



Research and
Development Center

社零行业专题系列之二：培育钻石行业

分析框架

珠宝首饰

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

珠宝首饰

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

蔡昕好 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

社零行业专题系列之二：培育钻石行业分析框架

2024年03月20日

本期内容提要：

- 印度为全球钻石切磨中心，中游进出口数据跟踪行业景气周期变化。钻石产业链可分为毛坯生产、裸钻加工、成品首饰销售三个环节，印度作为全球钻石切磨中心，在全球钻石产业链中扮演中游加工贸易的重要角色。
- 23Q4 以来印度培育钻石毛坯进口、裸钻出口额增速先后回正。据 GJEPC 数据，2024 年 2 月印度培育钻石毛坯进口额 1.27 亿美元，同增 100.3%，裸钻出口额 1.39 亿美元，同增 22.2%，进出口数据均呈现明显回暖，且进口增速快于出口。2023Q3 开始培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额同比均依次呈现降幅收窄、增速回正，且毛坯进口额增速快于裸钻出口额一个季度回正，中游出现补库动作。我们认为进出口数据自 2023Q3 开始的逐季改善主要由于：1) 经历近一年调整，中游库存逐步回落至低位；2) 培育钻石价格经历 2020 年以来的较大幅度下跌，或已逐步趋近当前供需下的合理水平；3) 下游以美国为主的终端消费市场需求向好，据美国婚庆资讯网站 The Knot 调研，2023 年有 46% 的订婚戒指主钻采用了培育钻石，2019 年这一比例是 12%。
- 印度天然钻石进出口呈现周期性，或对培育钻石周期跟踪有借鉴意义。复盘 2010 年以来数据，2010-2012 年、2013-2015 年、2016-2020 年、2021-2023YTD 各自可看作一个周期，每个周期内均经历上行和下行阶段。行业由上行阶段转向下行阶段时，出口数据通常先行体现。2011、2014、2022 年裸钻出口增速先于毛坯进口放缓/由正转负，2022Q3 裸钻出口额增速先于毛坯进口转负。而由下行阶段转向上行阶段时，进口数据通常先行体现。2016、2021 年毛坯进口增幅快于裸钻出口，2024M1-2 毛坯进口增速先于裸钻出口回正。
- 天然钻石的周期与天然钻石价格有一定关联。当天然钻石价格处上行阶段，产业链扩张，中游率先开启补库周期；当价格下行，下游需求收缩，率先在中游成品钻出口数据上体现。对比 2019 年以来印度天然钻石进出口周期与天然钻石价格走势，2021 年 5 月初至 2022 年 3 月初，天然钻石价格指数连续经历 3 轮大幅上涨，印度天然钻石毛坯进口额增速 2021Q3-2022Q1 总体明显快于同期裸钻出口额增速，中游补库意愿随钻石价格上涨持续强化。2022 年 4 月开始天然钻石价格指数自高位迅速回落，这一轮价格下降一直持续至 2023 年 10 月中旬，2022Q2 印度天然裸钻出口额增速大幅放缓至同增 0.06%、2022Q3 转负，2022Q4 天然钻石毛坯进口增速随之转负，行业随天然钻石价格指数的持续下跌逐步进入下行阶段。
- 借鉴天然钻石看培育钻石中游进出口数据周期性，我们认为行业周期性拐点或已显现。2020Q1-2022Q1 印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出

口额总体均呈现较大幅度增长，且毛坯进口额增速持续快于裸钻出口，中游垒库，行业处扩张期；2022Q2-2023Q2 培育钻毛坯进口增速持续慢于裸钻出口，中游去库，行业处下行期。2023Q3 培育钻毛坯进口额降幅收窄，且 2023Q4 先于裸钻出口额增速回正，2024M1-2 毛坯进口增长较 2023Q4 进一步提速，裸钻出口额增速回正。

- **投资建议：**建议关注行业周期拐点可能。相关标的包含：力量钻石、中兵红箭、国机精工、沃尔德、四方达等。
- **风险提示：**上游竞争加剧，培育钻石价格下跌，下游渗透率提升不及预期，宏观经济波动等。

目录

1、印度为全球钻石切磨中心，中游进出口数据跟踪行业景气周期变化.....	5
2、23Q4 以来印度培育钻石毛坯进口、裸钻出口额增速先后回正.....	5
3、印度天然钻石进出口呈现周期性，或对培育钻石周期跟踪有借鉴意义.....	7
4、投资建议与风险因素.....	12

图目录

图 1： 钻石产业链分为毛坯生产、裸钻加工、成品首饰销售三个环节	5
图 2： 印度培育钻石毛坯进口额及增速（月度）	5
图 3： 印度培育钻石裸钻出口额及增速（月度）	5
图 4： 印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额渗透率（月度）	6
图 5： 印度培育钻石毛坯进口额及增速（季度）	6
图 6： 印度培育钻石裸钻出口额及增速（季度）	6
图 7： 美国婚庆资讯网站 The Knot 针对婚戒市场的调研.....	7
图 8： 印度天然钻石毛坯进口额、裸钻出口额年度同比	8
图 9： 印度天然钻石毛坯进口额、裸钻出口额季度同比	8
图 10： IDEX 天然钻石价格指数	9
图 11： 印度培育裸钻出口额及增速（年度）	10
图 12： 印度培育钻石毛坯进口额及增速（年度）	10
图 13： 培育钻石价格 2020 年以来经历较大幅度下跌.....	10
图 14： 印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额月度同比	11
图 15： 印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额季度同比	11
图 16： 印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额年度同比	12

1、印度为全球钻石切磨中心，中游进出口数据跟踪行业景气周期变化

培育钻石和天然钻石产业链均可划分为毛坯生产、裸钻加工、成品首饰销售三个环节

图1：钻石产业链分为毛坯生产、裸钻加工、成品首饰销售三个环节



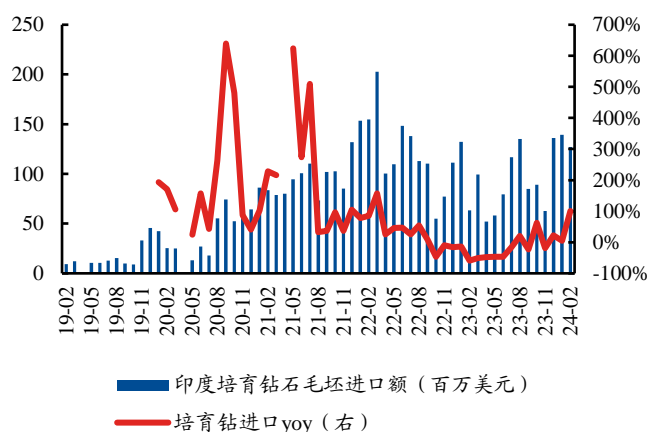
资料来源：钻石小鸟，培育钻石网，信达证券研究开发中心

印度为全球钻石切磨中心，跟踪印度钻石进出口数据对研究行业景气周期具有重要意义。印度得益于人口及产业集群优势，较长时间保持着全球钻石切磨中心的地位。印度切磨工厂通过向全球天然钻石毛坯开采商、培育钻石毛坯生产商采购毛坯原料，进行切磨加工，并向全球主要天然、培育钻石消费市场出口裸钻，在全球钻石产业链中扮演中游加工贸易的重要角色。印度宝石及珠宝出口促进会(GJEPC)每月公布钻石进出口数据，能够较为全面地反映全球钻石行业景气度。

2、23Q4 以来印度培育钻石毛坯进口、裸钻出口额增速先后回正

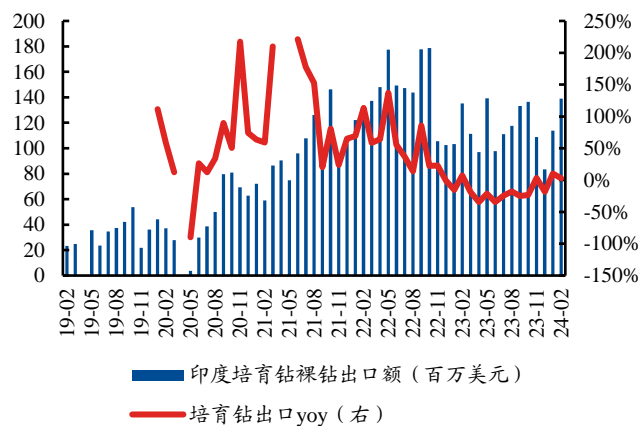
根据 GJEPC 数据，2024 年 2 月印度培育钻石毛坯进口额 1.27 亿美元，同增 100.3%，裸钻出口额 1.39 亿美元，同增 22.2%，进出口数据均呈现明显回暖，且进口增速快于出口。2 月印度培育钻石毛坯进口额渗透率 7.40%、裸钻出口额渗透率 7.53%，延续波动上行趋势。

图2：印度培育钻石毛坯进口额及增速（月度）

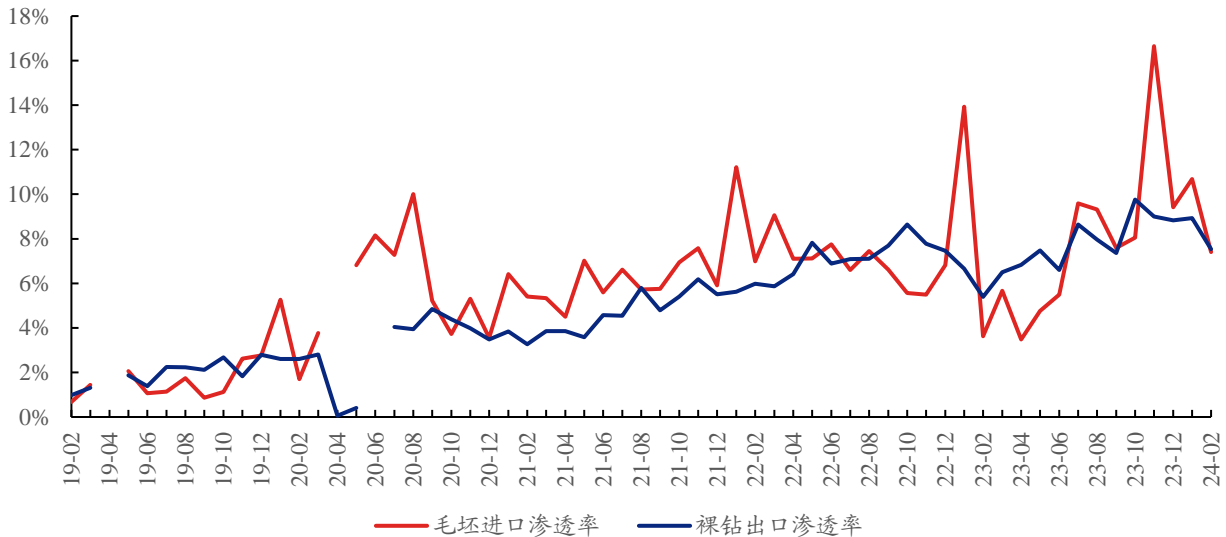


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

图3：印度培育钻石裸钻出口额及增速（月度）

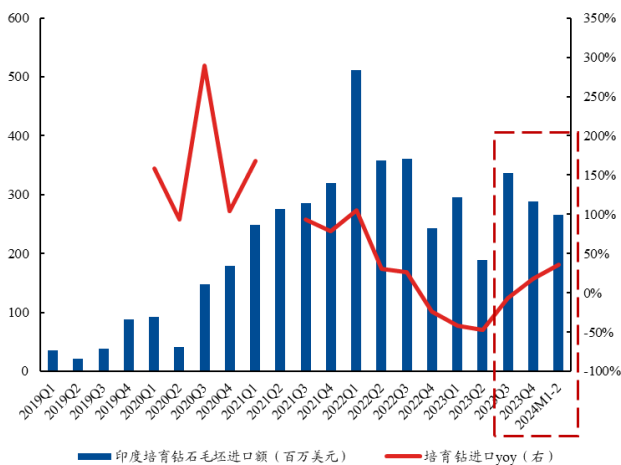


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

图4：印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额渗透率（月度）


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

我们观察到 2023Q3 开始培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额同比均依次呈现降幅收窄、增速回正，且毛坯进口额增速快于裸钻出口额一个季度回正（2023Q4 毛坯进口额、裸钻出口额 yoy 分别为+18%、-15%，2024M1-2 毛坯进口额、裸钻出口额 yoy 分别为+36%、+6%），中游出现补库动作。

图5：印度培育钻石毛坯进口额及增速（季度）


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

图6：印度培育钻石裸钻出口额及增速（季度）


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

我们认为进出口数据自 2023Q3 开始的逐季改善主要由于：1) 经历近一年调整，中游库存逐步回落至低位；2) 培育钻石价格经历 2020 年以来的较大幅度下跌，或已逐步趋近当前供需下的合理水平；3) 下游以美国为主的终端消费市场需求向好，据美国婚庆资讯网站 The Knot 调研，2023 年有 46% 的订婚戒指主钻采用了培育钻石，2019 年这一比例是 12%。

图7：美国婚庆资讯网站 The Knot 针对婚戒市场的调研

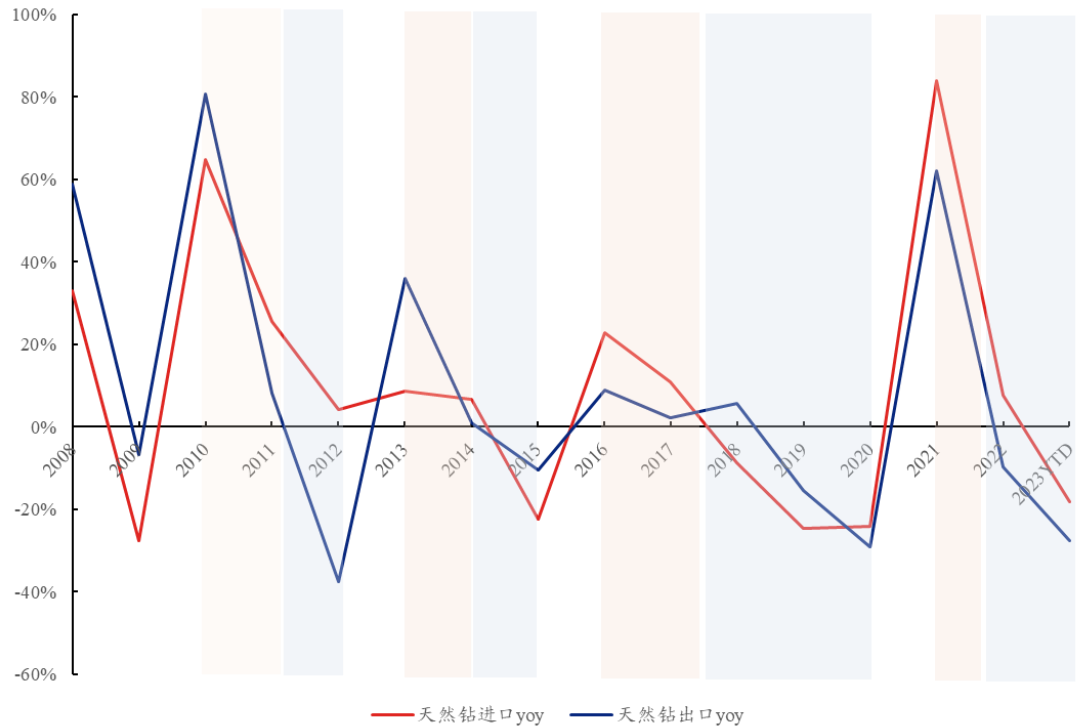


资料来源：The Knot，信达证券研究开发中心

3、印度天然钻石进出口呈现周期性，或对培育钻石周期跟踪有借鉴意义

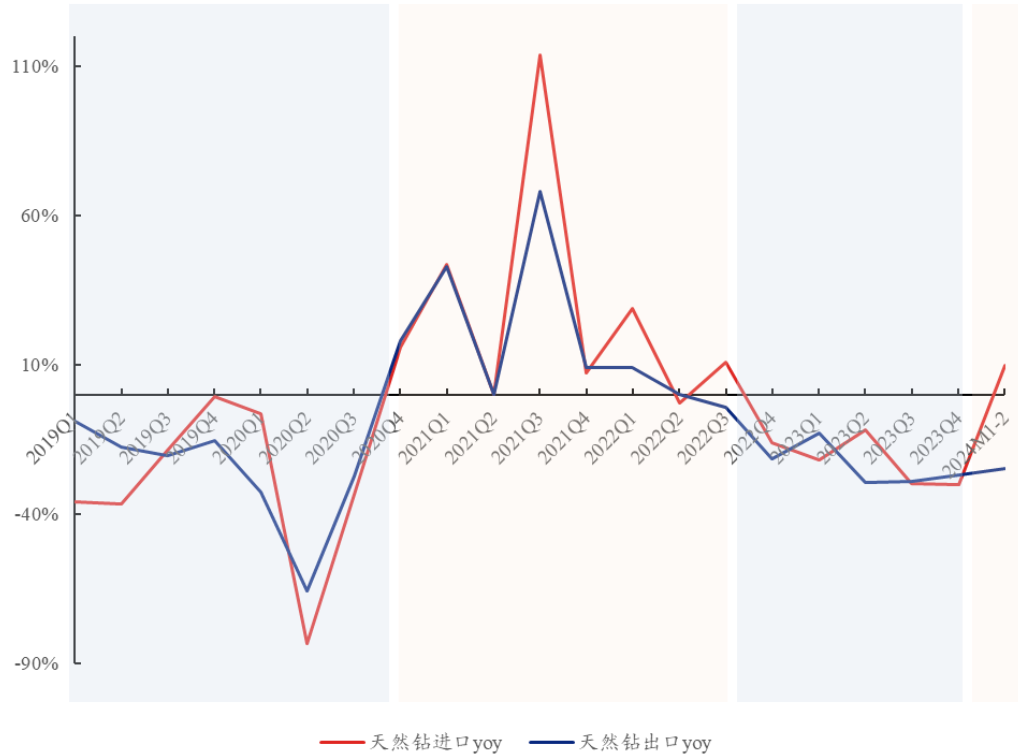
印度天然钻石进出口数据呈现周期性规律。复盘 2010 年以来数据，2010-2012 年、2013-2015 年、2016-2020 年、2021-2023YTD 各自可看作一个周期，每个周期内均经历上行（毛坯进口、裸钻出口额增速均为正，行业扩张）和下行（毛坯进口、裸钻出口额同比下滑/增速放缓）阶段。其中 2023YTD（2023. 4-2024. 2）印度天然钻石毛坯进口额同比-18%、增速由正转负，裸钻出口额同比-28%、降幅扩大，行业处下行阶段。

行业由上行阶段转向下行阶段时，出口数据通常先行体现。2011、2014、2022 年裸钻出口增速先于毛坯进口放缓/由正转负，2022Q3 裸钻出口额增速先于毛坯进口转负。而由下行阶段转向上行阶段时，进口数据通常先行体现。2016、2021 年毛坯进口增幅快于裸钻出口，2024M1-2 毛坯进口增速先于裸钻出口回正。

图8：印度天然钻石毛坯进口额、裸钻出口额年度同比


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

注：GJEPC 的年度统计口径为当年4月至次年3月，2023年 YTD 指 2023.4-2024.2 范围

图9：印度天然钻石毛坯进口额、裸钻出口额季度同比


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

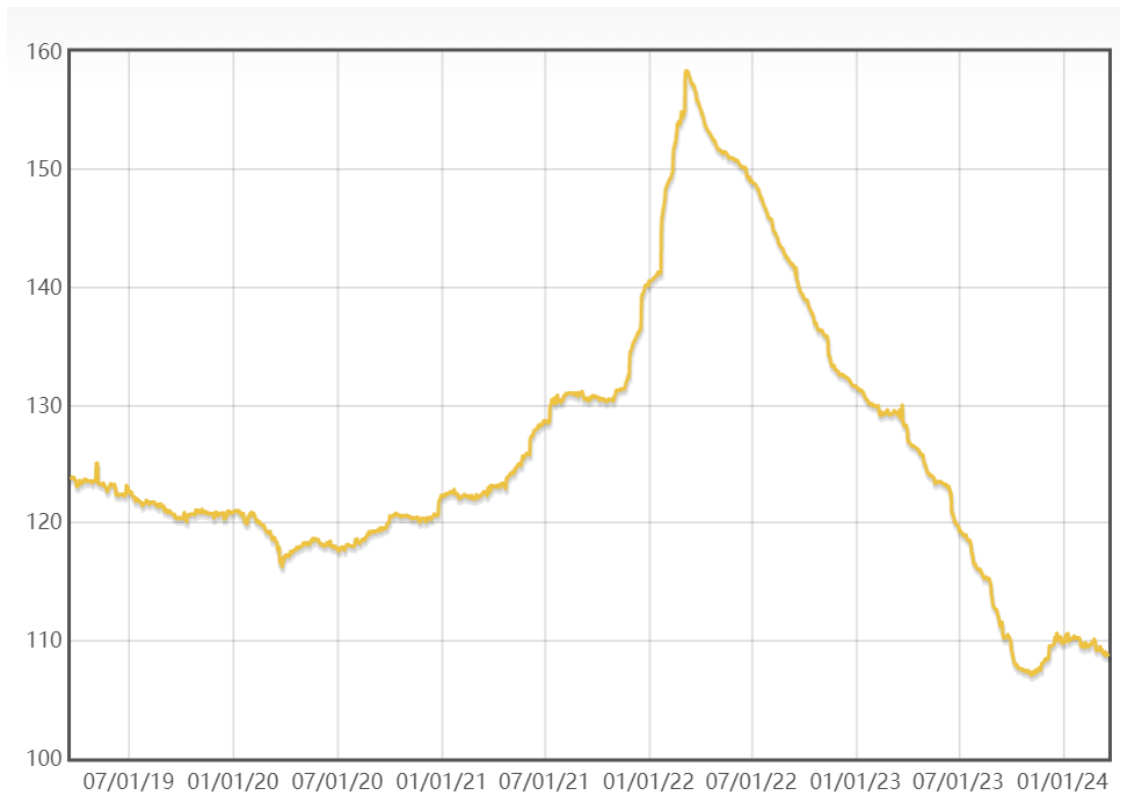
此外，我们认为天然钻石的周期与天然钻石价格也有一定关联，因为当天然钻石价格处上行阶段，其保值增值性将激发下游消费需求及产业链扩张意愿，中游率先开启补库周期；而当

天然钻石价格处下行阶段，下游需求收缩，率先在中游成品钻出口数据上体现，中游降低毛坯进口量以降低库存水位，行业转向下行阶段。

对比 2019 年以来印度天然钻石进出口周期与天然钻石价格走势，可以观察到 2021 年 5 月初至 2021 年 7 月中、2021 年 11 月中旬至 2022 年 1 月初、2022 年 1 月下旬至 2022 年 3 月初，天然钻石价格指数连续经历 3 轮大幅上涨，印度天然钻石毛坯进口额增速 2021Q3-2022Q1 总体明显快于同期裸钻出口额增速，中游补库意愿随钻石价格上涨持续强化。

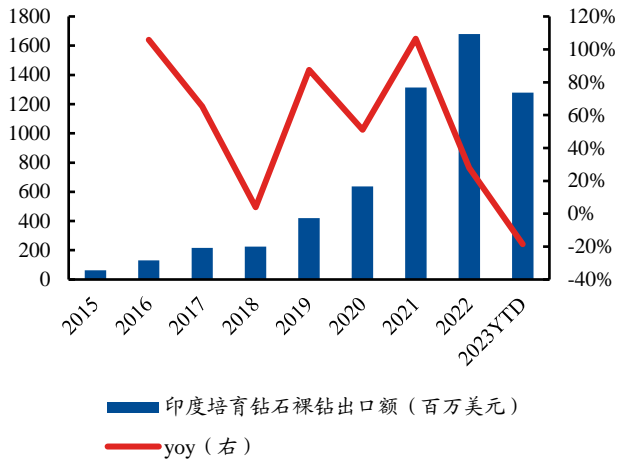
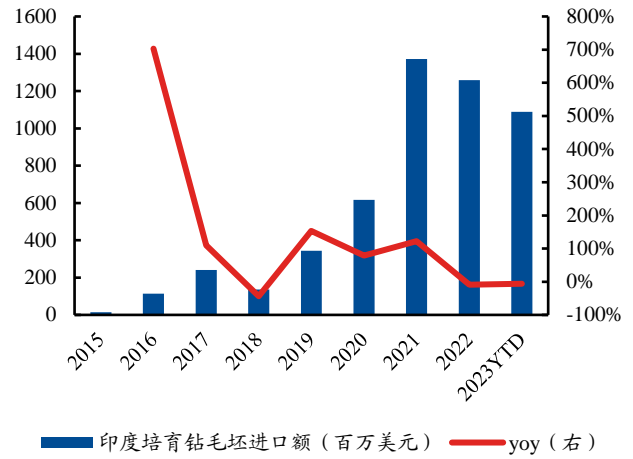
2022 年 4 月开始天然钻石价格指数自高位迅速回落，这一轮价格下降一直持续至 2023 年 10 月中旬，2022Q2 印度天然裸钻出口额增速大幅放缓至同增 0.06%、2022Q3 转负，2022Q4 天然钻石毛坯进口增速随之转负，行业随天然钻石价格指数的持续下跌逐步进入下行阶段。

图10：IDEX 天然钻石价格指数



资料来源：IDEX，信达证券研究开发中心

回顾历史数据，2021 年受益资本驱动、技术进步及行业渗透率提升等多因素共振，印度培育钻石进出口规模呈现较大幅度增长，2022-2023 年受疫情、价格下行压缩产业链利润空间、行业大规模扩产竞争加剧等因素影响，进出口规模均呈现增速放缓及同比下滑。2023YTD (2023.4-2024.2) 印度培育裸钻出口额 12.8 亿美元，同比-18.5%，培育钻石毛坯进口额 10.9 亿元，同比-6%，裸钻出口额同比由正转负，毛坯进口额降幅环比略有收窄。

图11：印度培育裸钻出口额及增速（年度）

图12：印度培育钻石毛坯进口额及增速（年度）


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

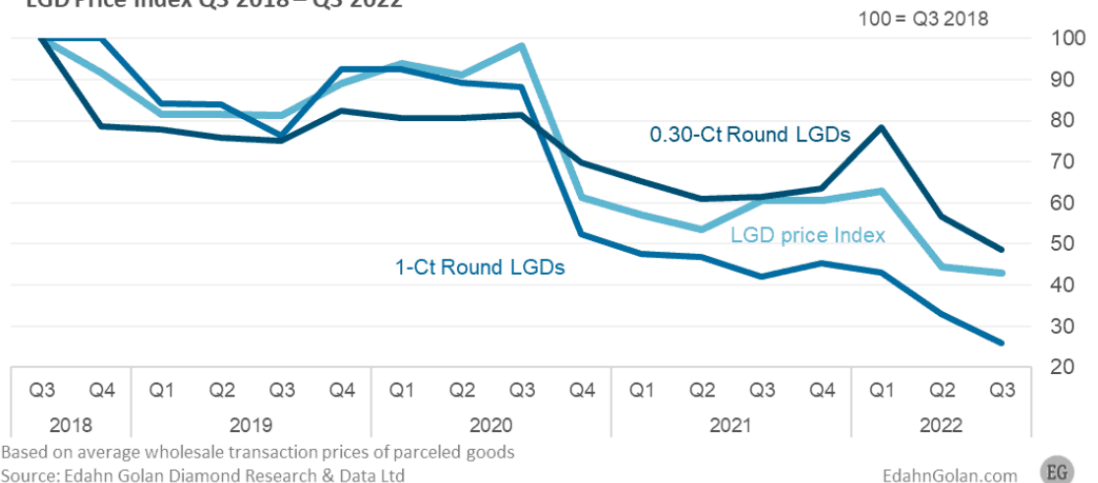
资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

注：GJEPC 的年度统计口径为当年 4 月至次年 3 月，2023 年 YTD 指 2023.4-2024.2 范围

注：GJEPC 的年度统计口径为当年 4 月至次年 3 月，2023 年 YTD 指 2023.4-2024.2 范围

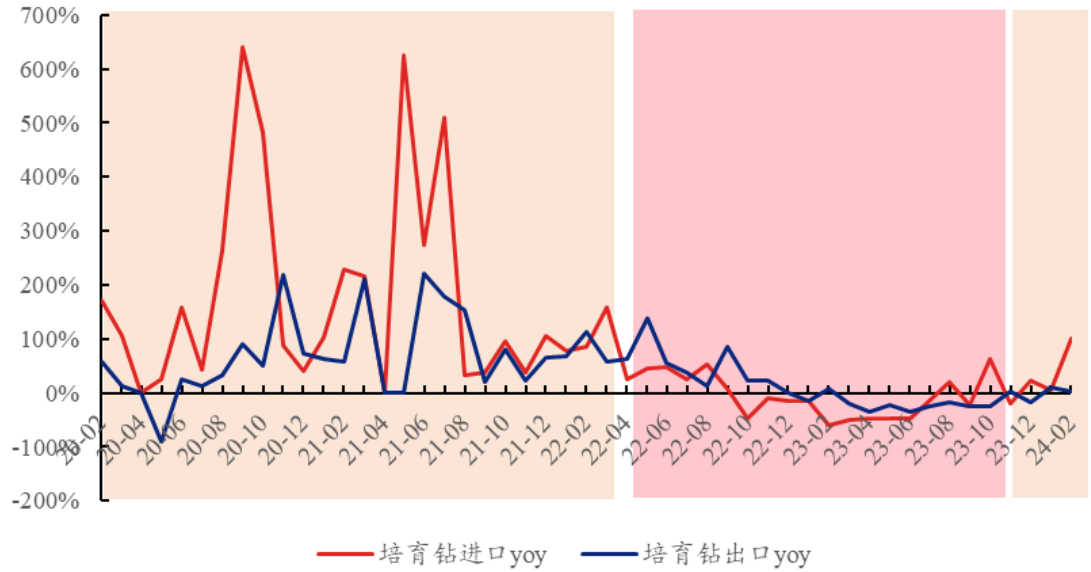
图13：培育钻石价格 2020 年以来经历较大幅度下跌
Prices of Larger LGDs are Falling Faster than Smaller Ones

LGD Price Index Q3 2018 – Q3 2022

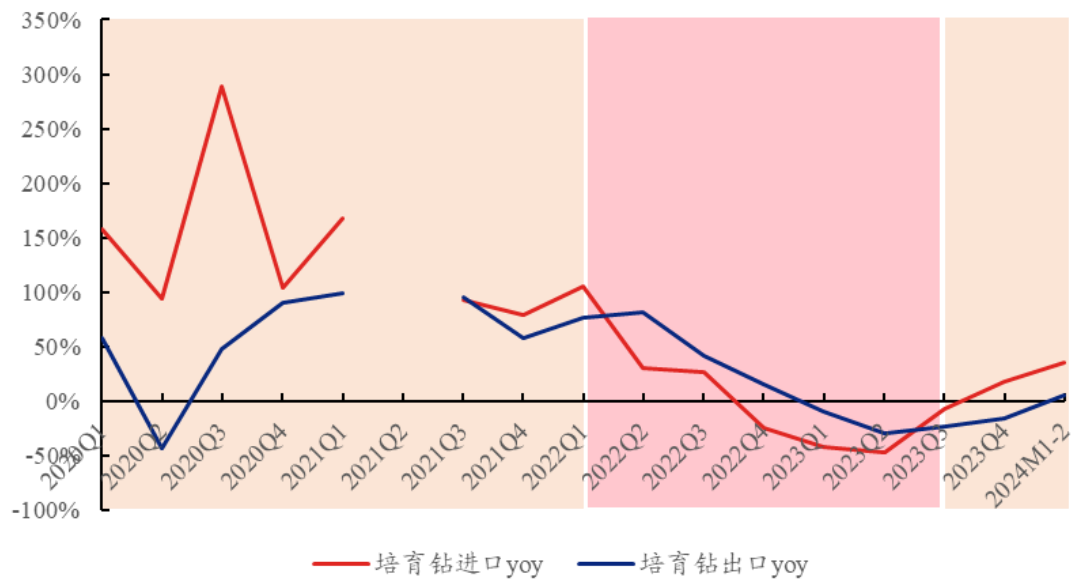


资料来源：Edahn Golan Diamond Research & Data Ltd，信达证券研究开发中心

借鉴天然钻石看培育钻石中游进出口数据周期性，我们认为行业周期性拐点或已显现。2020Q1-2022Q1 印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额总体均呈现较大幅度增长，且毛坯进口额增速持续快于裸钻出口，中游垒库，行业处扩张期；2022Q2-2023Q2 培育钻毛坯进口增速持续慢于裸钻出口，中游去库，行业处下行期。2023Q3 培育钻毛坯进口额降幅收窄，且 2023Q4 先于裸钻出口额增速回正，2024M1-2 毛坯进口增长较 2023Q4 进一步提速，裸钻出口额增速回正。

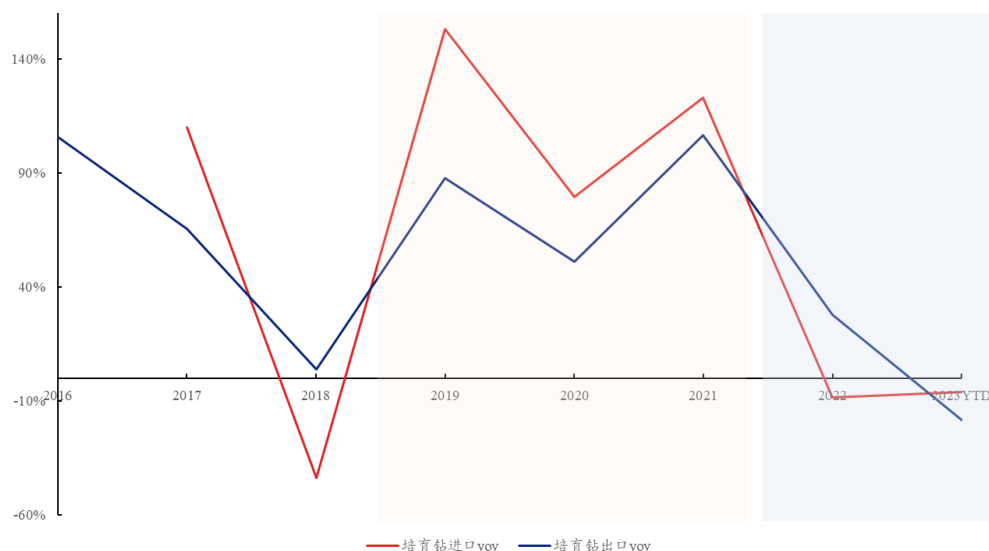
图14：印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额月度同比


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

图15：印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额季度同比


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

以年维度，2019-2021 年培育钻毛坯进口额增速持续快于裸钻出口，行业处扩张周期；2022-2023YTD 毛坯进口额同比下滑，裸钻出口额先后经历增速放缓/下滑，行业进入下行期。但毛坯进口额 2023YTD 降幅有所收窄，中游库存去化接近尾声，我们认为这或为行业将由下行阶段转入上行阶段的前置指标。

图16：印度培育钻石毛坯进口额、裸钻出口额年度同比


资料来源：GJEPC，信达证券研究开发中心

注：GJEPC 的年度统计口径为当年 4 月至次年 3 月，2023 年 YTD 指 2023.4-2024.2 范围

4、投资建议与风险因素

投资建议：24 年 2 月印度培育钻石毛坯进口额 1.27 亿美元，同增 100.3%，裸钻出口额 1.39 亿美元，同增 22.2%，中游或开始新一轮补库，我们预计与美国需求向好及上/中游价格企稳有关。2023Q4 开始培育钻毛坯进口增速回正，2024M1-2 裸钻出口增速回正，建议关注行业周期拐点可能。相关标的包含：力量钻石、中兵红箭、国机精工、沃尔德、四方达等。

风险提示：上游竞争加剧，培育钻石价格下跌，下游渗透率提升不及预期，宏观经济波动等。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

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。