

# 童装及电商维持高增，分红率 40%如期兑现

## 361 度 (1361. HK)

评级:	买入	股票代码:	1361. HK
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	5.21/3.18
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	89.74
最新收盘价(港元):	4.58	自由流通市值(亿港元)	31.13
		自由流通股数(百万)	2067.68

### 事件概述

2023 公司收入/归母净利/经营性现金流净额分别为 84.23/9.61/4.07 亿元、同比增长 21.0%/28.7%/7.22%，符合业绩预告。经营现金流增速较低，主要由于应收贸易款项同比增长 32%；归母净利增速高于收入主要由于毛利率提升以及 22 年计提 1.66 亿元应收账款减值损失（23 年拨回 0.45 亿元），剔除该影响 23 年归母净利同比增长 0.3%。23 年拟派息每股 0.204 港元（0.187 元人民币），派息比率为 40.2%、较中期分红率提升，对应股息率 4.5%，符合市场一致预期。

### 分析判断:

收入增长主要来自童装和电商贡献，主品牌开店加速、童装略有放缓。（1）分渠道看，1）23 年线下零售业务收入为 60.9 亿元，同比增长 15.4%，其中店数增长 6.6%：23 年国内共计 8279 家门店（主品牌 5734 家、儿童 2545 家），同比增长 6.6%（主品牌/儿童店数同比增长 4.6%/11.2%）。2）23 年电商业务收入 23.26 亿元，占比同比提升 1PCT 至 27.6%，同比增长 38%。（2）分品牌看，1）361 度主品牌（不包含国际线业务）收入为 63.34 亿元，同比增长 49.5%；拆分来看，其中门店数量同比扩增 4.6%（净开 254 家、高于 22 年净增 210 家，上/下半年净开 162/92 家），根据我们测算线上渠道收入同比提升 30%，线下店效同比增长 7%至 153 万元。2）儿童品牌增长 35.7%至 19.58 亿元，占比同比提升 2.5PCT 至 23.2%。拆分来看，其中门店数同比增长 11.2%（净开 257 家、低于 22 年 392 家，上/下半年净开 160/97 家），根据我们测算线上渠道收入同比提升 71%，线下店效同比增长 12%至 108 万元。3）国际业务线收入为 1.85 亿元，同比增长 49.5%，其中店数同比增长 5.7%至 1260 家。（3）分品类看，23 年鞋类/服装/配饰/儿童收入为 35.10/26.87/1.37/19.58 亿元，同比增长 22%/10%/38%/36%，平均售价分别提升 3%/0.5%/-12.4%/3.7%，销量分别提升 19%/9%/63%/31%。

净利率增幅高于毛利率增幅得益于亏损减值拨回。23 年公司净利率为 11.4%，同比提升 0.7PCT；23 年毛利率为 41.1%、同比增长 0.6PCT，净利率增幅高于毛利率增幅得益于减值亏损拨回占收入比同比提升 2.9PCT。1）23 年鞋类/361 儿童/服装/配件/其他品类（鞋底）毛利率同比提升 1.2/0.9/-1.1/-1.3/12.1PCT，其中鞋毛利率提升主要受益于产品均价提升、OEM 成本有效控制以及毛利率更高的电商收入占比提升。2）23 年销售及分销成本/行政开支/财务费用率为 22.1%/7.5%/0.2%、同比增长 1.5/-0.3/0.1PCT；其他收益/收入同比减少 1.4PCT，主要由于 23 年透过电子商务帮助销售分销商存货收取的佣金减少 38%。

存货及资金运营能力处于健康水平。23 年存货为 13.50 亿元，同比增长 14.20%，平均存货周转天数为 93、同比增加 2 天；平均营运资金周转天数为 132 天，同比增加 15 天，主要由于存货的周转周期增加、贸易应收款项及应收票据周转周期延长以及应付账款及应付票据的周转天数减少；平均应收账款周转天数为 149 天，同比增加 2 天；平均应付账款周转天数同比下降 11 天至 110 天，主要由于公司通过缩短结算周期，强化与供应商的合作关系。

### 投资建议

我们分析，（1）短期来看，消费降级趋势下 361 度受益，品牌大部分产品主打大众化路线，门店集中在三线及以下城市群；此外，2023 年公司官宣 2022 - 2023 赛季美职篮总冠军球星约基奇为全球品牌代言人，12 月约基奇首次身著战靴 “BIG3 Future” 亮相，获得了国内外媒体的曝光，进一步提升了 361° 专业篮球产品

的关注度，预计有望带动公司篮球品类销售。（2）展望 24 年：根据 23 年开店节奏，我们预计今年主品牌与童装有望各增加 100-200 家门店，且目前主品牌/童装店铺面积估计在 140/100 m<sup>2</sup>左右，均存在扩面积空间，从而同店有望增长 10%以上；（3）海外目前占比 2%，估计 24 年仍有望保持高双位数增长。维持盈利预测，预计 24/25 年收入为 100.78/116.16 亿元，新增 26 年收入预测 133.53 亿元；考虑电商占比提升可能影响净利率，下调 24-25 年归母净利 12.48/14.72 至 11.81/13.95 亿元，新增 26 年归母净利预测 16.30 亿元；对应下调 24-25 年 EPS0.60/0.71 至 0.57/0.67 元，新增 26 年 EPS 0.79 元，2024 年 3 月 13 日收盘价 4.58 港元对应 24-26 年 PE 分别为 7/6/5X（对应 1 港元=0.92 人民币），维持“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。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6960.83	8423.26	10078.00	11616.00	13352.54
YoY (%)	17.31%	21.01%	19.64%	15.26%	14.95%
归母净利润(百万元)	747.12	961.43	1180.98	1394.89	1630.13
YoY (%)	24.17%	28.68%	22.84%	18.11%	16.86%
毛利率 (%)	40.52%	41.10%	41.20%	41.40%	41.60%
每股收益 (元)	0.36	0.46	0.57	0.67	0.79
ROE (%)	0.09	0.11	0.12	0.12	0.12
市盈率	8.48	6.87	7.39	6.29	5.33

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.92 人民币

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8518.46	10078.00	11616.00	13352.54	净利润	961.43	1180.98	1394.89	1630.13
YoY (%)	20.24%	18.31%	15.26%	14.95%	折旧和摊销	75.36	20.00	20.00	20.00
营业成本	4961.10	5925.86	6806.98	7797.88	营运资金变动	-678.79	8.58	-1370.50	152.97
营业税金及附加					经营活动现金流	407.81	1086.62	-59.95	1719.21
销售费用	1862.99	1680.93	1878.07	2113.62	资本开支	-63.98	20.00	20.00	20.00
管理费用	630.03	705.46	813.12	934.68	投资	400.00	-100.00	-100.00	-100.00
财务费用	-63.41	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流	416.77	155.63	155.63	155.63
资产减值损失					股权募资	0.29	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.21	-5.00	-5.00	-5.00
营业利润					筹资活动现金流	-1079.38	-15.00	-15.00	-15.00
营业外收支					现金净流量	-263.95	1227.26	80.69	1859.85
利润总额	1363.39	1689.04	1994.98	2331.42	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	323.26	405.37	478.80	559.54	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1040.14	1283.67	1516.19	1771.88	营业收入增长率	21.01%	19.64%	15.26%	14.95%
归属于母公司净利润	961.43	1180.98	1394.89	1630.13	净利润增长率	28.68%	22.84%	18.11%	16.86%
YoY (%)	28.68%	22.84%	18.11%	16.86%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益 (元)	0.46	0.57	0.67	0.79	毛利率	41.10%	41.20%	41.40%	41.60%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	11.41%	11.72%	12.01%	12.21%
货币资金	3596.49	4823.74	4904.43	6764.28	总资产收益率 ROA	7.36%	7.61%	8.24%	8.14%
预付款项					净资产收益率 ROE	10.59%	11.51%	11.96%	12.27%
存货	1350.34	1612.59	1790.90	2108.04	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	12.42	30.23	34.85	40.06	流动比率	3.76	3.29	3.70	3.36
流动资产合计	11617.33	14010.84	15366.68	18402.56	速动比率	3.32	2.90	3.26	2.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.16	1.13	1.18	1.23
固定资产	765.18	725.18	685.18	645.18	资产负债率	25.58%	29.07%	26.05%	28.63%
无形资产	3.03	3.03	3.03	3.03	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1447.92	1507.92	1567.92	1627.92	总资产周转率	0.66	0.71	0.72	0.72
资产合计	13065.25	15518.76	16934.60	20030.48	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	47.99	42.99	37.99	32.99	每股收益	0.46	0.57	0.67	0.79
应付账款及票据	1499.34	2451.24	2086.74	3111.85	每股净资产	4.39	4.96	5.64	6.43
其他流动负债	1079.47	1209.36	1393.92	1602.30	每股经营现金流	0.20	0.53	-0.03	0.83
流动负债合计	3088.04	4257.88	4157.54	5481.53	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
长期借款	244.50	244.50	244.50	244.50	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	9.54	9.54	9.54	9.54	PE	6.87	7.39	6.29	5.33
非流动负债合计	254.04	254.04	254.04	254.04	PB	0.73	0.84	0.74	0.65
负债合计	3342.08	4511.92	4411.57	5735.57					
股本	182.31	182.31	182.31	182.31					
少数股东权益	640.80	743.50	864.79	1006.54					
股东权益合计	9723.17	11006.84	12523.03	14294.91					
负债和股东权益合计	13065.25	15518.76	16934.60	20030.48					

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。