



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

黄金珠宝行业专题报告：

回归实证，论金价波动与板块股价联动规律

轻工制造

2026 年 10 月 22 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工行业联席首席分析师

执业编号：S1500525020001

邮箱：

luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

黄金珠宝行业专题报告：回归实证，论金价波动与板块股价联动规律

2026年10月22日

本期内容提要：

金价与黄金珠宝个股股价相关性实证研究：我们针对金价走势与个股股价进行相关性研究，并结合行业、公司基本面以及财务数据进行分析解读。

(1) 结论一：公司经营表现始终是股价表现的压舱石：板块内个股股价在快速扩张期与收缩调整期的核心影响因素均为自身经营情况，例如2022-2024年渠道收缩的周大福、2020-2024年渠道扩张的潮宏基，稳定发展期个股股价与金价间的相关性会更为明显，如2024年及以前的老凤祥、上市以来的菜百股份等。**(2) 结论二：强金价趋势对个股股价影响更为明显：**从样本复盘情况来看，金价走势与个股股价强关联性并非一直存在，而是呈明显阶段性分布特征，在金价持续数月及以上强趋势下，二者正相关性会更明显（即同涨/同跌）。但需注意，2025Q4-2026Q1金价急涨至新高阶段，尽管金价呈现强趋势性上涨，但个股股价并未同步，我们认为核心原因在于消费者对过高的金价产生观望情绪，反而抑制动销。

金价与黄金珠宝个股毛利额相关性分析：为更好辅助基于金价单一要素的投资决策，本部分我们剔除了行业及个股综合经营情况因素，仅针对财务数据（以毛利额为代表），进行与金价的相关性分析，从结果来看，金价对黄金珠宝公司毛利影响普遍存在，且在趋势性较强的金价上行阶段，多数个股以毛利额为代表的财务数据与金价存在一定的正向关联。若从关联性出发进行排序，最强一档为老凤祥、菜百股份，其次为六福集团、周大生，之后则是潮宏基、周大福。从商业模式角度看，金价对毛利额有多重影响，**(1) 销售景气：**我国消费者面对黄金产品存在较明显“买涨不买跌”心态；**(2) 产品结构：**我国消费者在金价快速上涨阶段更愿意购买投资黄金产品以及一口价黄金产品，而在金价稳步上升过程中，产品结构相对则均衡；**(3) 库存价值：**我们认为这或是金价与毛利额关联性的核心解释，即公司普遍存在备货周期以及黄金备货敞口（未采用黄金租赁部分），当存货周转期内金价上涨，利好销售毛利率提升，给毛利额增长创造直接正向支撑。

影响归因：我们认为决定金价走势与个股财务数据表现关联性强弱的首要因素在于备货机制，黄金敞口比例（即对冲部分比例）越高则相关性越强；其次是产品结构，按克计价产品占比越高，二者相关性越强，因为终端销售按克计价产品通常根据当日金价定价，能够即时反映。

核心结论：若将金价走势纳入黄金珠宝板块投资考量因素，前提必须考虑个股经营阶段以及大盘景气贝塔，当行业景气、渠道规模相对稳时，从个股受益程度出发，老凤祥、菜百股份为第一档，六福集团、周大生为第二档，潮宏基、周大福等为第三档。此外，我们认为未纳入实证分析的个股，例如老铺黄金、周六福、周生生等基于自身经营特色及整体景气贝塔加持，也有望在金价上行趋势下享受不同程度的利好。此外，我们考虑黄金珠宝行业上市公司存货以黄金为主的特征，结合行业经营特征计算各公司非标准化的可快速流动的净资产水平，并计算该金额占总市值比例，老凤祥、六福集

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

团、周六福占总市值比例均较高，资产价值突出。

投资建议：需求端进入相对稳态，关注金价走势并根据经营阶段优选个股。我们认为近年我国黄金品类已经历消费者囤金（加大购买）、换金（以旧换新）浪潮，整体需求或已趋于稳态，后续投资机会一方面需关注金价走势，若重启趋势性上涨，则板块整体贝塔有望再度向上，另一方面则需根据经营阶段优选个股，如逆势扩张的潮宏基，定位高端且品牌破圈的老铺黄金。综合来看，建议优先关注经营表现差异化的潮宏基、老铺黄金，其次基于黄金看涨预期结合经营表现，建议关注六福集团、菜百股份、周大福、周六福、老凤祥、周大生等。

风险因素：金价大幅波动、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、新品推广不及预期、政策相关风险、统计测算存在误差、盈利预测存在误差。

目 录

1. 金价与黄金珠宝个股股价相关性分析.....	6
1.1 老凤祥：加盟模式为主的大体量品牌代表.....	6
1.2 周大福：直营模式与加盟模式结合的大体量品牌代表.....	7
1.3 菜百股份：全直营模式的代表.....	7
1.4 潮宏基：加盟模式为主的快速成长品牌代表.....	8
1.5 小结：公司股价通常受经营阶段与金价趋势强弱的共同影响.....	8
2. 金价与黄金珠宝个股财务数据相关性分析.....	9
2.1 老凤祥：毛利额增速与金价相关性较强.....	10
2.2 周大福：毛利额增速与金价相关性逐步增强.....	12
2.3 菜百股份：毛利额增速与金价相关性受产品结构影响明显.....	14
2.4 潮宏基：毛利额增速与金价相关性受渠道结构影响明显.....	15
2.5 周大福：毛利额增速与金价在不同阶段相关性存在差异.....	17
2.6 六福集团：毛利额增速与金价相关性较强.....	19
2.7 小结：金价对公司毛利影响普遍存在，程度受多因素影响.....	21
3. 投资建议.....	22
4. 风险提示.....	22

图 目 录

图 1：老凤祥股价与沪金价格相关性.....	6
图 2：周大福股价与沪金价格相关性.....	7
图 3：菜百股份股价与沪金价格相关性.....	7
图 4：潮宏基股价与沪金价格相关性.....	8
图 5：我国黄金首饰消费量价增速拆分.....	9
图 6：老凤祥毛利额增速与沪金价格相关性.....	10
图 7：老凤祥基本面数据一览（一）.....	10
图 8：老凤祥基本面数据一览（二）.....	11
图 9：老凤祥存货与交易性金融负债数据.....	11
图 10：周大生毛利额增速与沪金价格相关性.....	12
图 11：周大生基本面数据一览（一）.....	12
图 12：周大生基本面数据一览（二）.....	13
图 13：周大生存货与交易性金融负债数据.....	13
图 14：菜百股份毛利额增速与沪金价格相关性.....	14
图 15：菜百股份基本面数据一览（一）.....	14
图 16：菜百股份基本面数据一览（二）.....	15
图 17：菜百股份存货与交易性金融负债数据.....	15
图 18：潮宏基毛利额增速与沪金价格相关性.....	15
图 19：潮宏基基本面数据一览.....	16
图 20：潮宏基存货与交易性金融负债数据.....	17
图 21：周大福毛利额增速与沪金价格相关性.....	17
图 22：周大福基本面数据一览.....	18
图 23：周大福存货与黄金借贷数据.....	18
图 24：六福集团毛利额增速与沪金价格相关性.....	19
图 25：六福集团基本面数据一览（一）.....	19
图 26：六福集团基本面数据一览（二）.....	20
图 27：六福集团存货与黄金借贷数据.....	20
图 28：部分公司可快速流动净资产及相较于总市值情况（单位：亿元）.....	21

图 29: 盈利预测 (单位: 亿元, 相关公司数据货币类型均为人民币)	22
--	----

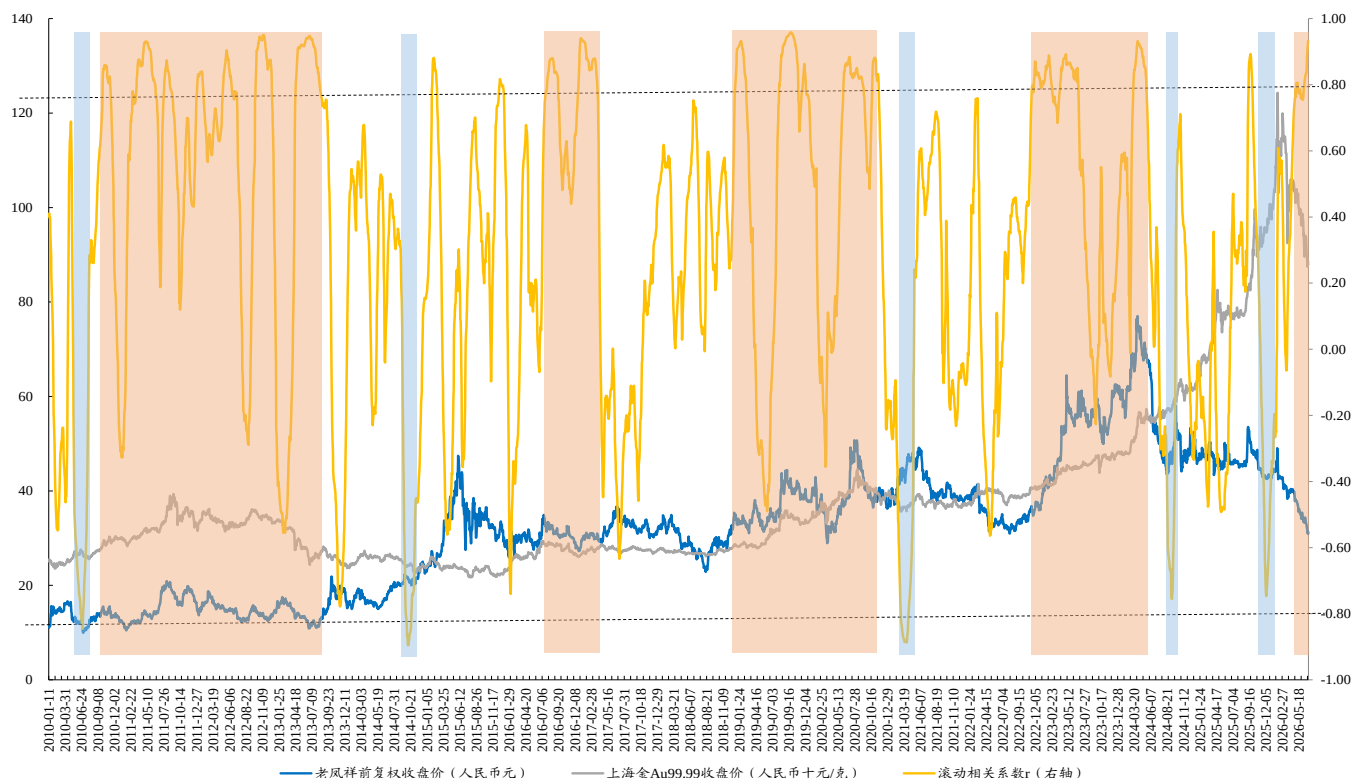
1. 金价与黄金珠宝个股股价相关性分析

实证方法：为分析金价走势与黄金珠宝个股股价之间的相关性，我们采取实证研究的方法，变量1为样本个股日收盘价（前复权），变量2为沪金指标AU9999日收盘价，考虑到二者之间的相关性在不同金价走势下或有差异，我们采用滚动窗口进行测算，窗口期为自然日3个月，逐日滚动，最终得到两个变量按时间连续的相关系数。我们将相关性 r 绝对值 ≥ 0.8 定义为显著相关（注：为简化测算过程，我们未进行统计显著性检验，结论或存在一定误差风险，仅供参考），个股样本包括老凤祥、周大福、潮宏基、菜百股份，具体结果如下。

1.1 老凤祥：加盟模式为主的大体量品牌代表

我们选择老凤祥作为以加盟模式为主的大体量品牌代表。老凤祥是板块内上市时间较早、营收体量领先的品牌，历经多轮金价周期且自身经营多年来保持相对稳健，是较好的行业贝塔观测样本。从数据结果直观感受到，十余年间老凤祥股价在较多连续时段内与金价呈正相关关系，从主要时间段看，**（1）2010年10月-2013年8月：**金价先上涨至阶段性高点，而后持续回落至低位，期间走势相对连贯，公司股价在此阶段内与金价相关系数 r 均值达到0.6，呈现较强连续正相关性；**（2）2019年1月-2020年11月：**金价上涨至高位，而后小幅回调，期间走势相对连贯，公司股价在此阶段内与金价相关系数 r 均值达到0.5，期间多日 r 值超0.8；**（3）2022年12月-2024年5月：**金价加速上行且基本呈单边上涨趋势，公司股价在此阶段内与金价相关系数 r 均值达到0.6。另一方面，公司股价在极少时段内呈与金价负相关关系，例如2014年9-10月和2021年3月，金价下跌而公司股价上涨，我们认为主要系公司渠道扩张及终端动销反馈良好，支撑基本面表；2024年9月和2025年12月，金价急涨至新高但公司股价下跌，我们认为主要系消费者因金价过高而产生观望情绪，反而压制品牌动销表现，公司股价主要反映终端景气情况；2026年5-6月，二者再度回到较强正相关关系。

图 1：老凤祥股价与沪金价格相关性

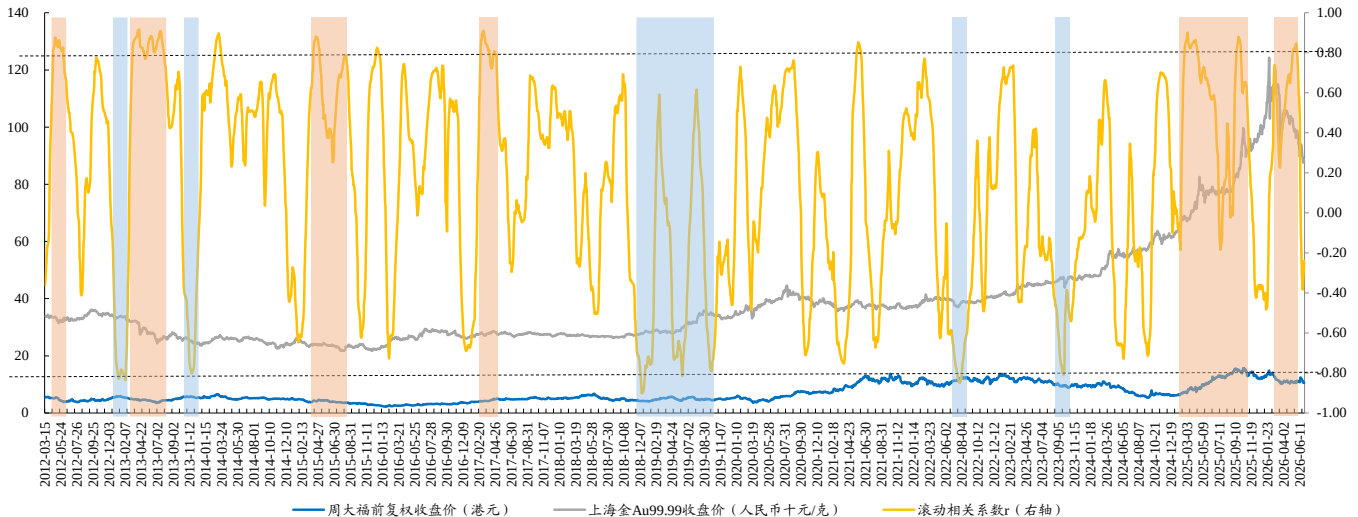


资料来源：iFind、信达证券研发中心

1.2 周大福：直营模式与加盟模式结合的大体量品牌代表

我们选择周大福作为直营模式与加盟模式结合的大体量品牌代表。从数据结果看，2024 年之前，周大福公司股价只在短时间内与金价正向强相关，且持续时间较短，更多还是以公司经营基本面为主导；但近年来，公司股价开始逐步与金价呈现出更长也更密集的正相关时段，如 2025 年 2 月-2025 年 10 月金价上行期、2026 年 2 月-2026 年 6 月金价下行期，公司股价与金价相关系数 r 均值均达到 0.6，呈现较强连续正相关性。

图 2：周大福股价与沪金价格相关性

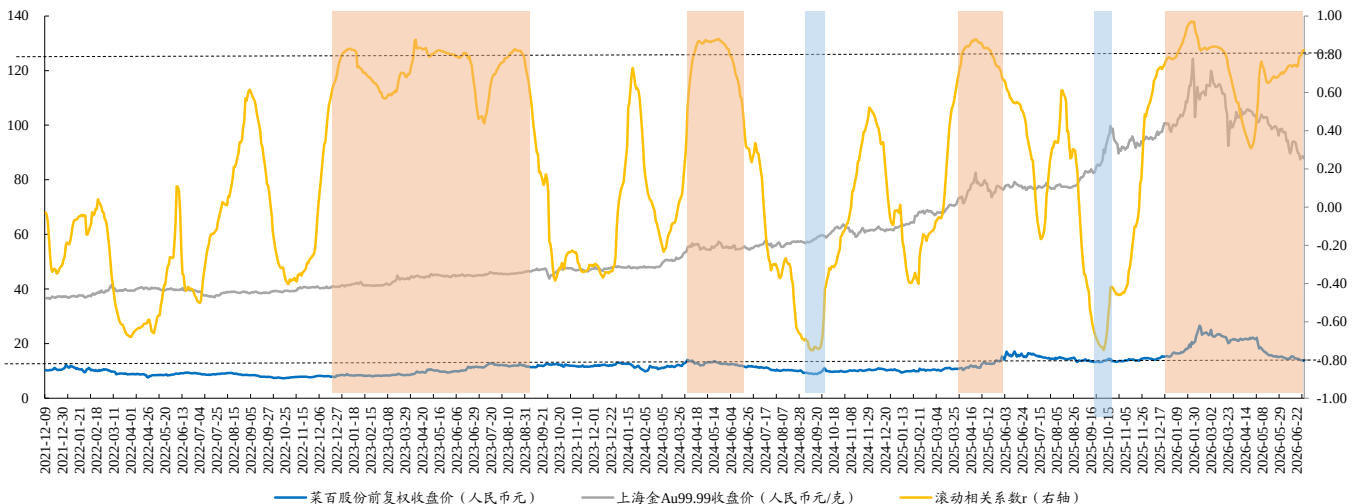


资料来源：iFind、信达证券研发中心

1.3 莱百股份：全直营模式的品牌代表

我们选择莱百股份作为全直营模式的品牌代表。从数据结果看，莱百股份上市以来，股价与金价间有较长时间呈正相关，例如 2022 年 12 月-2023 年 9 月，金价稳步上行，公司股价与金价相关系数 r 均值达到 0.7；2025 年 12 月-2026 年 6 月，金价快速上涨至新高后持续回调，公司股价与金价相关系数 r 均值亦达到 0.7。我们认为，莱百股份股价与金价相关性较为突出，这或许与公司全直营经营模式且近年来渠道规模相对稳定有关。

图 3：莱百股份股价与沪金价格相关性

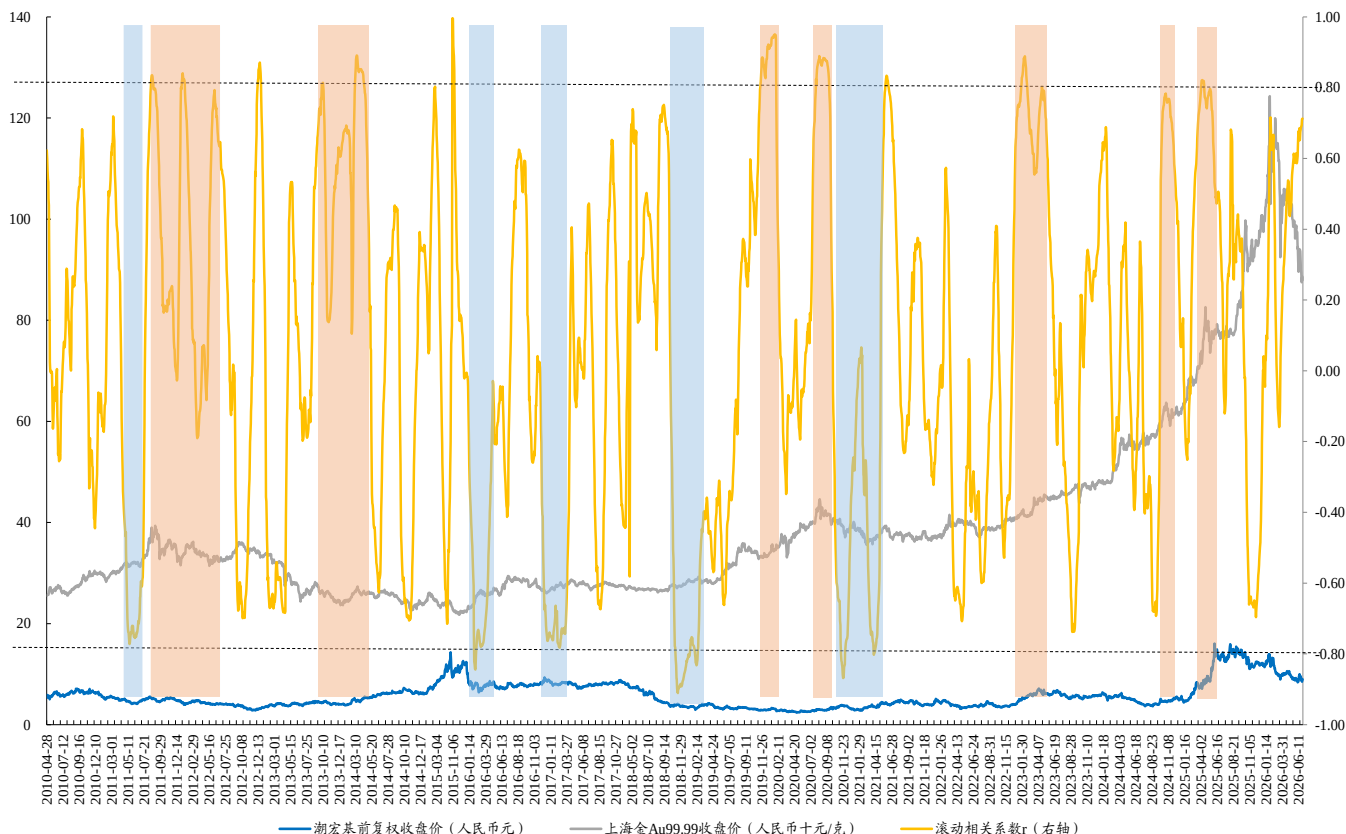


资料来源：iFind、信达证券研发中心

1.4 潮宏基：加盟模式为主的快速成长品牌代表

我们选择潮宏基作为以加盟模式为主的快速成长品牌代表。从数据结果看，潮宏基公司股价与金价的强正相关时段分布相对碎片化，**(1) 2014 年之前**：公司股价与金价间正相关关系相对明显；**(2) 2014-2018 年**：公司股价与金价正相关关系较弱，我们认为或因为该阶段内公司股价更多反映珠宝主业之外的一系列发展动作，因而与金价基本脱钩；**(3) 2019 年以来**：公司重新聚焦珠宝主业发展，股价与金价逐步呈现短时间的正相关关系，但延续性较差，我们认为主要原因或在于本阶段公司通过加盟模式实现快速扩张，成长性突出，资本市场更多关注其自身经营情况，因而弱化了金价对股价的影响力。

图 4：潮宏基股价与沪金价格相关性

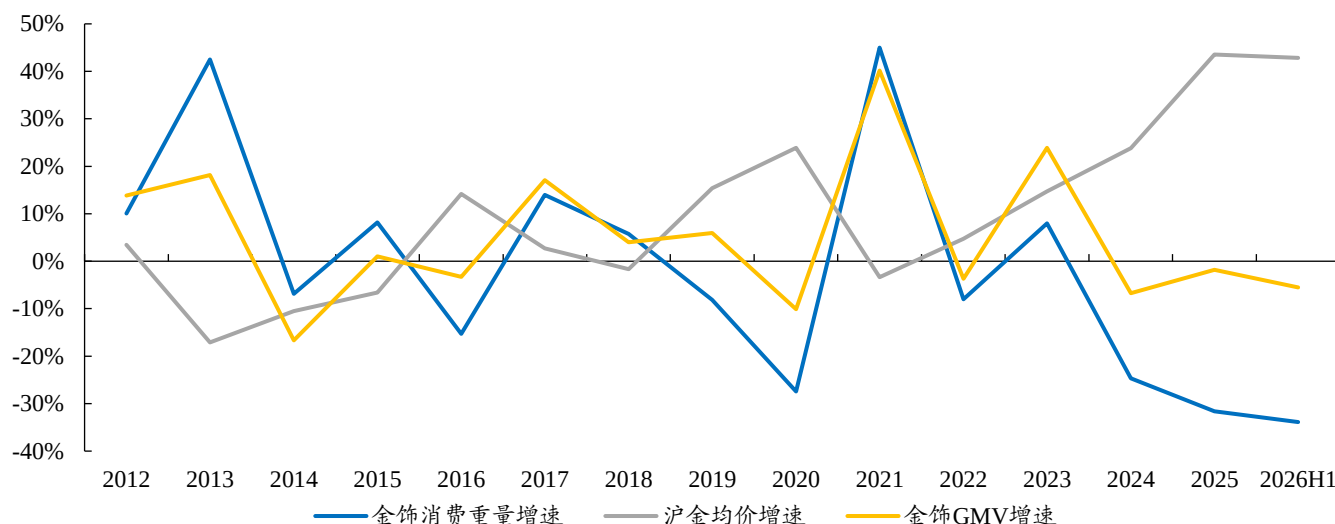


资料来源：iFind、信达证券研发中心

1.5 小结：公司股价通常受经营阶段与金价趋势强弱的共同影响

黄金首饰品类近年来价增量减表现悬殊，导向消费轻量化、品牌化趋势。我们基于中国黄金协会披露的黄金首饰消费重量与上海金交所金价进行测算，得到金饰品类历年的量价拆分情况，总体来说，消费重量和金价呈现一定负向关系，但不同阶段，考虑金价上行斜率以及产品创新，呈现不同消费心理，**(1) 2014-2018 年低位平稳期**：金饰消费 GMV 呈现稳步上涨趋势，CAGR 约 4.4%，与国民经济水平增长基本相符；**(2) 2019-2023 年金价上行初期**：金价进入上行通道但涨幅相对平稳，金饰消费 GMV 的 CAGR 约 10.7%，较上一阶段提升显著，反映出消费者在金价带动之下已开始主动加大黄金首饰消费；**(3) 2024-2026H1 金价加速上行期**：金饰消费 GMV 的 CAGR 不升反降，且沪金价格与销量的同比表现剪刀差持续扩大，我们认为这一特殊现象主要因为金饰本质是消费品而非投资品，难以脱离价增量减基本框架，金价过高已普遍引起终端消费者观望情绪。金价高位对消费趋势的影响主要体现在两方面，一是轻量化，即通过工艺设计革新实现用更轻材料做更高颜值，二是品牌化，即消费者在同价格段下对品牌价值更挑剔，优选知名品牌。

图 5：我国黄金首饰消费量价增速拆分



资料来源：中国黄金协会、iFind、信达证券研发中心

公司经营表现始终是股价表现的压舱石。我们若将黄金珠宝个股的经营阶段按渠道规模划分为快速扩张期、稳定发展期、收缩调整期，则个股股价在快速扩张期与收缩调整期的核心影响因素均为自身经营情况，如 2022-2024 年渠道快速收缩的周大福、2020-2024 年渠道快速扩张的潮宏基，金价均为次要影响因素，资本市场往往根据其成长性进行定价；而在稳定发展期，个股股价与金价间的相关性会更为明显，例如 2024 年及以前的老凤祥、上市以来的菜百股份等，我们认为此阶段金价影响明显的底层逻辑在于个股增长抓手不会过度依赖门店数扩张，金价走势影响终端消费者的消费意愿，进而影响同店表现，同时也通过品牌方备货机制影响盈利能力。

强金价趋势对个股股价影响更明显。从上述样本的复盘情况看，金价走势与个股股价的强关联性并非一直存在，而是呈现明显的阶段性分布特征，在金价持续数月及以上的强趋势下，二者正相关性会更明显（即同涨/同跌），底层逻辑或在于我国消费者对黄金产品消费属性与投资属性共存的购买理念。需注意的是，2025Q4-2026Q1 金价急涨至新高阶段，尽管金价呈现强趋势性上涨，但个股股价并未同步，我们认为核心原因在于消费者对过高的金价产生观望情绪，反而抑制动销，属于特殊情况。

2. 金价与黄金珠宝个股财务数据相关性分析

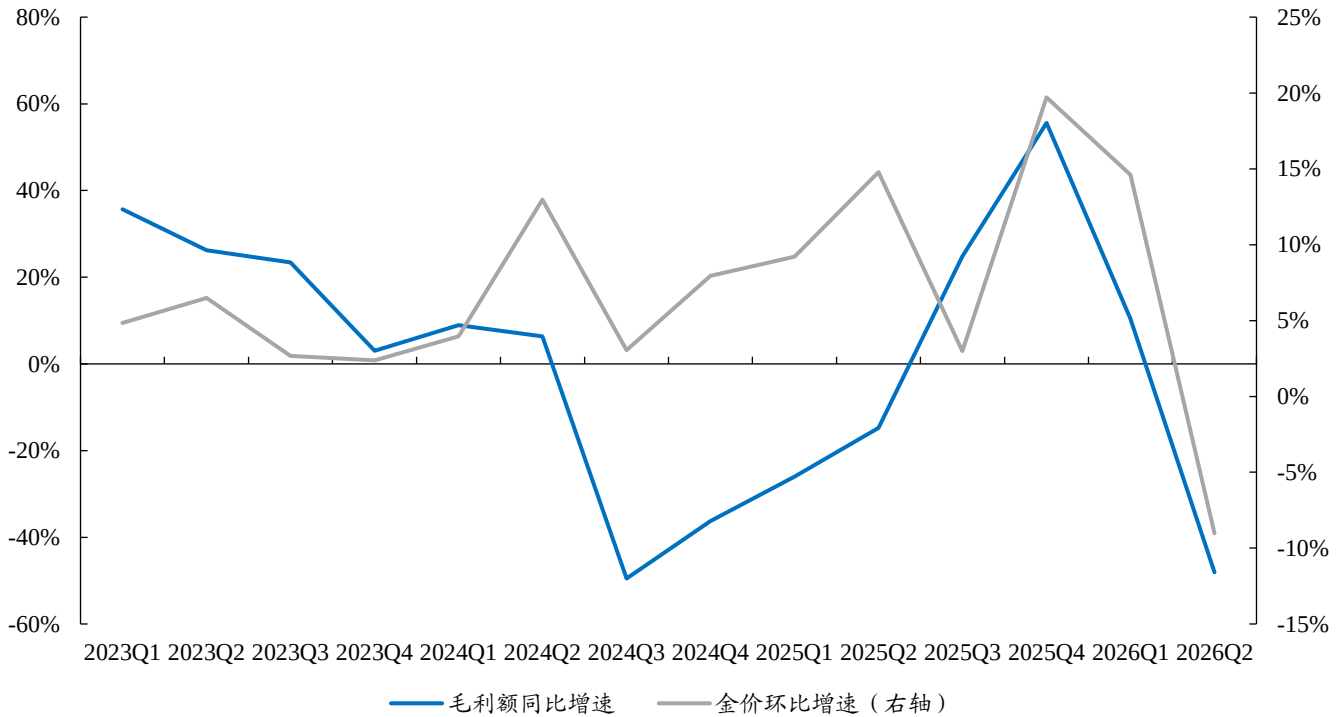
我们选择毛利额作为个股首要财务指标，进一步探究与金价间关联。为进一步探究金价对黄金珠宝个股财务数据影响，我们选择毛利额作为代表性指标，核心原因在于黄金珠宝公司经营模式相对复杂，批发模式与贴牌模式因为收入计量口径差异，常对营业收入及毛利率、净利率等指标造成较大干扰，而毛利额数据基本不受到收入计量口径以及直营/加盟模式差异的影响，能相对有效地反映公司实际经营情况。

具体方法采用描述性对比分析，样本池进一步扩大。研究变量 1 为样本个股季度/半年度毛利额同比增速，变量 2 则为沪金指标 AU9999 季度/半年度均价的环比增速，之所以变量 2 采用环比口径是因为我们考虑到公司实际经营过程中，黄金存货往往存在一定周转期，该周期分化较大且短于一年，此外市场资金在进行投资决策时通常考虑短期金价走势，因此我们统一采用环比口径。个股样本拓展至老凤祥、周大生、菜百股份、潮宏基、周大福、六福集团，而未选入公司如老铺黄金、周六福等主要系上市时间较短，可参考历史数据较少。多数样本的研究时段从 2023 年开始，主要系品牌实际经营受到诸多外部环境影响，例如 2020-2022 年间疫情因素，因此我们将主要时段定在 2023-2026 年，同时也方便重点研究金价上行期情景。

2.1 老凤祥：毛利额增速与金价相关性较强

老凤祥毛利额增速与金价相关性较强。老凤祥 2023Q1-2026Q4 单季度毛利额增速与金价环比增速走势基本趋同，明显非趋同时点仅有 23Q2、24Q2、25Q3，其他时点仅有变化幅度上的差异，我们认为能说明公司在备货机制、产品结构、动销等方面均受到金价上行正向催化。

图 6：老凤祥毛利额增速与沪金价格相关性



资料来源：iFind、信达证券研发中心

商业模式分析：老凤祥商业模式以加盟渠道为主，渠道扩张与产品销售围绕加盟体系展开。公司销售网点总数直至 2024 年均保持稳步向上态势，为销售基本盘奠定稳定基础，存货周转周期较短，我们认为 2-3 个月的周转速度基本与其面向加盟商的订货会周期相匹配，产品结构以克重黄金为主。相对稳定的渠道模式、销售体系、产品结构为其黄金原材料备货机制创造良好条件。公司黄金借贷（主要体现在交易性金融负债）占存货金额比例较低，2023-2025 年均值仅为 17%，2026H1 则明显更低，反映公司有较大比例的现金购金，因此在金价单边走势较为连贯的周期内，公司销售毛利率与金价产生较强正向关联，进而影响毛利额表现。

图 7：老凤祥基本面数据一览（一）

季度财务数据一览																
单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2		
营业收入	24558.46	15785.10	21722.48	9369.60	25629.82	14329.07	12622.78	4211.21	17521.31	15834.54	14645.61	4821.92	13742.22	6244.54		
YOY	33.17%	3.18%	9.72%	-1.08%	4.36%	-9.22%	-41.89%	-55.05%	-31.64%	10.51%	16.03%	14.50%	-21.57%	-60.56%		
归母净利润	715.96	556.96	691.55	249.93	801.89	601.92	372.05	173.94	613.05	607.24	217.25	317.43	547.05	168.76		
YOY	76.10%	15.10%	48.52%	-269.59%	12.00%	8.07%	-46.20%	-30.40%	-23.55%	0.88%	-41.61%	82.48%	-10.78%	-72.21%		
扣非归母净利润	733.33	559.08	686.88	176.44	834.66	624.89	238.70	105.20	643.66	409.28	220.84	314.62	653.73	167.98		
YOY	57.35%	30.28%	43.29%	-49.94%	13.82%	11.77%	-65.25%	-40.38%	-22.88%	-34.50%	-7.48%	199.07%	12.55%	-58.96%		
毛利率	8.02%	9.14%	7.50%	9.48%	8.37%	10.71%	6.52%	13.45%	9.06%	8.26%	7.01%	18.28%	12.75%	10.87%		
期间费用率	2.31%	2.27%	1.58%	4.84%	2.01%	2.74%	2.62%	10.13%	2.20%	2.18%	3.06%	9.31%	3.04%	5.40%		
销售费用率	1.42%	1.38%	0.89%	3.14%	1.25%	1.51%	1.16%	5.49%	1.22%	1.29%	1.79%	5.67%	1.78%	3.67%		
管理+研发费用率	0.64%	0.68%	0.52%	1.59%	0.53%	1.10%	1.15%	4.43%	0.66%	0.68%	1.02%	2.61%	0.75%	1.54%		
财务费用率	0.25%	0.21%	0.17%	0.11%	0.23%	0.14%	0.30%	0.22%	0.33%	0.18%	0.25%	1.03%	0.51%	0.20%		
归母净利率	2.92%	3.53%	3.18%	2.67%	3.13%	4.20%	2.95%	4.13%	3.50%	3.83%	1.48%	6.58%	3.98%	2.70%		
存货	10,812.98	7,421.30	7,117.22	12,327.88	11,717.55	7,070.09	6,552.74	11,824.64	9,904.54	7,257.30	8,050.96	8,572.06	9,572.69	9,153.20		
较上年同期增减	2416.72	-1336.13	-1176.58	-4471.35	904.57	-351.21	-564.48	-503.24	-1813.01	187.21	1498.22	-3252.58	-331.85	1895.90		
存货周转天数	55.01	59.03	56.62	80.04	46.07	48.12	53.01	84.05	61.36	56.38	60.87	76.46	68.09	90.87		
较上年同期增减	-0.47	-2.54	-0.08	-10.68	-8.93	-10.80	-3.61	4.01	15.29	8.26	7.86	-7.60	6.73	34.49		
应收账款及应收票据	969.88	978.24	6519.24	316.66	1401.04	1554.04	2938.68	242.58	772.14	1057.45	3966.50	237.59	2109.90	894.14		
较上年同期增减	25.34	-44.15	814.70	-495.58	431.16	575.79	-3580.56	-74.09	-628.91	-496.59	1027.82	-4.99	1337.76	-163.31		
应收账款周转天数	2.11	2.59	14.98	1.91	3.01	4.21	8.35	1.77	2.60	3.50	11.83	1.63	7.68	5.09		
较上年同期增减	-0.63	-0.61	0.14	0.14	0.90	1.62	-6.62	-0.14	-0.41	-0.71	3.48	-0.13	5.08	1.59		
经营性现金流净额	6768.92	2390.75	-2015.59	67.50	4081.34	1432.27	-3608.49	3548.29	1157.14	-2339.49	3596.53	-2349.19	2141.16			
较上年同期增减	576.76	2192.14	1124.91	-2931.69	-2687.58	-1357.21	-3447.86	-3676.00	-533.05	123.61	-371.77	7205.08	-8807.48	984.02		
ROE	6.83%	5.19%	6.30%	2.18%	6.70%	4.95%	3.06%	1.40%	4.79%	4.68%	1.69%	2.44%	4.07%	1.25%		
YOY (±)	2.50%	0.07%	1.42%	-1.28%	-0.13%	-0.24%	-3.24%	-0.78%	-1.91%	-0.26%	-1.37%	1.04%	-0.72%	-3.43%		
资产负债率	54.32%	46.27%	49.01%	43.56%	56.01%	45.39%	40.08%	35.11%	46.85%	37.11%	39.25%	25.10%	33.94%	28.01%		
YOY (±)	1.10%	-7.39%	-2.90%	-10.37%	1.69%	-0.88%	-8.93%	-8.44%	-9.16%	-8.28%	-0.84%	-10.02%	-12.91%	-9.10%		

年度财务数据一览										
单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1				
营业收入	58690.77	63010.14	71435.64	56792.88	52823.38	19986.75				
YOY	13.47%	7.36%	13.37%	-20.50%	-6.99%	-40.08%				
归母净利润	1876.31	1700.34	2214.40	1949.80	1754.96	715.82				
YOY	18.30%	-9.38%	30.23%	-11.95%	-9.99%	-41.24%				
扣非归母净利润	1589.42	1727.01	2155.74	1803.46	1588.40	821.71				
YOY	5.01%	8.66%	24.83%	-16.34%	-11.92%	-21.96%				
毛利率	7.77%	7.58%	8.30%	8.93%	9.09%	12.16%				
期间费用率	2.50%	2.28%	2.36%	2.88%	3.05%	3.74%				
销售费用率	1.26%	1.32%	1.48%	1.61%	1.81%	2.37%				
管理+研发费用率	0.68%	0.64%	0.69%	1.05%	0.91%	0.96%				
财务费用率	0.45%	0.32%	0.20%	0.22%	0.32%	0.41%				
归母净利率	3.20%	2.70%	3.10%	3.43%	3.32%	3.58%				
存货	12548.77	16799.23	12327.88	11824.64	8572.06	9153.20				
较上年同期增减	666.63	4250.46	-4471.35	-503.24	-3252.58	1895.90				
存货周转天数	81.24	90.72	80.04	84.05	76.46	90.87				
较上年同期增减	-7.03	9.48	-10.68	4.01	-7.60	34.49				
应收账款及应收票据	177.29	812.24	316.66	242.58	237.59	894.14				
较上年同期增减	27.19	634.95	-495.58	-74.09	-4.99	-163.31				
应收账款周转天数	1.00	1.77	1.91	1.77	1.63	5.09				
较上年同期增减	-0.81	0.77	0.14	-0.14	-0.13	1.59				
经营性现金流净额	1989.78	964.08	7211.58	2936.65	5962.47	-208.03				
较上年同期增减	-357.67	-1025.70	6247.50	-4272.83	3023.82	-693.46				
ROE	20.41%	16.79%	19.13%	15.60%	13.31%	5.41%				
YOY (±)	0.50%	-3.63%	2.34%	-3.53%	-2.29%	-4.11%				
资产负债率	51.25%	53.93%	43.56%	35.11%	25.10%	28.01%				
YOY (±)	-0.63%	2.67%	-10.37%	-8.44%	-10.02%	-9.10%				

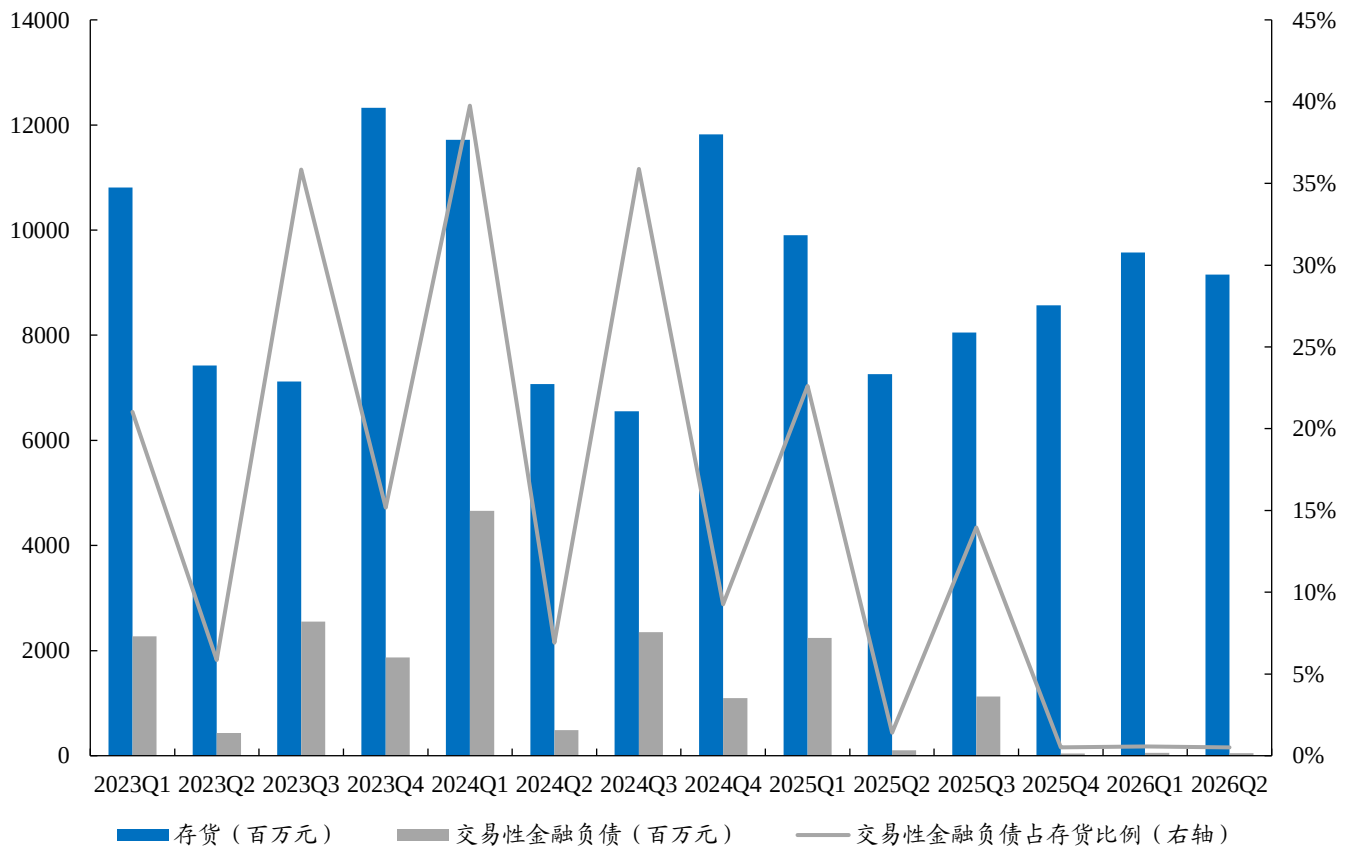
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 8：老凤祥基本面数据一览（二）

营收按产品拆分（百万元）													
	2022H1	2022H2	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024	2025H1	2025H2	2025	2026H1
珠宝首饰	29236.66	21125.00	50361.65	35603.74	22532.01	58135.75	34195.99	12711.83	46907.82	28202.49	14380.78	42583.27	18299.43
YOY	9.15%	5.23%	7.47%	21.78%	6.66%	15.44%	-3.95%	-43.58%	-19.31%	-17.53%	13.13%	-9.22%	-35.11%
占比	86.65%	72.17%	79.93%	88.25%	72.47%	81.38%	85.58%	75.51%	82.59%	84.55%	73.87%	80.61%	91.56%
毛利率	-	-	9.13%	-	-	9.84%	10.16%	10.15%	10.16%	9.76%	12.33%	10.63%	12.70%
期末门店数	5055	5609	5609	5631	5994	5994	6022	5848	5848	5550	5355	5355	4916
净变化	110	554	664	22	363	385	28	-174	-146	-298	-195	-493	-439
店均销售（万元）	578.37	319.50	897.87	632.28	337.62	969.90	567.85	234.27	802.12	508.15	268.55	795.21	372.24
YOY	-	-	-5.25%	9.32%	5.67%	8.02%	-10.19%	-30.61%	-17.30%	-10.51%	14.63%	-0.86%	-26.75%
黄金交易	4257.66	7824.87	12082.53	4351.00	8399.27	12750.28	5482.27	3899.22	9381.49	4949.29	4842.11	9791.40	1510.66
YOY	-4.28%	15.75%	7.80%	2.19%	7.34%	5.53%	26.00%	-53.58%	-26.42%	-9.72%	24.18%	4.37%	-69.48%
占比	12.62%	26.73%	19.18%	10.78%	27.01%	17.85%	13.72%	23.16%	16.52%	14.84%	24.87%	18.54%	7.56%
毛利率	-	-	-0.03%	-	-	0.00%	1.27%	0.42%	0.92%	1.01%	0.91%	0.96%	1.84%
笔类	52.69	150.98	203.67	97.57	126.91	224.48	107.20	119.73	226.93	83.17	103.40	186.56	60.20
YOY	-63.44%	-41.73%	-49.49%	7.29%	-40.25%	-26.00%	37.31%	109.56%	67.84%	-22.42%	-13.64%	-17.79%	-27.62%
占比	0.16%	0.52%	0.32%	0.24%	0.41%	0.31%	0.27%	0.71%	0.40%	0.25%	0.53%	0.35%	0.30%
毛利率	-	-	32.84%	-	-	25.47%	18.45%	29.20%	24.12%	29.47%	25.61%	27.33%	13.15%
工艺品销售	49.73	42.17	91.89	68.07	-10.32	57.74	14.69	39.82	54.51	20.31	30.02	50.33	22.51
YOY	-39%	315.42%	-0.03%	36.88%	-124.49%	-37.16%	-78.42%	-485.64%	-5.60%	38.28%	-24.61%	-7.66%	10.83%
占比	0.15%	0.14%	0.15%	0.17%	-0.03%	0.08%	0.04%	0.24%	0.06%	0.10%	0.15%	0.10%	0.11%
毛利率	-	-	17.50%	-	-	23.73%	43.52%	20.62%	26.79%	9.32%	18.80%	14.97%	69.95%

资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 9：老凤祥存货与交易性金融负债数据

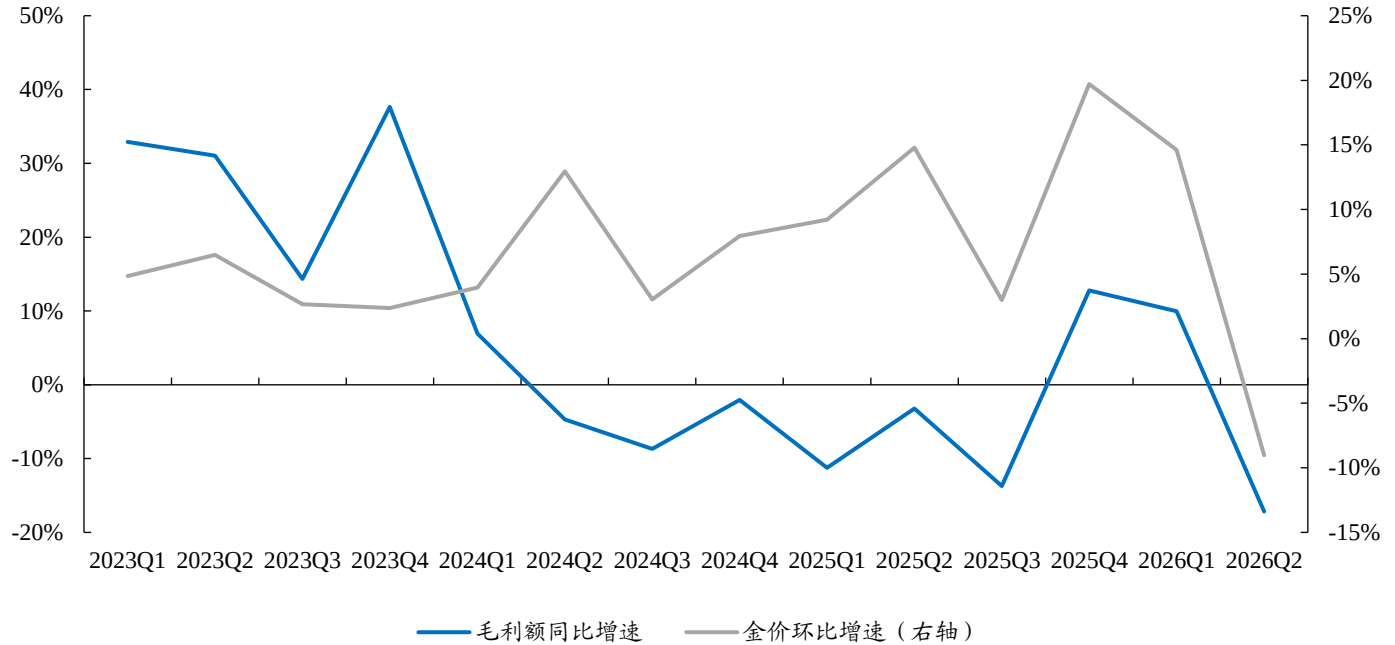


资料来源：iFind、信达证券研发中心

2.2 周大生：毛利额增速与金价相关性逐步增强

周大生毛利额增速与金价相关性逐步增强。周大生在 2025Q1 及以前两个变量正向相关性不明显，但公司单季度毛利额增速在 2025Q2-2026Q2 期间与金价环比增速的相关性显著提升，呈现较明显的同向变化，我们认为该变化或因为公司在此期间增加直营店数量以及黄金备货敞口，使得金价对毛利额影响变强，后续可持续参考。

图 10：周大生毛利额增速与沪金价格相关性



资料来源：iFind、信达证券研发中心

商业模式分析：周大生商业模式以加盟渠道为主，但自 2024 年以来，公司加盟门店逐步收缩，直营门店规模先增后稳，使得整体渠道结构中直营占比持续提升；加盟商拿货方面，公司兼顾定期大型订货会与灵活月度出货两种方式，故加盟商从公司采购周期相对灵活，可能因金价波动、终端动销等因素变化；产品结构方面，克重黄金占主要部分，一口价黄金比例近年来呈稳步提升趋势。黄金原材料备货机制方面，公司黄金借贷（主要体现在交易性金融负债）占存货金额比例较低，2023-2025 年均值仅为 11%，2026H1 则明显更低，反映公司有较大比例的现金购金，但需注意的是我们预计公司加盟渠道备货主要采用黄金借贷，直营渠道多采用现金采购，而加盟渠道备货跟随加盟商订货节奏相对灵活，直接影响每季度末的黄金借贷金额，因此我们认为公司实际黄金存货中黄金借贷比例应当高于前述数值。整体来看，随着公司直营渠道占比提升，黄金原材料敞口逐步增大，有望使毛利额与金价间相关性逐步提高。

图 11：周大生基本面数据一览（一）

年度财务数据一览																	年度财务数据一览																
主要指标	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A	2031A	2032A	2033A	2034A	2035A	2036A	2037A	2038A	2039A	2040A	2041A	2042A	2043A	2044A	2045A	2046A							
营业收入	2754.43	2943.55	3038.53	3181.57	4121.91	3961.97	4420.12	3796.07	5070.36	3126.50	2611.79	3082.65	2873.04	1923.67	2175.29	2043.07	1953.96	1686.86	9155.20	11118.08	16290.06	13891.30	8815.07	6772.00									
YOY	138.15%	43.57%	4.19%	-18.66%	49.65%	68.63%	15.15%	74.01%	21.01%	-20.89%	-40.91%	-18.79%	-38.47%	-16.71%	-33.72%	-26.50%	-12.31%	-36.54%	80.07%	21.44%	46.52%	-14.73%	-36.54%	-37.35%									
归母净利润	289.86	-77.50	289.86	160.03	365.40	374.46	355.33	220.87	341.26	260.20	253.35	155.30	252.12	341.69	287.73	221.68	293.41	156.48	1224.61	1090.60	1316.05	1010.11	1103.22	881.54									
YOY	23.24%	-20.69%	-26.77%	-36.88%	26.06%	583.17%	22.59%	-389.58%	-6.61%	-30.51%	-28.70%	-29.69%	-26.12%	31.37%	13.57%	16.38%	54.21%	2.27%	23.85%	-10.94%	20.67%	-22.25%	8.27%	3.17%									
扣非归母净利润	281.53	279.56	308.45	155.92	356.10	351.21	346.53	214.06	335.81	249.26	252.16	150.35	241.87	339.32	271.56	209.11	280.90	155.30	1193.25	1025.47	1267.90	987.58	1061.88	852.75									
YOY	26.29%	-21.94%	-19.40%	-32.06%	26.49%	25.63%	12.35%	37.29%	-5.70%	-29.03%	-27.23%	-29.76%	-27.97%	36.13%	7.69%	39.08%	16.14%	-54.23%	26.16%	-14.06%	23.64%	-22.11%	7.52%	1.85%									
毛利率	20.17%	24.49%	17.91%	22.62%	17.91%	19.04%	17.78%	17.89%	15.57%	22.93%	27.48%	21.58%	26.21%	36.07%	28.46%	36.72%	39.43%	34.07%	27.31%	20.78%	18.14%	20.80%	31.35%	29.74%									
YOY	6.52%	7.61%	5.57%	12.33%	5.15%	5.96%	5.59%	9.76%	5.69%	10.12%	12.62%	12.30%	10.63%	14.07%	12.84%	18.95%	14.28%	17.01%	8.44%	7.45%	6.47%	9.36%	13.71%	12.20%									
期间费用率	5.71%	6.50%	4.96%	10.96%	4.51%	5.37%	4.98%	8.59%	4.93%	8.92%	11.29%	11.12%	9.46%	12.66%	11.13%	16.48%	12.11%	14.62%	7.61%	6.73%	5.80%	8.40%	12.20%	10.91%									
YOY	0.92%	0.97%	0.65%	1.48%	0.63%	0.63%	0.62%	1.06%	0.54%	0.98%	1.05%	1.30%	1.13%	1.35%	1.54%	2.13%	1.72%	2.14%	1.06%	0.84%	0.65%	0.80%	1.36%	1.20%									
管理+研发费用率	-0.12%	-0.26%	-0.05%	-0.11%	0.01%	-0.04%	-0.01%	0.13%	0.22%	0.28%	-0.12%	0.05%	0.06%	0.17%	0.34%	0.45%	0.24%	0.24%	-0.23%	-0.12%	0.02%	0.16%	0.15%	0.09%									
财务费用率	10.52%	-3.32%	7.55%	7.34%	8.86%	9.46%	8.04%	5.82%	6.73%	8.32%	9.70%	5.04%	9.43%	17.76%	12.23%	10.85%	15.02%	9.28%	12.38%	9.81%	8.08%	7.27%	12.52%	13.02%									
YOY	10.52%	-3.32%	7.55%	7.34%	8.86%	9.46%	8.04%	5.82%	6.73%	8.32%	9.70%	5.04%	9.43%	17.76%	12.23%	10.85%	15.02%	9.28%	12.38%	9.81%	8.08%	7.27%	12.52%	13.02%									
存货	2,888.93	2,905.57	3,063.31	3,342.43	3,441.20	3,583.02	3,569.47	3,642.75	4,261.52	4,182.17	4,214.89	4,270.24	4,368.16	4,558.47	4,538.25	5,000.21	5,364.48	4,983.50	27,477	33,942.43	36,472.5	42,702.4	50,002.1										
YOY	194.09	112.01	207.04	594.76	552.27	657.45	506.17	300.32	820.32	619.15	645.41	627.49	106.64	376.29	313.36	729.97	996.32	425.03	356.32	594.76	300.32	627.49	729.97	313.36									
存货周转天数	115.36	128.21	110.19	124.46	90.23	94.41	91.32	94.29	83.09	105.26	123.57	129.46	197.11	246.14	249.63	275.76	394.05	391.39	139.00	124.46	94.29	129.46	275.76	249.63									
YOY	216.75	152.82	44.85	145.64	25.13	23.81	18.86	20.17	7.14	10.85	12.25	15.17	114.02	142.88	126.06	146.29	195.94	142.25	160.50	145.64	203.17	35.17	146.29	126.06									
应收账款及应收票据	301.37	602.37	1999.84	817.20	525.44	632.44	1769.08	1498.04	811.36	200.40	336.99	290.64	247.79	224.24	381.98	265.52	188.84	283.83	662.89	817.20	1498.04	290.64	265.52	381.98									
YOY	162.81	415.53	-61.82	134.31	224.07	30.06	169.24	680.84	285.52	-432.04	-1432.09	-1207.40	-93.57	23.84	44.99	-25.13	-58.95	59.60	546.39	134.31	680.84	-1207.40	-25.13	44.99									
应收账款周转天数	16.07	22.68	34.47	24.28	14.66	16.15	27.93	25.57	20.48	18.64	22.91	23.17	9.06	10.08	15.41	11.36	10.46	13.58	16.08	24.28	25.57	23.17	11.36	15.41									
YOY	5.40	12.59	-2.73	8.19	-1.41	-6.53	-6.54	1.30	5.82	2.49	-5.02	-2.41	-11.42	-8.56	-9.50	-11.81	1.40	3.50	8.64	8.19	1.30	-2.41	-11.81	-9.50									
经营性现金流净额	664.23	70.89	-524.06	806.65	691.10	25.10	-824.86	247.27	401.70	891.91	21.39	540.90	374.12	29.11	177.22	-116.44	-176.53	380.19	196.52	1017.72	138.61	1855.90	464.01	580.45									
YOY	1061.39	-284.72	303.89	-259.36	26.87	-45.80	-300.80	-559.38	-289.41	866.82	846.24	293.63	-27.58	-862.80	155.84	-457.34	-550.64	351.08	-1164.91	821.20	-879.10	1717.28	-1391.88	-734.55									
ROE	4.92%	5.02%	5.82%	2.64%	5.87%	5.78%	3.52%	5.21%	4.00%	4.06%	2.47%	3.89%	5.32%	4.60%	3.48%	4.43%	2.41%	2.11%	21.16%	18.05%	20.62%	15.89%	17.02%	14.08%									
YOY	16.91%	17.05%	19.04%	20.49%	24.21%	23.90%	20.32%	26.17%	30.85%	24.91%	18.95%	20.55%	20.57%	23.65%	22.08%	20.54%	26.13%	17.37%	20.49%	20.32%	18.95%	22.08%	23.65%	9.30%									
资产负债率	1.51%	0.05%	-0.81%	3.11%	7.29%	6.85%	4.46%	-0.17%	1.97%	6.95%	1.41%	-1.37%	-5.62%	-10.28%	-1.26%	3.13%	-0.01%	5.56%	-1.64%	3.11%	-0.17%	-1.37%	3.13%	-1.26%									
YOY	1.51%	0.05%	-0.81%	3.11%	7.29%	6.85%	4.46%	-0.17%	1.97%	6.95%	1.41%	-1.37%	-5.62%	-10.28%	-1.26%	3.13%	-0.01%	5.56%	-1.64%	3.11%	-0.17%	-1.37%	3.13%	-1.26%									

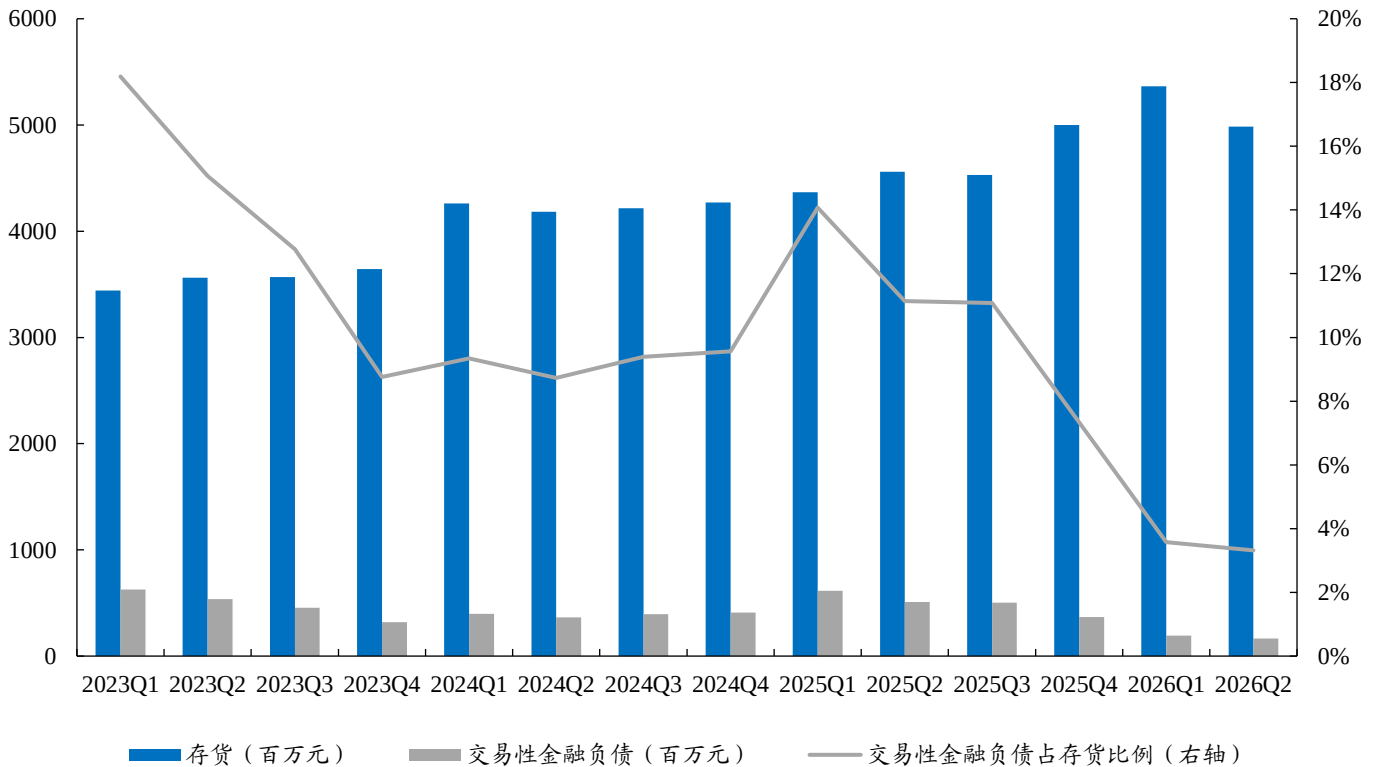
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 12: 周大生基本面数据一览 (二)

营收按业务渠道拆分 (百万元)																								
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	26Q2		
直营 (线下)	359.17	307.90	294.37	207.67	1069.11	489.48	338.39	405.29	384.34	1617.49	620.10	333.08	390.41	389.99	1743.58	827.45	362.93	451.55	545.29	1887.22	733.13	501.27		
YOY	4.33%	-31.22%	8.86%	-39.41%	-15.13%	36.28%	62.77%	37.68%	85.07%	51.29%	28.73%	-1.57%	-3.67%	1.47%	7.80%	-16.29%	8.96%	15.66%	39.82%	8.24%	39.00%	38.12%		
占比	13.04%	8.87%	7.67%	9.52%	9.62%	11.87%	8.56%	9.17%	10.12%	9.93%	12.43%	10.65%	14.95%	12.65%	12.55%	19.73%	18.87%	20.76%	26.69%	21.41%	37.52%	29.72%		
电商	280.72	323.80	290.21	651.92	1545.85	521.35	633.76	404.86	948.18	2508.16	572.64	618.22	461.82	1141.96	2794.65	534.22	633.58	777.01	911.94	2856.75	705.24	870.92		
YOY	90.48%	12.47%	-4.66%	89.36%	34.65%	85.72%	96.21%	39.51%	45.44%	62.25%	9.84%	-2.45%	14.07%	20.44%	11.42%	-6.71%	2.48%	68.23%	20.14%	2.22%	32.01%	37.46%		
占比	10.19%	13.78%	7.56%	29.88%	13.90%	12.65%	16.04%	9.16%	24.98%	15.40%	11.29%	19.77%	17.68%	37.04%	20.12%	19.99%	32.94%	35.72%	44.64%	32.41%	36.09%	51.63%		
加盟	2063.15	1739.56	3212.78	1280.66	8296.15	3072.30	2904.09	3569.39	2426.2	11972.0	3829.99	2102.12	1728.39	1526.40	9186.90	1584.34	840.73	919.75	549.00	3893.83	482.16	224.90		
YOY	228.79%	82.28%	4.93%	-31.83%	27.20%	48.91%	66.94%	11.10%	89.45%	44.31%	24.66%	-27.62%	-51.58%	-37.09%	-23.26%	-58.63%	-60.01%	-46.79%	-44.03%	-57.62%	-69.57%	-73.25%		
占比	74.90%	74.23%	83.70%	58.70%	74.62%	74.54%	73.48%	80.75%	63.91%	73.49%	75.54%	67.24%	66.18%	49.52%	66.13%	59.27%	43.70%	42.28%	26.87%	44.17%	24.68%	13.33%		
门店数量拆分																								
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	26Q2		
总门店数	4504	4525	4573	4616	4637	4735	4831	5106	5109	5129	5230	5235	5008	5008	4831	4718	4675	4479	4479	4193	4006			
净开	2	21	48	43	114	21	98	96	275	490	473	1087	5	-227	-98	-177	-113	-43	-196	-529	-286			
加盟	4273	4290	4339	4367	4367	4368	4453	4521	4775	4775	4793	4887	4886	4655	4655	4435	4311	4275	4081	4081	3803	3627		
净开	4035	17	49	28	4129	1	85	68	254	408	18	94	-1	-231	-120	-220	-124	-36	-194	-574	-278	-176		
直营	231	235	234	249	249	269	282	310	331	331	336	343	349	353	353	396	407	400	398	398	390	379		
净开	-4033	4	-1	15	-4015	20	13	28	21	82	5	7	6	4	22	43	11	-7	-2	45	-9	-11		
单店收入及毛利拆分 (百万元)																								
	2021H1	2021H2	2021	2022H1	2022H2	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024	2025H1	2025H2	2025	2026H1								
直营店																								
单店收入	266.07	256.63	522.70	241.31	209.79	451.10	305.49	252.27	557.76	284.96	223.37	508.33	224.28	249.90	474.18	318.14								
YOY	112.01%	67.12%	87.31%	-9.31%	-18.25%	-13.70%	26.60%	20.24%	23.64%	-6.72%	-11.45%	-8.86%	-21.30%	11.88%	-6.72%	41.85%								
镶嵌产品	40.80	34.92	75.72	26.58	19.31	45.89	22.11	14.36	36.47	13.16	11.62	24.78	16.44	22.70	39.14	24.74								
YOY	48.70%	-2.87%	19.45%	-34.86%	-44.70%	-39.40%	-16.82%	-25.59%	-20.51%	-40.45%	-19.16%	-32.06%	24.91%	95.43%	57.97%	50.49%								
黄金产品	224.44	200.39	424.83	207.25	184.39	391.64	275.54	232.83	508.37	267.48	205.60	473.08	201.79	217.93	419.72	286.11								
YOY	129.10%	103.13%	116.07%	-2.72%	-12.93%	-7.81%	32.95%	26.28%	29.81%	-2.92%	-11.70%	-6.94%	-24.56%	6.00%	-11.28%	41.79%								
单店毛利	78.85	79.31	158.16	70.34	50.11	120.45	80.71	64.94	145.65	74.19	84.65	158.84	78.67	96.67	175.34	116.05								
YOY	66.25%	14.27%	35.37%	-10.79%	-36.81%	-23.84%	14.75%	29.61%	20.93%	-8.08%	30.36%	9.06%	6.04%	14.20%	10.39%	47.51%								
镶嵌产品	25.14	23.88	49.02	16.62	11.10	27.72	13.55	8.14	21.69	7.92	5.32	13.24	7.75	10.74	18.49	14.18								
YOY	47.86%	5.41%	23.61%	-33.87%	-53.55%	-43.46%	-18.51%	-26.58%	-21.74%	-41.54%	-34.67%	-38.96%	-2.17%	101.87%	39.63%	82.97%								
黄金产品	53.35	45.12	98.47	49.95	35.81	85.76	63.24	53.89	117.13	63.70	74.75	138.45	67.30	80.38	147.68	97.39								
YOY	75.70%	21.33%	45.77%	4.39%	-29.25%	-12.90%	26.59%	50.49%	36.57%	0.74%	38.71%	18.21%	5.65%	7.52%	6.66%	44.71%								
加盟店																								
单店收入	39.85	121.59	161.44	89.39	104.85	194.24	136.29	131.72	268.01	123.48	67.99	191.47	53.93	35.52	89.45	18.91								
YOY	73.66%	96.19%	90.10%	124.29%	-13.76%	20.32%	52.47%	25.63%	37.98%	-2.92%	-51.72%	-28.56%	-56.33%	-47.74%	-53.28%	-64.94%								
镶嵌产品	19.29	29.07	48.36	9.37	15.99	25.36	8.73	6.30	15.03	4.95	5.99	10.94	3.21	7.26	10.47	0.89								
YOY	75.21%	-26.63%	-4.49%	-51.43%	-45.01%	-47.57%	-6.78%	-60.59%	-40.71%	-43.30%	-5.00%	-27.24%	-35.16%	21.28%	-4.27%	-72.27%								
黄金产品				70.29	78.54	148.83	115.47	112.87	228.34	108.95	51.90	160.85	40.55	16.07	56.62	6.76								
YOY				545.34%	640.28%	-2.70%	64.97%	64.28%	43.70%	53.42%	-5.64%	-54.03%	-29.56%	-62.78%	-69.04%	-64.80%	-83.33%							
品牌使用费	8.64	8.54	17.18	7.39	7.21	14.60	9.79	9.45	19.24	7.48	6.87	14.35	8.20	9.43	17.63	9.13								
YOY	50.64%	-4.46%	17.08%	-14.47%	-15.52%	-14.99%	32.52%	31.04%	31.79%	-23.55%	-27.33%	-25.41%	9.62%	37.25%	22.85%	11.34%								
加盟管理服务	2.42	3.22	5.64	2.33	3.09	5.42	2.27	3.06	5.33	2.06	2.54	4.60	1.80	2.67	4.47	2.08								
YOY	10.92%	-3.49%	2.21%	-3.48%	-4.16%	-3.87%	-2.72%	-0.98%	-1.73%	-9.32%	-16.72%	-13.56%	-12.69%	4.88%	-2.98%	15.56%								
单店毛利	16.64	22.51	39.15	15.53	18.53	34.06	19.95	20.03	39.98	16.62	15.17	31.79	13.88	15.09	28.97	11.90								
YOY	51.91%	0.71%	17.55%	-6.68%	-17.66%	-12.99%	28.46%	8.06%	17.36%	-16.67%	-24.25%	-20.47%	-16.48%	-0.56%	-8.88%	-14.27%								
镶嵌产品	4.97	7.41	12.38	2.57	4.38	6.95	2.24	1.56	3.80	0.77	0.92	1.69	0.64	1.32	1.96	0.26								
YOY	103.39%	-18.78%	7.03%	-48.28%	-40.88%	-43.85%	-12.75%	-64.37%	-45.29%	-65.75%	-40.60%	-55.49%	-16.31%	42.00%	15.68%	-59.38%								
黄金产品			3.95	3.23	3.85	7.08	5.64	5.95	11.59	6.30	4.55	10.85	3.17	1.64	4.81	0.42								
YOY			159.06%	427.94%	15.40%	79.33%	74.31%	54.58%	63.59%	11.73%	-23.56%	-6.39%	-49.66%	-63.96%	-55.66%	-86.75%								
品牌使用费	8.64	8.54	17.18	7.39	7.21	14.60	9.79	9.45	19.24	7.48	6.87	14.35	8.20	9.43	17.63	9.13								
YOY	50.64%	-4.46%	17.08%	-14.47%	-15.52%	-14.99%	32.52%	31.04%	31.79%	-23.55%	-27.33%	-25.41%	9.62%	37.25%	22.85%	11.34%								
加盟管理服务	2.42	3.22	5.64	2.33	3.09	5.42	2.27	3.06	5.33	2.06	2.54	4.60	1.80	2.67	4.47	2.08								
YOY	10.92%	-3.49%	2.21%	-3.48%	-4.16%	-3.87%	-2.72%	-0.98%	-1.73%	-9.32%	-16.72%	-13.56%	-12.69%	4.88%	-2.98%	15.56%								

资料来源: iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 13: 周大生存货与交易性金融负债数据



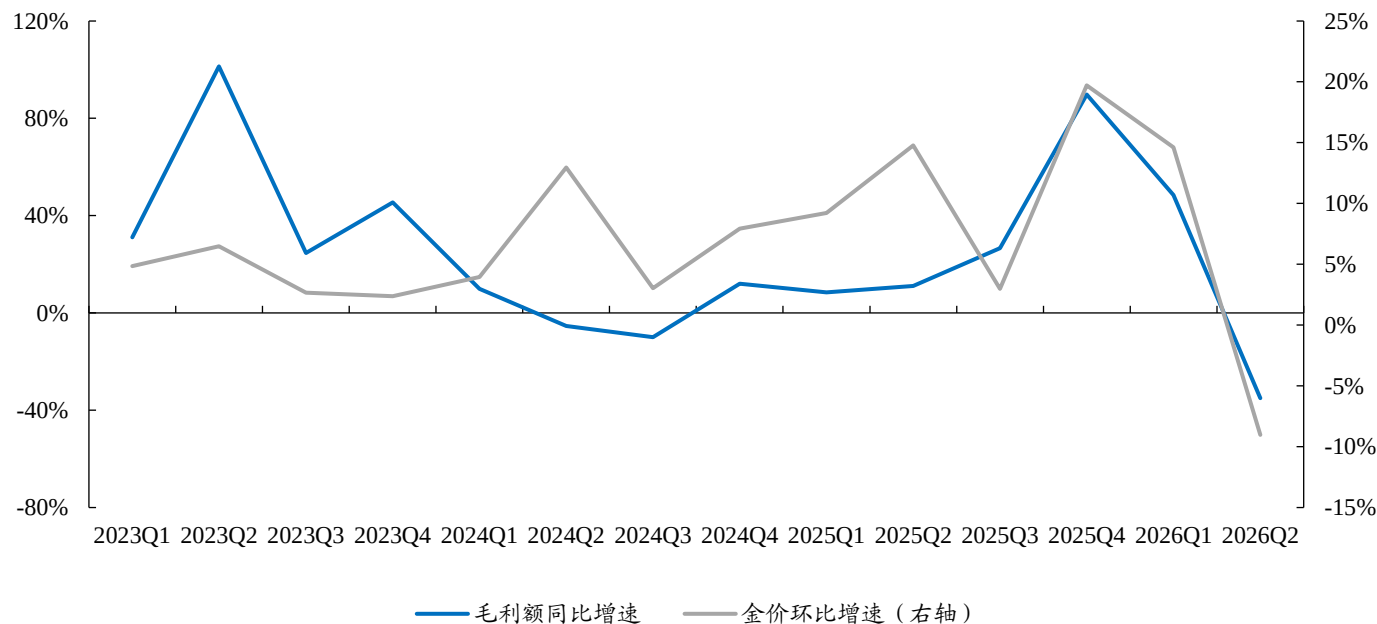
资料来源: iFind、信达证券研发中心



2.3 莱百股份：毛利额增速与金价相关性受产品结构影响明显

莱百股份毛利额增速与金价相关性存在阶段性差异。莱百股份在 2023 年、2025Q4-2026Q2 单季度毛利额增速与金价同向变化趋势明显，但 2024Q1-2025Q3 不明显，我们认为原因是金价走势对公司产品结构的影响。金价进入强势上行区间后，消费者从原本购买消费属性为主的金饰逐步转向购买投资属性为主的投资类黄金，贵金属投资产品正是公司特色产品，故而该阶段公司产品结构中贵金属投资产品占比大幅提高，但该类产品毛利率明显低于黄金饰品，因而削弱整体毛利额增量；但 2025Q4 开始公司产品结构逐步趋于稳定，整体毛利额与金价的相关性开始明显增强。

图 14：莱百股份毛利额增速与沪金价格相关性



资料来源：iFind、信达证券研发中心

商业模式分析：莱百股份为典型全直营模式的黄金珠宝品牌，整体渠道规模较稳健，近年来未出现大幅变化，给销售体量奠定扎实基础；产品结构以投资黄金这类高周转产品为主，其次是克重黄金，故存货周期较短；黄金原材料备货机制方面，公司黄金借贷（主要体现在交易性金融负债）占存货金额比例较高，2023-2025 年均值达到 72%，反映公司有较大比例的购金是通过黄金借贷方式，但需注意的是公司使用黄金租赁的同时又投资了上海黄金交易所黄金延期交易合约，从原理上看，该合约能够对黄金原材料价格波动形成强相关的风险对冲，而黄金租赁使公司毛利与交易性金融负债的公允价值变动形成某种程度上的对冲，相当于公司最终在黄金存货上仍保留一定比例的敞口，因此我们认为公司实际黄金存货中敞口比例应当较高。

图 15：莱百股份基本面数据一览（一）

年度财务数据一览																	年度财务数据一览									
单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1		
营业收入	3469.67	1860.61	3195.60	2464.00	5052.48	3308.15	4008.92	4182.67	6316.20	4673.21	4356.02	4887.23	8222.33	7025.52	5224.06	8347.64	14272.80	营业收入	10409.75	10989.87	16552.22	20232.46	28819.55	21042.25		
YOY	17.55%	-15.21%	51.18%	21.60%	65.62%	77.80%	25.45%	69.75%	25.01%	41.30%	8.66%	16.84%	30.18%	50.34%	19.93%	70.80%	73.59%	-3.64%	YOY	47.23%	5.85%	50.61%	22.24%	42.44%	38.04%	
归母净利润	179.65	32.70	85.40	103.63	234.58	177.51	179.33	115.37	272.46	127.27	154.30	164.98	319.02	188.07	486.31	398.36	38.42	归母净利润	363.95	460.13	706.79	719.01	1133.07	436.78		
YOY	10.00%	-82.00%	160.00%	17.00%	33.00%	29.00%	1.00%	5.00%	55.00%	10.00%	17.00%	16.00%	45.00%	25.00%	115.00%	50.00%	10.00%	YOY	26.00%	28.00%	52.00%	1.00%	57.00%	16.00%		
扣非归母净利润	172.28	42.43	106.79	81.86	213.37	172.38	155.90	115.93	251.75	133.84	139.04	159.14	276.89	118.61	189.62	440.53	449.43	31.87	扣非归母净利润	353.82	405.46	657.58	683.76	1025.65	481.39	
YOY	61.65%	-6.02%	23.05%	45.99%	41.62%	17.99%	-32.38%	37.27%	9.99%	-13.37%	36.38%	176.62%	62.31%	73.05%	YOY	4.08%	14.59%	62.18%	3.88%	50.08%	21.72%					
毛利率	12.64%	10.29%	10.52%	10.83%	11.38%	11.65%	10.45%	9.27%	10.00%	7.80%	8.67%	8.89%	8.34%	5.76%	9.15%	9.88%	7.13%	毛利率	11.34%	11.22%	10.68%	8.94%	8.30%	6.09%		
期间费用率	3.92%	5.25%	4.00%	4.78%	3.77%	2.97%	3.11%	3.94%	3.02%	3.34%	3.28%	2.71%	2.55%	3.30%	1.79%	1.99%	1.99%	期间费用率	4.31%	4.27%	3.49%	3.13%	2.48%	2.00%		
销售费用率	2.78%	4.15%	3.06%	3.25%	2.77%	2.31%	2.57%	2.75%	2.26%	2.48%	2.43%	2.32%	2.03%	2.94%	1.17%	1.47%	1.75%	销售费用率	3.03%	3.20%	2.62%	2.36%	1.87%	1.56%		
管理费用率	0.94%	1.00%	0.75%	1.39%	0.75%	0.45%	0.66%	0.96%	0.60%	0.33%	0.67%	0.66%	0.46%	0.52%	0.37%	0.30%	0.17%	管理费用率	0.95%	0.91%	0.88%	0.53%	0.37%	0.23%		
财务费用率	0.20%	0.30%	0.19%	0.14%	0.25%	0.21%	0.28%	0.24%	0.21%	0.24%	0.29%	0.22%	0.26%	0.26%	0.24%	0.22%	0.18%	财务费用率	0.36%	0.17%	0.13%	0.24%	0.24%	0.20%		
财务净利率	5.18%	1.76%	2.67%	4.21%	4.64%	5.37%	4.47%	2.76%	4.31%	2.72%	3.54%	3.38%	3.89%	1.88%	3.60%	5.83%	2.79%	财务净利率	3.50%	4.18%	4.27%	3.55%	3.33%	2.08%		
总资产	2,185.28	1,896.61	2,153.31	2,716.44	2,580.33	2,381.52	3,054.36	3,233.07	3,081.11	2,989.85	3,111.24	3,947.27	3,362.10	3,463.34	3,817.65	4,255.30	4,136.14	总资产	2740.31	2716.44	3233.07	3947.27	4255.30	4136.14		
归属于上市公司股东的净资产	2185.28	130.98	285.61	-21.86	395.05	482.91	981.05	516.63	560.78	608.33	256.88	714.19	280.99	473.49	506.41	308.04	1270.46	归属于上市公司股东的净资产	1031.43	-21.86	516.63	714.19	308.04	672.81		
资产负债率	72.13	88.83	87.89	100.67	52.23	62.00	70.89	72.43	49.99	56.65	63.23	70.15	43.64	47.11	55.45	55.87	38.32	资产负债率	66.76	100.67	72.43	70.15	55.87	38.32		
归属于上市公司股东的净资产	72.13	19.95	11.98	13.90	-19.90	-26.83	-16.50	-28.24	-3.25	-5.95	-7.65	-2.28	-6.34	-8.94	-7.78	-14.28	-13.47	归属于上市公司股东的净资产	-28.07	13.90	-28.24	-2.28	-14.28	-8.89		
应收账款及应收账款净额	110.37	155.12	167.56	252.91	161.42	151.06	261.48	235.20	244.50	280.74	219.79	245.81	401.89	292.98	278.94	191.12	201.43	应收账款及应收账款净额	178.31	252.91	235.20	245.81	191.12	189.79		
存货	110.37	37.94	35.56	74.60	51.06	-4.06	93.92	-17.71	61.07	136.48	-41.68	-10.61	157.39	5.32	99.15	-54.69	-200.45	存货	49.58	74.60	-17.71	61.07	-54.69	-200.45		
应收账款周转天数	3.74	5.63	5.48	7.06	3.69	4.35	5.61	5.31	3.42	4.28	4.00	4.28	3.54	3.18	3.46	2.73	1.63	应收账款周转天数	5.31	7.06	5.31	4.28	2.73	1.63		
归属于上市公司股东的净资产	3.74	1.60	0.41	1.75	0.05	1.28	0.14	-1.75	0.27	0.07	-1.61	-1.03	0.13	-1.10	-0.54	-1.55	-1.55	归属于上市公司股东的净资产	-1.49	1.75	0.05	1.28	-1.55	-1.55		
经营活动现金流净额	753.72	41.96	127.21	-206.31	851.66	474.05	-652.33	17.58	664.33	276.40	-45.34	-514.14	1538.76	-236.39	455.39	227.39	206.49	经营活动现金流净额	-404.07	606.68	690.95	381.24	1955.15	402.09		
归属于上市公司股东的净资产	681.50	-1.31	215.05	191.51	97.94	432.09	-789.65	343.89	-187.33	-197.65	606.99	-531.72	674.43	-512.78	500.73	741.53	430.98	归属于上市公司股东的净资产	-1340.80	1010.75	84.27	-399.71	1603.90	-961.28		
ROE	5.44%	2.08%	3.35%	3.09%	6.64%	4.98%	5.03%	3.10%	6.93%	3.29%	4.12%	4.23%	7.67%	3.36%	6.65%	11.01%	8.19%	ROE	11.34%	13.50%	18.68%	18.05%	24.25%	9.88%		
YOY (%)	5.44%	-1.92%	0.70%	-0.01%	1.20%	2.89%	4.69%	0.01%	0.29%	-1.69%	0.91%	1.12%	0.76%	0.07%	0.52%	6.78%	5.25%	YOY (%)	-5.95%	2.19%	5.17%	6.42%	6.19%	-1.80%		
资产负债率	34.89%	31.50%	35.33%	37.81%	40.21%	41.58%	40.94%	40.37%	40.07%	43.90%	44.05%	44.19%	47.34%	47.90%	51.68%	50.56%	49.75%	资产负债率	38.31%	37.81%	40.37%	44.19%	50.56%	49.51%		
YOY (%)	34.89%	-11.31%	0.08%	-0.51%	5.32%	10.08%	5.61%	2.57%	-0.14%	2.31%	3.11%	3.82%	7.27%	4.00%	7.63%	6.37%	2.41%	YOY (%)	-6.83%	-0.51%	2.57%	3.82%	6.37%	1.61%		

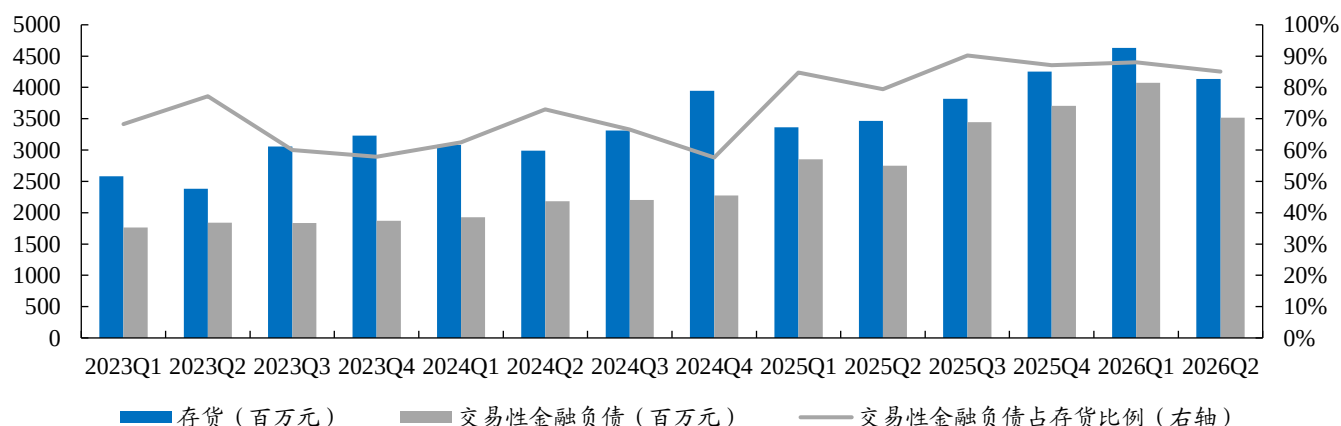
资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 16: 莱百股份基本面数据一览 (二)

营收按产品拆分 (百万元)						营收按地区拆分 (百万元)							
2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
贵金属投资产品	3347.43	4598.53	5702.36	8883.58	12904.36	21001.39	贵金属	6756.97	9904.62	10183.48	14431.15	16831.47	23780.69
YOY	22.33%	37.37%	24.00%	55.79%	45.28%	62.72%	YOY	-17.52%	46.58%	41.59%	41.29%	41.29%	
占比	47.36%	44.19%	51.89%	53.67%	63.79%	72.87%	占比	95.60%	95.18%	92.75%	87.20%	83.19%	
毛利率	5.16%	1.27%	2.80%	2.79%	2.71%	3.76%	毛利率	139.73	260.95	404.66	1020.13	1524.54	
YOY	2621.67	4320.91	3996.43	6158.77	5472.98	5946.15	YOY	112.12%	86.75%	55.07%	152.10%	49.45%	
占比	-30.47%	64.82%	-7.51%	54.11%	-11.14%	8.65%	占比	1.98%	2.51%	3.68%	6.16%	7.54%	
毛利率	37.09%	41.52%	36.36%	37.21%	27.05%	20.63%	毛利率	83.35	91.14	187.11	419.78	762.33	
YOY	19.21%	16.54%	18.29%	17.85%	18.51%	19.66%	YOY	50.59%	9.35%	105.30%	124.35%	81.60%	
贵金属文化产品	796.24	1046.96	936.84	1109.31	1562.63	1556.48	占比	1.18%	0.88%	1.70%	2.54%	3.77%	
YOY	-11.03%	31.49%	-10.52%	18.41%	40.87%	-0.39%	YOY	26.18	51.57	69.74	283.49	386.12	
占比	11.27%	10.06%	8.52%	6.70%	7.72%	5.40%	YOY	27.90%	96.98%	35.23%	306.50%	36.20%	
毛利率	14.03%	12.12%	12.69%	14.16%	16.13%	15.42%	YOY	0.37%	0.00%	0.63%	1.71%	1.91%	
铂金首饰饰品	129.41	228.57	214.32	214.47	140.85	159.47	占比	0.15%	0.21%	0.45%	1.18%	1.41%	
YOY	-86.52%	76.62%	-6.23%	0.07%	-34.33%	13.22%	YOY	111.61%	104.40%	131.32%	285.89%	13.43%	
YOY	1.83%	2.20%	1.95%	1.30%	0.70%	0.55%	占比	0.06%	0.18%	0.46%	1.18%	1.09%	
占比	24.02%	33.55%	43.11%	39.52%	37.22%	29.71%	占比	16.47	31.07	40.68	108.26	159.67	
联营投资佣金	157.47	201.08	130.73	173.02	132.18	127.86	YOY	92.07%	88.65%	30.93%	166.13%	47.49%	
YOY	27.70%	-34.99%	32.35%	-23.61%	-3.26%	-3.26%	占比	0.23%	0.30%	0.37%	0.65%	0.79%	
占比	2.23%	1.93%	1.19%	1.05%	0.65%	0.44%	YOY	18.86	34.91	34.55	79.64	330.06	
YOY	95.68%	96.46%	93.63%	95.72%	94.02%	92.93%	YOY	33.48%	85.10%	-1.03%	130.51%	314.44%	
其他业务	15.63	9.68	9.20	13.08	17.66	28.19	占比	0.27%	0.34%	0.31%	0.48%	1.63%	
YOY	-58.04%	-38.05%	-4.96%	42.17%	34.88%	59.68%						2.85%	

资料来源: iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 17: 莱百股份存货与交易性金融负债数据

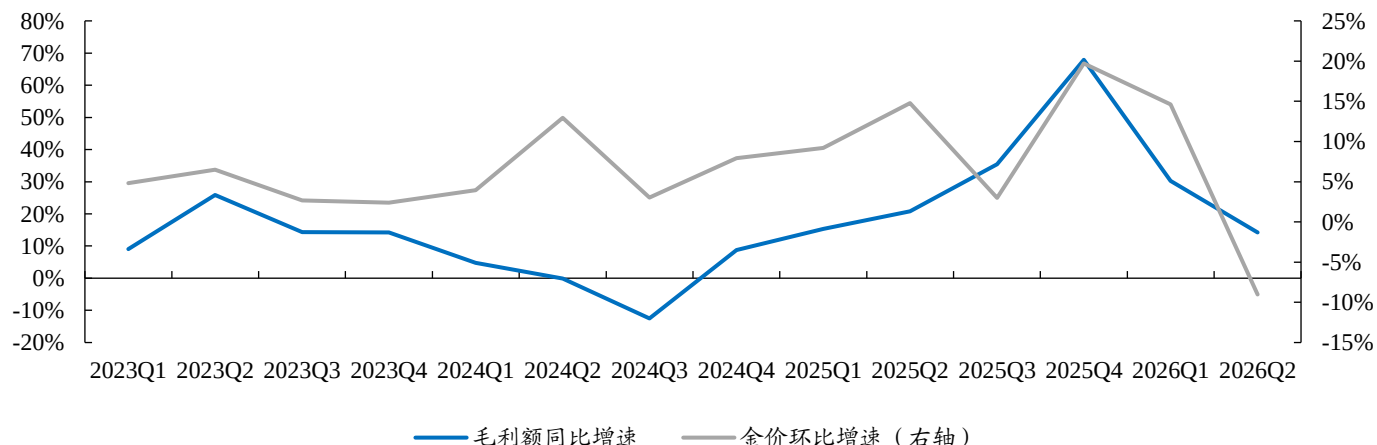


资料来源: iFind、信达证券研发中心

2.4 潮宏基: 毛利额增速与金价相关性受渠道结构影响明显

潮宏基毛利额增速与金价相关性受产品结构影响明显。潮宏基在 2023 年、2025Q4-2026Q2 单季度毛利额增速与金价同向变化趋势明显，但 2024Q1-2025Q3 不明显，我们认为原因是公司渠道结构影响毛利表现。2024-2025 年公司发力加盟模式，同时直营门店调整收缩，导致毛利率较低的加盟渠道占总营收比例大幅提高，削弱了整体毛利额增量；但 2025 年下半年开始公司渠道结构逐步趋于稳定，整体毛利额与金价的相关性开始明显增强。

图 18: 潮宏基毛利额增速与沪金价格相关性



资料来源: iFind、信达证券研发中心

商业模式分析:潮宏基以加盟模式为主,近年来直营门店占比持续下降;产品结构以克重黄金为主,其次是一口价黄金占比较高;加盟商备货模式受益于数字化体系的运用相对灵活,公司整体存货周转期较长。其财务数据与金价存在正向关联,但相较于前述其他公司并不算突出,我们认为或与公司经营状态有关,公司近年渠道规模快速扩张,正好匹配金价上行周期,因此使得毛利额增长与金价呈现一定的正向关联,但底层逻辑与其他公司并不一样。黄金原材料备货机制方面,公司黄金借贷(主要体现在交易性金融负债)占存货金额比例较高,2023-2025 年均值达到 78%,反映公司有较大比例的购金是通过黄金借贷方式,财务数据从金价上行中直接受益幅度相对有限。我们认为金价上行对公司的影响更多体现在发展阶段上,即公司具备抓住金价上行机遇的能力,能够在金价上行阶段通过产品结构、渠道策略调整等方式,实现快速增长,因而呈现与金价的正向关联而非简单的黄金原材料备货机制影响。

图 19: 潮宏基基本面数据一览

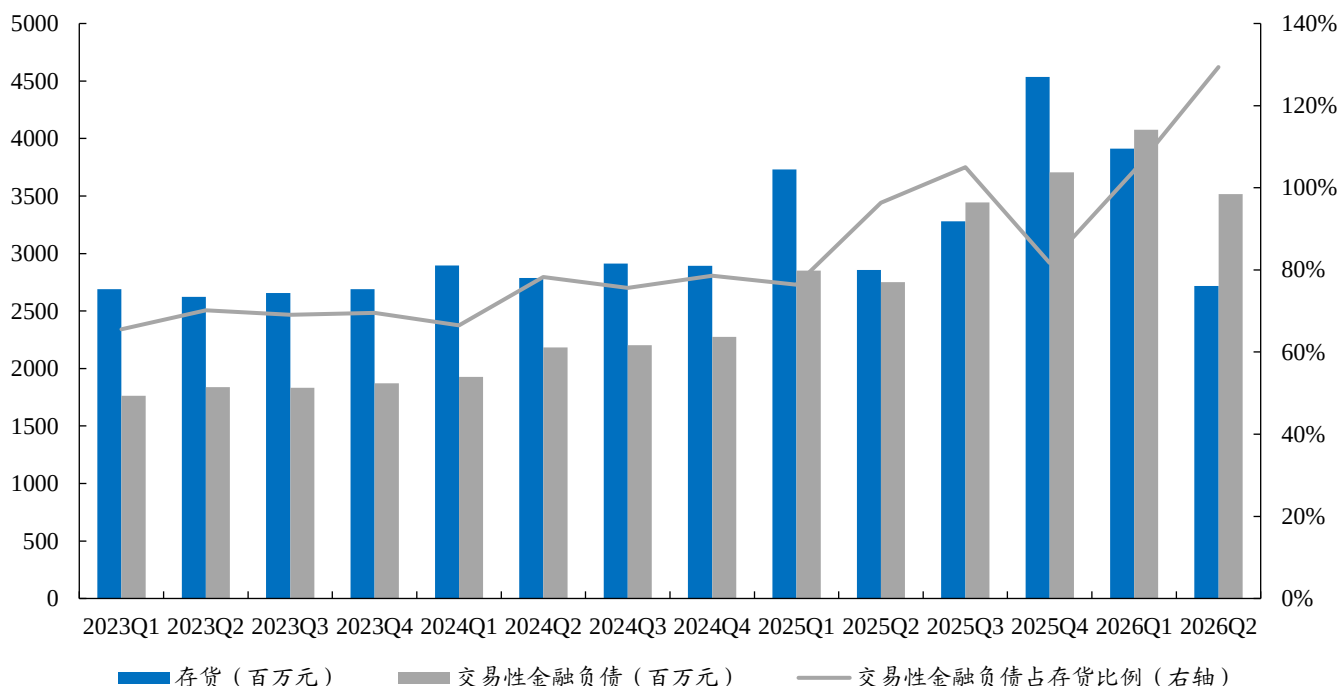
年度财务数据一览														年度财务数据一览													
单位: 百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1						
营业收入	1524.02	1481.99	1493.03	1400.81	1796.42	1635.01	1427.88	1658.57	2252.07	1849.69	2134.96	3081.14	2498.28	1876.06	营业收入	4636.49	4417.41	5899.85	6517.87	9317.86	4374.34						
YOY	21.59%	60.96%	23.72%	35.14%	17.87%	10.33%	-4.36%	18.40%	25.36%	13.13%	49.53%	85.77%	10.93%	1.43%	YOY	44.20%	-4.73%	33.56%	10.48%	42.96%	6.65%						
归母净利润	124.05	84.49	104.39	20.41	130.83	98.65	86.43	-122.26	188.90	142.34	-14.28	180.05	263.56	158.49	归母净利润	350.68	199.13	333.33	193.65	497.01	422.05						
YOY	30.11%	54.02%	23.40%	-269.58%	5.47%	16.76%	-17.21%	-698.93%	44.38%	44.29%	-116.52%	247.27%	39.52%	11.35%	YOY	151.03%	-43.22%	67.41%	-41.91%	156.66%	27.42%						
扣非归母净利润	122.05	82.82	102.92	-2.23	128.61	96.86	84.69	-122.91	187.99	141.51	-15.48	204.36	263.08	157.48	扣非归母净利润	338.10	177.73	305.56	187.26	518.40	420.56						
YOY	30.00%	59.86%	24.48%	-95.61%	5.37%	16.86%	-17.71%	-6401.06%	46.17%	46.10%	-118.27%	266.27%	39.94%	11.28%	YOY	152.42%	-47.43%	67.33%	-38.72%	176.84%	27.63%						
毛利率	28.03%	25.73%	26.45%	23.90%	24.92%	23.30%	24.20%	21.95%	22.93%	24.88%	21.93%	19.83%	26.92%	28.02%	毛利率	33.39%	30.18%	26.07%	23.60%	22.06%	27.39%						
期间费用率	16.47%	18.12%	16.57%	20.05%	14.57%	14.71%	15.91%	16.12%	11.48%	13.34%	11.46%	11.18%	11.20%	14.30%	期间费用率	21.22%	20.26%	16.70%	14.25%	10.74%	11.62%						
销售费用率	13.62%	14.58%	12.55%	15.48%	11.39%	11.33%	12.25%	11.88%	8.76%	9.88%	8.23%	7.68%	9.09%	10.39%	销售费用率	18.41%	17.52%	14.03%	11.69%	8.50%	9.65%						
管理费用率	2.30%	2.97%	3.47%	4.12%	2.68%	2.86%	3.22%	3.74%	2.33%	3.03%	2.87%	3.22%	1.63%	3.42%	管理费用率	2.06%	2.06%	2.13%	2.07%	1.88%	1.49%						
研发费用率	0.55%	0.56%	0.56%	0.45%	0.51%	0.44%	0.50%	0.39%	0.42%	0.37%	0.29%	0.48%	0.49%	0.48%	研发费用率	0.75%	0.67%	0.53%	0.49%	0.36%	0.48%						
财务费用率	8.14%	5.70%	6.99%	1.46%	7.28%	6.05%	-7.37%	8.39%	7.70%	-0.67%	5.84%	10.55%	8.45%	7.39%	财务费用率	7.56%	4.51%	5.65%	2.97%	5.33%	9.65%						
扣非净利润率	8.14%	5.70%	6.99%	1.46%	7.28%	6.05%	-7.37%	8.39%	7.70%	-0.67%	5.84%	10.55%	8.45%	7.39%	扣非净利润率	27.27%	26.65%	26.88%	28.93%	45.34%	27.17%						
存货	2,689.58	2,621.88	2,655.07	2,688.26	2,895.23	2,788.12	2,913.10	2,893.61	3,731.04	2,857.08	3,280.14	4,534.38	3,912.65	2,717.48	存货	2,727.16	2,665.12	2,688.26	2,893.61	4,534.38	2,717.48						
较上年同期增减	152.73	209.47	188.90	23.15	205.65	166.25	258.03	205.35	835.81	68.96	367.04	1640.78	181.61	-139.61	较上年同期增减	529.48	-62.05	23.15	205.35	1640.78	-139.61						
存货周转天数	219.73	216.53	217.94	220.93	186.30	189.37	205.20	201.77	171.76	165.61	173.92	184.12	208.19	205.48	存货周转天数	287.04	274.69	220.93	201.77	184.12	205.48						
YOY	-55.25	-96.13	-81.60	-93.76	-33.43	-27.15	-12.74	-19.16	-14.54	-23.77	-31.27	-17.66	36.43	39.87	YOY	-94.40	31.65	-93.76	-19.16	-17.66	39.87						
应收账款及应收账款	356.96	256.13	307.73	286.28	385.17	288.40	285.35	363.71	381.50	369.57	388.88	669.93	530.29	433.97	应收账款及应收账款	219.83	266.17	286.28	363.71	669.93	433.97						
较上年同期增减	98.66	-6.44	-30.74	20.12	28.21	32.27	-22.38	77.43	-3.67	81.17	103.53	306.22	148.79	64.40	较上年同期增减	65.56	46.33	20.12	77.43	306.22	64.40						
应收账款周转天数	18.40	15.64	17.22	16.85	16.82	15.07	15.88	17.95	14.89	16.09	16.29	19.97	21.62	22.71	应收账款周转天数	14.49	19.76	16.85	17.95	19.97	22.71						
较上年同期增减	1.27	-4.29	-5.03	-2.91	-1.58	-0.56	-1.34	1.10	-1.93	1.02	0.41	2.02	6.73	6.62	较上年同期增减	-4.75	5.28	-2.91	1.10	2.02	6.62						
经营性现金流净额	121.20	248.72	115.86	129.46	124.28	214.51	106.10	-9.44	-282.77	687.72	197.01	-673.38	358.74	0.00	经营性现金流净额	167.07	413.87	615.24	435.46	-71.42	1309.48						
较上年同期增减	93.56	60.14	90.79	144.00	3.08	-34.21	-9.75	-138.90	-407.05	473.21	90.91	-663.94	641.50	-687.72	较上年同期增减	-166.57	246.80	201.37	-179.78	-506.88	904.52						
ROE	3.44%	2.33%	2.87%	0.56%	3.54%	2.66%	2.34%	-3.37%	3.21%	3.87%	-0.40%	4.93%	6.77%	0.11%	ROE	9.96%	5.62%	9.18%	5.49%	13.20%	10.88%						
YOY (+)	0.77%	0.79%	0.48%	1.56%	0.10%	0.33%	-0.53%	-3.93%	1.67%	1.20%	-2.74%	8.29%	1.56%	0.41%	YOY (+)	5.89%	-4.24%	3.56%	-3.69%	7.72%	1.78%						
资产负债率	35.19%	34.66%	34.41%	33.46%	34.55%	34.35%	34.75%	36.12%	41.57%	36.30%	41.91%	49.50%	44.87%	37.69%	资产负债率	36.83%	35.32%	33.46%	36.12%	49.50%	37.69%						
YOY (-)	-1.32%	-1.16%	-0.66%	-1.86%	0.36%	-0.11%	0.34%	2.65%	6.02%	1.75%	7.16%	13.38%	3.31%	1.39%	YOY (-)	3.63%	-1.51%	-1.75%	1.86%	26.15%	13.38%						

营收按渠道拆分 (百万元)											营收按渠道拆分 (百万元)										
	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024	2025H1	2025H2	2025		2022H1	2022H2	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024	2025H1
珠宝线下直营	1671.82	1079.94	832.15	1912.09	1072.50	760.69	1826.99	1129.29	850.32	1979.61	珠宝线下直营	1264.27	1217.36	2481.63	1560.99	1427.63	2988.62	1654.20	1315.56	2969.77	
YOY		18.61%	9.30%	14.37%	-0.69%	-8.59%	-4.45%	5.30%	11.78%	8.35%	YOY		-10.60%	23.47%	23.47%	20.43%	5.97%	-7.85%	-0.63%	1990.43	
占比	37.85%	35.93%	28.76%	32.41%	31.26%	24.65%	28.03%	27.53%	16.30%	21.25%	占比	58.15%	54.27%	56.18%	51.93%	49.33%	50.66%	48.21%	42.62%	45.56%	
毛利率							34.69%	31.52%	37.57%	34.12%	毛利率	36.92%	33.56%	35.27%	31.96%	29.26%	30.67%	28.52%	29.06%	28.76%	
门店数	324	295	274	274	257	239	202	239	182	172	门店数	58.15%	54.27%	56.18%	51.93%	49.33%	50.66%	48.21%	42.62%	45.56%	
净变化	-41	-29	-21	-50	-17	-18	-35	-37	-20	-57	净变化	123	89	202	291	69	78	147	68	146	
店均收入	5.16	3.66	3.04	6.98	4.17	3.18	7.64	5.59	4.67	10.88	店均收入	1.69	1.20	1.15	2.13	1.35	1.27	2.53	1.65	2.41	
YOY		39.52%	29.24%	35.24%	14.00%	4.80%	9.54%	33.96%	46.79%	42.29%	YOY		53.02%	16.69%	26.14%	13.17%	9.78%	18.77%	22.34%	90.17%	
珠宝网络销售 (自营)	918.56	558.82	496.02	1054.84	535.78	436.50	972.28	511.95	487.94	999.89	珠宝网络销售 (自营)	918.56	558.82	496.02	1054.84	535.78	436.50	972.28	511.95	487.94	
YOY		19.71%	9.80%	14.84%	-4.12%	-12.00%	-7.83%	-4.45%	11.78%	2.84%	YOY		20.79%	18.59%	17.14%	17.88%	15.61%	14.14%	14.92%	12.48%	
占比	20.79%	18.59%	17.14%	17.88%	15.61%	14.14%	14.92%	12.48%	9.35%	10.73%	占比	20.79%	18.59%	17.14%	17.88%	15.61%	14.14%	14.92%	12.48%	9.35%	
毛利率							16.77%	19.11%	16.50%	17.50%	毛利率							16.77%	19.11%	16.50%	
门店数	834	923	1125	1125	1194	1272	1272	1340	1486	1510	门店数	834	923	1125	1125	1194	1272	1272	1340	1486	
净变化	123	89	202	291	69	78	147	68	146	24	净变化	123	89	202	291	69	78	147	68	146	
店均收入	1.69	1.20	1.15	2.13	1.35	1.27	2.53	1.65	2.41	3.90	店均收入	1.69	1.20	1.15	2.13	1.35	1.27	2.53	1.65	2.41	
YOY		53.02%	16.69%	26.14%	13.17%	9.78%	18.77%	22.34%	90.17%	53.88%	YOY		53.02%	16.69%	26.14%	13.17%	9.78%	18.77%	22.34%	90.17%	
其他 (ToB 业务等)	85.65	47.08	87.93	135.01	51.44	139.34	190.77	166.53	267.92	246.53	其他 (ToB 业务等)	85.65	47.08	87.93	135.01	51.44	139.34	190.77	166.53	267.92	
YOY		94.41%	43.13%	57.63%	9.26%	58.46%	41.31%	97.10%	19.52%	122.43%	YOY		94.41%	43.13%	57.63%	9.26%	58.46%	41.31%	97.10%	19.52%	
占比	1.94%	1.57%	3.04%	2.29%	1.50%	4.51%	2.93%	2.47%	2.88%	5.64%	占比	1.94%	1.57%	3.04%	2.29%	1.50%	4.51%	2.93%	2.47%	2.88%	
毛利率	10.07%	9.20%	6.37%	7.36%	9.20%	6.53%	7.25%	12.61%	3.26%	12.27%	毛利率	10.07%	9.20%	6.37%	7.36%	9.20%	6.53%	7.25%	12.61%	3.26%	
其他收入 (主要是女包)	330.30	216.91	180.09	396.99	156.57	139.18	303.64	132.27	132.75	113.70	其他收入 (主要是女包)	330.30	216.91	180.09	396.99	156.57	139.18	303.64	132.27		
YOY		16.61%	24.81%	20.19%	-27.82%	-22.72%	-23.51%	-15.52%	-4.62%	-14.04%	YOY		16.61%	24.81%	20.19%	-27.82%	-22.72%	-23.51%	-15.52%	-4.62%	
占比	7.48%	7.22%	6.22%	6.73%	4.56%	4.51%	4.66%	3.22%	2.55%	2.60%	占比	7.48%	7.22%	6.22%	6.73%	4.56%	4.51%	4.66%	3.22%	2.55%	

注: 公司2025年年报调整拆分口径, 就我们基于口径变化用测试用数据整理往年业务, 误差主要来自在女包业务, 误差量级大概在千中百万。

营收按产品拆分 (百万元)													
	2022H1	2022H2	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024	2025H1	2025H2	2025	2026H1
时尚珠宝	1264.27	1217.36	2481.63	1560.99	1427.63	2988.62	1654.20	1315.56	2969.77	1990.43	3110.71	5101.13	2325.59
YOY			-10.60%	23.47%	17.27%	20.43%	5.97%	-7.85%	-0.63%	20.33%	136.44%	71.77%	16.84%
占比	58.15%	54.27%	56.18%	51.93%	49.33%	50.66%	48.21%	42.62%	45.56%	48.53%	59.64%	54.75%	53.16%
毛利率	36.92%	33.56%	35.27%	31.96%	29.26%	30.67%	28.52%	29.06%	28.76%	27.43%	20.72%	23.34%	27.33%
传统黄金	651.85	793.08	1444.93	1124.16	1104.74	2264.90	1476.83	1472.37	2949.20	1830.57	1778.81	3609.39	1726.06
YOY			12.56%	72.46%	43.84%	56.75%	31.37%	29.07%	30.21%	23.95%	20.82%	22.39%	-5.71%
占比	29.98%	35.35%	32.71%	37.40%	39.42%	38.39%	43.04%	47.70%	45.25%	44.63%	34.10%	38.74%	39.46%
毛利率	8.02%	10.22%	9.23%	9.00%	8.46%	8.73%	9.78%	8.42%	9.10%	12.78%	12.60%	12.69%	18.63%
品牌授权及加盟服务	56.34	70.99	127.33	87.56	126.60	214.15	123.46	139.62	263.07	122.89	168.66	291.56	178.91
YOY			41.31%	55.42%	78.32%	68.19%	41.00%	10.28%	22.84%	-0.45%	20.80%	10.83%	46.15%
占比	2.59%	3.16%	2.88%	4.37%	4.37%	3.63%	3.60%	4.04%	3.00%	3.23%	3.23%	4.09%	4.09%
毛利率						83.13%		87.86%	91.31%	87.40%	89.05%	96.46%	96.46%
其他产品	15.67	17.56	33.22	16.40	19.21	35.61	20.36	-	32.25	26.08	15.47	41.55	30.09
YOY			-0.23%	4.67%	9.40%	7.17%	24.15%	-	-	-	-	12.58%	15.36%
占比	0.72%	0.78%	0.55%	0.66%	0.60%	0.59%	-	-	0.49%	-	-	0.45%	0.69%
其他收入 (主要是女包)	186.00	144.29	330.30	216.91	180.09	396.99	156.57	139.18	303.64	132.27	132.75	274.23	113.70
YOY				16.61%	25.0%	20.19%	-27.82%	-22.72%	-23.51%	-9.64%	-4.62%	-9.69%	-14.04%
占比	8.56%	6.43%	7.48%	7.22%	6.22%	6.73%	4.56%	4.51%	4.66%	3.22%	2.55%	2.94%	2.60%
注：公司2025年年报调整拆分口径，2024年为追溯调整数据，故相关半年度不可比。													

图 20: 潮宏基存货与交易性金融负债数据

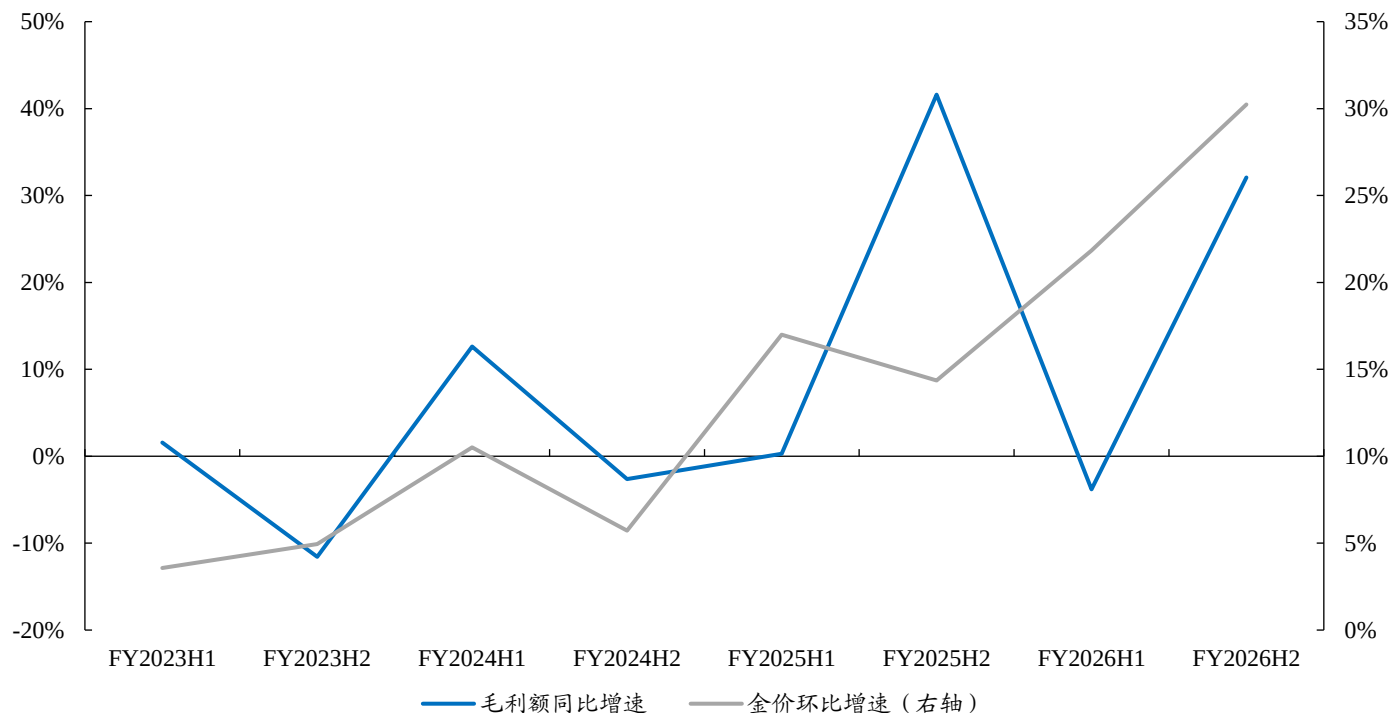


资料来源: iFind、信达证券研发中心

2.5 周大福: 毛利额增速与金价在不同阶段相关性存在差异

周大福毛利额增速与金价在不同阶段相关性存在差异。周大福财年划分与 A 股公司存在差异, 因此我们的研究根据其财年划分做对应调整, 采用半年度数据 (财年), 从 FY2023-FY2026 来看, 公司毛利额表现与金价仅在部分时点呈现相同趋势, 但持续性不强, 例如 FY2023H2、FY2025H2-FY2026H1。

图 21: 周大福毛利额增速与沪金价格相关性



资料来源: iFind、信达证券研发中心

商业模式分析：周大福商业模式在加盟渠道与直营渠道间较为均衡，FY2024 及以前通过发力加盟模式实现渠道快速扩张，但因新增加盟店良莠不齐，后转为收缩调整，而其直营门店占比则经历先降后升的过程，我们认为由于其渠道规模变动幅度较大，对毛利额表现形成显著影响，因而在一定程度上弱化了金价在其中的影响力；加盟商备货较为灵活，因而存货周转期较长；产品结构以克重黄金为主，其次是一口价黄金产品占比较高。黄金原材料备货方面，公司黄金借贷占存贷金额比例较低，FY2023-FY2026 均值为 30%，反映公司有较大比例的购金是通过自有资金直接采购，理论上财务数据在金价上行中的受益幅度可观，我们认为未来随着公司渠道调整逐步到位，其基本面表现与金价的相关性有望逐步增强。

图 22：周大福基本面数据一览

半年度财务数据一览										年度财务数据一览									
单位：百万港元	FY2023H1	FY2023H2	FY2024H1	FY2024H2	FY2025H1	FY2025H2	FY2026H1	FY2026H2		单位：百万港元	FY2021	FY2022	FY2023	2023H1	FY2024	FY2025	FY2026		
营业收入	46535.40	48149.00	49526.30	59186.70	39407.70	50248.30	38986.10	55412.30		营业收入	70163.80	98937.70	94684.40	46535.40	108713.00	89656.00	94398.40		
YOY	5.32%	-12.06%	6.43%	22.92%	-20.43%	-15.10%	-1.07%	10.28%		YOY	23.63%	41.01%	-4.30%	-50.85%	14.82%	-17.53%	5.29%		
归母净利润	3335.50	2048.90	4551.10	1948.20	2530.40	3385.10	2533.60	6470.70		归母净利润	6026.40	6712.30	5384.40	3014.05	6499.30	5915.50	9004.30		
YOY	-6.85%	-34.58%	36.44%	-4.91%	-44.40%	73.76%	0.13%	91.15%		YOY	107.74%	11.38%	-19.78%	-44.02%	20.71%	-8.98%	52.22%		
毛利率	23.56%	21.20%	24.92%	16.80%	31.41%	28.01%	30.54%	33.55%		毛利率	28.61%	22.58%	22.36%	23.56%	20.50%	29.51%	32.31%		
期间费用率	14.03%	15.72%	12.83%	12.90%	15.69%	13.85%	14.63%	13.47%		期间费用率	17.24%	14.33%	14.80%	14.03%	12.68%	14.43%	13.68%		
销售费用率	10.17%	10.89%	8.87%	8.65%	10.58%	9.01%	9.67%	8.74%		销售费用率	12.31%	10.64%	10.53%	10.17%	8.75%	9.70%	9.12%		
管理+研发费用率	3.67%	4.18%	3.55%	3.43%	4.59%	3.95%	4.32%	3.70%		管理+研发费用率	4.58%	3.48%	3.93%	3.67%	3.48%	4.23%	3.95%		
财务费用率	0.19%	0.65%	0.41%	0.82%	0.52%	0.89%	0.64%	1.03%		财务费用率	0.35%	0.22%	0.33%	0.19%	0.44%	0.50%	0.61%		
归母净利率	7.17%	4.26%	9.19%	3.29%	6.42%	6.74%	6.50%	11.68%		归母净利率	8.59%	6.78%	5.69%	6.48%	5.98%	6.60%	9.54%		
存货	62050.20	59290.40	63481.60	64647.00	67632.00	55417.20	62716.70	63715.80		存货	43011.40	57254.00	59290.40	62050.20	64647.00	55417.20	63715.80		
较上年同期增减	6553.70	2036.40	1431.40	5356.60	4150.40	-9229.80	-4915.30	8298.60		较上年同期增减	473.00	14242.60	2036.40	2759.80	5356.60	-9229.80	8298.60		
存货周转天数	301.84	287.84	297.17	234.17	440.45	306.16	392.64	309.04		存货周转天数	307.43	235.62	285.36	613.98	258.12	341.95	335.60		
较上年同期增减	36.33	52.98	-4.67	-53.68	143.28	72.00	-47.80	2.88		较上年同期增减	-55.74	-71.81	49.75	328.61	-27.25	83.83	-6.35		
应收账款周转天数	13.52	13.35	11.49	9.13	11.82	8.00	10.16	8.61		应收账款周转天数	18.07	13.50	11.93	27.62	10.12	10.21	10.07		
较上年同期增减	-5.03	0.51	-2.03	-4.22	0.34	-1.13	-1.67	0.61		较上年同期增减	18.07	-4.57	-1.57	15.69	-1.81	0.09	-0.14		
应付账款周转天数	6.36	5.58	4.53	3.51	5.90	4.63	8.06	6.76		应付账款周转天数	3.86	4.64	5.26	11.90	4.24	6.18	7.33		
较上年同期增减	0.88	0.64	-1.83	-2.07	1.37	1.12	2.16	2.14		较上年同期增减	3.86	0.78	0.62	6.64	-1.02	1.94	1.15		
ROE	10.51%	16.62%	17.36%	25.27%	9.98%	22.39%	9.68%	29.07%		ROE	19.59%	19.97%	16.62%	10.51%	25.27%	22.39%	29.07%		
YOY (+)	-0.62%	-3.35%	6.85%	8.65%	-7.37%	-2.89%	-0.30%	6.69%		YOY (+)	8.57%	0.38%	-3.35%	-6.11%	8.65%	-2.89%	6.69%		
资产负债率	64.22%	61.80%	68.03%	69.89%	69.63%	64.20%	68.89%	62.78%		资产负债率	50.91%	60.62%	61.80%	64.22%	69.89%	64.20%	62.78%		
YOY (+)	5.86%	1.19%	3.81%	8.08%	1.60%	-5.68%	-0.73%	-1.43%		YOY (+)	-7.72%	9.20%	1.19%	2.41%	8.08%	-5.68%	-1.43%		

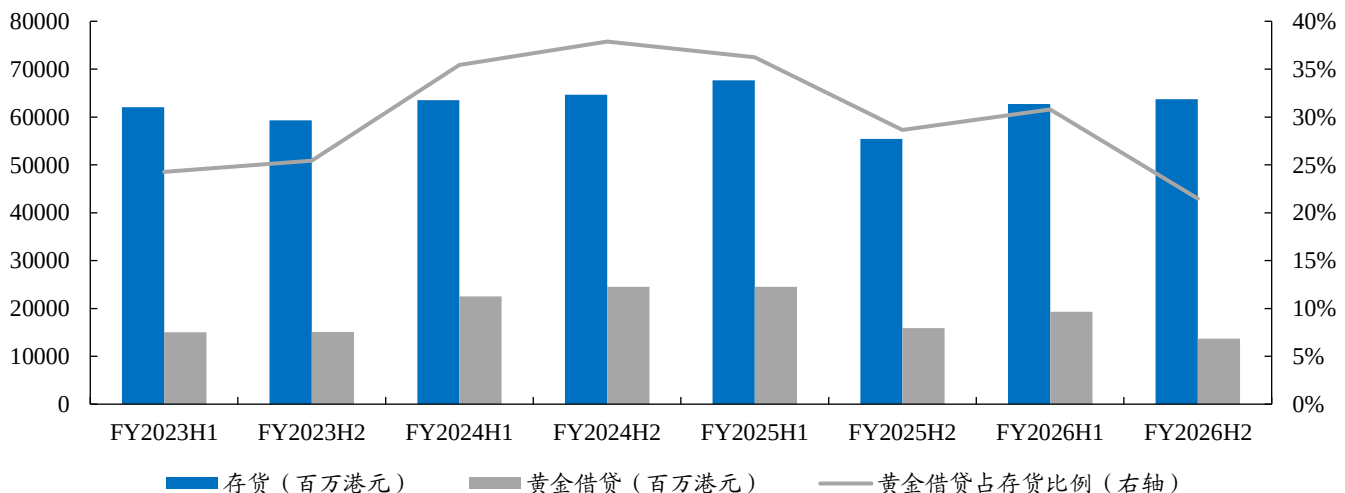
分季度零售金额拆分																				
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4
集团零售值增速 (GMV口径)	69.8%	55.8%	31.1%	8.5%	-3.7%	26.0%	-19.3%	14.2%	29.4%	5.8%	46.1%	12.4%	-20.0%	-21.0%	-14.2%	-11.6%	-1.9%	4.1%	17.8%	-1.5%
中国内地	69.1%	58.0%	38.8%	11.5%	-2.8%	27.8%	-20.4%	9.6%	25.2%	0.6%	42.2%	12.4%	-18.6%	-19.4%	-13.0%	-10.4%	-3.3%	3.0%	16.9%	-8.2%
中国内地以外	76.2%	38.5%	-8.7%	-20.6%	-11.0%	11.0%	-11.1%	71.2%	64.0%	54.1%	70.8%	12.8%	-28.8%	-31.0%	-20.4%	-20.7%	7.8%	11.4%	22.9%	58.5%

分季度门店销售拆分																				
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4
中国内地																				
直营店	42.8%	23.0%	10.7%	-11.3%	-19.3%	3.4%	-33.1%	-5.6%	8.5%	-12.5%	22.7%	-2.7%	-26.4%	-24.3%	-16.1%	-13.2%	-3.3%	7.6%	21.4%	0.2%
定价首饰	2.7%	-8.0%	-8.9%	-0.4%	-17.2%	-10.5%	-31.8%	-19.3%	-4.1%	-27.7%	-1.9%	-19.5%	-31.7%	-27.6%	-20.3%	-12.1%	-2.2%	7.2%	53.4%	-10.3%
黄金产品 (按克计价)	65.5%	48.9%	23.3%	-13.3%	-17.0%	9.4%	-35.8%	-2.0%	9.9%	-9.6%	32.5%	3.4%	-27.9%	-24.7%	-15.3%	-13.8%	-1.4%	10.6%	13.1%	6.7%
加盟店	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-19.1%	-20.3%	-12.3%	-8.7%	0.0%	8.6%	26.3%	-5.8%
中国内地以外																				
直营店	110.4%	57.7%	14.4%	-21.9%	-6.4%	8.5%	-7.8%	96.5%	64.2%	55.7%	66.6%	4.5%	-30.8%	-30.8%	-21.3%	-22.5%	2.2%	6.2%	14.3%	40.1%
定价首饰	65.1%	15.4%	-19.4%	-43.4%	-18.4%	5.6%	-2.9%	99.2%	16.9%	-4.3%	4.3%	-27.2%	-31.3%	-16.6%	33.7%	-5.3%	3.3%	5.2%	-14.9%	38.5%
黄金产品 (按克计价)	163.7%	106.2%	46.9%	-8.0%	1.0%	10.5%	-11.4%	116.5%	101.1%	89.0%	104.3%	16.6%	-33.0%	-36.3%	-36.2%	-26.1%	6.6%	10.4%	43.2%	46.5%

分季度门店数量拆分																				
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4
周大福珠宝	-	-	-	-	5931	6679	7151	7404	7500	7599	7645	7548	7429	7113	6836	6423	6113	5814	5585	5460
中国内地	-	-	-	-	6568	7016	7269	7364	7458	7501	7548	7403	7284	6968	6685	6274	5963	5663	5433	5305
中国内地以外	-	-	-	-	111	135	135	85	86	86	87	87	84	86	87	88	88	91	92	91
其他地区	-	-	-	-	-	-	-	51	55	58	58	61	65	62	62	63	63	61	63	65
其他品牌	-	-	-	-	283	269	253	251	240	239	240	234	230	233	229	220	224	227	228	229
中国内地	-	-	-	-	-	-	-	-	230	229	230	224	220	223	219	213	217	219	219	219
中国内地以外	-	-	-	-	-	-	-	-	10	10	10	10	10	10	10	7	1	3	3	3
海外	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	6	8	7
总计	4850	5214	5646	5902	6214	6948	7404	7655	7740	7838	7885	7782	7659	7346	7065	6643	6337	6041	5813	5689

资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 23：周大福存货与黄金借贷数据

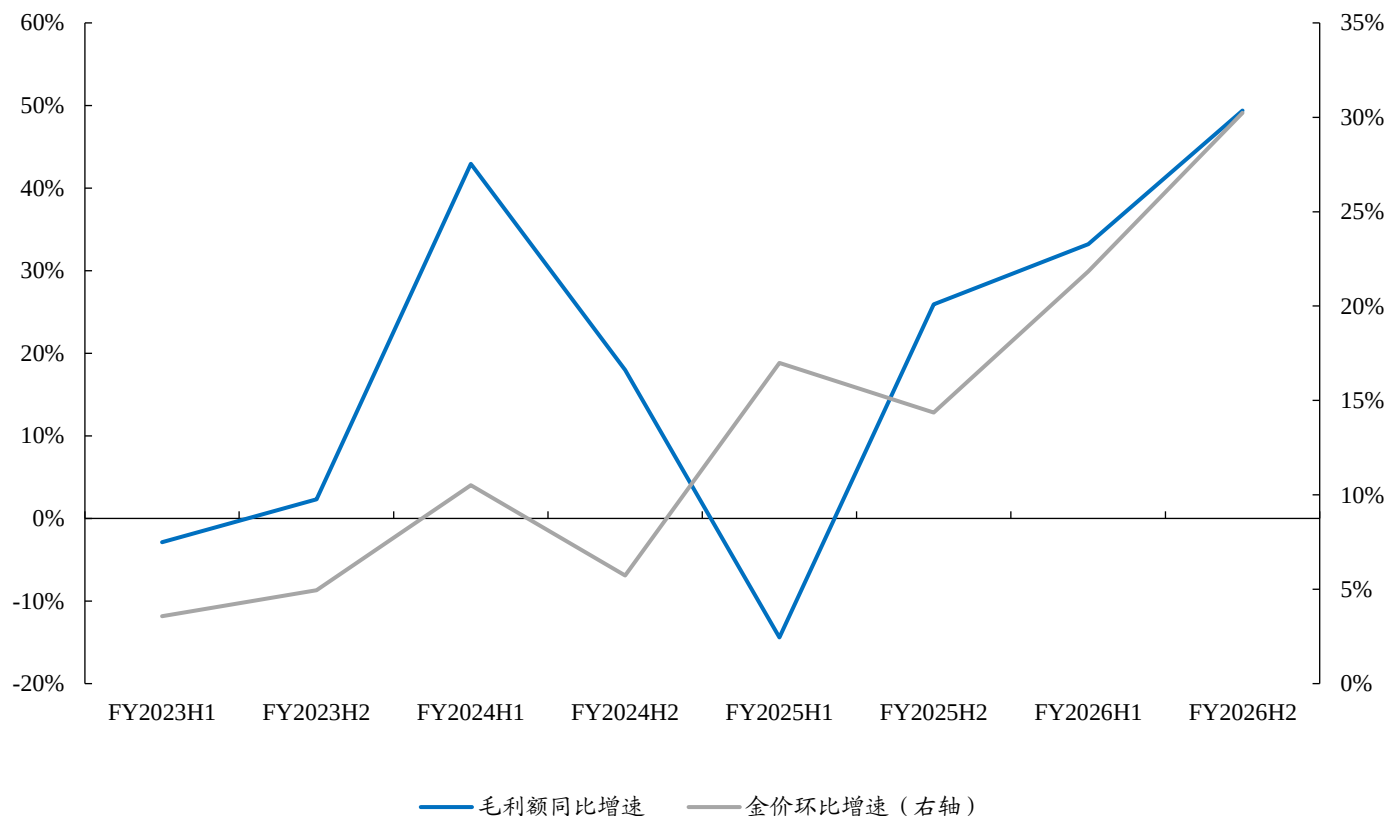


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

2.6 六福集团：毛利额增速与金价相关性较强

六福集团毛利额增速与金价相关性较强。六福集团财年划分与 A 股公司存在差异，因此我们的研究根据其财年划分做对应调整，采用半年度数据（财年），从 FY2023-FY2026 来看，公司毛利额表现与金价间相关趋势较强。

图 24：六福集团毛利额增速与沪金价格相关性



资料来源：iFind、信达证券研发中心

商业模式分析：公司以加盟渠道为主，近年渠道规模先扩张后收缩调整，但收缩节奏整体较为温和，这为金价变化传导到毛利额提供了良好基础；公司存货周转期较长，产品结构以克重黄金为主。黄金原材料备货机制方面，公司黄金借贷占存货金额比例较低，FY2023-FY2026 均值仅为 9%，反映公司较大比例黄金原材料是通过自有资金直接采购，在金价上行期间，若渠道规模、同店表现等因素保持相对稳定，财务数据受益幅度相对可观。

图 25：六福集团基本面数据一览（一）

半年度财务数据一览									年度财务数据一览								
单位：百万港元	FY2023H1	FY2023H2	FY2024H1	FY2024H2	FY2025H1	FY2025H2	FY2026H1	FY2026H2	单位：百万港元	FY2021	FY2022	FY2023	2023H1	FY2024	FY2025	FY2026	
营业总收入	5573.18	6404.66	7486.03	7839.93	5448.63	7892.66	6843.38	10361.86	营业总收入	8861.34	11737.80	11977.84	5573.18	15325.96	13341.30	17205.24	
YOY	-0.32%	4.20%	34.32%	22.41%	-27.22%	0.67%	25.60%	31.28%	YOY	-21.12%	32.46%	2.05%	-53.47%	27.95%	-12.95%	28.96%	
归母净利润	657.62	627.14	942.65	824.65	434.47	665.40	619.19	1426.61	归母净利润	1017.34	1392.36	1284.76	594.24	1767.31	1099.86	2045.79	
YOY	0.57%	-15.08%	43.34%	31.49%	-53.91%	-19.31%	42.52%	114.40%	YOY	17.43%	36.86%	-7.73%	-53.75%	37.56%	-37.77%	86.00%	
毛利率	26.13%	27.70%	27.80%	26.70%	32.70%	33.39%	34.68%	37.99%	毛利率	29.71%	27.55%	26.97%	26.13%	27.24%	33.11%	36.68%	
期间费用率	14.94%	15.86%	14.33%	16.01%	21.50%	18.80%	19.45%	16.68%	期间费用率	18.79%	15.02%	15.50%	14.94%	15.18%	19.82%	17.62%	
销售费用率	13.45%	14.12%	12.79%	13.85%	17.77%	16.03%	16.31%	13.68%	销售费用率	17.42%	13.86%	13.80%	13.45%	13.33%	16.74%	14.72%	
管理+研发费用率	1.64%	1.92%	1.51%	1.80%	3.53%	2.38%	2.74%	2.41%	管理+研发费用率	1.71%	1.61%	1.79%	1.64%	1.66%	2.85%	2.54%	
财务费用率	-0.14%	-0.17%	0.04%	0.36%	0.20%	0.39%	0.40%	0.59%	财务费用率	-0.33%	-0.44%	-0.09%	-0.14%	0.19%	0.23%	0.36%	
归母净利率	11.80%	9.79%	12.59%	10.52%	7.97%	8.43%	9.05%	13.77%	归母净利率	11.48%	11.86%	10.73%	10.66%	11.53%	8.24%	11.89%	
存货	8214.33	8852.61	9437.60	9567.06	9863.06	10738.53	12268.07	14617.02	存货	7321.61	8769.30	8852.61	8214.33	9567.06	10738.53	14617.02	
较上年同期增减	120.48	83.31	1223.26	714.45	425.47	1171.47	2405.00	3878.50	较上年同期增减	-211.53	1447.69	83.31	-638.28	714.45	1171.47	3878.50	
存货周转天数	371.28	331.72	304.58	297.62	476.88	352.68	463.20	376.60	存货周转天数	429.26	340.59	362.61	746.20	297.31	409.56	418.90	
较上年同期增减	32.20	-12.25	-66.70	-34.10	172.30	55.06	-13.68	23.92	较上年同期增减	45.75	-88.67	22.02	383.58	-65.30	112.24	9.34	
应收账款周转天数	5.98	5.57	4.82	5.20	8.02	5.86	7.36	5.55	应收账款周转天数	10.33	7.13	6.03	12.81	5.63	7.55	6.97	
较上年同期增减	-1.46	0.11	-1.16	-0.37	3.20	0.66	-0.66	-0.31	较上年同期增减	10.33	-3.20	-1.10	6.78	-0.40	1.92	-0.58	
应付账款周转天数	10.19	9.79	8.48	6.37	12.12	9.66	12.81	11.46	应付账款周转天数	11.07	11.17	10.76	22.02	7.39	8.59	11.21	
较上年同期增减	-3.95	-2.47	-1.71	-3.42	3.64	3.30	0.70	1.80	较上年同期增减	11.07	0.09	-0.40	11.25	-3.37	1.20	2.62	
ROE	5.62%	10.51%	7.57%	13.71%	3.29%	8.33%	4.54%	13.63%	ROE	8.98%	11.53%	10.51%	5.62%	13.71%	8.33%	13.63%	
YOY (±)	-0.07%	-1.01%	1.96%	3.20%	-4.28%	-5.38%	1.26%	5.30%	YOY (±)	0.63%	2.54%	-1.01%	-4.90%	3.20%	-5.38%	5.30%	
资产负债率	18.10%	18.14%	22.08%	23.67%	22.96%	26.57%	27.12%	32.49%	资产负债率	21.97%	25.53%	18.14%	18.10%	23.67%	26.57%	32.49%	
YOY (±)	-10.10%	-7.40%	3.99%	5.54%	0.88%	2.90%	4.16%	5.92%	YOY (±)	-3.26%	3.57%	-7.40%	-0.04%	5.54%	2.90%	5.92%	

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 26: 六福集团基本面数据一览 (二)

半年度财务数据一览									年度财务数据一览								
单位: 百万港元	FY2023H1	FY2023H2	FY2024H1	FY2024H2	FY2025H1	FY2025H2	FY2026H1	FY2026H2	单位: 百万港元	FY2021	FY2022	FY2023	2023H1	FY2024	FY2025	FY2026	
营业收入	5573.18	6404.66	7486.03	7839.93	5448.63	7892.66	6843.38	10361.86	营业收入	8861.34	11737.80	11977.84	5573.18	15325.96	13341.30	17205.24	
YOY	-0.32%	4.20%	34.32%	22.41%	-27.22%	0.67%	25.60%	31.28%	YOY	-21.12%	32.46%	2.05%	-53.47%	27.95%	-12.95%	28.96%	
归母净利润	657.62	627.14	942.65	824.65	434.47	665.40	619.19	1426.61	归母净利润	1017.34	1392.36	1284.76	594.24	1767.31	1099.86	2045.79	
YOY	0.57%	-15.08%	43.34%	31.49%	-53.91%	-19.31%	42.52%	114.40%	YOY	17.43%	36.86%	-7.73%	-53.75%	37.56%	-37.77%	86.00%	
毛利率	26.13%	27.70%	27.80%	26.70%	32.70%	33.39%	34.68%	37.99%	毛利率	29.71%	27.55%	26.97%	26.13%	27.24%	33.11%	36.68%	
期间费用率	14.94%	15.86%	14.33%	16.01%	21.50%	18.80%	19.45%	16.68%	期间费用率	18.79%	15.02%	15.50%	14.94%	15.18%	19.82%	17.62%	
销售费用率	13.45%	14.12%	12.79%	13.85%	17.77%	16.03%	16.31%	13.68%	销售费用率	17.42%	13.86%	13.80%	13.45%	13.33%	16.74%	14.72%	
管理+研发费用率	1.64%	1.92%	1.51%	1.80%	3.53%	2.38%	2.74%	2.41%	管理+研发费用率	1.71%	1.61%	1.79%	1.64%	1.66%	2.85%	2.54%	
财务费用率	-0.14%	-0.17%	0.04%	0.36%	0.20%	0.39%	0.40%	0.59%	财务费用率	-0.33%	-0.44%	-0.09%	-0.14%	0.19%	0.23%	0.36%	
归母净利率	11.80%	9.79%	12.59%	10.52%	7.97%	8.43%	9.05%	13.77%	归母净利率	11.48%	11.86%	10.73%	10.66%	11.53%	8.24%	11.89%	
存货	8214.33	8852.61	9437.60	9567.06	9863.06	10738.53	12268.07	14617.02	存货	7321.61	8769.30	8852.61	8214.33	9567.06	10738.53	14617.02	
较上年同期增减	120.48	83.31	1223.26	714.45	425.47	1171.47	2405.00	3878.50	较上年同期增减	-211.53	1447.69	83.31	-638.28	714.45	1171.47	3878.50	
存货周转天数	371.28	331.72	304.58	297.62	476.88	352.68	463.20	376.60	存货周转天数	429.26	340.59	362.61	746.20	297.31	409.56	419.02	
较上年同期增减	32.20	-12.25	-66.70	-34.10	172.30	55.06	-13.68	23.92	较上年同期增减	-48.67	-88.67	63.80	-650.80	112.24	9.24	112.24	
应收账款周转天数	5.98	5.57	4.82	5.20	8.02	5.86	7.36	5.55	应收账款周转天数	10.33	7.13	6.03	12.81	5.63	7.55	6.97	
较上年同期增减	-1.46	0.11	-1.16	-0.37	3.20	0.66	-0.66	-0.31	较上年同期增减	10.33	-3.20	-1.10	6.78	-0.40	1.92	-0.58	
应付账款周转天数	10.19	9.79	8.48	6.37	12.12	9.66	12.81	11.46	应付账款周转天数	11.07	11.17	10.76	22.02	7.39	8.59	11.21	
较上年同期增减	-3.95	-2.47	-1.71	-3.42	3.64	3.30	0.70	1.80	较上年同期增减	11.07	0.09	-0.40	11.25	-3.37	1.20	2.62	
ROE	5.62%	10.51%	7.57%	13.71%	3.29%	8.33%	4.54%	13.63%	ROE	8.98%	11.53%	10.51%	5.62%	13.71%	8.33%	13.63%	
YOY (±)	-0.07%	-1.01%	1.96%	3.20%	-4.28%	-5.38%	1.26%	5.30%	YOY (±)	0.63%	2.54%	-1.01%	-4.90%	3.20%	-5.38%	5.30%	
资产负债率	18.10%	18.14%	22.08%	23.67%	22.96%	26.57%	27.12%	32.49%	资产负债率	21.97%	25.53%	18.14%	18.10%	23.67%	26.57%	32.49%	
YOY (±)	-10.10%	-7.40%	3.99%	5.54%	0.88%	2.90%	4.16%	5.92%	YOY (±)	-3.26%	3.57%	-7.40%	-0.04%	5.54%	2.90%	5.92%	

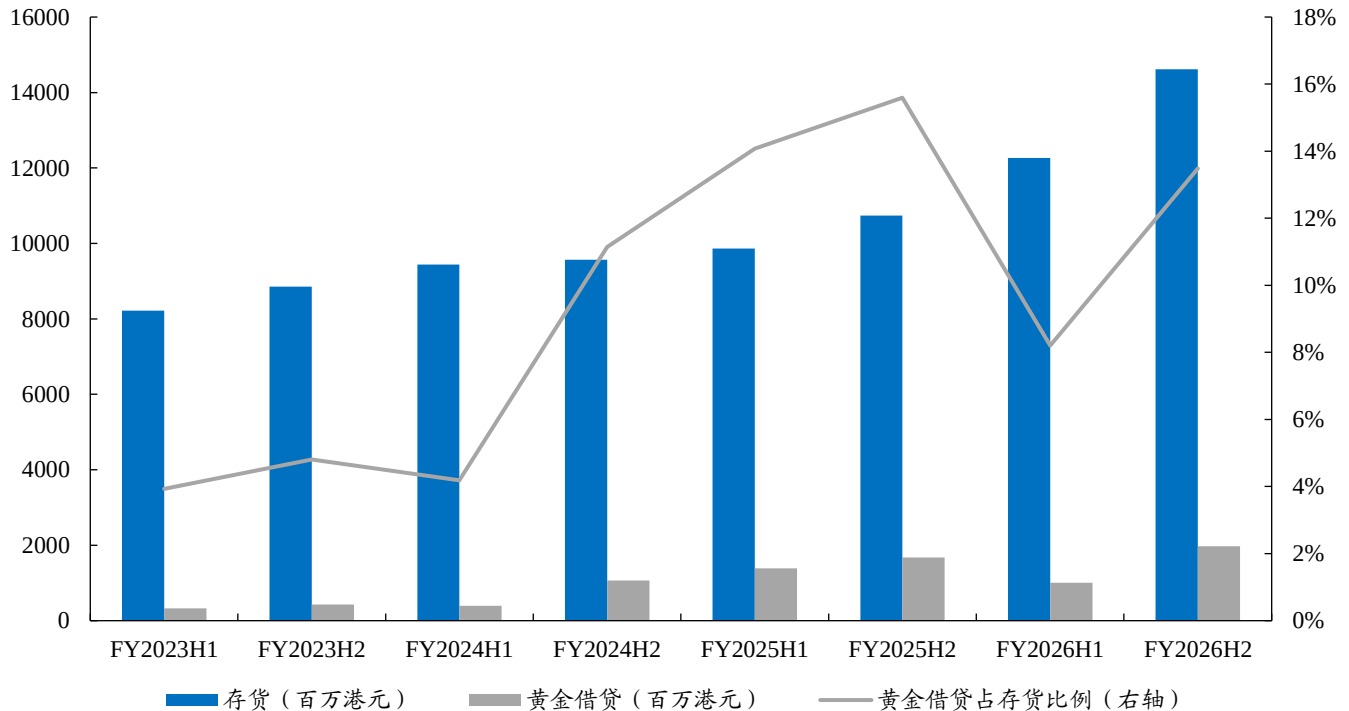
分季度零售金额拆分													
	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4	FY27Q1
集团零售值增速 (GMV口径)	24%	9%	46%	5%	-18%	-16%	-6%	-2%	13%	18%	26%	19%	32%
中国内地	21%	5%	37%	9%	-13%	-13%	-2%	1%	14%	20%	26%	8%	22%
中国内地以外	92%	63%	97%	10%	-31%	-31%	-20%	-11%	9%	13%	20%	42%	41%
集团零售收入增速 (自营+电商)		47%	75%	12%	-23%	-25%	-9%	-1%	14%	15%	17%	36%	43%
中国内地		26%	39%	7%	-3%	-9%	27%	20%	31%	23%	11%	20%	41%
中国内地以外		63%	97%	10%	-31%	-31%	-20%	-11%	8%	13%	19%	41%	41%

分季度门店销售拆分																					
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4	FY27Q1
中国内地																					
自营店	124%	62%	33%	5%	-28%	-4%	-35%	-6%	3%	-8%	18%	-10%	-24%	-29%	-11%	2%	19%	3%	7%	-1%	16%
黄金产品 (按克计价)	197%	115%	58%	12%	-26%	3%	-33%	-3%	6%	-5%	22%	-3%	-19%	-27%	-12%	1%	20%	3%	-2%	-1%	21%
定价首饰	29%	-5%	-17%	-14%	-34%	-23%	-38%	-15%	-3%	-20%	-2%	-39%	-41%	-37%	-1%	14%	16%	8%	56%	-5%	-7%
品牌店	40%	35%	15%	-7%	-15%	-2%	-29%	5%	6%	-8%	19%	-3%	-21%	-18%	-9%	0%	18%	27%	31%	11%	25%
黄金产品 (按克计价)	-	-	30%	-5%	-13%	6%	-26%	12%	14%	-5%	24%	4%	-18%	-16%	-8%	0%	15%	28%	30%	18%	37%
定价首饰	-	-	-8%	-10%	-20%	-19%	-35%	-10%	-10%	-14%	4%	-24%	-31%	-23%	-8%	12%	25%	24%	38%	-12%	-11%
中国内地以外																					
自营店	111%	109%	41%	-17%	2%	50%	-8%	124%	75%	41%	80%	-4%	-36%	-38%	-24%	-14%	3%	11%	16%	39%	41%
黄金产品 (按克计价)	124%	107%	45%	-17%	15%	79%	-1%	145%	81%	39%	94%	5%	-35%	-41%	-29%	-22%	-4%	6%	17%	52%	55%
定价首饰	108%	119%	35%	-18%	-21%	-10%	-23%	88%	65%	52%	46%	-24%	-38%	-25%	-9%	13%	19%	27%	14%	11%	15%

分季度门店数量拆分																						
		FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4	FY27Q1
分品牌	六福珠宝	2369	2516	2670	2719	2743	2838	2920	2938	2989	3068	3114	3117	3012	2931	2847	2805	2688	2634	2587	2524	2390
	金至尊	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	218	219	225	241	239	230	238	257	260	265
	其他	81	85	87	90	102	128	152	167	190	221	239	248	253	252	255	243	244	241	229	221	202
分地区	中国内地	2379	2528	2683	2736	2772	2893	2999	3029	3098	3204	3266	3490	3388	3311	3239	3179	3051	3000	2951	2880	2730
	中国香港	71	73	74	73	73	73	73	76	81	85	87	93	96	97	104	108	96	90	80	74	74

资料来源: iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 27: 六福集团存货与黄金借贷数据



资料来源: iFind、公司公告、信达证券研发中心

2.7 小结：金价对公司毛利影响普遍存在，程度受多因素影响

从样本实证结果看，金价对黄金珠宝公司毛利影响普遍存在。资本市场资金选择的结果使得黄金珠宝个股股价与金价在部分阶段呈正相关关系，背后存在基本面逻辑支撑，即在趋势性较强的金价上行阶段，多数个股以毛利额为代表的经营情况与金价存在正向关联。若从关联性出发进行简单排序，关联性最强一档为老凤祥、菜百股份，近年走势较为趋同且趋同时段较长；其次是六福集团、周大生，近年来出现趋同走势且关联性逐步增强，之后则是潮宏基、周大福，一定阶段存在正向关联但弱于其他公司。

从商业模式角度看，金价对毛利额有多重影响。（1）销售景气：我国消费者在黄金产品购买决策中存在较为明显的“买涨不买跌”心态，即在金价上涨的趋势性阶段更愿意购买黄金产品，而金价回调时则选择暂时观望；（2）产品结构：我们认为，我国消费者在金价快速上涨阶段更愿意购买投资类黄金产品以及一口价黄金产品，相关品类占比较高的品牌中从有望明显受益，而在金价稳步上升过程中，产品结构相对则均衡；（3）库存价值：我们认为这或许是金价与毛利额正向关联的核心解释，即黄金珠宝品牌普遍存在一定备货周期，以及黄金备货敞口（未套保部分），当存货周转期内金价上涨，利好销售毛利率提升，给毛利额增长创造直接正向支撑。

影响归因：我们认为决定金价走势与个股财务数据表现关联性强弱的首要因素在于备货机制，黄金敞口比例（即对冲部分比例）越高则相关性越强；其次是产品结构，按克计价产品占比越高，二者相关性越强，因为终端销售按克计价产品通常根据当日金价定价，能够即时反映。

核心结论：若将金价走势纳入黄金珠宝板块投资考量因素，前提必须考虑个股经营阶段以及大盘景气贝塔，当行业景气、渠道规模相对稳时，从个股受益程度出发，老凤祥、菜百股份为第一档，六福集团、周大生为第二档，潮宏基、周大福等为第三档。此外，我们认为未纳入实证分析的个股，例如老铺黄金、周六福、周生生等基于自身经营特色及整体景气贝塔加持，也有望在金价上行趋势下享受不同程度利好。此外，我们建议重点关注公司可快速流动的净资产水平，因为黄金珠宝行业公司存货以黄金为主，流动性较强且贬值风险较低，相较于其他消费行业公司而言价值突出，我们结合行业经营特征计算各公司可快速流动的净资产水平，计算方式为以现金+交易性金融资产+存货作为可快速流动资产，减去有息负债后得到可快速流动的净资产，并计算该金额相较于总市值比例，从结果看，老凤祥、六福集团、周六福可快速变现净资产占总市值比例较高，意味着这些公司市值中有较大比例具备类现金资产的直接支撑，整体价值安全垫可观。

图 28：部分公司可快速流动净资产及相较于总市值情况（单位：亿元）

股票简称	总市值	现金	交易性金融资产	存货	短期借款	长期借款	交易性金融负债	有息负债	可快速流动净资产	相较于总市值比例
潮宏基	71	9.25	4.00	27.17	5.94	0.91	8.22	15.07	25.36	0.36
曼卡龙	28	7.08	2.10	7.56	1.75	0.00	0.00	1.75	14.99	0.54
菜百股份	105	19.01	13.98	41.36	0.00	0.00	35.16	35.16	39.18	0.37
老凤祥	167	97.77	1.83	91.53	33.55	0.00	0.47	34.02	157.11	0.94
周大生	111	9.49	0.00	49.83	5.95	0.00	1.65	7.61	51.72	0.47
老铺黄金	449	27.61		190.18				71.02	146.77	0.33
周大福	1119	82.62		637.16				266.65	453.13	0.40
六福集团	128	23.61		146.17				47.51	122.27	0.96
周六福	43	6.80		35.37				6.56	35.61	0.84

资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心（注：A 股公司及老铺黄金、周六福财务数据截至 2026 年中报，周大福、六福集团财务数据截至 FY2026 年报；除周大福、六福集团货币单位为港币外，其余公司均为人民币；总市值时间为 2026/10/21）

3. 投资建议

板块需求端进入相对稳态，关注金价走势并根据经营阶段优选个股。从相关性分析来看，金价对黄金珠宝公司财务数据的影响普遍存在，若不考虑行业景气、渠道规模等经营性因素，仅从财务数据出发，金价上行阶段个股受益程度中老凤祥、菜百股份为第一档，六福集团、周大生为第二档，潮宏基、周大福等为第三档，但实际决策中公司经营表现始终是股价表现的压舱石。我们认为近年我国黄金品类已经历消费者囤金（加大购买）、换金（以旧换新）浪潮，整体需求或已趋于稳态，后续投资机会一方面需关注金价走势，若重启趋势性上涨，则板块整体贝塔有望再度向上，另一方面则需根据经营阶段优选个股，如逆势扩张的潮宏基，定位高端且品牌破圈的老铺黄金。综合来看，建议优先关注经营表现差异化的潮宏基、老铺黄金，其次基于黄金看涨预期结合经营表现，建议关注六福集团、菜百股份、周大福、周六福、老凤祥、周大生等。

图 29：盈利预测（单位：亿元，相关公司数据货币类型均为人民币）

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002345.SZ	潮宏基	71.35	4.97	7.58	8.95	14.4	9.4	8.0
605599.SH	菜百股份	105.47	11.33	10.65	12.09	9.3	9.9	8.7
600612.SH	老凤祥	136.03	17.55	14.19	15.35	7.8	9.6	8.9
002867.SZ	周大生	110.61	11.03	11.98	13.43	10.0	9.2	8.2
300945.SZ	曼卡龙	27.60	1.15	1.47	1.78	24.1	18.8	15.5
600655.SH	豫园股份	173.55	-48.97	2.57	5.95	-3.5	67.6	29.2
301177.SZ	迪阿股份	86.58	1.39	1.77	2.36	62.2	49.0	36.6
6181.HK	老铺黄金	448.84	48.68	66.26	74.28	9.2	6.8	6.0
1929.HK	周大福	957.94	79.38	83.61	91.17	12.1	11.5	10.5
0590.HK	六福集团	109.58	18.04	19.01	19.01	6.1	5.8	5.8
6168.HK	周六福	42.55	7.70	8.04	8.98	5.5	5.3	4.7
0116.HK	周生生	74.59	15.41	25.03	26.29	4.8	3.0	2.8

资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：盈利预测均取自 iFind 一致预期，估值日期截至 2026/10/21；周大福、六福集团因财年划分差异，盈利预测及估值对应时间为 FY2026A/FY2027E/FY2028E）

4. 风险提示

金价大幅波动。金价大幅波动影响终端销售景气及产品盈利能力。

行业竞争加剧。行业竞争加剧导致价格战或压制品牌销售及盈利表现。

渠道扩张不及预期。品牌渠道扩张或调整情况不及预期。

新品推广不及预期。新品推广未得到消费者认可，销售可能遇冷。

政策相关风险。针对黄金品类的税收政策调整或直接影响销售。

统计测算存在误差。本文分析受因子选取范围及测算模型简化等约束，实证结论或存在偏差

盈利预测存在误差。板块个股盈利预测采用一致预期，或存在误差风险。

研究团队简介

姜文铤，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 4 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。