

豫园股份 (600655.SH)

买入 (首次评级)

东方生活美学旗舰，有望轻装上阵

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	46,924	36,373	40,194	44,034	47,817
增长率 yoy (%)	-19.3	-22.5	10.5	9.6	8.6
归母净利润 (百万元)	125	-4,897	259	596	919
增长率 yoy (%)	-93.8	-4009.3	105.3	130.0	54.4
ROE (%)	-1.1	-16.4	0.9	1.9	2.9
EPS 最新摊薄 (元)	0.03	-1.26	0.07	0.15	0.24
P/E (倍)	143.6	-	69.4	30.2	19.6
P/B (倍)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

豫园股份：坚守多元品牌布局，彰显企业发展韧性。“中华商业第一股”豫园集团旗下拥有珠宝时尚、文化饮食、汉辰表业、美丽健康、文化创意、豫园商置集团等多个板块，拥有老庙、松鹤楼、南翔馒头店等多个中华老字号品牌。公司持续锚定“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，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。2025年公司实现营业收入363.73亿元，同比-22.5%；归母净利润-48.97亿元，相关减值计提、库存去化等动作有利于公司后续“轻装上阵”。

家庭快乐消费全方位布局。1) 业务布局多个行业。2025年公司产业运营板块中珠宝时尚、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、其他经营管理服务、酒业分别实现收入227.34、8.29、9.75、4.72、2.34、6.14、1.76、0.30亿元，分别占总营收的62.5%、2.3%、2.7%、1.3%、0.6%、1.7%、0.5%、0.1%。**2) 老庙筑公司营收基石，海外业务打造新增长点。**老庙主打传递“好运”文化、创领国风新潮战略，2024年位列中国珠宝首饰行业前五名。①公司产品不断创新且具有竞争力。2025年6月老庙携手国创动画IP《天官赐福》推出联名金运礼盒，在天猫首发当天销售破百万，位居IP联名黄金品类TOP1。②公司拥有庞大加盟网络和批发销售渠道，积极布局境外市场。截至2025年末，公司旗下“老庙”和“亚一”黄金饰品门店共3952家（247个直营网点、3705家加盟店）；直营门店坪效同比有显著改善，2025年上海直营门店坪效为16.47万元/平方米/年，同比+13.0%；外地直营门店坪效为20.39万元/平方米/年，同比+44.5%。2026年初公司旗下老庙入驻珠免集团中国大陆口岸免税店、中免集团柬埔寨金边市免税店、中免集团澳门上葡京店。

非核心存量重资产应退尽退，同时在核心资产区域打造标杆产品。公司践行“瘦身健体”、“拥轻合重”的战略措施，公司通过整合商业管理、地产开发、物业管理，实现“轻重合一”。非核心存量重资产应退尽退方面，公司退出全资子公司株式会社新雪股权，出售上海真如（星光耀）广场、会景楼等部分非核心资产；在核心资产区域打造标杆产品，未来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，区位优势进一步凸显；招商方面，以三个轻资产运营能力作为底盘，2025年核心豫园商城一期GMV达42.9亿、入园客流4112

股票信息

行业	商贸零售
2026年04月08日收盘价(元)	4.71
总市值(百万元)	18,333.48
流通市值(百万元)	18,321.18
总股本(百万股)	3,892.46
流通股本(百万股)	3,889.85
近3月日均成交额(百万元)	114.97

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com

相关研究

万，出租率同比提升。

投资预测与评级：随着公司实施“瘦身健体、拥轻合重”战略，对非核心存量重资产应退尽退，同时叠加大豫园战略不断推进、旗下多品牌出海创收，我们认为公司收入端仍有望保持稳定增长，同时利润端修复弹性可期。考虑到公司收入结构中珠宝时尚业务占比较高，我们选取黄金珠宝行业上市公司作为公司可比公司，包括港股的老铺黄金、周六福，参考 ifind 一致预期，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 10.9X，PS 估值均值为 1.8X；以及 A 股的老凤祥、潮宏基、周大生、菜百股份、曼卡龙，参考 ifind 一致预测数据，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 15.0X，PS 估值均值为 0.8X。我们预计 2026-2028 年公司收入为 401.94、440.34、478.17 亿元，同比+10.5%、+9.6%、+8.6%；我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 2.59、5.96、9.19 亿元，考虑到公司业绩受到短期减值计提等因素的影响，利润率的大幅波动非经营所致，但随着多项业务的修复，公司收入端仍有望实现稳健增长，我们同时选取了 PE、PS 估值作为参考，根据我们预计的豫园股份收入及归母净利润，对应 2026-2028 年 PE 估值分别为 69.4X、30.2X、19.6X，对应 2026-2028 年 PS 估值分别为 0.45X、0.41X、0.38X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；国际黄金价格波动的风险；多元化业务发展转型可能引发的管理风险；政策风险；重大资产重组整合不及预期的风险。

内容目录

1. “中华商业第一股” 聚焦家庭快乐消费产业集群.....	6
1.1 “中华商业第一股” 风雨兼程近四十载.....	6
1.2 公司业绩短期充满挑战，长期有望持续改善.....	6
1.3 公司股东实力强劲，资源整合携手并进.....	7
2. 多业态齐头并进，以东方生活美学理念打造航母级平台.....	9
2.1 珠宝时尚业务筑底平台基石.....	11
2.2 依托“百年老字号” 打造文化饮食名片.....	16
2.3 以技术为本， 汉辰表业融合艺术与时尚.....	19
2.4 国内外品牌齐发力， 传递东方养生、科技护肤理念.....	21
2.5 利用文化资产智造品质生活、传递东方美学.....	23
3. “瘦身健体、拥轻合重” 战略助力公司走出地产困局.....	24
3.1 大豫园片区打造世界级文化商业地标.....	24
3.2 公司物业开发与销售业务面临挑战.....	26
3.3 实施“瘦身健体、拥轻合重” 战略，成立豫园商置集团.....	27
4. 盈利预测及投资建议.....	28
5. 风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 豫园股份发展历程.....	6
图表 2: 豫园股份营业收入及同比增速.....	7
图表 3: 豫园股份归母净利润及同比增速.....	7
图表 4: 豫园股份具有复星集团背景的高管 (2025 年年报).....	8
图表 5: 豫园股份股权结构 (2025 年年报).....	8
图表 6: 复星健康与豫园珠宝时尚集团、美丽健康集团战略合作签约仪式.....	9
图表 7: 公司旗下品牌矩阵.....	10
图表 8: 公司旗下各行业营收占比.....	11
图表 9: 中国珠宝首饰行业市场规模及同比增速.....	11
图表 10: 中国珠宝首饰行业黄金产品市场规模及同比增速.....	11
图表 11: 2024 年中国珠宝首饰行业细分品类市场规模占比.....	12
图表 12: 上海黄金交易所黄金 Au9999 现货日收盘价 (截至 2026 年 3 月).....	12
图表 13: 中国珠宝首饰行业黄金消费量及同比增速.....	12
图表 14: 公司珠宝时尚业务营收及同比增速.....	13
图表 15: 公司珠宝时尚业务毛利率.....	13
图表 16: 公司黄金销售量及同比增速.....	13
图表 17: 老庙品牌价值证书和“中华老字号” 认证.....	14
图表 18: 老庙“天官赐福” IP 联名和“一串好运” 海报.....	14
图表 19: 老庙旗下系列及代表产品.....	14

图表 20: 公司黄金饰品零售店 (老庙&亚一) 门店数量.....	15
图表 21: 公司黄金饰品直营零售店 (老庙&亚一) 坪效.....	15
图表 22: 公司黄金饰品零售渠道 (老庙&亚一) 营业收入.....	16
图表 23: 公司黄金饰品批发渠道 (老庙&亚一) 营业收入.....	16
图表 24: 公司黄金饰品零售和批发渠道历年毛利率.....	16
图表 25: 老庙抖音店铺账号情况 (从上到下、从左至右按销量排行, 2026/03/08)	16
图表 26: 公司餐饮管理与服务营收及同比增速.....	17
图表 27: 公司餐饮管理与服务毛利率.....	17
图表 28: 松鹤楼招牌菜品.....	18
图表 29: 真尝家 x 松鹤楼联名产品苏式焖肉面.....	18
图表 30: 松鹤楼伦敦店外立面.....	18
图表 31: 南翔馒头店曼谷店剪彩仪式.....	18
图表 32: 公司时尚表业营收及同比增速.....	19
图表 33: 公司时尚表业毛利率.....	19
图表 34: 海鸥表代表产品及价格.....	20
图表 35: 海鸥表三亚海棠湾免税店.....	21
图表 36: 海鸥表与戛纳电影节达成合作.....	21
图表 37: 公司医药健康及其他业务营收及同比增速.....	21
图表 38: 公司医药健康及其他业务毛利率.....	21
图表 39: 公司化妆品业务营收及同比增速.....	22
图表 40: 公司化妆品业务毛利率.....	22
图表 41: 涵春再造系列“古方人参膏”产品图.....	23
图表 42: 涵春再造系列“古方人参膏”获奖与认证情况.....	23
图表 43: AHAVA 外滩金融中心店面.....	23
图表 44: AHAVA SPA 理疗装置.....	23
图表 45: 东家 APP 匠心美物部分作品展示.....	24
图表 46: 豫园股份文化创意旗下部分老字号店面 (从左至右: 湖心亭茶楼、华宝楼、王大隆)	24
图表 47: 公司商业综合及物业综合服务业务营收及增速.....	25
图表 48: 公司商业综合及物业综合服务业务毛利率.....	25
图表 49: 大豫园片区各期地块拼图.....	25
图表 50: 大豫园片区示意图.....	25
图表 51: 2026 年上海豫园灯会现场布局.....	26
图表 52: 2025 年泰国豫园灯会现场布局.....	26
图表 53: 复地产发标杆项目.....	27
图表 54: 公司物业开发与销售业务营收及同比增速.....	27
图表 55: 公司物业开发与销售业务毛利率.....	27
图表 56: 豫园商城与 B 站一起打造“国创豫宙漫游季”.....	28
图表 57: AICS 智慧清洁系统.....	28
图表 58: 豫园股份收入拆分及预测.....	29
图表 59: 可比公司估值情况 (PE 相对估值法)	30

图表 60: 可比公司估值情况 (PS 相对估值法) 30

1. “中华商业第一股” 聚焦家庭快乐消费产业集群

1.1 “中华商业第一股” 风雨兼程近四十载

豫园股份风雨兼程近四十载，以“东方生活美学”理念打造多业态家庭快乐消费产业集群。根据豫园股份官网信息，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司是中国资本市场最早的见证者、参与者和建设者之一。上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司由上海豫园商场于1987年6月经上海市人民政府有关部门批准改制而成。1992年5月，经沪府财贸批准，上海豫园商场股份有限公司采用募集方式共同发起成立上海豫园旅游商城股份有限公司，并经中国人民银行上海市分行批准，向社会公开发行股票，同年9月公司股票在上海证券交易所上市。豫园股份聚焦家庭客户，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，公司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群迈进。

图表1：豫园股份发展历程



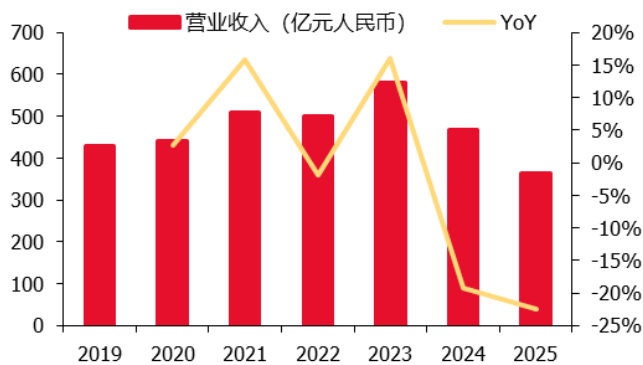
资料来源：豫园股份官网，长城证券产业金融研究院

1.2 公司业绩短期充满挑战，长期有望持续改善

公司短期业绩受房地产行业下行以及消费结构改变等客观因素影响，减值计提后公司轻装

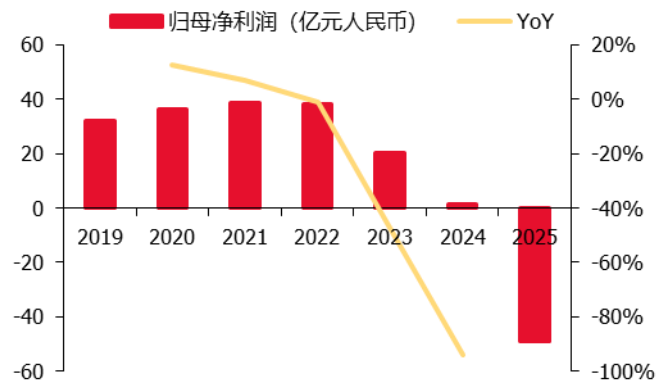
上阵，长期业绩有望改善。根据 ifind 数据，2023 年之前公司经历了稳健发展的历史阶段，2023 年公司收入规模已经达到了 581.47 亿元，2019 至 2023 年公司营收年均复合增速为 7.9%；2022 年公司归母净利润为 38.26 亿元，2019 至 2022 年公司归母净利润年均复合增速为 6.0%，2023 年公司归母净利润为 20.24 亿元，同比减少 47.1%，主要系公司处置非核心资产项目产生的投资收益同比减少所致。2024 年公司受国内消费行业结构调整和房地产行业整体下行等客观因素影响业绩面临挑战，根据 ifind 数据，2024 年，公司营业收入为 469.24 亿元，同比减少 19.3%；归母净利润为 1.25 亿元，同比减少 93.8%。根据豫园股份 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入 363.73 亿元，同比-22.5%；归母净利润-48.97 亿元，归母净利润转亏的主要原因为：1) 公司基于谨慎性原则，对相关资产进行年末减值测试，对部分存在减值迹象的房地产项目及商誉等计提资产减值准备。2) 受房地产行业深度调整持续下行影响，公司加快推进库存去化与资金回流，使得公司复合功能地产业务实际销售价格和毛利率同比下降。3) 因宏观经济承压、行业政策调整以及商品价格大幅波动等影响，消费领域的结构性变化使得公司相关产业板块面临短期压力。我们认为，相关减值计提、库存去化等动作有利于公司后续“轻装上阵”，从长期发展来看，公司坚定“东方生活美学”置顶战略，持续瘦身健体回笼资金、降低负债率、优化财务结构，集中优势战略性聚焦投向高潜力、高增长、高利润、高协同的核心产业，业绩有望逐步改善。

图表2：豫园股份营业收入及同比增速



资料来源：ifind，豫园股份 2019-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表3：豫园股份归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，豫园股份 2019-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

1.3 公司股东实力强劲，资源整合携手并进

复星集团实力雄厚，业务板块多样。根据复星集团官网信息，复星创立于 1992 年，经过逾 30 年发展，已成为一家创新驱动的全球家庭消费产业集团。秉持让全球家庭生活更幸福的使命，复星致力于服务全球家庭客户，战略聚焦幸福生态系统。截至 2026 年 3 月，复星集团全球业务拥有健康、快乐、富足、智造四大产业，而豫园股份为复星集团快乐板块核心。根据豫园股份 2025 年年报，截至 2025 年 12 月 31 日，上海复星高科技（集团）有限公司直接持有公司 2.10% 股份，通过一致行动人上海复星产业投资有限公司、浙江复星商业发展有限公司、上海复地投资管理有限公司、上海复科投资有限公司、杭州复曼企业管理有限公司、杭州复北企业管理有限公司、Phoenix Prestige

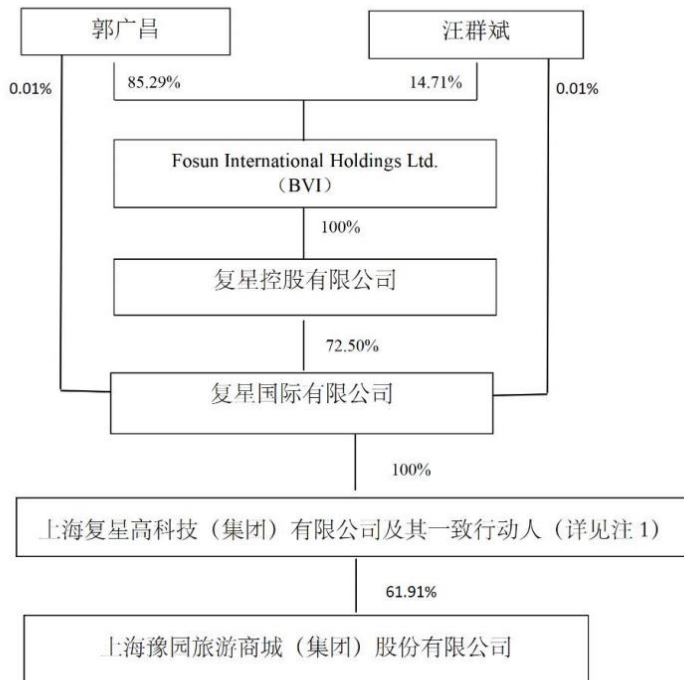
Limited、上海复颐投资有限公司、重庆润江置业有限公司、南京复久紫郡投资管理有限公司、南京复远越城投资管理有限公司、上海复晶投资管理有限公司、上海复昌投资有限公司、上海艺中投资有限公司、上海复川投资有限公司、上海复迈投资有限公司、Spread Grand Limited 17 家企业持有公司 59.81%股份，合计持有公司 61.91%股份。

图4: 豫园股份具有复星集团背景的高管 (2025 年年报)

公司高管	职务名称	复星背景
黄震	豫园股份董事长	现任复星国际执行董事
王基平	2020 年 12 月-2026 年 1 月担任豫园股份董事会联席董事长	现任复星国际执行总裁
石琨	豫园股份联席董事长	复星国际副总裁、联席首席投资官 CIO
徐晓亮	豫园股份董事会董事	现任复星国际执行董事兼联席首席执行官
郝毓鸣	豫园股份董事会董事	现任复星国际副总裁、联席首席人力资源官
茅向华	大豫园商业发展集团联席董事长、豫园商置事业群联席 CEO	现任复星蜂巢大中华区副董事长

资料来源: 豫园股份 2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图5: 豫园股份股权结构 (2025 年年报)



资料来源: 豫园股份 2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

复星股份与豫园股份实现资源整合与共享。 根据复星集团官网信息和豫园股份 2017 年末发布的《关于本次重大资产重组方案调整的说明公告》，复星集团将旗下上海星泓、闵祥地产等多家公司的全部或部分股权注入豫园股份，双方在地产行业完成了一次重大资产组合。同年，复星集团推出了“有叻”会员体系，施行 ONE Fosun 的战略，例如可

以将豫园商城庞大的客流量转化为线上会员，并与整个复星“有叻”平台共享。根据复星健康官网信息，2021年，复星健康与豫园珠宝时尚集团、美丽健康集团战略合作签约。复星健康将与童涵春堂合作补强中医药的供应链，与老庙黄金合作开拓家庭健康场景入口；童涵春堂也将借助复星健康拓展线上线下的多场景，为老字号注入新活力。

图表6：复星健康与豫园珠宝时尚集团、美丽健康集团战略合作签约仪式



资料来源：复星健康官网，长城证券产业金融研究院

2. 多业态齐头并进，以东方生活美学理念打造航母级平台

公司旗下五大板块聚焦家庭快乐消费产业。根据豫园股份官网信息，公司家庭快乐消费产业旗下拥有珠宝时尚、文化饮食、汉辰表业、美丽健康和文化创意五大板块。根据豫园股份 2025 年年报和官网信息，珠宝时尚主打“老庙”和“亚一”两大核心品牌，同时还推出以强设计为驱动的法国时尚珠宝品牌 DJULA 和培育钻品牌 LUSANT（露璨）；文化饮食形成了以松鹤楼、南翔等中华老字号为代表的餐饮品牌矩阵；汉辰表业拥有国内名声显赫的海鸥表和上海表两大品牌；美丽健康布局国内外多个品牌，既参股以色列珍宝级护肤品牌 AHAVA，又有国内老字号童涵春堂、高端草本护肤品牌 WEI 蔚蓝之美；文化创意则依托东家 APP、东家守艺人等文化资产，深挖传统文化和品牌价值。

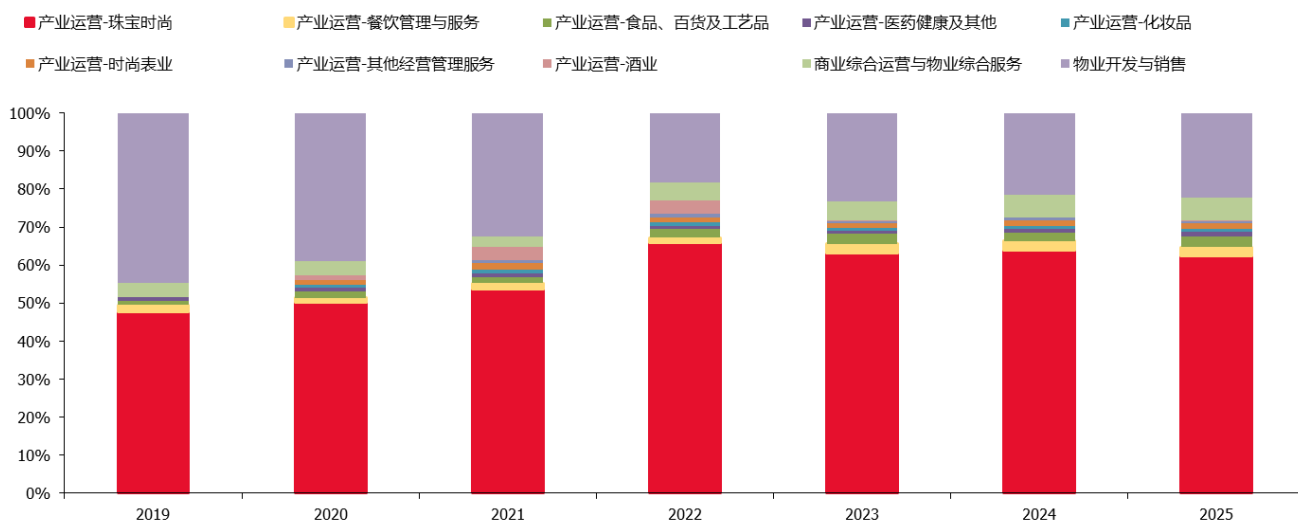
图表7: 公司旗下品牌矩阵

珠宝时尚	文化饮食	汉辰表业	美丽健康	文化创意
 老庙	 松鹤楼	 海鸥表	 童涵春堂	 湖心亭茶楼
 亚一	 南翔馒头店	 上海表	 AHAVA	 王大隆
 LUSANT	 春风松月楼		 WEI 蔚蓝之美	 麗雲閣 麗云阁
 DJULA	 绿波廊			 永青 永青假发
	 上海老饭店			 華寶樓 华宝楼
	 上海德兴馆			 東 东家APP
	 梨膏糖			 東 东家·守藝人 东家守艺人

资料来源: 豫园股份官网, LUSANT、DJULA、AHAVA、东家APP官网, 京东, 长城证券产业金融研究院

珠宝时尚业务为公司营收主要来源, 产业运营板块占比有所增加。根据豫园股份 2025 年年报, 2025 年公司产业运营板块中珠宝时尚、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、其他经营管理服务、酒业分别实现收入 227.34、8.29、9.75、4.72、2.34、6.14、1.76、0.30 亿元, 分别占总营收的 62.5%、2.3%、2.7%、1.3%、0.6%、1.7%、0.5%、0.1%。根据豫园股份 2019 至 2025 年年报, 2019 至 2025 年公司产业运营板块占比从 51.6%增长至 71.7%, 增长了 20.1pct。

图表8：公司旗下各行业营收占比

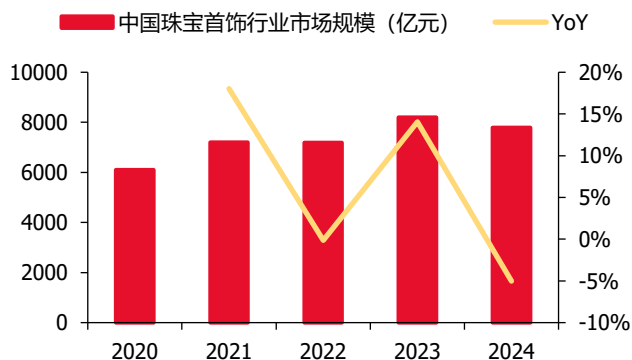


资料来源：豫园股份 2019-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

2.1 珠宝时尚业务筑底平台基石

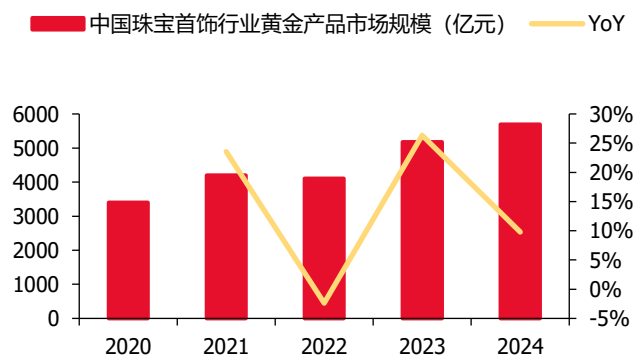
中国珠宝首饰行业黄金产品市场份额总体保持增长，老庙黄金份额位列前三。根据中国珠宝玉石首饰行业协会发布的《2024 中国珠宝行业发展报告》，2024 年中国珠宝首饰行业市场规模为 7788 亿元，其中，黄金产品市场规模为 5688 亿元，占比 73%。根据中国珠宝玉石首饰行业协会官网和其发布的《2021 中国珠宝行业发展报告》、《2022 中国珠宝行业发展报告》、《2023 中国珠宝行业发展报告》、《2024 中国珠宝行业发展报告》，2020 至 2024 年中国珠宝首饰行业黄金产品市场规模由 3400 亿元增长至 5688 亿元，年均复合增速为 13.7%。根据华经产业研究院数据，2024 年中国珠宝饰品行业 CR5 为 30.3%，排名前五大公司依次为周大福、老凤祥、上海老庙黄金、周大生、梦金园。

图表9：中国珠宝首饰行业市场规模及同比增速



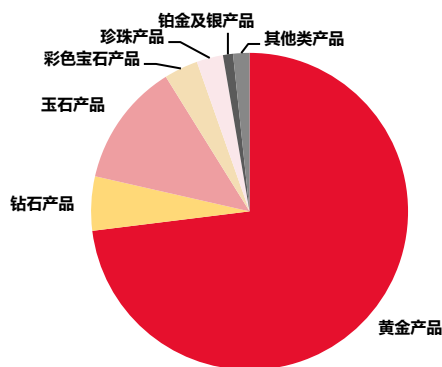
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，长城证券产业金融研究院

图表10：中国珠宝首饰行业黄金产品市场规模及同比增速



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，长城证券产业金融研究院

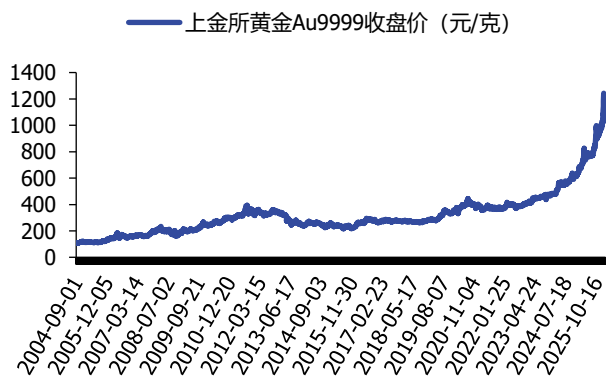
图表11: 2024年中国珠宝首饰行业细分品类市场规模占比



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 长城证券产业金融研究院

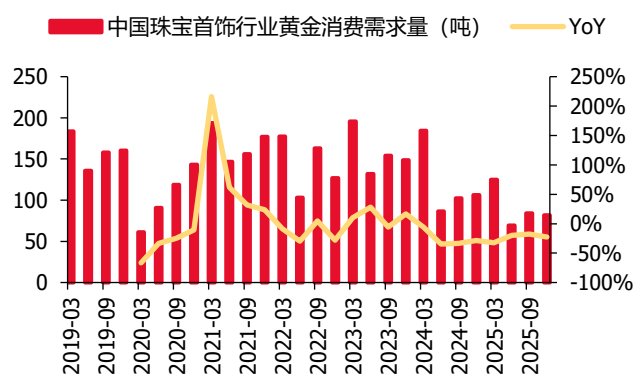
金价上涨导致需求量略有承压, 消费者购买黄金饰品总预算未减。根据 2022 至 2024 年《中国珠宝行业发展报告》, 2022 至 2024 年中国珠宝首饰行业黄金产品市场规模从 4100 亿元增长至 5688 亿元。根据中国经济网、经济日报新闻客户端、中国黄金协会信息, 2025 年, 我国黄金消费量 950.096 吨, 同比下降 3.57%; 其中黄金首饰 363.836 吨, 同比下降 31.61%; 金条及金币 504.238 吨, 同比增长 35.14%。受金价高企、税收新政落地等多重因素叠加影响, 市场需求呈现多元化发展态势, 涵盖高端化、轻量化、高性价比等不同定位的黄金产品, 可精准匹配各类消费群体的差异化需求偏好。结合上述信息, 我们认为, 黄金价格上涨过程中, 国内黄金饰品行业消费者的购金总预算并没有减少, 消费者依然愿意购买金饰。

图表12: 上海黄金交易所黄金 Au9999 现货日收盘价 (截至 2026 年 3 月)



资料来源: ifind, 上海黄金交易所, 长城证券产业金融研究院

图表13: 中国珠宝首饰行业黄金消费需求及同比增速

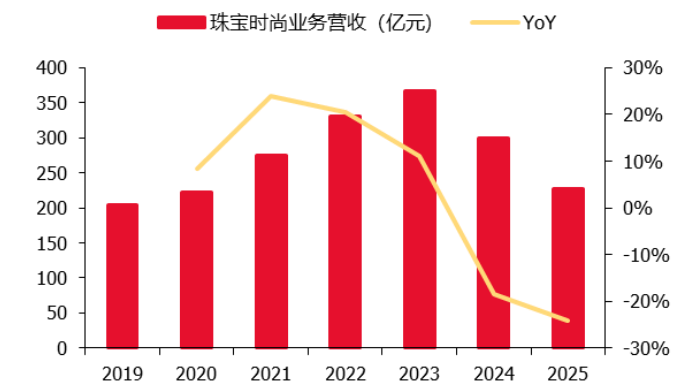


资料来源: ifind, 世界黄金协会, 长城证券产业金融研究院

公司珠宝时尚业务因消费结构调整和国际金价震荡上涨而面临挑战。根据豫园股份 2019 至 2023 年年报, 2019 至 2023 年公司产业运营中时尚珠宝业务营收由 204.57 亿元增长至 367.27 亿元, 年均复合增速为 15.8%。根据豫园股份 2024 年年报、2025 年年报, 从 2024 年开始, 公司珠宝时尚业务因为公司黄金饰品销售受消费行业结构调整和国际金价持续震荡波动而面临挑战, 2025 年公司珠宝市场业务收入 227.34 亿元, 同比下滑

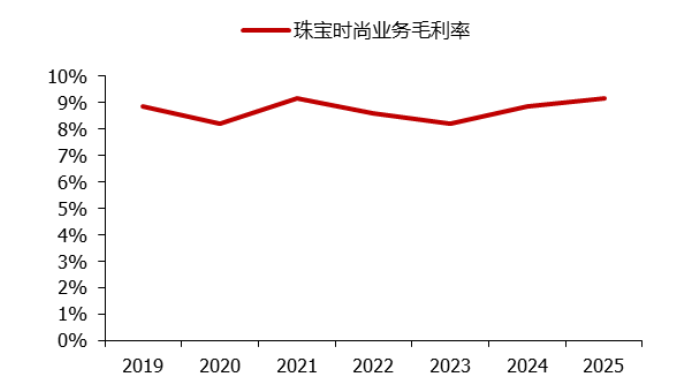
24.2%。我们认为，公司黄金珠宝业务根基深厚、注重产品创新、渠道改革，后续经营有望恢复并持续改善。

图表14: 公司珠宝时尚业务营收及同比增速



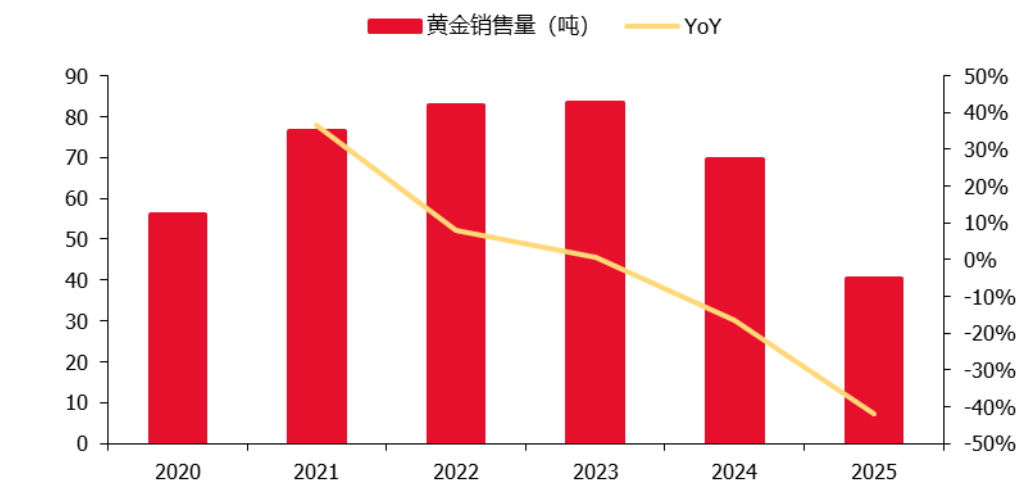
资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表15: 公司珠宝时尚业务毛利率



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表16: 公司黄金销售量及同比增速



资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

老庙传递“好运”文化，亚一专注“爱”文化，DJULA、LUSANT各有侧重。根据老庙官网信息，老庙主打传递“好运”文化、创领国风新潮战略，拥有“中华老字号”、“中国 500 最具价值品牌”、“商业零售服务上海名牌”、“亚洲品牌 500 强”等多个名誉头衔或证书。老庙产品系列众多，覆盖国潮时尚、好运、婚嫁、亲子等多种消费场景。根据豫园股份 2024 年年报，2024 年老庙推出“一串好运” 2.0 新品，贯彻“好运文化”基因，适配年轻消费者。根据豫园股份 2025 年年报，2025 年 6 月老庙携手国创动画 IP《天官赐福》推出联名金运礼盒，在天猫首发当天销售破百万，位居 IP 联名黄金品类 TOP1。2025 年上半年，老庙明星产品古韵系列实现营收超 23 亿元+、一串好运系列上市后取得 1.5 亿元+ 营收，老庙品牌计件产品销售额较同期上涨 66%。根据亚一官网信息，亚一以“爱”作为品牌核心文化，通过时尚设计赋予黄金饰品温暖与幸福感。亚一旗下天作之合、结缘、唯美钻石、誓约对戒等围绕“爱”的婚嫁系列产品广受好评。根

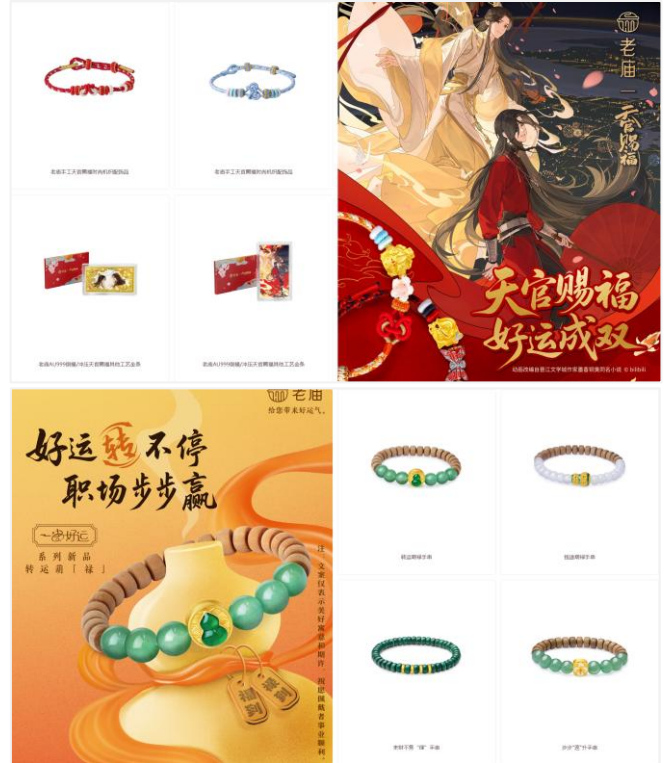
据豫园股份 2024 年年报和官网信息，除两大主品牌外，DJULA 是来自巴黎的一个强设计性、自带流量的年轻时尚品牌；LUSANT 露璨是公司旗下的培育钻品牌。

图表17: 老庙品牌价值证书和“中华老字号”认证



资料来源: 老庙官网, 长城证券产业金融研究院

图表18: 老庙“天官赐福”IP联名和“一串好运”海报



资料来源: 老庙官网, 长城证券产业金融研究院

图表19: 老庙旗下系列及代表产品

	老庙古韵	好运祈福	老庙有鹊	老庙亲子	唯定
老庙旗下产品					

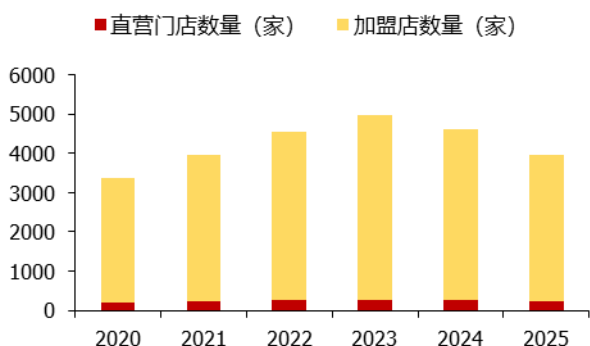
资料来源: 老庙官网, 长城证券产业金融研究院

公司珠宝时尚业务门店众多，多渠道销售增强业务韧性。公司不断强化终端管控，优化渠道结构，持续提升渠道运营质量。

从线下渠道来看，截至 2025 年末，公司旗下“老庙”和“亚一”黄金饰品门店共 3952 家（247 个直营网点、3705 家加盟店），DJULA 直营网点 10 家，LUSANT 露璨直营网点 1 家。根据豫园股份 2025 年年报，公司黄金饰品直营门店坪效同比有显著改善，2025 年上海直营门店坪效为 16.47 万元/平方米/年，同比增长 13.0%；外地直营门店坪效为 20.39 万元/平方米/年，同比增长 44.5%。公司珠宝时尚业务积极布局免税店和境外门店，以触达出境游旅客和境外消费者。根据豫园股份投资者关系微信公众号的信息，2026 年初，公司旗下老庙入驻珠免集团中国大陆口岸免税店、中免集团柬埔寨金边市免税店、中免集团澳门上葡京店。除线下渠道外，公司还积极拓展线上渠道。根据豫园股份 2024 年年报，老庙及亚一深耕抖音生活服务平台，为直营及加盟渠道持续引流；公司积极试水抖音店播，截至 2024 年末，老庙抖音店播开店数已逾百家，帮助加盟商找到第二销售增长机会点；公司会员数量也创新高，会员复购率超 10%。根据豫园股份 2025 年年报，公司携手国创动画 IP《天官赐福》推出联名金运礼盒，在天猫首发，实现线上话题引爆+线下打卡互动+全渠道资源覆盖。

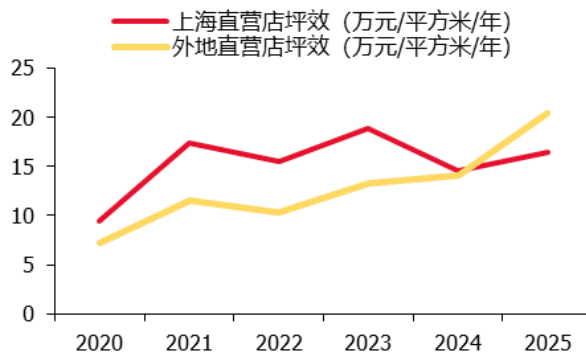
分零售批发渠道来看，根据豫园股份 2020 至 2025 年年报，2020 至 2023 年，零售和批发渠道营收总体趋势有所增长，零售渠道营业收入由 27.36 亿元增长至 56.62 亿元，年均复合增速为 27.4%，批发渠道营业收入由 190.76 亿元增长至 306.64 亿元，年均复合增速为 17.1%；2024 年公司零售营业收入为 52.87 亿元，同比减少 6.6%；公司批发营业收入为 245.31 亿元，同比减少 20.0%；2025 年零售渠道收入大幅回暖，同比增长 66.9%至 88.26 亿元。

图表20: 公司黄金饰品零售店（老庙&亚一）门店数量



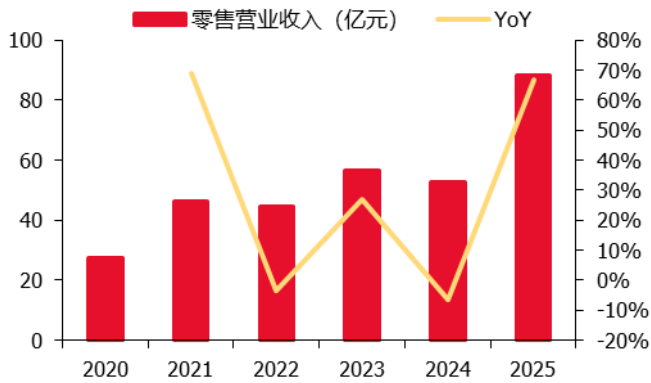
资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表21: 公司黄金饰品直营零售店（老庙&亚一）坪效



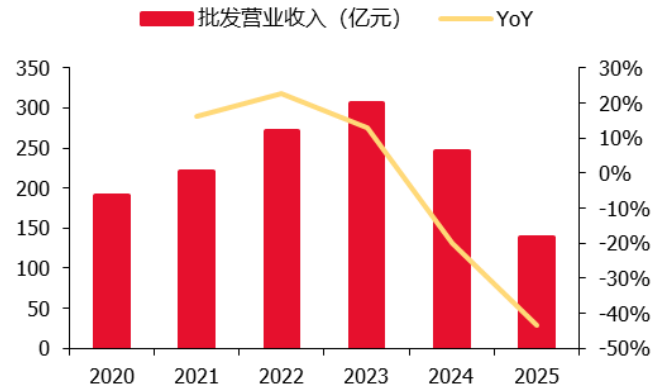
资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表22: 公司黄金饰品零售渠道 (老庙&亚一) 营业收入



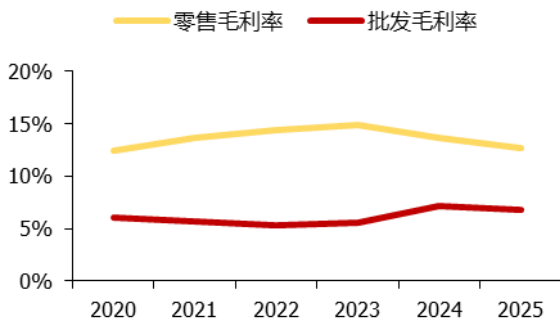
资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表23: 公司黄金饰品批发渠道 (老庙&亚一) 营业收入



资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表24: 公司黄金饰品零售和批发渠道历年毛利率



资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表25: 老庙抖音店铺账号情况 (从上到下、从左至右按销量排行, 2026/03/08)

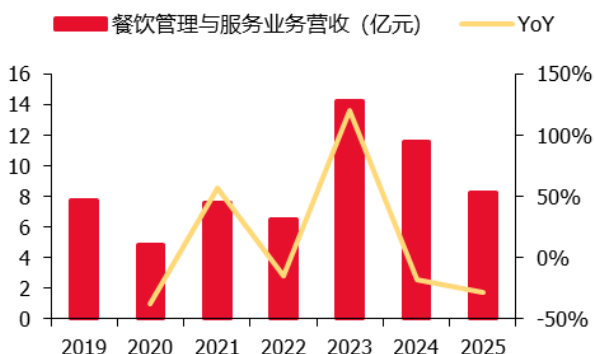


资料来源: 抖音, 长城证券产业金融研究院

2.2 依托“百年老字号”打造文化饮食名片

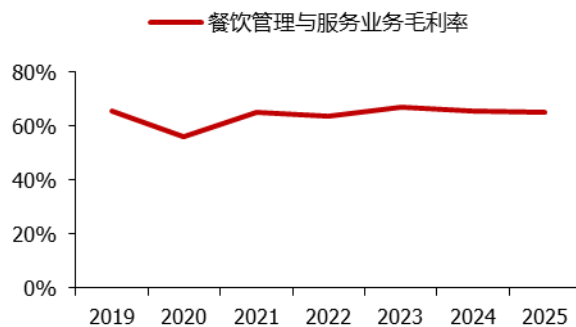
公司餐饮管理与服务业务营收面临挑战, 毛利率保持较高水平。根据豫园股份 2019 至 2024 年年报、2024 年关于公司前三季度经营情况的公告、2025 年关于公司前三季度经营情况的公告, 2019 至 2023 年公司产业运营中饮食文化业务营收由 7.78 亿元增长至 14.21 亿元, 年均复合增速为 16.3%; 从 2024 年开始, 饮食文化业务因为消费行业结构调整带来的消费增长乏力而面临挑战, 2025 年餐饮管理与服务业务营收为 8.29 亿元, 同比减少 28.6%。

图表26: 公司餐饮管理与服务营收及同比增速



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

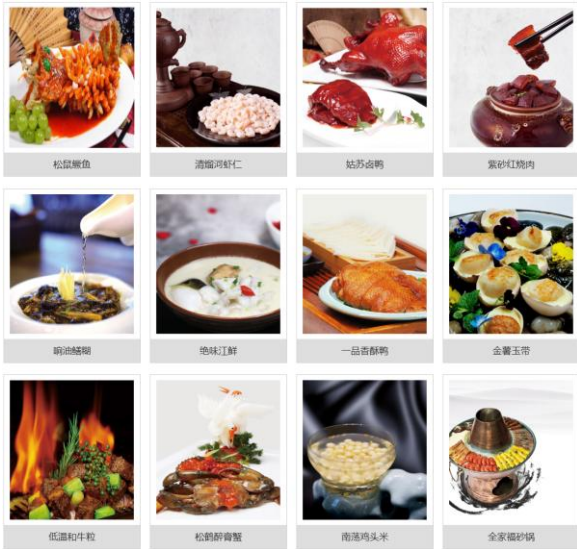
图表27: 公司餐饮管理与服务毛利率



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

百年老字号声名远扬，饮食科创与时俱进。根据豫园股份官网信息，豫园文化饮食业务名列全国餐饮行业百强企业前列，旗下拥有一批百年中华老字号、非物质文化遗产项目、上海市好商标等荣誉。公司在文化饮食板块大力发展正餐事业、休闲餐饮、美食广场和潮流娱乐，拥有完善的饮食产品组合与餐饮产业链。根据豫园股份 2025 年年报，截至 2025 年末，公司文化饮食直营网点共有 67 家，其中松鹤楼 49 家（苏式正餐 11 家、苏式面馆 38 家）。公司一方面以客户体验入手，提升产品及品牌力，增强正餐品牌盈利能力，为老字号品牌（IP）固本；同时持续打磨餐饮连锁模式，聚焦松鹤楼和南翔两个老字号品牌的轻资产拓店能力，通过增强产品力和供应链能力健康拓规模，为老字号品牌（IP）培元。在深耕一线老字号门店的同时，公司还积极探索餐饮行业的第二增长曲线。根据豫园股份官网信息，豫园股份成立了豫园文化饮食科创中心，进一步加大在饮食业务上对消费者洞察、产品研发、锁鲜技术创新、生态共创等方面的科创投入。据上海市黄浦区人民政府援引澎湃新闻新闻报道，公司从各家老字号的招牌菜着手，如绿波廊的酸汤花枝片、上海德兴馆的八宝辣酱、上海老饭店的八宝鸭等，联动专家资源，运用先进检测仪器设备和分析技术，提炼出菜式的核心数据、关键步骤等，并通过工艺技术创新，实现菜肴口感风味的高度还原。公司旗下的新零售品牌“真尝家”与松鹤楼面联名，从苏式红汤、焖肉、爆鱼等传统苏式口味，拓宽到三虾拌面、蟹粉拌面、小龙虾拌面、藤椒鸡丝拌面、炸酱拌面、八宝辣酱面等，深受消费者喜爱。

图表28: 松鹤楼招牌菜品



资料来源: 松鹤楼官网, 长城证券产业金融研究院

图表29: 真尝家 x 松鹤楼联名产品苏式焖肉面



资料来源: 中商网, 凤凰网财经, 长城证券产业金融研究院

老字号品牌松鹤楼、南翔馒头店出海弘扬中国饮食文化。根据豫园股份 2025 年年报和官网信息, 2025 年 4 月, 豫园旗下中华老字号“松鹤楼面馆”英国首店于伦敦核心商圈唐人街的“黄金 C 位”隆重开业。为精准还原苏帮菜“不时不食”的烹饪理念, 松鹤楼伦敦店采取“双厨房”运营模式: 由苏州总店非遗传承团队驻场把控核心技术工艺, 同步引入智能料理设备实现传统技法的标准化, 呈现出招牌特色及时令风味。同时, 松鹤楼伦敦店还考虑到了当地食客的饮食习惯, 对部分招牌菜进行了本土化的改良提升, 例如, 松鼠鳜鱼依然沿用苏州本地的经典刀工制法与味型, 鳜鱼则改为英国本地产的优质海鲈鱼进行创新演绎等。根据豫园股份投资者关系微信公众号报道, 2026 年初, 南翔馒头店泰国首店于曼谷核心商圈 Terminal21 (Asok) 商场盛大开业。为了更好地贴近上海豫园店的原汁原味, 上海豫园南翔馒头店安排了多名资深点心师飞往曼谷驻场指导, 确保双城品质如一; 同时, 为了满足泰国本土消费者饮食偏好, 泰国曼谷南翔馒头店还推了泰式小笼馒头等新品。我们认为, 借助松鹤楼餐饮美食和文化展演相结合的商业模式、南翔馒头店因地制宜的商业模式, 公司文化饮食业务有望触达更多海外客户。

图表30: 松鹤楼伦敦店外立面



资料来源: 豫园股份官网, 长城证券产业金融研究院

图表31: 南翔馒头店曼谷店剪彩仪式

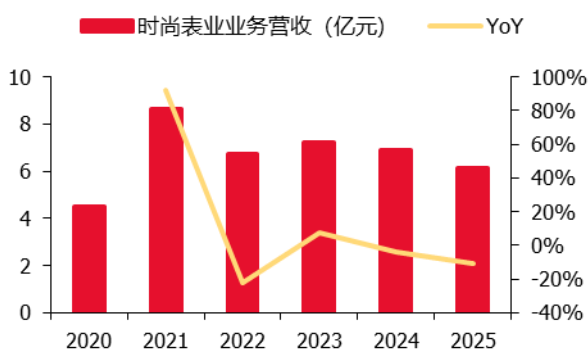


资料来源: 豫园股份投资者关系微信公众号, 长城证券产业金融研究院

2.3 以技术为本，汉辰表业融合艺术与时尚

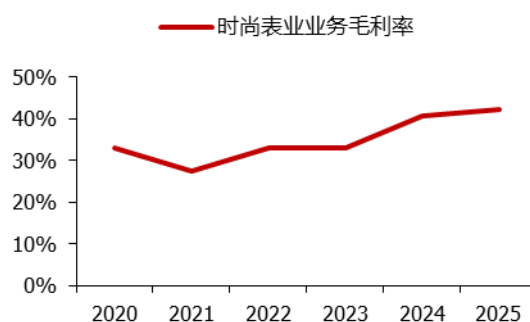
公司时尚表业业务营收面临挑战，毛利率不断走高。根据豫园股份 2020 至 2025 年年报，2021 年公司产业运营中时尚表业业务营收 8.61 亿元，同比增长 92.0%，增速显著；2022 至 2024 年营收规模稳定在 7 亿元左右；2025 年进一步收缩，营收 6.14 亿元，同比减少 11.1%，主要系宏观经济环境、消费市场结构性变化影响，腕表行业终端需求面临一定压力，叠加行业竞争加剧，汉辰表业面临短期经营挑战。

图表32：公司时尚表业营收及同比增速



资料来源：豫园股份 2020-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表33：公司时尚表业毛利率



资料来源：豫园股份 2020-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

公司手握两大国民腕表品牌，国潮文化带动产品放量。公司旗下上海汉辰表业集团有限公司控股的天津海鸥表业集团有限公司和上海表业有限公司的国潮腕表业务是公司落地“东方生活美学”的重要产业布局之一。截至 2025 年末，公司旗下时尚表业直营网点共 74 家。根据公司 2025 年年报，恰逢两大品牌 70 周年之际，推出差异化、高竞争力产品，推动机芯技术与制表工艺突破，海鸥表推出高端大表三合一、三问动偶、中华历法、硅游丝、双追针码表等高复杂腕表，进一步夯实品牌在国产腕表业界中开创者、引领者和高复杂产品天花板的定位；上海表推出致敬系列新品如致敬 1955、致敬·创历者繁花特别款，以及金雕三问腕表等 70 周年新品，引发国表情怀的同时展现品牌强势创新力量，全年推出 42 项新设计。

图表34: 海鸥表代表产品及价格

海鸥表代表产品及价格



复古电视机机械腕表 贪吃蛇
¥ 3,180



复古电视机机械腕表 星期二特别版
¥ 3,180



「海上生明月」大月相潜水表
¥ 5,180



「斗转星移」中华年历陀飞轮
¥ 99,800



「三足金乌」三问报时金雕动偶腕表
¥ 1,380,000



「龙首馨音」三合一机械腕表
¥ 1,980,000

资料来源: 海鸥表官网, 长城证券产业金融研究院

汉辰表业全球化渠道建设持续推进中。根据豫园股份 2025 年年报, 进驻各大跨境平台, 线下同步开拓, 发力中免等免税渠道与港澳、东南亚、俄罗斯等经销加盟合作, 整体海外业务营收同比大幅上升, 持续打造品牌的全球影响力, 向世界传递中国制表七十年的技术沉淀与品牌魅力, “让世界爱上中国表”。结合海鸥表官网信息, 2025 年公司继续探索国际腕表市场, 旗下海鸥表亮相达沃斯天津文化之夜, 同年, 海鸥表与戛纳电影节达成合作伙伴关系。根据汉辰表业微信公众号的信息, 2025 年末, 公司旗下海鸥表在中西方文化交汇之地香港开幕了当地首家独立加盟店。我们认为, 海鸥表与达沃斯论坛、戛纳电影节等国际知名平台的互动以及香港首家独立加盟店的开幕表明公司旗下汉辰表业正逐步建设其全球化渠道。

图表35: 海鸥表三亚海棠湾免税店



资料来源: 海鸥表官网, 长城证券产业金融研究院

图表36: 海鸥表与戛纳电影节达成合作

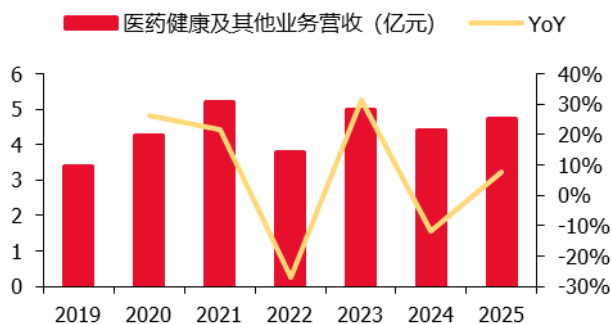


资料来源: 海鸥表官网, 长城证券产业金融研究院

2.4 国内外品牌齐发力, 传递东方养生、科技护肤理念

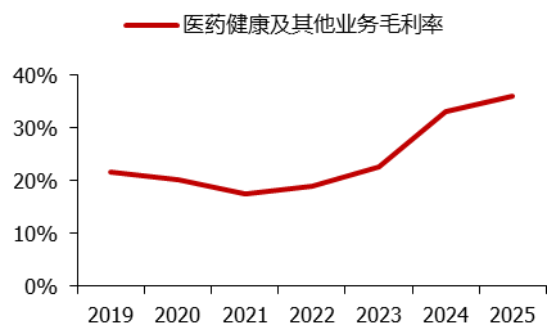
美丽健康业务优化资产结构、提升运营效率。根据豫园股份 2019 至 2025 年年报, 2019 至 2021 年公司产业运营中医药健康及其他业务营收由 3.39 亿元增长至 5.19 亿元, 年均复合增速为 23.7%; 2022 至 2024 年医药健康及其他业务营收略有波动, 2024 年营收为 4.39 亿元, 同比减少 11.7%, 营收减少主要系由于公司优化业务结构带来零售及中医药养生业务增加及医药批发业务减少综合所致; 2025 年营收 4.72 亿元, 同比增长 7.5%。化妆品业务方面, 2020 至 2023 年公司产业运营中化妆品业务营收稳定在 4.5 亿元左右; 2024 年由于公司海外业务受局部地区冲突影响, 化妆品业务营收面临挑战; 2025 年化妆品业务营收 2.34 亿元, 同比下滑 21.4%。根据公司 2025 年年报, 美丽健康产业受消费市场低迷、部分线下门店盈利不佳等因素影响, 面临一定经营压力, 低效资产拖累板块整体运营效率, 对板块业绩形成一定影响。为应对经营压力, 美丽健康集团出售低效资产持续瘦身健体 (关停国内及海外非盈利线下门店、节降管理费用)、核心业务发力 (全链路溯源, 构建新零售全域网络, 做精诊疗, 做大药食同源战略)、品牌升级。

图表37: 公司医药健康及其他业务营收及同比增速



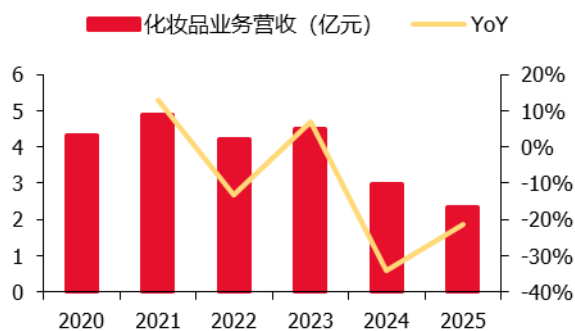
资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表38: 公司医药健康及其他业务毛利率



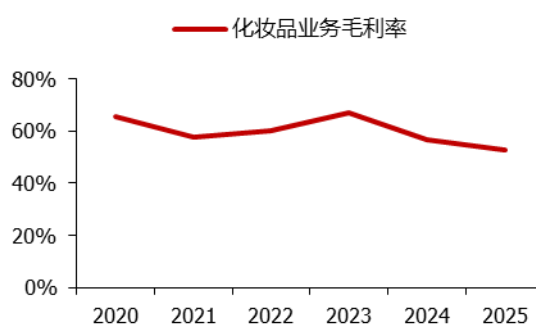
资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表39: 公司化妆品业务营收及同比增速



资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表40: 公司化妆品业务毛利率



资料来源: 豫园股份 2020-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

中华老字号品牌、以色列国宝级品牌和自有品牌协同发展, 传递东方养生、科技护肤理念。美丽健康业务旗下拥有药业“中华老字号”童涵春堂和化妆品 AHAVA、WEI 蔚蓝之美等品牌。根据豫园股份 2025 年年报, 截至 2025 年末, 公司美丽健康业务拥有直营网点 33 家, 其中: 童涵春堂 26 家、AHAVA 品牌 4 家、WEI 品牌 3 家。

童涵春堂是公司旗下超过两百年历史的中华老字号药业品牌。根据豫园股份 2024 年年报, 童涵春堂通过携手上游种植基地, 全链路溯源, 构建新零售全域网络, 做精诊疗, 做大药食同源战略, 诊疗收入同比稳步增长, 药食同源产品销售同比大幅提升, 其中参系列销售达 4200 万。涵春再造系列中, “古方人参膏” 颇受消费者欢迎, 根据豫园股份官网信息, 该产品借鉴宋代《太平惠民和剂局方》人参再造丸, 经上海中医药大学中药学院联合实验室配方改良而成, 其制作过程严格遵循选材溯源、科学配比、文火熬煮、层层提纯、精准收膏等核心环节, 尤其注重人参皂苷活性成分的保留与协同增效。膏体以龙眼肉、玉竹等草本为基底, 佐以人参、阿胶等名贵药材, 经 72 小时慢工细制, 最终呈现色泽黑亮、膏质醇厚、入口绵柔的特质。据中国产业经济信息网报道, 童涵春堂“古方人参膏” 在 2025 年斩获了第七届 iSEE AWARD 全球食品创新奖银奖; 同时, 该产品在 2024 年 12 月至 2025 年 11 月期间, 以全渠道销售量领先优势, 成为全国古方人参膏品类销量第一品牌。

AHAVA 是具有以色列政府授权开发死海资源的护肤品牌。根据 VOGUE 时尚网报道, AHAVA 结合对死海自然能量的深刻理解和当代尖端护肤科技的掌握, 将死海中世间独有的矿物配比融入产品; AHAVA SPA 引进源自于死海漂浮的放松疗法, 让顾客身体在盐液中漂浮起来, 使其得到充分放松, 消除疲劳, 改善睡眠, 减轻思想与身体的紧张症。

WEI 蔚蓝之美是豫园股份旗下主打东方草本智慧养肤的护肤品牌。根据 VOGUE 时尚网报道, 2024 年 9 月 WEI 蔚蓝之美中国首家品牌文化体验店于大豫园正式开幕, WEI 蔚蓝之美品牌秉承“智慧草本, 平衡为美”的理念, 推出了一系列护肤产品, 同时也构建起一种生活方式、一种倡导自然和谐、内外兼修的生活哲学。

图表41: 涵春再造系列“古方人参膏”产品图



资料来源: 天猫童涵春堂官方旗舰店, 长城证券产业金融研究院

图表42: 涵春再造系列“古方人参膏”获奖与认证情况



资料来源: 中国产业经济信息网, 长城证券产业金融研究院

图表43: AHAVA 外滩金融中心店面



资料来源: VOGUE 时尚网, 长城证券产业金融研究院

图表44: AHAVA SPA 理疗装置



资料来源: VOGUE 时尚网, 长城证券产业金融研究院

2.5 利用文化资产智造品质生活、传递东方美学

东家 APP 聚集线上文化资源, 众多老字号深耕线下文化资产。根据豫园股份官网信息, 豫园文化创意业务依托东家 APP、东家守艺人、中华老字号等文化资产, 聚集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。东家 APP 创立于 2015 年, 是中国最大的东方生活美学平台之一, 聚集上万名匠人, 关注及深度用户达五百余万, 以电商拍卖、产业聚合、文博创新等形式, 深耕数十个产业类目, 链接数万顶级匠人和品牌。除此之外, 公司文化创意旗下还有上海现存最古老茶楼湖心亭茶楼、工艺品商厦华宝楼、专精刀剪工艺的王大隆等一众老字号品牌和门店, 一同传递东方美学文化核心。

图表45: 东家 APP 匠心美物部分作品展示



资料来源: 东家 APP 官网, 长城证券产业金融研究院

图表46: 豫园股份文化创意旗下部分老字号店面 (从左至右: 湖心亭茶楼、华宝楼、王大隆)



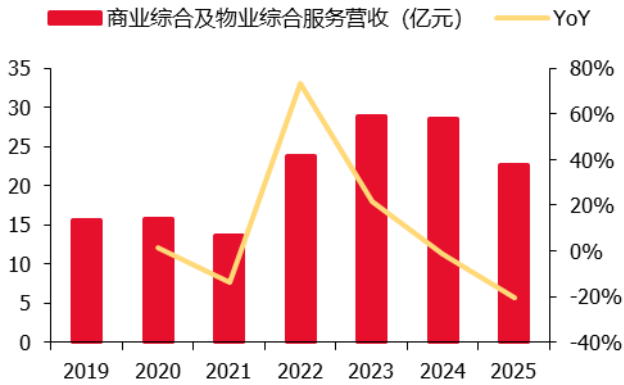
资料来源: 豫园股份官网, 长城证券产业金融研究院

3. “瘦身健体、拥轻合重” 战略助力公司走出地产困局

3.1 大豫园片区打造世界级文化商业地标

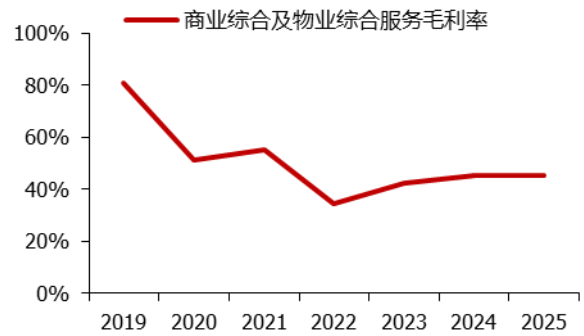
以豫园商城为核心，公司商业综合及物业综合服务业务年营收稳步增长。根据豫园股份官网，豫园商城地处上海城市中心老城厢，是上海传统与现代的链接点，也是集民俗、风雅和海派文化于一身的上海城市地标和文化名片。根据豫园股份 2019 至 2025 年年报，2019 至 2024 年公司商业综合及物业综合服务业务营收由 6.11 亿元持续增长至 19.88 亿元，年均复合增速为 26.6%；2025 年营收 18.01 亿元，同比下滑 9.4%。

图表47: 公司商业综合及物业综合服务业务营收及增速



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表48: 公司商业综合及物业综合服务业务毛利率



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

豫园二期、三期持续推进, 联动豫园商城一期产生集群效应。根据豫园股份 2025 年半年报, 公司核心商业物业位于上海市中心的豫园商圈内圈 (豫园商城一期), 在豫园内圈拥有约 10 万平方米的商业物业, 年客流量约 4500 万人次。除豫园商城一期外, 公司同时也在规划布局豫园二期、三期 (福佑路地块) 项目, 根据新湖南的报道, 豫园二期和三期福佑地块两个项目总工期 1259 天, 总建筑面积约 63 万平方米, 地上、地下建筑面积分别约为 30 万平方米、33 万平方米, 业态涵盖历保、别墅、低密办公、低密商墅、超高层 CBD 等。根据大豫园微信公众号的信息, 2025 年 5 月, 上海市政府明确大豫园片区作为“上海国际珠宝时尚功能区”核心; 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, 标志着大豫园片区升级进入加速实施阶段。我们认为, 豫园二期、三期建成后, 将与豫园一期、BFC 外滩金融中心实现联动发展, 进一步提升区域商业能级与文化影响力。

图表49: 大豫园片区各期地块拼图



资料来源: 大豫园微信公众号, 长城证券产业金融研究院

图表50: 大豫园片区示意图



资料来源: 豫园股份官网, 长城证券产业金融研究院

公司国内豫园灯会串联六区, 国外探索“文化+品牌”出海模式。根据豫园股份投资者关系微信公众号的信息, 2026 年, 上海豫园灯会圆满收官, 灯会首次以“大豫园”为核心, 打通豫园民俗艺术灯区、BFC 风尚潮流灯区、外滩灯区、方浜中路灯区、福佑路灯区、古城公园灯区六区边界, 灯会包含非遗高跷、舞蹈演艺、福禄童子 NPC 互动、抓马

游乐场等多种娱乐活动，满足各年龄段游客的游玩需求。此次灯会，六大灯区的总客流量达 600+万人次，六区整体总销售超 12 亿元。除布局国内市场外，公司也在积极探索“文化+品牌”的出海模式。根据豫园股份投资者关系微信公众号的信息，2023 年底至 2024 年初，豫园灯会首次出海，在法国巴黎举办，吸引近 20 万法国当地观灯者，并带动多个老字号及国内优质品牌出海展示。2025 年豫园灯会再次扬帆出海，2025 年 6 月 28 日至 8 月 15 日，以中泰建交 50 周年暨中泰友谊金色 50 年为契机，山海有灵·豫园灯会暨 2025 中泰文化月在泰国曼谷知名地标暹罗天地成功举办，灯会共吸引 400 余万人次当地市民、全球游客观展互动，400 余家海外媒体、泰国主流媒体争相关注报道，全球传播声量近 12 亿；2025 泰国豫园灯会荣获上海市“银鸽之光”国际传播活动最佳项目。

图表51：2026 年上海豫园灯会现场布局



资料来源：豫园股份投资者关系微信公众号，长城证券产业金融研究院

图表52：2025 年泰国豫园灯会现场布局



资料来源：豫园股份投资者关系微信公众号，长城证券产业金融研究院

3.2 公司物业开发与销售业务面临挑战

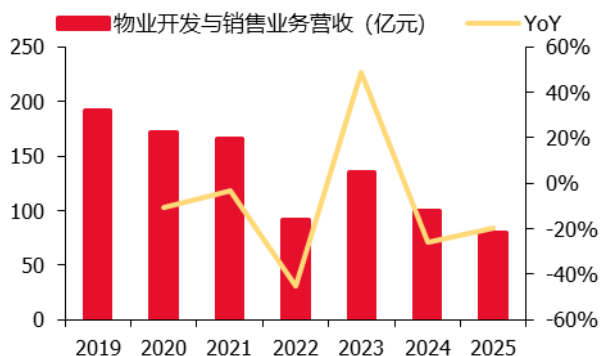
公司物业开发与销售业务业绩面临挑战。根据豫园股份官网，公司旗下的复地产发集团致力于为城市提供“产城融合”解决方案，旗下有成都复星国际中心、南京复地明日之城、珠海复地·星愉湾、云尚·武汉国际时尚中心、上海徐汇滨江复星中心等多个优质资产。根据豫园股份 2019 至 2025 年年报，2019 至 2025 年公司物业开发与销售业务营收总体面临挑战。但我们认为，持续提升商管和物管的底层资产运营核心能力，构建资产全周期服务能力，以轻撬重提升资产价值，不断提高资源配置效率，有助于构建长期竞争力。

图表53: 复地产发标杆项目

标杆项目名称	项目详情介绍
成都复星国际中心	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集聚区，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

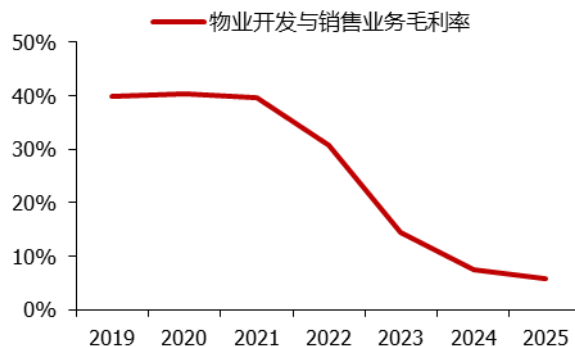
资料来源: 豫园股份官网, 长城证券产业金融研究院

图表54: 公司物业开发与销售业务营收及同比增速



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表55: 公司物业开发与销售业务毛利率



资料来源: 豫园股份 2019-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

3.3 实施“瘦身健体、拥轻合重”战略，成立豫园商置集团

公司践行“瘦身健体”、“拥轻合重”的战略措施，公司通过整合商业管理、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；另一方面借助于商管和物管的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。

1) 非核心存量重资产应退尽退。2024 年公司退出全资子公司株式会社新雪股权，出售上海真如（星光耀）广场、会景楼等部分非核心资产，持续瘦身健体回笼资金、降低负债率、优化财务结构。

2) 在核心资产区域打造标杆产品。根据公司 2025 年年报，随着 2025 年 3 月上海市政府《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》发布，公司未来将在豫

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，区位优势进一步凸显。随着豫园二期、福佑路地块等项目的整体开发推进，大豫园片区将成为公司整合融通产业资源的优势时尚文化秀场和构建全球家庭消费快乐产业集群的重要场域。

3) 根据豫园商城报的报道，**豫园商置群以三个轻资产运营能力作为底盘**。一是产业办公招商能力，例如，2025 年新华网援引解放日报的报道，豫园地区云集着大量知名的黄金珠宝品牌，不仅有自家旗下品牌老庙、亚一、DJULA，同时也进驻了老凤祥、周大福、老铺黄金等其他珠宝首饰品牌。二是基于文商旅的标杆项目的运营能力，特别是文化挖掘、文化+科技的场景打造、IP 孵化和外部的超级 IP 的整合联动上，例如，根据豫园股份 2025 年年报，2025 年公司携手哔哩哔哩（B 站）国创动画举办“豫园夏日奇幻夜-国创豫宙漫游季”，活动期客流超过 748 万人次、GMV 约 3.88 亿元，同比增长近 30%，引入专业茶界主理人打造《祇有湖心亭》，推出《海派影视文化主题街区》等自有 IP，联动特色营销活动持续引爆超级场景；2025 年核心豫园商城一期 GMV 达 42.9 亿、入园客流 4112 万，出租率同比提升。三是在智慧物业、个性化的物业服务方面的能力，例如，根据 2025 年末人民网上海在今日头条的报道，豫园股份旗下上海高地物业管理有限公司（即“复悦生活”）不仅持续强化覆盖智慧运营、空间与决策的数字化全景平台，更从清洁服务场景切入，推出 AICS 智慧清洁系统，通过“半自动化设备+全自动机器人”实现人机协同作业。

图表56: 豫园商城与 B 站一起打造“国创豫宙漫游季”



资料来源：豫园股份官网，长城证券产业金融研究院

图表57: AICS 智慧清洁系统



资料来源：今日头条，人民网上海，长城证券产业金融研究院

4. 盈利预测及投资建议

产业运营板块：公司旗下各品牌受宏观消费结构改变的影响业绩短期仍面临挑战，公司通过打造品牌、研发新品、优化渠道不断降低短期因素带来的负面影响，其中珠宝时尚、餐饮管理与服务、食品&百货及工艺品、医药健康及其他、化妆品业务有望逐步修复，时尚表业、其他经营管理服务、酒业有望维持。我们预计产业运营板块 2026-2028 年收入 289.46、318.82、348.24 亿元，同比+11.05%、+10.14%、+9.23%，毛利率为 12.96%、12.76%、12.63%。

商业综合运营与物业综合服务：随着大豫园规划中豫园二期、福佑路地块等项目的整体开发推进，我们预计商业综合运营与物业综合服务业务 2026-2028 年收入 24.75、26.77、28.55 亿元，同比+9.57%、+8.15%、+6.63%，毛利率为 44.63%、44.28%、44.01%。

物业开发与销售：受房地产行业深度调整持续下行影响，公司加快推进库存去化与资金回流，豫园二期开发建设持续推进中，我们预计物业开发与销售业务 2026-2028 年收入 87.73、94.75、101.38 亿元，同比+9.00%、+8.00%、+7.00%，毛利率为 10.00%、10.00%、10.00%。

其他财务情况：费用率方面，我们预计随着公司收入规模的逐步修复，相关分摊效应有望逐步显现。公允价值变动净收益、投资净收益方面，我们预计随着相关投资的进一步优化，有望改善。减值方面，随着公司瘦身计划推进，后续减值规模有望逐步缩减。

图表58：豫园股份收入拆分及预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	363.73	401.94	440.34	478.17
YoY	-22.49%	10.50%	9.55%	8.59%
毛利率	13.34%	14.26%	14.08%	13.95%
产业运营收入 (亿元)	260.65	289.46	318.82	348.24
YoY	-23.41%	11.05%	10.14%	9.23%
毛利率	12.89%	12.96%	12.76%	12.63%
商业综合运营与物业综合服务 (亿元)	22.59	24.75	26.77	28.55
YoY	-20.79%	9.57%	8.15%	6.63%
毛利率	45.14%	44.63%	44.28%	44.01%
物业开发与销售 (亿元)	80.49	87.73	94.75	101.38
YoY	-19.82%	9.00%	8.00%	7.00%
毛利率	5.88%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：豫园股份 2025 年年报，长城证券产业金融研究院

随着公司实施“瘦身健体、拥轻合重”战略，对非核心存量重资产应退尽退，同时叠加大豫园战略不断推进、旗下多品牌出海创收，我们认为公司收入端仍有望保持稳定增长，同时利润端修复弹性可期。考虑到公司收入结构中珠宝时尚业务占比较高，我们选取黄金珠宝行业上市公司作为公司可比公司，包括港股的老铺黄金、周六福，参考 ifind 一致预期，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 10.9X，PS 估值均值为 1.8X；以及 A 股的老凤祥、潮宏基、周大生、菜百股份、曼卡龙，参考 ifind 一致预测数据，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 15.0X，PS 估值均值为 0.8X。我们预计 2026-2028 年公司收入为 401.94、440.34、478.17 亿元，同比+10.5%、+9.6%、+8.6%；我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 2.59、5.96、9.19 亿元，考虑到公司业绩受到短期减值计提等因素的影响，利润率的大幅波动非经营所致，但随着多项业务的修复，公司收入端仍有望实现稳健增长，我们同时选取了 PE、PS 估值作为参考，根据我们预计的豫园股份收入及归母净利润，对应 2026-2028 年 PE 估值分别为 69.4X、30.2X、19.6X，

对应 2026-2028 年 PS 估值分别为 0.45X、0.41X、0.38X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表59：可比公司估值情况（PE 相对估值法）

所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元人民币)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
港股	6181.HK	老铺黄金	1,162	79.1	101.0	131.2	13.0	10.2	7.8
	6168.HK	周六福	89	9.0	10.1	11.6	8.7	7.7	6.8
	平均值						10.9	9.0	7.3
所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
A股	600612.SH	老凤祥	181	18.6	20.2	-	9.7	9.0	-
	002345.SZ	潮宏基	96	6.9	8.4	10.2	13.8	11.4	9.4
	002867.SZ	周大生	129	12.4	13.7	-	10.4	9.4	-
	605599.SH	菜百股份	179	12.0	13.3	-	14.9	13.4	-
	300945.SZ	曼卡龙	42	1.6	2.0	-	26.4	21.4	-
	平均值						15.0	12.9	-
600655.SH 豫园股份			183	2.6	6.0	9.2	69.4	30.2	19.6

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

注：市值取 2026 年 4 月 8 日收盘价数值，汇率取 1 元人民币=1.13 港元；2026-2028 年归母净利润预测值均为 ifind 一致预期

图表60：可比公司估值情况（PS 相对估值法）

所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿港元)	营业收入 (亿元人民币)			PS (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
港股	6181.HK	老铺黄金	1,162	408.9	511.7	656.6	2.5	2.0	1.6
	6168.HK	周六福	89	68.8	78.1	84.2	1.1	1.0	0.9
	平均值						1.8	1.5	1.2
所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿元人民币)	营业收入 (亿元人民币)			PS (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
A股	600612.SH	老凤祥	181	551.6	586.9	-	0.3	0.3	-
	002345.SZ	潮宏基	96	106.3	123.6	146.2	0.9	0.8	0.7
	002867.SZ	周大生	129	118.7	130.8	-	1.1	1.0	-
	605599.SH	菜百股份	179	390.3	461.7	-	0.5	0.4	-
	300945.SZ	曼卡龙	42	37.1	45.0	-	1.1	0.9	-
	平均值						0.8	0.7	-
600655.SH 豫园股份			183	401.9	440.3	478.2	0.45	0.41	0.38

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

注：市值取 2026 年 4 月 8 日收盘价数值，汇率取 1 元人民币=1.13 港元；2026-2028 年营业收入预测值均为 ifind 一致预期

5. 风险提示

市场竞争风险。公司主营业务涉及的黄金珠宝时尚、文化饮食、商业零售、房地产，均

属于市场化程度高、竞争十分激烈的行业，未来可能有竞争加剧的风险。

国际黄金价格波动的风险。公司黄金饰品业务的主营业务成本为黄金原材料进货成本，国际黄金市场在近几年受到多重国际政治、经济因素影响，表现出较为震荡的格局，国际黄金价格的剧烈波动将对公司的主营业务成本形成一定影响。

多元化业务发展转型可能引发的管理风险。公司对于财务数据、业务规模、发展前景长期未改善或无法确定的非主营板块将尝试逐步退出或寻求新的商业合作模式，业务转型将导致公司内部管理需做出适应性改变，但在运营过程中，可能存在一定的管理风险。

政策风险。房地产相关行业属受政策影响较为明显的行业，政策会对公司房地产板块经营发展带来更多的不确定性因素。同时，商业物业、办公物业投资对公司融资能力要求较高，公司融资能力也受到金融、货币政策的影响。

重大资产重组整合不及预期的风险。公司仍存在部分重大资产和股权出售项目在推进过程中，相关项目推进仍可能受到交易方意愿、客观情况等突发性情况的影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	70720	62153	68356	76877	76235
现金	10690	11051	10684	12542	13165
应收票据及应收账款	2659	1826	2590	2527	2874
其他应收款	1409	1245	1433	1634	1623
预付账款	1129	1300	872	1759	955
存货	36956	34994	37969	45144	43580
其他流动资产	17876	11736	14806	13271	14039
非流动资产	49972	52740	49840	49947	48685
长期股权投资	15568	13916	13756	13250	13092
固定资产	3047	2824	2911	2977	2998
无形资产	1317	1196	580	-103	-619
其他非流动资产	30039	34804	32594	33823	33213
资产总计	120692	114892	118196	126824	124920
流动负债	58064	55764	63758	77057	79436
短期借款	8699	9051	24309	30765	38689
应付票据及应付账款	9440	7991	9775	10413	11164
其他流动负债	39925	38722	29675	35879	29582
非流动负债	23787	26072	21094	15762	10460
长期借款	17528	18768	14312	8719	3547
其他非流动负债	6260	7304	6782	7043	6912
负债合计	81851	81836	84852	92820	89896
少数股东权益	3295	3045	3073	3138	3239
股本	3894	3892	3892	3892	3892
资本公积	8631	8955	8955	8955	8955
留存收益	21941	16309	16596	17257	18277
归属母公司股东权益	35545	30011	30270	30866	31785
负债和股东权益	120692	114892	118196	126824	124920

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4253	2451	-6255	251	-3825
净利润	-429	-5430	287	661	1020
折旧摊销	641	564	498	540	470
财务费用	1927	1665	1265	1533	1636
投资损失	-1968	1214	-1800	-2150	-2250
营运资金变动	3856	2426	-6739	149	-4411
其他经营现金流	227	2011	234	-482	-289
投资活动现金流	388	687	4374	1992	3474
资本支出	1232	847	229	-83	-17
长期投资	-300	1182	160	506	158
其他投资现金流	1920	352	4443	1403	3298
筹资活动现金流	-3822	-2606	-13919	-6754	-6994
短期借款	-1431	351	15258	6456	7924
长期借款	-1612	1240	-4456	-5592	-5172
普通股增加	-2	-2	0	0	0
资本公积增加	-37	324	0	0	0
其他筹资现金流	-740	-4519	-24721	-7618	-9746
现金净增加额	766	563	-15800	-4511	-7345

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	46924	36373	40194	44034	47817
营业成本	40545	31522	34462	37834	41147
营业税金及附加	638	720	796	872	946
销售费用	2768	2550	2814	2950	2773
管理费用	2747	2211	2412	2554	2678
研发费用	49	43	44	44	43
财务费用	1927	1665	1265	1533	1636
资产和信用减值损失	-965	-1889	-200	-110	-90
其他收益	195	106	200	200	200
公允价值变动收益	894	-402	100	300	300
投资净收益	1968	-1214	1800	2150	2250
资产处置收益	25	150	150	150	150
营业利润	368	-5588	452	937	1403
营业外收入	50	37	37	37	37
营业外支出	101	115	115	115	115
利润总额	316	-5666	373	858	1324
所得税	745	-236	86	197	305
净利润	-429	-5430	287	661	1020
少数股东损益	-554	-534	28	65	100
归属母公司净利润	125	-4897	259	596	919
EBITDA	2769	-3476	2074	2856	3361
EPS (元/股)	0.03	-1.26	0.07	0.15	0.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-19.3	-22.5	10.5	9.6	8.6
营业利润 (%)	-84.2	-1618.1	108.1	107.3	49.8
归属母公司净利润 (%)	-93.8	-4009.3	105.3	130.0	54.4
获利能力					
毛利率 (%)	13.6	13.3	14.3	14.1	13.9
净利率 (%)	-0.9	-14.9	0.7	1.5	2.1
ROE (%)	-1.1	-16.4	0.9	1.9	2.9
ROIC (%)	-3.9	-5.3	1.6	2.3	2.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.8	71.2	71.8	73.2	72.0
净负债比率 (%)	70.1	95.3	104.0	99.9	102.7
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	20.2	16.2	18.2	17.2	17.7
应付账款周转率	4.6	4.1	4.4	4.2	4.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	-1.26	0.07	0.15	0.24
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.09	0.63	-1.61	0.06	-0.98
每股净资产 (最新摊薄)	9.13	7.71	7.78	7.93	8.17
估值比率					
P/E	143.6	-	69.4	30.2	19.6
P/B	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	16.5	-14.3	25.5	18.3	16.2

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686