

环球新材国际 (6616.HK)

中国珠光材料领先企业，开启全球化新征程



核心投资亮点

国内龙头迈向全球，外延并购切入海外市场。环球新材国际是一家以研发、生产、销售珠光材料及合成云母为主的国家高新技术企业。公司不仅是国内珠光材料龙头，还掌握合成云母核心技术，产品覆盖 2100 余个品种，远销 150 多个国家和地区。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%，毛利率稳定在 50% 左右，展现强劲盈利能力。2023 年，公司完成了韩国 CQV 并购整合，目前正在筹划收购德国默克表面解决方案业务，加速全球化布局。通过与子公司在研发、销售、生产等方面的深度协同，公司将从珠光材料行业的国内龙头晋升为全球领导品牌。

珠光材料需求扩容，合成云母替代趋势明确。珠光材料凭借独特的光学性能与环保优势，正快速替代有机/无机等传统颜料，广泛应用于涂料、汽车、化妆品等领域。据 Frost&Sullivan 数据，2023 年全球珠光材料市场规模达 235 亿元，2016-2023 年复合增长率 14.1%，预计 2030 年市场规模将增至 440 亿元，2023-2030 年复合增长率 9.4%。其中，合成云母基珠光材料因纯度高、耐候性强等优势，在中高端领域（如汽车面漆、化妆品）渗透率持续提升，2023 年中国合成云母基珠光材料市场占比 17.6%，随天然云母资源枯竭及合成云母工艺成熟，替代趋势明确，市场空间广阔。

技术壁垒与并购协同构建核心优势。公司掌握合成云母核心生产技术，产能规模行业领先。2024 年公司研发开支 0.9 亿元，占营业收入的 5.4%，2018-2024 年研发开支 CAGR 高达 42.39%。公司通过持续的高研发投入，积极推进产品迭代与创新升级，建立起高品质、多品类产品矩阵，形成难以逾越的竞争壁垒。并购方面，韩国 CQV 整合效果显著，2024 年其营收、净利润分别增长 17.7%、170.5%；拟收购的默克表面解决方案业务将补强高端产品矩阵与全球渠道，预计将带来显著协同效应，打开第二增长曲线。

考虑到公司产能持续扩张、产品矩阵不断丰富、与 CQV 的产业协同展现成效（暂不考虑默克表面解决方案业务并购的影响），我们认为环球新材国际具备中长期的持续增长动力。我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 22.01/28.83/36.59 亿元，增速分别为 33.5%、31%、26.9%；归母净利润分别为 3.35/4.50/5.84 亿元，增速分别为 37.7%、35%、29.7%。PE 分别为 12.21/9.05/6.97，结合可比公司估值水平，我们认为环球新材国际成长势头强劲，2025 年合理 PE 应为 20 倍，目标价 5.73 港元，相比现价存在 61% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1064.1	1648.8	2229.2	2883.5	3659.2
yoy	16.1%	55.0%	35.2%	31.00%	26.90%
归母净利润（百万元）	181.6	242.2	336.6	450.2	584.0
yoy	-18.9%	33.4%	39.0%	35.00%	29.70%
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	0.36	0.47
PE	24.58	20.99	12.21	9.05	6.97

风险提示：竞争加剧的风险、并购失败的风险、产业协同失效的风险

目录

一、中国珠光材料龙头，外延并购打开海外市场	3
1.1 中国珠光材料行业龙头，从国内崛起到走向世界	3
1.2 营收利润再创新高，盈利能力维持高位	4
1.3 外延并购加速国际化，产能扩张助力深度协同	5
二、珠光材料：性能优异的新型材料，下游应用持续扩展	7
2.1 珠光材料色彩与功能性皆优，逐步替代传统颜料	7
2.2 下游应用不断拓展，新兴应用拓展市场边界	8
2.3 合成云母性能优异，逐渐替代天然云母	12
三、研发驱动的专精特新企业，竞争优势显著	14
3.1 掌握核心技术，规模行业领先	14
3.2 重视研发创新，产品矩阵不断丰富	15
3.3 外延并购加速全球化，产业协同可期	15
四、盈利预测及投资建议	17
五、风险提示	18

一、中国珠光材料领先企业，外延并购打开海外市场

1.1 中国珠光材料专精特新企业，从国内崛起走向世界

中国珠光材料行业领导企业。环球新材国际是一家以研发、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,掌握了人工合成云母的独家专利技术,能够替代进口的天然云母材料。公司曾获“中国 500 强最具价值品牌”、“国家级绿色工厂”、“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。

从国内崛起到全球布局，清晰战略引领高质量发展。2011 年 3 月，广西七色珠光效应材料有限公司成立，后变更为“广西七色珠光材料股份有限公司”；2014 年 3 月，年产 1.8 万吨人工合成云母项目启动建设；2014 年 4 月，与北京大学共建“七色珠光北京大学博士后工作站”；2014 年 10 月，被认定为国家高新技术企业；2015 年 2 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 7 月，在香港联合交易所主板上市；2021 年 9 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 1 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

依托技术优势，打造全面产品矩阵。公司是业内少有的能够规模化量产合成云母的生产企业，掌握珠光材料核心技术，拥有多项核心专利技术。依托核心技术优势，公司打造了包含高、中、低端珠光材料的全面产品矩阵，产品品类超过 2100 种，其中 50% 以上是中高端产品。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，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。

图：珠光材料下游应用领域



资料来源：公开资料整理

产业深度协同，开拓全球市场。在并购 CQV 之前，公司的下游客户覆盖全球 40 多个国家和地区。在并购 CQV 后，公司的海外渠道大幅扩张，目前公司产品已出口到全球 150 多个国家和地区。公司同时利用供应链和管理优势为 CQV 赋能，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%，盈利能力显著提升。未来在完成对默克全球表面解决方案业务的收购后，公司将进一步加强与子公司的产业协同，深化推进品牌、渠道的全球化发展。

1.2 营收利润再创新高，盈利能力维持高位

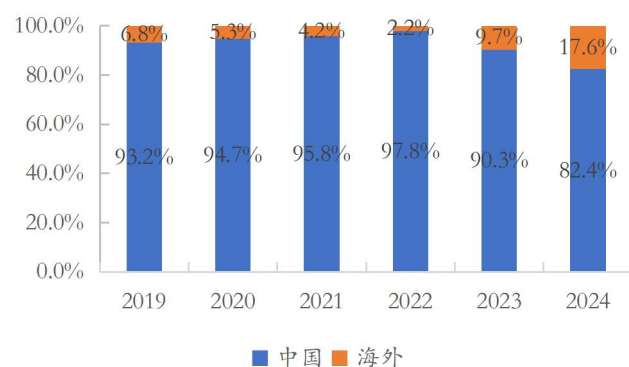
历史营收增速较快，2024 年再创新高。2019-2024 年公司营收从 2019 年的 4.41 亿元，增长至 2024 年的 16.49 亿元，复合增长率高达 30.2%。公司立足于核心技术优势，不断进行产能扩张和产品矩阵升级，凭借产品竞争力优势迅速做大。2024 年，公司营收 16.49 亿元，同比增长 55.0%，归母净利润 2.42 亿元，同比增长 33.4%，收入利润均创历史新高。2024 年，国内业务营收 13.32 亿元，同比增长 38.6%，保持高速增长；CQV 并表，贡献收入 3.17 亿元，促使海外收入占比从 9.7%提升至 17.6%。公司在国内业务收入保持高速增长的同时，通过并购快速壮大海外业务规模，发展速度进一步加快。

图：2019-2024 年公司营业收入（亿元）及增速（%、右轴）

图：2019-2024 年公司海外收入占比（%）



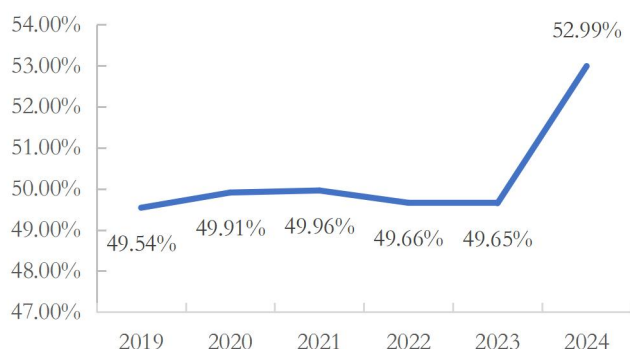
资料来源：Wind



资料来源：Wind

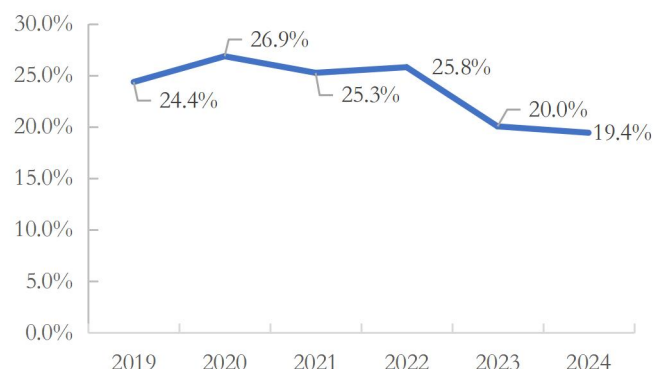
毛利率稳中有升，净利率受并购影响略有波动。公司毛利率长期保持在 50% 以上，CQV 并表后，2024 年毛利率进一步提升至 53%。净利率历史上维持在 25% 左右，2023-2024 年由于 CQV 并购费用和并表影响，下降至 20% 左右。随着并购带来的一次性费用影响消除和 CQV 在公司的赋能下盈利能力提升，预期环球新材国际净利率水平有望向历史平均水平回归。

图：2019-2024 年公司毛利率 (%)



资料来源：Wind

图：2019-2024 年公司净利率 (%)



资料来源：Wind

1.3 外延并购加速国际化，产能扩张助力深度协同

外延并购加速国际化，深度协同实现高质量发展。环球新材国际并购 CQV 后，海外销售渠道快速扩张，国际化水平显著提升，海外收入占比大幅提高。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%。公司与 CQV 在销售渠道、产品研发和供应链管理方面深度协同，既通过 CQV 补充高端产品技术、拓展海外渠道，也为 CQV 的生产经营赋能，显著改善了 CQV 的经营质量。2024 年，CQV 实现营业收入 601 亿韩元，同比增长 17.61%，实现净利润 93 亿韩元，同比增长 170.51%，经营赋能效果明显。随着公司对默克表面解决方案业务的并购完成和产业协同的持续深化，公司的国际影响力将大

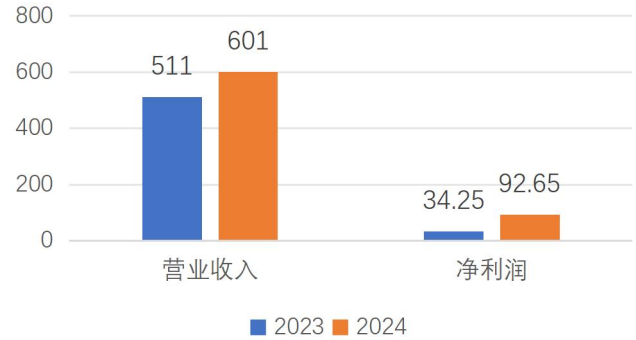
幅提高，收入体量和利润规模也将显著提升。

图：2019-2024 年公司分地区收入（亿元）



资料来源：Wind

图：2023-2024 年 CQV 收入及利润（亿韩元）



资料来源：Wind

产能稳步扩张，保障原材料供应。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）。由于下游需求旺盛、公司产品竞争力强，环球新材国际一直在稳步推进产能扩张。2024 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；2025 年，预计桐庐 10 万吨合成云母项目将建成投产。云母基材是珠光材料的核心上游原材料，桐庐项目投产后不仅将满足七色珠光的自供需求，还将为 CQV 和即将并购完成的默克表面解决方案业务提供原材料保障，促进海外业务部门的持续经营改善。

二、珠光材料：性能优异的色彩新材料，应用场景广泛

2.1 珠光材料色彩与功能性皆优，逐步替代传统颜料

珠光材料是一类通过光的散射、折射和干涉作用，呈现出类似珍珠、贝壳等自然光泽（珠光效果）的功能性材料。珠光材料通常使用云母等片状载体作为基材，在基材表面通过化学或物理方法包覆金属氧化物或有机物，形成多层膜结构。当光线照射到珠光材料的多层薄片时，会在每层界面发生反射、折射和干涉，不同波长的光因相位差产生颜色混合，形成柔和的珠光、虹彩或金属光泽。珠光材料具有细腻的光泽、丰富的色彩变化和优异的视觉效果，广泛应用于涂料、塑料、化妆品、印刷等领域。

图：珠光材料的独特视觉效果



资料来源：公开资料整理

珠光材料有多种制备方式，按基材分类，可分为天然云母、合成云母、氧化铝、氧化硅和玻璃等不同类别，每种基材的物理化学性能和应用范围各有不同。天然云母基材获取方式简单，成本较低，是使用最多的珠光材料，下游应用广泛。合成云母基材的物理化学性能显著强于天然云母，同时色彩表现力更强，被广泛应用于中高端制造、汽车和化妆品方面。氧化铝基材是一种性能优异的高端珠光材料基材，遮盖能力尤其突出，主要应用于汽车的高端市场。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。

表：珠光材料按基材分类

基材类型	特点和应用
------	-------

天然云母基材珠光材料	以天然云母为核心基材，经破碎筛分、提纯除杂、湿法研磨后获得粒径均匀的薄片，最后采用化学沉积法在云母片表面包覆二氧化钛、氧化铁等金属氧化物薄膜，形成具有光反射和散射特性的珠光效果。其优点是原料来源丰富、成本较低，且天然片层结构赋予材料优异的分散性和相容性；缺点是天然云母可能含有杂质，纯度和粒径均匀性存在波动，且过度开采可能带来环境问题。天然云母基珠光材料是目前使用最多的珠光材料，下游应用广泛。
合成云母基材珠光材料	以人工合成的云母晶体为基材，再经破碎、研磨及表面包覆处理制得珠光材料。合成云母的晶体结构纯净、缺陷少，片层厚度和粒径分布更可控，耐高温和化学腐蚀性能显著优于天然云母。合成云母基珠光材料纯度高、性能稳定，可在高温（如 300℃ 以上）和强酸碱环境中保持光泽，且片层表面更平整，能实现更高亮度和鲜艳度的珠光效果，被广泛应用于汽车、航空航天、化妆品等中高端领域，满足精密制造和特殊环境下的装饰与功能需求。
氧化铝基材珠光材料	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。
氧化硅基材珠光材料	二氧化硅基珠光材料以多孔或无定形二氧化硅颗粒为基材，适合用于对安全性要求高的领域；缺点是机械强度较低，珠光亮度和耐久性逊于云母基材材料。主要应用于化妆品（如珠光眼影、指甲油）、医药缓释载体及环保型水性涂料。
玻璃基材珠光材料	玻璃基珠光材料以硼硅酸盐玻璃或铝硅酸盐玻璃为基材，玻璃片脆性较大，加工过程中易碎裂，且成本较高，主要应用于部分高端市场

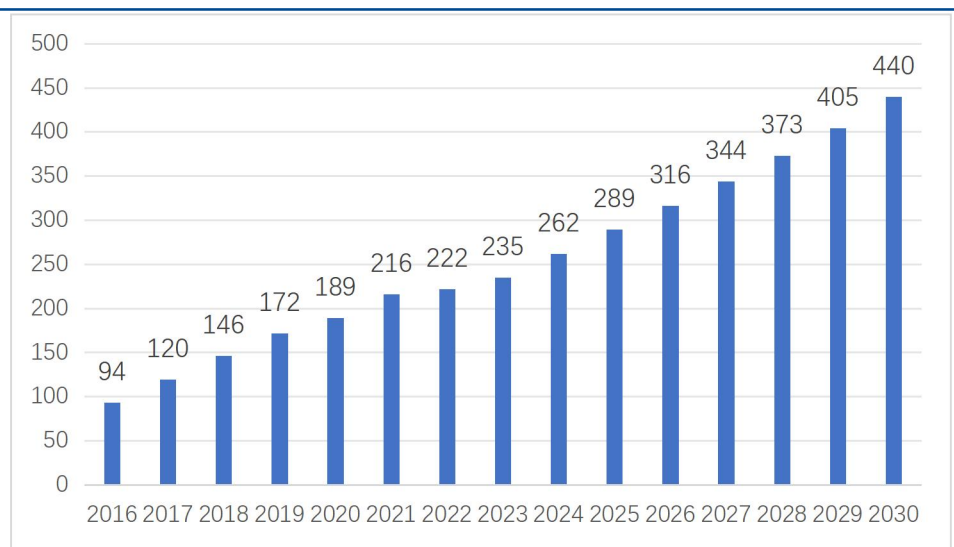
资料来源：公开资料整理

珠光材料性能优异，逐步替代其他颜料。珠光材料通过金属氧化物包覆基材产生干涉色和随角异色效应，呈现珍珠般的多层次光泽。例如，合成云母基珠光材料在汽车面漆中可实现从金色到蓝色的动态视觉变化，这种光学特性是传统有机颜料、无机颜料或金属颜料无法提供的。珠光材料同时具备耐候性、环保性、分散性等优势特点，在下游得到越来越广泛地应用。

2.2 下游应用不断拓展，新兴应用拓展市场边界

珠光材料下游应用广泛，需求持续增长。珠光材料起源于利用天然贝壳制备珠光粉，而工业化生产则始于 20 世纪 60 年代，杜邦公司率先实现了珠光材料的规模化生产，采用天然云母作为基础材料，并通过硫酸氧钛的包覆技术，为珠光材料产业奠定了基石。近数十年来，珠光材料的生产工艺水平持续提升，市场亦日益成熟。其应用领域已从传统的涂料和塑料行业拓展至汽车、化妆品等众多领域，并且不断涌现出墙纸、合成革、纺织涂布、种子包覆等新兴应用。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%。

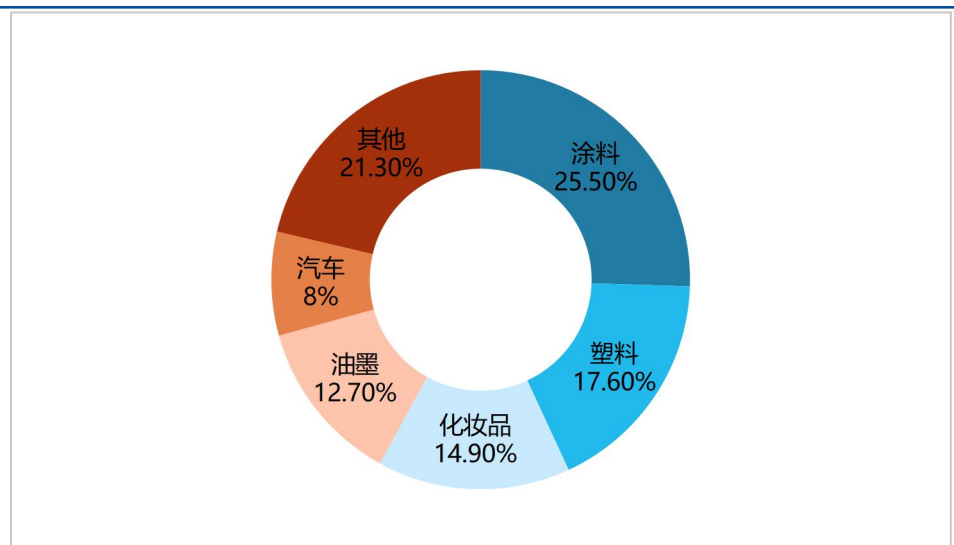
图：全球珠光材料市场规模（以销售额口径统计，单位：亿元）



资料来源: Frost&Sullivan

涂料和塑料应用占比最大，汽车和化妆品增长动力强劲。珠光材料下游应用以涂料（占总市场 25.5%）、塑料（占总市场 17.6%）、化妆品（占总市场 14.9%）、油墨（占总市场 12.7%）、汽车（占总市场 8%）为主。工业涂料等传统应用需求稳定，汽车和化妆品等中高端市场增速更快，成为行业发展的重要动力。

图：中国珠光材料下游应用占比



资料来源: 买化塑研究院

在化妆品市场中，珠光材料通过赋予产品光泽、色彩层次和视觉质感，提升妆容效果。珠光材料广泛应用于面部产品（粉底、修容粉、高光粉）、眼部产品（眼影、眼线、睫毛膏）、唇部产品（口红、唇釉）、甲妆产品（珠光、偏光效果指甲油）、身体护理（身体乳、沐浴露）等各类细分产品。高品质的珠光颜料能够提供鲜艳、纯净且持久的色彩表现，通过不同的调配和组合，能够创造出独特的色彩效果，满足高端化妆品对品质和创新的追求。根据弗若斯特沙利文的预测，化妆品级珠光颜料在 2022 年至 2025 年间的市场规模增速将达到

21.7%。

图：珠光材料在美妆产品中的应用



资料来源：公开资料整理

在汽车涂料领域，珠光漆凭借独特且丰富的色彩表现，成为汽车涂料中备受欢迎的高端产品。根据弗若斯特沙利文数据，2016-2023 年汽车用珠光材料市场规模以 33% 的年均复合增速快速扩容，远超涂料行业整体增速；随着汽车个性化外观需求升级及珠光漆从豪华车型向 20 万-40 万元价格带的中端车型渗透，预计 2024-2030 年市场规模将以 16.4% 的复合增长率持续增长。以合成云母为基材的珠光漆因云母自身优异的化学惰性与稳定物理结构，在耐磨抗冲击、耐化学腐蚀等关键性能指标上表现突出，能够满足汽车长期户外使用的严苛环境要求，在汽车市场的应用日益广泛。

图：小米 SU7 珠光白配色使用了珠光漆



资料来源：公开资料整理

新兴应用层出不穷，应用范围不断延伸。珠光材料具备出色的色彩表现力、优秀的理化性能、安全无毒、绿色环保等突出特点，其应用范围也在持续扩张，新的应用场景不断涌现。如种子包衣、新能源汽车热管理等新应用在近年呈现高速增长的态势，不断拓宽云母和珠光材料的市场边界。

在农业领域，珠光粉是种子包衣剂的主要原材料之一。种子包衣剂中珠光粉的

添加比例在 15-20%，珠光材料的片状结构能增强包衣层的机械强度，降低种子在播种过程中的磨损率。同时珠光材料的鲜亮色彩可以使种子更易识别，并避免鸟类的啄食。种子包衣技术在发达国家采用率约 50-70%，但在发展中国家的应用比例还比较低，有很大的增长空间。据联合国粮食及农业组织 (FAO) 数据显示，2022 年，全球种子处理剂市值约 61 亿美元，预计 2023-2028 年复合年增长率 (CAGR) 为 8.5%，维持较高的增长速度。

图：种子包衣剂中含有珠光粉

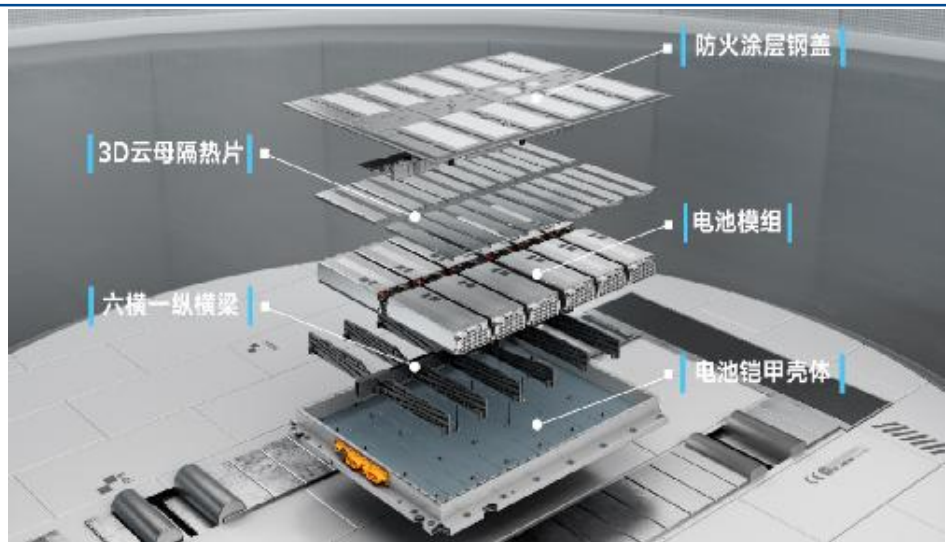


资料来源：公开资料整理

在新能源汽车领域，云母材料凭借其独特的物理化学特性，在新能源汽车热管理领域展现出不可替代的应用价值。其核心优势在于耐高温绝缘性（长期耐温 500-800℃，短期可达 1200℃）、低热导率（0.2-0.3 W/(m·K)）以及阻燃性（不燃烧、无有毒气体释放），这些特性使其成为动力电池热失控防护的关键材料。在电池热管理中，云母材料被用于模组间与电池盖的热隔离、电芯与电池盖间的防护和导热界面优化。在电机与电控系统中，云母材料也能提供绝缘防护和结构增强。根据弗若斯特沙利文的研究，2022 年全球新能源汽车云母材料市场规模为 17.30 亿元，预测 2023 年到 2027 年年均复合增长率为 37.60%，预计

2027 年全球新能源汽车云母材料市场规模约为 104.40 亿元。随着新能源汽车安全标准的提升，云母材料因其高性价比和优异的理化特性，预计将不断增进其在动力电池热管理领域的市场份额。

图：云母材料在新能源汽车热管理中的应用

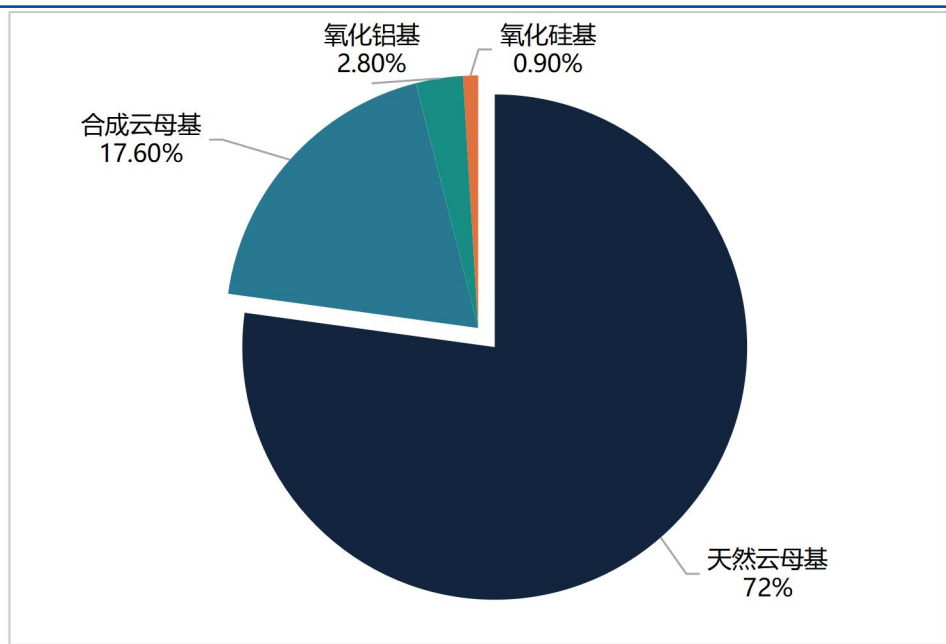


资料来源：公开资料整理

2.3 合成云母性能优异，逐渐替代天然云母

天然云母基珠光颜料是市场主流，合成云母基珠光颜料占比持续提升。2021 年中国珠光颜料市场中，天然云母基材占比 72%，合成云母基材占比 17.6%，氧化铝基材占比 2.8%，氧化硅基材占比 0.9%。天然云母基材虽应用广泛，但受限于资源、环保、性能等原因增速偏低，合成云母基材呈现快速追赶的态势。

图：2021 年中国不同基材珠光材料占比



资料来源：公开资料整理

合成云母性能优越，将逐渐替代天然云母。天然云母依赖矿石开采，全球储量分布不均，且中国云母矿开采受环保政策限制，导致进口依赖度高。合成云母则通过工业合成，原料可控且不受矿产资源限制，可实现规模化生产。在性能上，合成云母全面超越天然云母。例如在耐高温性方面，合成云母（如氟金云母）能够耐受 1200℃ 高温，远高于天然白云母（600℃）和金云母（800℃），适用于航空航天、新能源电池等高温场景。在纯度与均匀性方面，合成云母通过配方控制，可实现高纯度（>99%）和均匀粒径分布（如 1-100μm），而天然云母因矿区差异常含重金属杂质（如铅、汞）。在化学稳定性方面，合成云母不含结晶水，高温下不释放腐蚀性气体，适合高端绝缘材料。在化妆品等品质要求高的市场，合成云母基珠光材料已经成为下游客户的主流选择，未来随着天然云母储量枯竭和合成云母成本降低，合成云母将在更多下游市场取代天然云母，成为珠光材料的主流基材选择。

表：合成云母及天然云母对比

对比项	天然云母	合成云母
原料来源	天然矿石开采	人工合成
耐温性	500-800℃	1200℃ 以上
纯度	含杂质（如重金属、有机物）	高纯度（>99%），可定制成分
粒径控制	不均匀（依赖选矿）	均匀可控（1-100μm）
环境影响	开采破坏生态	封闭生产，减少污染，供应链可追溯
法规合规	可能含禁用物质（如欧盟限用重金属）	符合欧盟、FDA 等标准（如无钛组份）
资源储量	矿产资源日渐枯竭	产能持续提升
成本	较低，随着资源储量降低成本升高	较高，随着规模增大有望降低

资料来源：公开资料整理

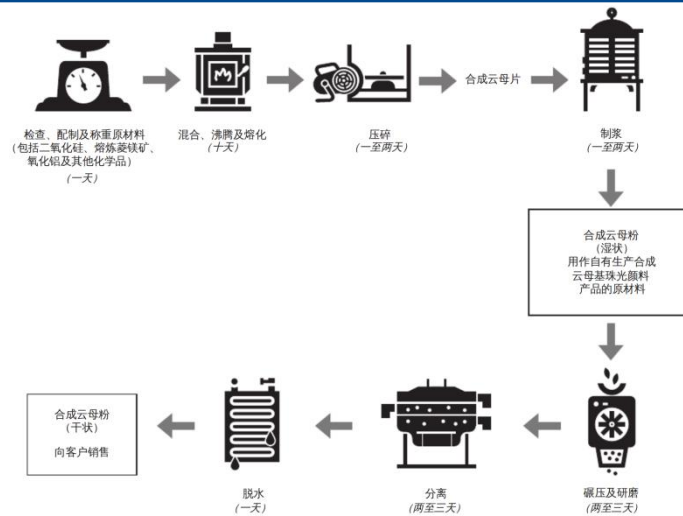
三、研发驱动的专精特新企业，竞争优势显著

3.1 掌握合成云母核心技术，规模行业领先

珠光材料和合成云母都是技术密集型行业。珠光颜料行业有很高的专利壁垒，探索材料配方需要丰富的生产经验和长期的研发投入，行业龙头企业多年积累了大量高品质专利产品，新进入者难以凭借非专利产品获得盈利。在上游，合成云母技术准入门槛也很高，国内仅有少数厂商掌握，大部分珠光材料厂商使用外购合成云母原料。

公司掌握合成云母生产的核心专利技术。公司使用内热电阻法生产合成云母，凭借合成云母全密封负压熔制技术、合成云母高压制浆、云母粉研磨分级技术、湿法分级及湿法合成技术、自动化技术，攻克了纯度高、表面光滑、颗粒度均匀的高品质合成云母的生产难关，并实现了全生产流程的低能耗、低排放、高自动化水平。公司凭借拥有独家专利的湿法制备 $\text{KMg}_3(\text{AlSi}_3\text{O}_{10})\text{F}_2$ 晶体粉技术、导电绢云母粉技术，在化妆品、汽车等中高端市场取得了领先地位。

图：合成云母片及合成云母粉的生产流程



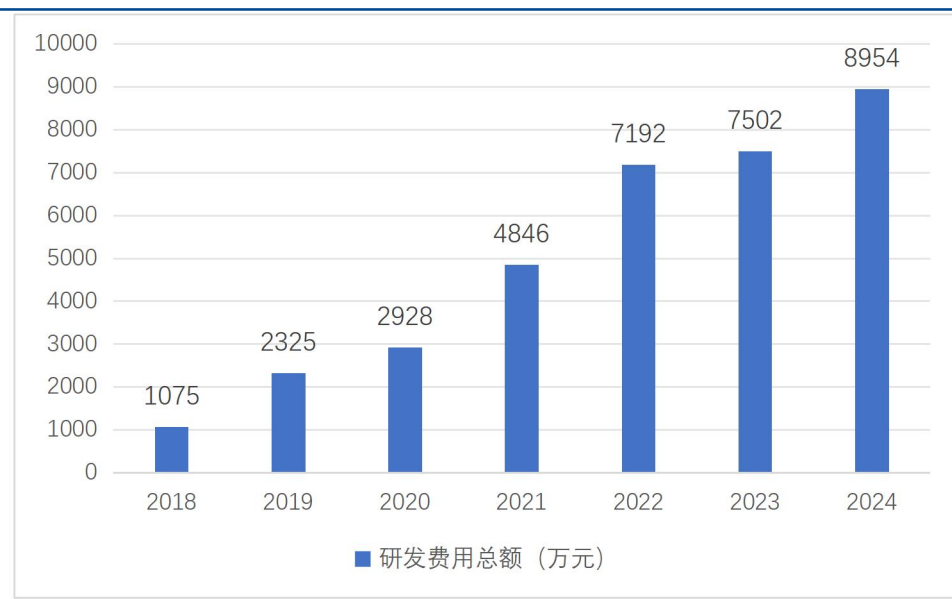
资料来源：公司公告

产能国内领先，桐庐项目进一步加强规模优势。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。公司桐庐10万吨合成云母产能预计将在2025年12月投产，届时公司合成云母产能优势将显著扩大。

3.2 重视研发创新，产品矩阵不断丰富

技术引领发展，研发投入持续增加。2024 年公司研发开支 0.9 亿元，占营业收入的 5.4%，2018-2024 年研发开支 CAGR 高达 42.39%。公司通过持续的高研发投入，积极推进产品迭代与创新升级，不断扩充产品矩阵，提升中高端产品份额占比。珠光材料行业是技术密集型行业，龙头企业凭借丰富的专利产品积累，建立起高品质、多品类产品矩阵，形成中小企业难以逾越的竞争壁垒。

图：环球新材国际研发费用持续增长



资料来源：公司公告

持续推出新品，产品矩阵不断扩张。截至 2024 年底，七色珠光旗下拥有 1179 款珠光材料产品，较 2023 年底增加 96 款；CQV 旗下拥有 993 款珠光材料产品，较 2023 年底增加 17 款，重点新增合成云母基珠光材料、氧化铝基珠光材料等高端产品款式。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%。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。

3.3 外延并购加速全球化，产业协同可期

成功并购 CQV，迈出全球化重要一步。2023 年 8 月，环球新材国际完成对韩国 CQV42.45%股份的收购，成为 CQV 单一最大股东。CQV 成立于 2000 年，是全球领先、韩国第一的珠光材料生产商，在高端珠光材料领域有丰富的技术和产品积累，产品应用于汽车、化妆品等高端市场的众多国际知名客户。

环球新材和 CQV 在研发、渠道、生产等方面优势互补，形成了良好的协同效应。研发方面，环球新材获得了 CQV 多年积累的高端产品配方和生产技术，建立起全球化的研发团队，大大加快了公司高端产品的研发进度；渠道方面，CQV 的海外高端客户资源和销售渠道和七色珠光现有销售网络整合，大幅扩展了公司销售网络的覆盖范围，从覆盖全球 40 多个国家/地区市场攀升至 150 多个；生产方面，环球新材凭借丰富的供应链管理经验和合成云母生产技术，帮助 CQV 实现降本增效，盈利能力显著提升，公司桐庐 10 万吨合成云母项目投产后，将为 CQV 提供更强大的低成本原材料支持。

CQV 盈利能力显著改善，产业协同显成效。2024 年是 CQV 并表后第一个完整的财报周期，实现营业收入 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后，CQV 盈利能力大幅改善，产业协同取得了积极成效，也为后续并购默克表面解决方案业务后的整合提供了经验和信心。

收购德国默克表面解决方案业务，完成后公司将跃升为全球龙头。2024 年 7 月 25 日，公司公布拟以 51.87 亿元收购德国默克表面解决方案业务。默克表面解决方案业务包含了用于涂料的珠光材料、化妆品的活性成分和部分工业功能性产品和原材料等业务。其中在珠光颜料市场占据全球龙头地位，市占率约 12%，在全球汽车和化妆品市场拥有强大的影响力。并购完成后，公司将一跃成为全球最大的珠光材料生产商。

并购标的质地优异，产业深度协同可期。2023 年并购标的收益为 4.05 亿欧元（约合 34 亿元人民币），息税前利润为 0.63 亿欧元（约合 5.3 亿元人民币），截至 2023 年 12 月 31 日资产净值为 3.24 亿欧元（约合 27 亿元人民币）。默克表面解决方案业务资产优质，并购后可以通过健康的现金流逐渐降低负债率。默克作为行业龙头，拥有深厚的产品和技术积累和庞大的高端客户群体，将给公司带来技术和渠道方面的显著提升，公司也有望复刻整合 CQV 的经验，助力默克表面解决方案业务降本增效，实现深度产业协同。

四、盈利预测及投资建议

由于默克表面解决方案业务并购并未完成，暂不计算本次并购带来的财务影响。考虑到公司产能持续扩张、产品矩阵不断丰富、与 CQV 的产业协同展现成效，我们认为环球新材国际具备中长期的持续增长动力。我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 22.01/28.83/36.59 亿元，增速分别为 33.5%、31%、26.9%；归母净利润分别为 3.35/4.50/5.84 亿元，增速分别为 37.7%、35%、29.7%。PE 分别为 12.21/9.05/6.97，结合可比公司估值水平，我们认为环球新材国际成长势头强劲，2025 年合理 PE 应为 20 倍，目标价 5.73 港元，相比现价存在 61% 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1064.1	1648.8	2201.1	2883.5	3659.2
yoy	16.10%	55.00%	33.50%	31.00%	26.90%
归母净利润（百万元）	181.6	242.2	333.5	450.2	584.0
yoy	-18.90%	33.40%	37.70%	35.00%	29.70%
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	0.2	0.27	0.36	0.47
PE	24.58	20.99	12.21	9.05	6.97
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	-
百合花 603823.SH	33.74	23.39	18.35	14.31	-

资料来源：Wind，公司公告

五、风险提示

竞争加剧的风险：当前珠光材料行业高端市场竞争格局相对稳定，但中低端市场竞争较为激烈。若未来行业竞争加剧，可能对公司盈利能力产生影响。

并购失败的风险：公司正在进行重大跨国并购，由于并购尚未完成，可能受各种因素影响导致并购失败，进而影响公司的长期发展预期。

产业协同失效的风险：公司通过外延并购进行扩张，如公司无法顺利整合并购标的，则会导致公司经营成本上升，影响财务表现。