

豫园股份 (600655.SH)

置顶东方生活美学战略，文化引领出海实现 0-1 突破

2018年完成重大资产重组以后，成为复星快乐产业旗舰平台。依托控股股东复星全球平台及资源赋能系统，公司聚焦家庭客户，持续锚定“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员及服务平台”的“1+1+1”发展战略。目前，公司以“东方生活美学”为置顶理念，坚持产业运营与产业投资双轮驱动，旗下拥有 19 个中华老字号和一众领先品牌，以及多个全球知名品牌。在国内国际双循环新格局背景下，加快推进全球化布局，传递东方生活的美学和美的生活方式，向全球一流的家庭快乐消费产业集团迈进。

业绩此前逐年增长，但近年受地产等拖累出现下滑，当前已现转机。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。公司业务分为三大板块：产业运营、物业开发与销售、商业综合运营与物业综合服务，其中产业运营业务占总营收比重逐步提升，物业开发与销售占比下降。珠宝时尚业务，是公司的核心业务。

珠宝时尚业务围绕产品、渠道、供应链与营销进行升级改革。1) 产品创新：围绕“好运文化”，持续迭代“古韵金”系列，推出“一串好运 2.0”等轻量化产品，并与“天官赐福”等热门 IP 联名，精准触达年轻消费群体。2) 渠道优化：国内从追求规模扩张转向精益运营，优化加盟网络；海外成功在澳门、马来西亚开设首店，并计划布局海南免税及境内机场渠道，开启全球化布局。3) 供应链与营销：通过仓网布局和供应商管理实现降本增效；线上线下营销融合，打造沉浸式体验，强化品牌 IP 价值。

当前，公司通过产品创新、渠道优化与出海布局，推动主业复苏。珠宝业务加快产品迭代与海外拓店，餐饮、化妆品等板块也积极推进国际化与年轻化转型。同时，公司整合成立豫园商置事业群，推动商业与物业板块“轻重结合”，提升资产运营效率。

投资建议：未来随着非核心资产处置接近尾声、大豫园板块动工收入确认、出海业务上量，业绩有望向好。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 412.68/417.68/431.92 亿元，同比-12.1%/+1.2%/+3.4%，归母净利润分别为 -9.70/0.24/3.12 亿元，其中 2025 年预计因公司处置非核心资产项目。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：业态升级改革不及预期；地产项目回款不及预期；宏观消费疲软。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	58,147	46,924	41,268	41,768	43,192
增长率 yoy (%)	15.8	-19.3	-12.1	1.2	3.4
归母净利润 (百万元)	2,024	125	-970	24	312
增长率 yoy (%)	-45.0	-93.8	-874.1	102.5	1,198.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	0.03	-0.25	0.01	0.08
净资产收益率 (%)	5.6	0.4	-2.8	0.1	0.9
P/E (倍)	10.3	165.9	—	864.2	66.6
P/B (倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

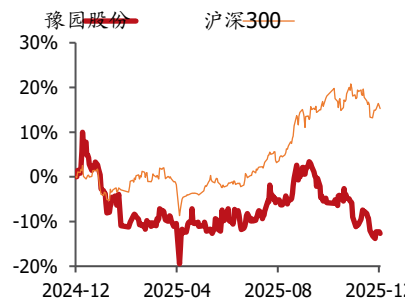
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 03 日收盘价

增持 (首次)

股票信息

行业	一般零售
12月03日收盘价(元)	5.34
总市值(百万元)	20,785.73
总股本(百万股)	3,892.46
其中自由流通股(%)	99.93
30日日均成交量(百万股)	12.88

股价走势



作者

分析师 李宏科

执业证书编号：S0680525090002

邮箱：lihongke@gszq.com

分析师 程子怡

执业证书编号：S0680524080004

邮箱：chengziyi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	74273	70720	71264	72690	74351
现金	9171	10690	17649	19492	19365
应收票据及应收账款	1990	2659	1644	1665	1728
其他应收款	1468	1409	1236	1251	1293
预付账款	1001	1129	789	781	800
存货	43087	36956	32445	31103	31871
其他流动资产	17555	17876	17502	18398	19295
非流动资产	49772	49972	50619	50909	51456
长期投资	14836	15568	16268	16968	17668
固定资产	3992	3047	3653	3981	4051
无形资产	1552	1317	848	560	322
其他非流动资产	29391	30039	29851	29400	29414
资产总计	124045	120692	121883	123599	125807
流动负债	59484	58064	58497	59303	60584
短期借款	10131	8699	9699	10499	10999
应付票据及应付账款	10136	9440	7757	7676	7865
其他流动负债	39217	39925	41041	41128	41719
非流动负债	24901	23787	24948	25848	26648
长期借款	18938	16141	16141	16141	16141
其他非流动负债	5963	7646	8807	9707	10507
负债合计	84385	81851	83445	85151	87232
少数股东权益	3333	3295	3383	3381	3353
股本	3896	3894	3894	3894	3894
资本公积	8668	8631	8631	8631	8631
留存收益	22813	21941	21703	21715	21871
归属母公司股东权益	36327	35545	35055	35067	35223
负债和股东权益	124045	120692	121883	123599	125807

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4747				
净利润	1818	-429	-881	22	284
折旧摊销	1140	1053	1211	1247	843
财务费用	1566	1938	1448	1537	1605
投资损失	-2980	-1968	-783	-835	-864
营运资金变动	3043	3856	2398	1319	-111
其他经营现金流	160	-197	-241	-53	-53
投资活动现金流	2656	388	-197	-1545	-1370
资本支出	-643	-1227	-397	-521	-375
长期投资	3120	1091	-588	-1859	-1859
其他投资现金流	179	524	787	835	864
筹资活动现金流	-9124	-3822	3958	151	-461
短期借款	3294	-1431	1000	800	500
长期借款	-4819	-2797	0	0	0
普通股增加	-4	-2	0	0	0
资本公积增加	-603	-37	0	0	0
其他筹资现金流	-6992	445	2958	-649	-961
现金净增加额	-1779	766	6959	1843	-127

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	58147	46924	41268	41768	43192
营业成本	49941	40545	36501	36120	37011
营业税金及附加	710	638	561	568	587
营业费用	3074	2768	2582	2297	2376
管理费用	3202	2747	2133	2297	2376
研发费用	83	49	47	84	86
财务费用	1515	1927	1341	1360	1410
资产减值损失	-379	-951	-200	0	0
其他收益	136	195	106	98	101
公允价值变动收益	37	894	0	0	0
投资净收益	2980	1968	783	835	864
资产处置收益	79	25	248	84	86
营业利润	2337	368	-1113	58	397
营业外收入	59	50	71	60	60
营业外支出	81	101	88	90	93
利润总额	2314	316	-1130	28	364
所得税	496	745	-249	6	80
净利润	1818	-429	-881	22	284
少数股东损益	-206	-554	88	-2	-28
归属母公司净利润	2024	125	-970	24	312
EBITDA	1896	639	1422	2635	2617
EPS (元/股)	0.52	0.03	-0.25	0.01	0.08

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.8	-19.3	-12.1	1.2	3.4
营业利润(%)	-59.5	-84.2	-402.4	105.2	579.8
归属母公司净利润(%)	-45.0	-93.8	-874.1	102.5	1198.2
获利能力					
毛利率(%)	14.1	13.6	11.6	13.5	14.3
净利率(%)	3.5	0.3	-2.3	0.1	0.7
ROE(%)	5.6	0.4	-2.8	0.1	0.9
偿债能力					
资产负债率(%)	68.0	67.8	68.5	68.9	69.3
净负债比率(%)	74.2	65.4	61.3	60.9	64.4
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	29.2	20.2	19.2	25.3	25.5
应付账款周转率	5.7	4.6	4.7	5.1	5.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.03	-0.25	0.01	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.09	0.81	0.83	0.44
每股净资产(最新摊薄)	9.33	9.13	9.01	9.01	9.05
估值比率					
P/E	10.3	165.9	—	864.2	66.6
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	28.3	78.9	31.2	16.8	17.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 03 日收盘价

内容目录

1 多业务板块并进	5
1.1 公司简介：是复星快乐产业旗舰平台	5
1.2 股权结构和管理层	7
2 产业运营：核心业务生态，多个业务升级转型	10
2.1 珠宝时尚：拥有两大核心品牌，产品创新、全链路降本增效	10
2.1.1 黄金珠宝行业规模大、增速稳	10
2.1.2 公司多方面拥抱变化	14
2.2 餐饮管理与服务：拥有多个中华老字号品牌	16
2.3 食品、百货及工艺品：平台与品牌兼备	18
2.4 医药健康：老字号“童涵春堂”与新消费共进	19
2.5 化妆品：注重研发与产品迭代	21
2.6 时尚表业：国表双品牌矩阵，传承与创新并举	22
3 商业综合运营与物业综合服务+物业开发与销售：拥轻合重，大豫园扬帆启航	24
3.1 大豫园：一期场景升级、特色活动多样，二三期稳步推进，珠宝时尚功能区在此落地	24
3.2 物业开发与销售业务：加速库存去化和资金回笼	27
4 文化引领品牌出海，多板块已实现 0-1 突破	27
5 盈利预测及投资建议	30
风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司主要业务	5
图表 2: 公司发展历程	6
图表 3: 公司总营收及同比增速	6
图表 4: 公司归母净利润及同比增速	6
图表 5: 公司三大业务营收(单位: 亿元)	7
图表 6: 公司三大业务营收占比	7
图表 7: 产业运营板块分业务收入(单位: 亿元)	7
图表 8: 产业运营板块分业务收入占比	7
图表 9: 公司股权结构	8
图表 10: 公司管理层	8
图表 11: 中国珠宝市场规模(按销售收入)	11
图表 12: 珠宝市场细分品类占比(按零售销售值划分)	11
图表 13: 中国 Au9999 黄金的现货价格走势(元/克)	12
图表 14: 中国黄金珠宝消费量(单位: 吨)	12
图表 15: 2025 年社零 VS 限额以上单位金银珠宝类零售额当月同比	13
图表 16: 25H1 中国金饰需求吨数下降, 消费金额高企	13
图表 17: 25 上半年不同场景对珠宝零售商收入的贡献占比	13
图表 18: 金价上涨压低黄金售出产品的克重	13
图表 19: 珠宝时尚品牌矩阵	14
图表 20: 老庙好运产品矩阵	15
图表 21: 公司黄金饰品门店数量	15
图表 22: 珠宝时尚营收及增速	16
图表 23: 珠宝时尚毛利率	16
图表 24: 餐饮管理与服务业务矩阵	17
图表 25: 餐饮管理与服务营收及增速	17
图表 26: 餐饮管理与服务毛利率	17
图表 27: 食品、百货及工艺品业务矩阵	18
图表 28: 食品、百货及工艺品营收及增速	18
图表 29: 食品、百货及工艺品毛利率	18

图表 30:	童涵春堂.....	19
图表 31:	医药健康营收及增速	20
图表 32:	医药健康毛利率	20
图表 33:	童涵春堂涵春再造系列	20
图表 34:	化妆品多品牌矩阵.....	21
图表 35:	WEI 首家文化体验店于大豫园揭幕.....	21
图表 36:	WEI 首家品牌店在上海来福士开业.....	21
图表 37:	化妆品业务营收及增速	22
图表 38:	化妆品业务毛利率.....	22
图表 39:	AHAVA 科研能力	22
图表 40:	中国牡丹产业研究室建立	22
图表 41:	海鸥表推出“龙首磬音”腕表.....	23
图表 42:	上海表“摩登·玉兰”系列.....	23
图表 43:	时尚表业业务营收及增速	23
图表 44:	时尚表业毛利率	23
图表 45:	豫园一期.....	24
图表 46:	“豫上好戏”现场图	25
图表 47:	“夏日奇幻夜”实景图	25
图表 48:	大豫园二期南地块已正式开工.....	25
图表 49:	大豫园片区示意图.....	26
图表 50:	“上海国际珠宝时尚功能区”揭牌后首场重量级活动——2025 首届国际珠宝时尚主题月开幕.....	27
图表 51:	豫园蛇年灯会	28
图表 52:	泰国豫园灯会及灯会集市上的南翔馒头殿	28
图表 53:	越南豫园灯会	29
图表 54:	新加坡灯会	29
图表 55:	老庙澳门威尼斯人店	29
图表 56:	老庙吉隆坡门店	29
图表 57:	老庙三亚国际免税城店	30
图表 58:	老庙三亚凤凰国际机场店	30
图表 59:	松鹤楼伦敦的海外首店	30
图表 60:	盈利预测 (单位: 百万元)	31

1 多业务板块并进

1.1 公司简介：是复星快乐产业旗舰平台

2018年完成重大资产重组以后，公司成为复星快乐产业旗舰平台。依托控股股东复星全球平台及资源赋能系统，公司聚焦家庭客户，持续锚定“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员及服务平台”的“1+1+1”发展战略。目前，公司以“东方生活美学”为置顶理念，坚持产业运营与产业投资双轮驱动，旗下拥有19个中华老字号和众多领先品牌，以及多个全球知名品牌。在国内国际双循环新格局背景下，加快推进全球化布局，传递东方生活的美学和美的生活方式，向全球一流的家庭快乐消费产业集团迈进。

图表1: 公司主要业务

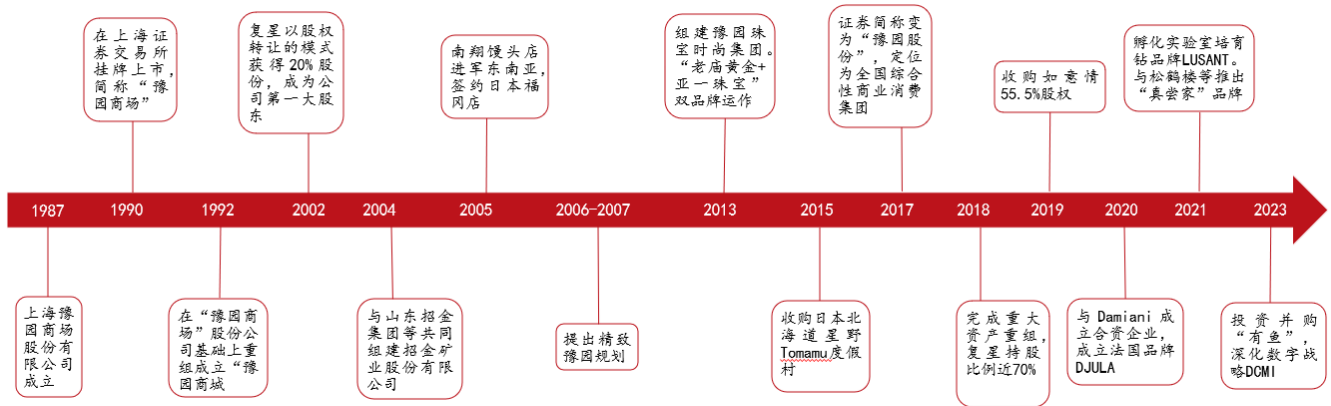


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

前身为豫园商城，后复星入股逐步成为第一大股东。1987年，公司前身上海豫园商场股份有限公司成立。1992年，“豫园商场”股份公司募集组建“豫园商城”。2002年复星参与豫园股份混改，以股权转让的模式获得20%股份，成为公司第一大股东。2004年，豫园股份与山东招金集团等共同组建招金矿业股份有限公司，拓展业务领域。2005年，南翔馒头店进军东南亚，签约日本福冈店，开始走向国际市场。2013年，组建豫园珠宝时尚集团，“老庙黄金”+“亚一”双品牌运作，强化了珠宝时尚领域的布局。2015年，

收购日本北海道星野 Tomamu 度假村，进一步拓展了文旅等相关业务。2017年，证券简称变为“豫园股份”，定位为“全球综合性商业消费集团”，完成了企业定位的重大升级。2018年，公司完成重大资产重组，复星持股比例近70%，公司进入复星战略布局核心层。

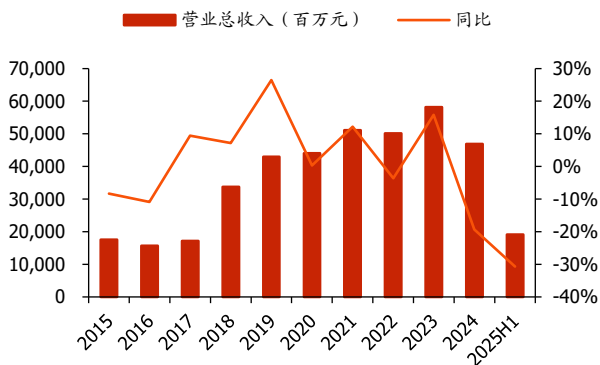
图表2: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 上海证券报, 复星官网, 奇点云, 美通社, 中国超硬材料网, 第一财经, 东方财富网, 年度报告摘要, 新浪财经, 国盛证券研究所

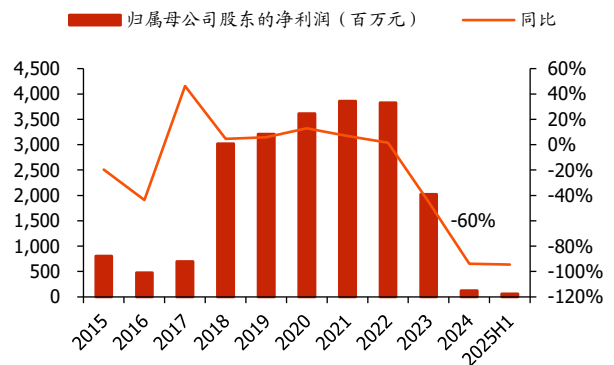
营收和业绩此前逐步提升，但近年受地产等拖累出现下滑。公司针对变化的外部环境，已积极开展业务布局调整，提出贯彻“瘦身健体”、“拥轻合重”、“攻守平衡”战略措施，持续聚焦主业发展。1) 2018-2023年公司营收CAGR达11%，2024年营收因消费增长乏力和房地产下行出现下滑，25H1实现营收191.12亿元/同比-30.68%。2) 2018-2022年公司归母净利润CAGR达6%，2023-2025H1归母净利润因对部分房地产项目计提减值准备、投资收益减少而下滑。

图表3: 公司总营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

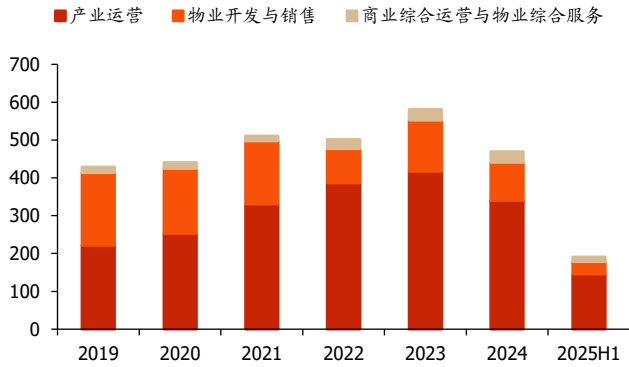
图表4: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

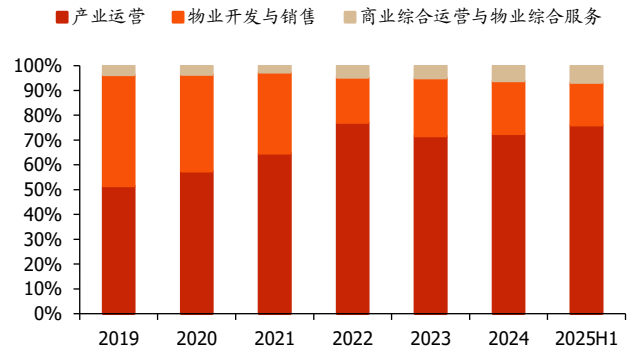
公司业务分为三大板块：产业运营、物业开发与销售、商业综合运营与物业综合服务，其中产业运营业务占总营收比重逐步提升，物业开发与销售占比下降。2024年产业运营、物业开发与销售、商业综合运营与物业综合服务收入分别为340.3、100.4、28.5亿元，分别占总营收的73%、21%、6%。1) 产业运营板块2019-2023年营收CAGR达17%，因消费乏力，2024年该板块营收340.34亿元/同比-18%，25H1营收145.42亿元/同比-36%；占总营收比重则不断提升，25H1已达总营收的76%。2) 物业开发与销售板块持续收缩，2024年该板块营收100.38亿元/同比-26%，25H1营收32.87亿元/同比+4.84%，25H1仅占总营收的17%。3) 产业运营板块中，营收占比最大的为珠宝时尚业务，2024年收入299.77亿元，占总营收的64%，是公司的核心业务。

图表5: 公司三大业务营收(单位: 亿元)



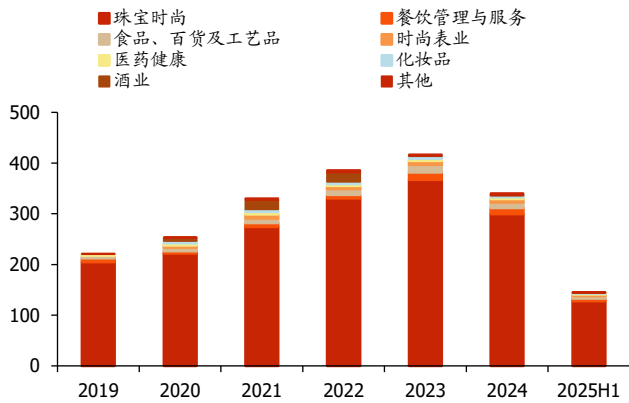
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司三大业务营收占比



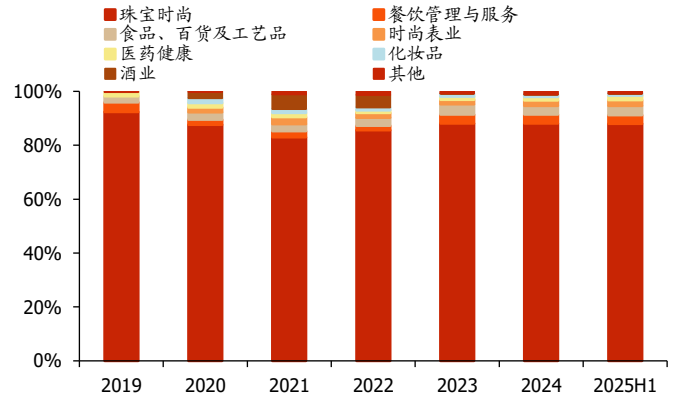
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 产业运营板块分业务收入(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 产业运营板块分业务收入占比

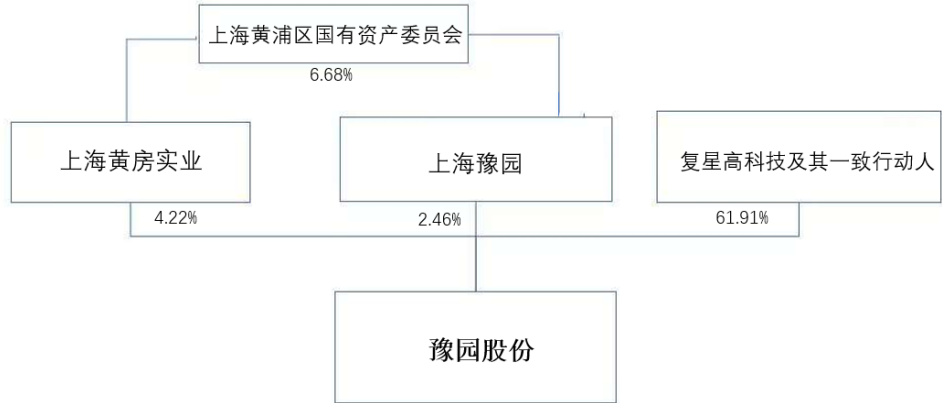


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 股权结构和管理层

公司控制权集中, 股权结构稳定, 是复星快乐产业旗舰平台。截至2025年10月1日, 公司第一大股东为复星高科技及其一致行动人, 累计持股61.91%。公司第二大股东为上海黄浦区国有资产委员会, 通过持股上海豫园和上海黄房实业, 间接持股公司6.68%。公司实际控制人为复星国际董事长郭广昌先生。

图表9: 公司股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

高管团队以在集团任职多年的职业经理人为主, 具备丰富消费产业经验。公司董事长黄震先生曾任佰草集总经理及上海家化副总经理; CFO 邹超先生 2018 年加入豫园股份, 期间担任豫园股份副总裁、执行总裁、联席首席投资官, 董事会秘书。其他高管多为职业经理人, 相关经验丰富。

图表10: 公司管理层

姓名	职务	简介
黄震	董事长, 董事, 总裁	男, 1971 年 11 月出生, 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, 曾任上海佰草集化妆品有限公司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。在 2018 年荣获中国改革开放 40 周年珠宝行业突出贡献人物; 2019 年上海商业杰出人物、上海商业优秀创业企业家; 2020 年更上新台阶, 荣膺“中国流通产业十大经济人物”及“全国商业优秀企业家”两项殊荣; 荣膺“2021-2022 年度上海市优秀企业家”光荣称号; 2023 年荣获第六届上海市工商业领军人物。
朱立新	副董事长, 董事	1966 年 10 月出生, 中共党员, 大学学历, 法学学士, 现任上海豫园(集团)有限公司副董事长。2013 年 12 月至 2015 年 12 月任中共黄浦区委统战部副部长, 区工商联党组书记, 副主席兼区金融办副主任。2015 年 12 月至 2016 年 9 月任黄浦区金融服务办公室副主任, 区投资促进办公室主任。2016 年 9 月至 2017 年 5 月任黄浦区金融服务办公室主任。2017 年 5 月至 2019 年 12 月任黄浦区金融服务办公室党组书记, 主任。2019 年 12 月起任豫园股份第十届董事会副董事长。
倪强	副董事长, 董事	男, 1977 年 8 月出生, 硕士研究生, 1998 年 10 月加入中国共产党, 2000 年 7 月参加工作。历任上海良友(集团)有限公司企业策划部, 法律事务部总经理; 上海延华智能科技股份有限公司总裁助理; 复地(集团)股份有限公司公共事务部总经理, 总裁助理, 副总裁, 高级副总裁; 豫园股份副总裁, 执行总裁, 兼任上海豫园商业发展集团董事长, 东家文创集团董事长; 复星蜂巢副董事长。现任中国青年企业家协会常务理事, 中国酒业协会特邀副理事长, 中国百货商业协会特聘副会长。曾任共青团上海市委第十四届委员会委员。曾获“上海市新长征突击手”, “全国商业优秀企业家”称号。2022 年 3 月至 2024 年 1 月担任豫园股份总裁(轮值)。
徐晓亮	董事	男, 1973 年 2 月出生, 现任复星国际执行董事兼联席首席执行官。于 1998 年加入复星, 亦出任复星旅文董事长, 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。徐先生现为上海市第十五届人民代表大会代表, 同时也担任上海市浙江商会产城发展联合会联席会长, 上海国际时尚联合会会长。徐先生曾荣获《亚洲企业管制》颁发的“亚太区最佳 CEO 奖”, 并获得“上海市五四青年奖章”和“上海十大青年经济人物”等称号。于 2002 年从华东师范大学取得工商管理硕士学位, 并于 2019 年从复旦大学获得工商管理硕士学位。徐先生于 2013 年 12 月至 2020 年 12 月担任豫园股份董事长, 现任豫园股份第十届董事会董事。
李志强	董事	男, 1967 年 11 月出生。1990 年起执业, 一级正高级律师, 十届全国青联委员, 上海杰出青年协会理事, 环太平洋律师协会第 30 届会长, 中华全国律师协会理事及外事委员会副主任, 上海市

人民政府行政复议委员会委员，国际业务委员会委员和金融证券业务委员会委员，上海市国际服务贸易行业协会副会长，上海市黄浦区政协常委，港澳台侨委员会副主任，金茂凯德律师事务所创始合伙人，上海国际商务法律研究会公司法专业委员会副秘书长。上海国际经济贸易仲裁委员会仲裁员，上海仲裁委员会仲裁员，马来西亚吉隆坡区域仲裁中心仲裁员，上海·罗纳阿尔卑斯调解中心调解员，上海国际经济贸易研究所特邀研究员，上海财经大学法学院兼职教授。

王基平 董事, 联席
董事长

男，1970 年 2 月出生，硕士，2000 年加入复星，现任复星国际执行总裁，复星蜂巢董事长，豫园股份第十届董事会联席董事长。王先生在一线深耕 29 年，历经产业地产发展转型变革，在构建具有产业深度的蜂巢产品方面拥有丰富经验，以复星蜂巢为平台，致力于为追求卓越的中国城市提供产城融合全域解决方案，为全球领先的产业集群提供全周期智慧运营服务，在智造产业聚集的城市场景方面具有深刻见解。王先生于 1992 年从同济大学获得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。

石琨 董事, 联席
董事长

男，1980 年 3 月出生，现任豫园股份第十届董事会联席董事长，复星国际副总裁，联席首席投资官 CIO。石琨先生积极推动对中华老字号和传统文化品牌的产业投资和创新工作，拓展了文化饮食产业和酒类业务的布局，在沱牌舍得集团，松鹤楼等投资企业担任董事，并组建复星汉兴（杭州）私募股权投资基金。石琨先生是上海市青年联合会第十二届委员会委员，上海国际时尚联合会副会长。石琨先生于伦敦政治经济学院获管理学硕士学位，并于南京大学中文系获得文学学士学位。

郝毓鸣 董事

女，1979 年出生，大学本科，管理学学士，在职研究生，2000 年 7 月至 2002 年 11 月在中华易聘网担任人事主管，2002 年 12 月至 2009 年 11 月在上海中企人力资源咨询有限公司担任人才咨询部顾问，部门经理，2009 年 12 月加入复星集团，先后担任人力资源总监，高级总监，复星大宗板块人力资源执行总经理，董事总经理职务，2017 年 5 月加入豫园股份担任人力资源中心联席总经理，2018 年 4 月担任豫园股份总裁助理兼人力资源中心联席总经理。2018 年 10 月至 2020 年 12 月担任豫园股份副总裁。现任复星国际副总裁，联席首席人力资源官，豫园股份第十届董事会董事。

邹超 执行总裁,
CFO

男，1982 年出生，中共党员，硕士，澳大利亚资深公共会计师 (FIPA)，英国资深财务会计师 (FFA)。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。历任毕马威华振会计师事务所 (KPMG) 审计助理经理。2011 年 10 月至 2015 年 3 月期间担任世茂房地产 (HK0813) 集团财务管理中心创新金融部门负责人等职位。2015 年 3 月加入复星集团，期间担任复星地产财务董事总经理、兼任复地集团总裁助理、CFO 等职位。2018 年 7 月至 2023 年 3 月期间担任豫园股份副总裁兼 CFO、豫园股份执行总裁兼 CFO。2023 年 3 月 24 日起至今担任豫园股份执行总裁兼联席首席投资官，2024 年 1 月 5 日起担任豫园股份董事会秘书。现任金徽酒董事、舍董事，Lanvin Group (NYSE: LANV) 董事，Tom Tailor 集团监事会主席，上海钻石交易所董事。

周波 执行总裁

男，1972 年 2 月出生，硕士研究生学历，1996 年 7 月至 2002 年 11 月在香港鑫达玩具礼品有限公司担任外发部副经理；2004 年 1 月至 2007 年 12 月在爱而泰可新材料 (广州) 有限公司担任副总经理；2008 年 4 月至 2012 年 3 月在策源地担任经理；2012 年 4 月至 2014 年 1 月在复星地产控股养老产品线担任人事行政总监；2014 年 2 月至 2018 年 12 月在上海豫园商旅文化产业投资管理有限公司担任副总裁兼人力资源部总经理；2019 年 1 月至 2021 年 12 月担任上海复地产业发展集团有限公司高级副总裁兼人力资源部总经理，总裁办公室总经理；2021 年 12 月起担任豫园股份执行总裁。

茅向华 执行总裁

男，1965 年 8 月出生，硕士学位。于 2002 年起担任上海豫园商城房地产发展有限公司总经理。现任复星蜂巢大中华区副董事长，大豫园商业发展集团联席董事长、复地产发集团联席总裁，同时为上海市房地产业协会副会长、建设协会规划与开发专委会的主任委员。在 2017 年荣获"上海市五一劳动奖状"，2020 年荣获"上海现代服务业优秀企业家"，2021 年荣获"上海市五一劳动奖章"，2022 年荣获"同济校友导师"称号。

张剑 执行总裁

男，1976 年 7 月出生，大专学历。加入豫园之前，曾于 2015 年 7 月至 2017 年 9 月担任 Bottega Veneta (China) Company 总经理，于 2018 年 4 月加入豫园珠宝时尚集团，历任公司执行总裁、总裁、联席董事长兼 CEO 职务。2020 年 12 月起担任豫园股份副总裁、珠宝时尚集团联席董事长兼 CEO。2024 年 7 月起历任豫园股份执行总裁、总裁 (轮值)。

陈毅杭 执行总裁

男，1981 年出生，中共党员，大学本科。2003 年-2007 年，任苏宁集团区域总经理。2007-2020 年，任职万达集团，期间历任总部以及各地区商品管理和运营管理工作，并于 2018 年起任万达集团总裁助理兼东南/华南运营中心总经理。2020 年 4 月获任金鹰商贸集团 (HK3308) CEO，全

		面负责金鹰集团旗下购物中心，百货店以及 7-11 便利店等经营管理。2022 年 3 月，加入豫园股份，任商业管理集团 CEO；2023 年 7 月，任豫园复悦生活产业集团 CEO；2024 年 3 月起兼任大豫园商业发展集团联席 CEO。
王瑾	副总裁，董事会秘书	女，1976 年 10 月出生。研究生。2012.11-2013.12 担任复星地产控股法务部高级法务总监；2014.1-2017.3 担任复星地产控股法务部总经理；2017.4-2018.4 担任复星集团法律事务部联席总经理、复星地产总裁助理兼法律事务部总经理。2018 年 5 月 4 日起担任豫园股份副总裁。
胡俊杰	副总裁	男，1980 年 6 月出生，本科，2015 至 2017 年担任复星地产董事长助理，2017 年至今担任豫园股份董事长暨总裁办公室总经理，企业公关与传播部总经理，2019 年至 2020 年 12 月担任豫园股份总裁助理。2020 年 12 月起担任豫园股份副总裁。
吴毅飞	副总裁	男，1979 年 5 月出生，硕士研究生。长期从事产业投资工作，在大消费及物流供应链领域有丰富经验。于 2020 年 10 月起担任金徽酒(SH603919)董事职务。2017.04-2019.12 担任复星集团总裁助理兼商流产业发展集团总裁；2020.01-2020.09 担任豫园股份总裁助理兼战略投资中心总经理；2020.10-2021.01 担任复星集团总裁助理，集团投资委员会秘书长，副 CFO，投资管理条线 CHO，战略投资发展部总经理，投资业务管理部总经理。2021.01-2021.04 担任复星全球合伙人，副总裁助理，集团投资委员会秘书长，复星大快乐产业运营委员会首席投资官(CIO)，副 CFO，战略投资发展部总经理，投资业务管理部总经理。2021 年 4 月起担任豫园股份副总裁。
孟凌媛	副总裁	女，1978 年 1 月出生，上海财经大学本科学历，经济学学士。2000 年 7 月至 2002 年 1 月在大华会计师事务所担任审计员职务。2002 年 1 月至 2010 年 7 月在普华永道会计师事务所历任审计员，高级审计员，经理，高级经理职务。2010 年 7 月至 2021 年 5 月历任复星集团审计高级总监，复地产业发展集团审计部总经理，复星蜂巢总裁助理兼审计部总经理，复星集团总裁助理兼审计部联席总经理。2021 年 6 月至 2022 年 4 月在豫园股份担任总裁高级助理兼审计部总经理。2022 年 5 月起担任豫园股份副总裁。
陈晓燕	副总裁	女，1977 年 8 月出生，本科学历。加入豫园之前，曾于 1999 年至 2018 年，在 Carrefour China, TESCO China, Media Markt, ENZO Jewelry 等企业从事市场品牌相关工作，于 2018 年 3 月加入豫园珠宝时尚集团，历任总部品牌市场部总经理，总裁助理，副总裁，执行总裁等职务，并于 2022 年 4 月起，兼任豫园股份总裁助理。2024 年 2 月起，担任豫园股份总裁助理，豫园美丽健康集团董事长。
蒋伟	董事长助理	男，1963 年 4 月出生，中共党员，本科学历，经济师。于 2007 年 12 月起担任豫园股份董事长助理（副总裁级）兼董事会秘书。

资料来源：wind，国盛证券研究所

2 产业运营：核心业务生态，多个业务升级转型

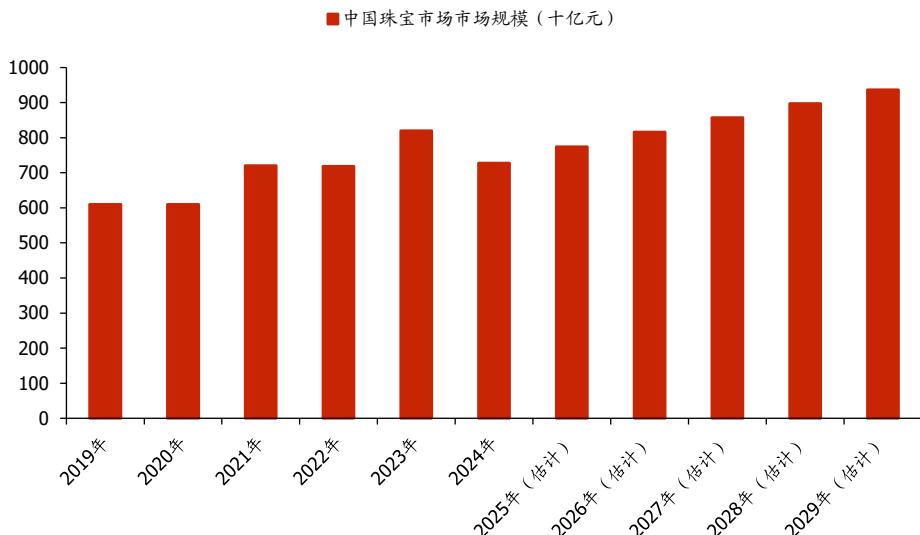
产业运营板块占公司总营收比重超七成，包括珠宝时尚、餐饮管理与服务、食品百货及工艺品、医药健康、化妆品、时尚表业等业务。

2.1 珠宝时尚：拥有两大核心品牌，产品创新、全链路降本增效

2.1.1 黄金珠宝行业规模大、增速稳

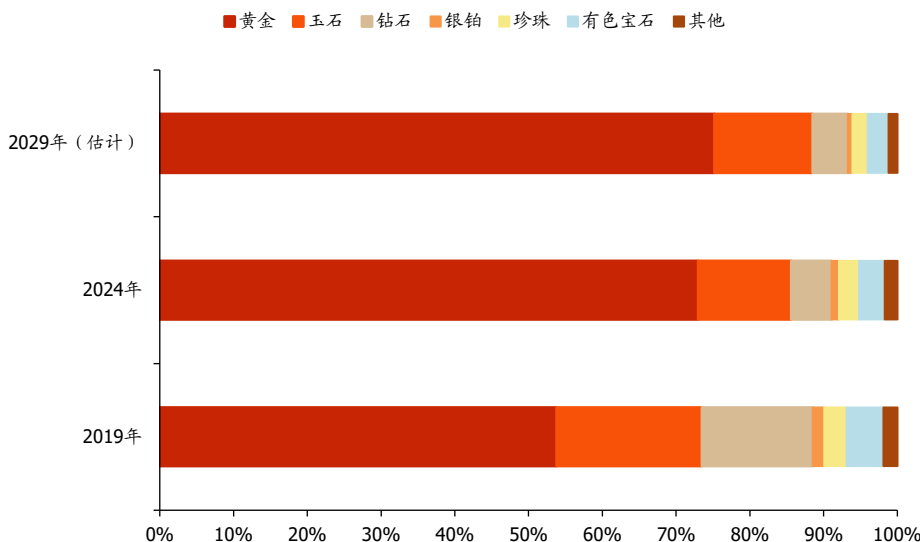
珠宝行业规模大、未来仍保持稳步增速，其中黄金占主导。1) 我国珠宝行业未来将稳步增长至近万亿元规模。根据周六福招股书，中国珠宝市场 2019-2024 年 CAGR 为 3.6%，2024 年中国珠宝市场规模达 7280 亿元，预计 2029 年市场规模达 9370 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 5.2%。2) 黄金珠宝主导珠宝市场，占 2024 年市场零售销售值的 73%。

图表11: 中国珠宝市场规模 (按销售收入)



资料来源: 周六福招股书, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 周六福年报, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

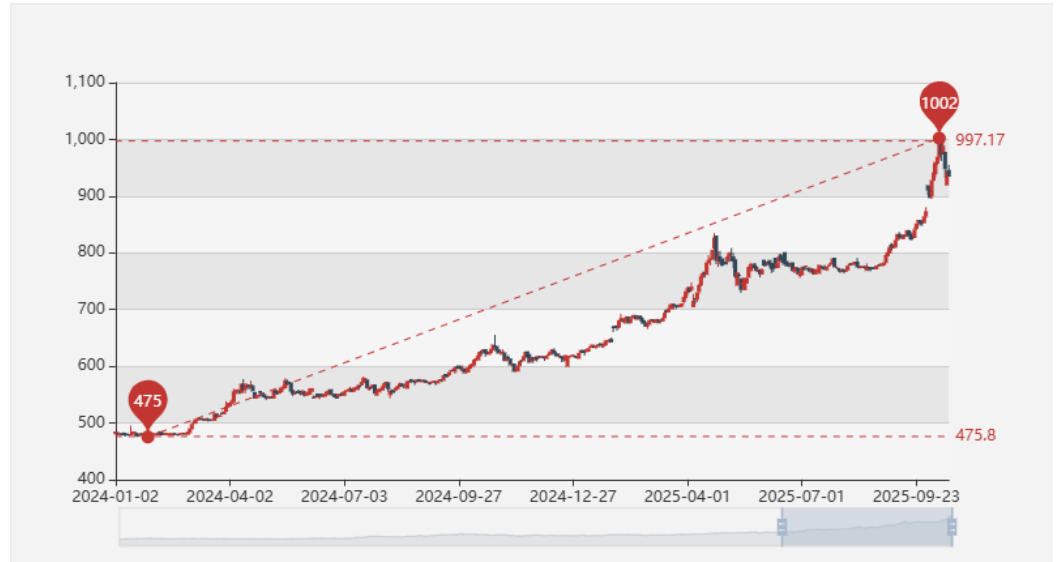
图表12: 珠宝市场细分品类占比 (按零售销售值划分)



资料来源: 周六福招股书, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

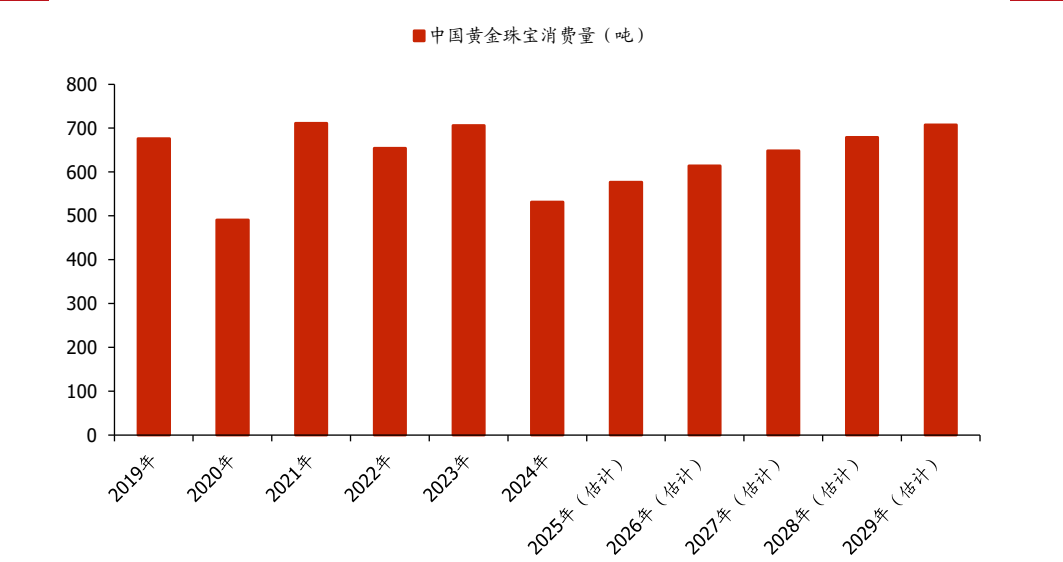
虽然金价上涨抑制部分需求, 但 25 年以来金银珠宝销售额仍然实现较快增长。1) 金价快速上涨抑制了黄金珠宝的部分需求。2024 年初至 2025 年 10 月 23 日伦敦金现涨幅高达 100.06%, 期间中国 Au9999 黄金的现货最高值达人民币 1002 元/克。黄金投资需求强劲, 高金价抑制了部分消费需求, 尤其是金饰类产品的销量出现下滑。根据世界黄金协会发布的《全球黄金需求趋势报告》, 25 年上半年我国金饰需求量降至 194 吨, 同比下降 28%, 为 2009 年以来上半年的最低水平。2) 虽然销售量下降, 但是今年以来销售额保持健康增长。今年以来尽管社会零售增速有所放缓, 但限额以上单位金银珠宝零售额当月同比增速远超社零总额当月同比增速。根据世界黄金协会发布的《全球黄金需求趋势报告》, 25 年上半年消费者在金饰上的总支出仍达 1370 亿元, 与去年持平, 并且与 2013 年上半年的历史峰值差距不大。

图表13: 中国 Au9999 黄金的现货价格走势 (元/克)



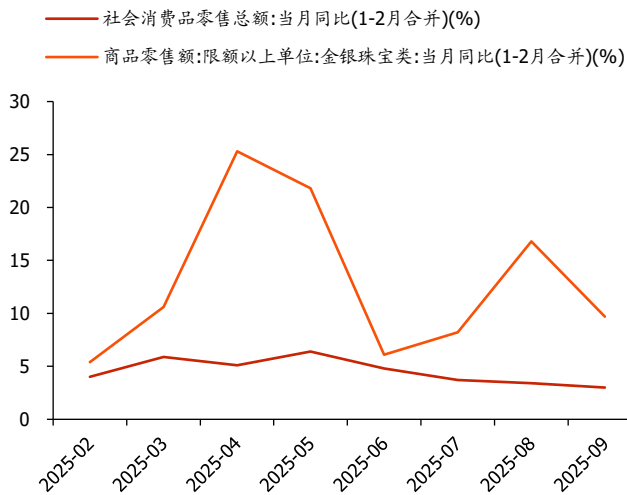
资料来源: 上海黄金交易所, 国盛证券研究所

图表14: 中国黄金珠宝消费量 (单位: 吨)



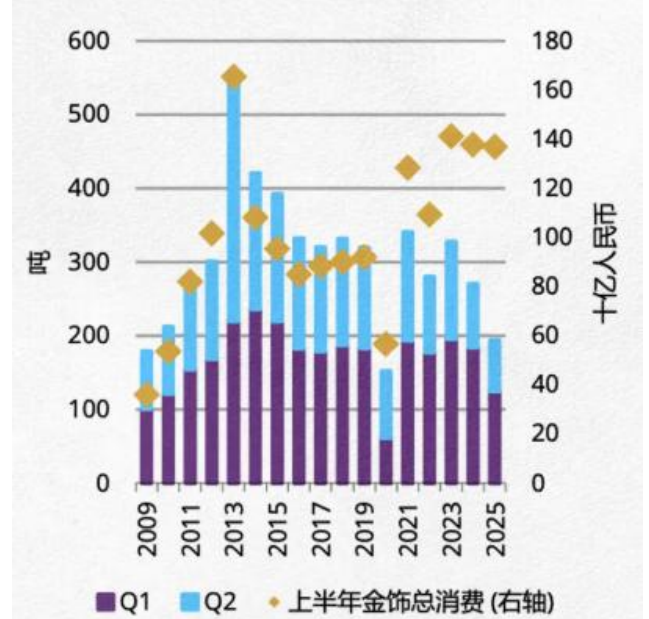
资料来源: 周六福招股书, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表15: 2025年社零 VS 限额以上单位金银珠宝类零售额当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 25H1 中国金饰需求吨数下降, 消费金额高企

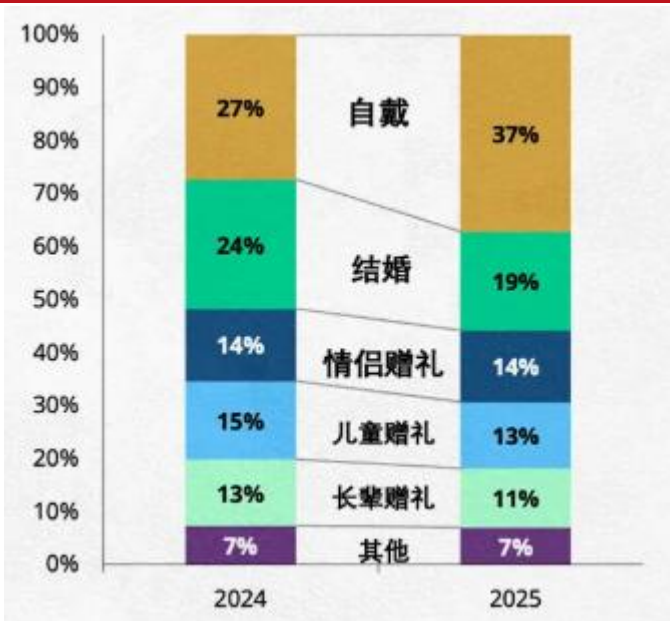


资料来源: 上海黄金交易所, 金属聚焦公司, 世界黄金协会, 国盛证券研究所

备注: 数据截至 25Q2, 金额数据基于季度平均 Au9999 金价及需求量 (吨)

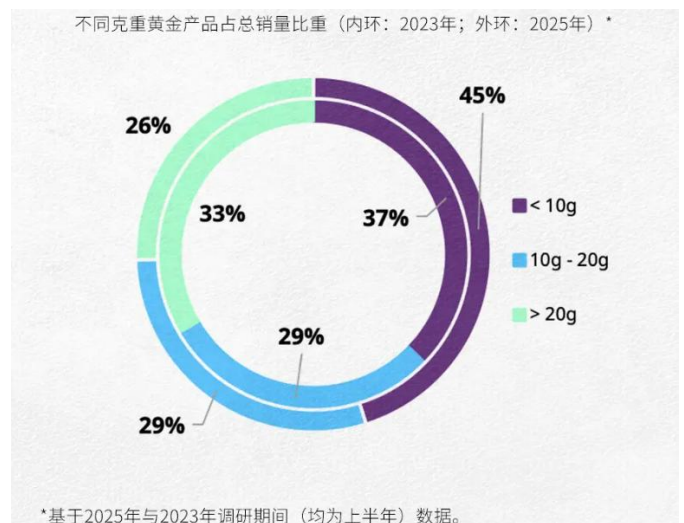
行业未来驱动因素发生变化, 黄金珠宝的消费场景和消费者喜好转变。1) 黄金珠宝的购买动机由婚嫁转变为自戴悦己。根据世界黄金协会发布的《2025年中国金饰零售市场洞察》, 25上半年“自戴”驱动的消费占门店销售额的37%, 远高于2024年的27%。同时, 婚庆相关金饰的销售占比由2024年的24%降至19%。我们认为, 这类悦己的购买行为将持续主导消费者的珠宝饰品购买动机。2) 消费者喜好转变, 客单价低、设计时尚的小克重金饰成为消费者日常佩戴单品。由于金价飙升、行业设计创新持续发力, 2025上半年10克以内的黄金产品占其金饰销量的45%, 相较2023年的37%显著增长, 同时25上半年20克以上产品的销量占比下滑。

图表17: 25上半年不同场景对珠宝零售商收入的贡献占比



资料来源: 世界黄金协会, 中国黄金报社, 国盛证券研究所
备注: 基于2025年与2024年调研期间(均为上半年)数据。

图表18: 金价上涨压低黄金售出产品的克重

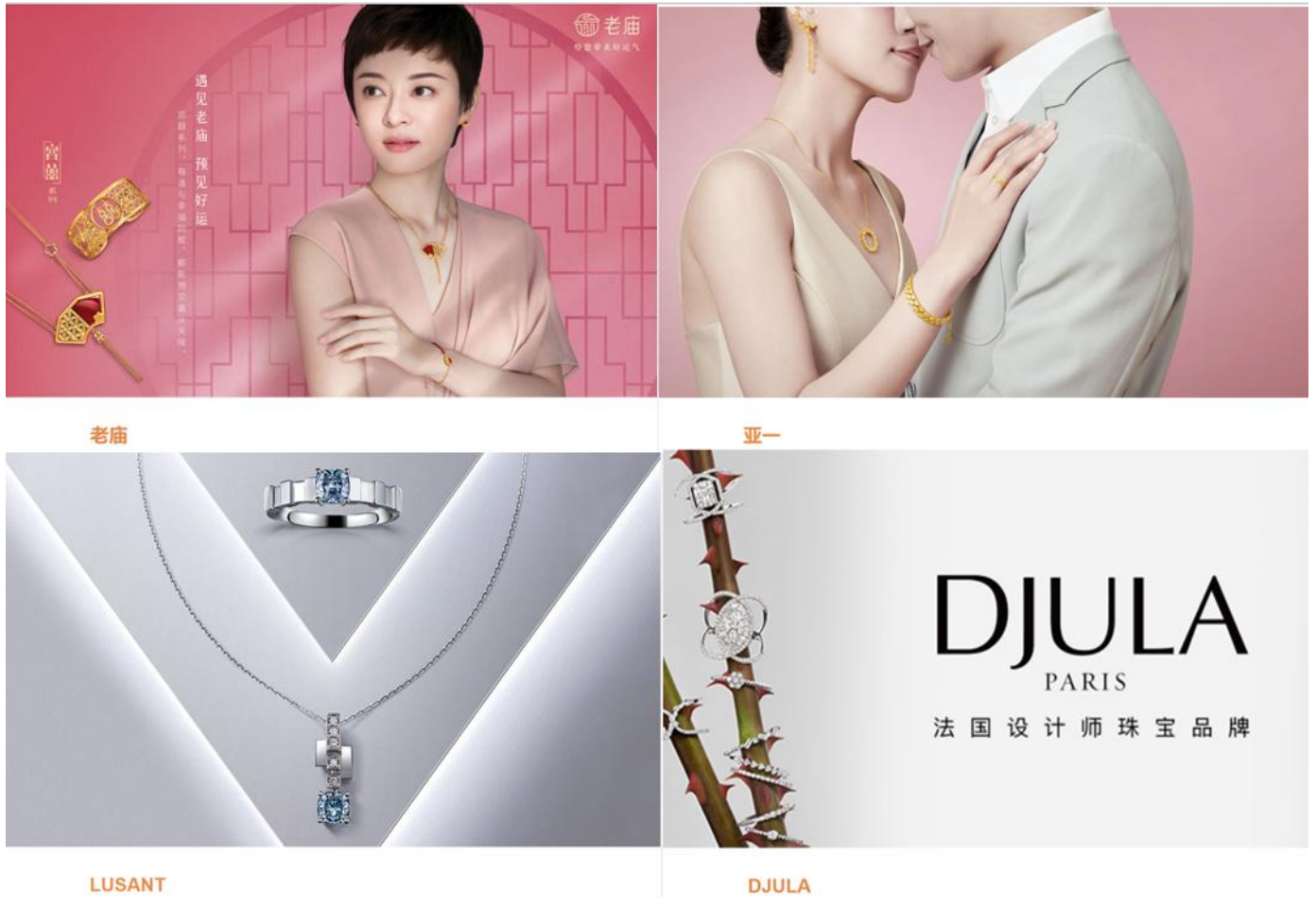


资料来源: 中国黄金报社, 世界黄金协会, 国盛证券研究所

2.1.2 公司多方面拥抱变化

多品牌矩阵，形成品牌及产品的差异化。公司珠宝时尚业务以“老庙”和“亚一”两个老字号品牌为核心，其中“老庙”弘扬中国传统金艺文化，聚焦一二线城市市场，致力于升维发展，打造高端珠宝形象；“亚一”通过时尚设计赋予黄金饰品温暖与幸福感，深耕低线城市市场，以亲民的价格和优质的产品服务消费者。此外还收购了法国时尚珠宝品牌 DJULA，孵化了时尚培育彩钻品牌 LUSANT 露璨。并在黄金作为避险资产，但传统金条、金币等产品难以满足高净值人群对资产文化价值需求的背景下，2024 年创立了黄金艺术品牌“东家金造”。公司珠宝品牌跨越平价到高端，客户群体覆盖广泛。

图表19: 珠宝时尚品牌矩阵



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

产品端，推出符合小克重、IP 联名、古法等当下金饰发展趋势的系列产品。公司深挖“老庙”品牌的“好运文化”内涵，以“祈福转运”为抓手，建立好运产品矩阵。1) “老庙·古韵金”系列 2018 年开始推出，该系列天然契合当下古法黄金潮流，公司对该系列不断迭代升级。2024 年“古韵金·富富有余”系列焕新升级，全年古韵金系列销售 74.5 亿元。2025 年推出“古韵金·作”系列，糅合中国传统文化“莲花”“葫芦”两大意象，全新打造“莲生福禄”这一好运符号，从工艺技法、设计理念到产品质感，全方面突破升级。2) 25 年初推出“一串好运 2.0”系列，延续小克重、轻量化的产品特性，精准切入年轻人日常佩戴的转运需求，目前上市累计销量已突破 1.5 亿元。3) 与 IP “天官赐福”联名，提升产品情感附加值，预售当日即登顶 IP 联名黄金品类 TOP1，正式上市后 3 天内全渠道累计销量突破 2,000 万元。

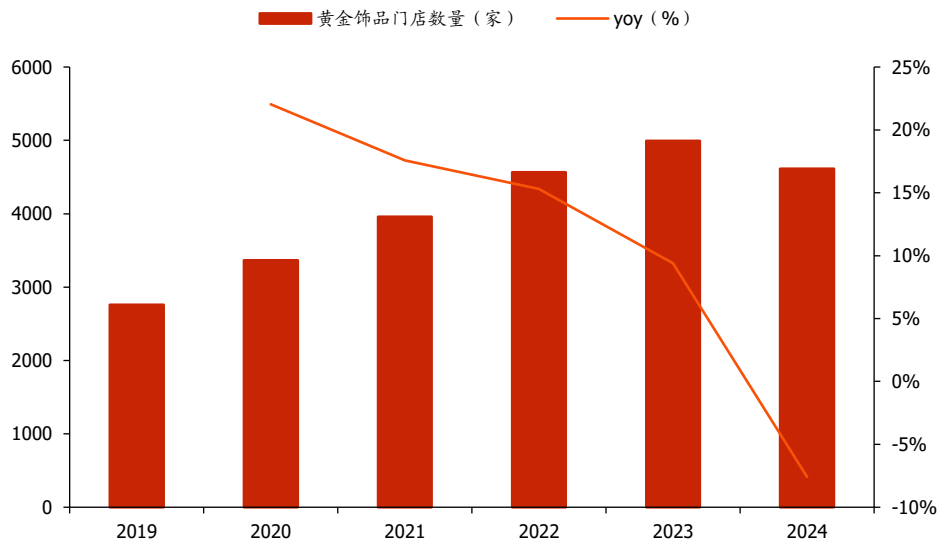
图表20: 老庙好运产品矩阵



资料来源: 老庙黄金公众号, 国盛证券研究所

渠道端，由加盟批发为主向精益运营和高毛利转型。“老庙”和“亚一”均以加盟模式为主，2023 年以前快速扩张，2024 年开始不追求盲目扩张、对门店精细化管理，优选大加盟商协助其管理经营。截至 2024 年底，“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达到 4,615 家，其中 253 个直营网点，4,362 家加盟店，较 2023 年减少品牌营业网点 379 个。DJULA 和 LUSANT 露璨为全直营模式，截至 2024 年底，DJULA 直营网点为 17 家，露璨直营网点为 1 家。

图表21: 公司黄金饰品门店数量



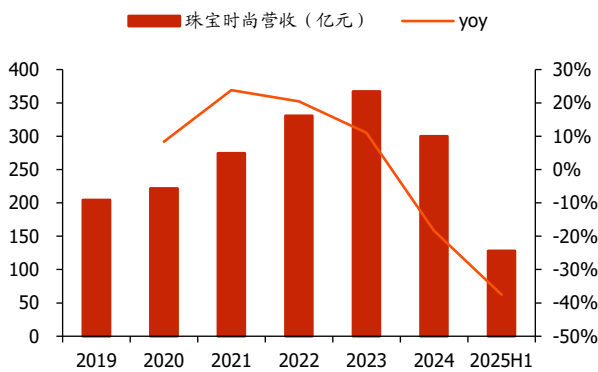
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

营销方面，全渠道融合，放大“好运”IP 价值。1) 线上种草并实现流量转化，打通“营销种草—>到店引流—>抖音店播”全链路，实现全渠道效率最大化。未来半年，在稳固抖音本地行业第一地位，深耕抖音店播构建第二增长曲线的同时，也将持续链接小红书、快手等更多线上平台。2) 线下打造沉浸式体验。在老庙和“天官赐福”IP 联名之时，老庙景容楼文化旗舰店化身“极乐坊”主题体验站，精准触达粉丝情怀点。

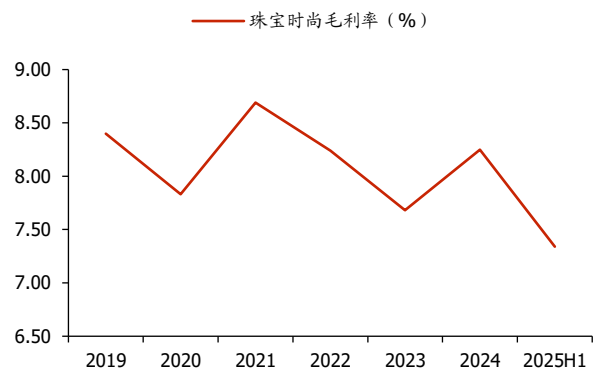
供应链方面，全链路降本增效。1) 提升上游仓网布局：上线珠宝仓网项目，珠宝深圳物流中心建设落地，自动化设备稳步推进，通过投资合作、包产能或产线等方式补链强链，支撑高毛利销售转型。2) 在供应商管理上，精细化分类分级，2024年底呆滞库存金额与年初相比下降逾1.5亿元，呆滞率下降2.3%；战略供应商降本，全流程损失分析工具结合供应商集采竞合机制，实现成本节降1.1亿元，采购降本率5.3%；完成经营性采购制度，更新迭代盘点制度，基于全球化发展目标启动国际供应链能力建设。3) 在订货模式上升级：保留核心省份月度常规订货会，新增半年大型订货会，强化“好运宝”线上补货，循环授信支持小单快返，按周按需补货。

此前珠宝时尚业务承压，当前业务调整的结构趋势初显。1) 2019-2023年珠宝时尚业务营收稳步快速增长，CAGR达16%，2024年因消费疲软、金价快速上涨等因素业务营收同比下滑18.38%，为此公司进行了上述的调整。25Q2珠宝时尚营收已现回弹趋势，25H1珠宝时尚业务营收继续下滑37.5%，但其中25Q2营收环比增长47%，业务模式调整的结构趋势初显。2) 毛利率较为稳定，且25H1毛利率同比提升，达7.34%/同比+0.43pct。

图表22: 珠宝时尚营收及增速



图表23: 珠宝时尚毛利率



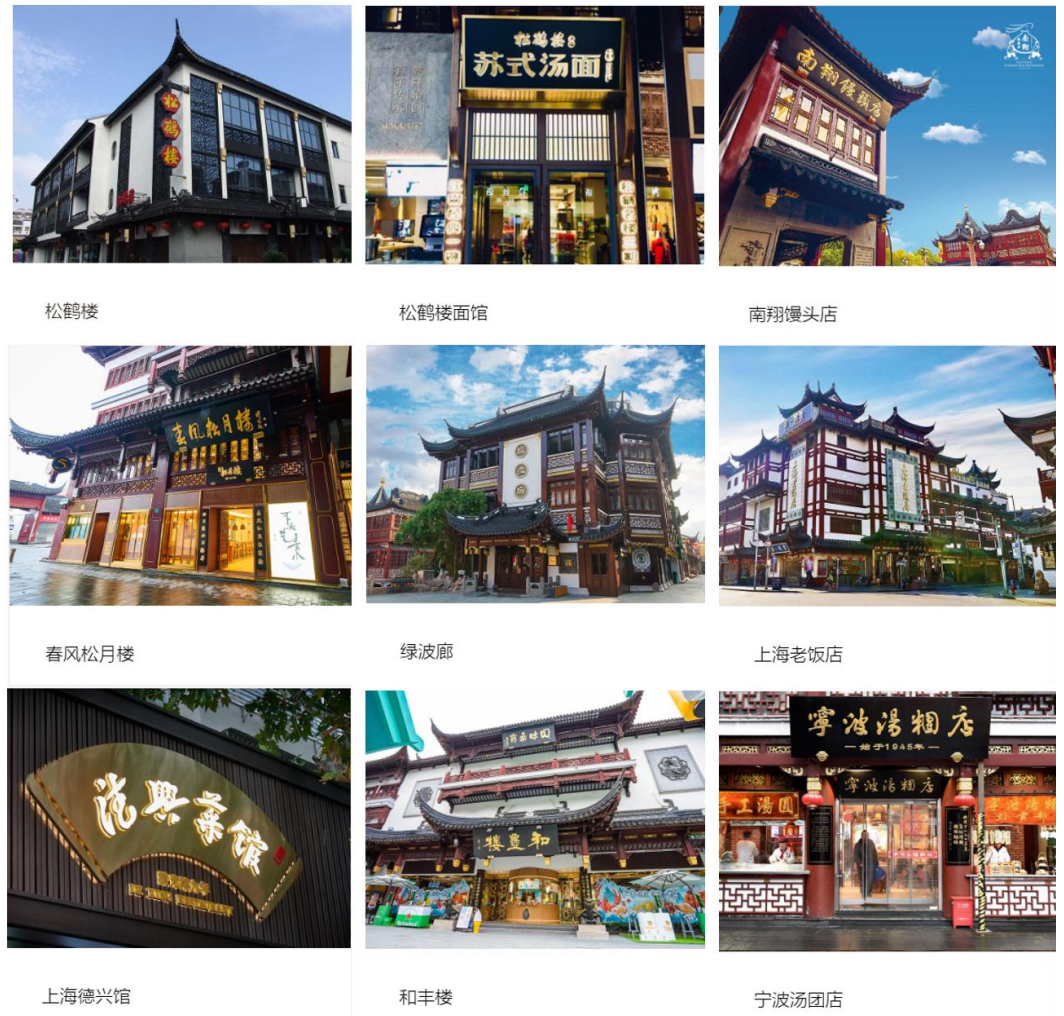
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 餐饮管理与服务: 拥有多个中华老字号品牌

以“品牌运营+文化传承”为核心，构建起涵盖多家中华老字号与非物质文化遗产的特色品牌矩阵。1) 松鹤楼（超260年，苏帮菜标杆）及衍生的松鹤楼面馆延续苏帮风味；2) 南翔馒头店始创于1900年，以百年匠艺制点心；3) 春风松月楼（1910年创）的素菜包制作技艺是黄浦区非遗；4) 绿波廊作为海派餐饮代表，曾为亚信峰会各国第一夫人定制“夫人套点”；5) 上海老饭店（150年历史）是国家级非遗“上海本帮菜肴传统烹饪技艺”传承者；6) 上海德兴馆（142年历史）是本帮菜发源地；7) 和丰楼定位“小吃王国”，汇集各地风味小吃；8) 宁波汤团店（70余年历史）专营宁波汤团，承载团圆饮食文化。

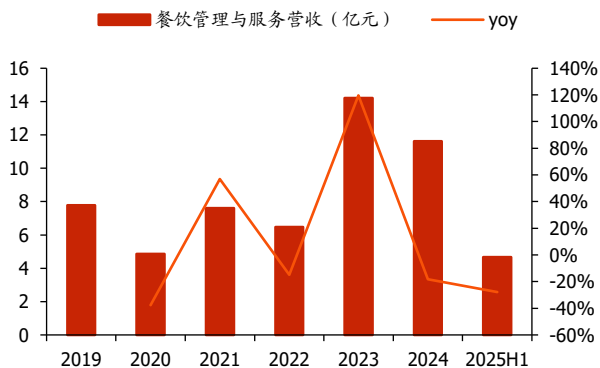
图表24: 餐饮管理与服务业务矩阵



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

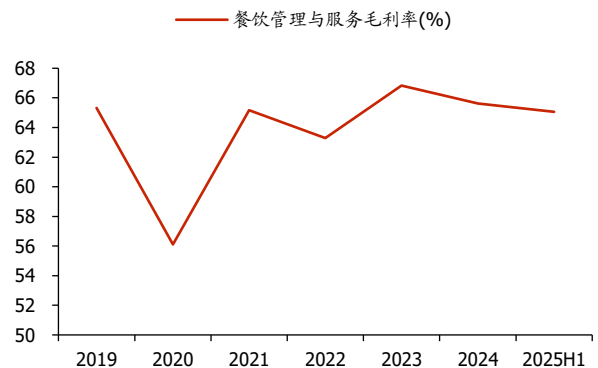
餐饮管理与服务业务短期承压。1) 2019-2023年CAGR达16%, 其中2023年加速连锁化, 营收快速增长, 2024年来稍显压力, 25H1该板块业务营收达4.66亿元/同比-27.77%。2) 毛利率较高且稳定, 除特殊年份外保持在63%以上, 2025H1毛利率达65.06%。

图表25: 餐饮管理与服务营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 餐饮管理与服务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

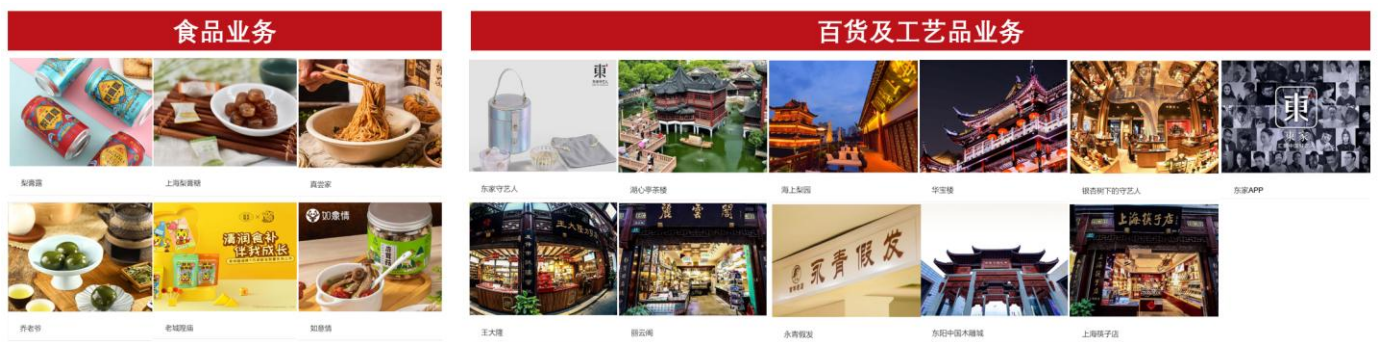
沉浸市场热度攀升, 公司将传统文化和现代消费场景的深度融合。1) 沉浸式经济近年迅速发展, 2023年中国沉浸产业消费市场规模已达927亿元。2) 上海老饭店2024年推

出“梦回老上海”沪城八景下午茶，现场布置留声机、黄包车等老上海元素，营造复古与现代交织的消费场景。3)和丰楼 2025年以“豫园食集”形象焕新，融合数字非遗、AI灯光、裸眼3D长卷等技术，打造“好吃好看好玩”的沉浸式美食空间。

2.3 食品、百货及工艺品：平台与品牌兼备

包括食品、百货及工艺品两大业务，主要为食品饮料、传统工艺品、旅游纪念品等小百货的销售：1)以老城隍庙为核心的食品业务，涵盖梨膏露、上海梨膏糖、真尝家、乔老爷、如意情等品牌。2)以东家·守艺人等文化创意品牌为核心的百货及工艺品业务，囊括东家守艺人、湖心亭茶楼、海上梨园、华宝楼、银杏树下的守艺人、东家APP、丽云阁、永青假发、东阳中国木雕城、上海筷子店等。两大业务相互支撑、共享客流，形成从场景到食品、文创工艺的链条。

图表27: 食品、百货及工艺品业务矩阵

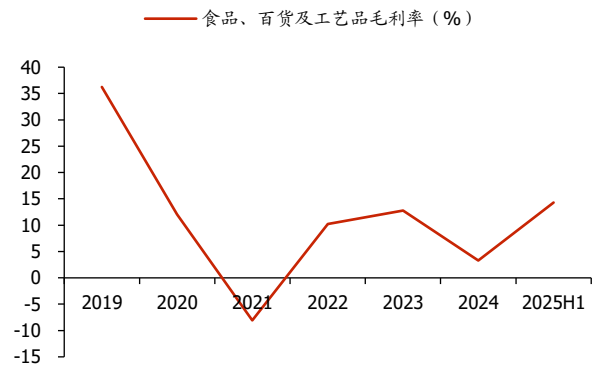
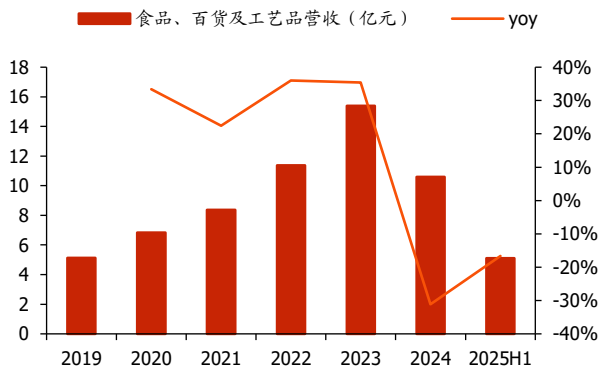


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

食品、百货及工艺品业务毛利率改善。1)该业务营收 2019-2023 年持续增长, CAGR 达 32%, 受消费疲软影响, 2024 年回落至 10.60 亿元/同比-31.12%, 2025H1 营收 5.11 亿元/同比-16.69%。2)毛利率方面, 2024 年下滑后, 2025H1 已回升至较高水平达 14.32%。

图表28: 食品、百货及工艺品营收及增速

图表29: 食品、百货及工艺品毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

当前国潮崛起, 食品业务正通过“产品创新”挖掘内生价值。(1) 2023 年中国国潮经济市场规模为 20517.4 亿元/同比+9.44%。(2) 将地区特色老字号食品年轻化: 1) 老城隍庙梨膏露不断尝试年轻化。先后与国产动漫《魔道祖师》、哔哩哔哩美食纪录片《生活如沸》等进行联名跨界。2) 真尝家×松鹤楼面系列产品于 2022 年 3 月重装上市。3 个月

触达消费者 2000 万人。

百货工艺品业务通过“文化平台”和“场景体验”完善文化生态。1)文化平台：东家 APP 是为民间手工艺人提供商业化的电商平台，通过“买卖”与“使用”，来保护传统文化的延续。2)场景体验：湖心亭由梁建国大师设计，于 2025 年 7 月面市，推出符合年轻人口味的创新茶饮茶点，日夜茶场的新玩法，形成产业 IP 化；海上梨园于 25 年上半年进行场景改造，承载传统戏剧、秀场及品牌发布、高端论坛等多元内容。

2.4 医药健康：老字号“童涵春堂”与新消费共进

传承两百余年历史的“童涵春堂”老字号与新消费共进。“童涵春堂”是始于 1783 年的中华老字号，秉承“悬壶济世、普救苍生”的古训，以选材道地、遵古炮炙、修制务精、品种齐全闻名遐迩，成为沪上体验中医药文化、养生保健、高品质就诊购药的不二首选。

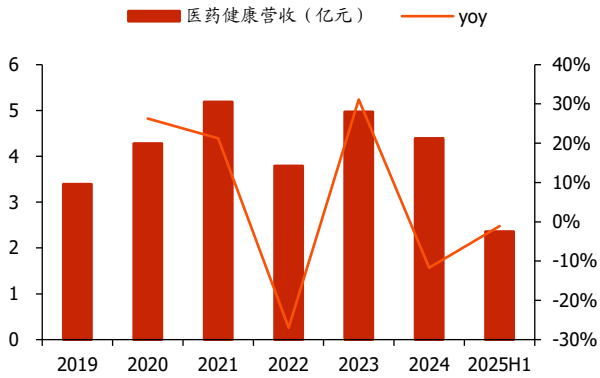
图表30: 童涵春堂



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

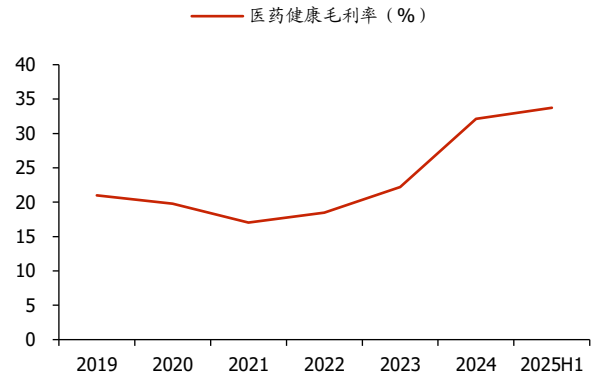
医药健康业务收入波动较大，但毛利率持续提升。1) 2020 年-2024 年该业务收入较为稳定，其中 2022 年受公共卫生事件影响营收短暂回落至 3.79 亿元/同比-26.97%，25H1 该板块业务营收 2.36 亿元/同比-1.06%。2) 毛利率则由于优化业务结构不断提升，零售及中医药养生业务增加及医药批发业务减少不断提升，25H1 毛利率创下新高达 33.73%。

图表31: 医药健康营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表32: 医药健康毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

当前健康养生流行, 童涵春堂作为中华老字号背书企业实行年轻化战略, 有望实现快速发展。(1) 养生群体的年龄结构发生了显著变化。2022年发布的《Z世代营养消费趋势报告》显示 18-35 岁年轻人消费占比高达 83.7%。(2) 童涵春堂实行年轻化战略: 1) 营销方面, 与野兽派推出联名产品, 在各大社交平台种草。2) 产品方面, 特别成立了专注于药食同源类产品的事业部。与上海中医药大学的合作, 通过古方新创的理念, 将传统名方结合先进的萃取和冻干技术, 推出药食同源功能性食品, 面向 25 至 45 岁的消费者, 剂型涵盖了包括饮、粉剂、膏方在内的多种剂型产品, 不仅保留了传统滋补品的功效, 还大大提升了使用的便捷性, 同时设计了便于携带的包装, 满足现代快节奏生活的需求。3) 渠道方面, 线上全域布局 (天猫/京东/兴趣电商三驾马车) + 线下精准卡位 (精品商超/会员店等品质消费场), 未来还计划探索 CVS 渠道, 并关注私域社群渠道的发展潜力。当前药食同源业务已经取得快速发展, 25H1 销售额超 3900 万元, 同比增长 119%。

图表33: 童涵春堂涵春再造系列



资料来源: 数英, 国盛证券研究所

2.5 化妆品：注重研发与产品迭代

化妆品板块由 **AHAVA**、**WEI 蔚蓝之美** 两个主品牌构成。1) **AHAVA**：以色列珍宝级护肤品牌，该品牌聚焦死海矿物护肤，专注打造死海疗愈。2) **WEI 蔚蓝之美**：秉持智慧草本传递平衡之美的护肤理念，融合现代科技与牡丹籽油等天然精粹，主攻研发适合东方肤质的配方和产品。

图表34：化妆品多品牌矩阵



AHAVA

WEI蔚蓝之美

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

品牌持续拓店。1) **AHAVA** 截至 2024 年末共有 14 家门店，其中 11 家于 2024 年开出。2) **WEI 蔚蓝之美** 截至 25 年 10 月，在大豫园和南京老门东历史文化街区共有 2 家品牌文化体验店，此外 **WEI** 中国首家品牌店于今年 10 月在上海人民广场来福士启幕。

图表35：WEI 首家文化体验店于大豫园揭幕



资料来源：vogue 官网，国盛证券研究所

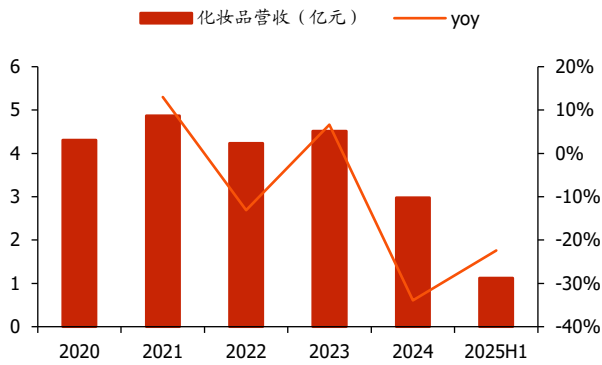
图表36：WEI 首家品牌店在上海来福士开业



资料来源：豫园股份投资者关系公众号，国盛证券研究所

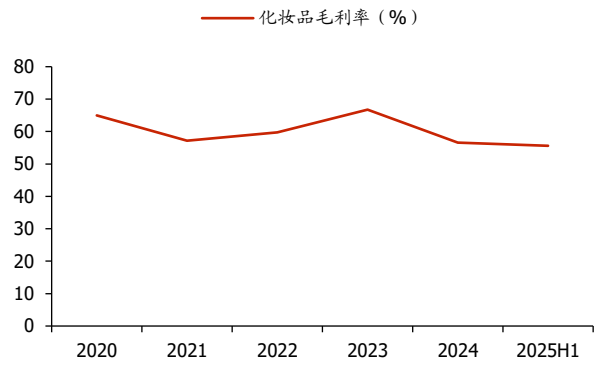
化妆品业务业绩波动，盈利能力仍具韧性。1) 2020-2023 年公司营收 CAGR 达 1.52%，2024 年营收 2.98 亿元/同比-33.92%，25H1 实现营收 1.13 亿元/同比-22.42%，因海外市场扰动及结构性调整出现下滑。2) 毛利率方面，较为稳定，2025H1 毛利率为 55.60%。

图表37: 化妆品业务营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表38: 化妆品业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注重研发与产品迭代提速, 发力高功效护肤。1) 以色列珍宝级护肤品牌 AHAVA, 持续发布功效线新品: 品牌依托死海实验室研发体系, 围绕矿物修护与抗老功效持续创新。2021年“五五购物节”首发奢颜紧致眼霜与乳液, 添加3D专研科技与植物抗氧体系, 针对眼部初老与干纹问题; 2022年推出胜肽抗皱眼霜, 进一步强化抗皱功效研发。2) WEI 蔚蓝之美聚焦东方草本护肤理念, 通过与菏泽市共建“中国牡丹产业研究室”补强原料与配方储备, 推动草本功效持续迭代。2023年升级明王朝御容系列, 加入洛阳牡丹籽油精粹, 强化“抗老+修护”双功效研发。2024年首家蔚蓝之美品牌文化体验店落位豫园商圈, 突破零售新模式。

图表39: AHAVA 科研能力



资料来源: AHAVA 京东官方自营店, 国盛证券研究所

图表40: 中国牡丹产业研究室建立



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.6 时尚表业: 国表双品牌矩阵, 传承与创新并举

构建国表双品牌矩阵, 传承与创新并举。公司旗下汉辰表业是中国钟表工业的重要代表, 拥有“海鸥”“上海”两大核心品牌: 1) “海鸥表”是我国自主制造的第一只表, 致力于高品质机芯的研发制造与中国原创机械腕表的研发生产。机芯是手表的心脏, 海鸥攻克了一批超高难度机芯技术, 在高级制表领域持续实现技术突破, 2002年, 研制我国首只双陀飞轮表; 2007年, 推出我国首只三问表; 2009年, 成功研发集陀飞轮、万年历、三问于一体的高复杂腕表, 其中陀飞轮更是手表制造的“珠穆朗玛峰”。2024年, 重磅推出大国工匠系列玦镂纹硅游丝陀飞轮机械腕表, 是品牌首枚自主研发的硅游丝机芯腕表; 2025年, 海鸥表推出“龙首馨音”三合一机械腕表, 将中华传统文化设计理念赋予

这款超复杂功能腕表中。2)“上海表”以东方美学与时尚设计见长，在年轻消费群体中具备较高认知度。上海表“摩登·玉兰”系列获得 2025 年度美国缪斯设计奖金奖，品牌艺术化定位进一步巩固。

图表41: 海鸥表推出“龙首声音”腕表



资料来源: 汉辰表业公众号, 国盛证券研究所

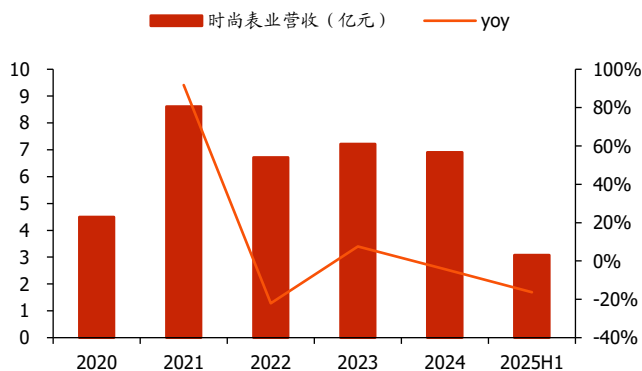
图表42: 上海表“摩登·玉兰”系列



资料来源: 汉辰表业公众号, 国盛证券研究所

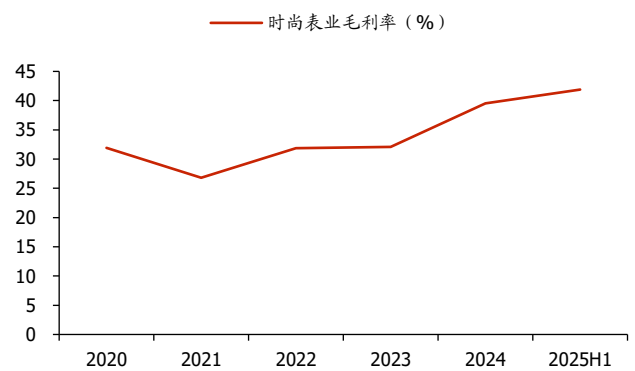
时尚表业业务稳健经营，盈利能力持续改善。1)2020-2024 年，公司时尚表业营收 CAGR 达 24.73%，2025H1 营收 3.08 亿元/同比-16.39%。2)毛利率方面，不断提升，2025H1 达 41.89%。

图表43: 时尚表业业务营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表44: 时尚表业毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

持续拓展线上线下渠道，加快海外渠道布局。1)公司表业线上加速拓展海外电商平台，2024 年新增 TIKTOK 全托管及 LAZADA 官方旗舰渠道，2025H1 布局海外独立站、入驻 SHEIN 海外托管平台及亚马逊等主流电商渠道，完善跨境电商矩阵。2024 年表业海外业务收入较上年增长约 70%，品牌国际化步伐显著提速。2)线下开设海外店铺，2025 年，汉辰表业线下新开 3 个中免合作店和 3 个香港加盟店铺。

3 商业综合运营与物业综合服务+物业开发与销售：拥轻合重，大豫园扬帆启航

商业综合运营与物业综合服务业务+物业开发与销售业务是公司“瘦身健体”、“拥轻合重”战略措施的重点改善对象。2024年公司整合成立豫园商置集团，实现“轻重合一”，进一步聚焦文商旅、产业办公和高端住宅场景。通过整合式创新，协同豫园及复星的生态资源，构建集商业管理、地产开发、物业管理为一体的豫园商置事业群。以轻驭重，持续做好深度运营，打造超级场景，加速存量退出。

3.1 大豫园：一期场景升级、特色活动多样，二三期稳步推进，珠宝时尚功能区在此落地

公司核心商业物业是位于上海市中心的豫园商圈，随着豫园商城二期、三期的建成，未来的大豫园片区将成为具有世界级影响力的文商旅标杆旗舰场景，成为公司整合融通产业资源的优势时尚文化秀场。

豫园一期作为核心项目在自有IP和超级场景及特色活动的推动下，经营质量持续提升。2025H1入园客流稳步提升，整体客流近1,900万人，GMV超26亿元，同比大幅增长55%。（1）场景升级：1）前文提及的项目内的湖心亭、和丰楼、海上梨园进行焕新升级。2）将两条主街做出场景，打造成祈福文化的文昌街、海派和影视的豫园老街。3）未来还将联合国内外知名IP打造“空中豫园”。（2）特色活动：举办多场年轻化活动，在传统文化场景里实现年轻表达。1）今年5-6月，联合上海戏剧学院，与众多高校社团和先锋剧院，举办首届“豫上好戏”青年实验戏剧节，共创近百场新剧演。2）今年7月中旬与B站合作豫园“夏日奇幻夜”，引入“十大国漫IP”，用“IP+场景+跨界”融合的新玩法，刷新年轻群体对豫园的新潮认知，实现当日客流16万，销售额同比提升60%。

图表45：豫园一期



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表46: “豫上好戏”现场图



资料来源: 豫园股份公众号, 国盛证券研究所

图表47: “夏日奇幻夜”实景图



资料来源: 豫园股份公众号, 国盛证券研究所

豫园二期、三期项目持续稳步推进，将带来增量。今年7月，大豫园二期核心项目——南里（金豫商厦地块）正式开工建设，也标志着大豫园片区升级进入加速实施阶段。大豫园二期涵盖低密办公和十栋独栋商业，中西融合的建筑特色，定位“原创+时尚”，聚焦国内头部原创品牌首店概念，形成原创首发集聚场。三期定位“经典+文化”，百年经典风尚场，涵盖商业、文化、办公等多元业态，将引入国际奢侈品牌和先锋生活方式品牌。未来随着豫园二期、福佑路地块等项目的整体开发推进，将联动豫园商城一期产生集群效应，成为公司整合融通产业资源的优势时尚文化秀场，构建全球家庭消费快乐产业集群的重要场域。

图表48: 大豫园二期南地块已正式开工

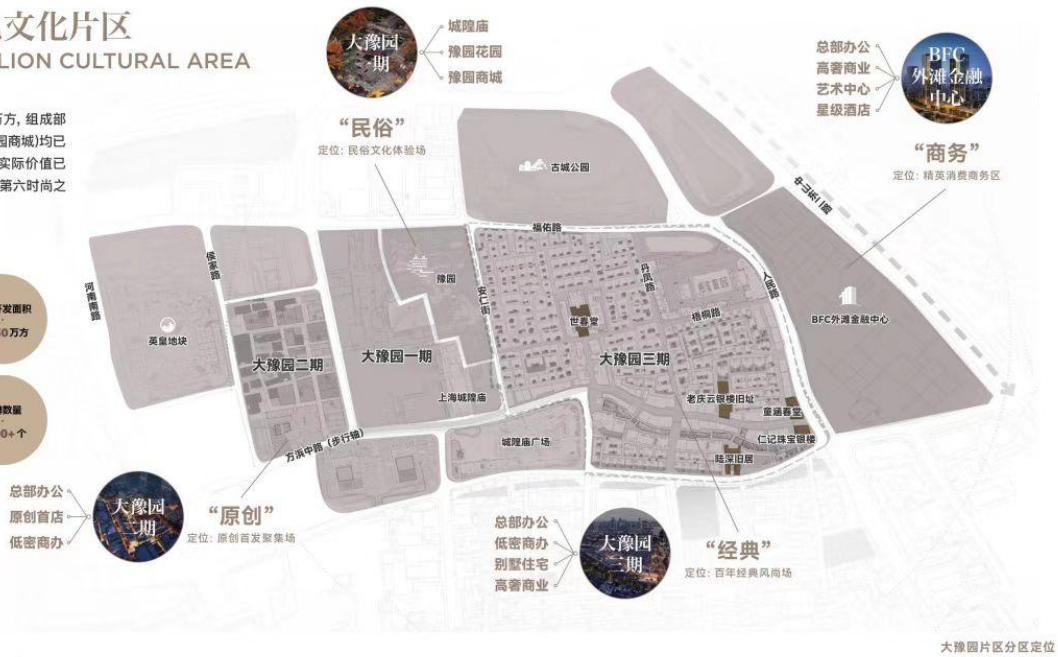


资料来源: 复星公众号, 国盛证券研究所

图表49: 大豫园片区示意图

大豫园千亿文化片区 HUNDRED BILLION CULTURAL AREA

大豫园文化片区规模超百万方, 组成部分中的BFC和豫园一期(豫园商城)均已醇熟运营, 整个片区可见的实际价值已超亿, 完全当得起上海作为第六时尚之都的文化封面。



资料来源: 搜狐新闻, 国盛证券研究所

此外, 大豫园片区是“上海国际珠宝时尚功能区”的核心, 有望成为大豫园片区未来价值增长加速器。今年3月上海市政府发布了《关于支持黄浦区建设上海国际珠宝时尚功能区的若干措施》, 将在豫园地区构建年销售总额超千亿元、零售总额超百亿元的黄金珠宝时尚产业集群。公司则成为了上海国际珠宝时尚功能区的重要参与主体之一, 在空间载体建设、品牌设计孵化、展会节赛牵引、招商引资促进等方面发挥作用。随着政策的逐步推进, 公司有望在珠宝产业的品牌升级、资源整合和国际合作等方面获得更多支持, 为公司在产品创新、渠道拓展及国际化布局上创造更有利的条件。功能区的建设还将进一步提升大豫园片区的商业能级, 吸引全球高端珠宝品牌集聚, 带动客流增长和消费升级。

图表50: “上海国际珠宝时尚功能区”揭牌后首场重量级活动——2025 首届国际珠宝时尚主题月开幕



资料来源: 中国黄金珠宝, 国盛证券研究所

3.2 物业开发与销售业务: 加速库存去化和资金回笼

该业务加速库存去化和资金回笼、持续开展降本增效工作。1) 2024 年, 完成上海真如(星光耀)等项目大宗退出, 天津 ABC 依托商业运营散售等, 全年签约销售 97.68 亿元, 实现回款超百亿元。2025H1, 大宗完成宁波星健大宗 MOU 签订, 苏州鹿溪雅园及济南 A4 回款; 散售主要完成上海金山 G10、苏州鹿溪雅园, 天津湖滨 ABC 区等签约; 25 年上半年合计签约 25.7 亿元, 回款超 30 亿元。竣工和在建房地产项目多位于一二线发达城市。2) 此外, 公司以轻撬重, 深化地方政府合作, 拓展轻资产管理规模: 签约成都简州东目里项目、岳阳洞庭南路项目等, 以运营增值为核心推动轻资产模式进化。

4 文化引领品牌出海, 多板块已实现 0-1 突破

公司今年积极出海, 全球化发展实现 0-1 的突破, 灯会、珠宝、餐饮、表业等多个业务板块已在海外布局, 文化引领驱动品牌出海提速, 有望给公司带来海外增量。

豫园灯会持续创新, 已经在全球多地亮相, 也是公司品牌出海的“先遣平台”。1) 作为国家级非物质文化遗产的豫园灯会已有 30 年历史, 近年持续创新, 2023 年以来, 豫园灯会以《山海经》为灵感蓝本, 以“山海奇豫记”为核心主题, 融合数字化技术和丰富的跨界体验。蛇年豫园灯会, 吸引线下客流 400 万人次, GMV 达 9.16 亿元。2) 灯会已出海在全球多地亮相, 同步带动公司其他业态出海。今年 1 月主题灯组亮相越南, 献礼中越建交 75 周年; 6 月豫园灯会在曼谷著名商业地标暹罗天地 ICONSIAM 正式亮灯, 献礼中泰建交 50 周年, 旗下老庙黄金、南翔馒头殿、舍得、沱牌等品牌也齐齐亮相泰国灯会特色市集。9 月新加坡中秋灯组献礼中新建交 35 周年, 设计上与“大白兔”奶糖巧妙融合。

图表51: 豫园蛇年灯会



资料来源: 上海黄浦公众号, 国盛证券研究所

图表52: 泰国豫园灯会及灯会集市上的南翔馒头殿



资料来源: 豫园股份官方公众号, 国盛证券研究所

图表53: 越南豫园灯会



资料来源: 豫园股份公众号, 国盛证券研究所

图表54: 新加坡灯会



资料来源: 豫园股份公众号, 国盛证券研究所

公司的核心业务时尚珠宝也已在海外开出首店，未来将加速免税渠道及东南亚市场布局。1) 老庙海外已开出两家门店，今年9月27日于中国澳门特区威尼斯人开设门店，9月30日首家海外门店在马来西亚吉隆坡启幕，未来公司将深耕东南亚和港澳台地区。2) 同时，继入驻海口国际免税城和海口日月广场免税店后，老庙已于24年8月进驻三亚国际免税城，25年8月进驻三亚凤凰机场免税店。预计年底前将完整布局海南免税渠道，后续试点境内机场。

图表55: 老庙澳门威尼斯人店



资料来源: 豫园股份投资者公众号, 国盛证券研究所

图表56: 老庙吉隆坡门店



资料来源: 中国黄金珠宝公众号, 国盛证券研究所

图表57: 老庙三亚国际免税城店



资料来源: 豫园股份公众号, 国盛证券研究所

图表58: 老庙三亚凤凰国际机场店



资料来源: cdf 三亚凤凰机场免税店, 国盛证券研究所

餐饮业务同样已在海外开出首店, 进行国际化布局。1) “松鹤楼”已于2025年4月在伦敦唐人街成功开设海外首店。开业至今, 松鹤楼供应链收入超预期, 从产品适配到场景营造, 从客群定位到运营策略, 为老字号餐饮品牌的国际化发展提供可复制的标杆模式, 也为后续其他品牌的出海提供宝贵商业经验。2) 同为中华老字号品牌的“南翔馒头店”也在加速推进海外拓展计划。

图表59: 松鹤楼伦敦的海外首店



资料来源: 上海黄浦公众号, 国盛证券研究所

5 盈利预测及投资建议

产业运营板块: 其中的核心业务黄金珠宝此前因金价快速上涨抑制部分需求, 预计随着产品结构调整, 未来金价上涨对业务影响减弱, 预计板块2025-2027年收入239.33/242.24/253.17亿元, 同比-29.68%/+1.22%/+4.51%。

商业综合与运营：豫园商城升级改造有望增加客流量和销售额，后续豫园二期、福佑路地块等大豫园片区有望贡献收入增量。预计板块 2025-2027 年收入 22.77/24.86/28.18 亿元，同比-20.15%/+9.15%/+13.36%。

物业开发与销售：将逐步回款收缩，预计板块 2025-2027 年收入 150.58/150.58/150.58 亿元，同比+50.00%/0.00%/0.00%。

未来随着非核心资产处置接近尾声、大豫园板块动工收入确认、出海业务上量，业绩有望向好。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 412.68/417.68/431.92 亿元，同比-12.1%/+1.2%/+3.4%，归母净利润分别为-9.70/0.24/3.12 亿元，其中 2025 年预计因公司处置非核心资产项目产生的投资收益同比减少，以及地产项目计提地产减值，导致全年亏损。首次覆盖给予“增持”评级。

图表60: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
产业运营							
收入	33062	38626	41694	34034	23933	24224	25317
yoy	30.71%	16.83%	7.94%	-18.37%	-29.68%	1.22%	4.51%
毛利率	14.99%	13.82%	12.03%	12.77%	11.93%	11.94%	11.94%
1. 珠宝时尚							
收入	27448	33071	36727	29977	20644	20753	21664
yoy	23.82%	20.49%	11.05%	-18.38%	-31.13%	0.53%	4.39%
毛利率	9.17%	8.60%	8.18%	8.84%	7.82%	7.57%	7.53%
2. 餐饮							
收入	761	647	1421	1161	813	862	905
yoy	56.77%	-14.98%	119.75%	-18.28%	-30.00%	6.00%	5.00%
毛利率	65.27%	63.58%	66.97%	65.76%	65.76%	65.76%	65.76%
3. 食品百货							
收入	836	1137	1539	1060	975	1024	1075
yoy	22.42%	35.98%	35.33%	-31.16%	-8.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-7.75%	10.46%	13.03%	3.68%	8.35%	6.02%	7.19%
4. 医药健康							
收入	519	379	497	439	9	1	4
yoy	21.42%	-27.05%	31.21%	-11.67%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	17.43%	18.87%	22.52%	33.14%	27.83%	30.49%	29.16%
5. 化妆品							
收入	487	423	451	298	253	266	279
yoy	13.05%	-13.29%	6.82%	-34.03%	-15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	57.63%	59.98%	67.04%	56.84%	56.84%	56.84%	56.84%
6. 表业							
收入	861	671	722	691	588	617	648
yoy	92.02%	-22.09%	7.60%	-4.24%	-15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.43%	32.98%	33.00%	40.68%	36.84%	38.76%	37.80%
7. 酒业							
收入	1798	1802	59	40	38	39	39
yoy	190.79%	0.23%	-96.70%	-32.77%	-6.00%	5.00%	0.00%
毛利率	59.27%	59.74%	40.71%	25.55%	25.55%	25.55%	25.55%
8. 其他							
收入	351	496	277	368	184	202	223
yoy	1024.35%	41.42%	-44.17%	32.84%	-50.00%	10.00%	10.00%

毛利率	95.62%	69.24%	65.57%	78.09%	71.83%	74.96%	73.40%
商业综合运营与物业综合服务							
收入	1368	2376	2895	2852	2277	2486	2818
yoy	-13.57%	73.69%	21.85%	-1.47%	-20.15%	9.15%	13.36%
毛利率	55.05%	34.50%	42.43%	45.12%	37.68%	38.18%	37.27%
1. 商业综合及物业综合服务							
收入	1015	1776	1951	1988	1888	2077	2389
yoy	-6.51%	75.03%	9.84%	1.87%	-5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	45.01%	17.05%	29.15%	31.66%	30.40%	31.03%	30.72%
2. 度假村							
收入	353	599	943	864	389	408	429
yoy	-29.00%	69.85%	57.46%	-8.37%	-55.00%	5.00%	5.00%
毛利率	83.95%	86.25%	69.91%	76.10%	73.01%	74.56%	73.78%
物业开发与销售							
收入	16634	9117	13558	10038	15058	15058	15058
yoy	-3.15%	-45.19%	48.72%	-25.96%	50.00%	0.00%	0.00%
毛利率	39.72%	30.69%	14.48%	7.45%	7.00%	12.00%	14.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

业态升级改革不及预期: 公司当前各业态在进行改革升级, 存在升级效果不及预期风险。

地产项目回款不及预期: 公司旗下有多个地产项目, 公司正出售非核心地产项目加速回款, 持续积极回笼资金, 存在回款不及预期风险。

宏观消费疲软: 公司业务均属于消费行业, 存在受宏观因素影响销量不及预期风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。股票市场中以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
			期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com