

# 复星国际联席 CEO、豫园股份董事长徐晓亮：用好资本市场平台 “投资+产业”双轮驱动发展

■本报记者 王丽新 刘会玲

“豫园”，上海的一张名片，400多年历史，网红旅游消费“打卡”胜地，众多标签之外还有一个鲜为人知的资本市场角色，即“中华商业第一股”。作为与上交所同岁的新中国最早上市企业之一，“豫园”可谓是中国资本市场30年砥砺前行的“活化石标本”。

30年，中国资本市场从最早沪市8只股票、深市5只股票，到现在合计超过4100家上市公司；同样的30年，从挂牌上市时一个很小的商场成长到现在的家庭快乐消费产业集团，从上市前总资产只有0.7亿元，发展到如今已超1100亿元，豫园股份搭上资本快车的30年发展历程，就是中国资本市场成长的缩影。

在中国资本市场用30年时间走过海外资本市场百年道路之际，《证券日报》记者来到沪市“老八股”中唯一留下原汁原味老字号的“豫园”，与复星国际联席 CEO、豫园股份董事长徐晓亮展开深度对话，试图一窥从400多年的豫园老城厢出发，历经三次重要选择两次更名的豫园股份，如何走上从0到1的破茧跨越，再到实现32亿元利润的“蝶变”之路。

## 撕下“老八股”小而美标签

可以说，“豫园”从“场”到“商”再到“股份”的三次转变，是战略布局的三次“进阶”，亦是业绩再上一个台阶的基石，而每一次转变都在资本市场有所动作。

在正式登陆资本市场的3年前，上海市委市政府批准豫园商场为全市商业系统第一家股份制企业；1990年，公司在上交所正式挂牌上市，彼时股票名称是“豫园商场”。这一年，豫园商场的总资产仅为0.7亿元，净利润不足2000万元。

“当时只是一个商场，但除了‘场’，还有‘商’，这个时候豫园商场布局了很多产业，孵化了很多产品。”徐晓亮向《证券日报》记者表示，豫园商场在资本市场的诞生，是从0到1的跨越。

第一次更名是由重组推进的。1992年，证监会成立，在相关领导的鼓励下，经过上海市委市政府的批准，统一在上市公司“豫园商场”股份公司基础上重组成立“豫园股份”。

“重组以后，募集的6.2亿元资金弥足珍贵，为豫园商场带来了里程碑式的发展。”徐晓亮告诉《证券日报》记者，从商场到商城，豫园商场不再只是九曲桥和湖心亭，现在10万平方米的商业体就是那时开始建设的，如果当年没有资本市场这样一个平台，应该说豫园商场有想法，也没有办法。

在资本市场获得资金支持后，经过10年发展，豫园商场渐成气

候。到了2002年，上海市政府提出豫园要启动混改，复星成为第一大股东后(持股20%)，带来了机制的变化，豫园商城开始启动新的商业发展和产业布局。这一年，豫园商城的总资产为30亿元，净利润不到1亿元。

第二次更名就是混改的结果。2018年，是豫园股份的第三次蜕变。这一年，豫园股份完成了重大资产重组。复星通过混改，注入了更多核心资产，从大股东变成实际控制人(复星持股比例接近70%)。这一年，豫园股份的总资产达到了853亿元，净利润首次突破30亿元，恰好相当于复星入股公司时的总资产规模。到了2020年，公司总资产已经达到1100亿元，实现“千亿元”跨越，豫园股份仅用了不到两年时间。

“这个阶段清晰了发展定位和客户群体，即围绕家庭快乐消费产业集团，也是在这个战略的基础上，豫园股份成为复星的‘快乐旗舰平台’。”用徐晓亮的话说，经过这么多年发展，此时的豫园股份内部已经完全不同了，已经不是一个“商场”、“商城”可以展现它的雄心与战略了，因此更名为“豫园股份”。自此之后，豫园股份撕下了“老八股”小而美的标签，进入了全新发展阶段。

## “1+1+1”发展战略

既然锚定“产业集团”，细分赛道投资就颇为关键。据徐晓亮介绍，重组后，豫园股份制定了“1+1+1”发展战略。

第一个“1”，围绕家庭快乐消费产业，布局珠宝时尚、文化餐饮、文化餐饮、汉服表业、宠物、化妆品、中医药、酒业等产业赛道；第二个“1”，城市产业地地板块，围绕金融、旅游、文化、健康、智慧等复星体系内的产业和产品建造城市载体，以产城融合模式发展；第三个“1”，做线上线下会员及服务平台，收购东家作为豫园股份线上入口，导入家庭用户会员，运营线上线下消费生态平台。

在产品IP领域，目前豫园集团旗下已拥有老庙、亚一、松鹤楼、上海梨膏露、安徽酒、童涵春堂、AHA-VA、爱宠医生、海鸥表、东家等。另据《证券日报》记者获悉，仅2019年至今，公司在珠宝、化妆品、酒业、宠物、手表等赛道，通过投资进一步拓宽了产业赛道，加大了产业深度。

“以前是‘投资+产业’平行双轮驱动，投资涉及一级市场二级市场，也有财务投资和参股投资。”徐晓亮表示，现在则是“前后轮”驱动，主轮是产业运营，投资不是目的是手段，目的是做出好产品，把多品牌产业、产业链、线上线下做起来。

至于未来可选择的并购标的，徐晓亮称，“缺什么补什么，标的跟



我们有没有化学反应，豫园股份能否赋能它很重要，要产生乘数效应。”徐晓亮坦言，这几年豫园股份在投资端明确了控股不参股，更不会财务投资。因为就算二股东也是跟着“坐电梯”，不是强联系，控股则可以打通技术、渠道等，实现协同和赋能。看上去由参股变控股，但背后逻辑及双轮的打法完全不一样了。

“前后轮”驱动的转变，还体现在机制上的融通。徐晓亮表示，“在考核维度里有投资KPI要求，不是投了就结束了，投完要进行投后管理，形成‘投资+产业’两个轮子相互配合，确保生态协同。”

## 追梦家庭快消产业集团

“豫园股份的发展有一条主线，最重要的是四个维度。”徐晓亮告诉《证券日报》记者，“外看产品，内看组织，核心看机制，长期看文化。”在外看产品维度，“物理产品”“化学产品”和“生态产品”是豫园股份的三大产品，这些产品不仅要有“质”还要有“量”。徐晓亮表示，“首先要看产品的文化、IP、设计等各方面能否得到客户认可。其次就是量，客户接受产品后所带来的数字的变化，也就是产品的成长性。即你有多少有质有量的产品，消费者的满意度，产品消费者消费的增长速度，以及毛利增长空间。”

仅有好产品还不够，能不能可持续，是否能在复星系里产生生态学，关键要看公司的组织结构。在内看组织维度，徐晓亮认为，豫园股份的组织结构可谓“车马炮”都布局了。合伙人形式是核心，包括集团层面的顶层合伙人，各个产业合伙人，以及品牌合伙人。现在豫园股份有28位顶层合伙人，希望有一天可以达到100位，届时发展后劲就会更大。

人的背后又是什么？驱动组织

的核心，当然就是机制。徐晓亮告诉《证券日报》记者，特别是今年豫园股份的管理机制得到了很大突破和突破。一方面，抗疫期间引入了战时机制，每天有日会、日报，像打仗一样攻坚重要的难的工作；另一方面，有战役就有排名，一打仗就知道谁好谁差了，组织里哪些是可以打更大仗的将帅要及时晋升，同时也有比较灵活的换岗、轮岗、轮值换防。

在激励制度上，围绕短期、中期和长期，公司股东大会通过了核心骨干持股计划，包括期权、限制性股票。徐晓亮认为，“充分用好机制的功能，是对好产品、组织支撑的根本点。豫园未来两年三年会怎样，这才是核心的。”

看懂豫园股份，长期则要看文化。在徐晓亮看来，“每一代豫园人的想法是会变化的，换一代人，可能又是另外的想法，一棒棒交下去，每次交接，文化是传递下去的，如果文化能可持续传递下去，无论连接这个接力棒，企业都是可以长期可持续发展的。”

“年轻的文化自信带来了国潮品牌兴起，中国动力升级带来的产城融合，以及这个时代下国内外产业的需求，用工业化的成本解决个性化支付的成本)是三股浪。”徐晓亮称，豫园股份踏着文化红利，产城融合、产业C2M浪潮顺势布局，用数字来形容就是“1+2+7”，未来十年，“1+2”年的战略，后面滚动7年则会步入收获期，成为一家“引领中华文化复兴潮流，智造植根于中国的全球一流家庭快乐消费产业集团”。

## 该快的快 该慢的慢

经过30年发展，“豫园”已历经5代掌舵人，商场、商城时代已经远去，消费产业集团版图浮出水面。从收入结构来看，多赛道业务在疫

情冲击下恢复速度较快。截至2020年9月底，豫园股份营收为290亿元，同比增长5%；其中，珠宝时尚占比56.1%，物业开发与销售占比34.3%。

天风证券做了一笔统计，截至目前，豫园股份营业网点共计3733家，珠宝时尚3222家(其中加盟店3009家)，度假村2家，餐饮管理及服务61家(其中加盟店14家)，医药43家(其中加盟店4家)，文化食品饮料及商业121家，时尚表业260家(其中加盟店240家)，化妆品24家。

长期关注豫园股份的天风证券分析师刘章明指出，公司珠宝时尚业务稳健增长，构建安全边际；物业开发与销售业务拓展新增长点；餐饮食品饮料业务高速增长，或成未来业绩新引擎。综合预计，到2022年，公司净利润将升至约53亿元。

多赛道的布局，让资本市场、投资者对其“想做什么、为什么做这些事”稍有困惑的同时，也更关注这只老牌股票焕发的新机。《证券日报》记者注意到，2018年至今，已有接近20家机构针对豫园股份发布近50份研报，并给予其买入、推荐或增持评级。

“如同当年BAT的发展一样，一路都有‘10万个为什么’或疑问。当大家看清楚时，它已经是一匹白马了。”徐晓亮告诉《证券日报》记者，现在关注“豫园”的投资者是成倍增长的，多聚焦于战略布局的大方向，比如种子播在哪里，为什么播这些赛道，相互之间的关系，顶层设计和蓝图如何。

“结合资本市场，豫园股份会一直秉持‘投资+产业’双轮驱动发展，不断用好资本市场平台创新融资手段，筹集低成本资金，保持健康的肌体，把更多子弹放在控股型投资中，收进来做产业运营。”徐晓亮称，企业“行稳致远”这个“稳”，就是该快的快，该慢的慢。

## 民生证券董事长冯鹤年：资本市场需要强大的证券业

■本报记者 李文

中国资本市场三十载波澜壮阔的发展史，也是历届证券人上下求索、锐意创新的改革史。作为资本市场的重要组成部分，证券公司伴随着资本市场的发展茁壮成长。

20世纪80年代末90年代初，新中国最早一批证券公司成立。经过30年的发展，截至今年三季度，我国证券公司数量已经达到135家，总资产达8.57万亿元，净资产达2.24万亿元，受托管理资金本金额达到11.23万亿元。形成了头部大型综合性券商领跑，中小型、区域型券商特色化发展的行业格局，证券行业从业人员已超33万人。

民生证券党委书记、董事长冯鹤年表示，建设一个强大的资本市场需要一个强大的证券行业。在当前资本市场全面深改、加快对外开放的形势下，全面注册制改革的窗口期，将是在新时代下重塑行业发展新格局重要的战略机遇。

## 取得三方面跨越式发展

民生证券也是我国最早成立的证券公司之一。民生证券党委书记、董事长冯鹤年对《证券日报》记者表示：“伴随着新一轮改革开放的热潮和资本市场高速发展，作为资本市场最重要的专业机构，行业从无到有，不断壮大，已经成为我国金融体系中重要的组成部分，在服务实体经济高质量发展中发挥着重要的作用。三十多年来，证券业可以说是深自砥砺，笃定前行，在为实体经济做出重要贡献的同时，实现了跨越式的发展。”

冯鹤年认为，证券业30年来取得跨越式发展体现在三个方面，一是“从小到大”，行业规模实力得到大幅提升；二是从简单粗放到合规经营，行业生态得到大幅改善。经过2004年到2007年三年的综合治理，行业一直以来历史遗留的风险彻底得到化解，促进了证券行业的规范发展，推动证券公司的业务创新。与此同时，证券公司的监管法规制度逐步完善，监管规则体系逐步形成，强化风险控制和合规管理已经成为行业健康发展的基石。

三是从封闭到开放，行业竞争力得到大幅提升。牌照红利和靠天吃饭已经成为历史，投资业务已经连续四年成为行业收入占比最大的业务，行业已经实现轻资本的通道业务向重资本的主动管理业务逐步转变，单一的传统业务向涵盖创新业务、海外业务的多元化业务逐步转变，业务类型品种更加丰富。随着资本市场深改的逐步推进，现在的证券行业也已经呈现出基于市场导向的全方位竞争态势。

同时，冯鹤年坦言：“当然，我们在回顾成绩的同时，也必须清楚地认识到，我们行业的差距和不足。我们在服务实体经济特别是双创新经济上还是不足，行业整体发展与我们资本市场的地位不够匹配，与美国同业比不但体量太小，而且业务同质化未形成健康的发展格局，还是缺乏应对和参与全球竞争的足够实力和能力。”

## 促进行业进一步高质量发展

当前我国经济发展面临世界百年未有之大变局，经济、科技等领域正在发生深刻变化，党的十九届五中全会明确提出要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。资本市场承载经济双循环核心枢纽功能，亟需高质量券商支持发展。

对此，冯鹤年表示：“我国从来没有像现在这样重视资本市场和直接融资，资本市场在提升资源配置效率、促进科技、资本和实体经济高水平循环方面具有独特的作用，对于促进科技创新也有独特的优势，也一直扮演着给养新兴企业、孕育新经济模式、助力新兴产业发展的重要角色。而建设一个强大的资本市场需要一个强大的证券行业，这也是我们所有证券从业者的目标。在当前资本市场全面深改、加快对外开放的形势下，全面注册制改革的窗口期，将是在新时代下重塑行业发展新格局重要的战略机遇。”

对于如何构建行业发展新格局，促进行业进一步高质量发展，冯鹤年提出具体三项建议、措施。

一是对标国际先进，加快构建新发展格局。冯鹤年认为，首先是基于市场行为全力打造大体量、大格局，能创新的航母级综合类券商的同时，中小券商要结合自身优势，抓紧向差异化、专业化、特色化发展。要打破行业同质化和底线竞争，构建出中国的“高盛、摩根士丹利”+“美地、拉扎德”+“嘉信理财”+“杰富瑞”有机组合，形成大型综合性券商、精品投行、专业财富管理、特色券商等共同发展的新格局；其次是要加强金融科技在行业内的全面应用和业务的融合度，尽快补足在大数据、人工智能等方面的短板，研究区块链等前沿技术在行业内的应用；最后要持续优化业务模式，提升专业能力以及创新能力，对内能够应对好金融开放新形势，对外要吸引高端国际人才，加快走出去的步伐，在全球范围参与国际竞争，提升行业的国际服务能力和竞争力。

二是加强业务协同，实现全业务链协同发展。注册制改革将重构证券公司业务生态，加速倒逼本土证券公司向现代化投资银行转变，增加各业务模块协同效应，形成有机整体，协同打造以股权投资、股权融资、债券融资、并购重组、资产证券化、资本中介、资产管理等为核心的综合金融服务体系，实现全业务链协同和价值延伸，不断推动业务模式转型，拓宽证券公司的发展空间。

三是注重行业文化建设，坚持合规经营。注册制下，证券行业更要落实好“合规、诚信、专业、稳健”的文化准则。时时刻刻将合规经营作为发展底线，建立完备的合规风控体系，强化道德风险管理，共同维护好行业生态，坚决杜绝发生系统性风险事件。

本版主编 于德良 责编 刘斯会 制作 张玉萍 E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785

# 广发证券全球首席经济学家沈明高：证券业三大开创性工作与资本市场一起成长



■本报记者 李文

2020年是中国资本市场建立30周年，作为资本市场发展的见证者和重要参与者，证券公司也迎来“而立之年”。证券行业自身转型升级的30年，也是助力资本市场健康发展、服务实体经济的30年。

广发证券全球首席经济学家兼广发控股(香港)总经理沈明高对《证券日报》记者表示，概括起来，我国证券业与资本市场一道，在过去30年间主要进行了三个方面的开创性工作：一是推动非标准资产标准化；二是为风险定价；三是创设和提供金融产品和投融资工具。

## 非标资产标准化可解决五方面问题

总体而言，未上市企业属于非

标准资产。企业上市的过程，就是非标准资产标准化的过程。

标准化资产可以解决五个方面的问题：

一是大幅降低交易成本。标准化资产可以对标同业资产定价，是市场化定价的基础。同时，结合资本市场一系列制度安排，可降低交易过程中企业与投资者之间的信息不对称，增加交易的便捷性。

二是为企业提供流动性解决方案。资产的标准化，使得股权转让成为可能，增强了企业特别是企业股东所持资产的流动性。通过新股发行和老股的交易转让，为企业开辟了除银行贷款外全新的直接融资渠道。

三是使风险让渡成为可能。通过股权转让，可将同等份额的风险让渡给新的投资者，在风险与收益对等的原则下，建立企业与投资者双赢的新生态。风险让渡安排，也催化了新技术、新产业、新业态和新模式的发展，为互联网、信息技术等新经济的蓬勃发展奠定了基础。

四是助力国有企业改革。标准化的股份交易价格，是衡量国有企业业绩表现的一个重要指标，对国有企业改革具有基础性作用。资本市场的发展，有助于改善国有企业治理结构，落实国有资本管理基本制度。

五是提高国民经济的货币化水平。区分传统经济与现代经济的指标很多，货币化水平就是其中一个重要方面。资产的标准化提高了原本不可交易或难以交易的资产的可交易性，在金融领域的深化则拓展了金融服务实体经济的能力。

## 为资产风险定价化解融资贵融资难问题

沈明高认为，风险定价能力也是证券公司的核心竞争能力。他表示：“风险定价，既是资本市场中资产定价的核心，也是市场发挥资源配置基础性作用的关键。风险定价能力的提升，拓宽了金融服务的范围，改善了金融服务的可获得性，降低企业融资成本，是资本市场和券商等金融机构必备的核心竞争力的一种体现。”

“资本市场发展的初衷，是为优质企业开拓多元化的融资渠道，降低优质企业融资成本；同时，发展风险定价模式，增加高风险但潜在优质企业的资金可获得性，其前提是资金成本与风险相匹配。”沈明高总结称，“前者是解决融资贵的问题，后者是解决融资难的问题。”

过去三十年，在我国资本市场发展过程中，逐步形成了风险定价机制，风险溢价概念也初步形成。比如，在降低资金成本方面，货币政

策与资本市场的分工越来越明确。在降低低风险成本和投资者风险偏好方面，货币政策起关键作用；在降低有风险的资本方面，资本市场的制度设计和安排日益完善。“建制度、不干预和零容忍”的监管要求，目的就是为降低风险溢价和融资成本。改善上市主体的治理结构，提高信息披露质量，完善企业信用评级，规范卖方研究服务等，都可以改善市场信心，提升资本市场的吸引力。

展望未来，沈明高表示，我国资本市场和证券业的发展，仍然离不开“提升风险定价能力”这条主线。“过去30年，我国经济主要以赶超为主，资本市场往往可以参照国际经验和对标定价。当我国经济进入高质量发展阶段，能够追赶的目标越来越少，发现经济与产业升级的早期新机会，并为这样的机会进行合理定价，将是我国资本市场面临的一个重大挑战。因此，发挥资本市场风险定价的基础性作用就显得尤为重要，这也是未来区别头部券商与一般券商的分水岭。”

在去刚性兑付的时代，对风险定价的挑战与机遇并存。挑战在于市场违约现象或直接挑战现有定价模式；机会在于部分企业的违约行为可以帮助市场矫正风险定价模型，为风险互换等新产业和新业务的创设和发展提供参考和依据，推

动金融机构的差异化竞争和发展。

## 创设金融产品、投融资工具是市场稳定发展的基石

“培育发展金融产品和金融工具，目的在于帮助企业和管理者管理风险，满足多元化投融资需求。”沈明高表示，一般而言，企业在不同发展阶段，需要与之相匹配的金融产品，除了常规的金融产品外，企业和投资者还需要不同的投融资工具。从国外市场经验来看，发展金融衍生产品，设立做市、做空机制等，都是资本市场稳定发展的基石。

在权益市场，经过过去三十年发展，我国已建立主板、中小板、创业板、科创板与新三板为代表的全国性多层次股票交易平台体系，为各类企业提供募股融资、发行可转债等服务，丰富了权益类投资产品。在债券市场，国内的企业债与公司债市场经历了从早期企业债自发行到集中化发行、交易与管理，已形成以银行间、银行柜台和交易所为主体的三大市场，成为企业筹措长期资金的重要渠道。此外，我国资本市场的开放力度不断加强，从合格境外机构投资者制度(QFII、RQFII)、到跨境货币互联互通项目(如沪港通、深港通、沪伦通等)，对形成跨境资金双向流动发挥了重要作用。