

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国5月新增就业33.9万远超预期,但失业率意外创10月来新高,工资增长放缓

“新美联储通讯社”: 非农就业不可能化解美联储内部争论,利率最终或高于预期

沙特宣布7月额外减产石油100万桶/日, OPEC+现有减产延长到2024年

神舟十五号载人飞行任务圆满成功

华为版 ChatGPT 将于7月初发布,名为“盘古 Chat”

银河观点集萃:

● **宏观:** 5月宏观经济指标预测: 站在周期的底部。总体而言,处在2023年6月初的这样一个时点,多种经济指标都呈现出底部的特征,尤其是对工业企业利润增速最具象征意义的PPI。只不过在宏观政策更注重自主创新、国家安全、绿色低碳等中长期目标的背景之下,企业盈利见底之后的回升斜率相对平缓,主要驱动力来源于国内库存去化的完成、海外美欧经济见底之后中国出口企稳等市场力量。

● **宏观:** 美国劳动数据分析: 新增非农就业超预期但失业率回升,6月加息仍无必要。近期数据显示极高的职位空缺率提高了贝弗里奇曲线左侧的斜率,降低了失业率的牺牲比例,因此失业依旧保持在底部。需要关注职位空缺率下月的变化以确定失业率有继续上行的基础。目前市场已经计入了年内再度加息的预期,也抛弃了多次降息的期待,随着通胀和其他经济数据继续缓慢缓和,美元和美债收益率震荡下行概率更高,美股盈利预期近期没有继续下调且估值的提升也与无风险利率预期的变动关系不大。

● **FICC&固收:** 美债务上限协议靴子落地,国内PMI弱势。国内债市: 中长期继续小幅下行,短期回升;本周央行7天逆回购投放增加,净投放规模明显增长;国债收益率曲线整体下移;信用债收益率仍多数下行,信用利差上行,等级利差分化。

● **保险:** 2023年以来险企基本面超预期向好,行业景气度持续回升。负债端,随着疫情影响消退,代理人展业稳步推进,寿险收入增速回暖;财险收入增速持续提升,整体业绩稳中向好。资产端,受益于权益市场回暖和地产政策改善,险企投资收益有望进一步增厚,但应考虑长端利率回落带来的不利影响。当前价格对应2023年保险板块P/EV在0.38X-0.74X之间,估值处于历史低位,具备较高的安全边际,建议关注配置价值。个股方面,我们持续推荐中国平安(601318.SH)、中国人寿(601628.SH)。

● **医药:** 政策温和推进,看好医药二季度经营表现。北京DRG联动采购查漏补缺,降价要求相对温和。医院诊疗秩序预期继续恢复,低基数背景下23Q2医药行业增长有望提速。医药板块估值处于偏低水平,中长期投资价值良好。

银河观点集锦

宏观：5月宏观经济指标预测：站在周期的底部

1、核心观点

站在6月初，我们将下一阶段主要宏观变量的预测调整如下，与上一次预测（4月26日）对比，比较明显的调整主要有五个方面：

1.利率汇率：调高美国利率年末值（2.9%）、调低中国利率年末值（2.7%），相应调高美元指数（年末98）、调低人民币汇率（年末6.85）。

2.通胀率：CPI可能持续运行在接近0.1的位置，直至Q4回升至0.4%；PPI在5月达到最低值-4.6%，之后收窄降幅，但年内难以转正。

3.货币金融：M2从Q1的12.8%降至Q1的12.3%左右，下半年维持在12.1%以上。M1在Q2、Q3运行在5.0%左右的，Q4升至6.0%以上。调低Q2与Q3的社会融资增速至9.5%以下，但认为Q4仍会回到9.7%左右。

4.进出口：同时调低出口增速与进口增速，进口与出口全年增速均为负值。

5.国内经济：调低消费、投资增速，特别是对房地产开发投资的全年增速预测从此前的+0.3%调整为-7.5%。全年GDP增速从6.1%调降至+5.5%。

具体到5月，主要结论如下：1.工业增加值环比回正，但同比降至4.2%（前值5.6%）。2.社会消费品零售总额同比11.7%，两年平均增速2.1%。3.预计1-5月固定资产投资增速回落0.3个百分点至4.4%。其中制造业投资5.6%，基建投资8.0%，房地产投资-6.8%。4.预计5月出口同比-3.2%，进口同比-11.4%（进出口均为美元计价）。5.预计5月CPI环比下降0.1%，同比增长0.2%，PPI同比增速进一步降至-4.6%，进入底部区间，但年内能否转正存疑。

总体而言，处在2023年6月初的这样一个时点，多种经济指标都呈现出底部的特征，尤其是对工业企业利润增速最具象征意义的PPI。只不过在宏观政策更注重自主创新、国家安全、绿色低碳等中长期目标的背景之下，企业盈利见底之后的回升斜率相对平缓，主要驱动力来源于国内库存去化的完成、海外美欧经济见底之后中国出口企稳等市场力量。

风险提示：政策时滞的风险；长期通缩的风险。

（分析师：高明,许冬石）

宏观：美国劳动数据分析：新增非农就业超预期但失业率回升，6月加息仍无

必要

1、核心观点

新增非农就业远超预期，失业率回升，薪资缓和。单位调查（establishmentsurvey）方面，5月新增非农就业33.9万人，远高于19万人的预期；同时，3、4月份的新增非农就业分别从16.5万人和25.3万人修正为21.7万人和29.4万人，年内新增就业保持强劲。非农时薪增速略有缓和，5月同比增长4.30%，环比0.33；同时3月时薪增速从0.48%下修至0.39%，三月均环比增速为0.33%。家庭调查（householdsurvey）方面，失业率从3.4%升至3.7%，超出预期但仍处于较低水平；劳动参与率保持62.6%，55岁及以上参与率保持38.4%。5月兼职与全职就业均有回落，累计兼职工作人数同比增速为2.61%，累计全职工作人数同比降低至1.31%。

服务就业保持强势，商品生产低位徘徊，家庭调查中劳动紧张程度弱于非农数据。新增非农就业的结构与经济弱制造、强服务的格局一致。新增的33.9万人中，商品生产仅增加2.6万人，与制造业PMI的底部震荡相符，而服务生产多增25.7万人，连续三个月增长；剔除政府影响后，私人非农就业新增28.3万人。全部非农就业三个月均值降低至28.33万人。服务和商品就业距离衰退前状态依然遥远。尽管就业短期较强，但家庭调查反映的紧张程度弱于非农数据，显示劳动市场继续缓慢回落。劳动参与率没有继续下行以及劳动人口的继续增长也有利于缓解劳动供给紧张，不过2023年经济进入衰退的可能性在下行。

非农时薪增速缓和，对核心通胀压力没有进一步增加，6月暂停加息观察仍是稳妥选择。

（1）非农时薪增速出现了下修，对核心通胀的压力并没有显著变化，新增就业人数未来也存在下修可能，单一数据暂时不支持6、7月份加息；（2）失业率的上升意味着增加了约50.5万人的失业人口，在与新增非农就业矛盾的情况下，就业数据对劳动市场变化方向的指向性并不强，薪资仍指向缓慢下行的状态；（3）4月职位空缺率意外从5.9%回升至6.1%，在贝弗里奇曲线的框架下，这意味着失业率短期很难大幅抬升，年内出现降息的概率明显降低，需要观察FOMC是否在6月经济数据预测（SEP）调整失业率预期；（4）美国周期性较强的部门依然接近衰退的水平，经济的放缓还在持续，弱衰退还是基本假设。

失业率上行引发弱衰退的时点可能延后。失业率和薪资是最重要的两个劳动数据，前者决定衰退的时点，后者决定通胀的压力。因此，在职位空缺率意外上升后，对于失业率抬升的时点需要进一步讨论。虽然历史上职位空缺率的下行在8个季度内必然导致失业率的大幅上升，但近期数据显示极高的职位空缺率提高了贝弗里奇曲线左侧的斜率，降低了失业率的牺牲比例，因此失业依旧保持在底部。这并不意味着贝弗里奇曲线下移的过程中失业率可以继续保持历史低位，但在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。所以，需要关注职位空缺率下月的变化以确定失业率有继续上行的基础。目前市场已经计入了年内再度加息的预期，也抛弃了多次降息的期待，随着通胀和其他经济数据继续缓慢缓和，美元和美债收益率震荡下行概率更高，美股盈利预期近期没有继续下调且估值的提升也与无风险利率预期的变动关系不大。

风险提示：美国经济衰退提前的风险，市场出现严重流动性危机的风险。

(分析师: 许东石)

FICC&固收: 美债务上限协议靴子落地, 国内 PMI 弱势

1、核心观点

本报告提及本周指 2023 年 5 月 26 日-6 月 1 日。

影响市场核心信息: 美国 4 月 PCE、美债务上限协议落地; 中、美、欧 5 月 PMI; 大国关系等。

大类资产表现: 美债利率下行, 美元指数基本持平, 资产表现较上周分化。能源领跌, 美债 > 中国国债 > 美元 > 人民币, 铁矿石表现最好; CRB 指数继续下跌, 全球权益市场表现不一, 美股均上涨, A 股领跌。

全球央行利率变化及预期: 全球各地区预期分化但仍多数预期加息。美、欧、英政策利率预期变化较小, 欧元区 5 月 CPI 超预期下行带动加息预期略回落。较上周 3M 内政策利率预期美国、欧元区、英国均基本不变: 美国+18BP 到 5.31%、欧元区+44BP 到 3.69%、英国+61BP 到 5.11%。

美国加息路径预测: 4 月 PCE 及 5 月 ADP 就业数据超出预期; 债务上限协议达成, 关注后续美债供给增加带来的流动性影响。本周市场主要在纠结 6 月加息可能性, 暂停加息可能性仍大。PCE 超预期上行后加息预期升温但周三两位联储官员的讲话均支持 6 月不加息但不排除 7 月加息, 市场预期转回大概率 6 月不加息, 预期 7 月再加息 25BP, 9 月开始降息, 年底将降 50BP 至 4.75%-5% 区间。

美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期: 10Y 美债 TIPS 隐含通胀预期略下至 2.16%; 6M 隐含利率下行收于 5.02%, 上周 5.17%。

国际流动性监测

美债流动性和央行操作: 美联储继续缩表, 本周缩表幅度扩张至 504 亿美元, 美联储持有美债规模缩小 307 亿美元。外国央行继续增持 132 亿美债至 29862 亿美元幅度扩张。美债流动性指数较上周略升至 2.5% 左右基本持平。

美商业银行系统流动性: 一季度美国金融机构运行报告显示金融机构盈利规模仍创下新高, 银行业韧性较强但更全面风险衡量还要观察数据和二季度报告。本周美国银行业流动性压力边际有所缓解。

货币基金继续净流入 317 亿美元幅度较上周收缩。逆回购占比指标继续略下行但仍高位。美联储贴现窗口使用额继续下行至 40 亿美元，在 5 月回升后上周再度大幅回落，本周继续回落已在银行业风波前水平。联邦基金市场每日成交量(休市不足 5 日,按均值填充数据观察)本周上行幅度继续收窄至 50 亿(上周 140 亿)美元至 6140 亿美元左右，银行仍在联邦基金市场获取现金但速度边际略缓；

商业银行的数据滞后两周，至 5 月 17 日：所有商行储蓄转为流入 299 亿美元；大小商行包括准备金的现金资产占比继续在回升趋势，本周为 11.52%和 7.62%，大商行上行，小行此前已连续五周回升本周持平但仍在相对低位压力仍较大。

美元流动性：资金利率利差表现分化但美元流动性紧张仍有边际继续缓解趋势。

金融条件：花旗经济意外指数显示中、欧、日经济不确定性下调，美国上行；芝加哥联储数据(滞后一周)显示金融环境边际收紧仍是放缓趋势。

资本流动与风险偏好：

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三美国、中国、中国香港，净流出前三是日本、加拿大、欧洲。

2、美国金融市场资金博弈：美国金融市场杠杆交易本周有所回升，市场活跃度有所上行，市场风险偏好略升。

3、中国权益市场资金：北向本周净流出 35 亿元；南向本周净流出 41 亿元；融资买入占比在 7.85%左右回升。

国内债市：中长期继续小幅下行，短期回升；本周央行 7 天逆回购投放增加，净投放规模明显增长；国债收益率曲线整体下移；信用债收益率仍多数下行，信用利差上行，等级利差分化。

风险提示：美债供给大量增加、银行业风波发酵超预期、海外衰退风险、地缘政治风险。

(分析师：刘丹)

非银：保险业动态：负债端复苏超市场预期，权益类资产配置比例上升

1、核心观点

行业保费增速扩大，人身险、财险保费增速双双提升。1-4 月，保险行业实现原保费收入 23032.92 亿元，同比上升 9.8%，增幅相较前值(1-3 月：+9.24%)扩大了 0.56 个百分点。保险行业实现人身险保费收入 17133.51 亿元，同比增长 2.15%，增幅相较前值(1-3 月：+1.54%)

扩大 0.61 个百分点；实现财产险保费 4658.05 亿元，同比增长 10.81%，增幅相较前值（1-3 月：+10.74%）扩大 0.07 个百分点。

上市险企寿险保费收入分化，产险保费收入增速收窄。3 月单月，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险以及中国人保分别实现寿险保费收入 409.2/813/271.47/184.19/155.8 亿元，同比分别增长 -8.15%/10.16%/6.2%/-0.47%/22.22%，增速相较 2 月份变化 -0.25pct/-18.66pct/+11.34pct/-6.71pct/-2.99pct。3 月单月，中国平安、中国人保以及中国太保分别实现产险保费收入 269.84/674.47/208.58 亿元，同比分别增长+5.87%/+11.7%/+13.8%，增速相较 2 月份变化-15.48pct/-12.86pct/-20.7pct。

险企固收类资产配置比例下降，权益类资产配置比例上升。截至 2023 年 4 月末，保险行业总资产 28.44 万亿元，较上年末增长 4.76%，环比提高 0.25%；净资产 2.84 万亿元，较上年末增长 5.22%，环比提高 0.54%；资金运用余额 26.11 万亿元，较上年末增长 4.22%，环比提高 0.33%。险企固收类资产配置比例下降，权益类资产配置比例上升。截至 2023 年 4 月末，固收类资产（银行存款+债券）配置比例 52.92%，环比降低 0.11 个百分点；权益类资产（股票和基金）配置比例 12.92%，环比提高 0.12 个百分点；其他类投资比例 34.16%，环比降低 0.01 个百分点。

新保险合同会计准则实施，险企利润来源将更清晰。财政部于 2020 年 12 月发布《企业会计准则第 25 号——保险合同》，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险等 A+H 股上市保险公司 2023 年开始实施新准则。《准则》在保险服务收入确认、保险合同负债计量等方面做了较大修改，将使得财务报表更加规范，能够更加准确的体现保险公司的真实发展情况。《准则》对保险公司的承保利润和投资利润进行区分，更清晰地展示公司当期利润的来源，险企将无法再靠调整精算假设粉饰利润。

2、投资建议

2023 年以来险企基本面超预期向好，行业景气度持续回升。负债端，随着疫情影响消退，代理人展业稳步推进，寿险收入增速回暖；财险收入增速持续提升，整体业绩稳中向好。资产端，受益于权益市场回暖和地产政策改善，险企投资收益有望进一步增厚，但应考虑长端利率回落带来的不利影响。当前价格对应 2023 年保险板块 P/EV 在 0.38X-0.74X 之间，估值处于历史低位，具备较高的安全边际，建议关注配置价值。个股方面，我们持续推荐中国平安（601318.SH）、中国人寿（601628.SH）。

风险提示：长端利率曲线持续下移的风险；保险产品销售不及预期的风险。

（分析师：张一纬）

医药：政策温和推进，看好医药二季度经营表现

1、核心观点

北京 DRG 联动采购查漏补缺，降价要求相对温和。北京市医疗机构将组成 DRG 联动采购集团针对运动医学、神经介入、电生理三大类耗材进行带量采购，预计 DRG 采购将成为集采品种之外的有效补充。为了提高医疗机构积极性，本次北京 DRG 带量采购首年不因产品降价而降低病组支付标准，激励医疗机构谈判压缩成本。本次 DRG 采购根据不同品类设置了不同的中标降幅要求，整体中标降幅要求相对宽松。其中，入门降幅设置范围 8%至 55%，平均值 31%；达标降幅设置范围 12%至 75%，平均值 44%。根据以往集采经验，只要规则设置了类似“保底降幅”的规定，大部分企业报价都会紧贴保底降幅，因此带有“保底降幅”规则的集采一般而言降价比较温和。此外集采后价格与 DRG 联动，有利于具有性价比优势的国产品牌快速扩大销售。

医院诊疗秩序预期继续恢复，低基数背景下 23Q2 医药行业增长有望提速。由于 2022Q2 疫情冲击诊疗秩序导致医药行业业绩基数较低，2023Q2 医药行业增长有望明显提速。根据选取的 A 股样本公司，医药行业 2022Q2 业绩小幅下滑，主要是因为防疫措施影响；2022Q4 和 2023Q1 医药行业业绩大幅下滑，主要是因为疫情过峰对诊疗秩序的冲击。在没有防疫措施后，疫情对诊疗秩序的影响主要取决于人们对疫情消息的脱敏程度。随着医院诊疗秩序的快速恢复，2023Q2 医药行业单季度增速有望在低基数基础上明显提升。

医药板块估值处于偏低水平，中长期投资价值良好。截至 2023 年 5 月 31 日，医药行业一年滚动市盈率为 28.53 倍，沪深 300 为 11.69 倍。医药市盈率相对于沪深 300 溢价率当前值为 144.06%，历史均值为 171.17%，当前值较 2005 年以来的平均值低 27.11 个百分点，位于历史偏低水平。

2、投资建议

建议关注：1) 中特估相关的国药系及华润系公司，推荐太极集团、天坛生物、昆药集团、华润三九、东阿阿胶等；2) 政策受益及出海逻辑逐渐明确的创新药及创新器械，推荐迈瑞医疗、乐普医疗、恒瑞医药、科伦药业、复星医药等；3) AI 赋能提升企业长期竞争力，推荐金域医学、迪安诊断、美年健康等；4) 非新冠疫苗疫后恢复，关注康泰生物、欧林生物等；5) 医药商业中具有特色业务的公司，推荐上海医药、百洋医药；6) 消费复苏带动医美需求释放，推荐爱美客、华熙生物、华东医药等。

风险提示：医疗需求复苏不及预期的风险；集采降价压力超预期的风险；关键环节产业链的地缘政治风险等。

(分析师：程培,刘晖)

家电：家电社零同比转增，地产竣工延续改善

1、核心观点

4月家电社零同比转增，竣工延续改善。根据国家统计局数据，2023年1-4月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额2536亿元，同比减少0.3%；4月单月家电社零609亿元，同比增加4.7%。2023年1-4月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为22,899.88和17,395.98万平方米，同比-20.6%和+19.2%。4月地产竣工面积延续改善，为3000.07万平方米，同比增长28.26%，增速相比3月回落7.15PCT。地产新开工面积同比下降29.21%。

空调内销延续高景气度。产业在线发布家用空调产销数据，4月家用空调生产1808.7万台，同比增长12.0%，销售1791.0万台，同比增长13.3%，其中内销出货1059.7万台，同比增长29.7%，出口出货731.3万台，同比下降4.3%。4月份为传统的生产备货的旺季，由于经销商对于市场心态较为乐观，积极囤货为旺季市场做准备，空调内销延续高增长。后续来看，地产竣工回暖带动需求回升，空调零售有望保持稳定增长。出口方面，由于全球通货膨胀，消费需求萎缩，市场仍有些低迷，但4月同比增速下降幅度有所收窄。随着海外库存逐步去化，广交会新增订单落地，出口增速有望进一步改善。4月冰洗内外销均实现同比增长，洗衣机销量同比增长25.6%，其中内外销同比增长12.6%和44%。冰箱销量同比增长15.2%，其中内外销同比增长23.6%和8.7%。

家电指数五月下跌7.37%。2023年5月份家电指数下跌7.37%，表现不及沪深300指数(-5.72%)，截至5月31日，行业市盈率(TTM)为13.33，低于2006年至今历史平均水平20.99。家用电器行业市盈率(TTM整体法，剔除负值)较2005年以来的历史均值低6.59个单位。家电板块估值溢价率(A股剔除银行股后)为-22.32%，历史均值为-11.39%，行业估值溢价率较均值低10.93PCT。

2、投资建议

随着居民消费信心恢复，家电消费有望逐步复苏，地产景气度改善也有望提振家电需求。从盈利能力来看，成本红利有望持续兑现。建议关注三条投资主线，一、业绩经营稳健的白电龙头，推荐美的集团、格力电器和海尔智家。二、受益于地产改善的厨电龙头，推荐老板电器、火星人和亿田智能。三、景气度有望回升的清洁电器龙头，推荐科沃斯和石头科技。

风险提示：原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

(分析师：李冠华)

汽车：厂商主动去库进程逐步进入尾声，国六 B 安排落地稳定预期

1、核心观点

低基数效应下，乘用车销量同比高增，厂商主动去库逐步进入尾声。2023 年 4 月乘用车产销数据：当月零售销量为 163.0 万辆，同比+55.5%，环比+2.5%；批发销量为 178.8 万辆，同比+87.6%，环比-10.0%。新能源乘用车零售销量 52.7 万辆，同比+85.6%，环比-3.6%；批发销量 60.7 万辆，同比+115.6%，环比-1.7%，其中插电混动销量 17.0 万辆，同比+152.3%。乘联会预估 5 月狭义乘用车零售完成 173.0 万辆，同比+27.7%，环比+6.6%，其中新能源零售 58.0 万辆左右，环比+10.5%，同比+60.9%，渗透率约 33.5%，新能源车销量逐渐向着去年年末高点靠拢。

国六 b 实施安排落地，助力车市平稳过渡。本月工信部等 5 部门发布关于实施汽车国六排放标准有关事宜的公告：自 2023 年 7 月 1 日起，全国范围全面实施国六排放标准 6b 阶段，禁止生产、进口、销售不符合国六排放标准 6b 阶段的汽车。针对部分实际行驶污染物排放试验（即 RDE 试验）报告结果为“仅监测”等轻型汽车国六 b 车型，给予半年销售过渡期，允许销售至 2023 年 12 月 31 日，该举措有望缓解经销商担忧，助力经销商稳步推进去库存进程，同时稳定价格预期，减少短期内的市场价格剧烈波动，缓解消费者的持币观望情绪，推动需求向销量的转化。

政策端发力补足基础设施短板，为新能源汽车发展护航。近日，国家发展改革委联合国家能源局印发《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》，提出补齐充电基础设施建设短板、支持农村地区购买需求等一系列针对性措施。充电桩作为新能源汽车行业发展的重要基础设施，其建设完善有助于解决欠发达地区购车、用车环节痛点，为新能源车需求释放进一步打开空间。

2、投资建议

整车端推荐广汽集团（601238.SH）、比亚迪（002594.SZ）、长安汽车（000625.SZ）、长城汽车等（601633.SH）；智能化零部件推荐华域汽车（600741.SH）、伯特利（603596.SH）、德赛西威（002920.SZ）、经纬恒润（688326.SH）、中科创达（300496.SZ）、科博达（603786.SH）、均胜电子（600699.SH）、星宇股份（601799.SH）等；新能源零部件推荐法拉电子（600563.SH）、菱电电控（688667.SH）、中熔电气（301031.SZ）、拓普集团（601689.SH）、旭升集团（603305.SH）等。

风险提示：1、新能源汽车行业销量不及预期的风险；2、芯片短缺带来产能瓶颈的风险；3、原材料价格维持高位导致成本高企的风险。

（分析师：石金漫,杨策）

零售：金价上行周期，类黄金消费品在国民经济中的地位显著抬升

1、核心观点

全球黄金珠宝行业规模庞大，中国为第一大消费需求国：2022 年全球黄金珠宝消费需求额达到 1925.31 亿美元，2010-2022 年 CAGR3.43%。中印两国统领下游需求，合计占据 47% 的需求份额。印度销量增长接近停滞与中国首饰与投资类产品需求两旺的背景下，中国仍将是未来全球黄金珠宝消费市场的主要增长驱动力。

中国黄金珠宝行业产业渐趋成熟，需求结构发生改变：供给端，上游黄金原料进口依赖程度持续上涨；中游加工行业渐趋成熟，产业形成集群发展格局；品牌企业定位层次分明，形成“三足鼎立”的发展格局。需求端，品牌商多渠道布置助推下沉市场建设，渠道资源进一步向头部品牌集中。消费方面，总量与增速均领跑全球。30-50 岁群体仍是当前金饰消费主力，但年轻一代消费意愿同样充足；消费目的也逐步摆脱婚嫁约束，悦己消费占比已达 32%。随着结婚率的下跌以及市场逐步成熟化，泛婚嫁需求对黄金珠宝行业发展的驱动作用将逐渐减弱。投资需求总额已修复至 2018 年水平，后续随着疫情退去以及金价上涨有望持续抬升。

国内市场上行动力充足，金价上涨周期有望迎来量价齐升：全球市场来看，美联储加息见顶减轻压力，结合上游成本等商品属性及其自身储备价值的投资属性等动因，预计金价持续上涨。国内市场人均珠宝消费量仍较低，增长空间充裕。人均 GDP 已进入珠宝、名表、服装等品类消费需求旺盛的区间。另外，一口价改克重使得计价方式更加透明，提升消费者信心；行业发明专利数持续增加，多元化设计激发消费热情。供需两侧齐拉动销量上行，结合金价上涨趋势乐观预期零售市场规模或可增长至 5989 亿元。

2、投资建议

推荐行业内具备渠道优势，及时跟进产品新工艺并注重产品设计的龙头珠宝品牌商。

风险提示：消费复苏不及预期的风险；需求不及预期的风险；美联储降息不及预期的风险；全球经济平稳着陆的风险；全球黄金产量快速抬升的风险。

(分析师：甄唯萱)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn