

商贸零售行业跟踪周报

重视加盟连锁制黄金珠宝品牌：金价震荡下加盟模式优势凸显，高股息+低估值+稳定盈利提供安全边际

增持（维持）

（注：文中“本周”指6月8日至6月12日）

■ 在2025年以来国际金价屡创历史新高、2026年以来金价震荡高企的背景下，黄金珠宝零售股的分化已然出现，**我们看好加盟连锁制黄金珠宝品牌在当前环境下的价值**——以加盟服务费、加工费及品牌溢价为核心盈利来源的加盟连锁制黄金珠宝品牌，对金价波动的免疫性优于自营重资产模式，盈利稳定性经得起周期验证，同时其高股息、低估值特征提供了安全边际，在当前利率下行周期中亦提供了稳定的收益锚。

■ **周大福盈利拐点确认，归母净利润创历史新高同比+52%**。周大福FY2026（截至2026年3月31日止年度）收入944亿港元（同比+5.3%，若无说明，以下均为同比），毛利率32.3%（+2.8pct），经营溢利188.5亿港元（+27.8%），归母净利润90.04亿港元（+52.2%），创历史新高，盈利质量显著改善，印证了加盟模式在金价上行期的弹性。全年经营现金流保持稳健，自由现金流支撑高派息，每股全年股息0.67港元，派息率73.6%。

■ **长期稳定高ROE验证加盟模式优越性**。周大福、老凤祥、周大生近十年ROE长期维持在15%-25%区间，在疫情冲击（2020年）下亦未出现显著滑落，整体波动中枢明显高于直营模式可比公司。这一特征根植于加盟模式的结构优势：品牌方以特许权与加盟服务费为重要收入来源，总部资产负债表相对轻盈，ROE对单一变量的敏感性天然较低。当前行业经历大规模门店出清后，存活加盟商的质量与坪效均有所提升，长期ROE中枢有望维持稳健。

■ **红利属性叠加上期权有望释放弹性空间**。加盟系黄金珠宝公司普遍维持50%以上分红率，截至2025年5月31日，周大生与潮宏基的最新股息率分别达8.6%与8.4%，周大福亦达6.8%，在当前利率下行期提供了稀缺的“类债锚”。但有别于纯债资产，这类公司同时持有“向上期权”：一旦消费情绪修复（宏观政策落地、金价趋稳），加盟商补货意愿将快速回升，品牌方收入有望展现更大的向上弹性。

■ **本周行情回顾**：本周（6月8日至6月12日），申万商贸零售指数涨跌幅-3.66%，申万社会服务-2.39%，申万美容护理-0.85%，上证综指+0.09%，深证成指-2.29%，创业板指-3.22%，沪深300指数-0.82%。

■ **投资建议**：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，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【潮宏基】【周大福】【周大生】【老凤祥】【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、行业竞争加剧等。

2026年06月14日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@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

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

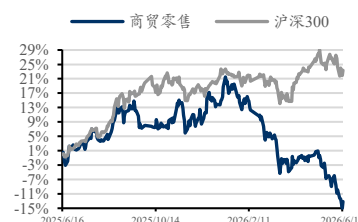
zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 杜玥莹

执业证书：S0600526040001

duyy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《陕西旅游主板IPO过会，招股书详细拆解》

2025-11-10

《“茶叶第一股”八马茶业登录港交所，附招股书财务梳理更新》

2025-11-04

内容目录

1. 本周行业观点4

2. 本周行情回顾6

3. 细分行业公司估值表6

4. 风险提示8

图表目录

图 1: 直营/加盟黄金珠宝公司 2016 年至 2025 年净资产收益率 (ROE) 对比4

图 2: 本周各指数涨跌幅 (2026-06-12) 6

图 3: 年初至今各指数涨跌幅 (2026-06-12) 6

表 1: 黄金珠宝上市公司盈利预测与估值 (截至 2026/6/12 收盘价)5

表 2: 行业公司估值表 (市值更新至 6 月 12 日) 6

1. 本周行业观点

在 2025 年以来国际金价屡创历史新高、2026 年以来金价震荡高企的背景下，黄金珠宝零售股的分化已然出现，我们看好加盟连锁制黄金珠宝品牌在当前环境下的价值——以加盟服务费、加工费及品牌溢价为核心盈利来源的加盟连锁制黄金珠宝品牌，对金价波动的免疫性优于自营重资产模式，盈利稳定性经得起周期验证，同时其高股息、低估值特征提供了安全边际，在当前利率下行周期中亦提供了稳定的收益锚。

周大福盈利拐点确认，归母净利润创历史新高同比+52%。周大福 FY2026（截至 2026 年 3 月 31 日止年度）收入 944 亿港元（同比+5.3%，若无说明，以下均为同比），毛利率 32.3%（+2.8pct），经营溢利 188.5 亿港元（+27.8%），归母净利润 90.04 亿港元（+52.2%），创历史新高，盈利质量显著改善，印证了加盟模式在金价上行期的弹性。全年经营现金流保持稳健，自由现金流支撑高派息，每股全年股息 0.67 港元，派息率 73.6%。

长期稳定高 ROE 验证加盟模式优越性。周大福、老凤祥、周大生近十年 ROE 长期维持在 15%–25%区间，在疫情冲击（2020 年）下亦未出现显著滑落，整体波动中枢明显高于直营模式可比公司。这一特征根植于加盟模式的结构优势：品牌方以特许权与加盟服务费为重要收入来源，总部资产负债表相对轻盈，ROE 对单一变量的敏感性天然较低。当前行业经历大规模门店出清后，存活加盟商的质量与坪效均有所提升，长期 ROE 中枢有望维持稳健。

图1：直营/加盟黄金珠宝公司 2016 年至 2025 年净资产收益率（ROE）对比

类型	公司	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
直营	菜百股份	-	17.9%	19.7%	19.8%	16.9%	13.6%	13.9%	19.7%	18.5%	26.2%
	六福集团	11.1%	11.6%	14.5%	14.5%	8.3%	9.4%	11.9%	10.6%	14.1%	8.4%
	周生生	8.2%	9.2%	9.9%	6.1%	4.8%	5.2%	3.7%	8.4%	6.5%	12.8%
加盟	周大福	7.9%	9.2%	12.6%	14.3%	10.2%	21.1%	20.9%	16.3%	22.4%	22.7%
	老凤祥	22.0%	21.3%	20.4%	21.3%	21.2%	21.9%	17.6%	20.4%	16.2%	13.7%
	周大生	28.1%	23.7%	22.0%	22.9%	20.1%	21.9%	18.4%	21.2%	15.9%	17.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：周大福、六福集团为财年数据，如 2025 财年对应自然年 2024/4/1-2025/3/31。

红利属性叠加向上期权有望释放弹性空间。加盟系黄金珠宝公司普遍维持 50%以上分红率，截至 2025 年 5 月 31 日，周大生与潮宏基的最新股息率分别达 8.6%与 8.4%，周大福亦达 6.8%，在当前利率下行期提供了稀缺的“类债锚”。但有别于纯债资产，这类公司同时持有“向上期权”：一旦消费情绪修复（宏观政策落地、金价趋稳），加盟商补

货意愿将快速回升，品牌方收入有望展现更大的向上弹性。

表1：黄金珠宝上市公司盈利预测与估值（截至 2026/6/12 收盘价）

代码	类型	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			2025年分 红率	最新股息 率	PE (TTM)
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E			
1929.HK	加盟为主	周大福	1,087	11.0	50.9	77.4	89.4	21	14	12	87%	6.1%	14%
600612.SH		老凤祥	185	35.4	17.5	20.0	21.4	11	9	9	49%	5.3%	1%
002867.SZ		周大生	133	12.3	11.0	13.2	15.2	12	10	9	89%	8.8%	7%
002345.SZ		潮宏基	87	9.8	5.0	8.8	10.5	17	13	11	80%	6.2%	20%
6168.HK		周六福	65	17.2	7.7	9.0	10.2	8	7	6	52%	7.1%	6%
6181.HK	直营为主	老铺黄金	714	404.2	48.7	74.9	97.9	15	10	7	78%	8.2%	1%
605599.SH		菜百股份	119	15.3	11.3	13.0	15.0	10	9	8	54%	5.8%	0%
0590.HK		六福集团	114	19.4	9.5	13.1	14.9	12	9	8	59%	6.8%	54%
0116.HK		周生生	62	9.3	14.8	18.1	20.1	4	3	3	39%	11.4%	0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：周大福 FY2026（截至 2026 年 3 月 31 日止年度）已披露年报，故 2026 为真实值，非预测值；

注 2：周生生、周六福为 Wind 一致预期（截至 2026/06/12），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；

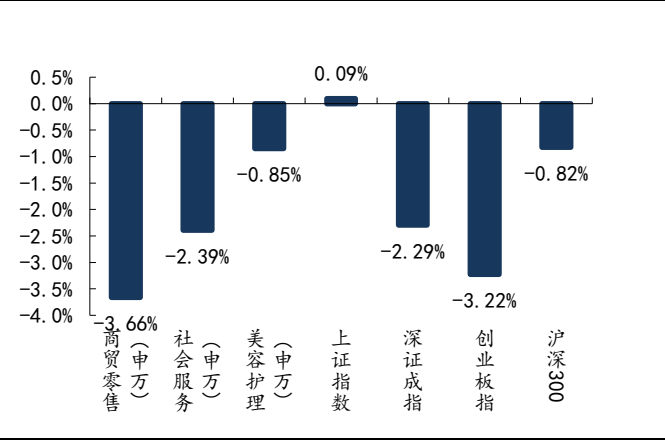
注 3：货币单位统一为人民币。周大福、周六福、老铺黄金、六福集团、周生生相关标的总市值、归母净利润均按港币兑人民币汇率 0.86 换算（2026.6.12 汇率）。

2. 本周行情回顾

本周（6月8日至6月12日），申万商贸零售指数涨跌幅-3.66%，申万社会服务-2.39%，申万美容护理-0.85%，上证综指+0.09%，深证成指-2.29%，创业板指-3.22%，沪深300指数-0.82%。

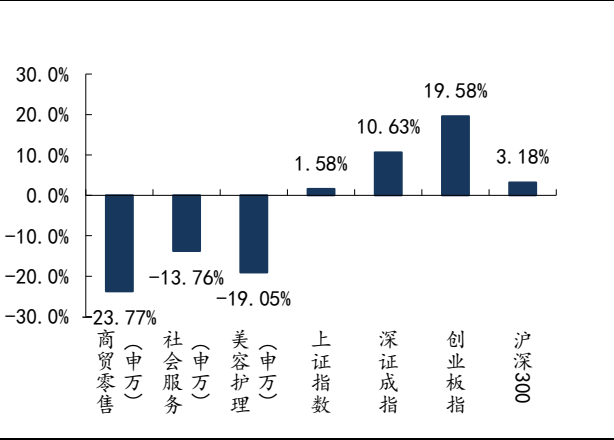
年初至今（1月5日至6月12日），申万商贸零售指数涨跌幅-23.77%，申万社会服务-13.76%，申万美容护理-19.05%，上证综指+1.58%，深证成指+10.63%，创业板指+19.58%，沪深300指数+3.18%。

图2：本周各指数涨跌幅（2026-06-12）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：年初至今各指数涨跌幅（2026-06-12）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 细分行业公司估值表

表2：行业公司估值表（市值更新至6月12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
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
新消费										
9992.HK	泡泡玛特	2,120	183.00	127.76	166.88	209.19	17	13	10	买入
9896.HK	名创优品	280	26.00	28.98	32.24	35.12	10	9	8	买入
6969.HK	思摩尔国际	465	8.62	10.64	12.63	18.82	44	37	25	增持
6055.HK	中烟香港	131	21.74	9.80	10.99	13.45	13	12	10	买入
003010.SZ	若羽臣	77	24.84	1.94	3.94	5.60	40	20	14	买入
301498.SZ	乖宝宠物	167	41.75	6.73	7.26	8.83	25	23	19	买入
002891.SZ	中宠股份	93	28.77	3.65	4.21	6.36	25	22	15	买入
001206.SZ	依依股份	32	17.23	1.83	2.21	2.63	17	14	12	未评级
300673.SZ	佩蒂股份	34	13.66	1.16	1.73	2.13	29	19	16	未评级
001222.SZ	源飞宠物	29	14.96	1.16	1.83	2.34	25	16	12	未评级
消费出海										

600415.SH	小商品城	620	11.30	42.04	54.81	65.01	15	11	10	买入
688775.SH	影石创新	628	156.49	9.29	10.98	16.92	68	57	37	未评级
300866.SZ	安克创新	617	115.05	25.45	33.06	41.17	24	19	15	买入
2698.HK	乐舒适	149	27.50	8.19	9.52	11.17	18	16	13	买入
688169.SH	石头科技	264	101.99	13.63	19.48	25.45	19	14	10	未评级
301606.SZ	绿联科技	258	62.27	7.05	9.98	13.06	37	26	20	买入
301381.SZ	赛维时代	77	19.01	2.83	4.70	6.09	27	16	13	未评级
301376.SZ	致欧科技	65	16.07	3.36	4.62	5.33	19	14	12	买入
9658.HK	特海国际	59	10.51	0.36	0.47	0.60	163	128	100	未评级

黄金珠宝

1929.HK	周大福	1,099	12.81	59.16	88.73	99.63	19	12	11	买入
6181.HK	老铺黄金	723	470.00	48.68	87.06	113.79	15	8	6	买入
600612.SH	老凤祥	185	35.38	17.55	19.97	21.37	11	9	9	买入
0590.HK	六福集团	115	22.54	11.00	16.72	18.42	10	7	6	未评级
605599.SH	菜百股份	119	15.28	11.33	12.97	14.96	10	9	8	买入
002867.SZ	周大生	133	12.25	11.03	13.21	15.20	12	10	9	买入
002345.SZ	潮宏基	87	9.76	4.97	6.72	8.06	17	13	11	买入
6168.HK	周六福	66	17.20	7.70	8.93	10.05	9	7	7	未评级

化妆品&医美

300896.SZ	爱美客	285	94.27	12.91	14.62	16.41	22	20	17	未评级
2367.HK	巨子生物	250	27.04	19.15	19.78	22.70	13	13	11	买入
1318.HK	毛戈平	265	62.10	12.04	15.81	20.49	22	17	13	买入
603605.SH	珀莱雅	266	67.20	14.98	15.80	17.33	18	17	15	买入
2145.HK	上美股份	123	35.42	11.03	13.81	17.18	11	9	7	买入
688363.SH	华熙生物	179	37.20	2.92	4.32	5.18	61	41	35	未评级
300957.SZ	贝泰妮	144	34.05	5.06	6.26	7.22	29	23	20	买入
600315.SH	上海家化	126	18.69	2.68	3.64	4.46	47	34	28	买入
603983.SH	丸美生物	89	22.25	2.47	3.06	3.80	36	29	24	买入
2657.HK	林清轩	41	33.50	3.60	5.43	7.46	11	8	6	买入
300740.SZ	水羊股份	83	21.20	1.48	2.15	2.76	56	39	30	未评级
600223.SH	福瑞达	58	5.69	1.88	2.07	2.43	31	28	24	买入
920982.BJ	锦波生物	186	161.98	6.52	7.77	9.71	29	24	19	买入

免税&出行

601888.SH	中国中免	1,215	58.49	35.86	52.23	58.17	34	23	21	买入
600859.SH	王府井	117	10.43	-0.40	2.15	2.50	-	54	47	未评级
600009.SH	上海机场	604	24.28	21.17	27.09	30.31	29	22	20	未评级
9961.HK	携程集团-S	2,311	371.00	332.94	188.28	209.03	7	12	11	买入
0780.HK	同程旅行	291	14.20	34.04	41.16	45.78	9	7	6	增持
1179.HK	华住集团-S	960	35.60	50.80	55.50	63.49	19	17	15	买入
ATAT.O	亚朵	311	33.83	16.21	20.44	24.67	19	15	13	未评级
600754.SH	锦江酒店	214	20.03	9.25	11.62	14.08	23	18	15	买入
600258.SH	首旅酒店	142	12.75	8.11	9.31	10.42	18	15	14	买入
300144.SZ	宋城演艺	167	6.35	8.18	9.47	10.38	20	18	16	增持
603099.SH	长白山	104	38.11	1.29	1.69	1.98	80	61	53	未评级
603402.SH	陕西旅游	73	72.45	3.84	4.48	5.17	19	16	14	买入
600054.SH	黄山旅游	81	11.10	2.92	3.55	4.03	28	23	20	未评级
002707.SZ	众信旅游	54	5.49	0.07	0.57	0.79	764	95	68	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	52	9.83	2.20	2.78	3.09	24	19	17	未评级
0308.HK	香港中旅	55	1.15	-2.82	3.15	3.67	-	18	15	未评级

301073.SZ	君亭酒店	40	20.41	0.23	0.64	0.93	172	62	43	增持
603199.SH	九华旅游	37	33.29	2.13	2.41	2.70	17	15	14	买入
603136.SH	天目湖	25	9.11	0.95	1.11	1.22	26	22	20	增持
餐饮&茶饮										
2097.HK	蜜雪集团	913	276.40	58.87	62.52	71.08	16	15	13	买入
9987.HK	百胜中国	1,042	344.80	9.29	10.43	11.44	112	100	91	买入
6862.HK	海底捞	609	12.56	40.50	45.66	51.10	15	13	12	买入
1364.HK	古茗	471	22.76	31.09	33.51	38.47	15	14	12	买入
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	88	30.82	36.00	42.80	56.15	2	2	2	未评级
0999.HK	小菜园	70	6.79	7.15	6.18	7.43	10	11	9	买入
2555.HK	茶百道	66	5.11	8.05	9.18	10.51	8	7	6	未评级
2589.HK	沪上阿姨	139	152.10	5.01	5.78	6.77	28	24	21	未评级
1405.HK	达势股份	41	35.58	1.42	1.92	2.66	29	21	15	买入
超市&其他专业连锁										
600729.SH	重庆百货	88	20.06	10.45	6.85	7.55	8	13	12	买入
601933.SH	永辉超市	291	3.21	-25.52	-4.35	3.12	-	-	93	增持
002697.SZ	红旗连锁	62	4.53	4.81	5.05	5.28	13	12	12	未评级
603708.SH	家家悦	62	9.74	2.01	2.48	2.94	31	25	21	未评级
301078.SZ	孩子王	97	7.64	2.98	4.36	5.42	32	22	18	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的归母净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 2026.6.12 日 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=0.86:1，美元:人民币=6.76:1 换算（对应 2026.6.12 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径；周大福对应 FY2025-FY2027。

4. 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>

