

2025 年 10 月 21 日

投资评级：买入（维持）

## 证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 10 月 17 日

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价（港元）      | 5.85      |
| 一年内最高/最低（港元） | 6.70/3.67 |
| 总市值（百万港元）    | 12,095.94 |
| 流通市值（百万港元）   | 12,095.94 |
| 资产负债率（%）     | 25.56     |

资料来源：聚源数据

## 361 度 (01361.HK)

——25Q3 零售额维持快速增长，品牌 ONEWAY 重新出发

## 投资要点：

- **25Q3 零售行业压力无碍公司增长趋势，质价比产品助各渠道快速增长。**361 度发布 2025 年 Q3 运营概要。**分渠道看**，25Q3 公司主品牌线下渠道零售额录得约 10% 的正增长，童装品牌线下渠道零售额录得约 10% 正增长，电子商务平台整体流水录得约 20% 正增长，在第三季度行业整体发展承压下，公司通过发挥产品质价比优势维持全渠道快速增长趋势，延续了公司 25H1 的良好表现。
- **科技创新及赛事赞助增大公司竞争力，新品牌 ONEWAY 重新出发。**公司 25Q3 零售表现坚挺具备多重驱动因素。**从产品创新看**，据公司公告，公司于 25Q3 推出多款具备自主科技创新的新产品，如搭载 DWS 动能防水系统的“雨屏 9 代”、优化了中底弧度的专业马拉松跑鞋“飞燃 4.5”等，持续提升公司产品竞争力；**从赞助活动看**，国内方面公司篮球代言人中国行顺利开展助公司拓展消费者，国际方面第二十届亚运会、2025 柏林马拉松等一系列赛事为品牌增加国际露出度；**从品牌端看**，公司旗下芬兰户外品牌 ONEWAY 焕新出发，门店于 25Q3 落地郑州及济南，且据 ONEWAY 微信公众号，品牌已拥有郑州、北京、济南、大庆、拉萨及西安 6 家店铺（截至 2025 年 10 月 7 日），该品牌有望助公司业绩打开新增长空间。
- **“超品店”开店节奏符合预期，女子运动概念店落地。****从渠道方面看**，截至 2025 年中报，公司拥有 7026 个大装销售网点，店均面积较 2024 年底增加 7 平方米至 156 平方米，店铺质量持续提升；据 25Q3 运营概要，公司全新线下渠道“超品店”已开业 93 家（截至 2025 年 9 月 30 日），开店进度符合预期，该店型凭借丰富的 SKU 及高质价比的产品拓展客群，有望成为公司业务新增长点；另据 25Q3 运营概要，公司首家女子运动概念店落地石家庄，助公司打造专属女子健身的社群空间。
- **盈利预测与评级：**361 度作为国内头部运动服饰公司，伴随渠道升级及持续研发投入推动产品迭代，公司品牌力不断提升，且公司借多年深耕行业积累的体育资源及供应链资源不断提升品牌推广及运营效率，市场份额有进一步提升的潜力。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 13.15 亿元/14.93 亿元/16.88 亿元，同比分别增长 14.50%/13.49%/13.10%。考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，维持“买入”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险；店铺拓展进度不及预期风险；部分垂类产品发展不及预期风险。

## 盈利预测与估值（人民币）

|            | 2023    | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 8423.26 | 10073.51 | 11540.03 | 13113.23 | 14773.90 |
| 同比增长率（%）   | 21.01%  | 19.59%   | 14.56%   | 13.63%   | 12.66%   |
| 归母净利润（百万元） | 961.43  | 1148.62  | 1315.14  | 1492.55  | 1688.14  |
| 同比增长率（%）   | 28.68%  | 19.47%   | 14.50%   | 13.49%   | 13.10%   |
| 每股收益（元/股）  | 0.47    | 0.56     | 0.64     | 0.72     | 0.82     |
| ROE（%）     | 10.59%  | 12.25%   | 12.52%   | 12.43%   | 12.32%   |
| 市盈率（P/E）   | 11.54   | 9.65     | 8.44     | 7.44     | 6.57     |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**

| 损益表                  |              |              |              |              | 资产负债表            |               |               |               |               |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位：人民币(百万)           |              |              |              |              | 单位：人民币(百万)       |               |               |               |               |
|                      | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                  | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 营业收入                 | 10,074       | 11,540       | 13,113       | 14,774       | 货币资金             | 4,254         | 5,792         | 7,198         | 8,898         |
| 增长率                  | 19.6%        | 14.6%        | 13.6%        | 12.7%        | 应收款项             | 5,686         | 5,757         | 6,047         | 6,254         |
| 营业成本                 | 5,890        | 6,715        | 7,618        | 8,568        | 存货               | 2,109         | 2,238         | 2,434         | 2,618         |
| %销售收入                | 58.5%        | 58.2%        | 58.1%        | 58.0%        | 其他流动资产           | 9             | 12            | 13            | 15            |
| <b>毛利</b>            | <b>4,183</b> | <b>4,825</b> | <b>5,495</b> | <b>6,206</b> | <b>流动资产</b>      | <b>12,058</b> | <b>13,799</b> | <b>15,692</b> | <b>17,785</b> |
| %销售收入                | 41.5%        | 41.8%        | 41.9%        | 42.0%        | 权益性投资            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他收入                 | 0            | 0            | 0            | 0            | 固定资产             | 961           | 979           | 1,006         | 1,040         |
| %销售收入                | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 无形资产             | 3             | 4             | 4             | 4             |
| 销售费用                 | 2,211        | 2,446        | 2,773        | 3,117        | <b>非流动资产</b>     | <b>1,355</b>  | <b>1,360</b>  | <b>1,384</b>  | <b>1,415</b>  |
| %销售收入                | 22.0%        | 21.2%        | 21.2%        | 21.1%        | <b>资产总计</b>      | <b>13,414</b> | <b>15,160</b> | <b>17,075</b> | <b>19,200</b> |
| 管理费用                 | 699          | 739          | 826          | 916          | 应付款项             | 1,331         | 1,679         | 1,799         | 1,904         |
| %销售收入                | 6.9%         | 6.4%         | 6.3%         | 6.2%         | 短期借款             | 47            | 35            | 24            | 14            |
| 研发费用                 | 342          | 381          | 435          | 493          | 其他流动负债           | 1,985         | 2,216         | 2,465         | 2,733         |
| %销售收入                | 3.4%         | 3.3%         | 3.3%         | 3.3%         | <b>流动负债</b>      | <b>3,363</b>  | <b>3,929</b>  | <b>4,288</b>  | <b>4,651</b>  |
| 财务费用                 | 13           | -108         | -151         | -190         | 长期债务             | 215           | 215           | 215           | 215           |
| %销售收入                | 0.1%         | -0.9%        | -1.1%        | -1.3%        | 其他长期负债           | 7             | 12            | 12            | 12            |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>  | <b>1,576</b> | <b>1,669</b> | <b>1,867</b> | <b>2,093</b> | <b>非流动负债</b>     | <b>222</b>    | <b>227</b>    | <b>227</b>    | <b>227</b>    |
| %销售收入                | 15.6%        | 14.5%        | 14.2%        | 14.2%        | <b>负债总计</b>      | <b>3,584</b>  | <b>4,156</b>  | <b>4,515</b>  | <b>4,878</b>  |
| 投资收益                 | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属母公司股东权益</b> | <b>9,375</b>  | <b>10,502</b> | <b>12,004</b> | <b>13,702</b> |
| %税前利润                | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 少数股东权益           | 454           | 502           | 557           | 620           |
| <b>除税前利润</b>         | <b>1,563</b> | <b>1,777</b> | <b>2,017</b> | <b>2,283</b> | <b>负债股东权益合计</b>  | <b>13,414</b> | <b>15,160</b> | <b>17,075</b> | <b>19,200</b> |
| 利润率                  | 15.5%        | 15.4%        | 15.4%        | 15.4%        | <b>比率分析</b>      |               |               |               |               |
| 所得税                  | 370          | 414          | 470          | 531          |                  | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 所得税率                 | 23.7%        | 23.3%        | 23.3%        | 23.3%        | <b>每股指标</b>      |               |               |               |               |
| <b>净利润 (含少数股东损益)</b> | <b>1,193</b> | <b>1,363</b> | <b>1,547</b> | <b>1,751</b> | 每股收益             | 0.56          | 0.64          | 0.72          | 0.82          |
| 少数股东损益               | 44           | 48           | 55           | 63           | 每股净资产            | 4.53          | 5.08          | 5.81          | 6.63          |
| <b>归属于母公司的净利润</b>    | <b>1,149</b> | <b>1,315</b> | <b>1,493</b> | <b>1,688</b> | 每股经营现金净额         | 0.03          | 0.69          | 0.54          | 0.69          |
| 增长率                  | 19.5%        | 14.5%        | 13.5%        | 13.1%        | 每股股利             | 0.25          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 净利率                  | 11.4%        | 11.4%        | 11.4%        | 11.4%        | <b>回报率</b>       |               |               |               |               |
| <b>现金流量表</b>         |              |              |              |              | 净资产收益率           | 12.25%        | 12.52%        | 12.43%        | 12.32%        |
| 单位：人民币(百万)           |              |              |              |              | 总资产收益率           | 8.56%         | 8.68%         | 8.74%         | 8.79%         |
|                      | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 投入资本收益率          | 11.92%        | 11.38%        | 11.19%        | 11.04%        |
| 净利润                  | 1,149        | 1,315        | 1,493        | 1,688        | <b>增长率</b>       |               |               |               |               |
| 少数股东损益               | 44           | 48           | 55           | 63           | 营业收入增长率          | 19.59%        | 14.56%        | 13.63%        | 12.66%        |
| 营运资金变动               | -1,308       | 375          | -117         | -21          | EBIT增长率          | 13.93%        | 5.87%         | 11.85%        | 12.12%        |
| 其他变动                 | 185          | -309         | -304         | -309         | 净利润增长率           | 19.47%        | 14.50%        | 13.49%        | 13.10%        |
| <b>经营活动现金流量净额</b>    | <b>70</b>    | <b>1,429</b> | <b>1,127</b> | <b>1,422</b> | 总资产增长率           | 2.67%         | 13.02%        | 12.64%        | 12.44%        |
| 资本开支                 | -269         | -110         | -120         | -130         | <b>资产管理能力</b>    |               |               |               |               |
| 投资                   | 1,600        | 3            | 3            | 3            | 应收账款周转天数         | 146.9         | 138.5         | 126.6         | 117.7         |
| 其他                   | 35           | 426          | 407          | 414          | 存货周转天数           | 105.7         | 116.5         | 110.4         | 106.1         |
| <b>投资活动现金流量净额</b>    | <b>1,366</b> | <b>319</b>   | <b>289</b>   | <b>286</b>   | 应付账款周转天数         | 86.5          | 80.7          | 82.2          | 77.8          |
| 股权募资                 | 0            | 0            | 0            | 0            | 固定资产周转天数         | 30.8          | 30.3          | 27.3          | 24.9          |
| 债权募资                 | -33          | -12          | -11          | -10          | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |
| 其他                   | -744         | -207         | -9           | -8           | 流动比率             | 3.59          | 3.51          | 3.66          | 3.82          |
| <b>筹资活动现金流量净额</b>    | <b>-777</b>  | <b>-219</b>  | <b>-20</b>   | <b>-18</b>   | 速动比率             | 2.96          | 2.94          | 3.09          | 3.26          |
| <b>现金净变动</b>         | <b>658</b>   | <b>1,538</b> | <b>1,406</b> | <b>1,699</b> | 净负债/股东权益         | -40.62%       | -50.38%       | -55.41%       | -60.53%       |
|                      |              |              |              |              | EBIT利息保障倍数       | 117.1         | 185.7         | 216.4         | 252.1         |
|                      |              |              |              |              | 资产负债率            | 26.72%        | 27.42%        | 26.44%        | 25.41%        |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。