



Research and
Development Center

消费产业航母，置顶东方生活美学启航

—豫园股份(600655)公司首次覆盖报告

2025 年 08 月 20 日

姜文铨
新消费行业首席分析师
S1500524120004
jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥
新消费行业分析师
S1500525020001
luozheng1@cindasc.com

蔡昕妤
商贸零售行业分析师
S1500523060001
caixinyu@cindasc.com

证券研究报告

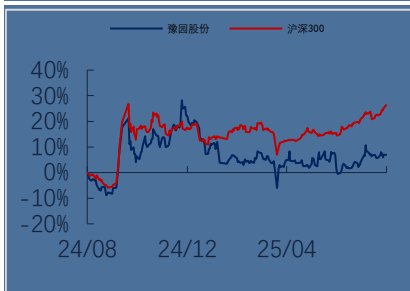
公司研究

公司首次覆盖报告

豫园股份(600655)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	5.81
52周内股价波动区间(元)	4.94-6.95
最近一月涨跌幅(%)	2.65
总股本(亿股)	38.97
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	226.41

资料来源：聚源，信达证券研发中心

消费产业航母，置顶东方生活美学启航

2025年08月20日

报告内容摘要：

豫园股份是平台型消费产业公司，业务布局丰富。豫园股份是针对消费领域多元化发展的平台型企业，业务涵盖珠宝时尚、文化饮食、国潮腕表、美丽健康以及复合功能地产等板块。公司以“为全球家庭客户智造快乐生活”为使命，持续深化“东方生活美学”置顶战略，积极拥抱消费结构调整和国潮新趋势，打造面向家庭消费的产业集群。

黄金珠宝行业乘金价东风，精品金饰引领消费潮流。我国黄金珠宝行业近年乘金价东风，整体进入景气上行阶段；2024年金价急涨至高位，引起观望情绪，故终端需求有所承压，但我们预计随着金价企稳，观望情绪有望消化。消费趋势方面，黄金品类消费需求场景正在变化，传统婚庆需求弱化，悦己等日常需求蓬勃发展，背后是“悦己、国潮、祈福”等精神层面追求的兴起。工艺升级叠加设计思路创新推动黄金首饰结构性升级，其中古法金融合传统工艺与文化价值，正成为黄金消费市场重要增长点。

珠宝时尚业务稳立潮头，多品牌多渠道构筑竞争壁垒。公司黄金珠宝业务以“老庙”、“亚一”为主力品牌，截至2024年底连锁网点合计达4615家，渠道规模居行业前列，加盟为主、直营为辅，通过加盟模式快速拓展市场，并以直营网点强化品牌形象与核心区域管控。公司渠道管理优势主要体现在信息化体系方面，通过创新管理与数字化营销开拓线上渠道，基于全国战略布局和区域分级管理，优化珠宝加盟体系，提升智选门店数量，并升级会员系统，与抖音本地生活深度合作，联动全国2700多家直营、加盟店，推出多款引流产品，探索数字化营销新路径。产品端，公司围绕“古韵金”打造古法黄金产品，并以“好运文化”为核心打造差异化一口价黄金产品矩阵。此外，公司孵化了“东家金造”品牌布局高端黄金市场。

其他消费产业贯彻瘦身健体、拥轻合重、攻守平衡。（1）**餐饮管理与服务：**旗下拥有多个百年中华老字号及非遗项目等荣誉，如松鹤楼、南翔馒头店、上海老饭店等，短期侧重门店调优，长期来看或将以轻资产模式持续扩张。（2）**食品、百货及工艺品：**涵盖如意情、真尝家等品牌，未来或将重点推动老字号从技艺传承向创新驱动的现代化产业跨越，布局预制菜、食补等赛道。（3）**时尚表业：**营收规模相对稳定，盈利能力呈提升趋势，旗下“海鸥”、“上海”均是具备较高国民度的知名品牌，未来潜力可期。（4）**物业开发与销售：**近年营收规模与盈利能力有所承压，但公司优质项目储备充足，我们看好未来相关项目进入收获阶段贡献收入利润增量。

盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为4.6/12.6/20.7亿元，PE分别为48.9X/18.0X/10.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：消费疲软、金价波动风险、渠道扩张不及预期、行业竞争加剧。

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

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	58,147	46,924	50,771	55,763	61,365
增长率 YoY %	15.8%	-19.3%	8.2%	9.8%	10.0%
归属母公司净利润 (百万元)	2,024	125	463	1,259	2,070
增长率 YoY%	-45.0%	-93.8%	269.8%	171.8%	64.4%
毛利率%	14.1%	13.6%	13.5%	14.0%	14.6%
净资产收益率ROE%	5.6%	0.4%	1.3%	3.5%	5.5%
EPS(摊薄)(元)	0.52	0.03	0.12	0.32	0.53
市盈率 P/E(倍)	11.19	180.76	48.87	17.98	10.94
市净率 P/B(倍)	0.62	0.64	0.63	0.62	0.60

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 08 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
1. 豫园股份：平台型消费产业航母，理顺战略再出发.....	6
1.1 公司概况：积极调整业务布局，深化“东方生活美学”置顶战略.....	6
1.2 公司治理：复星系控股稳定，高管队伍消费产业履历丰富.....	9
1.3 公司战略：文化 IP 赋能产品，数字营销重构场景.....	10
2. 珠宝时尚：稳立潮头，多品牌全渠道构筑竞争壁垒.....	13
2.1 行业趋势：乘金价东风，精品金饰引领消费潮流.....	13
2.2 渠道端：全渠道打通，直营树品牌，加盟拓规模.....	16
2.3 产品端：古法新潮双驱动，多品牌矩阵激发消费活力.....	18
2.4 孵化东家金造，布局高端黄金市场.....	19
3. 其他消费板块：延续传统，引领潮流.....	20
3.1 餐饮管理与服务：传承饮食文化，发挥运营能力优势.....	20
3.2 食品、百货及工艺品：从特色传承到高标准商业化.....	22
3.3 化妆品：研发为核，内生发展与外延并购双管齐下.....	24
3.4 时尚表业：收购国民品牌，传承国货之光.....	25
3.5 商业综合运营与物业综合服务&物业开发与销售.....	27
4. 盈利预测与投资评级.....	30
4.1 盈利预测.....	30
4.2 投资评级.....	32
5. 风险提示.....	32

图 目 录

图 1：豫园股份财务数据一览.....	6
图 2：豫园股份发展历程.....	7
图 3：豫园股份主营业务数据.....	7
图 4：豫园股份股权结构.....	9
图 5：豫园股份部分高管信息（未完全列示）.....	9
图 6：豫园股份文化 IP 理念.....	10
图 7：老庙品牌理念.....	10
图 8：亚一品牌理念.....	10
图 9：松鹤楼传承苏帮菜.....	11
图 10：海鸥表历史底蕴深厚.....	11
图 11：豫园股份文化 IP 理念.....	11
图 12：豫园股份旗下津美化妆品科创中心.....	12
图 13：公司致力于对未来生活方式的引领与创新.....	12
图 14：公司积极推动数字化建设.....	12
图 15：我国黄金珠宝行业规模（单位：亿元、%）.....	13
图 16：我国黄金珠宝行业品类结构.....	13
图 17：我国结婚对数与黄金珠宝行业规模（单位：万对、亿元）.....	14
图 18：2024 年我国黄金珠宝行业消费场景结构.....	14
图 19：黄金首饰满足女性悦己需求.....	14
图 20：黄金首饰特殊造型蕴含“祈福”意义.....	14
图 21：我国黄金珠宝行业品类结构.....	15
图 22：我国古法黄金市场规模（单位：亿元、%）.....	15
图 23：豫园股份珠宝时尚门店数量.....	16
图 24：珠宝时尚业务营收及增速（单位：百万元、%）.....	16
图 25：珠宝时尚业务毛利率.....	16
图 26：豫园股份与抖音电商达成合作.....	17
图 27：豫园股份数字化建设赋能多业务环节.....	17
图 28：老庙与大明宫联名推出古韵系列产品.....	18
图 29：老庙“一串好运”系列产品.....	18
图 30：东家金造品牌理念.....	19
图 31：东家金造“观山海·吉量”金玉摆件.....	19
图 32：东家金造“且听·山古”黄金茶壶.....	19
图 33：豫园股份餐饮管理与服务业务矩阵.....	20
图 34：餐饮业务营收及增速（单位：百万元、%）.....	20
图 35：餐饮业务毛利率.....	20
图 36：松鹤楼伦敦店开业.....	21
图 37：松鹤楼苏式汤面与南翔馒头店.....	21

图 38: 豫园股份饮食消费理念	22
图 39: 食品、百货及工艺品业务营收及增速 (单位: 百万元、%)	22
图 40: 食品、百货及工艺品业务毛利率	22
图 41: 真尝家产品图	23
图 42: 真尝家品牌矩阵	23
图 43: 老城隍庙与巧虎联名	23
图 44: 乔老爷专注海派糕点	23
图 45: 公司旗下化妆品品牌	24
图 46: 化妆品业务营收及增速 (单位: 百万元、%)	24
图 47: 化妆品业务毛利率	24
图 48: 汉辰表业旗下品牌“海鸥”、“上海”	25
图 49: 时尚表业业务营收及增速 (单位: 百万元、%)	25
图 50: 时尚表业业务毛利率	25
图 51: 海鸥表推出如“三足金乌”三问报时金雕动偶	26
图 52: 上海表见证中国表业技术发展	26
图 53: 豫园股份时尚表业业务积淀深厚	26
图 54: 豫园商城是“最上海、最中国、最世界”的世界级文化商业地标	27
图 55: 商业运营与物业综服业务营收及增速 (单位: 百万元、%)	27
图 56: 商业综合运营与物业综合服务毛利率	27
图 57: 豫园商场湖心亭	28
图 58: BFC 南区门头巨型玩具盒	28
图 59: 大豫园项目效果图	28
图 60: 物业开发与销售业务营收及增速 (单位: 百万元、%)	29
图 61: 物业开发与销售业务毛利率	29
图 62: 复地产发项目	29
图 63: 豫园股份房地产开发投资情况 (截至 2024 年 12 月 31 日)	30
图 64: 豫园股份分业务预测	31
图 65: 可比公司估值对比	32

投资聚焦

差异化观点：我们本篇深度报告着重分析了公司作为平台型企业的整体运营能力，以及战略布局规划。此外，我们针对公司不同业务分别展开分析，尤其是珠宝时尚等业务，通过拆解渠道、产品等抓手，我们认为，公司珠宝时尚业务有望作为未来经营业绩增长压舱石；此外，我们提出公司商业综合运营与物业综合服务业务随着大豫园片区逐步落地，有望在未来贡献可观增量。

投资逻辑：豫园股份是消费领域多元发展的头部平台型企业，围绕“东方生活美学”置顶战略，梳理各产业品牌文化底蕴，珠宝时尚业务在黄金珠宝行业内具备品牌、产品、渠道等多维度优势；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。

1. 豫园股份：平台型消费产业航母，理顺战略再出发

1.1 公司概况：积极调整业务布局，深化“东方生活美学”置顶战略

平台型消费产业航母，顺应环境变化积极调整业务布局。豫园股份是针对消费领域多元化发展的平台型企业，其业务涵盖珠宝时尚、文化饮食、国潮腕表、美丽健康以及复合功能地产等板块。公司以“为全球家庭客户智造快乐生活”为使命，持续深化“东方生活美学”置顶战略，积极拥抱消费结构调整和国潮新趋势，打造面向家庭消费的产业集群。公司近年来经营业绩呈现较大波动，2018-2022 年营收利润保持稳健增长，2023-2024 年受外部环境变化、珠宝时尚及地产开发业务等影响，利润端承压较为明显。公司针对变化的外部环境，已积极开展业务布局调整，提出贯彻“瘦身健体”、“拥轻合重”、“攻守平衡”战略措施，持续聚焦主业发展。

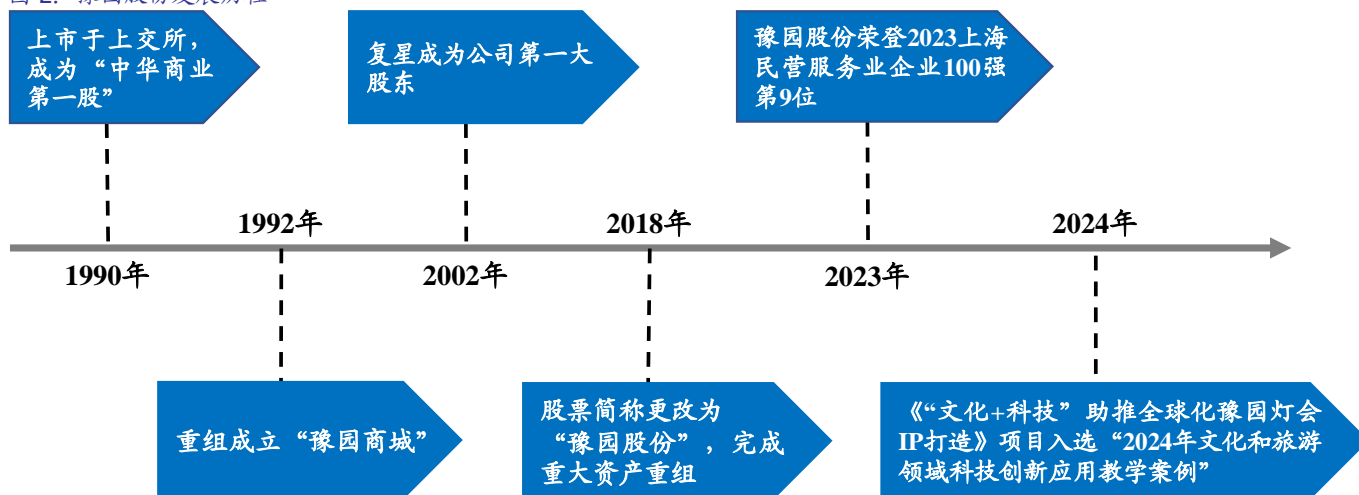
图 1：豫园股份财务数据一览

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1
营业总收入	33777.20	42912.23	44050.76	51063.11	50117.97	58146.92	46924.47	8782.16
YOY	97.40%	27.04%	2.65%	15.92%	-1.85%	16.02%	-19.30%	-49.00%
归母净利润	3020.74	3208.21	3610.34	3860.59	3825.89	2024.06	125.26	51.83
YOY	331.38%	6.21%	12.53%	6.93%	-0.90%	-47.10%	-93.81%	-71.24%
扣非归母净利润	1,938.28	2,728.00	2,468.44	2,799.00	161.73	-451.16	-2,108.85	-178.95
YOY	219.30%	40.74%	-9.51%	13.39%	-94.22%	-378.96%	-367.43%	-322.10%
毛利率	25.72%	26.83%	24.50%	24.12%	17.87%	14.11%	13.60%	16.10%
期间费用率	9.49%	10.95%	11.77%	14.40%	16.03%	13.40%	15.86%	19.22%
销售费用率	3.58%	3.55%	3.99%	5.22%	5.66%	5.29%	5.90%	7.30%
管理+研发费用率	4.57%	5.32%	6.18%	6.46%	7.53%	5.65%	5.96%	7.00%
财务费用率	1.12%	1.69%	1.81%	2.56%	3.09%	2.61%	4.11%	5.04%
归母净利率	8.94%	7.48%	8.20%	7.56%	7.63%	3.48%	0.27%	0.59%
存货	30805.60	36214.85	40789.19	52552.53	50569.19	43087.18	36956.38	35459.28
较上年同期增减	27731.77	5409.25	4574.34	11763.34	-1983.34	-7482.01	-6130.81	-6435.11
存货周转天数	243.06	384.20	416.76	433.63	450.96	337.55	355.35	442.26
较上年同期增减	163.81	141.14	32.56	16.87	17.33	-113.41	17.79	184.82
应收账款	1195.44	764.40	1710.64	1494.44	1975.45	1984.29	2658.00	2075.23
较上年同期增减	978.13	-431.04	946.24	-219.21	481.02	8.83	673.71	-227.20
应收账款周转天数	7.53	8.22	10.11	11.30	12.46	12.26	17.81	24.25
较上年同期增减	2.78	0.69	1.89	1.18	1.16	-0.20	5.55	13.05
应付账款及应付票据	4094.97	6782.57	7231.42	9014.00	8248.75	10135.71	9439.97	7842.94
较上年同期增减	3698.83	2687.60	448.86	1782.58	-765.25	1886.95	-695.74	-3163.38
应付账款周转天数	32.08	62.08	75.58	75.26	75.13	62.76	77.94	94.99
较上年同期增减	21.58	30.01	13.50	-0.32	-0.13	-12.37	15.18	40.10
合同负债	14597.69	13067.87	6,745.52	8,989.71	12,252.25	7,540.90	4,910.89	4,284.82
较上年同期增减	14279.60	-1529.82	-6322.35	2244.19	3262.54	-4711.35	-2630.01	-2067.43
经营性现金流净额	7577.36	3534.45	-954.83	-6877.14	-89.51	4747.25	4253.16	317.78
较上年同期增减	6464.23	-4042.90	-4489.29	-5922.30	6787.63	4836.75	-494.09	-277.92
筹资性现金流净额	2740.39	-974.03	3514.65	6886.51	-9522.64	-9123.78	-3822.12	-789.56
较上年同期增减	2777.60	-3714.42	4488.68	3371.87	-16409.15	398.86	5301.65	-1560.05
资本开支	926.57	515.87	872.59	782.67	552.08	681.69	1231.78	99.77
较上年同期增减	173.03	-410.70	356.71	-89.91	-230.59	129.61	550.09	-264.30
ROE	10.53%	10.22%	10.94%	11.27%	10.72%	5.57%	0.35%	0.15%
YOY (±)	-0.31%	-0.30%	0.71%	0.33%	-0.54%	-5.15%	-5.22%	-0.35%
资产负债率	62.26%	63.33%	64.31%	68.24%	69.15%	68.03%	67.82%	68.07%
YOY (±)	9.50%	1.07%	0.98%	3.93%	0.91%	-1.12%	-0.21%	-0.24%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

豫园股份：从豫园商场起步，复星入主后蝶变成长。豫园商场 1987 年获批成为上海商业系统首家股份制企业。1990 年，公司正式在上海证券交易所挂牌上市，成为新中国商业第一股。1992 年，豫园商城集团成立，企业规模和业务布局进一步拓展。2002 年，复星投资及一致行动人通过股权转让获得公司 20% 股权，成为第一大股东，为公司发展注入新动力。2018 年，公司完成重大资产重组，复星持股比例上升至 70%。2020 年，公司迎来上市三十周年，历经多年发展，立足优势，展现蓬勃向上的发展态势，至今持续在市场中开拓进取。

图 2：豫园股份发展历程



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

消费产业运营为主，多元业务协同发力。公司主营业务大类可分为产业运营、商业综合运营与物业综合服务、物业开发与销售，其中产业运营占主要份额，具体包括珠宝时尚、餐饮管理与服务、食品百货及工艺品、医药健康及其他、化妆品、时尚表业。2024 年，产业运营实现营业收入 340.33 亿元，占总收入 72.53%，其中珠宝时尚业务占比最大，占总收入 63.88%，亦是公司业绩压舱石；商业综合运营与物业综合服务占总收入 6.08%；物业开发与销售占总收入 21.38%，近年来受到业务结算节奏影响，毛利率波动较大。

图 3：豫园股份主营业务数据

业务	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
珠宝时尚							
营收（百万元）	16677	20458	22168	27448	33071	36727	29977
YOY	14.66%	22.67%	8.36%	23.82%	20.49%	11.05%	-18.38%
占比	49.37%	47.67%	50.32%	53.75%	65.99%	63.16%	63.88%
毛利率	6.9%	8.4%	7.8%	8.7%	8.2%	7.7%	8.3%
餐饮管理与服务							
营收（百万元）	662	778	485	761	647	1421	1161
YOY	15.41%	17.54%	-37.62%	56.77%	-14.98%	119.75%	-18.28%
占比	1.96%	1.81%	1.10%	1.49%	1.29%	2.44%	2.47%
毛利率	64.5%	65.3%	56.1%	65.2%	63.3%	66.8%	65.6%
食品、百货及工艺品							
营收（百万元）	160	512	683	836	1137	1539	1060
YOY	-11.16%	233.59%	33.34%	22.42%	35.98%	35.33%	-31.16%
占比	0.47%	1.19%	1.55%	1.64%	2.27%	2.65%	2.26%
毛利率	34.02%	36.24%	12.02%	-8.07%	10.24%	12.78%	3.30%

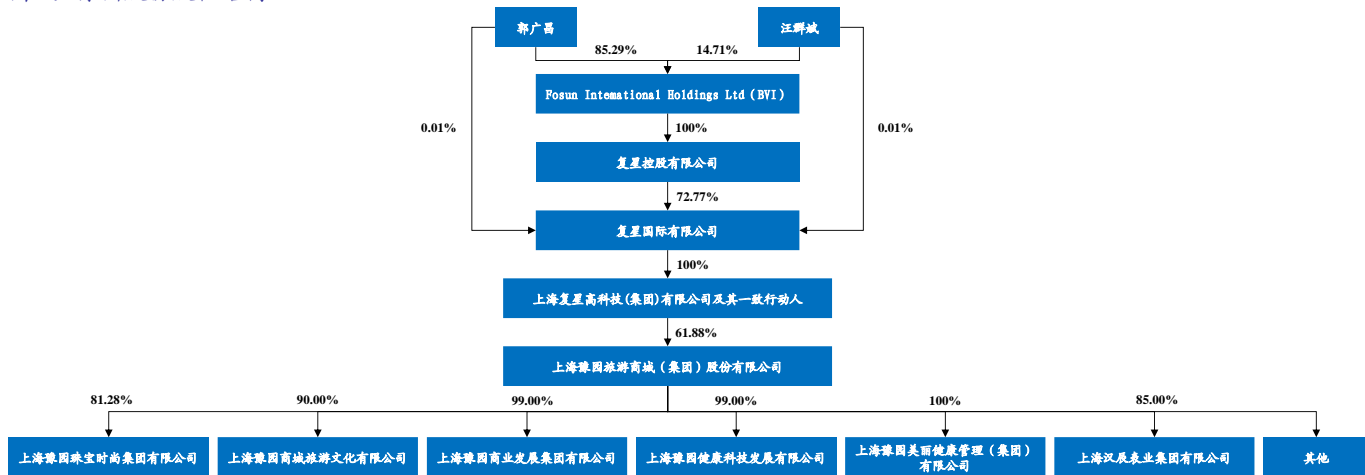
医药健康及其他							
营收（百万元）	333	339	428	519	379	497	439
YOY	-27.91%	1.69%	26.29%	21.43%	-27.06%	31.21%	-11.67%
占比	0.99%	0.79%	0.97%	1.02%	0.76%	0.85%	0.94%
毛利率	22.29%	21.00%	19.77%	17.03%	18.48%	22.18%	32.10%
化妆品							
营收（百万元）		491	431	487	423	451	298
YOY			-12.18%	13.05%	-13.29%	6.82%	-34.03%
占比		1.14%	0.98%	0.95%	0.84%	0.78%	0.63%
毛利率			64.93%	57.16%	59.70%	66.75%	56.59%
时尚表业							
营收（百万元）			449	861	671	722	691
YOY				92.02%	-22.09%	7.60%	-4.24%
占比			1.02%	1.69%	1.34%	1.24%	1.47%
毛利率			31.93%	26.81%	31.89%	32.08%	39.54%
其他经营管理服务							
营收（百万元）		49	31	351	496	277	368
YOY			-35.87%	1024.38%	41.42%	-44.17%	32.84%
占比		0.11%	0.07%	0.69%	0.99%	0.48%	0.78%
毛利率		13.47%	33.23%	88.90%	66.30%	62.84%	32.84%
酒业							
营收（百万元）			618	1798	1802	59	40
YOY				190.79%	0.23%	-96.70%	-32.77%
占比			1.40%	3.52%	3.59%	0.10%	0.09%
毛利率			43.59%	45.18%	45.08%	40.52%	25.49%
商业综合及物业综合服务							
营收（百万元）			1086	1015	1776	1951	1988
YOY			-4.57%	-6.51%	-5.17%	8.88%	1.87%
占比			3.59%	2.68%	4.74%	4.98%	6.08%
毛利率			31.89%	41.68%	15.53%	26.20%	28.22%
度假村							
营收（百万元）		948	497	353	599	943	864
YOY			-47.59%	-29.00%	69.85%	57.46%	-8.37%
占比		2.21%	1.13%	0.69%	1.20%	1.62%	1.84%
毛利率		85.35%	84.34%	81.32%	83.58%	68.37%	75.22%
物业开发与销售							
营收（百万元）	14697	19219	17175	16634	9117	13558	10038
YOY	-0.43%	30.77%	-10.64%	-3.15%	-45.19%	48.72%	-25.96%
占比	43.51%	44.79%	38.99%	32.58%	18.19%	23.32%	21.39%
毛利率	29.58%	29.31%	30.06%	27.44%	23.36%	11.29%	3.89%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

1.2 公司治理：复星系控股稳定，高管队伍消费产业履历丰富

公司股权结构集中且稳定。豫园股份的股权较为集中，复星系相关公司在股东中占主导地位，上海复星高科控股 61.88%，实控人为郭广昌。我们认为公司的股权结构充分体现复星系对豫园股份的较强掌控力，在公司未来持续成长过程中为战略决策和业务发展提供稳定支持。

图 4：豫园股份股权结构



资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心（截至 2025 年一季度末）

高管团队人才汇聚，打造卓越管理方阵。公司董事长为黄震，同时担任法定代表人、非独立董事。董事会成员还包括郝毓鸣、李志强、徐晓亮等非独立董事，以及倪静、宋航、孙岩、叶乐磊等独立董事。我们认为上述公司高管在战略制定、重大决策等方面发挥关键作用，立足专业背景和经验为公司发展出谋划策。从履历看，管理团队成员均在相关领域积累丰富经验，我们认为公司管理层凭借精湛的专业技能和丰富的产业实战经验，在各自岗位上协同合作，有望推动公司业务健康运营和发展，应对市场变化和挑战。

图 5：豫园股份部分高管信息（未完全列示）

姓名	职务	简介
黄震	豫园股份董事长	1994年毕业于上海财经大学，获经济学学士，1998年获得美国Webster University的MBA学位。在上海家化任职23年，曾任上海佰草集总经理及上海家化副总经理，现担任豫园股份董事长，同时为上海市政协委员、上海市工商联常委、黄浦区政协常委、黄浦区工商联（总商会）主席（会长）、中国黄金协会副会长、中国宝玉石协会副会长、上海企业家协会副会长等。
徐晓亮	复星国际执行董事兼联席首席执行官	2002年毕业于华东师范大学，或工商管理硕士学位，并于2019年从复旦大学获得工商管理硕士学位。于1998年加入复星，历任复星旅文董事长、海南矿业非独立董事，复星医药非执行董事、上海复娱文化传播股份有限公司及复星多家公司之董事、豫园股份董事长等职务。现任复星国际执行董事兼联席首席执行官，现为上海市第十五届人民代表大会代表，同时也担任上海国际时尚联合会会长。
王基平	豫园股份第十一届董事会联席董事长 复星国际执行总裁 复星蜂巢大中华区董事长	1992年毕业于同济大学，获工民建专业学士学位，并于武汉大学取得北弗吉尼亚工商管理硕士学位。2000年加入复星，现任复星国际执行总裁，复星蜂巢大中华区董事长，豫园股份第十一届董事会联席董事长。在一线深耕29年，在构建具有产业深度的蜂巢产品方面拥有丰富经验，在智造产业聚集的城市市场景方面具有深刻见解。
邹超	豫园股份执行总裁 豫园股份CFO	毕业于上海财经大学，企业管理专业硕士研究生，工商管理专业本科，澳大利亚资深公共会计师（FIPA），英国资深财务会计师（FFA）。历任毕马威（KPMG）审计助理经理、世茂集团创新金融部负责人等职位；2015年3月加入复星集团，期间担任复星地产董事总经理等，2018年7月加入豫园股份，期间担任豫园股份副总裁等，现任豫园股份执行总裁、CFO，金徽酒董事，舍得酒业董事等。
王瑾	豫园股份副总裁 豫园股份董事会秘书	硕士研究生。历任复星地产控股法务部高级法务总监、复星地产控股法务部总经理、复星集团法律事务部联席总经理等；2018年5月4日起担任豫园股份副总裁，2024年12月31日起担任豫园股份董事会秘书。

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

1.3 公司战略：文化 IP 赋能产品，数字营销重构场景

以“东方生活美学”为翼，驱动品牌多元发展与文化传播。豫园股份秉持“东方生活美学”置顶战略，多维度弘扬东方文化、传播美学价值。在战略实施层面，一是明确定义与理念特征，分类品牌，搭建实践评价体系并落地实践，构建产业化实践体系赋能产业；二是推进文化+IP 拓展合作，老字号品牌借营销跨界及文娱 IP 联名焕新破圈，豫园灯会融合新技术升级为城市文化 IP；三是优化渠道、创新合作，在珠宝、餐饮、表业、药业等多产业，通过调整加盟模式、创新数字化营销、拓展分销渠道、加强商业合作等方式，实现品牌发展与市场拓展，在产业发展过程中不断传递东方生活美学。

图 6：豫园股份文化 IP 理念



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

东方美学赋能，珠宝产业持续蜕变。豫园股份的黄金珠宝业务以上海豫园珠宝时尚集团有限公司为承载主体，拥有“老庙”、“亚一”两大核心品牌，截至 2024 年年末门店总数达 4615 家。在东方美学战略指引下，业务从多维度发力：产品层面，围绕东方美学，从“文化、设计、工艺、品质、服务、场景”等角度挖掘提升产品力；运营层面，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。

图 7：老庙品牌理念



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

图 8：亚一品牌理念



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

消费领域多元业务绽放，传承与创新并行。豫园股份构建多元业务版图：文化饮食依托松鹤楼、南翔馒头店等老字号，结合现代需求创新，传承中华饮食文化，例如松鹤楼深耕江南餐饮文化的同时积极拥抱行业变革，传承苏帮菜助力苏州打造世界美食城市名片；国潮腕表以“海鸥”、“上海”品牌为核心，将传统技艺与现代设计融合，开拓全球市场；美丽健康板块，童涵春堂创新发展，AHAVA、蔚蓝之美等品牌协同，传递东方健康护肤理念。

图 9：松鹤楼传承苏帮菜



资料来源：松鹤楼公众号、信达证券研发中心

图 10：海鸥表历史底蕴深厚



资料来源：汉辰表业公众号、信达证券研发中心

豫园商置“轻重合一”谋发展，豫园灯会跨洋传递东方魅力。公司成立豫园商置集团，整合商业管理、地产开发、物业管理，实现“轻重合一”。这一举措既提升涉房板块经营质量与决策效率，又提升商管和物管底层资产运营能力，构建资产全周期服务体系，以轻资产模式提升资产价值和资源配置效率。公司举办的豫园灯会拥有 30 年历史沉淀，已从传统新春民俗灯会转型升级为现代城市文化 IP。它融合灯会 IP 打造“豫园年礼节”，结合民俗传统举办沉浸式场景活动，为游客提供逛购一体的沉浸式优质场景体验，成为展示东方生活美学的时尚秀场。2023 年，豫园灯会首次出海法国巴黎，吸引近 20 万当地观众，并收获了众多海外粉丝，成为向世界传播中国文化的标杆案例。2025 年，正值中泰建交 50 周年，豫园灯会走进泰国，进一步推动中国文化对外传播。

图 11：豫园股份文化 IP 理念



资料来源：豫园股份公众号、信达证券研发中心

以东方美学为核，构建创新研发体系。公司将“东方生活美学”作为置顶战略，这一战略贯穿于公司全生态体系，为研发工作提供了明确的方向和指引，要求研发从东方美学中挖掘灵感，将其融入产品与服务的设计、开发中，以满足消费者对品质和个性化的需求，创造差异化的产品价值。公司成立了珠宝、化妆品、饮食、茶饮、酒业等五大科创中心，提升在科创、研发、原创设计等“产业大脑”领域的力量。各科创中心针对不同产业特点开展研发工作，例如津美化妆品科创中心接轨国际，具备基础研究、产品研发、功效验证等能力，为旗下化妆品品牌赋能；文化饮食科创中心搭建“匠人型厨师+食品工程师”的核心团队，结合先进技术和设备，实现非遗技艺及老字号菜品的还原与创新，加速预制菜新品开发。

图 12：豫园股份旗下津美化妆品科创中心



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、信达证券研发中心

图 13：公司致力于对未来生活方式的引领与创新



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、信达证券研发中心

仓网升级控库存，数智增效拓全球。公司以数智化与全球化为双引擎，攻坚供应链管理：以科技为引领，运用大数据、AI 等技术构建智慧零售生态，打造线上线下全域流量场景，建立商品、空间、供应链和人的数字化全链接；上线珠宝仓网项目，落地深圳物流中心自动化建设，完成昆山电商仓搬迁及表业 WMS 系统搭建，夯实仓储基建；聚焦重点产业分类梳理库存，实现呆滞库存金额下降超 1.5 亿元、呆滞率降低 2.3%，提升库存周转效率；依托全流程损失分析与供应商集采竞合机制，达成采购成本节降 1.1 亿元、降本率 5.3%，强化成本管控；启动国际供应链能力建设，打通跨境链路，为 2025 年海外业务布局铺路，全面提升供应链效率与全球化运营韧性。

图 14：公司积极推动数字化建设



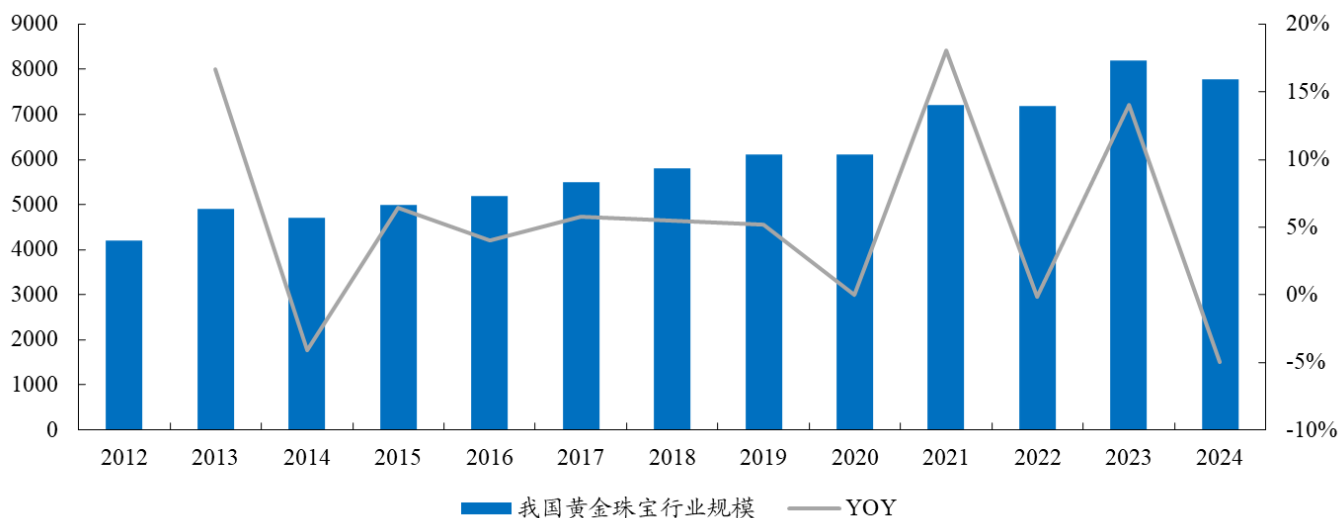
资料来源：豫园股份公众号、信达证券研发中心

2. 珠宝时尚：稳立潮头，多品牌全渠道构筑竞争壁垒

2.1 行业趋势：乘金价东风，精品金饰引领消费潮流

我国黄金珠宝行业整体规模稳步扩张，消费需求具有较强韧性。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，我国黄金珠宝行业规模已从 2012 年的 4200 亿元增长至 2024 年的 7788 亿元，年复合增长率约 5.3%。分阶段来看，2013-2019 年行业增长相对平稳，2020 年疫情等因素造成扰动，2021-2023 年，随着金价进入上行通道，黄金产品需求大幅增加，带动行业规模迈上新台阶，2024 年行业规模有所回落，我们认为主要系金价急涨至高位引起消费者短期观望情绪。

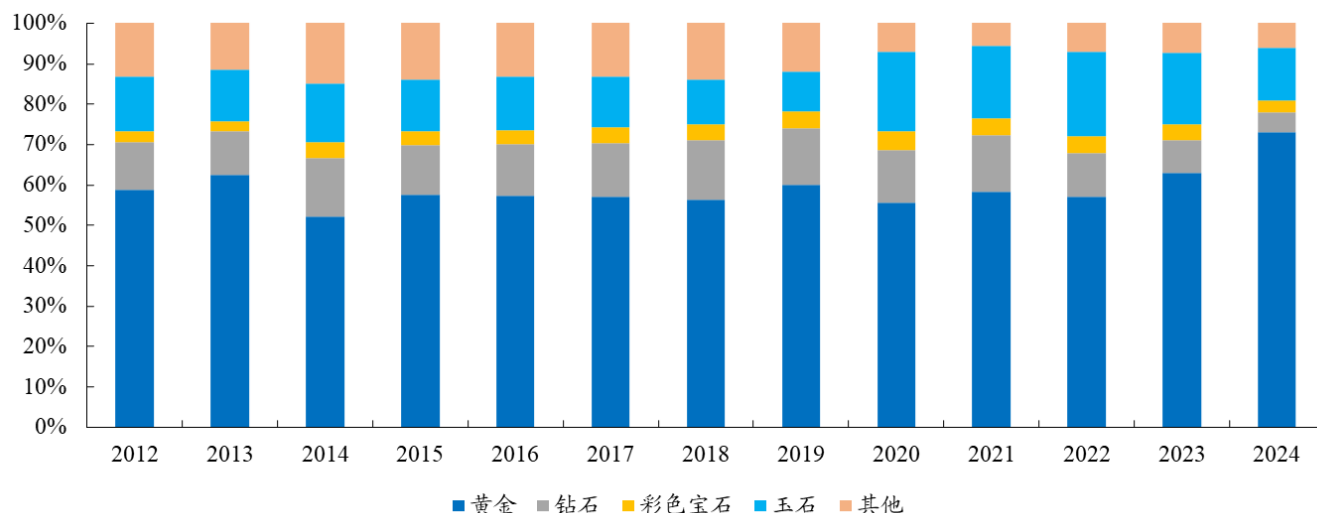
图 15: 我国黄金珠宝行业规模（单位：亿元、%）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、信达证券研发中心

从产品结构看，黄金品类占据主导地位，且近年占比持续提高。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，我国黄金珠宝行业以黄金品类为主导，且近年来伴随消费趋势变化占比持续提升。2024 年黄金品类约占我国黄金珠宝市场规模的 73%，其后依次为玉石（13%）、钻石（5%）、彩宝（3%）及其他首饰。

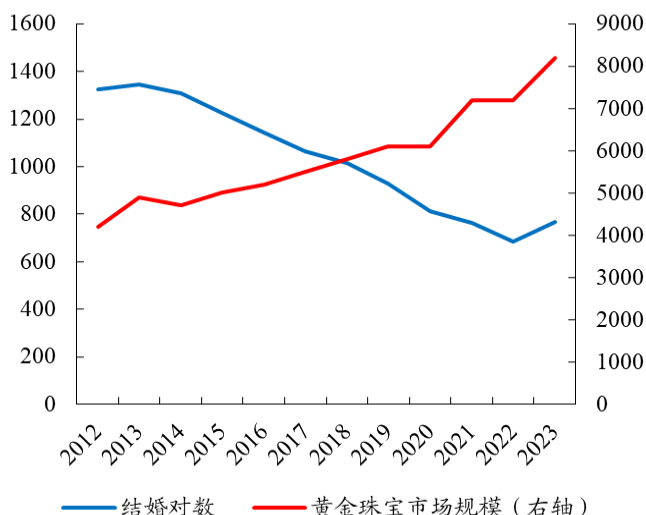
图 16: 我国黄金珠宝行业品类结构



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、信达证券研发中心

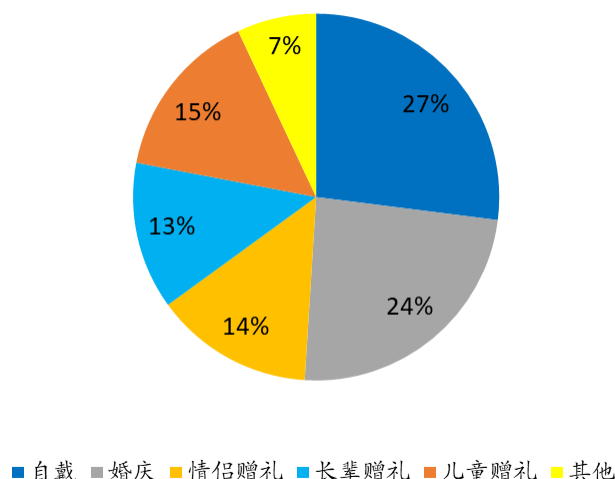
黄金品类消费需求场景正在变化，传统婚庆需求弱化，悦己等日常需求蓬勃发展。过往有观点认为，我国黄金首饰消费需求有较大比例来自传统婚庆场景，因此我国结婚人数的长期下滑趋势引起市场担忧，但从数据复盘看，近年尽管我国结婚对数整体承压，但黄金珠宝行业规模仍保持增长态势，表明存在其他需求增长因素驱动。根据世界黄金协会数据，2024 年我国黄金珠宝消费场景中，日常消费性质较突出的自戴场景已占到 27%（金额口径），高于婚庆场景 24% 的占比，反映受市场环境变化影响，黄金珠宝消费需求正发生结构性变化，传统婚庆依赖度明显弱化，悦己悦他等日常需求显著增强，贡献行业重要增量。

图 17：我国结婚对数与黄金珠宝行业规模（单位：万对、亿元）



资料来源：Wind、中国珠宝玉石首饰行业协会、上海黄金饰品行业协会、信达证券研发中心

图 18：2024 年我国黄金珠宝行业消费场景结构



资料来源：世界黄金协会、信达证券研发中心

黄金珠宝日常消费场景背后是“悦己、国潮、祈福”等精神层面追求。我们认为，当下我国消费者越来越多地寻求精神层面满足，体现在黄金珠宝行业则是日常消费场景快速发展，具体可进一步分为：（1）悦己：“她经济”下，越来越多女性消费者倾向于自费购买黄金首饰作为自我犒赏，事业进步、逛街出游等都是潜在购买动因；（2）国潮：随着文化自信力提升，消费者越发关注中华优秀传统文化，更加强调内涵与审美诉求，倾向为本土故事买单；（3）祈福：自古以来黄金便带有吉祥如意、幸福美满的寓意，在后疫情时代，美好的愿景更显珍贵。

图 19：黄金首饰满足女性悦己需求



资料来源：老庙黄金公众号、信达证券研发中心

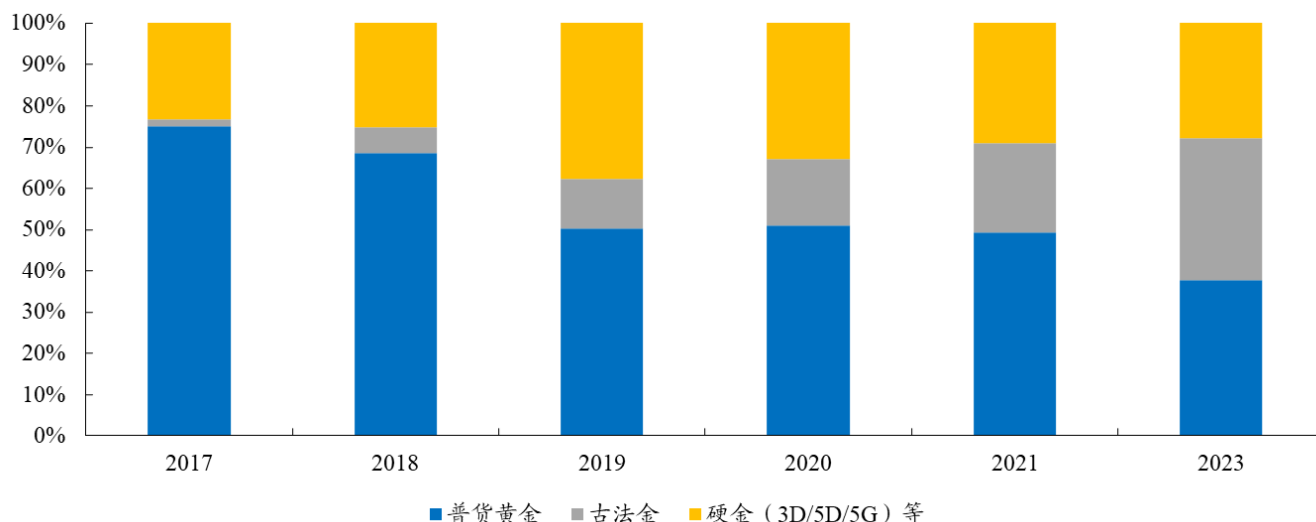
图 20：黄金首饰特殊造型蕴含“祈福”意义



资料来源：老庙黄金公众号、信达证券研发中心

工艺升级叠加设计思路创新推动黄金首饰结构性升级。近年黄金产品制造工艺持续更新，如古法/3D/5D/5G 等黄金新工艺的先后出现，带来产品外观、性能的提升，新工艺下，同等重量的黄金能够制成更大更美观的首饰产品，从而大大丰富供给端的产品选择，产品造型设计、IP 联名等方面的思路亦持续创新。根据世界黄金协会统计数据，我国黄金首饰中普货黄金占比从 2017 年起 70% 降至 2023 年约 38%，古法金占比快速提升至 34%，硬金类占比则接近 30%。我们认为，产品创新与情绪价值正共同驱动行业的结构性升级。

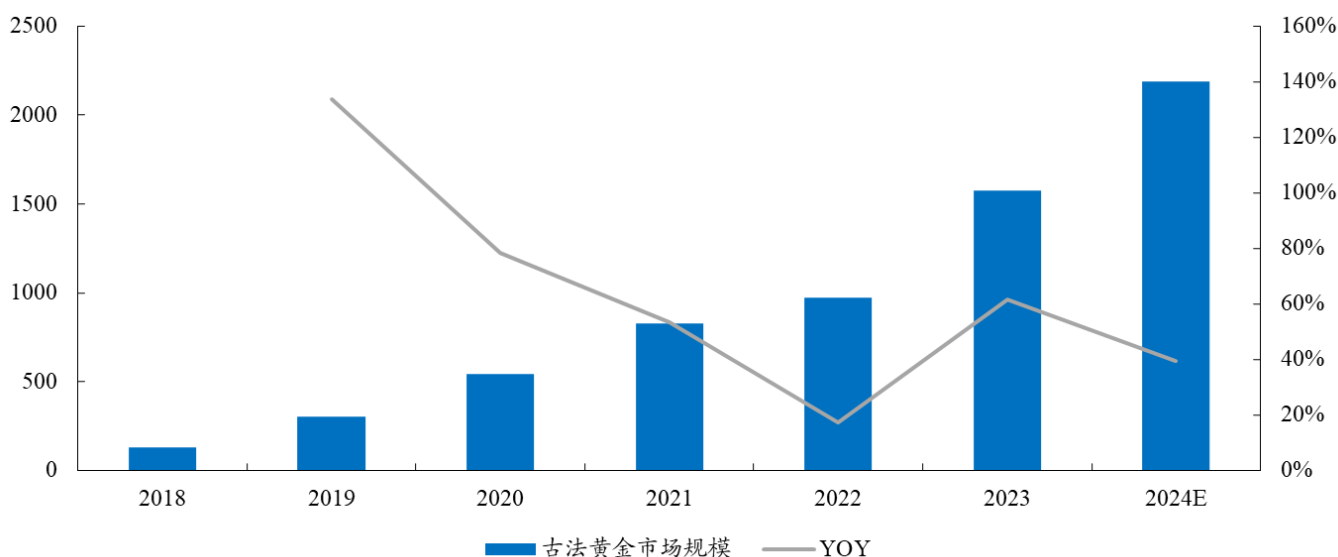
图 21: 我国黄金珠宝行业品类结构



资料来源: 世界黄金协会, 信达证券研发中心

古法黄金融合传统工艺与文化价值，正成为黄金消费市场重要增长点。随着“国潮”文化持续升温，越来越多消费者关注中华优秀传统文化与本土品牌，增强文化认同。结合产品看，古法金风靡是以上趋势的集中体现: 该产品主打中华传统文化与工艺，迎合消费者对本土故事的诉求，跳出传统婚恋场景，以“美”定位时尚单品，深挖佛教、民俗等文化，目前可见消费市场上已推出佛像、金刚杵、貔貅、葫芦、蝴蝶等多种造型元素，赋予诸多吉祥寓意。

图 22: 我国古法黄金市场规模 (单位: 亿元、%)

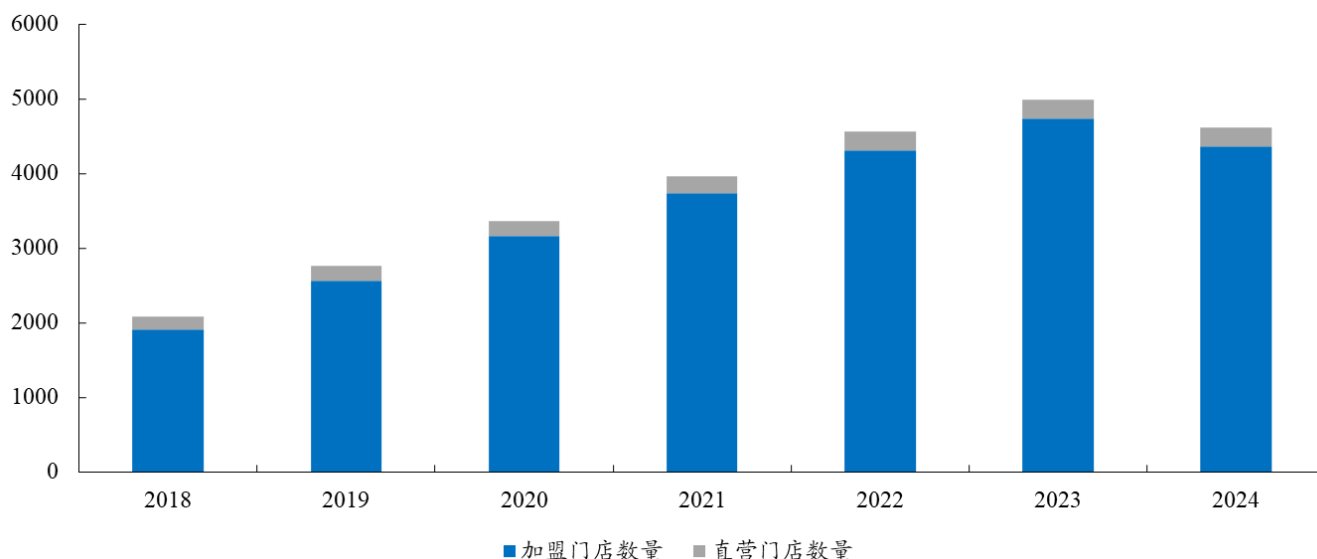


资料来源: 老铺黄金公司公告, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

2.2 渠道端：全渠道打通，直营树品牌，加盟拓规模

公司线下渠道以加盟为主导开拓市场，直营模式树立品牌标杆。公司黄金珠宝业务以“老庙”、“亚一”为主力品牌，2023 年及以前保持快速扩张势头，截至 2024 年底连锁网点合计达 4615 家，其中直营店 253 家，占比约 5.48%，加盟店 4362 家，占比约 94.52%，加盟为主、直营为辅。此外，公司旗下的法式珠宝品牌 DJULA 及露璨均以直营模式运营，分别拥有 17 家、1 家直营网点，聚焦高端市场与品牌调性打造。整体来看，公司的黄金珠宝渠道布局策略通过加盟模式快速拓展市场覆盖，并以直营网点强化品牌形象与核心区域管控。

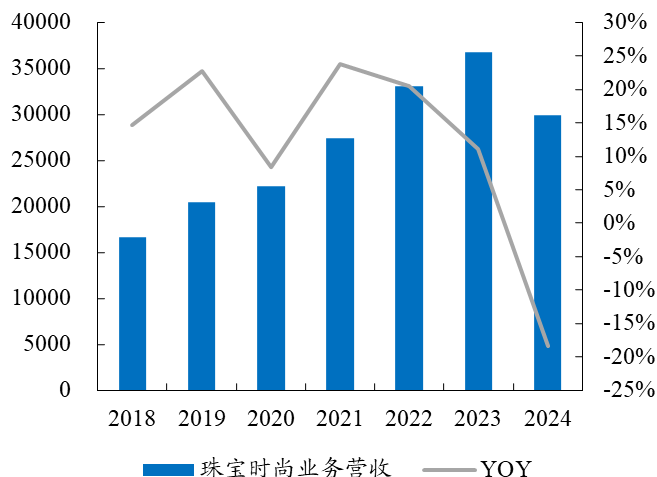
图 23: 豫园股份珠宝时尚门店数量



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

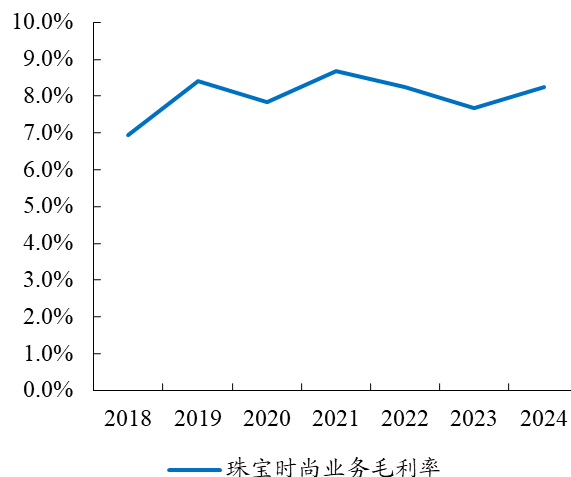
珠宝时尚业务经历高速增长后步入调整期，营收与盈利能力承压。2018-2023 年，公司珠宝时尚业务营收整体保持增长趋势，2023 年达到峰值约 367.3 亿元，2024 年受金价及消费环境影响，同比有所承压。毛利率方面，2021 年曾达到 8.7% 的高点，之后受产品结构等因素影响有所波动。整体来看，公司珠宝时尚业务当前面临一定增长压力，但我们看好公司通过产品优化、成本控制以及渠道调整等举措应对市场环境变化，迈过拐点再出发。

图 24: 珠宝时尚业务营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 25: 珠宝时尚业务毛利率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

线上渠道思路创新，联动营销推动增长。公司通过创新管理与数字化营销开拓线上渠道。一方面，基于全国战略布局和区域分级管理，优化珠宝加盟体系，提升智选门店数量，并升级会员系统；另一方面，核心品牌“老庙”和“亚一”与抖音本地生活深度合作，联动全国 2700 多家直营、加盟店，推出多款引流产品。通过抖音等平台，496 家智选门店成功对接公司会员系统，实现到店引流连带成交转化率 7.9%，探索数字化营销新路径。

图 26：豫园股份与抖音电商达成合作



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

数字化建设赋能珠宝时尚业务多环节。公司在数字化运用方面多管齐下，成效显著。一方面，强化终端管控，优化渠道结构，提升运营质量，截至 2024 年底，珠宝时尚门店中智选门店数突破 800 家；另一方面，拥抱新零售模式，老庙、亚一借助抖音生活服务平台为直营及加盟渠道引流，并大力发展抖音店播，其中老庙店播开店数超百家，为加盟商创造新的销售增长点。此外，公司打造运营决策平台，借可视化数据提高决策效率；构建全渠道会员生态，依用户画像精细化运营；打造柔性敏捷供应链，启用 RFID 设备提商品流通效率；升级供应链，建设深圳物流中心优化仓网布局，提高“好运宝”订单履约时效，全方位推动珠宝业务发展。

图 27：豫园股份数字化建设赋能多业务环节



资料来源：澎湃新闻、信达证券研发中心

2.3 产品端：古法新潮双驱动，多品牌矩阵激发消费活力

老庙古韵金：古今交融，国潮领航，圈粉年轻消费群体。老庙“古韵金”系列于 2018 年推出，秉持“古韵弄新潮”理念，融合传统文化与现代潮流设计，展现鲜明国潮风范与古今交融的时尚型格，并随时代审美创新迭代。该系列以产品力提升品牌力，传承中式文化经典，突破创新，以象征好运文化与美好寓意的金饰为载体，凭借别致新颖、兼具潮流感的设计，陪伴消费者重要时刻并送上好运祝福。通过时尚且多元的产品以及持续创新，在年轻消费市场成绩斐然。

图 28：老庙与大明宫联名推出古韵系列产品



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

老庙“一串好运”封神联名：一口价黄金的好运文化新潮流。公司旗下老庙品牌以“好运文化”为核心，打造差异化一口价黄金产品矩阵，其中“一串好运”系列聚焦 18-30 岁年轻群体，2024 年与《封神第二部》进行 IP 联名合作推出新品。此外还推出一串好运 2.0 版本，围绕“福、禄、寿、喜、财”五运概念，以年轻化设计语言焕新演绎商周凤鸟纹、饕餮纹等传统元素。产品既可单戴凸显个性，也能与同系列手串叠搭，适配通勤、聚会等多元场景，满足年轻人对个性、时尚与好运的多重需求。老庙通过线上线下联动的 IP 合作，强化品牌“好运”基因，将传统文化与神话魅力融入产品，使其不仅成为珠宝饰品，更化作承载美好愿景的精神寄托，成功引领一口价黄金的国潮新时尚。

图 29：老庙“一串好运”系列产品



资料来源：上海黄金饰品行业协会、信达证券研发中心

2.4 孵化东家金造，布局高端黄金市场

以“东家金造”品牌布局高端黄金市场。豫园股份通过赋能“东家平台”，以“东方生活美学”为置顶战略，创立“东家金造”品牌，开启黄金艺术新纪元。东家金造以“黄金艺术品”的差异化定位，将黄金金融属性与东方美学融合，打造兼具投资价值与传承意义的黄金艺术品，布局高端黄金市场。我们认为在中华优秀传统文化背景下，消费密钥或蕴含于东方美学的三维价值等式之中：金融价值、情绪价值、功能价值，三者融合有望为消费者提供全新黄金消费视角。

图 30：东家金造品牌理念



资料来源：上海国际时尚联合会公众号、信达证券研发中心

品牌深耕黄金艺术领域，以艺术家合作为特色。东家金造秉持艺术·匠心·生活的品牌哲学，联袂众多艺术家，共同升华黄金的艺术美感与收藏价值，创作出一系列灵感横溢的作品，涵盖艺术摆件、生活雅器及精致配饰等范畴。例如东家金造联合当代艺术家邱启敬联袂推出“观山海”系列作品，包括“观山海·龙神”金玉摆件、“观山海·吉量”金玉摆件等，以邱启敬代表性的“山海经”系列神兽雕塑为蓝本，把艺术家的思想装进黄金，从艺术的角度创造出能够触达生活质感的摆件。此外，品牌还与金工艺术家汪旺合作推出“且听”、“龙吟”等黄金茶壶、茶具系列作品，均采用“一张打”全手工纯金制作，每件作品都在艺术家结合当下的体悟与工艺的互动中，耗时数月精心锻造完成。

图 31：东家金造“观山海·吉量”金玉摆件



资料来源：上海黄金饰品行业协会、信达证券研发中心

图 32：东家金造“且听·山古”黄金茶壶



资料来源：上海黄金饰品行业协会、信达证券研发中心

3. 其他消费板块：延续传统，引领潮流

3.1 餐饮管理与服务：传承饮食文化，发挥运营能力优势

老字号新活力，传承经典再出发。公司文化饮食业务跻身全国餐饮百强，旗下拥有多个百年中华老字号及非遗项目等荣誉，比如松鹤楼、南翔馒头店、上海老饭店。业务涵盖正餐、休闲餐饮、美食广场和潮流娱乐，构建了完善的饮食产品组合与产业链。近年成立文化饮食科创中心，加大消费者洞察、产品研发、锁鲜技术创新等科创投入，挖掘饮食文化内涵，以现代方式演绎经典，延伸品牌授权及餐饮名店食品授权业务。

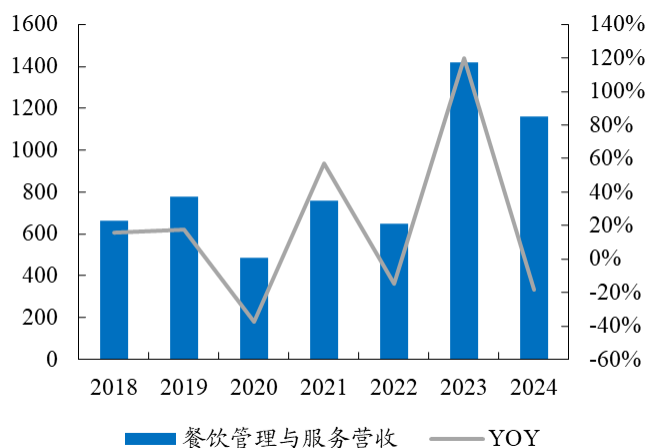
图 33：豫园股份餐饮管理与服务业务矩阵

名称	介绍
松鹤楼	松鹤楼建立于清乾隆初年，迄今已有二百六十多年的历史，是一家历史悠久、饮誉海内外的苏帮菜馆。菜品用料新鲜、四季有别、因材施艺、精烹细作、讲究火候、鲜甜可口。
南翔馒头店	“天下一笼，上海味道”的南翔馒头店位于豫园九曲桥畔，光绪二十六年（公元1900年）嘉定县南翔镇吴翔升在此开设点心店，起初店名叫长兴楼，后改为南翔馒头店，专门制作出售南翔小笼馒头。
上海老饭店	始建于清光绪元年（公元1875年）。弘扬中华饮食文化之博大，兼容并包，故有“品味源头上海菜，驻足百年老饭店”之美誉。
绿波廊酒楼	绿波廊酒楼原址为明代嘉靖年间建筑的茶坊，为潘氏豫园西面的楼阁群之一。公元1924年，西园楼阁的一部分曾开设茶楼，取名「乐园阁」。1979年，旧楼修缮改建为餐厅，起名为“绿波廊”。
上海德兴馆	德兴菜馆是本帮菜的发源地，创建于清光绪九年（公元1883年），民国时期，杜月笙、黄金荣等人都是著名的德兴菜馆食客。
春风松月楼	春风松月楼素菜馆始创于清宣统二年（1910年），是沪上现存最老的素菜馆，由当年邑庙名绅沈步瀛题联“春风和煦能容物，松月清幽不染尘”，使之成为春风松月楼，至今已有一百多年的历史。
老城隍庙	老城隍庙是源自上海的中华老字号，秉持“福运、地道、养生”的品牌价值主张，传承匠人技艺、严选食材，随着国潮复兴，产品年轻化，引领东方美食文化新潮流。

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

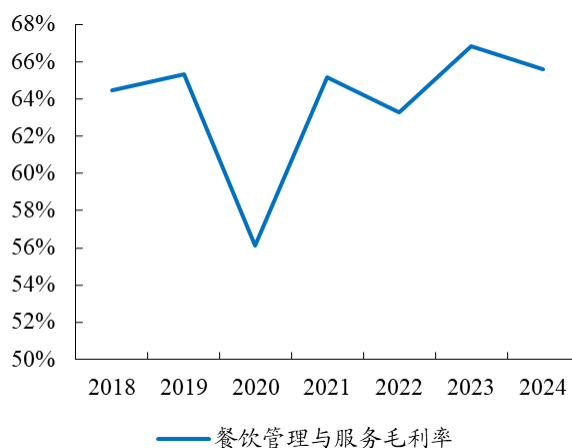
业务规模已迈上新台阶，盈利能力相对稳定。2018–2022 年，公司餐饮管理与服务业务营收整体保持稳定，2023 年理顺品牌矩阵迈上新台阶，营收达 14.2 亿元，同比增长约 120%，2024 年有所回落。毛利率方面则相对稳定，2021 年以来基本维持在 60%以上，2023 年达到 66.8%的高位，展现出较强盈利能力和成本控制水平。我们看好公司餐饮业务具备持续扩张的潜力和稳健的盈利基础。

图 34：餐饮业务营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 35：餐饮业务毛利率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

短期推动门店调优，重心转移至单店质量提升。截至 2023 年末，公司共有文化饮食直营网点 220 家，其中松鹤楼 185 家（苏式正餐 12 家、苏式面馆 173 家）；2024 年公司开始瘦身健体、调优门店，赋能主业发展，选择关闭非必要的门店，重心放在培育业绩优秀的门店。截至 2024 年末，公司共有文化饮食直营网点 166 家，其中松鹤楼 142 家（苏式正餐 11 家、苏式面馆 131 家）。2025 年 4 月 3 日，中华老字号松鹤楼出海伦敦首店开业，迈出品牌出海第一步。

图 36：松鹤楼伦敦店开业



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

长期来看，公司有望保持轻资产扩张，全球化链动升级。公司餐饮板块以松鹤楼、南翔馒头店两大老字号为核心引擎：国内市场直营为主调优门店提质量，海外市场聚焦轻资产模式加速拓店，依托高回报率零售渠道覆盖多元场景，提升市场渗透率；同时供应链端新建松鹤楼生产基地，深化“一品一链”创新升级，以更具竞争力的产品品质与成本优势支撑规模扩张，推动两大老字号从区域标杆迈向全国性乃至全球性餐饮品牌，成为豫园文化饮食板块业绩增长的核心动能。

图 37：松鹤楼苏式汤面与南翔馒头店



松鹤楼面馆



南翔馒头店

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

3.2 食品、百货及工艺品：从特色传承到高标准商业化

依托商圈影响，激活消费潜力。公司食品、百货及工艺品业务涵盖了老城隍庙等豫园旗下知名食品、百货及工艺品品牌的店铺，比如如意情、真尝家、乔老爷；同时依托东家 APP、东家守艺人、中华老字号等文化资产，集聚中国经典工艺和创新设计力量，聚焦经典时尚的文创产品开发及运营，持续挖掘中国优秀传统文化和品牌价值、开启老字号品牌焕新工作，传递东方美学，智造品质生活。这些门店依托于豫园商圈的品牌影响力与商业资源，布局在核心商圈及旅游景区等，占据了有利的商业位置。

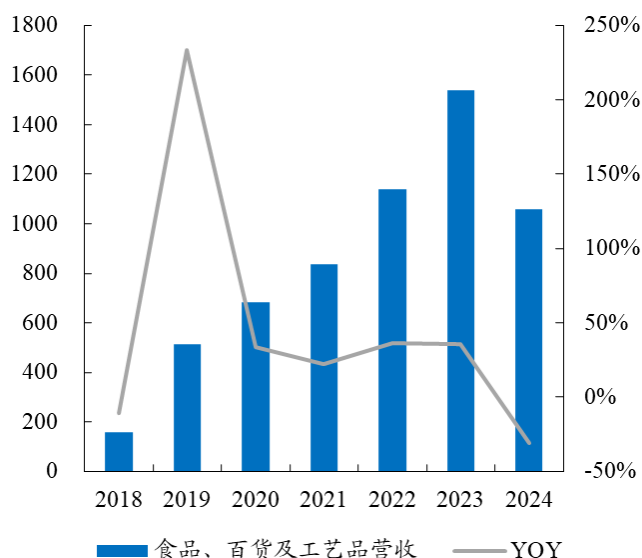
图 38：豫园股份饮食消费理念



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

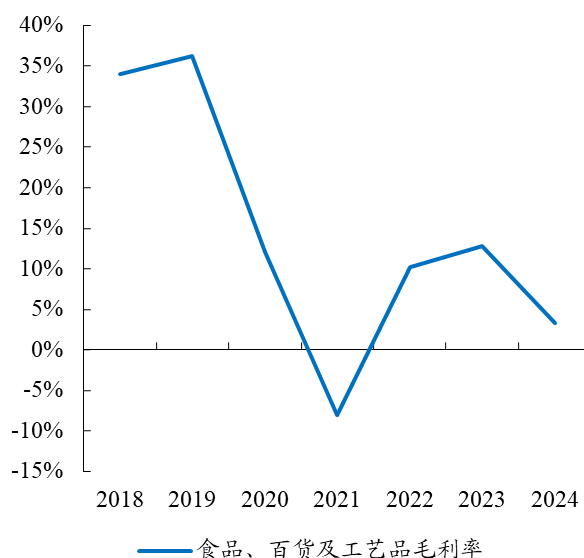
营收保持增长，盈利能力有所承压。2018–2023 年，食品业务营收保持增长态势，尤其是 2019 年同比增速迅猛，增速达 221.3%，2023 年业务营收达到峰值，2024 年有所下滑。毛利率方面则有所承压：2018–2019 年处于较高水平（30%–40%），但 2020 年往后降到较低水平。

图 39：食品、百货及工艺品业务营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 40：食品、百货及工艺品业务毛利率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

老字号菜品现代演绎，真尝家传承创新融合并重。依托豫园旗下丰富的老字号餐饮资源，“真尝家”以便捷餐饮食品为载体，深入挖掘经典菜品与餐厅配方，通过现代食品加工技术，实现传统风味的快消化呈现。品牌甄选如松鹤楼苏式面、上海老饭店和德兴菜馆的本帮菜、绿波廊海派佳肴等核心菜品，研发成高品质的预包装产品，兼顾口味还原与健康营养，满足家庭场景中“快捷但不将就”的消费需求。此举不仅实现了老字号菜系的年轻化转化，更推动品牌在新消费趋势中延展生命力，焕发时代新魅力。

图 41: 真尝家产品图



资料来源：真尝家公众号、信达证券研发中心



图 42: 真尝家品牌矩阵



资料来源：豫园商城公众号、信达证券研发中心

科创赋能工艺·IP 联动会员：豫园食品百货工艺品未来新路径。公司 2022 年成立豫园文化饮食集团科创中心，聚焦饮食科技创新。近年来，科创中心解析传统菜式核心数据，以现代化工艺破解预制菜风味流失难题，实现老字号招牌菜标准化生产与家庭场景渗透；通过“文化+ IP”跨界合作，开发国漫联名包装、非遗主题礼盒等产品，借豫园灯会等场景植入激活品牌年轻势能；以三大入口打通会员体系，整合食品、餐饮、文旅数据实现精准推送与跨产业流动赋能，构建“科技提效、IP 破圈、会员共生”的产业生态，推动老字号从技艺传承向创新驱动的现代化产业跨越。

图 43: 老城隍庙与巧虎联名



老城隍庙

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

图 44: 乔老爷专注海派糕点



乔老爷

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

3.3 化妆品：研发为核，内生发展与外延并购双管齐下

公司化妆品业务采取内生发展与外延并购双管齐下。公司化妆品业务品牌矩阵丰富：把以色列国宝级护肤品牌 AHAVA 并入业务板块，该品牌依托死海矿物资源打造滋养修护产品；打造高端草本品牌 WEI 蔚蓝之美，品牌理念“平衡为美”，融合东方草本与现代科技，推出明王朝御容系列等抗老产品；愈感是豫园股份凝聚医疗健康领域以及旗下津美科创中心的研发实力所打造的皮肤学级护肤品牌，独创“Yohealix-4R 愈修元”成分，经三甲医院验证有效舒缓修护肌肤。三大品牌彰显公司平台能力，覆盖多样化护肤场景，构建差异化美妆品牌矩阵。

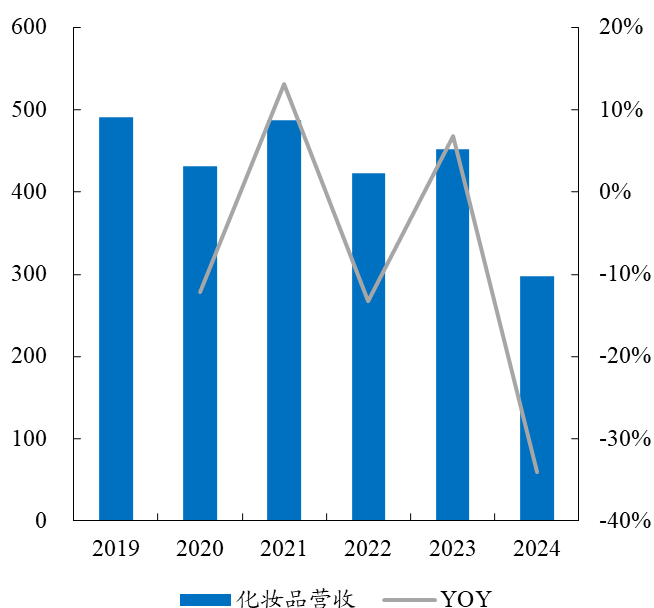
图 45：公司旗下化妆品品牌



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

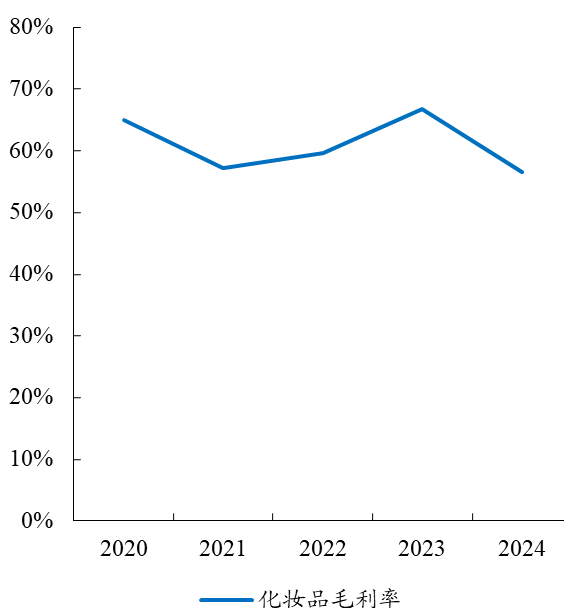
业务近年来经营表现波动较大。公司化妆品业务 2019-2023 年整体规模相对稳定，2024 年受消费环境与行业竞争等因素影响，营收有所承压；毛利率方面，2023 年一季度达到约 66.75% 的高点，2024 年则回落至近五年最低水平。整体看，该板块仍需在产品竞争力、市场拓展和成本控制方面持续优化。

图 46：化妆品业务营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 47：化妆品业务毛利率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

3.4 时尚表业：收购国民品牌，传承国货之光

腕表业务：收购整合三大国民品牌，传承中国制表历史荣光。公司通过旗下汉辰表业集团布局腕表业务，深度整合中国表业品牌资源：2019 年收购曾创造新中国制表里程碑的“海鸥”（天津手表厂核心品牌，1955 年研制首块粗马手表）与“上海”（上海手表厂品牌，1955 年推出首块细马手表），2020 年与创始于 1957 年的“孔雀”表达成全面战略合作，形成“上海+海鸥+孔雀”的国民腕表品牌矩阵。三大品牌均承载着中国制表工业从“零”到“一”的突破历史，豫园股份秉持“记录家庭幸福时光”的愿景，推动传统制表工艺与现代美学融合，向国际钟表品牌集团目标迈进。

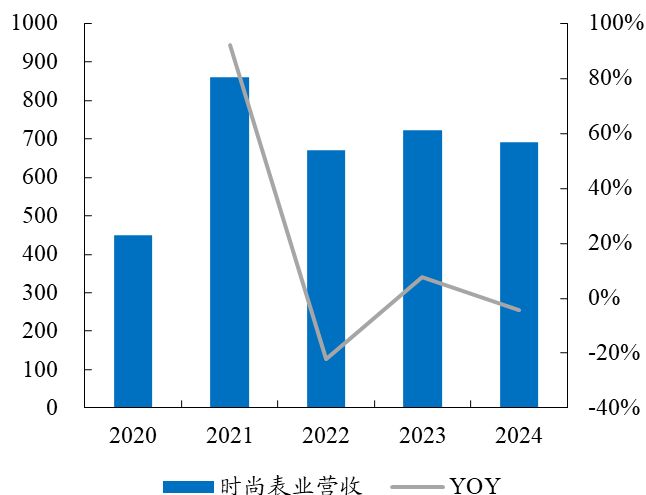
图 48：汉辰表业旗下品牌“海鸥”、“上海”



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

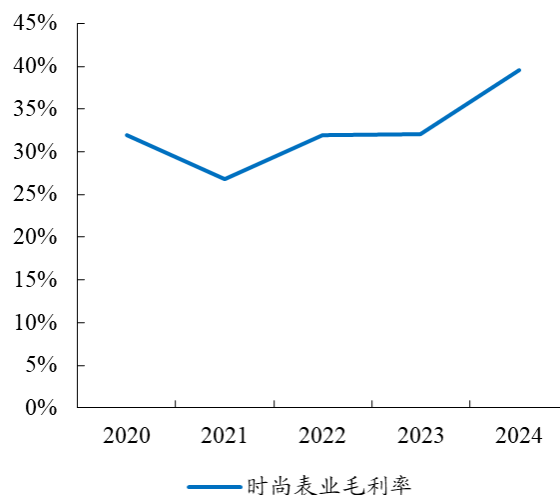
时尚表业业务盈利能力向好。2021 年公司时尚表业业务迎来营收高点，约 8.6 亿元，2022-2024 年有所回落并保持在相对稳定水平；毛利率表现向好，2024 年约 39.5%，达到近年高点。整体来看，我们认为公司时尚表业业务虽然营收增长有所放缓，但盈利能力向好彰显品牌势能与运营能力，未来在产品、渠道、营销等维度厚积薄发，具备可观成长潜力。

图 49：时尚表业业务营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 50：时尚表业业务毛利率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

表业旗下品牌技术与时尚融合，产品多元出彩。公司旗下汉辰表业控股的“海鸥”和“上海”两大腕表品牌，积极优化业务结构，聚焦品牌建设。以技术为本，融合艺术与时尚元素，构建差异化产品矩阵。海鸥表推出如“三足金乌”三问报时金雕动偶等 70 周年高端复杂创新产品，助力品牌升级；还依托自研机芯打造潮流爆款，例如复古电视机系列 GMV 超千万，大月相潜水机械表 GMV 超 300 万。上海表致敬系列 X DOE 限定版限量 100 枚，市场反响良好，2024 年上海表成为世界 F1H2O 摩托艇锦标赛上海大奖赛官方计时合作伙伴。

图 51: 海鸥表推出如“三足金乌”三问报时金雕动偶



海鸥表大师海鸥系列“三足金乌”三问报时金雕动偶腕表

资料来源：汉辰表业公众号、信达证券研发中心

图 52: 上海表见证中国表业技术发展



资料来源：上海表公众号、信达证券研发中心

多维并进，迈向全球新征程。公司时尚表业通过 FES 系统降本增效，推进精益改善；积极拓展全球化渠道，进驻跨境平台，新增 TIKTOK 全托管、LAZADA 等线上渠道，线下发力免税渠道，并在中国港澳、东南亚、俄罗斯等地区开展经销合作，2024 年海外业务营收较 2023 年提升约 70%。我们认为，国潮文化不断渗透各类消费赛道，“海鸥”、“上海”两大国民品牌有望继续立足自身品牌及技术优势，融合传统文化与高端技艺，创新设计、拓展渠道，提升国内市场份额，并推动中国腕表走向世界，提升全球影响力，打开新的成长空间。

图 53: 豫园股份时尚表业业务积淀深厚



技术专利与行业标准

资料来源：公司官网、信达证券研发中心



中国钟表大师

3.5 商业综合运营与物业综合服务&物业开发与销售

成立豫园商置集团，轻重合一。2024 年公司通过成立豫园商置集团，整合商业管理、地产开发、物业管理，实现“轻重合一”，一方面提升涉房板块经营质量和决策效率，通过运营增值，加大存量非核心项目退出力度；另一方面通过持续提升商管和物管底层资产运营核心能力，构建资产全周期服务能力，以轻撬重提升资产价值，提高资源配置效率。豫园商城处上海老城厢城市中心，作为“最上海、最中国、最世界”的世界级文化商业地标，整合了民俗、风雅与海派文化，集商业运营、文化展示、城市地标功能于一体，展现豫园股份在商业地产与城市功能产业领域的运营实力。复地产发集团作为兼具产业投资运营与蜂巢城市智造能力的平台型企业，汇聚全球优质产业资源，为城市提供“产城融合”解决方案，助力区域产业发展与城市更新。

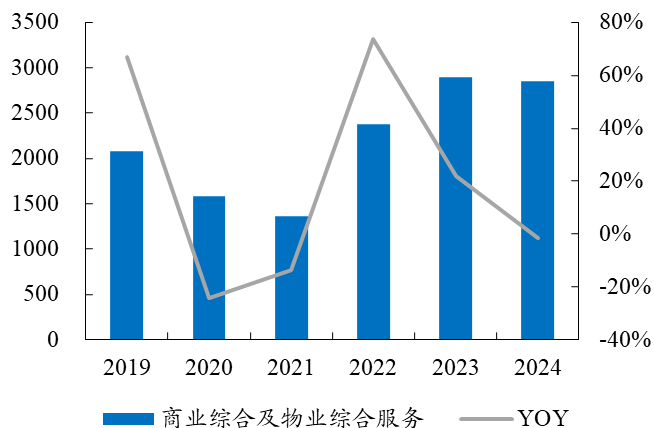
图 54: 豫园商城是“最上海、最中国、最世界”的世界级文化商业地标



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

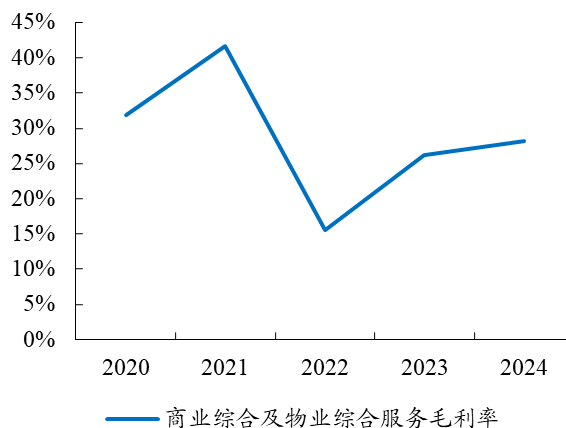
商业综合运营与物业综合服务营收相对稳定，盈利能力有所承压。2021-2024 年，公司商业综合运营与物业综合服务业务整体呈现增长趋势，尤其 2022 年实现营收约 23.8 亿元，同比增长约 73.7%，此后保持在较高水平；毛利率方面，2021 年公司商业综合运营与物业综合服务业务毛利率达到 41.7% 的较高水平，2023-2024 年稳定在 25%-30% 之间。

图 55: 商业运营与物业综服业务营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 56: 商业综合运营与物业综合服务毛利率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

大豫园片区：从湖心亭修缮到 BFC 场景创新的文化影响力重构。7 月 10 日，湖心亭历时近 2 年的保护性修缮，正式向公众开放。湖心亭作为上海豫园的核心文化地标，其修缮与运营由复星旗下的豫园股份主导。此次焕新并非简单的整修，而是一次传统与现代、保护与创新的深度对话，它既守护着历史的厚重，也以年轻化与国际化的姿态，向世界展现中华茶文化的恒久魅力，为大豫园片区的文化发展乃至上海的城市历史文化空间带了新潮的温度。而与湖心亭的“历史焕新”形成时空对话的，是 BFC 外滩金融中心以“时尚潮流、文化艺术、美食美酒、人宠友好”四大核心业态为支柱，构筑起一个充满活力、极具包容性与前瞻性的“时髦风尚新地标”。

图 57：豫园商场湖心亭



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、信达证券研发中心

图 58：BFC 南区门头巨型玩具盒



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、信达证券研发中心

豫园二期、三期逐步落成，商业潜力可观。豫园二期项目聚焦“原创首发”定位，未来或将逐步引入更多品牌展售旗舰店、城市文化概念店、品牌跨界联名店。豫园三期项目将引入百年经典零售或生活方式品牌与在地文化结合的旗舰店、国际秀场等，打造兼具经典与潮流文化的时尚风尚场。我们预计随着二期、三期项目的逐步落成，大豫园项目规模有望超百万方，商业运营面积大幅提升，组成部分中的 BFC 和豫园一期均已成熟运营，大豫园片区有望成为新一代城市文化地标，整体片区潜力可观。

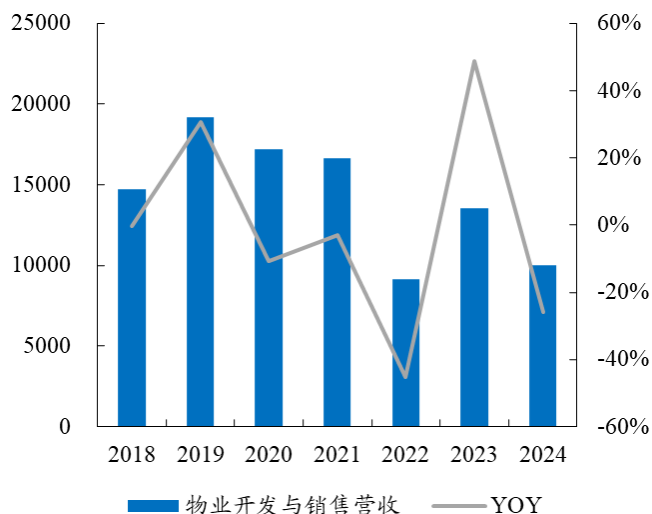
图 59：大豫园项目效果图



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

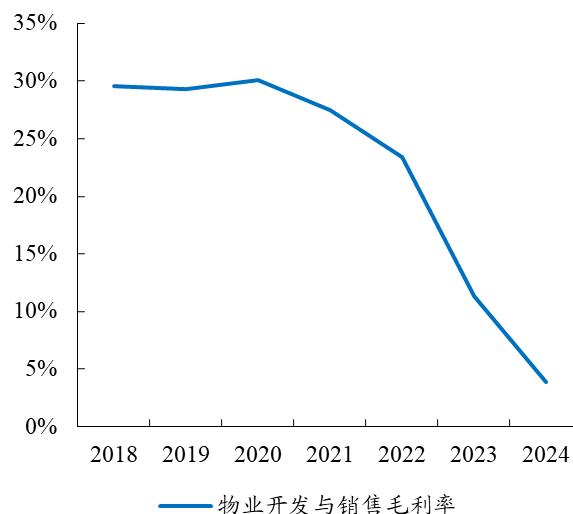
物业开发与销售近年来营收规模与盈利能力均有所承压。2019-2024 年，公司物业开发与销售业务营收与盈利能力整体呈现走弱趋势，收入端主要系房地产行业整体下行趋势，盈利能力方面主要系公司为加速库存去化以回笼资金进行了一定让利。

图 60: 物业开发与销售业务营收及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

图 61: 物业开发与销售业务毛利率



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

多元赋能，共筑产城融合新典范。公司积极推进产城融合战略，打造多个特色鲜明的项目。成都复星国际金融中心作为成都金融城第一高楼，汇聚中国西部金融产业，充分发挥产业运营优势；南京复地明日之城是“产业+创新+创投”的发展沃土，面向智能制造、生命科技等产业，具备总部经济、项目孵化等功能；上海徐汇滨江复星中心则是城市绿色宜居之地，导入优质健康产业，促进城市、产业与人居协调发展。这些项目从金融、科技、商业、时尚、健康等多领域发力，助力区域产业升级与城市发展，彰显产城融合的强大活力与潜力。此外，公司参与开发的福佑路项目东临外滩金融中心、西接豫园商城。根据规划，福佑路项目纳入整体开发之后，将与现有的豫园商城、外滩金融中心，以及即将启动建设的豫园二期项目等，共同组成一个总建筑面积超过 100 万平方米的超级文化商业综合体，涵盖文化、商业、办公、旅游、休闲、娱乐、居住等诸多功能。

图 62: 复地产发项目

名称	项目图片	介绍
成都复星国际金融中心		成都金融城第一高建筑地标，汇聚中国西部金融产业，发挥深度产业运营优势
南京复地明日之城		智造“产业+创新+创投”的沃土，面向智能制造、生命科技、人工智能、金融科技等产业，体现总部经济、优质项目聚落、项目孵化及加速等功能
珠海复地·星愉湾		引入豫园股份旗下中华老字号，商业资源及先进的运营理念，焕新岭南文化商业新名片
云尚·武汉国际时尚中心		打造为华中首屈一指的亚洲原创时尚产业聚集区，以服贸为核心的产业中心，以服装为核心的时尚中心
上海徐汇滨江复星中心		城市罕见绿色宜居之地，导入配置优质健康产业，促进城市、产业和人居的协调发展

资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

图 63: 豫园股份房地产开发投资情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

序号	地区	项目	经营业态	项目状态	用地面积 (平方米)	项目规划计 容建筑面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	在建建筑面积 (平方米)	已竣工面积 (平方米)	总投资额 (亿元)	2024 年实 际投资额
1	上海	金豫兰庭	住宅、商业	竣工项目	64,659.00	130,498.98	174,744.24	0	174,744.24	12.27	0.49
2	上海	金豫阁	商业	拟建项目	4,685.01	14,555.00	27,456.00	0	0	5	0.03
3	上海	申公馆	商业	竣工项目	121,953.90	221,641.00	305,024.13	0	305,024.13	25.16	0
4	上海	紫藤里	住宅	竣工项目	12,414.20	18,833.00	28,559.56	0	28,559.56	4.97	0
5	上海	星光耀广场	商业、其他（商住）	竣工项目	69,332.00	199,967.00	299,212.00	0	299,212.00	42.11	0.48
6	上海	徐汇滨江复星中心	住宅、商业、办公	在建项目	39,062.20	120,000.00	219,995.89	161,861.09	58,134.80	78.55	6.06
7	上海	金山新城	住宅	竣工项目	107,749.30	193,948.74	276,940.90	0	276,940.90	46.41	2.9
8	上海	金山项目	住宅、商业	在建项目	49,054.80	88,289.65	127,725.25	31,452.75	96,272.50	12.97	0.06
9	上海	豫园二期项目	商业	拟建项目	21,201.00	0	140,000.00	0	0	67	3.02
10	上海	福佑路项目（注1）	住宅、商业、办公	拟建项目	108,223.50	178,540.14	426,382.00	426,382.00	0	208.77	7.63
11	南通	如豫苑	住宅、商业、办公	竣工项目	124,256.00	152,471.98	226,388.79	0	226,388.79	15.5	0.88
12	南通	星光城花园	别墅、住宅、车位、储藏室、商业	竣工项目	176,145.66	336,964.93	472,946.21	0	472,946.21	23.32	0.07
13	北京	复地时代中心	办公、商业、公寓	在建项目	37,656.00	131,600.00	226,732.92	159,784.00	66,948.92	46.17	0.28
14	北京	复地金融中心	办公、商业	竣工项目	8,949.00	89,000.00	110,782.77	0	110,782.77	25.62	0.07
15	北京	复地中心项目	办公、商业、公寓	竣工项目	17,815.38	133,500.00	180,750.80	0	180,750.80	38.92	0.04
16	重庆	中央公园	住宅、商业、车位、医院	在建项目	70,074.00	149,049.71	206,788.03	59,656.71	147,131.32	18.26	0.67
17	南京	宴南都	住宅、商业	竣工项目	73,226.68	303,999.94	390,994.62	0	390,994.62	42.28	0.26
18	南京	御钟山	住宅、商业	在建项目	214,706.90	303,579.05	463,584.17	91,147.88	372,436.29	70.08	0.43
19	南京	大鱼山居	住宅、酒店	在建项目	99,201.90	109,247.61	176,687.63	49,986.06	126,701.57	26.29	1.49
20	南京	明日之城	住宅、商业、办公、公寓	在建项目	99,653.04	281,214.05	398,417.06	274,887.89	123,529.17	62	3.91
21	合肥	云谷名庭/智慧金融城	别墅、住宅、商铺、办公	在建项目	292,489.39	731,223.48	1,007,870.00	182,806.84	825,063.16	66	1.61
22	杭州	御溪花苑	住宅、公寓、商铺	竣工项目	63,814.00	104,909.85	153,939.09	0	153,939.09	24.15	0
23	杭州	悦之城	住宅	竣工项目	78,281.00	139,829.15	197,258.19	0	197,258.19	13.42	0.01
24	杭州	壹中心·星尚发展大厦	酒店式公寓、办公楼、商铺	竣工项目	15,100.00	107,082.47	154,164.92	0	154,164.92	13.75	0.02
25	杭州	壹中心·复尚发展大厦	酒店式公寓、商铺	竣工项目	13,198.00	65,690.94	90,904.97	0	90,904.97	9.2	0.1
26	杭州	复创云城	商业、办公、酒店	竣工项目	67,276.00	145,659.39	223,275.53	223,275.53	0	25.95	0.33
27	武汉	复地·悦城	住宅、商铺	竣工项目	137,171.32	472,711.00	546,239.04	0	546,239.04	22.8	0
28	武汉	复地·新港城	住宅、商铺、公寓	竣工项目	66,596.18	307,874.74	362,979.26	0	362,979.26	36.87	0.04
29	武汉	东湖国际	住宅、商铺	竣工项目	465,799.02	819,290.65	1,365,516.63	0	1,365,516.63	89.6	0.23
30	武汉	云尚武汉国际时尚中心	商业、办公	竣工项目	53,218.63	450,787.03	559,990.92	0	559,990.92	93.16	0.76
31	天津	复创云城	住宅、商业	在建项目	45,276.00	239,815.00	363,798.00	135,640.04	228,157.96	32.98	0.31
32	天津	悦城花园	住宅、商业	在建项目	378,329.70	523,610.00	602,274.00	105,640.00	496,634.00	40.72	0.46
33	天津	林与里	住宅、产业用房	在建项目	204,783.10	258,806.00	360,619.00	178,960.10	181,658.90	35.1	0.96
34	长沙	麓玉国际	住宅、商业、办公	在建项目	32,077.07	167,311.16	223,709.45	0	223,709.45	20.54	0.34
35	长沙	星光天地	住宅、商业、办公	竣工项目	41,429.64	211,415.20	257,626.31	0	257,626.31	16.97	0.06
36	长沙	滨江悦府	住宅、商业、办公、公寓	在建项目	60,549.68	242,198.72	320,481.20	27,458.77	293,022.43	29.31	1.77
37	珠海	星瀚湾	住宅、商业、车位	在建项目	255,267.65	423,773.30	562,152.32	445,675.65	116,476.67	76.87	1.9
38	长春	卡伦湖生态城	住宅、商业、酒店	在建项目	362,504.00	568,779.00	701,713.00	494,289.00	207,424.00	40.8	0
39	苏州	星光耀广场	住宅、商业	竣工项目	174,509.30	523,280.41	703,214.71	0	703,214.71	35.16	1.26
40	苏州	健康蜂巢商务中心	商业	竣工项目	15,902.30	95,367.83	111,822.31	0	111,822.31	8.4	0.01
41	苏州	鹿溪雅园	住宅、商业	在建项目	80,097.00	182,621.16	265,598.21	62,088.52	203,509.69	40.1	1.86
42	三亚	复地·鹿岛	住宅	竣工项目	78,320.93	199,680.00	241,845.92	0	241,845.92	48.89	0.08
43	三亚	三亚超级地中海项目	住宅	拟建项目	93,571.11	140,356.67	230,656.22	230,656.22	0	53.97	10.62
44	宁波	星悦中心	住宅、商业、公寓	竣工项目	39,769.00	198,781.00	290,921.99	0	290,921.99	44.4	1.56
45	宁波	复地江城国际	住宅	竣工项目	28,585.40	49,411.00	68,057.00	0	68,057.00	8.14	0
46	宁波	星悦兰亭	养老公寓、养护医疗	竣工项目	28,727.00	66,962.50	66,978.50	0	66,978.50	4.83	0
47	昆明	复地云板	住宅、商业、公寓	在建项目	113,024.60	479,550.17	644,430.35	171,452.06	472,978.29	75.33	0.57
48	昆明	抚仙湖一期	联排、合院、别墅、洋房、商业	拟建项目	217,692.00	186,552.00	186,552.00	0	0	22.2	0.01
49	云南澄江	横大路项目	洋房、合院、叠墅、商业独栋/双拼	拟建项目	323,903.00	536,405.20	536,405.20	0	0	28.59	0.33
50	成都	复地·金融岛	住宅、商业	在建项目	119,968.67	695,818.29	953,333.40	341,585.72	611,747.68	81.9	1.08
51	成都	武侯锦锦项目	住宅、商业、办公	在建项目	87,415.69	214,249.00	301,256.17	301,256.17	0	35.05	5.31
52	成都	天府湾	住宅、商铺	在建项目	364,627.95	911,569.88	1,254,159.37	749,189.91	504,969.46	78.64	1.8
53	余姚	星光御墅	别墅、住宅、商铺	竣工项目	87,910.00	175,817.82	237,797.04	0	237,797.04	13.29	0
54	余姚	星光华府	住宅	竣工项目	36,392.00	80,062.40	106,592.77	0	106,592.77	5.8	0
55	台州	星光耀	住宅、商业	竣工项目	129,924.00	332,639.92	454,425.32	0	454,425.32	28.9	0.23
56	泉州	星光耀广场	住宅、酒店、SOHO、甲写、商业、车位	竣工项目	118,158.70	554,114.59	770,291.18	0	770,291.18	39.05	0.07
57	西安	复地大华1935	商铺、公寓	竣工项目	16,840.99	47,154.77	71,629.02	0	71,629.02	5.89	0.55
58	西安	丝路项目	住宅、商业、办公、公寓	在建项目	76,706.84	234,290.05	335,076.08	82,956.57	252,119.51	25.96	1.96
59	佛山	星耀宝丰府	住宅、商业	竣工项目	12,380.39	48,611.99	73,816.17	0	73,816.17	10.12	0.55
60	山东	济南-复星国际中心	住宅、商业、办公、公寓	在建项目	122,249.00	464,208.00	464,208.00	131,210.35	332,997.65	61.66	2.1
61	青岛	青岛崂山ClubMed	酒店	在建项目	20,117.10	20,117.10	24,709.00	24,709.00	0	7.66	0.01

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

收入端：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 519.4/563.7/610.1 亿元，分别同比+37.6%/+28.4%/+24.1%，其中珠宝时尚业务贡献主要销售增量。

利润端：考虑到公司经营策略调整逐步见效，提高各业务板块经营质量，我们预计公司毛利率有望稳中有升，2025-2027 年毛利率分别为 14.4%/14.4%/14.5%。期间费用方面，随着公司收入规模扩大、规模优势凸显，费用率有望持续优化，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 4.8%/4.2%/3.8%，管理费用率分别为 5.0%/4.3%/3.9%，研发费用率分别为 0.1%/0.1%/0.1%。

图 64: 豫园股份分业务预测

业务	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
珠宝时尚营收 (百万元)	20458	22168	27448	33071	36727	29977	33574	37092	40908
YOY	22.67%	8.36%	23.82%	20.49%	11.05%	-18.38%	12.00%	10.48%	10.29%
毛利率	8.40%	7.83%	8.69%	8.24%	7.68%	8.25%	8.20%	8.20%	8.25%
老庙+亚一期末门店 (家)	2759	3379	3981	4565	4994	4615	4615	4765	5005
YOY	32.01%	22.47%	17.82%	14.67%	9.40%	-7.59%	0.00%	3.25%	5.04%
净开店 (家)	669	620	602	584	429	-379	0	150	240
单店收入 (百万元)	7.4	6.6	6.9	7.2	7.4	6.5	7.3	7.8	8.2
YOY	-7.08%	-11.52%	5.09%	5.07%	1.51%	-11.68%	12.00%	7.00%	5.00%
餐饮管理与服务 (百万元)	778	485	761	647	1421	1161	1219	1524	1905
YOY	17.54%	-37.62%	56.77%	-14.98%	119.75%	-18.28%	5.00%	25.00%	25.00%
毛利率	65.31%	56.11%	65.17%	63.28%	66.83%	65.61%	66.00%	66.50%	67.00%
食品、百货及工艺品销售 (百万元)	512	683	836	1137	1539	1060	1113	1168	1227
YOY	233.59%	33.34%	22.42%	35.98%	35.33%	-31.16%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	36.24%	12.02%	-8.07%	10.24%	12.78%	3.30%	10.00%	10.00%	10.00%
医药 (百万元)	339	428	519	379	497	439	461	484	508
YOY	1.69%	26.29%	21.43%	-27.06%	31.21%	-11.67%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	21.00%	19.77%	17.03%	18.48%	22.18%	32.10%	32.00%	32.00%	32.00%
化妆品 (百万元)	491	431	487	423	451	298	313	328	345
YOY		-12.18%	13.05%	-13.29%	6.82%	-34.03%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		64.93%	57.16%	59.70%	66.75%	56.59%	60.00%	60.00%	60.00%
时尚表业 (百万元)		449	861	671	722	691	726	762	800
YOY			92.02%	-22.09%	7.60%	-4.24%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		31.93%	26.81%	31.89%	32.08%	39.54%	40.00%	40.00%	40.00%
酒业 (百万元)		618	1798	1802	59	40	42	44	46
YOY			190.79%	0.23%	-96.70%	-32.77%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		43.59%	45.18%	45.08%	40.52%	25.49%	35.00%	35.00%	35.00%
商业及物业综合服务 (百万元)	2085	1582	1368	2376	2895	2852	2917	3954	5219
YOY	19.78%	-24.12%	-13.55%	73.69%	21.85%	-1.47%	2.27%	35.56%	31.99%
毛利率	76.24%	48.37%	51.90%	32.69%	39.94%	42.46%	35.81%	35.41%	35.41%
其中: 商业与物业综合服务 (百万元)	1138	1086	1015	1776	1951	1988	2485	3479	4696
YOY		-4.57%	-6.51%	75.03%	9.84%	1.87%	25.00%	40.00%	35.00%
毛利率	68.62%	31.89%	41.68%	15.53%	26.20%	28.22%	29.00%	30.00%	31.00%
其中: 度假村 (百万元)	948	497	353	599	943	864	432	475	523
YOY		-47.59%	-29.00%	69.85%	57.46%	-8.37%	-50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	85.35%	84.34%	81.32%	83.58%	68.37%	75.22%	75.00%	75.00%	75.00%
物业开发与销售 (百万元)	19219	17175	16634	9117	13558	10038	10038	10038	10038
YOY	30.77%	-10.64%	-3.15%	-45.19%	48.72%	-25.96%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	29.31%	30.06%	27.44%	23.36%	11.29%	3.89%	5.00%	5.00%	5.00%
其他经营管理服务 (百万元)	49	31	351	496	277	368	368	368	368
YOY		-35.87%	1024.38%	41.42%	-44.17%	32.84%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	13.47%	33.23%	88.90%	66.30%	62.84%	32.84%	60.00%	60.00%	60.00%
收入合计	42912	44050	51063	50118	58147	46924	50771	55763	61365
YOY	27.04%	2.65%	15.92%	-1.85%	16.02%	-19.30%	8.20%	9.83%	10.05%
综合毛利率	27.68%	19.99%	19.21%	15.63%	12.89%	11.90%	13.47%	13.99%	14.62%

资料来源: Wind、公司公告、信达证券研发中心

4.2 投资评级

豫园股份是消费领域多元发展的头部平台型企业，围绕“东方生活美学”置顶战略，梳理各产业品牌文化底蕴，珠宝时尚业务在黄金珠宝行业内具备品牌、产品、渠道等多维度优势；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，推进大豫园片区落地，持续提升运营效率、优化业务结构。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.6/12.6/20.7 亿元，PE 分别为 48.9X/18.0X/10.9X。

我们从黄金珠宝行业中选取了老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基作为可比公司，从申万行业分类下商业物业管理经营行业中选取了小商品城、美凯龙，从恒生行业分类下物业服务及管理行业中选取了华润万象生活作为可比公司，2026 年黄金珠宝可比公司平均估值约 15.4X，商业物业经营可比公司平均估值约 25.1 倍，豫园股份介于中间，我们认为豫园股份估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 65：可比公司估值对比

证券代码	证券名称	收盘价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600612	老凤祥	47.28	3.18	3.51	3.79	14.86	13.48	12.49
002867	周大生	12.94	1.00	1.12	1.24	12.90	11.53	10.40
600916	中国黄金	8.14	0.53	0.62	0.69	15.24	13.21	11.87
002345	潮宏基	14.96	0.54	0.65	0.77	27.78	23.17	19.48
黄金珠宝	行业平均					17.70	15.35	13.56
600415	小商品城	20.25	0.75	1.00	1.19	27.15	20.28	16.96
601828	美凯龙	2.94	-0.02	0.08	0.13	-163.33	37.69	22.62
01209	华润万象生活	39.02	1.99	2.27	2.57	19.61	17.19	15.17
商业物业经营	行业平均					-38.86	25.06	18.25
600655	豫园股份	5.81	0.12	0.32	0.53	48.91	17.98	10.94

资料来源：iFind，信达证券研发中心（估值日期：采用 2025 年 8 月 19 日收盘价，除豫园股份外，其余一致预期来自于 iFind）

5. 风险提示

消费疲软。居民对未来经济预期趋弱或导致消费疲软，公司珠宝时尚、商业及物业综合服务等业务营收增长或受到影响。

金价波动风险。金价大幅波动可能从需求端影响消费者购买意愿，也可能从采购端影响企业成本，带来一定风险。

渠道扩张不及预期。公司珠宝时尚、餐饮管理与服务等业务的支撑之一是渠道扩张，若扩张不及预期或影响增长。

行业竞争加剧。珠宝时尚、化妆品等行业未来竞争若加剧，品牌间价格战等行为或影响企业营收与盈利能力表现。

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	73,138	76,829	81,152
货币资金	9,171	10,690	11,068	11,487	11,701
应收票据	6	1	1	2	2
应收账款	1,984	2,658	2,821	3,098	3,409
预付账款	1,001	1,129	1,098	1,199	1,310
存货	43,087	36,956	39,872	43,263	47,128
其他	19,024	19,285	18,278	17,780	17,601
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	124,045	120,692	122,385	125,463	129,483
流动负债	59,484	58,064	60,497	63,849	67,437
短期借款	10,131	8,699	8,199	7,899	7,699
应付票据	912	1,107	1,220	1,332	1,455
应付账款	9,223	8,333	9,153	9,992	10,915
其他	39,217	39,925	41,924	44,626	47,367
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	83,430	85,752	88,530
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	35,660	36,416	37,658
负债和股东权益	124,045	120,692	122,385	125,463	129,483

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	50,771	55,763	61,365
同比(%)	15.8%	-19.3%	8.2%	9.8%	10.0%
归属母公司净利润	2,024	125	463	1,259	2,070
同比(%)	-45.0%	-93.8%	269.8%	171.8%	64.4%
毛利率(%)	14.1%	13.6%	13.5%	14.0%	14.6%
ROE%	5.6%	0.4%	1.3%	3.5%	5.5%
EPS(摊薄)(元)	0.52	0.03	0.12	0.32	0.53
P/E	11.19	180.76	48.87	17.98	10.94
P/B	0.62	0.64	0.63	0.62	0.60
EV/EBITDA	28.29	78.91	13.51	9.74	7.65

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	58,147	46,924	50,771	55,763	61,365
营业成本	49,941	40,545	43,933	47,960	52,394
营业税金及附加	710	638	762	836	920
销售费用	3,074	2,768	2,640	2,565	2,577
管理费用	3,202	2,747	2,589	2,509	2,455
研发费用	83	49	51	56	61
财务费用	1,515	1,927	1,929	2,008	2,147
减值损失合计	-379	-951	-400	-300	-200
投资净收益	2,980	1,968	1,100	1,100	1,100
其他	114	1,100	1,100	1,100	1,100
营业利润	2,337	368	668	1,729	2,810
营业外收支	-22	-52	-50	-50	-50
利润总额	2,314	316	618	1,679	2,760
所得税	496	745	154	420	690
净利润	1,818	-429	463	1,259	2,070
少数股东损益	-206	-554	0	0	0
归属母公司净利润	2,024	125	463	1,259	2,070
EBITDA	1,896	639	3,359	4,479	5,541
EPS(当年)(元)	0.52	0.03	0.12	0.32	0.53

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	4,747	4,253	3,062	3,372	3,575
净利润	1,818	-429	463	1,259	2,070
折旧摊销	1,140	1,053	813	792	633
财务费用	1,566	1,938	2,250	2,340	2,492
投资损失	-2,980	-1,968	-1,100	-1,100	-1,100
营运资金变动	3,043	3,856	1,069	630	129
其它	160	-197	-433	-550	-650
投资活动现金流	2,656	388	1,121	920	770
资本支出	-643	-1,227	400	150	-20
长期投资	3,120	1,091	-330	-280	-260
其他	179	524	1,051	1,050	1,050
筹资活动现金流	-9,124	-3,822	-3,818	-3,874	-4,130
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	-2,435	-2,844	-3,320
现金流净增加额	-1,779	766	378	418	215

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。

骆崢，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、宠物等赛道。

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、美妆等赛道。

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。

蔡昕好，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）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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理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。