

利润表 单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**10,074**	**11,335**	**12,659**	**14,078**
营业成本	-5,890	-6,680	-7,433	-8,237
毛利润	**4,183**	**4,655**	**5,226**	**5,842**
其他收入	**356**	**351**	**392**	**436**
销售费用	-2,211	-2,488	-2,779	-3,091
行政开支	-699	-793	-886	-985
净融资收入	-42	-48	-53	-59
其他净亏损/收入	-10	-34	-38	-42
经营溢利	**1,576**	**1,643**	**1,862**	**2,101**
财务成本	-13	-14	-16	-15
所得税	-275	-287	-325	-368
净利润	**1,287**	**1,341**	**1,521**	**1,719**
少数股东损益	44	49	56	63
归母净利润	**1,149**	**1,292**	**1,465**	**1,655**
EPS(元)	**0.56**	**0.62**	**0.71**	**0.80**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	19.6%	12.5%	11.7%	11.2%
毛利润增长率	20.8%	11.3%	12.3%	11.8%
归母净利润增长率	19.5%	12.5%	13.4%	13.0%
盈利能力				
毛利率	41.5%	41.1%	41.3%	41.5%
归母净利率	11.4%	11.4%	11.6%	11.8%
ROE	16.0%	14.7%	14.7%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	26.7%	28.4%	27.6%	26.8%
流动比率	3.59	3.34	3.42	3.50
营运能力				
资产周转率(次)	0.32	0.32	0.32	0.31
存货周转率(次)	3.41	3.55	4.23	4.21
每股资料				
每股收益(元)	0.56	0.62	0.71	0.80
每股经营现金（元）	0.03	1.50	0.95	1.08
每股净资产(元)	4.53	5.16	5.87	6.67
估值比率(倍)				
PE	10.4	9.3	8.2	7.2
PB	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层