会议摘要
消费行业

未评级

361 度（1361.HK）

行业整合继续，公司派息率保持较高水平

市场数据

报告日期	2014.12.8
收盘价（港元）	2.17
总股本（亿股）	20.68
总市值（亿港元）	44.66
总资产（亿元）	76.76
每股净资产（港元）	3.00

数据来源：wind、公司资料

兴证香港研究部
电话：852-3509 5999
86-755-23826013
邮箱：research@xyzq.com.hk

事件：

我们于 12 月 8 日与 361 度的首席财务官蔡总及及副总裁陈总交流了公司最新的经营状况。

主要观点：

- **行业景气度提升，但行业整合将继续：**行业库存清理完毕后的新的周期的开始，是好的开始，另一方面，中国服装品牌太多，同时，在目前电子商务的影响下，以及阿迪，耐克的渠道下沉，在 3 线城市开始工厂折扣店，行业的整合还没有结束。

- **公司市场份额较稳定：**从 2003 年到现在，虽然中国运动服饰的品牌很多，但是我们的市场份额一直比较稳定，目前阿迪和耐克的份额一起是 32%，安踏是 5-6%，李宁是 4-6%，我们占比 3-4%，其它上市公司也是 3-4%。这个比例一直保持稳定，说明品牌公司已经拥有一定的品牌知名度和忠诚度，同时拥有先发优势。

- **公司逐渐调整经销商政策：**目前 12%的门店是经销商自己开的，以后我们会逐步要求经销商提升开店的比例，减少应收款的周期。

- **较高的分红水平：**公司每年不低于 40%的分红率。

- **估值：**目前股价对应 2015 财年市盈率 11.42 倍。

会议要点：

1. **管理层如何看待最近的行业复苏：**

一方面，这是行业库存清理完毕后的新的周期的开始，是好的开始，另一方面，中国服装品牌太多，同时，在目前电子商务的影响下，以及阿迪，耐克的渠道下沉，在 3 线城市开始工厂折扣店，行业的整合还没有结束。

2. **如何看待同行，比如李宁的自己开店比例提升的这一经营策略：**

过去运动服饰公司依靠经销商开店，但是现在行业的基本面发生了很多变化，过去的高速扩张已经不可取，对终端的直接控制力变的很重要，它们的做法符合行业的大趋势，但是改革需要渐进的做，我们认为它们做的太早了一些。

3. **如何看待公司股权相对分散这一现象：**

公司的股权由丁氏家族的人持有，现在的 CEO 是原先董事长的儿子，持有公司 18%的股权，他的太太的 2 个兄弟也分别持有公司 17%左右的股权，另外王氏兄弟持有公司 9%的股权。虽然单一股东持有的股份数量不是占绝对地位，但是这样的结构也避免了单一股东的经营风险。

4. **公司童装和运动服饰的门店在经营上是分开的吗：**

是的。

5. **集合店以后的占比会提升吗：**

会的，我们希望能够提供一站式服务，比例还会提升。

6. **公司的护城河在哪里：**

从 2003 年到现在，虽然中国运动服饰的品牌很多，但是我们的市场份额一直比较稳定，目前阿迪和耐克的份额一起是 32%，安踏是 5-6%，李宁是 4-6%，我们占比 3-4%，其它上市公司也是 3-4%。这个比例一直保持稳定，说明品牌公司已经拥有一定的品牌知名度和忠诚度，同时拥有先发优势。

7. **公司订货会的订单占总体销售的比例是多少：**

100%，我们没有补单政策。

8. **预计行业和公司以后的收入增速有多少：**

从现在到 2018 年的行业增速在 6%左右，和 GDP 增速接近，预计上市公司的增

速会快于行业增速。

9. 我们的折扣率是怎样的情况：

100 块吊牌价的产品，我们的成本是 21 块，卖给分销商 35 块，分销商卖给经销商 43-45 块，经销商卖给客户 70 块。

10. 公司的派息政策：

每年不低于 40%的分红率。

11. 对 ONE WAY 品牌未来收入的预计：

今年底才开第一家店，我们预计 5 年内都不会有太大的盈利贡献。

12. 我们会调整经销商政策吗：

会的，我们会要求经销商以后也开门店。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。