

以大众+专业为本，乘质价比消费东风

华泰研究

2024年10月12日 | 中国香港

首次覆盖

服装

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

5.32

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570524090004

曾令仪

zenglingyi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

联系人

SAC No. S0570124070059

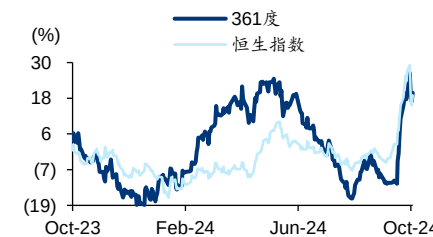
杨耀

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(港币)	5.32
收盘价(港币截至10月10日)	4.41
市值(港币百万)	9,118
6个月平均日成交额(港币百万)	14.88
52周价格范围(港币)	3.15-4.85
BVPS(人民币)	4.51

股价走势图



资料来源: S&P

361度: 大众+专业为本，开启新增长

361度是国内第四大运动服饰品牌，坚持“专业化、年轻化、国际化”的品牌定位。公司成长逻辑清晰，大装有望通过质价比和品类的完善提升市场竞争优势，童装、电商、海外市场共同发力带动业绩增长。我们预计2024~26E公司归母净利润为11.1/12.8/14.8亿元，EPS分别为0.53/0.62/0.72元，对应2024年盈利预测PE为7.42x、PB为0.78x。参照可比公司25E PE均值12.9x，考虑到当前361度品牌规模和市占率均低于可比公司，以及应收账款周转天数更长，给予25E 7.7xPE，对应目标价5.32港元（港元对人民币汇率为0.90），首次覆盖给予“买入”评级。

看点一: 顺应质价比消费趋势，品牌竞争力持续提升

渠道端，截至1H24 361度国内大装75.9%的门店位于三线及以下市场，点位上与同业公司差异化竞争。价格上，产品全价格带覆盖，但产品分布上质价比突出。从各品牌天猫官方旗舰店统计，361度核心价格带小于200元，而国内上市可比公司核心价格带位于200~400元。同时，公司在产品端注重科技赋能，持续提升功能性和设计感，围绕跑步、篮球、运动生活三大品类不断丰富产品矩阵。营销端，公司通过专业赛事、国家队、顶级运动员等代言，演艺明星、IP联名、破圈活动等方式增强专业化及年轻化定位。我们认为361度有望承接质价比消费和低线市场的发展红利。

看点二: 立足线下，电商赋能实现高增长

2020~2023年电商收入CAGR达43.2%，是公司增长的重要驱动。1H24公司线上收入占比24.3%，远低于服装行业的42%，有较大提升空间，可通过抖音快手等新兴电商平台驱动增长。此外公司线上专供产品占比87.3%，一方面，可发挥线上专供品差异化优势，维护线上线下价格体系良性运转；另一方面，可依托直面消费者的优势，通过快反机制和“强单品+强IP”故事背书，深入挖掘市场需求，打造尖货爆款。线下预计保持稳健增长，主要通过关小开大、渠道及门店升级等方式驱动店效增长。

看点三: 运动童装市场空间大，持续高增为第二曲线

2019~2023年童装市场CR20同比-1.0pct至17.7%，而同期CR20中的运动童装品牌市占率+1.7pct至6.8%，且运动童装渗透率有望持续提升。2023年公司儿童业务收入占比23.2%，近5年CAGR达19.1%远高于公司整体的10.2%。相较于童装龙头巴拉巴拉以及运动童装龙头安踏儿童，门店数量尚存一定差距，店效也有望随着产品的迭代创新、门店面积的增长、门店形象的升级持续提升。

风险提示: 行业竞争加剧，消费恢复、电商增长及门店调整不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	6,961	8,423	10,002	11,467	12,944
+/-%	17.00	21.00	18.74	14.66	12.88
归属母公司净利润(人民币百万)	747.12	961.42	1,106	1,284	1,481
+/-%	24.17	28.68	15.02	16.13	15.33
EPS(人民币，最新摊薄)	0.36	0.46	0.53	0.62	0.72
ROE(%)	8.31	10.05	10.92	11.67	12.32
PE(倍)	10.98	8.54	7.42	6.39	5.54
PB(倍)	0.87	0.84	0.78	0.71	0.65
EV EBITDA(倍)	4.03	3.09	2.38	1.93	1.51

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	5
大众+专业为本，开启新增长	6
历史复盘：儿童电商双轮驱动，经营质量明显改善	6
股价复盘：21年后经营向好，带动股价迈上新台阶	8
看点一：顺应质价比消费趋势，品牌竞争力持续提升	11
行业趋势：质价比及低线市场消费潜力凸显，公司渠道及产品定位相符	11
产品端：专业科技赋能，聚焦三大品类	12
品牌端：体育明星代言+赛事背书，增强专业化及年轻化定位	17
看点二：立足线下，电商赋能实现高增长	18
线上：电商营收占比具备提升空间，直面消费者打造尖货	18
线下：追求拓店转向专注提效，有望保持稳健增长	20
看点三：运动童装市场空间大，持续高增开启第二曲线	22
行业趋势：运动童装渗透率持续提升，公司市占率稳步上行	22
渠道端：门店升级叠加店铺扩张，量质双驱增长	24
营销端：跨界IP联名增加童趣，“投其所好”赞助青少年体育赛事	25
盈利预测及估值	26
风险提示	28

图表目录

图表 1：361度营业发展经历三个阶段	7
图表 2：361度净利率、经营费用率、存货周转率变化	7
图表 3：361度经营费率处于行业较低水平	8
图表 4：361度库存周转率处于行业合理区间	8
图表 5：361度上市以来股价变动	8
图表 6：361度存货周转天数处于同业健康水平	9
图表 7：2016-1H24 期间 361度应收账款周转天数呈逐步下降趋势	9
图表 8：361度应收账款占比处于同业高位	9
图表 9：361度资产负债率位于可比公司低位	9
图表 10：2008-2023 年间国产品牌市占率持续提升反超海外品牌	10
图表 11：1Q23~2Q24 国内运动品牌流水增速	10
图表 12：2021 年以来 361度股价较同业公司和大盘存在相对收益	10
图表 13：361度股权结构	10
图表 14：国内快消品市场价格分布	11
图表 15：2021 年各城市线消费者均看重“经济实用”	11
图表 16：分城镇和农村居民收入增速	11
图表 17：服饰鞋帽是低线市场最偏好品牌商家的品类	11
图表 18：361度门店分城市线分布	12
图表 19：2023 年国内主要运动品牌门店分城市线分布	12

图表 20: 国内主要运动品牌线上产品价格分布	12
图表 21: 国内主流运动品牌研发费用率	12
图表 22: 361 度大装分品类占比	12
图表 23: 跑步运动及跑步鞋市场高景气度	13
图表 24: 2023 年马拉松成为跑步圈层最大热点	13
图表 25: 361°跑鞋产品矩阵、核心科技及马拉松赛事表现	14
图表 26: 篮球多元价值助力篮球赛事热度及青少年篮球运动参与度提高	14
图表 27: 361 度篮球鞋产品矩阵	15
图表 28: 篮球多元价值助力篮球赛事热度及青少年篮球运动参与度提高	16
图表 29: 361 度多维度运动潮流矩阵	16
图表 30: 2011-1H24 公司销售费用及销售费率	17
图表 31: 361 度篮球/跑步体育明星代言及赛事赞助	17
图表 32: 361 度举办自有赛事及明星代言吸引年轻消费客群	18
图表 33: 公司电商业务营收占比较同业仍有提升空间	18
图表 34: 1H24 361 度线上专供产品占比达 87.3%	19
图表 35: 361 度 2024 年 618 电商节马拉松跑鞋成爆款产品	19
图表 36: 2022 年天猫淘宝在线上销售渠道占比达 38%	19
图表 37: 2019-2023 年抖快及拼多多在电商占比快速提升 (GMV 口径)	19
图表 38: 361 度成功打开电商市场拥有可观粉丝量 (2024 年 9 月 27 日)	20
图表 39: 2019-1H24 361 度门店总数量	20
图表 40: 2019-1H24 国内主流运动品牌门店数量	20
图表 41: 2019-1H24 361 度门店平均面积	21
图表 42: 2019-1H24 公司店铺选址分布	21
图表 43: 2019-1H24 361 度门店迭代情况	21
图表 44: 361 度第九代门店形象	21
图表 45: 2010-2023 年服装市场规模及增速	22
图表 46: 2010-2023 年中国儿童鞋服市场规模及增速	22
图表 47: 中国 90 后父母品质育儿观念兴起	22
图表 48: 2019~2023 年 CR20 童装品牌中运动品牌市占率持续提升	23
图表 49: 2019~2023 年 361 度童装/童鞋市占率稳步提升	23
图表 50: 2014-2023 年童装市占率前 20 名	23
图表 51: 361 度童装营收及 yoy 均快速上升	24
图表 52: 361 度童装业务销量提高为主要营收动力	24
图表 53: 361 度儿童产品矩阵和科技	24
图表 54: 国内运动品牌店铺数量	24
图表 55: 2021-2023 年 361 度童装业务重回拓店期	25
图表 56: 361 度儿童第四代门店占童装门店比重快速提高	25
图表 57: 361 度中国风联名和青少年运动赛事赞助	26
图表 58: 361 度营收预测拆分表	27
图表 59: 361 度盈利预测表	27



图表 60: 可比公司估值表.....	28
图表 61: 361 度 PE-Bands	28
图表 62: 361 度 PB-Bands	28

核心观点

361 是国内第四大运动服饰品牌，坚持“专业化、年轻化、国际化”的品牌定位，旗下拥有运动、儿童、海外事业中心及电子商务中心四大板块。通过复盘 361 度上市以来的基本面和股价变动，我们看到公司的发展可分为 3 个阶段：1) 2011 年之前为成长期：主要受益于门店扩张和奥运热潮的高速增长。2) 2012-2019 年为调整期：行业供给过剩，叠加电商和海外品牌的冲击，国内运动服饰品牌进入清库存阶段。同时由于公司负债率和财务费用的上涨，以及后续疫情影响，压制市场表现。3) 2021 年至今为重启期：公司夯实专业大众定位，业绩恢复快速增长，其中童装和电商业务为公司增长的主要驱动力。同时债务制约因素的消除、库销比的健康，以及入通后流动性的增加，使得公司股价迈上新台阶。整体来看，公司过去资本市场表现受行业周期和公司基本面影响较大。我们认为随着公司财务质量和经营效率的改善，后续品牌的发展将为主要驱动。

我们认为公司未来具备以下几点主要的成长驱动：

- 1) **线下深耕低线市场，顺应质价比消费趋势，同时不断提升产品和品牌的竞争优势，有望保持较好的终端增长。**渠道端，截至 1H24 361 度国内大装 75.9% 的门店位于三线及以下市场，点位上与可比上市公司品牌差异化竞争。价格上，产品全价格带覆盖，但产品分布质价比优势突出，从各品牌天猫官方旗舰店统计，361 度核心价格带小于 200 元，而国内其他几家同业品牌核心价格带位于 200~400 元。同时，公司在产品端注重科技赋能，持续提升功能性和设计感，围绕跑步、篮球、运动生活三大品类不断丰富产品矩阵。营销端，公司通过专业赛事、国家队、顶级运动员等代言，演艺明星、IP 联名、破圈活动等方式，增强专业化及年轻化定位。我们认为 361 度有望承接质价比消费和低线市场的发展红利。
- 2) **线上快速增长，直面消费者打造尖货。**1H24 公司线上收入占比仅为 24.3%，低于服装行业整体 42% 水平，仍有提升空间，如可通过抖音快手等新兴电商平台驱动增长。同时公司线上线下两盘货，可依托线上直面消费者的优势，通过快反机制和“强单品+强 IP”故事背书，打造尖货爆款。
- 3) **童装业务扩展空间较大，为公司第二增长曲线。**2023 年公司儿童业务收入占比 23.2%，近 5 年 CAGR 达 19.1% 远高于公司整体的 10.2%。未来儿童业务门店数量及店效均有增长空间，相较于童装龙头巴拉巴拉以及运动童装龙头安踏儿童，公司门店数量还有一定差距，店效也有望随着产品的迭代创新、门店面积的增长、门店形象的升级持续提升。

公司当前估值处于较低水平，对应 2024 年盈利预测 PE 为 7.42x、PB 为 0.78x。1H24 公司加大了派息力度，派息比例达 40%，若全年保持该分红水平，则股息率约为 5%（对应 10 月 10 日收盘价 4.41 港元），提升股票回报率和投资价值。考虑到公司未来成长逻辑清晰，大装有望通过质价比和品类的完善不断提升市场竞争优势，童装、电商、海外市场共同发力，带动业绩增长。我们认为随着公司业绩的兑现，估值有望逐步提升。

区别于市场的观点：

- 1) **市场担心在消费信心不足的大环境下，行业及公司增速下行。**我们认为全民运动健身意识在不断增强、着装运动化、休闲化趋势也将带动运动服饰的渗透率的提升，同时细分市场存在结构性机会。如 361 度所属的国内头部运动品牌市占率持续提升、低线市场和质价比消费红利崛起、跑鞋市场的蓬勃发展共同带来了公司优于行业的销售增长。
- 2) **市场对公司账期比同业公司较长有所担忧。**我们认为这是由于公司线下全批发的商业模式以及对经销商的政策不同所致，应收账款周转天数已从 2016 年的 160 天减少至 2023 年的 147 天，实现有效控制，且未来有望持续改善。
- 3) **市场担忧童装行业受出生率的影响，导致儿童业务增长不及预期。**我们认为目前运动童装市场渗透率处于提升阶段，且 361 度童装是仅次于安踏的国产童装品牌，近几年市占率持续提升，有望保持高于童装行业的增长。

大众+专业为本，开启新增长

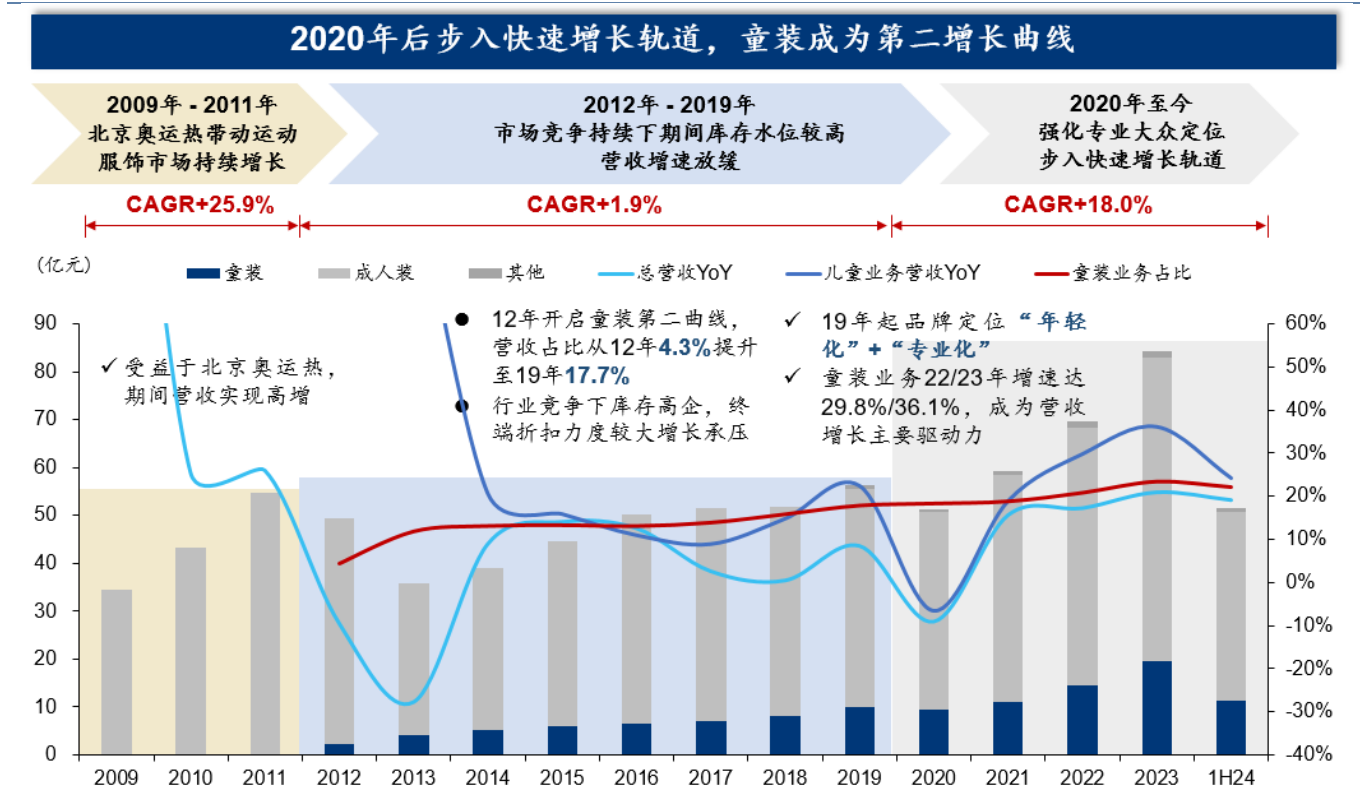
国内第四大运动服饰品牌，以专业为本，传递“多一度热爱”的品牌精神。361 度成立于 2003 年，于 2009 年在香港成功上市，旗下拥有运动、儿童、海外事业中心及电子商务中心四大板块。361°坚持“专业化、年轻化、国际化”的品牌定位，是国内第四大综合性运动服饰品牌。2023 年公司营收和归母净利润规模分别达到 84.2 亿元、9.6 亿元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在国内拥有 8290 个销售网点，其中大装 5740 家、儿童 2550 家；海外网点数量达 1297 家，覆盖全球 60 多个国家和地区。

历史复盘：儿童电商双轮驱动，经营质量明显改善

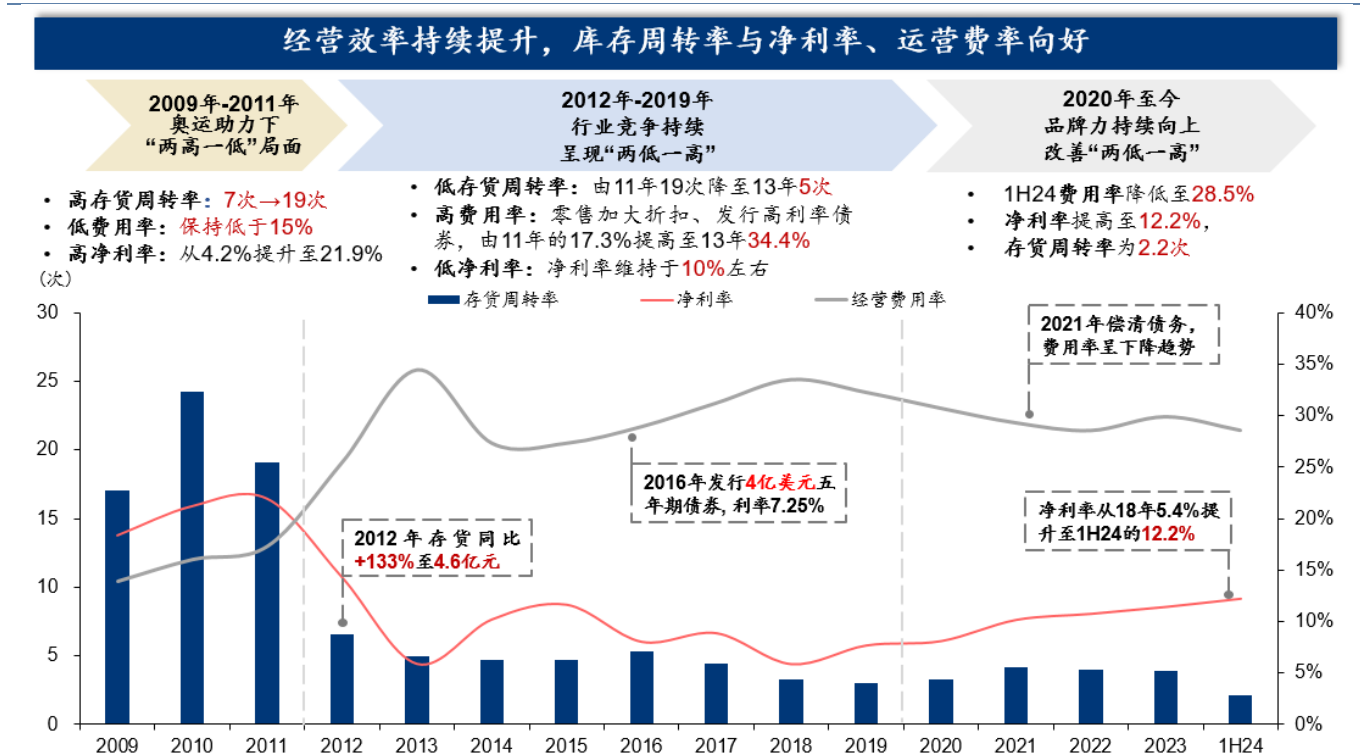
复盘公司历史，361 度的发展和业绩表现都经历了行业及公司自身的周期波动。整体来看，童装和电商业务为公司收入增长的主要驱动力，利润端随着债务压力的降低和运营效率的提升逐步改善。2009 年公司布局儿童业务，到 2023 年公司大装/儿童营收占比分别为 75.2%/23.2%，2013~2023 年营业收入 CAGR 分别为 7.2%/16.6%。2016 年公司收回电商运营权，2016~2023 年公司线上/线下收入 CAGR 分别为 64.6%/3.0%。分阶段看：

- 1) **2003~2011：奥运催化需求扩容，品牌高速增长。**2006 年-2011 年，361 度营业收入由 2.6 亿元增加至 54.6 亿元，CAGR 高达 66.1%，外部得益于奥运刺激行业需求上涨，内部得益于 361 度渠道的快速扩张；公司规模增长、存货周转率不断提高。根据公司公告，受益于门店数量扩张与需求增长，存货周转率 2011 年达到 19.1（次/年）显著高于同期安踏/李宁/特步 9.6/5.0/5.8（次/年）；期间净利率由 2006 年的 4.2%提高至 2011 年 21.9%。
- 2) **2012~2019：行业竞争加剧，供给过剩营收增速放缓。**2011 年后，奥运引起的运动热潮降温，行业供给过剩，叠加电商和海外品牌的冲击，国内运动服饰品牌进入清库存阶段。2012/2019 年 361 度年销量为 62.7/63.0 百万件，销量增速缓慢致使同期营收 CAGR 仅为 1.9%。期间费用率由 25.4%增加至 33.5%，存货周转率平均为 4.63 次/年低于龙头品牌安踏（5.7 次/年）和特步（5.4 次/年），净利率由 14.3%下降至 7.7%。为改善局面，361 度拓展儿童及海外业务，并通过多品牌发展，进行差异化竞争。
- 3) **2020~至今：聚焦主品牌，专业赋能重回快速增长。**2019 年 6 月 361°提出调整计划：
1) **品牌定位：**强化“专业化、年轻化、国际化”，提升产品溢价能力；
2) **产品端：**一方面丰富产品矩阵，聚焦篮球鞋和跑鞋，发力儿童业务打造多元增长极，并响应年轻人运动风潮，开发综训和潮流运动产品；另一方面聚焦核心品牌，重点发展 361°和 361°Kids；
3) **营销端：**赞助大型体育赛事和电竞等热门赛事，“双管齐下”贯彻“专业化、年轻化”品牌定位增强成长动力。期间营业收入从 2020 年的 51.3 亿元增加至 2023 年的 84.2 亿元，CAGR+18.0%。2023 年经营费用率回落至 29.8%，存货周转率由 2019 年的 3.0 次提高至 3.9 次/年，净利率恢复至 11.4%。

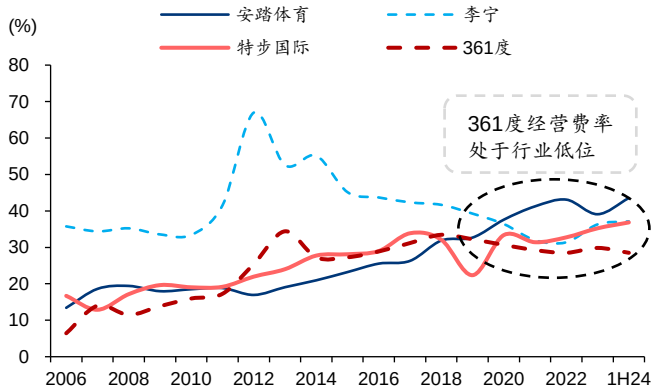
图表1：361度营业发展经历三个阶段



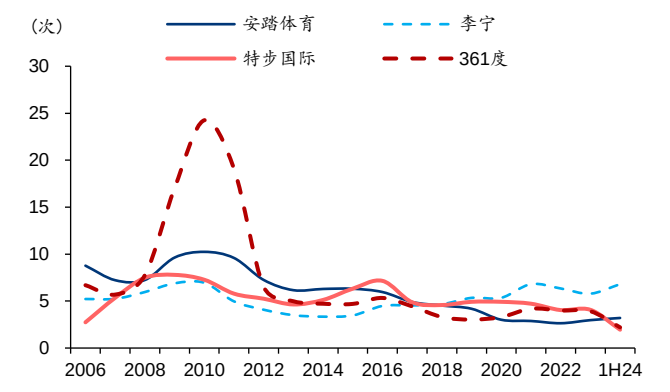
图表2：361度净利率、经营费用率、存货周转率变化



图表3：361度经营费率处于行业较低水平



图表4：361度库存周转率处于行业合理区间



股价复盘：21年后经营向好，带动股价迈上新台阶

2020年及之前：行业竞争加剧、偿债风险、流动性等因素压制股价表现。2010-2013年面临行业库存危机和业绩压力公司股价和估值下跌，2014-3Q17股价回升主要得益于公司调整成效显著，2014、15年利润快速恢复。17年9月受大股东配售影响，股价表现出现拐点，叠加负债率和财务费用的提升，以及后续疫情影响，2020年底跌至历史低点，估值从2017年初的11x PE降至2020年底的4x PE。

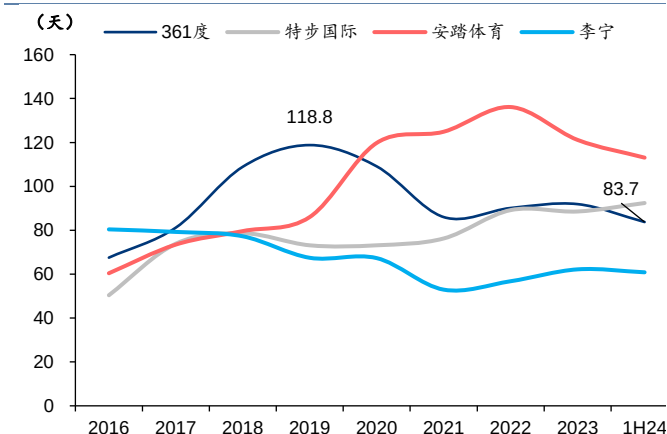
- 1) 行业层面：国际运动品牌竞争优势凸显。**据欧睿数据，2008-2020年国内运动服装市场CR10从50.0%上升至78.3%，其中海外品牌+20.5pct至47.1%，国产品牌+7.8pct至31.2%，市场呈现向海外头部品牌集中态势，国产品牌市场空间受到挤压。
- 2) 公司层面：负债率、库存高企下财务指标承压。**2016年公司发行4亿美元7.25%利率的高息债券，期间经营压力有所提升；此外同年资产负债率同比+10pct至48.3%，此后17/18/19年负债率为47.7%/50.7%/44.0%，显著高于同业水平。结合公司相对较长的账期及偿债压力，引发市场担忧。

图表5：361度上市以来股价变动



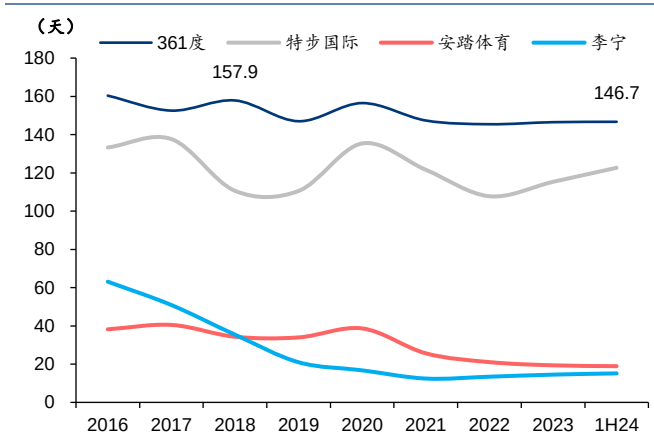
财务指标持续优化，均处于健康水平。截至 1H24，公司的存货周转天数及资产负债率分别为 83.7 天与 27.1%，较此前高位（118.8 天与 50.74%）显著下降，相较于同业均处于较为健康的经营水平。此外公司的应收账款周转天数及应收账款占比显著高于同业可比公司，主因 361 度采取经销商先拿货后打款的销售模式，其应收账款期限多为 3、6 个月的较短周期账款，多年来均处于稳定经营状态。

图表6：361度存货周转天数处于同业健康水平



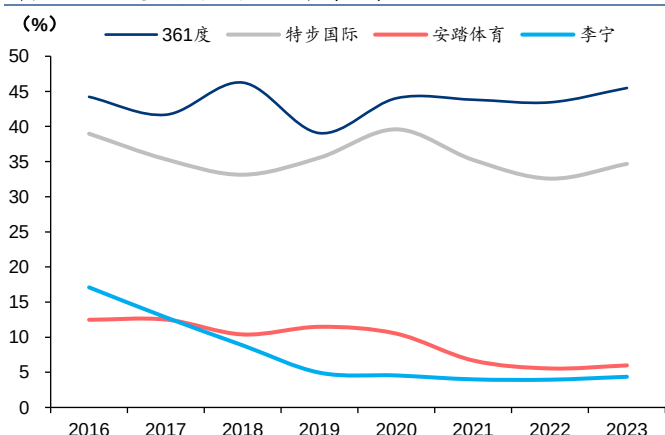
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7：2016-1H24 期间 361度应收账款周转天数呈逐步下降趋势



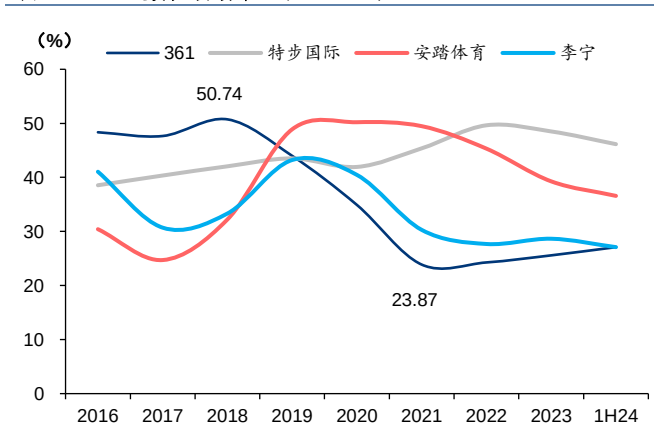
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8：361度应收账款占比处于同业高位



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9：361度资产负债率位于可比公司低位



资料来源: Wind, 华泰研究

2021 年至今：品牌经营持续向好，较同业公司及大盘存在明显相对收益。品牌“专业化”+“年轻化”双极发力大众市场，2020-2023 年 361 度净利润 CAGR 达到 32.3%。同时运营质量持续提升，公司债务压力减轻，2023 年资产负债率降至 25.6%，应收账款周周转天数也从 2016 年 160 天减少至 147 天。期间公司估值中枢有所提升，平均估值为 8.3xPE。

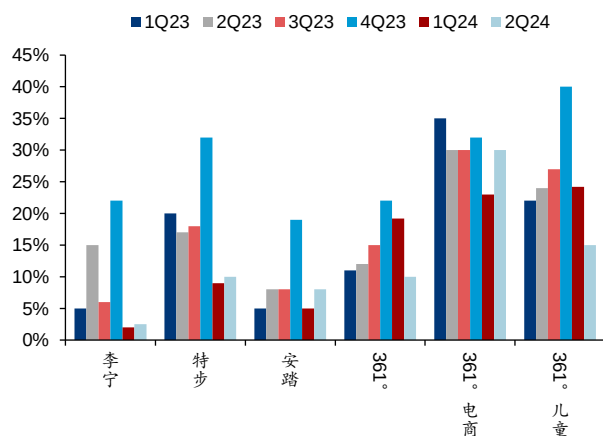
- 1) 行业层面：新疆棉事件为拐点，国产品牌运动品牌占率快速上升。**根据欧睿数据，2020-2023 年国产运动品牌迅速崛起，前十大品牌中，国产品牌市占率从+8.2pct 至 39.4%，期间海外品牌市占率-9.5pct 至 37.6%。此外新疆棉事件后国内消费者对国产品牌青睐度有所提升，且随着国产品牌产品竞争力的提升，我们认为未来国产品牌有望持续抢占市场份额。361 度市占率也+0.7pct 至 3.4%。
- 2) 公司层面：债务风险消除，入通后增加流动性。**2021 年 1 月 361 度公告“要约回购最多 1.3 亿美元票据”，6 月美元债务还清，风险消除提振投资者信心，估值上涨。2022 年 9 月公司正式纳入港股通，市场流动性增加。同时，2023 年以来公司终端流水表现优于同业，尤其是 1H24 弱市下公司线上线下均实现双位数以上的增长，支撑资本市场表现。

图表10：2008-2023 年间国产品牌市占率持续提升反超海外品牌

(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
耐克	13.4	11.9	11.3	12.5	13.7	14.0	14.3	15.5	16.9	18.2	18.7	18.8	20.1	18.1	17.5	17.9
安踏	5.8	6.9	8.1	8.8	8.4	7.0	7.0	7.8	8.1	8.4	9.0	9.1	8.6	9.8	10.8	10.2
李宁	9.0	9.8	9.6	8.0	5.7	4.8	6.6	6.9	6.6	6.2	6.0	6.5	6.8	9.3	10.4	10.1
阿迪达斯	12.5	9.1	8.9	10.0	12.4	14.0	14.8	15.3	16.1	18.3	19.2	18.8	16.6	15.0	9.8	9.0
斐乐		0.2	0.3	0.5	0.7	1.1	1.5	2.0	2.2	2.5	3.7	5.4	6.5	7.3	7.4	7.4
特步	4.0	4.6	5.1	6.1	6.3	5.1	6.6	6.3	5.6	4.5	4.7	4.8	4.6	5.0	6.1	6.1
斯凯奇	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	1.8	3.0	3.9	4.9	5.3	5.9	6.6	5.9	6.0
jordan	0.6	1.1	1.2	1.5	1.5	1.7	2.2	2.5	2.9	2.9	3.0	3.9	4.5	4.3	4.5	4.7
361°	3.7	5.4	5.8	6.1	5.3	3.8	4.3	4.3	4.2	3.8	3.1	2.9	2.7	2.7	3.3	3.4
Qiaodan	0.9	0.9	0.9	0.9	1.6	2.6	2.3	2.4	2.5	2.6	2.5	2.3	2.0	2.0	2.1	2.2
CR10	50.0	50.1	51.4	54.7	56.1	54.7	60.2	64.8	68.1	71.3	74.8	77.8	78.3	80.1	77.8	77.0
国产品牌	23.4	27.8	29.8	30.4	28.0	24.4	28.3	29.7	29.2	28.0	29.0	31.0	31.2	36.1	40.1	39.4
海外品牌	26.6	22.3	21.6	24.3	28.1	30.3	31.9	35.1	38.9	43.3	45.8	46.8	47.1	44.0	37.7	37.6

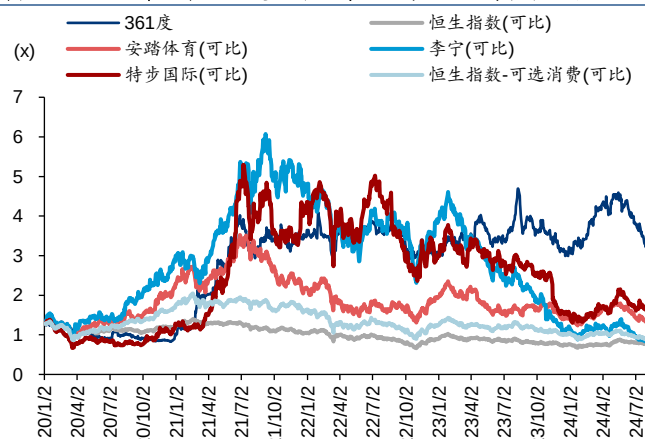
资料来源：欧睿，华泰研究

图表11：1Q23~2Q24 国内运动品牌流水增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：2021 年以来 361 度股价较同业公司和大盘存在相对收益

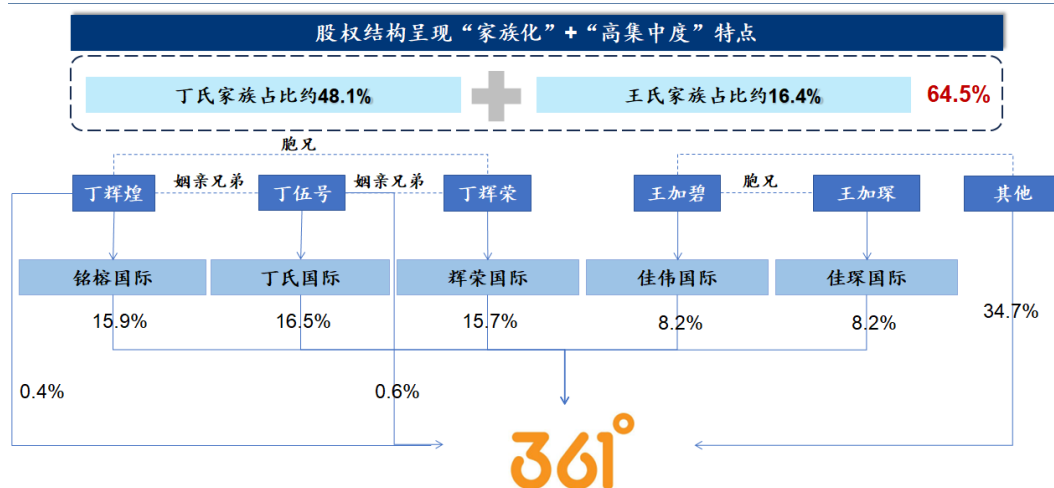


资料来源：Wind，华泰研究

股权分析：集中度较高，管理层经验丰富

丁氏/王氏家族持股比例分别为 48.1%/16.4%，公司股权结构稳定管理层经验丰富。截至 2024 年 7 月 28 日，公司第一大股东丁伍号为 361 度创始人丁建通女婿，与丁辉煌和丁辉荣为姻亲兄弟关系，王加碧与王加琛为胞兄关系，家族企业特征明显。公司自 2003 年成立以来整体股权结构稳定，管理层运营公司二十余年，经验丰富。

图表13：361 度股权结构



注：截至 2024 年 7 月 28 日

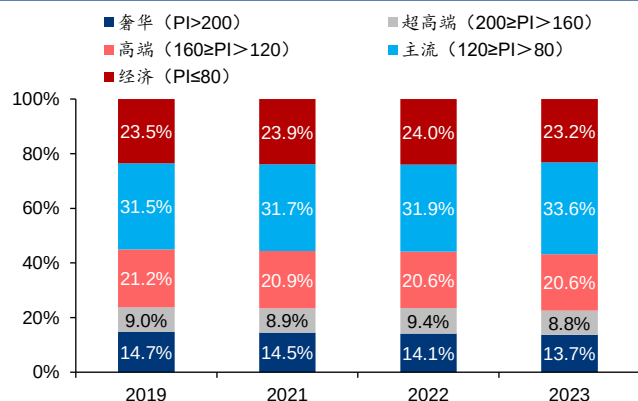
资料来源：公司公告，华泰研究

看点一：顺应质价比消费趋势，品牌竞争力持续提升

行业趋势：质价比及低线市场消费潜力凸显，公司渠道及产品定位相符

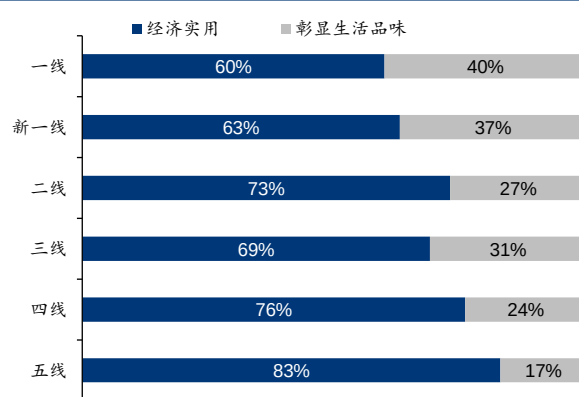
后疫情时代国内呈现理性消费趋势，低线市场更加注重质价比。据 NIQ 统计，从 2019 年至 2023 年，国内主流及经济型快消品占比扩容，占比提升 1.8pct 至 56.8%，而高端、超高端及奢华消费占比均有所减少，后疫情时代消费者更加理性。“经济实用”已是各线城市的主流消费观，随着市场的下沉，消费者越看重实用性消费。据埃森哲 2022 年下沉市场消费调研数据，三线/四线/五线城市注重实用性消费的占比分别为 69%/76%/83%，均高于一线和新一线城市的质价比偏好。

图表14：国内快消品市场价格分布



资料来源：NIQ，华泰研究

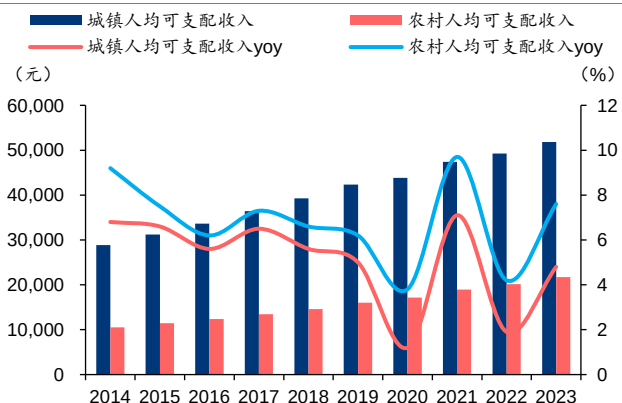
图表15：2021年各线城市消费者均看重“经济实用”



资料来源：《2022年中国下沉市场消费调研》埃森哲，华泰研究

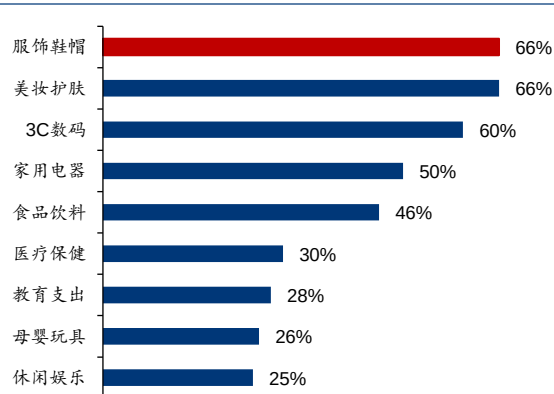
低线市场具备规模和增长潜力，服饰品牌商有望受益。根据国家统计局数据，2022 年三线及以下城市人口达 10.3 亿，约占全国总人口 73.2%，人口基数及地理空间孕育了低线市场的较大规模。2014~2023 年农村居民人均可支配收入从 1.0 万元提升至 2.2 万元，CAGR+8.4%；而同期城镇居民人均可支配收入从 2.9 提升至 5.2 万元，CAGR+6.7%。低线市场较低的生活成本、负债压力及增长更快的人均工资，为消费力的释放奠定了较好基础。从品类上看，服饰鞋帽是下沉市场消费者最倾向于品牌商家的品类，我们认为像 361 度这样具备高质价比的服装品牌商有望承接低线市场的发展红利。

图表16：分城镇和农村居民收入增速



资料来源：国家统计局，华泰研究

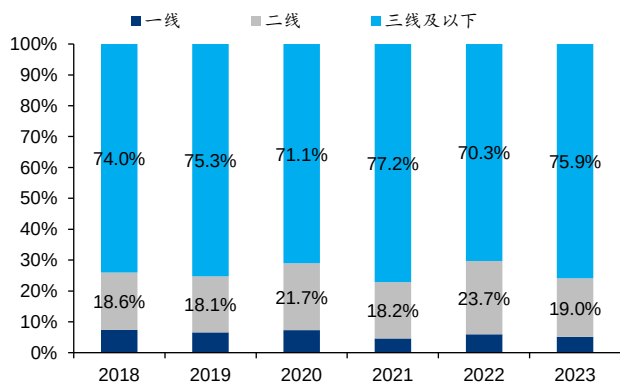
图表17：服饰鞋帽是低线市场最偏好品牌商家的品类



资料来源：《2022年中国下沉市场消费调研》埃森哲，华泰研究

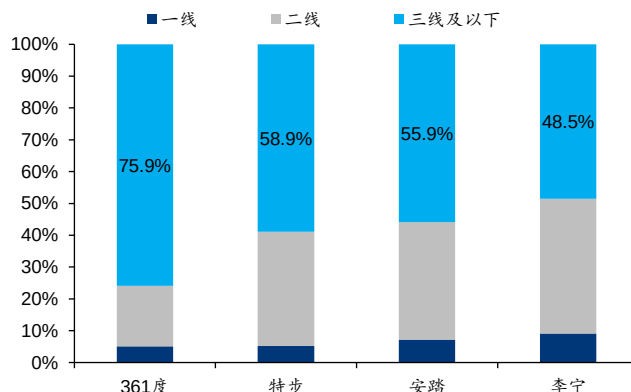
361 度三线及以下门店占比达 76%，单店深耕低线市场差异化竞争。从公司的门店分布看，城市线的布局较为稳健，2023 年一线/二线/三线及以下城市门店数量占比分别为 5.1%/19.0%/75.9%，深度布局低线市场。对比其他主流运动品牌，据数位观察统计，2023 年特步/安踏/李宁分布于三线及以下城市的门店数量占比分别为 58.9%/55.9%/48.5%。361 度在点位布局上实现差异化竞争，有望持续受益于质价比消费趋势。

图表18: 361度门店分城市线分布



资料来源:公司公告, 华泰研究

图表19: 2023年国内主要运动品牌门店分城市线分布



资料来源:公司公告, 数位观察, 华泰研究

全价格带布局, 产品分布质价比突出。从各品牌天猫官方旗舰店的价格带看, 361度 94.6% 的产品位于 400 元及以下, 为可比上市公司中最具质价比的品牌。国际运动品牌倍率高, 就对比国内头部运动品牌, 361度得益于其更低的出货折扣, 终端产品仍然具备价格优势。我们看到, 200 元及以下为 361度线上的核心价格带, 产品占比分别达到 52.2%, 而特步/李宁/安踏位于 200 元及以下的产品占比分别为 33.6%/17.8%/8.0%, 该三个品牌的线上核心价格带均位于 200 至 400 元, 产品占比分别为 60.8%/60.0%/51.9%。

图表20: 国内主要运动品牌线上产品价格分布

	李宁	安踏	特步	361度
P≤200	17.8%	8.0%	33.6%	52.2%
200<P≤400	51.9%	60.0%	60.8%	42.4%
400<P≤600	16.8%	24.3%	4.9%	3.7%
600<P≤800	5.8%	5.2%	0.5%	1.3%
P>800	7.7%	2.5%	0.2%	0.4%

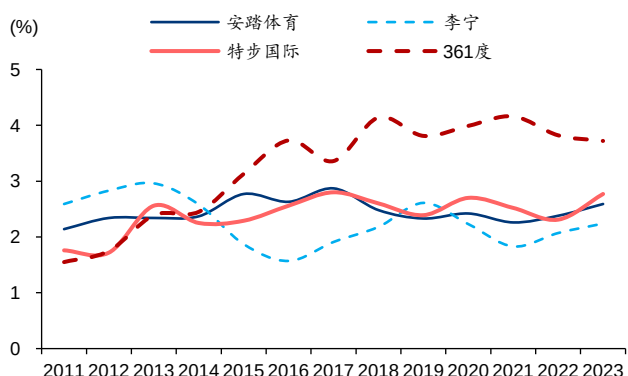
注: 统计截止于 2024 年 8 月 23 日

资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 华泰研究

产品端: 专业科技赋能, 聚焦三大品类

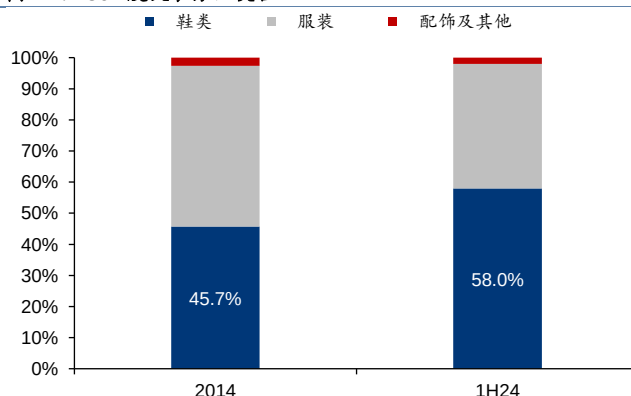
注重研发投入, 质价比打造市场竞争力。361度不仅具备价格优势, 同样专注于研发投入提升质价比。公司致力于打造物美价廉的尖端科技产品, 2014 至 2023 年公司研发费率持续处于同业领先水平, 且研发投入金额逐年增长。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司已取得 562 项专利, 拥有研发人员 857 名。分品类看, 从 2014 年开始, 科技含量较高的鞋产品占比逐步提升, 到 1H24 年+12.3pct 至 58.0%。其中跑鞋作为 361度的主力产品, 在跑鞋领域优势突出, 持续受益于跑步运动热度的高涨, 此外篮球品类受益于 NBA 球员助力, 运动生活也在不断扩充高景气度细分品类。

图表21: 国内主流运动品牌研发费用率



资料来源:公司公告, 华泰研究

图表22: 361度大装分品类占比

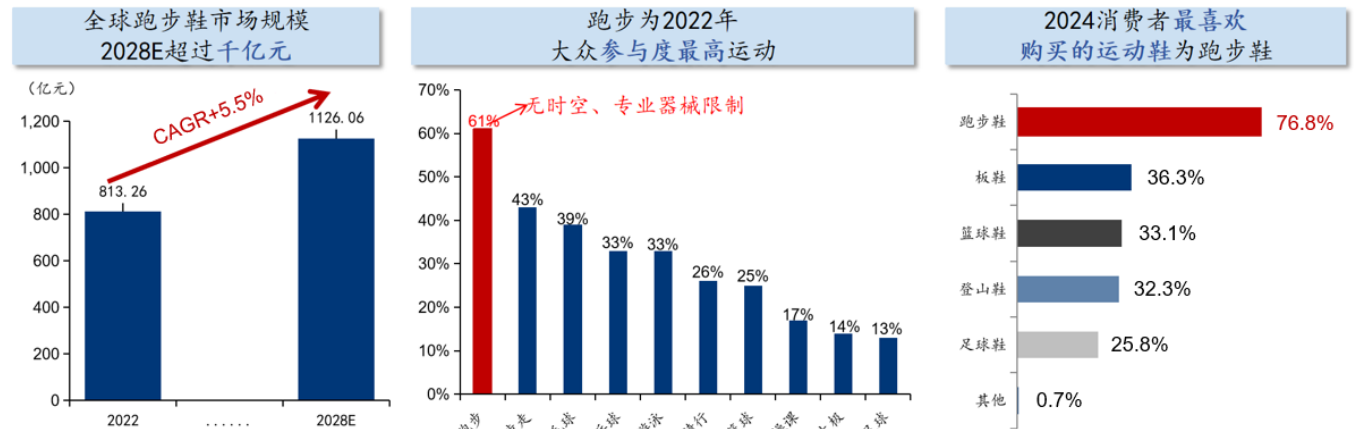


资料来源:公司公告, 华泰研究

1) 跑步：市场规模可观，公司跑鞋矩阵持续扩容

跑步运动高普及度，跑鞋市场有望超千亿规模。中国体育用品业联合会 2024 年 8 月发布的《2022 年大众健身行为与消费研究报告》显示，由于无场地、时间、专业器械限制，跑步是参与度最高的运动项目，占比达 61%。且其预测全球跑步鞋市场规模将由 2022 年的 813 亿元增加至 2028 年的 1126 亿，CAGR 为 5.5%。同时跑鞋是消费者最喜爱的运动鞋品类，接受度远超其他运动鞋类。

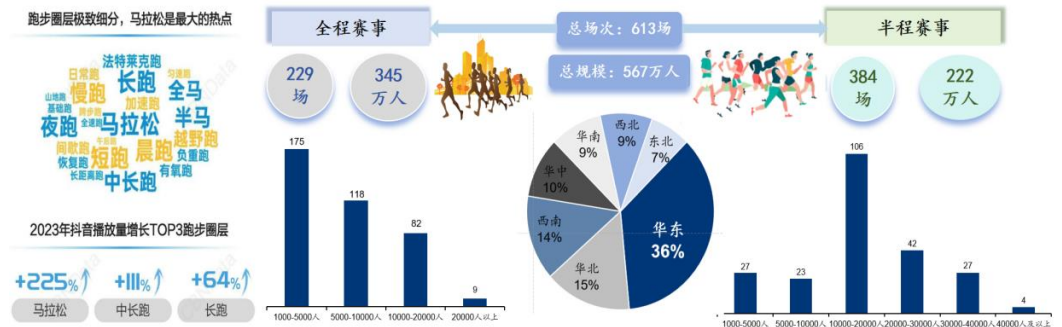
图表23：跑步运动及跑步鞋市场高景气度



注：消费者偏爱购买的运动鞋品类来源：草莓派数据调查与计算系统；N=1630；调研时间：2024 年 1 月
 资料来源：贝哲斯咨询，中国体育用品业联合会，艾瑞数据中心，华泰研究

“马拉松热”持续升温，助力跑步鞋服市场发展。据跑步零距离统计，2023 年全国共举办马拉松赛事（1000 人及以上规模）613 场，总规模达到 567 万人，并且有 30.2% 的马拉松跑者购买运动用品消费总支出超过 2000 元。我们预计未来“马拉松热”将持续赋能跑步鞋服市场。

图表24：2023 年马拉松成为跑步圈层最大热点

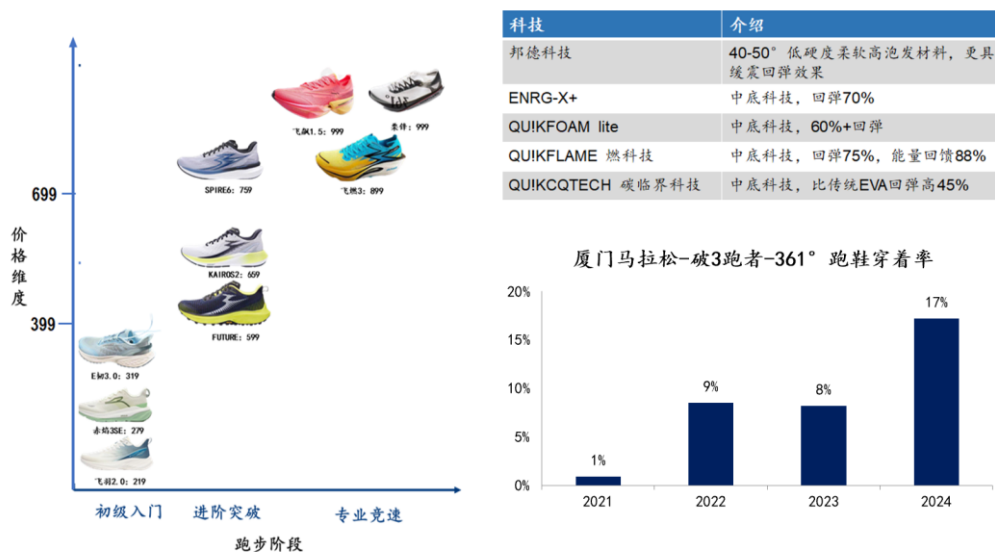


注：统计范围为 2023 年在国内举办的 1000 人（含）以上规模的全程马拉松、半程马拉松赛事，不包含越野赛、港澳台赛事
 资料来源：公众号《跑步零距离》，《2024 抖音体育运动潮流趋势报告》，华泰研究

公司跑鞋矩阵：头部产品打造专业影响力，大众产品扩大市场规模。

- 全价格带布局，适应多层次消费者运动需求。**公司按照初级→进阶→专业构建阶梯跑鞋品类，精准满足不同客户需求。如专业马拉松竞速跑鞋飞飏、飞燃定价在 899~999 元，虽为公司产品矩阵高价格带的产品，但对比市场上同类型的碳板跑鞋上千元、甚至超过 1500 元的定价，仍然具备质价比。此外，公司赤焰、飞翔等入门级跑鞋，定价在 219~319 元。
- 以专业技术赋能，不断迭代延续产品生命力。**361°借助“三态科技”系统（中底科技 NFO、快速回弹 QUIKFOAM、快平衡系统 QUIKBALANCE）和“碳捕捉”技术等打造阶梯跑鞋矩阵，以“飞燃”为代表的碳板跑鞋，凭借透爽高性能优势助力跑者提效。我们看到公司在马拉松赛事中的影响力不断提升。以厦门马拉松为例，在完赛时间低于 3 小时的跑者中，361°的跑鞋穿着率从 2021 年的 1%提升至 2024 年 17%，已成为排名第三的品牌。与此同时公司的拳头产品也从飞燃 II、飞飏迭代升级至飞燃 3、飞飏 Future1.5

图表25: 361° 跑鞋产品矩阵、核心科技及马拉松赛事表现

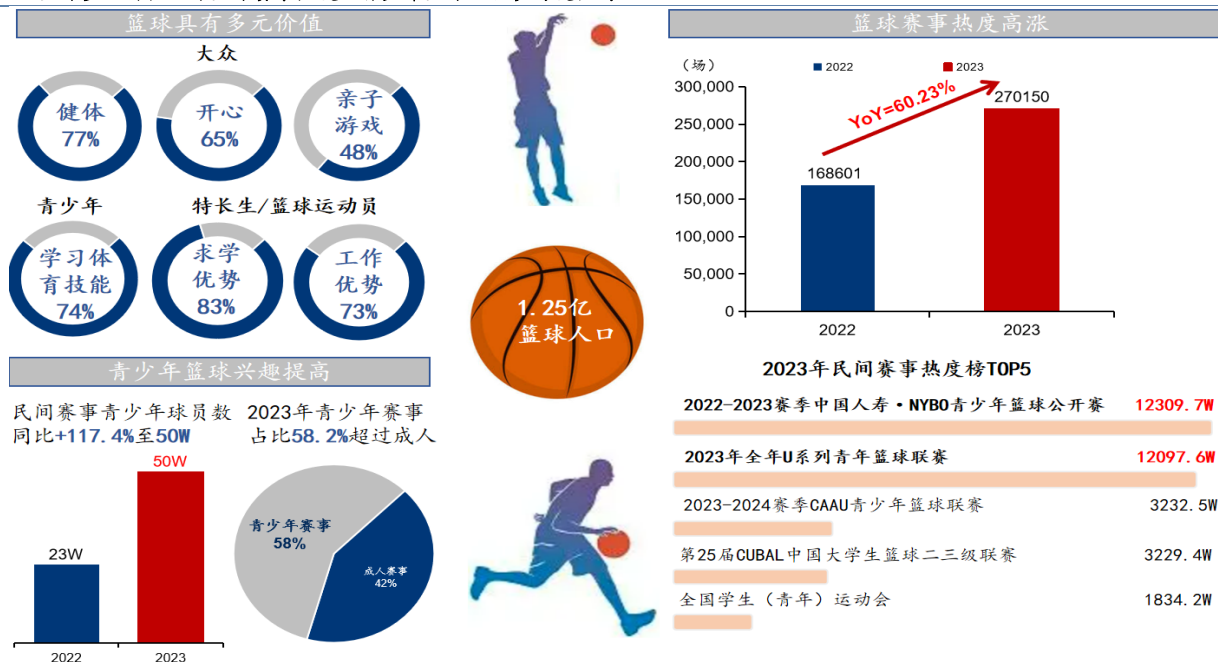


资料来源：公司官网，悦跑圈，华泰研究

2) 篮球：加码重磅篮球资源，细分领域影响力提升

多重价值点燃篮球赛事热度，青少年篮球参与度提升。据我奥篮球在 2024 年 3 月发布的《我奥篮球·2023 民间赛事报告》，77%/65%/48% 的大众认为篮球具有健体/悦己/增进亲子关系的作用，83%/73% 的特长生或篮球运动员认为篮球能够带来求学/工作优势。多重价值助力中国篮球人口超过 1.25 亿、篮球赛事热度持续高涨，2023 年中国共举办逾 27 万场民间篮球赛事 (YoY+60.23%)。根据中国体育报 2021 年 12 月发布的《中国篮球运动发展报告》，当前青少年成为篮球运动主力，2023 年成人/青少年球员数量为 46/50 万人，赛事占比分别为 58.2%/41.8%，青少年篮球球员数同比+117.4%。

图表26: 篮球多元价值助力篮球赛事热度及青少年篮球运动参与度提高



资料来源：中国体育报 2021 年 12 月《中国篮球运动发展报告》，2024 年 3 月《我奥篮球·2023 民间赛事报告》，华泰研究

公司篮球鞋矩阵：打造全场景专业产品矩阵，品牌影响力提升。

1. 专业科技为消费者带来真正专业球员的体验。“燃战”系列全掌采用 QUIKFORM LITE、UNTURN 技术，提供稳定保护，适用于“控场后卫”；“AG”系列后跟 TPU 加固球鞋整体刚性以更好保护脚踝，适用于“前锋”。2024 年 5 月公司推出最新专业篮球鞋 BIG3 5.0 QUICK PRO 采用全掌 CQT 超临界中底，轻便穿着的同时更提供高效的回弹推进表现。
2. 适应专业化场景分工，球星共创产品扩大影响力。公司推出涵盖锋线、后卫、锋卫不同产品系列和价格带，充分考虑客户实际需求。同时，公司携手专业球星，推出共创产品，如 2024 年 2 月，联合全球品牌代言人尼古拉·约基奇共同设计全新个人 Icon，并推出 BIG3 FUTURE 特别版「彗人很行」PE 球鞋；预计 2024 年底上市公司还将上市为约基奇量身打造专属签名鞋等个人产品。根据 BALLER SHOES DB 数据，2022-23 年 361 度在 NBA 赛场上登场率从 0.5% 上升至 0.8%，进入了前十大篮球鞋品牌，充分体现了品牌国际影响力的提升。

图表27：361度篮球鞋产品矩阵



资料来源：361度官方天猫旗舰店，BALLER SHOES DB，华泰研究

3) 运动生活：布局高景气细分赛道，兼顾运动功能与时尚设计

细分运动赛道景气度持续上行，消费者“功能性+时尚感”需求不断增强。据巨量数据，2023 年滑板/跳绳/瑜伽/健身/登山/羽毛球关键词搜索指数分别同比增长 28.7%/60.0%/65.6%/78.4%/140.3%/287.5%，细分运动兴起蕴含差异化运动鞋服发展机遇。此外，据欧睿数据，2022 年，时尚运动市场规模高达 2104 亿元，占据运动鞋服行业 54%（2019~2022 年 CAGR 为 5.22%），细分运动品类的消费需求正持续扩容，361 度乘势而起加速拓宽运动生活品类。

图表28：篮球多元价值助力篮球赛事热度及青少年篮球运动参与度提高



注：声量指抖音平台声量，统计时间为2024年2月20日~2024年8月17日

资料来源：《小红书2023年运动户外服饰行业用户洞察报告》，巨量数据，华泰研究

公司产品矩阵：主打“质价比”+“年轻化”，持续加码女子健身、户外防晒及小球运动等产品。针对女子健身及户外防晒等高景气赛道，公司推出优质面料、高质价比产品抢占用户心智。此外361度还积极布局近几年在年轻圈层中兴起的滑板、瑜伽、轻户外等运动潮流，发布「腾云」滑板鞋、「轻野」户外系列、羽毛球和潮流综训系列，深受年轻消费者喜爱。

图表29：361度多维度运动潮流矩阵

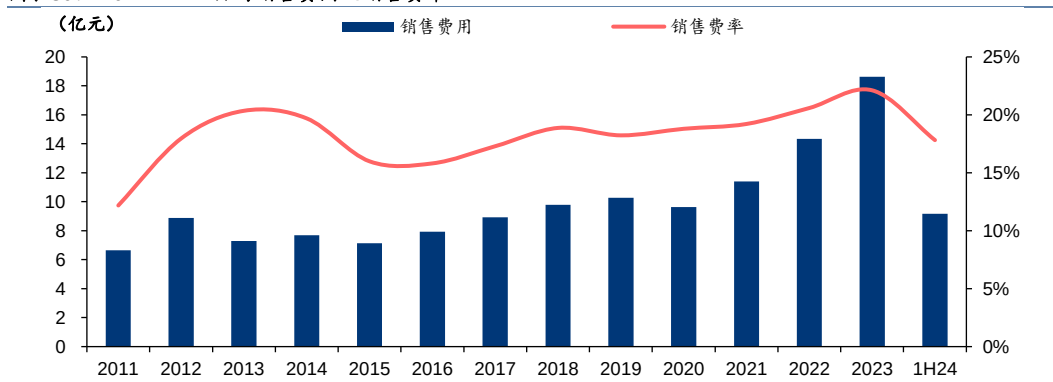


资料来源：公司官网，华泰研究

品牌端：体育明星代言+赛事背书，增强专业化及年轻化定位

坚持销售费用投入，品牌资源积淀深厚。2011-2023 年公司销售费用从 6.7 亿元提升至 18.6 亿元，销售费率从 12.2% 上升至 22.1%，公司注重品牌力的长期打造，已连续赞助四届亚运会，通过对大型运动赛事、中国国家队及职业体育运动队、顶级运动员等的合作、代言，公司专业运动形象不断深入人心，同时通过演艺明星、IP 联名、破圈活动等方式打造年轻化形象。

图表30：2011-1H24 公司销售费用及销售费率



资料来源：公司公告，华泰研究

加码体育明星和专业赛事，提高专业运动品牌形象认可度。

- 篮球端：布局 NBA 及自有赛事，激发篮球热情。**361 度陆续签约阿隆·戈登、斯宾瑟·丁威迪、尼古拉·约基奇、肯塔维奥斯·卡德维尔·波普，并举行“中国行”活动、“触地即燃”篮球赛，以 NBA 球星影响力吸引篮球爱好者关注；重视青少年篮球事业，与中国职业篮球名宿吕晓明联合举办「触地即燃·少年篮球训练营」。
- 跑步端：聚焦马拉松资源，提高跑鞋专业认可度。**据公司公告，2020-2026 年 361 度成为 10 项马拉松赛事的主要赞助商，所签约李子成、管油胜等明星跑者以“冠军”证明 361 度跑鞋硬科技实力，深化专业运动品牌形象。

图表31：361度篮球/跑步体育明星代言及赛事赞助



资料来源：公司官网，华泰研究

多元化活动及营销方式，夯实品牌年轻化定位。

1. **自有运动 IP**：361 度打造「板上见」城市巡滑、女子健身局、「弹皇争霸」等自有 IP 及赛事，在提高滑板、瑜伽、跳绳等运动国民参与度同时加强品牌在垂直领域的影响力。
2. **潮流音乐节**：举办草莓音乐节，点燃年轻群体热情，塑造年轻化品牌形象。
3. **明星代言**：邀请当红影视娱乐明星代言，如龚俊、王安宇、敖瑞鹏等，不断提升在年轻消费群体的知名度。如 2023 年 618 和 11 月，公司分别推出龚俊轨迹系列 4.0 和 5.0 产品，全网热卖，双十一期间销售成绩出色，延续经典潮流热爱。

图表32：361 度举办自有赛事及明星代言吸引年轻消费客群



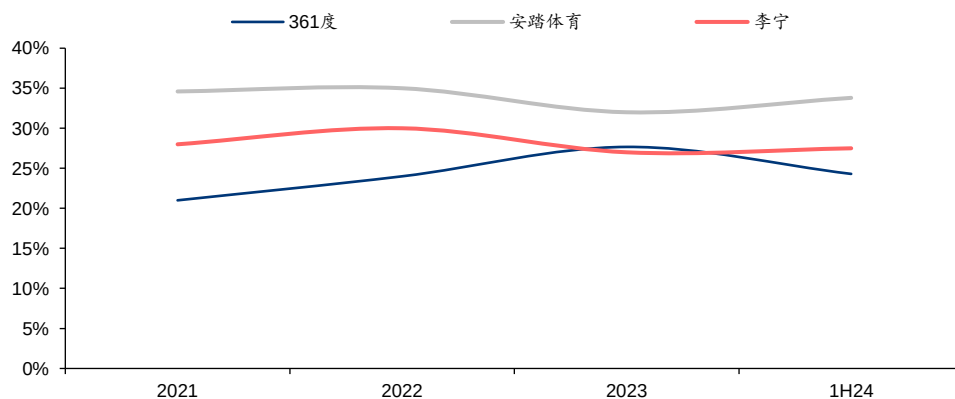
资料来源：公司官网，华泰研究

看点二：立足线下，电商赋能实现高增长

线上：电商营收占比具备提升空间，直面消费者打造尖货

截至 1H24 电商营收占比为 24.3%，较当前服装市场网络零售占比 42% 仍有提升空间。2016 年至 1H24 年，361 度电商业务营收占比从 1% 提升至 24.3%，已成为营收增长的重要来源；但相比于同业可比公司的线上化率仍有差距。据欧睿数据，2018~2023 年我国服装市场的线上零售规模占比从 14% 快速提升至 42%，成为最主要的销售渠道，相比于服装市场大盘的线上化渗透率及同行可比公司电商业务营收占比，我们认为公司的电商业务营收占比仍有较大提升空间。

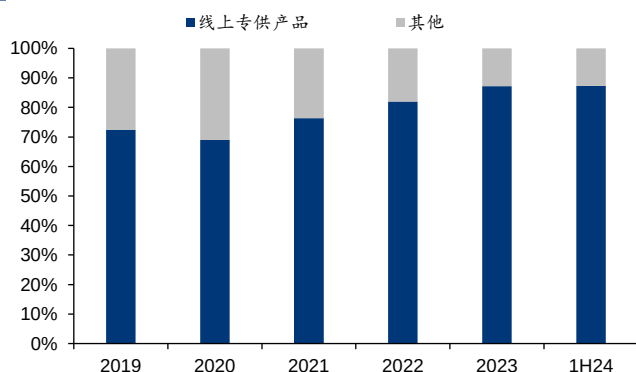
图表33：公司电商业务营收占比较同业仍有提升空间



资料来源：公司公告，华泰研究

截至 1H24 公司线上专供产品占比达 87.3%，深入挖掘市场需求打造尖货爆款。2016 年从经销商手中收回电商经营权，此后电商开启了高速增长期。产品上，公司不断提升线上专供款的占比，和线下产品进行有效区分，1H24 公司线上专供产品占比已经达到 87.3%，较 2019 年+14.9pct。一方面可更好的稳定价格和折扣体系，防止窜货；另一方面，可依托线上直面消费者的优势，通过快反机制和“强单品+强 IP”故事背书，打造尖货爆款。在尖货销售方面，公司成效显著，2023 年双十一期间公司以“热力全开”为营销主题，发售一众尖货产品，期间飞越 FUTURE、AG4-SOAR、轨迹 5.0 等多款产品销售表现出色，尖货销量高达 37 万双，取得了销售额国内竞速跑鞋天猫行业第一的好成绩。2024 年 618 期间，公司电商渠道销量增长 99%，同比增速行业第一；全渠道尖货销量超 24 万件，同比增长 167%，其中官旗尖货销量同比增长 79%；361° 跻身全部鞋类品牌 TOP5，成为 TOP30 唯一上榜国内品牌。

图表34：1H24 361 度线上专供产品占比达 87.3%



资料来源：公司公告，华泰研究

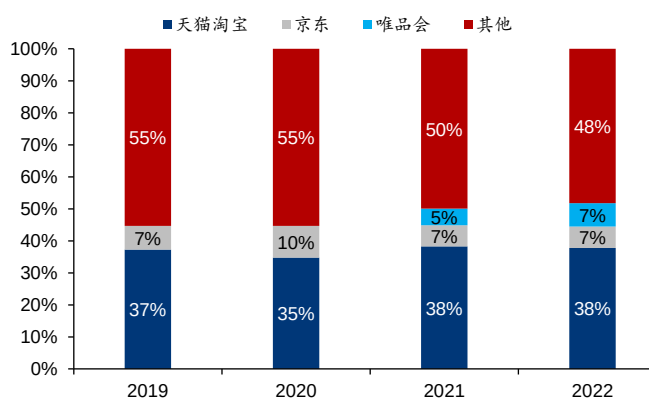
图表35：361 度 2024 年 618 电商节马拉松跑鞋成爆款产品



资料来源：天猫商城，华泰研究

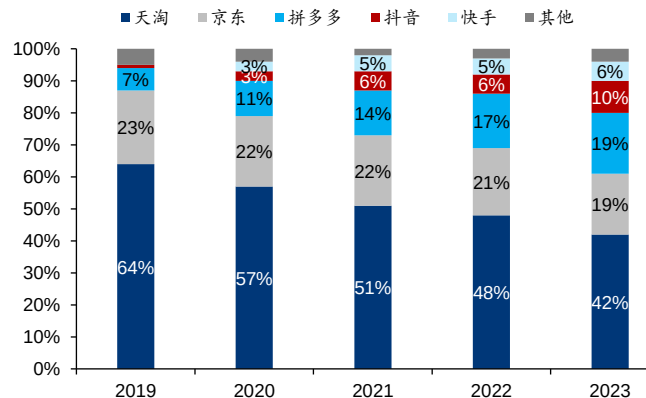
当前淘天系仍为主要线上销售平台，抖音快手等新兴电商平台兴起有望带动新一轮增长。根据公司 2022 年公布的线上销售平台数据，天猫淘宝/京东/唯品会占比分别为 38%/7%/7%，三大平台为直营模式，占比过半。从行业格局看，根据晚点 Late Post 数据，2019~2023 年间抖音/快手的电商 GMV 市场份额从 1%/0%提升至 6%/10%，抖音、快手等为代表的兴趣电商模式兴起，成为了与传统货架电商并重的市场力量。公司也同样注重拓展抖音、快手、拼多多等新平台的发展机会，并以部分分销模式拓展全渠道电商市场份额。

图表36：2022 年天猫淘宝在线上销售渠道占比达 38%



资料来源：公司公告，华泰研究

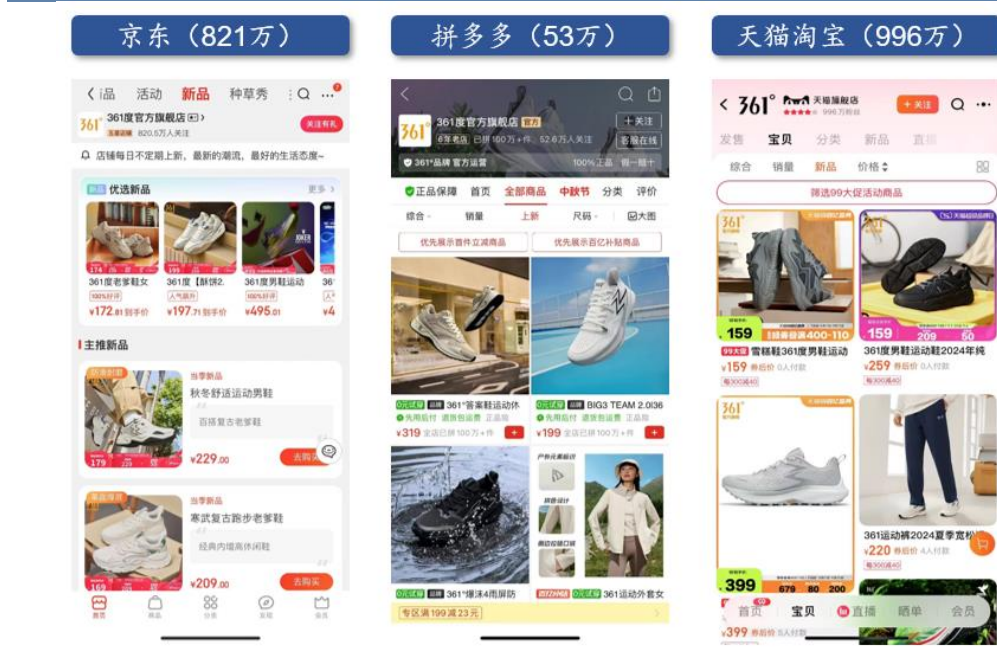
图表37：2019-2023 年抖快及拼多多在电商占比快速提升（GMV 口径）



资料来源：晚点 LatePost，华泰研究

361 度持续发力电商市场，电商 618 节各品类销量排名提升显著。截至 2024 年 9 月 27 日，361 度在京东/天猫旗舰店已拥有 821/996 万粉丝数量可观。根据天猫数据，361 度 618 期间品牌全网总销量同比增长 99%，同比增速排名行业第一；其中跑步品类、运动户外等销量排名提升显著，分别较 2023 年提升 6/4 位次至 6/9 名。此外公司会员销售额同比增长 119%，复购率达到 22%，顾客忠诚度位于同业前列。

图表38：361度成功打开电商市场拥有可观粉丝量（2024年9月27日）



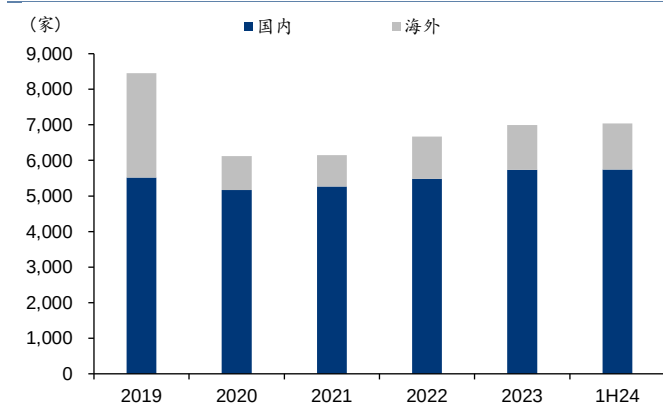
资料来源：电商官网，华泰研究

考虑到公司线上电商直营为主，相较于线下批发零售通常拥有更高的毛利率，因此我们预计随着361度电商营收占比的提升，有望同步带动公司毛利率的提升，带来更高的盈利能力。

线下：追求拓店转向专注提效，有望保持稳健增长

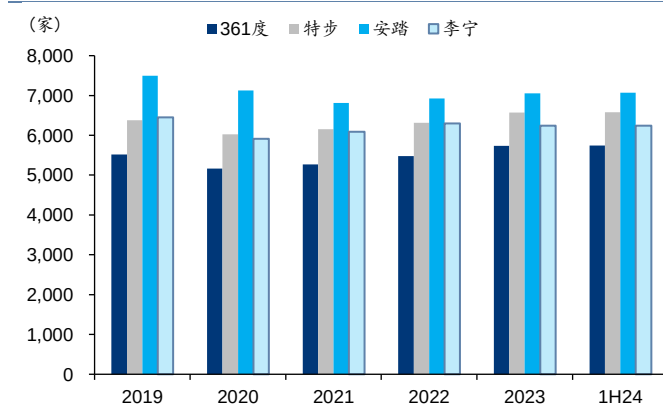
门店数量稳健增长，注重门店质量提升。从2020~2023年数据看，公司大装国内门店数量CAGR为3.5%，店效提升贡献高于门店扩张。截至1H24公司国内共有5740家门店，对比同业其他头部品牌，安踏/特步/李宁门店数量分别为7073/6239/6578家，361度的门店拓展仍有空间。但考虑到近几年行业内主流运动品牌新开门店数量均有所放缓，我们认为公司未来线下渠道端的增长，将从拓展门店数量转向为从门店面积、商圈选址及店铺形象等方面进行精细化管理提升店效。

图表39：2019-1H24 361度门店总数量



资料来源：公司公告，华泰研究

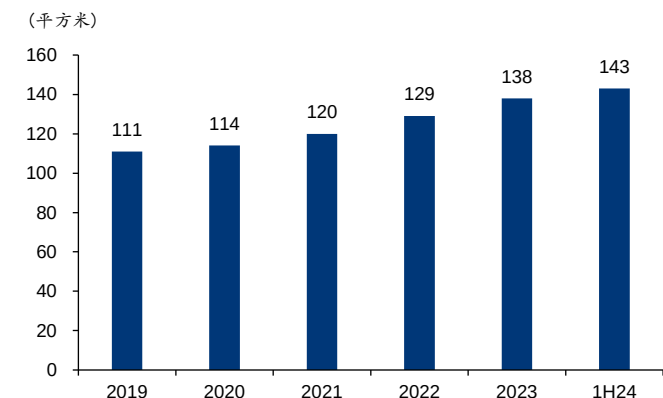
图表40：2019-1H24 国内主流运动品牌门店数量



资料来源：公司公告，华泰研究

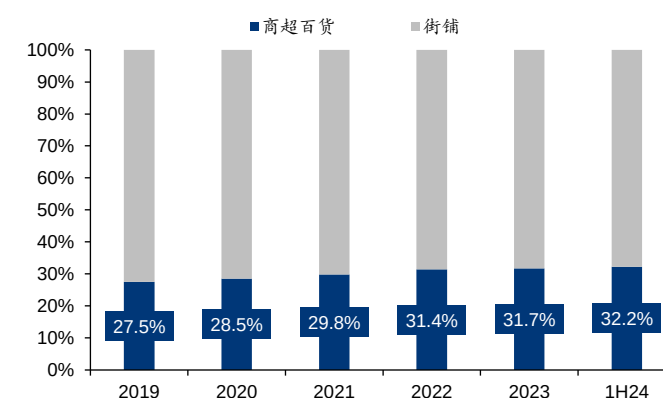
店铺面积逐年扩大，商超专卖店占比稳步提升。公司从店铺面积增长及商圈选址优化两个方面促进店效的提升，从2019~1H24公司店铺平均面积从111平方米提升至143平方米，呈现逐年稳步扩大趋势。在商圈选址上，期间内361度的商场专卖店占比从27.5%提升至32.2%。公司以更大的面积和更核心的店铺引流，实现更好的单店销售。

图表41: 2019-1H24 361度门店平均面积



资料来源: 公司公告, 华泰研究

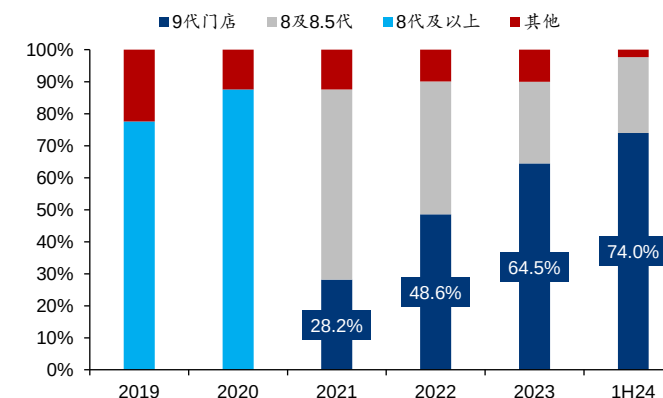
图表42: 2019-1H24 公司店铺选址分布



资料来源: 公司公告, 华泰研究

门店形象持续升级, 1H24 公司 9 代店铺数量占比达 74%。361 度持续进行门店迭代升级, 2021/2022/2023/1H24 年间 9 代门店数量占比为 28.2%/48.6%/64.5%/74.0%, 9 代门店拥有更大的面积及更好的导购流程, 占比快速提升下带动公司终端门店形象进一步升级和改善。

图表43: 2019-1H24 361度门店迭代情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表44: 361度第九代门店形象



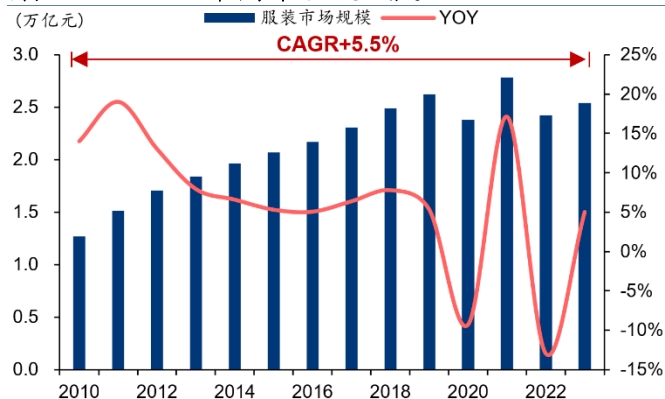
资料来源: 公司公告, 华泰研究

看点三：运动童装市场空间大，持续高增开启第二曲线

行业趋势：运动童装渗透率持续提升，公司市占率稳步上行

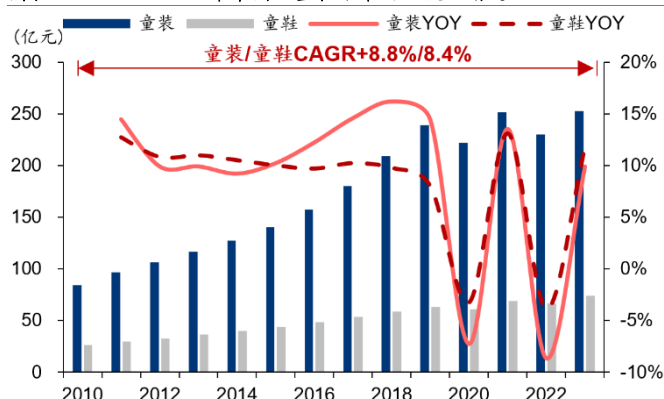
童装市场日趋成熟，增速持续领跑大盘。据欧睿国际统计，2010 至 2023 年间中国童装/童鞋市场规模分别从 84/26 亿元增长至 253/74 亿元，实现 CAGR+8.8%/8.4% 的稳定增长，明显高于同期中国服装市场规模增速 CAGR+5.5%。童装持续扩容的同时增速领跑服装市场大盘，凸显了童装品类在整体服装市场中仍有较好的成长性。

图表45：2010-2023 年服装市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，华泰研究

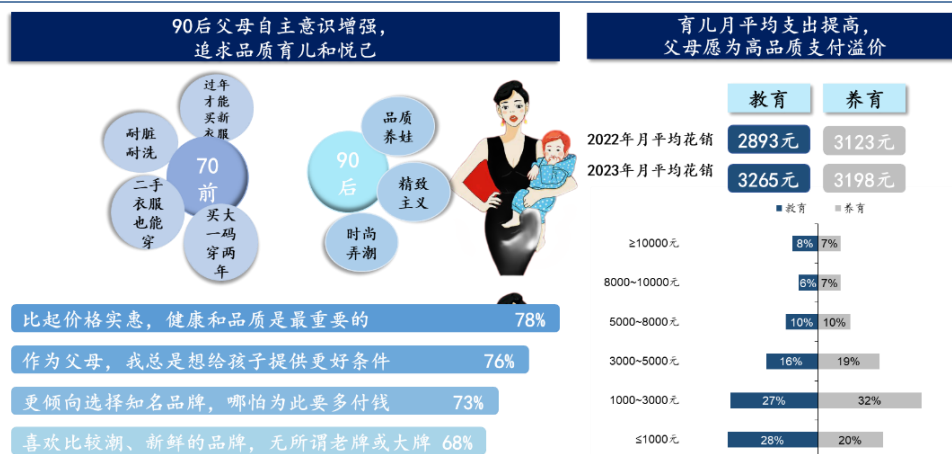
图表46：2010-2023 年中国儿童鞋服市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，华泰研究

90 后父母品质育儿观念兴起，付费意愿上升。据宝宝树和尼尔森 IQ 数据，2023 年家庭教育/养育月平均花销为 3265/3198 元，同比增加 12.9%/2.4%。且有 78% 的消费者认为“健康和品质比价格实惠更重要”。我们认为 90 后父母对产品品质的高要求，有望赋能儿童运动鞋服市场的发展。

图表47：中国 90 后父母品质育儿观念兴起

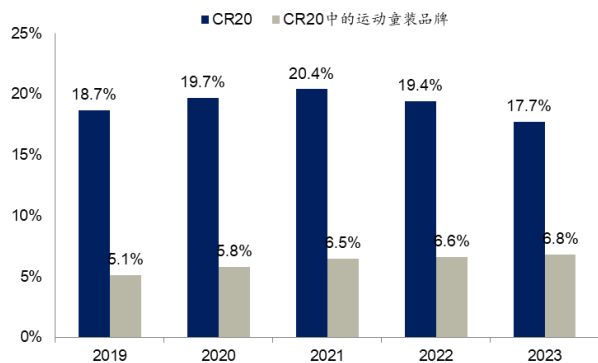


注：左图数据 N=1947，右图数据 N=1480，问卷来源于尼尔森 IQ

资料来源：宝宝树和尼尔森 IQ《2023 母婴行业洞察报告》，华泰研究

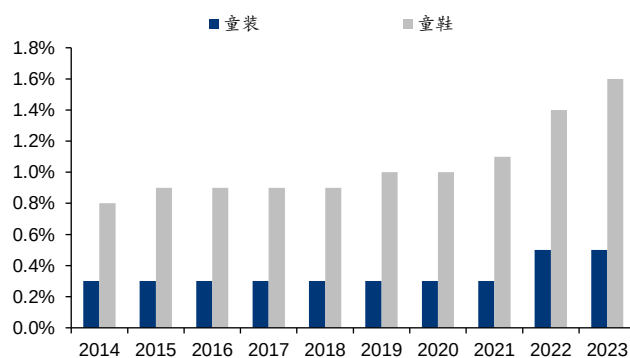
运动品牌在童装市场渗透率持续提升，361 度有望持续受益于运动童装市场扩容。据欧睿数据，2019-2023 年童装 CR20 同比-1.0pct 至 17.7%，而同期 CR20 中的运动童装品牌市占率+1.7pct 至 6.8%，其中除 adidas 外，其他运动童装品牌市占率均有所提升，体现了当前童装市场对运动功能性的需求正持续增长。受益于运动品牌在童装市场的加速渗透，期间内 361 度童装/童鞋市占率已提高至 0.5%/1.6%，成为仅次于安踏的国产童装品牌。公司持续加码儿童业务，并调整品牌定位“青少年运动专家”，有望持续受益于运动童装市场规模的扩张。

图表48：2019~2023 年 CR20 童装品牌中运动品牌市占率持续提升



资料来源:欧睿国际, 华泰研究

图表49：2019~2023 年 361 度童装/童鞋市占率稳步提升



资料来源:欧睿国际, 华泰研究

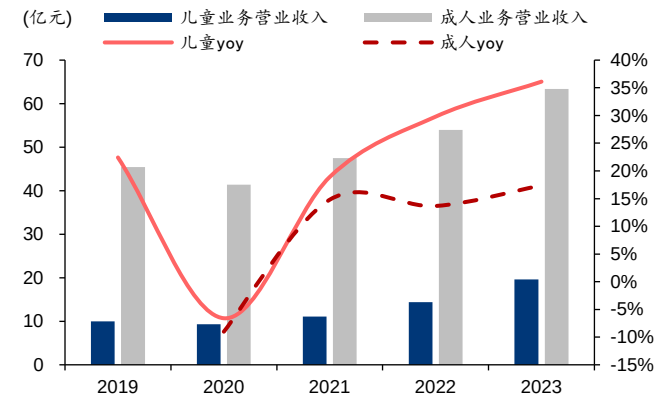
图表50：2014-2023 年童装市占率前 20 名

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
巴拉巴拉	3.6	4.1	4.6	4.9	5.9	7.3	7.3	6.9	6.3	5.2
安踏	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7	1.9	1.9
斐乐	0.1	0.2	0.3	0.3	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6	1.5
优衣库	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
阿迪达斯	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	0.9	0.9
耐克	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6	0.7
pepco	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
特步	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
迪士尼	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ZARA	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
Mini Peace	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.5
361 度	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
Paw in Paw	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
Annil	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5	0.4
江南布衣	-	-	-	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
李宁	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Yeehoo	-	-	-	-	-	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
斯凯奇	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Moncler	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Pencil Club	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
CR20	11.0	12.1	13.4	14.4	16.2	18.7	19.7	20.4	19.4	17.7
运动童装	2.5	2.9	3.4	3.7	4.4	5.1	5.8	6.5	6.6	6.8

资料来源:欧睿国际, 华泰研究

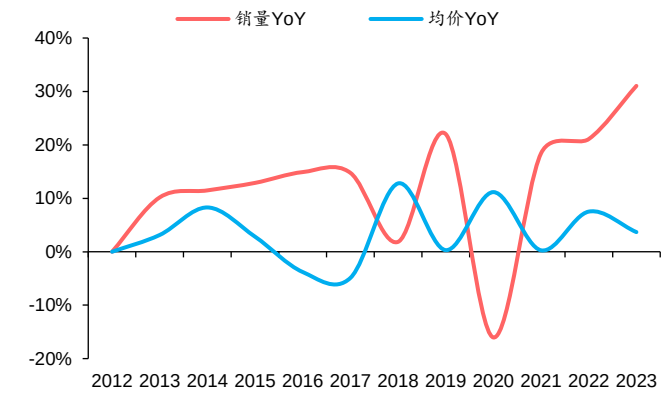
2021~2023 年童装业务营收占比+4.7pct, 销量为主要驱动力。361 度儿童业务针对跑步、篮球、足球、跳绳等细分场景定制化设计, 服装品类涉及 T 恤、外套、卫衣等多种款式, 并融入迅弹、冰肤、易去污等科技, 优化产品专业性能和舒适度。2021~2023 公司儿童业务营收同比增长 18.9%/29.8%/36.1% 至 9.3/11.1/14.4/19.6 亿元, 营收占比为 18.7%/20.7%/23.3%, 童装重要性持续凸显。从量价看, 2019-2023 年销量/均价 CAGR 为 9.6%/4.4%, 其中 2023 年同比上涨 3.7%/31.0%, 销量提升成为童装业务发展主要动力。

图表51: 361度童装营收及yoy均快速上升



资料来源: iFind, 华泰研究

图表52: 361度童装业务销量提高为主要营收动力



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表53: 361度儿童产品矩阵和科技



资料来源: 361度官方天猫旗舰店, 华泰研究

渠道端: 门店升级叠加店铺扩张, 量质双驱增长

内生外延共同驱动, 全渠道快速发展。2021年开始公司童装恢复净开店趋势, 2020~2023年店铺由1703家增加至2545家, CAGR达14.3%。目前公司童装门店数量小于安踏儿童, 较国内龙头巴拉巴拉超6000家门店, 尚有较大空间, 我们预计公司儿童门店数量增长将超过大装, 童装的增长是内生外延双重驱动。店效方面, 公司或由于渠道布局更下沉、价格带更低, 较其他国内运动童装品牌尚存一定差距, 我们预计公司在渠道扩张的同时也将注重店效的提升, 致力于实现童装业务高质量的较快增长。

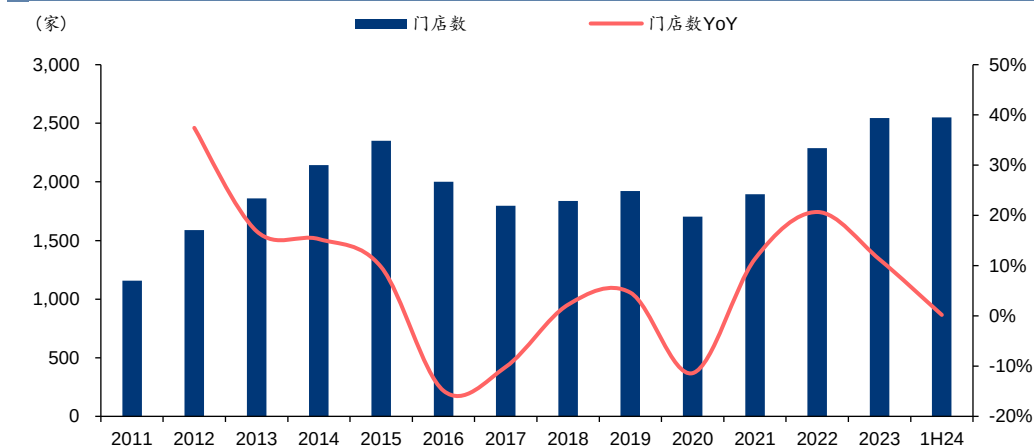
图表54: 国内运动品牌店铺数量

	李宁	特步	361	安踏
店铺数量	1438	1706	2550	2831
月度店效	12万	11万	11万	18万

注: 1) 门店数量截至2024年中报; 2) 店效为久谦中台2023年数据

资料来源: 公司公告, 久谦中台, 华泰研究

图表55：2021-2023年361度童装业务重回拓店期



资料来源：公司公告，华泰研究

全面优化升级第四代门店，注重店铺提质增效。2020年公司推出童装第四代门店，以更加鲜明的主题陈列与合理的行动线路规划提升购物体验；截至2024年6月30日第四代门店数已由最初的207家增加至2274家，占儿童门店比重89.2%，全面优化线下服务质量。

图表56：361度儿童第四代门店占童装门店比重快速提高



资料来源：公司公告，华泰研究

营销端：跨界IP联名增加童趣，“投其所好”赞助青少年体育赛事

跨界联名童趣引流，提升品牌话题。1) **联名动漫IP，增加童趣。**361度儿童将迪士尼、小黄人、哆啦A梦、奥特曼、蝙蝠侠、蜘蛛侠等IP融入产品设计增加童趣；2) **结合国风元素，彰显品牌教育意义。**融入“中国航天·太空创想”、敦煌等中国风元素，创造性转化中华优秀传统文化，提高儿童文化自信。

赞助青少年体育赛事，优化品牌形象。公司实时关注儿童和青少年热门运动和赛事，比如持续布局国内青少年足球领域，成为上海绿地申花青少训、北京国安少训合作伙伴；并加大研发力度推出跳绳鞋，提高“青少年运动专家”品牌形象认可度。

图表57： 361度中国风联名和青少年运动赛事赞助



资料来源：公司官网，华泰研究

盈利预测及估值

我们依据公司的不同业务板块进行线上线下业务拆分，预计 2024/25/26 年公司营收同比增长 18.7%/14.7%/12.9%至 100.0/114.7/129.4 亿元。

- 1) **大装：**成人服装作为公司的基本盘业务，我们预计 2024/25/26 年收入将分别同比+17.3%/+14.0%/+12.0%至 74.3/84.7/94.8 亿元；此外毛利率有望受益于线上和海外业务占比的提升，盈利能力实现持续改善，预计同期分别为 41.5%/41.7%/41.9%。
 1. 线下：考虑到公司规模的持续扩张，我们认为未来 361 度门店净开店趋势有望延续；但在当前零售市场的竞争态势下，仍将以结构优化为主，大装门店数量保持小幅增加，经营面积增长带来的拿货增长有望成为店效的主要驱动力。我们预计大装线下 2024/25/26 年收入将分别同比+13.3%/+9.5%/+7.4%至 48.1/52.6/56.5 亿元，其中平均店效预计分别同比+10%/+8%/+6%，门店数量每年净增 80 家。
 2. 线上：电商业务受益爆款尖货、特供款，及多平台的发展，有望保持优于线下的较快增长。我们预计大装线上 2024/25/26 年收入将分别同比+23.0%/+20.0%/+18.0%至 23.5/28.2/33.2 亿元。
 3. 海外：国际业务为公司增长的重要抓手之一，布局时间早、渠道广，截至 1H24 已有 1297 个国际销售网点，覆盖美洲、欧洲及一带一路等地区，具备丰富的渠道资源和运营经验，先发优势明显。未来发展上，在渠道端，除了依托代理商进行线下销售网点拓展外，公司已布局线上渠道，在 2024 年 4 月海外电商独立站正式上线运营，带来新的增量。产品端，公司国际线跑鞋已荣获多项国际权威奖项，受到市场认可，未来有望引入篮球等更多的品类，扩大市场空间。我们预计 2024/25/26 年海外收入将分别同比+50.0%/+40.0%/+30.0%至 2.8/3.9/5.1 亿元。中长期看，海外市场对公司业绩贡献的重要性有望持续提升，未来收入占比或将超过 5%。
- 2) **儿童：**童装业务作为公司的第二增长曲线，一方面可受益于运动童装渗透率的提升；另一方面，线下门店规模及效率均有提升空间，同时协同电商共同发力。我们预计公司 2024/25/26 年收入将同比+23.7%/+17.1%/+15.7%至 24.2/28.4/32.8 亿元，对应营收占比为 24.2%/24.7%/25.3%。童装业务毛利率有望受益于规模增长和电商占比提升，2024/25/26 年分别为 41.8%/42.0%/42.2%。
 1. 线下：考虑到童装仍为公司得重要增长发力点，我们认为 361 度童装净开店数量将会高于大装，此外单店面积的增长亦会带动拿货数量提升；预计儿童线下 2024/25/26 年收入将分别同比+23.4%/+15.5%/+14.4%至 19.0/21.9/25.1 亿元，其中平均店效预计分别同比+14%/+10%/+10%，门店数量分别净增 140/120/100 家。
 2. 线上：儿童业务线上占比相对较低，未来还有较大的提升空间，我们预计其电商收入将保持快速增长，2024/25/26 年同比+25.0%/+23.0%/+20.0%至 5.2/6.4/7.7 亿元。

图表58：361 度营收预测拆分表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	6,961	8,423	10,002	11,467	12,944
YoY	17.3%	21.0%	18.7%	14.7%	13.0%
毛利润	2821	3462	4117	4745	5383
毛利率	40.5%	41.1%	41.2%	41.4%	41.6%
大货	5,397	6,334	7,429	8,465	9,481
YoY	13.7%	17.4%	17.3%	14.0%	12.0%
毛利润	2227	2624	3083	3530	3972
毛利率	41.3%	41.4%	41.5%	41.7%	41.9%
线下	3,891	4,242	4,805	5,261	5,653
YoY	6.6%	9.0%	13.3%	9.5%	7.0%
门店数量 (家)	5,480	5,734	5,814	5,894	5,974
+/-	210	254	80	80	80
平均单店销售 (百万/年)	0.72	0.76	0.83	0.90	0.95
YoY	3.4%	4.5%	10.0%	8.0%	6.0%
线上	1,382	1,907	2,345	2,815	3,321
YoY	37.3%	38.0%	23.0%	20.0%	18.0%
海外	124	185	278	389	506
YoY	37.6%	50.0%	50.0%	40.0%	30.0%
儿童	1,442	1,958	2,422	2,836	3,280
YoY	30.3%	35.7%	23.7%	17.1%	16.0%
毛利润	590	819	1012	1191	1384
毛利率	40.9%	41.8%	41.8%	42.0%	42.2%
线下	1,139	1,539	1,898	2,192	2,508
YoY	28.5%	35.1%	23.4%	15.5%	14.0%
门店数量 (家)	2,288	2,545	2,685	2,805	2,905
+/-	392	257	140	120	100
平均单店销售 (百万/年)	0.54	0.64	0.73	0.80	0.88
YoY	10.6%	17.0%	14.0%	10.0%	10.0%
线上	303	419	523	644	772
YoY	37.3%	38.0%	25.0%	23.0%	20.0%
其他	122	132	151	166	183
YoY	54.8%	8.0%	15.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司官网，华泰研究预测

结构优化叠加规模效应，盈利能力有望稳步改善。公司因线下为全批发业务，毛利率较为稳健，未来有望受益于结构的优化，如高毛利率电商业务增长较快，我们预计 2024-26 年毛利率小幅提升，分别为 41.2%/41.4%/41.6%。考虑到批发模式下杠杆效应较为明显，我们预计公司费用率有望逐步下降，带动净利率改善。我们预计 2024-26 年公司归母净利润同比+15.0%/16.1%/15.3%至 11.1/12.8/14.8 亿元，对应净利率为 11.1%/11.2%/11.4%。

图表59：361 度盈利预测表

RMB (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	69.6	84.2	100.0	114.7	129.4
营业成本	41.4	49.6	58.8	67.2	75.6
毛利润	28.2	34.6	41.2	47.5	53.8
毛利率	40.5%	41.1%	41.2%	41.4%	41.6%
销售费用	14.3	18.6	22.7	26.0	29.2
销售费用率	20.6%	22.1%	22.7%	22.7%	22.6%
管理费用	5.4	6.3	7.4	8.4	9.4
管理费用率	7.8%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%
其他经营收入/费用	2.3	4.1	5.0	5.7	6.3
归属母公司净利润	7.47	9.61	11.1	12.8	14.8
净利率	10.8%	11.4%	11.1%	11.2%	11.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司所处申万行业为纺织服装主营运动服饰，参照所属行业以及主营业务范畴，我们选取国内运动服饰同业品牌安踏体育、李宁、特步国际作为可比公司，Wind 2025E 一致预期均值 12.9x PE。公司品牌规模和市占率均低于可比公司，以及应收账款周转天数更长，导致当下市值存在一定差距。但考虑到 361 度大装有望通过质价比和品类完善持续提升竞争优势，增长逻辑清晰且增速亮眼领跑同业，叠加童装、电商、海外市场共同发力利润率有望逐步提升。我们预计随着业绩的兑现，估值较当下有较佳的提升空间；给予 25E 7.7xPE，对应目标价 5.32 港元（港元对人民币汇率为 0.90），首次覆盖给予“买入”评级。

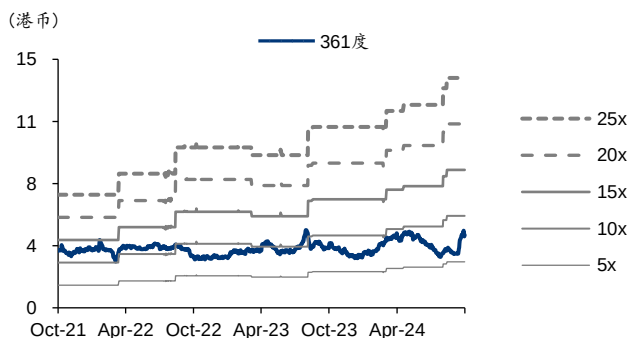
图表60：可比公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			摊薄 EPS (元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2020 HK	安踏体育	100.10	2832.1	703.0	785.0	870.5	134.9	140.9	159.3	4.77	4.94	5.57	17.4	16.7	14.7
2331 HK	李宁	18.04	466.2	285.5	305.7	327.8	32.1	35.8	139.3	1.24	1.38	1.52	13.7	12.3	11.1
1368 HK	特步国际	6.21	164.2	151.0	159.3	175.9	12.5	14.2	16.1	0.47	0.54	0.61	11.1	9.8	8.7
均值													14.1	12.9	11.5
1361 HK	361 度	4.41	91.2	100.0	114.7	129.4	11.1	12.8	14.9	0.53	0.62	0.71	7.4	6.4	5.5

注：收盘价统计日期为 2024 年 10 月 11 日，港元兑人民币汇率为 0.9

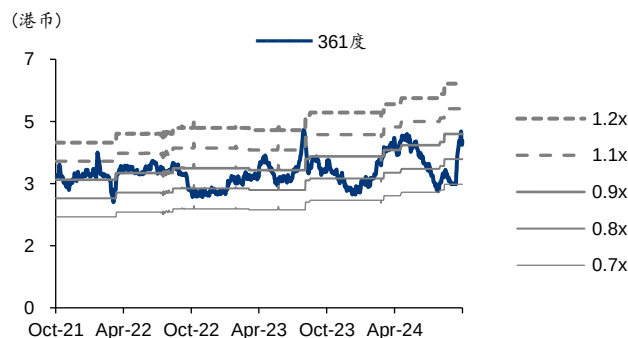
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表61：361 度 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表62：361 度 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

- 1) 行业竞争激烈，增加库存积压压力。**虽然纺织服装行业已基本结束“去库存”周期，但在激烈市场竞争下，库存压力仍然存在，可能会影响企业盈利能力；
- 2) 经济增速放缓，消费恢复不及预期。**后疫情时代，居民消费信心下滑，可能会影响企业终端销售效率，影响企业营收增速；
- 3) 门店优化不及预期。**后续门店面积、选址及形象升级进展若因宏观环境或市场竞争导致不及预期，可能拖累公司门店优化进度放缓；
- 4) 电商增长不及预期。**当前电商市场渗透率已处于高位，若后续政策监管趋严或渗透率增势放缓，或导致公司电商业务难以延续高增态势。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,961	8,423	10,002	11,467	12,944
销售成本	(4,140)	(4,961)	(5,884)	(6,722)	(7,561)
毛利润	2,821	3,462	4,117	4,745	5,383
销售及分销成本	(1,433)	(1,863)	(2,269)	(2,602)	(2,924)
管理费用	(541.39)	(630.03)	(742.14)	(839.43)	(934.57)
其他收入/支出	228.14	414.41	503.75	566.12	626.07
财务成本净额	(9.41)	(20.16)	(14.63)	(17.92)	(14.74)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,065	1,363	1,595	1,853	2,137
税费开支	(247.96)	(323.26)	(398.80)	(463.13)	(534.13)
少数股东损益	69.66	78.71	90.53	105.14	121.26
归母净利润	747.12	961.42	1,106	1,284	1,481
折旧和摊销	(68.58)	(75.36)	(68.36)	(67.71)	(67.11)
EBITDA	1,143	1,459	1,678	1,938	2,218
EPS (人民币, 基本)	0.36	0.46	0.53	0.62	0.72

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	1,182	1,350	1,451	1,621	1,781
应收账款和票据	3,024	3,831	4,083	4,650	5,213
现金及现金等价物	5,860	5,196	6,114	6,562	7,150
其他流动资产	1,217	1,239	1,383	1,583	1,786
总流动资产	11,284	11,617	13,031	14,416	15,930
固定资产	772.59	765.18	779.45	805.95	844.76
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	379.55	682.74	713.80	743.26	773.48
总长期资产	1,152	1,448	1,493	1,549	1,618
总资产	12,436	13,065	14,524	15,965	17,548
应付账款	2,327	2,577	2,908	3,322	3,737
短期借款	192.58	49.51	80.03	80.05	80.08
其他负债	386.13	461.25	547.68	627.94	708.79
总流动负债	2,906	3,088	3,536	4,030	4,526
长期债务	100.27	245.79	444.50	444.50	444.50
其他长期债务	12.44	8.24	9.79	11.22	12.67
总长期负债	112.71	254.03	454.29	455.72	457.17
股本	182.30	182.31	182.31	182.31	182.31
储备/其他项目	7,761	8,900	9,620	10,460	11,425
股东权益	9,418	9,723	10,533	11,479	12,565
少数股东权益	1,474	640.80	731.34	836.47	957.73
总权益	10,892	10,364	11,265	12,315	13,523

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	10.98	8.54	7.42	6.39	5.54
PB	0.87	0.84	0.78	0.71	0.65
EV EBITDA	4.03	3.09	2.38	1.93	1.51
股息率 (%)	0.00	4.65	5.35	6.21	7.17
自由现金流收益率 (%)	2.91	4.68	12.72	10.65	13.23

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,143	1,459	1,678	1,938	2,218
融资成本	9.41	20.16	14.63	17.92	14.74
营运资本变动	(620.22)	(678.79)	(164.36)	(523.42)	(511.81)
税费	(247.96)	(323.26)	(398.80)	(463.13)	(534.13)
其他	96.38	(69.21)	14.98	(0.84)	(0.22)
经营活动现金流	380.34	407.81	1,145	968.68	1,187
CAPEX	(30.96)	(63.98)	(76.42)	(87.61)	(98.90)
其他投资活动	116.04	480.75	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	85.08	416.77	(76.42)	(87.61)	(98.90)
债务增加量	83.70	0.13	230.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(121.81)	(386.10)	(444.11)	(515.74)
其他融资活动现金流	(24.28)	(957.71)	5.70	10.66	15.82
融资活动现金流	59.42	(1,079)	(150.40)	(433.45)	(499.92)
现金变动	524.84	(254.80)	917.81	447.62	588.15
年初现金	3,339	3,860	3,596	4,514	4,962
汇率波动影响	(3.42)	(9.15)	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,860	3,596	4,514	4,962	5,550

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	17.00	21.00	18.74	14.66	12.88
毛利润	14.08	22.74	18.92	15.25	13.45
营业利润	(0.83)	28.80	16.35	16.19	15.01
净利润	24.17	28.68	15.02	16.13	15.33
EPS	24.17	28.68	15.02	16.13	15.33
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.52	41.10	41.17	41.38	41.59
EBITDA	16.42	17.32	16.78	16.90	17.14
净利润率	10.73	11.41	11.06	11.20	11.44
ROE	8.31	10.05	10.92	11.67	12.32
ROA	6.31	7.54	8.02	8.42	8.84
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(59.12)	(50.41)	(53.07)	(52.60)	(52.73)
流动比率	3.88	3.76	3.69	3.58	3.52
速动比率	3.48	3.32	3.27	3.17	3.13

营运能力 (天)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产周转率 (次)	0.59	0.66	0.73	0.75	0.77
应收账款周转天数	145.42	146.49	142.43	137.07	137.15
应付账款周转天数	192.10	177.93	167.80	166.84	168.06
存货周转天数	90.14	91.90	85.69	82.25	81.00
现金转换周期	43.47	60.46	60.32	52.48	50.08

每股指标 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	0.36	0.46	0.53	0.62	0.72
每股净资产	4.55	4.70	5.09	5.55	6.08

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾令仪，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 安踏体育（2020 HK）、李宁（2331 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾令仪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安踏体育（2020 HK）、李宁（2331 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司