



豫园股份 (600655.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

闭店阵痛业绩承压，主业毛利率边际改善

业绩简评

2026年3月25日公司发布2025年业绩公告，全年实现收入363.73亿元，同比下降22.49%；归母净利润-48.97亿元，同比大幅下滑；扣非归母-40.99亿元，同比下降94.38%。2025年单Q4营业收入79.73亿元，归母净利润-44.09亿元。

经营分析

受闭店影响主业收入下滑，黄金珠宝盈利能力边际改善。黄金珠宝业务2025年营收227.34亿元，同比下降24.16%，主要系加盟闭店影响；2025Q3/Q4毛利率分别达8.5%/9.2%，受一口价产品带动环比提升，但收入规模下滑仍拖累板块贡献。文化饮食等消费板块需求承压导致收入下滑，其中餐饮业务2025年闭店持续。公司财务杠杆导致利息支出居高，同时刚性费用未随收入同步收缩，导致主业产生亏损。

公允价值变动与投资收益收缩导致亏损扩大。2025年公司非经常性损益合计-7.97亿元，较2024年的22.34亿元大幅下滑，核心系公允价值变动损失与投资收益收缩所致。公司持有的投资性房地产及股票等金融资产，受市场环境的影响价格下跌，形成约4亿元公允价值变动损失；同时，2025年非核心资产处置收益显著收缩，投资收益端由盈转亏，成为非经常性损益的重要拖累。

房地产业务减值压力稳步释放。2025年房地产行业持续深度调整，销售价格及毛利率均面临压力，物业开发与销售板块2025年营收80.49亿元，同比下降19.82%。受房地产业务承压影响，2025年公司计提资产减值损失近14.6亿元，同时受行业资金链及回款影响，计提4.3亿元信用减值损失。

盈利预测、估值与评级

黄金珠宝业务盈利改善趋势有望延续，叠加减值计提压力释放后，公司业绩有望逐步修复。暂不考虑豫园二三期项目落成后的业绩贡献，我们预计2026-2028年公司归母净利润分别0.80/5.13/7.48亿元，维持“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、国际黄金价格波动、多元化业务拓展不及预期、豫园二三期建设不及预期。

商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清 (执业 S1130525080002)

guyiqing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.64 元

相关报告：

1. 《豫园股份公司深度研究：核心商圈“再造”，品牌出海贡献增量》，2025.9.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	46,924	36,373	36,557	37,357	38,188
营业收入增长率	-19.30%	-22.49%	0.51%	2.19%	2.22%
归母净利润(百万元)	125	-4,897	80	513	748
归母净利润增长率	-93.81%	-	N/A	543.82%	45.89%
摊薄每股收益(元)	0.032	-1.258	0.020	0.132	0.192
每股经营性现金流净额	1.09	0.63	3.31	1.41	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.35%	-16.32%	0.26%	1.66%	2.37%
P/E	199.91	-4.08	226.78	35.22	24.14
P/B	0.70	0.67	0.60	0.59	0.57

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	58,147	46,924	36,373	36,557	37,357	38,188
增长率		-19.3%	-22.5%	0.5%	2.2%	2.2%
主营业务成本	-49,941	-40,545	-31,522	-31,438	-31,982	-32,505
%销售收入	85.9%	86.4%	86.7%	86.0%	85.6%	85.1%
毛利	8,206	6,380	4,852	5,120	5,376	5,683
%销售收入	14.1%	13.6%	13.3%	14.0%	14.4%	14.9%
营业税金及附加	-710	-638	-720	-731	-747	-764
%销售收入	1.2%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-3,074	-2,768	-2,550	-2,193	-2,055	-2,100
%销售收入	5.3%	5.9%	7.0%	6.0%	5.5%	5.5%
管理费用	-3,202	-2,747	-2,211	-2,120	-2,055	-2,100
%销售收入	5.5%	5.9%	6.1%	5.8%	5.5%	5.5%
研发费用	-83	-49	-43	-37	-37	-38
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,138	178	-673	38	482	680
%销售收入	2.0%	0.4%	n.a	0.1%	1.3%	1.8%
财务费用	-1,515	-1,927	-1,665	-747	-699	-717
%销售收入	2.6%	4.1%	4.6%	2.0%	1.9%	1.9%
资产减值损失	-518	-965	-1,889	-755	-642	-521
公允价值变动收益	37	894	-402	0	0	0
投资收益	2,980	1,968	-1,214	800	800	800
%税前利润	128.8%	622.5%	n.a	-155.7%	875.5%	203.5%
营业利润	2,337	368	-5,588	-464	141	443
营业利润率	4.0%	0.8%	n.a	n.a	0.4%	1.2%
营业外收支	-22	-52	-79	-50	-50	-50
税前利润	2,314	316	-5,666	-514	91	393
利润率	4.0%	0.7%	n.a	n.a	0.2%	1.0%
所得税	-496	-745	236	113	-20	-86
所得税率	21.4%	235.7%	n.a	n.a	22.0%	22.0%
净利润	1,818	-429	-5,430	-401	71	307
少数股东损益	-206	-554	-534	-480	-441	-441
归属于母公司的净利润	2,024	125	-4,897	80	513	748
净利率	3.5%	0.3%	n.a	0.2%	1.4%	2.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,818	-429	-5,430	-401	71	307
少数股东损益	-206	-554	-534	-480	-441	-441
非现金支出	1,658	2,019	2,820	1,455	1,296	1,143
非经营收益	-1,772	-1,192	2,634	3,841	-174	-177
营运资金变动	3,043	3,856	2,426	7,992	4,283	4,424
经营活动现金净流	4,747	4,253	2,451	12,887	5,477	5,698
资本开支	-643	-1,227	-673	-107	-190	-190
投资	3,120	1,091	1,204	0	0	0
其他	179	524	156	800	800	800
投资活动现金净流	2,656	388	687	693	610	610
股权募资	23	0	403	253	0	0
债权募资	-5,391	-2,107	1,420	-9,738	0	0
其他	-3,756	-1,716	-4,429	-816	-676	-673
筹资活动现金净流	-9,124	-3,822	-2,606	-10,301	-676	-673
现金净流量	-1,779	766	563	3,279	5,410	5,634

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,171	10,690	11,051	14,219	19,537	25,095
应收款项	3,458	4,068	3,071	3,205	3,173	3,139
存货	43,087	36,956	34,994	32,075	28,600	25,114
其他流动资产	18,556	19,005	13,036	7,837	6,856	5,874
流动资产	74,273	70,720	62,153	57,336	58,165	59,221
%总资产	59.9%	58.6%	54.1%	54.3%	54.8%	55.5%
长期投资	38,413	39,704	42,541	42,541	42,541	42,541
固定资产	4,181	3,111	2,919	2,684	2,437	2,178
%总资产	3.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%	2.0%
无形资产	3,423	2,683	2,342	2,362	2,378	2,392
非流动资产	49,772	49,972	52,740	48,322	47,908	47,525
%总资产	40.1%	41.4%	45.9%	45.7%	45.2%	44.5%
资产总计	124,045	120,692	114,892	105,658	106,073	106,746
短期借款	19,156	17,935	20,258	11,208	11,208	11,208
应付款项	16,801	17,255	17,425	15,853	16,071	16,339
其他流动负债	23,526	22,873	18,081	19,812	20,029	20,205
流动负债	59,484	58,064	55,764	46,872	47,308	47,752
长期贷款	18,938	16,141	16,457	16,457	16,457	16,457
其他长期负债	5,963	7,646	9,615	9,420	9,327	9,250
负债	84,385	81,851	81,836	72,749	73,093	73,459
普通股股东权益	36,327	35,545	30,011	30,344	30,857	31,605
其中：股本	3,896	3,894	3,892	3,892	3,892	3,892
未分配利润	20,441	19,447	13,815	13,894	14,407	15,155
少数股东权益	3,333	3,295	3,045	2,565	2,123	1,682
负债股东权益合计	124,045	120,692	114,892	105,658	106,073	106,746

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.520	0.032	-1.258	0.020	0.132	0.192
每股净资产	9.324	9.127	7.710	7.796	7.927	8.120
每股经营现金净流	1.218	1.092	0.630	3.311	1.407	1.464
每股股利	0.190	0.190	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.57%	0.35%	-16.32%	0.26%	1.66%	2.37%
总资产收益率	1.63%	0.10%	-4.26%	0.08%	0.48%	0.70%
投入资本收益率	1.10%	-0.31%	-0.86%	0.05%	0.57%	0.80%
增长率						
主营业务收入增长率	16.02%	-19.30%	-22.49%	0.51%	2.19%	2.22%
EBIT 增长率	-7.04%	-84.37%	-478.16%	-105.68%	1161.56%	41.22%
净利润增长率	-47.10%	-93.81%	-4009.26%	N/A	543.82%	45.89%
总资产增长率	-3.37%	-2.70%	-4.80%	-8.04%	0.39%	0.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	18.1	22.5	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	342.3	360.3	416.6	380.0	340.0	300.0
应付账款周转天数	63.6	79.0	89.2	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	25.1	23.7	28.3	25.8	22.7	19.6
偿债能力						
净负债/股东权益	68.79%	55.63%	74.00%	37.20%	21.00%	4.11%
EBIT 利息保障倍数	0.8	0.1	-0.4	0.1	0.7	0.9
资产负债率	68.03%	67.82%	71.23%	68.85%	68.91%	68.82%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	6	11
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.33	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究