



361 度國際有限公司(1361.HK)

25/10/2016

近季訂貨會表現理想 銷售渠道布局優化

體育用品庫存下跌，集團訂貨會表現理想—內地體育行業經歷 2013 年至 2015 年的去庫存活動、行業整合及需求增長後，體育用品分銷商庫存不斷下跌。由於庫存積壓減輕，集團於 2016 年四季及 2017 年春夏兩季訂貨會的總批發金額，皆錄得按年升幅。

授權零售商銷售理想，集團收益料繼續上揚—集團主品牌授權零售商同店銷售，由 2013 年下半年及 2014 年的低單位數按年增長，升至 2015 年及 2016 年首三季的高單位數增長；童裝方面，授權零售商同店銷售，於 2014 年第三季至 2016 年第三季期間，每一季皆錄得高單位數按年增長。

品牌定位合適，且產品不斷創新—集團以多個品牌經營，主要牌子包括 361 度運動、361 度童裝、361 度國際及 One Way 等，各品牌定位明確及具策略性；集團不斷加強產品創新及提升研發能力以達致產品差異化，於 2013 年至 2015 年一直以合理速度加大研究及開發力度，推出多項創新產品。

銷售渠道布局理想，且營運效率不斷改善—現時集團的零售政策著力於一個門店同時銷售主品牌及童裝，有利交叉銷售；集團積極開拓網上渠道，以出售網上專供品及作為分銷商在零售終端滯銷存貨的中央清貨渠道。營運方面，集團控制員工成本的能力較高，於 2013 年至 2015 年，集團員工成本佔收益比重遠低於其他內地體育用品生產商。

推廣活動提高品牌認知度，且費用控制得宜—集團今年贊助巴西奧運會，可提高品牌知名度，預期將為長遠的銷售打下基礎。近年集團廣告及推廣費用控制得宜，廣告及推廣費用佔收益的比重與同業比較並未過高。

估值—基於集團過往派息比率一直維持於約 40% 的水平，我們使用股利貼現模型(Dividend Discount Model, DDM)作估值。根據模型，361 度股份的估值為 3.25 港元，評級為中性。

投資策略

內地體育用品庫存下跌，集團分銷商加大訂貨力度，集團最近數個訂貨會皆有良好表現；品牌定位合適，且產品不斷創新，具競爭優勢；銷售渠道布局不斷優化及整合，能以較低成本銷售更多產品；亦以合理成本透過推廣活動提高品牌認知度，預期集團營業額將繼續增長，惟集團股份現價已大致反映其前景，故給予「中性」評級，目標價 3.25 元。

中性(首予評級)

目標價 3.25 元

上日收市價 3.09 元

公司簡介

集團的主要業務為於中國製造及買賣體育和兒童用品，包括鞋類、服裝及配飾。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
1361.HK	0.6	9.6	10.8
恒指	-0.7	10.8	2.1

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	1.97 元-3.20 元
市值	63 億元
已發行股數	20.7 億
自由流通股數佔比	19.8%
每股帳面淨值	3.09 元

資料來源：彭博

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2014 年	2015 年	2016 年 E	2017 年 E
收益(億元人民幣)	39.1	44.6	51.6	57.7
毛利(億元人民幣)	16.0	18.2	21.1	23.6
公司擁有人應佔溢利(億元人民幣)	4.0	5.2	5.3	6.3
每股盈利(元人民幣)	0.192	0.250	0.259	0.306
每股股息(港元)	0.099	0.125	0.122	0.143
毛利率(%)	40.9	40.9	40.9	40.9
市盈率(倍)	8.7	9.6	10.9	10.2
市賬率(倍)	0.9	1.1	1.2	1.2

Felix Ip

+852 25009222

felix_ip@chiefgroup.com.hk



目錄

1. 優勢分析

- (a) 體育用品庫存下跌，集團訂貨會表現理想.....p.3
- (b) 授權零售商銷售理想，集團收益料繼續上揚.....p.5
- (c) 品牌定位合適，且產品不斷創新.....p.6
- (d) 銷售渠道布局理想，且營運效率不斷改善.....p.7
- (e) 推廣活動提高品牌知名度，且費用控制得宜.....p.8

2. 風險分析

- (a) 分銷商庫存或再次積壓.....p.9
- (b) 奧運宣傳效能或遜於預期.....p.9
- (c) 人民幣貶值風險.....p.9

3. 估值

- (a) 估值模型.....p.10



優勢分析

體育用品庫存下跌，集團訂貨會表現理想

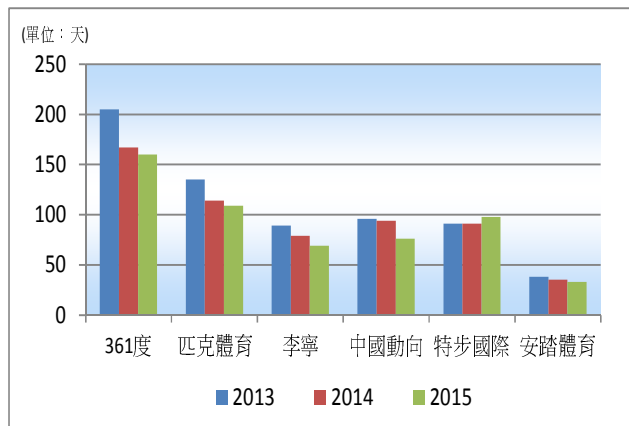
內地體育生產商經歷 2013 年至 2015 年的去庫存活動、控制生產、行業整合及需求增長後，體育用品庫存不斷下跌。

內地體育用品品牌商很大程度依賴分銷商把貨品銷售予終端客戶。體育用品品牌商把貨品銷售予分銷商後，當貨品出廠時，便會確認收入及錄得來自分銷商的應收貿易款項。分銷商透過與之合作的授權零售商把產品出售給終端客戶後，再把現金償還給生產商，因此生產商的應收貿易款項數據一定程度上反映市場上的庫存情況。

按圖表 1 所示，除了特步國際(1368.HK)，其他內地體育用品品牌商的平均應收貿易款項周轉天數於 2013 年至 2015 年期間不斷下跌，反映內地的體育用品庫存期內不斷減少。**361 度**的平均應收貿易款項周轉天數於 2013 年至 2015 年期間錄得可觀改善，由 205 天下跌至 160 天。截至 2016 年 6 月底止上半年，集團的平均應收貿易款項周轉天數與 2015 年底保持相約水平，為 163 天。雖然 **361 度**的平均應收貿易款項周轉天數較高，但原因主要為集團期內給予很多分銷商 180 天的信貸期，故即使分銷商的庫存已獲得更大幅度改善，分銷商亦未必即時還款予集團。

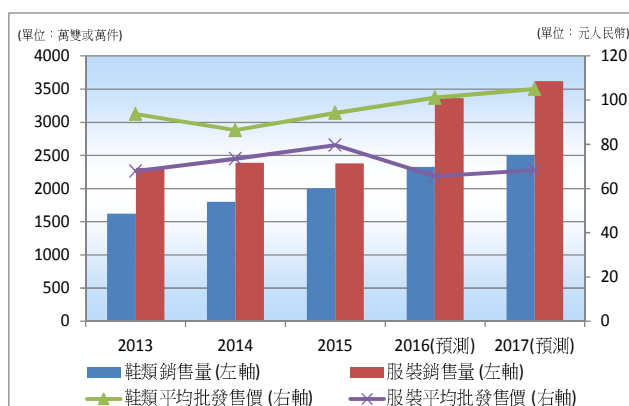
由於庫存積壓減輕，鞋類產品於 2013 年至 2015 年間的
平均批發價及批發量皆有所上揚；按圖表 2 所示，
鞋類產品銷售量由 1,623 萬雙，上升至 2,002 萬雙，
而平均銷售量則由 93.7 元人民幣，回升至 94.2 元人
民幣；預期集團鞋類銷售量於 2016 年及 2017 年將分
別達至 2,323 萬雙及 2,504 萬雙，而平均批發售價則
分別上升至 101.1 元人民幣和 105.1 元人民幣。服裝
方面，銷售量由 2013 年的 2,312 萬件，上升至 2015
年的 2,381 萬件，而平均批發售價則由 67.9 元人民
幣，上升至 79.6 元人民幣；服裝行業較鞋類行業的競
爭激烈，預期雖然集團服裝銷售量於 2016 年及 2017
年仍將分別上升至 3,365 萬件及 3,618 萬件，但是平

圖表 1：六大內地體育用品品牌商平均應收貿易款項周轉天數



資料來源：企業年報及致富集團研究部

圖表 2：集團鞋類及服裝的銷售量和平均批發價



資料來源：企業年報及致富集團研究部



均批發價卻會分別下跌至 65.6 元人民幣和 68.3 元人民幣。

細看近季表現，由於庫存積壓減輕，分銷商於集團 2016 年各季訂貨會及 2017 年春季訂貨會表現活躍。按圖表 3 所示，總批發金額方面，於 2016 年春季及夏季訂貨會，錄得約一成半的按年升幅，其後於 2016 年秋季和冬季及 2017 年春季訂貨會，則錄得按年高單位數增長。總批發量方面，2016 年各季訂貨會及 2017 年春季訂貨會按年皆有所上升。細看鞋類及服裝的訂貨會表現的話，鞋類訂貨量，於 2016 年各季及 2017 年春季訂貨會皆按年上升，而服裝訂貨量於 2016 年各季訂貨會按年亦上升，於 2017 年春季訂貨會則按年持平。售價方面，鞋類批發售價，於 2016 年各季及 2017 年春季的訂貨會皆錄得按年升幅，而服裝的批發售價於 2016 年夏季及春季的訂貨會按年錄得跌幅，其後於 2016 年冬季及 2017 年春季訂貨會止跌回升。

圖表 3：集團 2016 年各季及 2017 年春夏兩季訂貨會表現

按年增長	2016 春季	2016 夏季	2016 秋季	2016 冬季	2017 春季	2017 夏季
總批發金額	15%	15%	高單位數增長	高單位數增長	高單位數增長	高單位數增長
總批發量	上升	上升	上升	上升	上升	上升
平均總批發售價	上升	未有提供	未有提供	上升	上升	無增長
訂貨量：						
鞋類	升 12%	升 9%	上升	上升	大幅上升	輕微上升
服裝	升 7%	上升	輕微上升	輕微上升	大致持平	顯著提升
平均批發價：						
鞋類	升 6%	升 14%	上升	上升	輕微上升	無增長
服裝	升 6%	下跌	輕微下跌	輕微上升	上升	無增長

資料來源：企業年報及致富集團研究部

授權零售商銷售理想，集團收益料繼續上揚

內地消費者對體育用品的需求近年一直上升。根據歐睿國際的資料，中國體育用品行業於 2015 年的銷售總額比 2014 年增加 11.3% 至 1,650 億元人民幣，預期於 2020 年將達到 2,470 億元人民幣，預測複合年增長率為 8.0%。內地消費者對體育用品需求增長，為集團收益上升的其中一個因素。

按圖表 4 所示，集團收益於 2012 年為 49.5 億元人民幣，其後由於分銷商的存貨積壓問題嚴重，集團收益大跌至 2013 年的 35.8 億元人民幣，其後在消費者對集團產品的需求增加、行業整合及中央政策配合等因素下，分銷商的銷售情況改善，因而加大向集團訂貨的力度，帶動集團收益以複合年增長率 11.5%，上升至 2015 年的 44.6 億元人民幣。

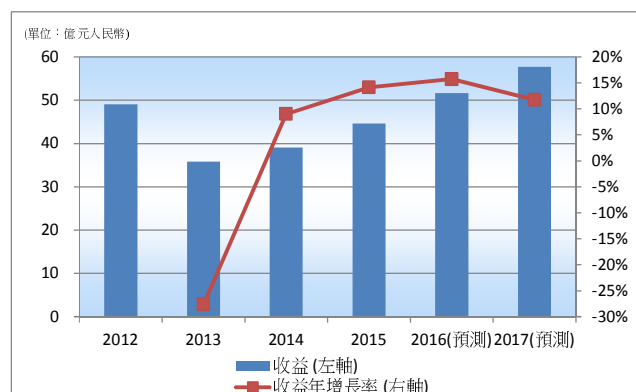
集團主品牌授權零售商的同店銷售，於 2013 年下半年重拾按年增長，由 2013 年下半年及 2014 年的低單位數增長，上升至 2015 年及 2016 年首三季的高單位數增長(按圖表 5 所示)。

另外，童裝方面，按圖表 6 所示，據灼識投資諮詢(上海)有限公司的資料，內地童裝市場零售額由 2013 年 1,133 億元人民幣，上升至 2015 年 1,571 億元人民幣，推動了期內集團分銷商的童裝銷售；灼識投資諮詢(上海)有限公司預期，到 2020 年，內地童裝衣場零售額將達 3,754 億元人民幣，有助持續推動集團的童裝收益。

集團童裝分銷商的同店銷售，於 2014 年上半年錄得低單位數按年增長，其後於 2014 年第三季至 2016 年第三季期間，每一季皆錄得高單位數的按年增長。

集團分銷商今年首三季的銷售情況良好，加上 2016 年冬季及 2017 年春夏兩季的訂貨會的批發金額錄得高單位數增長，預料集團今年的收入將繼續上揚。

圖表 4：集團收益及收益增長率



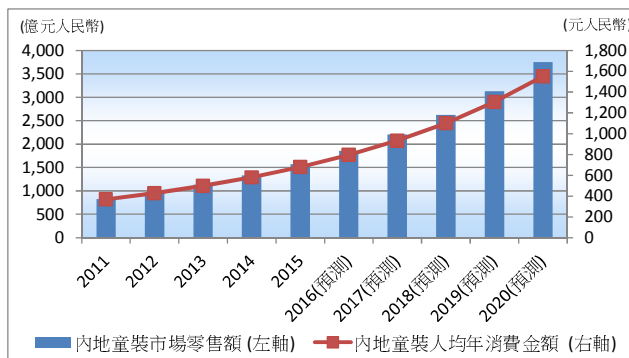
資料來源：企業年報及致富集團研究部

圖表 5：集團授權零售商的同店銷售增長率

同店銷售增長率	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
361 度主品牌	8.1%	7.9%	7.2%	7.0%	7.3%
361 度童裝	8.4%	8.2%	7.5%	7.3%	7.3%

資料來源：企業年報及致富集團研究部

圖表 6：內地童裝市場零售額及童裝人均消費金額



資料來源：灼識投資諮詢(上海)有限公司及致富集團研究部



品牌定位合適，且產品不斷創新

集團旗下主要牌子包括 361 度運動(即 361 度主品牌)、361 度童裝、361 度國際及 One Way，各品牌定位明確。

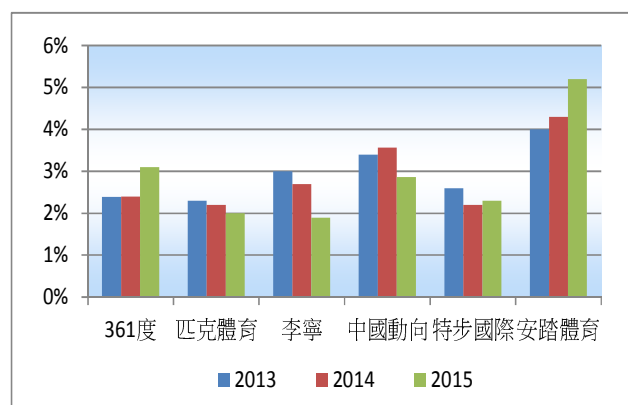
361 度主品牌為成人提供主要為運動性的鞋類、服裝及配件產品；361 度童裝為 3 至 12 歲兒童提供運動服裝、鞋類及配件產品；ONE WAY 為集團與北歐公司的聯營品牌，定位於高端及專業級極限運動用品系列品牌，其所有產品由集團於大中華自營門店出售；而 361 度國際則專營高性能及功能性跑步及綜合訓練產品，初始目標市場為巴西、美國及歐洲，布局範圍大於大多其他內地體育用品品牌商。北京取得 2022 年冬季奧運會的主辦權，中央或將推廣冬季運動的普及。在內地，冬季運動作為康樂活動日益流行，加上冰雪運動潛在的市場開發，為集團收益提升的一大契機，集團已提前以 One Way 的產品組合，布局專業冰雪裝備，預料此品牌的銷售將於未來數年快速增長。

集團於 2013 年至 2015 年一直加大研究及開發開支，以達致產品差異化，按圖表 7 所示，期內集團研發及開發開支佔營業額的比例由低於 2.5%，升至逾 3.0%，比例高於大部份內地同業。隨著集團加強對促進產品差異化的投入，料集團研發開支將會繼續健康增加。截至 2016 年 6 月底，集團已取得 194 項專利，分別僱用共 130 名鞋類研發人員及 113 名的服裝研發人員，39 名配飾及童裝產品研發人員。

運動用品研發方面，近年集團持續優化產品的時尚設計、塑型及面料等方面，而該等理念已融入最新產品，並增強不同運動項目的能動性。

兒童產品研發方面，集團推出多種與科技結合的產品以達至產品差異化。例如去年集團與百度合作推出四款智慧童鞋產品。這一系列的智慧童鞋採用百度鷹眼技術，配合百度地圖平臺開放服務，可以進行精準定位監測。百度地圖的授權接入，令 361 度智慧童鞋擁有成熟的定位技術，它對孩子所在位置的定位速度更快，而且誤差範圍更小。

圖表 7：研究與開發開支佔收益比重



資料來源：企業年報及致富集團研究部



銷售渠道布局理想，且營運效率不斷改善

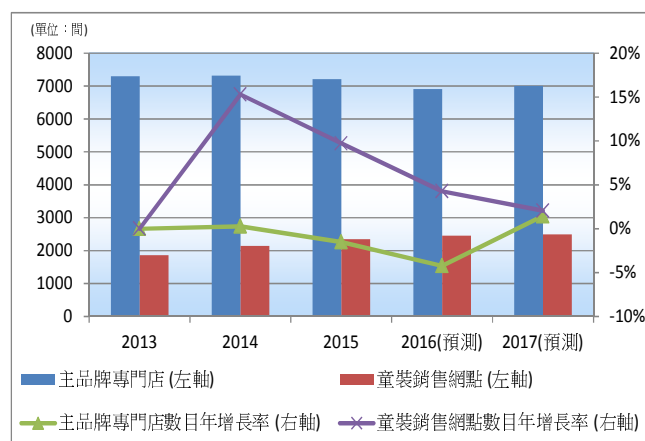
集團以授權分銷模式經營於內地的業務。集團於中國 31 個地理區域，各有一個獨立分銷商，而有關分銷商各自擁有獨家合約於其獲分配地區分銷集團產品，由於分銷商能夠更緊貼當地市場的口味，因此分銷商從集團的入貨量更易與當地的需求相稱。

現時集團的零售政策著力發展較大規模的二合一門店(銷售主品牌及童裝)或三合一門店(銷售主品牌、童裝及「尚品牌」)，有利交叉差銷售。集團致力減少盈利能力弱或協同效應較低的主品牌零售店。按圖表 8 所示，集團主品牌門店數目由 2013 年底的 7,299 間，減少至 2015 年底 7,208 間。另外，集團亦加大童裝銷售力度，透過於主品牌店內加設專櫃及加開獨立童裝門店來增加童裝零售網點。童裝零售網點由 2013 年底的 1,858 間，增加至 2015 年底的 2,350 間，預期童裝零售網點於 2016 年底及 2017 年底，將分別增至 2,450 間及 2,500 間，此部署料能有效增加童裝之銷售。

隨著網上購物日漸普及，集團積極開拓網上渠道。集團現將所有電子商務業務外包予一間電子商務公司，作為集團產品於網上平台的獨立分銷商，例如官方網站及其他中國著名電子商務平台(包括天貓、淘寶及京東等)。該分銷商獲授權出售網上專供品以及作為分銷商/授權零售商在零售終端滯銷存貨的中央清貨渠道。於 2015 年，以上兩個類別對電商的銷售貢獻各佔一半。集團曾表示未來希望網上專供產品的貢獻能夠佔主導，而現在其網上業務的發展理想，料能成功按集團的目標發展，並帶動集團整體收入。

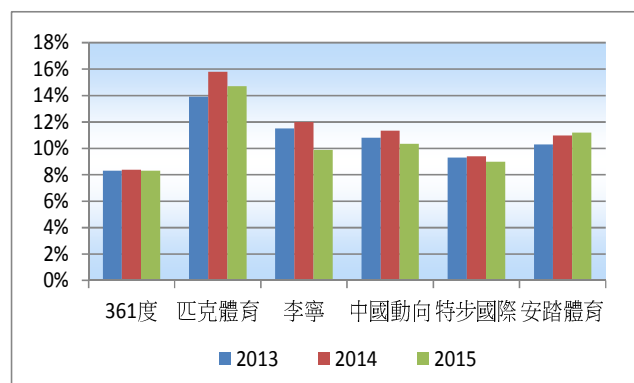
營運效率方面，集團控制員工成本的能力較高。按圖表 9 所示，於 2013 年至 2015 年，集團的員工成本佔收益比重遠低於其他內地體育用品品牌商，主要由於集團的銷售極大程度以分銷為主，加上集團致力整合門店，因而節省培訓及管理分銷商及授權零售商的成本所致。

圖表 8：集團主品牌及童裝門店數目和其年增長率



資料來源：企業年報及致富集團研究部

圖表 9：六大內地體育用品品牌商的員工成本佔收益比重



資料來源：企業年報及致富集團研究部



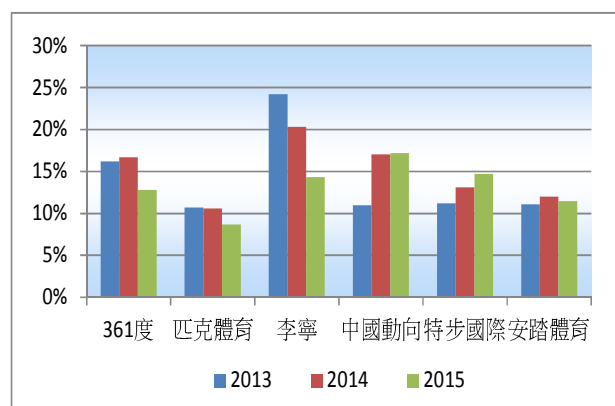
推廣活動提高品牌認知度，且費用控制得宜

按圖表 10 所示，於 2015 年，六大內地體育用品品牌商的廣告及推廣費用佔收益的比重，介乎 8.7% 至 17.2% 之間，而集團廣告及推廣費用佔收益的比重則為 12.8%，屬中游水平。

集團多年來贊助多個體育賽事來提高集團於國內及的知名度。於 2014 年，集團為南京第 2 屆青年奧林匹克運動會及韓國第 17 屆亞運會等體育賽事的贊助商。另外，於 2016 年，集團成為第一家中國體育用品品牌公司，以官方二級贊助商的身份，贊助 2016 年里約熱內盧夏季奧林匹克及殘疾人奧林匹克運動會。透過作為巴西奧運會的贊助商，不但可提高集團的國際知名度，預期更能刺激集團於巴西的銷售(巴西為集團的重大海外市場，截至 2016 年 6 月底，集團的分銷商於巴西擁有 908 間門店)，並為集團預期國際業務於未來三至五年成為集團營業額貢獻的重要來源的目標打下根基。除此之外，集團亦透過贊助多個專業體育隊伍以提高於目標客戶的曝光率。

集團於適度成本下，在國內及國際間提高品牌知名度，預期將為長遠的銷售打下基礎。

圖表 10：六大內地體育用品品牌商的廣告及推廣費用佔收益比重



資料來源：企業年報及致富集團研究部



風險分析

分銷商庫存或會再次積壓

內地體育用品庫存減少，分銷商普遍連續多季加大力度購貨，若經濟環境或消費者口味出現改變，或令庫存再次積壓，因而影響分銷商的訂貨意欲，以至集團的營業額。

奧運宣傳效能或遜於預期

集團今年贊助里約熱內盧夏季奧林匹克及殘疾人奧林匹克運動會，以提高國際知名度，惟集團於國際市場需要面對眾多具高質素及擁更高知名度的品牌(例如 Adidas 及 Nike)，因此未必能夠大幅度提高海外市場的市場佔有率及營業額。

人民幣貶值風險

人民幣已於今年 10 月 1 日正式納入特別提款權貨幣籃子(SDR)，短期內人民幣或再次出現下行壓力；而中國的外匯儲備已由 2014 年的近 40,000 億美元水平，下跌至近季的 31,000 億美元水平，未必可以穩住人民幣跌勢，因而影響集團以港元計價的派息及估值。



估值

基於集團過往派息比率一直維持於約 40% 的水平，使用股利貼現模型(Dividend Discount Model, DDM) 為合適選擇。

模型假設：

要求股東權益回報率為 7.5%；

2018 年及以後的長期股東權益回報率為 5.5%；

2018 年及以後的長期年增長率為 3.3%；

派息比率為 40%。

	2013	2014	2015	2016(預測)	2017(預測)	終端價值
股東應佔溢利 (千元人民幣)	211,261	397,642	517,639	534,653	632,524	
股數 (千股)	2,067,602	2,067,602	2,067,602	2,067,602	2,067,602	
每股股東應佔溢利 (元人民幣)	0.10	0.19	0.25	0.26	0.31	
派息比率	39%	42%	41%	41%	41%	
每股股息 (元人民幣)	0.04	0.08	0.10	0.11	0.13	
人民幣對港元匯率	1.28	1.24	1.21	1.15	1.14	
每股股息 (港元)	0.05	0.10	0.13	0.12	0.14	3.59
折現率				1.037	1.115	1.198
現值 (港元)				0.12	0.14	3.00
估值 (港元)	3.25					

根據模型，361 度的估值為 3.25 港元，評級為「中性」。



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。