

商贸零售

2025年09月02日

豫园股份 (600655)

——黄金珠宝业务修复，文化出海提速

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公布 2025 年半年度报告，业绩符合预期。**据公司公告，1) 2025 年 Q2 公司实现营收 103.30 亿元，同比-0.20%，归母净利润 1098.65 万元，同比-98.86%，扣非归母净利润-2.66 亿元，同比+49.06%。2) 25H1 公司实现营收 191.12 亿元，同比-30.68%，主因消费行业结构调整及消费需求增长平缓，金价震荡影响，部分核心业务收入及盈利水平下滑。归母净利润 6281.38 万元，同比-94.50%，主因公司处置非核心资产项目产生的投资收益较去年同期减少，扣非归母净利润-4.5 亿元，同比-0.66%。
- **Q2 黄金珠宝业务增速回暖，加大力度研发 IP 及一口价系列，改善产品盈利结构。**据中国黄金协会，25H1/Q2 全国黄金首饰消费量为 200 吨/65 吨，同比减少 26%/24%。据公司公告，2025 年 Q2 公司珠宝时尚板块营业收入 76.13 亿元，同比增加 2.07%，增速环比回升 62.3pct。据公司公告，2025 年 6 月，旗下子公司老庙携手国创动画 IP《天官赐福》之联名金运礼盒在天猫首发当天销售破百万，位居 IP 联名黄金品类 TOP1，焕发品牌新活力。一串好运系列上市实现营收超 1.5 亿元，老庙品牌计件产品销售额同比增长 66%。IP 系列或一口价等高毛利产品占比逐步提升拉动下，25H1 毛利率同比回升 0.43pct 达 7.34%，业务模式调整的结构趋势初显。公司优化门店结构，据公司公告，25Q2 老庙、“亚一”连锁网点较 25Q1 环比减少 158 家达 4249 家，其中加盟店较 25Q1 环比减少 159 家达 3999 家。
- **优化产业结构，提升运营韧性。**业务方面，公司旗下餐饮/食百及工艺品/医药健康及其他/化妆品/时尚表业/酒业实现营收 4.66/5.11/2.36/1.13/3.08/0.17 亿元，同比 -27.77%/-16.69%/-1.06%/-22.42%/-16.39%/-12.36%，毛利率同比 -0.74pct/+6.94pct/+9.15pct/-2.53pct/+1.49pct/+3.65pct。由于公司餐饮连锁业务受消费行业结构调整带来的消费增长乏力，餐饮管理与服务营业收入、营业成本较上年同期有所减少。25Q2 公司毛利率达 14.23%，同比增加 1.65pct。期间费用率为 14.55%，同比 -1.69pct，其中销售/管理/财务费用率分别同比 +0.43/-0.59/-1.32pct 至 5.77%/4.98%/3.65%。
- **文化出海战略布局亮点突出，珠宝、表业、文化饮食陆续落地。**25H1 公司实现海外营收 5.22 亿元，珠宝、表业加速免税渠道及东南亚市场布局，25H1 实现营收 1.5 亿元。25 年 4 月，首家松鹤楼面馆落地英国伦敦，融合传统中式美食与本土运营，优化产品，打造文化餐饮全球化关键一步。6 月 28 日“豫园灯会”成功于泰国举办，并且引入老庙黄金、南翔馒头店、海鸥表、上海表等豫园各大产业生态品牌，有望成为公司长期增长新引擎。
- **维持“买入”评级。**公司聚焦核心业务，持续深化落地“东方生活美学”置顶战略，通过产品结构优化，发挥多品牌矩阵、产业集群的核心竞争优势，打造大豫园生态，发力文化出海，有望迎来消费生态升级。考虑到房地产行业影响，库存项目动态去化及公司其他消费板块处于调整修复期，营业稳步增长，而人工费用等支出相对刚性，同时随着加大文化出海战略布局，面临宣传推广、服务支出增长，我们上调销售费用率及管理费用率预测，综上我们下调 25-27 年归母净利润预测为 4.61/12.80/15.60 亿元（前值为 14.97/19.21/22.22 亿元），对应 PE 53/19/16 倍。考虑到公司目前受项目结构性变动利润影响较大，存量资产充足，25 年 PB 仅 0.67，我们采用 PB 估值法，参考可比公司老凤祥、菜百股份，给予豫园股份 0.8xPB 估值，对应上行空间 25%，维持买入评级。
- **风险提示：**黄金价格波动，消费复苏不及预期，内部多业务协同管理难度增大。

市场数据： 2025年09月01日

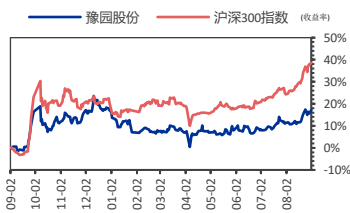
收盘价(元)	6.24
一年内最高/最低(元)	7.03/4.88
市净率	0.7
股息率(分红/股价)	3.04
流通 A 股市值(百万元)	24,273
上证指数/深证成指	3,875.53/12,828.95

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	9.00
资产负债率%	68.18
总股本/流通 A 股(百万)	3,897/3,890
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《豫园股份 (600655) 点评：优化结构夯实基础，修炼内功积蓄增长潜力》
2025/04/30

《豫园股份 (600655) 点评：聚焦优化业务结构，加力布局文化出海》 2025/03/26

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	46,924	19,112	50,434	52,964	54,770
同比增长率(%)	-19.3	-30.7	7.5	5.0	3.4
归母净利润(百万元)	125	63	461	1,280	1,560
同比增长率(%)	-93.8	-94.5	267.7	177.8	21.9
每股收益(元/股)	0.03	0.02	0.12	0.33	0.40
毛利率(%)	13.6	15.1	14.0	14.2	14.6
ROE(%)	0.4	0.2	1.3	3.4	4.1
市盈率	194		53	19	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	58,147	46,924	50,434	52,964	54,770
其中：营业收入	58,147	46,924	50,434	52,964	54,770
减：营业成本	49,941	40,545	43,367	45,419	46,771
减：税金及附加	710	638	706	742	767
主营业务利润	7,496	5,741	6,361	6,803	7,232
减：销售费用	3,074	2,768	3,429	3,337	3,450
减：管理费用	3,202	2,747	3,026	3,125	3,067
减：研发费用	83	49	52	55	57
减：财务费用	1,515	1,927	1,348	1,429	1,610
经营性利润	-378	-1,750	-1,494	-1,143	-952
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-139	-15	-30	-37	-34
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-379	-951	-571	-326	-392
加：投资收益及其他	3,116	2,163	2,368	2,640	2,804
营业利润	2,337	368	512	1,363	1,648
加：营业外净收入	-22	-52	-37	-45	-41
利润总额	2,314	316	475	1,318	1,607
减：所得税	496	745	0	0	0
净利润	1,818	-429	475	1,318	1,607
少数股东损益	-206	-554	14	39	47
归属于母公司所有者的净利润	2,024	125	461	1,280	1,560

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。