下载日志已记录，仅供内部参考

豫园股份(600655)

报告日期：2026 年 07 月 03 日

东方美学赋能珠宝时尚，地产减压轻装上阵

——豫园股份深度报告

投资要点

- **豫园股份：构建多元消费生态，地产瘦身健体轻装上阵**

公司前身为上海豫园商场，作为“中华商业第一股”，历经改制上市、复星入主、资产重组完成跨越式转型；股权结构上复星集团主导、黄浦国资委协同赋能，优质管理层为业务发展提供支撑。财务层面，近年受消费及地产行业下行、资产结构优化调整影响，营收利润阶段性承压，2025 年营收 363.7 亿，同比下降 22.5%，归母净利润转亏至-49.0 亿元，主要系地产业务大额减值计提拖累整体盈利；公司通过地产瘦身健体蓄力长期发展，2026Q1 营收 96.5 亿，同比增长 10%，归母净利润同比大增 203%，业绩迎来修复拐点。

- **产业运营板块：全域创新升级，珠宝时尚多维变革筑牢核心基本盘**

核心主业珠宝时尚为公司第一大收入来源，2025 年营收 227.34 亿元、占总营收 62.5%，在金价上行、行业结构调整下毛利率稳定在 8.34%，盈利韧性凸显；老庙、亚一通过好运文化 IP 打造、年轻化产品迭代、全域创新营销及渠道精益优化实现品牌焕新，老庙联动《天官赐福》IP 推出联名系列，天猫首发当日销售额破百万，位居 IP 联名黄金品类 TOP1。文化饮食、汉辰表业、美丽健康等多元消费板块优化资产结构，推进老字号创新转型，松鹤楼、南翔馒头店纷纷海外开店，依托全球化布局挖掘全新增长潜力。

- **商置板块：轻重战略转型，大豫园片区构建文商旅增长极**

公司地产业务顺应行业下行周期，推行瘦身健体、拥轻合重战略，加速非核心存量资产出清，聚焦核心区域项目盘活现金流；依托大豫园核心片区，2025 年一期实现 GMV42.9 亿元、入园客流 4112 万人次，通过场景升级与 IP 运营实现客流与经营双提升，其中 B 站国创活动客流 748 万人次、GMV 达到 3.88 亿元，同比增近 30%;二三期有序开工建设，计划打造总体开发面积超百万方的超级文化商业综合体；同时以豫园灯会 IP 出海为抓手，构建全球化文商旅发展格局，为公司打开长期增长空间。

- **盈利预测与估值**

考虑到公司 25 年已对地产项目计提较多的减值准备，后续减值压力预计将逐年缓解，聚焦珠宝时尚主业，优化好运产品矩阵有望带动毛利率向上，地产业务瘦身健体，大豫园优质项目有望释放弹性，我们预计 26/27/28 年营收 389/413/436 亿元，同比增长 7.0%/6.2%/5.5%，归母净利润 2.8/5.3/6.8 亿元，同比扭亏/+86%/+29%，对应 PE 59/32/25X，维持“增持”评级。

- **风险提示**

核心产品市场反馈不及预期，店效提升不及预期，金价大幅波动等

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	36,373	38,913	41,322	43,599
(+/-) (%)	-22.49%	6.98%	6.19%	5.51%
归母净利润	-4,897	282	526	679
(+/-) (%)	/	/	86.39%	28.98%
每股收益(元)	-1.26	0.07	0.14	0.17
P/E	/	59.01	31.66	24.54

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：增持(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：周敏
执业证书号：S1230525080004
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥4.28
总市值(百万元)	16,654.37
总股本(百万股)	3,891.21

股票走势图



相关报告

1 《聚焦珠宝时尚主业，地产持续瘦身健体》 2026.04.01
2 《珠宝地产持续调整，瘦身健体修炼内功》 2025.04.02
3 《珠宝地产承压，持续瘦身健体》 2024.11.04

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 公司概况：从“中华商业第一股”起步，构建多元消费生态 5
1.1 发展历程：股权更迭赋能转型，完成消费平台跨越式升级 5
1.2 股权结构和管理层：复星主导国资协同，优质治理夯实发展根基 6
1.3 财务分析：地产瘦身致业绩承压，26Q1 盈利拐点逐步显现 7
2 消费业务：深耕东方美学内核，构筑多元品牌生态 8
2.1 珠宝时尚：老庙引领老字号创新，深化好运文化 9
2.1.1 产品端：深化好运文化 IP 运营，打造差异化产品矩阵 10
2.1.2 营销端：创新年轻化全域打法，强化品牌破圈与流量变现 11
2.1.3 渠道端：优化布局提质增效，线上线下协同发力 12
2.2 其他消费板块：老字号迭代焕新，业态升级赋能全球化布局 12
3 商置业务：瘦身健体，聚焦优质大豫园项目 16
3.1 地产板块：拥轻合重转型，存量出清提质增效 16
3.2 大豫园片区：构建超级商业综合体，赋能文化 IP 出海 17
3.2.1 大豫园一期：文商旅深度融合，IP 运营赋能经营改善 17
3.2.2 大豫园二三期：联动一期规划落地，打造全域时尚文化商业集群 18
3.2.3 豫园灯会出海，打造国际文化交流名片 18
4 盈利预测和估值 20
5 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 2016-2026Q1 公司营收及增速情况 5
图 2: 2016-2026Q1 公司归母净利润及增速情况 5
图 3: 公司发展历程 5
图 4: 公司股权结构 6
图 5: 2018-2025 公司毛利额（亿元）、毛利率变化图 7
图 6: 公司分板块营收（亿元） 8
图 7: 公司分板块毛利率 8
图 8: 2016-2026Q1 公司费用率 8
图 9: 2016-2026Q1 公司归母净利率 8
图 10: 公司消费板块品牌矩阵 9
图 11: 2018-2025 珠宝时尚板块营收及同比增速 9
图 12: 2018-2025 珠宝时尚板块毛利率 9
图 13: 老庙“五运文化” 10
图 14: 亚一“五爱文化” 10
图 15: 老庙黄金产品矩阵 10
图 16: 老庙“一串好运”系列 11
图 17: 老庙《天官赐福》IP 联名系列 11
图 18: 老庙“马上有米”营销海报 11
图 19: 老庙年轻化营销流量破圈成效 11
图 20: 公司黄金珠宝（老庙+亚一）门店数量（单位：家） 12
图 21: 老庙免税店、海外门店盛大启幕 12
图 22: 2018-2025 餐饮管理与服务板块营收及同比增速 13
图 23: 2018-2025 餐饮管理与服务板块毛利率 13
图 24: 公司餐饮品牌矩阵 13
图 25: 松鹤楼、南翔馒头店均开出海外旗舰店 13
图 26: 2020-2025 时尚表业板块营收及同比增速 14
图 27: 2020-2025 时尚表业板块毛利率 14
图 28: 公司海鸥、上海表品牌 14
图 29: 2018-2025 医药健康及其他板块营收及同比增速 15
图 30: 2018-2025 医药健康及其他板块毛利率 15
图 31: 2020-2025 化妆品收及同比增速 15
图 32: 2020-2025 化妆品毛利率 15
图 33: 公司美丽健康板块品牌矩阵 15
图 34: 2019-2025 商业综合运营与物业综合服务营收及增速 17
图 35: 2019-2025 商业综合运营与物业综合服务毛利率 17
图 36: 豫园一期景观 18
图 37: 豫园夏日奇幻夜 18
图 38: 大豫园片区各期地块拼图 18
图 39: 大豫园片区概念效果图 18
图 40: 法国豫园灯会 19
图 41: 泰国豫园灯会 19

下载日志已记录，仅供内部参考

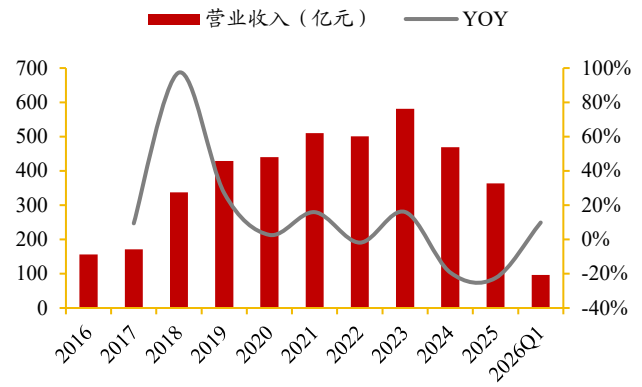
表 1：核心高管履历 6
表 2：复地产发标杆项目 16
表 3：存量非核心资产退出进程 16
表 4：公司资产减值损失主要项目拆解（亿元） 17
表 5：公司收入、毛利分业务预测（单位：百万元） 20
表 6：公司盈利预测及估值（估值截止 2026 年 7 月 3 日） 21
表 7：可比公司估值（估值截止 2026 年 7 月 3 日） 21
表附录：三大报表预测值 23

下载日志已记录，仅供内部参考

1 公司概况：从“中华商业第一股”起步，构建多元消费生态

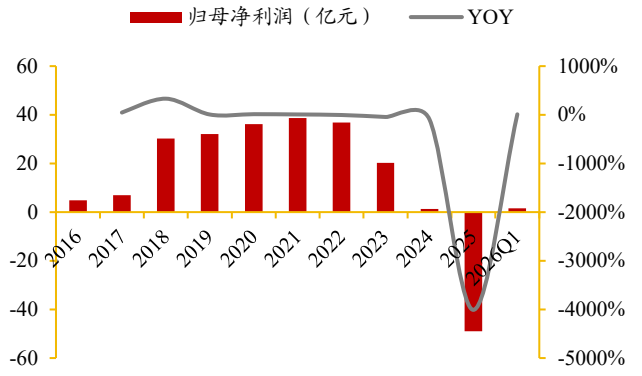
依托复星全球平台赋能，坚持“产业运营+产业投资”双轮驱动。豫园股份创立于 1987 年，以“东方生活美学”为置顶战略内核，锚定“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员及服务平台”的“1+1+1”路径，已构建覆盖珠宝、文化饮食、表业、美丽健康等多业态的消费矩阵，拥有 19 个中华老字号并联动国内领先与全球知名品牌。受消费、地产行业下行及公司自身资产优化影响，23 年以来营收利润阶段性承压，2025 年实现营业收入 363.7 亿元，同比下降 22.5%，归母净利润转亏至-49.0 亿元，主要系房地产项目减值计提、地产业务毛利率下滑及消费板块短期承压综合影响。2026Q1 公司实现营业收入 96.49 亿元，同比增长 10%，归母净利润 1.57 亿元，同比增长 203%，进入触底向上阶段。

图1： 2016-2026Q1 公司营收及增速情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图2： 2016-2026Q1 公司归母净利润及增速情况

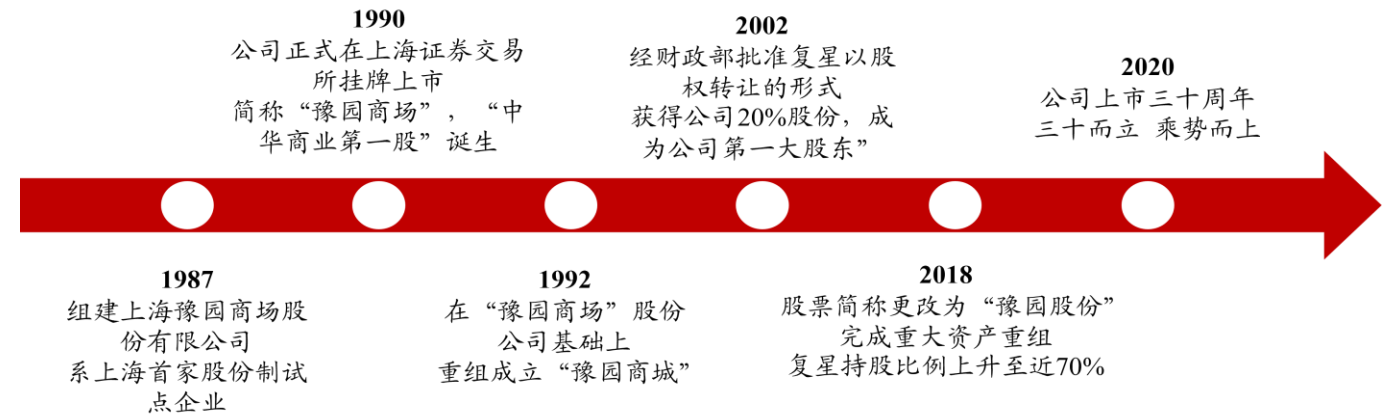


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.1 发展历程：股权更迭赋能转型，完成消费平台跨越式升级

立足老字号根基，融入复星生态布局多元消费产业。豫园股份的前身为上海豫园商场，1987 年获批改制为上海商业系统首家股份制企业；1990 年在上交所挂牌上市，成为“中华商业第一股”，正式开启豫园商圈规模化、品牌化运营的新阶段。2002 年，复星集团获得公司 20%的股份，成为公司第一大股东，豫园股份自此深度融入复星生态体系，加速从传统零售向多元化消费产业平台转型；2018 年，公司完成重大资产重组，正式成为复星快乐产业旗舰平台，股票简称变更为“豫园股份”，实现了从区域商业运营商向全国性消费产业集团的关键跨越。

图3： 公司发展历程



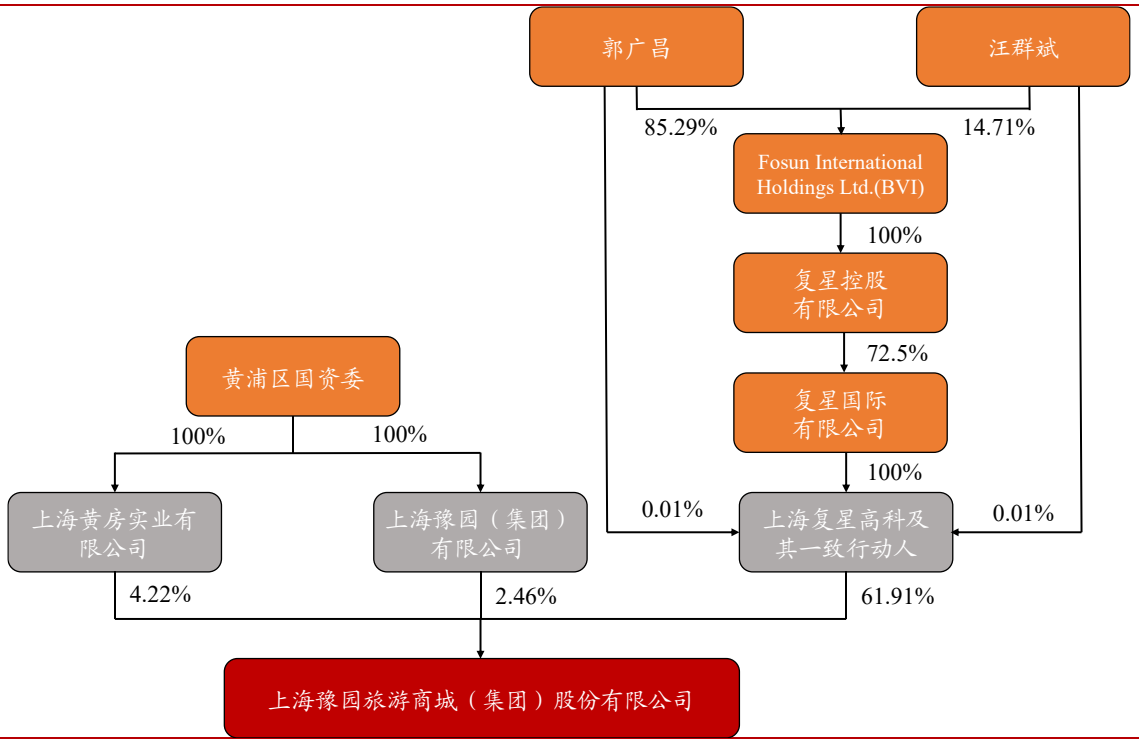
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 股权结构和管理层：复星主导国资协同，优质治理夯实发展根基

豫园股份的股权结构呈现复星集团主导、黄浦国资委协同赋能的特征，形成战略与资源双重保障格局。公司实际控制人为郭广昌先生，截至 2025 年 12 月 31 日，第一大股东上海复星高科技及其一致行动人合计持股 61.91%，通过多层主体主导公司战略方向与资源整合；第二大股东上海黄浦区国资委通过旗下上海豫园（集团）有限公司、上海黄房实业有限公司合计间接持股 6.68%，为公司提供政策支持与本地商圈资源协同，助力大豫园片区升级等核心项目落地。

图4： 公司股权结构



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

多元专业管理团队，赋能公司战略落地与长期发展。公司董事会成员背景多元、专业结构互补，汇聚了深耕珠宝时尚、老字号运营、商业地产开发、产业投资及资本财务等领域的资深专业人才，核心成员兼具大型产业集团管理经验与行业战略视野，深度参与东方生活美学战略落地、大豫园片区整体开发、多产业板块协同布局等核心工作，凭借丰富的产业资源、经营管理及资本运作经验，为公司长远战略规划、业务转型升级与可持续高质量发展提供坚实决策支撑与专业引领。

表1： 核心高管履历

姓名	公司任职	任职时间	年龄	专业背景及主要工作经历
黄震	董事长	2020 年 12 月 25 日	55	现担任复星国际执行董事、豫园股份董事长兼总裁，同时为上海市政协委员、上海市工商联常委兼上市公司专委会联席主任、黄浦区政协常委、黄浦区工商联（总商会）主席（会长），及中国黄金协会副会长、中国宝玉石协会副会长、新沪商联合会轮值主席、上海企业家协会副会长等。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。毕业于上海财经大学，获得美国 Webster University 的 MBA 学位。
石琨	联席董事长	2020 年 12 月 25 日	46	现任豫园股份第十一届董事会联席董事长、复星国际副总裁、联席首席投资官 CIO。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。伦敦政治经济学院管理学硕士，南京大学文学学士。

下载日志已记录，仅供内部参考

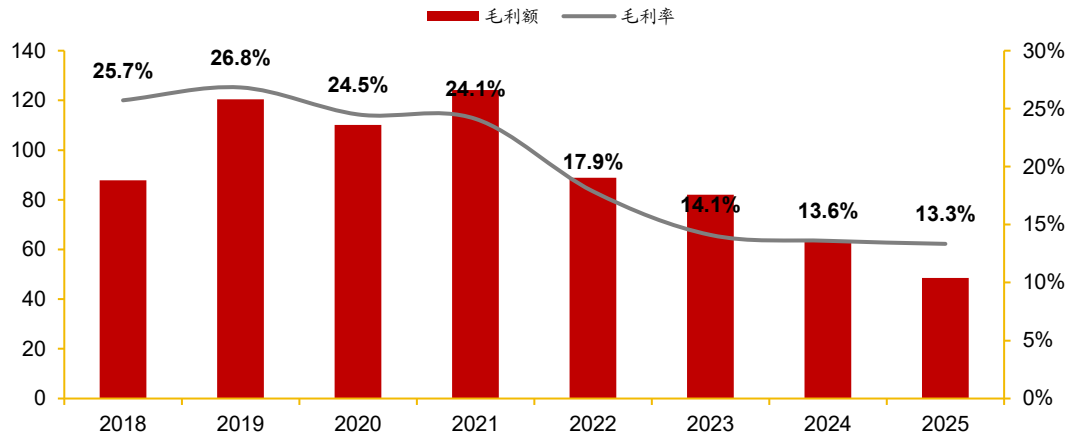
朱立新	副董事长	2019 年 12 月 27 日	60	现任上海豫园（集团）有限公司副董事长。历任中共黄浦区委统战部副部长、区工商联党组书记、副主席兼区金融办副主任、黄浦区金融服务办公室副主任、区投资促进办公室主任、黄浦区金融服务办公室主任、黄浦区金融服务办公室党组书记、主任。
陈毅杭	董事、总裁	2024 年 9 月 2 日	44	现任豫园股份执行总裁，2022 年 3 月，加入豫园股份，任商业管理集团 CEO；2023 年 7 月，任豫园复悦生活产业集团 CEO；2024 年 3 月起兼任大豫园商业发展集团联席 CEO。曾任苏宁集团区域总经理、万达集团总裁助理兼东南/华南运营中心总经理、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。
徐晓亮	董事	2020 年 12 月 25 日	53	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，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。
郝毓鸣	董事	2021 年 4 月 22 日	47	现任复星国际副总裁、联席首席人力资源官，豫园股份第十一届董事会董事。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。曾任中华易聘网人事主管、上海中企人力资源咨询有限公司人才咨询部顾问、部门经理。
邹超	执行总裁、CFO	2023 年 3 月 22 日	44	现任金徽酒董事、舍得酒业董事，Lanvin Group（NYSE：LANV）董事，德国 Tom Tailor 集团监事会主席，上海钻石交易所董事。2018 年 7 月加入豫园股份，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。2024 年 9 月 3 日起至今担任豫园股份执行总裁，CFO。历任毕马威（KPMG）审计助理经理。2011 年 10 月至 2015 年 3 月期间担任世茂集团创新金融部负责人等职位。2015 年 3 月加入复星集团，期间担任复星地产董事总经理、兼任复地集团总裁助理、CFO。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3 财务分析：地产瘦身致业绩承压，26Q1 盈利拐点逐步显现

整体毛利率持续下行，受业务结构与地产承压影响。公司整体毛利率自 2018 年的 25.7%持续回落，至 2025 年降至 13.3%，核心驱动因素为业务结构变化与地产板块盈利下行的双重影响：其一，低毛利的珠宝时尚业务为公司核心收入来源，2025 年营收 227.3 亿元，占比 62.5%，该板块毛利率长期稳定在 7%-9%区间，显著低于公司整体毛利率水平，业务占比扩张持续拉低整体盈利水平；其二，受房地产行业持续下行影响，物业开发与销售业务毛利率由 2018 年的 29.6%大幅下滑至 2025 年的 0.4%，对公司整体毛利率形成显著拖累。

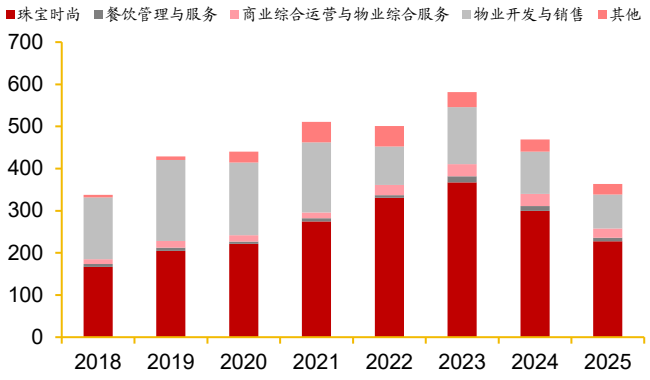
图5：2018-2025 公司毛利额（亿元）、毛利率变化图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

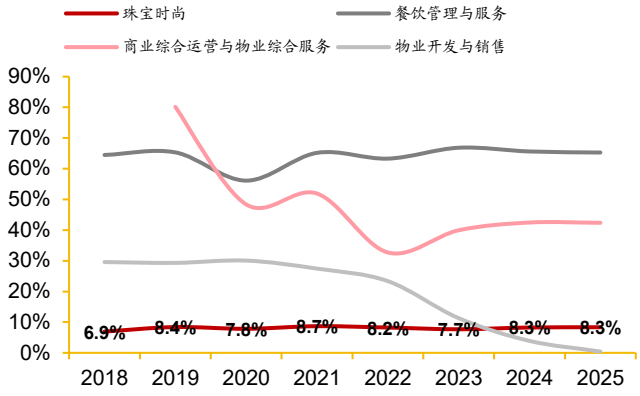
下载日志已记录，仅供内部参考

图6： 公司分板块营收（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

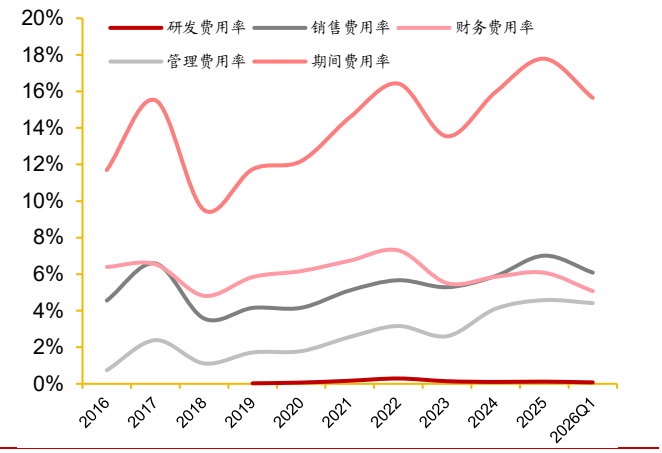
图7： 公司分板块毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

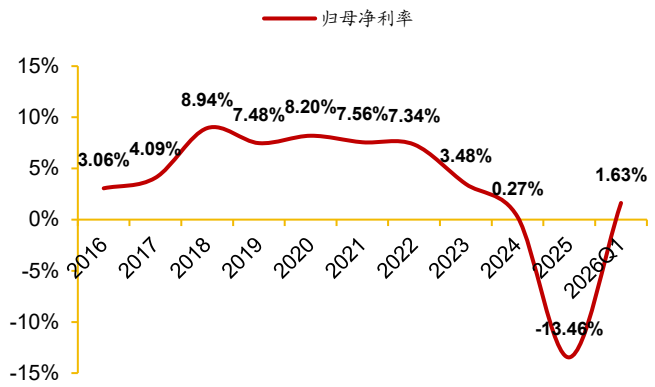
地产减值拖累 2025 年盈利，2026Q1 借费用优化实现盈利修复。2017-2025 年公司期间费用率由 15.52%升至 17.79%，持续挤压盈利空间；2026Q1 随费用管控优化，期间费用率回落至 15.64%，费用压力边际缓解。归母净利率自 2022 年起持续承压，2025 年受地产行业深度调整、公司加速存量资产出清计提大额减值拖累，大幅下滑至-13.46%；2026Q1 依托费用管控优化，盈利水平显著回暖，归母净利率逆势修复至 1.63%。

图8： 2016-2026Q1 公司费用率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图9： 2016-2026Q1 公司归母净利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2 消费业务：深耕东方美学内核，构筑多元品牌生态

公司以东方生活美学为核心，布局多元消费赛道，构建起覆盖多领域的家庭快乐消费产业矩阵。其中，珠宝时尚作为核心主业，以“老庙”“亚一”两大品牌为核心，同时布局法国时尚珠宝品牌 DJULA、培育钻品牌 LUSANT，构建差异化产品矩阵；文化饮食板块汇聚松鹤楼、南翔馒头店、绿波廊等一批中华老字号，打造餐饮消费场景；汉辰表业聚焦“海鸥”“上海”两大腕表品牌，推动国表文化复兴；美丽健康板块布局童涵春堂、AHAVA、WEI 蔚蓝之美等品牌，覆盖美妆、健康、宠物三大赛道；文化创意则依托“豫园灯会”、东家 APP 等 IP，深挖传统文化价值，实现品牌赋能与场景联动。各业务板块以“东方生活美学”为纽带，通过资源协同与场景融合，形成了兼具文化底蕴与市场活力的品牌生态，为公司长期发展奠定了坚实基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

图10： 公司消费板块品牌矩阵

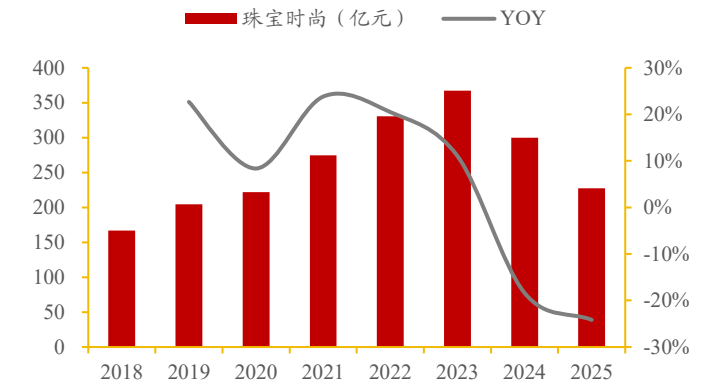


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.1 珠宝时尚：老庙引领老字号创新，深化好运文化

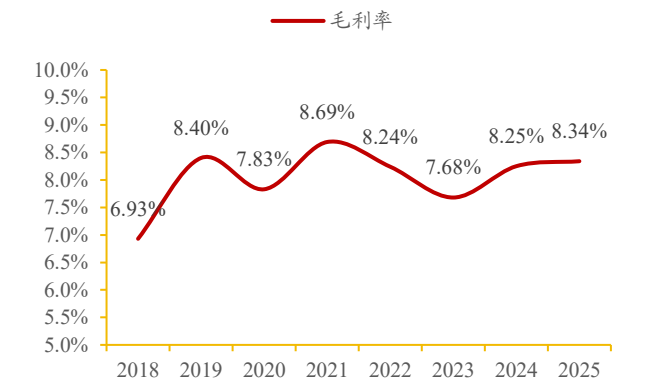
行业消费结构的深刻变化，直接传导至公司珠宝时尚板块经营层面。2018-2023 年，公司珠宝时尚板块营收由 166.77 亿元稳步增长至 367.27 亿元，2024 年起，受宏观经济承压、国际金价高位震荡上涨及行业竞争加剧影响，板块营收由增转降，2024 年营收 299.77 亿元，同比下滑 18.38%；2025 年实现营收 227.34 亿元，同比下滑 24.16%，营收端承压明显。毛利率方面，板块整体保持稳健水平，2025 年毛利率为 8.34%，在营收下行背景下盈利韧性凸显。公司通过产品创新、渠道优化、品牌升级等举措主动应对市场变化，黄金珠宝业务根基深厚，后续经营有望逐步修复改善。

图11： 2018-2025 珠宝时尚板块营收及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图12： 2018-2025 珠宝时尚板块毛利率



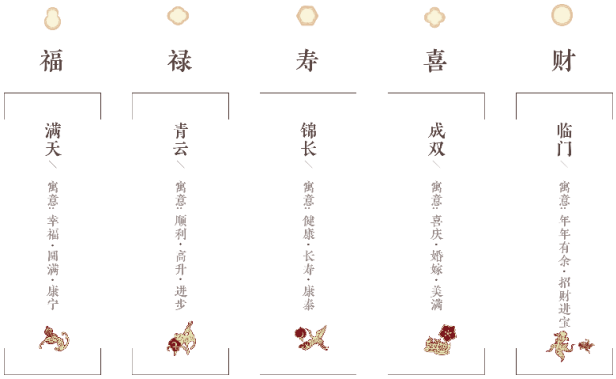
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.1 产品端：深化好运文化 IP 运营，打造差异化产品矩阵

持续深化“好运文化”IP 打造差异化产品矩阵，推动业务向高毛利转型。受金价高位运行与行业消费结构调整影响，老庙通过立足东方生活美学，持续打造“好运文化”IP 矩阵，推出高毛利产品，推动珠宝板块毛利率在行业波动背景下保持稳健，积极应对市场变化。

图13： 老庙 “五运文化”



资料来源：老庙官网、浙商证券研究所

图14： 亚一 “五爱文化”



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图15： 老庙黄金产品矩阵

	老庙古韵	好运祈福	老庙有鹊	老庙亲子	唯定
老庙产品矩阵					
					

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

一串好运系列以潮流首饰为载体传递品牌“好运文化”，借系列新品实现与年轻群体的深度对话与情感共鸣。一串好运系列承袭老庙核心“好运文化”，围绕福、禄、寿、喜、财五运概念构建完整产品矩阵，以新中式年轻化设计语言创新演绎传统吉祥文化。同时推出牵财、牵线、牵运三大子线，支持个性化 DIY 串珠、多串叠戴，适配多元场景。凭借潮流化外观、可玩式结构与精神价值赋能，系列精准抢占年轻消费心智，有效带动一口价产品销售占比提升，持续优化业务结构。

IP 联名创新顺应 Z 世代圈层消费、情感陪伴的核心需求，老庙优先筛选内核与品牌好运理念高度契合的优质 IP，以此精准触达年轻消费群体。品牌携手高人气国创动画《天官赐福》深度绑定，挖掘动画中的成长内核，与老庙“小运承大运”的品牌理念同频共振，将粉丝对角色的情感寄托转化为对品牌“好运文化”的认同。基于 IP 内核打造“黄金谷”完整产品矩阵，推出黄金手绳、转运珠等品类，提取标志性国风视觉符号，结合角色专属配色与吉祥绳结工艺，实现 IP 情感价值、黄金收藏价值与日常穿搭价值的深度融合；同时创新将盲盒玩法引入黄金赛道，推出“诸事皆宜”赐福包挂盲盒，以年轻化娱乐消费形式拉近传统黄金与新生代的距离。系列在天猫首发当日销售额即破百万，位居 IP 联名黄金品类

下载日志已记录，仅供内部参考

TOP1，依托“线上话题引爆+线下打卡互动+全渠道资源覆盖”，完成二次元圈层破圈，持续深化品牌年轻化布局。

图16： 老庙“一串好运”系列



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图17： 老庙《天官赐福》IP联名系列



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.1.2 营销端：创新年轻化全域打法，强化品牌破圈与流量变现

老庙以高增长营销为导向，精准贴合新生代消费心理变化，创新打造价值共鸣式年轻化全域营销体系。老庙精准洞察年轻人求财盼富的消费心理与网络社交语境，巧妙融合“米”的网络流行释义与传统招财纳福的好运文化内涵，打造“马上有米”系列多元配色单品，贴合年轻群体日常穿搭与审美偏好，以情感同频实现新品快速出圈。此外，老庙也跳出传统流量代言模式，依托好运文化内核携手品牌大使深度共创，相关创意 TVC 斩获 592 万+播放量、8 万+互动量，联动粉丝 UGC 二创实现圈层自发传播，叠加抖音专场直播当日 GMV 突破 500 万、明星登场 1 小时 GMV 超 100 万，主推单品上架 30 秒迅速售罄并登顶抖音带货榜 TOP1，完整实现社交声量破圈、粉丝心智共鸣与流量高效转化，稳步推进品牌年轻化长效布局。

图18： 老庙“马上有米”营销海报



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、浙商证券研究所

图19： 老庙年轻化营销流量破圈成效



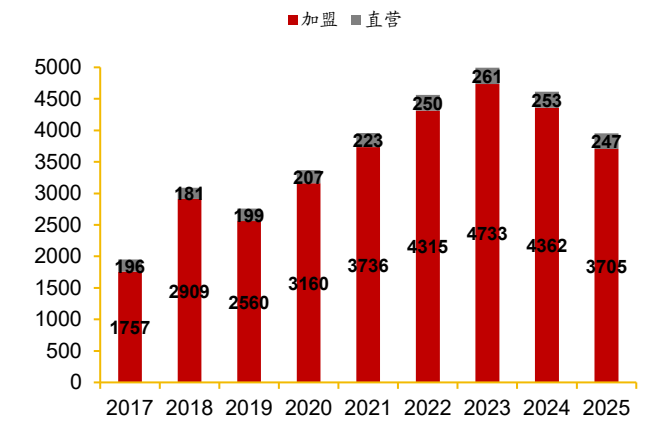
资料来源：豫园股份投资者关系公众号、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.3 渠道端：优化布局提质增效，线上线下协同发力

老庙坚持线上线下优化渠道结构，提升运营效率并拓展增长空间。线下方面，自 2024 年起，公司执行“拥轻合重”战略，主动关闭低线市场低效门店，优化加盟网络。截至 2025 年末，老庙、亚一门店合计 3952 家（直营 247 家、加盟 3705 家），较 2024 年净减少 663 家，持续优化渠道布局。同时加速智选门店模式落地，打通线上引流、线下到店转化的消费闭环，提升门店数字化运营效率，高效触达并沉淀年轻消费客群，赋能爆款产品销售增长。线上方面，持续深化抖音、天猫等线上渠道布局，强化线上线下联动运营，依托短视频种草、直播带货深耕内容生态，同步完善会员体系精细化运营，助力品牌高效触达年轻客群。此外，老庙已进驻三亚、海口免税城，并与珠免集团合作进入口岸免税店；同时在澳门威尼斯人购物中心、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，为品牌开辟新增长曲线。

图20：公司黄金珠宝（老庙+亚一）门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图21：老庙免税店、海外门店盛大启幕



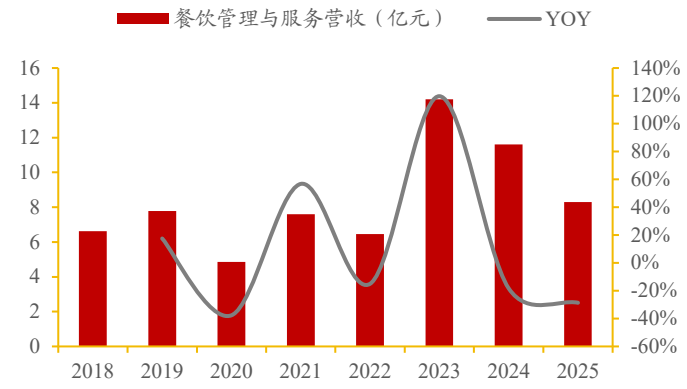
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.2 其他消费板块：老字号迭代焕新，业态升级赋能全球化布局

公司餐饮管理与服务业务营收阶段性承压，毛利率持续改善。2019-2023 年，公司餐饮板块整体保持扩张态势。自 2024 年起，受宏观经济承压、消费市场波动影响，行业需求疲软，叠加公司通过“拥轻合重”战略优化门店结构，主动关停低效门店，板块营收持续下行，2025 年实现餐饮管理与服务营收 8.29 亿元，同比下降 28.6%。盈利端来看，随着门店结构持续优化、运营效率提升，板块毛利率自 2022 年起稳步回升，自 2020 年触底后稳步修复，2023 年攀升至 66.83%，2024-2025 年虽小幅回落但仍维持 65%以上的高位水平，盈利韧性突出。

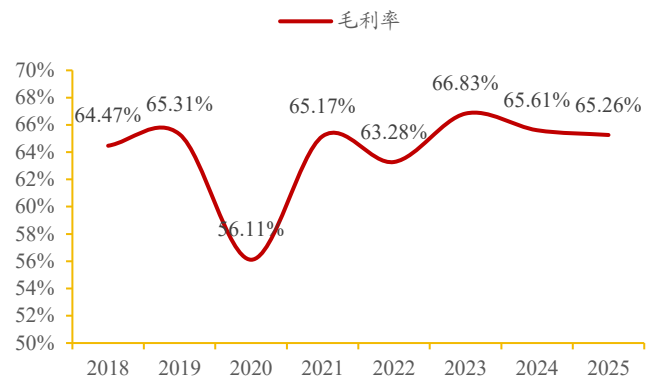
下载日志已记录，仅供内部参考

图22： 2018-2025 餐饮管理与服务板块营收及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

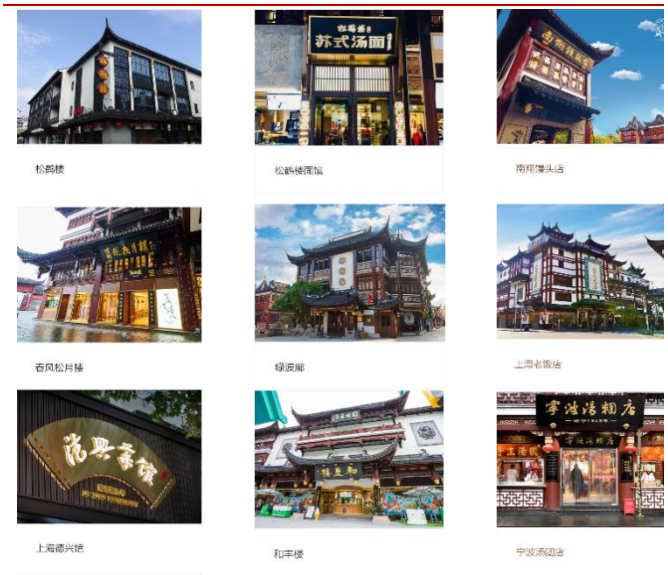
图23： 2018-2025 餐饮管理与服务板块毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

老字号餐饮迭代升级，国内提效与全球化双向发力。公司文化餐饮业务以 8 个中华老字号为核心矩阵，包括松鹤楼、南翔馒头店、上海老饭店等，位列全国餐饮行业百强。公司成立文化饮食科创中心，在产品研发、锁鲜技术等方面持续投入，通过工艺创新与品牌焕新，推动老字号向年轻化、连锁化转型；同时依托公司的东方生活美学战略，旗下松鹤楼于 2025 年在英国伦敦开设海外旗舰店，南翔馒头店 26 年以来已在泰国开出 2 家门店，将中华饮食文化推向国际市场。

图24： 公司餐饮品牌矩阵



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图25： 松鹤楼、南翔馒头店均开出海外旗舰店

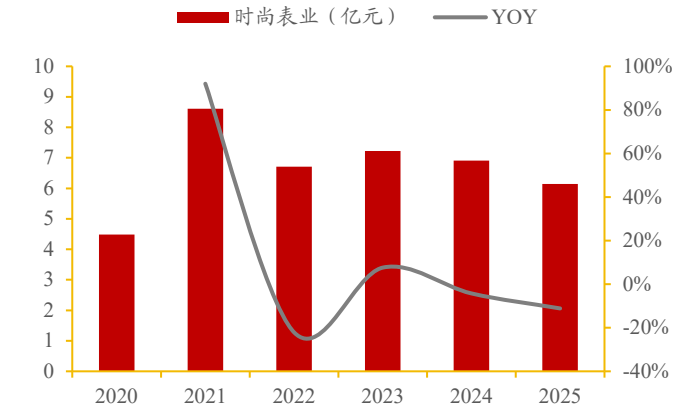


资料来源：公司官网、官方微信公众号、浙商证券研究所

时尚表业营收短期承压，毛利率持续提升。受宏观经济环境、消费市场结构性变化及行业竞争加剧影响，2025 年公司时尚表业业务营收 6.14 亿元，同比下降 11.1%。受益于高端化产品布局与结构优化，板块毛利率持续走高，2025 年达 40.8%，盈利水平稳步增强。

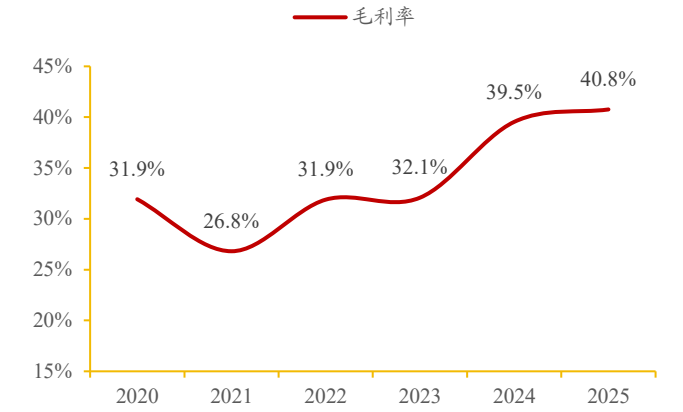
下载日志已记录，仅供内部参考

图26： 2020-2025 时尚表业板块营收及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

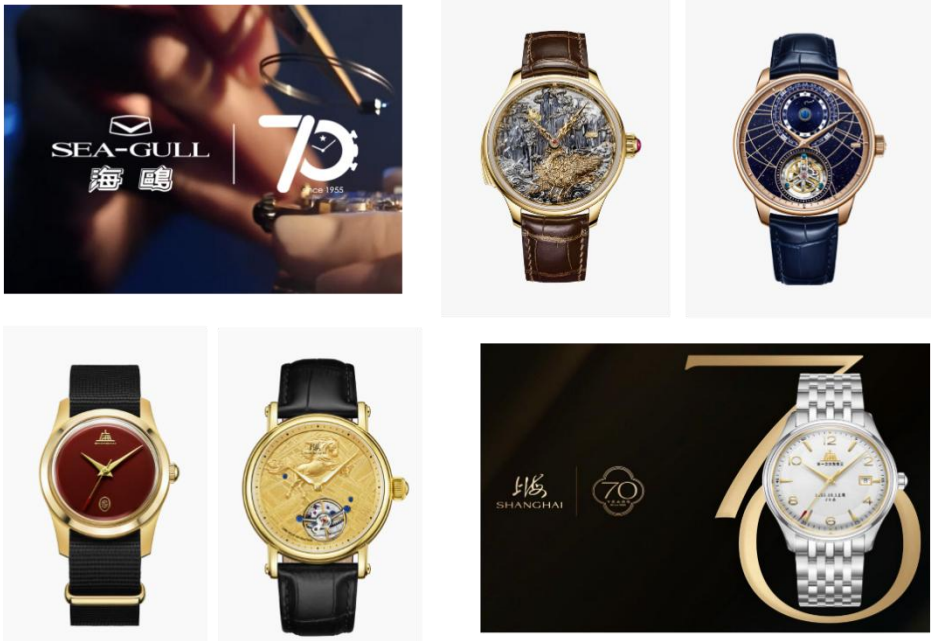
图27： 2020-2025 时尚表业板块毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

品牌积淀深厚，技术领先拓宽海外发展空间。汉辰表业坐拥上海表、海鸥表两大国民老字号腕表品牌，深耕国产制表工艺积淀。其中海鸥表作为国内唯一攻克三问报时、万年历、陀飞轮“三合一”超复杂功能腕表的品牌，历时五年突破机械腕表顶尖技术壁垒，自2010 年起稳居国产腕表领军地位，硬核工艺彰显中国制表顶尖水准。同时积极推进国货腕表全球化布局，线上进驻跨境平台、线下开拓中免免税渠道及东南亚、俄罗斯等海外市场，向全球展现中国制表行业的匠心底蕴与创新能力。

图28： 公司海鸥、上海表品牌

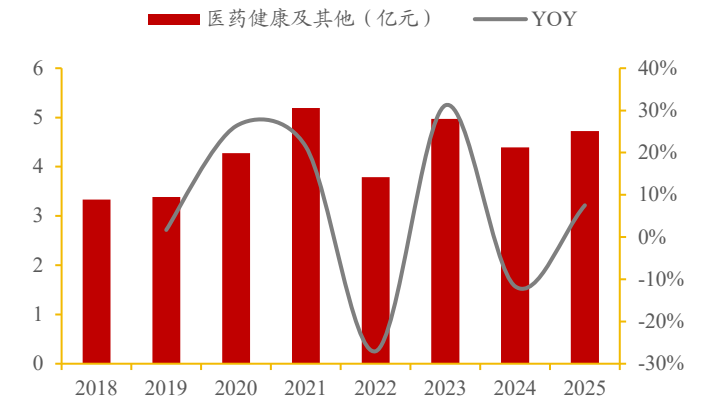


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

美丽健康板块业务结构持续优化，盈利分化特征显著。2025 年公司医药健康及其他业务实现营收 4.72 亿元，同比增长 7.52%，通过关停低效门店、出售不良资产持续瘦身健体，叠加核心业务发力，板块毛利率提升至 35.25%；化妆品业务受消费疲软、部分线下门店盈利不佳等因素影响，2025 年营收 2.34 亿元，同比下滑 21.35%，毛利率回落至 52.69%。整体来看，板块通过资产结构优化、品牌升级与全域渠道建设，经营质量稳步改善。

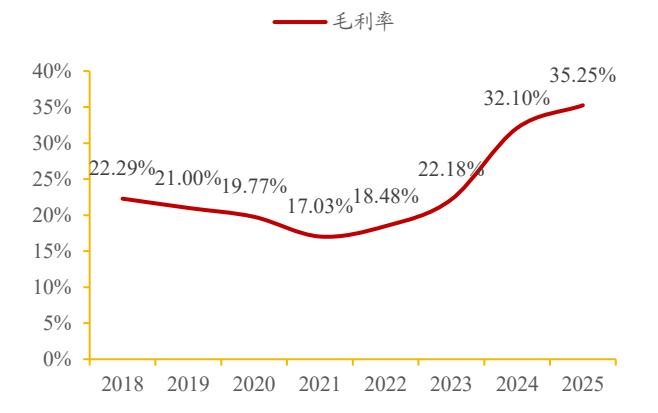
下载日志已记录，仅供内部参考

图29： 2018-2025 医药健康及其他板块营收及同比增速



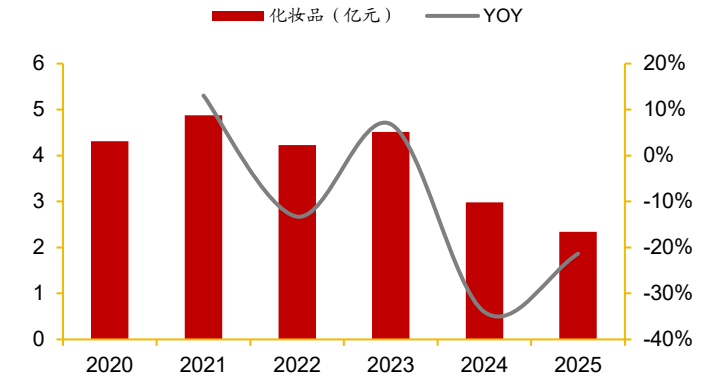
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图30： 2018-2025 医药健康及其他板块毛利率



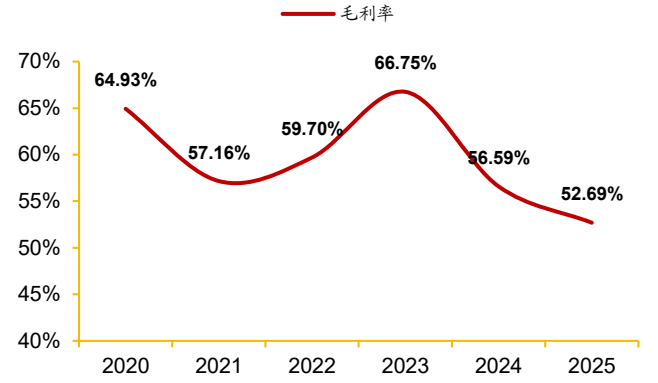
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图31： 2020-2025 化妆品收及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

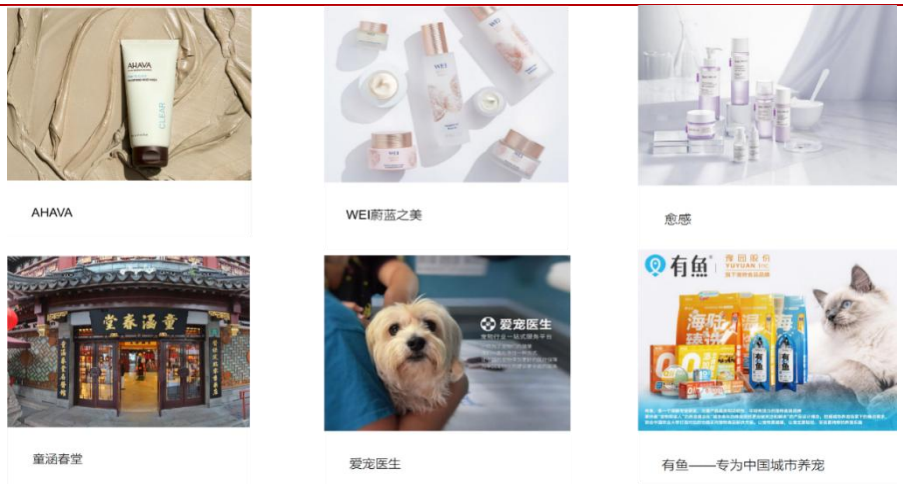
图32： 2020-2025 化妆品毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

多品牌布局，差异化发力提质增效。美丽健康板块以中华老字号“童涵春堂”、以色列死海矿肤品牌 AHAVA 及高端草本护肤品牌蔚蓝之美为核心，聚焦药食同源与护肤赛道；旗下童涵春堂深耕药食同源赛道，参系列产品销售亮眼；AHAVA、蔚蓝之美等品牌则通过定位升级与新零售模式探索，持续提升运营效率与品牌竞争力。

图33： 公司美丽健康板块品牌矩阵



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 商置业务：瘦身健体，聚焦优质大豫园项目

公司地产业务由复地产发集团主导，是兼具产业投资运营与蜂巢城市智造能力的平台型核心企业，致力于为城市提供“产城融合”解决方案。旗下标杆项目有成都复星国际金融中心、南京复地明日之城、上海徐汇滨江复星中心等。

表2： 复地产发标杆项目

标杆项目	详情介绍
成都复星国际金融中心	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：公司官网、浙商证券研究所

3.1 地产板块：拥轻合重转型，存量出清提质增效

公司推进地产业务结构优化，以存量出清与轻资产转型应对行业下行压力。组织层面，公司构建集商业管理、地产开发、物业管理为一体的豫园商置事业群，推进组织进化与业务融合，实现轻重合一，有效提升涉房板块经营质量、决策效率与人均效能。

业务层面，推行“瘦身健体、拥轻合重”策略，加速存量非核心资产退出，聚焦库存去化与资金回笼。资产去化方面，公司稳步推进项目处置与价值盘活：2024 年完成上海真如（星光耀）等项目大宗退出、天津 ABC 项目商业散售，全年签约销售 97.68 亿元、回款超百亿元；2025 年持续推进项目签约回款与存量去化，天津壹号湾 EF 地块等项目实现销售金额 47.73 亿元，销售面积 36.69 万平方米，北京 08 等项目通过调规、降本增效等方式盘活价值，补充现金流。

在主动加速存量非核心资产出清、推进库存去化的过程中，2025 年公司相应计提资产减值损失 14.62 亿元，同比大幅增长 53.73%，其中存货跌价损失达 12.68 亿元，同比增长 64.03%。本次减值计提是存量风险集中释放的阶段性举措，也为公司后续轻资产运营转型、优化资产结构筑牢基础。

表3： 存量非核心资产退出进程

年度	项目	运营举措	经营数据
2024 年	上海真如（星光耀）、天津 ABC	完成项目大宗退出，依托商业运营散售	全年全板块签约销售 97.68 亿元，实现回款超百亿元
2025 年	天津壹号湾 EF	持续推进项目签约回款与存量资产去化，加快资产周转	全年销售 47.73 亿元，销售面积 36.69 万平方米
2025 年	杭州临平、北京 08	通过调规、销售创新、融资优化、工抵、降本增效等多重手段，盘活存量项目价值	有效补充公司现金流，提升资产整体运营效率

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表4： 公司资产减值损失主要项目拆解（亿元）

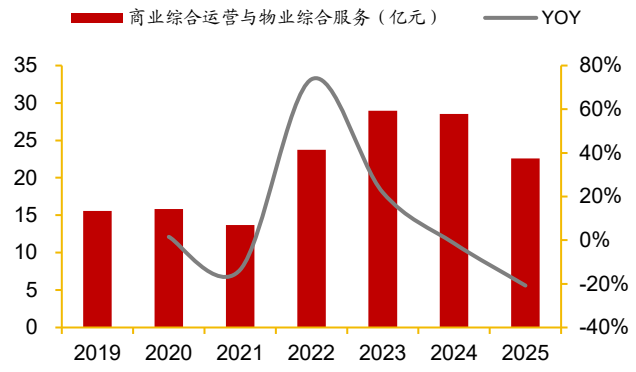
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
合同资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	0.10	0.43	0.67	0.22	3.79	7.73	12.68
无形资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0.41
商誉减值损失	0	0	0	0	0	1.78	1.52
其他	0	0	0	0	0	0	0
合计	0.10	0.43	0.67	0.22	3.79	9.51	14.62

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2 大豫园片区：构建超级商业综合体，赋能文化 IP 出海

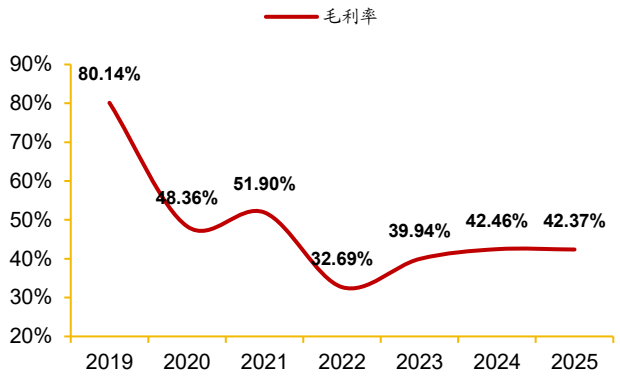
依托豫园商城等优质资产，公司商业综合运营规模持续提升，毛利率逐步企稳优化。2019-2024 年，商业综合运营收入从 15.59 亿元增长至 28.52 亿元，2025 年受消费环境影响，收入同比下滑 20.8%至 22.59 亿元。毛利率呈修复趋势，2019 年一度高达 80.14%，2021 年回落至 32.69%后，2024 年达阶段性高点 42.46%，2025 年受行业调整及主动促销影响小幅回落至 42.37%，反映出豫园商城等核心资产的运营效率优化与成本管控成效。

图34： 2019-2025 商业综合运营与物业综合服务营收及增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图35： 2019-2025 商业综合运营与物业综合服务毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2.1 大豫园一期：文商旅深度融合，IP 运营赋能经营改善

大豫园片区一期运营成效亮眼，IP 创新赋能客流与销售双增长。大豫园片区一期以豫园商城为核心载体，拥有约 10 万平方米自持商业物业，主打传统江南风情特色，深度融合民俗底蕴与潮流消费，打造兼具文化气质与商业活力的城市地标。依托场景焕新与超级 IP 运营，持续激活客流与消费活力。2025 年，豫园一期全年 GMV 达 42.9 亿元，入园客流 4112 万人次，出租率同比提升，经营质量显著改善。

在 IP 运营方面，公司持续深化“东方生活美学”战略落地，依托豫园全年超 4000 万客流基础，以传统文化为核心基底，联动二次元潮流文化实现“次元裂变”创新表达，通过超级场景与文化 IP 联动打造消费热点：2025 年携手哔哩哔哩（B 站）国创动画 IP 举办“豫园夏日奇幻夜-国创豫宙漫游季”，打造“痛城”式新潮文商旅范式，以潮流化形式实现老城厢烟火气与二次元创造力破壁融合，有效激活消费活力、重塑年轻群体文化认知，活动期客流超 748 万人次、GMV 约 3.88 亿元，同比增长近 30%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图36： 豫园一期景观



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图37： 豫园夏日奇幻夜



资料来源：大豫园公众号、浙商证券研究所

3.2.2 大豫园二三期：联动一期规划落地，打造全域时尚文化商业集群

大豫园片区已进入一体化加速建设阶段，未来将联动一期打造总体开发面积超百万方的“超级文化商业综合体”：

豫园二期：核心项目南里（金豫商厦地块）已于 2025 年 7 月正式开工，定位“原创首发”，计划聚焦国内头部原创品牌首店，打造原创时尚集聚区；

豫园三期（福佑地块）：定位“百年经典风尚”，计划引入国际奢侈品牌与先锋生活方式品牌，与 BFC 外滩金融中心、复星艺术中心形成联动。

随着项目推进，大豫园片区将与一期形成集群效应，成为公司整合融通产业资源的优势时尚文化秀场，未来有望凭借珠宝时尚产业集聚效应与文化 IP 势能，持续放大商业价值与城市影响力。

图38： 大豫园片区各期地块拼图



资料来源：大豫园公众号、浙商证券研究所

图39： 大豫园片区概念效果图



资料来源：大豫园公众号、浙商证券研究所

3.2.3 豫园灯会出海，打造国际文化交流名片

公司以东方生活美学为内核，依托超级文化 IP 推动品牌与文化双向出海，持续向全球传递中式文化魅力。

作为国家级非物质文化遗产，豫园灯会历经多年积淀已成长为国民标志性新春民俗 IP，更是东西方文化交流的重要载体。2023 年底至 2024 年初，豫园灯会首次登陆法国巴黎，正式开启全球化布局，吸引近 20 万当地民众观展，并依托海外场景带动旗下中华老字号出海，搭建中国品牌海外合作桥梁。

下载日志已记录，仅供内部参考

继巴黎出海首秀后，2025 年豫园灯会借中泰建交 50 周年契机落地泰国曼谷暹罗天地，活动累计吸引 400 余万人次观展互动，收获 400 余家海内外媒体报道，全球传播声量近 12 亿，通过官方专题宣传与海外社交平台自发传播，持续放大品牌国际影响力。未来公司将持续以豫园灯会为文化纽带，以沉浸式场景为载体，向世界讲好中国故事、传播东方生活美学，进一步拓宽国货品牌全球化发展路径。

图40： 法国豫园灯会



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、浙商证券研究所

图41： 泰国豫园灯会



资料来源：豫园股份投资者关系公众号、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 盈利预测和估值

我们预计 26/27/28 年公司实现营收 389/413/436 亿元，同比+7.0%/+6.2%/+5.5%，毛利率分别为 14.1%/14.2%/14.5%，分板块来看：

产业运营方面：

珠宝时尚：我们预计未来三年营收保持较快增长，预计 2026-2028 年收入增速分别为 12.3%/8.8%/7.9%，增长动力主要来源于店效提升和渠道扩张。其中直营渠道通过品牌升级、出海布局及 AI 提效持续提升店效，预计 2026-2028 年直营渠道收入同比+24.5%/+15.0%/+12.2%；加盟渠道方面，公司持续优化门店结构，向优质加盟商倾斜资源，预计 2026-2028 年加盟渠道收入同比增长 3.4%/4.2%/4.3%。得益于高毛利小克重、IP 联名及一口价产品占比上升，预计未来三年毛利率稳步提升，分别为 9.6%/10.2%/10.7%。

其他消费产业：主要包括餐饮管理与服务、食品百货及工艺品、医药健康及其他、化妆品、时尚表业、酒业和其他经营管理服务，收入占比较少。其中餐饮管理与服务板块由于门店优化导致 2024-2025 年收入下滑，预计随着 2026 年门店调整步入尾声，2026-2028 年收入降幅逐步收窄，后续有望企稳。

物业开发与销售：物业开发与销售板块受地产行业下行影响，近年聚焦库存去化、瘦身健体，成为公司营收下降主要拖累板块之一。随着非核心项目逐步出清，叠加大豫园片区项目进入交付期，预计 2026-2028 年板块收入稳步回升，分别为 80.5/82.9/83.7 亿元。毛利率方面，受益于项目结转结构优化，2026Q1 毛利率已显著回升至 20.41%，预计 2026-2028 年毛利率将持续改善。

商业综合运营与物业综合服务：受益于大豫园片区的场景升级、联名合作和 IP 运营，带动客流与 GMV 稳定增长。随着大豫园片区二期、三期开发建设的推进，片区价值空间有望持续放大。预计 2026-2028 年收入分别为 21.9/21.6/21.3 亿元，同比-3.0%/-1.7%/-1.1%。

表5： 公司收入、毛利分业务预测（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**46924.5**	**36373.3**	**38913.0**	**41321.7**	**43598.9**
YOY	-19.3%	-22.5%	7.0%	6.2%	5.5%
毛利率	**13.6%**	**13.3%**	**13.7%**	**13.8%**	**14.0%**
分业务收入和毛利拆分					
产业运营收入	**34033.9**	**26065.4**	**28672.3**	**30876.5**	**33094.0**
YOY	-18.4%	-23.4%	10.0%	7.7%	7.2%
毛利率	12.2%	12.1%	12.6%	12.8%	13.2%
其中：时尚珠宝业务收入	**29976.8**	**22733.8**	**25531.2**	**27785.6**	**29973.4**
YOY	-18.4%	-24.2%	12.3%	8.8%	7.9%
毛利率	8.3%	8.3%	9.6%	10.2%	10.7%
其中：餐饮食饮表业等其他	**4057.1**	**3331.7**	**3141.1**	**3090.9**	**3120.6**
YOY	-18.3%	-17.9%	-5.7%	-1.6%	1.0%
毛利率	41.0%	37.4%	36.8%	36.8%	37.2%
商业综合运营及物业综合服务收入	**2852.1**	**2259.2**	**2192.1**	**2155.2**	**2131.9**
YOY	-1.5%	-20.8%	-3.0%	-1.7%	-1.1%

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利率	42.5%	42.4%	41.2%	41.6%	41.9%
物业开发与销售	**10038.4**	**8048.6**	**8048.6**	**8290.1**	**8373.0**
YOY	-26.0%	-19.8%	0.0%	3.0%	1.0%
毛利率	3.9%	0.4%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

考虑到公司 25 年已对地产项目计提较多的减值准备，后续减值压力预计将逐年缓解，聚焦珠宝时尚主业，优化好运产品矩阵有望带动毛利率向上，地产业务瘦身健体，大豫园优质项目有望释放弹性，我们预计 26/27/28 年营收 389/413/436 亿元，同比增长 7.0%/6.2%/5.5%，归母净利润 2.8/5.3/6.8 亿元，同比扭亏/+86%/+29%，对应 PE 59/32/25X，从黄金珠宝可比公司来看，当前公司估值高于可比公司，主要原因是逐渐减压的地产业务对利润有拖累，当前公司利润处低位，维持“增持”评级。

表6： 公司盈利预测及估值（估值截止 2026 年 7 月 3 日）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	13.6%	13.3%	14.1%	14.2%	14.5%
销售费用率	5.9%	7.0%	5.5%	5.4%	5.4%
管理费用率	5.9%	6.1%	5.5%	5.3%	5.2%
财务费用率	4.1%	4.6%	4.2%	4.2%	4.1%
归母净利润	125.3	-4896.7	282.3	526.2	678.7
YOY	-93.8%	/	/	86.4%	29.0%
归母净利率	0.3%	-13.5%	0.7%	1.3%	1.6%
PE	133	/	59	32	25

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表7： 可比公司估值（估值截止 2026 年 7 月 3 日）

	市值（亿元）	归母净利润(亿元)			PE		
		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
老铺黄金	586	48.7	81.0	100.7	12.0	7.2	5.8
周大福	1,141	90.0	102.0	110.9	12.7	11.2	10.3
潮宏基	93	5.0	7.3	8.7	18.8	12.8	10.7
老凤祥	152	17.5	15.8	17.1	8.6	9.6	8.9
周大生	130	11.0	12.7	14.2	11.8	10.2	9.1
平均					12.8	10.2	9.0
豫园股份	167	**-49.0**	**2.8**	**5.3**	/	**59.0**	**31.6**

资料来源：wind，浙商证券研究所；注：周大福 2026E 指截止 2027/3/31 财年

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

1、 核心产品市场反馈不及预期：“天官赐福”IP 联名爆款产品驱动下，驱动黄金珠宝零售向好，若后续核心产品推新和营销声量不及预期，以及后续爆品打造接力不及预期，对成长动能将形成不利影响

2、 店效提升不及预期：若直营店店效不及预期，会直接影响公司收入利润，若品牌店店效不及预期，加盟商会减少拿货或关店

3、 金价大幅波动：若金价大幅波动，可能会对终端消费者的需求产生扰动，进而影响业绩

下载日志已记录，仅供内部参考

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	62,153	62,764	64,272	65,911
现金	11,051	11,303	13,329	16,014
交易性金融资产	2,872	3,072	3,272	3,472
应收账项	1,826	2,056	2,241	2,376
其它应收款	1,245	1,297	1,377	1,453
预付账款	1,300	1,170	1,063	746
存货	34,994	36,102	36,225	35,906
其他	8,864	7,764	6,764	5,944
非流动资产	52,740	53,152	55,010	57,056
金融资产类	482	636	624	580
长期投资	13,916	14,116	15,116	16,316
固定资产	2,824	2,627	2,449	2,280
无形资产	1,196	1,016	856	736
在建工程	95	109	114	114
其他	34,228	34,648	35,852	37,029
资产总计	114,892	115,916	119,283	122,967
流动负债	55,764	55,666	56,814	58,070
短期借款	9,051	9,409	9,778	10,157
应付款项	7,991	8,438	8,909	9,364
预收账款	101	78	83	87
其他	38,621	37,742	38,044	38,460
非流动负债	26,072	26,686	28,186	29,727
长期借款	16,457	16,779	17,111	17,453
其他	9,615	9,907	11,074	12,274
负债合计	81,836	82,352	84,999	87,797
少数股东权益	3,045	3,073	3,125	3,192
归属母公司股东权益	30,011	30,491	31,158	31,978
负债和股东权益	114,892	115,916	119,283	122,967

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,451	1,442	2,559	3,629
净利润	(5,430)	310	578	746
折旧摊销	932	235	206	186
财务费用	1,675	1,734	1,832	1,932
投资损失	1,214	(1,557)	(1,653)	(1,744)
营运资金变动	2,426	(175)	1,524	2,289
其它	1,634	894	72	220
投资活动现金流	687	73	(633)	(739)
资本支出	(673)	256	280	339
长期投资	1,204	(1,600)	(2,600)	(2,880)
其他	156	1,417	1,686	1,801
筹资活动现金流	(2,606)	(1,295)	160	(146)
短期借款	351	358	369	380
长期借款	316	322	332	342
其他	(3,273)	(1,975)	(541)	(868)
现金净增加额	563	252	2,026	2,685

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	36373	38913	41322	43599
营业成本	31522	33418	35441	37292
营业税金及附加	720	467	455	480
营业费用	2550	2140	2231	2333
管理费用	2211	2140	2190	2267
研发费用	43	39	41	44
财务费用	1665	1624	1719	1799
资产减值损失	(1462)	(378)	(318)	(358)
公允价值变动损益	(402)	(50)	(50)	(50)
投资净收益	(1214)	1557	1653	1744
其他经营收益	106	78	83	87
营业利润	(5588)	448	778	982
营业外收支	(79)	(60)	(55)	(50)
利润总额	(5666)	388	723	932
所得税	(236)	78	145	186
净利润	(5430)	310	578	746
少数股东损益	(534)	28	52	67
归属母公司净利润	(4897)	282	526	679
EBITDA	(1330)	2247	2647	2917
EPS（最新摊薄）	(1.26)	0.07	0.14	0.17

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-22.49%	6.98%	6.19%	5.51%
营业利润	/	/	73.70%	26.29%
归属母公司净利润	/	/	86.39%	28.98%
获利能力				
毛利率	13.34%	14.12%	14.23%	14.47%
净利率	-13.46%	0.73%	1.27%	1.56%
ROE	-16.32%	0.93%	1.69%	2.12%
ROIC	-2.98%	2.18%	2.59%	2.84%
偿债能力				
资产负债率	71.23%	71.04%	71.26%	71.40%
净负债比率	86.66%	85.85%	80.75%	73.17%
流动比率	1.11	1.13	1.13	1.14
速动比率	0.32	0.33	0.37	0.42
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.34	0.35	0.36
应收账款周转率	16.23	20.07	19.26	18.91
应付账款周转率	4.09	4.59	4.60	4.59
每股指标(元)				
每股收益	-1.26	0.07	0.14	0.17
每股经营现金	0.63	0.37	0.66	0.93
每股净资产	7.71	7.83	8.00	8.22
估值比率				
P/E	/	59.01	31.66	24.54
P/B	0.56	0.55	0.53	0.52
EV/EBITDA	/	20.78	17.21	14.95

资料来源：浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn