

2026年03月25日

华源晨会精粹 20260325

投资要点:

市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	3,931.84	1.30%	-2.28%
创业板指	3,316.97	2.01%	0.68%
沪深300	4,537.47	1.40%	-3.82%
中证1000	7,751.18	1.98%	-0.03%
科创50	1,315.41	1.91%	-6.27%
北证50	1,286.94	1.48%	-12.24%

资料来源:聚源,华源证券研究所,截至2026年03月25日

➤ **家电 361度(01361.HK)点评: 25全年营收同增11%,应收账款账期结构持续优化:** 2025年实现营业收入111.5亿元,同比+10.6%;归母净利润13.1亿元,同比+14.0%。毛利率41.5%,同比基本持平;归母净利率11.7%,同比+0.3pct。分红方面,25年公司维持45%派息比率,全年派息31.7港仙/股,派息意愿仍较强。25年公司经营活动现金流净额为8.1亿,同比大幅提升1067%,主要系税前利润、存货变动及应付账款及其他应付款项的变动贡献。鞋类业务稳增长,电商业务收入同比+26%。分渠道看,公司线下渠道“超品店”拓店进展顺利,店铺数量为127家(截至25年12月31日),略超市场预期;公司线上渠道全年零售额保持快速增长,25年营收同增26%,品牌已全面接入即时零售(美团闪购等),未来营收有望延续高增趋势。海外业务拓展及户外业务有望成为公司新增长极。

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。

➤ **新消费 老铺黄金(06181.HK)点评: 2025年业绩表现亮眼,2026Q1表现或超预期:** 2025年,老铺黄金实现收入273.03亿元,同比增长221%,实现净利润48.68亿元,同比增长230.5%,年内净利率达17.83%。根据公司初步估算,2026Q1老铺黄金预计将实现销售业绩(含税收入)达190-200亿元,收入达165-175亿元,净利润约达36-38亿元。渠道端:门店优化及门店拓张并举。截至2025年年底,老铺黄金在16个城市共开设了45家自营门店,全部位于知名商业中心。2025年老铺黄金新增门店10家、优化及扩容门店9家,老铺黄金持续彰显渠道拓展及优化能力。品牌力:高端化定位持续深化。老铺黄金2025年在单个商场平均实现年化销售业绩近十亿元人民币。根据弗若斯特沙利文,2025年在全球奢侈品集团中,老铺黄金在中国内地的单个商场店效、坪效均排名第一;且老铺黄金消费者与路易威登、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际五大奢侈品牌的消费者平均重合率从2025年7月的77.3%提升至2026年3月的82.4%,老铺黄金消费者与国际奢侈品牌人群高度重合,持续验证其高端化品牌定位。根据公司公告,截至2025年年底,老铺黄金的忠诚会员达到约61万名,同比增长了74.3%,消费人群持续扩大。我们认为公司当前具备奢侈品品牌基因,看好公司未来或凭借差异化竞争优势持续提升市占率。

风险提示:黄金价格大幅波动;古法黄金行业竞争加剧;门店拓展不及预期。

报告列表

【家电】361度(01361.HK)点评:25 全年营收同增 11%, 应收账款账期结构持续优化(2026/03/25)

【新消费】老铺黄金(06181.HK)点评:2025 年业绩表现亮眼, 2026Q1 表现或超预期(2026/03/25)

报告摘要

【家电】公司点评报告：361 度 (01361.HK) ——25 全年营收同增 11%，应收账款账期结构持续优化 (2026/03/25)

符超然 证书编号：S1350525050004

25 年营收/归母净利润分别同增 11%/14%。361 度发布 2025 全年业绩。2025 年实现营业收入 111.5 亿元，同比+10.6%；归母净利润 13.1 亿元，同比+14.0%。毛利率 41.5%，同比基本持平；归母净利率 11.7%，同比+0.3pct。分红方面，25 年公司维持 45%派息比率，全年派息 31.7 港仙/股，派息意愿仍较强。

经营活动现金流大幅增长，应收账款账期结构持续优化。据公司公告，25 年公司经营活动现金流净额为 8.1 亿，同比大幅提升 1067%，主要系税前利润、存货变动及应付账款及其他应付款项的变动贡献。其中，税前利润端，25 年公司毛利润同比+10.6%，且销售费率/管理费（剔除一次性捐款）同比-1.7pct/-0.2pct，推动税前利润同比+12.4%；存货变动端，从现金流角度，公司 25 年存货变动为 0.31 亿元，较 24 年大幅改善，存货去化顺利；应付账款及其他应付款项的变动端，25 年为 2.3 亿元，同比+99.5%。此外，25 年 90 天及以上账期的应收账款占比 24.5%，同比-13.0pct，应收账款账期结构持续优化。

鞋类业务稳增长，电商业务收入同比+26%。据公司公告，25 年公司大装（鞋+服）/儿童（鞋+服）营收分别为 80.5/25.3 亿元，同比分别+9.1%/+9.6%。分品类看，在跑鞋（飞燃 5、飞燃 5FUTURE）、篮球鞋（JOKER2、AG6）等核心产品推动下，公司 25 年鞋类营收达 60.4 亿元，同比+12.2%，营收占比 54.2%，同比+0.7pct。分渠道看，公司线下渠道“超品店”拓店进展顺利，店铺数量为 127 家（截至 25 年 12 月 31 日），略超市场预期；公司线上渠道全年零售额保持快速增长，25 年营收同增 26%，品牌已全面接入即时零售（美团闪购等），未来营收有望延续高增趋势。

海外业务拓展及户外业务有望成为公司新增长极。据公司公告，海外业务端，25 年，公司已拥有覆盖美洲、欧洲等海外国家及地区的销售网络（1253 个销售网点），国际业务营收同增 125%，未来，跨境电商渗透率提升有望助公司海外业务维持高增长；户外业务端，公司已于 25 年开设 7 家 OneWay 门店，线下门店有望持续拓展。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别 14.8 亿元/16.4 亿元/18.2 亿元，同比分别增长 13.2%/10.7%/11.1%。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。

【新消费】公司点评报告：老铺黄金 (06181.HK) ——2025 年业绩表现亮眼，2026Q1 表现或超预期 (2026/03/25)

丁一 证书编号：S1350524040003

2025 年老铺黄金业绩表现亮眼，2026Q1 表现或超预期。2025 年，老铺黄金实现收入 273.03 亿元，同比增长 221%，实现净利润 48.68 亿元，同比增长 230.5%，年内净利率达 17.83%。根据公司初步估算，2026Q1 老铺黄金预计将实现销售业绩（含税收入）达 190-200 亿元，收入达 165-175 亿元，净利润约达 36-38 亿

元。以收入及利润的中枢计算，2026Q1 公司净利率预计将达 21.76%，盈利能力有望持续提升。

渠道端：门店优化及门店拓张并举。截至 2025 年年底，老铺黄金在 16 个城市共开设了 45 家自营门店，全部位于知名商业中心。2025 年老铺黄金新增门店 10 家、优化及扩容门店 9 家，老铺黄金持续彰显渠道拓展及优化能力。2025 年新增 10 家门店分别为北京东方新天地禅房主题店、北京 SKP-S 店、上海港汇恒隆店、新加坡金沙购物中心店、上海 IFC 店、深圳湾万象城店、上海新天地店、南京 IFC 店、香港 IFC 店及上海恒隆广场店。

品牌力：高端化定位持续深化。老铺黄金 2025 年在单个商场平均实现年化销售业绩近十亿元人民币。根据弗若斯特沙利文，2025 年在全球奢侈品集团中，老铺黄金在中国内地的单个商场店效、坪效均排名第一；且老铺黄金消费者与路易威登、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际五大奢侈品牌的消费者平均重合率从 2025 年 7 月的 77.3% 提升至 2026 年 3 月的 82.4%，老铺黄金消费者与国际奢侈品牌人群高度重合，持续验证其高端化品牌定位。根据公司公告，截至 2025 年年底，老铺黄金的忠诚会员达到约 61 万名，同比增长了 74.3%，消费人群持续扩大。

盈利预测与评级：基于公司持续开店且门店销售表现靓丽，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 90.2/122.9/153.7 亿元，同比增速分别为 85%/36%/25%，当前股价对应的 PE 分别为 11/8/7 倍。老铺作为古法黄金赛道的领军者，以优质的产品品质&差异化的外观设计&优质的门店服务持续打造高奢属性，我们认为公司当前具备奢侈品品牌基因，看好公司未来或凭借差异化竞争优势持续提升市占率，当前估值具备性价比，上调为“买入”评级。

风险提示：黄金价格大幅波动；古法黄金行业竞争加剧；门店拓展不及预期。

华东机构销售

姓名	联系方式	邮箱
李瑞雪	18202157216	lirui xue@huayuanstock.com
韦灵慧	15900818623	weilinghui@huayuanstock.com
吴卓雅	13130676476	wuzhuoya@huayuanstock.com
白鹭	17717065513	bailu@huayuanstock.com
袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@huayuanstock.com
杨舒怡	18857090315	yangshuyi@huayuanstock.com
朱芷漫	15623249787	zhuzhiman@huayuanstock.com
金璐敏	18701859882	jinklumin@huayuanstock.com
吴琼	13524729225	wuqiong@huayuanstock.com
陈博雅	18868102690	chenboya@huayuanstock.com
师静秋	18508243060	shijingqiu@huayuanstock.com
万蕾	13564961723	wanlei02@huayuanstock.com
刘怡岑	15000796699	liuyicen@huayuanstock.com
田丽媛	13182929179	tianliyuan@huayuanstock.com
侯世杰	19521452277	houshijie@huayuanstock.com
刘静娴	15695213059	liujingxian@huayuanstock.com
李依桐	13502177189	liyitong@huayuanstock.com
陈飞帆	17712236207	chenfeifan@huayuanstock.com
黄梓洋	13564449978	huangziyang@huayuanstock.com
柳柏	13045152592	liubai02@huayuanstock.com

华北机构销售

姓名	联系方式	邮箱
王梓乔	13488656012	wangziquiao@huayuanstock.com
胡佳媛	13263496173	hujiaoyuan@huayuanstock.com
马昊	13581897385	mahao@huayuanstock.com
恩卡尔	15010935260	enkaer@huayuanstock.com
胡青璇	18800123955	huqingxuan@huayuanstock.com
赵帆	18634226618	zhaofan@huayuanstock.com
王慧文	15545222323	wanghuiwen@huayuanstock.com
陈敏	18810312076	chenmin01@huayuanstock.com
汪嘉玮	17710037863	wangjiawei@huayuanstock.com

华南机构销售

姓名	联系方式	邮箱
杨洋	18603006849	yangyang03@huayuanstock.com
彭婧	18507310636	pengjing@huayuanstock.com
胡美娜	19129938895	humeina@huayuanstock.com
韦洪涛	13269328776	weihongtao@huayuanstock.com
蒋书琪	13755026751	jiangshuqi@huayuanstock.com
王安妮	13850778699	wanganni@huayuanstock.com
韩欣言	18898748915	hanxinyan@huayuanstock.com
马思雨	13614697068	masiyu@huayuanstock.com
曹可	13670244320	caoke@huayuanstock.com
夏维	15200869983	xiawei03@huayuanstock.com
祝梦婷	17727576696	zhumengtina@huayuanstock.com

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）。