

# 环球新材国际 (6616.HK)



买入 (首次覆盖)

目标价: 7.81 元

## 研发创新为基，全球化布局大有可为

### 核心投资亮点

扎根中国深耕行业十余载，工艺技术领先。环球新材国际成立于2011年，是一家以研发、生产、销售珠光材料及合成云母为主的创新型新材料企业。公司拥有两千余种珠光材料产品，销售网络覆盖全球上百个国家和地区。2019-2023年，公司毛利率保持在50%左右，产品竞争力和盈利能力强；公司营收复合增长率为24.7%，发展势头强劲。

珠光材料产品&应用场景多元，行业增长动力十足。近年来在政策支持+制造业升级背景下，珠光材料行业的市场规模快速发展。根据销售口径计算，我国珠光材料市场规模已达64.7亿元，占全球市场份额的28%。其中合成云母基材珠光材料凭借性能优势，近年来需求持续高速增长，2016-2023年销售额年均复合增长率达到31.7%，另外以氧化硅基、氧化铝基、玻璃片基为代表的高端基材珠光材料也越发受到下游美妆、汽车等应用场景青睐，需求快速扩张。展望未来，我们认为产品矩阵齐全，拥有更高水准生产加工工艺的珠光材料公司有望享受到更多下游需求增长带来的红利。

研发创新增强核心竞争优势，全球化布局大有可为。在珠光材料领域，公司通过不断加码研发，产品创新能力不断增强，每年均有超百款新品推出，产品结构逐步优化。2024年上半年公司珠光材料产品均价约为6.14万元/吨，较去年同期增长1.54万元/吨。在合成云母领域，公司通过多年技术积累构筑了深厚的护城河，拥有专利、工艺与配方、设备创新等多方面优势。同时，公司不断深化与高校合作，不断探索空间更为广阔的表面性能材料，拓展增长潜能。在外延式扩张方面，2023年8月并表韩国珠光材料龙头企业CQV，2024年上半年，CQV营收、毛利和净利润均实现大幅增长，已证明公司具备极强的整合能力；2024年7月公告拟100%收购德国默克表面解决方案业务，目前收购工作仍在进行中，若成功收购，有望借鉴整合CQV的成功经验，在产品矩阵、销售渠道、品牌建设、研发技术、供应链、ESG等方面形成优势互补。

我们预测2024-2026年，公司营收分别为15.71/21.23/26.81亿元，增速分别为48.74%、35.15%、26.23%；净利润分别为3.40/4.50/6.10亿元，增速分别为59.21%、32.31%、35.57%。结合可比公司估值水平，我们认为环球新材国际作为行业头部企业，市盈率20倍为其合理估值，对应2025年目标价7.81港元（汇率按1港币=0.929人民币计算），较现价存在119%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	910.49	1056.36	1571.21	2123.46	2680.5
yoy	37.10%	16.00%	48.74%	35.15%	26.23%
净利润(百万元)	236.51	213.29	340.21	450.12	610.21
yoy	39.85%	-9.80%	59.51%	32.31%	35.57%
基准股本(百万股)	1191.76	1238.87	1238.87	1238.87	1238.87
每股收益-基本(元)	0.19	0.15	0.27	0.36	0.49
P/E	18.69	24.58	12.96	9.80	7.23

风险提示：国内外宏观经济波动、并购整合不及预期、市场竞争加剧

華升證券研究

陈思聪

[nelsonchan@cfcg.com.hk](mailto:nelsonchan@cfcg.com.hk)

+852 31666842

## 目录

一、扎根中国的新材料企业，迈向全球化发展新阶段.....	3
1.1 奋斗十三载，造就中国珠光材料领域的领先地位.....	3
1.2 业绩稳健增长，盈利能力表现突出.....	5
1.3 珠光材料高速增长，合成云母空间广阔.....	6
二、珠光材料产品&应用场景多元，行业增长动力十足.....	7
2.1 新材料产业快速发展，珠光新材料备受瞩目.....	7
2.2 合成云母性能优异，产品渗透率有望持续提升.....	10
2.3 行业高壁垒，头部玩家有望率先享受行业发展红利.....	12
三、研发创新增强核心竞争优势，全球化布局大有可为.....	14
3.1 研发创新带动产品结构持续优化.....	14
3.2 拥有领先的合成云母技术及研发水平.....	15
3.3 与 CQV 协同效应显著，全球化布局大有可为.....	17
四、盈利预测及投资建议.....	19
五、风险提示.....	20

## 一、扎根中国的新材料企业，迈向全球化发展新阶段

### 1.1 奋斗十三载，造就中国珠光材料领域的领先地位

内源式发展与外延式扩张助力公司高速发展。环球新材国际控股有限公司（股票代码：06616.HK，后文简称公司）是一家以研发、生产、销售珠光材料及合成云母为主的国家高新技术企业。公司已掌握合成云母材料的独家发明专利，可替代从国外进口的天然云母材料。公司先后获评“国家级绿色工厂”“中国500强最具价值品牌”“国家知识产权优势企业”“中华全国总工会模范职工之家”等荣誉称号。

深耕行业十余载，公司成长“一日千里”。公司创立短短十三年间，便完成了从广西柳州走向全国并从全国走向世界的发展之路。一步一个脚印的扎实前行，在公司清晰且坚定的战略规划引领下，持续保持卓越的市场竞争力。2011年，广西七色珠光效应材料有限公司正式成立，后改名为广西七色珠光材料股份有限公司；2014年，年产5000吨合成云母工厂投产，年产18000吨珠光效应材料工厂投产；2015年，成功在新三板上市；2016年，成立欧洲子公司拓展全球业务；2018年，环球新材国际控股有限公司正式成立；2021年，环球新材国际于中国香港挂牌上市；2023年公司收购全球著名珠光材料企业韩国CQV（股票代码：101240.KS），进一步扩充全球版图；2024年，年产30000吨珠光效应材料工厂投产。并且与德国默克公司签署协议，拟以6.65亿欧元收购其全球表面解决方案业务，进一步进军全球市场。

图：公司发展历程



资料来源：公司官网

**产品矩阵完善，终端应用领域广泛。**公司掌握珠光材料核心技术，并且是业内少有能够规模化量产合成云母的生产企业，实现了珠光材料的关键原材料自主可控。经过十余年发展，公司已经形成了较为齐全的珠光材料产品系列，涵盖高、中、低端层次产品，具备强大的市场竞争力。从下游应用领域来看，公司产品包括工业级、耐候级、化妆品级等三大种类八大系列共 2100 多个品种。产品广泛应用于涂料、汽车面漆、化妆品、船舶防腐、塑料、油墨、陶瓷、皮革、建材、3D 打印、防伪、种子包衣等诸多领域。目前公司产品已出口到全球 100 多个国家和地区，未来在完成对默克全球表面解决方案业务的收购后，公司将进一步强化在品牌、渠道、研发等多方面的全球化。

**图：公司产品组合**



资料来源：公开资料整理

**产能逐步释放，打开成长空间。**公司产品供不应求，当前产能仍处于持续增长阶段。2023 年公司珠光材料和合成云母产能分别为约 1.8 万吨/年和 1.2 万吨/年（未包含 CQV 产能）。2024 年上半年，七色珠光二期工厂启动生产，截至 2024 年 6 月 30 日，已投放约 12000 吨珠光材料产能，随着产能不断爬坡，2025 年与 2026 年产能将分别达到 2.0 万吨与 2.5 万吨，2027 年末前将全面达产。

**图：七色珠光二期珠光材料工厂生产内部**



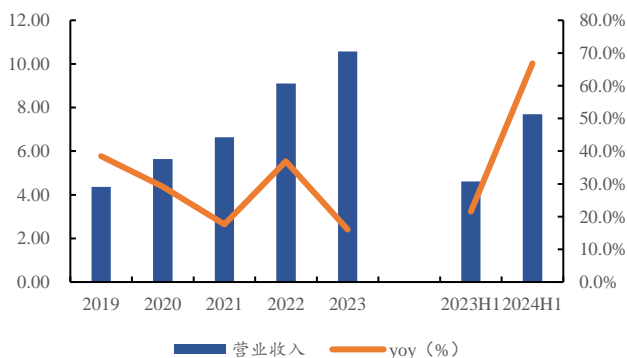
资料来源：公司公众号

## 1.2 业绩稳健增长，盈利能力表现突出

**营业收入快速增长，国内与国际齐发力。**2023年公司实现营业收入10.56亿元，2019-2023年期间营业收入CAGR约为24.7%。2024H1公司实现总收益约为7.75亿元，同比增长约66.8%。一方面是因为2023年8月22日完成了韩国CQV的收购，韩国CQV在今年上半年并表，共贡献收益约为1.64亿元，占总收入比约为21.2%；另一方面，由于公司深挖下游需求、新增产能投放、产品结构向高端化调整，因此销量与售价呈现上升趋势，2024H1中国业务运营实现收益约为6.10亿元，同比增长31.5%，占公司总收益的78.8%。

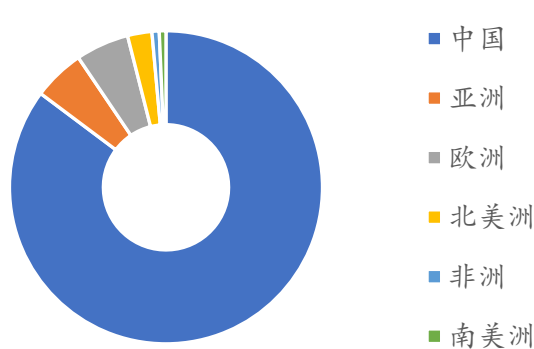
**全球化销售渠道日渐完善。**2024年上半年，中国/亚洲/欧洲/北美洲/非洲/南美洲收入占比分别为80.0%、11.6%、4.9%、2.2%、07%和0.6%。收购韩国CQV后双方充分整合，发挥协同效应，实现了差异化产品交叉销售，助力了公司海内外市场拓展。

图：2019年-2024H1营业收入（亿元）



资料来源：iFind

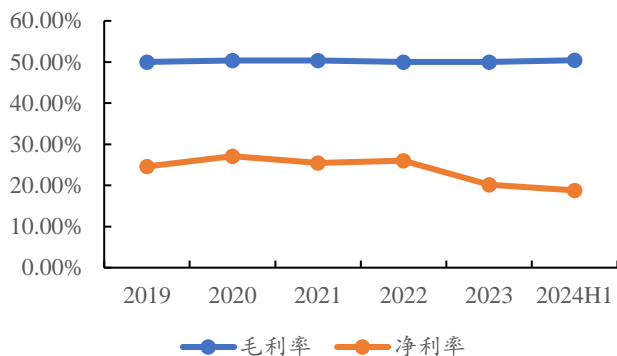
图：分地区营业收入（亿元）



资料来源：iFind

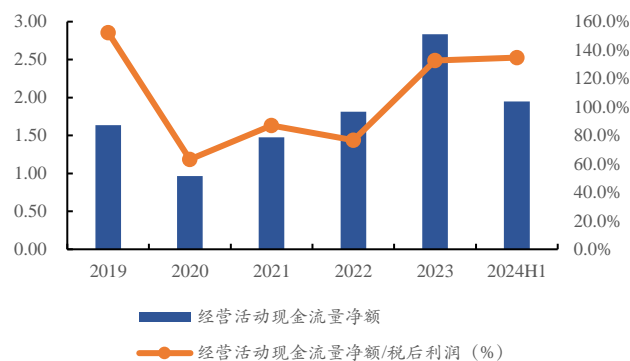
**盈利能力稳定，现金流健康。**2024H1公司毛利率为50.42%，毛利率常年维持在50%以上的高水平。2023年公司实现净利润约为2.13亿元，2019-2023年期间净利润CAGR约为18.7%，2024H1公司实现净利润约为1.45亿元，同比增长约为52.7%。而在净利率方面，2019-2022年公司净利率一直维持在25%左右，2023年净利率为20.19%，略有下滑主要是因为2023年一系列国际并购产生了一次性费用，但若剔除该因素影响，公司净利率同样保持高水平。2024H1公司经营活动现金流量净额为1.95亿元，经营活动现金流量净额与税后利润的比值为134.8%。公司从2020年起，经营活动现金流量净额与税后利润的比值一直维持上升趋势，2023年与2024H1保持着超过130.0%的高水平。稳健的现金流状况使得公司极具外延式扩张潜力，我们认为公司作为一家现金牛企业，可以支撑较高比例的有息负债。

图：2019-2024H1 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: iFind

图：2019-2024H1 公司经营活动现金流量净额 (亿元)



资料来源: iFind

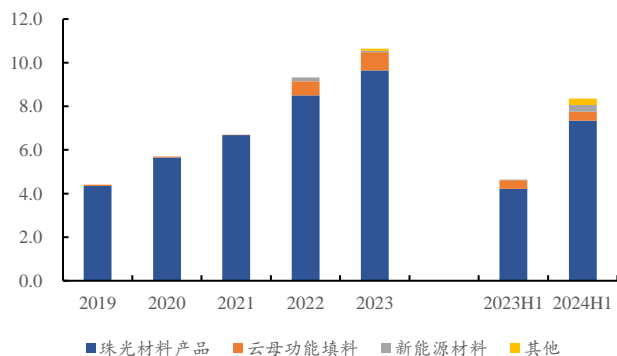
### 1.3 珠光材料高速增长，合成云母空间广阔

公司主营珠光材料业务，并开发了云母功能填料、新能源材料等拥有高增长潜力的新业务。2024H1，公司实现收入 7.70 亿元，由珠光材料产品、云母功能填料、新能源材料组成，分别占比为 90.5%、5.3%和 0.4%。

在珠光材料产品方面，公司掌握了珠光材料核心技术，并实现了核心原材料“云母”的自主可控。2019 年-2023 年合成云母基产品收入 CAGR 约为 36.8%，2024H1 合成云母基产品实现收入 2.69 亿元，同比增长 46.2%，已成为推动公司增长的主要源泉之一。

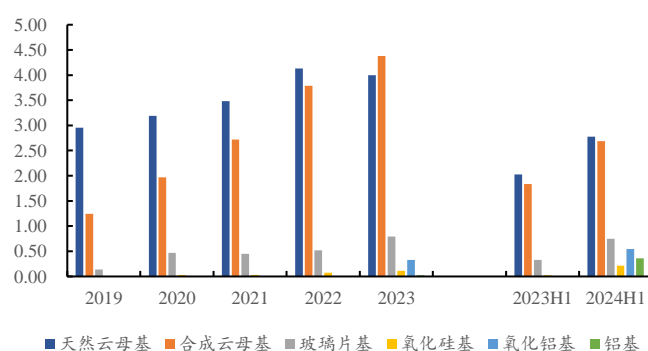
合成云母市场空间广阔。一方面公司持续深耕汽车涂料、化妆品、工业涂料、纺织品及皮革和陶瓷等珠光颜料应用领域；另一方面，公司积极拓展新能源领域应用，根据公告显示，目前公司已研发多款以人工合成云母基的新能源电池绝缘及阻燃材料，其耐高温指标达到 1,150°C，耐高压击穿指标达到 20KV/mm；展望未来，结合公司在合成云母及珠光材料方面的技术优势，公司有望在光伏、汽车等多个行业进一步创造更广阔的应用场景。

图：分产品营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告

图：珠光材料中各细分产品收入 (亿元)



资料来源: 公司公告

## 二、珠光材料产品&应用场景多元，行业增长动力十足

### 2.1 新材料产业快速发展，珠光新材料备受瞩目

近几年我国新材料产业发展势头良好，2023年中国的新材料产业总产值已达到7.9万亿元，同比增长16%，在2018-2023年期间，其年均复合增速高达15%。在产业政策的促进下，工信部预计，到2025年，我国新材料产业总产值有望突破10万亿的规模，并保持20%的年增速。到2035年，我国新材料产业总体实力将跃居全球前列。根据国家发布的《战略性新兴产业分类（2023）》，将云母珠光材料归类于其他新型功能材料，属于战略性新兴产业中的颜料制造板块，因此我们认为，珠光材料有望未来借力新材料产业发展东风，实现市场规模快速增长。

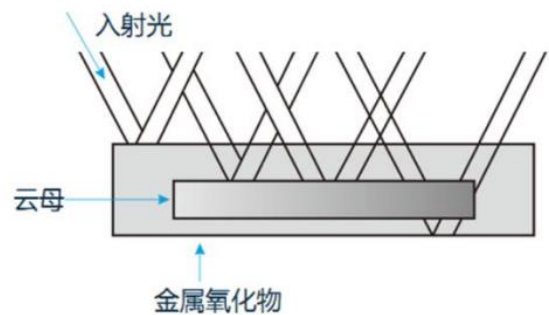
珠光材料是一种光学效应颜料，其生产过程借鉴了珍珠光泽的生成原理。珠光材料通过在云母等基材表面应用特定的工艺，使表面包覆一层或多层金属氧化物而制得。由于特殊的材质与结构，当光照射到这些材料的表面时，会发生光的反射和折射，随着包覆层种类不同及厚度不同产生光的干涉与透射作用，从而赋予了珠光材料独特的闪烁效果，这种效果使其能够替代天然珠光，因此得名“珠光材料”。

图：2018-2023年新材料产业总产值及增速



资料来源：智研咨询、工信部

图：珠光材料光泽原理



资料来源：公开资料整理

珠光材料相比传统颜料优势明显，是新材料产业发展对象之一。在视觉效果方面，传统颜料呈现的是较为平面、单一的颜色效果，即使有光泽也是相对普通的光泽。而珠光颜料能产生柔和、细腻的珍珠光泽和虹彩效果，具有独特的立体感和层次感，随观察角度的变化，颜色和光泽会发生微妙的改变，呈现出丰富的视觉效果。在化学稳定性上，传统有机颜料在耐光、耐热、耐候等方面性能相对较差，长期暴露在阳光下或不同环境条件下容易褪色、变色；而珠光颜料具有良好的化学稳定性，耐光、耐热、耐候性能优越，不易与其他物质发生化学反应，能在多种复杂环境下保持颜色的鲜艳和稳定。环保性方面，一些传统颜料，如部分含重金属的无机颜料和某些有机合成颜料，可能会对环境和人体健康造成一定危害。珠光颜料重金属含量低，对环境的污染较小，更符合环保要求。

图：珠光新材料与传统颜料对比



资料来源：公开资料整理

不同的基材赋予了珠光材料不同属性，从而适用于不同场景。目前市面上珠光材料基材包括了天然云母基、合成云母基、氧化铝基、氧化硅基以及玻璃基材等。不同基材做出来的珠光材料展示出了不同特性，因此也对应了不同应用领域。我们根据用途将珠光颜料材料划分为工业级珠光材料、汽车级珠光材料、化妆品级珠光材料。其下游应用领域包括涂料、塑料、汽车、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子等行业。例如对色彩要求较低的工业制造领域通常会使用自然云母基材珠光材料，而在汽车涂料中添加的汽车级珠光材料，要求呈现金属光泽及色彩效果，防水性好、耐候性高，另外作为汽车级珠光材料还需具备防潮、耐高温、耐腐蚀等高耐候及环保性能，所以目前基本使用的是合成云母以及氧化铝、玻璃片基作为基材。

表：珠光材料按基材类别分类

珠光材料分类	价格	特点	应用范围
天然云母基	价格较低	不导电，化学性能稳定，但会参杂部分重金属	低端制造领域
合成云母基	价格较高	纯度高，色彩剪度高，无毒性，不含重金属，不导电，化学性能稳定	中高端制造、汽车、化妆品等领域
氧化铝基	价格昂贵	耐高温、光泽好、粒径可操控性	汽车、化妆品领域
氧化硅基	价格昂贵	具有哑光效果，耐高温，能紧贴皮肤，分散性强，重金属含量低，吸收紫外线	汽车、化妆品领域
其他基材	价格昂贵	主要包括玻璃基材及彩铝基珠光颜料，其中玻璃基透明度好，折射率高	汽车、化妆品领域

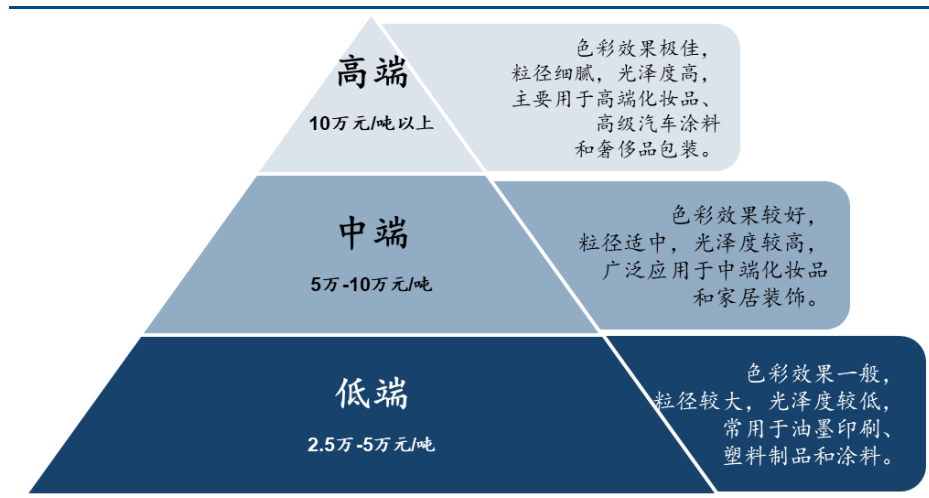
资料来源：共研网

高端珠光材料产品价值显著高于中低端产品。珠光材料按用途可分为三大类，在这三类中，工业级珠光材料属于中低端珠光产品，汽车级和化妆品级由于其应用产品具有高附加值，也增加了用于这些领域的珠光材料的价值。一般来说，高端珠光材料产品价格高出中低端珠光材料两到三倍。因此从未来市场发展来看，行业内能够满足高端产品、定制化珠光材料产品生产制作工艺的玩家，未



来有望实现更快速的盈利增长。

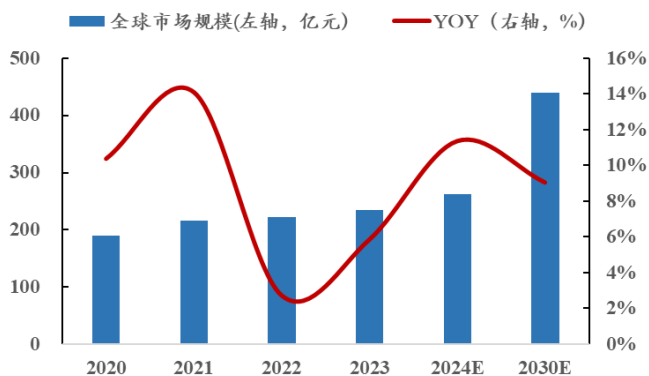
表：珠光材料产品价值



资料来源：Frost&Sullivan

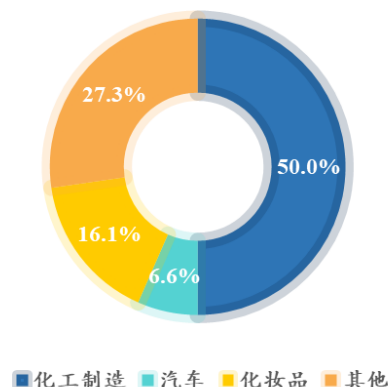
全球珠光材料市场规模已超 200 亿，未来细分领域提升空间广阔。2023 年，全球珠光材料的市场规模达人民币 235.0 亿元，2016 年至 2023 年间的年均复合增长率为 14.1%。其中以涂料、塑料、油墨为代表的工业级珠光材料市场规模为 117.4 亿元，占整体珠光材料市场的 50.0%；汽车级珠光材料和化妆品级珠光材料分别占 6.6%和 16.1%。目前工业级珠光材料产品需求平稳，汽车级珠光材料市场受益于全球汽车产量及保有量稳步增长，珠光材料在汽车领域的渗透率在不断提升。而在化妆品领域，随着收入提高和消费升级，人们对外在形象的认识与要求不断提高，推动全球化妆品行业的持续增长，因此也将带动化妆品级珠光材料市场份额不断增加。

图：全球珠光材料市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan

图：2023 年各珠光材料应用领域市场份额



资料来源：Frost&Sullivan

## 2.2 合成云母性能优异，产品渗透率有望持续提升

合成云母相比天然云母性能更优，未来有望成为行业主导产品。在性能方面，由于合成云母是化工原料在高温下熔融冷却后结晶得到的新型材料，其晶粒更细，晶体结构完美，因此相比天然云母，合成云母的纯净杂质少、透明性强、光泽度好。另外天然云母的开采会对环境造成一定的破坏，相比之下，合成云母的生产过程更加环保，更符合 ESG 标准。此外如氧化铝基、氧化硅基、玻璃片基等高端基材，它们在某些应用场景下也有自身独特优势。所以当前及未来市场上，天然云母的份额将越来越小，而合成云母和高端基材市场份额有望逐步提升。

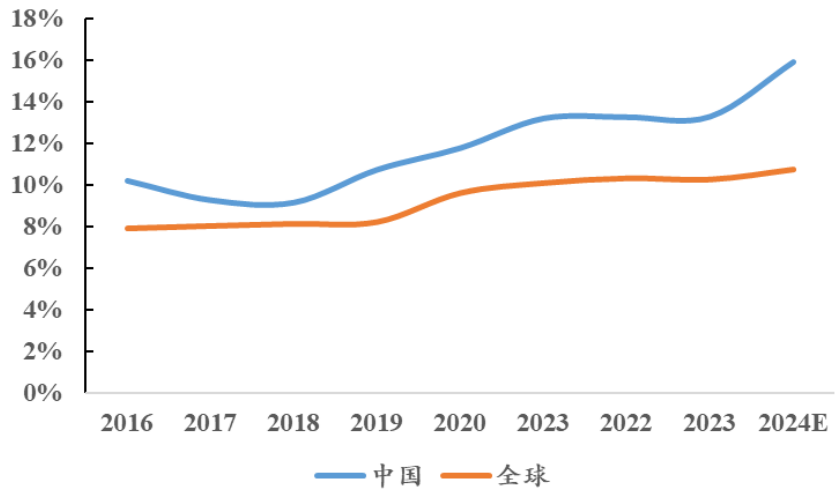
表：合成云母及天然云母对比

	天然云母	合成云母	合成云母优势
资源储量	矿产资源日渐枯竭	产能持续提升	√
成本	较低	较高	×
硬度（莫氏硬度）	2.0-3.0	3-3.4	√
耐热性	800°C	1200°C	√
体积电阻率	$10^{13}-10^{16} \Omega \cdot \text{cm}$	$10^{16}-10^{17} \Omega \cdot \text{cm}$	√
耐酸性	金云母常温下可溶解	常温下不发生化学反应	√
耐油性	油可使各层间粘合松懈	具有高度耐油性	√
白度	60-70 度	90-95 度	√
重金属含量	高	几乎不含	√
杂质含量	可高达 30%	几乎不含	√
应用场景	中低端及少量高端应用场景	中高端应用场景	-

资料来源：公开资料整理

合成云母基珠光材料渗透率近年稳步增长，未来有望继续保持增速。根据 Frost&Sullivan 数据显示，在中国珠光材料市场上，合成云母基材珠光材料渗透率已从 2016 年的 10.2% 提升至 2023 年的 13.3%，预计在 2024 年将达到 15.9%，而在全球市场上，合成云母基材珠光材料渗透率同样也呈稳步上升趋势，2023 年已达 10% 以上。展望未来，合成云母将有望凭借其性能优势以及生产工艺成熟后带来的成本下降，占据更多市场份额。

表：合成云母在全球/中国珠光材料市场渗透率稳步提升



资料来源：Frost&Sullivan

合成云母正在化妆品领域被广泛应用。由于合成云母粉能增加化妆品的明亮度，强化闪亮的视觉效果，并且凭借其独特的片状结构，能够屏蔽紫外线和红外线，有效防止紫外线对皮肤的损害，因此合成云母粉也常被作为功能性填料广泛应用于生产口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔等化妆品。据不完全统计，雅诗兰黛与资生堂旗下超过300件化妆品在着色剂中添加了云母，而较为高端的香奈儿、圣罗兰和迪奥等国际大牌超过150件化妆品使用云母成分，中国化妆品领域珠光材料需求量已占行业总需求量14.9%。在选用珠光材料时首先确保产品无毒、无污染、使用安全，目前该领域选用的珠光材料基本以合成云母基、氧化硅基为主。

图：国际美妆品牌使用云母作为填充材料

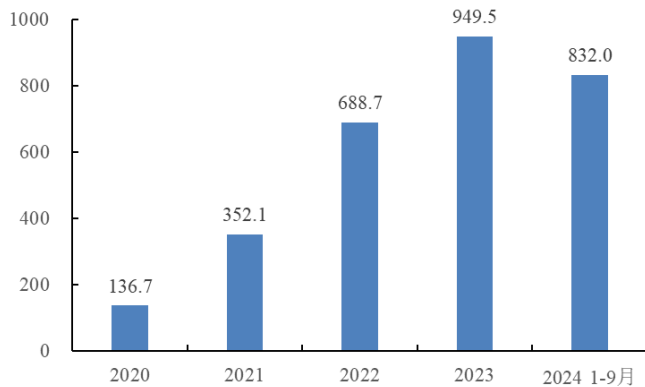


资料来源：公开资料整理

合成云母在新能源汽车市场有显著增长潜力。2023年我国新能源汽车销量达到949.5万辆，同比增长37.8%，创下历史新高。而2024年1-9月新能源汽车销量已达到832.0万辆，占去年总销量的87.6%，全年销量有望再创新高。合成云母能够在500°C-1200°C的使用环境下，保持良好的绝缘性能，同时还具有良好的抗弯强度和硬度，耐酸碱、耐老化，可加工成各种形状，在高温下不产生有毒气体等优良特性。因此，许多新能源汽车厂选择将合成云母作为动力电池热失控防护材料组成部分。具体应用是将合成云母加工成云母板后安置在电池模组的电芯之间作为屏蔽隔离层，实现热隔离。展望未来，随着电池续航和智

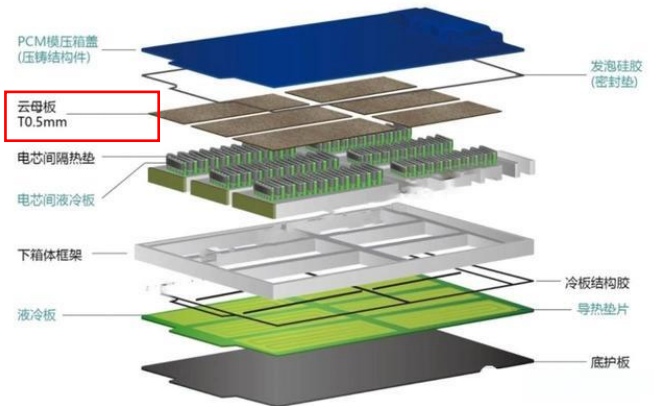
能驾驶迭代升级，新能源汽车渗透率有望得到进一步提升，而无论是低、中、高端新能源车，无疑都将电池安全放在首位，因此对合成云母需求未来有望保持持续增长。

图：2020-2024年新能源汽车销量（单位：万辆）



资料来源：iFind

图：新能源汽车热失控防护材料结构



资料来源：公开资料整理

### 2.3 行业高壁垒，头部玩家有望率先享受行业发展红利

**生产工艺高难度和产品广覆盖构成行业壁垒。**生产工艺高难度主要体现在云母加工和水解包膜两个环节。云母加工上目前全球珠光材料厂商所采用的加工方法主要有两种：煅烧云母轮碾和非煅烧云母轮碾。采用后者可以避免二价铁的氧化，使得加工的珠光材料更加白亮，但非煅烧云母的研磨非常困难，目前仅少数厂商能够实现；水解包膜是利用水将氧化物分解形成新的容易包覆到基材的物质，并覆盖到基材粒子的过程。不同厂商技术的差异体现在包膜的稳定性、杂质污染物控制和包裹的高效性，而这也决定了包覆产品的色相和整体产品的品质。另外在一些新型珠光材料基材的研究方面，行业头部玩家与其他生产商相比，亦已显现出明显技术优势，而这也造成行业头部玩家产品定价能力更强，利润空间更高。

图： 珠光材料关键工艺技术

工艺技术	工艺介绍	实现方法	方法特点
云母加工工艺	将云母片加工成云粉	煅烧云母轮碾	煅烧后的云母易于后续研磨加工，但经过煅烧后浅色二价铁氧化成深红色三价铁，会影响云母的品质和色相。
		非煅烧云母轮碾	非煅烧云母可以避免二价铁的氧化，因此用非煅烧云母加工的珠光材料更加白亮，但非煅烧云母的研磨非常困难，目前全球只有少数厂商能生产
水解包膜工艺	利用水将氧化物分解形成新的容易包覆到基材的物质，并覆盖到基材粒子的过程	湿化学法	主流方法，简单易行，成本低，对设备要求低，适合批量生产
		CVD和PVD方法	需要专门的设备，尽管在某些特殊要求下，能达到湿化学法无法达到的包膜效果，但一般的工业化生产没有明显优势

资料来源：招股说明书

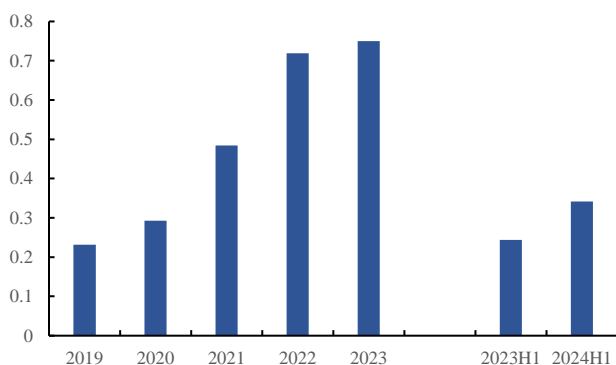
**产品广覆盖性是行业头部玩家另一核心竞争力。**由于珠光颜料本身的色彩多样化以及为了满足不同应用场景和审美偏好需求，使得市场产品具有明显长尾效应。这其中具有更丰富产品矩阵，并且能快速响应客户定制化需求的公司有望能在行业竞争中建立独特的品牌识别度和市场优势。以环球新材国际为例，公司旗下共拥有 1138 款珠光材料产品，再加上公司收购的 CQV 旗下共拥有 985 款珠光材料产品，公司产品总数量高达 2100 多种。珠光材料的广覆盖性是企业在行业内巩固地位、持续发展的关键驱动力。

### 三、研发创新增强核心竞争优势，全球化布局大有可为

#### 3.1 研发创新带动产品结构持续优化

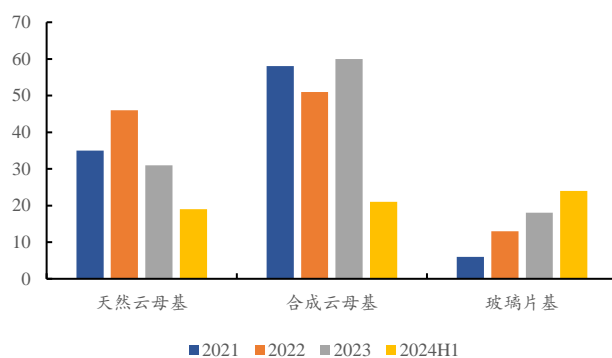
持续加码研发助力产品结构优化。2024年上半年公司研发开支约为0.34亿元，同比增长约为40.0%，2019-2023年期间CAGR约为34.1%。在研发的支持下，2021-2023年，公司每年均有超百款新品推出，其中合成云母基产品占主要部分。2024年上半年七色珠光产品新增55款，其中合成云母基产品20款、天然云母基产品11款、玻璃片基产品24款；CQV产品新增9款，其中合成云母基产品1款、天然云母基产品8款。截至2024年6月30日，公司可提供的珠光材料产品总数超2100款，中高端产品占比已超过50%。

图：2019-2024H1 研发开支（亿元）



资料来源：公司公告

图：2021-2024H1 部分品类新增产品数量



资料来源：公司公告

立足珠光材料，不断探索空间更为广阔的表面性能材料。在深耕珠光材料的基础上，公司不断表面性能材料的其它领域，2017年，公司与湖北工业大学共同成立了“七色珠光新材料研发中心”，聚焦新材料研发领域；2021年，公司继续深化校企合作，与浙江大学共建“浙江大学七色珠光新材料联合研发中心”，聚焦高性能表面材料、合成云母及新能源材料三大产业链相关材料及智能制造技术的研究开发。校企合作不仅能提高公司研发实力，同时也可以助推公司向更广阔的表面性能材料进军。

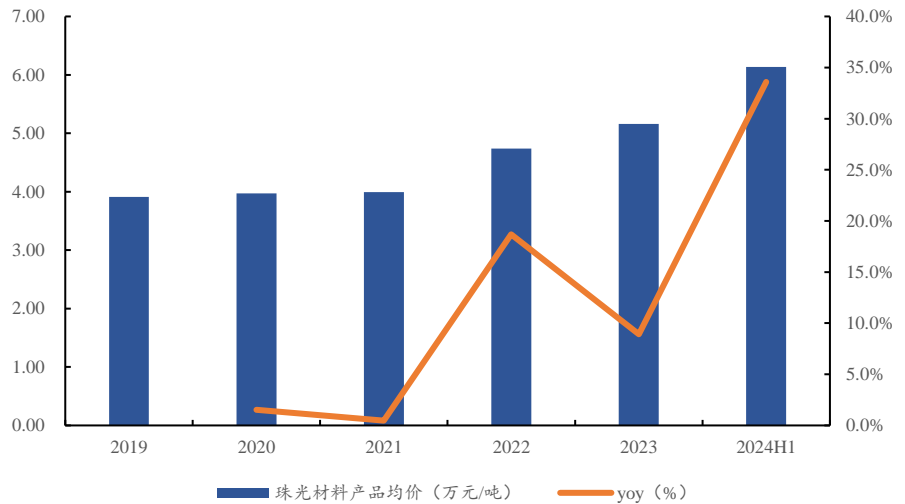
图：公司与浙江大学签约仪式



资料来源：公司微信公众号

**产品均价持续提升。**在公司不断发力研发的背景下，产品结构持续优化，中高端产品占比不断提升，带动整体产品均价持续抬升。2019-2023年期间，公司珠光材料产品均价 CAGR 约为 7.2%，且每年均保持正增长，2024年上半年公司珠光材料产品均价约为 6.14 万元/吨，较去年同期增长 1.54 万元/吨。

图：2019-2024H1 公司珠光材料产品均价（万元/吨）

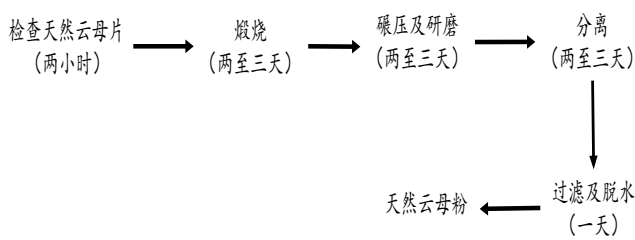


资料来源：公司公告

### 3.2 拥有领先的合成云母技术及研发水平

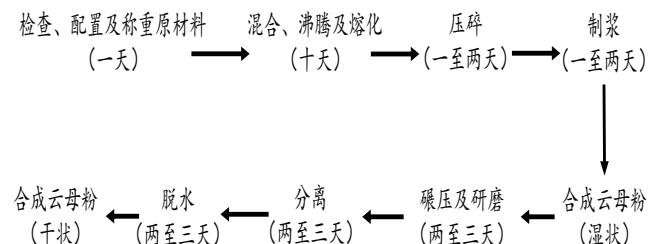
由于合成云母相比天然云母，具备资源相对易得、性能等优势，叠加合成云母生产工艺持续优化、规模效应持续提升，合成云母替代天然云母已成行业发展的必然趋势，而合成云母粉生产相比天然云母粉生产，其拥有更复杂的工艺、配方、生产过程和设备要求。

图：天然云母粉生产过程



资料来源：环球新材国际招股说明书

图：合成云母粉生产过程

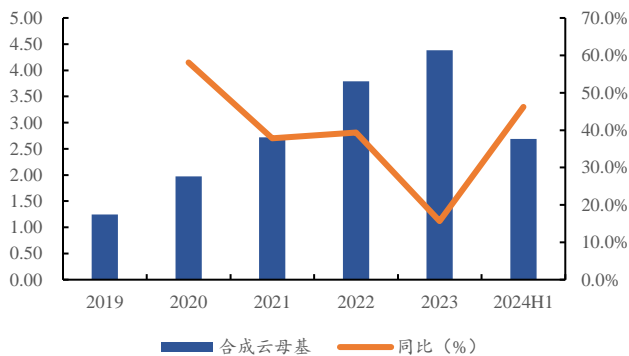


资料来源：环球新材国际招股说明书

**公司已拥有较深的合成云母技术护城河。**在专利方面，公司通过密集的专利布局在合成云母领域构建了强势的技术壁垒；在工艺及配方创新方面，公司革新了人工合成云母的原料配方，并研制出先进的熔制与粉体加工工艺技术；在设备创新方面，公司创新研制出耐高温并可重复利用的氟金云母熔制炉体，有效提高产品质量并降低生产成本；在新产品研发方面，公司通过优选原材料、优化生产配方、严控参数等，生产出高纯合成云母结晶，纯度、洁净度大幅度提高。

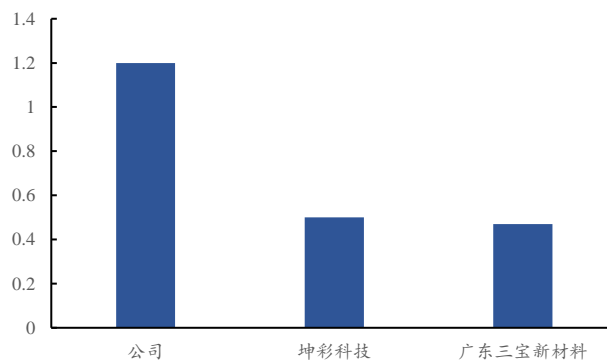
国内最大的合成云母生产商，合成云母基产品收入快速增长。产能方面，公司是国内最大的合成云母生产商，据公司公告及各公司官网数据，截至2023年末，环球新材国际的合成云母产能为1.2万吨/年，坤彩科技、广东三宝的合成云母产能分别为0.5万吨/年和0.47万吨/年。另外，受益于技术驱动，公司近年来合成云母基产品收入持续增长，2019-2023年，合成云母基产品收入CAGR为36.9%，2024年上半年实现合成云母基收入2.69亿元，同比增长46.2%。

图：合成云母基产品收入



资料来源：公司公告

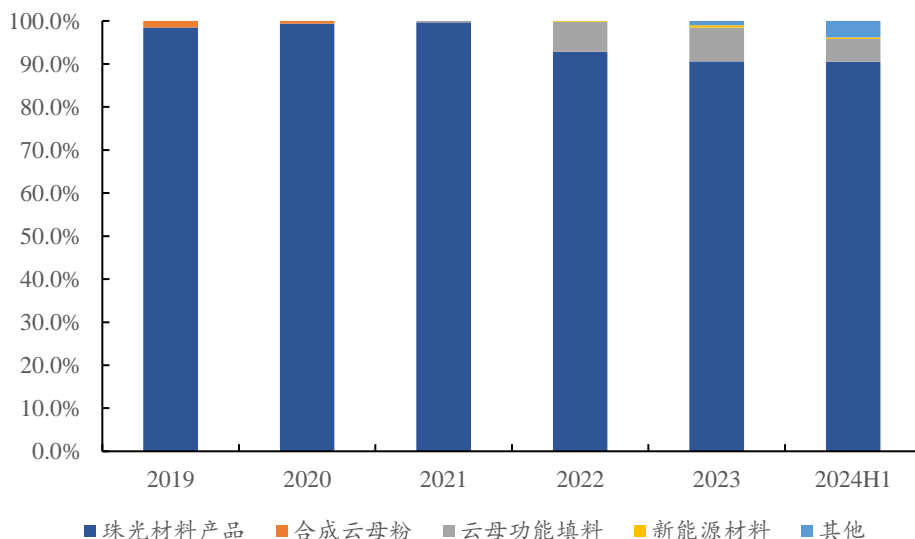
图：主要公司合成云母产能



资料来源：公开资料整理

得益于合成云母技术发展，公司涉足的领域不断拓宽。2019年，公司产品仅为珠光材料产品，2022年起，公司涉足的领域逐渐多元化。2024年上半年，珠光材料产品/云母功能填料/新能源材料/其他占比分别为90.5%、5.3%、0.4%和3.8%。随着公司合成云母技术的发展，化妆品功能填料、新能源电池材料业务收入有望进一步扩大。

图：2019-2024H1 公司各产品收入占比 (%)



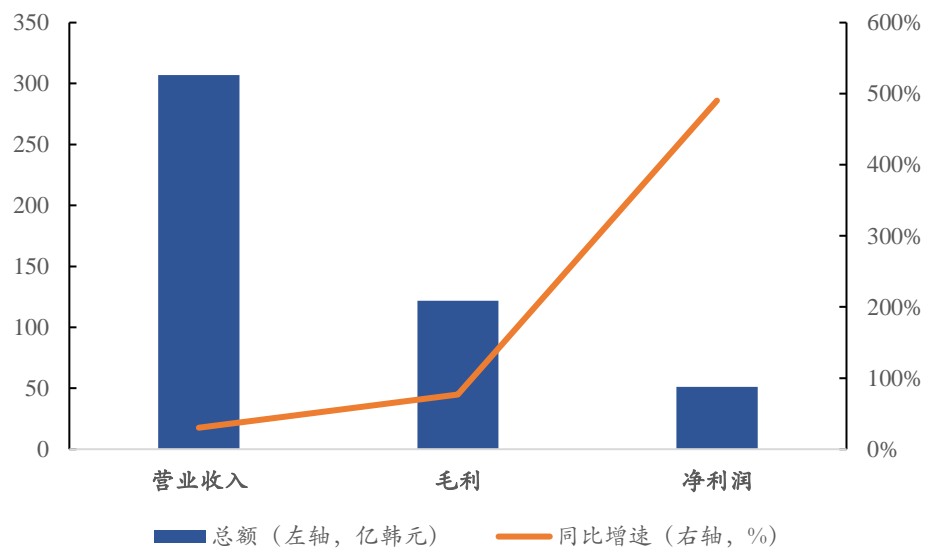
资料来源：公司公告



### 3.3 与 CQV 协同效应显著，全球化布局大有可为

协同效应显著,CQV 各项财务指标表现优异。2023 年 8 月公司完成对韩国 CQV 的收购,持有 CQV42.45%股份,成为 CQV 单一最大股东。CQV 全称 CQV Co., Ltd,成立于 2000 年,是全球领先、韩国第一的珠光材料生产商,专注于珠光材料行业二十余年。收购完成后,公司对产品矩阵、渠道、供应链、研发等方面进行了深度整合,2024 年上半年,公司对韩国 CQV 的整合效应明显显现,CQV 实现营业收入达 307 亿韩元,同比增长 30.2%;毛利同比增长 76.8%;净利润达 51 亿韩元,同比增长 490.3%。净利润同比增速大于毛利同比增速,且毛利同比增速大于营收同比增速,实现毛利率和净利率全面提升。

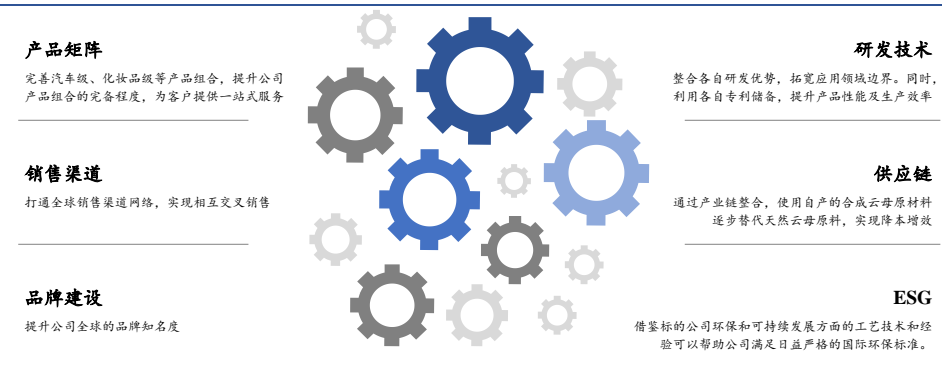
图：2024H1 CQV 各项核心财务指标同比增速



资料来源：公司公告

拟收购德国默克表面解决方案业务,全球化布局大有可为。2024 年 7 月,公司宣布计划以 51.87 亿元收购德国默克表面解决方案业务,2023 年目标公司收益为 4.05 亿欧元,息税前利润为 0.63 亿欧元,截至 2023 年 12 月 31 日资产净值为 3.24 亿欧元,目前收购工作仍在进行中,若成功收购,有望借鉴整合 CQV 的成功经验,在产品矩阵、销售渠道、品牌建设、研发技术、供应链、ESG 等方面形成优势互补。

图：收购默克表面解决方案业务可能产生的协同效应



资料来源：公开资料整理

## 四、盈利预测及投资建议

由于公司已展现出较强的并购整合能力，预计内源式发展与外延式扩张持续驱动业绩增长。我们预测 2024-2026 年，公司营收分别为 15.71/21.23/26.81 亿元，增速为 48.74%、35.15%、26.23%；净利润分别为 3.40/4.50/6.10 亿元，增速为 59.21%、32.31%、35.57%。以当前股价估算，对应 PE 分别为 12.96/9.80/7.23。结合可比公司估值水平，基于环球新材国际强劲的增长动能，我们认为市盈率 20 倍为其合理估值，对应 2025 年目标价 7.81 港元（汇率按 1 港币=0.929 人民币计算），较现价存在 119% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表：业绩预测及估值对比

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	910.49	1056.36	1571.21	2123.46	2680.5
yoy	37.10%	16.00%	48.74%	35.15%	26.23%
净利润（百万元）	236.51	213.29	340.21	450.12	610.21
yoy	39.85%	-9.80%	59.51%	32.31%	35.57%
基准股本(百万股)	1191.76	1238.87	1238.87	1238.87	1238.87
每股收益-基本(元)	0.19	0.15	0.27	0.36	0.49
P/E	18.69	24.58	12.96	9.80	7.23

可比公司估值对比 (PE)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
七彩化学 300758.SZ	-1,759.54	375.00	32.46	22.72	18.15
坤彩科技 603826.SH	278.79	329.11	148.99	16.63	8.66
百合花 603823.SH	23.75	33.74	20.66	16.69	13.93

资料来源：Wind，公司公告

## 五、风险提示

**国内外宏观经济波动：**公司下游产业偏向消费领域，主要受全球宏观经济影响。如果全球宏观经济波动，或存在导致珠光材料需求不及预期的风险。

**并购整合不及预期：**如果公司后续并购整合未能实现标的经营业绩的显著增长，则可能对公司未来发展造成不利影响。

**市场竞争加剧：**珠光材料行业集中度较低，虽然公司竞争力处于行业头部区间，但仍面临竞争对手的持续追赶。

## 華升證券研究

華升證券为中国首控集团有限公司（香港上市编号 01269.HK，下称“首控集团”）旗下的全资附属子公司。華升證券凭借着母公司的资源和优势，致力推动中国投资者和企业完善境外投资及融资渠道，及协助境外投资者参与中国资本市场。華升證券研究作为華升證券的研究部门，主要从事香港市场股票研究，并专注于覆盖教育行业上市公司，团队专注基本面研究，挖掘被低估的投资机会并为客户提供多种研究产品。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

## 免责声明

本文纯粹为提供数据而编写，并未经过任何司法管辖区的任何监管机构审阅。本文所载数据可随时更改，而无须事前另行通知。華升證券有限公司谨慎地编写本文，然而華升證券及其关联公司、其董事或雇员「相关方」并不就本文所载之声明、数据、数据及内容的准确性、及时性和完整性做出任何明示或隐含之声明或保证。本文亦不构成所涉及的任何买卖或交易之要约。阁下应进行独立的评估及适当的研究，以对内容加以参考取舍。因此，如对任何因信赖或参考本文章内容所导致的损失，相关方将不会对您或任何第三方承担任何及所有直接或间接因此而产生的责任。

## 风险披露

金融产品价格可能会波动，任何个别金融产品的价格可升亦可跌，甚至在某些情况下可变成毫无价值。买卖金融产品存有潜在风险，所以未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。在法律许可的情况下，華升證券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，因此，投资者应当考虑到華升證券及/或其相关人员或公司可能存在影响本报告观点的潜在利益冲突。

本文所刊载的商标、标识及服务商标乃本文所有内容的版权均属于本公司拥有，阁下在未取得本公司书面同意前不得更改、复制、发放、刊登或下载，或用于商业或公众用途。