

2023年07月27日

# 消费下行期韧性强，童装和电商助力

## 361度(1361.HK)

### 投资要点:

#### ► 历史回顾：“飞”字系列成为爆品，童装和电商成为新驱动

361°成立于2003年，于2009年在中国香港上市。2022年公司收入和净利润分别为69.6/7.5亿元，毛利率和净利率分别为40.5%/10.7%。中国内地目前共7768家店（成人/童装分别为5480/2288家），以经销模式为主。此前市场对公司关注度不高，但公司近期变化在于：（1）国际业务、中底技术带动产品竞争力提升，“飞”字系列成为爆品；（2）儿童和电商成为另外两大驱动，我们预计未来占比均有望提升至30%；（3）成功进入港股通、流动性提升。

#### ► 运动行业：短期去库存，三四线仍有渗透率提升空间

我们分析，行业自上轮2015年去库存结束后迎来黄金成长期，即由一二线跑步渗透率提升、小品牌洗牌带动龙头集中度提升、中底技术变革带动产品力提升、叠加2021年国潮崛起带动国产品牌力提升及利润率提升，但22年开始行业进入去库存阶段，然而三四线渗透率仍有提升空间、且仍较国外及一二线品牌有价格优势。

#### ► 公司优势：深耕中底科技，主打高性价比优势

（1）公司定位三线及以下城市，与一线品牌仍有25-35%的价格优势；（2）公司主打独有的中底技术QUICKFLAM，带动篮球鞋和跑鞋的功能性产品占比提升，“飞”字系列成为爆品；（3）通过与NBA球星丁威迪和戈登合作，公司篮球鞋成功出圈，旗舰Big3 3.0系列篮球鞋广受市场欢迎。

#### ► 成长驱动：店效提升+儿童及电商新驱动+净利率提升

（1）相较同行，公司店效仍有较大的提升空间。361度产品主要集中在200-400元，我们分析361度产品具备提价增量空间。9代店更新也有望带动整体店效提升。（2）童装净开店数高于主品牌，且4代店助力店效增长，童装及电商占比有望提升至30%。（3）公司净利率有望提升至12-15%。

#### ► 盈利预测

预计公司23-25年营业收入预测80.30/91.57/103.16亿元，同比增长15.36%/14.03%/12.66%；23-25年归母净利预测8.61/9.94/11.48亿元，同比增长15.30%/15.38%/15.47%。23-25年EPS预测为0.42/0.48/0.56元，PE对应2023年7月27日收盘价4.11港元为9/8/7X。看好361度的品牌力和产品力持续提升、童装品牌贡献第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 风险提示：疫情发展的不确定性；开店不及预期；渠道库存处理不及预期；系统性风险。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	4.11
股票代码:	1361.HK
52周最高价/最低价(港元):	4.51/3.04
总市值(亿港元)	85
自由流通市值(亿港元)	85
自由流通股数(亿)	20.68



分析师：唐爽爽  
邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090002

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5933.48	6960.83	8030.03	9156.50	10316.15
YoY (%)	15.73%	17.31%	15.36%	14.03%	12.66%
归母净利润(百万元)	601.70	747.12	861.45	993.97	1147.69
YoY (%)	44.97%	24.17%	15.30%	15.38%	15.47%
毛利率 (%)	41.67%	40.52%	41.20%	41.40%	41.60%
每股收益 (元)	0.29	0.36	0.42	0.48	0.56
ROE	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10
市盈率	13.75	9.22	8.98	7.78	6.74

资料来源: Wind、华西证券研究所 注: 截至 2023 年 7 月 27 日, 1 港元 = 0.92 元人民币

## 正文目录

正文目录	3
1. 公司概况：国货第四大运动品牌，展现较强韧性	6
1.1. 发展历程：率先拓展海外市场，反哺国内产品力提升	6
1.2. 资本市场表现：21 年还清美金债、信用评级提升，22 年进入沪港通，带动估值修复	10
1.3. 股权结构：股权集中于丁氏家族，持股 48.99%	11
2. 行业分析：短期去库存，长期渗透率提升、竞争格局改善仍有空间	13
2.1. 行业规模：预计 2027 年运动鞋服行业市场容量将达到 6252 亿元，CAGR 为 10%	13
2.2. 竞争格局：国产品牌的份额持续提升	16
3. 公司优势	17
3.1. 产品端：打造“专业+潮流”全方位产品矩阵	18
3.2. 渠道端：线下店铺升级提效，线上特有专供业绩亮眼	21
3.3. 营销端：赞助体育赛事+签约运动员和明星	24
4. 成长驱动	26
4.1. 店效具备提升空间：“ASP+销量+升级店铺”驱动	26
4.2. 童装：跳绳鞋出圈，覆盖儿童全年龄段	28
4.3. 布局新零售，线上增速保持在 30% 以上	31
4.4. 毛利率具有较大提升空间	32
5. 盈利预测与估值	33
5.1. 关键假设	33
5.2. 相对估值	34
5.3. 投资建议	35
6. 风险提示	35

## 图表目录

图 1 2006-2022 年收入、净利及增速（亿元，%）	7
图 2 历年毛利率和净利率（%）	7
图 3 2008-2022 年门店数量及增速（个，%）	7
图 4 2008-2022 年店效及增速（万元，%）	7
图 5 2008-2022 年销量（百万件/百万双）	8
图 6 2008-2022 年产品平均批发价格（元）	8
图 7 2008-2022 年库存（亿元）	8
图 8 2008-2022 年库存周转天数（天）	8
图 9 2006-2022 分品类营收（百万元）	9
图 10 2006-2020 分品类营收占比（%）	9
图 11 主品牌门店分布情况（%）	10
图 12 主品牌及 361° 儿童门店规模（家）	10
图 13 上市至今股价走势（前复权）	11
图 14 361 度 PEBANDS 走势图	11
图 15 国内运动服饰市场规模/亿元	14
图 16 运动鞋市场规模/亿元	15
图 17 国内马拉松/跑步赛事场次	16
图 18 马拉松/跑步赛事参赛规模/万人	16
图 19 361 度研发费用（亿元，%）	18
图 20 同行研发费用率对比	18

图 21	QU!KFLAME 中底科技应用	20
图 22	飞燃系列升级迭代到飞燃 2.5	20
图 23	361 跑鞋矩阵	21
图 24	361 度篮球鞋矩阵	21
图 25	丁威迪专属签名篮球鞋 DVD1	21
图 26	主品牌门店数量及增速 (个, %)	22
图 27	主品牌门店类型数量及九代占比 (家, %)	22
图 28	361 度第 9 代门店	22
图 29	店铺平均面积及增速 (平方米, %)	22
图 30	单店平均提货额及增速 (万元, %)	22
图 31	主品牌门店分布情况 (%)	23
图 32	门店区位分布占比 (%)	23
图 33	电商业务收入及占比 (亿元, %)	23
图 34	电商业务产品结构情况 (%)	23
图 35	电商业务分渠道营收占比 (%)	24
图 36	自主小程序有颜有度	24
图 37	杭州亚运会体育服	24
图 38	杭州亚运会薪火系列	24
图 39	三体联名产品	25
图 40	KAKAO FRIENDS 联名产品	25
图 41	三号赛道赛事	25
图 42	触地即燃赛事	25
图 43	361 签约代言人	26
图 44	我国童装 CR3/CR5 (%)	29
图 45	国内外童装市场 CR5 (%)	29
图 46	童装营收及增速 (亿元, %)	29
图 47	童装及主品牌毛利率 (%)	29
图 48	闪羚跳绳鞋 2.0	30
图 49	核心城市举办跳绳大赛	30
图 50	风透科技/弹力簧科技	30
图 51	吸湿速干科技/防蚊科技	30
图 52	童趣联名产品	30
图 53	4 代店数量及占比 (个, %)	31
图 54	独立门店及占比 (个, %)	31
图 55	童店分城市数量 (个)	31
图 56	童店渠道结构 (个)	31
图 57	线上线下收入及增速 (亿元, %)	32
图 58	2022 年各品牌线上收入及占比	32
图 59	各品牌毛利率	33
图 60	各品牌销售成本率	33
表 1	公司大事记	9
表 2	公司主要高管简介	12
表 3	2022 年 361° 股权结构	13
表 4	中国、日本、美国人均年运动服饰消费额/美元	14
表 5	中国运动服饰市场仍处于成长阶段, 增速领先于美国和日本 (亿美元)	15
表 6	国内运动服饰市场竞争格局	16
表 7	运动鞋市场规模测算	17
表 8	各品牌中底科技	18
表 9	各品牌跑鞋销量	19
表 10	公司合作的部分国际队及职业体育队	24
表 11	各品牌竞速跑鞋中底科技	26

表 12 各品牌跑鞋价位 .....	27
表 13 我国童装市场前 20 品牌及占有率 (%) .....	28
表 14 收入拆分和预测表 .....	33
表 15 可比公司估值 .....	35

## 1. 公司概况：国货第四大运动品牌，展现较强韧性

### 1.1. 发展历程：率先拓展海外市场，反哺国内产品力提升

361°成立于2003年，于2009年在中国香港成功上市。公司以“专业化、年轻化、国际化”为品牌定位，将“多一度热爱”的品牌精神传递给更多消费者。2022年公司收入和净利润分别为69.6/7.5亿元，毛利率和净利率分别为40.5%、10.7%。中国内地目前共7768家店（成人/童装分别为5480/2288家），以经销模式为主，每年4次订货会模式。目前儿童、电商构成两大新增长点，22年占比分别为21%/24%，增速为30%/37%，未来占比均有望提升至30%以上。目前鞋类/服装/配饰占比分别为53%/45%/2%。

历史来看，2006-2022年公司收入/归母净利复合增速分别为22.86%/30.17%；公司毛利率在10.3%-42.4%、净利率在4.2%-20.4%间；2022年净利率尚未恢复至2011年最高点20%水平，主要由于销售和管理费用率增加。我们将公司的发展分为三个阶段：

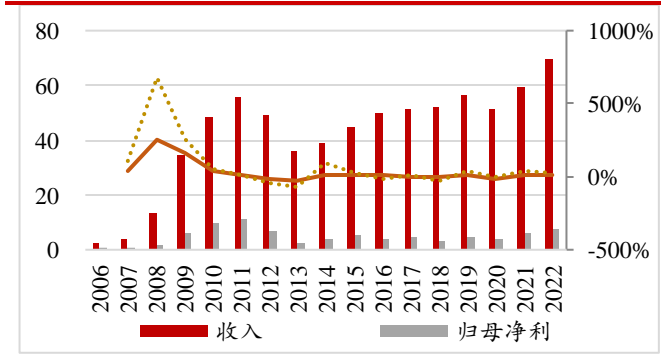
(1) 2006-2011年（快速发展阶段，门店扩张驱动）：2006-2011年收入/归母净利CAGR为84%/153%，对比同行来看：06-11年李宁/安踏/特步收入CAGR分别为-2%/8%/-0.5%，361度在低基数基础上呈现出更高增长，主要来自开店贡献：借助于两级分销模式，公司门店数从2006年的1391家扩张至2011年的7681家；2008-2011年主品牌店数/店效CAGR分别为19%/34%，销量CAGR为49.03%，鞋类/服装/配饰平均批发价CAGR为9%/6%/14%。

(2) 2012-2018年（困境调整阶段，童装贡献收入微增）：2012-2018年收入/归母净利CAGR降至1%/-13%，2012年收入及净利开始下滑，直至2014年恢复增长。2012-2018年主品牌店数/销量/库存CAGR为-6.11%/1.56%/14.77%，其中鞋类/服饰/配饰/童装销量CAGR分别为1.4%/-0.4%/-1.9%/11%。从恢复拐点来看，2012-2013年订货会订单及同店销售均下滑，至2013Q4同店恢复正增长（同比增长1.5%），2014年冬季订货会订单金额恢复增长（同比增长8%）。2016年产成品存货金额首次下降至4.8亿元，后继续增长至2018年的9.64亿元。这一阶段为消化库存，主品牌运动鞋类、服饰降价促销（2012-2018鞋类/服饰/配饰/童装平均批发价CAGR分别为-1.37%/-1.78%/-0.7%/2.88%）。收入微升主要由童装贡献，净利下滑主要由于费用提升（2012-2018年销售/管理/财务费用CAGR为1.62%/10.3%/21.18%），财务费用率高增主要由于公司2014发行了三年期15亿元人民币票据、2016年发行了五年期4亿美元7.25%利率的美元债，对2015-2018年财务费用产生压力。

(3) 2019年-至今（业绩复苏阶段）：2019-2022年收入/归母净利CAGR升至8%/20%，公司经营情况自2019年开始大幅改善，1）一方面，361度前期投入了大量国内外大型体育赛事赞助，品牌建设初显成效；另一方面，公司推出自主研发科技QUIKFOAM和Q立方鞋底科技平台，产品力大幅提升，19-22年鞋类/服装/童装的销量增速CAGR分别为5%/10%/6%，价格增速CAGR为1.4%/-3.3%/6.4%。2）存货周转天数由2019年的120天下降至2022年的91天；3）主品牌/儿童店店效由2019年的82/52万元上升至2022年的98/63万元；线上渠道方面，采取线上专供模式。2019年净利增长大幅超过收入主要由于毛利率提升及其他净亏损下降（主要为外汇净亏损由2018年的0.82亿元下降至2019年的0.3亿元）。2021年收入/归母净利为59.33/6.02亿元、同比增长15.7%/45%、较2019年增长5.4%/39%，新疆棉事件阶段定位相对更高的安踏、李宁更为受益，公司增速慢于同行。疫情期间，20Q1-Q3

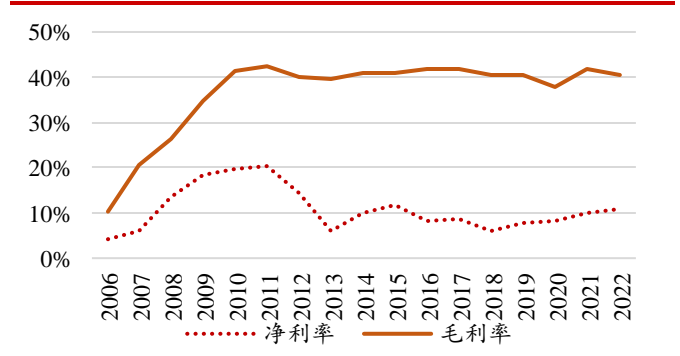
主品牌零售额下滑，从 20Q4 开始恢复正增长。受益于品牌力和产品力提升，主品牌零售额从 21Q1-22Q3 均保持双位数增长，22Q4 受疫情影响同比持平。23Q1-Q2 主品牌流水恢复至低双位数增长、公司与特步流水增速领先于行业，儿童品牌保持 20-25% 增长，电商保持 30% 增长。

图 1 2006-2022 年收入、净利及增速 (亿元, %)



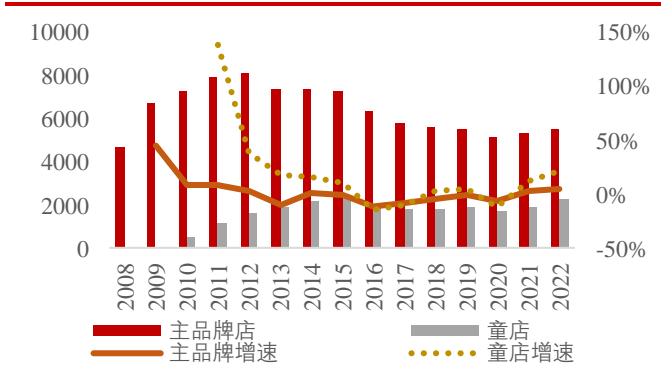
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 历年毛利率和净利率 (%)



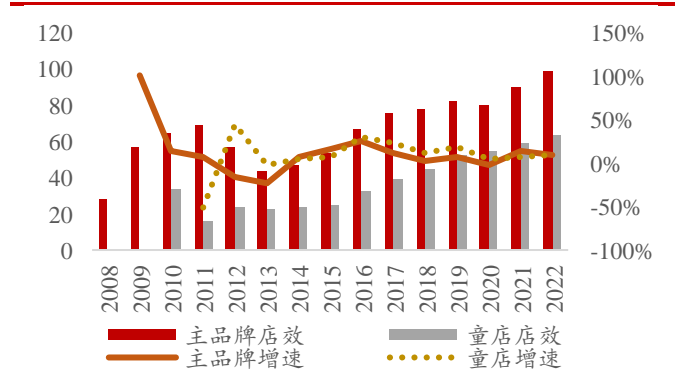
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 2008-2022 年门店数量及增速 (个, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

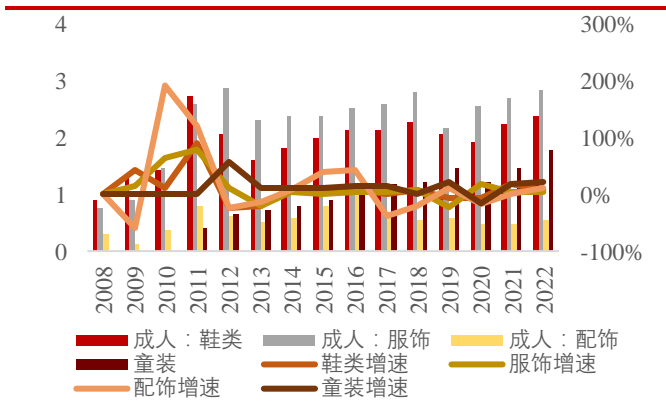
图 4 2008-2022 年店效及增速 (万元, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所（店效数据为估测计算，计算公式为收入/门店数）

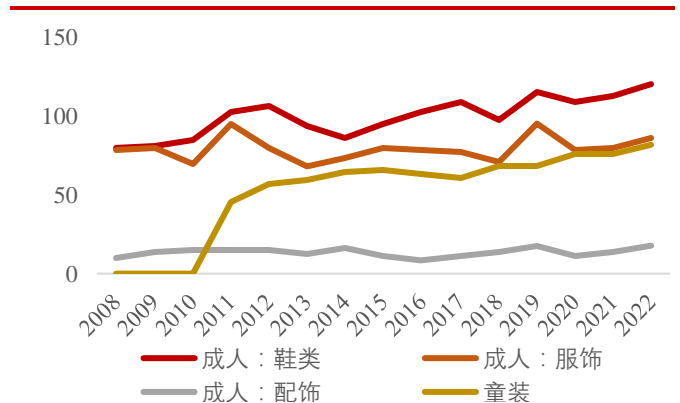


图 5 2008-2022 年销量 (百万件/百万双)



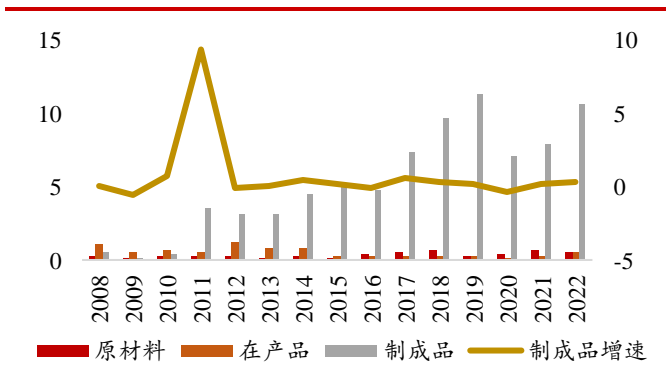
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2008-2022 年产品平均批发价格 (元)



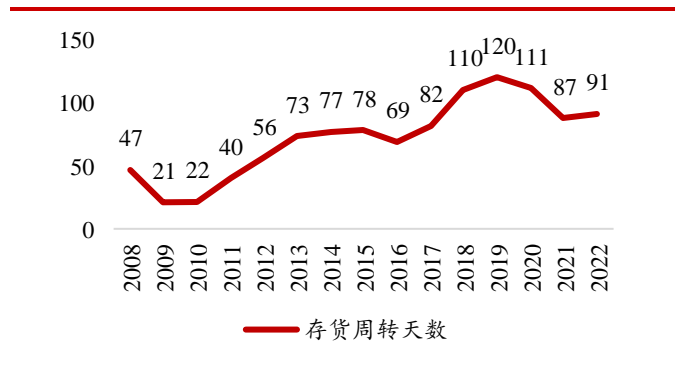
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2008-2022 年库存 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 2008-2022 年库存周转天数 (天)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

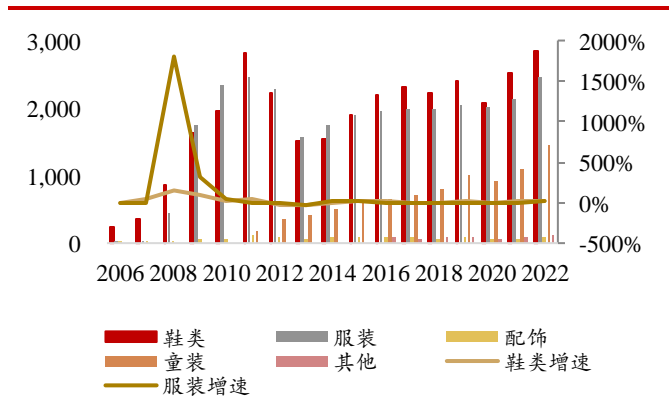


表 1 公司大事记

时间	事件	简介
2003 年	361 度成立	2003 年在福建成立，品牌名源于“多一度热爱”
2009 年	港股上市	361 度在港交所正式挂牌上市，代码为 01361.HK
2009 年	童装成立	打造专业儿童运动品牌
2012 年	发行美元债	发行 1.5 亿美元的可转换债券，年利率 4.5 厘
2014 年	国际业务部成立	在中国台湾建立研发中心，开拓国际市场
2014 年	发行票据	发行 15 亿元人民币优先无抵押票据，票据年息 7.5 厘，于 2017 年 9 月 12 日到期
2015 年	成立国际电商公司	在厦门成立国际电子商务公司
2016 年	发行美元债券	发行 4 亿美元 7.25% 的五年期债券
2016 年	赎回票据	全额赎回 15 亿元人民币优先无抵押票据
2017 年	减持	大股东减持，以每股 3.75 港元（较上交易日收盘价折让 14%）配售合共 1.5 亿股股份
2021 年	偿付美元债券	全额偿付 2021 年 6 月到期的 4 亿美元债券

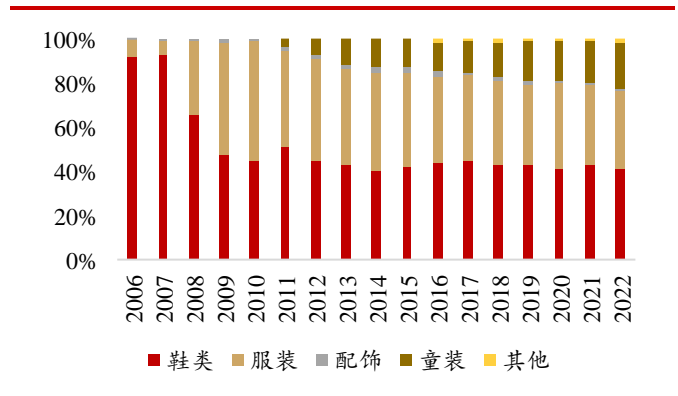
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 2006-2022 分品类营收（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

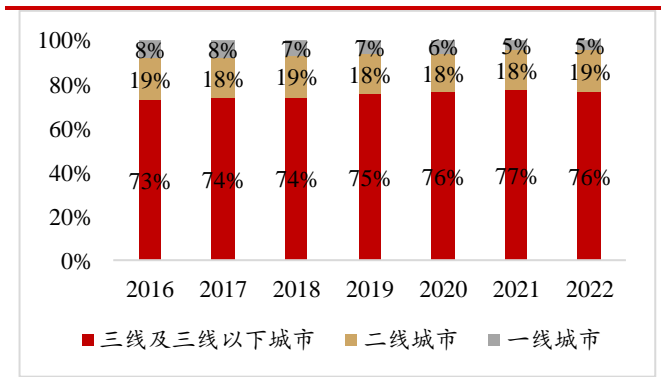
图 10 2006-2020 分品类营收占比（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

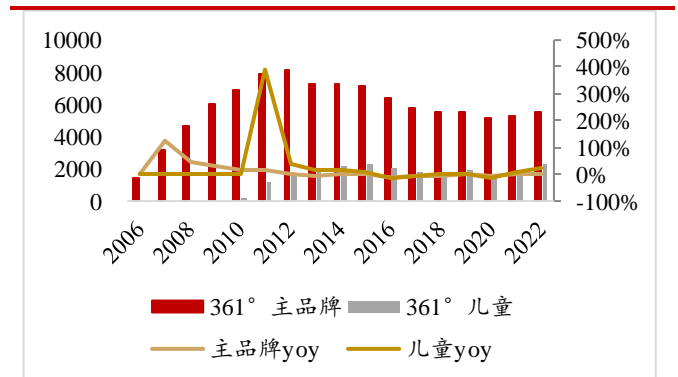
2022 年主品牌门店共有 5480 家，其中一/二/三线及以下城市占比分别为 5%/19%/76%；童装品牌门店共有 2288 家，其中一/二/三线及以下城市占比分别为 6%/24%/70%。我们分析，公司自 2013 年开始明显缩减主品牌门店数量。未来，公司将继续优化渠道结构：1) 关闭较小门店以精简零售门店；2) 在购物中心及百货商场等渠道开设规模更大的门店；3) 升级门店形象，开设九代店。根据公司 22 年报，361 度九代店占比已经接近一半，公司渠道改革初显成效。

图 11 主品牌门店分布情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 主品牌及 361° 儿童门店规模 (家)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 资本市场表现：21 年还清美金债、信用评级提升，22 年进入沪港通，带动估值修复

2009 年港股上市至今（截止 2023 年 7 月 18 日），公司股价累计上涨 3%，同期恒生指数上涨 10.6%。2023 年 7 月 18 日公司市值 83 亿港元，累计分红金额 31.71 亿港元，分红率 26.09%。14 年公司发行 15 亿元债券，在 16 年赎回；16 年 5 月发行 4 亿美元 7.25% 的五年期债券，高负债引发市场担忧。公司 21 年 6 月将 4 亿美金债全部还清，惠誉提升公司信用评级从“B”上调至“B+”，公司估值逐步恢复。

回顾公司历史股价表现，我们分为 5 个阶段

(1) 2009 年 6 月-2010 年 12 月：公司上市之初，受益于运动行业热潮，公司收入伴随着门店与店效提升高增长，市盈率在 11-16XPE 区间，股价最高为 4.85 港元（2010 年 10 月 4 日），对应 PE 为 16 倍。

(2) 2010 年 12 月-2013 年 8 月：运动行业整体供大于求，面临高库存危机，公司店数与店效减少，同时订货会和同店数据均出现不同程度的下滑，导致公司经营业绩下滑，市盈率下滑至 3-5XPE 区间，股价最低下滑至 1.15 港元（2012 年 8 月 1 日），最低点对应 PE 为 2.7XPE。

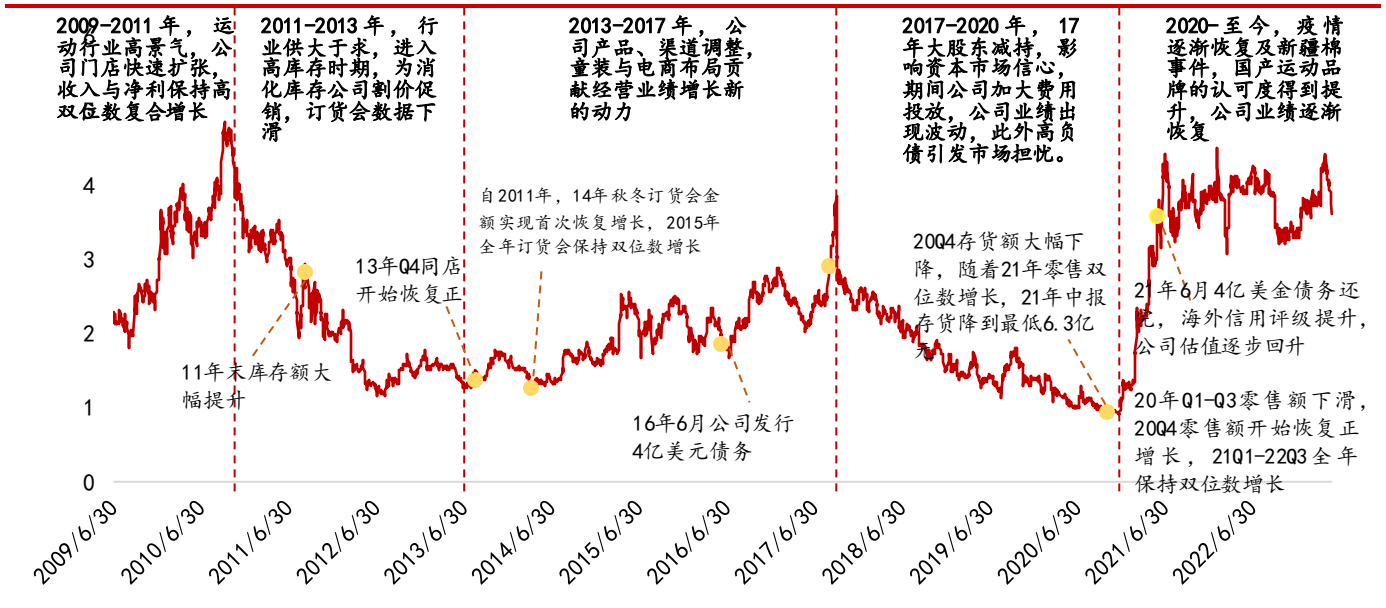
(3) 2013 年 8 月-2017 年 9 月：公司产品、渠道的调整效果显现，童装与电商布局对公司业绩的增长贡献新的动力。14 年秋冬订货会首次恢复正增长，2015 年全年订货会数据均保持双位数增长，带动公司业绩提升（2015 年净利润同比增长 30%），股价持续增高，此轮股价最高为 3.85 港元（2017 年 9 月 27 日），最高点对应的市盈率 18XPE。

(4) 2017 年 9 月-2020 年 12 月：17 年大股东减持，同时公司更换会计师事务所，引发市场担忧。2020 年受疫情影响业绩下滑，市盈率降低至 4-11XPE，此轮股价最低下降至 0.91 港元（2020 年 12 月 16 日），对应 PE 为 4.6X。

(5) 2020 年 12 月-至今：随着疫情恢复以及新疆棉事件，消费者更认可国产运动品牌，公司抓住国潮机遇，21Q1-22Q3 零售数据均保持双位数增长。此外，电商渠道在 2021-2022 全年保持高双位数增长，股价逐步恢复，PE 在 8-12X。公司 21 年 6 月将 4 亿美金债全部还完，还完美元债后公司资产负债表上负债较低，惠誉提升公司信用评级从“B”上调至“B+”，公司估值逐步恢复。2022 年 9 月公司被纳入深港通

及 2023 年 3 月公司被纳入沪港通，有利于提高公司股票交易流动性。此轮股价最高为 4.5 港元（2022 年 1 月 31 日）对应 PE 为 16XPE。

图 13 上市至今股价走势（前复权）



资料来源：wind，公司年报，公司公告，华西证券研究所

图 14 361 度 PEBANDS 走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.3. 股权结构：股权集中于丁氏家族，持股 48.99%

丁氏家族是公司的主要股东，持股比例高达 48.99%。截至 2022 年底，创始人丁建通的女婿丁伍号持有公司股权的比例为 17.03%，创始人的儿子丁辉煌和丁辉荣分别持股 16.29%和 15.67%。核心管理层在运动服饰行业的从业经验超过 20 年。

股东丁氏国际、铭榕国际、辉荣国际、佳伟国际、佳琛国际及建通投资于 2017 年 9 月 27 日公告拟以每股 3.75 港元配售 1.5 亿股 361 度持有股份，相当于已发行股份总数的 7.25%，配售完成后上述股东所持股份比例将从 73%下降至 65%。

2019年5月23-24日，丁伍号先生通过丁氏国际以平均每股1.33及1.36港元收购269万股股份，支付总金额为370万港元，增持后丁氏国际持股占总股本比例为16.58%。2019年5月27日，丁伍号先生通过丁氏国际以平均每股1.38港元收购42.8万股股份，支付总金额为60万港元，增持后丁先生持股占总股本比例为16.60%。2019年5月28日，丁伍号先生通过丁氏国际以平均每股1.45港元收购78.8万股股份，支付总金额为120万港元，增持后丁氏国际持股占总股本比例为16.64%。2019年5月29日，丁伍号先生通过丁氏国际以平均每股1.48港元收购128万股股份，支付总金额为190万港元，增持后丁氏国际持股占总股本比例为16.70%。

表2 公司主要高管简介

成员	职位	履历信息
丁伍号	总裁	主要负责本集团的整体策略、规划及业务发展。彼于中国的运动服饰行业拥有逾20年的经验。
李苑辉	首席财务官、公司秘书	负责本集团的整体财务管理及公司秘书工作。李先生于企业融资、会计、审计、企业行政及业务发展方面拥有逾30年的经验。
丁辉荣	副总裁	彼主要负责本公司的财务管理及基础设施建设管理，更具体的是负责本集团在五里工业园的新生产设施及仓库的施工。彼于财务管理方面拥有逾20年的经验。
王加碧	副总裁	彼主要负责人力资源及对外公共关系。王先生于中国的运动服饰行业拥有逾20年的经验。
陈永灵	副总裁	于二零零五年加入本集团及为本集团的董事副总裁。彼主要负责本集团的策略计划及资本运营业务。
詹潇潇	部门副总裁	主要负责本集团的投资者关系工作。彼于二零一五年十月加入本集团。詹女士之前在投资银行、传播顾问以及中国香港上市公司工作，于企业财务、投资者关系、企业管治以及管理方面拥有逾15年的经验。
耿华杰	部门总经理	本集团童装业务总经理，主要负责本集团童装业务之日常经营运作。彼于二零一六年五月加入本集团，于品牌、销售、商品运营及业务管理方面拥有逾15年的经验。
金艳丽	部门总经理	担任海外事业中心的总经理。彼主要负责品牌在海外市场的渠道发展、品牌建设以及运营管理工作。彼于二零二一年六月开始兼任美国分公司总经理。
董辉	部门总经理	担任信息管理中心总经理职务，主要负责集团信息化管理有关工作。董先生为信息管理专业研究生，拥有近二十年企业信息化、数字化工作经验。
王新宇	部门总经理	目前担任本集团电子商务管理中心总经理职务，全面负责本集团线上电子商务业务有关工作。
郑业欣	部门总经理	彼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。彼于品牌策略、营销推广及创意管理方面拥有逾20年的经验。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 2022 年 361° 股权结构

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
丁氏国际有限公司	34006.6	16.45%
铭榕国际有限公司	32762.4	15.85%
辉荣国际有限公司	32406.6	15.67%
佳伟国际有限公司	16878.5	8.16%
佳琛国际有限公司	16878.5	8.16%
丁伍号 (公司总裁)	1196.2	0.58%
丁辉煌 (执行董事及主席)	918.9	0.44%
其他	71022	34.69%
合计	206070	100%

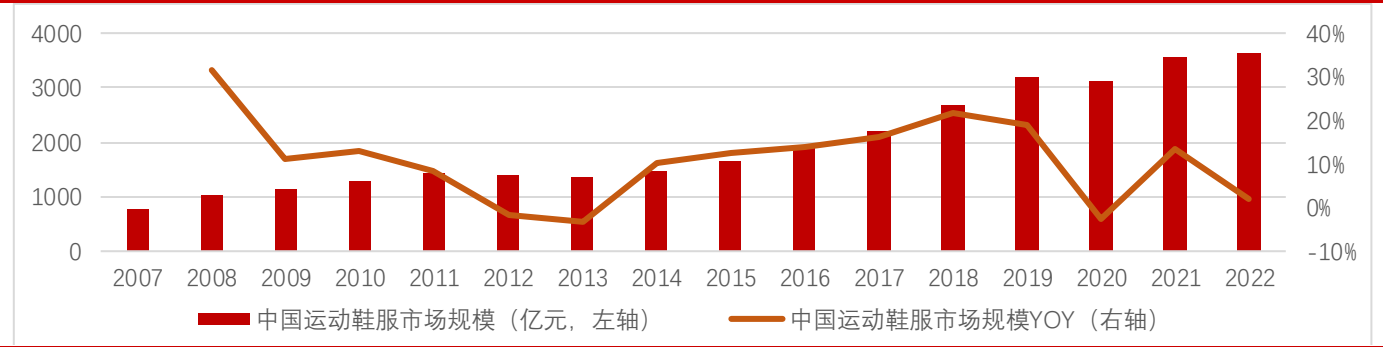
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 行业分析：短期去库存，长期渗透率提升、竞争格局改善仍有空间

### 2.1. 行业规模：预计 2027 年运动服饰行业市场容量将达到 6252 亿元，CAGR 为 10%

根据欧睿数据，2022 年国内运动服饰行业市场规模为 3626.8 亿元，同比增长 2.2%、较 2019 年增长 13%；行业主要经历了 3 个阶段：(1) 2007-2011 年：奥运前后的跑马圈地阶段，增速 CAGR 为 12%；(2) 2012-2014 年：行业去库存调整期，CAGR 仅为 3%；(3) 2015-至今：国内马拉松等运动带动运动渗透率提升，叠加 2021 年新疆棉事件后国潮崛起，2015-22 年 CAGR 为 12%。其中，2015-2019 年是国内高端消费的旺盛期，消费者更加偏好国际品牌：2015-2019 年 Nike 和 Adidas 在中国区的收入复合增长都达到了 20%，Air Jordan 和 Yeezy 的爆火也带动了消费者对 Nike 和 Adidas 的购买热情。2021 年 3 月新疆棉事件爆发后，消费者对国产品牌的偏好大幅提升。展望国内运动鞋服行业的长期空间，我们分析：(1) 假设适龄人口、渗透率、客单价的提升，2027 年市场容量有望达到 6252 亿元；(2) 对标美国市场来看，2022 年美国运动鞋服市场为 1458.7 亿美元、接近 10470 亿元。

图 15 国内运动服饰市场规模/亿元



资料来源：欧睿，华西证券研究所

从人均年运动服饰消费额来看，中国对标日本和美国仍有较大的成长的空间。根据欧睿数据，中国的人均年运动服饰消费额从 2011 年的 16.4 美元增长到 2022 年的 38.3 美元；但是对标美国 2022 年人均 437.9 美元，日本 2022 年人均 84.0 美元，美国的人均年运动服饰消费额是中国的 11.4 倍，日本的人均年运动服饰消费额是中国的 2.2 倍，仍有较大的成长空间。

表 4 中国、日本、美国人均年运动服饰消费额/美元

人均消费	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国	16.4	16.3	16	17.7	19.5	20.7	23.5	29	33	32.1	40.4	38.3
yoy		-1%	-2%	11%	10%	6%	14%	23%	14%	-3%	26%	-5%
日本	117.4	120.5	103.5	100.1	91.6	105.4	105	109.1	114	97.7	100.1	84
yoy		3%	-14%	-3%	-8%	15%	0%	4%	4%	-14%	2%	-16%
美国	236.9	251.5	268.8	285.6	303.6	317.7	333.8	361.2	382	321.1	413.1	437.9
yoy		6%	7%	6%	6%	5%	5%	8%	6%	-16%	29%	6%

资料来源：欧睿，华西证券研究所

从运动服饰市场近年来的增速来看，中国运动服饰市场增速仍处于成长期，增速远超日本和美国。根据欧睿数据，中国运动服饰市场规模从 2011 年的 197.5 亿美元，增长到 2022 年的 505.2 亿美元，CAGR 为 9%。美国的运动服饰市场规模从 2011 年的 738.7 亿美元增长到 2022 年的 1458.7 亿美元，CAGR 为 6%。可以看到，即使美国的大众服饰行业进入了成熟期，运动服饰的细分赛道仍能保持高成长性。随着运动休闲风在欧美的流行，美国近年来的运动服饰行业呈现加速增长，2022 年美国运动服饰市场规模为 1458.7 亿美元，同比增长 5%，与 2019 年相比增长 16%，已经恢复到疫情前的增速水准，运动服饰行业在疫情中呈现出较高的韧性。



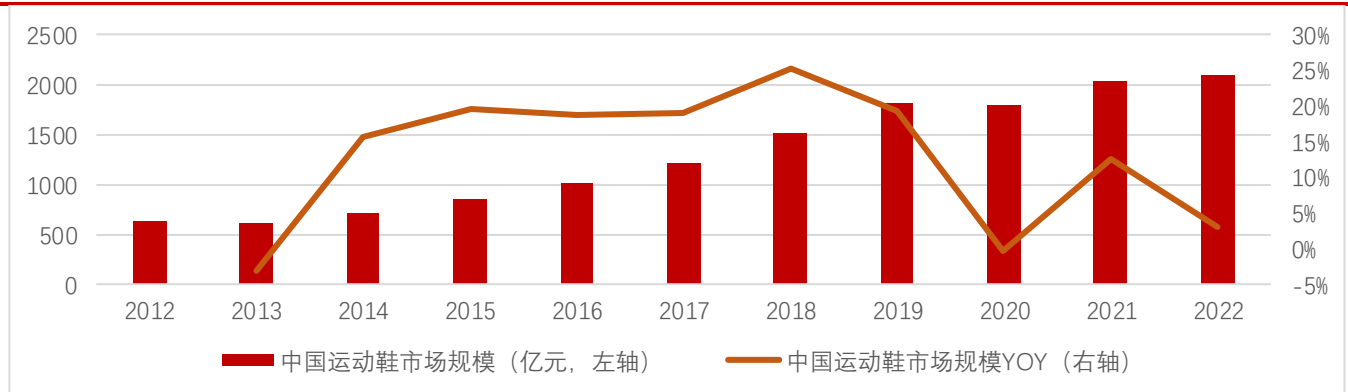
表 5 中国运动服饰市场仍处于成长阶段，增速领先于美国和日本（亿美元）

市场规模	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国	197.5	193.9	187.6	206.6	232.5	265.3	308.6	374.8	445.7	435.0	494.4	505.2
yoy		-1.8%	-3.3%	10.1%	12.5%	14.1%	16.3%	21.5%	18.9%	-2.4%	13.7%	2.2%
日本	85.0	87.1	91.3	95.7	100.1	103.4	106.1	108.4	111.7	93.4	96.4	97.0
yoy		2.4%	4.9%	4.8%	4.6%	3.3%	2.7%	2.1%	3.0%	-16.3%	3.2%	0.6%
美国	738.7	790.6	851.3	911.4	976.7	1030.1	1089.9	1186.4	1261.1	1064.5	1388.3	1458.7
yoy		7.0%	7.7%	7.1%	7.2%	5.5%	5.8%	8.9%	6.3%	-15.6%	30.4%	5.1%

资料来源：欧睿，华西证券研究所，注：截止至 2023/7/21，1 人民币 ≈ 0.1393 美元，1 日元 ≈ 0.0071 美元

拆分具体的细分赛道，我们认为运动鞋细分赛道属于运动服饰行业中的好赛道。根据欧睿数据，从运动鞋的市场规模来看，中国运动鞋的市场规模从 2012 年的 639 亿元增长到 2022 年的 2084 亿元，CAGR 为 13%，属于长期高成长赛道。

图 16 运动鞋市场规模/亿元

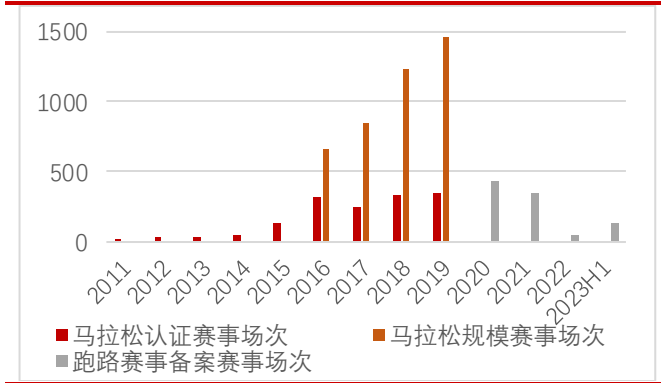


资料来源：欧睿，华西证券研究所

跑步赛事在国内广为流行，带动大众对专业跑鞋的关注度。中国田协发布的《2019 年中国马拉松蓝皮书》显示，2019 年全国马拉松相关赛事已从 2011 年 22 场增长为 2019 年 1828 场，田协认证赛事数量从 2018 年 339 场增加为 2019 年 357 场。从参赛人次来看，马拉松的参赛选手从 2017 年的 498 万人次增长至 2019 年的 712.56 万人次。受疫情影响，众多马拉松赛事停止举办。根据《2023 中国田径协会路跑工作报告》2020-22 年我国共举办 848 场备案路跑赛事，参赛人数合计 298 万人次，同时 2020-22 年“跑遍中国”线上系列赛共举办 736 场，参与人数达 155 万人次。2023H1 赛事合计备案 133 场，相较 2022 年线下赛事逐步恢复。

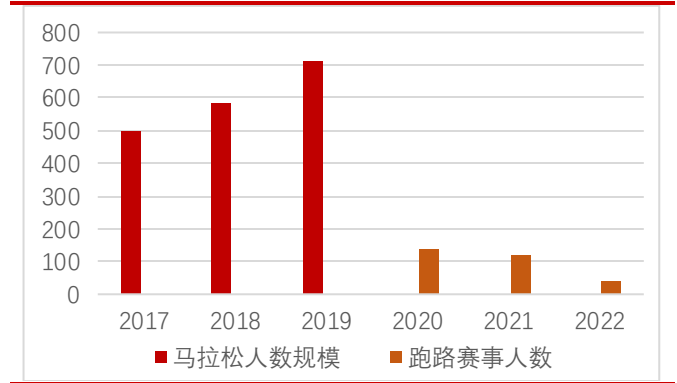


图 17 国内马拉松/路跑赛事场次



资料来源：中国田径协会，华西证券研究所

图 18 马拉松/路跑赛事参赛规模/万人



资料来源：中国田径协会，华西证券研究所

## 2.2. 竞争格局：国产品牌的份额持续提升

从国内运动品牌的竞争格局来看，主要分为两个阶段：

**(1) 2013-2018 年：外资品牌占优，国产品牌处于调整期。**根据欧睿数据，从公司市占率来看，Nike 和 Adidas 长期占据榜首，Nike 市占率从 2013 年的 14% 提升至 2018 年的 18.7%，Adidas 市占率从 2013 年的 15% 提升至 2018 年的 19.2%。2018 年，Nike 和 Adidas 的市占率之和 CR2 为 38%，也是历史的最高点。而国产品牌在这一时期遭遇库存危机，2012-2014 年主要处理渠道库存，导致新品供应比例不足。而 2015-2018 年，国产品牌主要是深耕品牌力和产品力，属于品牌的转型升级期。

**(2) 2019-至今：国货崛起，外资品牌市占率逐渐下滑。**从 2019 年开始，以李宁、安踏、特步为代表的国产品牌崛起，李宁市占率从 2018 年的 6% 提升至 2022 年的 9.4%，安踏集团的市占率从 2018 年的 12.8% 提升至 2022 年的 18.2%，2018-2022 年 361 度市占率整体持平。国货品牌市占率之和从 2018 年的 26.6% 提升至 2022 年的 35.6%，这一方面由于国内品牌加强了大单品研发，另一方面则由于新疆棉事件后消费者对国际品牌的偏好降低。

表 6 国内运动服饰市场竞争格局

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nike	14.0%	14.3%	15.5%	16.9%	18.1%	18.7%	18.8%	20.0%	19.1%	20.6%
Adidas	15.0%	14.8%	16.1%	16.1%	18.3%	19.2%	18.8%	17.1%	14.6%	11.2%
安踏（含 Fila）	7.4%	8.6%	10.4%	10.4%	12.8%	12.8%	14.6%	15.2%	16.2%	18.2%
李宁	6.6%	6.9%	6.6%	6.6%	6.0%	6.0%	6.5%	6.8%	8.2%	9.4%
斯凯奇	0.6%	0.7%	2.1%	3.5%	4.6%	5.8%	6.1%	6.3%	6.3%	6.0%
特步	6.6%	6.6%	5.6%	5.6%	4.7%	4.7%	4.8%	4.6%	4.8%	5.0%
361 度	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	3.1%	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%	3.0%
New balance	2.6%	3.6%	3.9%	4.0%	3.3%	2.6%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
Converse	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	1.8%	1.6%
Air Jordan	0.90%	1.20%	1.40%	1.60%	1.70%	1.80%	1.90%	2%	2.10%	2.1%

外资占比	35.5%	37.0%	41.4%	44.4%	48.3%	50.2%	49.8%	49.6%	45.9%	43.5%
国货占比	24.9%	26.4%	26.8%	26.8%	26.6%	26.6%	28.8%	29.3%	31.8%	35.6%
CR10	60.4%	63.4%	68.2%	71.2%	74.9%	76.8%	78.6%	78.9%	77.7%	79.1%

资料来源：欧睿，华西证券研究所

拆分运动鞋的销量来看，运动鞋的集中度要高于运动服饰。根据下表的运动鞋市场规模测算，2021年国内运动鞋市场规模为2044亿元，国内一年运动鞋的销量约为5.4亿双。根据Nike的大中华区财报和产品均价情况，假设Nike的均价为700元，则Nike国内一年的销量约为7000万双，销量维度的市占率约为13%。以此类推，假设361度的均价为200元，那么其一年销量为2400万双（22年销量为2378.7万双），销量维度的市占率为4.4%。

从运动鞋的市场份额来看，运动鞋细分赛道的集中度要略高于运动服饰行业，外资品牌份额普遍回落，国产品牌在运动鞋领域的优势更加明显。以Adidas为例，2018年Adidas在运动鞋市场的份额最高点为17.5%，随着Adidas产品研发陷入停滞，以及新疆棉事件的驱动影响，导致Adidas份额大幅下滑至2022年的11.2%。同时期，李宁在运动鞋市场的份额从2018年的5.9%提升至9.4%。考虑到361度品牌的转型升级期晚于李宁，随着361度飞燃系列的成功打造，我们认为361度跑鞋的品质能够比肩国际品牌。现在正处于361度品牌势能的上升期，预计361度的品牌份额会持续提升。

表7 运动鞋市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国人口总数	14.08	14.11	14.12	14.1	14.08	14.06	14.04	14.02	14
城镇人口总数	8.83	9.02	9.14	9.26	9.39	9.52	9.65	9.77	9.90
城镇化率	62.7%	63.9%	64.7%	65.7%	66.7%	67.7%	68.7%	69.7%	70.7%
15-64岁城镇人口	6.07	6.19	6.25	6.32	6.39	6.45	6.52	6.59	6.65
15-64岁人口占比	68.8%	68.6%	68.4%	68.2%	68.0%	67.8%	67.6%	67.4%	67.2%
运动鞋渗透率	70%	71%	72%	73%	74%	75%	76%	77%	78%
渗透率 pct		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
人均每年购买运动鞋/双	1.1	1.05	1.15	1.2	1.25	1.3	1.35	1.4	1.45
yoy		-5%	10%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
运动鞋年消费/亿双	4.7	4.6	5.2	5.5	5.9	6.3	6.7	7.1	7.5
yoy		-1%	12%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
运动鞋平均单价/元	350	364	379	394	409	426	443	461	479
yoy		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
运动鞋市场规模（亿元）	1637	1678	1959	2179	2419	2679	2963	3270	3603
yoy		3%	17%	11%	11%	11%	11%	10%	10%

资料来源：欧睿，国家统计局，华西证券研究所

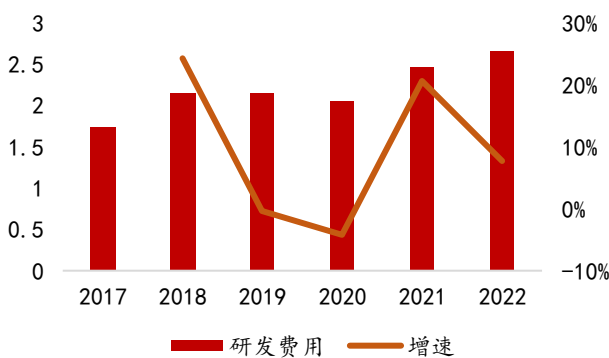
### 3. 公司优势

### 3.1. 产品端：打造“专业+潮流”全方位产品矩阵

361 度品牌以专业运动与运动潮流为发展战略，主打跑步、篮球、综训及运动生活等核心产品。(1) 专业性方面，一是加大研发投入，提升产品专业功能属性；二是完善专业产品矩阵，跑鞋由专业竞速到初阶入门全覆盖，篮球鞋细分锋线线与后卫线，强化品牌专业运动属性。(2) 运动潮流方面，相继与著名潮玩 FATKO、三体、乐事、三星堆等推出 IP 联名产品，不断尝试创新性拓展。

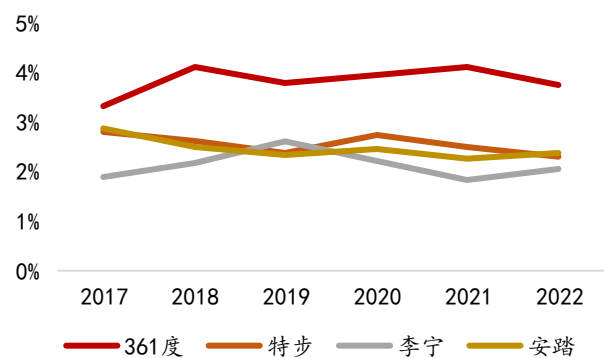
**持续加大研发投入，核心科技助力专业功能提升。**2017 年 361 度研创中心正式对外发布，致力于为消费者提供科技与设计兼备的高性价比运动装备。2017 年开始加大研发费用投入以打造专业产品矩阵，由 2017 年的 1.73 亿元上升至 2022 年的 2.66 亿元，CAGR 为 8.94%，研发费用率维持在 4% 左右，同行业处于较高水平。

图 19 361 度研发费用（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 同行研发费用率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**核心科技：在长期研发投入支出（研发费用率保持在 4% 左右）和国际线研发团队的基础上，公司成功推出以 PEBA 材料科技为核心的中底技术 QU!KFLAME。**通过复盘公司的研发建设，公司 2014 年开拓国际市场时，在中国台湾地区开设 361 度国际线总部，通过聘请前亚瑟士研发专家和制鞋大厂宝成研发团队，公司成功推出各个跑鞋中底科技，具备国际领先的研发能力。随着中底科技成为运动品牌竞争的焦点时，公司通过厚积薄发的研发实力，成功推出应用 PEBA 超临界珠粒发泡的 QU!KFLAME，并应用在旗舰跑鞋飞飏和飞燃系列，大幅提升了产品力，广受消费者的认可。

**品牌从 2012 年起积极拓展国际业务，国际研发团队给公司积淀了研发基础。**公司开展海外业务，国际市场中取得亮眼成绩，同时由于国际产品技术要求更高，助力公司核心科技不断迭代创新，国内产品依托海外技术回补，具有一定优势。目前，公司应用在旗舰跑鞋上的中底技术 QU! KFLAME，与国产头部品牌李宁的䨻（高配）轻弹科技、安踏的 NITROSPEED 氮科技、特步 X-DYNAMIC FOAM PB（动力巢 PB）从材料与性能方面相差无几，且依托公司性价比优势，根据天猫官方店数据，在专业竞速跑鞋方面，相较于友商，公司销量处于较高水平。

表 8 各品牌中底科技

品牌	中底技术	材料	性能
361 度	QU!KFLAME	Peba 材料	超临界物理发泡，轻量软弹，回弹率 75%，能量反馈率 88%

李宁	䨻轻弹技术	Pebax 材料	材料经过超临界珠粒发泡而成，鞋底重量降低 50%，能量反馈 80%+
安踏	NITROSPEED 氮科技	Peba 材料	0.09g/cm 的 PEBA 泡棉密度，86.8% 的能量回归率
特步	动力巢 PB	Peba 材料	经超临界发泡技术而成，回弹性能 +15%，回弹率为 75%+

资料来源：天猫旗舰店，搜狐，知乎，华西证券研究所

表 9 各品牌跑鞋销量

品类	品牌	产品	天猫官方旗舰店月销量
竞速跑鞋	361 度	飞燃 2.5	4000+
		飞燃 PB	1000+
	李宁	飞电 3 challenger	3000+
		飞电 3 ULTRA	100+
	安踏	马赫 3、pro	1500+
		创跑 3 代	1000+
	特步	160X 3.0	1000+
		160X 3.0 pro	1000+
慢跑跑鞋	361 度	飞翼 2.0 pro	1000+
		爆沫 SE	2000+
	李宁	超轻 20	10000+
	安踏	氢跑 5 代	1000+
		氢跑 GZ	2000+
	特步	减震旋 9.0	1000+
		动力巢	8000+

资料来源：天猫官方旗舰店，华西证券研究所，截取 2023 年 7 月 18 日数据

图 21 QUIKFLAME 中底科技应用



资料来源：天猫官方旗舰店，华西证券研究所

图 22 飞燃系列升级迭代到飞燃 2.5



资料来源：天猫官方旗舰店，华西证券研究所

跑鞋方面，361 度飞燃和飞燃系列成功出圈，大幅提升品牌力。跑鞋产品运用核心技术，初阶入门类包含 E 韧、E 韧 TR、飞翼 PRO2.0；进阶突破包含飞燃 ET、碳速 CQT、燃速；专业竞速包括飞燃 2、飞燃、飞燃系列，能够运用在不同的生活场景下，满足日常运动到专业赛事不同消费者的跑步需求。飞燃、飞燃系列跑鞋在专业赛事中的着装率飙升，根据泉州文化产业网，2022 横店马拉松、2023 永川马拉松，品牌代言人李子成、跑步代言人李波在碳板竞速跑鞋飞燃的助力下斩获冠军。从淘宝销量来看，飞燃和飞燃系列的定价远高于其他系列，其中飞燃系列平均定价 600 元以上、合计月销量保持在 4000 双以上，飞燃系列平均定价 400 元以上、合计月销量保持在 4000 双以上。可以看出，在强产品力的基础之上，飞燃和飞燃系列虽然定价很高，但是仍然保持了较高的销量。



图 23 361 跑鞋矩阵



资料来源：公司官网，华西证券研究所

篮球鞋方面，AG和BIG3系列成功出圈，助力年轻消费群体圈层突破。(1) 产品上发挥研创实力，丰富专业篮球鞋产品矩阵，推出锋线及后卫线专属产品，其中实战锋线包括AG系列；全能后卫包括DVD1、BIG3。(2) 不断丰富篮球资源阵容，签约国际篮球巨星阿隆·戈登、斯宾瑟·丁威迪，以及国内篮球巨星可兰白克·马坎。2023年，361度品牌代言人阿隆戈登身穿361度的“禅5”获得NBA总冠军，实现361度品牌在国际赛场的持续曝光。品牌代言人斯宾瑟·丁威迪穿着Big3 3.0篮球鞋于国际赛场表现出众，年内推出的丁威迪专属签名篮球鞋DVD1获市场追捧，可以看出在强产品力的基础之上，361度的BIG3和AG系列保持高单价、高销量，有利于品牌力和产品力的长期提升。

图 24 361 度篮球鞋矩阵



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 25 丁威迪专属签名篮球鞋 DVD1



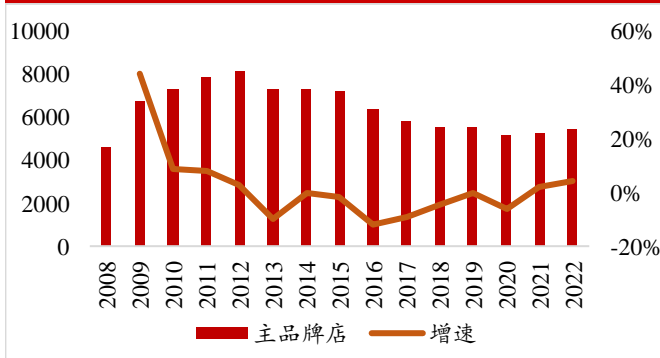
资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.2. 渠道端：线下店铺升级提效，线上特有专供业绩亮眼

21年主品牌店铺恢复净增，店铺持续升级，9代店占比快速提升。自2012年经历行业去库存危机以来，2020年达到开店低点（5165家），21与22年线下主品牌门店分

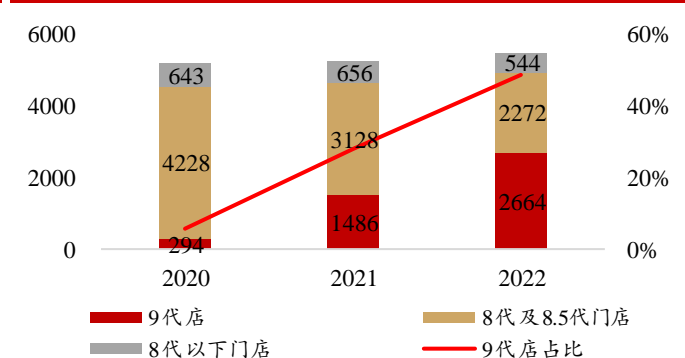
别净增 105/210 家，预计 23 年新增 100 家以上。自 20 年以来，主品牌店铺迅速升级，公司持续提高门店质量，截止至 2022 年底，9 代店数量为 2664 家，占总店数 48.6%，较 2020 年（294 家，占比 5.7%）店数/占总店比重增加 806%/42.9PCT。

图 26 主品牌门店数量及增速 (个, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 主品牌门店类型数量及九代占比 (家, %)



资料来源：公司官网，华西证券研究所

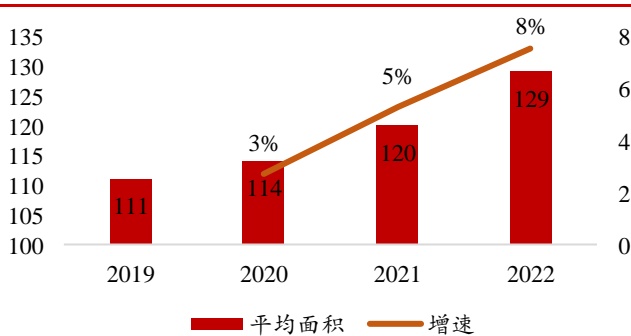
图 28 361 度第 9 代门店



资料来源：公司官网，华西证券研究所

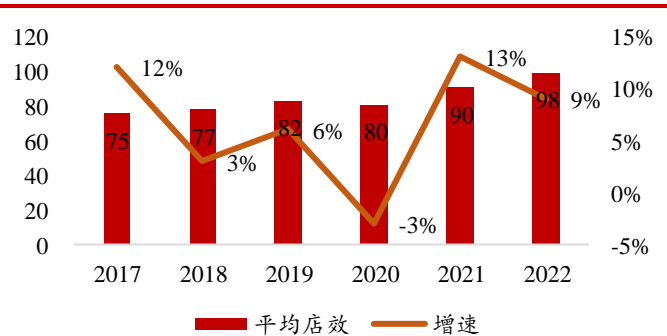
**升级店辅助力提升店效。**公司积极采取店铺升级模式，自 2020 年 9 代店铺推出以来，公司积极鼓励经销商加速改造升级门店。截至 2022 年九代店的占比达到 48.6%，平均门店面积由 2019 年的 111 平提升至 2022 年的 129 平，平均单店提货额由 2019 年 82 万元上升至 2022 年的 98 万元。

图 29 店铺平均面积及增速 (平方米, %)



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 30 单店平均提货额及增速 (万元, %)



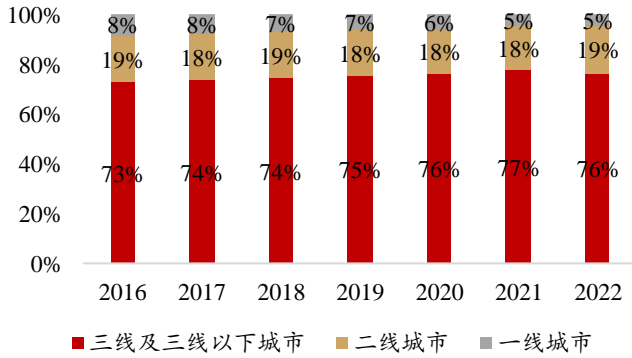
资料来源：公司公告，华西证券研究所

门店主要布局在低线城市，疫情后，三线城市增长需求潜力巨大。公司主品牌门



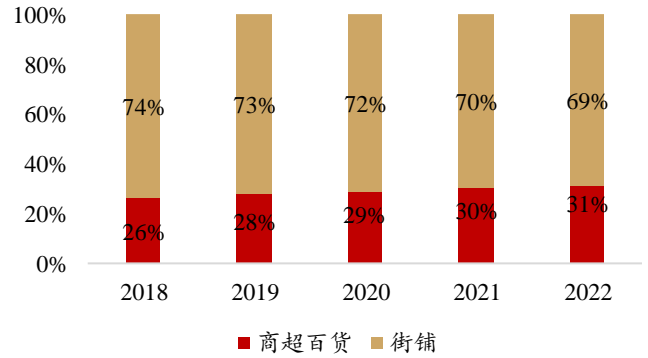
店主要分布在下沉市场，凭借高性价比优势迅速渗透低线城市市场，2022年三线及以下城市门店占比为76%。此外公司顺应消费者消费习惯场所的转移，逐渐加大在商场的布局，截止至2022年，商超百货的店铺占比为31%，较18年上升5PCT，公司渠道升级初显成效。我们分析，随着疫情后消费者健康意识的逐渐提升，相较于一、二线城市，低线城市消费者迎来运动健康需求的显著增长。

图 31 主品牌门店分布情况 (%)



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 32 门店区位分布占比 (%)

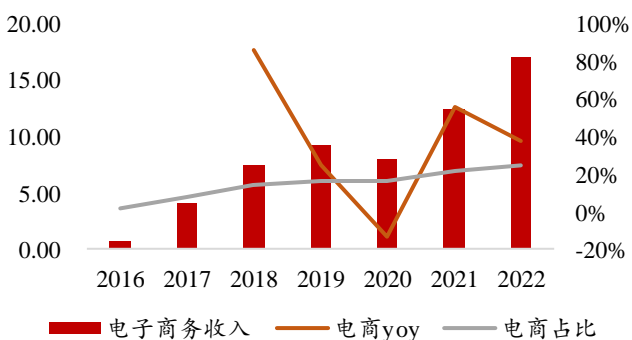


资料来源：公司官网，华西证券研究所

**优化线上运营策略，线上业务规模快速发展。**16年公司收购电商公司将分销模式转为自营、开始贡献收入，相较于其他公司主要通过线上渠道消化库存，公司采用线上提供专供产品的方式，优化货品结构，在线提供高功能、高颜值、高个性的丰富产品，公司线上增长亮眼。2022年电商收入为16.85亿元，同比增长37%，占总营收比重为24.2%，上升3.5PCT，其中22年线上专供产品比率为82%，同比提高5.6PCT。

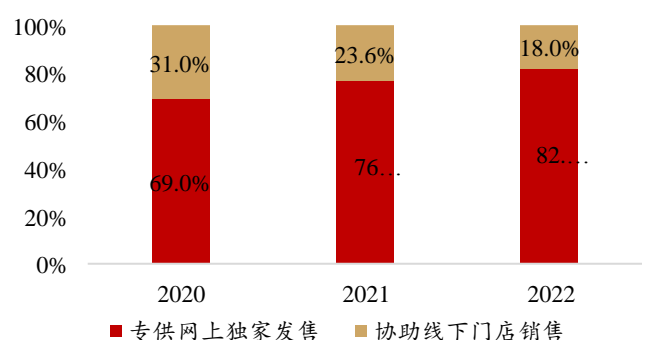
此外，公司优化运营效率，通过自主开发微信小程序（有颜有度）、智慧零售系统、完善会员管理制度并扩大会员规模等等方式增强线上线下良性互动，精准营销，充分调动引流工具进行消费转化，引领销售实现新一轮增长。分电商平台来看，目前公司线上销售主要以天猫为主，2022年天猫/京东/唯品会销售占比分别为37.8%/6.7%/7.3%。

图 33 电商业务收入及占比 (亿元, %)



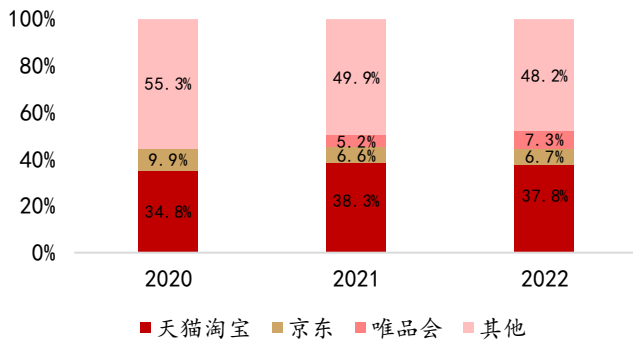
资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 34 电商业务产品结构情况 (%)



资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 35 电商业务分渠道营收占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 自主小程序有颜有度



资料来源：小程序，华西证券研究所

### 3.3. 营销端：赞助体育赛事+签约运动员和明星

赞助重大体育赛事+合作国家队及职业体育队，提升品牌专业影响力与认可度。

(1) 公司多次赞助大型体育赛事，包括大型综合性运动会、铁人三项赛事、路跑赛事等。2010-2022年，公司连续4次赞助亚运会，在赞助亚运会期间，公司为志愿者提供品牌专用制服，并推出亚运会系列产品。在支持亚运等重大体育赛事中，品牌影响力与价值得到提升。(2) 此外，公司还与国家队及职业体育队合作，主要合作对象有国家游泳队、国家铁人三项队、国家跳绳队等，凭借运动员在其领域的影响力及赛场上亮眼的表现强化品牌专业性。

图 37 杭州亚运会体育服



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 38 杭州亚运会薪火系列



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 10 公司合作的部分国际队及职业体育队

2020	2021	2022
中国国家游泳队	中国国家自行车队	国家跳绳队
中国国家花样游泳队	中国国家铁人三项队	天津市游泳队
中国国家跳台滑雪队	中国国家女子水球队	广东省游泳队
中国国家自行车队	职业拳手训练及经纪团队 M23 战队	职业拳手训练及经纪团队 M23 战队
中国国家自由式滑雪 U 型场地队		蒙古代表团

中国香港女子排球队	塔吉克斯坦代表团
中国国家手球队	土库曼斯坦代表团
中国国家垒球女队	
中国国家曲棍球队	
中国澳门体育代表团	
中国国家自由式滑雪障碍追逐队	
职业拳手训练及经纪团队 M23 战队	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

与知名 IP 联名+创办自有 IP 赛事，将品牌传播与消费者喜好相结合，精准把握消费势能。根据公司年报，2022 年公司相继推出三体、KAKAO FRIENDS、乐事、三星堆等 13 项联名产品，并取得强劲销售表现。2022 年联名系列产品收入达到整体收入的 5%。此外，公司创办自有跑步赛事“三号赛道”及自有篮球赛事“触地即燃”，2022 年“三号赛道”赛事遍及 20 余城市，线下参与者超 2 万人次。自由 IP 赛事精准定位相关运动人群，实现品牌推广、产品营销、会员服务、社群建设等多元成效，提升品牌用户信任及粘性。

图 39 三体联名产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 40 KAKAO FRIENDS 联名产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 41 三号赛道赛事



图 42 触地即燃赛事





资料来源：公司官网，华西证券研究所

资料来源：公司官网，华西证券研究所

签约顶级运动员及演艺名人代言，以专业碰撞潮流，实现对年轻圈层突破。根据公司年报，2022年公司签约代言人25位，其中演艺明星包括青年演员龚俊、王安宇；篮球巨星包括阿隆·戈登、斯宾瑟·丁威迪等；中国马拉松大满贯、亚洲马拉松大满贯双料冠军李子成等。品牌联手高人气青年演员、运动偶像，借助优质偶像的影响力，深入年轻人群的文化圈层聚焦年轻人生活，与年轻一代消费者达成更好地精神共鸣与品牌认同，助力公司营收的提升。

图 43 361 签约代言人



资料来源：公司官网，公司年报，华西证券研究所

## 4. 成长驱动

### 4.1. 店效具备提升空间：“ASP+销量+升级店铺”驱动

随着大单品系列出圈，品牌势能有望持续提升，带动全渠道销售提升。以跑鞋产品为例，361度主流慢跑单价集中在200-400价格区间，旗舰产品竞速跑鞋飞燃、飞燃系列定位高端，中底采用QU! FLAME科技，回弹率65%+，相较于主流产品，单价提升一倍多，仍受到广大消费者追捧，淘宝旗舰店月销4000+，位列天猫专业马拉松跑鞋热销第2名。我们分析，目前361度成人单店终端店效在200-250万元左右，相较竞争对手Nike、李宁等公司仍有较大的差距。公司以核心科技对产品赋能，通过飞燃系列量价齐升的旗舰单品，整体品牌力得到提升，有利于带动品牌全渠道销售提升。

表 11 各品牌竞速跑鞋中底科技

品牌	中底技术	材料	性能
361度	QU!KFLAME	PEBA 材料	超临界物理发泡，轻量软弹，回弹率65%+
李宁	䨻轻弹技术	PEBA 材料	材料经过超临界珠粒发泡而成，鞋底重量降低50%，能量反馈80%+
安踏	NITROSPEED 氮科技	PEBA 材料	0.09g/cm的PEBA泡棉密度，86.8%的能量回归率

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

特步

动力巢 PB

PEBA 材料

经超临界发泡技术而成，回弹性能 +15%，回弹率为 75%+

资料来源：公司官网，华西证券研究所

相较于竞争对手科技赋能提价方式，361 度竞速与主流慢跑产品价格仍存在上升空间。性能方面：李宁的䨻轻弹技术、安踏的 NITROSPEED 氮科技、特步的 Dynamic Foam 动力巢二代与 361 度的 QUIFLAME 科技，回弹率与能量反馈率等性能数据接近。而 361 度竞速跑鞋飞燃、飞燃系列售价在 799-899 元，李宁竞速跑鞋飞电 3 ULTRA 高达 2000 元以上，特步 160X 系列与安踏 C202GT 系列也在 999-1299 元之间；李宁主流慢跑系列多集中在 500-600 元之间，特步也主要集中在 400 元左右，而 361 度主要集中在 200-400 元之间，361 度产品仍与竞争对手存在较大价差，一方面，我们认为，361 度与 Nike、李宁等品牌错位竞争，主打 300 元价位的市场，有望凭借高性价比的产品力，占领市场份额；另一方面，随着 361 度核心科技的不断迭代，品牌力提升，我们分析 361 度产品价格仍存在上升空间。

表 12 各品牌跑鞋价位

品牌	361 度	李宁	安踏	特步
竞速系列	飞燃、飞燃系列 (799-899)	飞电 3 ULTRA (2299)	C202GT pro (1299)	160X 系列 (999-1299)
慢跑系列	飞翼系列 (200-400)	超轻 19、20 (598)	马赫 2.0 (400-599)	减震旋系列 (300-699)
	E 韧系列 (199-359)	赤兔 5、6pro (439-599)	氮跑系列 (300-399)	动力巢系列 (300-400)
	碳素 CQT (300-500)		创跑系列 (300-500)	

资料来源：天猫旗舰店，华西证券研究所，选取 7 月 27 日的天猫旗舰店数据

深耕跑步与篮球，创办自有 IP 赛事，将品牌传播与消费者喜好相结合，精准把握消费势能。公司深耕跑步及篮球领域，创办自有跑步赛事“三号赛道”及自有篮球赛事“触地即燃”，2022 年“三号赛道”赛事遍及 20 余城市，线下参与者约 2 万人次，线上社群互动超 4 万人次。“触地即燃”赛事遍及国内 35 个城市，举办超过 1,200 场比赛，聚集超过 750 支国内草根球队，参赛球员约 4,000 人次，现场观赛人数超 50 万人次，线上社群互动超过 5 万人次。自由 IP 赛事精准定位相关运动人群，实现品牌推广、产品营销、会员服务、社群建设等多元成效，提升品牌用户信任及粘性，进而助力品牌销量。在马拉松大满贯冠军代言人李子成的影响下，361 度系列跑鞋在马拉松专业爱好者的影响力逐年提升。我们分析，随着马拉松赛事的逐渐流行，361 度系列跑鞋有助于凭借飞燃和飞燃系列提升品牌影响力，实现破圈。

运营方面，“关小店，开大店”策略，扩大 9 代店数量，升级门店形象，提升门店店效。2022 年 361 度主品牌店数为 5480 家，净增 210 家，其中 9 代店为 2664 家，同比增长 20.4%。9 代店形象结合轻量装潢，在提升门店形象的同时降低装修成本，有效提高店铺收益。目前 361 度全部门店平均店铺面积为 129 平方米，占比 48.6%，相较

于李宁八代店占比 60%、全部门店平均店铺面积为 230 平方米，361 度全新带店铺升级及平均门店提升仍有较大上涨空间。此外 361 度门店主要布局在下沉市场，且随着消费者习惯的转移，逐渐增加商场、购物中心门店占比。

公司智慧零售系统落地线下门店，通过大数据分析助力店效提升。361 度智慧零售系统落地门店数量占比稳步提升，该系统能够即使捕捉消费者数据，借助用户数据，对产品设计研发、定价策略及销售策略即使反馈。同时完善店铺会员制度，针对目标客群提供丰富且更具吸引力的会员权益，增强消费粘性，助力店效提升。

## 4.2. 童装：跳绳鞋出圈，覆盖儿童全年龄段

公司 2009 年布局童装，定位专业运动童装+科技优势+童趣时尚，2022 年童装收入为 14.42 亿元，同比增长 30%，童装毛利率维持在 40%左右，与主品牌基本持平。

根据欧睿数据，目前 361 度童装在所有品牌童装的占比处于第 15 名。2022 年 CR3/CR5 集中度分别为 10.5%/13.2%，其中巴拉巴拉（森马）的市场占有率为 6.8%，361 度儿童市占率仅有 0.4%。相较于美国与日本童装市场，2022 年美国 CR5 集中度为 24.3%，日本为 34.2%，我国童装品牌集中度具有较大发展空间。

相较同行来说，361 童装的优势在于：（1）巴拉巴拉主要以服装为主，安踏、361 度还会做很多童鞋；（2）结合校园体育考试分数提升需求，公司推出结合羚羊仿生学设计的“闪羚”系列跳绳鞋，并在 2022 年赞助国家跳绳队，成为国家跳绳队官方合作伙伴，目前已形成专业足球、跳绳、竞速跑等校园运动产品矩阵，年内先后推出迅弹跑鞋 3.0、擎空篮球鞋、闪羚跳绳鞋 2.0 等；（3）公司覆盖儿童全年龄段，即幼童、小童、中童到青少年；（4）公司对足球也做了很多投放，与北京国安青少俱乐部、山东鲁能等青少年俱乐部展开赞助合作。

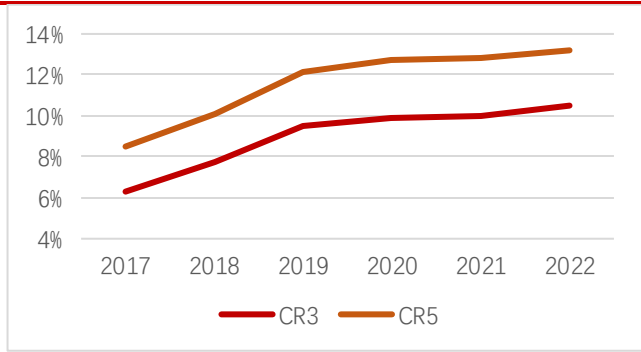
表 13 我国童装市场前 20 品牌及占有率 (%)

品牌	2018	2019	2020	2021	2022
巴拉巴拉	5.9	7.3	7.3	6.9	6.8
安踏儿童	1.2	1.3	1.4	1.7	2.1
FILA 儿童	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6
优衣库	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
阿迪达斯	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3
耐克	0.6	0.6	0.8	0.7	0.8
Pepco	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
太平鸟儿童	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
迪士尼	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
Zara	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
特步	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6

Annil	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5
Paw in Paw	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
361 度	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Pencil Club	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
Dadida	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
李宁	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Teenie Weenie	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
斯凯奇	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Moncler	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3

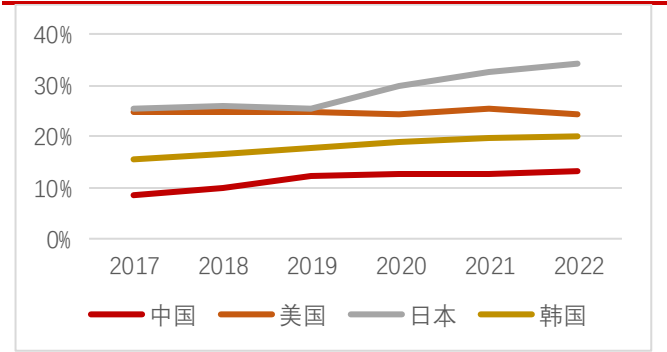
资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 44 我国童装 CR3/CR5 (%)



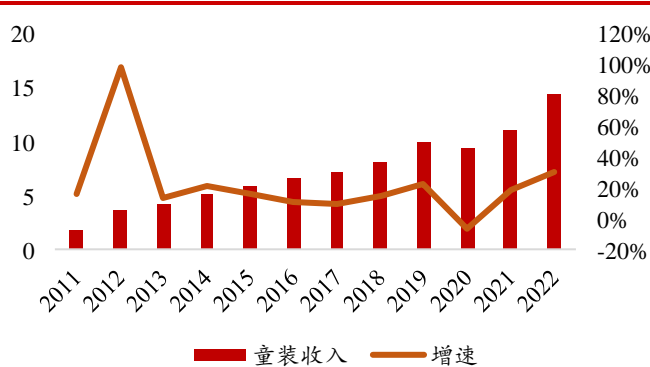
资料来源：欧睿 华西证券研究所

图 45 国内外童装市场 CR5 (%)



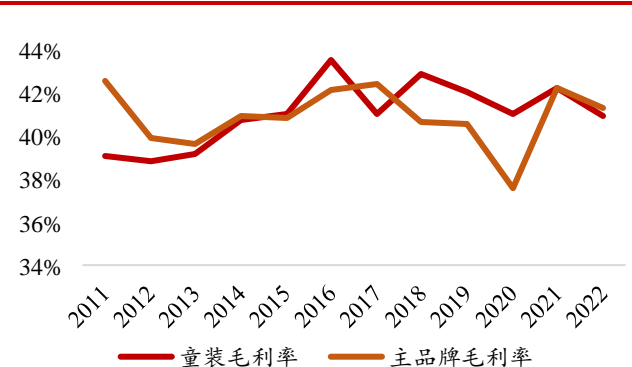
资料来源：欧睿 华西证券研究所

图 46 童装营收及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 47 童装及主品牌毛利率 (%)



资料来源：公司公告 华西证券研究所

**以科技打造竞争优势，同时兼具童趣时尚。** (1) 361 度等运动品牌依托主品牌产品技术，以科技打造竞争优势，不断进行科技创新迭代，“弹力簧”、“风透”、“易去污”等能够助力不同场景下运动需求。(2) 童趣时尚方面，与敦煌、小怪兽、米菲、三丽鸥、NONO PANDA、KAKAO FRIENDS 等 IP 达成跨界合作，携手「中国航天·太空创



想」开创首家航天主题门店，持续推出包括火箭鞋、云朵鞋、坦克鞋等在内的体现出众童趣设计的爆款产品。

图 48 闪羚跳绳鞋 2.0



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 49 核心城市举办跳绳大赛



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 50 风透科技/弹力簧科技



资料来源：天猫官方旗舰店，华西证券研究所

图 51 吸湿速干科技/防蚊科技



资料来源：天猫官方旗舰店，华西证券研究所

图 52 童趣联名产品

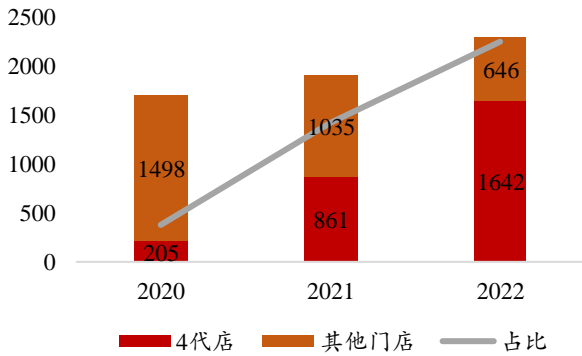


资料来源：公司官网，华西证券研究所

童装净开店数高于主品牌，4代店占比稳步提升，助力店效增长。2022年品牌童装店数为2288家，同比增加21%，净开店数量为392家高于主品牌净开店数（主品牌净开210家）。2022年门店三线及以下城市占比为70.3%。截至2022年，4代店数量为1642家，占比为71.8%，相较于2020年占比提升59.8PCT，随着门店升级改造，店效

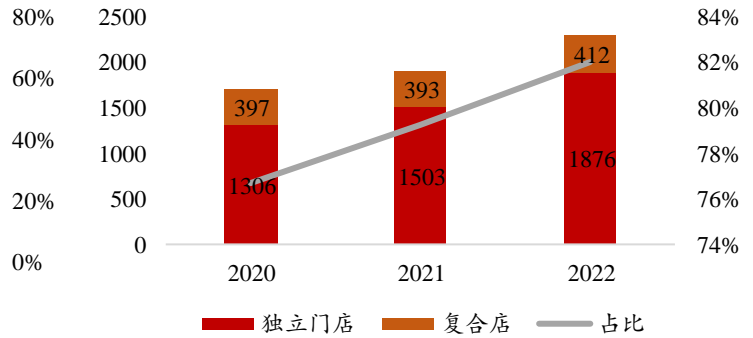
也由 2020 年的 55 万元增长至 2022 年的 63 万元，未来店效还具有一定上升空间。

图 53 4 代店数量及占比（个，%）



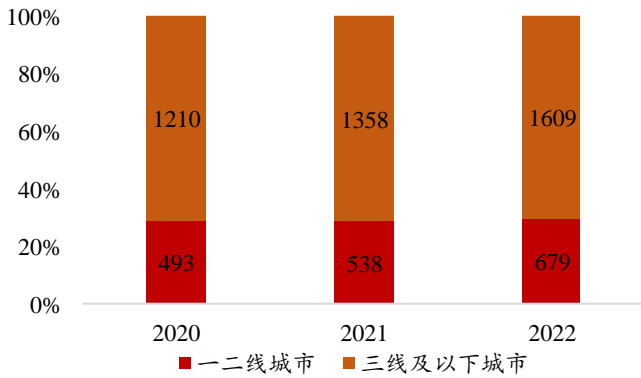
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 54 独立门店及占比（个，%）



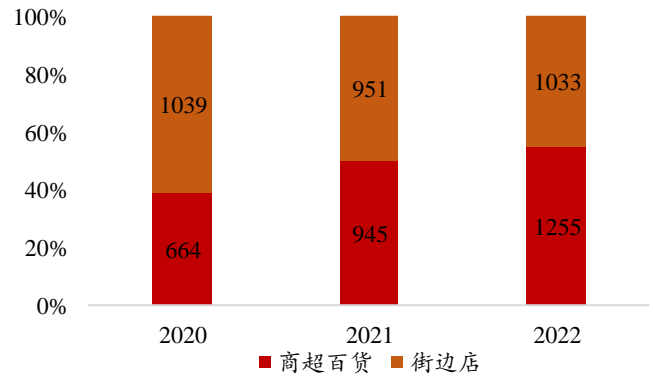
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 55 童店分城市数量（个）



资料来源：公司公告，公司年报，华西证券研究所

图 56 童店渠道结构（个）



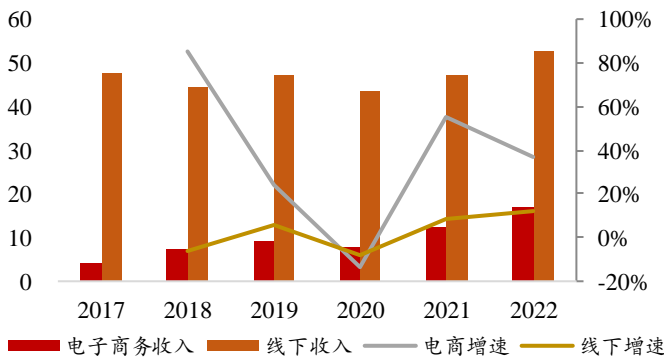
资料来源：公司公告，公司年报，华西证券研究所

### 4.3. 布局新零售，线上增速保持在 30% 以上

根据公司 2023 年第二季度运营概要公告，23Q2 电商整体流水维持 30% 增速，受益于 O2O 定位和 NBA 产品带动，我们预计未来线上渠道占比有望提升到 30% 以上。公司采取线上独家发售专供产品方式，相较于协助线下门店清理库存，显然更具专业与潮流的线上专攻产品更受欢迎，根据年报，2022 年网上独家发售产品占比 82%，同比上升 5.6PCT。

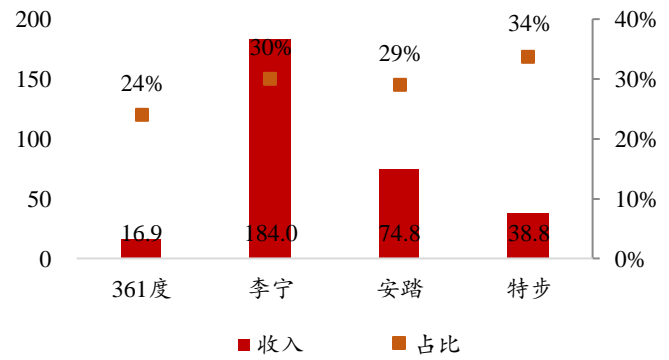
此外，公司现已形成在天猫等主流平台每日常态化的直播模块、有效提升了直播引流效能，多平台发展并行，2022 年天猫淘宝/京东/唯品会/其他平台收入占电商收入的比重分别为 37.8%/6.7%/7.3%/48.2%。

图 57 线上线下收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 58 2022 年各品牌线上收入及占比



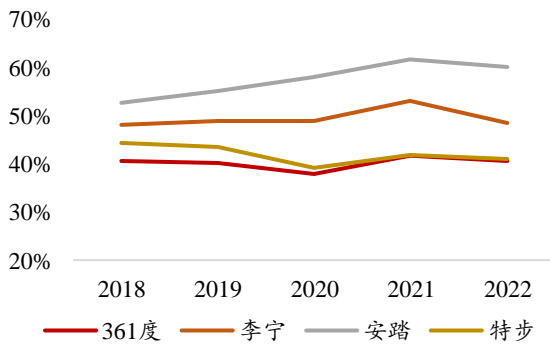
资料来源：公司公告 华西证券研究所

21 年以来，公司线上更多结合新零售方式，助力线上营收增长：（1）IP 联名线上首发，吸引年轻消费者。IP 联名线上首发增加了产品的曝光度并成功引起话题传播，收获原 IP 圈层粉丝的同时，迅速提升品牌话题度、产品热度。（2）多渠道引流：充分利用拼多多、抖音、小红书等新型平台与消费者互动，21 年公司自主开发的小程序“有颜有度”正式上线，并可直接引流至微商城平台，推动转化销售。（3）不断完善私域社群运营方式，提升用户粘性。公司在微商城形成千店千面、24 小时不打烊的线上消费体验，进而推动私域社群流量增长，同时持续推进线上数字化转型，以大数据为依托，精准进行产品企划及市场营销，激活线上会员的活力、提高用户粘性。

#### 4.4. 毛利率具有较大提升空间

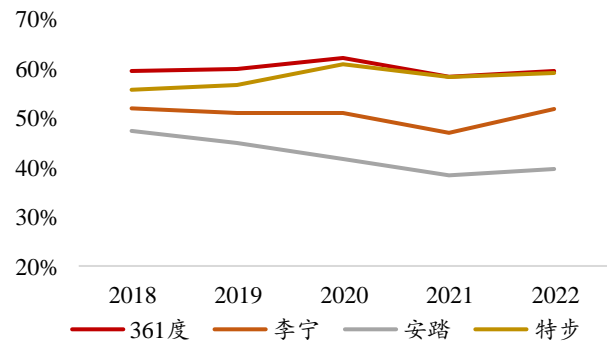
产品均价较低，同时批发价折扣较低，我们分析公司产品定价有较大提升空间，有利于提升毛利率。2018-2022 年 361 度毛利率在 38-42% 之间，相较于安踏、李宁等处于较低水平。（1）361 度采用全经销模式，批发折扣略低于同行业，主要是保障加盟商的利益，促进公司和加盟商长期共同健康发展。（2）从定价角度来说，361 度的鞋类产品均价在 300 元左右，服饰产品均价在 200 元左右，相比 Nike（500-1000 元）、李宁（400-800 元）等较大的价格差距，我们分析，随着大单品持续出圈，产品力的提升有望带动 361 度品牌力的提升，从而提升产品的定价。另一方面，随着运动品牌的竞争逐渐聚焦在中底技术等属性，361 度长期深耕中底科技技术，通过科技属性赋能大单品运动鞋，从而能够给产品带来溢价，提升新品的定价水平，从而提升公司整体的毛利率。

图 59 各品牌毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 60 各品牌销售成本率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 关键假设

#### 收入端：

**(1)361度成人：**预计 23/24/25 年新开 110/112/114 家，单店提货额增长 8%/7%、6%，我们预计 23-25 年成人线下收入分别为 43.24/47.19/51.02 亿元，同比增长 10%/9%/8%；成人线上收入分别为 17.25/21.57/26.31 亿元，同比增长 28%/25%/22%；国际线收入分别为 1.43/1.60/1.76 亿元，同比增长 15%/12%/10%。

**(2)361度童装品牌：**361度儿童品牌仍处于成长期，我们预计儿童品牌 23-25 年收入为 16.98/19.64/22.34 亿元，同比增长 18%/16%/14%。

**毛利率：**目前公司终端折扣率在 7-7.1 折，同比 22Q2 的 65 折-7 折有明显恢复，但对比疫情前 75 折仍有差距。相较同行竞争对手，随着 361 度产品定价提升和成本优化，我们预计毛利率将保持稳中有升，预计 2023-2025 年毛利率为 41.2%/41.4%/41.6%。

表 14 收入拆分和预测表

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	59.33	69.61	80.30	91.57	103.16
yoy		17%	15%	14%	13%
净利润	6.02	7.47	8.67	10.07	11.55
yoy		24%	16%	16%	15%
净利率	10.1%	10.7%	10.80%	11.0%	11.2%
1.361度成人收入	47.48	53.97	61.92	70.35	79.09
yoy		14%	15%	14%	12%
361度成人占比	80.0%	77.5%	77.1%	76.8%	76.7%

1) 线上收入	9.82	13.48	17.25	21.57	26.31
yoy		37%	28%	25%	22%
2) 线下收入	36.77	39.25	43.24	47.19	51.02
yoy		6.8%	10.2%	9.1%	8.1%
店数	5270	5480	5590	5701	5815
yoy		4.0%	2%	2%	2%
店效	69.8	71.6	77.35	82.77	87.73
yoy		3%	8%	7%	6%
3) 国际线收入	0.90	1.24	1.43	1.60	1.76
yoy		38%	15%	12%	10%
2.361 度儿童收入	11.07	14.42	16.98	19.64	22.34
yoy		30%	18%	16%	14%
1) 线上收入	2.45	3.37	4.45	5.56	6.67
yoy		37%	32%	25%	20%
2) 线下收入	8.62	11.05	12.53	14.08	15.67
yoy		28.2%	13.4%	12.4%	11.3%
线下占比	77.8%	76.6%	73.8%	71.7%	70.1%
店数	1896	2288	2402	2523	2649
yoy		21%	5%	5%	5%
店效	45.4	48.3	52.2	55.8	59.2
yoy		6.3%	8%	7%	6%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5.2. 相对估值

我们选取同行业中的李宁、安踏体育、特步国际作为可比公司，根据 wind 的一致预期，可比公司 2023 年 PE 估值为 19.74 倍。我们认为，随着 361 度品牌力和产品单价保持稳步提升，公司盈利能力有望修复；361 度儿童仍处于成长期，随着儿童门店店效稳步增长，儿童业务预计能贡献利润增量。因此，在主品牌收入稳定增长、盈利能力持续提升、儿童品牌贡献第二增长曲线的判断下，我们预计公司的估值仍有进一步提升的空间。



表 15 可比公司估值

		EPS			PE		
公司	证券代码	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
李宁	2331.HK	1.86	2.25	2.67	20.53	16.97	14.28
安踏体育	2020.HK	3.34	4.03	4.72	21.94	18.18	15.52
特步国际	1368.HK	0.44	0.54	0.66	16.76	13.51	11.07
平均值					19.74	16.22	13.62

资料来源：wind，华西证券研究所注：数据截止 2023 年 7 月 18 日

### 5.3. 投资建议

预计公司 23-25 年营业收入预测 80.30/91.57/103.16 亿元，同比增长 15.36%/14.03%/12.66%；23-25 年归母净利预测 8.61/9.94/11.48 亿元，同比增长 15.30%/15.38%/15.47%。23-25 年 EPS 预测为 0.42/0.48/0.56 元，看好 361 度的品牌力和产品力持续提升、店效有望进一步提升，同时童装品牌和电商贡献第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 6. 风险提示

疫情发展的不确定性；开店不及预期；渠道库存处理不及预期；系统性风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7084.56	8030.03	9156.50	10316.15	净利润	747.12	861.45	993.97	1147.69
YoY (%)	17.61%	13.35%	14.03%	12.66%	折旧和摊销	68.58	20.00	20.00	20.00
营业成本	4140.18	4721.66	5365.71	6024.63	营运资金变动	-620.22	-207.24	-561.87	-251.47
营业税金及附加					经营活动现金流	380.34	571.21	360.64	838.13
销售费用	1433.25	1204.50	1373.47	1526.79	资本开支	-30.96	20.00	20.00	20.00
管理费用	541.39	562.10	640.95	722.13	投资	0.00	-100.00	-100.00	-100.00
财务费用	-73.51	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流	85.09	107.90	107.90	107.90
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	84.45	-5.00	-5.00	-5.00
营业利润					筹资活动现金流	59.43	-15.00	-15.00	-15.00
营业外收支					现金净流量	521.43	664.11	453.54	931.02
利润总额	1064.74	1232.04	1421.58	1641.43	<b>主要财务指标</b>				
所得税	247.96	295.69	341.18	393.94	<b>成长能力</b>				
净利润	816.78	936.35	1080.40	1247.49	营业收入增长率	17.31%	15.36%	14.03%	12.66%
归属于母公司净利润	747.12	861.45	993.97	1147.69	净利润增长率	24.17%	15.30%	15.38%	15.47%
YoY (%)	24.17%	15.30%	15.38%	15.47%	<b>盈利能力</b>				
每股收益 (元)	0.36	0.42	0.48	0.56	毛利率	40.52%	41.20%	41.40%	41.60%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	10.73%	10.73%	10.86%	11.13%
货币资金	3860.44	4504.55	4938.09	5849.11	总资产收益率 ROA	6.01%	6.29%	6.51%	6.81%
预付款项					净资产收益率 ROE	9.41%	9.78%	10.14%	10.48%
存货	1182.46	1178.37	1504.48	1507.84	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	24.14	24.09	27.47	30.95	流动比率	3.88	3.85	3.75	3.80
流动资产合计	11283.76	12472.25	13951.71	15469.50	速动比率	3.47	3.48	3.34	3.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.33	1.39	1.33	1.44
固定资产	772.59	752.59	732.59	712.59	资产负债率	24.27%	24.45%	25.09%	24.79%
无形资产	0.53	0.53	0.53	0.53	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1152.13	1232.13	1312.13	1392.13	总资产周转率	0.59	0.61	0.63	0.64
资产合计	12435.90	13704.39	15263.84	16861.63	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	192.28	187.28	182.28	177.28	每股收益	0.36	0.42	0.48	0.56
应付账款及票据	1502.66	1645.11	1932.03	2084.39	每股净资产	3.84	4.26	4.74	5.29
其他流动负债	824.43	963.60	1098.78	1237.94	每股经营现金流	0.18	0.27	0.16	0.40
流动负债合计	2905.51	3237.65	3716.70	4067.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	12.71	12.71	12.71	12.71	PE	9.22	8.98	7.78	6.74
非流动负债合计	112.71	112.71	112.71	112.71	PB	0.87	0.88	0.79	0.71
负债合计	3018.22	3350.35	3829.41	4179.71					
股本	182.30	182.30	182.30	182.30					
少数股东权益	1474.15	1549.06	1635.49	1735.29					
股东权益合计	9417.68	10354.03	11434.43	12681.92					
负债和股东权益合计	12435.90	13704.39	15263.84	16861.63					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。