

豫园股份(600655)

报告日期: 2023年12月26日

聚焦黄金珠宝产业，多线并行构筑消费生态圈

——豫园股份首次覆盖报告

投资要点

- **公司：复星消费产业旗舰平台，致力于为全球家庭智造快乐生活**
公司以线上线下会员及服务平台、家庭快乐消费产业、城市产业地标的“1+1+1”战略为核心持续构建消费产业集团，业务涵盖珠宝时尚、文化商业、文化餐饮和食品饮料、美丽健康、国潮腕表、文化创意、复合功能地产、商业管理等领域。珠宝时尚以“老庙”“亚一”两个全国知名黄金首饰品牌为主，22年收入占主营66%（未追溯），为核心主业。22年物业开发与销售/商业运营与物业服务分别占比18%/4.9%（追溯后），分别为第二/三大业务。
- **黄金珠宝：空间广阔，品牌心智和产品创新能力强的龙头企业优势凸显**
长期看，当前我国人均珠宝消费仅约为美国1/3，随经济发展和收入水平提高市场空间广阔。短期看，当下悦己消费和国潮审美崛起，叠加金价慢涨和避险情绪，激发黄金珠宝消费需求。过去我国黄金珠宝企业主要依靠渠道拓展奠定声量基础，未来品牌心智和产品创新或将成竞争核心，品牌人格鲜明和产品创新迭代能力强的龙头企业优势凸显，有望实现量价齐升，进而提高市占率。
- **业务布局：置顶东方生活美学，打造全球一流家庭快乐消费产业集团**
珠宝时尚：22年珠宝时尚收入331亿元，逆势增长20.5%。近年公司加速渠道拓展，21/22年净增加“老庙”和“亚一”两个品牌营业网点592/606个。老庙秉持对传统文化的沿袭与创新，将“好运文化”以新中式美学进行诠释与演绎，不断推陈出新，产品竞争力凸显。同时通过收购/合作/孵化等方式布局时尚珠宝和培育钻品牌，品牌和产品矩阵齐全。
文化饮食：是未来发展重点之一，包含主营正餐、休闲餐饮、美食广场和潮流娱乐等业态，旗下拥有一批上海市著名商标、百年中华老字号和非物质文化遗产项目，为文化饮食提供强有力赋能。
大豫园片区：拥有上海核心区区位优势，着力打造“最上海”文化商业地标。
时尚表业&化妆品：通过收购/孵化陆续布局，公司渠道和营销能力赋能，聚力打造具备东方生活美学的品牌形象和核心爆品。
- **核心战略：战略升级护航“高乘长”，置顶“东方生活美学”**
战略端应对变化，顺应市场，各产业承接落地“东方生活美学”置顶战略；**运营端**构筑FC2M生态闭环，强化科创引领，创新商业模式，拥轻合重实现大象起舞；**投资端**坚持运营+投资双轮驱动，增强投融资管退能力，实现正向循环。
- **盈利预测与估值**
公司围绕全球家庭的消费需求，置顶东方生活美学打造快乐时尚消费产业集团。坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，持续构建线上线下会员及服务平台+家庭快乐消费产业+城市产业地标的“1+1+1”战略布局，逐步形成了面向家庭消费，具有独特竞争优势的产业集群。展望未来，公司珠宝时尚和其他产业运营业务有望随渠道拓展和品牌力增强增厚业绩，我们预计23-25年公司将分别实现归母净利润24.73/29.86/36.11亿元，当前市值对应PE 9.61/7.96/6.58X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示**
消费复苏不及预期、渠道拓展不及预期、全球战略和投后整合的风险、宏观环境波动/利率变化/金价波动等市场不确定性的风险等。

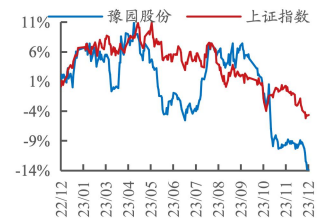
投资评级：增持(首次)

分析师：汤秀洁
执业证书号：S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥6.10
总市值(百万元)	23,766.18
总股本(百万股)	3,894.95

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50,118	56,174	64,029	73,256
(+/-)	-3.57%	12.08%	13.98%	14.41%
归母净利润	3,826	2,473	2,986	3,611
(+/-)	1.52%	-35.36%	20.76%	20.90%
每股收益(元)	0.98	0.63	0.77	0.93
P/E	6.21	9.61	7.96	6.58

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 复星集团快乐旗舰平台，为全球家庭智造快乐生活	6
1.1 立足上海城市文化商业根基，置顶东方美学打造消费旗舰	6
1.2 复星控股赋能产业集群，管理层新老搭配共话平台未来	8
1.3 经营稳健，珠宝时尚业务盈利稳定，占比逐年增加	10
2 黄金珠宝空间广阔，品牌和产品或将成未来竞争核心	12
2.1 长短期因素共振，虽历经波动但空间广阔	12
2.1.1 复盘：与收入水平和金价波动密切相关	12
2.1.2 展望：短期消费+投资拉动需求，长期经济发展支撑扩容	13
2.2 “悦己”觉醒，“国潮”风起，金饰消费场景拓展	14
2.2.1 年轻化+女性力量推动悦己自戴成为金饰消费主要场景	14
2.2.2 国潮成为国货品牌差异化竞争的优势赛道	15
2.3 渠道拓展奠定声量，品牌心智和产品创新或将成未来竞争核心	16
2.4 消费弱复苏下龙头优势凸显，集中度提升空间大	18
3 置顶东方美学，打造快乐时尚消费产业集团	18
3.1 珠宝时尚：古韵弄新潮，业务焕新生	18
3.2 文化饮食：重要性提升，中华传统饮食文化产品矩阵建立	19
3.3 大豫园片区：建设揭开帷幕，核心区位优势强化	21
3.4 其他：时尚表业&化妆品整装出发	21
4 战略方向：东方美学开疆拓土，内外兼修大象起舞	22
4.1 战略端：东方美学，价值重塑	22
4.2 投资端：双轮驱动，正向循环	23
4.3 运营端：构筑生态，科创赋能	23
4.4 模式端：拥轻合重，大象起舞	24
5 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测分析	24
5.2 估值分析及投资建议	27
6 风险提示	28

图表目录

图 1: 豫园股份是复星国际快乐产业的旗舰平台之一	6
图 2: 豫园股份发展历程	6
图 3: 截至目前豫园形成了面向家庭消费、具有独特竞争优势的产业集群	8
图 4: 复星掌门人郭广昌实控, 复星高科及一致行动人合计控股 61.79% (截至 23 年 6 月 30 日)	8
图 5: 豫园股份近年经营稳健, 业绩相对稳定 (亿元)	11
图 6: 22 年珠宝时尚收入占消费产业运营 85.6%, 占整体 66%	11
图 7: 整体利润率有所下行	11
图 8: 珠宝时尚占主营收入比例逐年增加	11
图 9: 珠宝时尚业务毛利率较低	11
图 10: 黄金产品毛利率较低, 公司与行业平均无异	11
图 11: 我国黄金消费大致经历 4 个阶段	12
图 12: 我国居民收入水平逐年提升	12
图 13: 黄金消费需求和金价的波动有一定相关性 (吨, 元)	13
图 14: 全国结婚登记对数 (万对)	13
图 15: 23 年上半年金银珠宝社零位居整体社零第二	13
图 16: 中国人均珠宝首饰消费额仅约为美国 1/3	14
图 17: 按加工量划分的中国黄金珠宝的市场规模 (吨)	14
图 18: 女性为除“情侣赠礼”外所有珠宝消费场景的主导	14
图 19: 职场收入性别差缩小, 女性消费力提升	14
图 20: 21 年黄金珠宝消费者 25-34 岁占比最多	15
图 21: 18-20 年 Z 世代女性贵重首饰件单价增幅最高	15
图 22: 婚庆产品收入曾占周大福收入 3 成以上	15
图 23: 2022 年“自戴”对珠宝零售商收入贡献最大	15
图 24: 21 年消费者对中国品牌关注度远超境外品牌	16
图 25: 近 7 成消费者认为国潮概念会增加消费欲望	16
图 26: 各品牌的国潮风系列产品	16
图 27: 各黄金品牌国潮风系列产品	16
图 28: 18-22 年国内各主要黄金珠宝品牌门店数量快速增长	17
图 29: 各品牌多以加盟店方式快速拓展渠道	17
图 30: 奢侈品珠宝首饰复合增速远高于整体珠宝市场	18
图 31: 我国珠宝首饰市场集中度呈上升趋势	18
图 32: 近年来老庙&亚一网点拓展加快 (个)	19
图 33: 老庙以好运文化为精髓, 引领新中式文化	19
图 34: 豫园文化餐饮&食品饮料矩阵	20
图 35: 公司拥有 4 个中华老字号和 2 个上海老字号品牌	20
图 36: 舍得业绩表现 (亿元)	20
图 37: 舍得全球品牌上市会	20
图 38: 松鹤楼门店数量 (含正餐和面馆)	21
图 39: 松鹤楼苏式汤面&南翔馒头&松月楼包子	21
图 40: 大豫园片区	21
图 41: 豫园商圈入围首批全国示范智慧商圈名单	21
图 42: 时尚表业和化妆品收入 (亿元) 和毛利率	22

图 43: “上海”表 & “海鸥”表 & AHAVA & XWAY	22
图 44: 世界级的文化商业地标——豫园商城	22
图 45: 2023 上海国际珠宝展览会上老庙的新中式美学空间	22
图 46: 复星致力于构建家庭消费 FC2M 大生态	23
图 47: 生态和科创共同发力, 夯实核心生产力	24
图 48: 复地产发标杆项目之一珠海复地·星愉湾	24
图 49: 老庙黄金门店终端	24
表 1: 董事和高管团队新老搭配, 兼具全局视野和消费产业背景	10
表 2: 主要黄金工艺介绍	17
表 3: 豫园珠宝品牌产品矩阵	19
表 4: 豫园股份收入拆分及预测	25
表 5: 豫园股份与可比公司估值	27
表附录: 三大报表预测值	29

1) 1987-2002: 改制起步, 探索前行

1987年, 上海老城隍庙市场共63家商店联合组成上海豫园商场股份有限公司, 以集中优势扩大经营规模, 是上海首批改制股份制的企业之一。1990年公司于上交所挂牌, 简称“豫园商场”, 是上海“老八股”之一。1992年, 为进一步开发建设豫园地区的商业、旅游业, 豫园商场吸收南市区饮食公司、上海市商业建设公司、上海旅游公司、南市区烟酒公司、南市区果品杂货公司、南市区药材医药公司、南市区百货公司、南市工服务公司、南市区五金交电公司、南市区合作联社、南市区工业供销公司、南洋服装工业公司、唐城实业公司、南市区粮食局十六家经济实力较强的企业法人共同发起上海豫园旅游商城股份有限公司, 简称更名“豫园商城”。1994年“老城隍庙工艺品商店”改制为“上海老城隍庙金银珠宝公司”。同年“亚一”品牌在豫园的景豫楼中诞生, 并于1995年正式注册。1998年“老城隍庙金银珠宝公司”改制为“上海老庙黄金有限公司”, 并延续至今。豫园股份是上海城市建设与文化商业发展的见证者与参与者, 同时也是中国资本市场的见证者与参与者。

2) 2002-2018: 聚焦主业, 平稳发展

2002年, 经财政部批准, 上海复星产业投资有限公司以股权转让形式获得豫园商城20%股份, 成为第一大股东。02年公司主营业务收入26亿, 净利润9433万, 主营业务包含黄金饰品、百货、饮食、食品、进出口、医药、工艺品和房产, 其中黄金饰品收入10.9亿, 占42%。02-18年, 公司以黄金珠宝、医药和餐饮为主营业务, 16年间稳步发展, 主营业务收入达338亿, 实现17%的复合增长, 其中黄金珠宝收入167亿, 复合增长率19%; 实现利润总额46亿, 归母净利润30.2亿。公司始终将加快战略投资作为发展战略之一, 并于16年提出了“产业经营+产业投资”双轮驱动战略, 这一阶段公司的对外投资步伐较为稳健, 于2004年与招金集团、复星产投等企业共同发起设立招金矿业, 布局黄金上游矿企, 健全公司黄金产业链。15、16年分别投资日本和韩国3个度假村, 布局度假村业务。

3) 2018-今: 双轮驱动, 快速发展

2018年, 公司完成重大资产重组, 复星持股上升至68.58%, 成为绝对控股股东, 简称更名“豫园股份”, 并将旗下复合功能地产业务注入公司, 成为第二大支柱业务。此前, 在2017年, 公司提出“快乐时尚大平台”的战略定位, 寻找全球投资机会, 拓宽投资渠道, 丰富产业内涵, 提升投资收益; 2018年, 公司进一步确立了围绕家庭客户的快乐消费, 锁定中国新兴中产家庭, 着力现有三大业务板块(黄金珠宝、餐饮服务、文化商业), 清晰C端(消费端)需求及M端(生产端)的整合进化方向, 逐步构建、完善“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的C2M战略构架。

2018年公司完成重大资产重组后, 产业投资进程全面加快。18年, 扩大餐饮布局, 同时布局钻石和化妆品, 收购苏州松鹤楼饮食文化有限公司及旗下苏州松鹤楼餐饮管理有限公司, 进一步扩大公司文化餐饮业务版图及行业影响力; 同年收购了比利时国际宝石学院(IGI)80%股权布局钻石上游培训、鉴定环节, 更好地获得钻石领域专业知识及行业资源; 投资以色列化妆品品牌AHAVA, 进军化妆品行业; 19年, 进军宠物与腕表行业, 建立宠物事业部, 获得希尔思(宠物食品)大陆独家代理权, 并投资国内宠物行业一站式服务平台爱宠医生; 收购海鸥手表、上海手表, 实现了表业双品牌战略布局; 20年, 由金饰向时尚珠宝行业拓展, 与国际顶级珠宝品牌Damiani成立合资企业, 代销Damiani和Salvini; 并控股法国时尚珠宝品牌DJULA; 21年, 加强在食品、文化创意和钻石珠宝领域的布局, 公司旗下松鹤楼、绿波廊、上海老饭店等知名老字号品牌联手孕育“真尝家”食品品牌, 将餐饮食品化, 做成C端流通产品; 成立豫园文化创意集团, 将东家、王大隆、丽云阁、

永青假发、上海筷子店等品牌纳入其中管理；孵化了实验室培育钻品牌 LUSANT；**22 年，加强化妆品领域的布局**，成功自主孵化“愈感”护肤品品牌；**23 年，增加宠物布局**，7 月签约收购宠物食品品牌“有鱼”。在投资过程中也注重投退平衡，23 年退出 IGI 股权，把更多资源聚焦于重点发展战略及重点项目。截至目前，豫园已逐步形成了面向家庭消费、具有独特竞争优势的产业集群，主要包括珠宝时尚、文化商业、文化餐饮和食品饮料、美丽健康、国潮腕表、文化创意、复合功能地产、商业管理等业务板块，成为复兴集团的消费旗舰平台。

图 3：截至目前豫园形成了面向家庭消费、具有独特竞争优势的产业集群

城市产业地标		家庭快乐消费产业					线上线下会员及服务平台	
复地产发	大豫园片区	珠宝时尚	文化饮食	汉辰表业	美丽健康	文化创意	打造围绕家庭客户的 C2M 生态系统	
成都复星国际金融中心	豫园商城	老庙	松鹤楼	宁波汤团店	海鸥表	AHAVA	东家APP	
南京复地明日之城		亚一	松鹤楼面馆	上海梨膏糖	上海表	WEI蔚蓝之美	东家守艺人	
珠海复地·星愉湾		LUSANT	南翔馒头店	老城隍庙		愈感	湖心亭茶楼	
云尚·武汉国际时尚中心		DJULA	春风松月楼	乔老爷		XWAY未知之路	海上梨园	
长春复地星湖湾			绿波廊	如意情		童涵春堂	华宝楼	
上海徐汇滨江复星中心			上海老饭店	真尝家		希尔思高端宠物食品	银杏树下的守艺人	
			上海德兴馆	梨膏露		爱宠医生	丽云阁	
			和丰楼				永青假发	
							上海筷子店	
							东阳中国木雕城	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 复星控股赋能产业集群，管理层新老搭配共话平台未来

复星掌门人郭广昌实控，复星高科及复星旗下一致行动人合计控股 61.79%。实控人为复星集团创始人之一郭广昌，穿透后控股 85.29%。控股股东为复星高科及一致行动人，合计控股 61.79%。控股股东和实控人拥有绝对控股地位，股权结构集中稳定。

复星国际赋能快乐平台打造，未来聚焦主业步调一致。复兴高科母公司复星国际为港股上市公司（0656.HK），为复星旗下所有业务的控股平台。复星国际业务涵盖健康、快乐、富足、智造四大板块，分别对应医药健康、消费文旅、金融投资、工业制造，而豫园也形成了包含珠宝时尚、医药健康、豫园大片区运营、物业综合和度假村等板块在内的面向家庭消费的产业集群，与集团整体业务架构一脉相承，发展历程都离不开集团的赋能。现如今，豫园已确立了“打造全球一流的家庭快乐消费产业集群”的核心愿景和线上线下会员及服务平台、家庭快乐消费产业、城市产业地标的“1+1+1”战略布局，与集团“聚焦主业，瘦身健体”的战略步调相一致，集团未来预计将进一步聚焦于健康、快乐两大核心板块优势业务，公司在集团当中的战略地位将更加凸显，资源赋能力度更进一步。

图 4：复星掌门人郭广昌实控，复星高科及一致行动人合计控股 61.79%（截至 23 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，爱企查，浙商证券研究所

董事和高管团队新老搭配，复星老人具备全局视野，职业经理人消费产业背景深厚。

多位董事和高管加入复星 10 余年陪伴集团成长，多在不同板块内有丰富任职经历，使得公司管理层在业务布局、战略制定方面具备跨产业的全局视野。联席董事长王基平 2000 年加入复星，以复星蜂巢为平台致力于为中国城市提供产城融合全域解决方案，现兼任复星国际执行总裁；联席董事长石琨拓展了文化饮食产业和酒类业务的布局，现兼任复星国际副总裁；董事龚平 2011 年加入复星，现兼任复星国际执行董事和执行总裁；轮值总裁唐冀宁 2013 年加入复星，深耕西南复星蜂巢多年，现兼任蜂巢大中华区副董事长、复地集团董事长兼 CEO。

其他高管多为职业经理人，深耕消费品领域多年，消费产业背景深厚经验丰富。董事长黄震曾任佰草集总经理、上海家化副总经理，22 年起任公司董事长，兼任复星国际执行董事；轮值总裁胡庭洲曾于宝洁、柯达、百事、好时、相宜本草等著名消费品公司任职；副总裁张剑曾任 Bottega Veneta 中国总经理；副总裁吴毅飞长期从事产业投资工作，在大消费及物流供应链领域有丰富经验，20 年 10 月起担任金徽酒（SH.603919）董事；副总裁张弛 05-18 年在欧莱雅多个国家及中国担任多个重要岗位。

表 1: 董事和高管团队新老搭配, 兼具全局视野和消费产业背景

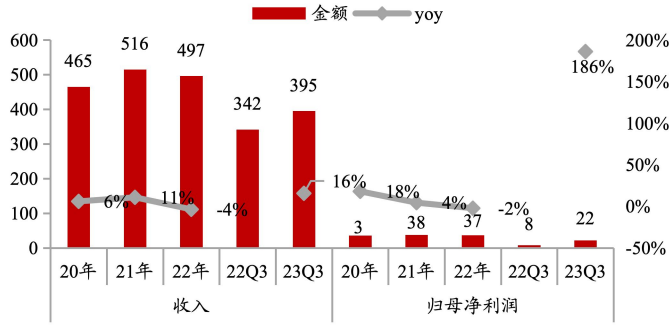
姓名	职务	出生年份	履历
郭广昌	实控人	1967	复星国际执行董事兼董事长, 复星集团创始人, 并担任复星控股和复星国际控股(分别为复星国际之直接及间接控股股东)董事及上海市浙江商会名誉会长等。先后于 1989 年和 1999 年从复旦大学取得哲学学士学位和工商管理硕士学位。
黄震	董事长	1971	上财本科。曾任佰草集总经理、上海家化副总经理。19-22 年任招金矿业非执行董事, 20-22 年任金徽酒董事, 22 年至今任复星集团执行董事, 现任豫园股份董事长、复星旅游文化非执行董事、三元食品董事、上海市政协委员、中国黄金协会副会长、中国宝玉石协会副会长等。
王基平	联席董事长	1970	同济本科。2000 年加入复星, 现兼任复星国际执行总裁、复星蜂巢董事长。一线深耕 29 年, 历经产业地产转型变革, 在构建具有产业深度的蜂巢产品方面经验丰富。
石琨	联席董事长	1980	南大本科、伦敦政经硕士。现兼任复星国际副总裁及联席首席投资官, 组建复星汉兴(杭州)私募股权投资基金。积极推动对中华老字号和传统文化品牌的产业投资和创新发展工作, 拓展了文化饮食产业和酒类业务的布局。
徐晓亮	董事	1973	华师本科、复旦 MBA。1998 年加入复星。13-20 年任豫园股份董事长, 17 年至今任复娱文化董事, 19-22 年任海南矿业董事, 19 年至今任复星医药非执行董事, 22 年至今任复星旅文执行董事, 现兼任复星国际执行董事及联席 CEO、上海市人大代表。
龚平	董事	1975	复旦本硕。2011 年加入复星。曾任复星总裁高级助理及企业发展部总经理、韩国三星总部全球战略顾问。现兼任复星国际执行董事、执行总裁兼首席财务官。
倪强	轮值总裁	1977	硕士学历。曾任上海良友公司策划部、法律事务部总经理、上海延华智能科技总裁助理、复地股份公共事务部总经理、总裁助理、高级副总裁、豫园股份副总裁、执行总裁、豫园商业发展董事长、东家文创董事长、复星蜂巢副董事长。
胡庭洲	轮值总裁	1976	上交本科, 中欧国际工商学院 EMBA。98-01 年担任宝洁客户运营经理, 01-05 年任柯达客户经理, 05-16 年任百事渠道副总监、食品东区总经理、饮料现代通路高级总监等, 16-17 年任相宜本草销售副总监, 17-20 年担任好时公司全球副总裁、大中国区总经理, 20-21 年任平安集团寿险首席产品官, 21-22 年任豫园股份执行总裁。
唐冀宁	执行总裁	1971	上交本科。2013 年加入复星, 深耕西南复星蜂巢多年, 曾任复地产发成都公司总经理、复地产发副总裁、执行总裁, 20 年至今担任豫园股份执行总裁。现兼任蜂巢大中华区副董事长、复地集团董事长兼 CEO。
邹超	执行总裁	1982	上海财大企业管理硕士。历任毕马威华振审计助理经理、审计员。11-15 年任世茂(HK0813)财务管理中心创新金融部负责人、内控部财务高级经理、财务专业经理、报表部财务副经理。15 年加入复星, 期间任复星地产财务董事总经理兼复地集团总裁助理、CFO, 复星地产资金执行总经理、财务分析高级总监、预算分析总监, 18-21 年任公司副总裁兼 CFO, 21 年起任公司执行总裁兼 CFO, 23 年 3 月起任执行总裁。
蒋伟	董事长助理、 董秘	1963	本科学历。07 年 12 月至今任豫园股份董事长助理兼董事会秘书。
张剑	副总裁	1976	专科学历。15-17 年任 Bottega Veneta 中国总经理, 18-20 年任豫园珠宝总裁, 20 年 12 月至今任豫园股份副总裁。
吴毅飞	副总裁	1979	硕士学历。长期从事产业投资工作, 在大消费及物流供应链领域有丰富经验。20 年 10 月起任金徽酒(SH603919)董事。17-19 年任复星集团总裁助理兼商流产业发展集团总裁, 20 年任豫园股份总裁助理兼战略投资中心总经理, 20 年 10 月-21 年 1 月任复星集团总裁助理、集团投资委员会秘书长、副 CFO、投资管理条线 CHO、战略投资发展部总经理、投资业务管理部总经理, 21 年 1-4 月任复星全球合伙人、复星集团总裁助理、集团投资委员会秘书长、复星大快乐产业运营委员会 CIO、副 CFO、战略投资发展部总经理、投资业务管理部总经理。21 年至今任豫园股份副总裁。
张弛	副总裁	1981	本科学历。05-18 年在欧莱雅多个国家及中国担任多个重要岗位。05-10 年任欧莱雅加拿大兰蔻与碧欧泉品牌群产品经理, 10-12 任碧欧泉与赫莲娜品牌市场总监, 12-13 年任碧欧泉全国销售及培训总监, 13-15 年任碧欧泉中国品牌总监, 15-16 年任碧欧泉及科莱丽双品牌总监, 16-18 年任欧莱雅中国专业美发线及美奇丝品牌总经理。18-20 年任尤利西斯雅典品牌北亚及大中华区总裁, 20-22 年任 Bottega Veneta 中国区总经理, 22 年至今任公司副总裁。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 经营稳健, 珠宝时尚业务盈利稳定, 占比逐年增加

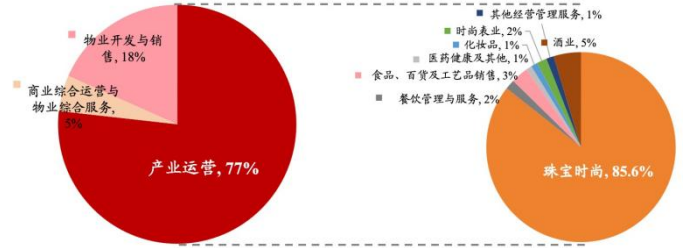
经营稳健，珠宝时尚为核心业务之一。22年豫园股份主营收入4.97亿元，同比下降3.7%，归母净利润36.8亿元，同减2.3%。从收入拆分来看，22年收入4.97亿=77%产业运营+18%物业+5%商业综合运营（以上均为追溯后数据）。（由于细分产业数据没有追溯口径，因此以下数据及下文采用的所有细分产业数据统一使用未追溯口径）其中，珠宝时尚收入占产业运营85.6%，占豫园整体收入的66%，为豫园核心业务之一。

图5：豫园股份近年经营稳健，业绩相对稳定（亿元）



注：该图为追溯后数据；资料来源：公司公告、浙商证券研究所

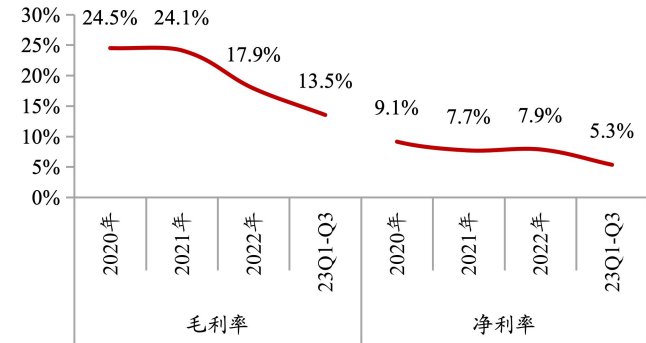
图6：22年珠宝时尚收入占消费产业运营85.6%，占整体66%



注：左图口径为追溯后，右图口径为未追溯；资料来源：公司公告、浙商证券研究所

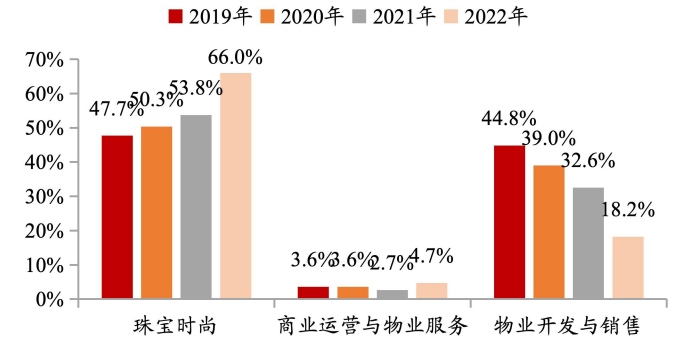
聚焦珠宝主业，毛利率较低致综合利润率有所下行。近年来毛利率和净利率呈下行趋势，2022年毛利率/净利率分别为17.9%/7.9%，较2020年分别下降6.6pp/1.3pp，主要原因是毛利率较低的主业珠宝时尚占比由19年48%逐年增加至22年66%，20-23H1珠宝时尚毛利率在7%-9%间波动，毛利率较低为黄金珠宝行业特征，公司黄金珠宝产品盈利能力与行业平均水平无异。

图7：整体利润率有所下行



资料来源：wind、浙商证券研究所

图8：珠宝时尚占主营收入比例逐年增加



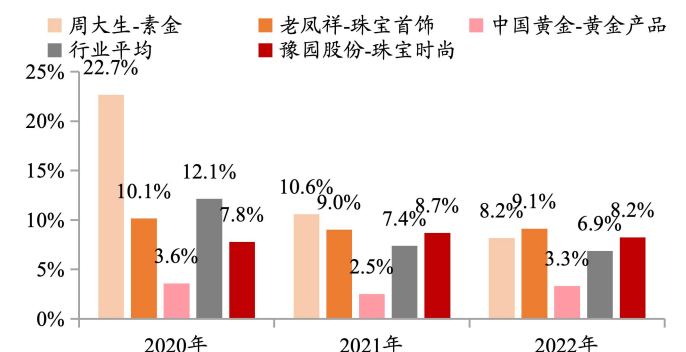
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图9：珠宝时尚业务毛利率较低

	2020年	2021年	2022年	2023H1
产业运营	11.38%	13.7%	12.8%	
珠宝时尚	7.8%	8.7%	8.2%	8.3%
餐饮管理与服务	63.3%	65.2%	63.3%	68.3%
食品、百货及工艺品	-2.1%	-8.1%	10.2%	11.2%
医药健康及其他	20.1%	17.0%	18.5%	23.0%
化妆品	70.4%	57.2%	59.7%	68.4%
时尚表业	28.1%	26.8%	31.9%	35.1%
其他经营管理服务	83.5%	88.9%	66.3%	85.2%
酒业	43.59%	45.2%	45.1%	44.1%
商业综合运营与物业综合服务	48.36%	51.9%	32.7%	
商业综合及物业综合服务	60.4%	41.7%	15.5%	33.3%
度假村	87.0%	81.3%	83.6%	67.5%
物业开发与销售	40.2%	27.4%	23.4%	16.2%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图10：黄金产品毛利率较低，公司与行业平均无异



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

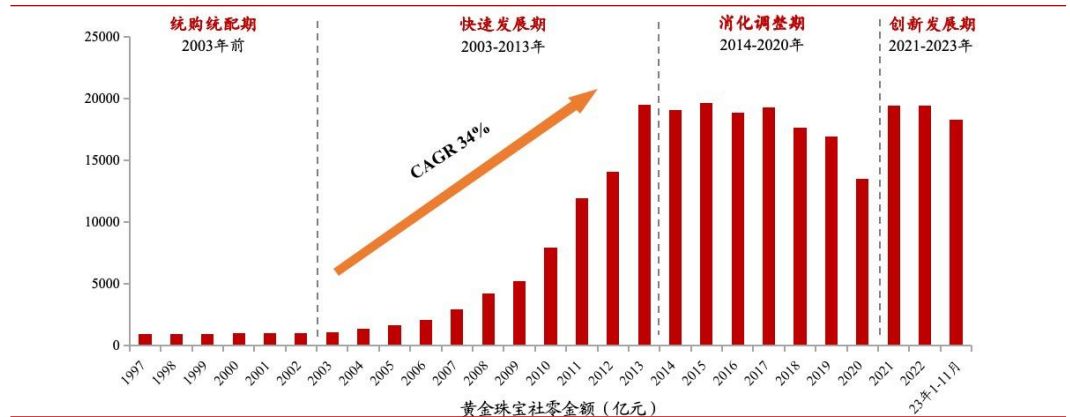
2 黄金珠宝空间广阔，品牌和产品或将成未来竞争核心

2.1 长短期因素共振，虽历经波动但空间广阔

2.1.1 复盘：与收入水平和金价波动密切相关

复盘我国黄金消费发展历程，大致经历 2003 年前“统购统配期”、2003-2013 年“快速发展期”、2014-2020 年“消化调整期”和 2021-今“创新发展期”：

图 11：我国黄金消费大致经历 4 个阶段



资料来源：wind，浙商证券研究所

1) 2003 年前：统购统配期

1982 年，国内开放黄金饰品零售市场，民间金银贸易逐渐恢复。1983 年，国务院规定黄金的收购、配售、价格制定和生产加工等业务统一归口中国人民银行管理，由国家金银进行统一管理、统购统配。

2) 2003-2013 年：快速发展期

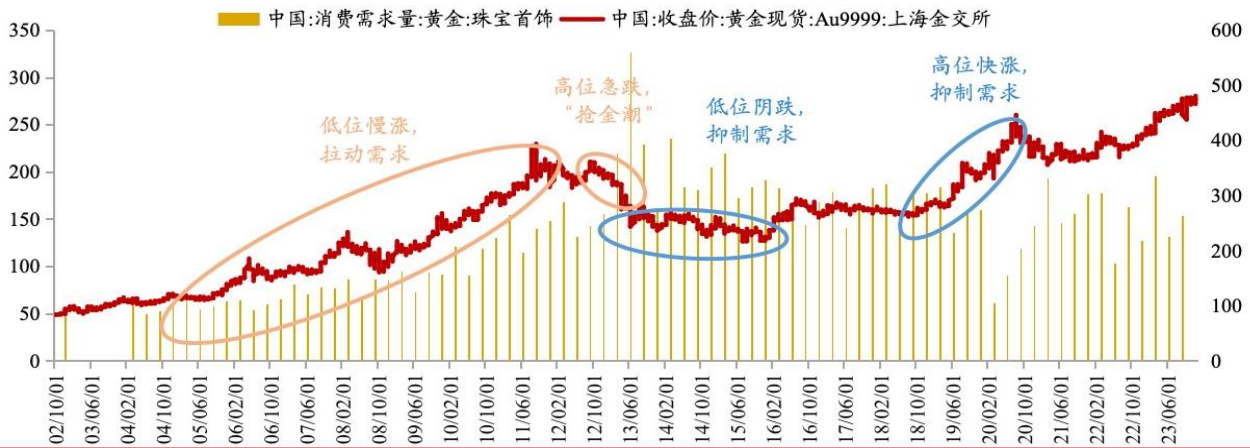
2002 年 10 月上海黄金交易所开业，中国黄金市场走向全面开放，至此国家废除了持续 50 年的金银统购统配制度。这一时期，我国黄金珠宝社零金额以 34% 的复合增长率逐年增长至 19486 亿，高速增长主要受人民收入水平逐年提升和金价低位慢涨两方面因素驱动。黄金消费需求和金价的波动有一定相关性，金价慢涨/急跌提振销量，快涨/阴跌抑制消费。

图 12：我国居民收入水平逐年提升



资料来源：ifind，浙商证券研究所

图 13: 黄金消费需求和金价的波动有一定相关性 (吨, 元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

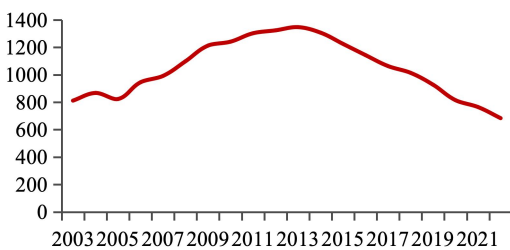
3) 2014-2020 年: 消化调整期

金价低位阴跌/高位快涨, 抑制黄金消费需求; 结婚登记对数迎来拐点, 逐年下降, 婚嫁刚需减少; 叠加 13 年抢金潮透支部分需求需消化, 行业景气水平有所回落。19 年黄金珠宝社零较 13 年减少 13%。

4) 2021 年-今: 创新发展期

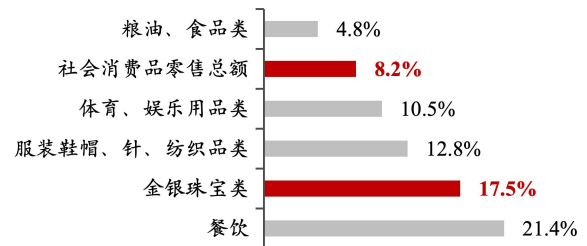
黄金珠宝工艺改进+产品设计创新+国潮文化、悦己需求崛起, 供需两端共振支撑黄金消费回归高景气。3D/5G/古法金等黄金工艺改进支撑黄金饰品化发展趋势, 国潮文化崛起引发年轻消费群体对古法金的文化认同, 黄金消费呈现年轻化趋势。黄金消费饰品化、年轻化是本轮黄金首饰消费高景气度的支撑力所在。21-22 年上半年, 金价高位回落后期较为平稳, 利于消费者购买; 23 年上半年, 金价持续上行, 叠加线下消费场景复苏, 对黄金消费起到支撑作用, 同时宏观经济走弱, 黄金本身所具有的保值、抗通胀等属性受到消费者欢迎。23 年上半年, 金银珠宝类社零增速 17.5%, 位居社零整体第二, 行业重现高景气度。

图 14: 全国结婚登记对数 (万对)



资料来源: ifind, 浙商证券研究所

图 15: 23 年上半年金银珠宝社零位居整体社零第二



资料来源: ifind, 浙商证券研究所

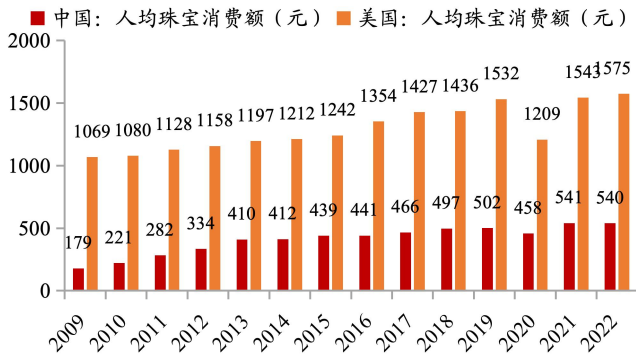
2.1.2 展望: 短期消费+投资拉动需求, 长期经济发展支撑扩容

长期看, 当前我国人均珠宝消费仅为美国 1/3, 随经济发展扩容空间广阔。目前我国已是世界上最大的黄金珠宝生产国和消费国之一, 市场规模巨大, 在经历“黄金”十年的发展后, 总体规模远超美国。尽管 2013 年后需求量和消费量有所下行, 但究其原因, 下行力量多为短期因素。长期来看, 据欧睿市场规模数据可计算得出当前中国人均珠宝首饰消费额仅约为美国 1/3, 随着我国经济不断发展、居民消费水平不断提高, 珠宝市场有望进一步扩容。

短期看, 黄金的投资保值属性进一步刺激消费者需求。目前金价进入慢涨通道, 叠加经济弱复苏, 外部缺乏强稳定性投资工具, 黄金的投资保值属性进一步刺激消费者需求。

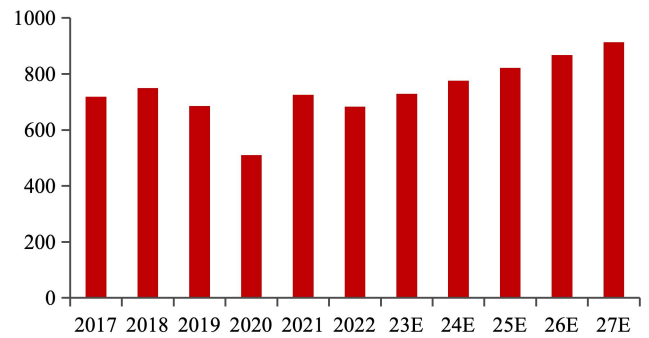
据弗若斯特沙利文数据，预计 23-27 年中国按加工量划分的中国黄金珠宝的市场规模将复合增长 6%至 913 吨。

图 16: 中国人均珠宝首饰消费额仅约为美国 1/3



资料来源: 欧睿, wind, ifind, 浙商证券研究所

图 17: 按加工量划分的中国黄金珠宝的市场规模 (吨)



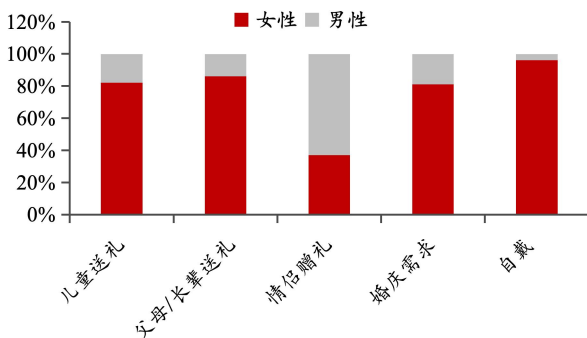
资料来源: 世界黄金协会, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

2.2 “悦己”觉醒，“国潮”风起，金饰消费场景拓展

2.2.1 年轻化+女性力量推动悦己自戴成为金饰消费主要场景

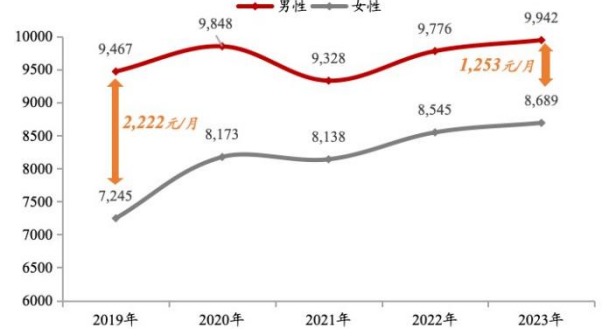
金饰消费以女性为主导，女性工作能力和消费能力提升为黄金珠宝消费奠定基础。如图 18 所示，女性在除“情侣赠礼”外的其他所有珠宝消费场景中占据主导，而在“情侣赠礼”中虽男性占据主导，但他们珠宝消费驱动的来源也很大程度上来源于其另一半。这也与“她经济”的崛起遥相呼应——当今时代，中国女性的工作能力和购买力都在快速上升。麦肯锡在 2019 年的报告中指出，女性贡献了中国 41% 的 GDP，到 2025 年这一比例可能达到 54%；而据智联招聘和仲量联行研究部 23 年的《女性消费力洞察报告》，中国职场收入性别差别已由 2019 年的 2222 元/月收窄至 23 年的 1253 元/月，这一趋势将加速女性消费基本盘规模的扩大，同时也有利于社会面总体消费支出的边际增长，为黄金珠宝消费奠定基础。

图 18: 女性为除“情侣赠礼”外所有珠宝消费场景的主导



资料来源: 中国黄金报社、世界黄金协会《2022 年中国金饰市场趋势洞察》，浙商证券研究所

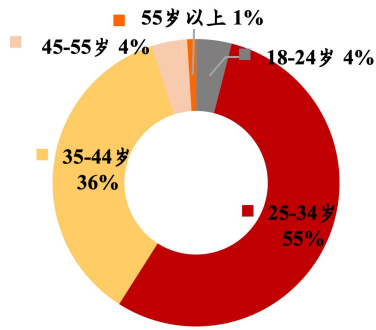
图 19: 职场收入性别差缩小，女性消费力提升



注: 数据统计截至到 2023 年第一季度。资料来源: 智联招聘、仲量联行研究部, 浙商证券研究所

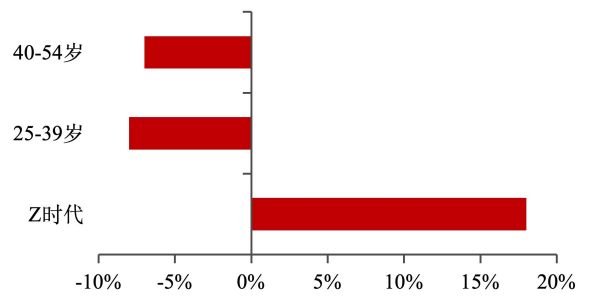
随着年轻一代消费者消费能力的提升，中国黄金珠宝消费主力正在向年轻化方向发展。据时代数据和《2022 国潮珠宝研究报告》，2021 年中国内地黄金珠宝消费者中，25-34 岁年龄层占比以 55% 高居第一，而 35-44 岁年龄层占比 36% 位居第二；据时代数据和《2021 年贵金属首饰消费调查》，中国贵重首饰消费历来由女性主导，其中 Z 世代女性获得的贵重首饰件单价在 2018 年到 2020 年间增长了 18%，增幅远高于其他年龄段。可见 25-34 岁的年轻一代和“Z 世代”消费者将成为未来珠宝消费的主要人群。

图 20: 21 年黄金珠宝消费者 25-34 岁占比最多



资料来源: 时代数据,《2022 国潮珠宝研究报告》, 浙商证券研究所

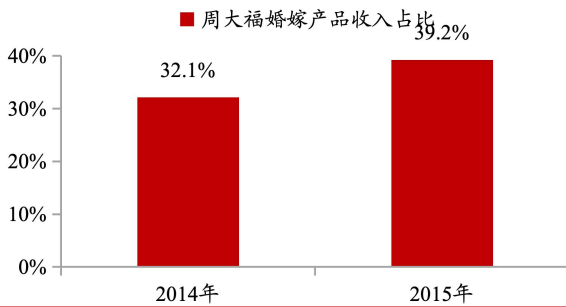
图 21: 18-20 年 Z 世代女性贵重首饰件单价增幅最高



资料来源: 时代数据,《2021 年贵金属首饰消费调查》, 浙商证券研究所

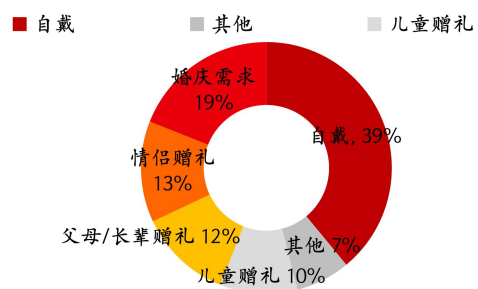
随着消费观念的改变和消费力的提升, 年轻一代消费者不再刻意强调消费时机, 购买珠宝首饰呈现日常化趋势, 悦己自戴成为黄金珠宝消费的主要场景。婚庆需求以往被认为是中国珠宝首饰的销售大头, 周大福 2014 和 2015 财年婚嫁市场零售额分别占其零售总额的 32.1% 和 39.2%。但据世界黄金协会《2022 年中国金饰零售市场洞察》, “自戴”已成为中国珠宝消费最重要的消费场景, 贡献了 39% 的零售收入, 反超婚庆需求 (仅占 19%)。

图 22: 婚庆产品收入曾占周大福收入 3 成以上



资料来源: 周大福公告, 浙商证券研究所

图 23: 2022 年“自戴”对珠宝零售商收入贡献最大

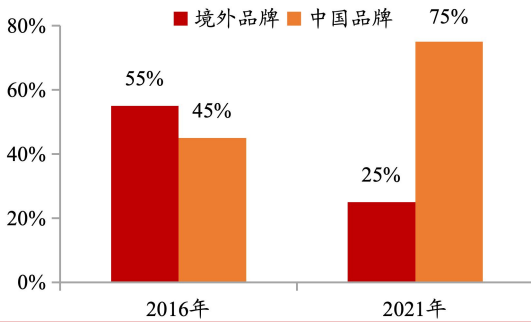


注: 数据收集于 2022 年 7 月末。零售收入包括黄金、钻石、铂金和其他珠宝产品的销售额。资料来源: 中国黄金报社, 世界黄金协会,《2022 年中国金饰零售市场洞察》, 浙商证券研究所

2.2.2 国潮成为国货品牌差异化竞争的优势赛道

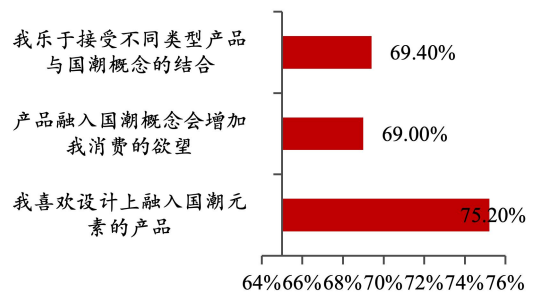
国潮审美崛起, 国货和中国元素产品关注度和认可度提高。国潮意指将中国特定元素/中华传统文化与当下流行元素融合成为流行时尚的潮流。传统文化的底蕴和随着中国国力增强而不断提升的文化自信是“国潮”兴起的主要推动力量。大多数消费者对国潮元素持积极态度, 并有购买含有国潮概念产品的倾向。据《2021 百度国潮骄傲大数据》, 2021 年中国品牌关注度占比 75%, 相比于 2016 年的 45% 有巨大的飞跃, 同时远超境外品牌的 25%; 据巨量算数《2020 国货品牌力发展报告》, 有 75% 的消费者表示喜欢设计上融入国潮元素的产品, 并有 69% 的消费者表示融入国潮概念的产品会增加消费的欲望。中国具有悠久的穿金戴银历史, 金饰和特定的传统元素 (如转运珠) 的吉祥、平安、幸福等美好寓意流传至今并深入人心, 国潮审美的推动是黄金珠宝消费增加的动力之一。

图 24: 21 年消费者对中国品牌关注度远超境外品牌



资料来源:《2021 百度国潮骄傲大数据》, 浙商证券研究所

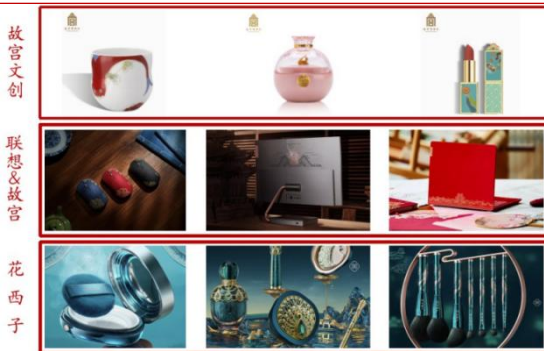
图 25: 近 7 成消费者认为国潮概念会增加消费欲望



资料来源: 巨量算数《2020 国货品牌力发展报告》, 浙商证券研究所

国潮成为国货品牌与海外品牌差异化竞争的优势赛道。相比于海外品牌, 中国品牌对中国传统文化和中国消费者的情感的理解更深, 在研发和产品设计过程中, 更能够通过对中国元素的挖掘与创新, 将其与当下时尚潮流结合, 促进消费者在接触产品时产生情感共鸣, 完成从产品到“民族意识”的闭环。例如故宫博物院深度挖掘明清皇家文化元素, 并融入到产品开发中, 打造了互联网时代超级文化 IP——故宫文创; 联想携手故宫文创推出“入故宫、满芳华”系列产品, 巧妙融合国风与科技, 取得了不错的销售成绩; 花西子延续了中国古代女子“以花养颜”的理念, 推出“雕花口红”“陶瓷系列”“苗族印象”等产品, 并选用东方古典范的杜鹃作为代言人, 整体品牌定位指向中国审美, 2021 年 3 月上线日本亚马逊, 上线当日“同心锁”口红登上日本亚马逊口红销售前三榜单。由此可见, 品牌通过将中国元素融入产业线, 激起消费者的文化自信和民族自信, 让消费者相信“只有民族的, 才是世界的”, 因此愿意为其买单。而本土黄金珠宝企业也纷纷推出国潮系列产品, 如周大福的传承系列、周大生的国家宝藏系列、老庙黄金的古韵系列等, 都将传统工艺和传统文化元素融入黄金饰品设计中, 形成独特的国潮产品系列。

图 26: 各品牌的国潮风系列产品



资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

图 27: 各黄金品牌国潮风系列产品

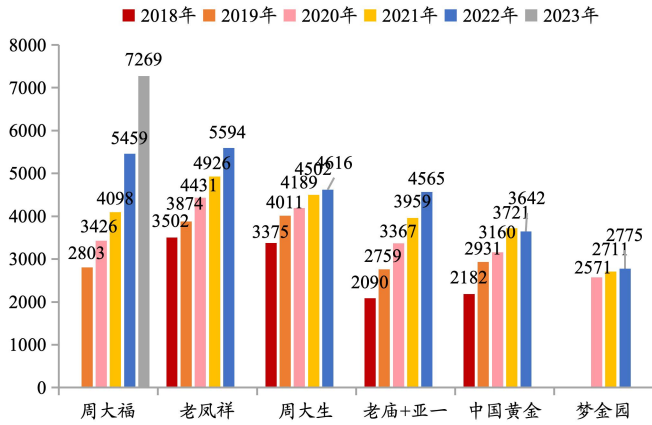


资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

2.3 渠道拓展奠定声量, 品牌心智和产品创新或将成未来竞争核心

我国黄金珠宝企业发展过去以渠道拓展为主要驱动力。回顾我国各黄金珠宝企业发展历程, 国内黄金珠宝品牌主要通过加大渠道布局、加速门店扩张以提高市场占有率。一方面此前绝大部分珠宝品牌产品同质化严重, 产品力和品牌力区分度不足; 另一方面黄金珠宝由于客单价高、重体验(佩戴效果不确定)、信任成本极高(保真及售后)等原因较为依赖线下渠道, 因此通过尽可能多的渠道触及更多消费者、以门店数量换取市场空间是最具效率的发展驱动力。2018 年-2022 年国内各主要黄金珠宝品牌门店数量都有较快增长, 加盟店数量增速尤为迅速, 渠道拓展也为各品牌奠定了一定的声量基础。

图 28: 18-22 年国内各主要黄金珠宝品牌门店数量快速增长



注: 周大福财年划分为去年 4 月-当年 3 月, 如 2023 财年对应 2022 年 4 月-2023 年 3 月。资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

图 29: 各品牌多以加盟店方式快速拓展渠道

		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
周大福	直营		1505	1490	1438	1447	1708
	加盟		1298	1936	2660	4012	5561
老凤祥	直营	164	166	162	171	180	
	加盟	3338	3708	4269	4755	5414	
周大生	直营	302	278	249	238	249	
	加盟	3073	3733	3940	4264	4367	
老庙+亚一	直营	181	199	207	223	250	
	加盟	1909	2560	3160	3736	4315	

注: 周大福财年划分为去年 4 月-当年 3 月, 如 2023 财年对应 2022 年 4 月-2023 年 3 月。资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

品牌心智是提升品牌溢价的根本, 需依靠差异化和不断迭代的产品力支撑。珠宝首饰的可选、低频、高客单特征决定了品牌心智是最高溢价能力和最牢固护城河。品牌心智的背后是文化价值和情感人格的认同, 通常需历史积淀和名流背书, 同时品牌心智需差异化和不断迭代的产品力作为支撑。相比于国外珠宝首饰品牌, 我国消费者为国内黄金珠宝品牌支付的价格仍多为黄金实物价格, 按克重收费模式占比显著多于一口价模式, 品牌溢价部分较少, 究其原因, 一方面是品牌历史较短, 积淀不足, 同时缺乏名流背书; 另一方面, 此前我国黄金珠宝品牌囿于工艺和技术等条件, 造型多样性和美观度不足, 再加上重渠道、轻研发的战略, 造成产品精美度不足、同质化严重, 未能形成强有力的产品力。

工艺进步为产品创新提供条件。近年来黄金加工工艺技术有了较大改进, 足金在硬度、延展性、色泽等方面的有了大改进, 高可塑性能够支撑美观性、功能性需求, 黄金珠宝消费属性增强, 工艺进步推动“一口价”产品力提升、接受度提升。按克计黄金一般毛利率 15-25%, 一般为基础金价+70 元以上, 在 500-600 元/g 左右, 而一口价黄金毛利率能达到 40-50%, 一般基础金价+200 元以上, 在 700 元/g 以上, 甚至可以达到 1000 元/g。

表 2: 主要黄金工艺介绍

细分	工艺	应用时间	特点	计价
足金 999	传统	较早	色泽赤黄, 不容易泛色; 质地软, 易磨损、变形, 不太适合镶嵌各种精美宝石。	按工艺复杂程度, 传统类及其他非复杂款式的为克重+工费; 复杂款式多为一口价。 工费: 足金 < 古法黄金 < 3D 硬金
	3D 硬金	2014	采用了更加先进的电铸技术工艺, 同体积大小的饰品重量仅为普通足金的 30%, 虽然用金量少, 硬度是传统千足金的 4 倍, 可制作成更加立体、复杂的造型。缺点是空心, 可能导致永久性损坏。	
	古法金	2018	模仿古代制作金属器物的手工技艺, 工艺复古, 做工工艺非常厚实, 一般大小一样的黄金手镯, 古法金要比普通金克重占比大三分之二, 不易变形, 可做空心。	
	5G	2017	5G 黄金是在溶金过程中加入石墨烯与其他稀有元素, 再经高温熔炼催化, 改变分子结构排列方式, 使黄金分子结构更加紧密, 增加材料硬度, 实现多种造型, 更具时尚感。	
K 金	K 金	较早	少量银/铜/锌等, 按颜色分 K 白/K 黄/K 红等。按含量分 24K (99%) / 18K (75%) 等	

资料来源: 公开资料整理, 浙商证券研究所

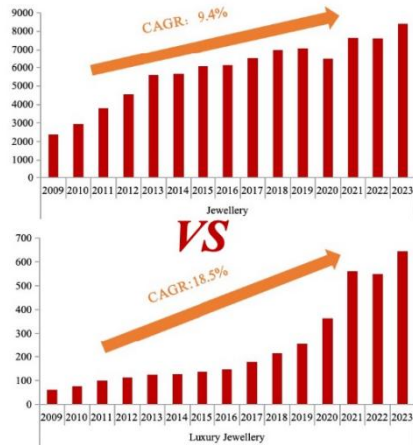
- **3D 硬金:** 第 4 代黄金工艺, 硬度明显提升, 比前三代产品的硬度提高了 4 倍, 接近 18K 金的硬度, 有效克服了足金首饰硬度低、容易磨损的缺点, 被广泛应用于复杂造型。

- **5G 黄金：**第 5 代黄金工艺，2017 年上市。5G 黄金是在溶金过程中加入石墨烯与其他稀有元素，再经高温熔炼催化，改变分子结构排列方式，使黄金分子结构更加紧密，增加材料硬度。关于“5G”有不同的解释，一说 Grace 优雅：韧性和延展性高；Glorious 璀璨：拥有天然 24K 夺目金色，闪耀不易褪色；Gentle 高尚：足金 999 含金量；Genius 天赋：做工精细；Gusty 坚定：硬度高（Good hardness）。一说“五好工艺黄金”：Good hardness（硬度高）、Good purity（纯度好）、Green ecosystem（生态的）、Glitter（闪耀的）、Graceful（时髦的）。
- **古法黄金：**是采用接胎，锤揲，花丝，篆刻，镶嵌，修金等工艺手法打造的黄金。伴随着国风国潮的兴起，古法黄金盛行。

2.4 消费弱复苏下龙头优势凸显，集中度提升空间大

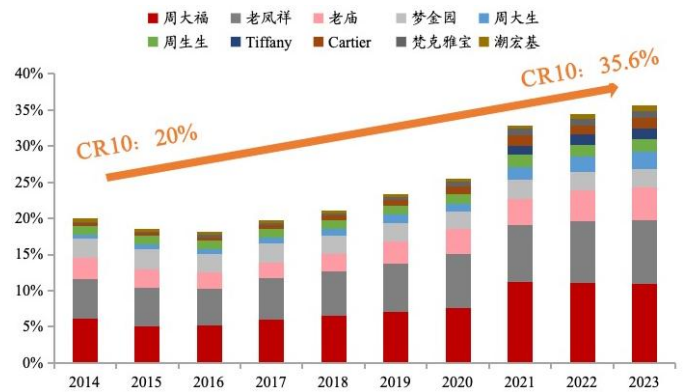
我国珠宝行业呈现明显的品牌化趋势，集中度有望进一步提升。我国整体珠宝首饰市场规模自 2009 年以来呈现个位数的低速增长，复合增长率 9.4%，但是奢侈品珠宝复合增速达 18.5%。集中度也呈现提升趋势，CR10 从 14 年 20% 升至 23 年 35.6%，珠宝首饰行业内竞争企业众多，包括国内品牌、港资品牌和国外品牌等，除此之外，还有大量知名度较低、规模较小的珠宝企业。消费弱复苏和行业竞争加剧背景下，中小珠宝品牌尤其是单体品牌将加速翻牌出清，而龙头企业由于具有丰厚资本积累、声量基础和一定品牌心智，预计将逆势扩张，我国珠宝市场集中度有望进一步提升。

图 30：奢侈品珠宝首饰复合增速远高于整体珠宝市场



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图 31：我国珠宝首饰市场集中度呈上升趋势



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

3 置顶东方美学，打造快乐时尚消费产业集群

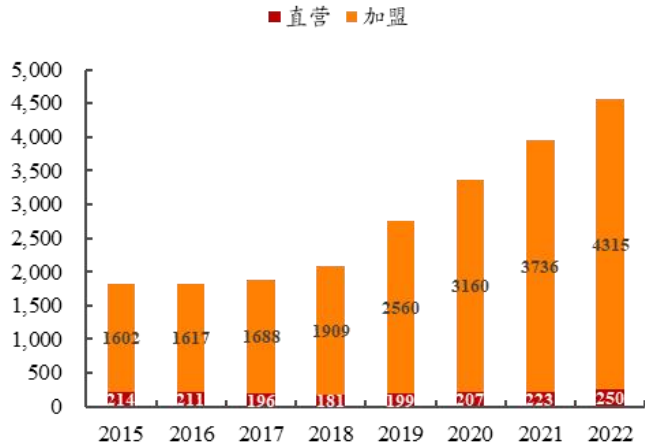
3.1 珠宝时尚：古韵弄新潮，业务焕新生

22 年逆势增长，渠道扩张加速。22 年公司珠宝时尚收入 331 亿元，逆势增长 20.5%。近年公司加速网点拓展，按品牌来看，21/22 年净增加“老庙”和“亚一”两个品牌营业网点 592/606 个。截至 22 年，“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达 4565 家（250 家直营+4315 家加盟店）。此外，豫园珠宝加盟体系已开始围绕老庙加盟商，通过数字化升级提高精细化管理，目前进行新模式试点的加盟商单店盈利能力可观。

品牌心智强势+工艺革新+爆款驱动，发展迅猛。黄金品类工艺革新，兼具装扮审美+投资价值属性，老庙秉持对传统文化的沿袭与创新，将“好运文化”以新中式美学进行诠释与演绎，不断推陈出新，呈现“福、禄、寿、喜、财”五运概念下的系列佳品。产品结

构持续优化，老庙有鹊、小象呼禄 IP 系列等成为销售过亿爆款，22 年老庙有鹊婚嫁系列销售破 2.4 亿。据豫园公众号，23Q1 老庙古韵金销售额超 30 亿元（含税），同增 72%，产品竞争力凸显。

图 32: 近年来老庙&亚一网点拓展加快 (个)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 33: 老庙以好运文化为精髓, 引领新中式文化



资料来源: 老庙官网, 浙商证券研究所

收购+合作+孵化, 构建多元化品牌矩阵。公司珠宝时尚旗下品牌包括: 1) 豫园珠宝时尚集团控股法国珠宝品牌 DJULA, DJULA 定位年轻时尚, 以强设计为驱动, 截至 22 年 DJULA 直营网点 19 家。2) 前瞻布局成立培育钻石品牌露璨 LUSANT, 并于 22 年开始线下布局。

表 3: 豫园珠宝品牌产品矩阵

	老庙	亚一	DJULA	LUSANT
图例				
定位	中华老字号黄金珠宝	中华老字号黄金珠宝	法国设计师珠宝品牌	培育钻品牌
价格带	大众	大众	轻奢	轻奢
布局方式	自有品牌	自有品牌	控股	自研
门店数量	品牌连锁网点共 4565 家(250 个直营网点+4315 家加盟店)+老庙黄金门店 55 + 亚一门店 2 家		直营网点 19 家 + 门店 2 家	门店 2 家

资料来源: 公司官网、公司公告、浙商证券研究所

3.2 文化饮食: 重要性提升, 中华传统饮食文化产品矩阵建立

文化餐饮和食品饮料业务: 新一轮发展的重点产业之一, 老字号品牌赋能。公司文化餐饮业务名列全国餐饮行业前 60 强, 主营正餐、休闲餐饮、美食广场和潮流娱乐等业态, 旗下拥有一批上海市著名商标、百年中华老字号, 其中包括 4 个中华老字号——南翔馒头店、上海老饭店、上海德兴馆、松鹤楼; 和 2 个上海老字号——绿波廊、春风松月楼。

图 34: 豫园文化餐饮&食品饮料矩阵



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

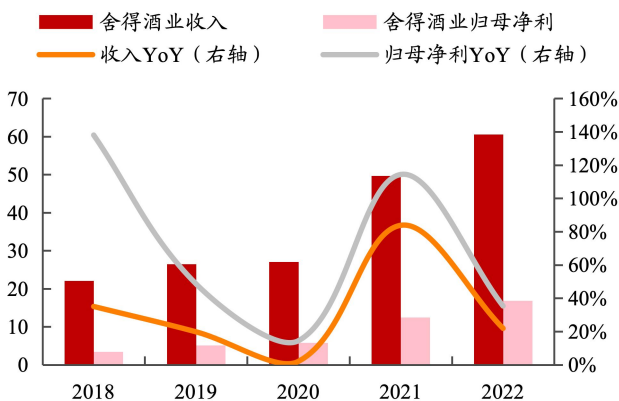
图 35: 公司拥有 4 个中华老字号和 2 个上海老字号品牌



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

酒业: 集团赋能“舍得”出海, 减持金徽解决同业竞争。公司持有四川沱牌舍得集团有限公司 70% 股权, 舍得集团控股上市公司“舍得酒业”。22 年舍得酒业营收 60.6 亿元, 同比增长 22%, 归母净利润 16.85 亿元, 同比增长 35%。舍得酒业坚持“老酒、多品牌矩阵、年轻化、国际化”战略, 坚持“稳价格、控库存、强动销”的总体营销策略, 传统市场稳中有升, 重庆、苏南等新兴市场增长快速。此外, 复豫酒业积极赋能舍得出海, 目前舍得已进入免税渠道, 并在德国、日本、韩国等地多个重要国际盛会上亮相。

图 36: 舍得业绩表现 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

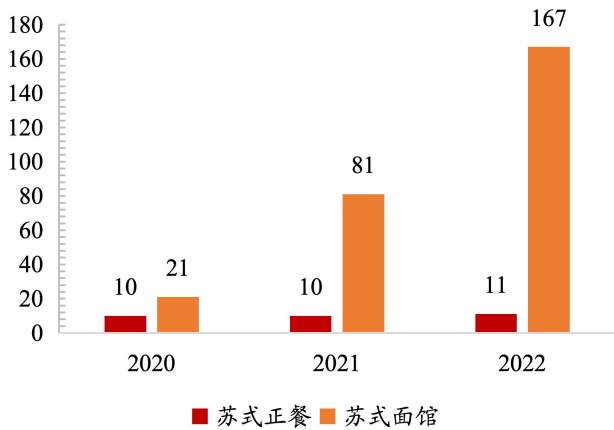
图 37: 舍得全球品牌上市会



资料来源: 舍得酒业官方微信公众号, 浙商证券研究所

餐饮服务: “一碗面+两个包子”连锁化发展进入快车道阶段。2020 年起公司整合文化餐饮、文化餐娱成立豫园文化饮食集团, 开启连锁化步伐, 不断探索连锁化、标准化、数字化建设, 推动供应链和终端管理, 文化饮食直营网点数逐年稳步增长。截至 22 年文化饮食直营网点 207 家, 其中松鹤楼连锁化持续推进, 共 178 家 (苏式正餐 11 家+松鹤楼面馆 167 家), 较 21 年增长超 80 家, 成功打入天津、武汉、长沙等市场; 南翔品牌聚焦战略重塑, 探索连锁化; 松月楼小店模型加速试点跑通, 目前已有 10 余家门店。

图 38: 松鹤楼门店数量 (含正餐和面馆)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 39: 松鹤楼苏式汤面&南翔馒头&松月楼包子



资料来源: 豫园股份微信公众号, 浙商证券研究所

食品饮料: 经过整合提升, 逐步形成以“老城隍庙”品牌为核心的中华传统饮食文化产品矩阵。22年新零售品牌“真尝家”预制面销售破3000万, 23Q1完成了4.0版本进化。预包装食品与老字号餐饮彼此借力产生品牌共鸣, 看好流通食品(尤其是预制菜)发展。

3.3 大豫园片区: 建设揭开帷幕, 核心区位优势强化

核心区位优势, 打造“最上海”文化商业地标。大豫园片区涵盖豫园一期、二期、福佑地块和BFC外滩金融中心, 其中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(已建成), 年人流量约4500万人次(正常年份), 具有极强的区位优势。23年1月9日, 国家商务部发布12个全国示范智慧商圈和16个全国示范智慧商店, “豫园商圈”入围首批“全国示范智慧商圈名单”。

图 40: 大豫园片区



资料来源: 豫园股份微信公众号, 浙商证券研究所

图 41: 豫园商圈入围首批全国示范智慧商圈名单

首批全国示范智慧商圈、全国示范智慧商店名单
(按行政区划排序)

序号	地区	全国示范智慧商圈	全国示范智慧商店
1	北京	北京市三里屯商圈	三里屯太古里南区
2	天津	天津市佛罗伦萨小镇商圈	创意米兰生活广场
3	上海	上海市豫园商圈	外滩金融中心
4	江苏	南京市新街口商圈	金鹰国际南京购物中心 新街口苏宁易家旗舰店
5	浙江	杭州市湖滨商圈	湖滨银泰
6		杭州市武林商圈	解百商业 杭州大厦
7	安徽	合肥市淮河路商圈	百大鼓楼名品中心金座
8	山东	济南市泉城路商圈	泉城路贵和购物中心 正佳广场

资料来源: 豫园股份微信公众号, 浙商证券研究所

3.4 其他: 时尚表业&化妆品整装出发

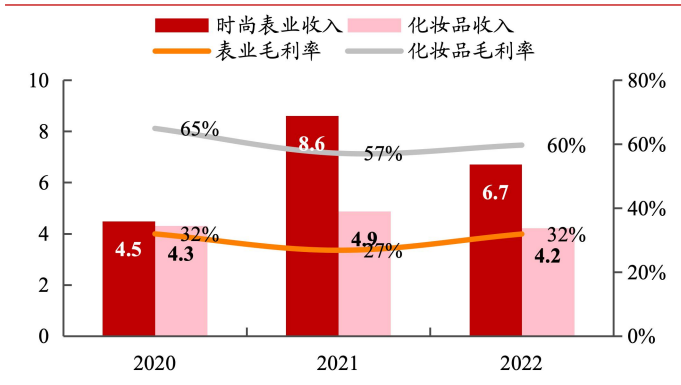
时尚表业: 持续提高品牌声量, 布局上下游强化供应链。“海鸥”、“上海”两大国表品牌在国人心中拥有较高的品牌知名度和美誉度。汉辰表业集团近3年营业收入复合增长率为28%, 2022年成表毛利率增长至45%; 标志性产品线延伸, 高端陀飞轮专项, 补强细分市场占有。同时, 收购天时用于补强线上渠道, 收购石家庄海燕用于进一步提高机芯生产能力。建立技术标准, 产品设计斩获国际大奖。截至2022年末, 时尚表业直营网点共47家, 其中汉辰钟表行3家、海鸥表业38家、上海表业6家。

化妆品：夯实现有品牌+外延投资打造品牌矩阵，拓展海外渠道。参股重建以色列珍宝级品牌—AHAVA，聚力打造千万级爆品；孵化 XWAY 国潮彩妆，跨界联名热门 IP 三丽鸥；WEI 保持丝芙兰独家品牌第一的地位。

医药健康：童涵春堂是中药老字号品牌，从清朝乾隆年间创立至今已有两百多年历史，具有较高的知名度和市场认可度。豫园美丽健康集团通过“童涵春堂”品牌从事医药的批发和零售业务、中药饮片制造，近年来，形成了冬虫夏草、精致饮片、人参（粉）、西洋参系列等知名系列产品。

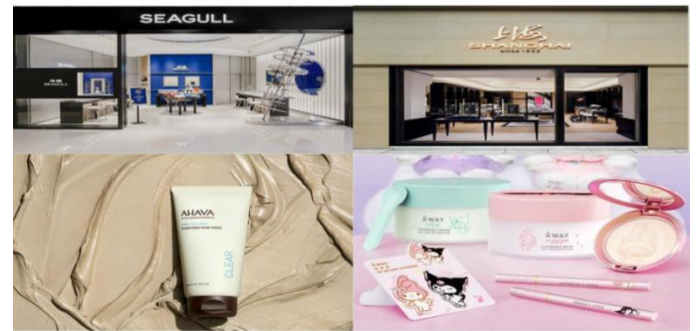
截至 2022 年末，美丽健康直营网点 66 家，其中：童涵春堂 34 家、AHAVA32 家（国内 18 家、国外 14 家）。

图 42：时尚表业和化妆品收入（亿元）和毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 43：“上海”表 & “海鸥”表 & AHAVA & XWAY



资料来源：豫园股份公司官网，浙商证券研究所

4 战略方向：东方美学开疆拓土，内外兼修大象起舞

4.1 战略端：东方美学，价值重塑

塑造文化价值观，用科创力将东方美学内化为产品力和品牌力。国潮崛起为豫园的“东方生活美学”置顶战略提供了历史性的发展机遇。公司的“东方生活美学”战略蕴含 3 层含义，第一，公司着力塑造文化价值观，以“最上海、最中国”的豫园商圈为基础构建具有国际影响力的文化交流平台，弘扬以东方生活美学为代表的中国文化。第二，着力将拥有先天文化优势的大豫园片区打造成为极具东方生活美学魅力的文化商业地标和全球时尚文化秀场，让更多中国优质品牌、老字号、手工匠人、设计师在大豫园片区汇聚、交流、创新，进而孵化、培育、壮大中国原创、中国设计、中国时尚的力量。第三，通过科创能力将东方生活美学内化成产品力和品牌力，如用大数据能力去挖掘新的消费趋势，用更适合当代中国消费者的方式推广东方生活美学。

图 44：世界级的文化商业地标——豫园商城



资料来源：豫园股份微信公众号，浙商证券研究所

图 45：2023 上海国际珠宝展览会上老庙的新中式美学空间



资料来源：豫园股份微信公众号，浙商证券研究所

4.2 投资端：双轮驱动，正向循环

产业运营聚焦主业，产业投资多点发力，实现资产提质增效。产业运营方面围绕“会员精细化运营、创新产品打造、新模式场景落地”持续深耕，产业投资上强化投融管退能力与市场化意识，形成运营+投资形成正向循环模式。公司旗下商业管理集团负责商业资产运营及资产价值提升，核心是围绕公司体系内商业管理平台的拉通、团队的拉通和机制的拉通，实现商业资源和能力的聚合，提升商业品牌影响力和持有资产价值。商业深度运营关键在于打造直面客户的人、货、场，商业管理集团将置顶构建大会员体系，形成以自联营为主体的经营底盘，为每个客户提供最独特的服务和体验。同时，商业管理集团也将建立投融管退的全周期能力，外拓输出加腾笼换鸟，不断提升资产质量和管理规模。

4.3 运营端：构筑生态，科创赋能

产业需求双向赋能，横纵贯通打造生态闭环。复星集团致力于构建以家庭客户为核心的FC2M幸福生态，即以客户需求驱动产品创造与快速迭代的产业闭环——其中C代表客户（Client），M代表智造者（Maker），“2”代表打通客户端与智造端的链接（To Link）。围绕家庭需求的产业M端，通过数字化实现其到C端的打通，构建垂直向闭环，然后再横向打通，形成对家庭需求全覆盖的FC2M大生态，进而实现产业协同乘数效应。基于1+1+1战略，打造围绕家庭客户的C2M生态系统，2022年新会员达720万，同比增加40%，会员销售占比提升至64%。

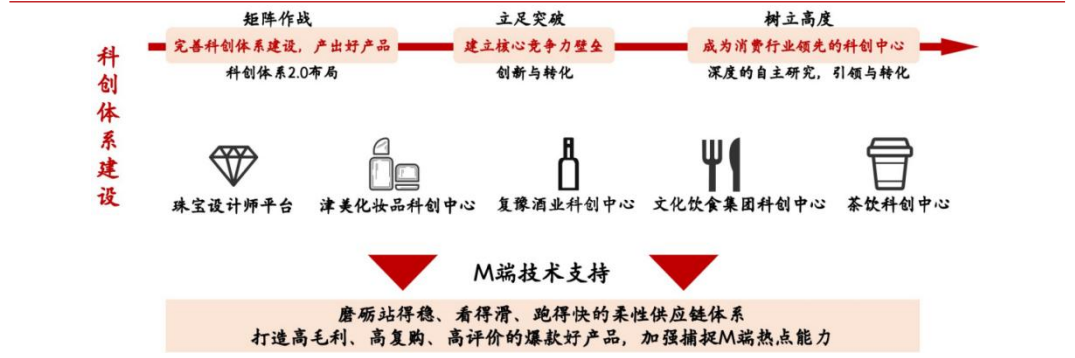
图 46：复星致力于构建家庭消费 FC2M 大生态



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

释放科创创新活力，打造智慧供应链。公司着力打造消费者驱动、核心技术引领、市场验证变现和先进数字化赋能的科创体系，建立围绕消费者的五感、科创研发驱动、创意设计驱动、科创数字化的四维科创体系。近年来公司持续加大对科创能力、研发能力、数字化能力等“产业大脑”领域的投入与布局。津美化妆品科创中心作为豫园股份科创力量的领跑项目，上半年正式接轨国际，荣获中国合格评定国家认可委员会（CNAS）出具的实验室证书，充分证明公司已建立起符合国际标准的实验室管理体系，具备融入国际互认体系的能力和条件，以全球化的科研基底和产业实力推动旗下海外品牌加速本土转化，助力中国化妆品品牌在世界美妆领域拥有更大话语权。豫园文化饮食科创中心自22年正式投入运营以来，在预制菜赛道上保持冲刺状态，23年上半年共计上市50余个sku；豫园文化饮食集团与江南大学宣布合作共建“高品质米面制品关键技术开发联合实验室”，加速释放豫园股份旗下餐饮品牌的创新研发能力；公司旗下酒业全球科创研究院也于23年5月31日正式投入运营，“科创引擎”再度加码。

图 47: 生态和科创共同发力, 夯实核心生产力



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.4 模式端: 拥轻合重, 大象起舞

产发端: 存量去重, 增量转轻, 主打低负债、低杠杆的轻资产运营管理输出。商业运营和物业开发着重蜂巢模式输出, 加强轻资产能力的建设, 广泛承接旗帜型“专精特新”项目代建, 通过“品牌输出+代管、代建、代销、代运营”的模式, 实现全周期价值链条输出, 实现轻资产拓展。如商业管理集团将继续夯实其不动产服务体系; 高地将聚焦回归物业服务建设, 强化“大商管”+“大物业”与“星选平台”的有机集合。

产业端: 专注产品力、品牌力、科创力打造, 基于 FC2M 模式形成差异化的市场竞争力。以零售业态为例, 重点输出终端管理能力。23 年老庙创新模式智选门店项目开启, 主要着力在 2 个板块, C 端通过商品结构优化、私域运营精细化, 打造老庙独有的差异化的终端管理项目-智选门店; 供应链端通过底端直链供应商, 实现更加符合市场需求的产品供给。截至目前老庙新模式店铺快速拓张, 助力珠宝时尚板块业绩同比大幅增长。

图 48: 复地产发标杆项目之一珠海复地·星愉湾



资料来源: 豫园股份微信公众号, 浙商证券研究所

图 49: 老庙黄金门店终端



资料来源: 老庙黄金官网, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测分析

(1) 收入端:

珠宝时尚: 珠宝时尚为公司核心业务, 涵盖老庙、亚一两大全国知名品牌, 同时收购/孵化 DJULA/LUSANT 等时尚高端珠宝品牌。未来公司将继续深耕珠宝时尚主业, 预计渠道端将保持扩张趋势, 同时推行智选终端新模式, 利用数字化能力, C 端通过商品结构优化、私域运营精细化, 供应链端通过底端直链供应商, 实现更加符合市场需求的产品供给, 构建高效 C2M 生态系统, 实现产业需求双向赋能。产品端, 置顶“东方生活美学”战略,

将文化价值观融入到产品研发和设计中，预计将进一步提升产品力和品牌力。多措并举下，预计 23-25 年珠宝时尚板块分别营收 367.66/430.16/501.17 亿元，同比增长 11%/17%/17%。

餐饮管理与服务：文化餐饮和食品饮料业务是公司新一轮发展的重点产业之一，公司已形成主营正餐、休闲餐饮、美食广场和潮流娱乐集合的矩阵业态，旗下拥有一批上海市著名商标、百年中华老字号、非物质文化遗产项目。通过品牌整合、新品孵化、精细化运营和门店升级等举措，更好迎合消费者日益多样化和精细化的需求，实现客流量增加和客单价提升，预计 23-25 年分别营收 14.23/19.92/23.90 亿，实现增速 120%/40%/20%。

食品、百货及工艺品：该板块将受益于产业投资和内生孵化带来的业务板块增加，预计 23-25 年分别营收 18.2/25.48/33.12 亿，增速 60%/40%/30%。

医药健康及其他：受益于中华老字号的影响力提升，预计 23-25 年该板块将实现营收 4.55/5.00/5.50 亿，增速 20%/10%/10%。

化妆品：AHAVA、WEI 随渠道拓展和渗透率提升业绩有望继续增长；22 年第一个自主孵化的护肤品品牌“愈感”落地，23 年 7 月公司旗下化妆品检测中心获国家 CNAS 实验室认可证书，预计 23-25 年将持续加码“愈感”新品研发，助力化妆品板块业绩增长，预计 23-25 年营收 4.95/5.93/7.12 亿，增速 17%/20%/20%。

时尚表业：目前体量较小，随着渠道拓展及品牌知名度提升，并受益于国潮风尚，预计 23-25 年实现营收 5.91/5.91/5.96 亿。

酒业：22 年公司处置金徽酒股权，23 年报表端受影响，未来将聚焦舍得酒业，预计 23-25 年营收 1.08/1.19/1.43 亿。

商业综合及物业综合服务：预计 24 年豫园商圈和海外度假村客流量将进一步恢复，同时伴随其他商业地产项目陆续落地，预计 23-25 年营收 36.23/44.44/53.32 亿元。

物业开发与销售：随公司旗下物业开发项目陆续结盘，预计 23-25 年营收 92.08/82.87/78.73 亿元。

表 4：豫园股份收入拆分及预测

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	50,118	56,174	64,029	73,256
yoy	-1.9%	11.6%	14.3%	14.6%
毛利率	17.9%	15.9%	16.1%	16.1%
产业运营	38,626	43,343	51,298	60,051
yoy	17%	12%	18%	17%
营收占比	77.1%	77.2%	80.1%	82.0%
珠宝时尚	33,071	36,766	43,016	50,117
yoy	20%	11%	17%	17%
营收占比	66.0%	65.4%	67.2%	68.4%
餐饮管理与服务	647	1,423	1,992	2,390
yoy	-15%	120%	40%	20%
营收占比	1.3%	2.5%	3.1%	3.3%
食品、百货及工艺品	1,137	1,820	2,548	3,312
yoy	36%	60%	40%	30%
营收占比	2.3%	3.2%	4.0%	4.5%

医药健康及其他	379	455	500	550
yoy	-27%	20%	10%	10%
营收占比	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
化妆品	423	495	593	712
yoy	-13%	17%	20%	20%
营收占比	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
时尚表业	671	591	591	596
yoy	-22%	-12%	0%	1%
营收占比	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
其他经营管理服务	496	1,687	1,940	2,231
yoy	41%	240%	15%	15%
营收占比	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%
酒业	1,802	108	119	143
yoy	0%	-94%	10%	20%
营收占比	3.6%	0.2%	0.2%	0.2%
商业综合运营与物业综合服务	2,376	3,623	4,444	5,332
yoy	74%	53%	23%	20%
营收占比	4.7%	6.4%	6.9%	7.3%
商业综合及物业综合服务	1,776	2,665	3,198	3,837
yoy	75%	50%	20%	20%
营收占比	3.5%	4.7%	5.0%	5.2%
度假村	599	958	1,246	1,495
yoy	70%	60%	30%	20%
营收占比	1.2%	1.7%	1.9%	2.0%
物业开发与销售	9,117	9,208	8,287	7,873
yoy	-45%	1%	-10%	-5%
营收占比	18.2%	16.4%	12.9%	10.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

(2) 成本端：分板块来看，**珠宝时尚板块**，预计毛利率将随着店铺经营质量提升优化；**餐饮板块**，预计随着餐饮经营质量提升，规模效应叠加租金优化，毛利率将稳中微升；**化妆品板块**，预计随着品牌力的提升和业务规模扩大，规模效应将带动毛利率提升；**酒业板块**，聚焦舍得酒业，降本增效，预计毛利率将持续提升；**商业运营和物业服务板块**，预计降本增效过程中人效将有所提升，带动毛利率提升。除此之外，珠宝时尚占总营收的比例预计将略有提升，对整体毛利率有所扰动。**综合来看，我们预计公司 23-25 年整体毛利率为 15.93%/16.18%/16.19%。**

(3) 费用端：**销售费用方面**，产业运营板块业绩增长仍需渠道拓展和品牌建设费用投入支撑，因此销售费用率稳重略升，预计 23-25 年分别为 5.80%/5.82%/5.85%；**管理费用方面**，预计随着收入稳健增长，规模效应提升，管理费用率稳中有降，23-25 年分别为 6.40%/6.35%/6.25%；**研发费用方面**，公司制定了科创引领战略，用科创力将东方美学内化为产品力和品牌力，如用大数据能力去挖掘新的消费趋势，用更适合当代中国消费者的方式推广东方生活美学；22 年公司完成了茶饮、饮食、酒业科创中心的建设，加上之前完成的珠宝和化妆品科创中心，截至 22 年末共完成 5 个科创中心建设，预计 23-25 年将坚持科

创引领战略，持续加码建设科创中心，用科创为产品和品牌赋能，研发保持较高投入，费用率稳定在 0.2%。

综上，我们预计 23-25 年公司将实现营收 561.74/640.29/732.56 亿，同比 +12.08%/13.98%/14.41%；实现归母净利润 24.73/29.86/36.11 亿。

5.2 估值分析及投资建议

由于公司业务类型多样，我们采取分部估值法对公司进行估值。其中产业运营业务作为公司核心业务，利润较为稳定，因此采取 PE 估值法，公司地产板块利润存在一定不确定性，因此采取 PS 估值法。

珠宝时尚：预计珠宝时尚板块 2023 年实现归母净利润 10.98 亿元，参考珠宝行业可比公司周大生、老凤祥、中国黄金，23 年平均 PE 为 13 倍。

其他产业运营：预计其他产业运营 2023 年合计贡献净利润 6.96 亿元，参考酒业的舍得酒业、水井坊，文化餐饮的广州酒家、同庆楼，化妆品的上海家化，传统医药的同仁堂，23 年平均 PE 为 24 倍。

商业运营与物业开发：预计 2023 年实现营收 128.31 亿元，参考房地产开发公司保利发展、新城控股、绿地控股和金地集团，23 年平均 PS 为 0.21 倍。

当前公司市值 238 亿，预计 23-25 年公司将分别实现归母净利润 24.73/29.86/36.11 亿元，分别对应 PE 9.6/8.0/6.6X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：豫园股份与可比公司估值

代码	名称	市值	收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE/PS			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
珠宝时尚板块 (PE 估值法)														
002867.SZ	周大生	172	111.2	154.1	186.1	216.8	10.9	13.9	16.4	19.1	16	12	10	9
600612.SH	老凤祥	266	630.1	742.9	847.1	955.3	17.0	23.2	26.7	30.4	16	11	10	9
600916.SH	中国黄金	158	471.2	559.6	642.3	720.6	7.7	10.3	12.3	14.3	21	15	13	11
	平均值										17	13	11	10
其他产业运营板块 (PE 估值法)														
600702.SH	舍得酒业	290	60.6	70.0	84.2	101.9	16.9	18.2	22.3	27.5	17	16	13	11
600779.SH	水井坊	276	46.7	48.2	57.0	65.7	12.2	12.6	15.2	17.8	23	22	18	16
605108.SH	同庆楼	78	16.7	24.0	30.4	36.5	0.9	2.7	3.8	4.8	84	28	21	16
603043.SH	广州酒家	107	41.1	48.4	55.9	64.0	5.2	6.2	7.6	9.1	21	17	14	12
600315.SH	上海家化	139	71.1	74.5	82.6	90.4	4.7	6.2	7.4	8.6	29	23	19	16
600085.SH	同仁堂	712	153.7	183.9	210.3	239.8	14.3	18.0	21.2	24.9	50	40	34	29
	平均值										37	24	20	16
商业运营和物业开发板块 (PS 估值法)														
600048.SH	保利发展	1142	2810.2	3151.9	3373.4	3622.7	183.5	201.7	223.3	248.4	0.41	0.36	0.34	0.32
601155.SH	新城控股	247	1154.6	1115.4	1091.1	1092.0	13.9	39.2	48.6	54.6	0.21	0.22	0.23	0.23
600606.SH	绿地控股	309	4355.2	3999.8	4045.4	4184.7	10.1	35.8	60.4	69.2	0.07	0.08	0.08	0.07
600383.SH	金地集团	189	1200.4	1168.4	1146.3	1180.8	61.1	55.6	57.9	62.4	0.16	0.16	0.17	0.16
	平均值										0.21	0.21	0.20	0.19
600655.SH	豫园股份	238	501.2	561.7	640.3	732.6	38.3	24.8	29.9	36.1	6.2	9.6	8.0	6.6

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：市值数据为 12 月 26 日收盘数据；可比公司盈利预测为 Wind 一致预期，时间 2023/12/26。

6 风险提示

消费需求恢复不及预期的风险：公司快乐板块收入占比较高，若海内外消费需求恢复不及预期，将影响公司业绩。

渠道拓展不及预期：公司目前产业运营多靠强大的线下渠道布局，若线下渠道拓展进度不及预期，将对营收产生不利影响。

全球战略和投后整合的风险：集团投资分布全球，在整合全球产业资源、推动协同的过程中会有不确定的风险。且由于集团开展多个领域的投资和收购，或在经营管理、文化融合及员工认同感等方面的存在投后执行和整合风险。

金价短期大幅波动风险：公司的主要原料为黄金，若黄金短期出现大幅波动，不仅对原料端存在负向影响，也会降低消费者购买意愿，对公司造成不良影响。

市场不确定性的风险：公司全球经营，近年宏观环境波动，市场利率、权益价格、房地产价格、大宗商品价格、汇率等的不利变动或影响公司业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	80,114	85,368	93,859	105,369
现金	10,845	9,566	14,141	20,203
交易性金融资产	1,851	2,134	2,610	3,348
应收账款	1,984	2,083	2,354	2,770
其它应收款	1,730	2,587	2,706	3,000
预付账款	700	842	987	1,089
存货	50,569	53,783	53,670	54,571
其他	12,434	14,374	17,391	20,388
非流动资产	48,259	48,781	49,047	49,284
金融资产类	628	681	671	633
长期投资	13,422	14,022	14,422	14,722
固定资产	3,270	3,571	3,862	4,143
无形资产	1,896	1,446	1,097	847
在建工程	171	216	241	266
其他	28,871	28,844	28,754	28,673
资产总计	128,373	134,149	142,906	154,653
流动负债	59,716	63,409	68,442	75,874
短期借款	6,836	7,336	7,886	8,486
应付款项	8,249	10,482	11,722	13,113
预收账款	45	75	73	83
其他	44,586	45,515	48,761	54,192
非流动负债	29,048	29,996	30,546	31,046
长期借款	23,758	24,358	24,908	25,408
其他	5,290	5,639	5,639	5,639
负债合计	88,764	93,405	98,989	106,920
少数股东权益	3,935	4,007	4,093	4,198
归属母公司股东权益	35,675	36,738	39,824	43,535
负债和股东权益	128,373	134,149	142,906	154,653

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(90)	1,262	1,752	3,440
净利润	3,937	2,545	3,073	3,715
折旧摊销	1,179	606	516	426
财务费用	1,430	898	926	953
投资损失	(5,589)	(2,837)	(3,233)	(3,648)
营运资金变动	(1,083)	496	566	2,110
其它	36	(446)	(97)	(116)
投资活动现金流	5,096	1,641	2,114	2,399
资本支出	(551)	(202)	(166)	(146)
长期投资	(919)	(963)	(924)	(1,065)
其他	6,565	2,806	3,203	3,609
筹资活动现金流	(9,523)	(4,095)	710	223
短期借款	670	500	550	600
长期借款	647	600	550	500
其他	(10,840)	(5,195)	(390)	(877)
现金净增加额	(4,515)	(1,279)	4,575	6,062

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50,118	56,174	64,029	73,256
营业成本	41,161	47,224	53,670	61,393
营业税金及附加	1,122	1,258	1,409	1,575
营业费用	2,835	3,258	3,726	4,285
管理费用	3,629	3,595	4,066	4,579
研发费用	146	112	128	147
财务费用	1,546	573	639	529
资产减值损失	(22)	2	2	2
公允价值变动损益	479	0	0	0
投资净收益	5,589	2,837	3,233	3,648
其他经营收益	171	192	219	251
营业利润	5,921	3,303	3,980	4,803
营业外收支	24	(40)	(40)	(40)
利润总额	5,944	3,263	3,940	4,763
所得税	2,007	718	867	1,048
净利润	3,937	2,545	3,073	3,715
少数股东损益	111	72	87	105
归属母公司净利润	3,826	2,473	2,986	3,611
EBITDA	2,472	4,442	5,095	5,719
EPS (最新摊薄)	0.98	0.63	0.77	0.93

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-3.57%	12.08%	13.98%	14.41%
营业利润	21.73%	-44.22%	20.51%	20.69%
归属母公司净利润	1.52%	-35.36%	20.76%	20.90%
获利能力				
毛利率	17.87%	15.93%	16.18%	16.19%
净利率	7.63%	4.40%	4.66%	4.93%
ROE	10.72%	6.73%	7.50%	8.29%
ROIC	1.01%	3.60%	4.08%	4.47%
偿债能力				
资产负债率	69.15%	69.63%	69.27%	69.14%
净负债比率	224.10%	229.25%	225.40%	224.00%
流动比率	1.34	1.35	1.37	1.39
速动比率	0.28	0.26	0.32	0.39
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.43	0.46	0.49
应收账款周转率	27.03	27.76	29.02	28.75
应付账款周转率	4.74	5.07	4.86	4.97
每股指标(元)				
每股收益	0.98	0.63	0.77	0.93
每股经营现金	-0.02	0.32	0.45	0.88
每股净资产	9.16	9.43	10.22	11.17
估值比率				
P/E	6.21	9.61	7.96	6.58
P/B	0.67	0.65	0.60	0.55
EV/EBITDA	25.92	12.76	10.44	8.43

资料来源：浙商证券研究所

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>