

# 豫园股份：瘦身健体再出发，打造全球化消费产业集团

华西证券轻工&美护团队

2026年4月13日

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杜磊

邮箱：dulei@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525100001

## 豫园股份：瘦身健体再出发，打造全球化消费产业集团

**豫园股份：复星生态核心产业旗舰，开启新一轮发展周期。**公司1990年在上交所挂牌上市，为“中华商业第一股”，2002年复星集团成为公司第一大股东，公司深度融入复星生态加速转型；2018年公司完成重大资产重组，注入复星旗下地产、商业、物业等优质资产，实现从区域商业运营商向全国性产业集团的转变。2024年之后，受地产等业务拖累，公司业绩暂时承压，随即启动全面战略调整，优化资产结构，退出非核心业务，聚焦核心消费和商业运营主业，开启新一轮发展周期。

**消费产业：文化赋能多品牌矩阵，全球化打开增长空间。**公司围绕大消费构建了囊括时尚珠宝、餐饮、表业、美丽健康等在内的丰富产业矩阵，结合豫园商圈这一稀缺区位，形成文化+IP+区位的独特优势。**1) 珠宝：**老庙品牌底蕴深厚，公司在此基础上进一步推进品牌年轻化，将好运文化精准触达各年龄层，不断提升品牌声量和影响力；渠道方面逐步退出低效门店和聚焦核心区域，并扩展免税和海外等新市场；产品方面推动工艺创新和升级，以国潮与古法工艺打造契合高净值和年轻群体的产品，市场认可度稳步提高，板块有望企稳向好。**2) 其他消费：**公司广泛布局多元消费矩阵，各板块联动豫园商圈实现品牌展示、线下体验与消费转化的深度融合，形成多品类协同的聚焦效应，满足消费者多样化需求。**3) 出海：**公司践行全球化战略，目前豫园灯会、珠宝、餐饮、表业、酒业等消费板块已在全球核心商圈成功布局，向全球传递东方生活美学，海外业务将成为公司未来增长的重要引擎。

**豫园商圈：打造上海新名片，开启豫园新增长。**公司正稳步推进“大豫园”商圈的打造，目前一期和BFC外滩金融中心均已成熟运营，二期、三期正有序展开建设。建成后“大豫园片区”将超100万方，融合文化、艺术、娱乐、消费、金融、商业和自然景观，据黄浦区人大2023年公开文件，预计该片区销售200亿元，客流访问及传播1亿人次，将为公司贡献显著业绩增量。

**投资建议：**公司坐拥丰富的东方美学品牌矩阵与豫园商圈稀缺核心资产，市场地位稳固且护城河深厚，目前正逐步剥离非核心资产，聚焦时尚珠宝、商业运营等主业；伴随核心板块协同效应显现，豫园商圈扩建项目落地，出海战略稳步推进，公司整体经营质量有望持续改善。我们预测公司2026-2028年营业收入为388.74/411.17/431.65亿元，归母净利润为2.40/6.35/9.49亿元，EPS为0.06/0.16/0.24元，对应2026年4月10日收盘价4.66元，PE为75/29/19倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**消费市场表现不及预期；金价大幅波动；行业竞争加剧；海外业务进展不达预期。

## 目录

### 1：豫园股份

以中华老字号为根基，打造全球家庭快乐消费产业集团

### 2：消费

文化赋能多品牌矩阵，全球化打开增长空间

### 3：豫园商圈


打造上海新名片，开启豫园新增长

### 3：地产

持续退出存量资产，加速资金回笼

### 5：投资建议

### 6：风险提示

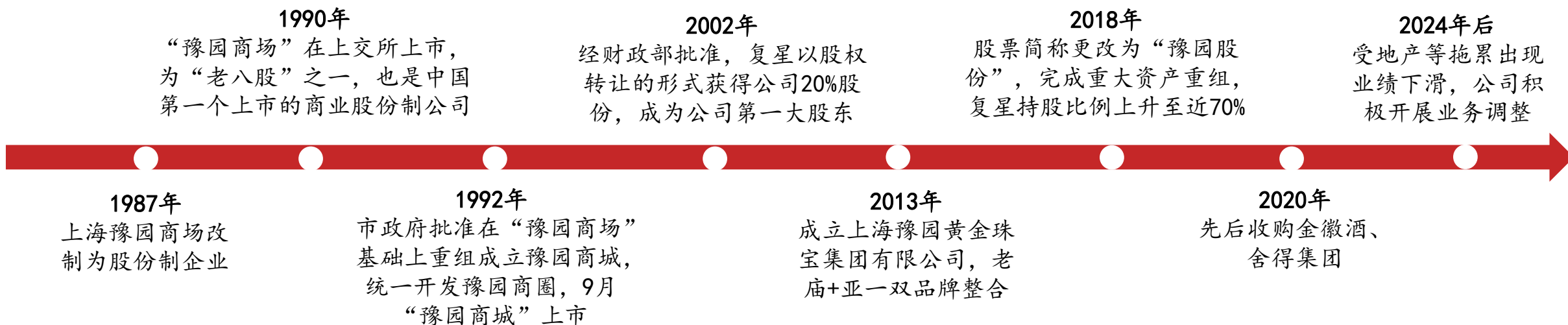


**01 以中华老字号为根基，打造全球家庭快乐消费产业集团**

## 1.1 公司概况：以老字号为根基，打造全链路消费产业集团

**复星生态核心产业旗舰，开启新一轮发展周期。**公司前身可追溯至清朝同治年间的老城隍庙，1987年获批成为上海商业系统首家股份制企业，1990年在上交所挂牌上市，为“中华商业第一股”。1992年政府将豫园片区商业资产打包重组成立新的“豫园商城”，开启豫园商圈规模化、品牌化运营的新阶段。2002年复星集团成为公司第一大股东，公司深度融入复星生态加速转型；2013年公司成立上海豫园黄金珠宝集团有限公司，确立“老庙+亚一”双品牌战略，巩固了黄金珠宝业务的支柱地位；2018年，公司完成重大资产重组，注入复星旗下地产、商业、物业等优质资产，复星持股比例上升至近70%，同时公司股票简称更改为“豫园股份”，完成从区域商业运营商向全国性产业集团的身份转变。2024年之后，受地产板块等业务拖累，公司业绩出现下滑，随即启动全面业务调整，聚焦核心消费主业、优化资产结构，推动公司向轻资产、高毛利的消费品牌运营方向转型，开启新一轮发展周期。

图：公司发展历程



## 1.1 公司概况：以老字号为根基，打造全链路消费产业集团

**消费与地产双轮驱动，布局丰富消费产业。**作为复星集团快乐板块的核心平台，公司围绕“家庭快乐消费产业+城市产业地标”双轮驱动战略，形成消费产业运营、商业综合及物业综合服务、物业开发与销售三大业务协同的整体布局。其中消费产业覆盖珠宝时尚、文化饮食、时尚表业、美丽健康、文化创意等多个领域；商业及物业服务主要为豫园商城等商业综合体的运营管理等，物业开发和销售则为住宅和商业综合体等项目的开发建设与销售。

图：公司消费板块品牌矩阵



资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 1.1 公司概况：以老字号为根基，打造全链路消费产业集团

**管理团队专业协同赋能，筑牢发展根基。**公司管理层团队深耕行业多年，兼具深厚的产业积淀与前瞻性的战略视野。成员背景覆盖战略规划、经营管理、财务资本、产业运营等核心领域，且多数在消费、地产、商业运营等赛道拥有丰富的实战经验，专业能力与公司业务布局高度契合，为公司“家庭快乐消费产业+城市产业地标”双轮驱动战略的稳步落地、各核心业务板块的协同发展与提质增效，提供了坚实的管理支撑和决策动能。

**图：核心高管履历**

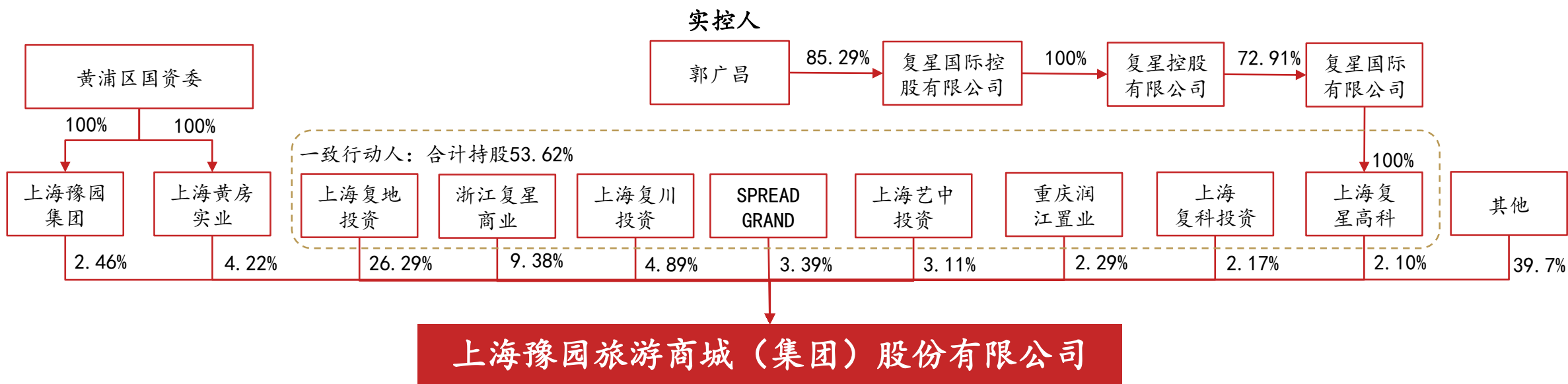
姓名	年龄	职位	个人履历	本集团任职历程
黄震	54岁	董事长、总裁	上海财经大学经济学学士，美国Webster University MBA学位。曾任上海佰草集化妆品有限公司总经理及上海家化副总经理。现任上海市政协委员、上海市工商联常委、黄浦区政协常委、黄浦区工商联（总商会）主席（会长）、中国黄金协会副会长、中国宝玉石协会副会长、上海企业家协会副会长等。	2022年12月起任董事长
石琨	45岁	联席董事长	伦敦政治经济学院管理学硕士，南京大学文学学士；现任复星国际副总裁、联席首席投资官CIO。积极推动对中华老字号和传统文化品牌的投资和创新工作，拓展了文化饮食产业和酒类业务布局，历任青岛啤酒董事、IGI比利时宝石学院董事、松鹤楼餐饮董事、金徽酒董事、沱牌舍得集团董事，并组建复星汉兴(杭州)股权投资基金。	2020年12月起任联席董事长
朱立新	59岁	副董事长	中共党员，法学学士。曾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，黄浦区金融服务办公室副主任、区投资促进办公室主任，黄浦区金融服务办公室主任，黄浦区金融服务办公室党组书记、主任。	2019年12月起任副董事长
徐晓亮	52岁	董事	华东师范大学工商管理硕士学位，复旦大学工商管理硕士学位。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。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。	2013-2020年任豫园股份董事长，2020年12月起任董事。
郝毓鸣	46岁	董事	管理学学士，在职研究生。曾任中华易聘网担任人事主管，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。现任复星国际副总裁、联席首席人力资源官，海南矿业股份有限公司第六届董事。	2017年加入公司担任人力资源中心联席总经理，2018年担任总裁助理兼人力资源中心联席总经理，2018年至2020年担任豫园股份副总裁，2021年起任董事。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

# 1.1 公司概况：以老字号为根基，打造全链路消费产业集团

复星集团与黄浦国资委合作赋能，推动公司高质量发展。公司实际控制人为郭广昌先生，第一大股东为上海复星高科技（集团）有限公司，复星高科及其一致行动人合计持有公司股份53.62%，全面主导公司战略与经营方向；黄浦区国资委合计间接持有公司股份6.68%，提供政策与资源支持。双方优势互补、协同赋能，为公司战略落地与业务增长提供了强有力的双重保障。

图：公司股权结构

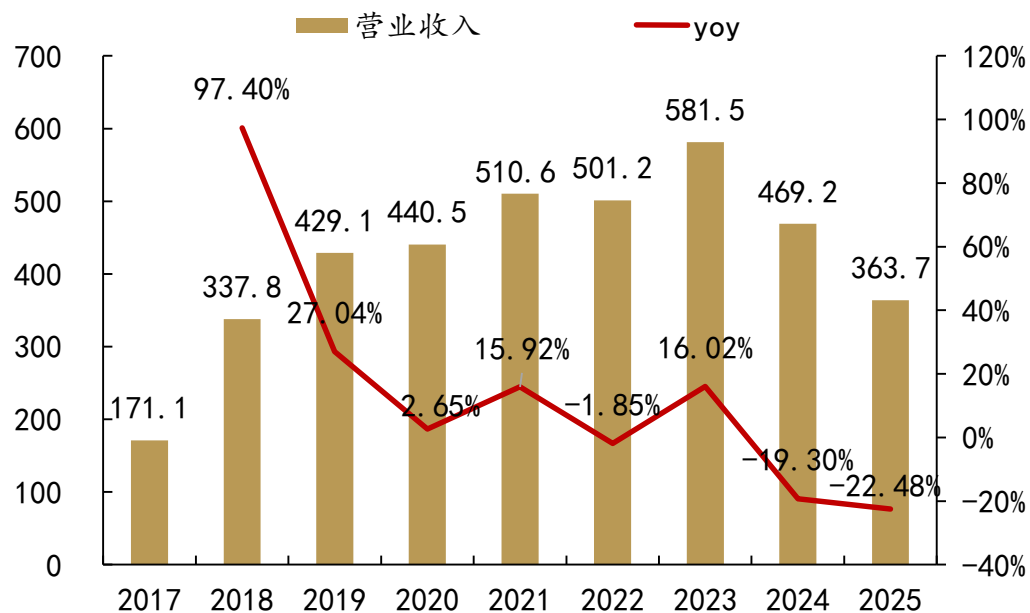


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2 财务分析：营收及净利润高速增长，盈利能力稳步提高

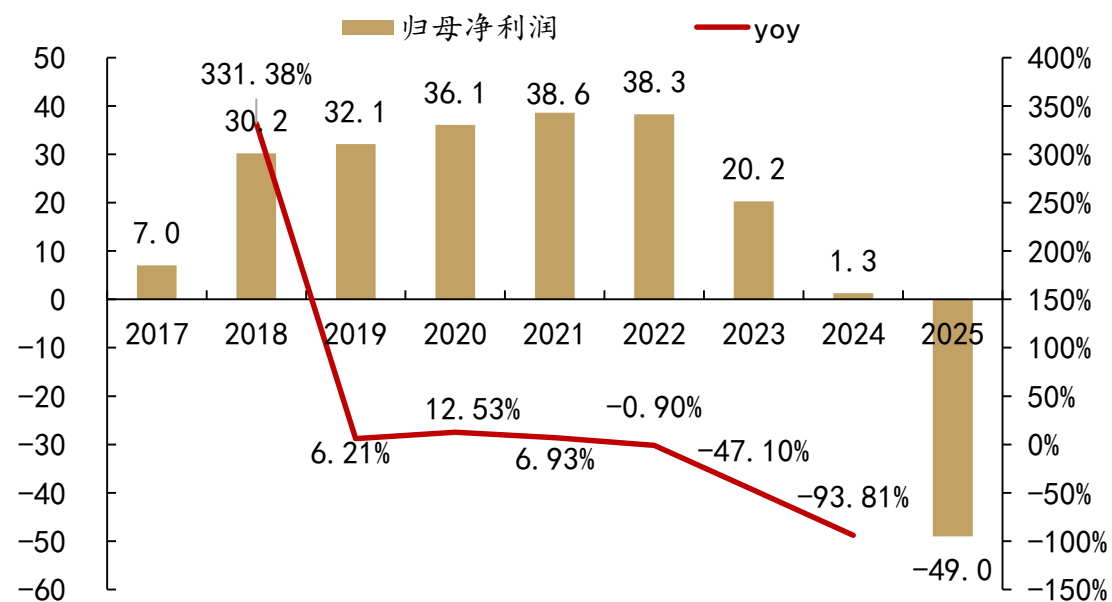
收入表现稳健，净利润受地产影响而下滑。2017-2023年公司营收呈现稳步增长态势，自2024年起阶段性下行，主要系黄金珠宝自24Q2以来逐步下滑，受制于高金价压制终端消费，此外物业开发与销售板块延续自2020年以来的下滑趋势，受制房地产市场承压。归母净利润在2017-2022年同样稳步增长，2023年起净利润快速下滑，主要系低毛利率的珠宝业务占比提升，以及地产板块资产减值损失明显增多，综合导致公司盈利阶段性调整。

图：公司营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司归母净利润及增速（亿元）

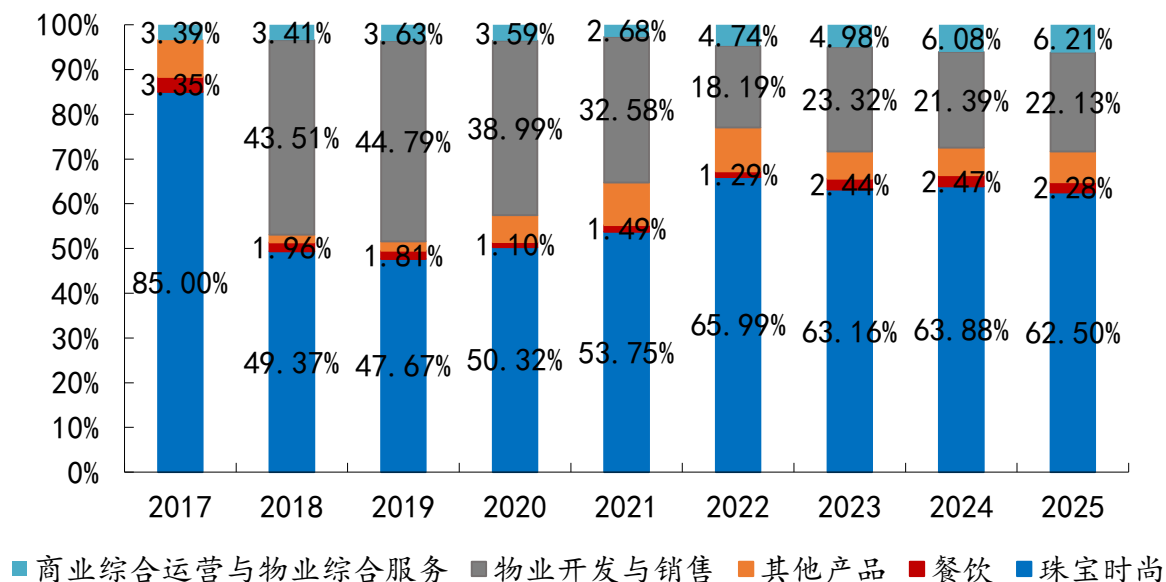


资料来源：公司公告，华西证券研究所

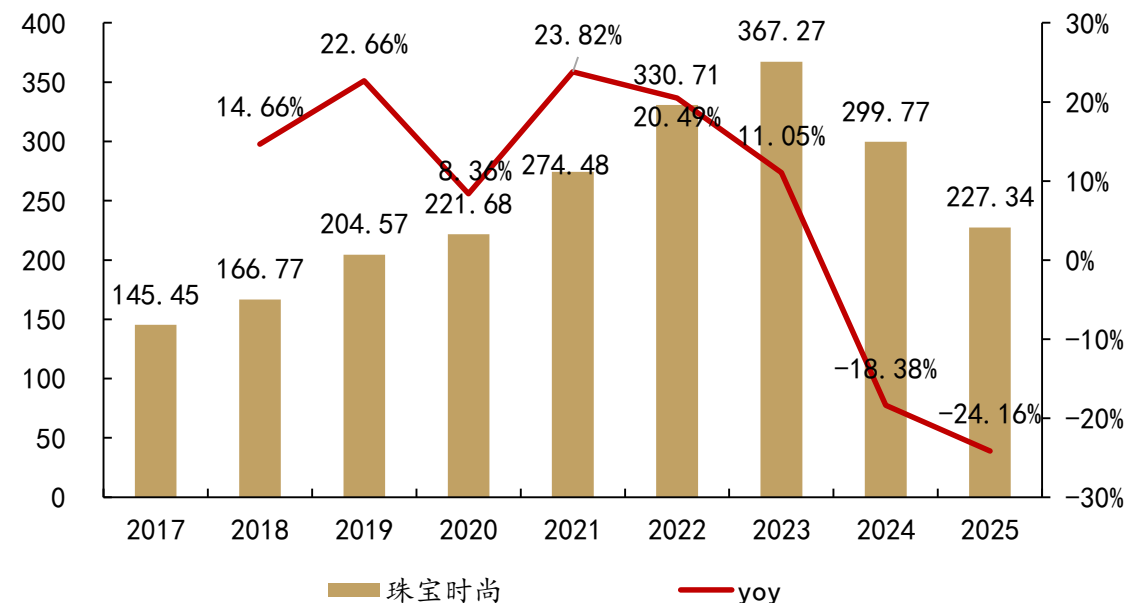
## 1.2 财务分析：营收及净利润高速增长，盈利能力稳步提高

**营收分产品：珠宝时尚为主要收入来源，25年收入227.34亿元/占比 62.50%。** 珠宝时尚为公司核心收入来源，2025年收入227亿元，占比63%；其次为物业开发与销售、商业综合运营与物业服务板块，另有餐饮等消费业务。2024年珠宝时尚板块受金价震荡、终端需求下滑及门店优化调整影响，营收开始出现明显收缩，导致公司整体营收承压。

图：公司营收分业务占比



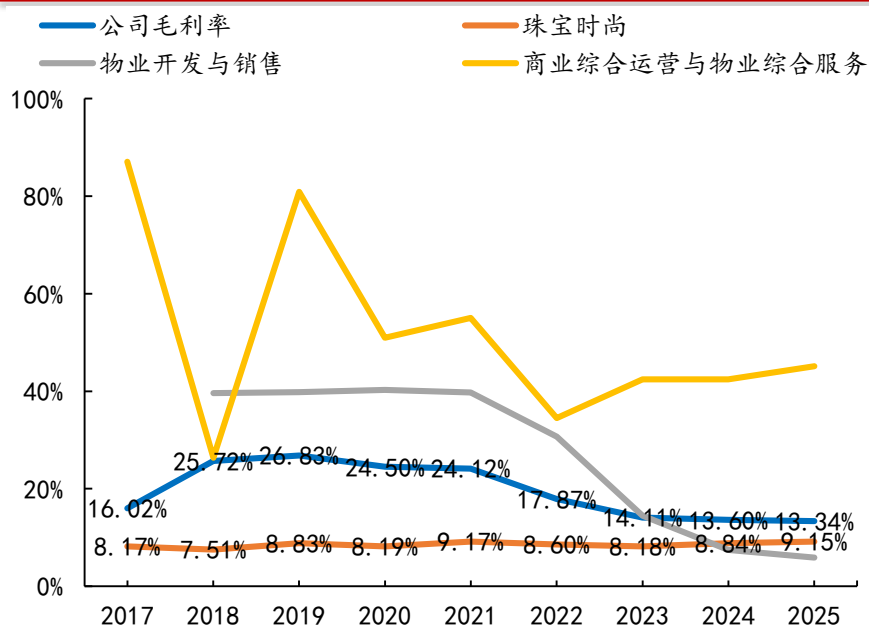
图：公司珠宝时尚业务收入及增速（亿元）



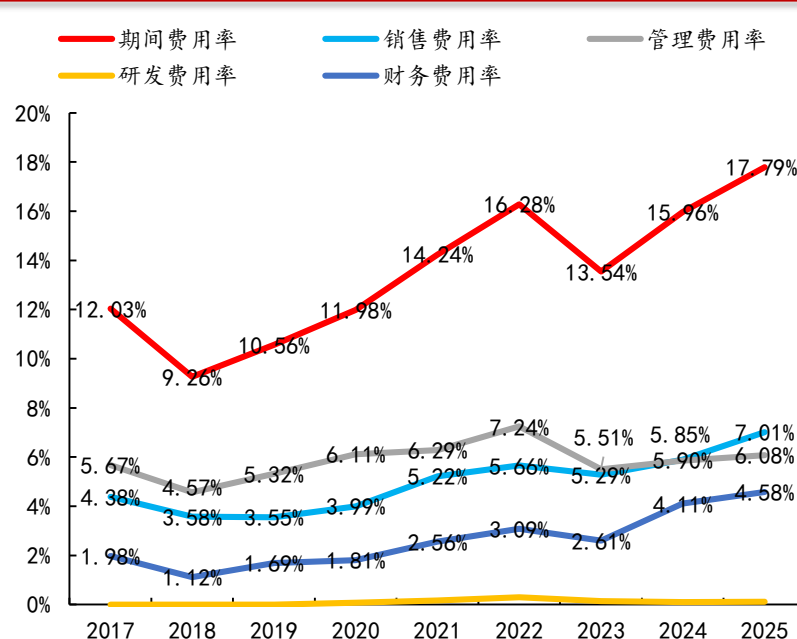
## 1.2 财务分析：营收及净利润高速增长，盈利能力稳步提高

**盈利能力：业务结构变化致毛利率有所下滑，地产承压致净利率承压明显。** 公司毛利率自2022年起持续回落，主要系更低毛利率的珠宝时尚业务占比持续提升，单看珠宝毛利率则表现稳健，展现出较强的品牌力。公司费用率则持续增加，系公司收入规模下滑，导致各项费用率均有所提升。此外，公司对部分存在减值迹象的房地产项目计提资产减值准备，综合导致公司净利率出现阶段性承压。

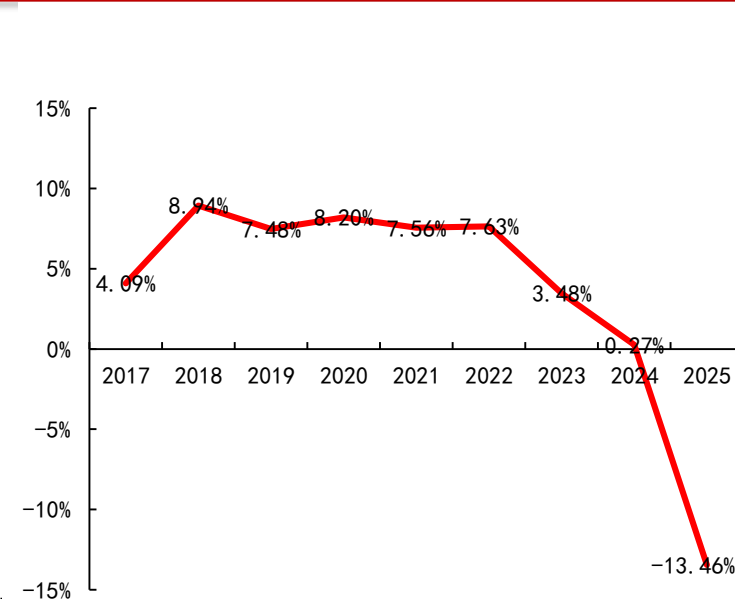
图：公司分板块毛利率



图：公司费用率



图：公司归母净利润率



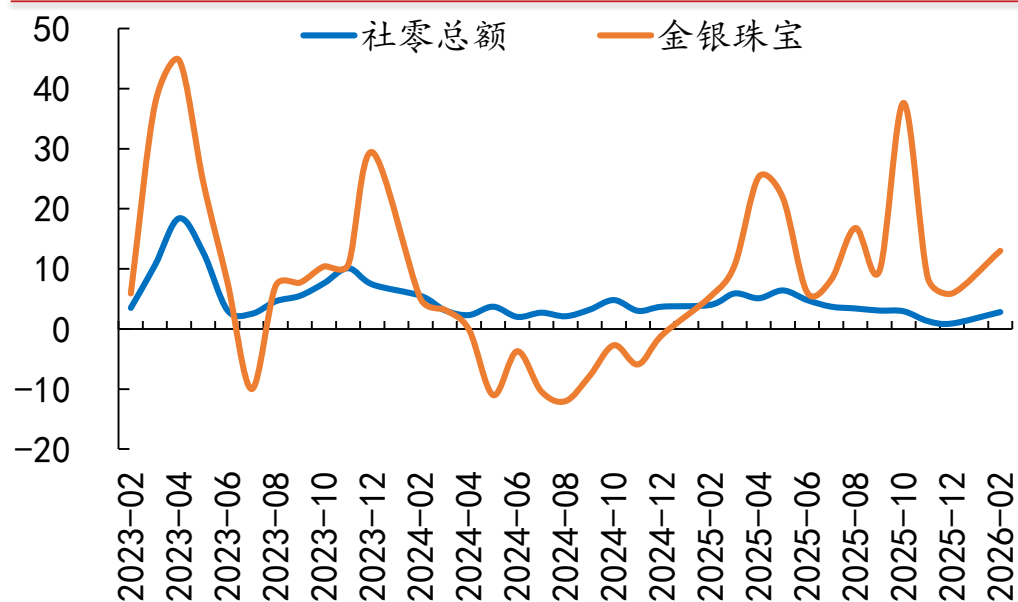


## 02 消费：文化赋能多品牌矩阵，全球化打开增长空间

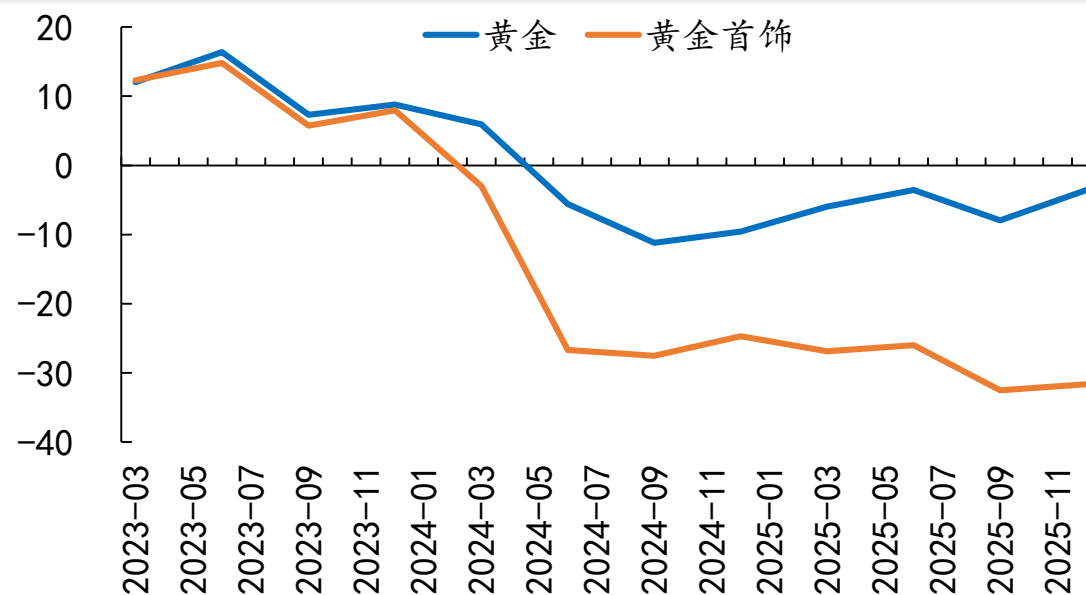
## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**金价持续上行致终端消费有所承压，供需共振下行业持续分化。**金银珠宝零售额同比增速在2024年2月后低于社零增速，并一度同比下滑，主要系金价急速攀升，抑制终端黄金消费；2025年2月后金银珠宝类零售额同比增速回升至社零总额之上，但这一增长更多依赖金价上涨带来的价值提升，同期销量依然有所承压，2025年黄金首饰消费量363.84吨/-31.61%。金价持续高位抬高了购买成本，部分消费群体推迟购买或降低预算，黄金珠宝行业整体面临一定压力，但供需两端的结构性变化不断加剧行业分化，具备较强产品创新能力的企业更能抵御周期和抢占份额。

图：社零总额和金银珠宝零售额当月同比



图：全国黄金及黄金首饰消费量累计同比 (%)

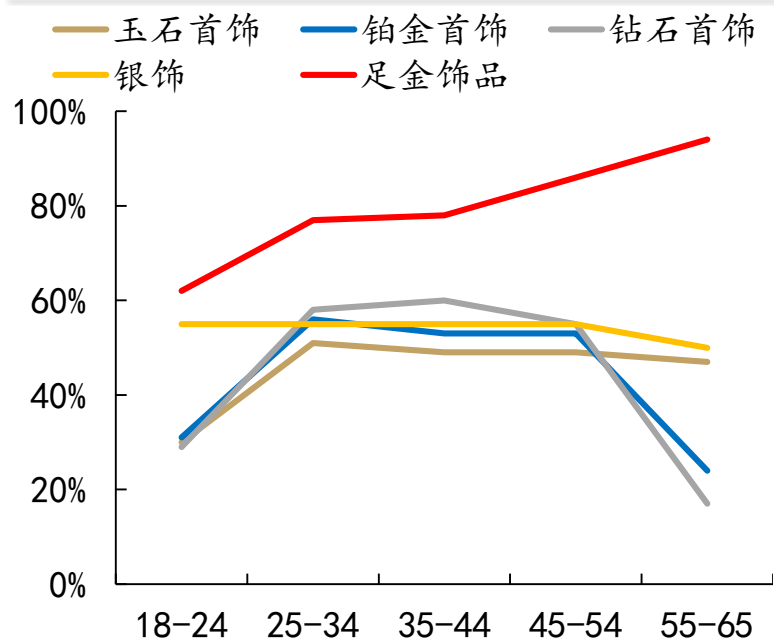


资料来源：国家统计局、中国黄金协会、华西证券研究所

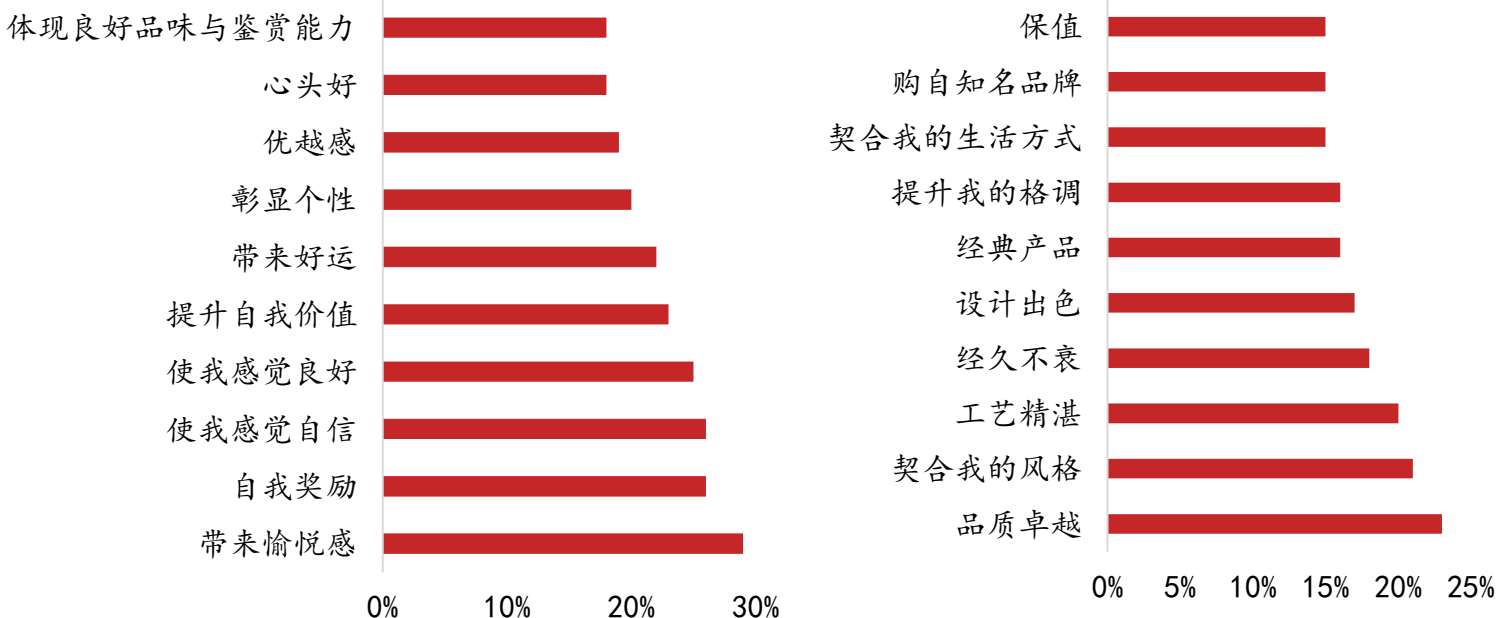
## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**需求端：悦己与年轻化成为核心驱动力。**根据世界黄金协会2025年的中国调研数据显示，18-24岁群体的金饰拥有率已达到62%，相比2019年的37%大幅提高；年轻客群对金饰的接受度与消费意愿正持续提升，推动行业呈现显著的年轻化趋势；与此同时，消费者购买金饰的核心动机也逐步转向悦己属性，“带来愉悦感、自我奖励、使我感觉自信”成为排名前三的购物诉求；在产品属性选择上，消费者更看重“品质卓越、契合我的风格、工艺精湛”，对设计、工艺与风格匹配度的重视程度，已显著优先于价格与品牌等基础认知；消费者购买黄金珠宝的需求从传统的婚嫁、保值，转向自我表达、情感寄托与日常佩戴等，且愿意为高颜值、高工艺、承载文化故事的产品支付溢价。

图：不同年龄段不同饰品的拥有率



图：金饰消费者的购物诉求和注重的产品属性

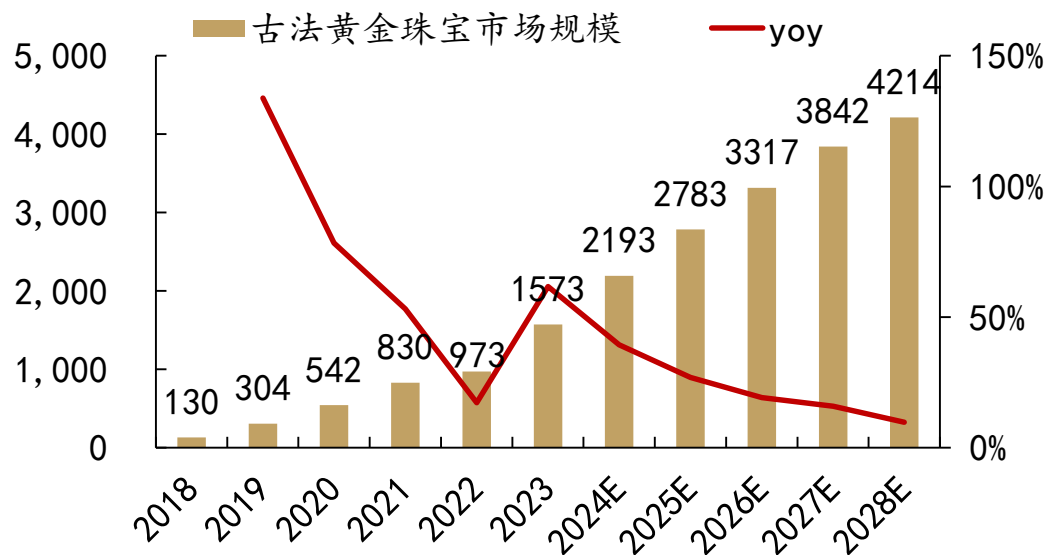


资料来源：世界黄金协会、华西证券研究所

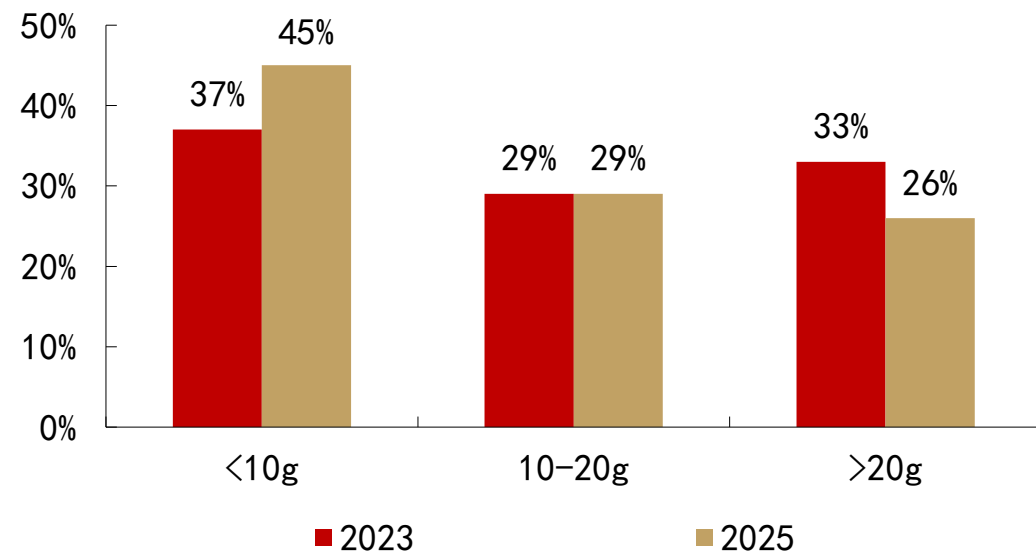
## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**供给端：品牌积极转型，古法、小克重等迎发展机遇。** 面对需求端的变革，黄金饰品品牌以消费需求为锚点，持续推进工艺创新、产品设计与文化赋能。一方面，品牌围绕古法黄金、非遗工艺进行现代化升级，将传统篆刻、花丝等技艺与轻量化、时尚化的设计语言结合，推出日常佩戴的小克重和古法金饰，精准匹配年轻和高净值群体；另一方面，品牌加速产品IP化与场景化创新，通过国潮文化、影视IP联名等方式，为产品注入情感与故事属性，强化与消费者的情感共鸣，供需共振下，古法黄金、小克重等一口价黄金饰品迎来快速发展。

图：中国古法黄金市场规模（亿元）



图：中国不同克重黄金产品占总销量比重



资料来源：弗若斯特沙利文、世界黄金协会、华西证券研究所

## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**时尚珠宝：珠宝品牌矩阵丰富，覆盖多样消费需求。**时尚珠宝为公司的核心业务，2025年营收达227.34亿元/占比62.5%，旗下拥有老庙黄金、亚一两大核心老字号品牌，以及法国设计师珠宝品牌DJULA和培育钻品牌露璨等。老庙可追溯于1981年的“上海老城隍庙工艺品商店”，品牌强调新中式韵味，涉及高端制作工艺；亚一于1995年正式注册，品牌更注重时尚和年轻化。法国时尚珠宝品牌 DJULA于2020年收购，品牌专注年轻化设计；培育钻品牌LUSANT露璨于2021年推出，以适应市场需求和消费新趋势。公司通过多品牌矩阵实现对不同消费层级与场景的覆盖，满足消费者个性化和多样化需求。

图：公司时尚珠宝品牌矩阵

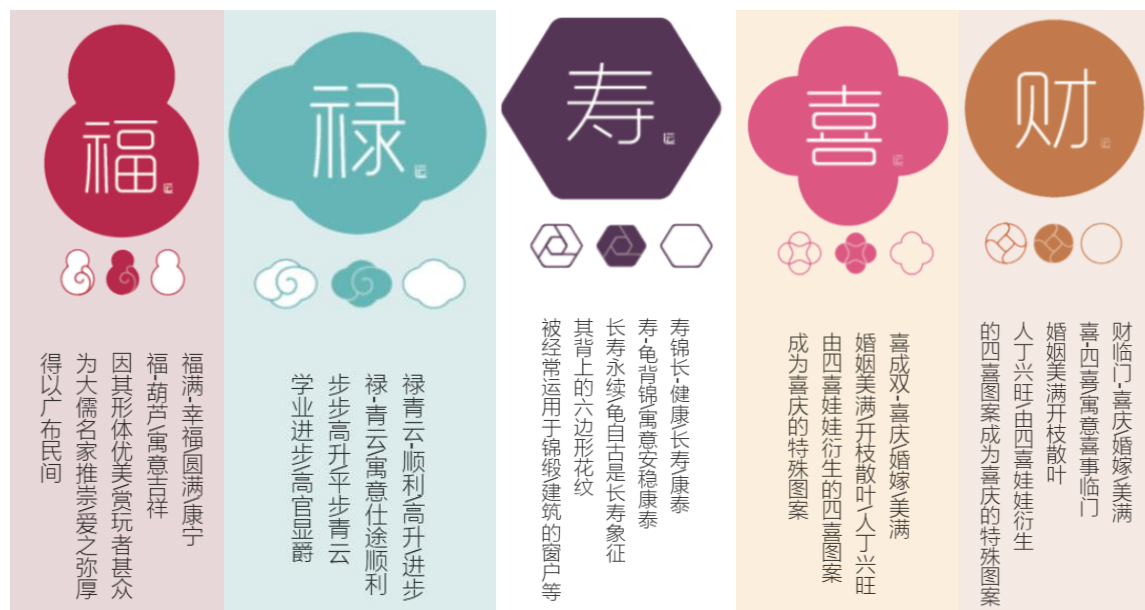
品牌	定位	介绍	门店数量（2025年末）
老庙	中华老字号黄金珠宝品牌	诞生于上海“老城隍庙”，强调新中式韵味，聚焦高线城市	
亚一	中华老字号黄金珠宝品牌	1995年正式注册，品牌注重时尚和年轻化，深耕低线城市	3952
东家金	高端黄金艺术品牌	公司2024年创立，以大师创作、手工精工、东方美学与收藏属性为核心，面向高净值人群	
DJULA	法国设计师珠宝品牌	1994年在巴黎创立，2020年被公司收购	10
LUSANT	培育钻品牌	公司自主孵化的培育钻品牌	1

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**品牌：百年金号传承好运文化，年轻化激活品牌新生。**老庙黄金可追溯至1981年城隍庙庙宇大殿开设的“上海老城隍庙工艺品商店”，是老城隍庙周边最早的知名金号之一，百年商圈的积淀奠定了老庙深厚的品牌底蕴，其深度融合了中华传统“运文化”，承载国人对福运、财运等的美好向往。近年来，老庙进一步推进品牌年轻化升级，一方面官宣品牌大使，借助艺人的影响力与情感共鸣拓展年轻圈层；另一方面紧扣年轻群体的表达习惯，借“米”（钱）为载体将传统好运文化转化为Z世代熟悉的社交语言，让“好运”成为可佩戴、可分享的潮流符号。品牌的年轻化表达不仅显著丰富品牌内涵，又不断吸引年轻消费者的认同，高度契合当下黄金珠宝行业的年轻化趋势。

图：老庙“五运”文化



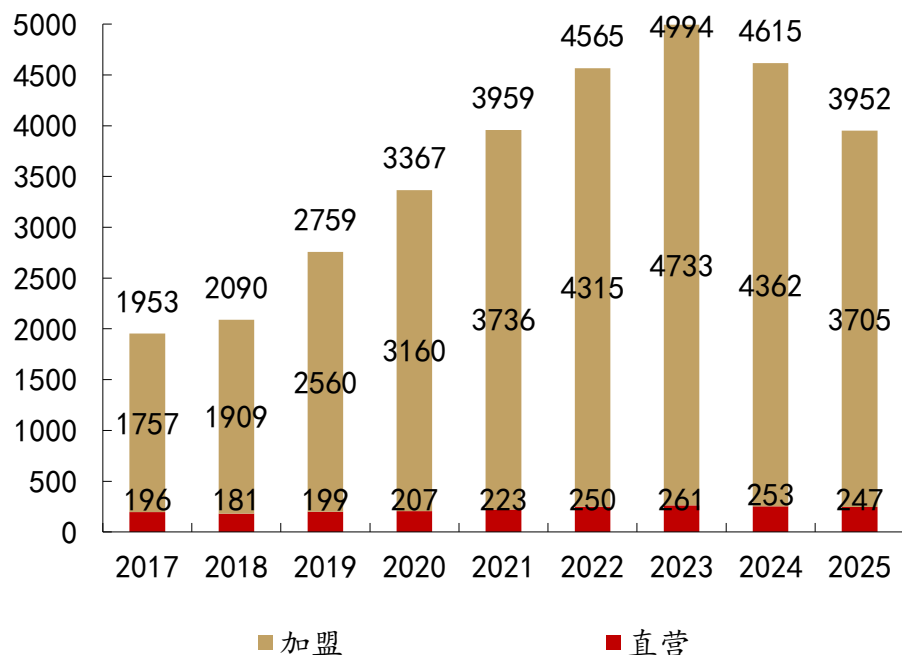
图：老庙官宣品牌大使实现与年轻人“好运”对话



## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**渠道：优化已有门店布局，积极拓展免税及海外等新渠道。**公司时尚珠宝已形成覆盖全国的连锁网络，截至2025年末，“老庙”和“亚一”品牌门店共计3952家（直营247家、加盟3705家），其中老庙黄金门店占主导。面对行业转型，公司持续优化渠道布局；1）线下优化布局和关停低效门店，聚焦核心区域，提升单店效率与用户体验；2）线上加大数字化运营投入，布局抖音、天猫等主流电商平台，结合直播带货、短视频种草等方式，实现线上线下协同引流与转化；3）积极拓展免税渠道与海外市场，其中老庙已进驻三亚及海口免税城，并与珠免集团合作进入中国大陆口岸免税店，此外已在中国澳门威尼斯人、马来西亚吉隆坡、柬埔寨金边等地开设首店，开启全球化布局。

图：公司黄金珠宝（老庙+亚一）门店数量（家）



图：老庙-柬埔寨金边门店于2026年2月开业



资料来源：公司公告、公司公众号、华西证券研究所

## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**产品：以文化工艺驱动产品创新，深耕高附加值赛道。**老庙精准把握行业趋势，聚焦国潮与古法工艺打造爆款矩阵，其中古韵金系列已推出六期，将非遗古法工艺与现代设计相融，传递东方生活美学，广受市场认可；“一串好运”系列精准贴合年轻消费者对小克重金饰的需求，并通过电影 IP 联名实现销量与品牌声量同步提升；聚焦婚嫁场景的“有鹊系列”深挖东方婚嫁文化，以新中式设计快速切入年轻群体市场。未来公司将持续深化“文化+工艺”创新，加大古法金、小克重黄金等高附加值产品研发投入，在迭代升级古韵金、一串好运等爆款系列的同时，推动传统文化 IP 与现代潮流的结合，打造更多契合年轻群体悦己需求的产品，进一步增强产品竞争力和提升市场认可度。

**图：老庙黄金主要产品系列**

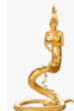



系列名称	图示	核心定位	代表产品	目标客群
老庙古韵		非遗古法工艺、东方美学标杆	古韵金系列（已迭代六期）、“富富有余”系列、古法篆刻/花丝工艺金饰	国潮爱好者、文化收藏者、礼赠人群
好运祈福		日常祈福、年轻悦己、社交	“一串好运”系列、“马上有米”系列转运珠/手串类产品	Z世代、年轻白领、日常佩戴、悦己消费群体
老庙有鹊		新中式婚嫁、一金多穿	婚嫁套系、“小美荔”系列、IP联名款	备婚新人、年轻情侣、婚嫁场景消费群体
老庙亲子		家庭情感、亲子陪伴	亲子款对饰、儿童成长金饰、家庭纪念款金饰	宝爸宝妈、家庭客群、亲子礼赠、成长纪念
唯定		高端定制、专属奢享	个性化定制金饰、高定珠宝、限量款设计、专属工艺定制服务	高净值人群、高端礼赠、个性化需求消费者

资料来源：公司官网、公司公告、华西证券研究所

## 2.1 时尚珠宝：老庙领航多品牌协同，构筑时尚珠宝丰富矩阵

**东家金造：锚定高端黄金艺术赛道，完善高端黄金品牌矩阵。**公司2024年推出全新品牌“东家金造”，以“黄金艺术品”为差异化定位切入高端赛道，通过艺术家联名打造标杆产品，承接高净值客群需求，以高工艺、高设计附加值的一口价产品优化盈利结构，同时强化东方生活美学的品牌标签。品牌初期以开设快闪店试水市场，再依托老庙黄金核心门店与高端商场渠道逐步落地，伴随渠道布局不断完善，品牌势能持续提升，东家金造有望成为公司黄金珠宝板块的高端增长极，进一步巩固在高端黄金市场的领先地位。

图：东家金造主要产品系列

系列	代表产品	克重	价格(元)	单价(元/克)	镶嵌材质	联袂艺术家	图示
观山海	观山海. 女娲 金玉摆件	198	469900	2373	红宝石、蓝宝石、沙弗莱石	邱启敬	
观自在	观自在. 无相佛 玲珑吊坠	8.8	22980	2611	钻石	邱启敬	
山海MINI	山海MINI. 梦寐 摆件	35	81830	2338	足金	邱启敬	
森林之境	森林之境. 栖息系列 项链	7.2	18890	2624	钻石	吕忠平	

资料来源：东家金造小程序、华西证券研究所

## 2.2 消费：多元布局打造丰富场景，积极出海实现跨越式发展

**餐饮：深耕老字号IP，推动餐饮高质量发展。**公司文化饮食业务主要围绕“中华老字号”品牌展开，旗下拥有松鹤楼、松月楼、绿波廊、南翔馒头店、上海老饭店、德兴馆及老城隍庙等历史悠久的餐饮品牌，公司依托深厚的饮食文化底蕴与百年品牌积淀，并深度融合现代消费需求，通过持续的产品创新、品牌焕新与场景升级，为消费者提供兼具文化质感与高品质的餐饮体验。2024-2025年公司餐饮板块业绩暂时承压，主要系餐饮和食品行业受到宏观经济和消费市场的较大影响，公司持续践行“拥轻合重”策略，迅速启动一系列改革举措深化转型，包括聚焦老字号品牌，加速关停亏损及盈利不佳的非核心门店，同时启动全球化连锁布局，向海外传递中华传统美食文化。

图：公司餐饮老字号品牌



图：松鹤楼面馆亮相英国伦敦泰晤士河畔



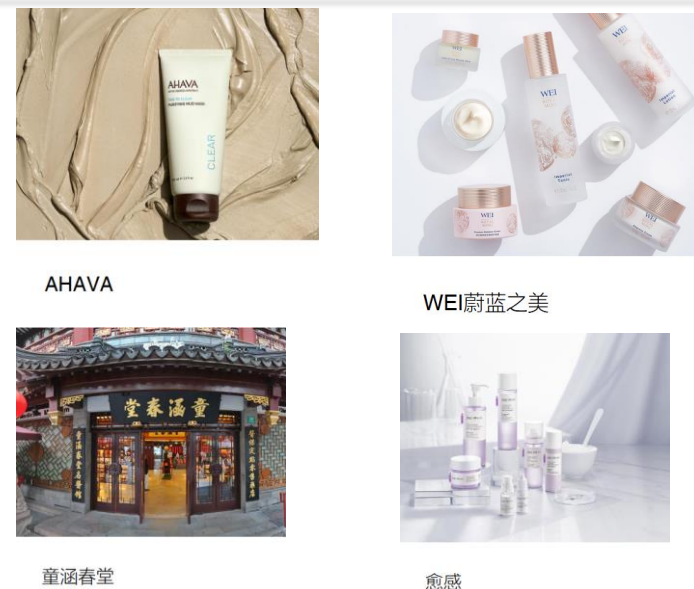
## 2.2 消费：多元布局打造丰富场景，积极出海实现跨越式发展

**其他消费：多元消费协同布局，打造全场景消费矩阵。**除餐饮外，公司围绕“大消费”广泛布局多元业务，构建覆盖表业、美丽健康等领域的多品类消费品牌矩阵。其中，汉辰表业集团以“海鸥”、“上海”两大中国腕表品牌为核心，依托70年制表技术积淀，打造差异化高端产品矩阵，同时深化全球化渠道布局，传递中国制表文化；美丽健康集团则以童涵春堂、AHAVA、蔚蓝之美等品牌为核心，深耕药食同源、护肤美妆等细分赛道，通过资产优化、产品创新与品牌升级，持续提升板块运营效率与市场竞争力。各板块深度联动豫园商圈核心场景，依托其流量优势与文化IP，实现品牌展示、线下体验与消费转化的深度融合，形成“多品类协同、场景化赋能”的聚焦效应，持续强化公司品牌影响力。

图：公司海鸥、上海腕表品牌



图：公司化妆品品牌矩阵



## 2.2 消费：多元布局打造丰富场景，积极出海实现跨越式发展

**出海：多板块协同出海，打造东方生活美学全球名片。**公司坚定践行全球化发展战略，以“文化+品牌”整合式出海为核心，依托豫园灯会、老字号品牌等文化载体，联动珠宝、餐饮、表业、酒业等多元消费板块，在多个国家和地区实现成功出海，向全球传递东方生活美学与中华文化魅力，打造“文化赋能、多品类协同、全球化布局”的出海生态，海外业务将成为公司未来增长的重要引擎。

图：公司出海布局进展

板块	载体	进展
灯会	豫园灯会	2023年12月15日：“山海有灵”灯会首次出海登陆法国巴黎，吸引约20万当地游客，全球传播量近15亿
		2025年1月：“山海奇豫记”灯组在越南河内向世界点亮，庆祝中越建交75周年
		2025年6月28日：“山海有灵·泰国豫园灯会”在曼谷暹罗天地开幕，吸引游客超400万人次
珠宝	老庙黄金	2023年12月：老庙黄金海南免税店正式开业。
		2024-2025年：先后进驻中国澳门威尼斯人购物中心、马来西亚吉隆坡、柬埔寨金边等海外核心商圈
餐饮	松鹤楼、南翔馒头店	2025年4月3日：松鹤楼在英国伦敦泰晤士河畔开出首店。
		2026年1月22日：南翔馒头店泰国首店于曼谷核心商圈开业
表业	海鸥表、上海表	2024年5月：125只海鸥牌、上海牌手表从上海空港口岸首次出口海外，正式启动手表品类出海
酒业	舍得酒业	截至2024年末，舍得出海累计触达36个国家和地区，两个深耕市场动销增长200%

资料来源：公司公告、公司公众号、华西证券研究所

### 03 豫园商圈：打造上海新名片，开启豫园新增长

### 3.1 豫园商圈：打造上海新名片，开启豫园新增长

**稀缺区位叠加深厚底蕴，铸就上海标志性商圈。**豫园商圈地处上海城市中心地带，始建于明嘉靖年间，目前园区依然留存着大量历史遗迹与文化景观，包括豫园园林本身、城隍庙、古城公园、商船会馆遗址等，承载着重要的历史记忆；这些历史遗迹与现代商业相融合，每年依托春节庙会、中秋灯会等特色文旅活动，吸引庞大的国内外游客。豫园股份的核心商业物业位于豫园商圈之内，在豫园内圈拥有约10万平方米的商业物业（豫园商城一期），紧邻外滩、南京路步行街等核心商圈，年人流量约4500万人次，具有极强的区位优势。

图：豫园商圈区位



图：豫园商圈景观



### 3.1 豫园商圈：打造上海新名片，开启豫园新增长

**打造大豫园城市新名片，开启商圈扩容新增长周期。**2022年“大豫园”概念被首次提及，涵盖豫园一期（豫园商城）、二期、三期（福佑板块）和BFC外滩金融中心，目前一期和BFC外滩金融中心均已成熟运营，从2023年开始后的五年将逐步展开豫园二期、三期等重点项目的建设。建成后“大豫园片区”面积将超过100万方，商业文化空间布局实现显著扩大，功能定位上实现互补，构成一个融合文化、艺术、娱乐、消费、金融、商业和自然景观的综合商业区，据黄浦区人大2023年公开文件，预计该片区销售200亿元，预计客流访问及传播1亿人次。

**图：大豫园片区情况**

板块	核心定位	建筑面积	核心业态	进展与战略
豫园一期 (豫园商城)	东方生活美学·策源地 (民俗&潮流)	约10万方	国潮零售、非遗文化体验	场景升级、品牌焕新、IP及活动传播等方面持续更新迭代，引入老铺黄金、泡泡玛特、名创优品、FILA等潮牌，25年上半年国潮品牌销售额占比超5成。
豫园二期	东方生活美学·升发地 (原创+时尚)	约20万方	总部办公、低密商办、独栋商业	延续一期豫园文化与海派文化脉络，并聚焦国内头部原创品牌首店概念，形成原创首发集聚场。2025年7月正式开工建设。
豫园三期 (福佑路地块)	东方生活美学·融合场 (经典+文化)	40余万方	文化、商业、国际办公、低密办公、居住	打造东情西韵、中西融合的百年经典文化场。计划引入国际一线时尚奢品和生活方式品牌，构建高端品牌展示交流平台。

资料来源：公司公告、公司官网、华西证券研究所

## 04 地产：持续退出存量资产，加速资金回笼

## 3.1 地产：持续退出存量资产，加速资金回笼

**地产：持续退出非核心资产，降低负债率和加速现金回流。**公司坚持“瘦身健体”、“拥轻合重”的发展战略，逐步剥离与核心业务关联度低的资产，集中资源打造面向家庭消费，具有独特竞争优势的产业集群，包括珠宝时尚、文化饮食、国潮腕表、美丽健康等业务板块。具体来看，公司退出非核心房地产项目，聚焦上海本地核心区域的商业地产布局；同时，退出低效股权投资，聚焦与核心业务相关的产业链投资，提升投资回报率，最终以降低资产负债率和加速现金回流。

图：公司2023-2025年退出的部分非核心资产

年份	主要项目内容
2023年	以约4.55亿美元交易对价出售所持有的IGI集团股权，实现5倍回报；肯德基股权、山东招金股权等项目市场化退出，实现市场化回报和现金回笼
2024年	退出全资子公司株式会社新雪股权；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
2025年	去化天津壹号湾EF地块等项目，全年共实现销售金额47.73亿元，销售面积36.69万平方米；杭州临平、北京08等项目通过调规、销售创新、融资优化工抵、降本增效等多重手段，大量盘活项目价值，增加现金流



## 05 投资建议

# 投资建议

## 核心假设：

- 1) 时尚珠宝：伴随金价企稳，消费者逐渐接受高金价，叠加公司关闭低效门店和持续创新迭代产品矩阵，预计板块开始回升。
- 2) 其他消费产业：公司继续剥离非核心业务并关闭低效门店，并逐步加快餐饮和表业的海外拓展，预计降幅收窄并逐渐企稳。
- 3) 商业综合运营与物业综合服务：短期因处置资产而继续下滑，后续随内需复苏开始恢复增长。
- 4) 物业开发与销售：公司剥离非核心的存量地产，预计收入逐年下滑，随后期豫园二三期板块建设完工，收入开始企稳抬升。
- 5) 毛利率：时尚珠宝一口价占比提高，以及盈利能力较弱资产的剥离，公司整体毛利率稳步提高。

图：公司收入预测

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	469.24	363.73	388.74	411.17	431.65
yoy	-19.30%	-22.49%	6.88%	5.77%	4.98%
珠宝时尚	299.77	227.34	263.24	289.23	305.51
yoy	-18.38%	-24.16%	15.79%	9.87%	5.63%
其他消费产业	40.57	33.32	32.06	32.17	32.23
yoy	-18.32%	-17.88%	-3.79%	0.34%	0.20%
商业综合运营与物业综合服务	28.52	22.59	21.00	20.96	21.66
yoy	-1.47%	-20.79%	-7.03%	-0.22%	3.33%
物业开发与销售	100.38	80.49	72.44	68.82	72.26
yoy	-25.96%	-19.82%	-10.00%	-5.00%	5.00%

**投资建议：**公司坐拥丰富的东方美学品牌矩阵与豫园商圈稀缺核心资产，市场地位稳固且护城河深厚，目前正逐步剥离非核心资产，聚焦时尚珠宝、商业运营等主业；伴随核心板块协同效应显现，豫园商圈扩建项目落地，出海战略稳步推进，公司整体经营质量有望持续改善。我们预测公司2026-2028年营业收入为388.74/411.17/431.65亿元，归母净利润为2.40/6.35/9.49亿元，EPS为0.06/0.16/0.24元，对应2026年4月10日收盘价4.66元，PE为75/29/19倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图：公司财务摘要（收盘价截至2026年4月10日）**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	46,924	36,373	38,874	41,117	43,165
YoY (%)	-19.3%	-22.5%	6.9%	5.8%	5.0%
归母净利润（百万元）	125	-4,897	240	635	949
YoY (%)	-93.8%	-4009.3%	104.9%	164.4%	49.3%
毛利率 (%)	13.6%	13.3%	14.2%	14.7%	15.2%
每股收益（元）	0.03	-1.27	0.06	0.16	0.24
ROE	0.4%	-16.3%	0.8%	2.1%	3.0%
市盈率	145.63	-3.68	75.46	28.54	19.12

资料来源：ifind，华西证券研究所

公司简称	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
老凤祥	600612.SH	41.42	178.84	3.73	3.36	3.65	3.93	13.97	12.35	11.36	10.55
潮宏基	002345.SZ	10.72	95.25	0.22	0.56	0.80	0.96	25.85	19.14	13.43	11.17
曼卡龙	300945.SZ	15.73	41.22	0.37	0.48	0.62	0.76	30.76	32.63	25.54	20.75
王府井	600859.SH	12.23	137.46	0.24	0.17	0.32	0.43	64.64	71.94	38.22	28.28
均值				1.14	1.14	1.35	1.52	33.81	34.02	22.14	17.69
豫园股份	600655.SH	4.66	181.39	0.03	-1.27	0.06	0.16	194.33	--	75.46	28.54

注：收盘价截至2026/4/10，可比公司预测均来自ifind一致预测，单元均为人民币，其中潮宏基和豫园股份2025年为实际公布业绩。  
(豫园股份2027年估值高于行业平均，但公司处于底部反转阶段，预期净利润高速增长)



## 05 风险提示

- 1) 消费市场表现不及预期；
- 2) 金价大幅波动；
- 3) 行业竞争加剧；
- 4) 海外业务进展不达预期。

# 财务报表和主要财务比率

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	36,373	38,874	41,117	43,165	净利润	-5,430	253	669	999
YoY(%)	-22.5%	6.9%	5.8%	5.0%	折旧和摊销	932	380	375	370
营业成本	31,522	33,360	35,068	36,614	营运资金变动	2,426	863	1,288	1,655
营业税金及附加	720	583	617	647	经营活动现金流	2,451	2,232	2,939	3,508
销售费用	2,550	2,138	2,179	2,201	资本开支	-673	311	279	257
管理费用	2,211	1,749	1,727	1,770	投资	1,204	202	252	302
财务费用	1,665	1,594	1,604	1,640	投资活动现金流	687	1,351	1,408	1,472
研发费用	43	39	41	43	股权募资	403	-138	0	0
资产减值损失	-1,462	-389	-411	-432	债务募资	1,420	-595	-695	-795
投资收益	-1,214	777	822	863	筹资活动现金流	-2,606	-2,257	-2,133	-2,148
营业利润	-5,588	355	877	1,292	现金净流量	563	1,358	2,214	2,832
营业外收支	-79	-39	-41	-43	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
利润总额	-5,666	316	836	1,249	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	-236	63	167	250	营业收入增长率	-22.5%	6.9%	5.8%	5.0%
净利润	-5,430	253	669	999	净利润增长率	-4009.3%	104.9%	164.4%	49.3%
归属于母公司净利润	-4,897	240	635	949	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	-4009.3%	104.9%	164.4%	49.3%	毛利率	13.3%	14.2%	14.7%	15.2%
每股收益	-1.27	0.06	0.16	0.24	净利率	-13.5%	0.6%	1.5%	2.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率ROA	-4.3%	0.2%	0.6%	0.8%
货币资金	11,051	12,408	14,622	17,454	净资产收益率ROE	-16.3%	0.8%	2.1%	3.0%
预付款项	1,300	1,268	1,262	1,245	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	34,994	34,824	34,268	33,348	流动比率	1.11	1.12	1.13	1.15
其他流动资产	14,808	14,242	13,514	12,697	速动比率	0.32	0.35	0.39	0.44
流动资产合计	62,153	62,742	63,667	64,744	现金比率	0.20	0.22	0.26	0.31
长期股权投资	13,916	13,416	12,916	12,416	资产负债率	71.2%	71.0%	70.3%	69.5%
固定资产	2,824	2,434	2,048	1,668	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	1,196	1,156	1,116	1,076	总资产周转率	0.31	0.34	0.36	0.38
非流动资产合计	52,740	51,597	50,495	49,422	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	114,892	114,339	114,162	114,166	每股收益	-1.27	0.06	0.16	0.24
短期借款	9,051	8,551	8,051	7,551	每股净资产	7.71	7.74	7.91	8.15
应付账款及票据	7,991	7,877	7,695	7,424	每股经营现金流	0.63	0.57	0.76	0.90
其他流动负债	38,722	39,637	40,471	41,248	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	55,764	56,064	56,217	56,223	<b>估值分析</b>				
长期借款	16,457	15,457	14,457	13,457	PE	-3.68	75.46	28.54	19.12
其他长期负债	9,615	9,615	9,615	9,615	PB	0.67	0.60	0.59	0.57
非流动负债合计	26,072	25,072	24,072	23,072					
负债合计	81,836	81,136	80,289	79,295					
股本	3,892	3,892	3,892	3,892					
少数股东权益	3,045	3,058	3,091	3,141					
股东权益合计	33,056	33,203	33,872	34,871					
负债和股东权益合计	114,892	114,339	114,162	114,166					

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**THANKS**

