

饰品行业深度报告

行业对比|金饰 vs 金矿——从分红、业绩、历史股价复盘角度分析黄金珠宝行业投资机会 增持（维持）

2026年06月04日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

投资要点

■ 本报告从分红、业绩、历史股价复盘三个维度，系统对比金饰公司与金矿公司，总结不同金价波动背景下两类标的的行情规律。黄金珠宝零售品牌产品以黄金为主要原材料，以金价为锚进行价格调整，利润端还受产品成本、存货金料价格、套保对冲等多重影响；金矿股作为产业链上游，同样对金价高度敏感，市场对【金饰股】与【金矿股】之间的选择讨论度较大。我们将金饰公司分为直营为主（菜百股份、六福集团、周生生）和加盟为主（周大福、老凤祥、周大生）两类，与金矿股（山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金）进行复盘对比。

■ 分红维度：金饰公司分红能力全面优于金矿，现金流质量更高。金饰公司上市以来至 2025 年末平均分红率，普遍处于 40%-88% 区间，而金矿公司多在 25% 以内；派息融资比（累计分红/累计直接融资）金饰普遍达 3-9.5 倍，金矿则普遍不足 1 倍，核心在于金饰属于轻资产零售/品牌业务、资本开支低、自由现金流充裕，金矿属于重资产采掘业务、需持续大额资本开支与融资扩产，分红能力受限。

■ 业绩维度：金矿对金价反应即时、弹性大，金饰存在滞后，且加盟慢于直营。金矿公司营收及归母净利润同比与金价同比高度正相关、利润弹性较大（2024 年金价同比约+27%，赤峰黄金净利同比+119%、湖南黄金净利同比+73%），但金价下跌或震荡期波动同样剧烈；直营金饰因销售终端直接面对消费者、传导路径短、库存金较多，时滞约 1-2 个月；加盟金饰受加盟商提货节奏影响、传导链条更长，时滞约 1-2 个季度。从年化增速角度看，金矿部分增长来自资本开支驱动的产能扩张，金饰增长更稳健、内生增长质量更高。

■ 股价维度：金矿是金价的高弹性杠杆，直营金饰居中，加盟金饰拟合度最低。以 2016 年 2 月 1 日为参考起始点，金矿股价涨幅与沪金涨幅高度同步，金价涨幅越大，股价弹性越高、但回调时跌幅也更深；直营金饰股价对金价的拟合度介于金矿与加盟之间；加盟金饰受自身经营周期，加盟商开店、渠道库存调整等影响，与金价背离期更长、滞后约 1-2 个季度。综合三个维度：金饰公司分红全面占优、现金流质量更高，金矿股价及业绩对金价反应即时但波动大、金饰更稳健（加盟滞后于直营），在金价不确定性增大的环境下，金饰的高分红、稳定现金流提供了安全垫。

■ 草根调研：金价震荡有望带来黄金珠宝消费心态的回补。基于 485 份消费者问卷调查，黄金上涨具有带动效应，但也会带来观望态度，对消费需求同时具备促进和抑制两方面影响，黄金的“投资”与“消费”需求不可分割。我们认为金价震荡 3-5 个季度，有望让消费者的心理价位和实际黄金珠宝价格趋近，以回补需求。

■ 在金价稳定震荡的环境下，我们看好黄金珠宝行业性的投资机会！金价震荡背景下，直营为主的黄金珠宝品牌毛利率及存货公允价值大幅增厚，同时金条&一口价等产品的动销旺盛，重点推荐【老铺黄金】【菜百股份】【六福集团】，关注【周生生】等。加盟为主的黄金珠宝品牌，终会随着需求回补，体现品牌价值，目前加盟连锁模式的黄金珠宝品牌位置和估值处于较低位置，重点推荐【周大福】【老凤祥】【周大生】【潮宏基】【周六福】等。

■ 风险提示：国内消费市场增长不及预期、金价大幅波动、行业竞争加剧、草根调研样本偏差等。

行业走势



相关研究

《问卷调查 | 深度研究——金价变动与黄金珠宝消费心态变化的关系探究》

2026-02-27

内容目录

1. 金饰 vs 金矿：历史分红水平对比，金饰全面占优	4
1.1. 上市以来平均分红率对比.....	4
1.2. 派息融资比对比：金饰回馈已超过融资金额.....	5
1.3. 各年度分红率变化趋势.....	6
2. 金价变动与金饰/金矿业绩相关性：金矿公司更加直接正相关，金饰公司直营反应快于加盟	8
2.1. 金价历史走势背景回顾.....	8
2.2. 单季度：金矿公司收入及利润随金价变化高度正相关.....	8
2.3. 单季度：直营金饰公司业绩随金价变化正相关，弹性小于金矿.....	10
2.4. 单季度：加盟金饰公司业绩随金价变化，存在明显滞后.....	11
2.5. 年化增速角度看，金矿公司或来自资本开支驱动产能扩张，金饰公司更稳健，内生增长质量更高.....	13
3. 金价变动与金饰/金矿股价的关系	14
3.1. 金矿股价与金价的走势对比.....	14
3.2. 直营金饰股价与金价的走势对比.....	14
3.3. 加盟金饰股价与金价的走势对比.....	15
4. 草根调研黄金珠宝消费者心态：金价震荡期间有望带来黄金珠宝消费心态的回补	17
5. 投资建议：金价震荡的环境下，继续看好黄金珠宝贝塔行情	18
6. 风险提示	21

图表目录

图 1:	金矿公司 2020-2025 年分红率	6
图 2:	金饰公司 2020-2025 年分红率	7
图 3:	2016 年至今沪金价格走势 (截至 2026/5/18)	8
图 4:	山东黄金收入利润与沪金价格变化.....	9
图 5:	赤峰黄金收入利润与沪金价格变化.....	9
图 6:	湖南黄金收入利润与沪金价格变化.....	9
图 7:	菜百股份收入利润与沪金价格变化.....	10
图 8:	六福集团收入利润与沪金价格变化.....	10
图 9:	周生生收入利润与沪金价格变化.....	11
图 10:	周大福收入利润与沪金价格变化.....	11
图 11:	老凤祥收入利润与沪金价格变化.....	12
图 12:	周大生收入利润与沪金价格变化.....	12
图 13:	金矿公司股价与金价涨跌幅复盘.....	14
图 14:	直营金饰公司股价与金价涨跌幅复盘.....	15
图 15:	加盟金饰公司股价与金价涨跌幅复盘.....	15
图 16:	26 年 2 月针对消费者对金价到手价认知的草根调研统计结果-词频分析图	18
表 1:	金饰金矿公司上市以来至 2025 年末平均分红率对比.....	5
表 2:	金饰金矿公司上市以来至 2025 年末派息融资比对比.....	6
表 3:	金矿 vs 金饰核心维度对比总结	16
表 4:	黄金珠宝上市公司盈利预测与估值 (截至 2026/5/31 收盘价)	20

本篇报告希望能够从分红、业绩、历史股价复盘三个维度，系统对比金饰公司和金矿公司的基本面和股价表现，总结不同金价波动背景下两类标的的行情规律。由于黄金珠宝零售品牌公司的产品大部分以黄金为原材料，销售端通常以金价为锚进行价格调整，同时利润端受金价影响的因素更多，如产品成本价格、存货金料价格、金价对冲套保等，因此金价是研究黄金珠宝零售品牌公司不可避免的问题。金矿股作为产业链的上游，同样对金价较为敏感，市场对于【金饰股】、【金矿股】之间的选择讨论度较大。我们认为，金饰公司分红能力全面优于金矿，现金流质量更高；金矿股价/业绩对金价反应即时但波动大，金饰存在滞后但更稳健；加盟模式滞后于直营模式。在金价不确定性增大的环境下，金饰的高分红属性提供安全垫。

我们将黄金珠宝品牌零售公司（下称金饰公司）分为2类，①直营收入利润占比较大的公司，菜百股份、六福集团、周生生，②加盟收入利润占比较大的公司，如周大福、老凤祥、周大生，与金矿股如山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金进行对比，主要分析复盘历年来分红指标、收入及归母净利润情况以及股价表现情况。

1. 金饰 vs 金矿：历史分红水平对比，金饰全面占优

1.1. 上市以来平均分红率对比

金饰公司（无论直营还是加盟）的历史平均分红率显著高于金矿公司。对比各公司上市以来至2025年末平均分红率，金饰公司直营中菜百股份约62%、六福集团约50%、周生生约40%；加盟中周大福高达88%、老凤祥约43%、周大生约63%；而金矿中山东黄金仅16%、赤峰黄金仅10%、湖南黄金约23%。金饰公司分红意愿和能力远强于金矿，核心原因在于金饰属于轻资产零售/品牌业务，资本开支低、自由现金流充裕；金矿属于重资产采掘业务，需要持续大额资本开支和融资扩产。

表1: 金饰金矿公司上市以来至 2025 年末平均分红率对比

类型	公司	上市年份	累计现金分红 (亿元)	融资总额 (亿元)	上市以来平均分 红率
直营	菜百股份	2021	23	8	62.1%
	六福集团	1997	91	22	50.2%
	周生生	1973	57	10	39.9%
加盟	周大福	2011	620	130	88.5%
	老凤祥	1992	93	10	43.2%
	周大生	2017	62	15	63.1%
金矿	山东黄金	2003	65	116	16.2%
	赤峰黄金	2004	10	40	10.3%
	湖南黄金	2007	17	33	23.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 派息融资比对比: 金饰回馈已超过融资金额

派息融资比(累计分红/累计直接融资)体现公司对股东的净回馈能力, 金饰公司派息融资比远高于金矿: 自公司上市以来至 2025 年末, 老凤祥派息融资比约 9.57 倍、周生生约 5.69 倍、周大福约 4.76 倍、六福约 4.07 倍; 而金矿中山东黄金仅 0.56 倍、赤峰仅 0.25 倍、湖南黄金约 0.51 倍。金矿公司融资金额大但分红回馈少, 金饰公司则是融得少、分得多, 自身的轻资产商业模式在股东回报方面优越性凸显。

表2: 金饰金矿公司上市以来至 2025 年末派息融资比对比

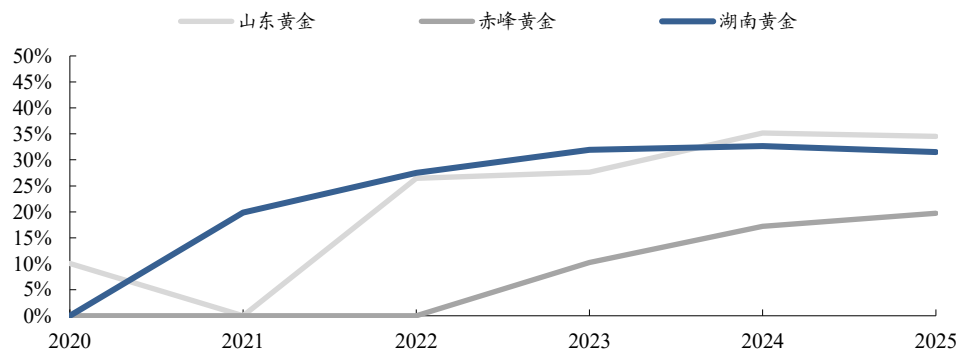
类型	公司	派息融资比 (倍)
直营	菜百股份	3.02
	六福集团	4.07
	周生生	5.69
加盟	周大福	4.76
	老凤祥	9.57
	周大生	4.07
金矿	山东黄金	0.56
	赤峰黄金	0.25
	湖南黄金	0.51

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 各年度分红率变化趋势

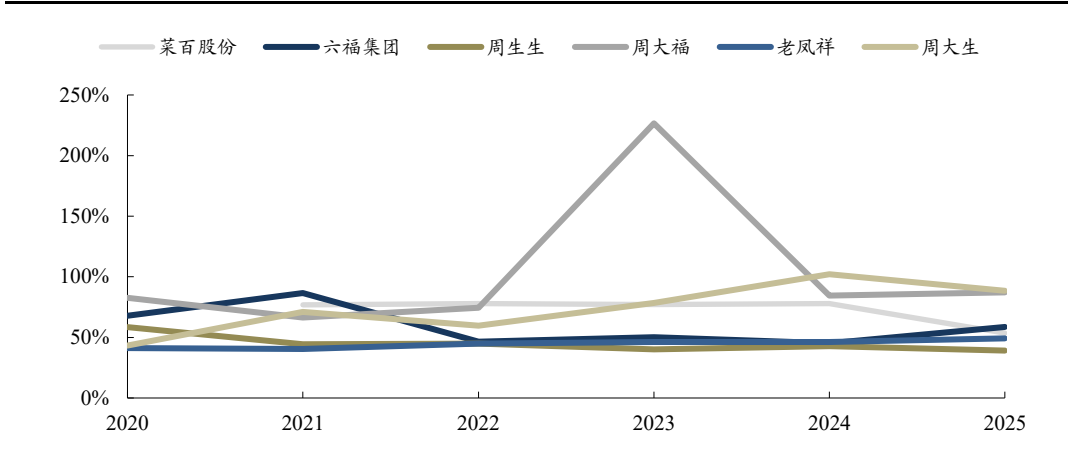
金饰公司分红稳定性较高。按 2020-2025 年逐年观察, 金矿公司分红率波动大且整体偏低 (山东黄金和湖南黄金在 35%以内、赤峰黄金 20-22 年度不分红), 金饰公司分红率整体稳定在较高水平, 20-25 年度菜百股份稳定在 77%左右、老凤祥稳定在 40%-50%、周大福波动较大但基本超过 80%, 周大生分红基本维持 80%左右, 金饰的分红稳定性进一步验证了其现金流优势。

图1: 金矿公司 2020-2025 年分红率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 金饰公司 2020-2025 年分红率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

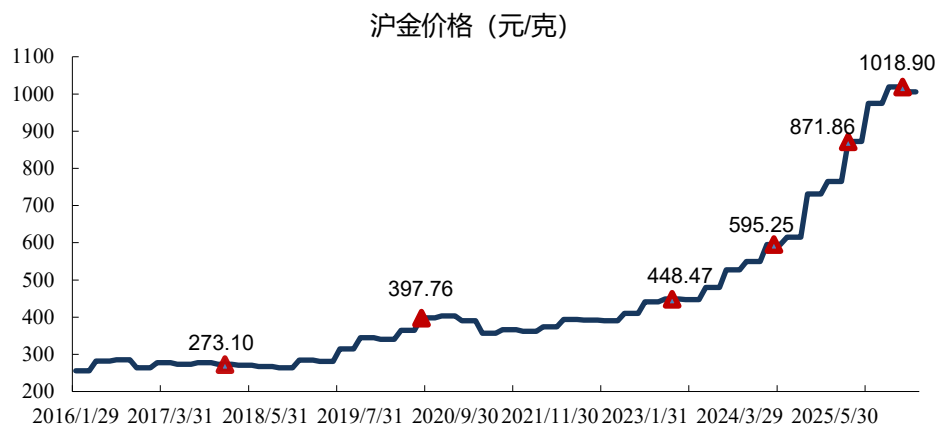
总结看, 金饰公司在分红率、派息融资比两个维度全面优于金矿公司。核心原因在于金饰属于轻资产零售/品牌业务, 资本开支低、自由现金流充裕; 金矿属于重资产采掘业务, 需要持续大额资本开支和融资扩产, 分红能力受限。

2. 金价变动与金饰/金矿业绩相关性：金矿公司更加直接正相关，金饰公司直营反应快于加盟

2.1. 金价历史走势背景回顾

沪金价格从 2016 年约 240 元/克到 2025 年底近 1000 元/克以上，经历了几个关键阶段：2016-2018 年震荡期（240-270 元）、2019-2020 年第一轮上涨（270-400 元）、2021-2023 年高位震荡（360-480 元）、2024 年以来加速上涨突破 500 元，2025 年全年金价上涨约 55%，金价的持续上涨是黄金产业链各环节业绩增长的核心驱动力之一。2026 年年初至 2 月 17 日春节，金价上涨约 12%，2026 年 3 月由于战争等外部环境因素回落，4-5 月基本维持在 980-1000 元区间。

图3：2016 年至今沪金价格走势（截至 2026/5/18）

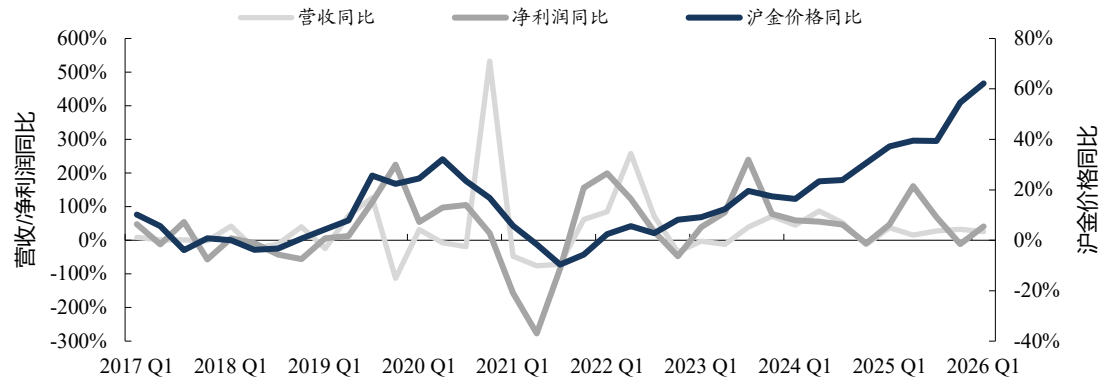


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 单季度：金矿公司收入及利润随金价变化高度正相关

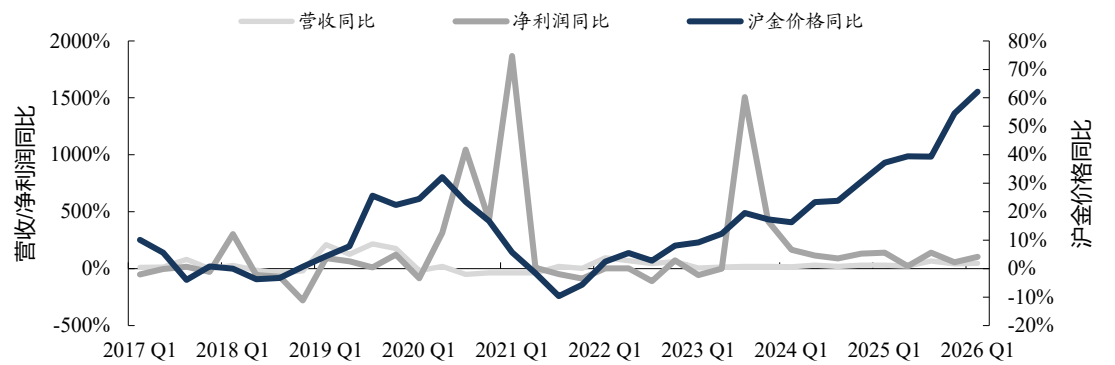
金矿公司（山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金）的营收和归母净利润同比增速，与同期金价同比涨幅高度正相关。金价上涨期，金矿业绩弹性较大，例如 2024 年金价同比涨约 27%，赤峰黄金净利同比涨 119%、湖南黄金净利同比涨 73%，但金价下跌或震荡期业绩波动也很剧烈。金矿的营业杠杆（采掘成本相对固定）使得利润弹性远大于收入弹性。

图4：山东黄金收入利润与沪金价格变化



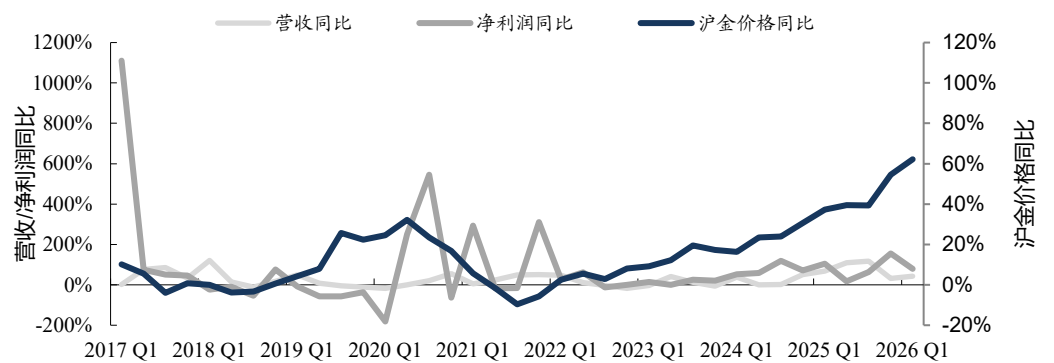
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：赤峰黄金收入利润与沪金价格变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：湖南黄金收入利润与沪金价格变化

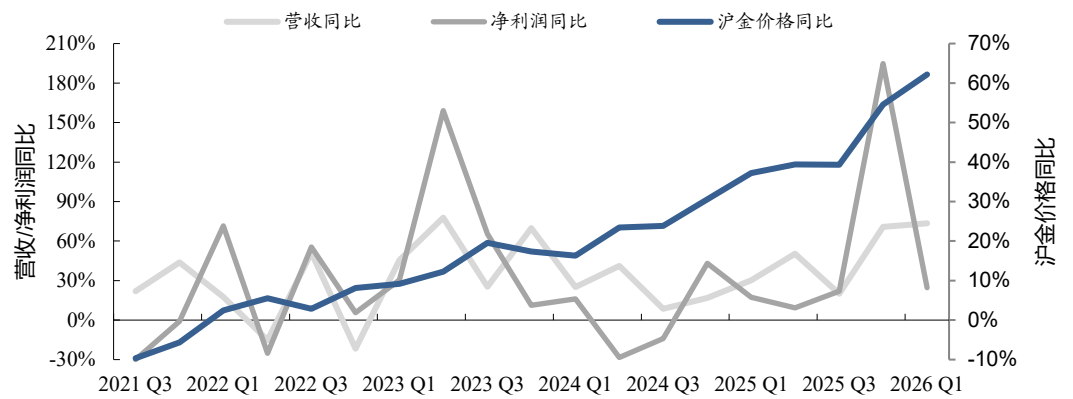


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 单季度：直营金饰公司业绩随金价变化正相关，弹性小于金矿

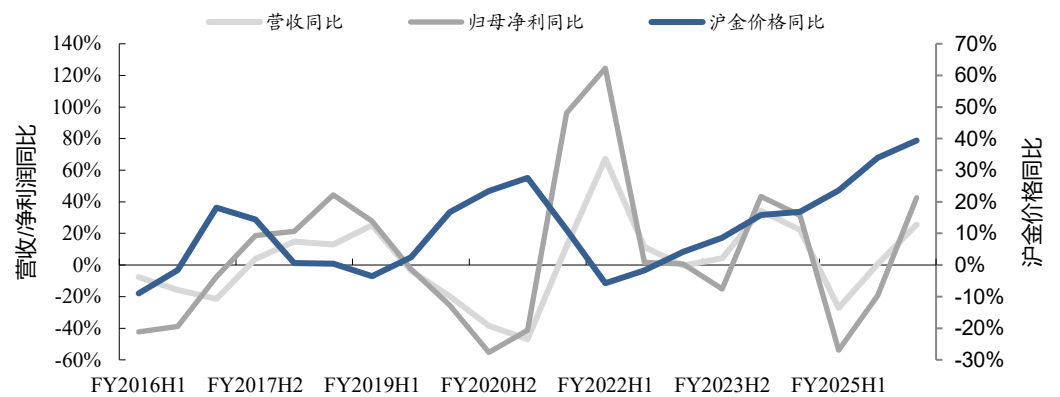
直营模式金饰公司(菜百股份、六福集团、周生生)的业绩对金价反应也呈正相关，但弹性小于金矿。菜百股份的营收同比与金价同比相关性较高，六福集团的净利润弹性大，周生生相对稳健。直营模式由于销售终端直接面对消费者，金价传导路径短：金价上涨→终端售价提升→直接反映为收入，而且由于直营模式下公司库存金较多，因此业绩反应更直接更迅速，时滞约 1-2 个月。

图7：菜百股份收入利润与沪金价格变化



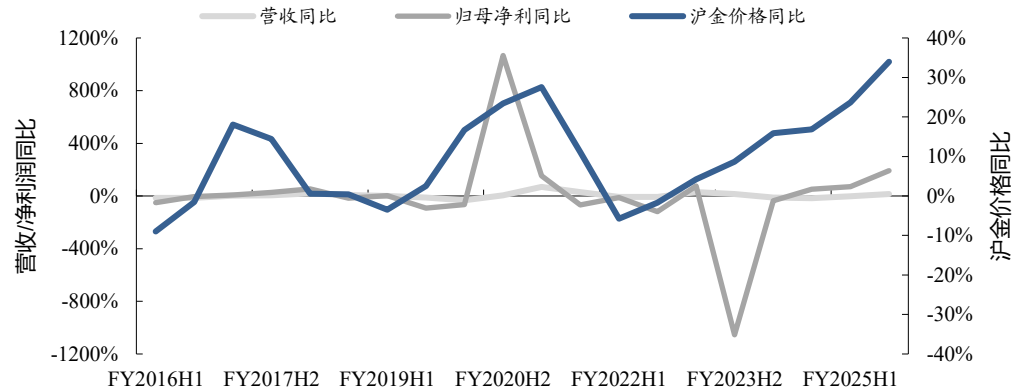
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：六福集团收入利润与沪金价格变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：周生生收入利润与沪金价格变化

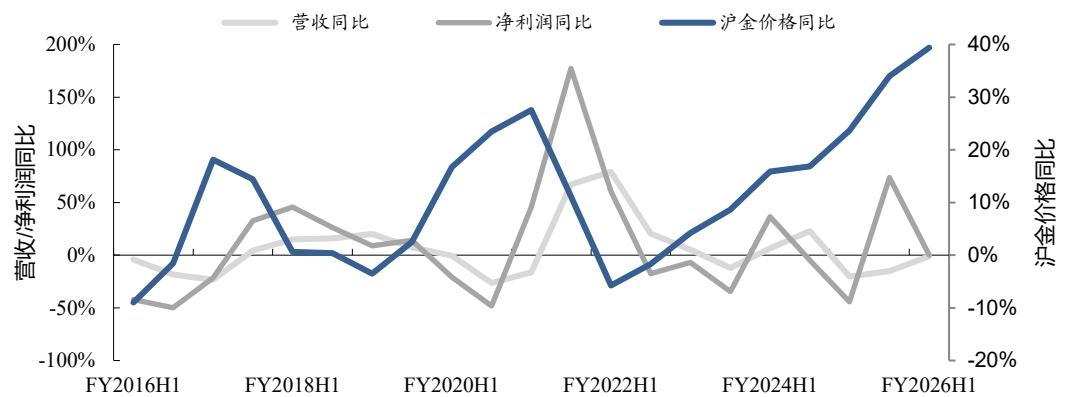


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 单季度：加盟金饰公司业绩随金价变化，存在明显滞后

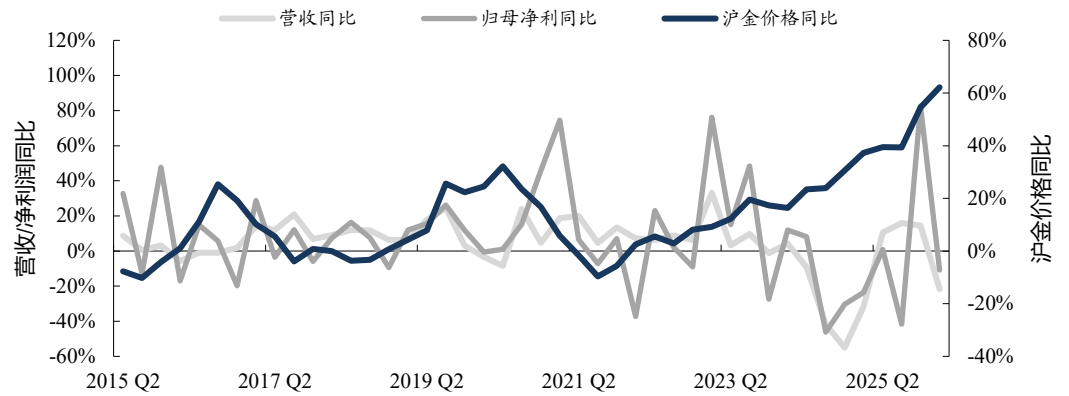
加盟模式金饰公司（周大福、老凤祥、周大生）的业绩同比与金价正相关性同样存在，但和金饰直营公司相比存在明显滞后。以周大福为例，FY2020H2 金价同比涨约 23%，但周大福营收同比下降约 26%、净利下降约 48%，而 FY2021H1 净利增长约 45%。加盟模式下，品牌方的收入确认受加盟商提货节奏影响，金价传导链条更长：金价上涨→终端零售价提升→消费者购买行为习惯调整→加盟商进货节奏变化→品牌方确认收入，因此业绩反应存在 1-2 个季度的时滞。

图10：周大福收入利润与沪金价格变化



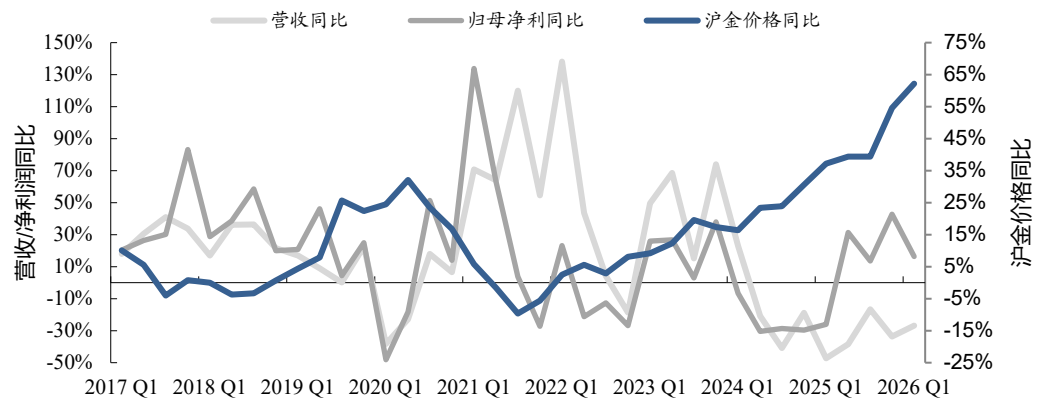
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 老凤祥收入利润与沪金价格变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 周大生收入利润与沪金价格变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

总结来看, 金矿业绩对金价高度敏感、弹性大、反应即时; 金饰业绩与金价也正相关, 但弹性较小、存在滞后 (加盟>直营), 原因在于金饰零售端还受到消费者心态、渠道库存周期等中间变量的影响。从传导时效看: 金矿几乎同步→直营金饰滞后 1-2 月→加盟金饰滞后 1-2 季度。

2.5. 年化增速角度看，金矿公司或来自资本开支驱动产能扩张，金饰公司更稳健，内生增长质量更高

金矿公司受益于金价上涨和产能扩张，营收和净利年化增速表现亮眼。以 2016 年为基期，山东黄金 2016-2025 年营收 CAGR 约 8.3%、赤峰黄金约 28%、湖南黄金约 20.8%，部分营收增长来自并购扩产。从行情表现来看，金矿营收年化增速与金价行情联动紧密，股价年化上涨弹性显著高于金价。

金饰公司的增长更为稳健。菜百股份 2021 年上市以来至 2025 年末营收 CAGR 约 40%，老凤祥和周大生长期营收增速稳定。直营模式中，六福集团和周生生的长期 CAGR 较低但波动也较小。加盟模式中老凤祥营收稳健增长，周大福因规模较大受港股市场和宏观环境影响波动较大。整体而言，金饰公司的内生增长质量更高，不依赖大规模资本开支驱动。

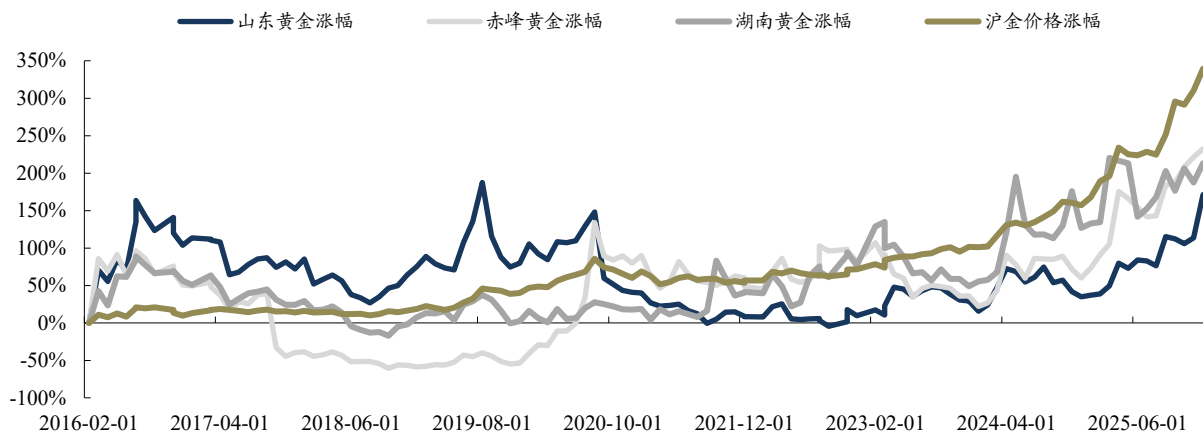
总结来看，金矿的营收/净利增长弹性更大，但波动性也更大，且部分增长来自资本开支驱动的产能扩张；金饰的增长更稳健，尤其是直营模式，内生增长质量更高。

3. 金价变动与金饰/金矿股价的关系

3.1. 金矿股价与金价的走势对比

以 2016 年 2 月 1 日为基期，山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金的股价涨幅与沪金涨幅高度同步。金矿股价本质上是金价的杠杆——金价涨幅越大，金矿股价涨幅弹性越高，但回调时跌幅也更深。三家金矿中，山东黄金与金价的同步性最高，赤峰黄金次之，湖南黄金因盘子较小，波动更大。

图13: 金矿公司股价与金价涨跌幅复盘



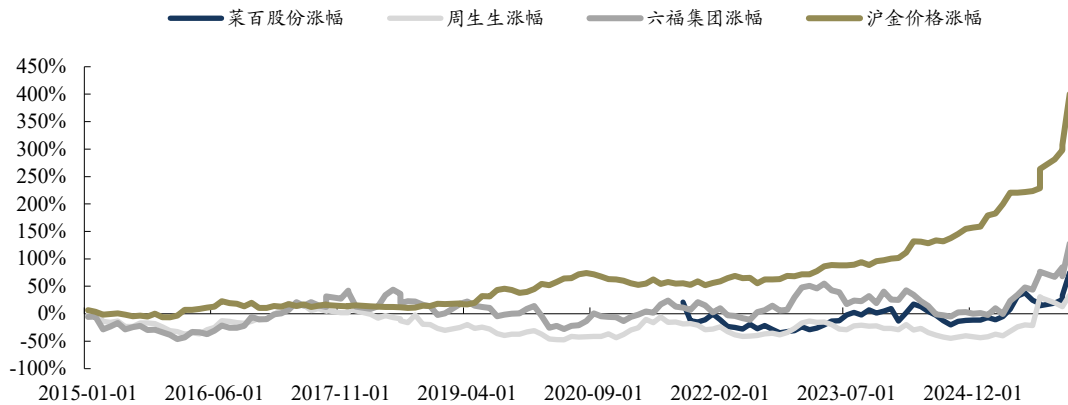
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 直营金饰股价与金价的走势对比

以 2015 年 1 月 1 日为基期，菜百股份（2021 年上市较晚，数据期较短）、六福集团、周生生的股价与金价的拟合度介于金矿和加盟金饰之间。

直营模式由于收入直接反映终端销售，股价对金价的反应比加盟模式更及时。六福集团和周生生长期走势与金价趋势较为一致。

图14: 直营金饰公司股价与金价涨跌幅复盘

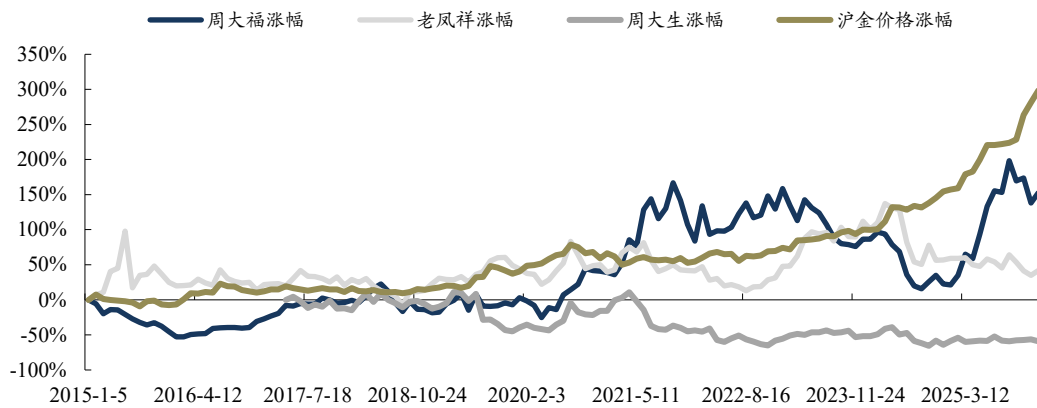


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 加盟金饰股价与金价的走势对比

以2015年1月5日为基期, 周大福、老凤祥、周大生(2017年上市)的股价涨幅与金价涨幅也呈正相关, 但拟合度相对是最低的。尤其是周大福和周大生, 股价受自身经营周期(如加盟商开关店、渠道库存调整)影响较大, 与金价的背离期更长。老凤祥由于业务结构稳定, 与金价的相关性在加盟模式中最高, 2024年以来随着老凤祥产品结构、公司运营进一步改革, 与金价走势直接相关程度亦有所减弱。加盟模式下, 股价对金价的反应存在约1-2个季度的滞后。

图15: 加盟金饰公司股价与金价涨跌幅复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

通过观察不同金价阶段下各类公司股价的反应速度，可以总结出：金矿股价几乎与金价同步反应，甚至在预期层面提前反应；直营金饰股价有约 1-2 个月的滞后；加盟金饰股价滞后可能达 1-2 个季度，因为加盟商的进货和销售存在库存缓冲。2024 年 3 月以来，这一规律在金价加速上涨阶段表现得更加明显。金矿股价是金价的高 Beta 杠杆，反应即时；直营金饰股价是金价的中 Beta 平滑版，反应较快但弹性较小；加盟金饰股价是金价的低 Beta 滞后版，反应最慢但长期方向一致。

表3: 金矿 vs 金饰核心维度对比总结

维度	金矿	金饰（直营）	金饰（加盟）
平均分红率	10%-35%	39%-80%	40%-88%
派息融资比	0.2-0.5 倍	3.0-5.6 倍	4.0-9.5 倍
业绩对金价弹性	高	中	中低
业绩对金价时滞	几乎同步	1-2 月	1-2 季度
股价对金价 Beta	高 Beta	中 Beta	低 Beta
股价对金价时滞	同步/提前	略滞后	明显滞后
现金流质量	弱（重资产）	强（轻资产）	强（轻资产）

数据来源：Wind，东吴证券研究所总结

注：数据统计口径为各公司上市以来至 2025 年末累计数据

综合分红、业绩、历史股价三个维度：金饰公司分红全面占优、现金流质量更高，金矿股价及业绩对金价反应即时但波动大、金饰更稳健（加盟滞后于直营），在金价不确定性增大的环境下，金饰的高分红、稳定现金流提供了安全垫。

总结上述整体分析和复盘，我们认为

- ✓ 如果看好金价继续上涨并追求高弹性，金矿是更好的短期进攻品种，但需承受高波动和低分红。
- ✓ 如果追求稳定分红和现金流，金饰（尤其是加盟龙头如周大福、周大生等）是更优选择。
- ✓ 直营金饰兼具一定的金价弹性和较好的分红能力，是平衡型品种。
- ✓ 在金价不确定性增大的环境下，金饰的高分红、稳定现金流提供了安全垫，我们继续看好黄金珠宝公司稳定商业模式+高股息投资机会。

4. 草根调研黄金珠宝消费者心态：金价震荡期间有望带来黄金珠宝消费心态的回补

我们于 2026 年 2 月 27 日发布黄金珠宝行业深度报告《问卷调查 | 深度研究——金价变动与黄金珠宝消费心态变化的关系探究》，其中调研了 485 份消费者针对黄金珠宝产品的消费心理：

黄金上涨具有带动效应，但也会带来观望态度，对消费需求同时具备促进和抑制两方面影响，金价震荡期间有望带来黄金珠宝消费心态的回补。结合问卷我们可以了解到，2025 年金价快速上涨中，很多人加入了黄金的购买，但同时有很多人觉得金价太贵了（他们的心理价位要低于目前的实际价位）。在这样的双重效应情况下，有两种情况会带来黄金珠宝消费心态的回补：

金饰依然是黄金的最主要销售形式——黄金的购买“投资”和“消费”需求是不可分割的。根据我们上一篇深度《问卷调查 | 深度研究——金价变动与黄金珠宝消费心态变化的关系探究》的草根调研，过去一年购买黄金的人当中，78%的受访者，只买金饰，而 13%左右的受访者是只买金条的。即便“金条性价比更高”，但金饰依然是绝大部分的黄金珠宝的销售形式。诚然金饰属于“消费品”，但在金价大涨的过程中，金饰依然是黄金购买的主要形式而非金条，这反映出在黄金的购买过程中，是无法区分“投资”和“消费”需求的。

金价震荡 3-5 个季度，黄金珠宝消费者需求有望回补：目前黄金上涨较快的情况下，很多人觉得金价实际价格高于心理价位，3-5 个季度的震荡让消费者心理价位和实际黄金珠宝价格趋近，以回补需求。

图16: 26年2月针对消费者对金价到手价认知的草根调研统计结果-词频分析图



数据来源：问卷调查，东吴证券研究所

5. 投资建议：金价震荡的环境下，继续看好黄金珠宝贝塔行情

在金价稳定震荡的环境下，我们看好黄金珠宝行业性的投资机会：根据问卷调查的情况，我们可以看到，金饰店目前依然是黄金购买的最核心的渠道，黄金首饰依然是黄金购买的最主要的形式。而在金价稳定震荡的环境下，我们看好黄金珠宝消费需求的回补，且认为这是整个黄金珠宝的行业性机会。

直营为主的黄金珠宝品牌有望业绩率先回升：在金价持续上升的背景下，直营为主的黄金珠宝品牌，其金价上涨的收益，会通过终端动销的方式体现出来，近期金价震荡波动也有望加快金条&一口价等产品的动销，重点推荐【老铺黄金】【菜百股份】【六福集团】，关注【周生生】等

加盟为主的黄金珠宝品牌，终会随着需求回补，体现品牌价值：以加盟连锁为主的黄金珠宝品牌，业绩反馈或慢于直营模式的黄金珠宝品牌。但随着消费者对于金价的习惯，或二次新高带来的需求拉动，加盟连锁模式的黄金珠宝品牌其价值终会体现，目前

加盟连锁模式的黄金珠宝品牌位置和估值处于较低位置，重点推荐【周大福】【老凤祥】【周大生】【潮宏基】【周六福】等

老铺黄金-100%直营，100%一口价，品牌快速破圈：老铺黄金是最为特殊的100%直营+100%一口价产品，这两年仍处于品牌快速破圈的阶段，品牌掌控力强，目前处于估值和位置较低阶段，重点推荐。

菜百股份-直营为主，金条占比高加快动销：菜百股份的核心特点是几乎全直营，且其金条占比较高，在黄金珠宝消费者（投资者）需求回补的过程中，有望加快动销，直接体现业绩，此外，菜百股份分红比率较高，上市以来平均分红比率达62%。

六福集团-港澳&海外地区直营为主，业绩有望持续释放：六福集团港澳及海外是以直营为主的模式，其金价收益也会随着动销率先体现在业绩上，目前估值较低，品牌价值有望重估。

周大福-黄金珠宝品牌最高知名度，需求回补有望体现在业绩上：周大福是调查样本中，知名度最高的黄金珠宝品牌（达80%+认知度），而经历了约10个季度左右的同店下滑，自2025自然年下半年开始，伴随着金价二次新高，周大福同店开始恢复显著向上，业绩有望现拐点，重点推荐！

周大生-拐点已现，26年5月31日股息率高达8.6%：周大生作为知名度较高的连锁加盟品牌，2024年至2025年Q1受金价一次急涨影响，业绩承压。自2025年Q2以来，周大生净利拐点已现，现金流优秀，分红比率突出，上市以来至2025年末平均分红比率达近60%，2024-2025年更是达到近100%的分红比率，26年5月31日股息率高达8.6%。

老凤祥-老牌黄金珠宝强连锁品牌，业绩低基数有望回升：老凤祥作为老牌黄金珠宝连锁品牌，是调查样本中，知名度最高的陆资黄金珠宝品牌（60%+认知度），自2024年以来，老凤祥业绩走入低基数，2026年老凤祥有望随着黄金珠宝需求回补，迎来业绩回升，实现品牌价值重估。

潮宏基-发展空间显著，持续净开店的知名连锁品牌：潮宏基作为知名全国性黄金珠宝连锁加盟品牌，其精品化路线和品牌定位，使得其成为了近两年来，为数不多的能够实现持续净开店的黄金珠宝连锁加盟品牌。潮宏基是黄金珠宝诸多品牌中，发展空间最为显著的品牌之一。

表4: 黄金珠宝上市公司盈利预测与估值 (截至 2026/5/31 收盘价)

代码	类型	简称	总市值	归母净利润 (亿元)			PE			2025年分 红率	最新股息率 (2026/5/31)	PE (TTM) 分位点
			(亿元)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E			
1929.HK	加盟为主	周大福	984	50.9	76.3	85.7	19	13	11	87%	6.8%	39%
600612.SH		老凤祥	193	17.5	20.0	21.4	11	10	9	49%	5.1%	1%
002867.SZ		周大生	136	11.0	13.2	15.2	12	10	9	89%	8.6%	9%
002345.SZ		潮宏基	84	5.0	6.7	8.1	17	13	10	80%	6.4%	15%
6168.HK		周六福	66	7.7	9.0	10.2	9	7	6	52%	7.0%	3%
6181.HK	直营为主	老铺黄金	825	48.7	87.1	113.8	17	9	7	78%	8.2%	1%
605599.SH		菜百股份	125	11.3	13.0	15.0	11	10	8	54%	5.6%	0%
0590.HK		六福集团	109	9.5	13.1	14.9	12	8	7	59%	7.1%	47%
0116.HK		周生生	63	14.8	18.1	20.1	4	3	3	39%	11.2%	0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 周生生、周六福为 Wind 一致预期 (截至 2026/05/31), 除周生生、周六福外均为东吴证券研究所预测。周大福、六福集团为财年数据, 如 FY2025 对应自然年 2024/4/1-2025/3/31;

注 2: 货币单位统一为人民币。周大福、周六福、老铺黄金、六福集团、周生生相关标的总市值、归母净利润均按港币兑人民币汇率 0.86 换算 (2026.5.31 汇率)。

6. 风险提示

国内消费市场增长不及预期: 由于消费降级和经济压力, 整体消费回暖速度低于预期, 可能影响终端消费者对黄金珠宝需求。

金价大幅波动: 金价急速上涨会对黄金珠宝的终端动销产生短期负向影响, 从而进一步影响上市公司收入和利润率。

行业竞争加剧: 行业竞争加剧导致行业内公司运营效率低于预期, 将拖慢收入增长节奏。

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>