

商贸零售行业跟踪周报

周大福、六福集团发布 FY26H1 业绩，看好黄金珠宝需求回暖

增持（维持）

2025 年 11 月 30 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石琦瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

周观点（注：文中“本周”指的 11 月 24 日至 11 月 28 日）

■ 本周港股黄金珠宝龙头周大福、六福集团 FY26H1 业绩发布（对应自然年 25Q2+25Q3），业绩显著逐季回暖。①周大福：FY2026H1 实现营收 389.86 亿港元（同比-1.1%，下同）、归母净利润 25.34 亿港元（+0.1%）；此外，董事会宣派中期股息每股 0.22 港元。②六福集团：FY2026H1 实现营收 68.43 亿港元（同比+25.6%）、归母净利润 6.19 亿港元（+42.52%）；同时公司宣派中期股息每股 0.55 港元。FY25H1/FY25H2/FY26H1 周大福营收同比分别为 -20%/-15%/-1.1%，六福集团营收同比分别 -27%/+5%/+25.6%，从周大福及六福集团的收入明显反映出港股黄金珠宝零售龙头经营回暖趋势已显。

■ 从同店角度看，周大福及六福集团内地门店同店增速显著修复，业绩筑底反弹。同店方面，①周大福：中国内地直营 FY2026H1 同店销售同比 +2.6%，FY26Q1/Q2 分别同比 -3.3%/+7.6%，同店销售重拾增长。此外，2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日直营同店销售同比 +38.8%，继续呈现良好增长势头。②六福集团：10 月以来公司继续维持较好增长趋势，1 月 1 日-11 月 21 日，同店销售取得双位数增长。

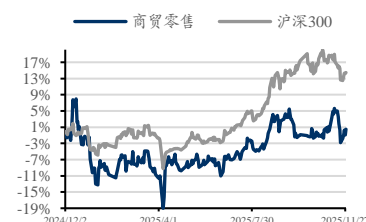
■ 盈利能力方面，金价上涨+产品结构调整促盈利能力提升。①周大福：FY2026H1 公司毛利率为 30.5%（-0.9pct），毛利率维持高位，主要受益于金价上涨及高毛利的定价首饰占比提升。销售/管理费用率分别为 9.7%/4.3%，同比分别 -0.9pct/-0.3pct。②六福集团：FY 2026H1 毛利率同比 +2pct 至 34.7%，达到历史新高，受益金价上行及高毛利的定价首饰占比提升。销售费用率同比 -1.46pct 至 16.31%，行政费用率同比 -0.79pct 至 2.74%。

■ 行业观点重申：黄金珠宝品牌企业的经营壁垒相对较高，上市公司分红意愿高、资本开支小。黄金珠宝目前产品基本上以黄金饰品产品为主，品牌为积年累月的消费中形成的认知共识，反而造成了品牌本身的更高经营壁垒。由于黄金珠宝企业盈利所需资本开支较小，其分红意愿也相对较高，其盈利现金流质量较高、黄金珠宝企业现金流质量较高，具有较强的分红基础；黄金珠宝企业的主要客户为经销商，上市公司品牌商现金流质量较高，对资本支出要求较小。

■ 投资建议：9-10 月金价急涨+税收新政不确定性压制股价，重点关注黄金珠宝企业投资机会。2025 年以来，金价呈稳定上涨趋势，消费者已经适应金价，预计 26 年终端消费需求迅速释放。伴随着整体消费回暖，2025 年金银珠宝社零也逐渐呈现恢复态势，期间 2025 年 9-10 月两波金价急涨略扰动终端消费需求恢复进度，以及 11 月初的黄金珠宝税收新政，但我们认为产业链将税负全部向下游传递后，消费者接受程度较好，同时新政整治此前灰色市场，长期利好合规的黄金珠宝品牌集中度提升。目前主要上市公司估值处于历史上较低位置，且具备较强的盈利现金流质量和分红能力，建议重点关注黄金珠宝板块，重点推荐标的：周大生，老凤祥，潮宏基，菜百股份，中国黄金，关注港股标的周大福、六福集团等。

■ 风险提示：行业竞争加剧、消费需求不及预期、新品推广不及预期等。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 本周行业观点4

2. 本周行情回顾5

3. 细分行业公司估值表6

4. 风险提示7

081405

图表目录

图 1: 2024 年以来月度社零及黄金珠宝类社零同比..... 5

图 2: 本周各指数涨跌幅..... 5

图 3: 年初至今各指数涨跌幅..... 5

表 1: 行业公司估值表（市值更新至 11 月 28 日）..... 6

1. 本周行业观点

本周港股黄金珠宝龙头周大福、六福集团 FY26H1 业绩发布（对应自然年 25Q2+25Q3），业绩显著逐季回暖。①周大福：FY2026H1 实现营收 389.86 亿港元（同比-1.1%，下同），归母净利润 25.34 亿港元（+0.1%）；此外，董事会宣派中期股息每股 0.22 港元。②六福集团：FY2026H1 实现营收 68.43 亿港元（同比+25.6%），归母净利润 6.19 亿港元（+42.52%）；同时公司宣派中期股息每股 0.55 港元。FY25H1/FY25H2/FY26H1 周大福营收同比分别为-20%/-15%/-1.1%，六福集团营收同比分别为-27%/+5%/+25.6%，从周大福及六福集团的收入明显反映出港股黄金珠宝零售龙头经营回暖趋势已显。

从同店角度看，周大福及六福集团内地门店同店增速显著修复，业绩筑底反弹。同店方面，①周大福：中国内地直营 FY2026H1 同店销售同比+2.6%，FY26Q1/Q2 分别同比-3.3%/+7.6%，同店销售重拾增长。此外，2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日直营同店销售同比+38.8%，继续呈现良好增长势头。②六福集团：10 月以来公司继续维持较好增长趋势，1 月 1 日-11 月 21 日，同店销售取得双位数增长。2024 年 3 月以来，金价出现快速上涨，使得终端动销面临一定的压力，黄金珠宝行业品牌公司主要以加盟为主，业绩受到加盟商拿货量和节奏的影响，同店终端动销承压使得加盟商拿货意愿降低，使得黄金珠宝公司 24-25 年业绩承压，25 年二季度以来终端同店销售额逐渐回暖，我们认为对黄金珠宝品牌业绩有望筑底反弹。

盈利能力方面，金价上涨+产品结构调整促盈利能力提升。①周大福：FY2026H1 公司毛利率为 30.5%（-0.9pct），毛利率维持高位，主要受益于金价上涨及高毛利的定价首饰占比提升。销售/管理费用率分别为 9.7%/4.3%，同比分别-0.9pct/-0.3pct。②六福集团：FY 2026H1 毛利率同比+2pct 至 34.7%，达到历史新高，受益金价上行及高毛利的定价首饰占比提升。销售费用率同比-1.46pct 至 16.31%，行政费用率同比-0.79pct 至 2.74%。

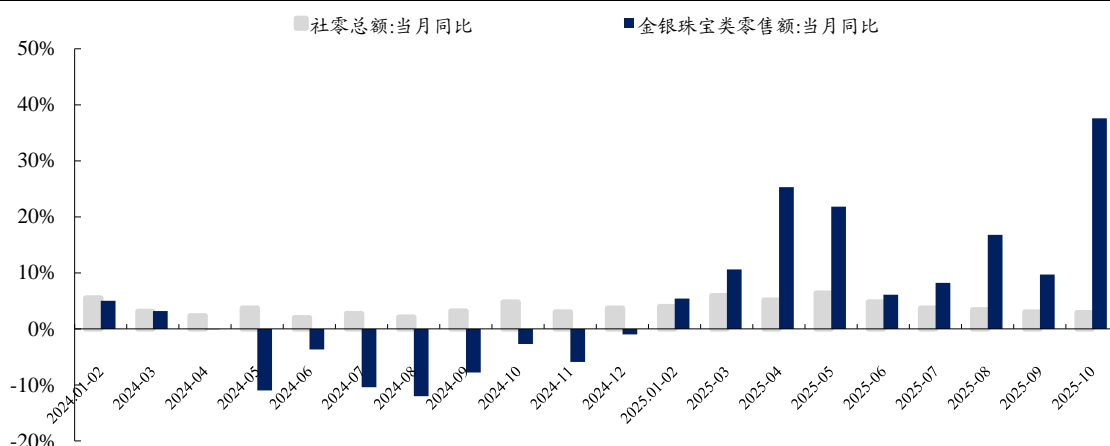
行业观点重申：黄金珠宝品牌企业的经营壁垒相对较高，上市公司分红意愿高、资本开支小。黄金珠宝目前产品基本上以黄金饰品产品为主，品牌为积年累月的消费中形成的认知共识，反而造成了品牌本身的更高经营壁垒。由于黄金珠宝企业盈利所需资本开支较小，其分红意愿也相对较高，其盈利现金流质量较高、黄金珠宝企业现金流质量较高，具有较强的分红基础：黄金珠宝企业的主要客户为经销商，上市公司品牌商现金流质量较高，对资本支出要求较小。

金价对黄金珠宝企业的影响——长期短期不同：我们认为，金价对于黄金珠宝企业的影响是复杂的，长期来说，黄金价格上涨，会使得黄金珠宝企业向经销商销售的产品有更高的加价，所以长期来看金价的上涨对黄金珠宝企业的盈利能力是有正面作用的。但短期来说，我们认为：①金价的急涨，会抑制消费的需求，因为消费者认为同样的黄金产品价格变贵了，但我们认为随着金价的横盘或缓涨，会让黄金珠宝消费者需求回补。②金价的缓涨：对消费需求刺激是最强的，③金价的横盘：我们认为，金价的横盘，本

身对消费需求没有直接的影响，但在横盘期间，此前因急涨而失去的黄金珠宝需求会回补。④金价的下跌：我们认为金价的下跌无论是急跌还是缓跌，均会影响经销商的拿货和开店意愿，对黄金珠宝企业的盈利能力会有负面影响。

投资建议：9-10 月金价急涨+税收新政不确定性压制股价，重点关注黄金珠宝企业投资机会。2025 年以来，金价呈稳定上涨趋势，消费者已经适应金价，预计 26 年终端消费需求迅速释放。伴随着整体消费回暖，2025 年金银珠宝社零也逐渐呈现恢复态势，期间 2025 年 9-10 月两波金价急涨略扰动终端消费需求恢复进度，以及 11 月初的黄金珠宝税收新政，但我们认为产业链将税负全部向下游传递后，消费者接受程度较好，同时新政整治此前灰色市场，长期利好合规的黄金珠宝品牌集中度提升。目前主要上市公司估值处于历史上较低位置，且具备较强的盈利现金流质量和分红能力，建议重点关注黄金珠宝板块，**重点推荐标的：周大生，老凤祥，潮宏基，菜百股份，中国黄金，关注港股标的周大福、六福集团等。**

图1：2024 年以来月度社零及黄金珠宝类社零同比



数据来源：东吴证券研究所

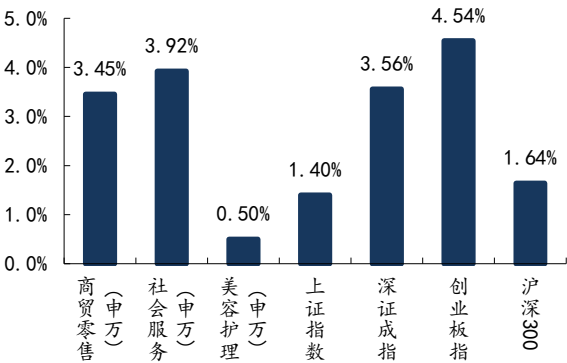
2. 本周行情回顾

本周（11 月 24 日至 11 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅+3.45%，申万社会服务+3.92%，申万美容护理+0.50%，上证综指+1.40%，深证成指+3.56%，创业板指+4.54%，沪深 300 指数+1.64%。

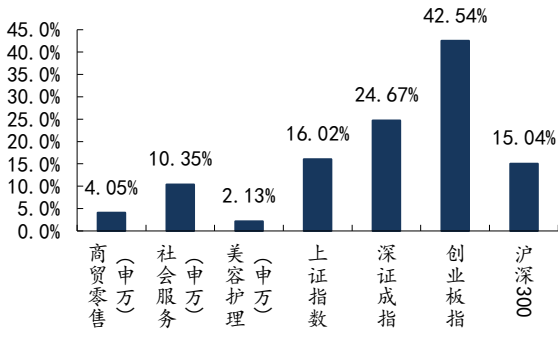
年初至今（1 月 2 日至 11 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅+4.05%，申万社会服务+10.35%，申万美容护理+2.13%，上证综指+16.02%，深证成指+24.67%，创业板指+42.54%，沪深 300 指数+15.04%。

图2：本周各指数涨跌幅

图3：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 细分行业公司估值表

表1: 行业公司估值表（市值更新至 11 月 28 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	279	70.35	15.52	16.13	17.75	18	17	16	买入
300957.SZ	贝泰妮	175	41.29	5.03	6.60	8.09	35	26	22	未评级
603983.SH	丸美生物	142	35.43	3.42	3.77	4.99	42	38	28	买入
600315.SH	上海家化	156	23.20	-8.33	4.12	4.84	-	38	32	买入
600223.SH	福瑞达	78	7.65	2.44	2.82	3.51	32	28	22	未评级
688363.SH	华熙生物	226	46.99	1.74	3.76	5.19	130	60	44	增持
300896.SZ	爱美客	440	145.37	19.58	21.41	23.59	22	21	19	未评级
300856.SZ	科思股份	78	16.35	5.62	4.09	5.57	14	19	14	未评级
300740.SZ	水羊股份	80	20.51	1.10	2.08	3.05	73	38	26	未评级
920982.BJ	锦波生物	250	217.27	7.32	10.41	14.60	34	24	17	买入
2367.HK	巨子生物	353	36.18	20.62	25.66	32.14	17	14	11	买入
培育钻石&珠宝										
600612.SH	老凤祥	234	44.75	19.50	16.43	18.33	12	14	13	买入
002867.SZ	周大生	141	12.97	10.10	11.12	12.16	14	13	12	买入
1929.HK	周大福	1,225	13.65	59.16	80.35	89.55	21	15	14	未评级
002345.SZ	潮宏基	114	12.79	1.94	4.29	6.57	59	26	17	买入
600916.SH	中国黄金	135	8.04	8.18	11.82	13.23	17	11	10	未评级
605599.SH	莱百股份	121	15.51	7.19	8.05	9.23	17	15	13	买入
免税旅游出行										
601888.SH	中国中免	1,635	79.03	42.67	49.78	49.78	38	33	33	买入
600009.SH	上海机场	788	31.66	19.34	21.19	26.32	41	37	30	未评级
600258.SH	首旅酒店	171	15.28	8.06	8.49	9.83	21	20	17	买入
600754.SH	锦江酒店	271	25.39	9.11	8.16	11.11	30	33	24	买入
1179.HK	华住集团-S	1,029	36.42	30.48	45.50	48.20	34	23	21	买入
600859.SH	王府井	162	14.41	2.69	1.80	4.28	60	90	38	未评级
0780.HK	同程旅行	469	21.92	26.80	32.10	35.40	17	15	13	增持

300144.SZ	宋城演艺	207	7.90	10.49	11.37	13.20	20	18	16	增持
301073.SZ	君亭酒店	55	28.10	0.25	0.66	0.89	217	83	61	未评级
603136.SH	天目湖	31	11.34	1.05	1.34	1.49	29	23	21	增持
002707.SZ	众信旅游	69	7.02	1.06	2.28	2.89	65	30	24	未评级
603199.SH	九华旅游	39	35.11	1.86	2.17	2.43	21	18	16	买入
600054.SH	黄山旅游	82	11.20	3.15	3.32	3.76	26	25	22	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	68	12.87	2.35	2.65	2.95	29	26	23	未评级
603099.SH	长白山	131	48.17	1.44	1.69	2.11	91	78	62	未评级

出口链

600415.SH	小商品城	903	16.46	30.74	49.02	61.56	29	18	15	买入
300866.SZ	安克创新	593	110.53	21.14	25.74	32.72	28	23	18	买入
301376.SZ	致欧科技	74	18.37	3.34	3.33	4.50	22	22	16	买入
301381.SZ	赛维时代	91	22.64	2.14	3.50	5.14	43	26	18	未评级
301606.SZ	绿联科技	260	62.75	4.62	6.88	9.58	56	38	27	买入
9896.HK	名创优品	438	38.86	27.21	29.39	33.93	16	15	13	买入

产业互联网

600057.SH	厦门象屿	233	8.22	14.19	21.71	23.98	16	11	10	买入
600153.SH	建发股份	289	9.95	29.46	29.50	34.82	10	10	8	未评级
600755.SH	厦门国贸	142	6.65	6.26	8.47	12.33	23	17	12	未评级
600710.SH	苏美达	139	10.62	11.48	12.56	13.64	12	11	10	增持

小家电

688696.SH	极米科技	78	111.20	1.20	4.30	5.63	65	18	14	未评级
603486.SH	科沃斯	455	78.58	8.06	12.02	14.84	56	38	31	未评级
688169.SH	石头科技	394	152.18	19.77	17.78	24.48	20	22	16	未评级

超市&其他专业连锁

600729.SH	重庆百货	121	27.58	13.15	14.06	14.99	9	9	8	买入
600694.SH	大商股份	61	17.68	5.86	6.49	7.16	10	9	9	未评级
002419.SZ	天虹股份	65	5.52	0.77	1.33	1.69	84	49	38	未评级
601933.SH	永辉超市	368	4.06	-14.65	-8.66	4.39	-	-	84	增持
002697.SZ	红旗连锁	81	5.95	5.21	5.24	5.60	16	15	14	未评级
603708.SH	家家悦	74	11.52	1.32	2.03	2.44	56	36	30	未评级
300755.SZ	华致酒行	80	19.20	0.44	0.98	1.48	180	82	54	未评级
301101.SZ	明月镜片	84	41.71	1.77	1.95	2.14	48	43	39	未评级
301078.SZ	孩子王	126	10.02	1.81	3.95	5.59	70	32	23	未评级
603214.SH	爱婴室	24	17.30	1.06	1.34	1.64	23	18	15	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE 按港币:人民币=0.91:1 换算（对应 2025.11.30 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

4. 风险提示

行业竞争加剧、消费需求不及预期、新品推广不及预期等。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>