下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

商贸零售行业跟踪周报

保险新规引导红利属性更受重视，黄金珠宝行业配置价值提升

2026 年 08 月 31 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 郗越
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 杜玥莹
执业证书：S0600526040001
duyy@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

- **在 2025 年以来国际金价屡创历史新高、2026 年以来金价高位震荡的背景下，我们看好加盟连锁制黄金珠宝品牌在当前环境下的价值。**近年来，监管持续引导险资发挥长期投资、价值投资优势，并强调挖掘具有稳定现金流回报的优质投资标的；与此同时，险资近年来举牌标的明显向高股息、低波动资产集中。黄金珠宝加盟龙头凭借轻资产模式、较高 ROE、较强现金回报能力，兼具红利+长期价值属性，符合投资者对红利与盈利质量的偏好，有望成为中长期资金值得关注的细分方向。

- **黄金珠宝传统龙头恰好兼具高分红、较高 ROE 与轻资产属性。**从上市公司实际经营与分红情况看，黄金珠宝龙头具备较强现金回报能力。周大生 24 年年报显示，公司连续三年以现金方式累计分配的利润不少于三年累计可分配利润的 50%，并通过股东回报规划及中期分红安排强化股东回报；中国黄金 25 年度分红预案拟派发现金红利 2.49 亿元，占当年归母净利润的 90.27%。同时，周大生加盟门店占品牌终端门店的绝大多数，加盟商拥有加盟店所有权和收益权并独立核算、自负盈亏，品牌方无需承担加盟门店的全部经营投入，体现出较为明显的轻资产特征。

- **加盟模式的轻资产特征，是黄金珠宝龙头能够长期维持较高 ROE 的重要原因。**加盟模式下，品牌方主要通过品牌授权、产品供应及相关服务获取收益，而门店投资及经营风险主要由加盟商承担，有助于降低总部资本开支及门店运营负担。在行业渠道经历调整后，龙头主动出清低效门店、优化渠道结构，有望进一步改善存量门店质量和单店效率。

- **高股息提供“安全垫”，需求修复则提供“向上期权”。**前黄金珠宝加盟龙头的核心吸引力并非单一的高分红，而是“高股息+高 ROE+需求修复弹性”的组合。一方面，在利率中枢下行及优质资产稀缺的背景下，高分红能够提供相对稳定的现金回报；另一方面，黄金珠宝行业经过前期渠道调整后，低效门店持续出清，龙头品牌集中度和优质门店占比有望提升。一旦金价波动趋稳、消费情绪改善，加盟商补货及开店意愿有望逐步恢复，品牌方收入和盈利亦存在向上弹性。因此，相较于单纯的红利资产，黄金珠宝加盟龙头同时具备经营改善和消费复苏带来的“向上期权”。

- **本周（8 月 24 日~8 月 28 日）行情：**申万商贸零售指数涨跌幅+3.41%，申万社会服务+3.32%，申万美容护理+2.94%，上证综指+1.2%，深证成指-1.0%，创业板指-3.42%，沪深 300 指数-0.21%。

- **投资建议：**金价当前企稳向上，我们看好黄金珠宝行业性的投资机会。我们认为，一方面，加盟模式使公司具备较强的资本回报能力和现金回报能力；另一方面，行业渠道出清后竞争格局持续优化，需求回补仍有望带来业绩弹性。在险资等中长期资金持续提升权益配置、红利资产关注度提升的背景下，当前位置及估值具备吸引力，重点推荐【潮宏基】【周大福】【六福集团】【周大生】【老凤祥】等，以及看好品牌资产持续累积的【老铺黄金】。

- **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。

行业走势



相关研究

《乐舒适 2026 年中报业绩表现优异，重视出海相关标的机会》

2026-08-22

《烟草行业专题报告（二）：新型烟草重塑巨头增长，中国迎来 HNB 产业机会》

2026-08-19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

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 7
4. 风险提示 9

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 直营/加盟黄金珠宝公司 2016 年~2025 年净资产收益率（ROE）对比 4
图 2: 本周各指数涨跌幅 6
图 3: 年初至今各指数涨跌幅 6

表 1: 黄金珠宝行业盈利预测与估值（截至 2026/8/28 收盘） 5
表 2: 行业公司估值表（市值更新至 8 月 28 日，货币均为人民币） 7



请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 本周行业观点

在 2025 年以来国际金价屡创历史新高、2026 年以来金价高位震荡的背景下，我们看好加盟连锁制黄金珠宝品牌在当前环境下的价值。近年来，监管持续引导险资发挥长期投资、价值投资优势，并强调挖掘具有稳定现金流回报的优质投资标的；与此同时，险资近年来举牌标的明显向高股息、低波动资产集中。黄金珠宝加盟龙头凭借轻资产模式、较高 ROE、较强现金回报能力，兼具红利+长期价值属性，符合投资者对红利与盈利质量的偏好，有望成为中长期资金值得关注的细分方向。

黄金珠宝传统龙头恰好兼具高分红、较高 ROE 与轻资产属性。从上市公司实际经营与分红情况看，黄金珠宝龙头具备较强现金回报能力。周大生 24 年年报显示，公司连续三年以现金方式累计分配的利润不少于三年累计可分配利润的 50%，并通过股东回报规划及中期分红安排强化股东回报；中国黄金 25 年度分红预案拟派发现金红利 2.49 亿元，占当年归母净利润的 90.27%。同时，周大生加盟门店占品牌终端门店的绝大多数，加盟商拥有加盟店所有权和收益权并独立核算、自负盈亏，品牌方无需承担加盟门店的全部经营投入，体现出较为明显的轻资产特征。

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

类型	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
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：周大福与六福集团为财年数据，如 FY2025 即自然年度 2024/4/1~2025/3/31。

加盟模式的轻资产特征，是黄金珠宝龙头能够长期维持较高 ROE 的重要原因。加盟模式下，品牌方主要通过品牌授权、产品供应及相关服务获取收益，而门店投资及经营风险主要由加盟商承担，有助于降低总部资本开支及门店运营负担。在行业渠道经历调整后，龙头主动出清低效门店、优化渠道结构，有望进一步改善存量门店质量和单店效率。

高股息提供“安全垫”，需求修复则提供“向上期权”。当前黄金珠宝加盟龙头的核

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

心吸引力并非单一的高分红，而是“高股息+高 ROE+需求修复弹性”的组合。一方面，在利率中枢下行及优质资产稀缺的背景下，高分红能够提供相对稳定的现金回报；另一方面，黄金珠宝行业经过前期渠道调整后，低效门店持续出清，龙头品牌集中度和优质门店占比有望提升。一旦金价波动趋稳、消费情绪改善，加盟商补货及开店意愿有望逐步恢复，品牌方收入和盈利亦存在向上弹性。因此，相较于单纯的红利资产，黄金珠宝加盟龙头同时具备经营改善和消费复苏带来的“向上期权”。

金价当前企稳向上，我们看好黄金珠宝行业性的投资机会。我们认为，一方面，加盟模式使公司具备较强的资本回报能力和现金回报能力；另一方面，行业渠道出清后竞争格局持续优化，需求回补仍有望带来业绩弹性。在险资等中长期资金持续提升权益配置、红利资产关注度提升的背景下，当前位置及估值具备吸引力，重点推荐【潮宏基】【周大福】【六福集团】【周大生】【老凤祥】等，以及看好品牌资产持续累积的【老铺黄金】。

表1：黄金珠宝行业盈利预测与估值（截至 2026/8/28 收盘）

股票代码	类型	股票名称	总市值（亿元人民币）	收盘价（元人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE				25 年分红率
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	TTM	
1929.HK	加盟为主	周大福	1,167	11.83	51.5	78.3	90.5	22.7	14.9	12.9	14.9	87%
600612.SZ		老凤祥	177	33.85	17.5	20.0	21.4	10.1	8.9	8.3	14.2	49%
002867.SZ		周大生	122	11.22	11.0	11.6	13.3	11.0	10.5	9.2	12.7	89%
002345.SZ		潮宏基	92	10.40	5.0	8.8	10.5	18.6	10.5	8.8	15.7	80%
6168.HK		周六福	55	12.49	7.7	8.9	10.1	7.1	6.2	5.5	7.5	52%
6181.HK	直营为主	老铺黄金	630	356.35	48.7	65.4	74.9	12.9	9.6	8.4	9.2	78%
605599.SH		菜百股份	128	16.45	11.3	8.5	9.5	11.3	15.1	13.5	11.5	54%
0590.HK		六福集团	122	20.76	9.6	17.5	19.3	12.7	7.0	6.3	6.8	59%
0116.HK		周生生	89	13.22	15.4	22.9	24.2	5.8	3.9	3.7	3.4	39%

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

注：1、周大福与六福集团使用 FY2025-2027 财年时间，如 FY2025 对应自然年 2024/4/1-2025/3/31，FY2026 以及 FY2027E 对应自然年时间以此类推；2、周生生采用 iFinD 一致预期（截至 2026/8/30），其他均为东吴证券研究所预测数据；3、货币单位均为人民币，汇率为 0.865（2026/8/30 数据）。

2. 本周行情回顾

本周（8 月 24 日至 8 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅+3.41%，申万社会服务+3.32%，申万美容护理+2.94%，上证综指+1.2%，深证成指-1.0%，创业板指-3.42%，沪深 300 指数-0.21%。

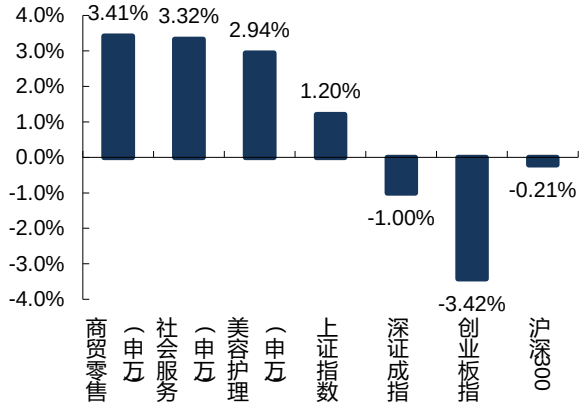
年初至今（1 月 1 日至 8 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅-24.54%，申万社会服务-15.07%，申万美容护理-20.36%，上证综指-0.42%，深证成指+3.16%，创业板指+6.91%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

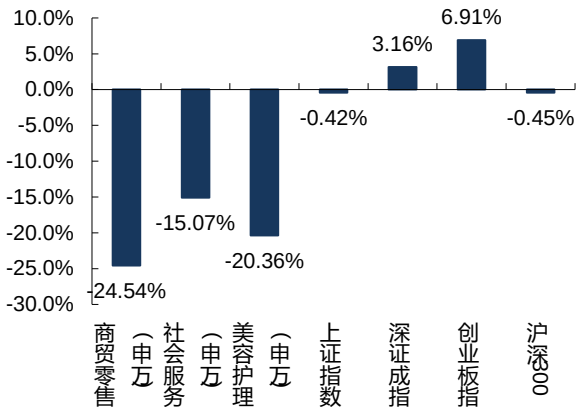
沪深 300 指数-0.45%。

图2：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 细分行业公司估值表

表2：行业公司估值表（市值更新至 8 月 28 日，货币均为人民币）

代码	简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	归母净利润（亿元）			PE			投资评级
				2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E	
新消费										
9992.HK	泡泡玛特	1,839	138.07	127.76	125.51	149.38	14	15	12	买入
9896.HK	名创优品	224	18.48	28.98	32.24	35.12	8	7	6	买入
6969.HK	思摩尔国际	600	9.68	10.64	12.58	19.38	56	48	31	增持
6055.HK	中烟香港	155	22.41	8.85	8.31	10.40	18	19	15	买入
003010.SZ	若羽臣	95	30.50	1.94	3.94	5.60	49	24	17	买入
301498.SZ	乖宝宠物	155	38.73	6.73	4.26	6.46	23	36	24	买入
002891.SZ	中宠股份	93	28.76	3.65	3.14	4.58	25	29	20	买入
001206.SZ	依依股份	30	16.48	1.83	1.98	2.39	17	15	13	未评级
300673.SZ	佩蒂股份	33	13.48	1.16	1.29	1.73	29	26	19	未评级
001222.SZ	源飞宠物	28	14.42	1.16	1.65	2.17	24	17	13	未评级
消费出海										
600415.SH	小商品城	683	12.46	42.04	48.00	54.43	16	14	13	买入
688775.SH	影石创新	478	119.30	9.29	9.62	16.23	52	50	29	未评级
300866.SZ	安克创新	730	124.10	25.45	33.06	41.17	29	22	18	买入
2698.HK	乐舒适	174	28.10	8.52	10.19	12.12	20	17	14	买入
688169.SH	石头科技	334	128.60	13.63	19.85	25.38	24	17	13	未评级
301606.SZ	绿联科技	215	51.77	7.05	9.35	11.63	30	23	18	买入
301381.SZ	赛维时代	95	23.34	2.83	4.58	5.93	34	21	16	未评级
301376.SZ	致欧科技	84	20.99	3.36	4.62	5.33	25	18	16	买入
9658.HK	特海国际	60	9.26	2.56	3.00	3.99	24	20	15	未评级
黄金珠宝										
1929.HK	周大福	1,167	11.83	51.47	78.33	90.47	23	15	13	买入
6181.HK	老铺黄金	630	356.35	48.68	65.39	74.86	13	10	8	买入
600612.SH	老凤祥	177	33.85	17.55	19.97	21.37	10	9	8	买入
0590.HK	六福集团	122	20.76	9.5	17.4	19.2	12.7	7.0	6.3	买入
605599.SH	菜百股份	128	16.45	11.33	8.48	9.46	11	15	14	买入
002867.SZ	周大生	122	11.22	11.03	11.57	13.27	11	11	9	买入
002345.SZ	潮宏基	92	10.40	4.97	8.79	10.54	19	11	9	买入
6168.HK	周六福	55	12.49	7.70	8.93	10.05	7	6	5	未评级
化妆品&医美										
300896.SZ	爱美客	285	94.09	12.91	13.27	14.80	22	21	19	未评级
2367.HK	巨子生物	248	23.32	19.15	19.52	21.81	13	13	11	买入
1318.HK	毛戈平	213	43.41	12.04	15.66	19.82	18	14	11	买入
603605.SH	珀莱雅	243	61.35	14.98	20.79	18.53	16	12	13	买入
2145.HK	上美股份	78	19.59	11.03	12.93	15.83	7	6	5	买入
688363.SH	华熙生物	174	36.15	2.92	3.93	4.76	60	44	37	未评级
300957.SZ	贝泰妮	139	32.85	5.06	6.26	7.22	28	22	19	买入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

600315.SH	上海家化	123	18.27	2.68	4.35	5.23	46	28	23	买入
603983.SH	丸美生物	112	27.95	2.47	3.06	3.80	45	37	30	买入
2657.HK	林清轩	73	51.33	3.60	5.59	7.67	20	13	9	买入
300740.SZ	水羊股份	96	21.82	1.48	1.82	2.53	65	53	38	增持
600223.SH	福瑞达	58	5.75	1.88	1.81	2.27	31	32	26	买入
920982.BJ	锦波生物	139	120.99	6.52	7.77	9.71	21	18	14	买入
免税&出行										
601888.SH	中国中免	1,109	53.35	35.86	45.76	53.72	31	24	21	买入
600859.SH	王府井	114	10.11	-0.40	2.12	2.45	-	54	46	未评级
600009.SH	上海机场	588	23.65	21.17	26.12	30.07	28	23	20	未评级
9961.HK	携程集团-S	2,172	303.46	332.94	134.85	171.32	7	16	13	买入
0780.HK	同程旅行	248	10.55	34.04	41.16	45.78	7	6	5	增持
1179.HK	华住集团-S	1,012	32.66	50.80	54.86	61.81	20	18	16	买入
ATAT.O	亚朵	326	239.98	16.21	20.84	25.35	20	16	13	未评级
600754.SH	锦江酒店	205	19.25	9.25	11.62	14.08	22	18	15	买入
600258.SH	首旅酒店	139	12.45	8.11	9.03	10.09	17	15	14	买入
300144.SZ	宋城演艺	155	5.93	8.18	7.84	8.68	19	20	18	增持
603099.SH	长白山	108	39.76	1.29	1.46	1.74	84	74	62	增持
603402.SH	陕西旅游	69	68.77	3.84	2.96	3.61	18	23	19	买入
600054.SH	黄山旅游	83	11.44	2.92	3.35	3.79	29	25	22	未评级
002707.SZ	众信旅游	55	5.59	0.07	0.54	0.79	778	102	70	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	54	10.32	2.20	2.75	3.05	25	20	18	未评级
0308.HK	香港中旅	55	1.00	-2.55	2.70	3.13	-	20	18	未评级
301073.SZ	君亭酒店	39	20.04	0.23	0.64	0.93	169	61	42	增持
603199.SH	九华旅游	38	34.40	2.13	2.29	2.60	18	17	15	买入
603136.SH	天目湖	25	9.27	0.95	1.11	1.22	26	23	21	增持
餐饮&茶饮										
2097.HK	蜜雪集团	699	184.09	58.87	61.82	70.22	12	11	10	买入
9987.HK	百胜中国	1,048	306.24	65.30	69.71	76.38	16	15	14	买入
6862.HK	海底捞	590	10.58	40.50	43.51	48.03	15	14	12	买入
1364.HK	古茗	541	23.14	31.09	32.48	39.37	17	17	14	买入
0999.HK	小菜园	79	6.69	7.15	5.95	7.08	11	13	11	买入
2555.HK	茶百道	57	3.83	8.05	9.12	10.40	7	6	5	未评级
2589.HK	沪上阿姨	76	71.82	5.01	6.05	7.08	15	12	11	未评级
1405.HK	达势股份	39	30.00	1.42	1.85	2.68	28	21	15	买入
线下零售&专业连锁										
600729.SH	重庆百货	86	19.54	10.45	6.85	7.55	8	13	11	买入
601933.SH	永辉超市	281	3.15	-25.52	-4.35	3.12	-	-	90	增持
002697.SZ	红旗连锁	64	4.69	4.81	5.04	5.28	13	13	12	未评级
603708.SH	家家悦	60	9.42	2.01	2.41	2.85	30	25	21	未评级
301078.SZ	孩子王	94	7.40	2.98	4.19	5.21	31	22	18	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 2026.8.30Wind 一致预期；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE 按港币兑人民币汇率 0.865 换算（2026.8.30 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

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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