

2025 年 4 月 16 日
环球新材 (6616.HK)

公司动态分析

证券研究报告

新材料

协同效应显现，业绩保持强劲增长

公司实现营业收入 16.38 亿元，同比增加 55%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比增加 33%。我们维持 25/2/27 年净利润为 3.8/4.9/6.4 亿元，对应每 EPS 收益为 0.26/0.33/0.43 港元。维持目标价 5.4 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 53% 的上涨空间。

报告摘要

收入增长强劲。24 年收入 16.38 亿元，同比增加 55%。其中中国业务收入 13.3 亿，同比增长 38%，韩国业务收入 3.2 亿，可比口径同比增长 17%。随着广西二期珠光颜料产能的落地，销量实现了进一步的增长。珠光颜料 24 年销量 2.5 万吨，同比增长 36%。销售单价 6.0 万元/吨，同比增长 16%，一方面得益于公司对部分产品进行了提价，另一方面来自销售单价更高的 CQV 产品的拉动。按产品类别来看，合成云母基材的珠光颜料收入 5.2 亿，同比增长 18%，天然云母基材珠光颜料收入 7.1 亿，同比增长 78%。天然云母基材颜料增速更高主要是合成云母基材受制于合成云母的产能限制，因此新增产能优先用于生产天然云母基材产品。

毛利率提升，销售费用增加。公司 24 年毛利率为 53%，同比提升 3.3pct，主要得益于原材料成本的下降和产品结构的提升，主要原材料四氯化钛的价格在 24 年下跌了约 20-30%。销售费用率略有下降，费用率为 5.8%，同比下降 0.3pct。管理费用增长较快，一方面是合并 CQV 带来管理费用增加，另一方面收购默克业务导致了各项专业咨询费用增加，管理费用率为 17.7%，同比增加 3.7pct。

新产能投产，产能快速爬坡。公司原有珠光颜料产能为 1.8 万吨，已经接近满产状态，二期工厂已经于 24 年 2 月正式投产，设计产能 3 万吨，目前投产的产能为 1.5 万吨，24 年新增产量 6000 万吨。二期工厂自动化程度更高、更节能，是全球规模最大、最先进的珠光材料工厂，未来将主要生产高端汽车耐候级、化妆品级、特殊功能级珠光颜料产品。合成云母的产能为 1.2 万吨，目前二期工厂已在桐庐市开工建设，预期 26 年投产，首批产能 4 万吨，届时将有效解决现有产能瓶颈。

对默克旗下表面处理方案业务的收购有序进行中。公司于 24 年 7 月与默克集团签订收购协议，以 6.65 亿欧元的代价收购默克旗下的全球表面处理方案业务。我们认为这块业务将有效补充公司在海外市场的销售网络，与 CQV 形成互补，进一步夯实公司在珠光颜料行业的竞争优势。

我们维持 25/2/27 年净利润为 3.8/4.9/6.4 亿元，对应每 EPS 收益为 0.26/0.33/0.43 港元。维持目标价 5.4 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 53% 的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，宏观经济下行影响下游需求，原材料成本上升，合并整合工作不及预期。

财务及估值摘要

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	916.8	1,064.1	1,648.8	1,962.2	2,358.1	2,835.8
增长率(%)		16.06%	54.95%	19.01%	20.17%	20.26%
净利润(人民币百万)	236.5	213.3	320.3	377.8	494.3	638.5
增长率(%)		-9.82%	50.18%	17.95%	30.82%	29.18%
毛利率(%)	49.66%	49.65%	52.99%	52.99%	53.99%	54.99%
净利润率(%)	25.80%	20.04%	19.43%	19.25%	20.96%	22.52%
每股收益(港元)	0.23	0.19	0.25	0.26	0.33	0.43
每股净资产(港元)	2.27	3.65	3.89	4.22	4.67	5.24
市盈率	15.11	18.63	13.96	13.84	10.58	8.19
市净率	1.55	0.97	0.91	0.84	0.76	0.67
净资产收益率(%)	9.68%	6.44%	7.59%	8.32%	9.93%	11.51%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

5.4 港元

股价 2025-4-15

3.622 港元

总市值(亿港元)	44.48
流通市值(亿港元)	44.48
总股本(亿股)	12.39
流通股本(亿股)	12.39
12 个月低/高(港元)	3.4/4
平均成交(百万港元)	0.09

股东结构 (截止 2024-6-30)

苏尔田	34.0%
广西投资集团	13.5%
其他股东	52.5%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.93	-11.41	-30.82
绝对收益	-7.47	0.28	-2.45

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	917	1,064	1,649	1,962	2,358	2,836
天然云母基	917	1,064	1,649	1,962	2,358	2,836
YoY		16.1%	55.0%	19.0%	20.2%	20.3%
合成云母基	379	438	518	544	571	800
YoY		15.7%	18.3%	5.0%	5.0%	40.0%
其他珠光颜料产品	59	126	298	312	286	305
YoY		113.9%	136.1%	4.9%	-8.4%	6.5%
合成云母粉	64	84	93	94	114	139
YoY		30.2%	10.8%	1.0%	21.2%	22.4%
其他		16	28	29	31	32
YoY				5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	-461	-536	-775	-922	-1,085	-1,276
毛利	455	528	874	1,040	1,273	1,559
毛利率	49.7%	49.7%	53.0%	53.0%	54.0%	55.0%
销售费用	-57	-63	-96	-114	-137	-164
占收入比例	-6.2%	-5.9%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%
管理费用	-128	-189	-262	-312	-375	-451
占收入比例	-14.0%	-17.7%	-15.9%	-15.9%	-15.9%	-15.9%
其他收入/支出	15	29	9	4	4	4
占收入比例	1.6%	2.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
经营利润	285.4	305	525	618	766	948
占收入比例	31.1%	28.7%	31.8%	31.5%	32.5%	33.4%
财务费用	-11	-51	-118	-140	-140	-140
占收入比例	-1.2%	-4.8%	-7.2%	-7.1%	-5.9%	-4.9%
除税前溢利	274	254	406	478	626	808
所得税	-38	-41	-86	-100	-131	-170
所得税率	-13.8%	-16.0%	-21.2%	-21.0%	-21.0%	-21.0%
净利润(含少数股东权益)	237	213	320	378	494	638
净利率	25.8%	20.0%	19.4%	19.3%	21.0%	22.5%
少数股东损益	13	32	78	92	121	156
净利润(不含少数股东权益)	224	182	242	286	374	483
EPS (港元)	0.23	0.19	0.25	0.26	0.33	0.43
市盈率(倍)	15.1	18.6	14.0	13.8	10.6	8.2

数据来源：国证国际研究预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了 A 股新材料领域相关上市公司进行比较，港股由于没有业务相近的公司，我们未进行比较。2025 年预测 PE 的平均值在 31.7x。考虑环球新材的行业地位、增长前景，我们给与 20x PE。2025 年预测 EPS 为 0.26 港元，对应股价测算为 5.1 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7.8%，同时，长期给予 2% 的增速。合理市值为 68 亿港元，对应价格为 5.7 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 5.4 港元，较最新的收盘价有 53% 的上涨空间。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
坤彩科技	603826.SH	127	CNY	0.9	0.8				144.5	151.4			
yoy				-39%	-5%								
合盛硅业	603260.SH	645	CNY	51.5	26.2	22.4	31.5	40.0	12.5	24.6	28.8	20.5	16.1
yoy				-37%	-49%	-15%	40%	27%					
横店东磁	002056.SZ	213	CNY	16.7	18.2	18.3	20.1	23.4	12.7	11.7	11.6	10.6	9.1
yoy				49%	9%	1%	10%	16%					
西部超导	688122.SH	305	CNY	10.8	7.5	8.1	10.5	12.8	28.3	40.6	37.7	29.2	23.9
yoy				46%	-30%	8%	29%	22%					
有研新材	600206.SH	149	CNY	2.7	2.3	1.5			55.0	65.6	100.6		
yoy				13%	-16%	-35%							
中科三环	000970.SZ	135	CNY	8.5	2.8	0.1	2.4	3.7	15.9	48.9	#####	56.6	36.2
yoy				113%	-68%	-96%	1879%	57%					
天通股份	600330.SH	80	CNY	6.7	3.2	2.1	3.0	3.6	12.0	24.7	37.8	26.8	22.1
yoy				61%	-51%	-34%	41%	21%					
石英股份	603688.SH	237	CNY	10.5	50.4	3.8	5.4	7.4	22.5	4.7	62.2	43.5	32.2
yoy				274%	379%	-92%	43%	35%					
菲利华	300395.SZ	240	CNY	4.9	5.4	3.9	6.9	9.1	49.1	44.6	60.7	34.9	26.2
yoy				32%	10%	-27%	74%	33%					
平均估值									39.2	46.3	182.5	31.7	23.7

注：时间截止2025/4/15，预测值为iFind一致预测
资料来源：iFind，国证国际

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		0.21	0.23	0.26	0.28	0.31
PE	14x	2.9	3.2	3.6	3.9	4.3
	16x	3.3	3.7	4.1	4.5	4.9
	18x	3.7	4.1	4.6	5.0	5.6
	20x	4.1	4.6	5.1	5.6	6.2
	22x	4.5	5.0	5.6	6.2	6.8
	24x	5.0	5.5	6.1	6.7	7.4
	26x	5.4	6.0	6.6	7.3	8.0

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4：自由现金流折让模型估值（DCF Valuation）

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结31/12; 人民币百万)	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	670	917	1,064	1,649	1,962	2,358	2,836	3,194	3,598				
增长率%		36.9%	16.1%	55.0%	19.0%	20.2%	20.3%	12.6%	12.7%				
EBIT	203	285	305	525	618	766	948	1,067	1,202				
增长率%		40.9%	7.0%	71.8%	17.8%	23.8%	23.8%	12.6%	12.6%				
EBIT率%	30.2%	31.1%	28.7%	31.8%	31.5%	32.5%	33.4%	33.4%	33.4%				
有效税率%	11.5%	13.8%	16.0%	21.2%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%				
EBIT x (1-有效税率)	179	246	256	414	488	605	749	843	950				
+ 折旧摊销	26	37	59	-	-	-	-	-	-				
+ 营运资金变动	-42	-91	-7	-1,234	-18	-119	-143	-112	-126				
- 资本支出	-111	-226	-162	-350	-321	-354	-389	-428	-471				
自由现金流, FCF	52	-34	147	34	149	132	218	304	353	370	389	408	429
增长率%		-165.1%	n.a.	-77.2%	218.6%	-11.5%	64.7%	39.6%	16.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份					1.0000	0.9276	0.8605	0.7983	0.7405	0.6869	0.6372	0.5911	0.5483
折现因子					149	123	187	243	261	254	248	241	235
FCF现值													
FY2025-33 FCF现值总额				1,942									
永续期价值现值				4,135									
企业价值				6,077									
加: 净现金				1,399									
减: 少数股东权益				-1,069									
DCF 估值(百万港元)				6,816									
假设:													
WACC				7.8%									
短期增长率				5.0%									
永续增长率				2.0%									

资料来源：国证国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧，宏观经济下行影响下游需求,原材料成本上升，合并整合工作不及预期。

附表：财务报表预测
资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	3,203.5	3,411.0	3,793.6	3,815.2	3,922.3
贸易应收款项	365.3	512.0	522.1	627.4	754.5
预付及其他应收款项	-	471.0	471.0	471.0	471.0
存货	237.3	310.0	325.7	383.0	450.6
受限制存款	0.4	30.0	30.0	30.0	30.0
其他流动资产	28.8	-411.0	-411.0	-411.0	-411.0
流动资产总额	3,835.3	4,323.0	4,731.3	4,915.6	5,217.4
物业、厂房及设备	1,105.2	1,448.0	1,426.6	1,780.1	2,169.0
土地使用权及权益	66.3	144.0	144.0	144.0	144.0
无形资产	23.8	15.0	15.0	15.0	15.0
商誉	104.2	94.0	94.0	94.0	94.0
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
递延税项资产	11.8	8.0	8.0	8.0	8.0
其他非流动资产	8.7	1,023.0	1,023.0	1,023.0	1,023.0
非流动资产总额	1,319.9	2,732.0	2,710.6	3,064.1	3,453.0
总资产	5,155.3	7,055.0	7,441.9	7,979.7	8,670.4
贸易应付款项	33.3	89.0	72.7	85.6	100.7
合同负债	0.2	-	-	-	-
短期有息债务	238.1	1,298.0	1,298.0	1,298.0	1,298.0
应付即期税项	8.8	21.0	21.0	21.0	21.0
其他流动负债	91.3	141.0	165.3	196.1	233.2
流动负债总额	371.6	1,549.0	1,557.1	1,600.6	1,652.8
长期有息债务	670.8	1,127.0	1,127.0	1,127.0	1,127.0
递延收入-非流动负债	24.3	18.0	18.0	18.0	18.0
递延税负债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	3.5	8.0	8.0	8.0	8.0
非流动负债总额	698.6	1,153.0	1,153.0	1,153.0	1,153.0
总负债	1,070.1	2,702.0	2,710.1	2,753.6	2,805.8
股本	3,052.8	3,273.0	3,273.0	3,273.0	3,273.0
储备	103.7	104.0	389.7	763.4	1,246.3
少数股东权益	928.7	977.0	1,069.1	1,189.6	1,345.3
总股东权益	4,085.1	4,353.0	4,731.8	5,226.1	5,864.6

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	305.5	524.8	618.2	765.6	948.2
所得税	-38.7	-86.0	-100.4	-131.4	-169.7
营运资本变动	-6.6	-1,233.7	-17.6	-119.1	-142.5
折旧及摊销	54.8	-	-	-	-
利息支出	-23.8	-118.4	-140.0	-140.0	-140.0
其他	-8.1	-	-	-	-
经营性现金流净额	283.2	-913.4	360.2	375.1	496.0
资本开支	-161.9	-349.7	-321.4	-353.5	-388.9
其他	106.8	-	-	-	-
投资性现金流净额	-55.1	-349.7	-321.4	-353.5	-388.9
新发股份	957.7	-	-	-	-
支付股息	-	-	-	-	-
新增债务	294.5	-	-	-	-
其他	-0.5	-	-	-	-
筹资性现金流净额	1,251.7	-	-	-	-
现金净变动	1,480.8	-39.5	382.6	21.6	107.1
现金期初余额	1,722.7	3,203.5	3,411.0	3,793.6	3,815.2
现金期末余额	3,203.5	3,163.9	3,793.6	3,815.2	3,922.3

数据来源：国证国际研究预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,064.1	1,648.8	1,962.2	2,358.1	2,835.8
营业成本	-535.7	-775.1	-922.4	-1,084.9	-1,276.4
毛利	528.3	873.7	1,039.8	1,273.1	1,559.4
销售费用	-62.8	-95.5	-113.7	-136.6	-164.3
管理费用	-188.6	-262.4	-312.3	-375.3	-451.4
其他收益及损失	28.6	9.0	4.5	4.5	4.5
营业利润	305.5	524.8	618.2	765.6	948.2
财务费用	-51.4	-118.4	-140.0	-140.0	-140.0
除税前利润	254.0	406.3	478.2	625.6	808.2
所得税	-40.8	-86.0	-100.4	-131.4	-169.7
净利润	213.3	320.3	377.8	494.3	638.5
归属母公司净利润	181.6	242.2	285.7	373.7	482.8
EPS (港元)	0.19	0.25	0.26	0.33	0.43
EBITDA	364.3	524.8	618.2	765.6	948.2

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率：					
营业收入增长率 (%)		55.0%	19.0%	20.2%	20.3%
除税前利润增长率 (%)		71.8%	17.8%	23.8%	23.8%
净利润增长率 (%)		50.2%	18.0%	30.8%	29.2%
盈利能力：					
毛利率 (%)	49.7%	53.0%	53.0%	54.0%	55.0%
净利率 (%)	20.0%	19.4%	19.3%	21.0%	22.5%
ROE (%)	6.4%	7.6%	8.3%	9.9%	11.5%

偿债能力：

资产负债率 (%)	20.8%	38.3%	36.4%	34.5%	32.4%
流动比率 (x)	10.32	2.79	3.04	3.07	3.16
利息覆盖倍数 (x)	7.08	4.43	4.42	5.47	6.77
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

营运能力

存货周转天数	122	129	129	129	129
应收账款周转天数	116	97	97	97	97
应付账款周转天数	19	29	29	29	29

每股资料

EPS (港元)	0.19	0.25	0.26	0.33	0.43
BPS (港元)	3.65	3.89	4.22	4.67	5.24
每股经营现金 (港元)	0.25	-0.82	0.32	0.33	0.44

估值比率

PE	18.63	13.96	13.84	10.58	8.19
PB	0.97	0.91	0.84	0.76	0.67

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010