

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

豫园股份(600655)

投资评级 无评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售行业分析师

执业编号: S1500523060001

邮箱:

caixinyu@cindasc.com

## 相关研究

豫园股份(600655.SH)点评:消费产业稳健增长,多元化融资助力产业发展

豫园股份(600655.SH)23Q3点评:餐饮及海外业务较快增长,地产业务拖累

豫园股份(600655.SH)2023H1点评:珠宝、餐饮、度假村多业务亮眼,地产拖累

## 豫园股份:深化东方生活美学战略,进一步瘦身健体、拥轻合重

2025年05月05日

**事件:公司发布2025年一季度报。**2025Q1公司实现收入87.82亿元(同比-49.0%,下同),归母净利润0.52亿元(-71.2%),扣非归母净利润-1.79亿元(-322.1%),经营业绩承压主要系黄金珠宝等业务受行业整体景气度影响,仍在缓慢恢复中。

**珠宝时尚业务受消费景气及金价波动影响承压,盈利能力优化。**25Q1公司珠宝时尚业务实现营收51.79亿元,同比下降60.2%,我们认为主要系消费行业结构调整和国际金价持续震荡波动影响所致,毛利率9.75%,同比提升2.62pct,我们认为主要得益于公司零售业务占比提升带来的结构优化以及发力产品研发优化产品结构。渠道方面,25Q1末公司“老庙”和“亚一”品牌门店共计4407家(直营249家,加盟4158家),较24年底小幅下降。25年3月,老庙通过与快手平台本地生活板块合作,相继策划并推出3场直播活动,直播GMV突破2亿元;联合抖音平台携手头部主播专场直播,GMV突破9900万元,一方面实现亮眼销售,另一方面将线上用户引流至线下门店,持续打通线上线下资源。我们认为公司面对行业承压局面,积极调整珠宝时尚业务布局,有望从“文化、设计、工艺、品质、服务、场景”等多角度持续挖掘并提升产品力,融通生态合作资源,持续加速创新渠道拓展、深化会员运营、提升用户满意度,谋求产业蜕变。

**融通产业生态资源打造优势特色场景,持续聚焦主业发展。**25Q1公司餐饮管理与服务业务实现营收2.62亿元(同比-23.0%),食品、百货及工艺品业务实现营收2.88亿元(同比-25.9%),医药健康及其他业务实现营收1.22亿元(同比-0.2%),化妆品实现营收0.52亿元(同比-26.6%),时尚表业实现营收1.41亿元(同比-15.1%),商业综合及物业综合服务业务实现营收7.34亿元(同比-33.6%)。根据公司信息,上海国际珠宝时尚功能区建设将逐步启动,未来一系列相关政策出台有望为公司珠宝时尚业务发展及大豫园片区打造带来利好;此外,公司全球化发展亦取得新进展:老字号餐饮品牌松鹤楼成功开设海外首店;2025泰国豫园灯会项目正在稳步筹备中,计划于25年夏季正式亮灯。

**毛利率提升,现金流状况良好。**25Q1公司毛利率为16.1%(同比+2.4pct),珠宝时尚、医药健康及其他、时尚表业、商业综合及物业综合服务等业务均实现毛利率同比提升。期间费用方面,销售/管理/研发/财务费用率分别为7.3%/6.9%/0.1%/5.0%,分别同比+2.7pct/+2.3pct/+0.1pct/+1.7pct。营运能力方面,公司25Q1存货周转天数约442天,同比有所增加;现金流方面,公司25Q1实现经营活动所得现金净额3.2亿元。

**深化“东方生活美学”置顶战略,贯彻“瘦身健体、攻守兼备、拥轻合重”的发展策略。**我们预计公司2025年有望坚持“东方生活美学”置顶战略,逐步构建东方生活美学实践评价体系,梳理各产业品牌文化底蕴,设定重点

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编：100031

品牌及发展目标，通过文化搭台，丰富品牌内涵、深入产品创新，加强产业发展实践；同时聚焦家庭快乐消费产业集团定位，贯彻“瘦身健体、攻守兼备、拥轻合重”的发展策略，提升运营效率、优化业务结构。

**盈利预测：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.6/16.6/21.0 亿元，PE 分别为 20.6X/13.2X/10.4X。

**风险因素：**消费疲软、金价波动、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期。

| 重要财务指标            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 58,147 | 46,924 | 51,935 | 56,372 | 61,007 |
| 增长率 YoY %         | 15.8%  | -19.3% | 10.7%  | 8.5%   | 8.2%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 2,024  | 125    | 1,061  | 1,656  | 2,097  |
| 增长率 YoY%          | -45.0% | -93.8% | 747.2% | 56.1%  | 26.6%  |
| 毛利率%              | 14.1%  | 13.6%  | 14.5%  | 14.4%  | 14.2%  |
| 净资产收益率ROE%        | 5.6%   | 0.4%   | 2.9%   | 4.5%   | 5.5%   |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.52   | 0.03   | 0.27   | 0.42   | 0.54   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 10.82  | 174.85 | 20.64  | 13.23  | 10.44  |
| 市净率 P/B(倍)        | 0.60   | 0.62   | 0.61   | 0.59   | 0.57   |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

| 资产负债表      |         |         |         |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元     |         |         |         |         |         |
| 会计年度       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 流动资产       | 74,273  | 70,720  | 74,056  | 77,783  | 81,713  |
| 货币资金       | 9,171   | 10,690  | 12,850  | 14,785  | 16,343  |
| 应收票据       | 6       | 1       | 1       | 2       | 2       |
| 应收账款       | 1,984   | 2,658   | 2,885   | 3,132   | 3,389   |
| 预付账款       | 1,001   | 1,129   | 1,110   | 1,207   | 1,309   |
| 存货         | 43,087  | 36,956  | 40,196  | 43,258  | 46,480  |
| 其他         | 19,024  | 19,285  | 17,013  | 15,399  | 14,190  |
| 非流动资产      | 49,772  | 49,972  | 49,247  | 48,635  | 48,331  |
| 长期股权投资     | 14,836  | 15,568  | 15,668  | 15,768  | 15,868  |
| 固定资产(合计)   | 3,992   | 3,047   | 2,604   | 2,277   | 2,056   |
| 无形资产       | 1,552   | 1,317   | 1,151   | 1,037   | 944     |
| 其他         | 29,391  | 30,039  | 29,824  | 29,553  | 29,463  |
| 资产总计       | 124,04  | 120,692 | 123,303 | 126,417 | 130,044 |
| 流动负债       | 59,484  | 58,064  | 60,995  | 64,146  | 67,324  |
| 短期借款       | 10,131  | 8,699   | 8,199   | 7,899   | 7,699   |
| 应付票据       | 912     | 1,107   | 1,233   | 1,341   | 1,454   |
| 应付账款       | 9,223   | 8,333   | 9,249   | 10,059  | 10,905  |
| 其他         | 39,217  | 39,925  | 42,313  | 44,846  | 47,266  |
| 非流动负债      | 24,901  | 23,787  | 22,933  | 21,903  | 21,093  |
| 长期借款       | 18,938  | 16,141  | 14,641  | 13,641  | 12,841  |
| 其他         | 5,963   | 7,646   | 8,292   | 8,262   | 8,252   |
| 负债合计       | 84,385  | 81,851  | 83,928  | 86,049  | 88,417  |
| 少数股东权益     | 3,333   | 3,295   | 3,295   | 3,295   | 3,295   |
| 归属母公司股东权益  | 36,327  | 35,545  | 36,080  | 37,074  | 38,332  |
| 负债和股东权益    | 124,045 | 120,692 | 123,303 | 126,417 | 130,044 |
| 重要财务指标     |         |         |         |         |         |
| 单位:百万元     |         |         |         |         |         |
| 会计年度       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 营业总收入      | 58,147  | 46,924  | 51,935  | 56,372  | 61,007  |
| 同比(%)      | 15.8%   | -19.3%  | 10.7%   | 8.5%    | 8.2%    |
| 归属母公司净利润   | 2,024   | 125     | 1,061   | 1,656   | 2,097   |
| 同比(%)      | -45.0%  | -93.8%  | 747.2%  | 56.1%   | 26.6%   |
| 毛利率(%)     | 14.1%   | 13.6%   | 14.5%   | 14.4%   | 14.2%   |
| ROE%       | 5.6%    | 0.4%    | 2.9%    | 4.5%    | 5.5%    |
| EPS(摊薄)(元) | 0.52    | 0.03    | 0.27    | 0.42    | 0.54    |
| P/E        | 10.82   | 174.85  | 20.64   | 13.23   | 10.44   |
| P/B        | 0.60    | 0.62    | 0.61    | 0.59    | 0.57    |
| EV/EBITDA  | 28.29   | 78.91   | 11.33   | 8.72    | 7.44    |

| 利润表        |       |        |        |        |        |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     |       |        |        |        |        |
| 会计年度       | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业总收入      | 58,14 | 46,924 | 51,935 | 56,372 | 61,007 |
| 营业成本       | 49,94 | 40,545 | 44,396 | 48,282 | 52,342 |
| 营业税金及附加    | 710   | 638    | 779    | 846    | 915    |
| 销售费用       | 3,074 | 2,768  | 2,493  | 2,368  | 2,318  |
| 管理费用       | 3,202 | 2,747  | 2,597  | 2,424  | 2,379  |
| 研发费用       | 83    | 49     | 52     | 56     | 61     |
| 财务费用       | 1,515 | 1,927  | 1,554  | 1,538  | 1,545  |
| 减值损失合计     | -379  | -951   | -500   | -500   | -500   |
| 投资净收益      | 2,980 | 1,968  | 1,600  | 1,600  | 1,600  |
| 其他         | 114   | 1,100  | 300    | 300    | 300    |
| 营业利润       | 2,337 | 368    | 1,465  | 2,258  | 2,846  |
| 营业外收支      | -22   | -52    | -50    | -50    | -50    |
| 利润总额       | 2,314 | 316    | 1,415  | 2,208  | 2,796  |
| 所得税        | 496   | 745    | 354    | 552    | 699    |
| 净利润        | 1,818 | -429   | 1,061  | 1,656  | 2,097  |
| 少数股东损益     | -206  | -554   | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润   | 2,024 | 125    | 1,061  | 1,656  | 2,097  |
| EBITDA     | 1,896 | 639    | 3,782  | 4,539  | 4,975  |
| EPS(当年)(元) | 0.52  | 0.03   | 0.27   | 0.42   | 0.54   |

| 现金流量表   |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元  |        |        |        |        |        |
| 会计年度    | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 经营活动现金流 | 4,747  | 4,253  | 3,647  | 3,831  | 3,725  |
| 净利润     | 1,818  | -429   | 1,061  | 1,656  | 2,097  |
| 折旧摊销    | 1,140  | 1,053  | 813    | 792    | 633    |
| 财务费用    | 1,566  | 1,938  | 1,875  | 1,924  | 1,989  |
| 投资损失    | -2,980 | -1,968 | -1,600 | -1,600 | -1,600 |
| 营运资金变动  | 3,043  | 3,856  | 1,032  | 609    | 156    |
| 其它      | 160    | -197   | 467    | 450    | 450    |
| 投资活动现金流 | 2,656  | 388    | 2,121  | 1,720  | 1,470  |
| 资本支出    | -643   | -1,227 | 400    | 150    | -20    |
| 长期投资    | 3,120  | 1,091  | 170    | 20     | -60    |
| 其他      | 179    | 524    | 1,551  | 1,550  | 1,550  |
| 筹资活动现金流 | -9,124 | -3,822 | -3,621 | -3,616 | -3,638 |
| 吸收投资    | 23     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 借款      | -1,525 | -4,229 | -2,000 | -1,300 | -1,000 |
| 支付利息或股息 | -3,576 | -2,750 | -2,299 | -2,586 | -2,828 |
| 现金流净增加额 | -1,779 | 766    | 2,160  | 1,935  | 1,557  |

## 研究团队简介

**姜文镒**，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

**曹馨茗**，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

**骆峥**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

**陆亚宁**，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美护等赛道。

**龚轶之**，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

**蔡昕妤**，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|-------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。