



豫园股份 (600655.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

核心商圈“再造”，品牌出海贡献增量

公司简介

公司是东方美学品牌 IP 商业化运营的代表，以豫园商城与东方美学品牌为核心，覆盖多元消费业态。25H1 消费产业运营、商业综合运营与物业综合服务、地产开发销售三大业务收入占比分别为 76.1%/17.2%/6.7%；其中黄金珠宝占消费产业运营收入的 88%，同时还覆盖了餐饮食品、美丽健康、酒业、表业等消费品业务。2025 年 7 月 1 日公司公告债券公开发行预案，计划发行规模不超过 40 亿元，主要用于归还到期债务及补流。

投资逻辑：

商圈扩容重大变化：二三期动工批文下达，有望“再造豫园”。

2024 年豫园一期客流量达 4500 万人次，大豫园片区具备极大的商业与投资价值。25H1 公司商业综合运营与物业综合服务收入 12.8 亿元，占比 6.7%，未来二三期占地面积达一期的两倍以上，租赁商铺扩容有望显著增厚公司物业租赁与管理收入，此外办公楼、商墅等产品的销售有望助力地产业务平稳过渡及公司财务回血。

餐饮出海首店模式跑通，拓店有望超预期。公司餐饮业务 25H1 收入 4.7 亿元，占消费产业运营收入的 3.2%，近年来受门店调整影响增速承压。公司持续推动松鹤楼、南翔小笼包等老字号品牌出海，开辟新增长曲线，2025 年 4 月份松鹤楼伦敦首店开业，采用轻资产合营模式，海外华侨对传统老字号品牌认可度高，未来多国华人街区域拓店加速可期。

黄金珠宝门店调整压力释放，地产业务剥离止血，业绩改善进行中。黄金珠宝 2024 年以来持续闭店调整，低基数叠加产品焕新驱动下，业绩有望回暖，25H1 收入 127.9 亿元，Q2 增速已转正。地产业务伴随库存产品及地块出清，毛利拖累及减值损失有望逐年改善，25H1 地产收入 32.87 亿，同比增长 4.84%。

盈利预测、估值和评级

公司战略转向“以轻驭重”，多业务持续优化，丰富的老字号和非遗文化 IP 在当下文化出海红利期具备先发优势。**暂不考虑大豫园片区二三期项目贡献情况下**，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 467.21/489.30/508.30 亿元，归母净利润 2.63/8.87/10.90 亿元，对应 PE 86.41/25.62/20.85 x，考虑到公司业绩有望超预期回暖，目标 2026 年 PE 30 x，目标价 6.83 元/股，给予“增持”评级。

风险提示

新商圈建设进度不及预期；金价大幅波动；海外店销不及预期；地产业务剥离进展缓慢；股权质押风险。

国金证券研究所

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

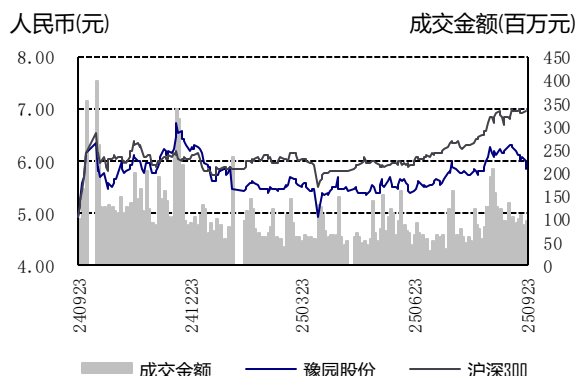
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清（执业 S1130525080002）

guyiqing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.83 元

目标价 (人民币)：6.83 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	58,147	46,924	46,721	48,930	50,830
营业收入增长率	16.02%	-19.30%	-0.43%	4.73%	3.88%
归母净利润(百万元)	2,024	125	263	887	1,090
归母净利润增长率	-47.10%	-93.81%	109.90%	237.22%	22.89%
摊薄每股收益(元)	0.520	0.032	0.07	0.23	0.28
每股经营性现金流净额	1.22	1.09	1.52	0.84	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.57%	0.35%	0.73%	2.44%	2.94%
P/E	11.95	199.91	86.41	25.62	20.85
P/B	0.67	0.70	0.63	0.62	0.61

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、豫园股份：国潮消费风起，人货场联动打造新消费生态.....	4
1.1 围绕“东方美学”核心，布局多业态消费产业.....	4
1.2 复星集团控股主导，黄浦国资委加持赋能.....	5
2、手握“宝藏级”地块，二三期动工“再造”豫园.....	6
3、品牌资产持续盘活，文化出海贡献新增量.....	8
3.1 黄金珠宝：产品焕新驱动同店增长，门店结构持续优化.....	8
3.2 老字号品牌矩阵：自带丰沛流量，海外首店跑通拓展在望.....	11
4、拥轻合重，财务状况改善在望.....	14
5、盈利预测与投资建议.....	16
5.1 盈利预测.....	16
5.2 投资建议及估值.....	18
6、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司以东方生活美学为核心，布局多业态消费产业（25H1 数据）.....	4
图表 2：消费产业运营是公司营收主要来源.....	4
图表 3：公司三大业务部门毛利贡献（亿元）.....	4
图表 4：25H1 消费产业运营贡献公司主要营收，其中珠宝时尚占消费产业收入的 88.0%.....	5
图表 5：受地产业务拖累，24 年以来公司业绩承压.....	5
图表 6：2021 年以来公司地产开发业务持续承压.....	5
图表 7：截至 2025 半年报公司股权结构图.....	6
图表 8：公司拟实施双重股权激励计划，彰显发展信心.....	6
图表 9：豫园历史文化遗产“海上第一茶楼”湖心亭.....	7
图表 10：大豫园片区毗邻多个上海核心商圈.....	7
图表 11：二三期项目占地面积达现有豫园商场两倍以上，且容积率更高.....	7
图表 12：大豫园文化片区开发定位图.....	8
图表 13：豫园三期多样化建筑规划示意图.....	8
图表 14：豫园三期发售风貌别墅效果图.....	8
图表 15：公司黄金珠宝品牌矩阵.....	9
图表 16：公司以老庙、亚一加盟开店为主.....	9
图表 17：2024 年起公司进入门店优化调整周期.....	9
图表 18：我国古法金市场规模持续增长.....	9



图表 19: 老庙古韵金系列产品占比持续提升	9
图表 20: 公司老庙“古韵金”系列产品及销售额	10
图表 21: 新品牌“东家金”系列产品及定价情况	10
图表 22: 豫园“东方生活美学”IP 商业化图谱	11
图表 23: 公司消费品牌分板块收入（百万元）	12
图表 24: 公司消费品牌分板块收入同比增速	12
图表 25: 公司消费产业线下直营门店数量（家）	12
图表 26: 公司细分业务板块毛利率变动情况	12
图表 27: 公司食饮板块拥有众多老字号品牌 IP	12
图表 28: 定制版巴黎世家联名 BB 定胜糕	13
图表 29: 定制版法国黑松露小笼包	13
图表 30: 老字号积极联名“天官赐福”“时光代理人”等二次元 IP，推出“谷子”餐饮	13
图表 31: 公司文化品牌出海拓展进度汇总	14
图表 32: 老庙黄金入驻三亚免税城	14
图表 33: 伦敦松鹤楼首店开业	14
图表 34: 2025 年二季度公司三大板块收入增速均有改善	14
图表 35: 公司费用率变动情况	15
图表 36: 公司毛利率、净利率近年来呈下行趋势	15
图表 37: 公司 ROA 承压，资产负债率上升	15
图表 38: 地产业务拖累下资产周转率显著下降	15
图表 39: 受地产业务影响 2018 年公司存货大幅提升	15
图表 40: 公司杠杆水平较高，长期负债占比有所下降	15
图表 41: 2024 年起公司确定“瘦身健体”战略，开启地产投资业务剥离进程	16
图表 42: 公司收入分板块拆分预测	17
图表 43: 可比公司估值比较（市盈率法）	18



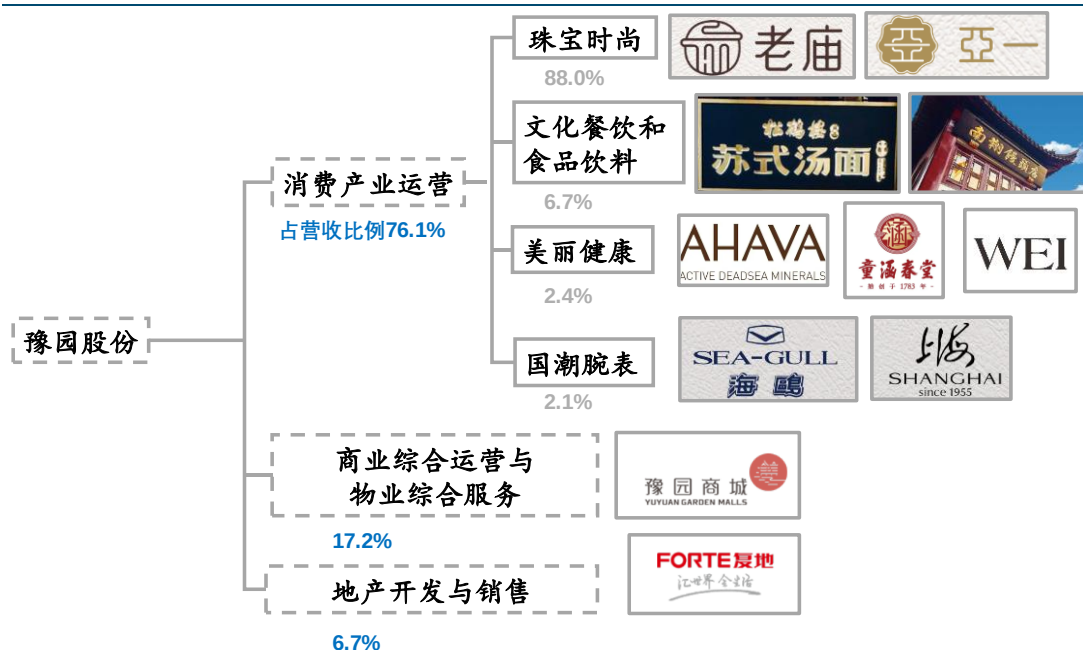
1、豫园股份：国潮消费风起，人货场联动打造新消费生态

1.1 围绕“东方美学”核心，布局多业态消费产业

豫园股份是复星集团快乐板块的核心公司，以东方生活美学为核心，融合场域流量与品牌业务综合发展。公司业务主要分为消费产业运营（涵盖珠宝时尚、文化餐饮、美丽健康、腕表、酒业等多个消费品类）、商业物业服务（豫园商城等商圈物业运营）以及地产开发与销售业务三大板块。

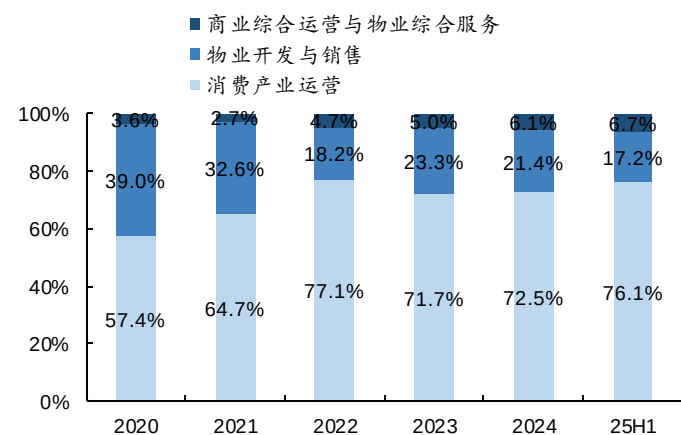
其中消费产业运营收入及毛利贡献最高，是公司的核心业务板块，地产业务占比持续下滑。收入分行业结构看，25H1 产业运营板块营收占比达 76.1%，并呈逐步提升态势，毛利贡献 17.49 亿元；物业开发与销售是公司营收第二大来源，占比 21.4%，毛利贡献 5.11 亿元，受地产景气度下行及公司重资产剥离影响，近年收入占比及毛利贡献持续下降。

图表1：公司以东方生活美学为核心，布局多业态消费产业（25H1 数据）



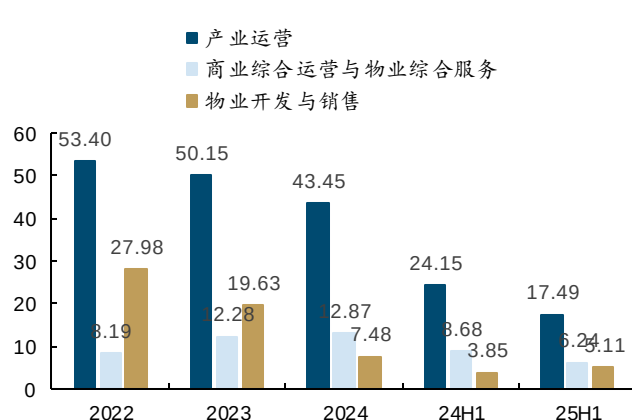
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：消费产业运营是公司营收主要来源



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司三大业务部门毛利贡献（亿元）

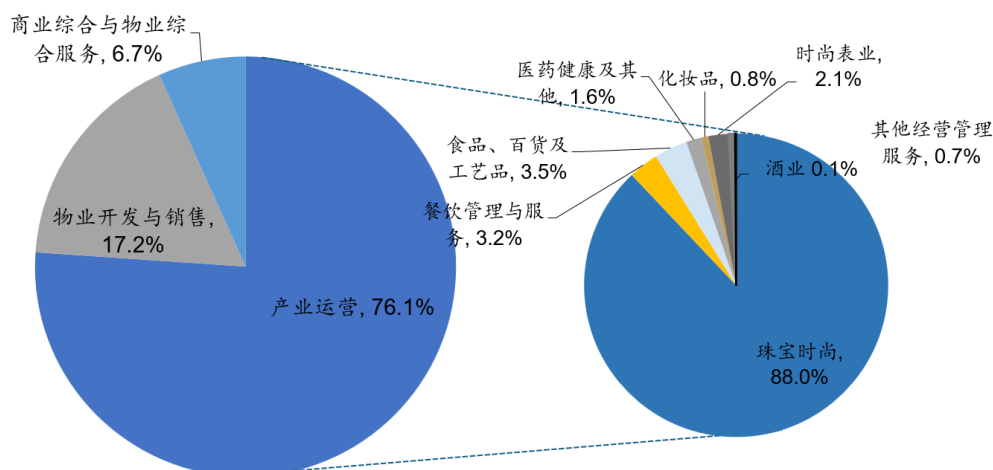


来源：公司公告，国金证券研究所

25H1 珠宝时尚板块在公司消费产业营收中占比 88.0%，占公司总营收的 66.9%，其余消费产业分别是餐饮管理与服务、食品百货工艺品、时尚表业、医药健康、化妆品以及酒业。



图表4: 25H1 消费产业运营贡献公司主要营收, 其中珠宝时尚占消费产业收入的 88.0%

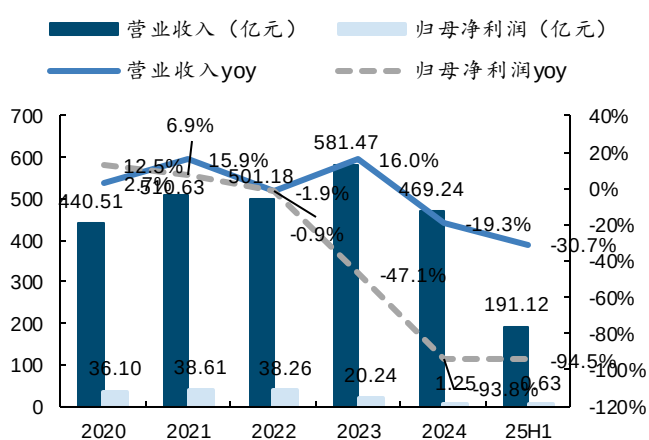


来源: 公司公告, 国金证券研究所

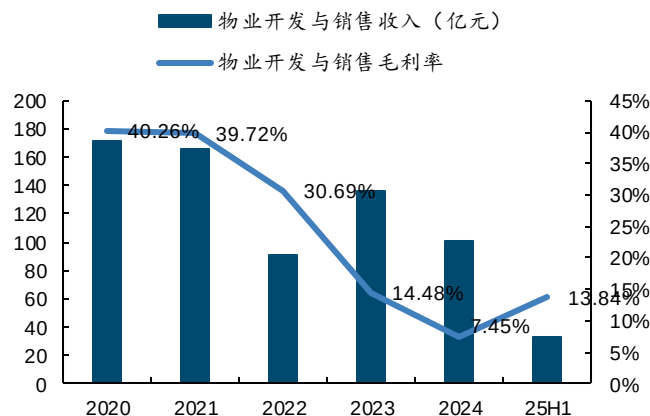
近年来受消费产业门店调整影响及地产业务拖累, 公司业绩承压。25H1 公司营收 191.1 亿元, 同比下降 30.7%, 归母净利润 0.63 亿元, 同比下降 94.5%, 主要系黄金珠宝板块门店收缩调整。物业开发与销售收入 2023-2024 年持续下滑, 25H1 地产业务营收 32.87 亿, 同比小幅增长 4.84%, 毛利率 13.84%, 伴随库存出清边际有所改善。

图表5: 受地产业务拖累, 24 年以来公司业绩承压

图表6: 2021 年以来公司地产开发业务持续承压



来源: 公司公告, 国金证券研究所



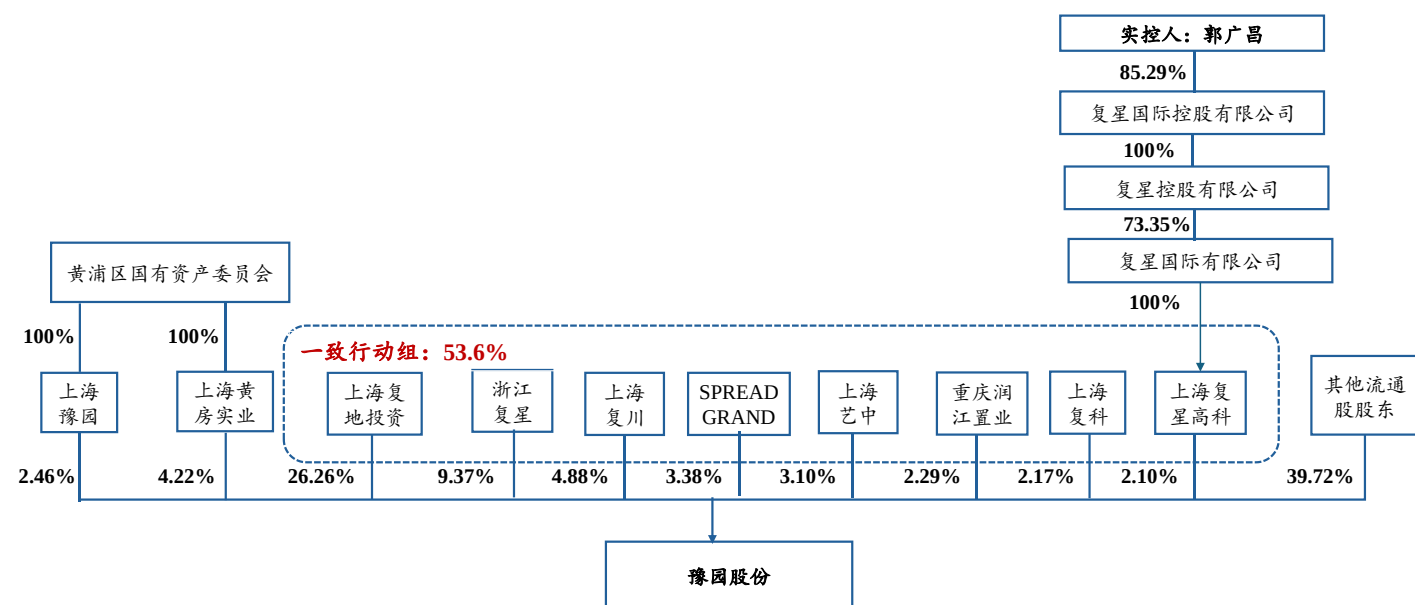
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 复星集团控股主导, 黄浦国资委加持赋能

截至 2025 年上半年, 公司第一大股东为复星集团及其一致行动人持股 53.6%。公司第二大股东为上海黄浦区国资委, 在公司成立初期便开始持股, 为公司推进核心商圈建设升级提供了重要助力。截至 2025 年上半年, 黄浦区国资委 100%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集团国际董事长郭广昌先生, 合计间接持有公司 37.59% 的股份。



图表7：截至 2025 半年报公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

双重激励计划，有力激发员工积极性，展现公司发展信心。2025 年 2 月 18 日，公司发布公告计划实施员工持股计划和限制性股票激励计划双重激励，公司两次股权计划的业绩考核标准相同，均以 2024 年营收为基准，2025 年至 2027 年的营收增长率分别不低于 5%、10%、15%，即分别同比增长 5.0%/4.8%/4.5%。

图表8：公司拟实施双重股权激励计划，彰显发展信心

激励计划	授予对象及人数	授予数量	授予价格	公司业绩考核要求
员工持股计划	员工总人数不超过 186 人，其中，公司董事、监事、高级管理人员 17 人	2120.70 万股	2.91 元/股	第一期解锁：以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 5% 第二期解锁：以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10% 第三期解锁：以 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 15%
限制性股票激励计划	公司董事、公司高级管理人员共计 16 人	268 万股	2.91 元/股	第一期解锁：以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 5% 第二期解锁：以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10% 第三期解锁：以 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 15%

来源：公司公告，国金证券研究所

2、手握“宝藏级”地块，二三期动工“再造”豫园

豫园历史悠久、地理位置优越，毗邻上海城市核心四大商圈，具备丰沛自然流量。上海豫园始建于明朝时期，距今已有 400 多年历史，有九曲桥和湖心亭等明代历史遗迹和文化景观，承载海派商业文明风貌。其地理位置处于上海浦西黄金中轴，毗邻人民广场、南京东路、新天地、外滩等核心商圈，与陆家嘴隔江相望，交汇“文化-商业-金融”多方面城市功能属性，2024 年客流量达 4500 万人次，具备极大的商业与投资价值。



图表9：豫园历史文化遗产“海上第一茶楼”湖心亭



来源：腾讯新闻，国金证券研究所

图表10：大豫园片区毗邻多个上海核心商圈



来源：公司官网，国金证券研究所

大豫园片区围绕“东方美学”主题，一期主承接传统文化，新开发二期三期将打造新兴消费商圈&商业办公集群。

大豫园片区的概念于 2022 年首次提出，涵盖豫园一期（豫园商城）、二期、福佑地块和 BFC 外滩金融中心。以福佑地块为起点，向西贯通豫园商圈，向东连接外滩。同时，一条贯穿大豫园片区中部的‘蓝绿丝带’（连接新天地太平桥地区）将片区串联起来。10 万方的豫园商圈正逐步扩展为近 100 万方的大豫园片区。2025 年 6 月 18 日，上海市政府规划将豫园商城打造为“国际珠宝时尚功能区”并按相关规定给予功能区内企业资金支持，以聚集珠宝时尚资源。

规划中，豫园一期商城承载传统江南风情，成为连接民俗与潮流的纽带；豫园二期围绕原创首发，将成为中国设计师走向世界的舞台；三期福佑地块承上启下，将和 BFC 共同打造具有国际影响力的文化艺术核心街区。根据上海市人大代表公开提案，豫园二期、三期等重点项目相继建成以后，预计片区的销售金额达 200 亿、预计客流访问及传播达 1 亿人次，较现有一期客流量翻倍以上。

图表11：二三期项目占地面积达现有豫园商场两倍以上，且容积率更高

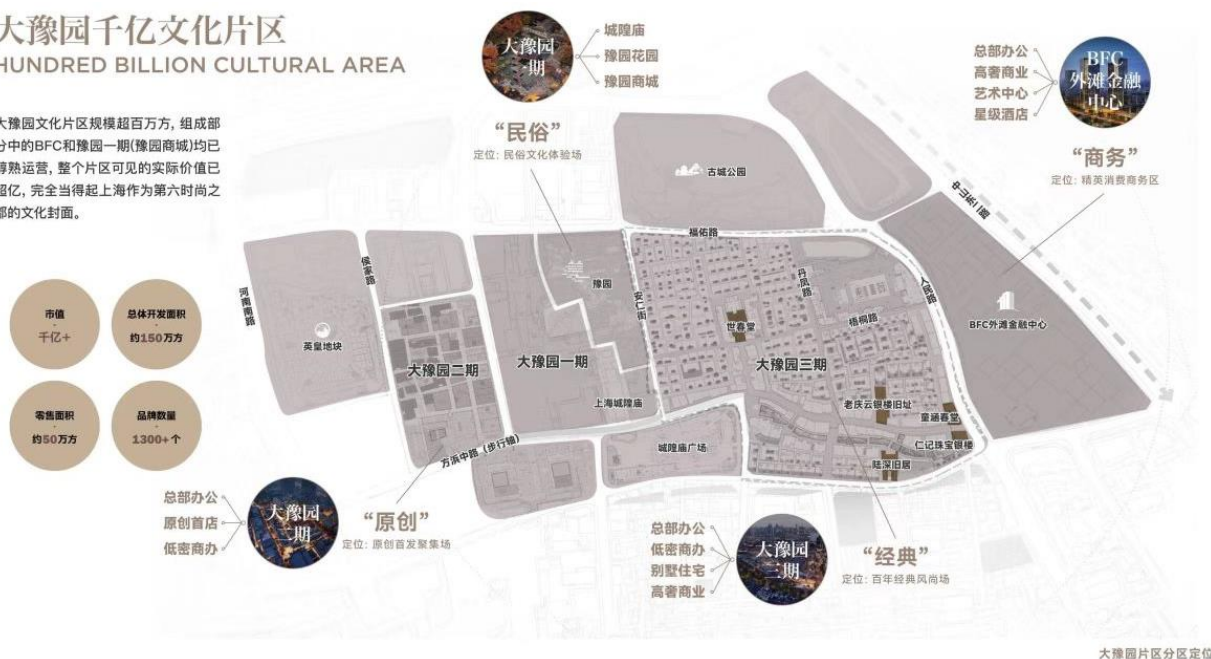
区域	面积	商圈特点	地铁线	人流量	动工时间
豫园一期商城	占地5.3公顷，商业设施约10m²	上海历史文化商业地标，周边有城隍庙、老城厢等传统景点，商业氛围浓厚。	地铁10号线、14号线豫园站	2024年客流量达4500万人次；2024年GMV达9.16亿元。	已完工
二期项目	占地约2.1万m²，总建筑面积14万m²（已公布南里项目建筑规划容积率达4.53）	延续豫园传统风格，引入现代商业元素。	地铁10号线、14号线豫园站	-	2025年7月9日
三期项目（福佑地块）	约10.8万平方米，总建筑面积42.6万m²	连接豫园商圈与外滩，打造超级文化商业综合体，与BFC等形成商业集群。	地铁10号线、14号线豫园站	参考公司规划，可能承接外滩、豫园等热门景点流量，人流量潜力巨大。	暂未公布

来源：公司官网，公司公告，腾讯新闻，网易新闻，国金证券研究所

图表12: 大豫园文化片区开发定位图

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。



来源：公司官网，国金证券研究所

项目落地预售有望快速回笼资金，新增商圈规模“再造”豫园一期。根据公司初期规划图，项目内含多种建筑形态。

其中：1) 办公楼、商墅、住宅等产品的预售有望增厚公司物业开发与销售业务收入，并快速回笼资金，减轻公司财务压力；2) 商圈、地下商圈、地下车库等则有望与豫园一期商城联动容纳更多客流，通过商铺租赁、物业运营驱动公司商业与物业综合服务收入增长。

图表13: 豫园三期多样化建筑规划示意图



来源：网易新闻，国金证券研究所

图表14: 豫园三期发售风貌别墅效果图



来源：网易新闻，国金证券研究所

3、品牌资产持续盘活，文化出海贡献新增量

3.1 黄金珠宝：产品焕新驱动同店增长，门店结构持续优化

老字号品牌焕新生，收购+孵化丰富品牌矩阵。公司旗下黄金珠宝品牌以老庙、亚一为主，均为中华老字号品牌，具有百年历史，老庙将中国传统“好运文化”作为品牌精髓并不断推陈出新，形成“福、禄、寿、喜、财”五运概念下的系列产品。此外公司于2020年收购法国时尚珠宝品牌 Djula，并于2021年成功孵化培育钻石品牌 Lusant，2024年顺应古法金潮流创立黄金艺术品品牌“东家金”，矩阵不断丰富，覆盖低中高多层次消费者。



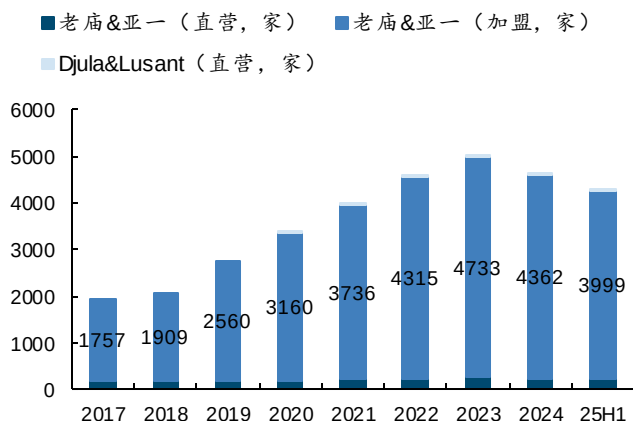
图表15：公司黄金珠宝品牌矩阵

定位	品牌	介绍
中华老字号	老庙 亚一	老庙、亚一是豫园珠宝时尚集团的旗舰品牌，全国有4000多家门店，销售规模达百亿元。
中高端品牌	珠蕊DJULA	法国设计师珠宝品牌，1994年在巴黎创立；2020年公司收购DJULA
	DAMIANI	意大利珠宝品牌，1924年创立；2020年上半年公司与DAMIANI成立合资企业，并获得DAMIANI集团在大中华区的独家经销权
培育钻品牌	露璨LUSANT	公司自主孵化的培育钻品牌，定位与众不同、个性多元
高端黄金艺术品牌	东家金	2024年创立，定位高端艺术及稀缺性，携手多名艺术家推出黄金艺术品

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

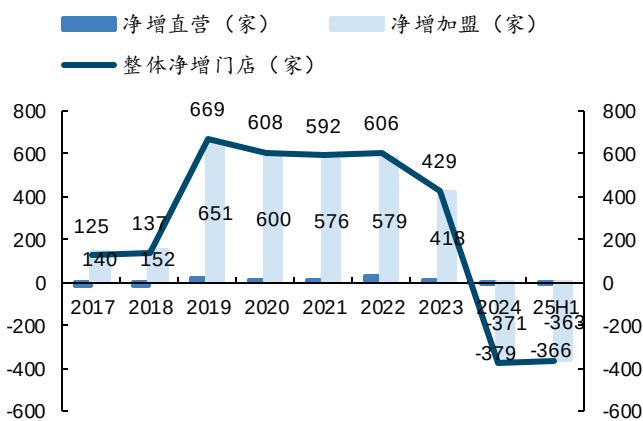
2019-2023 年公司门店快速扩张，时尚珠宝板块收入由 204.57 亿元快速增长至 367.27 亿元，CAGR 达 12.42%，高于行业 6.16%的复合增速，2024 年受金价大幅提升影响，终端需求下滑，公司门店快速闭店优化。

图表16：公司以老庙、亚一加盟开店为主



来源：公司公告，国金证券研究所

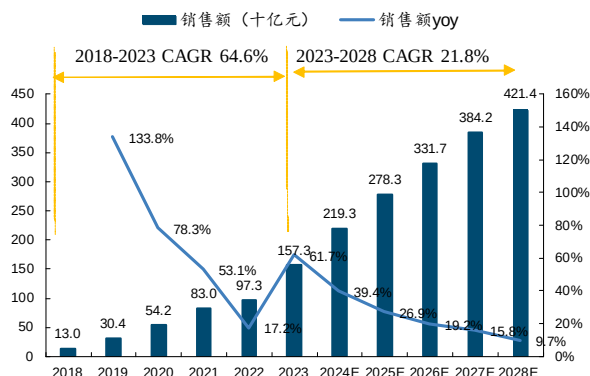
图表17：2024 年起公司进入门店优化调整周期



来源：公司公告，国金证券研究所

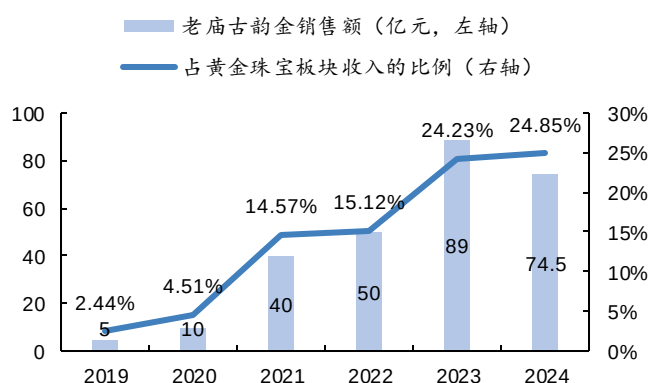
在当前黄金悦己消费属性提升趋势下，古法黄金以其传统工艺、美学设计及文化属性掀起热潮，市场空间广阔。古法黄金借助浇铸、锻打、雕刻等传统加工手法对黄金饰品进行手工加工，工艺包括花丝、篆刻、锤揲、镶嵌等，其中部分技艺已经被列入中国非物质文化遗产。根据弗若斯特沙利文数据，我国古法黄金珠宝市场规模由 2018 年的 130 亿元快速增长至 2023 年的 1573 亿元，CAGR 达 64.6%，预计 2023-2028 年 CAGR 可达 21.8%。

图表18：我国古法金市场规模持续增长



来源：老铺黄金招股说明书，国金证券研究所

图表19：老庙古韵金系列产品占比持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

老庙品牌推出古韵金系列，计件价产品占比有望持续提升，带动同店改善。老庙是行业



中较早涉足古法金领域的品牌，2018 年起围绕“古韵弄新潮”理念推出古韵金第一个系列产品“好运莲莲”，此后每年新推出一期古韵金产品，老庙古韵金销售额已从 2019 年的 5 亿元快速增长至 2023 年的 74.5 亿元，CAGR 达 71.65%，占公司黄金珠宝板块销售额的比例从 2.4%提升至 24.85%。25H1 公司古韵金系列实现营收超 23 亿元，一串好运系列上市至今取得 1.5 亿元+营收，老庙计件产品销售额较同期上涨 66%。

图表20：公司老庙“古韵金”系列产品及销售额

推出年份	老庙古韵金系列	设计理念	销售额	图片
2018年	古韵金1.0“好运莲莲”	莲花		
2019年	古韵金2.0“福运绵绵”	葫芦，谐音“福禄”，寓意带来深远福泽和绵绵好运	5亿	
2020年	古韵金3.0“竹韵年年”	竹子	超10亿	
2021年	古韵金4.0“鸿运升升”	唐龙唐凤	近40亿	
2022年	古韵金5.0“事事金安”系列	主题上进一步从具象图腾升华为抽象的“平安”，响应当下消费者最普遍和淳朴的情感诉求	超50亿	
2023年	古韵金6.0“富富有余”系列	以“富足”为主题，潮流演绎“鱼化龙”的传统文化故事，给予财富充裕、精神富足的好运祝福响应消费者对“富”的普遍期盼	89亿	

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

成立新品牌“东家金”，创新性融合黄金与艺术品，定位高端市场，进一步拓展高客人群。公司于 2024 年成立新品牌东家金造，差异化定位“黄金艺术品”，打造兼具稀缺性、投资价值与传承意义的黄金艺术品，多以传统文化或经典意象为创作源泉。例如与当代艺术家邱启敬联袂推出的“观山海”系列，寓意着对自由与禅意的追求。品牌定位方面，锚定高端市场，金饰产品定价均在万元以上，较克重计价产品的溢价率约 50%-150%，黄金摆件定价主要位于 25-35 万元区间，部分摆件产品价格可达百万元级别。新品牌当前以私域流量运营及小部分旗舰店线下展柜入驻为主，通过高客圈层积累品牌声量，未来破圈有望带来新增量。

图表21：新品牌“东家金”系列产品及定价情况

类型	系列名称	设计理念	主要产品	克重（克/件）	价格（元/件）	克单价（元/克）	图片
配饰	观自在	以五行元素为灵感，蕴藏五行和谐之美与力量	蝶舞系列	10	25660	2566	
	观自在	灵感溯源《金刚经》	无相佛	8.8	13660	1552	
摆件	观山海	以《山海经》为蓝本，取长寿、安康、吉祥、顺遂之意	吉量、九凤	140	216800	1549	
	观山海	灵感取自《山海经》，承载事业有成、家道兴旺、长寿安康的祈愿	龙神、吉量	195	305500	1567	
茶器	且听	深邃山林、幽然之境	山古、云亘	180	306600	1703	
	龙吟	莲花、祥龙，寓意高洁、祥致	茶仓、莲花大金壶	613	910600	1485	

来源：东家金小程序，国金证券研究所

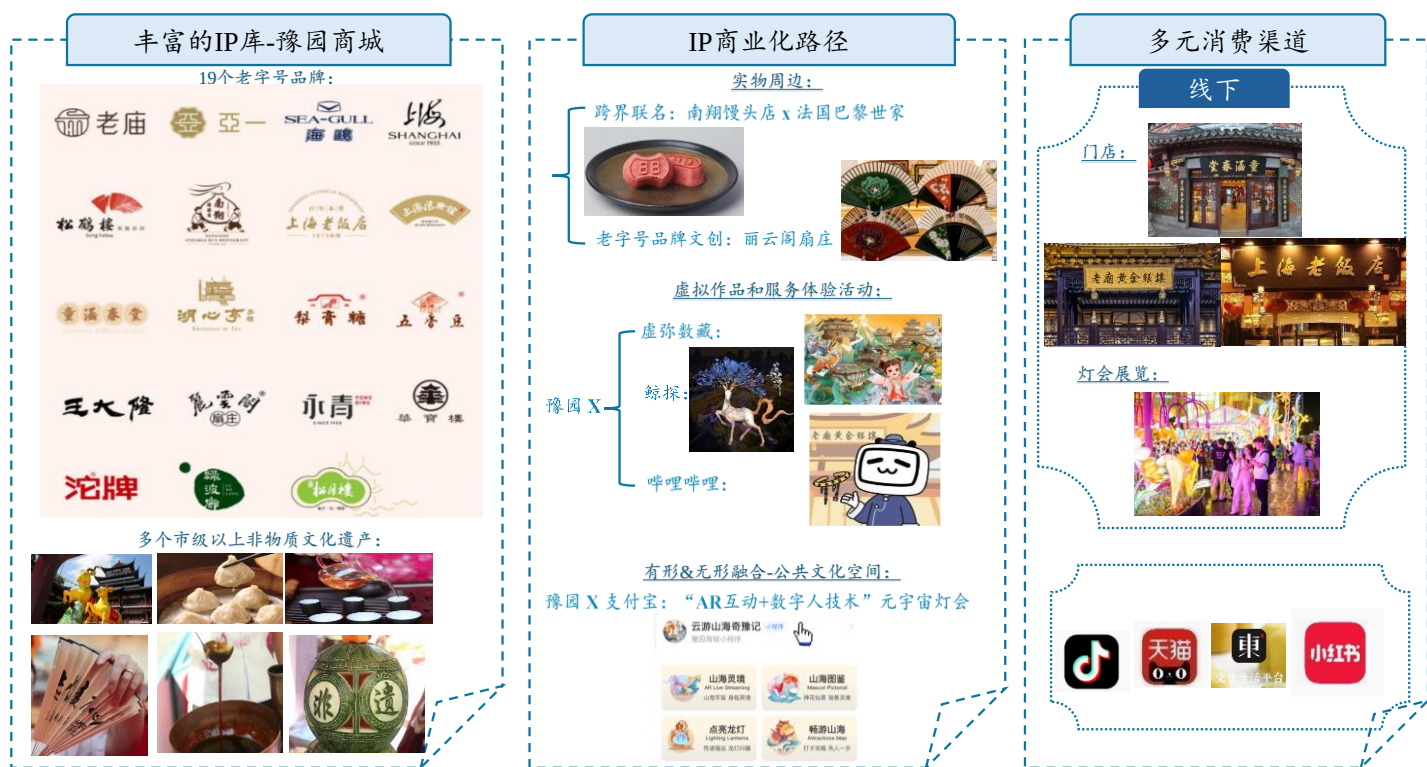


3.2 老字号品牌矩阵：自带丰沛流量，海外首店跑通拓展在望

豫园股份深厚的中华传统文化基因为其构建了丰富的 IP 资源库：1) 老字号品牌 IP 矩阵跨越不同行业，涵盖大豫园片区的建筑群、黄金珠宝、腕表、酒业、餐饮板块 2) 多项非物质文化遗产，比如豫园灯会，南翔小笼制作技艺，上海老饭店本帮菜制作技艺等。

品牌与渠道深度融合、协同赋能，进一步为 IP 的商业化提供了强有力的支撑与桥梁。公司线下渠道多元化布局，除直营与加盟店外，通过大豫园片区的文旅地标引流，以及灯会出海活动等方式，强化旗下品牌露出度，实现多元形式的销售转化。

图表22：豫园“东方生活美学”IP 商业化图谱



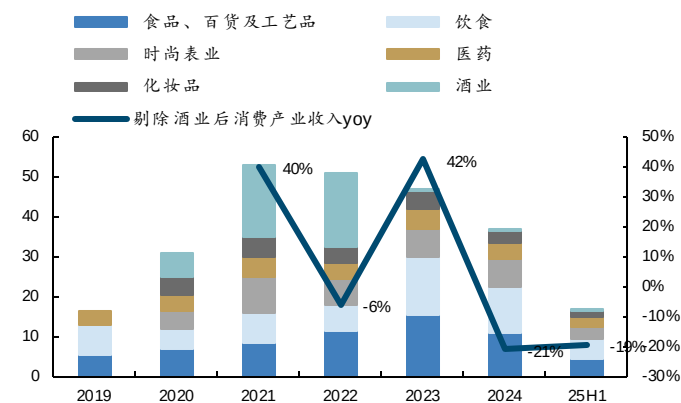
来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年以来受门店调整及国际局势影响，公司消费产业营收波动较大：

- 1) 餐饮业务受门店扩张周期影响，公司 2023 年疫后开店加速，随后伴随内需增速放缓导致闭店优化调整从而收入下滑。
- 2) 食品百货及工艺品业务 2024 年以来收入下滑，主要系公司食品生物科技业务行业竞争激烈，销售价格持续低位所致。
- 3) 医药健康板块收入同比下滑主要系，公司优化业务结构影响，由批发业务转向带来零售及中医药养生业务。
- 4) 酒业收入下滑主要系金徽酒独立上市后出表所致。
- 5) 化妆品板块主要受海外局部地区冲突影响，导致 AHAVA 等品牌减产所致。

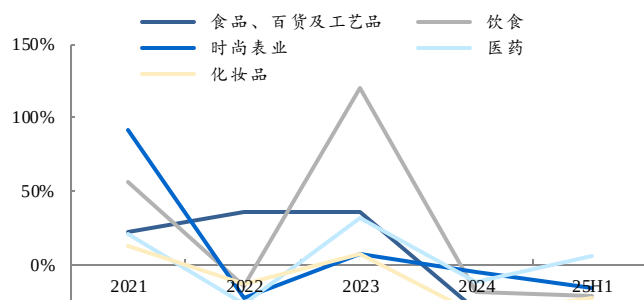


图表23：公司消费品牌分板块收入（百万元）



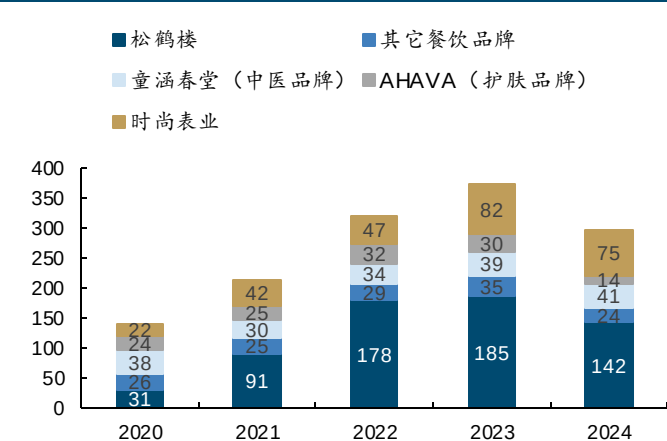
来源：iFind，国金证券研究所

图表24：公司消费品牌分板块收入同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表25：公司消费产业线下直营门店数量（家）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表26：公司细分业务板块毛利率变动情况

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
产业运营	11.4%	13.7%	12.8%	11.5%	12.2%	11.3%
珠宝时尚	8.2%	9.2%	8.6%	8.2%	8.3%	7.3%
饮食	56.2%	65.3%	63.6%	67.0%	65.6%	65.1%
食品、百货及工艺品	12.4%	-7.8%	10.5%	13.0%	3.3%	14.3%
医药	20.2%	17.4%	18.9%	22.5%	32.1%	33.7%
化妆品	65.6%	57.6%	60.0%	67.0%	56.6%	55.6%
腕表	32.8%	27.4%	33.0%	33.0%	39.5%	41.9%
酒业	57.7%	59.3%	59.7%	40.7%	25.5%	32.4%
其他经营管理服务	84.1%	95.6%	69.2%	65.6%	74.9%	32.4%
物业开发与销售	40.3%	39.7%	30.7%	14.5%	3.9%	13.8%
商业运营和物业服务	30.1%	51.9%	32.7%	39.9%	42.5%	46.5%
商业物业综合服务	34.8%	45.0%	17.0%	29.2%	28.2%	39.7%
度假村	86.2%	83.9%	86.2%	69.9%	75.2%	67.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

豫园餐饮板块汇聚众多中华老字号品牌，以 IP 力和产品力驱动产业持续发展，阶段性调整后收入有望逐步回暖。

2024 年初，南翔品牌借助豫园巴黎灯会开设快闪店；5 月，与巴黎世家联名合作，推出创新门店“南翔馒头殿”，并联合发布定制版法国黑松露小笼包和 BB 定胜糕，迅速引发线上线下抢购热潮，定胜糕在开售后 1 分钟内售罄。

2025 年 6-8 月暑期文旅旺季期间，公司南翔、松鹤楼、上海老饭店、宁波汤圆、绿波廊等多品牌快速反应，推出与二次元 IP、星级酒店联名产品，持续强化品牌影响力。

图表27：公司餐饮板块拥有众多老字号品牌 IP



来源：公司官方公众号，国金证券研究所



图表28：定制版巴黎世家联名BB定胜糕



来源：“南翔馒头店”小程序，国金证券研究所

图表29：定制版法国黑松露小笼包



来源：“南翔馒头店”小程序，国金证券研究所

图表30：老字号积极联名“天官赐福”“时光代理人”等二次元IP，推出“谷子”餐饮



来源：公司官方公众号，国金证券研究所

公司老字号品牌海外华人知名度高，珠宝时尚、文化餐饮出海增量在望：

- 1) 黄金珠宝板块：老庙出海采取“分布走”策略，即国内海南免税和国际旅游零售免税渠道+港澳地区市场布局。以港澳作为突破口，中长期看，老庙将布局东南亚及美国、加拿大和澳大利亚华人市场。公司自2023年起积极拓展海南免税市场，至今已分别在海口市、三亚市顺利开设四家免税店。
- 2) 餐饮板块：积极推动全球化，松鹤楼、南翔馒头店等中华老字号稳步规划出海战略。

渠道方面，公司海外开店将以轻资产模式为主，选取经验丰富的海外本土餐饮经营者，以合营/加盟等方式开店，公司提供品牌、核心菜品供应链并指派主厨把控，本土渠道负责开店、装修及日常运营。

供应链方面，公司采取国内外“双厨房”运营模式，国内工厂及非遗传承团队把控核心工艺，标准化供应部分传统菜肴；同时根据当地时令食材因地制宜进行本土菜品制作。

25H1 公司海外营收达 5.22 亿元人民币，海外市场布局加速。其中珠宝、表业 25H1 实现海外收入约 1.5 亿。2025 年 4 月，公司餐饮出海第一家店松鹤楼已在伦敦开业，模式初步跑通，以传统苏式汤面为核心产品，并深度融合伦敦本土化运营策略，优化产品套餐组合。未来公司餐饮老字号有望在全球华人街开店拓展，带动公司餐饮板块收入及毛利率提升。



图表31：公司文化品牌出海拓展进度汇总

板块	当前海外市场拓展进度
餐饮	2025 年 4 月 3 日“松鹤楼”在英国伦敦开出首店；南翔小笼包计划葡萄牙里斯本首店。
灯会	2023 年 12 月 15 日，“山海有灵”灯会首次出海亮相法国巴黎，吸引近 20 万当地游客前来参观，全球传播声量近 15 亿。 2025 年 1 月，在中越建交 75 周年之际，豫园灯会再次出海，“山海奇豫记”灯组在越南河内点亮。 2025 年 6 月 28 日，山海有灵·泰国豫园灯会在曼谷著名商业地标暹罗天地开幕。
珠宝	2023 年 12 月，老庙黄金海南免税店首店正式开业。
表业	2024 年 5 月，125 只海鸥牌和上海牌手表从上海空港口岸首次出口海外。
酒业	截至 2024 年末，舍得酒业出海累计触达 36 个国家和地区。

来源：公司公告，公司官网，新民晚报，上海黄浦公众号，汉辰表业公众号，中国基金报，国金证券研究所

图表32：老庙黄金入驻三亚免税城



来源：腾讯新闻，国金证券研究所

图表33：伦敦松鹤楼首店开业



来源：公司官网，国金证券研究所

4、拥轻合重，财务状况改善在望

黄金珠宝新品类驱动持续，25Q2 营收增速边际改善。25H1 公司珠宝业务营收已现回弹趋势，门店优化持续趋势下，25Q2 营收同比转正至 2.1%，主要系产品更新迭代与同店改善驱动，同时食品百货工艺品、医药健康板块降幅也出现一定收敛。

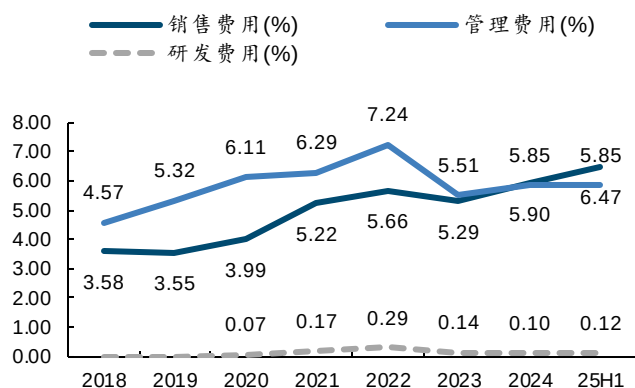
图表34：2025 年二季度公司三大板块收入增速均有改善

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
产业运营	0.2%	-18.4%	11.6%	-21.3%	-25.9%	-52.4%	-56.9%	-0.6%
其中：珠宝时尚	1.5%	-22.6%	13.2%	-22.5%	-26.1%	-56.6%	-60.2%	2.1%
其中：餐饮管理与服务	77.7%	104.0%	-8.3%	-12.1%	-25.0%	-28.5%	-23.0%	-33.1%
其中：食品、百货及工艺品	7.1%	41.4%	-10.3%	-28.5%	-37.9%	-47.7%	-25.9%	-0.7%
其中：医药健康及其他	9.5%	65.2%	21.8%	5.7%	9.1%	-53.0%	-0.2%	-2.0%
其中：化妆品	17.1%	-8.3%	-29.8%	-42.4%	-47.2%	-15.3%	-26.6%	-18.4%
其中：时尚表业	28.7%	-2.5%	23.0%	3.8%	-26.1%	-5.7%	-15.1%	-17.4%
其中：其他经营管理服务	-42.2%	-12.0%	11.2%	125.4%	40.5%	9.3%	-32.7%	-53.8%
其中：酒业	-96.0%	-90.0%	-4.9%	-21.5%	-50.4%	-40.3%	17.5%	-37.7%
商业综合运营与物业综合服务	40.7%	-31.9%	48.9%	11.5%	-27.4%	-32.4%	-33.6%	-16.1%
其中：商业综合及物业综合服务	65.5%	-44.5%	10.5%	21.8%	5.0%	-21.1%	-3.3%	-8.1%
其中：度假村	10.0%	45.6%	106.7%	-20.2%	-87.6%	-59.0%	-58.1%	-53.6%
物业开发与销售	58.6%	74.7%	7.9%	43.7%	-60.2%	-33.8%	0.9%	10.9%
合计	6.0%	11.4%	13.0%	-15.2%	-29.5%	-41.8%	-49.0%	-0.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

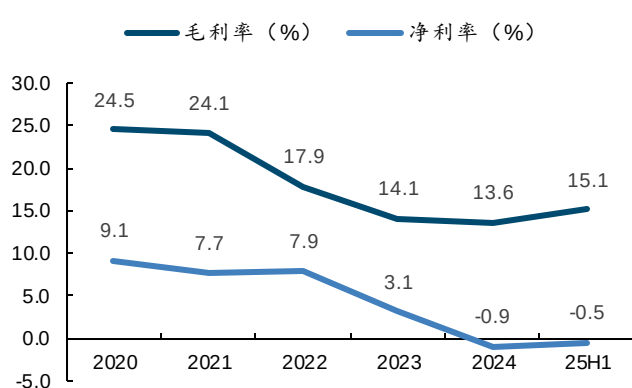


图表35：公司费用率变动情况



来源：iFind，国金证券研究所

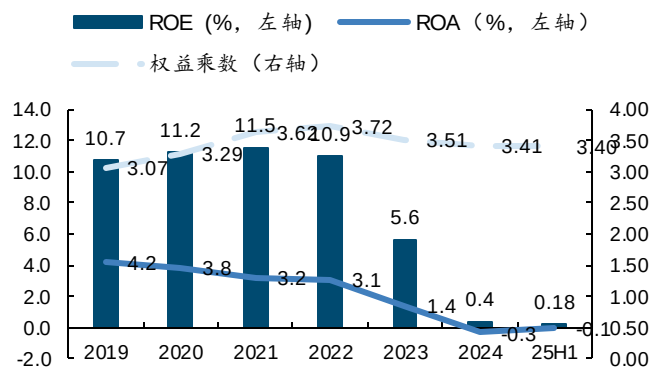
图表36：公司毛利率、净利率近年来呈下行趋势



来源：iFind，国金证券研究所

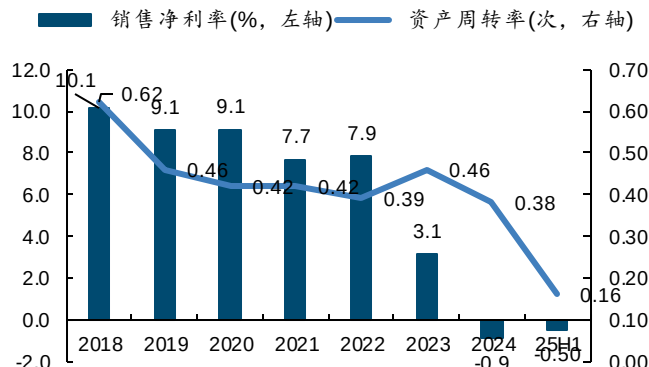
重资产业务拖累整体盈利能力。公司自 2018 年资产重组以来，战略布局文旅、地产等重资产业务，但受房地产行业景气度下行影响，2022 年起公司物业开发与销售业务毛利率显著下滑，拖累整体盈利能力。

图表37：公司 ROA 承压，资产负债率上升



来源：iFind，国金证券研究所

图表38：地产业务拖累下资产周转率显著下降

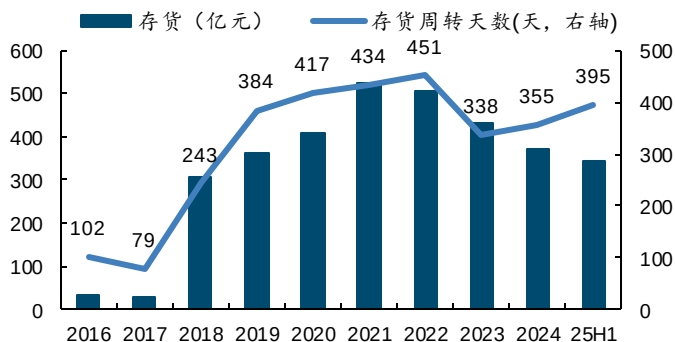


来源：iFind，国金证券研究所

公司逐渐出售剥离非核心的重资产业务，有望有效控制费用端开支，同时降低库存压力，进而提高净利润率与资产周转，优化公司整体 ROE。

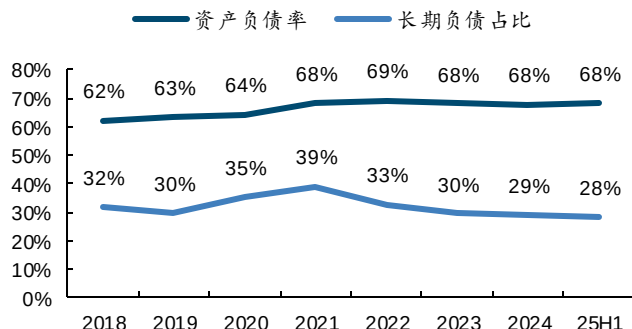
公司 2015 年收购日本星野滑雪度假村，2019 年通过子公司以 12.64 亿元收购星圻投资 100% 股权，星光耀广场是其多个地产项目之一。收购后，公司折旧与摊销费用显著增加，趋势一直延续到 2023 年，公司决定调整战略方向，聚焦轻资产，出售低效重资产后，折旧与摊销费用才有所回落。

图表39：受地产业务影响 2018 年公司存货大幅提升



来源：iFind，国金证券研究所

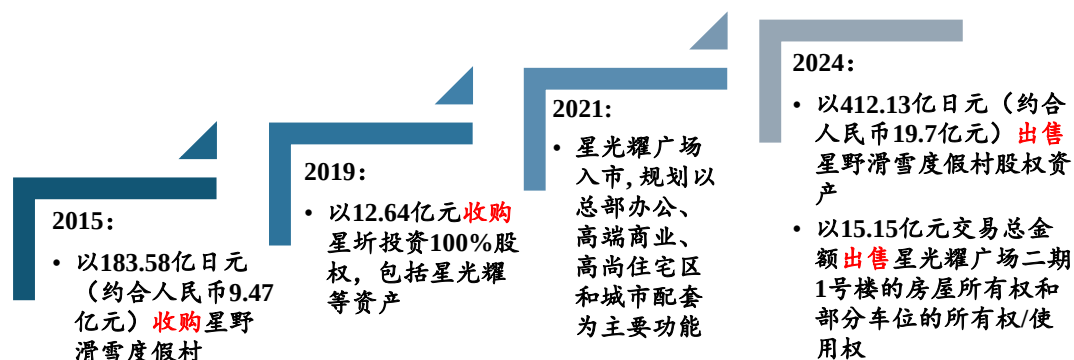
图表40：公司杠杆水平较高，长期负债占比有所下降



来源：iFind，国金证券研究所



图表41：2024年起公司确定“瘦身健体”战略，开启地产投资业务剥离进程



来源：公司公告，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

板块核心假设：

1) 珠宝时尚。珠宝时尚为公司产业运营核心板块，2024年黄金珠宝产品创新已实现突破，下半年推出封神联名款等高毛利产品，“一口价”计件类产品销售比重的提升有望带动毛利率提高。我们按照公司珠宝门店的单店收入和门店数量进行分拆预测，公司将精细化门店运营管理，预计单店营收将有所提升，对冲闭店调整所带来的下滑压力，从而带动增速逐渐回暖。预计2025/2026/2027年收入同比分别2.76%/7.70%/5.75%，毛利率水平逐步提升8.50%/8.80%/9.00%。

2) 餐饮。公司2024年以来对旗下餐饮品牌进行分层和精细化管理，持续优化尾部门店；同时，公司规划运用旗下丰富的非遗文化资源，打造有文化特色的产品，并规划加速海外开店提升毛利率，我们预计2025/2026/2027年收入同比增长-8.97%/0.05%/3.55%，毛利率分别为65.00%/65.50%/66.00%。

3) 食品、百货及工艺品。食品生物科技公司行业竞争较为激烈，叠加公司剥离部分食品子公司业务，我们预计短期内收入端将持续承压。

4) 医药健康板块。公司医美健康板块代表公司“童涵春堂”布局药食同源战略全产业链，确保品质与供应链的稳定；2024年受业务从2B转向零售影响产生下滑，考虑到当前“食药同源”等中草药配方滋补品消费需求旺盛，公司适时推出相关新消费及联名产品，板块营收增速有望回暖，从而带动医美健康板块的收入。假设2025/2026/2027年收入同比增长5.00%/6.00%/5.00%，2025/2026/2027年毛利率分别为33.50%/33.50%/34.00%。

5) 化妆品。公司收购的以色列AHAVA品牌受国际地缘冲突影响导致产能供给波动，预计2025年业务收缩幅度较大，后续有望维持平稳态势。

6) 时尚表业。公司腕表业务近年来国内拓店持续，但性价比消费趋势影响下行业整体增速放缓，同时公司积极拓展海鸥表、上海表等品牌出海业务，预计未来板块收入稳中有增。

7) 商业与物业综合服务。公司豫园商城布局在上海核心地段，叠加公司特色灯会、会展等引流活动，有望显著受益内需复苏及入境放开政策，叠加2027年新建二三期商圈落地收入增长有望加速，我们预计2025/2026/2027年收入同比增长8.00%/10.00%/10.00%，毛利率分别为38.50%/39.00%/40.00%。

8) 度假村业务。公司2024年处置日本北海道星野度假村，导致板块收入大幅下降，短期影响消化后有望回归较为稳定的增速。

9) 物业开发与销售。公司持续“拥轻合重”，预计会逐步剥离部分非核心的存量地产，并不再开发新地块，预计收入逐年下滑。考虑到豫园二三期板块尚未完工销售，因此暂未计入盈利预测。我们预计地产板块2025/2026/2027年收入同比增长-5.00%/-5.00%/-5.00%，毛利率预计受库存出清影响持续承压，分别为6.00%/6.00%/6.00%。


图表42：公司收入分板块拆分预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	58,147	46,924	46,721	48,930	50,830
yoy	16.02%	-19.30%	-0.43%	4.73%	3.88%
毛利率	12.92%	13.31%	12.73%	13.00%	13.37%
产业运营					
1. 珠宝时尚					
收入	36,727	29,977	30,803	33,176	35,082
yoy	11.05%	-18.38%	2.76%	7.70%	5.75%
毛利率	7.68%	8.84%	8.50%	8.80%	9.00%
2. 餐饮管理与服务					
收入	1,421	1,161	1,057	1,058	1,095
yoy	119.75%	-18.28%	-8.97%	0.05%	3.55%
毛利率	66.83%	54.19%	65.00%	65.50%	66.00%
3. 食品、百货及工艺品销售					
收入	1,539	1,060	954	1,001	1,051
yoy	35.33%	-31.16%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.78%	3.68%	12.00%	12.00%	12.00%
4. 医药健康					
收入	497	439	461	489	513
yoy	31.21%	-11.67%	5.00%	6.00%	5.00%
毛利率	22.18%	33.14%	33.50%	33.50%	34.00%
5. 化妆品					
收入	451	298	223	201	211
yoy	6.82%	-34.03%	-25.00%	-10.00%	5.00%
毛利率	66.75%	56.84%	56.00%	56.00%	56.00%
6. 时尚表业					
收入	722	691	657	637	656
yoy	7.60%	-4.24%	-5.00%	-3.00%	3.00%
毛利率	32.08%	40.68%	41.00%	41.00%	41.00%
7. 其他					
收入	277	368	405	445	490
yoy	-44.17%	32.84%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	62.84%	78.09%	60.00%	60.00%	60.00%
8. 酒业					
收入	59	40	46	48	51
yoy	-96.70%	-32.77%	15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	40.52%	25.55%	30.00%	30.00%	30.00%
商业运营/物业综合					
1. 商业与物业综合服务					
收入	1,951	1,988	2,147	2,362	2,598
yoy	9.84%	1.87%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.20%	31.66%	38.50%	39.00%	40.00%
2. 度假村					
收入	943	864	432	454	476
yoy	57.46%	-8.37%	-50.00%	5.00%	5.00%
毛利率	68.37%	76.10%	75.00%	76.00%	76.00%
物业开发与销售					
收入	13,558	10,038	9,536	9,060	8,607
yoy	48.72%	-25.96%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	11.29%	7.45%	6.00%	6.00%	6.00%

来源：iFind，国金证券研究所

费用端，我们假设公司 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 5.80%/5.60%/5.50%，海外业务开拓期间伴随收入增长持续投入；管理费用率分别为 5.80%/5.70%/5.60% 逐渐摊薄，研发费用率分别为 0.10%/0.10%/0.10%，基本维持稳定。

公司 2023/2024/25H1 投资收益分别为 29.80/19.68/2.79 亿元，其中处置长期股权投资收益 16.24/22.30/-0.32 亿元，利润贡献程度较高，截至 25H1 公司长期股权投资期末账面价值 154.77 亿元，25 年预计仍将持续剥离非核心及非盈利资产。

公司 2023/2024/25H1 公允价值变动收益分别为 0.37/8.94/4.50 亿元，2024 年以来大幅



提升主要系公司所投资的老铺黄金、重庆农村商业银行等证券资产股价大幅上涨所致。

公司 2023/2024/25H1 资产减值损失分别为-3.79/-9.51/-2.21 亿元，主要系存货跌价损失及合同履约成本减值损失构成，2024 年公司计提减值损失额度较高，主要系地产景气度下降对开发产品及开发成本进行高额减值计提，伴随公司地产库存销售回血，25H1 公司开发产品及开发成本减值冲回额度达 5.09 亿元，25H1 地产开发业务毛利率 13.84%，环比边际回暖，预计伴随存货出售以及地产行业企稳，公司资产减值损失有望逐年下降，我们预计 2025/2026/2027 年分别为-8.22/-2.39/-0.81 亿元。

综上所述我们认为，公司坚定“以轻驭重”与消费生态战略，旗下具备丰富的老字号品牌 IP 和非遗文化资源，并拥有多元化的商业运营能力，在当前文化出海红利期，将成为开拓新市场、寻找新机遇的先发优势。暂不考虑大豫园片区二三期项目期权情况下，我们预计 2025-2027 年公司营收 467.21/489.30/508.30 亿元，归母净利润 2.63/8.87/10.90 亿元。

5.2 投资建议及估值

根据公司目前“置顶东方美学”的 IP 打造策略，未来公司消费产业多板块间有望产生业务协同，因此采取整体估值。此外，公司未来地产业务“拥轻合重”，重资产业务收入占比预期逐渐降低，因此未选取地产相关板块对标公司。

公司业务分布较广，因此我们选取了四类消费相关公司进行对标：

- 1) 珠宝时尚选取同为老字号品牌的老凤祥和具有 IP 特色产品设计的潮宏基为公司珠宝时尚板块的可比公司；
- 2) 消费品牌方面，选取同仁堂对标中医药及老字号品牌，广州酒家对标老字号餐饮品牌；
- 3) 选取中青旅对标公司城隍庙豫园商圈、灯会、演出、会展等文旅项目运营，王府井同样集购物、餐饮、娱乐、文化等多种功能于一体，是北京知名商业地标景区，百联股份同样具备上海核心地段商业资产，进行综合零售及商管物管运营。

可比公司 2025/2026/2027 年的平均 PE 为 28.20/23.39/20.01 倍，公司当前对应 PE 为 86.41/25.62/20.85 倍，考虑到公司业绩有望超预期回暖，叠加出海业务以及老字号品牌崛起催化，目标 2026 年估值切换后 PE 30x，目标价 6.83 元/股，给予“增持”评级。

图表43：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600612	老凤祥	52.23	3.13	3.44	3.76	16.70	15.20	13.90
002345	潮宏基	15.43	0.57	0.71	0.84	27.07	21.73	18.37
600138	中青旅	10.05	0.31	0.39	0.47	32.93	25.71	21.61
600085	同仁堂	34.18	1.25	1.44	1.67	27.45	23.74	20.51
603043	广州酒家	16.23	0.97	1.09	1.20	16.76	14.95	13.56
600859	王府井	14.29	0.32	0.41	0.51	45.35	35.26	28.00
600827	百联股份	9.04	0.29	0.33	0.37	31.11	27.17	24.15
平均值						28.20	23.39	20.01
600655	豫园股份	5.83	0.07	0.23	0.28	86.41	25.62	20.85

来源：Wind，国金证券研究所（其中潮宏基 EPS 为国金证券预测，其余公司为 wind 一致预测）



6、风险提示

- 1) 新商圈建设进度不及预期：当前公司豫园二期项目已开启动工，若建设进度受外部因素拖累则业绩回暖进度或将放缓；
- 2) 金价大幅波动：珠宝时尚是公司产业运营的核心业务，价格与销量均有可能受到金价大幅波动带来的风险；
- 3) 海外店销不及预期：公司仍在探索品牌出海路径，当前国内外经济形势持续波动，存在销售不及预期的风险，影响公司开店拓展；
- 4) 地产业务剥离进展缓慢：可能受市场竞争加剧的不利影响，出现轻资产项目运营与落地不及预期的风险。
- 5) 股权质押风险：公司股权质押余量达 15.11 亿股，占流通股的 38.85%，其中大股东上海复地投资管理有限公司质押余量 4.14 亿股，第二大股东浙江复星商业发展有限公司质押余量 3.61 亿股，整体质押比例较高。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	50,118	58,147	46,924	46,721	48,930	50,830
增长率		16.0%	-19.3%	-0.4%	4.7%	3.9%
主营业务成本	-41,161	-49,941	-40,545	-40,773	-42,569	-44,036
%销售收入	82.1%	85.9%	86.4%	87.3%	87.0%	86.6%
毛利	8,957	8,206	6,380	5,948	6,361	6,795
%销售收入	17.9%	14.1%	13.6%	12.7%	13.0%	13.4%
营业税金及附加	-1,122	-710	-638	-561	-587	-610
%销售收入	2.2%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-2,835	-3,074	-2,768	-2,710	-2,740	-2,796
%销售收入	5.7%	5.3%	5.9%	5.8%	5.6%	5.5%
管理费用	-3,629	-3,202	-2,747	-2,710	-2,789	-2,847
%销售收入	7.2%	5.5%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%
研发费用	-146	-83	-49	-47	-49	-51
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,224	1,138	178	-79	196	492
%销售收入	2.4%	2.0%	0.4%	n.a	0.4%	1.0%
财务费用	-1,546	-1,515	-1,927	-1,155	-1,150	-1,147
%销售收入	3.1%	2.6%	4.1%	2.5%	2.4%	2.3%
资产减值损失	-102	-518	-965	-822	-239	-81
公允价值变动收益	479	37	894	500	500	500
投资收益	5,589	2,980	1,968	1,600	1,100	900
%税前利润	94.0%	128.8%	622.5%	1006.8%	193.2%	102.1%
营业利润	5,921	2,337	368	200	599	911
营业利润率	11.8%	4.0%	0.8%	0.4%	1.2%	1.8%
营业外收支	24	-22	-52	-41	-30	-30
税前利润	5,944	2,314	316	159	569	881
利润率	11.9%	4.0%	0.7%	0.3%	1.2%	1.7%
所得税	-2,007	-496	-745	-434	-188	-264
所得税率	33.8%	21.4%	235.7%	272.9%	33.0%	30.0%
净利润	3,937	1,818	-429	-275	381	617
少数股东损益	111	-206	-554	-538	-505	-473
归属于母公司的净利润	3,826	2,024	125	263	887	1,090
净利率	7.6%	3.5%	0.3%	0.6%	1.8%	2.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,937	1,818	-429	-275	381	617
少数股东损益	111	-206	-554	-538	-505	-473
非现金支出	1,280	1,658	2,019	1,291	728	599
非经营收益	-4,224	-1,772	-1,192	-1,092	-518	-392
营运资金变动	-1,083	3,043	3,856	6,011	2,700	2,966
经营活动现金净流	-90	4,747	4,253	5,935	3,291	3,790
资本开支	-551	-643	-1,227	-368	-413	-510
投资	5,898	3,120	1,091	500	500	500
其他	-252	179	524	1,600	1,100	900
投资活动现金净流	5,096	2,656	388	1,732	1,187	890
股权募资	47	23	0	167	0	0
债权募资	-3,103	-5,391	-2,107	-6,735	-2,563	-1,064
其他	-6,467	-3,756	-1,716	-1,316	-1,423	-1,434
筹资活动现金净流	-9,523	-9,124	-3,822	-7,884	-3,986	-2,498
现金净流量	-4,515	-1,779	766	-217	492	2,181

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,845	9,171	10,690	10,299	10,666	12,757
应收款项	3,714	3,458	4,068	4,075	4,254	4,406
存货	50,569	43,087	36,956	31,041	28,137	26,059
其他流动资产	14,985	18,556	19,005	17,896	16,941	15,977
流动资产	80,114	74,273	70,720	63,311	59,997	59,200
%总资产	62.4%	59.9%	58.6%	55.8%	54.6%	54.2%
长期投资	36,273	38,413	39,704	39,704	39,704	39,704
固定资产	3,441	4,181	3,111	2,906	2,785	2,738
%总资产	2.7%	3.4%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
无形资产	3,787	3,423	2,683	2,818	2,897	2,971
非流动资产	48,259	49,772	49,972	50,058	49,970	49,952
%总资产	37.6%	40.1%	41.4%	44.2%	45.4%	45.8%
资产总计	128,373	124,045	120,692	113,369	109,967	109,151
短期借款	19,943	19,156	17,935	14,729	12,167	11,102
应付款项	14,570	16,801	17,255	16,892	17,617	18,212
其他流动负债	25,202	23,526	22,873	21,227	19,761	19,323
流动负债	59,716	59,484	58,064	52,848	49,544	48,637
长期贷款	23,758	18,938	16,141	16,141	16,141	16,141
其他长期负债	5,290	5,963	7,646	5,753	5,628	5,538
负债	88,764	84,385	81,851	74,742	71,313	70,316
普通股股东权益	35,675	36,327	35,545	35,870	36,402	37,056
其中：股本	3,900	3,896	3,894	3,897	3,897	3,897
未分配利润	19,938	20,441	19,447	19,605	20,137	20,790
少数股东权益	3,935	3,333	3,295	2,757	2,252	1,779
负债股东权益合计	128,373	124,045	120,692	113,369	109,967	109,151

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.981	0.520	0.032	0.067	0.228	0.280
每股净资产	9.148	9.324	9.127	9.205	9.341	9.509
每股经营现金净流	-0.023	1.218	1.092	1.523	0.844	0.972
每股股利	0.350	0.190	0.190	0.027	0.091	0.112
回报率						
净资产收益率	10.72%	5.57%	0.35%	0.73%	2.44%	2.94%
总资产收益率	2.98%	1.63%	0.10%	0.23%	0.81%	1.00%
投入资本收益率	0.92%	1.10%	-0.31%	0.18%	0.18%	0.49%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.85%	16.02%	-19.30%	-0.43%	4.73%	3.88%
EBIT 增长率	-68.19%	-7.04%	-84.37%	-144.39%	-347.83%	151.26%
净利润增长率	-0.90%	-47.10%	-93.81%	109.90%	237.22%	22.89%
总资产增长率	-2.36%	-3.37%	-2.70%	-6.07%	-3.00%	-0.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.6	12.4	18.1	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	457.2	342.3	360.3	285.0	250.0	225.0
应付账款周转天数	76.2	63.6	79.0	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	23.8	25.1	23.7	22.0	20.0	18.8
偿债能力						
净负债/股东权益	80.76%	68.79%	55.63%	48.65%	41.04%	32.72%
EBIT 利息保障倍数	0.8	0.8	0.1	-0.1	0.2	0.4
资产负债率	69.15%	68.03%	67.82%	65.93%	64.85%	64.42%

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	4	6	6	19
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.33	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