

# 环球新材国际（6616.HK）

珠光材料领域专精特新企业，国际并购迈向全球化



## 核心投资亮点

**中国珠光材料知名品牌，外延式扩张打开全球市场。**环球新材国际是研发、生产、销售珠光材料及合成云母等关键基础性材料的国家级高新技术企业，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，已在国内乃至全球市场享有较高知名度。公司基本面优秀，2019-2024 年公司营收从 2019 年的 4.41 亿元，增长至 2024 年的 16.49 亿元，复合增长率高达 30.2%。同时公司毛利率常年维持在 50%左右的水平，2024 年达 53.0%。2023 年以来，公司相继完成对韩国 CQV 的并购整合、并且与德国默克达成对其表面解决方案业务的收购，通过跨国并购，环球新材国际正加速打开国际市场，成为一家新材料跨国企业。

**珠光材料应用广&市场空间大，行业壁垒较深。**珠光材料色彩和功能性皆优，正逐步替代传统颜料，且由于珠光材料基材多样，应用领域不断被拓宽。根据 Frost&Sullivan 数据，2023 年全球珠光材料的市场规模 235 亿元，2016-2023 年复合增长率 14.1%，预计 2030 年市场规模将达到 440 亿，2023-2030 年复合增长率 9.4%。此外，生产工艺难度较高和品牌效应构筑行业深厚护城河，珠光材料市场均价连年上涨，头部玩家强者恒强。

**研发驱动的增长模式，成长确定性较强。**环球新材国际高度重视研发投入，随着技术的进步公司中高端产品占比已超过 50%，产品矩阵持续向高端领域迭代，驱动公司营收利润双增；同时公司还持续降低生产成本，全面保障低、中、高三档产品的市场竞争力；环球新材国际还掌握合成云母的关键技术，随着合成云母基材对天然云母的替代，环球新材国际已掌握市场先机；未来伴随着并购整合，环球新材国际的产品矩阵/市场资源/研发团队有望得到全面提升，奠定公司未来十年高速发展的基础。

基于对公司稳定的内源式发展，以及外延式并购整合预期（该盈利预测不计算并购默克表面解决方案业务带来的财务变化）。我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 22.29/29.00/36.31 亿元，增速分别为 35.2%、30.1%、25.2%；归母净利润分别为 3.37/4.58/6.17 亿元，增速分别为 39.0%、36.1%、34.7%。PE 分别为 12.22/8.97/6.66，结合可比公司估值水平，我们认为环球新材国际 2025 年合理 PE 应为 20 倍，目标价 5.79 港元，相比现价存在 64%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。（1HKD=0.9376CNY）

|            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 1064.1 | 1648.8 | 2229.2 | 2900.2 | 3631.0 |
| yoy        | 16.1%  | 55.0%  | 35.2%  | 30.1%  | 25.2%  |
| 归母净利润（百万元） | 181.6  | 242.2  | 336.6  | 458.2  | 617.3  |
| yoy        | -18.9% | 33.4%  | 39.0%  | 36.1%  | 34.7%  |
| 基准股本(百万股)  | 1238.9 | 1238.9 | 1238.9 | 1238.9 | 1238.9 |
| 每股收益-基本(元) | 0.15   | 0.20   | 0.27   | 0.37   | 0.50   |
| PE         | 24.58  | 20.99  | 12.22  | 8.97   | 6.66   |

**风险提示：**下游需求变化、市场竞争加剧、国际并购失败、整合不及预期

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、中国珠光材料领军企业，外延式扩张打开全球市场 .....     | 3  |
| 1.1 内源式发展练好内功，外延式并购打造第二增长曲线 .....  | 3  |
| 1.2 公司经营数据亮眼，增长速度与盈利能力兼备 .....     | 4  |
| 1.3 产能扩张叠加降本增效，营收利润双保障 .....       | 6  |
| 二、珠光材料空间广阔，行业护城河深 .....            | 8  |
| 2.1 珠光材料色彩与功能性皆优，逐步替代传统颜料 .....    | 8  |
| 2.2 珠光材料基材多样，合成云母相较天然云母有比较优势 ..... | 9  |
| 2.3 珠光材料应用领域广阔，汽车和化妆品市场新增长极 .....  | 11 |
| 2.4 珠光材料行业壁垒高，市场价格稳定上涨 .....       | 13 |
| 三、研发驱动的专精特新企业，竞争优势显著 .....         | 15 |
| 3.1 新材料行业创新型企业，技术突破驱动公司持续增长 .....  | 15 |
| 3.2 掌握合成云母核心技术，抢占行业发展先机 .....      | 17 |
| 3.3 并购整合加速扩张，全球化布局雏形渐显 .....       | 18 |
| 四、盈利预测及投资建议 .....                  | 20 |
| 五、风险提示 .....                       | 21 |

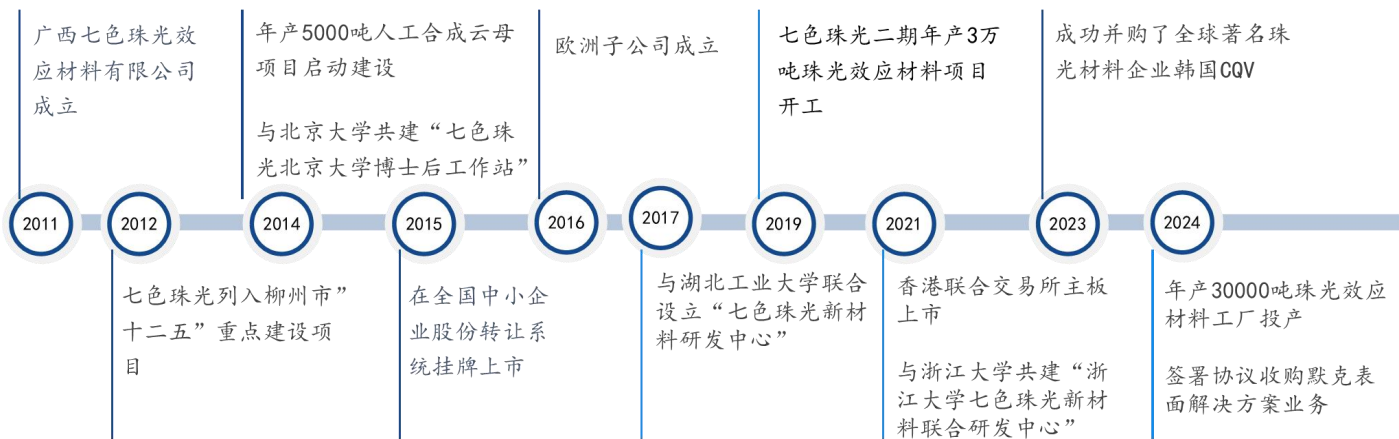
# 一、中国珠光材料领军企业，外延式扩张打开全球市场

## 1.1 内源式发展练好内功，外延式并购打造第二增长曲线

**中国珠光材料行业知名品牌。**环球新材国际是一家研发、生产、销售珠光材料、人工合成云母、新能源材料及无机非金属材料等的国家高新技术企业。公司综合实力于全球同行业内排名前列，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。公司是国家工信部工业强基工程关键基础新材料-人工合成云母项目的承担单位。

**经营战略清晰，十余年间迅速崛起。**2011 年 03 月，广西七色珠光效应材料有限公司成立；2014 年 03 月，年产 5000 吨人工合成云母项目启动建设；2014 年 04 月，与北京大学共建“七色珠光北京大学博士后工作站”；2014 年 08 月，成功完成股份制改革，变更为“广西七色珠光材料股份有限公司”；2014 年 10 月，被认定为国家高新技术企业；2015 年 02 月，在全国中小企业股份转让系统挂牌上市；2016 年 12 月，成立欧洲子公司；2019 年 11 月，七色珠光二期年产 3 万吨珠光效应材料项目开工；2021 年 07 月，“环球新材国际控股有限公司”（股份代号：06616.HK）在香港联合交易所主板上市；2021 年 09 月，与浙江大学共建“浙江大学七色珠光新材料联合研发中心”；2023 年 01 月，成功并购了全球著名珠光材料企业韩国 CQV；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。

图：公司发展历程



资料来源：公开资料整理

**外延式扩张加速全球化布局，并购整合成果斐然。**2023 年成功并购韩国 CQV 以来，自 2023 年底正式完成 CQV 收购的交割程序以来，并购整合带来的协同效应充分体现。2024 年 CQV 实现营业收入 601.46 亿韩元，同比增长 17.7%；

实现净利润 92.65 亿韩元，同比增长 170.5%。CQV 作为全球知名的珠光材料企业，在化妆品级和汽车级珠光材料有着深厚的积累。而环球新材国际则在供应链及生产工艺方面有着深厚积累，能够帮助被并购企业实现降本增效。并且通过品牌/产品/市场渠道方面的整合，实现了双方业务规模的共同扩大。经过 CQV 的整合，我们认为环球新材国际的并购整合能力已经充分展现。未来对于德国默克表面活性材料业务的并购，有望复制在 CQV 的成功。

基于公司掌握的合成云母及珠光材料等关键技术，目前已经形成了较为齐全的珠光材料及合成云母产品系列，涵盖高、中、低端各个层次，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；现已形成覆盖全球主要国家的市场营销网络，产品出口全球 100 多个国家和地区。

图：珠光材料下游应用领域

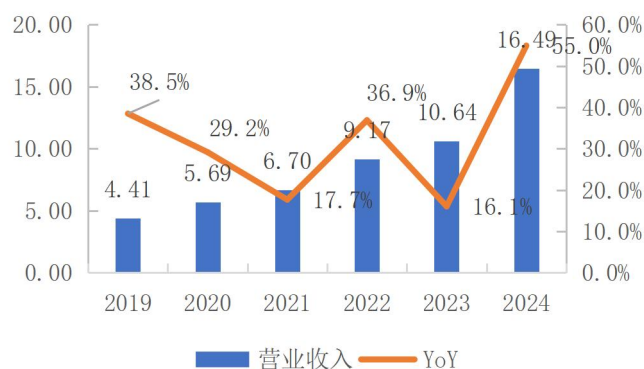


资料来源：公开资料整理

## 1.2 公司经营数据亮眼，增长速度与盈利能力兼备

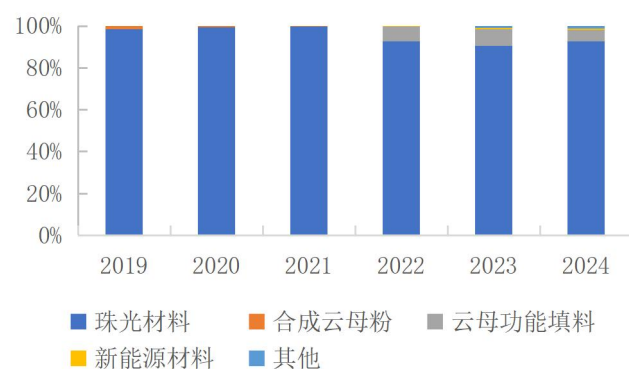
**历史营收增速较快，2024 年超预期。**2019-2024 年公司营收从 2019 年的 4.41 亿元，增长至 2024 年的 16.49 亿元，复合增长率高达 30.2%。核心原因有三：1、下游需求旺盛，行业保持两位数增长趋势。2、环球新材国际产品矩阵持续向高端迭代，中高端市场开拓带来超出市场平均水平的增长速度。3、公司产品竞争力较强，市场占有率持续提升。2024 年，公司营收 16.49 亿元，同比增长 55.0%。一方面是国内业务高速增长，营收 13.32 亿元，同比增长 38.6%；另一方面是 CQV 并表，贡献收入 3.17 亿元。因此我们认为从 2024 年开始，公司业务增长又呈现出“内源式增长+外延式并购”双轮驱动的格局，未来公司发展有望进一步提速。

图：2019-2024 年公司营业收入（亿元）及增速（%、右轴）



资料来源：Wind

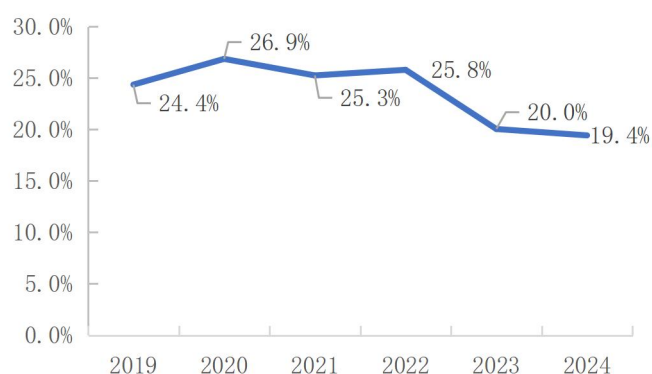
图：2019-2024 年公司收入构成（%）



资料来源：Wind

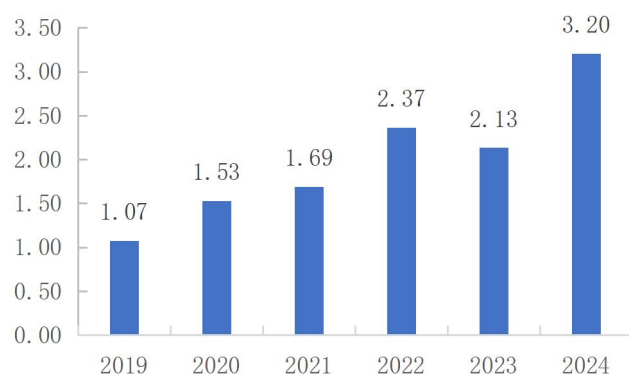
**市场竞争力较强，盈利能力稳定。**过去数年公司净利率水平持续保持在 20% 左右，随着市场环境的动态变化，公司盈利能力得以维持的核心原因在于产品结构持续向中高端转型，且随着业务体量的扩大，规模优势持续彰显。随着 2023 及 2024 年并购带来的一次性费用影响消除，预期环球新材国际净利率水平有望回升。2024 年公司净利润 3.20 亿元，同比增长 50.2%。

图：2019-2024 年公司净利率（%）



资料来源：Wind

图：2019-2024 年公司净利润（亿元）



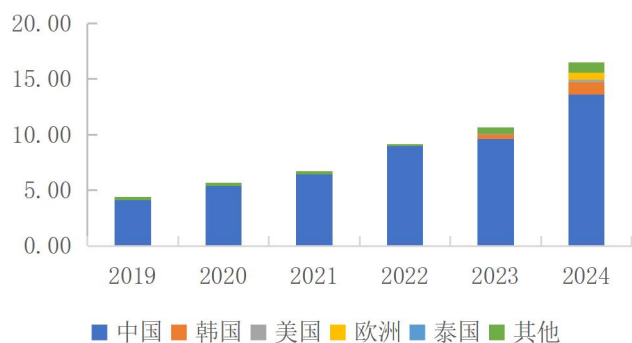
资料来源：Wind

**全球化布局持续深化，国际并购加速占领全球市场。**环球新材国际深耕海外市场多年，拥有覆盖全球市场的销售网络，产品销往全球上百个国家和地区。2024 年，公司在中国 / 韩国 / 美国 / 欧洲 / 其他区域分别实现销售收入 13.58/1.12/0.25/0.60/0.93 亿元，占比分别为 82.4%/6.8%/1.5%/3.7%/5.6%。随着公司与 CQV 持续发挥协同效应，以及未来对默克表面解决方案业务的并购，我们认为环球新材国际有望迅速转型成为一家新材料领域的跨国企业。届时，随着品牌知名度/业务规模/研发能力及产品矩阵整合，预计环球新材国际的经营质量有望再上新台阶。

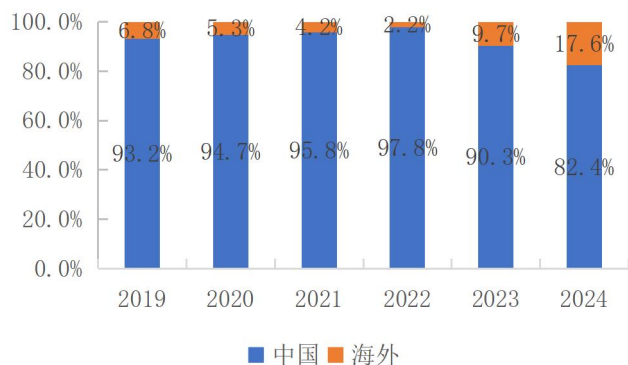
图：2019-2024 年公司分地区收入（亿元）

图：2019-2024 年公司海外收入占比（%）





资料来源: Wind



资料来源: Wind

### 1.3 产能扩张叠加降本增效，营收利润双保障

**产能稳步扩张，保障下游需求。**由于下游市场需求旺盛，且不论是已经完成并购的 CQV 还是未来即将完成并购的默克表面解决方案业务，均对国内低成本高品质产能有着旺盛的需求。因此环球新材国际提前布局，对珠光材料和合成云母进行产能扩建。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，七色珠光二期珠光材料工厂投产，预计至 2026 年末产能将达 3 万吨。

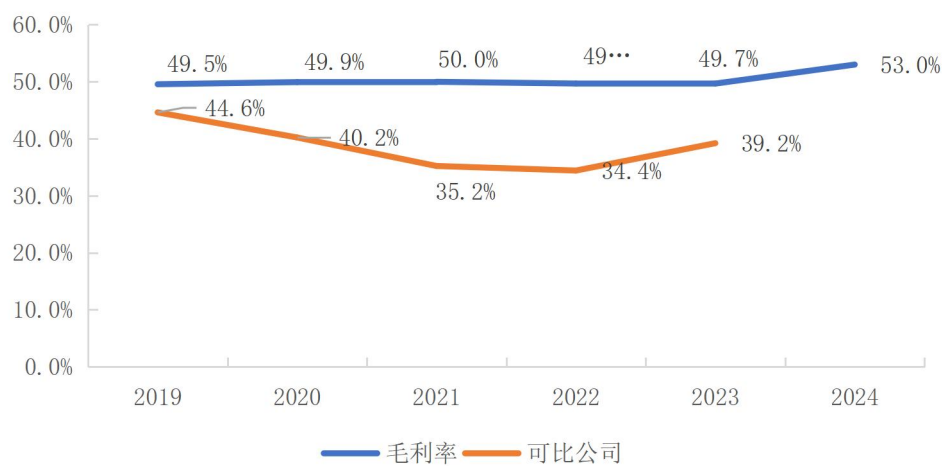
图：公司产能情况（万吨/年）

| 工厂   | 生产产品 | 2023年末产能 | 2024年产能 | 地点    |
|------|------|----------|---------|-------|
| 七色一期 | 珠光材料 | 1.8万吨/年  | 1.8万吨/年 | 广西·柳州 |
|      | 合成云母 | 1.2万吨/年  | 1.2万吨/年 | 广西·柳州 |
| 七色二期 | 珠光材料 | -        | 1.5万吨/年 | 广西·柳州 |

资料来源：公开资料整理

**持续精进供应链效率，推动降本增效。**环球新材国际作为一家研发型企业，不仅体现在产品品质和工艺质量的持续提升，更是在生产成本方面有着直接的体现。近年来，环球新材国际毛利率水平持续维持在 50%以上，2024 年达 53.0%，较 2023 年提升 3.3pct，对比珠光材料行业可比公司，有着极为明显的成本优势。我们认为这主要得益于三个方面：1、环球新材国际专注珠光材料行业，发展方向清晰，资源投入聚焦。2、公司在生产工艺流程方面持续优化，提升生产效率或降低单位生产成本。3、公司持续推进原材料替代，具备以低纯度原材料生产出高品质珠光材料的技术能力。4、环球新材国际业务规模在行业内处于头部水平，具备显著的规模优势。

图：环球新材国际毛利率与可比公司对比



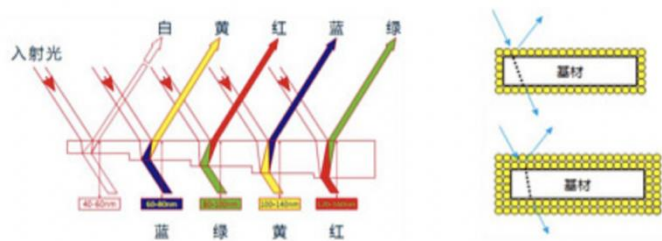
资料来源: Wind

## 二、珠光材料空间广阔，行业护城河深

### 2.1 珠光材料色彩与功能性皆优，逐步替代传统颜料

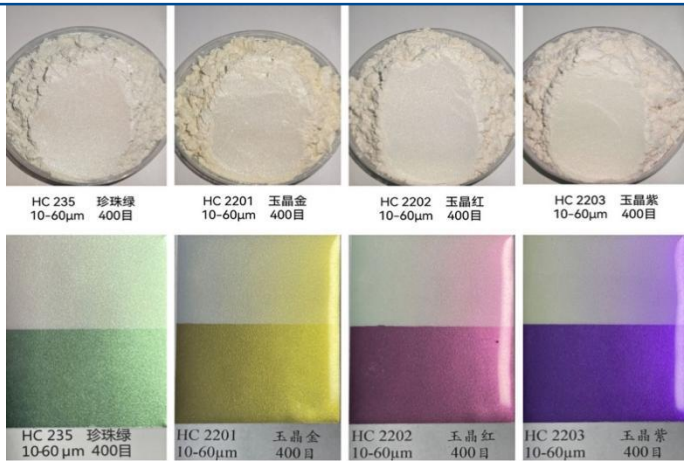
珠光材料是一种能够呈现珍珠光泽效果的功能性材料，色彩饱和度和着色力优异。珠光材料是在云母等基材表面应用特定的工艺，使表面包覆一层或多层金属氧化物。当光照射到这些材料的表面时，会发生光的反射和折射。由于金属氧化物和基材的折射率不同，进入的光线在金属氧化物和基材的界面处又会发生一次反射。因此，光线在珠光材料的多层结构中经过多次反射和折射，形成丰富光路，赋予珠光材料独特的闪烁效果，这种效果使其能够替代天然珠光，因此得名“珠光材料”。

图：珠光材料光泽原理



资料来源：公开资料整理

图：珠光材料色彩缤纷绚烂



资料来源：公开资料整理

珠光材料性能优异，逐步替代其他颜料。与有机颜料、无机颜料、金属颜料等其他颜料相比，珠光材料不仅具备珠光效应、金属闪光效应、三维空间效应等多元光学特性，同时还具备环保无毒、优异耐候性、耐温性和抗絮凝性的特点，可在广泛行业中应用，将逐步取代其他颜料。

表：珠光材料功能性丰富

|      | 传统颜料 | 珠光新材料 |
|------|------|-------|
| 遮盖力  | 差    | 良好    |
| 透明度  | 良好   | 一般    |
| 着色力  | 好    | 好     |
| 分散力  | 良好   | 差     |
| 彩度   | 一般   | 优异    |
| 抗絮凝性 | 差    | 良好    |
| 耐温性  | 局限   | 优异    |
| 耐溶剂性 | 局限   | 优异    |
| 耐候性  | 局限   | 优异    |

资料来源：公开资料整理



表：珠光材料按基材类别分类



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书

2.2 珠光材料基材多样，合成云母相较天然云母有比较优势

珠光材料基材多样，包括天然云母、合成云母、氧化铝、氧化硅和玻璃等，使其能够满足不同应用场景的需求，从而细化和丰富了珠光材料的应用市场。天然云母具有稳定的物理属性和化学属性，价格相对较低，主要应用在低端制造范畴。合成云母纯度更高、光泽更强、价格昂贵，主要应用于中高端制造、汽车和化妆品方面。氧化铝基材遮盖能力较强，价格昂贵，主要应用于汽车和化妆品方面。氧化硅基材光泽较强，价格昂贵，主要应用于高端化妆品方面。其他基材如玻璃、彩铝等价格较高，应用于化妆品。

表：珠光材料按基材类别分类

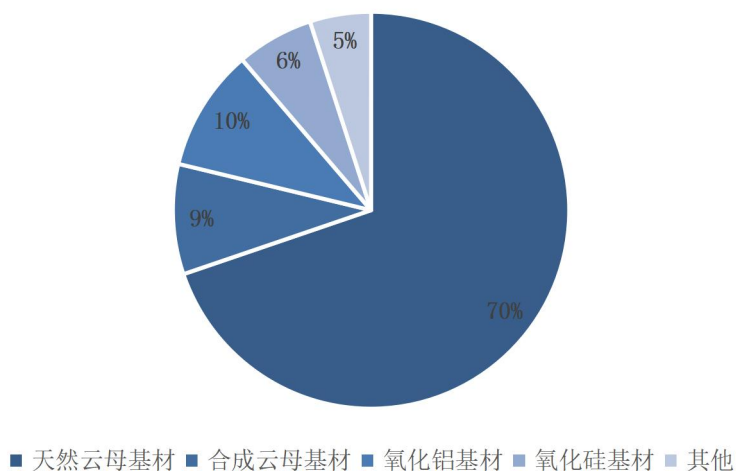
| 基材类型       | 定义与特性                                                                                                         | 应用                       |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| 天然云母基材珠光材料 | 天然云母基材珠光材料是由天然云母粉表面包覆二氧化钛和氧化铁等金属氧化物组成，根据包覆膜厚度的不同，可以显示出多种色彩效应。由于天然云母基材珠光材料具有稳定的物理属性和化学属性，且价格相对较低，是目前使用最多的珠光材料。 | 主要应用于低端工业领域              |
| 合成云母基材珠光材料 | 合成云母珠光材料是采用最新材料工艺，以合成云母晶体为基材用二氧化钛、氧化铁或其它金属氧化物包膜而成的珠光材料。由于合成云母珠光材料具有更高的纯度，其金属光泽更强，可以根据不同客户需求个性化定制不同规格的材料       | 广泛应用于中高端工业领域、汽车领域、化妆品领域等 |
| 氧化铝基材珠光    | 氧化铝为基材的珠光材料，其厚度可达纳米级，具有较强的遮盖能力，但由于制造成本高，粒径参数调节范围有限，相关生产技术此前一直被                                                | 主要应用于汽车和化                |

|           |                                                                                    |              |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 材料        | 国外企业垄断。环球新材国际旗下 CQV 自主研发掌握了高端片状氧化铝生产的整套核心技术，打破了该技术主要被欧美等国家占据的局面，实现了亚洲在该领域技术“零”的突破。 | 妆品领域         |
| 氧化硅基材珠光材料 | 氧化硅为基材的珠光材料更强烈的颜色传递作用和更清晰的颜色反射能力，在柔和光线条件下仍能看到流畅的色彩变化，价格较高                          | 主要应用于高端化妆品领域 |
| 其他基材珠光材料  | 玻璃基材与彩铝基材的珠光材料为主，通过加入不同颜色的金属氧化物颗粒以达到珠光效果，价格相对较高                                    | 主要应用于化妆品等领域  |

资料来源：Frost&Sullivan

云母是珠光材料的主流基材，占全球珠光材料市场的 79%。2020 年全球珠光颜料市场规模约 190 亿，其中天然云母基材占比 70%，合成云母基材占比 9%，氧化铝基材占比 10%，氧化硅基材占比 6%，其他占比 5%。从成长性看，除天然云母基材增速偏低，其余基材均呈现高速增长态势，尤其合成云母基材展现较高的增长潜力。

表：2020 年珠光材料按照基材划分市场占比



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书

**合成云母性能优越，将逐渐替代天然云母。**云母通常呈假六方或菱形的板状、片状、柱状晶形，具有卓越的绝缘性、耐高温能力、闪亮的光泽以及出色的物理和化学稳定性。云母的用途遍及冶炼、电力、汽车、化妆品等多个行业，其相关衍生产品门类繁多、规格多，被誉为“工业中的味精”。云母按产品类别可以分为天然云母与合成云母。天然云母是从自然界中开采而来，它具有自然形成的纹理和色泽，但属于不可再生资源，面临枯竭风险。合成云母则是通过人工合成的方法制造，它具有更高的纯度和一致性，几乎不含重金属，能够满足特定工业应用的高标准。许多企业积极开展合成云母的研发与制造，但目前掌握工业化量产合成云母的企业极少。

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℃                                         | 1200℃                                        | ✓ |
| 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

## 2.3 珠光材料应用领域广阔，汽车和化妆品市场新增长极

珠光材料应用领域广阔，广泛覆盖多个产业。珠光材料极致的色彩效果与耐候性优势，使其在工业、汽车业和化妆品行业等多个领域得到广泛应用，因此根据不同用途珠光材料可分为工业级珠光材料、汽车级珠光材料、化妆品级珠光材料和其他珠光材料。汽车级和化妆品级珠光材料对材料性能和美观度要求更高，附加值更高，因此市场进入门槛高，竞争力强的公司强者恒强。

表：珠光材料按应用领域分类

| 珠光材料     | 简介                                                                                                                                                                                             | 应用领域                               |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| 工业级珠光材料  | 专为满足工业应用需求而设计的珠光材料，具备出色的耐光性、耐候性、耐热性以及良好的化学稳定性，能够承受工业生产过程中的极端条件。工业级珠光材料主要用于增强工业产品的外观质感和市场吸引力，其持久的珠光效果也能保证在长时间日晒、高温等严苛环境条件下仍不失去光泽。                                                               | 涂料、塑料、油墨、皮革、印刷等工业领域，覆盖多种工业产品以及建材原料 |
| 汽车级珠光材料  | 为汽车行业定制的高性能珠光材料，相较工业级珠光材料对规格和产品质量有更高的品控追求，需要满足汽车涂料对于耐刮擦、耐冲击和高透明度的额外要求。汽车级珠光材料在生产时还需考虑与汽车漆面涂层的融合以及在高速行驶和面对各种潜在气象条件下保持色彩稳定性和持久性，因此需要具有防潮、耐高温、耐腐蚀等高耐候性能。这类材料能够为汽车提供独特的色彩变化与漆面质感，增强汽车的附加价值以及品牌识别度。 | 轿车、动车、其他车辆等所使用的汽车涂料、面漆领域           |
| 化妆品级珠光材料 | 为化妆品行业特别开发的珠光材料。由于化妆品直接作用于人体，化妆品级珠光材料需要具备极高的安全性以及皮肤亲和力，对纯度要求高。这类珠光材料能够为化妆品提供细腻、自然的光泽效果，能够有效提升化妆品的美观度，独特的产品色泽也能够创造出良好的视觉效果，从而吸引消费者购买。                                                           | 口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔、指甲油、发乳、润肤膏、喷发剂等化妆品 |
| 其他珠光材料   | 应用在其他领域的珠光材料，如农业、电子产品等领域。在农业中，珠光材料可用于种子涂层和温室反光屏，通过珠光材料反射光线的作用调节种子周围的微环境，从而帮助种子的均匀发芽和早期生长                                                                                                       | 其他定制化需求行业                          |

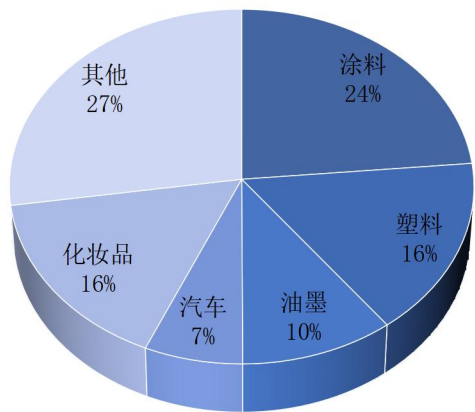
资料来源：Frost&Sullivan

珠光材料下游应用市场增速较快，汽车和化妆品是行业增长动力源。全球珠光材料下游应用以涂料（占总市场 24%）、塑料（占总市场 16%）、化妆品（占

STARLIGHT

总市场 16%)、油墨（占总市场 10%）、汽车（占总市场 7%）为主。展望未来，珠光材料下游应用均具备成长潜力，其中汽车和化妆品市场增速更快，成为行业发展动力源。

表：2023 年珠光材料按下游应用领域划分市场占比



资料来源：公开资料整理

在化妆品领域，由于合成云母的特质，除了作为珠光材料基材，还常被作为功能性填料，广泛用于生产口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔等化妆品。选用化妆品级珠光材料时首先确保产品无毒、无污染、使用安全，目前基本以合成云母基、氧化硅基为主。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。据不完全统计，雅诗兰黛和资生堂旗下超过 300 件化妆品在着色剂中添加了云母，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，而这些国际大品牌 SKU 合计超 1000 件，未来还有渗透空间。

表：化妆品级云母在美妆产品中的应用

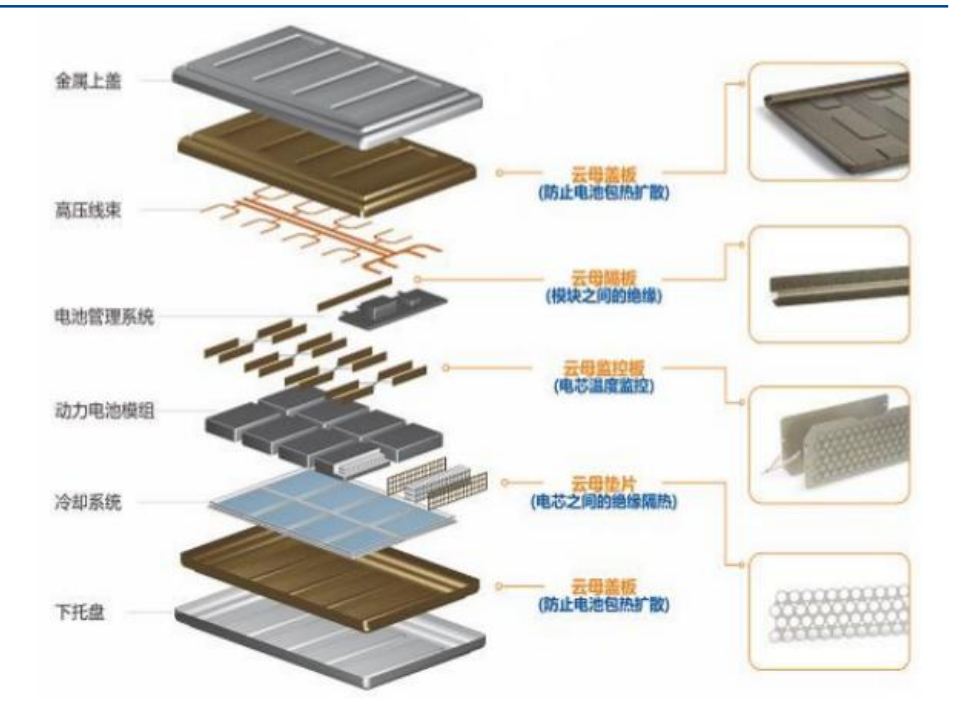


资料来源：公开资料整理



在汽车车漆领域，珠光材料渗透率还有提升空间。珠光漆相较于金属漆，更有光泽、更加精细和富有立体感，根据艾仕得《全球量产汽车色彩流行统计报告》，2018-2022 年珠光白占汽车颜色比例分别为 8%、9%、11%及 14%，呈现增长趋势，未来占比还会逐渐提升。除了车漆，合成云母基材珠光材料可应用于新能源电池绝缘材料领域，有望受益于新能源汽车行业发展。当电池热量堆积超过绝缘材料的临界温度值时容易热失控，导致起火、爆炸等安全事故，严重威胁驾乘人员的生命及财产安全。合成云母阻燃防护板可有效防止热量传递蔓延，是电池包绝缘、隔热、防火、防爆、防腐蝕最关键的安全防护保障。因此，合成云母可以应用到云母电池盖板、云母电池监控板、云母电池组隔板、云母电池单体隔板等动力电池组覆盖面。

表：合成云母在新能源电池中的应用



资料来源：Frost&Sullivan

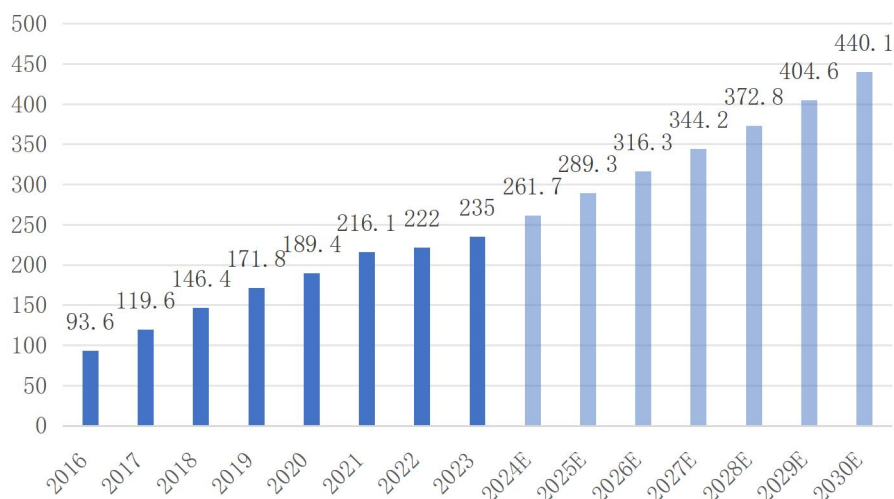
此外，新兴应用领域也值得探索。例如应用于智能驾驶识别。智能驾驶是未来大趋势，汽车传感器更精准的识别障碍物或者前方的车辆是车企智驾核心竞争力之一。珠光材料可以通过自身光学特性，精准地帮助雷达识别前方的车辆，提高汽车美观度的同时，又提高智能驾驶的安全性。

## 2.4 珠光材料行业壁垒高，市场价格稳定上涨

**全球珠光材料市场规模持续增长。**根据 Frost&Sullivan 数据，2023 年全球珠光材料的市场规模 235.0 亿元，2016-2023 年复合增长率 14.1%，2030 年市场规模将达到 440 亿，2023-2030 年复合增长率 9.4%。得益于独特的色彩效果和优越的功能，珠光材料被广泛应用于各行业中。此外，通过对珠光材料表面特性的改造，其应用领域还在不断被拓宽，以满足下游多样化和定制化的需求。



表：全球珠光材料市场规模（以销售额口径统计，单位：亿元）

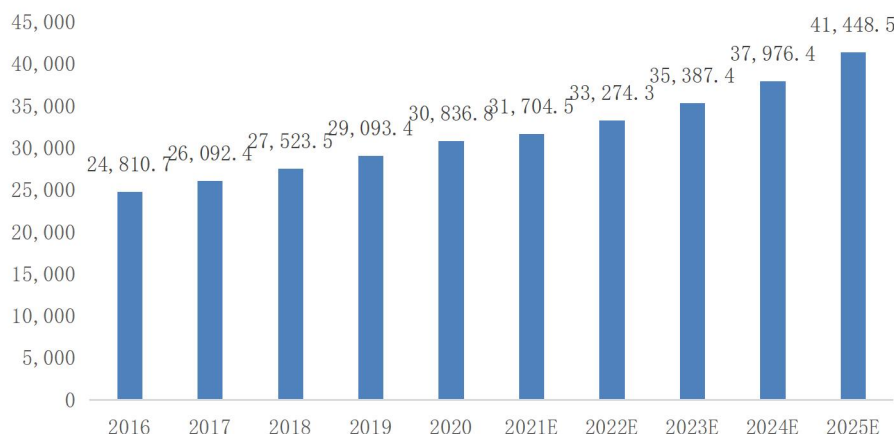


资料来源：Frost&Sullivan

**生产工艺难度较高和品牌效应构成行业壁垒。**合成云母技术是生产商在高端市场突围的关键技术，但只有少数领先生产商拥有该技术。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，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。此外，品牌成为客户选择供应商时考量的重要因素。由于替换供应商的成本较高，下游客户建立合作关系后不会频繁更换供应商。因此客户认可产品的时间周期较长，尤其与国际客户或高端客户建立关系网难度更大。例如，成为汽车珠光材料供应商需要 5-8 年时间。

**全球珠光材料价格不断上涨。**2016 年至 2020 年，全球珠光颜料价格从每吨人民币 26,092.4 元上涨至每吨人民币 31,932.0 元，复合年增长率为 5.2%，根据 Frost&Sullivan 预计，2021 年至 2025 年的价格也将维持 5% 以上的速度上涨。由于珠光材料技术进步，以及市场对优质珠光材料的需求越来越大，珠光材料价格不断上涨。产品及价格结构不断优化，带动盈利能力不断增长。

表：全球珠光材料市场定价（单位：元/吨）



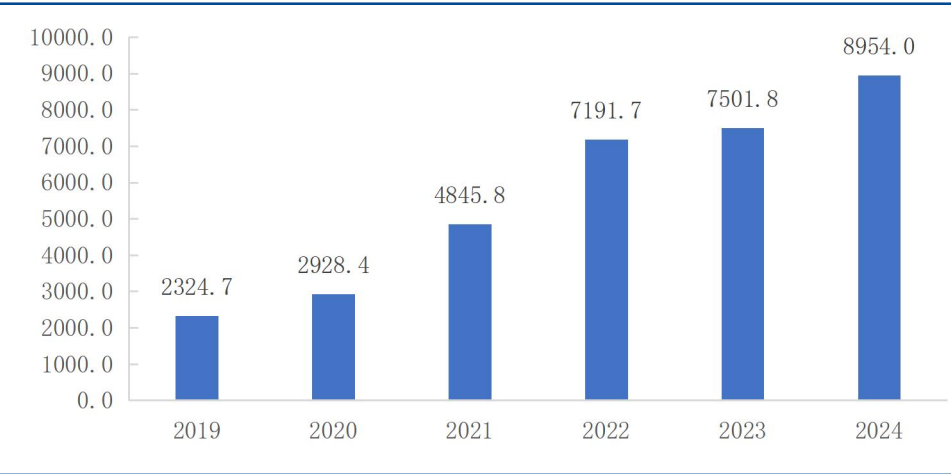
资料来源：Frost&Sullivan

三、研发驱动的专精特新企业，竞争优势显著

3.1 新材料行业创新型企业，技术突破驱动公司持续增长

高强度研发投入，缔造珠光材料行业技术高地。2019 年环球新材国际研发开支 0.23 亿元，到 2023 年增长至 0.75 亿元，CAGR 高达 34.0%。2024 年公司研发开支约为 0.90 亿元，同比增长 19.4%。从研发开支增长趋势可以明显看出，环球新材国际的技术引领战略。虽然公司已成为行业头部品牌，但依然保持着高强度的研发支出，未来有望起到行业技术引领者的作用。在产品创新方面，不断推出新品，拓展下游市场应用领域。在工艺优化方面，持续探索高效率的生产工艺和原材料配方，不断优化生产成本。

表：2019-2024 年，环球新材国际研发开支（万元）



资料来源：定期公告

持续推出新品，引领行业工艺发展。2024 年新增合成云母基产品 58 款、天然云母基产品 20 款、玻璃片基产品 27 款。新增产品大部分为中高端产品，例如玻璃片基产品，也推升了整体均价。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有 156 项专利、76 项注册商标以及 4 项软件著作权。

表：2024 年环球新材国际旗下产品数量及经营数据

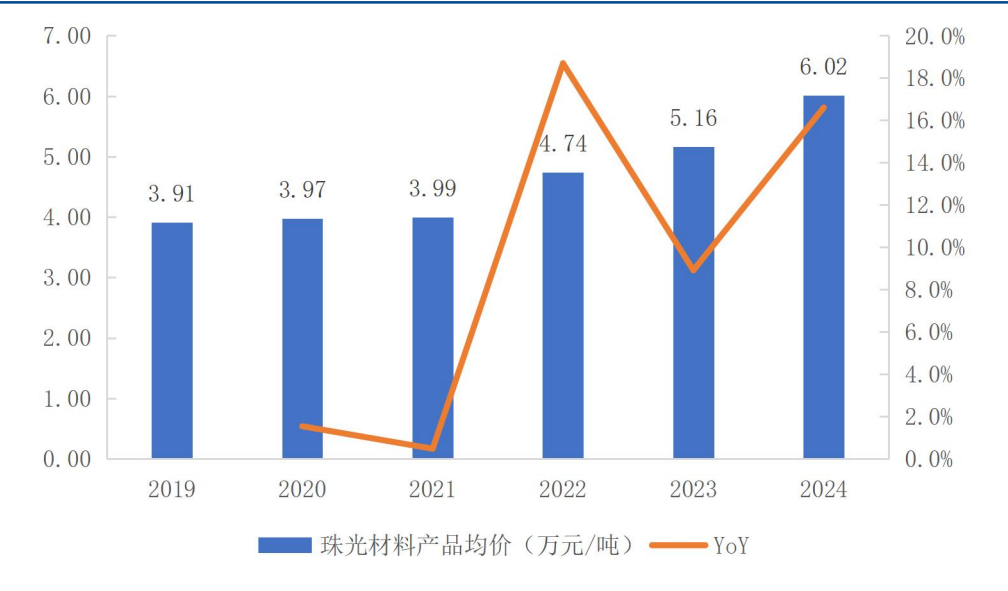
| CQV 旗下 993 款珠光材料产品 |            | 七色珠光旗下 1179 款珠光材料产品 |             | 2024 年营收占比 | 2024 年收入增速 |
|--------------------|------------|---------------------|-------------|------------|------------|
| 合成云母基材产品           | 507 款 (+8) | 合成云母基产品             | 472 款 (+50) | 31%        | ↑ 18%      |
| 天然云母基材产品           | 159 款 (+1) | 天然云母基产品             | 592 款 (+19) | 43%        | ↑ 78%      |
| 玻璃片基材产品            | 140 款      | 玻璃片基产品              | 94 款 (+27)  | 9%         | ↑ 79%      |
| PMSQ&二氧化硅基材产品      | 3 款        | 氧化硅基产品              | 21 款        | 3%         | ↑ 271%     |
| 氧化铝基材产品            | 102 款 (+4) |                     |             |            |            |
| 铝银浆金属颜料产品          | 33 款       |                     |             |            |            |
| 彩色铝金属颜料产品          | 6 款 (+3)   |                     |             |            |            |
| 空心片状氧化钛基材产品        | 43 款 (+1)  |                     |             |            |            |

资料来源：上市公司材料

产品款式丰富，为经销商和直销客户提供一站式服务。截至 2024 年 12 月 31 日，环球新材国际旗下七色珠光拥有 1179 款珠光材料产品，CQV 拥有 993 款珠光材料产品。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%。丰富的产品种类是头部企业的核心竞争力之一，对中小型厂家具备强大的竞争优势。庞大的产品种类，依托于公司的柔性生产能力和产品质控能力。稳定、优质、丰富的产品矩阵，是环球新材国际持续取得下游客户认可的关键。

销售吨价持续提升，中高端产品占比持续提升。环球新材国际不仅通过技术、销售和规模优势取得中低端市场的成功，还通过持续的品牌升级，实现中高端市场的稳健发展。公司珠光材料产品均价从 2019 年的 3.91 万元/吨，增长至 2023 年的 5.16 万元/吨，CAGR 约为 7.2%。随着 CQV 的并表，2024 年环球新材国际珠光材料产品吨价达到 6.02 万元，同比增长 16.6%。环球新材国际通过精耕细作实现经营业绩的持续超预期，我们认为中高端市场的发展有望成为环球新材国际未来十年业绩增长的关键驱动因素。

图：珠光材料产品均价（万元/吨）



资料来源：公司公告

创新激发消费活力，供给创造需求。2024 年 1 月，环球新材国际 2024 炫彩焕新新品发布会盛大召开。发布会以“科技、时尚、环保”为主题，发布了 5 项引领行业发展趋势的新产品、新技术以及 10 款年度流行色彩，彰显了环球新材国际对于色彩未来趋势的洞察和追求。同时全方位展示了“无钛系列珠光颜料”、“铁系哑光变色龙珠光颜料”、“汽车级珠光颜料”、“太阳能面板专用珠光颜料”以及“高端片状氧化铝”等引领行业发展趋势的 5 大系列新产品、新技术。产品涉及汽车、化妆品、工业和新能源等领域，为客户与合作伙伴提供多元化的色彩解决方案，吸引了全球市场的目光。

图：环球新材国际 2024 炫彩焕新新品发布会

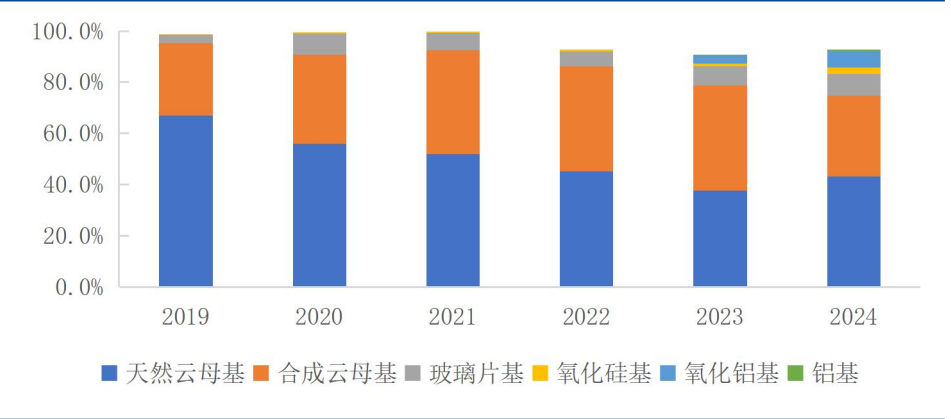


资料来源：上市公司材料

3.2 掌握合成云母核心技术，抢占行业发展先机

合成云母日渐成为核心原材料，产品占比持续提升。2024 年，环球新材国际珠光材料产品/云母功能填料/新能源材料/其他占比分别为 92.7%、5.6%、0.4%和 1.3%。在珠光材料产品中，合成云母基材珠光材料占营业收入比重从 2019 年的 28.3%提升至 2024 年的 31.4%，增加 3.1pct。合成云母的重要性已日渐凸显，除了在珠光材料中作为基材之外，还广泛应用于化妆品功能填料、新能源电池绝缘隔热材料等领域。

图：2019-2024 年公司各珠光材料产品收入占比（%）



资料来源：公司公告

掌握合成云母关键技术，竞争优势全面领先。公司在合成云母方面具备行业领先的技术优势，在专利方面，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，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，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，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。据公开资料整理，截至 2024 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，公司是国内最大的合成云母生产商。

图：合成云母产品图



资料来源：微信公众号

### 3.3 并购整合加速扩张，全球化布局雏形渐显

并购整合能力经过检验，协同发展值得期待。环球新材国际于 2023 年 8 月完成对韩国 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。

2024 年是 CQV 并表后第一个完整的财报周期。因此，我们以 2024 年经营数据为例，报告期内，韩国 CQV 实现营业收入达 601.46 亿韩元，同比增长 17.7%；息税前利润 109.81 亿韩元，同比增长 197.8%；净利润 92.65 亿韩元，同比增长 170.5%。经过环球新材国际的整合与协同发展，CQV 业绩大幅改善，且后续有望持续增长。

表：并购整合协同效应

| 协同类型 | 简介                            |
|------|-------------------------------|
| 市场协同 | 整合七色珠光及 CQV 销售网络，实现国内/国外市场的进一 |



|       |                                                                                               |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | 步覆盖，扩大销售范围                                                                                    |
| 产品矩阵  | 整合双方产品矩阵，为客户提供更优质和全面的产品类型，提高单一经销/直销客户销售额                                                      |
| 供应链协同 | 为被并购企业提供优质的合成云母原材料，以及其他物美价廉的中国供应链支持，降低采购成本。同时，环球新材国际依托国内低成本产能，降低被并购企业生产成本，并且还能有效降低运营成本，提升毛利率。 |
| 研发协同  | 建立全球化的研发团队，在技术/专利等方面实现融合，加快技术攻关速度，提升运营效率。                                                     |

资料来源：公开资料整理

**拟收购德国默克表面解决方案业务，公司或将实现跨越式发展。**2024年7月25日，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。默克表面解决方案业务资产优质，并购之后不仅能够直接为环球新材国际的业务带来增量，且通过协同发展，有望进一步实现经营业绩的提升。由于默克业务资产优质，虽然并购规模较大，但优质现金流并无太大风险。因此，我们认为后续并购落地后，环球新材国际有望通过协同发展实现公司跨越式发展，成为极具市场影响力的跨国新材料企业。

## 四、盈利预测及投资建议

基于对公司稳定的内源式发展，以及外延式并购整合预期（该盈利预测不计算并购默克表面解决方案业务带来的财务变化）。我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 22.29/29.00/36.31 亿元，增速分别为 35.2%、30.1%、25.2%；归母净利润分别为 3.37/4.58/6.17 亿元，增速分别为 39.0%、36.1%、34.7%。PE 分别为 12.22/8.97/6.66，结合可比公司估值水平，我们认为环球新材国际 2025 年合理 PE 应为 20 倍，目标价 5.79 港元，相比现价存在 64% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。（1HKD=0.9376CNY）

表：业绩预测及估值对比

|                 | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 1064.1 | 1648.8 | 2229.2 | 2900.2 | 3631.0 |
| yoy             | 16.1%  | 55.0%  | 35.2%  | 30.1%  | 25.2%  |
| 归母净利润（百万元）      | 181.6  | 242.2  | 336.6  | 458.2  | 617.3  |
| yoy             | -18.9% | 33.4%  | 39.0%  | 36.1%  | 34.7%  |
| 基准股本(百万股)       | 1238.9 | 1238.9 | 1238.9 | 1238.9 | 1238.9 |
| 每股收益-基本(元)      | 0.15   | 0.20   | 0.27   | 0.37   | 0.50   |
| PE              | 24.58  | 20.99  | 12.22  | 8.97   | 6.66   |
| 可比公司估值对比 (PE)   |        |        |        |        |        |
| 七彩化学 300758. SZ | 375.00 | 30.53  | 22.07  | 17.63  | -      |
| 坤彩科技 603826. SH | 329.11 | 104.12 | 20.19  | 11.00  | -      |

资料来源：Wind，公司公告

## 五、风险提示

**下游需求变化：**珠光材料下游应用领域众多，其中汽车/化妆品/涂料等占比较高，如果下游客户需求出现较大变化，则有可能对公司业务构成影响。

**市场竞争加剧：**珠光材料行业头部玩家竞争格局稳定，但低端市场竞争激烈，如果未来市场竞争进一步加剧，则可能会对公司盈利能力构成影响。

**国际并购失败：**由于跨国并购远比国内并购复杂，如果后续并购受到政治因素影响导致失败，则有可能影响公司长远发展。

**整合不及预期：**外延式并购是环球新材国际的核心发展战略，如果未来整合CQV 或默克表面解决方案业务不及预期，则影响公司长远发展。