

全球钻石珠宝产业链规模庞大分工明确，中长期景气度持续抬升

核心观点：

- **全球钻石珠宝产业链规模庞大，下游营收利润双高：**18年全球钻石珠宝销售额859亿美元，同比增长2.26%，0-18年CAGR3.32%。行业下游规模与产业链附加值最高，分别为602/252亿美元，并且品牌溢价能力强大，利润率最高可达11%，倍受投资人青睐。从竞争格局来看，上游毛坯钻开采领域高度垄断，四大国际寡头包揽全球65%的毛坯钻产量；中游加工环节，印度独占全球近9成毛坯钻净进口额引领全球四大钻石加工中心；下游美、中两国分列全球销售额市占率前二，17年分占全球52%/12%的销售额。目前，26-39岁的老千禧一代仍为钻石珠宝主力消费人群，未来年轻千禧一代将接棒。尽管美国仍可左右全球钻石珠宝销售走势，但中国未来大概率将成为驱动行业的新动力。
- **全球钻石珠宝行业景气度短期受中游高库存压制，中长期将持续提升：**成品钻价格涵盖了产业链上游与下游综合状况，能够作为反映行业景气度的主要指标之一。无论短期还是长期，下游需求端的影响日渐趋弱，但短期受中游加工企业信贷紧缩导致库存积压，压制成品钻价格下行。长期来看，上游主动减产来维稳毛坯钻价格的情况将切换至受矿藏逐步枯竭的被动减产推动毛坯钻价格上行，叠加成品钻价格周期的振幅日趋缩窄与中游库存水平重回动态平衡，未来成品钻价格将保持温和增长，行业景气度将持续提升。
- **中国钻石珠宝行业聚焦产业链中下游，发掘下沉市场与多元化需求并行：**18年我国成品钻进口总额27.06亿美元，创历史新高，但行业高速成长期已过，未来温和增长可期。我国钻石珠宝品牌零售商的竞争格局呈现外、港、内资三足鼎立之势，内资大众品牌渠道力与营销力。未来我国低线城市的年轻化群体在收入增长的驱动下，钻石珠宝渗透率或将缓慢提升，而婚嫁市场瓶颈明显且长时间承压，未来非婚嫁市场在职场女性占比与其收入水平提升的双重驱动下成为推动行业持续增长的主要驱动力。
- **配置建议：**鉴于品牌零售企业最具投资价值，我们推荐聚焦拓展低线城市与产品多元化满足婚嫁与非婚嫁需求的钻石珠宝品牌零售商，周大生(002867.SZ)。

需要重点关注的公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
周大生	002867.SZ	1.37	1.68	1.91	24	20	18

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

- **风险提示：**全球经济下行的风险；中游库存高企的风险。

轻工行业

推荐 首次评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

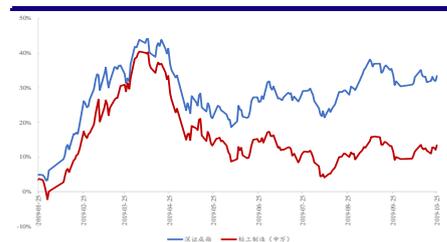
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

时间 2019.10.25



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_全球烟草产业价值凸显，关注新型烟草衍生与渗透过程中的投资机遇_20191011

【中国银河研究院_李昂团队】行业动态报告_轻工行业_家具行业景气度持续承压，行业集中度有望进一步提升_20190923

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_当前全球家具消费链仍由中美主导，我国家具产业亟待结构升级_20190912

【中国银河研究院_李昂团队】行业动态报告_轻工行业_造纸行业景气度二季度略有回升，纸浆价格回落缓解成本端压力_20190729

【中国银河研究院_李昂团队】行业动态报告_轻工行业_造纸行业景气度缓慢抬升，去产能进入下半场_20190527

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_对上游原材料的把控度决定行业话语权_从美国成熟造纸市场看中国造纸业_20190519

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_零售行业_如何看待高速成长的中国化妆品业_20190513

目 录

一、全球钻石珠宝行业现状：产业链规模庞大，下游营收利润双高	3
(一) 全球概览：钻石珠宝行业体量大，下游享受高溢价	3
1、总量视角：全球销售规模超 850 亿美元，过半毛坯钻流入珠宝市场	3
2、结构视角：非洲高品质宝石级毛坯钻占比高，毛坯钻产值位居全球第一	3
3、价值视角：产业链下游营收规模最大，各环节附加值呈“微笑曲线”分布	5
(二) 产业链：中上游市场高度集中，美中两国统领下游需求	6
1、上游视角：毛坯钻年产过亿克拉，国际寡头高度垄断开采市场	6
2、中游视角：印度包揽全球近九成钻石加工市场份额	8
3、下游视角：全球钻石珠宝销售增长平稳，美中两国分列前二	10
二、全球钻石珠宝行业未来发展：短期行业发展受中游抑制，中长期景气度不断抬升	13
(一) 短期：信贷危机致使中游库存高企，抑制行业景气度	14
(二) 长期：上游被动减产叠加中游库存周期，行业景气度持续提升	15
1、上游视角：开采商维稳毛坯钻均价，矿藏枯竭致使减产提升行业景气度	15
2、库存视角：成品钻价格周期振幅逐步收窄，小幅波动将成新常态	18
三、中国钻石行业现状及未来发展：渠道下沉与产品多元化并行	21
(一) 供给端：原材料全部依靠进口，品牌零售商层次分明	21
1、总量视角：企业集中在产业链中下游，18 年成品钻进口额创历史新高	21
2、结构视角：竞争格局三足鼎立，大众品牌渠道为王	22
(二) 需求端：低线城市“小镇青年”钻石消费提升，非婚嫁产品接棒婚嫁助推行业发展	25
1、总量视角：百亿美元销售额位列全球第二，增速依旧领跑全球	25
2、结构视角：低线城市年轻化群体崛起，多元化产品满足非婚嫁自购需求	25
四、配置建议：关注低线市场增长与非婚嫁需求提升的发展	32
(一) 周大生 (002867.SZ)：低线城市布局领先叠加产品矩阵优势，予以“推荐评级”	32
1、轻资产整合经营，集中核心价值环节发力	32
2、深耕三四线城市下沉市场，不断扩张门店抢占空白市场	32
3、非婚嫁产品系列适应多元化需求，价格优势凸显	33
五、风险提示	33

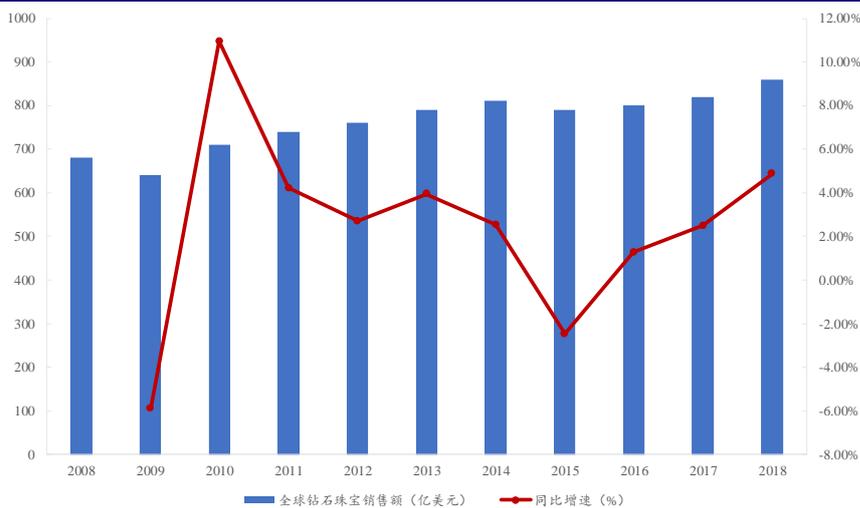
一、全球钻石珠宝行业现状：产业链规模庞大，下游营收利润双高

（一）全球概览：钻石珠宝行业体量大，下游享受高溢价

1、总量视角：全球销售规模超 850 亿美元，过半毛坯钻流入珠宝市场

全球钻石珠宝行业规模庞大，2018 年全球钻石珠宝销售额达到 859 亿美元，2009-2018 年期间 CAGR 达到 3.32%。按照产业链划分，钻石珠宝行业的上游主要是负责矿藏开采和毛坯钻生产的原材料提供商；中游主要是负责对毛坯钻进行切割与抛光的加工制造商；下游主要是对成品钻进行珠宝设计的品牌零售商。全球毛坯钻总产量中大约 50%左右符合宝石级标准，其中，2018 年约有 52%的宝石级毛坯钻最终流入珠宝领域。

图 1 全球钻石珠宝销售额（十亿美元）

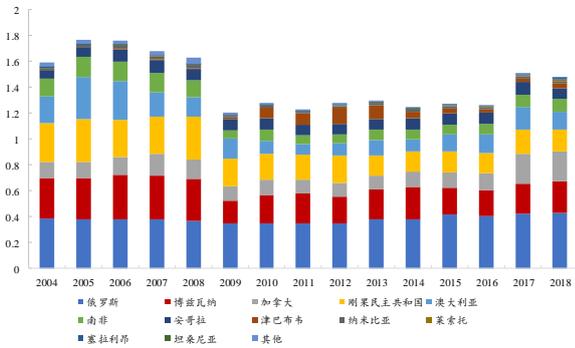


资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

2、结构视角：非洲高品质宝石级毛坯钻占比高，毛坯钻产值位居全球第一

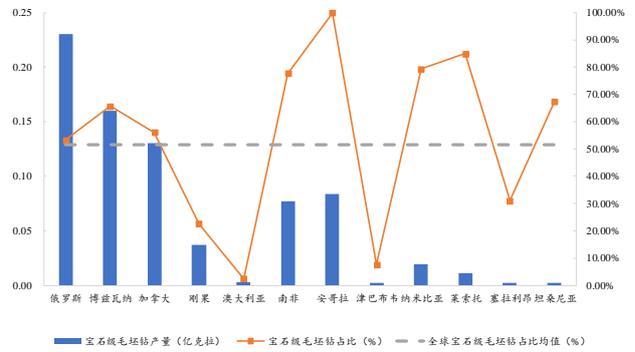
从分布看，俄罗斯、博兹瓦纳、加拿大分列全球毛坯钻年产量前三位，并且鉴于全球毛坯钻开采量中过半左右符合宝石级标准的历史规律，上述三大毛坯钻产国的宝石级毛坯钻年产量同样也位列世界前三。

图 2 全球各国毛坯钻历年总产量（亿克拉）



资料来源：金伯利进程，中国银河证券研究院整理

图 3 2018 年各国毛坯钻与宝石级毛坯钻产量对比（亿克拉）

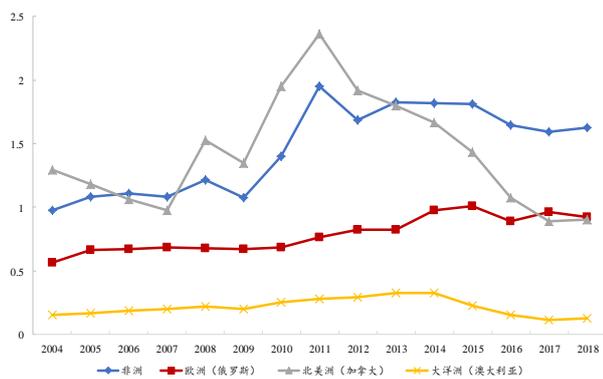


资料来源：金伯利进程，Geology.com，中国银河证券研究院整理

注：刚果指刚果民主共和国。

通过观察全球五大洲近年来毛坯钻产值变化趋势，我们可以看出非洲（博兹瓦纳）自 2013 年超越北美洲（加拿大）成为全球毛坯钻产值第一大洲后便一直处于遥遥领先的地位，位列其后的分别为欧洲（俄罗斯）与北美洲（加拿大）。结合俄罗斯（欧洲）、博兹瓦纳（非洲）与加拿大（北美洲）分列全球毛坯钻年产量前三的次序，我们可以推测得出非洲地区的毛坯钻价格最高，而造成这一现象的原因是由于该地区的宝石级毛坯钻产量占比远高于全球约 50% 左右的均值水平，因此非洲地区尽管在年开采量上不及欧洲地区，但其以出产大尺寸、高质量的宝石级毛坯钻成为全球第一大毛坯钻产值国。

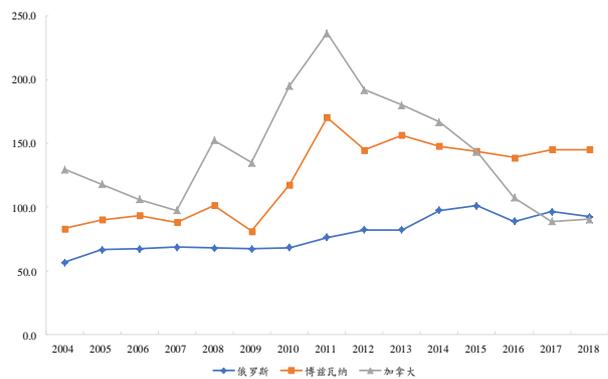
图 4 全球五大洲毛坯钻历年总产值（亿美元）



资料来源：金伯利进程，中国银河证券研究院整理

注：非洲主要包括纳米比亚、莱索托、塞拉利昂、坦桑尼亚、安哥拉、博兹瓦纳和南非。

图 5 世界前三大毛坯钻产国历年均价（美元/克拉）



资料来源：金伯利进程，中国银河证券研究院整理

曾经作为全球第一大毛坯钻产值国的北美洲地区（加拿大）自 2013 年起便退居第二，甚至近两年已经低于欧洲（俄罗斯）成为产值第三大国。尽管单看 2018 年北美洲地区（加拿大）毛坯钻矿中宝石级毛坯钻的占比也处于较高水平，并且年产量常年来处于世界前三大毛坯钻产国之列，但一方面可能是受制于自身宝石级毛坯钻品质落后于其他地区或宝石级毛坯钻占比波动较大等内在因素影响，另一方面由于非洲地区拥有多个年产超过 5 万克拉宝石级毛坯钻的国

家，最终导致北美洲将全球毛坯钻产值第一大洲的地位拱手相让于非洲。

图 6 2018 年全球年产宝石级毛坯钻超过 5 万克拉的产地分布情况

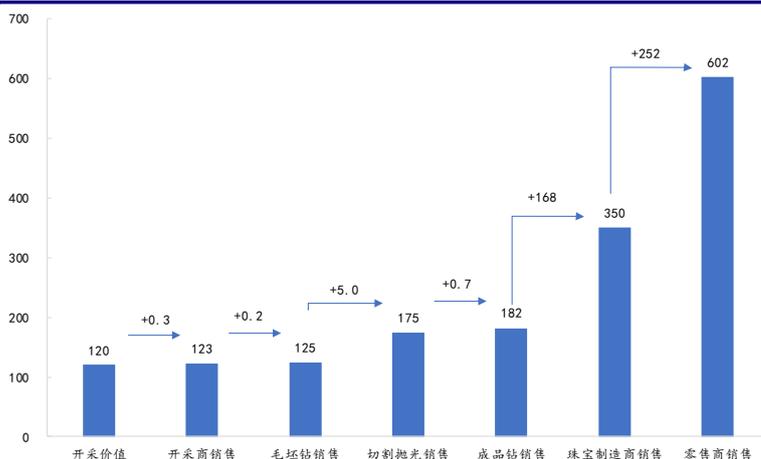


资料来源: Geology.com, 中国银河证券研究院整理

3、价值视角：产业链下游营收规模最大，各环节附加值呈“微笑曲线”分布

从产业价值链角度来看，钻石珠宝行业营收规模最大的是下游的珠宝零售端。根据贝恩咨询 2011 年发布的报告显示，2010 年全球钻石珠宝行业产业链条各个环节中，下游钻石珠宝设计与制造环节对钻石珠宝行业贡献的附加值最高，达到了 252 亿美元。2010 年全球钻石珠宝行业产业链累计附加值为 602 亿元，其中品牌零售商贡献 41.86% 的附加值位居首位，其次是珠宝制造商贡献了 27.91% 的附加值，再其次是毛坯钻开采商贡献了 19.93% 的附加值。由此可见，钻石珠宝产业附加值主要集中在产业链下游以及上游。

图 7 2010 年全球钻石珠宝行业产业链收入（亿美元）

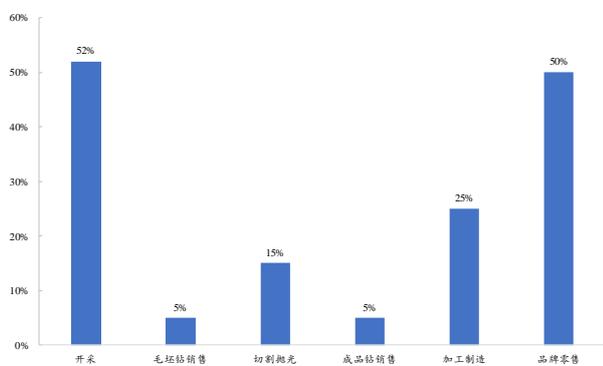


资料来源: 贝恩咨询, 中国银河证券研究院整理。

从产业链条的各个环节盈利能力出发，2017 年全球毛坯钻开采商与品牌零售商的毛利率位列所有环节中前二，分别为 52%/50%。位居中游的其他环节中，毛利率最高的加工制造环节也仅为 25%，除去开采商与零售商外钻石珠宝产业链条上的企业平均毛利率仅为 12.5%，远低于

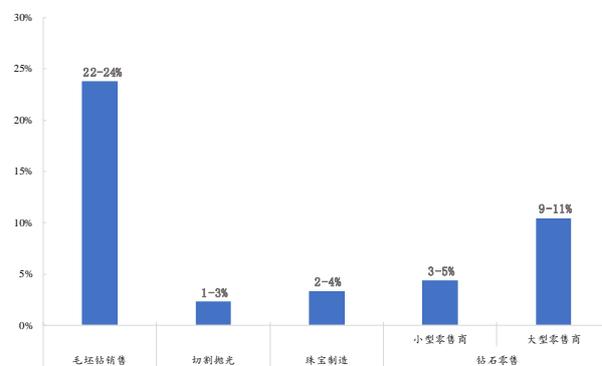
于上游开采商与下游零售商们均值 51% 的毛利率水平。至于利润率情况，上游开采商由于把控稀缺资源使得其除生产成本外无需投入费用进行宣传、管理，使得其利润率能够维持在 22%-24% 之间。但是，对于同样拥有高毛利率的零售商们而言，由于充分竞争使得自身在品牌推广、门店租赁以及销售人员等方面的费用必不可少，导致各项费用率相对上游开采商而言偏高，最终仅能将利润率维持在 3%-11% 的区间内，远低于上游开采商们的利润率。至于位处中游各大企业，在自身毛利率已经显著低于上游开采商与下游零售商的前提下，利润率水平相较上游与下游企业而言位于谷底，平均水平在 1%-5% 的区间内。综合来看，全球钻石珠宝产业链条上的企业盈利水平呈现“两头高，中间低”的“微笑曲线”姿态。但是，相较于上游毛坯钻开采商们高度垄断的市场格局，依靠品牌差异化进行充分竞争的下游品牌零售企业更受投资人青睐。

图 8 2017 年钻石珠宝行业产业链毛利率 (%)



资料来源：贝恩咨询，中国银河证券研究院整理

图 9 2017 年钻石珠宝行业产业链净利润率 (%)



资料来源：贝恩咨询，中国银河证券研究院整理

(二) 产业链：中上游市场高度集中，美中两国统领下游需求

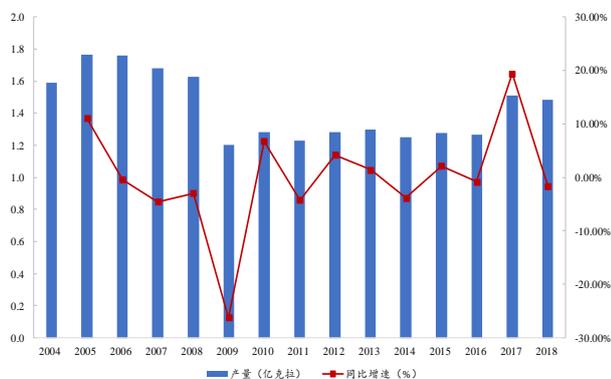
1、上游视角：毛坯钻年产过亿克拉，国际寡头高度垄断开采市场

从产量上来看，2018 年全球毛坯钻产量 1.48 亿克拉，同比减少 -1.64%，04-18 年 CAGR -0.5%。在 04 年-18 年期间，全球毛坯钻产量以 08 年金融危机为界可划分为两大阶段。金融危机爆发前，全球每年的毛坯钻产量大多维持在 1.55 亿克拉以上，但在 2005 年触及 1.77 亿克拉的高点后逐步回落，04 年-08 年全球产量 CAGR 仅为 0.59%。在金融危机爆发后，2009 年全球毛坯钻产量呈现断崖式下跌，较上年同比减少 26.20%。自此之后的 8 年时间内，全球毛坯钻年产量由先前年产量不低于 1.55 亿克拉变为不超过 1.30 亿克拉，而这一产量的隐形上限直到 2017 年才被加拿大新投产的毛坯钻矿石带来的增量打破，2017 年全球毛坯钻产量同比增长 19.42% 达到 1.51 亿克拉。基于加拿大新投产毛坯钻矿石短期难以被消耗完毕且 18 年全球产量基本维持了 17 年的较高水平，我们预计在不出现全球经济恶化导致的钻石珠宝需求显著萎缩的前提下，未来几年内全球毛坯钻产量将相较危机后 1.30 亿克拉的“隐形上限”有所提升。

从产值上来看，2018 年全球毛坯钻产值 145 亿美元，同比增加 4.14%，04-18 年 CAGR 2.51%。尽管全球毛坯钻产值在 08 年金融危机时同样受到重创，但金融危机前后的走势与全球毛坯钻产量截然不同。08 年金融危机前，全球毛坯钻产量在 05 年触及高点后出现回落，但产值却在

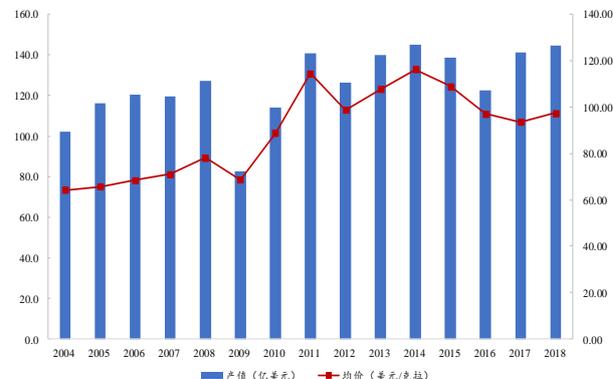
04-08年期间从102亿美元提升至127亿美元，CAGR 5.64%，这主要是受益于全球毛坯钻价格由64.24美元/克拉提升至78.16美元/克拉所致，4年期间CAGR 5.03%。在金融危机时，2009年全球毛坯钻产值同比减少12.07%，幅度略小于产量的同比下滑26.20%。在金融危机后，全球毛坯钻产量维持在2017年以前一直处于1.30亿克拉上限之下，但产值在2011年便突破了08年的高点，这主要是受益于毛坯钻均价在危机后由2009年的68.72美元/克拉大幅提升至2011年的114.51美元/克拉。自2011年起，全球毛坯钻均价便呈现波动状态，但从未低于90美元/克拉，这一水平较金融危机前最高点78.16美元仍有15.15%的涨幅。基于2017年加拿大新增毛坯钻矿产对均价的影响有限、全球需求不出现大幅萎缩以及未来没有发现新的大规模毛坯钻矿藏的三大前提下，未来短期内全球毛坯钻价格将继续维持在90美元/克拉以上，并且有望重拾缓慢抬升的趋势，以此推动全球毛坯钻产值稳步上升。

图 10 全球毛坯钻产量 (亿克拉)



资料来源：金伯利进程，中国银河证券研究院整理

图 11 全球毛坯钻产值及与毛坯钻均价 (亿美元, 美元/克拉)



资料来源：金伯利进程，中国银河证券研究院整理

从竞争格局上来看，钻石珠宝行业上游的毛坯钻矿产资源及开采权早已被全球几大毛坯钻开采商所高度垄断。从产量上来看，2018年全球前四大钻石开采商包括：埃罗莎（ALROSA，主要矿产所在地：俄罗斯）、戴比尔斯（De Beers Group，主要矿产所在地：博兹瓦纳）、力拓（Rio Tinto，主要矿产所在地：澳大利亚）和佩特拉钻石（Petra Diamonds，主要矿产所在地：南非），上述四大巨头包揽2018年全球近65%的毛坯钻产量，相较前些年将近70%的占有率出现轻微下降。从产值角度出发，根据戴比尔斯（De Beers Group）的统计口径，2017年全球毛坯钻销售额达到166亿美元，其中埃罗莎（ALROSA）和戴比尔斯（De Beers Group）就已经占据全球近60%的销售额，并且自2015年以来二者在全球毛坯钻销售额的占比从未低于55%，证明全球毛坯钻开采与销售市场呈现高度垄断的格局，我们认为钻石珠宝上游高度垄断的竞争格局在未来较长时间内都难以发生重大转变。

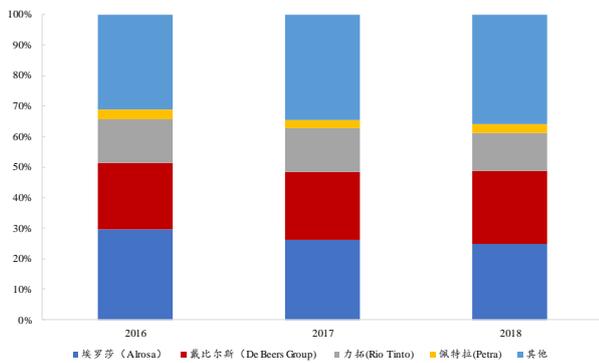
表 1 Top4 钻石开采商概况

公司名称	注册地	主要矿床所在地	是否上市	当前市值 (亿美元)
埃罗莎	俄罗斯	位于俄罗斯-萨哈(雅库特)共和国和阿尔汉格尔斯克地区，以及非洲大陆	是(莫斯科)	83.71
戴比尔斯	南非	博兹瓦纳、RSA、加拿大和纳米比亚	否	-
力拓	英国、澳大利	澳大利亚的阿盖尔 Argyle (100%所有权) 和	是(澳洲、伦敦、纽约)	658.04

佩特拉钻石 英国- 南非和坦桑尼亚 是(伦敦) 0.80
 加拿大的迪亚维克 Diavik (60%所有权)

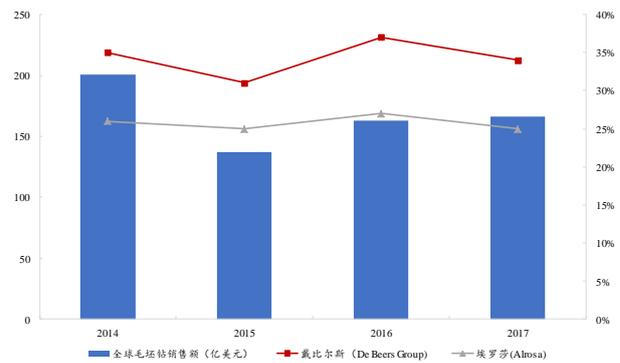
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理，市值数据截止 2019 年 10 月 24 日

图 12 全球 Top4 钻石开采商毛坯钻产量占比 (%)



资料来源：ALROSA 公司公告，中国银河证券研究院整理

图 13 全球毛坯钻销售额及 Top2 销售额占比 (亿美元, %)



资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

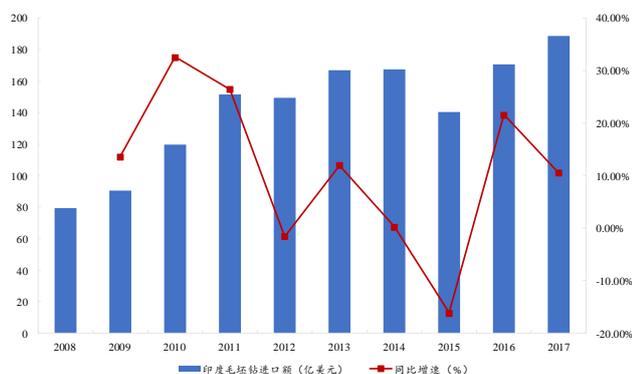
鉴于全球毛坯钻开采权及矿藏资源被高度垄断，全球的毛坯钻销售状况理应会受到更多来自开采商自身的影响，但实际上全球毛坯钻的销售状况需要综合整个钻石珠宝产业链上中游库存与下游需求的影响。以 2015 年为例，根据戴比尔斯 (De Beers Group) 数据，15 年全球钻石珠宝零售额约为 790 亿美元，同比减少 2.47%。面对下游零售端销售额的负增长，全球各大毛坯钻开采商并没有采取任何减产行为来预防由于中游库存积压引发的毛坯钻价格重挫，而这一选择最终导致 2015 年全球毛坯钻的销售额与毛坯钻均价同比下降 6.21%，并且在 16 年下游钻石珠宝销售额同比增长 1.27% 的情况下进一步下挫，16 年全球毛坯钻销售额与毛坯钻均价均录得 10.91% 的同比下滑。综合来看，尽管毛坯钻开采商形成了垄断的格局，但在制定开采与销售计划时仍需关注整个钻石珠宝产业链条上各个环节的库存与销售压力，防止毛坯钻均价出现剧烈波动。

2、中游视角：印度包揽全球近九成钻石加工市场份额

印度是当前最重要的毛坯钻进口国和钻石加工国。印度进口来自全球各地的毛坯钻石，然后对其进行切割抛光等工序后再对外出口，受限于技艺与工艺上与其他毛坯钻加工市场之间存在差距，印度主要以加工小颗粒毛坯钻为主。按金额计算，印度 2017 年的毛坯钻净进口额 (进口总额-出口总额) 占据了全球大约 90% 的份额。将进出口拆分开来看，毛坯钻进口方面，印度的毛坯钻进口额自 2008 年的 79.60 亿美元增长至 2017 年的 188.89 亿美元，CAGR 10.08%；成品钻出口方面，08 年至 12 年期间波动相对剧烈，印度成品钻出口额从 08 年的 151.56 亿美元攀升至 10 年的 305.74 亿美元的高点后再度回落至 12 年的 216.07 亿美元，期间 CAGR 9.27%。自 2012 年起，印度成品钻出口额便一直围绕 230 亿美元的中枢小幅波动，期间 CAGR 1.89%。综合进口与出口状况可以看出，印度的净进口额逐渐加大主要是受进口端增长驱动。另外，2018 年印度进口毛坯钻总重高达 1.73 亿克拉，价值 167 亿美元，进口单价约为 96.5 美元/克拉，但经受过打磨与抛光过后的成品钻出口总重近为 3150 万克拉，出口总额超过 240 亿美元，平

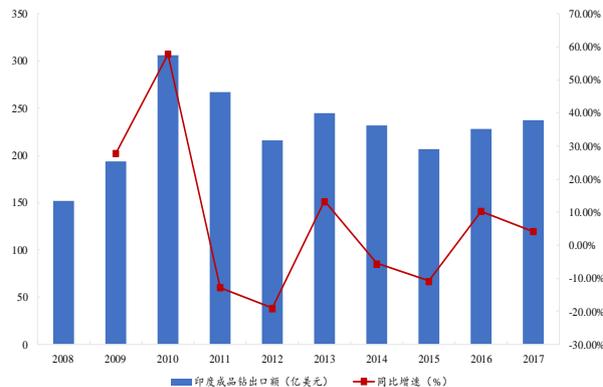
均每克拉价格为 775 美元。假设印度当年进口的全部毛坯钻在加工后再全部出口，那么成品钻相较于毛坯钻而言总重缩水 81.79%。在不考虑总重缩水的情况下，印度的出口成品钻与进口毛坯钻之间每克拉均价相差 703%；在考虑总重缩水的情况下，二者之间的价差则缩小至 43.71%。

图 14 印度毛坯钻进口额（亿美元）



资料来源: GJEPC, 中国银河证券研究院整理

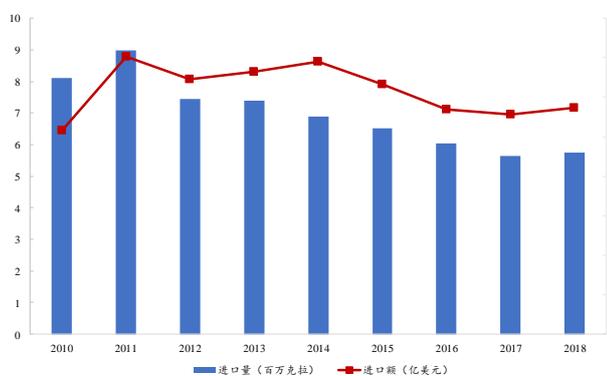
图 15 印度成品钻出口额（亿美元）



资料来源: GJEPC, 中国银河证券研究院整理

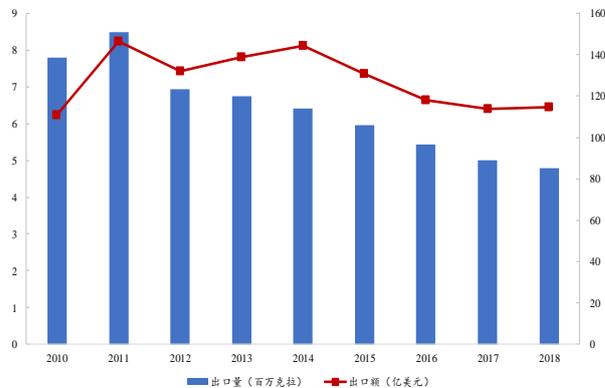
除印度外，美国纽约、以色列特拉维夫以及比利时安特卫普同样也是世界重要的钻石加工中心，但与印度不同的是，上述三大加工中心主要负责处理高质量、大克拉的毛坯钻。世界最重要的钻石交易中心之一，安特卫普世界钻石中心(AWDC, Antwerp World Diamond Centre) 2018 年的毛坯钻进口均价为 1994 美元/克拉，较去年同期增长 1%，达到 2014 年以来的最高位；2018 年成品钻出口均价为 2392 美元/克拉，同比增长 5%，达到近十年来的最高水平。尽管像安特卫普这样处理高质量、大克拉毛坯钻的价差明显小于印度，但其加工损失率远低于印度，2018 年安特卫普进口毛坯钻总重 574.21 万克拉，出口成品钻总重 478.51 万克拉，假设进口经过加工后全部出口，那么加工前后仅损失 16.67% 的总重。然而，无论是近乎垄断小颗粒毛坯钻加工市场的印度还是专注于加工高质量、大克拉毛坯钻的安特卫普等世界加工中心，钻石珠宝加工企业的毛利率与利润率相较于上游和下游企业而言依旧十分微薄。

图 16 安特卫普成品钻进口量与进口额（百万克拉，亿美元）



资料来源: AWDC, 中国银河证券研究院整理

图 17 安特卫普成品钻出口量与出口额（百万克拉，亿美元）



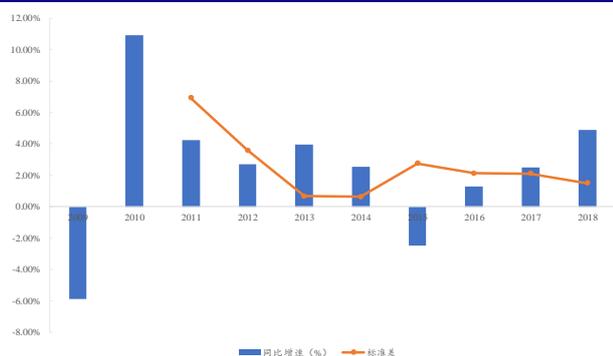
资料来源: AWDC, 中国银河证券研究院整理

3、下游视角：全球钻石珠宝销售增长平稳，美中两国分列前二

近年来，全球钻石珠宝销售额一直处于温和增长的大趋势内，09-18年期间三年滚动标准差由2011年的6.91%持续下滑至2018年的1.50%，并且目前仍处于下降区间内。基于此数据，我们认为未来全球钻石珠宝零售市场的表现大概率将保持目前较为平稳的温和增长。

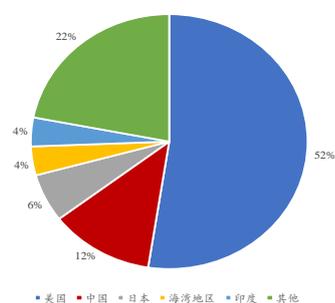
当前全球钻石珠宝零售主要市场是美国和中国，2017年二者分别以352.6/82亿美元占据全球52%/12%的钻石珠宝销售额，合计占据全球64%的市场份额。

图 18 全球钻石珠宝销售额同比增速与波动情况 (%)



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

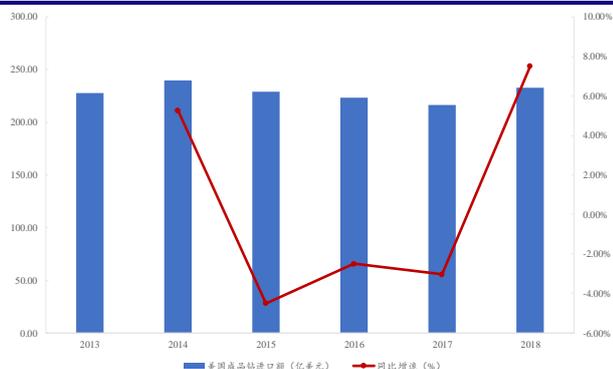
图 19 2017 年全球钻石珠宝销售额各国市场占比 (%)



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

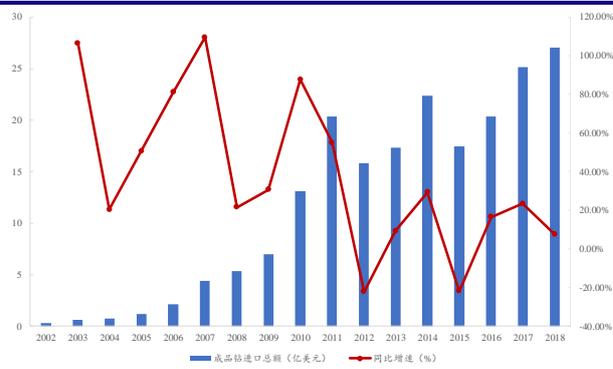
鉴于美中两国对全球钻石珠宝销售额的影响过半，通过美中两国成品钻进口额对美中两国钻石珠宝零售市场的侧面刻画，我们将进一步论证全球钻石销售市场未来将保持平稳发展。2018年，美国成品钻进口总额约为232.96亿美元，同比增长7.51%，13-18年期间CAGR仅为0.43%；至于中国市场，上海钻石交易所作为中国官方指定的钻石交易所披露2018年中国一般贸易口径下成品钻进口总额为27.06亿美元，创下历史新高，实现同比增长7.59%，02年-12年期间CAGR高达48.20%，13-18年期间CAGR大幅回落至9.36%。在贡献过半全球钻石珠宝销售额的美国市场增长接近停滞与贡献全球销售额12%的中国市场过去5年复合增速大幅回落的背景下，我们认为未来全球钻石珠宝零售额将在美中两国温和增长的拉动下维持当前平稳增长的趋势，并且中国仍将是未来全球钻石珠宝消费市场的主要增长驱动力。

图 20 美国成品钻进口额 (亿美元)



资料来源: US Census Bureau, Rapaport archives, 中国银河证券研究院整理

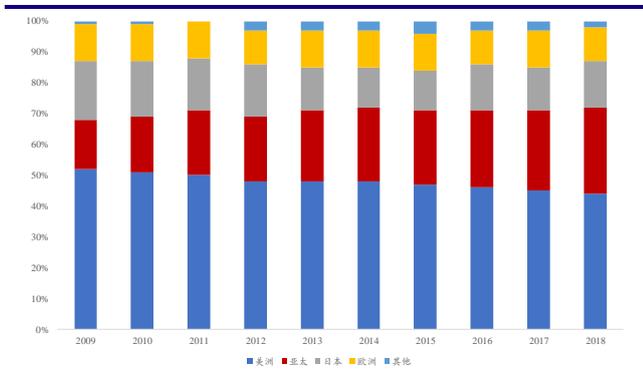
图 21 上海钻石交易所一般贸易项下成品钻进口 (亿美元)



资料来源: 上海钻石交易所, 中国银河证券研究院整理

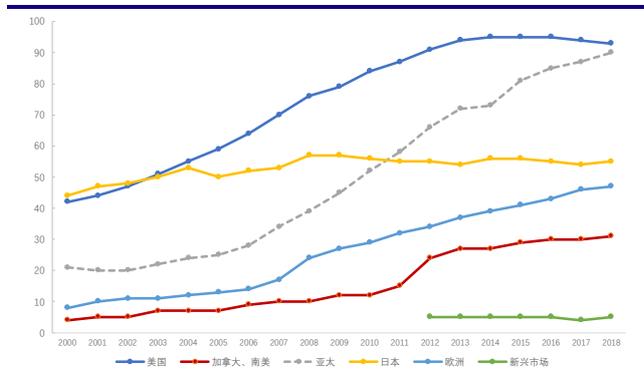
通过分析国际知名品牌蒂芙尼 (Tiffany, TIF.N) 近年的发展战略, 结合公司全球门店布局与资金投入情况, 我们可清晰地看出公司将大力发展亚太地区业务 (2018 年大中华地区销售额占亚太地区销售额的 60%) 作为最为核心的经营战略。从销售额占比来看, 亚太地区的销售额占比由 2009 年的 16% 迅速增长至 2018 年的 28%, CAGR 达到 6.42%, 遥遥领先其余主要地区在此期间的复合增速。从门店数量来看, 亚太地区的门店总数由 2000 年的 21 家增加到 2018 年的 90 家, CAGR 达到 8.42%, 同样相较公司其他主要地区而言增速处于绝对领先地位。具体到中国市场, 蒂芙尼在中国大陆的门店总数由 2008 年的 8 家增长到 2018 年的 33 家, CAGR 15.22%, 远高于同期亚太地区 CAGR 8.72% 的水平。借由对全球知名钻石珠宝品牌蒂芙尼对亚太地区, 尤其是中国钻石珠宝市场重视程度, 我们更加能够肯定未来全球钻石珠宝销售额能否保持增长离不开中国市场的贡献。

图 22 Tiffany 全球各地区销售额分布 (%)



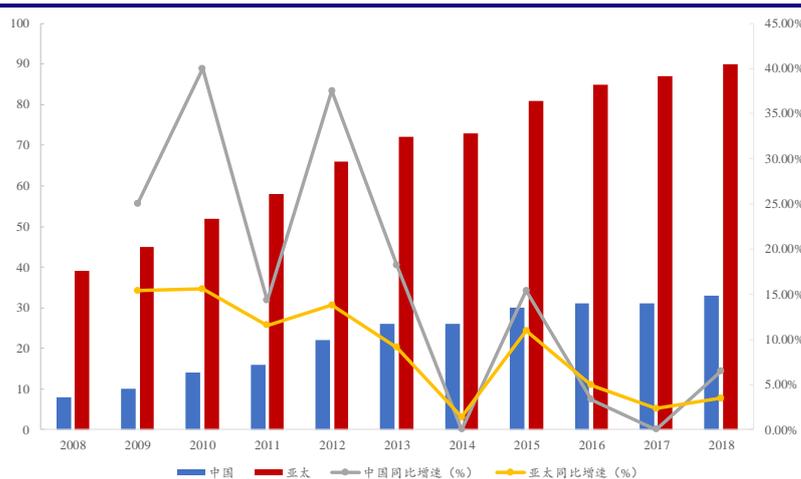
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

图 23 Tiffany 全球各地区门店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

图 24 Tiffany 亚太地区及中国大陆门店数量变化 (家)

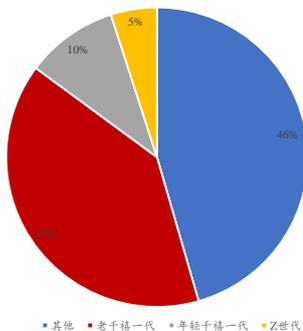


资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

在未来全球钻石珠宝销售额大概率保持温和增长的背景下, 更加精准的产品与品牌定位便显得至关重要。按消费人群年龄段划分, 目前处于 21-25 岁的“年轻千禧一代” (Younger Millennials) 与年龄处于 26-39 岁的“老千禧一代” (Older Millennials) 是全球钻石珠宝消费的绝对主力。根据戴比尔斯的报告, 按钻石珠宝件数计算, 2018 年美国的老千禧一代与年

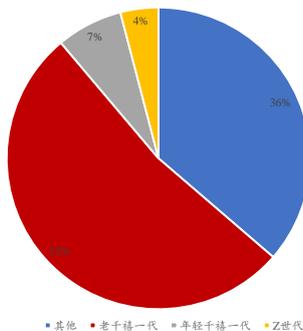
轻千禧一代分别贡献了 40%/10%，合计占比约 50%的份额；按钻石珠宝零售额计算，老千禧一代与年轻千禧一代则贡献了 52%/7%，合计约 60%的份额。

图 25 美国 2018 年钻石珠宝按消费人群划分（按件数计算）



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

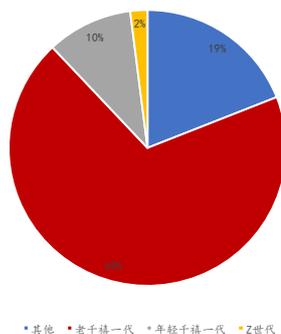
图 26 美国 2018 年钻石珠宝销售额按消费人群划分



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

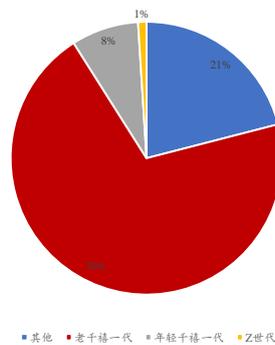
中国作为全球钻石珠宝第二大消费国与美国钻石珠宝的消费人群结构高度相似。根据戴比尔斯的报告，按钻石珠宝消费件数计算，2017 年中国老千禧一代与年轻千禧一代分别贡献钻石珠宝市场 69%/10%，合计约占 79%左右的份额；按钻石珠宝零售额计算，老千禧一代与年轻千禧一代分别贡献 70%/8%，合计贡献约 78%左右的市场份额。

图 27 中国 2017 年钻石珠宝按消费人群划分（按件数计算）



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

图 28 中国 2017 年钻石珠宝销售额按消费人群划分



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

总的来说，在美中两国不出现全面经济衰退或者消费者偏好发生巨大转变的前提下，未来全球钻石珠宝销售额将保持延续近年来较为温和的增长趋势，并且这一趋势能否得以长期延续将需要看美中两国尤其是中国市场的老千禧一代与年轻千禧一代这两大人群对钻石珠宝的消费能否保持持续增长。

二、全球钻石珠宝行业未来发展：短期行业发展受中游抑制，中长期景气度不断抬升

鉴于成品钻的价格既能够反映了上游毛坯钻价格的以及中游制造商的库存压力，又能对下游钻石珠宝零售端均价形成一定指引，借助观察全球成品钻价格的波动与趋势将能够对全球钻石珠宝行业的景气度高低形成初步判断。

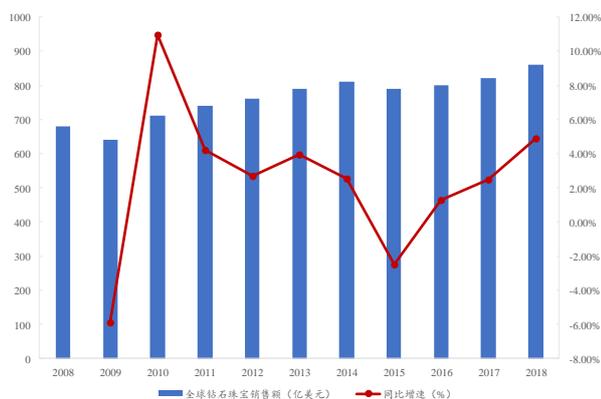
以 08 年金融危机后全球钻石珠宝市场为例，根据 P.P 统计的全球成品钻价格指数，09 年全球成品钻价格总指数同比降幅近 30%，与此同时下游全球钻石珠宝销售额同比下降 5.88%，上游全球毛坯钻产量与均价分别实现同比下降 26.38%/12.07%。

图 29 Polished Price 钻石总指数



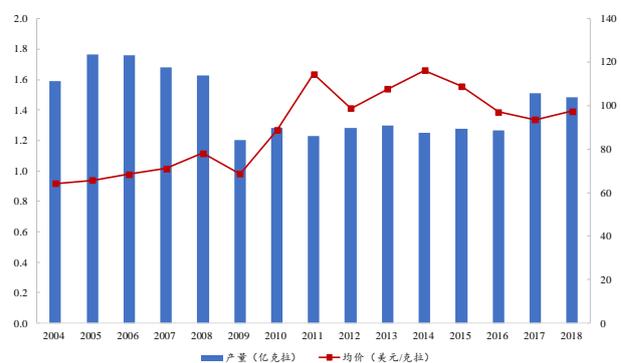
资料来源：P.P，中国银河证券研究院整理

图 30 全球钻石珠宝销售额及增速情况（亿美元）



资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

图 31 全球毛坯钻产量与毛坯钻均价（亿美元，美元/克拉）



资料来源：金伯利进程，中国银河证券研究院整理

综合来看，造成此次全球成品钻价格指数重挫的主要原因是中游加工企业在上游毛坯钻开采商减产保障毛坯钻均价的前提下，受迫于下游零售端萎缩造成自身库存压力激增的缘故，大

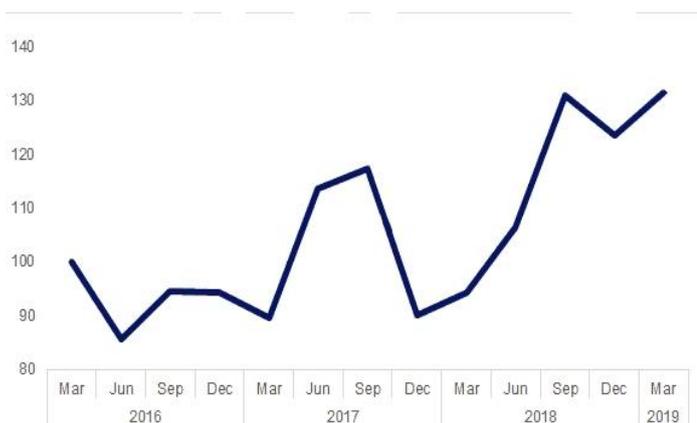
幅降低成品钻价格将自身的库存压力转移至下游钻石珠宝零售商。由于此次波动中，上游开采商与中游加工商均利用减产或降价的方式将库存压力转移至下游钻石珠宝零售商，在全球接连出台刺激性经济政策促使 11 年全球钻石珠宝销售额较 09 年实现同比增长 15.6% 的回暖行情下，下游钻石珠宝零售商的库存被消费者迅速消化，并且 11 年全球毛坯钻总产量较 09 年仅实现同比增长 2.50%。最终，在快速去库存与补库存不足二者共同推动下，全球成品钻价格总指数迅速抬升，11 年最高点时较 09 年最低点涨幅超过 57%，行业整体处于高度景气的周期中。通过此案例，我们认为全球成品钻价格作为整个产业链条上的中间价格在结合全球钻石珠宝产业链上下游相关数据的情况下能够充分反映整个行业景气度的高低程度。

尽管成品钻价格受上游开采量、下游销售额与上中下游的库存水平三方面因素共同影响，但就短期来看，钻石珠宝行业的下游销售额的波动可能会是最为核心的影响因素。2018 年全球钻石珠宝销售额达到 859 亿美元，实现同比增长 4%。具体来看，18 年上半年作为全球主要的钻石珠宝消费市场，美中两国的当地居民与游客对钻石珠宝的消费持续火热推动全球销售额实现同比增长 6%，但下半年在美元贬值叠加中美贸易战诱发全球贸易放缓的双重负面影响下，全球销售额同比增长放缓至 2%。未来短期内，我们预计全球钻石珠宝销售额可能会受中美贸易战与全球经济增长放缓的负面影响出现波动，但预计难以形成 08 年金融危机对全球钻石珠宝零售端的大规模冲击。基于此，我们认为无论是短期还是长期来看，在全球钻石珠宝销售额不出现类似于 08 年金融危机时显著恶化的情况下，结合长期全球钻石珠宝销售额保持低速平稳增长的趋势，预计全球成品钻价格与钻石珠宝行业景气度受全球钻石珠宝销售额影响将被弱化，而上中下游的库存与上游开采量将成为短期与长期影响成品钻价格乃至全球钻石珠宝行业景气度主要因素。

（一）短期：信贷危机致使中游库存高企，抑制行业景气度

根据 E. G. D Research & Data 的数据，自 2017 年 12 月起全球成品钻库存指数便从 90 附近连连攀升至 2019 年 3 月的 130 左右，涨幅高达 44.44%，证明目前全球钻石珠宝产业链条上中游加工商的库存压力相对较大。

图 32 全球成品钻中游库存指数（以 2016 年 3 月为基准）



资料来源：E. G. D. Research & Data，中国银河证券研究院整理

在 18 年全球钻石珠宝销售额实现同比增长 4%，达到过去 7 年最高水平的情况下，造成中游成品钻库存激增的主要原因是来自两个方面：1) 印度作为全球最重要的毛坯钻加工中心遭受了严重的企业信贷紧缩危机。2018 年初，印度第二大有银行 Punjab National Bank（简称 PNB）卷入该国史上最大金融诈骗案，涉案金额高达 18 亿美元，涉案公司为印度珠宝大亨尼拉夫·莫迪（Nirav Modi）和他名下的 Gitanjali Gems 集团，此诈骗案直接导致印度银行对本国钻石珠宝行业的信贷规模大幅收紧。在信贷收紧的情况下，长期依赖于银行贷款实现资金周转的印度钻石珠宝加工企业只能主动降低成品钻价格以换取维系经营的现金流。2) 在印度毛坯钻加工企业面临信贷紧缩时，包括戴比尔斯与埃罗莎在内的毛坯钻开采商并未削减其产量，而这直接造成与其签约的 122 家“合约客户”为保证未来依旧能够继续得到稳定的毛坯钻供应，继续按毛坯钻开采商规定的价格购买一定量的毛坯钻，导致大量毛坯钻进入中游加工市场，进一步加剧了中游库存水平过高的问题。

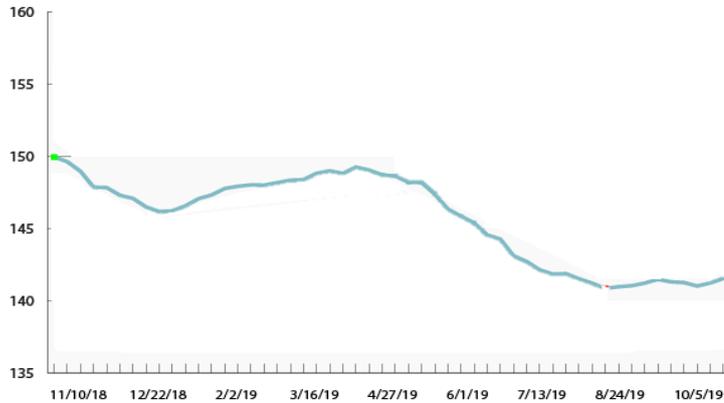
截止 2019 年 3 月份，全球成品钻中游库存指数尚未出现下降趋势，在中游企业信贷问题短时间内或难以得到明显缓解的情况下，上游毛坯钻开采商为防止全球成品钻中游库存过度抬升带动全球毛坯钻均价大幅下挫已经开始调整其销售策略。具体而言，戴比尔斯（De Beers Group）在 19 年年初便提出以“减量不减价”的方式来应对中游成品钻库存高企的问题，争取在不降低毛坯钻销售单价的前提下，通过缩减合约客户的毛坯钻采购量、提高回购标准以及提升可拒购比例等方式缓解中游库存压力，防止全球成品钻价格带动毛坯钻价格进一步下挫，最终造成全产业链景气度下行。近期，戴比尔斯（De Beers Group）公布 2019 年第 6/7/8 轮拍卖会的毛坯钻销售额分别为 2.50/2.80/2.95 亿美元，尽管远不及上年同期每轮约 5 亿美元的水平，但环比趋势正逐渐好转。另外，根据 RapNet 统计的成品钻中游库存量显示，截止 9 月 1 日全球中游成品钻库存同比下降 2.5%，证明上游的持续减产与新的销售策略正在努力缓解中游的库存压力，但仍需要较长时间才能完成由去库存到补库存的周期切换。

（二）长期：上游被动减产叠加中游库存周期，行业景气度持续提升

1、上游视角：开采商维稳毛坯钻均价，矿藏枯竭致使减产提升行业景气度

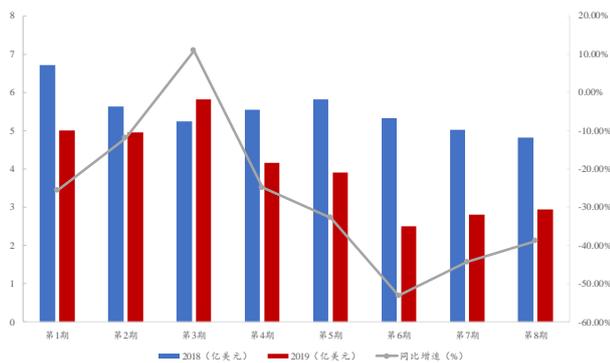
在全球钻石珠宝销售额长期保持较为温和增长趋势的前提下，全球成品钻价格受到上游毛坯钻的供给与上中下游的库存影响较大，并且相较于周期性明显的库存问题，上游毛坯钻供给一方面受制于人为操纵，另一方面还受制于不可控的自然因素影响。作为钻石珠宝产业价值链的起点，为了保证整个产业链条上各个环节间的维持动态平衡，毛坯钻矿产商将毛坯钻价格的稳定放在首位。面对此次中游企业流动性收紧的负面影响，上游毛坯钻开采商宣布以大幅减产的方式保证毛坯钻均价不出现显著下滑。从直接数据角度来看，这一策略已经初见成效，根据第三方独立分析师 P.Z 的数据统计，全球毛坯钻价格指数自 2019 年年初以来仅下跌 3.20%，但戴比尔斯（De Beers Group）和埃罗莎（Alrosa）两大毛坯钻矿产公司今年截止至最新的毛坯钻累计销售额分别实现同比下滑 27.27%/32.89%。

图 33 全球毛坯钻价格指数（以 2007 年 12 月为基准）



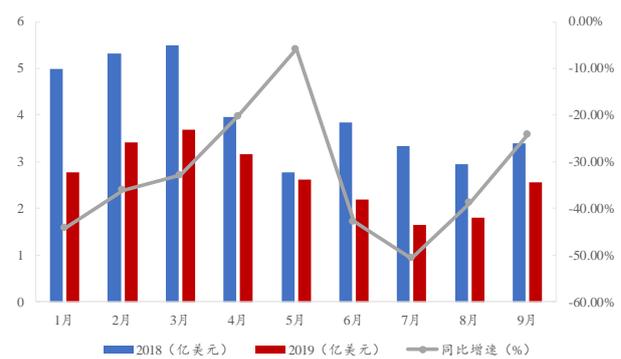
资料来源: P.Z. Analysis, 中国银河证券研究院整理

图 34 18-19 年戴比尔斯第 1-8 期毛坯钻销售额（亿美元）



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

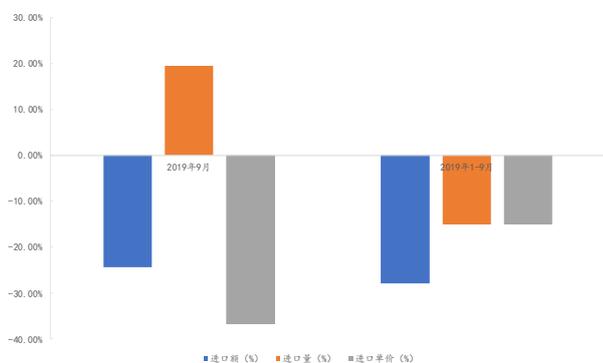
图 35 18-19 年埃罗莎 1-9 月毛坯钻销售额（亿美元）



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

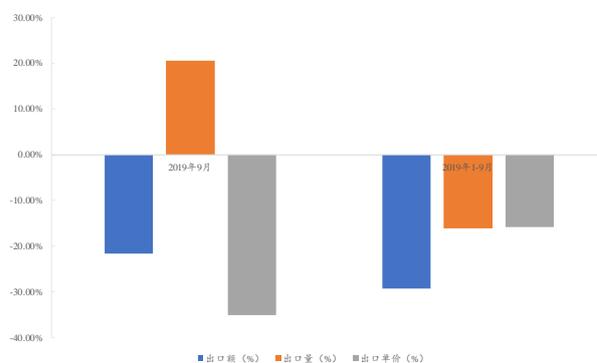
从间接数据角度来看，安特卫普钻石交易所 19 年 1-9 月毛坯钻累计进口量为 5806.58 万克拉，同比减少 16.09%，但受毛坯钻进口均价同比下滑 15.13% 的影响，累计进口额同比减少 28.00%；19 年 1-9 月累计出口量同比减少 16.09%，同样受毛坯钻出口均价同比下滑 15.80% 的影响，累计出口额同比减少 29.35%。综合直接数据与间接数据来看，中游的库存积压问题短期依旧未得到显著缓解，而这就造成了上游毛坯钻销售端的价格与贸易端的价格波动幅度出现较大差异。如若未来毛坯钻销售端的价格波动趋势向贸易端靠拢的话，那么上游毛坯钻开采商将必须采取更加激进的措施维稳毛坯钻销售价格，但长期来看我们相信上游毛坯钻供应商有能力保证毛坯钻价格维持小范围内波动。

图 36 安特卫普钻石交易中心 2019 年毛坯钻进口情况 (%)



资料来源: AADC, 中国银河证券研究院整理

图 37 安特卫普钻石交易中心 2019 年出口情况 (%)



资料来源: AADC, 中国银河证券研究院整理

在上游毛坯钻开采商努力努力维持毛坯钻均价的基础上, 根据彩钻研究基金会 FCRF 的数据显示, 世界上现存的毛坯钻矿藏资源正在迅速枯竭, 而伴随着可开采毛坯钻总量逐渐减少, 未来毛坯钻开采商或将不得不减少供应以延长自身矿藏的可开采年限。彩钻研究基金会 FCRF 称在未来的 25 年内, 目前全球运营的 45 个最著名的毛坯钻矿中大部分矿产将不复存在, 甚至预测最后一颗钻石将会在未来 60 年之内被挖掘出来。与此同时, 国际毛坯钻巨头戴比尔斯 (De Beers Group) 与全球知名咨询机构贝恩公司 (Bain & Company) 同样认为未来短时间内发现新的大规模毛坯钻矿山的概率微乎其微, 而仅靠目前正在建设的新项目和现存项目的扩建将难以弥补矿藏枯竭造成的产量损失。总的来说, 上游开采商应对短期动态失衡状态时采取的维稳措施叠加天然毛坯钻矿藏资源面临枯竭危机的自然因素在未来较长一段时间内将成为全球毛坯钻均价稳中有升的有力支撑。基于此, 未来在钻石珠宝行业需求端不出现长期疲软的情况下, 毛坯钻均价稳中有升的长期趋势将推动成品钻价格长期保持温和增长趋势, 从而拉动钻石珠宝行业的整体景气度不断抬升。

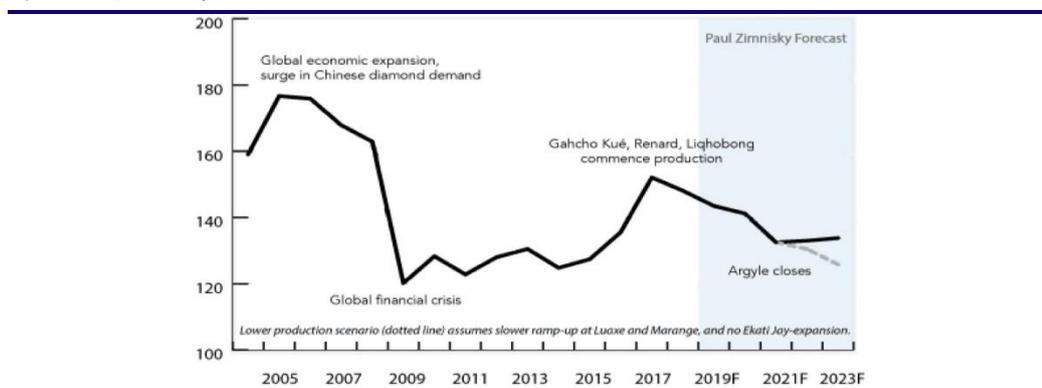
表 2 停矿顺序预测

未来关闭时间	埃罗莎 (Alrosa)	戴比尔斯 (De Beers Group)	力拓 (Rio Tinto)	佩特拉 (Petra)	其他 (Others)
	Komsomolskaya; International;				
1-5 年内	Nyurbinskaya; Aikhal-Underground ; Jubilee	Victor	Argyle; Diavik		
6-11 年内		Orapa; Gahcho Kue	Murowa	Finsch; Williams	Krone-Endora
12-17 年内		Damtshaa; Jwaneng; Kimberley		o; Koffiefon tein	Leraia; Ekati ; Merlin; Renard

	Udachniy		
18-23 年内	Underground; Verkhne-Munskoye	Letlhakane	Karowe
24-31 年内	Aikhal; Nyurba Placers; Mir	Venetia	Kao,Letseng
32-40 年内	Udachny		
41-50 年内		Debmarine	
51-60 年内	Zarnitsa		Koidu

资料来源: FCRF, 中国银河证券研究院整理

图 38 全球毛坯钻产量预测

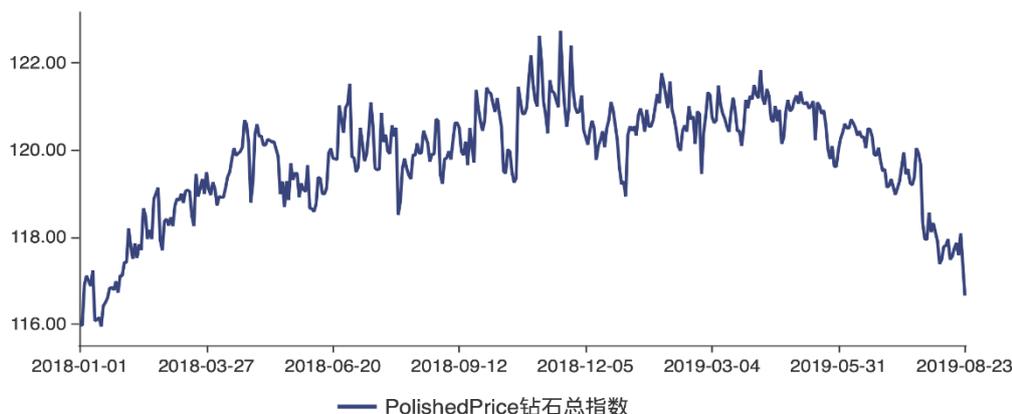


资料来源: P. Z. Analysis, 中国银河证券研究院整理

2、库存视角：成品钻价格周期振幅逐步收窄，小幅波动将成新常态

根据 P. P 提供的统计数据来看，进入 2019 年以来，全球成品钻价格指数由 122 左右迅速下挫至 8 月底的 116 点左右，虽然下跌幅度仅为 4.92%，但已经触及过去 5 年以来的最低点。然而，这并非是钻石珠宝行业首次经历成品钻价格的下行周期。08 年金融危机时，全球成品钻价格指数触及最大跌幅 30% 后强力反弹 57%；2011 年到达历史高点后下挫约 20% 后反弹约 10%；2014 年下挫约 15% 后反弹 5%。纵观历史上由于库存或需求疲软导致的成品钻价格指数大幅波动的情况，我们能够清晰地看到下挫幅度与反弹力度均呈现逐次减弱的趋势，再结合目前成品钻价格指数已经处于近十年的低点附近，我们预计本轮由中游库存高企与下游销售不确定性增强造成的成品钻价格指数下行趋势在不出现极端情况的前提下难以超越前期振幅。

图 39 Polished Price 钻石总指数 (2018 年-至今)

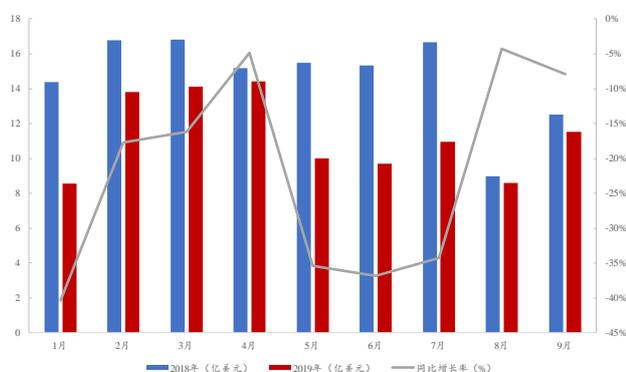


资料来源: P.P.com, 中国银河证券研究院整理

尽管目前全球钻石珠宝行业中游库存高企的问题依旧不容小觑,但就近期的数据来看,安特卫普钻石交易中心今年9月份的毛坯钻进出口量均实现大幅增长(见图36、37),分别实现同比增长19.52%/20.54%,今年以来首次出现进出口双增长的状况,一定程度上证明全球钻石珠宝行业中游积压库存问题并未进一步加剧。

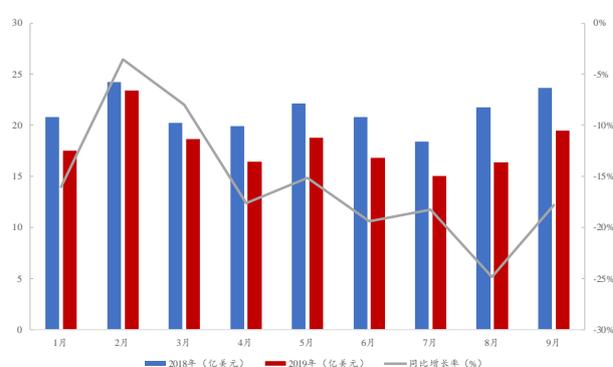
与此同时,占据全球毛坯钻净进口90%份额的印度市场近期的毛坯钻和成品钻的贸易数据同样出现了些许回暖迹象,进一步证明全球钻石珠宝行业在经历了动态失衡后正在努力重新恢复平衡。2019年年初至今,印度的毛坯钻进口额和成品钻出口额较去年同期均出现显著下降,月度同比降幅甚至一度突破40%。但是,最近三个月印度的毛坯钻进口额同比降幅已大幅缩窄,并逐步接近由负转正的临界点,9月毛坯钻进口额同比降幅仅为7.88%,较前期1-8月平均降幅21.34%的水平实现大幅收窄;印度成品钻出口额的同比降幅在8月份时触底并开始反弹,9月成品钻出口额同比降幅-17.82%,相较8月份的-24.86%缩窄7.04%。基于印度与安特卫普这两大全球钻石交易中心的毛坯钻与成品钻贸易出现同比降幅大幅缩窄甚至回暖的迹象,我们认为未来在需求端不出现类似于08年金融危机时显著负增长的状况下,中游毛坯钻加工商将进一步消化现有库存,推动行业恢复动态平衡。

图 40 2019 年 1-7 月印度毛坯钻进口额 (亿美元)



资料来源: GJEPC, 中国银河证券研究院整理

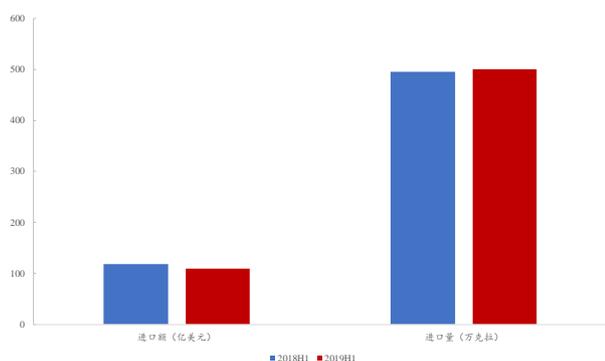
图 41 2019 年 1-9 月印度成品钻出口额 (亿美元)



资料来源: GJEPC, 中国银河证券研究院整理

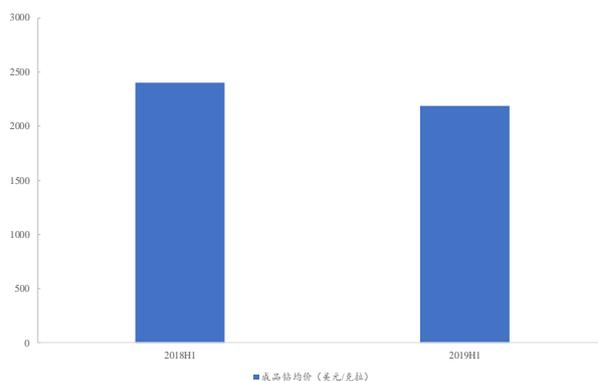
另外，从钻石珠宝行业下游对成品钻的需求来看，占据全球超过 60% 销售额的美中两国尚未出现由于库存压力过大或受经济负面影响出现的销售额明显恶化迹象。2019 年上半年，美国成品钻进口额下降 8%，达到 109.43 亿美元，但进口量增长 1%，美国成品钻进口额下降的主要原因是由于进口成品钻均价同比下降 9% 所导致的；

图 42 美国 2019 年上半年成品钻进口状况 (亿美元, 万克拉)



资料来源: US Census Bureau, Rapaport archives, 中国银河证券研究院整理

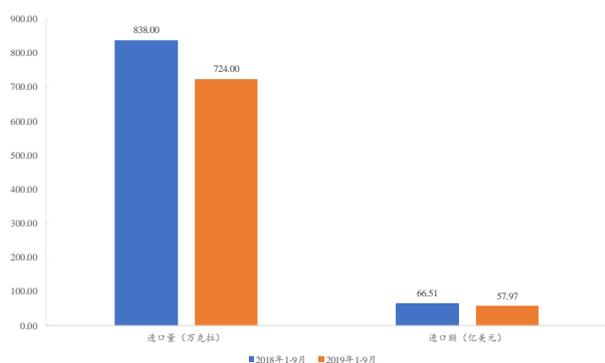
图 43 美国 2019 年上半年成品钻进口均价 (美元/克拉)



资料来源: US Census Bureau, Rapaport archives, 中国银河证券研究院整理

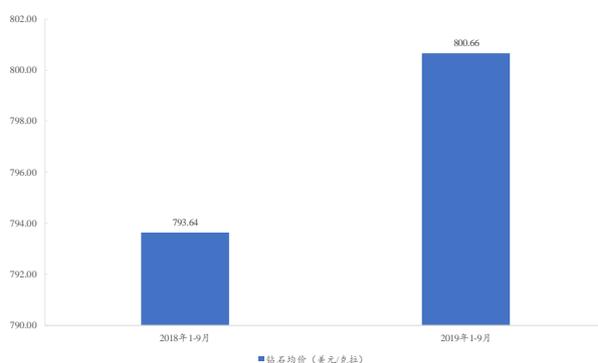
至于中国市场，根据海关总署披露的钻石进口数据来看，今年 1-9 月我国进口钻石总额同比减少 12.84%，进口总量同比减少 13.60%，进口均价同比上升 0.88%，造成我国今年至今的钻石进口数据不佳的主要原因主要是受到 2018 年度国内钻石珠宝零售商备货较为充足导致补库存需求减少所致。国内著名钻石珠宝品牌零售企业“周大生”于 2019 年半年报中公告称公司上半年由于上一季度的钻石备货量较大导致 2019 年上半年采购量 8.36 万克拉，较去年同期减少 28.75%，采购金额由上年同期的 6.6 亿元下降至 6.2 亿元，同比下降 6.1%，与国家海关总署的统计数据趋势较为一致。

图 44 中国 2019 年 1-9 月钻石进口状况 (亿美元, 万克拉)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院整理

图 45 中国 2019 年 1-9 月钻石进口均价 (美元/克拉)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院整理

通过美中两国的成品钻贸易数据，我们认为占据过半钻石珠宝销售额的美国市场对成品钻的进口需求并未出现恶化迹象，而中国由于 2018 年度钻石珠宝品牌零售商备货充足导致进口

量出现回落,但中国市场仅占全球销售总额的 12%,对全球成品钻需求端造成的负面影响有限。

长期来看,全球成品钻价格指数的周期性波动范围将逐步缩窄,而目前正在经历的下行周期将在中游主动去库存与下游需求的坚挺下逐步趋向正常化,成品钻价格未来将在毛坯钻价格受矿藏枯竭稳步抬升的推动下温和上涨,推动行业景气度不断提高。

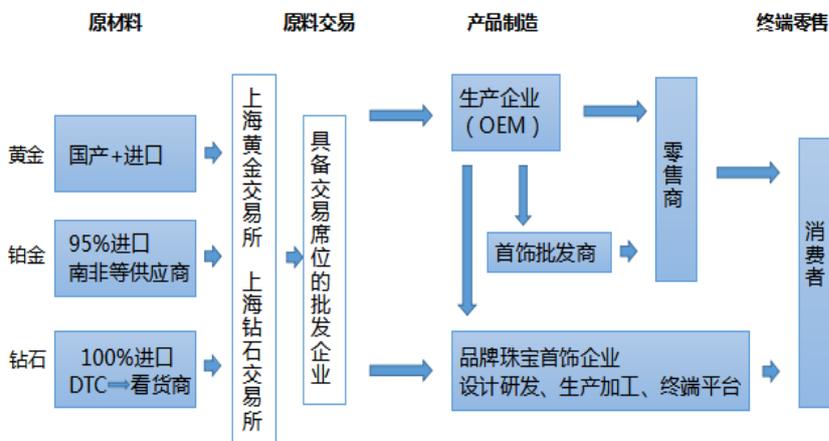
三、中国钻石行业现状及未来发展：渠道下沉与产品多元化并行

(一) 供给端：原材料全部依靠进口，品牌零售商层次分明

1、总量视角：企业集中在产业链中下游，18 年成品钻进口额创历史新高

由于缺乏对毛坯钻矿藏资源的掌握,我国的钻石珠宝企业主要集中在产业链中下游环节。从全球毛坯钻净进口额占比来看,我国是除印度外的全球第二大钻石切割抛光国,占 17 年全球毛坯钻净进口额的比重不足 10%。基于我国并没有过多的毛坯钻矿产资源,毛坯钻与成品钻主要通过保税贸易和一般贸易这两种方式进入我国市场。保税贸易方式指的是毛坯钻或成品钻在进口至我国海关后可凭借已签订的加工合同将货物发往相应工厂完成切割、抛光、翻修等工序,由于此类货品不在国内市场进行销售,故而不对此类货物征收关税;一般贸易指的是指货物在完税后进入中国大陆,允许在大陆市场销售的货物。我国毛坯钻与成品钻等钻石货品的一般贸易进口的唯一通道是上海钻石交易所,所有进口至中国内地市场的钻石货品必须通过此交易所完成交割与备案,然后其中大部分待加工钻石货品将运抵我国钻石珠宝加工企业众多的广东省进行加工。根据贝恩咨询的报告,2010 年我国共计拥有 3 万-5 万名钻石加工技师,其中大部分集中在广东省地区。除了众多钻石加工企业,我国还拥有众多钻石品牌零售商,他们主要依靠从海外中游供应商手中进口成品钻石,然后采取委托加工的生产方式在国内完成从造型设计到镶嵌成品的全过程,最终借助品牌零售商的营销手段以及依靠自身或经销与加盟商所搭建的渠道向终端消费者进行销售。

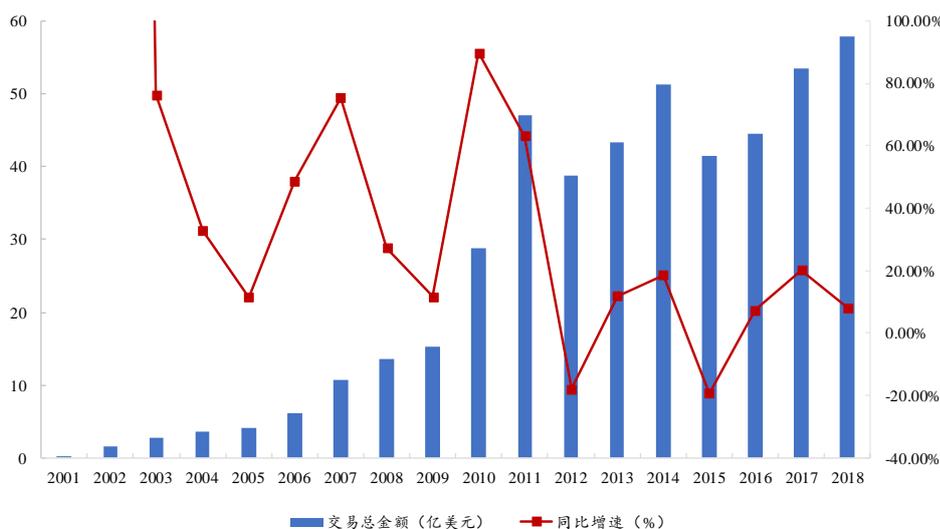
图 46 中国珠宝首饰行业产业链状况



资料来源：周大生招股说明书，中国银河证券研究院整理

自 2000 年上海钻石交易所成立至 2011 年期间，我国的钻石交易总额实现超高速增长，由 2001 年的 1400 万美元增长至 2011 年的 47.07 亿美元，CAGR 高达 78.92%。在此期间，尽管遭受了 08 年爆发金融危机的冲击，但我国的钻石交易总金额在 08 年-09 年依旧保持了 10% 以上的同比增长。然而，12 年-18 年上海钻石交易所钻石交易总额 CAGR 便回落至 6.94%，远不及前期水平，而造成增速大幅回落的原因一方面是尽管我国在金融危机后利用多项刺激性政策保证经济发展，但终究难以摆脱金融危机后全球经济不景气的宏观环境负面影响；另一方面是前期国内钻石珠宝供给远低于需求导致供不应求的局面，致使行业经历了超高速增长，而在国内钻石珠宝供给逐渐匹配真实消费需求时，钻石交易总额的增长速度便自然会回落至匹配钻石珠宝实际消费需求的增长水平。2018 年，上海钻石交易所公布的钻石交易总额达到 57.84 亿美元，同比增长 8.24%；一般贸易项下的成品钻进口总额为 27.06 亿美元，同比增长 7.6%，交易总额与成品钻进口总额均创下钻交所成立以来的新高，但同比增速较 17 年同期 20% 左右的增速而言大幅放缓。基于我国目前已经度过前期供需不匹配的迅猛发展期并处于供需平衡的合理发展期，未来我国钻石珠宝的供给变化趋势将更多地匹配我国钻石珠宝销售额的增长情况。

图 47 上海钻交所钻石交易总金额（亿美元）



资料来源：上海钻石交易所，中国银河证券研究院整理

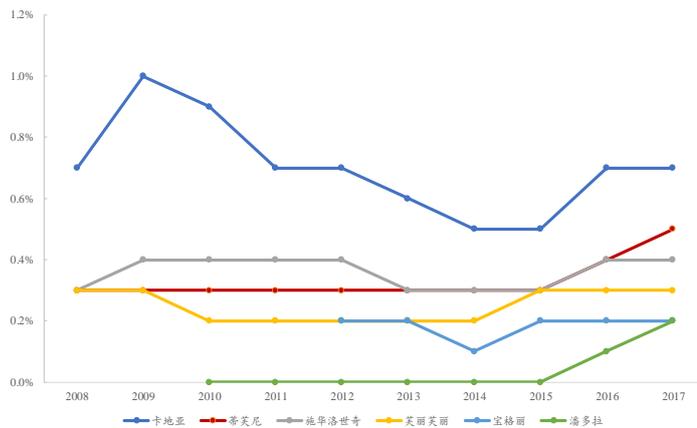
注：2002 年同比增速 1021.43%，为看清后续趋势未在图中显示。

2、结构视角：竞争格局三足鼎立，大众品牌渠道为王

当前我国钻石珠宝行业已经形成了外资、港资、中资三足鼎立的竞争格局，品牌定位层次分明。按照品牌自身定位区分，外资品牌精准定位于高端钻石珠宝市场，主要面向一二线城市人均可支配收入较高的消费人群，而港资和中资品牌则定位于竞争更为激烈的中高端市场。具体来看，中资品牌将渠道网点重点分布在三四线城市，先行抢占低线城市，而港资紧随其后也正积极布局三四线城市渠道，预计未来港资与中资品牌在一二线城市的竞争力将落后于外资品牌，而三四线城市将成为未来港资与中资主要争夺的战场。

外资高端钻石珠宝的品牌定价高，使得其市场定位较为局限。卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bvlgari)、蒂芙尼(Tiffany)等外资品牌历史悠久，知名度高，自身产品定价与定位偏向高净值客户，但是由于目前我国的高净值收入人群在社会中的占比相较于发达国家而言依旧较低，导致这些外资高端品牌在我国钻石珠宝市场中的占有率处于相对较低的位置。从经营方式和门店分布而言，为保证服务与产品质量以及正确地宣传自身品牌形象，外资钻石珠宝品牌在全球所设立的门店大多为自营模式，鲜有加盟门店，并且为了更高效地接触到符合自身品牌定位的高净值客户，外资品牌的自营门店大多开设在人均可支配收入较高的一、二线城市。

图 48 外资钻石珠宝品牌中国大陆市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 3 外资钻石珠宝品牌在华概况

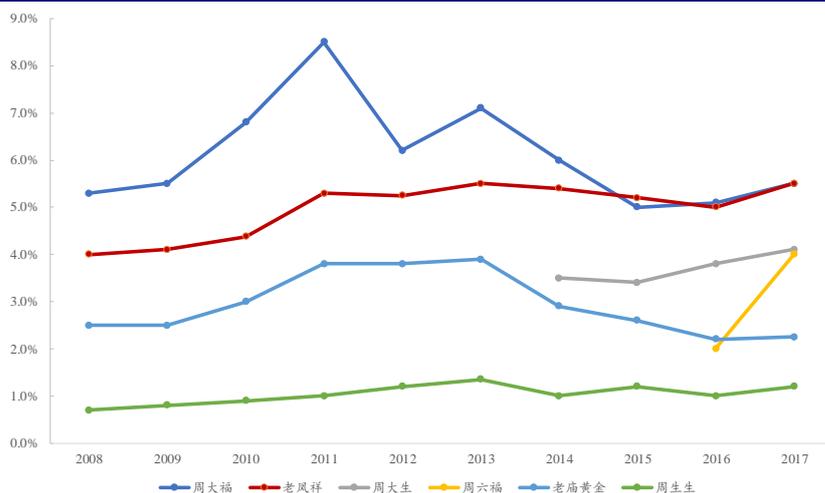
资方	品牌	成立时间	进入中国市场时间	主要产品类	直营店数	加盟店数	总门店数	门店分布
外资	蒂芙尼	1837	2001	钻石珠宝	34	--	34	北京、上海、成都、香港
	卡地亚	1847	1992	钻石珠宝	36	--	36	
	宝格丽	1884	2004	钻石珠宝、彩色宝石	36	12	48	北上广深及成都共计 19 家
	戴比尔斯	1888	2011	钻石珠宝	8	--	8	京津沪、南京、西安、香港、澳门、台湾

资料来源: 公司年报及官网, 中国银河证券研究院整理

港资与中资钻石珠宝品牌商在产品定价与定位均以中等收入人群为主且产品本身相差无几，从而导致二者之间的竞争激烈，需要依靠大力发展渠道才能在中立市场站稳脚跟。由于面向大众的钻石珠宝产品与产品之间难以拉开较大差距，导致消费者对于各大中资或者港资钻石珠宝品牌的产品设计敏感度较低。基于此，对于中资与港资品牌来说，线下渠道的搭建与品牌推广便显得尤为重要。在我国正在经历的消费升级过程中，三四线城市居民的消费升级欲望强烈，但消费能力尚未达到与一、二线城市居民的水准，这对于在一、二线城市与外资品牌难以

抗衡的中资与港资钻石珠宝品牌而言无疑是一片新天地。在向低线城市渗透的过程中，渠道铺设与营销能力出众的中资品牌优势更为明显，但港资品牌在意识到低线城市的消费潜力后也正积极开拓三、四线城市市场，大力扩展门店进行跑马圈地，不断提升自身品牌在低线城市市场中的占有率。

图 49 港资、中资珠宝品牌中国大陆市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 4 港资、中资钻石珠宝市场主要品牌

资方	品牌	成立时间	进入中国时间	主要品类	直营店数	加盟店数	总门店数	门店布局
港资	周大福	1929	1998	黄金首饰+ 钻石珠宝	1605	1383	2988	北上广深港澳台共计 487 家门店
	周生生	1934	1994	黄金首饰+ 钻石珠宝	--	--	520	北上广深天津 128 家 门店
	谢瑞麟	1971	1988	黄金首饰+ 钻石珠宝	193	187	380	北上广深港澳台共计 80 家门店
中资	周大生	1999	--	钻石珠宝+ 素金首饰	302	3073	3375	华东、华中、华北地 区 2663 家
	周六福	2004	--	钻石珠宝+ 素金首饰	9	2781	2790	华南、西南地区为主
	莱绅通 灵	1999	--	钻石珠宝	290	447	737	江苏、山东、安徽、 河南为主

资料来源: 公司年报及官网, 中国银河证券研究院整理

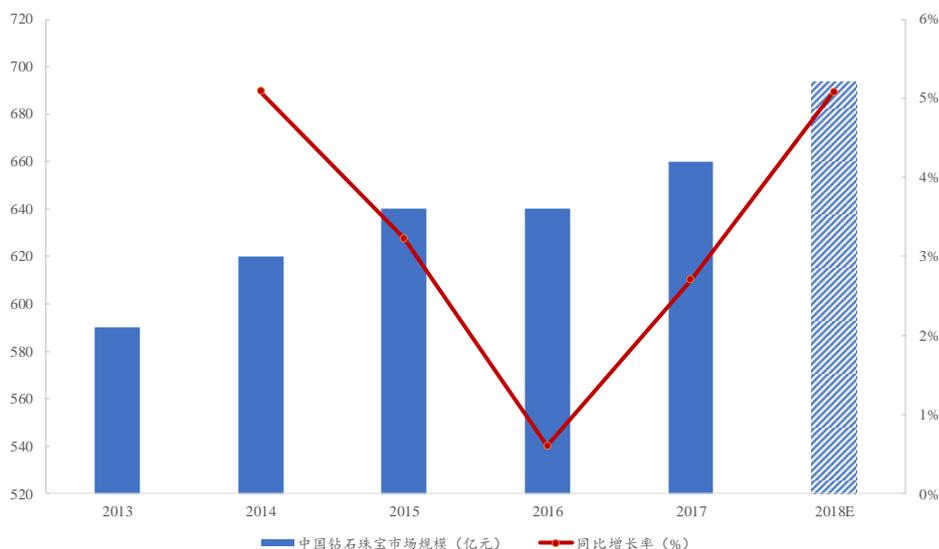
注: 直营店数、加盟店数指中国大陆境内, 截止 2018 年年末。

（二）需求端：低线城市“小镇青年”钻石消费提升，非婚嫁产品接棒婚嫁助推行业发展

1、总量视角：百亿美元销售额位列全球第二，增速依旧领跑全球

自 2009 年以来，我国稳居全球第二大钻石消费市场。根据产业信息网数据，我国钻石首饰消费规模从 2006 年的 31 亿美元增长至 2017 年的 100 亿美元，年均复合增速高达 11.23%。2018 年全球钻石市场规模为 859 亿美元，若 2018 年我国钻石珠宝销售额全球市场份额保持 2017 年水平（约 12%），则我国 2018 年的钻石珠宝销售额大约为 104.8 亿美元，对应同比增长 5.08%，对应销售额同比增加 4.8 亿美元，领先 2018 年全球钻石珠宝销售额 4.88% 的同比增速。

图 50 中国钻石珠宝销售额（亿元）

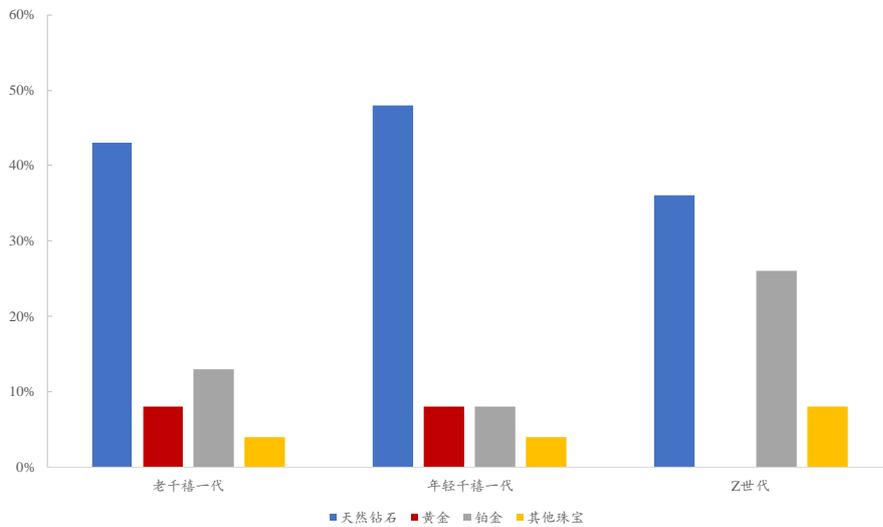


资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

2、结构视角：低线城市年轻化群体崛起，多元化产品满足非婚嫁自购需求

若按年龄层级划分我国的钻石消费市场，如前文中图 27 与图 28 所述，无论从钻石珠宝消费总金额还是消费件数上来看，年龄处于 26-39 岁的老千禧一代（约占 70%）与年龄处于 21-25 岁的年轻千禧一代（约占 8%）是当前的主力消费者，而尚处于 0-20 岁的 Z 世代（约占 1%）可能是未来的主力消费人群。根据戴比尔斯的研究显示，中国女性对于珠宝类产品的偏好较为一致：48% 的年轻千禧一代和 43% 的老千禧一代将钻石作为首选；而在 Z 一代中，36% 将钻石作为首选，26% 将铂金首饰排在第二位。

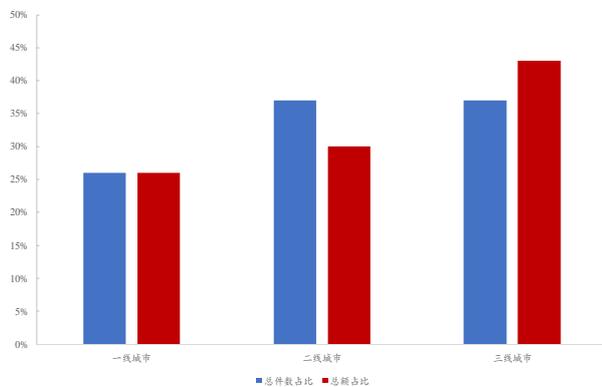
图 51 2016 年各年龄段女性最偏爱珠宝礼物占比 (%)



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

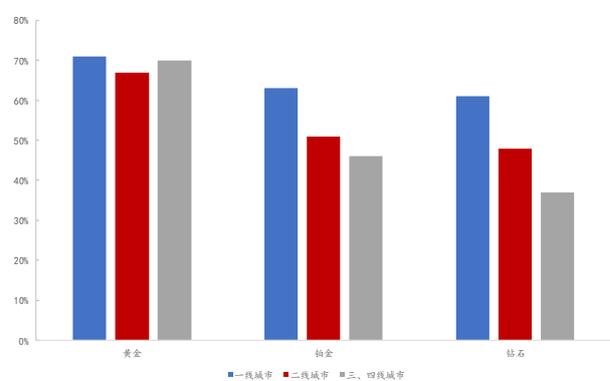
若按城市层级划分我国钻石消费市场,截止2016年我国三、四线城市的钻石珠宝销售额占比已远超一线与二线城市。截止2016年,我国三、四线城市的钻石珠宝总销售额与总件数在全国占比分别为43%和37%,其中总件数占比已经与二线城市持平,但钻石珠宝消费总额占比已经显著高于一、二线城市水平,证明三、四线城市的钻石珠宝消费单价已经远超二线城市水平,凸显出三、四线城市在消费升级过程中需求的迅猛增长。尽管销售额占比远超一、二线城市,但三、四线城市的钻石珠宝渗透率依旧低于一、二线城市,截止2016年我国一线城市的钻石珠宝渗透率为61%,远超三、四线城市的渗透率的37%。单从数据上来看,我国三、四线城市的钻石珠宝渗透率在未来仍有较大提升空间,而这一渗透率的提升与三、四线城市老千禧一代与年轻千禧一代中女性消费者的可支配收入密切相关。短期来看,通过中资与港资钻石珠宝品牌零售商在三、四线城市的渠道铺设,三、四线城市的钻石珠宝渗透率或能得到进一步提升,但长期推动三、四线乃至一、二线城市钻石珠宝渗透率的核心因素依旧是人均可支配收入的不断提升。

图 52 2016 年各线城市钻石消费占比 (%)



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

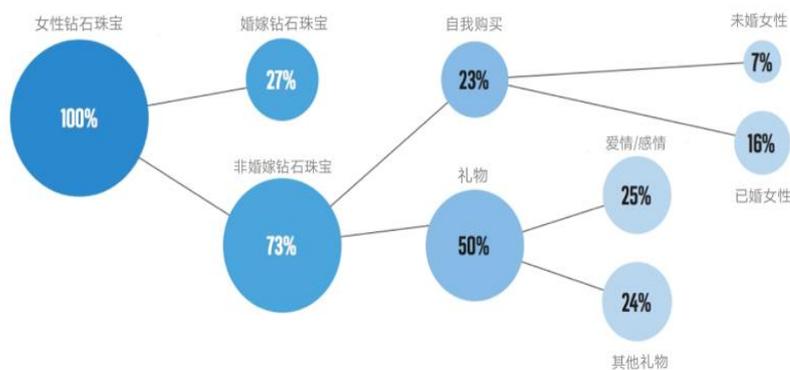
图 53 2016 年各线城市珠宝首饰分类别渗透率 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院整理

若按钻石珠宝消费人群的需求划分，钻石珠宝的消费需求主要来自两大市场：1) 婚嫁市场；2) 非婚嫁的日常佩戴市场。根据戴比尔斯的数据统计，14-16 年美、日、中三国占据全球钻石珠宝销售总额的 67%，而这其中三国的女性消费者贡献了销售总额的 95%。再进一步拆分，女性消费者购买钻石珠宝的目的中满足婚嫁需求/满足非婚嫁需求的比例分别为 27%/73%。尽管从数据上来看，满足非婚嫁需求为目的的消费占比更高，但我们认为这一方面是由于美国与日本在统计的三国之中销售额占比高达 82.09%，而在发达国家的成熟市场中职业女性的占比以及消费观念与仍处于发展中的我国相比存在较大差异，导致最终数据结果难以反映三国的真实情况；另一方面是满足非婚嫁需求中的礼物中包含以表达爱情/感情为目的消费需求，而这与婚嫁市场毫无疑问存在高度相关关系，故而将其与婚嫁需求一并归为“泛婚嫁需求”或许更为合适。若按照“泛婚嫁需求”/非婚嫁需求重新对钻石珠宝消费进行划分，那么同样以 14-16 年美、日、中三国的数据为样本，二者之间的占比应为 53%/47%，“泛婚嫁需求”略占上风。

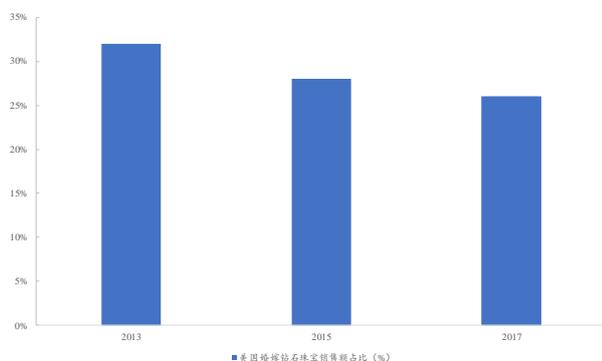
图 54 2014-2016 年美日中三国女性钻石珠宝消费需求分类（按销售额计算）



资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

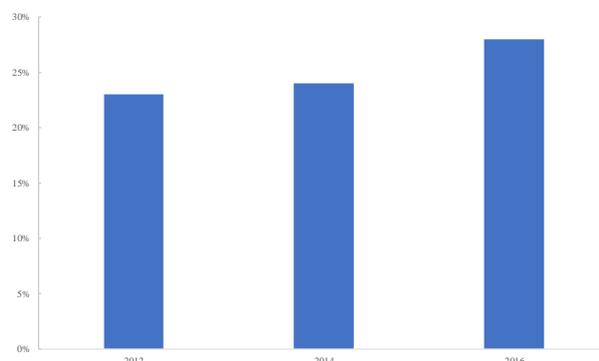
就婚嫁需求来说，我国目前的婚嫁市场中钻石珠宝的渗透率已经略微超过美国这样的发达国家成熟市场。美国 2017 年为满足婚嫁需求的钻石珠宝销售额占比为 26%，但这一占比是从 2013 的 32% 连年下滑所致。至于中国，2012 年时我国为满足婚嫁需求的钻石珠宝销售额占比仅为 23%，之后经过连年提升于 2016 年达到 28%，超越美国 2017 年 26% 的水平。结合我国目前尚迈入发达国家之列并且我国婚嫁市场的钻石珠宝渗透率依旧远低于美国与日本的水平，我们预计未来短期内我国钻石珠宝中婚嫁市场的份额仍将受到钻石珠宝在婚嫁市场中的渗透率提升而上升，但参照美国与日本等发达国家的成熟市场，钻石珠宝在我国婚嫁市场中的渗透率必将会在达到顶峰后回落并维持在一定范围内上小幅波动。长期来看，我国以满足婚嫁需求的钻石珠宝消费将彻底让位于非婚嫁需求消费。

图 55 美国婚嫁钻石珠宝需求占比 (%)



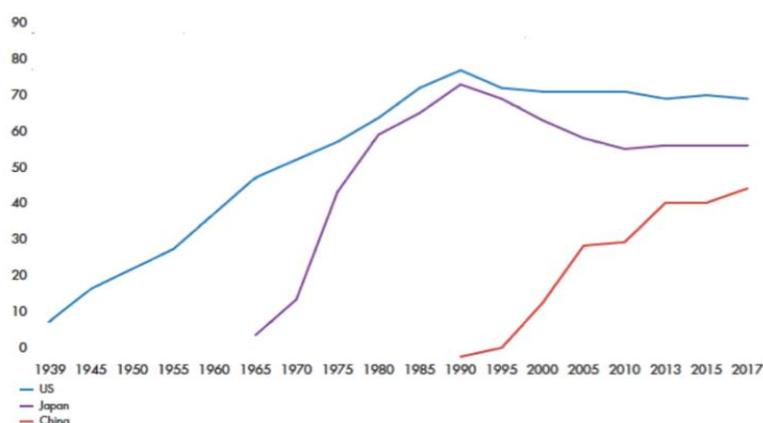
资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

图 56 中国婚嫁钻石珠宝需求占比 (%)



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

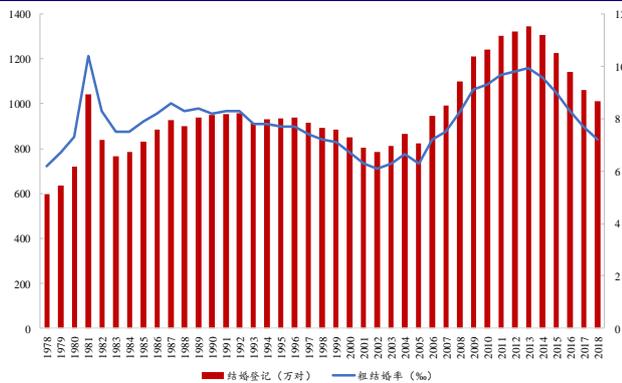
图 57 钻石珠宝在美日中三国婚嫁市场的渗透率 (%)



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

尽管短期内我国钻石珠宝行业中为满足婚嫁需求的消费仍有一定的成长空间，但是结合我国近年来的结婚登记对数以及粗结婚率数据来看，二者均处于稳步下滑的区间内，接近我国改革开放以来的最低水平。截止 2018 年，我国结婚登记对数共计 1010.8 万对，较去年同期同比下滑 4.92%，近五年 CAGR-5.58%；粗结婚率为 7.2‰（千分之 7.2），较去年同期降低 0.5%，近五年 CAGR-6.21%。

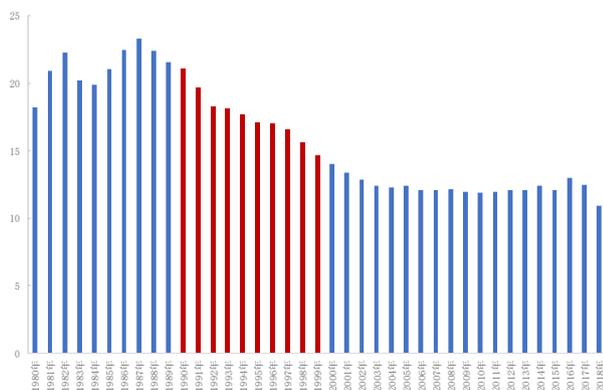
图 58 中国按年龄婚姻登记人数 (万人)



资料来源：民政部，中国银河证券研究院整理

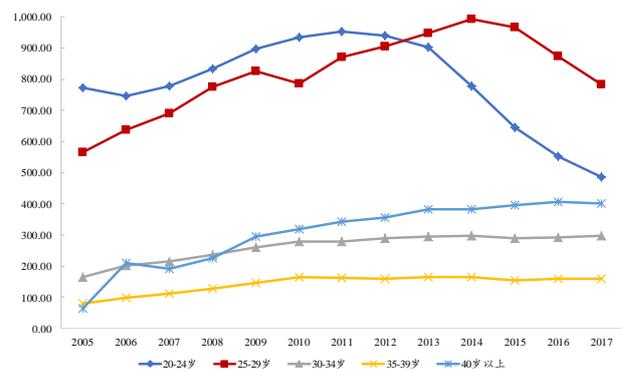
造成我国目前结婚率以及结婚对数连年下滑的因素主要来自于两方面：1) 适婚年龄人口总数的减少；2) 社会的晚婚趋势日趋严峻。具体来看，我国的人口出生率由1990年的21.06%下降至1999年的14.85%，而在此段时间出生的人群目前正处于适婚年龄范围，但鉴于此阶段人口基数显著低于前期水平，我国的适婚人口总数也就较10年前出现较大幅度下滑，并且这一趋势在未来中长期内受2000年后人口出生率持续下滑的抑制因素影响将得以延续，直至新的“婴儿潮”出现。除以外，自2013年开始我国结婚登记公民的年龄段占比最高的年龄段已经由先前的20-24岁后延至25-29岁，足以证明社会晚婚趋势愈发明显，而这一趋势将进一步压制我国未来短期与中长期的结婚率水平以及结婚对数。

图 59 中国人口出生率 (千分之一, %)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 60 中国结婚登记对数 (万对) 和粗结婚率 (千分之一, %)

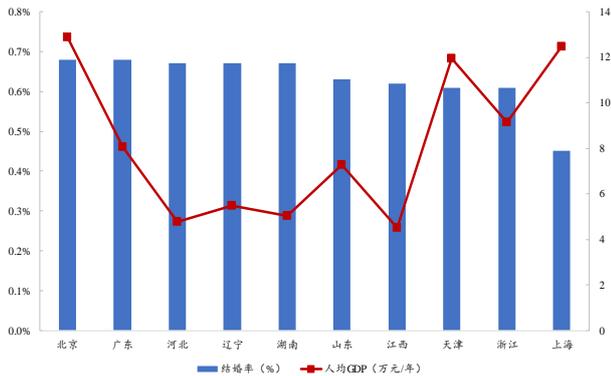


资料来源：民政部，中国银河证券研究院整理

全国整体结婚率低下与结婚对数持续下滑依旧难掩我国部分省份地区出现显著高于全国水平的状况，但仅依靠发掘高结婚率与结婚对数的省份拉动我国钻石珠宝行业的婚嫁市场略显乏力。通过2017年我国各省份的结婚率数据统计，我们能够发现人均GDP相对较低的地区结婚率显著高于人均GDP较高地区的水平。但这并不是证明未来在低线城市内钻石珠宝市场提升空间高于一、二线城市有力依据，一方面是因为当前我国三、四线城市的钻石珠宝渗透率远低于一、二线城市且渗透率的提升需要与人均可支配收入的增长挂钩，导致渗透率提升缓慢。

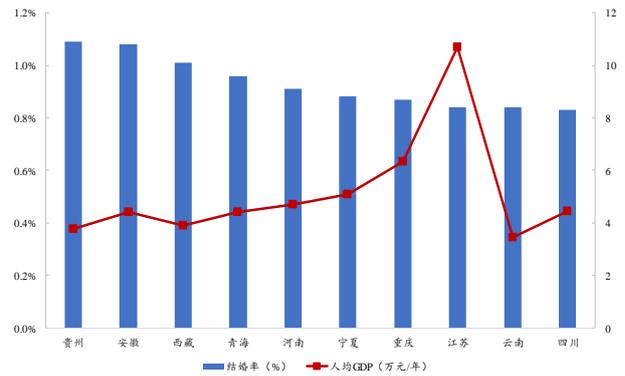
换言之，在高结婚率与低渗透率并存的情况下，低线城市人群为满足婚嫁需求选择购买钻石珠宝的转化率难以提升，故而难以对我国钻石珠宝行业的持续增长提供强劲的助推力。综合来看，短期内想要依靠为满足婚嫁需求的钻石珠宝消费拉动我国整个钻石珠宝行业保持较快增长的动力略显不足，长期来看，婚嫁市场依旧能够为钻石珠宝市场保持增长提供一定的驱动力。

图 61 17 年结婚率前十名省份与人均 GDP 情况 (万元)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

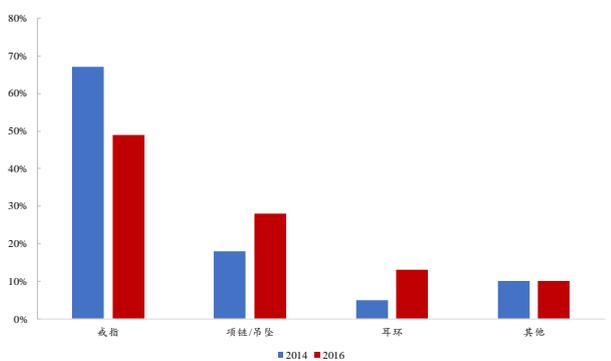
图 62 17 年结婚率后十名省份与人均 GDP 情况 (万元)



资料来源：民政部，中国银河证券研究院整理

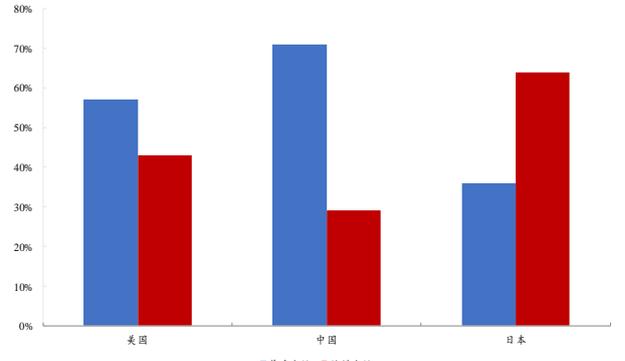
在婚嫁市场短期内较为乏力的情况下，钻石珠宝的非婚嫁需求增长或能为行业提供额外驱动力。根据前文中提到的 2016 年我国钻石珠宝需求近 30% 来自于婚嫁市场 (图 54)，那么我国钻石珠宝另外 70% 左右的份额便来自于非婚嫁需求。非婚嫁需求崛起的主要表现之一便是消费者对钻石珠宝的关注度由单一的钻戒趋向多元化产品。2014 年，中国消费者购买的钻石首饰中钻戒/其他钻石首饰销售额的比重为 67%/33%，而到了 2016 年，钻戒/其他钻石首饰的销售占比为 49%/51%，其他非钻戒首饰的占比显著提升证明越来越多的消费者为满足自身非婚嫁需求而购买钻石首饰作为日常佩戴装饰品，符合我们对钻石珠宝行业长期发展的看法。通过对美、日、中三国中自购钻石珠宝的女性消费者特征，我们可以看出目前我国自购钻石珠宝最多的便是达到中等收入水平的中年单身女性，而根据常识判断满足上述三类条件的大多为现代职场女性。从钻石珠宝自购需求的主力人群特征来看，我国当前的主力人群特征与这两大发达国家之间差异除去日本的结婚女性自购需求显著高于单身女性外几无差异。

图 63 中国钻石珠宝购买品类 (按件数) 占比 (%)



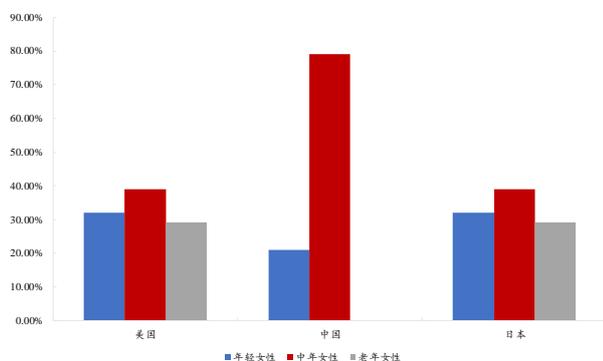
资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

图 64 女性自购需求特征一：按婚姻状态划分 (按件数)



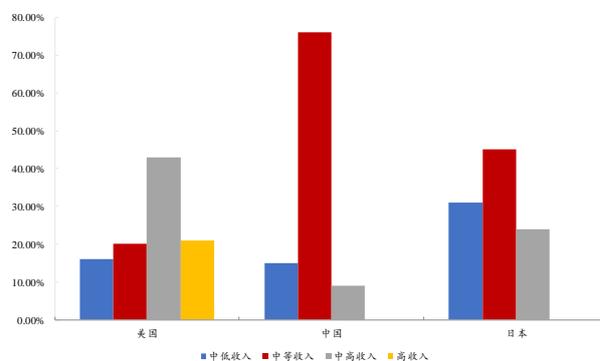
资料来源：De Beers，中国银河证券研究院整理

图 65 女性自购需求特征二：按年龄阶段划分（按件数）



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

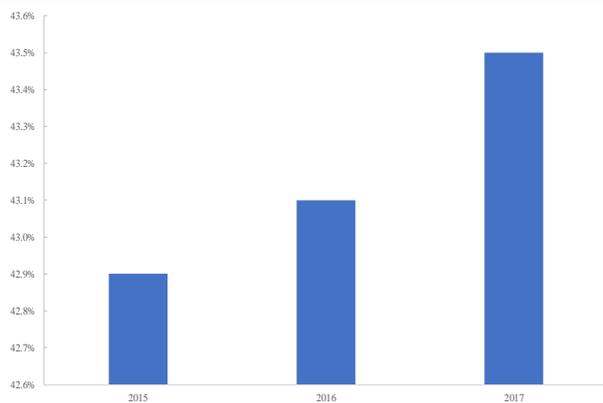
图 66 女性自购需求特征三：按年收入水平划分（按件数）



资料来源: De Beers, 中国银河证券研究院整理

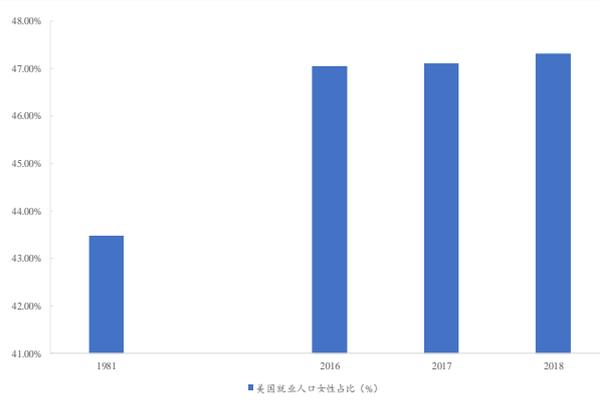
基于此，未来我国钻石珠宝非婚嫁需求能否为行业提供强大的驱动力将主要依靠：1) 我国职业女性的占比；2) 我国职业女性的年收入水平。自 2015 年至今，我国妇女就业规模持续扩大，职业女性占全社会就业人员的比重由 2015 年度 42.90% 提升至 2017 年的 43.50%，仅相当于美国 1981 年的女性就业人口占总就业人口的比重，而目前截止 2018 年美国就业人口中女性的比例为 47.32%，未来长期来看仍有一定的提升空间。至于年收入状况，未来随着全国人均可支配收入水平的不断提升，迈入中等收入人群势必将不断扩大，而在此过程中达到中等收入的职业女性总数也将得以提升。总的来说，我国的钻石珠宝行业短期内由于婚嫁市场承压与非婚嫁市场尚处于培育阶段的状况较难实现加速增长，但大概率能够继续维持较为平稳的温和增长。长期来看，我国的钻石珠宝行业未来发展的核心驱动力将在婚嫁市场中钻石珠宝的渗透率达到瓶颈后切换至由职业女性崛起带来的非婚嫁自购需求驱动实现持续增长。

图 67 中国女性就业人员占全社会就业人员的比重 (%)



资料来源:《中国妇女发展纲要(2011-2020年)》统计监测报告, 中国银河证券研究院整理

图 68 美国女性就业人员占全社会就业人员的比重 (%)



资料来源: Bureau of Labor Statistics, 中国银河证券研究院整理

四、配置建议：关注低线城市增长与非婚嫁需求提升的发展

(一) 周大生(002867.SZ)：低线城市布局领先叠加产品矩阵优势，予以“推荐评级”

周大生是当前全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。经过多年在行业内的深耕细作，公司凭借品牌、渠道、产品、供应链整合、标准化运营等优势，市场影响力和竞争力不断提升。从近几年世界品牌实验室(World Brand Lab)编制的《中国500最具价值品牌》排行榜来看，“周大生”品牌价值连续九年排名珠宝品牌类前三，2019年周大生品牌价值从去年的376.85亿元上升达500.18亿元。

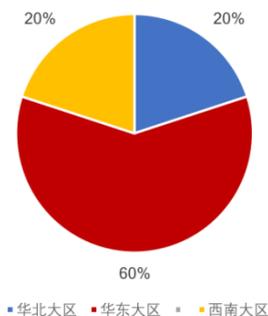
1、轻资产整合经营，集中核心价值环节发力

公司采用资源整合型模式，把握“品牌+供应链整合+渠道”产业模式的协同价值，以品牌定位为出发点，以终端市场需求为驱动力，将珠宝首饰企业附加值较低的生产 and 配送等中间环节外包，既适应行业供应链分工的趋势，降低了生产管理成本，又能集中资源倾注在投入回报率较高的品牌建设和推广、供应链整合和终端渠道建设等核心价值环节。

2、深耕三四线城市下沉市场，不断扩张门店抢占空白市场

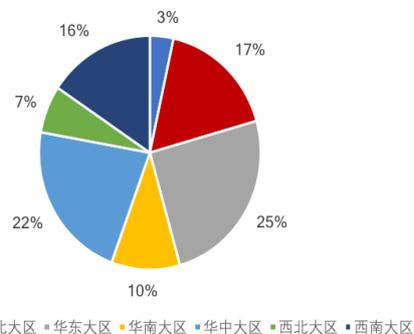
2019年上半年公司新开门店330家，净增加224家，其中加盟门店净增加231家，自营门店净减少7家。门店总数稳定增长，报告期末门店总数为3599家，门店数量较报告期初增长6.64%。由公司报告期新开自营门店和加盟门店各地区占比可以看出，除华北、华东地区一二线城市集中的区域门店数量增加最多，以三四线城市为主的华中地区、西南地区展店也有出色的表现，借力三四线城市的可选消费力不断加强，公司经营预计将持续向好。

图 69 周大生 2019 年上半年新增自营门店数各区域占比 (%)



资料来源：公司半年报，中国银河证券研究院整理

图 70 周大生 2019 年上半年新增加盟门店数各区域占比 (%)



资料来源：公司半年报，中国银河证券研究院整理

3、非婚嫁产品系列适应多元化需求，价格优势凸显

周大生紧跟市场需求变化，适应钻石珠宝品类多元化趋势。公司独家研创了“情景风格珠宝”。专业呈现优雅、浪漫、迷人、摩登、自然五大产品风格，精准定位活力女孩、怡然佳人、知性丽人、魅力精英、星光女神五大消费人群，有效聚焦表达情感、表现自我两大需求方向，倾心研发多个系列组合。随着职业女性自购需求不断发展，公司愈加丰富完善的产品线以及不断提升的品牌形象将更加获得消费者的青睐。此外，由淘宝电商平台周大生官方旗舰店可以看到，钻石珠宝产品价格均在千元至三万元以内，全品类产品价格亦是如此。相比国内其他珠宝首饰市场领先企业如周大福，其钻石珠宝产品价格区间位于千元到十万元不等，周大生的产品价格更符合我国低线城市的消费水平，因此又具有更大的市场优势。

五、风险提示

中美贸易战引起的我国宏观经济持续下行的风险；人民币贬值的风险；中游库存偏高的风险；香港珠宝行业动荡的风险。

插图目录

图 1 全球钻石珠宝销售额 (十亿美元)	3
图 2 全球各国毛坯钻历年总产量 (亿克拉)	4
图 3 2018 年各国毛坯钻与宝石级毛坯钻产量对比 (亿克拉)	4
图 4 全球五大洲毛坯钻历年总产值 (亿美元)	4
图 5 世界前三大毛坯钻产国历年均价 (美元/克拉)	4
图 6 2018 年全球年产宝石级毛坯钻超过 5 万克拉的产地分布情况	5
图 7 2010 年全球钻石珠宝行业产业链收入 (亿美元)	5
图 8 2017 年钻石珠宝行业产业链毛利率 (%)	6
图 9 2017 年钻石珠宝行业产业链净利润率 (%)	6
图 10 全球毛坯钻产量 (亿克拉)	7
图 11 全球毛坯钻产值及与毛坯钻均价 (亿美元, 美元/克拉)	7
图 12 全球 Top4 钻石开采商毛坯钻产量占比 (%)	8
图 13 全球毛坯钻销售额及 Top2 销售额占比 (亿美元, %)	8
图 14 印度毛坯钻进口额 (亿美元)	9
图 15 印度成品钻出口额 (亿美元)	9
图 16 安特卫普成品钻进口量与进口额 (百万克拉, 亿美元)	9
图 17 安特卫普成品钻出口量与出口额 (百万克拉, 亿美元)	9
图 18 全球钻石珠宝销售额同比增速与波动情况 (%)	10
图 19 2017 年全球钻石珠宝销售额各国市场占比 (%)	10
图 20 美国成品钻进口额 (亿美元)	10
图 21 上海钻石交易所一般贸易项下成品钻进口 (亿美元)	10
图 22 Tiffany 全球各地区销售额分布 (%)	11
图 23 Tiffany 全球各地区门店数量 (家)	11
图 24 Tiffany 亚太地区及中国大陆门店数量变化 (家)	11
图 25 美国 2018 年钻石珠宝按消费人群划分 (按件数计算)	12
图 26 美国 2018 年钻石珠宝销售额按消费人群划分	12
图 27 中国 2017 年钻石珠宝按消费人群划分 (按件数计算)	12
图 28 中国 2017 年钻石珠宝销售额按消费人群划分	12
图 29 Polished Price 钻石总指数	13
图 30 全球钻石珠宝销售额及增速情况 (亿美元)	13
图 31 全球毛坯钻产量与毛坯钻均价 (亿美元, 美元/克拉)	13
图 32 全球成品钻中游库存指数 (以 2016 年 3 月为基准)	14
图 33 全球毛坯钻价格指数 (以 2007 年 12 月为基准)	16
图 34 18-19 年戴比尔斯第 1-8 期毛坯钻销售额 (亿美元)	16
图 35 18-19 年埃罗莎 1-9 月毛坯钻销售额 (亿美元)	16
图 36 安特卫普钻石交易中心 2019 年毛坯钻进口情况 (%)	17
图 37 安特卫普钻石交易中心 2019 年出口情况 (%)	17
图 38 全球毛坯钻产量预测	18

图 39 Polished Price 钻石总指数 (2018 年-至今)	19
图 40 2019 年 1-7 月印度毛坯钻进口额 (亿美元)	19
图 41 2019 年 1-9 月印度成品钻出口额 (亿美元)	19
图 42 美国 2019 年上半年成品钻进口状况 (亿美元, 万克拉)	20
图 43 美国 2019 年上半年成品钻进口均价 (美元/克拉)	20
图 44 中国 2019 年 1-9 月钻石进口状况 (亿美元, 万克拉)	20
图 45 中国 2019 年 1-9 月钻石进口均价 (美元/克拉)	20
图 46 中国珠宝首饰行业产业链状况	21
图 47 上海钻交所钻石交易总金额 (亿美元)	22
图 48 外资钻石珠宝品牌中国大陆市占率 (%)	23
图 49 港资、中资珠宝品牌中国大陆市占率 (%)	24
图 50 中国钻石珠宝销售额 (亿元)	25
图 51 2016 年各年龄段女性最偏爱珠宝礼物占比 (%)	26
图 52 2016 年各线城市钻石消费占比 (%)	26
图 53 2016 年各线城市珠宝首饰分类别渗透率 (%)	26
图 54 2014-2016 年美日中三国女性钻石珠宝消费需求分类 (按销售额计算)	27
图 55 美国婚嫁钻石珠宝需求占比 (%)	28
图 56 中国婚嫁钻石珠宝需求占比 (%)	28
图 57 钻石珠宝在美日中三国婚嫁市场的渗透率 (%)	28
图 58 中国按年龄婚姻登记人数 (万人)	29
图 59 中国人口出生率 (千分之一, ‰)	29
图 60 中国结婚登记对数 (万对) 和粗结婚率 (千分之一, ‰)	29
图 61 17 年结婚率前十名省份与人均 GDP 情况 (万元)	30
图 62 17 年结婚率后十名省份与人均 GDP 情况 (万元)	30
图 63 中国钻石珠宝购买品类 (按件数) 占比 (%)	30
图 64 女性自购需求特征一: 按婚姻状态划分 (按件数)	30
图 65 女性自购需求特征二: 按年龄阶段划分 (按件数)	31
图 66 女性自购需求特征三: 按年收入水平划分 (按件数)	31
图 67 中国女性就业人员占全社会就业人员的比重 (%)	31
图 68 美国女性就业人员占全社会就业人员的比重 (%)	31
图 69 周大生 2019 年上半年新增自营门店数各区域占比 (%)	32
图 70 周大生 2019 年上半年新增加盟门店数各区域占比 (%)	32

表格目录

表 1 Top4 钻石开采商概况	7
表 2 停矿顺序预测	17
表 3 外资钻石珠宝品牌在华概况	23
表 4 港资、中资钻石珠宝市场主要品牌	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 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%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 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。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 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。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，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）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

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

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn