

珠宝时尚业务推动产品运营板块稳健发展，出售 IGI 的非经常收益增厚业绩

核心观点：

● 事件

2023 年上半年，公司实现营业收入 274.44 亿元，同比增加 21.86%；归属于上市公司股东的净利润 22.18 亿元，同比增加 225.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.62 亿元，同比下降 76.86%；经营活动产生的现金流量净额 42.88 亿元，同比增加 340.56%。

● 核心业务珠宝时尚表现抢眼，传统优势上海地区拉动总体规模稳健增长；报告期内餐饮、度假村等业务恢复性增长显著

从行业角度来看，公司业态丰富，主要分为产业运营、商业运营及物业综合服务、物业开发与销售三大类，其中产业运营为公司覆盖的核心业态（贡献公司主要的营收以及报告期内的主要营收增量，2023 年上半年营收占比 85.59%，营收增量占比 98.16%）；商业综合运营与物业综合服务板块营收增速次之，但也实现恢复性增长；物业开发与销售板块小幅下降，营收增量同比减少 1.63 亿元。进一步拆分各业态，**产品运营板块**，公司核心业务珠宝时尚领衔各细分业态的营收增长，贡献公司的绝对营收增量，2023 年上半年营收占比达 76.93%，营收增量达 54.78 亿元，占增量比重 111.29%，抵消了部分其他业务的营收规模下滑。珠宝时尚行业是公司依托传统优势上海根基，不断发展壮大的支柱产业。报告期内，新模式店铺快速拓张，资本运作方面也获得良好收益，结合社消数据中黄金珠宝行业增长向好、量价齐升的大环境，我们认为公司的珠宝时尚行业已基本摆脱疫情影响，进入业务的正常增长期，未来有望进一步实现量价齐升的增长。报告期内餐饮管理与服务板块营收同比大幅增加 159.68%，一方面系公司连锁化持续加速带来业绩增长所致，松鹤楼、松月楼连锁化持续加速，上半年新增门店近 20 家，同时结合社消中的餐饮修复增长来看，本年度内线下体验的餐饮等业态恢复性增长趋势符合预期；报告期内公司对食品饮料业务进行整合提升，因此食品、百货及工艺品营收同比增长 45.23%；由于公司于 2022 年底处置金徽酒股权，酒业营收大幅降低 98.15%。医药健康及其他、化妆品和时尚表业营收都呈现出不同幅度的增加，公司整体业绩向好。医药健康板块借势 515 复星家庭日、618 等营销季，旗下各品牌销售成绩喜人，自主研发护肤品牌系列产品荣获行业创新科技大奖；汉辰表业品牌业务毛利率持续提升，新品占比超 20%，线上线下渠道不断优化。**商业综合运营与物业综合服务板块**，商业综合及物业综合服务营业收入为 8.89 亿元，小幅增加 7.27%；由于报告期内海外地区旅游度假业务恢复带来业务增长，叠加公司对于日本北海道的的项目推进，度假村板块营收为 4.41 亿元，同比大幅增加 77.58%。

从地区角度来看，国内方面上海作为公司营收的主力军，营收占比高达 84.91%，贡献绝对营收增量，营收增量占比为 138.71%。

豫园股份(600655.SH)

推荐 维持评级

分析师

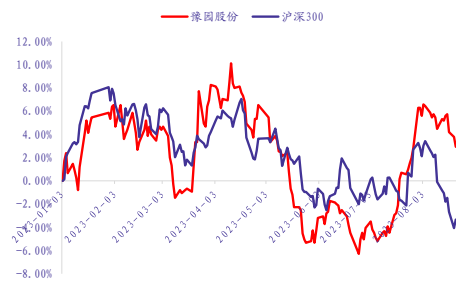
甄唯萱

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2023.08.22



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售】豫园股份 22 年年报点评-深耕珠宝时尚行业，复合发展推动 1+1+1 的 FC2M 生态建设-20230324

【银河消费品零售】公司深度报告-豫园股份-借力“东方美学”，多产业汇聚增长动能强劲-20221219

【银河消费品零售】公司 2021 年 Q3 季报点评-豫园股份(600655.SH)-收并购与自有产业双轮驱动多元业态发展增厚业绩，股权激励稳步推进彰显信心，予以推荐-20211028

【银河消费品零售】公司 2021 年半年报点评-豫园股份(600655.SH)-收并购与自有产业带来多元业态协同发展增厚业绩，上半年运营恢复，予以推荐-20210823

公司核心商业物业位于上海市中心的豫园商圈内圈,在豫园内圈拥有约10万平方米的商业物业,年人流量约4500万人次,具有极强的区位优势。未来,公司旗下豫园商城一期、豫园商城二期、福佑路地块项目将形成大豫园片区联动开发,打造东方生活美学客厅,构筑具有国际影响力的文化地标。公司在豫园片区的优质物业面积将进一步增加,核心区位优势进一步增强。浙江、北京、湖北、山东、安徽等地区营收大幅变动主要是受物业开发项目交付结转变动影响;江苏地区收入增加主要系受餐饮业绩增加及受物业开发项目交付结转变动所致;2022年底处置金徽酒股权导致甘肃地区收入减少99.96%;随着疫情结束旅游度假业务迅速恢复,同时叠加度假村项目推进,日本地区营业收入同比大幅增长77.58%。

本期公司归母净利润大幅上升225.83%,同比增加了15.37亿元至22.18亿元,其扣非归母净利润大幅度下滑,同比减少2.04亿元,降幅为76.86%;其中非经常性损益大幅度上升,现值增加了16.68亿元至21.57亿元,主要由于非流动资产处置损益大幅度增长21.60亿元至22.14亿元。根据公司公告披露,公司下属全资子公司Alpha Yu拟出售IGI比利时750股、IGI荷兰1,000股和IGI印度394,809股的股份,占IGI集团总股份的100.00%,交易总价款初定为5.6965亿美元,最终价格将根据2023年4月30日交割日报表调整确认。其中Alpha Yu拟向买方出售IGI比利时600股、IGI荷兰800股和IGI印度315,848股的股份,占IGI集团总股份的80.00%,Alpha Yu持有股份出售交易总价款为4.5538亿美元。此外需要关注到,公司计划继续减持5%以上金徽酒股票,涉及25,363,000股股份,拟转让价格为人民币23.61元/股,交易总价款为598,820,430元。

表1: 2023H1 营业收入情况

	营业收入(亿元)	增量(亿元)	同比增减	营收占比	增量占比
总营业收入	274.44	54.35	24.69%	100.00%	100.00%
分行业					
产业运营	234.90	48.32	25.90%	85.59%	98.16%
商业综合运营与物					
业综合服务	13.30	2.53	23.47%	4.84%	5.13%
物业开发与销售	26.25	-1.63	-5.84%	9.56%	-3.31%
产业运营拆分					
珠宝时尚	211.13	54.78	35.04%	76.93%	111.29%
餐饮管理与服务	7.18	4.42	159.68%	2.62%	8.97%
食品、百货及工艺	7.47	2.33	45.23%	2.72%	4.73%
医药健康及其他	2.10	0.38	21.79%	0.77%	0.76%
化妆品	2.30	0.23	11.06%	0.84%	0.46%
时尚表业	3.30	0.04	1.28%	1.20%	0.08%
其他经营管理服务	1.19	-1.79	-60.08%	0.43%	-3.64%
酒业	0.23	-12.06	-98.15%	0.08%	-24.51%
商业综合运营与物					
业综合服务拆分					
商业综合及物业综	8.89	0.60	7.27%	3.24%	1.22%
合服务					
度假村	4.41	1.92	77.58%	1.61%	3.91%
分地区					
国内					
上海	233.03	68.28	41.45%	84.91%	138.71%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

北京	5.60	4.74	555.67%	2.04%	9.64%
四川	3.03	-2.13	-41.25%	1.10%	-4.32%
陕西	1.23	0.22	21.87%	0.45%	0.45%
江苏	10.92	3.24	42.16%	3.98%	6.58%
浙江	2.10	-2.75	-56.66%	0.77%	-5.59%
海南	0.21	-0.25	-54.01%	0.08%	-0.51%
湖南	0.56	-0.08	-11.74%	0.21%	-0.15%
湖北	2.47	-5.27	-68.10%	0.90%	-10.71%
福建	0.93	-0.01	-0.78%	0.34%	-0.01%
天津	1.96	0.26	15.59%	0.71%	0.54%
安徽	0.54	-0.70	-56.40%	0.20%	-1.42%
甘肃	0.00	-10.69	-99.96%	0.00%	-21.71%
重庆	0.27	-0.20	-42.06%	0.10%	-0.40%
山东	3.50	-6.37	-64.53%	1.28%	-12.94%
云南	0.08	-0.01	-7.06%	0.03%	-0.01%
广东	1.67	0.29	21.17%	0.61%	0.59%
其他	1.09	-2.77	-71.79%	0.40%	-5.64%
国外				3.45%	
日本	4.41	1.92	77.58%	1.61%	3.91%
比利时	0.17	-0.01	-5.64%	0.06%	-0.02%
印度	2.04	-0.18	-8.00%	0.74%	-0.36%
以色列	1.13	0.21	22.55%	0.41%	0.42%
美国	0.88	-0.02	-2.49%	0.32%	-0.05%
法国	0.20	-0.13	-39.78%	0.07%	-0.26%
其他	0.64	-0.17	-20.56%	0.23%	-0.34%
减：合并抵消	-4.22	1.78	-29.68%	-1.54%	3.62%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理（其中增量按照公司公布的增速进行预估）

表 2：2023H1 分季度营收情况

	营业收入（亿元）	增量（亿元）	同比增减	营收占比	增量占比
第一季度	152.44	30.06	24.56%	55.55%	55.31%
第二季度	122.00	24.29	24.86%	44.45%	44.69%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 3：2023H1 公司利润情况

	现值	增量	增速
归母净利润（亿元）	22.18	15.37	225.83%
扣非归母净利润（亿元）	0.62	-2.04	-76.86%
非经常性损益（以下单位：万元）	215665.02	166823.64	
非流动资产处置损益	221412.30	216004.46	
政府补助	7932.85	-331.68	
分步实现控制权后，原股权按公允价值重新计量产生的利得	-207.87	-207.87	
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	-4188.35	-4188.35	
公允价值变动损益，以及其他债权投资取得的投资收益	12814.69	-35819.09	

除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-3854.15	-198.20
其他符合非经常性损益定义的损益项目	3984.96	-1848.83
减：所得税影响额	21666.58	4399.03
少数股东权益影响额（税后）	567.40	2187.19

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● 2023年上半年综合毛利率下降3.14pct，期间费用率下降3.22pct

2023年上半年公司毛利率为12.54%，较上年同期减少3.14个百分点。从行业角度来看，占比较高的**产业运营**毛利率下滑了2.48个百分点，其中核心业务**珠宝时尚**毛利率为7.85%，同比下滑了0.54个百分点，但其整体规模表现较优，毛利相对偏低的业务占比增长也会对公司整体的毛利率水平产生结构性的影响；**食品、百货及工艺品**表现抢眼，毛利率提升了11.70个百分点，改善显著；其他经营管理服务、化妆品和餐饮管理与服务业务毛利率居前，三个板块毛利率均超过65%。**商业综合运营与物业综合服务**业务毛利率提升7.69个百分点，主要为度假村业务恢复后毛利率提升6.59个百分点所致。**物业开发与销售**业务毛利率为11.07%。同比大幅下降11.87个百分点。

按照调整后的财务数据，报告期内公司期间费用小幅微减至38.07亿元，以销售费用的增长为主，其他费用出现小幅下滑。销售费用较上年同期增长1.43亿元，其中使用权资产摊销（同比增长0.71亿元）、中介服务费（同比增长0.33亿元）为费用增量主要贡献来源，媒体广告费用下降0.30亿元。在物料消耗和职工薪酬的综合作用下，研发费用下降6847万元，其中物料消耗费用下降1772万元，职工薪酬上升840万元。财务费用下降1.20亿元，主要系利息支出和汇兑损益下降所致，二者分别下降0.60亿元、1.03亿元。整体来看，公司员工成本支出有所缩减，管理费用中的职工薪酬变动较大，较上年同期下降3322万元，销售和研发费用中的职工薪酬项目分别较上年同期增长1277万元、840万元。

表4：2023H1公司毛利率情况

按行业拆分	毛利率(%)	毛利率增速(BPS)
综合毛利率	12.54%	-3.14
产业运营	11.31%	-2.48
珠宝时尚	7.85%	-0.54
餐饮管理与服务	67.44%	4.27
食品、百货及工艺品	13.21%	11.70
医药健康及其他	22.00%	5.13
化妆品	67.84%	7.75
时尚表业	34.24%	5.06
其他经营管理服务	76.08%	2.21
酒业	44.08%	4.45
商业综合运营与物业综合服务	37.32%	7.69
商业综合及物业综合服务	22.39%	2.11
度假村	67.46%	6.59
物业开发与销售	11.07%	-11.87

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表5：2023H1公司期间费用情况

	现期值(亿元)	现期增量(亿元)	现期比率	比率增量(BPS)
期间费用	38.07	-0.42	13.87%	-3.22

销售费用	14.86	1.43	5.42%	-0.55
管理费用	14.56	-0.58	5.31%	-1.42
财务费用	8.18	-1.2	2.98%	-1.19
研发费用	0.46	-0.07	0.17%	-0.07

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● 践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，公司核心竞争力突出、组织生态持续进化

公司旗下拥有丰富的品牌资源，其中“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片。公司拥有老庙、亚一、南翔馒头店、上海老饭店、绿波廊酒楼、松鹤楼、童涵春堂、海鸥表、上海表等众多具有充分知名度和美誉度的老字号品牌，通过聚焦经典时尚和潮流演绎的文创产品，开启老字号品牌的焕新升级，持续提升品牌价值。公司的“豫园新春民俗灯会”被国家文化部列入“国家级非物质文化遗产项目”。丰富的优质品牌资源对于公司塑造市场影响力、差异化经营和特色化发展起到了支撑作用。

公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，通过发展珠宝首饰、商业管理、文化饮食、美丽健康、国潮腕表、复合功能地产等优势产业，满足消费者丰富的、多元化的需求，为公司长期可持续增长奠定了基础。公司在众多优势产业发展基础之上，推动生态融通，打造生态共融，生态既是目标，又是发展路径，更是公司核心竞争力的重要支撑点。关于生态，公司提出了“六共”，产品共创、渠道共建、会员共营、人群共圈、科创共研、场景共赢，真正实现融通，打造价值链，提升生态的价值。

公司持续推进人、货、场全链路，全生命周期会员运营。三大入口，线上线下平台入口、产业消费会员入口、线下场景入口，公司持续推进三大入口进行全面打通，同时建立夯实每一个产业产发集团的会员运营体系。通过上下联动，有汇聚，有分发，使所有入口会员向各产业产发集团流动赋能。这是公司会员运营体系的核心目的，也是公司位于家庭消费产业生态圈中的竞争优势。

公司管理团队持续优化、组织生态持续进化。在公司战略、业务运营、投资并购、财务资金、人力资源、风险控制等企业发展的各个方面，逐步形成了核心团队及骨干力量。公司推进合伙人文化及制度，推进全方位的激励制度，向上到公司管理层股权、期权激励计划，向下到终端营业网点基层管理者的激励制度，逐步形成符合公司发展战略、激励相容的管理制度，助推企业价值和员工个人价值共同成长，为公司未来发展搭建了良好的管理平台。

● “创新”和“破局”紧密围绕公司战略，全球化、生态、科创、FES能力升级

在战略方面，具备东方生活美学的企业品牌形象不断深化，上半年，各产业品牌打造的东方生活美学生态好产品、爆款频出；FC2M生态建设也取得了长足进步，自2023年以来，豫园股份在C端客户的进一步会员化、会员系统的进一步打通、会员粘性的增强等方面均有所突破，服务质量不断加强。从产业运营和产业投资两个增长引擎来看，借势上半年多个重要营销节点，珠宝首饰、文化饮食、汉辰表业、流行服饰等多个板块实现业绩突破，515复星家庭日期间，豫园股份旗下参与品牌全渠道销售同比增长超过50%。产业投资方面，投融资管退能力持续提升，渠道业务外延式发展，同时在基金融资方面，消费科技基金进入投资周期，各产业赛道在逐步探索以产业基金模式投资并购模型。公司拥有全球化、生态融通、科创+数智化、FES四大核心能力，和以人才组织机制作为关键保障。豫园的全球化能力持续提升，去年实现了舍得千万级别的海外销售突破，今年品牌业务覆盖的国家和地区进一步扩大，AHAVA海外业务量翻倍增长；而“豫园制造”的IP孵化将为生态融通带来更多的机遇与创新；豫园文化饮食科创中心新品研发上半年上市50余个sku，五大科创中心的建设也将进一步完善，豫园股份的数智化项目也紧跟AIGC的发展趋势，上线珠宝设计师灵感平台体验版；FES管理方面，上半年总部及各产业开展的项目超60个。此外，豫园股份持续夯实组织保障能力，进一步完善人才供应链，打造科学动态的组织评级机制，

搭建融退激励框架，为企业发展提供源源不断的动力。

● 投资建议

从行业的角度来看，公司行业覆盖广泛，珠宝时尚业务是公司依托上海城市商业根基，培育壮大的支柱产业，已打造“老庙”、“亚一”两大老字号驰名珠宝品牌，并通过投资收购法国时尚珠宝品牌 Djula 进行全球战略布局；公司文化餐饮业务名列全国餐饮行业百强企业前列，覆盖多种业态，旗下拥有一批著名商标，包括绿波廊、上海老饭店、松鹤楼、老城隍庙小吃广场等；此外公司不断丰富自身业务结构，通过收购国际知名腕表品牌、酒类厂家进军酒类、时尚腕表领域，并不断拓展复合功能地产业务、美丽健康业务，打造自身多产业集群优势。从区域角度来看，公司经营范围几乎覆盖全国各个省份，以上海为核心辐射周边地区，带动全国。我们认为公司在时尚珠宝行业具备龙头竞争力，自身产业集群丰富，具备独特竞争优势，逐步形成了面向新兴主力消费阶层的全球一流消费产业集团。考虑到公司收并购项目、股权投资项目带来的增长空间与经营变化情况，同时结合公司最新披露的股权激励计划中的业绩考核指标，我们预计公司 2023/2024/2025 年将有望实现营收 568.87/635.21/692.79 亿元，实现归母净利润 41.89/42.31/46.22 亿元，对应 PS0.50/0.45/0.41 倍，对应 PE7/7/6 倍，维持“推荐评级”。

● 风险提示

国际黄金价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 6: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (单位: 百万元)	51,063.11	50,117.97	56,887.31	63,521.30	69,279.32
增长率	15.92%	-1.85%	13.51%	11.66%	9.06%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	3,860.59	3,825.89	4,189.49	4,230.70	4,621.93
增长率	6.93%	1.52%	9.50%	0.98%	9.25%
EPS (元/股)	0.99	0.98	1.07	1.08	1.19
销售毛利率	24.12%	17.87%	16.31%	16.51%	16.73%
净资产收益率 (ROE)	11.27%	10.72%	9.90%	9.38%	9.61%
市盈率 (P/E)	10	10	7	7	6
市净率 (P/B)	1.20	0.87	0.68	0.64	0.60
市销率 (P/S)	0.85	0.57	0.50	0.45	0.41

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023 年 8 月 22 日收盘价)

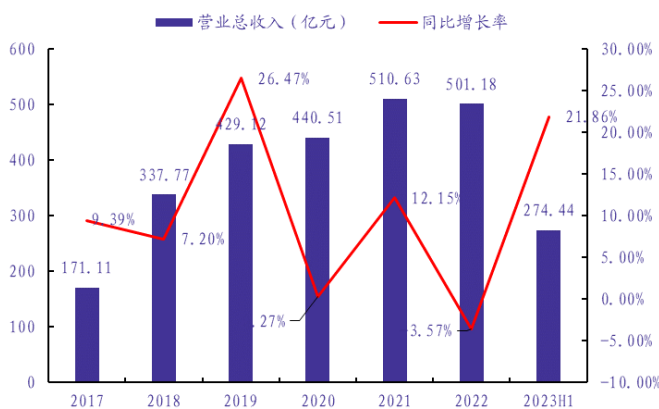
表 7: 可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	周大生	王府井	老凤祥	泸州老窖	均值	中位数
PE	15	24	17	38	24	21
PB	2.85	1.65	2.89	11.78	4.79	2.87
PS	1.49	2.25	0.45	15.59	4.95	1.87
境外可比公司						
	周大福	梅西百货	复兴旅游文化	百威英博	均值	中位数
PE	24	4	-14	27	10	14
PB	4.91	1.80	3.90	1.46	3.02	2.85
PS	1.53	0.24	0.95	1.85	1.14	1.24

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

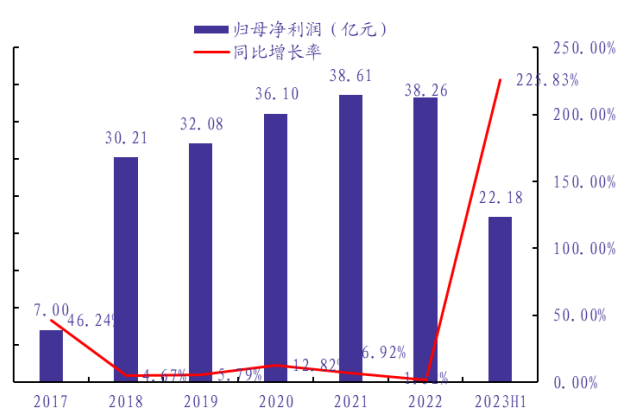
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2023H1 营业收入(亿元)及同比 (%)



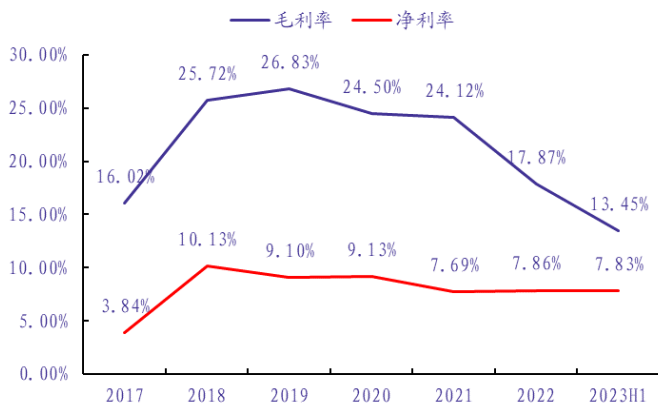
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2023H1 归母净利润(亿元)及同比 (%)



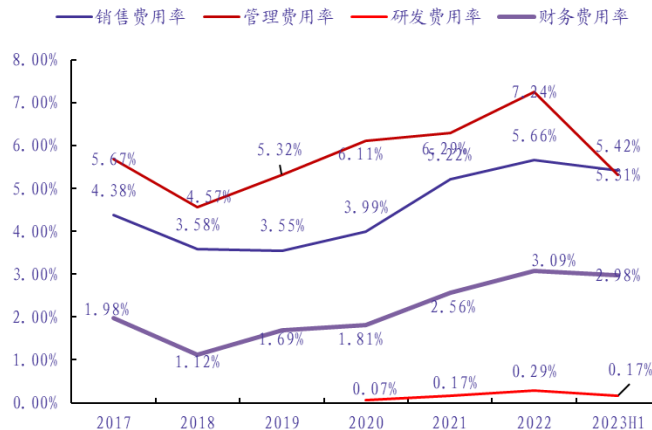
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3：2017-2023H1 毛利率 (%) 和净利率 (%) 变动情况



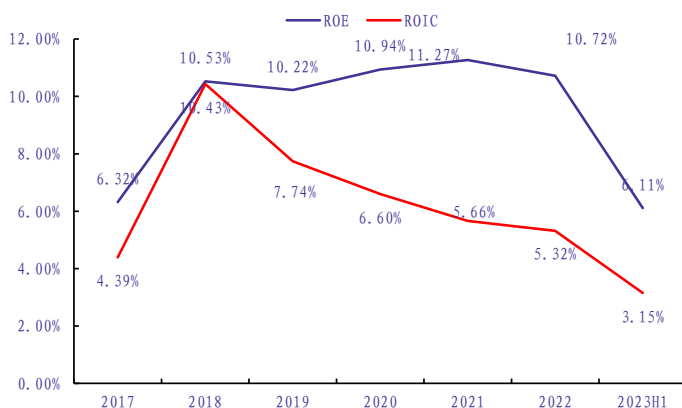
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2017-2023H1 期间费用率 (%) 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2017-2023H1 ROE (%) 及 ROIC (%) 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 8：豫园股份 2023Q1 季度报至今重大事项进展

事件类型	内容
增发发行	<p>上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）于 2023 年 3 月 3 日召开第十一届董事会第三次会议，审议通过了公司关于 2023 年度向特定对象发行股票的相关议案，并公告了《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2023 年度向特定对象发行股票预案》。</p> <p>2023 年 3 月 21 日公司召开 2023 年第二次股东大会（临时会议），审议通过了公司关于 2023 年度向特定对象发行股票的相关议案，并授权董事会及/或董事会授权人士全权办理公司本次向特定对象发行股票有关事宜。</p> <p>公司于 2023 年 6 月 1 日召开第十一届董事会第七次会议，审议通过了《关于修订公司 2023 年度向特定对象发行股票方案的议案》《关于公司 2023 年度向特定对象发行股票预案（修订稿）的议案》等相关议案，对本次向特定对象发行股票方案以及本次向特定对象发行股票预案进行了修订，并同步修订相关文件。</p> <p>公司于 2023 年 8 月 3 日召开第十一届董事会第十二次会议，审议通过了《关于修订公司 2023 年度向特定对象发行股票方案的议案》《关于公司 2023 年度向特定对象发行股票预案（二次修订稿）的议案》</p>

等相关议案，对本次向特定对象发行股票方案以及本次向特定对象发行股票预案进行了修订，并同步修订相关文件。

公司本次发行拟募集资金总额不超过 425,000.00 万元（含本数），扣除发行费用后，募集资金拟投资于珠宝时尚线下销售渠道及品牌拓展项目、珠宝时尚电商销售平台建设和供应链平台升级项目、集团数字化建设项目等项目，募集资金到位前，公司可以根据募集资金投资项目的实际情况以自筹资金先行投入，本次发行募集资金到位后公司依据相关法律法规的要求和程序对先期投入予以置换。募集资金到位后，若实际募集资金净额少于拟使用募集资金金额，公司董事会或董事会授权人士可根据募集资金投资项目进度以及资金需求等实际情况，在上述募集资金投资项目范围内调整募集资金投入的优先顺序及各项目的具体投资额等，不足部分公司可以通过自筹资金解决。

股权激励

公司于 8 月 4 日公布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。采用的激励工具为限制性股票，其股票来源为公司回购专用账户回购的公司 A 股普通股股票。本计划拟向激励对象授予限制性股票不超过 509.38 万股，涉及的标的股票约占本计划公告日公司股本总额 389,993.0914 万股的 0.131%。本计划激励对象为公司董事（不含独立董事）、高级管理人员，共 20 人。本计划授予激励对象限制性股票的授予价格为 3.79 元/股。参与本计划的激励对象不包括公司监事、独立董事、单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。激励对象不存在《上市公司股权激励管理办法》第八条规定的不得成为激励对象的情形。在本计划公告当日至激励对象完成限制性股票登记期间，若公司发生资本公积转增股本、派发股票红利、股份拆细或缩股、配股、派息等事宜，限制性股票的授予价格将做相应的调整。

员工持股

公司于 2020 年 2 月 3 日召开的第十届董事会第三次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司 A 股股份的议案》，同意公司以自有资金实施回购，回购价格不超过 8.3 元/股（含）；回购份额的数量上限不超过 2,000 万股（含），下限不低于 1,000 万股（含），回购的股份将全部用于公司股权激励计划。2020 年 5 月 7 日，公司披露了《关于股份回购实施结果的公告》，截至 2020 年 5 月 3 日，公司本次回购股份期限已届满，本公司通过集中竞价交易方式已累计回购 A 股股份 10,000,076 股，占本公司总股本的比例约为 0.2575%，已支付的资金总额合计 74,025,311.65 元（不含交易费用），最低成交价格为 6.97 元/股，最高成交价格为 7.76 元/股。

本期员工持股计划股票来源为公司回购专用证券账户已回购的股票，即 2020 年 2 月 4 日至 2020 年 5 月 3 日期间公司回购的股票 1,000.0076 万股，扣除 2020 年 12 月 31 日已过户至公司首期员工持股计划账户的股票 586.60 万股，剩余的回购股票 413.4076 万股。本员工持股计划经公司股东大会审议通过后，拟通过非交易过户等法律法规允许的方式受让公司回购的股票不超过上限为 413.4076 万股，占公司现有股本总额的 0.11%，具体规模根据实际出资缴款金额确定。

本员工持股计划实施后，全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 10%，任一持有人所持有的本员工持股计划份额所对应的标的股票数量不超过公司股本总额的 1%，本员工持股计划持有的股票总数不包括员工在公司首次公开发行股票上市前获得的股份、通过二级市场自行购买的股份及通过股权激励已获得的股份。

资金投向

2022 年 11 月 30 日，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）召开第十届董事会第四十四次会议，审议通过《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于组建设立“复星汉兴（杭州）私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）”的关联交易议案》，公司拟联合杭州拱墅产业基金有限公司、安徽创信股权投资有限责任公司、上海安亭实业发展有限公司等组建“复星汉兴（杭州）私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）（筹，最终以工商登记名称为准）”（以下简称“本基金”）。本基金由公司控股股东上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”）全资子公司上海复星创富投资管理股份有限公司（以下简称“复星创富”）担任基金管理人，豫园股份控股企业复星创富（杭州）企业管理合伙企业（有限合伙）（GP，指普通合伙人）出资 0.2 亿元，豫园股份下属企业（LP，指有限合伙人，或简称“豫园有限合伙人”）出资 4.9 亿元，杭州拱墅产业基金有限公司（LP，或简称“杭州拱墅有限合伙人”）出资 2 亿元，安徽创信股权投资有限责任公司（LP，或简称“安徽创信有限合伙人”）出资 1 亿元，其他有限合伙人合计出资 1.9 亿元，成立复星汉兴（杭州）私募股权投资基金

合伙企业（有限合伙）（筹），基金规模为 10 亿元。上述基金全体合伙人已签署协议，并已在中国证券投资基金业协会完成备案手续，取得了《私募投资基金备案证明》。

资产重组

2022 年 9 月，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“豫园股份”）第十届董事会第三十八次会议审议通过，公司通过协议转让方式转让金徽酒股份有限公司（以下简称“金徽酒”或“标的公司”）13% 股权，上述交易于 2022 年 11 月全部交割完成，豫园股份计划继续减持 5% 以上金徽酒股票。2023 年 7 月，经公司总裁室办公会议决议，公司拟通过协议转让方式向济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）出售金徽酒 25,363,000 股股份，占金徽酒总股份的 5%，标的股份的拟转让价格为人民币 23.61 元/股，交易总价款为 598,820,430 元。2023 年 8 月，经公司总裁室办公会议决议，公司与铁晟叁号签署《股份转让协议之补充协议》，对本次交易签署的股份转让协议进行变更和补充。本次交易完成后，豫园股份仍持有金徽酒 20% 股份。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 9: 豫园股份 2021-2022 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2021 年对于 2022 年的规划	2022 年对于 2023 年的规划
发展战略	<p>2022 年公司工作两个进化点：第一，置顶“东方生活美学”，紧抓国潮/国风风口。第二，通过升级深化能力建设和机制保障，来优化进化豫园股份整体发展。</p> <p>公司战略中，投资和运营的“双轮驱动”，这两个是不变的，但现在增加了“东方生活美学”置顶，加了“底盘”：全球化、生态、科创、FES、COO 体系的建设。通过基础的夯实，推动战略进化。2022 年我们提出以“东方生活美学”为抓手，在 B 端的沟通，在 G 端的沟通，在 C 端的传播中要紧扣主题，加强软/硬实力，“软实力”是文化构建，“硬实力”是体现经济价值。根据战略进化目标，豫园将从十方面明确下一步工作的重点和抓手：</p> <p>（1）持续进入人、货、场全链路，全生命周期会员运营。三大入口：线上线下平台入口、产业消费会员入口、线下场景入口。把这些入口进行全面打通，同时建立夯实每一个产业产发集团、每一个会员运营体系。运营体系既有系统建设，也有会员运营的机制建设，包括权益、包括团队，通过上下联动，有汇聚，又有分发，使所有入口会员横向进行流动。这是会员运营体系的核心目的，也是豫园位于家庭消费产业生态圈中的核心竞争优势。</p> <p>（2）产业运营：打造新产品、新触点、新模式“三新”增长策略。要通过科创的打造，不断推动新产品。比如，“老庙”从三年前开始推古韵金产品，销售额到 2021 年已经接近 40 亿元，给消费者带来了全新的体验、感知，同时毛利率更高，更有消费力，更有审美感，促进了消费者结构的升级调整。新产品是 2022 年一个很重要的增长点，不单单是垂直生态的新产品，也要推更多共创产品，通过不同产业之间的流</p>	<p>“东方生活美学”是置顶战略，“打造全球一流的家庭快乐消费产业集团”是核心愿景。持续构建“1+1+1”战略布局：线上线下会员及服务平台、家庭快乐消费产业、城市产业地标。</p> <p>2023 年豫园股份将落实“聚焦主业，瘦身健体”的发展方针。聚焦主业：围绕全球家庭的消费需求，战略性聚焦高潜力、高增长、高利润、高协同的核心产业，提升资本利用效率；夯实全产业链布局，提高运营效率，建立成本与规模优势，构建核心壁垒。瘦身健体：优化管理与治理体系，提升组织效率，实现降本增效；通过投融管退一体化，助力资本结构优化，并实现资本的良性循环。</p> <p>产业运营，围绕“好产品、多触点、新模式”持续深耕。基于消费者洞察的产品开发全流程，打造“四高”好产品；基于消费者体验全路径的多元触点打造；跨界融合、技术升级、物种升级的新模式。</p> <p>产业投资，构建募投管退一体的投资能力，强化海外投资布局。募资：消费科技基金进入实际运行；通过多元化募资形式，推动投资业务拓展。投资：聚焦高现金流、高成长行业细分赛道，提升整体资产管理效率；多元化投资方式，通过控股型投资、财务投资、JV、BD 等多元化方式落地项目。投管：持续夯实价值增量管理办法，通过投融结合发现价值提升优化增长点；逐步实施落地孵化企业/产品线管理体系；持续推动投管数字化建设，在确保上市公司独立性情况下融通信息、提升信息管理效率。融退：持续推动非核心资产的退出及引战工作；推动高能级融退人员到位。全球化投资能力建设：搭建海外项目 pipeline 储备；形成海外国内项目联动工作机制；加强海外团队与国内、生态内团队的融通协作。</p>

量、科创能力、供应链能力、渠道能力的打通去共创。“东家”和“老庙”利用“东家”的文创基因，利用“老庙”的渠道广度，共创了东家守艺人的“金镶玉”系列，其实就是这样生态共创，希望2022年有更多的新品面世。新触点，我们要广铺货，而且一定是全域的，线上线下。

(3) 产业投资。还是要围绕高乘长赛道、品牌矩阵建设以及产业链上下游业务三个维度，寻找标的，寻找增长点。

(4) 多元化融资，多层次对接资本市场。企业快速发展，就是要打开对接资本市场的能力，取得多元化的优质资金来源。

(5) 全球化布局，在不断加强全球化布局及协同方面，豫园要提速、补课。

(6) 生态融通，运营、人才、资本三层次融通，打造生态共融。生态既是目标，又是发展路径，也是核心竞争的重要的一个支撑点。生态我们提出了“六共”，产品共创、渠道共建、会员共管、人群共圈、科创共研、场景共赢，真正实现融通，打造价值链，提升生态的价值。

(7) 科创建设，持续加强科创投入，逐步构建豫园产业核心竞争力。由于豫园历史上更多是基于商业逻辑发展起来的一个企业，在很多产业，我们对C端提得比较多，基础也不错，但在M端的基础相对要弱一些。所以如果要真正打造家庭消费产业常态化的发展，快速取得各个行业的突破，如何提升M端能力，这是非常重要的。一个是供应链，一个是科创能力。希望通过科创能力的构建和投入，我们真正能提升M端的竞争力，和C端有质量的流量，而且基数不小的流量真正能打通，形成C2M的一个有效模式。

(8) FES 打造，体系化的运营承载能力建设，让成功可复制。FES 提出了一个方法论的建设，FES 有两个基本的，基于企业家精神、基于生态，这两个前提下我们怎么不断提炼成熟企业的成功经验，进行复制，建立资料库、案例库、人才库，提供各个产业企业共同发展的一个生态基础。我们明确提出，要建专家库，要建工具箱及案例库，要有明确的改善项目，要融通共创，通过四个抓手探索整个豫园的 FES 的 0-1 的突破。

(9) C00 体系落地，夯实企业基础管理。C00 体系不简单是 C00 这个岗位的设置，而是一个管理体系，其实是织成了一个网，让我们各自守土有责，又可以进行人才培养、梯队的建设，是一个流程体系的建设，管理方式的建设。2022 年在建设推进过程之中，要把日常管理体系、日常管理流程、日常管理模式更细化。

全球化，**搭建豫园全球运营平台，加速海外市场突破和整合发展。**以豫园股份海外核心企业布局的欧洲、美国作为聚焦点，逐步加强乘长区域布局；结合各产业特点及发展阶段，聚焦适宜的产业发展策略；投资+BD 突破，全球重点区域布局，引进全球领先产品、企业、商业模式；利用豫园核心生态优势，打造区域+产业核心竞争力；全球化布局科创高地，打造产业护城河；全球化组织机制、人才保障，吸纳、培养全球化人才、企业家。

生态融通，以产品共创、科研共创、渠道共建，打造可复制可持续的生态新合作模式。生态会员融通机制：推动会员数字化管理；**用户运营 KPI 自动化管理；实时数据跟踪业务管理；提升私域运营赋能；私域会员跨产业融通。生态价值赋能机制：为各产业品牌提供会员、渠道、外部 IP 等资源赋能。**

科创引领，打造消费者驱动、核心技术引领、市场验证变现和先进数字化赋能的科创体系。建立四维科创体系：围绕消费者的五感、科创研发驱动、创意设计驱动、科创数字化。科创机制保障：结合产业实际情况，更新《豫园股份科创指引白皮书 1~2 版》；完善化妆品科创激励 2.0，完成酒业和童涵春堂科创激励 1.0；迭代“智慧科创平台 2.0”，通过资源共享，业务共享，为产业降本增效；完成高校合作项目 2 项以上。

FES 管理，与实践相结合的工具箱、专家库和案例库沉淀，搭建与产业特征深度匹配的运营体系。开展一批改善项目（体现产业特性、支撑年度重点工作、解决实际问题、具有较强复制推广性）：珠宝新销售模式下门店销售提升，海鸥表精益生产优化，珠宝用户满意度 2.0，东家文创永青开店流程优化，松鹤楼单店营收提升，灯会筹备流程优化。

组织机制，组织人才机制全方位支撑增长引擎落位。组织：总部职能定位升级优化，并推进相关产业总部组织升级；持续做好新入园产业组织保障工作，形成组织管控标准体系；推进大豫园片区开发+商业板块组织架构搭建。人才：在重点职能推进人才结构升级和外部延揽，核心岗位采用升维延揽、降维打仗策略；完善特定领域头部对标公司研究和人才地图，吸引顶尖人才入园；融退体系现有团队评估、结构调整以及关键人才团队内外部延揽。机制：强化人效提升、费控考核与 OKR 要求，推行人效看板，通过数字化手段动态监控；推进关键人才培养选拔体系完善与升级，与核心企业人才选拔体系横向纵向生态赋能；多层次合伙人机制建设，完善合伙人团队考察评估、选拔汰换、关怀和激励机制；匹配项目融退节奏，制定各项目细化激励方案并落地。

(10) 组织机制的保障，组织、机制、人才全方位支撑战略落地。组织机制，更多的是要打造一个梯队建设，我们要能够找到合适的人，储备更多的人。人才建设上，一方面我们要打开，要广纳贤才，另一方面更重要的，要建立好内部培养机制，要大量的内部提拔高潜人才。当然，核心的是要激励有机制。

经营计划	根据公司经营发展计划，以及2022年国际国内宏观经济形势研判，经初步预算，公司2022年计划实现营业收入600亿元人民币，营业成本460亿元人民币，三项费用90亿元人民币。	根据公司经营发展计划，以及2023年国际国内宏观经济形势研判，经初步预算，公司2023年计划实现营业收入580亿元人民币，营业成本470亿元人民币，三项费用90亿人民币。
风险提示	1、市场竞争风险； 2、国际黄金价格波动的风险； 3、公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险； 4、政策风险。	1、市场竞争风险； 2、国际黄金价格波动的风险； 3、公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险； 4、政策风险。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对2022年的业务规划，针对2023年不再提及的内容；加粗内容为针对2023年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 10: 豫园股份前十大股东情况（更新自 2023 年半年报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (亿股)	报告期内持 股数量变动 (万股)	占总股本 比例	持股比例 变动	股本性质
1	上海复地投资管理有限公司	不变	10.23	-	26.24%	-	A 股流通股
2	浙江复星商业发展有限公司	不变	3.65	-	9.36%	-	A 股流通股
3	上海复川投资有限公司	不变	1.90	-	4.88%	-	A 股流通股
4	浙江青展实业有限公司	减持	1.67	-2780.68	4.28%	-0.71%	A 股流通股
5	上海黄房实业有限公司	不变	1.64	-	4.21%	-	A 股流通股
6	领弘有限公司	不变	1.32	-	3.38%	-	A 股流通股
7	上海艺中投资有限公司	不变	1.21	-	3.10%	-	A 股流通股
8	上海豫园(集团)有限公司	不变	0.96	-	2.46%	-	A 股流通股
9	重庆润江置业有限公司	不变	0.89	-	2.29%	-	A 股流通股
10	上海复科投资有限公司	不变	0.84	-	2.16%	-	A 股流通股
合计			24.32		62.36%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师简介及承诺

分析师甄唯萱：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi-yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang-yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn