



建材新材料行业研究

买入（维持评级）

行业研究
证券研究报告

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭（执业 S1130524120004）
zhaoming@gjzq.com.cn

珠光颜料，出海并购正当时

珠光颜料行业：化妆品+汽车等新消费市场前景可观

珠光颜料市场具有小而分散的特点，当前化妆品、汽车及电池等新消费场景提升利润空间，同时行业收并购整合频繁，供给侧加速集中。我们认为，珠光颜料行业当前看点突出，中资企业成为全球领导者的条件正在具备，行业及相关公司值得重新定价。

国内涂料珠光颜料下游应用领域构成：涂料占比 25.5%、塑料 17.6%、油墨 12.7%、汽车 8%、化妆品 14.9%。其中，汽车级+化妆品级属于高端市场，①汽车级对规格和产品质量有更高的品控追求，需满足汽车涂料对耐刮擦、耐冲击和高透明度的额外要求，②化妆品级直接作用于人体，需具备极高的安全性以及皮肤亲和力，对纯度要求高。此外，珠光颜料潜在新兴应用领域包括：1) 新能源汽车电池高温防护，2) BIPV，近期环球珠光国际旗下子公司七色珠光与隆基、森特共建 5.9MW 分布式光伏电站。整体看来，2023 年全球珠光颜料市场空间为 235 亿元（其中国内市场空间为 65 亿元），预计 2030 年达到 440 亿元，2023-2030 年行业空间 CAGR 达 9.4%。

技术变化：合成云母基替代天然云母基是趋势

珠光颜料是一种模仿珍珠形成原理而发明出来的复合新材料，内核是微米级的云母薄片等基材，表层包覆多层纳米级的金属氧化膜（涂覆层）。按产品类别分，云母可以分为天然云母与合成云母，合成云母替代天然云母是趋势，主要优势体现在：①供应稳定，生产对环境破坏较小，供应不受地理和政治因素的影响。同时随着矿产资源逐步枯竭，后续天然云母开采成本或逐年走高，②可轻松定制成分，一致性更好，性能更稳定，应用领域更为广阔。

供给端加速集中：出海并购正当时，培育全球珠光颜料龙头

(1) 2023 年环球新材国际以 4.66 亿元的价格，收购韩国最大珠光颜料制造商 CQV 42.45% 的股份。2024 年 CQV 营收达到 601 亿韩元（对应 2.97 亿元），同比+18%（其中销量增长 6%、价格增加 12%），净利润 93 亿韩元（对应 0.46 亿元），同比+170%，以 2024 年净利润测算、对应收购 PE 约 23.9X。

(2) 2024 年 7 月，环球新材国际与德国默克集团签署交易协议，将收购默克全球表面解决方案业务。根据环球新材国际微信公众号，交易预计将于 2025 年完成交割。默克表面解决方案在高品质市场占据重要地位，其在全球汽车和化妆品市场的影响力显著。

(3) 2019 年 8 月，德国巴斯夫与日本 DIC 就收购巴斯夫全球颜料业务达成协议，该项交易所涉及现金和无债务的购买价格为 11.5 亿欧元，2021 年 6 月巴斯夫完成剥离。出售时巴斯夫颜料业务在全球拥有 2600 名员工，2018 年销售额为 10 亿欧元。

(4) 2024 年 10 月，印度苏打山化学工业与德国辉柏赫集团达成最终协议，以资产和股份交易相结合的方式收购该集团。辉柏赫是全球领先的有机、无机和防锈颜料及颜料制备物生产商，在德国、美国、印度等全球多地拥有 17 个生产基地，2022 财年销售收入超 10 亿欧元。

风险提示

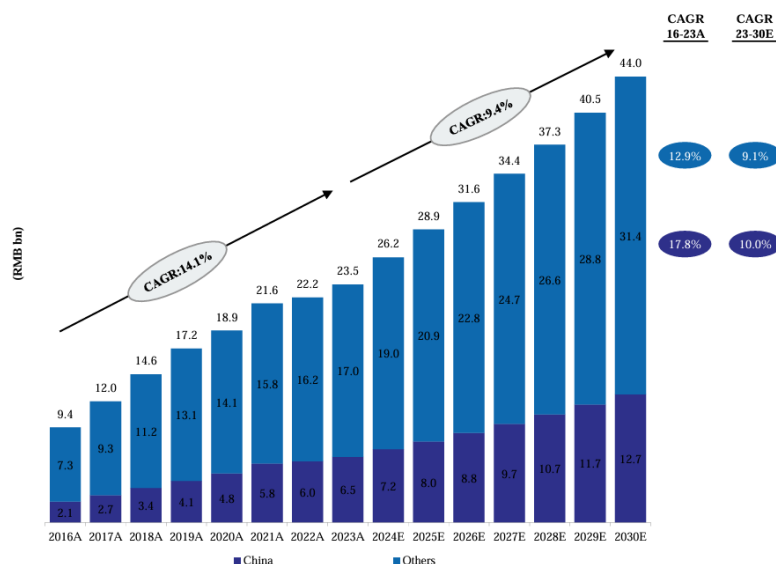
海外并购整合存在不确定性；珠光颜料行业中低端市场竞争加剧；原材料价格波动。



1、珠光颜料行业：化妆品+汽车等新消费市场前景可观

2023 年全球珠光颜料市场空间为 235 亿元（其中国内市场空间为 65 亿元），预计 2030 年达到 440 亿元，2023-2030 年行业空间 CAGR 达 9.4%。

图表1：2023-2030 年全球珠光颜料市场空间 CAGR 达 9.4%

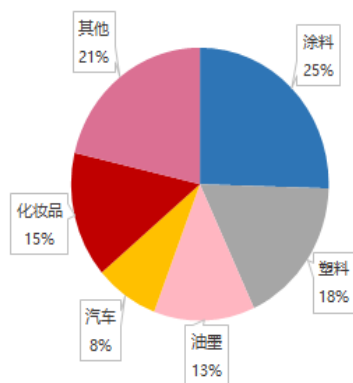


来源：环球新材国际公告，国金证券研究所

珠光颜料下游应用领域包括涂料、塑料、油墨、汽车和化妆品等，根据中国涂料工业协会官网数据，中国涂料珠光颜料下游应用领域拆分为，涂料占比 25.5%、塑料 17.6%、油墨 12.7%、汽车 8%、化妆品 14.9%：

- 工业级珠光材料，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，持久的珠光效果保证在长时间日晒、高温等严苛环境条件下仍不失去光泽，应用领域包括涂料、塑料、油墨、皮革、印刷等，覆盖多种工业产品以及建材原材料；
- 汽车级珠光材料，相较工业级、对规格和产品质量有更高的品控追求，需满足汽车涂料对耐刮擦、耐冲击和高透明度的额外要求，为汽车提供独特的色彩变化与漆面质感，增强附加值及品牌识别度，应用领域主要为汽车涂料、面漆领域；
- 化妆品级珠光材料，由于化妆品直接作用于人体，化妆品级需具备极高的安全性以及皮肤亲和力，对纯度要求高，应用于口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔、指甲油、发乳、润肤膏、喷发剂等。

图表2：中国珠光颜料下游应用领域拆分



图表3：珠光颜料下游应用领域图示



来源：中国涂料工业协会官网，国金证券研究所

来源：环球新材国际公告，国金证券研究所

潜在新兴应用领域包括：

- 新能源汽车电池高温防护：当电池热量堆积超过绝缘材料的临界温度值时、容易导致热失控，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；

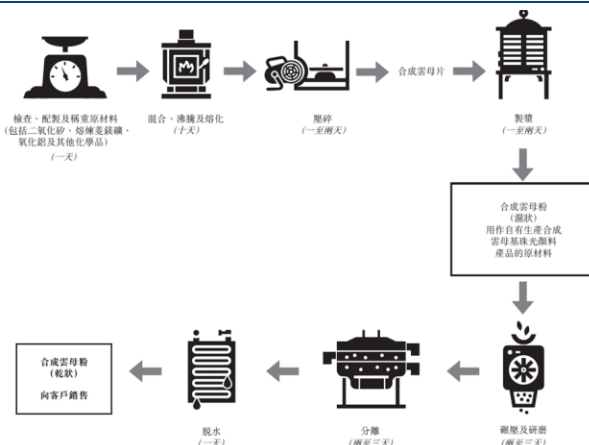
- BIPV，根据森特股份市场部微信公众号，近期环球珠光国际旗下子公司七色珠光与隆基、森特共建 5.9MW 分布式光伏电站。

合成云母替代天然云母是趋势。珠光颜料是一种模仿珍珠形成原理而发明出来的复合新材料，内核是微米级的云母薄片等基材，表层包覆多层纳米级的金属氧化膜（涂覆层）。珠光颜料基材多样，包括天然云母、合成云母、氧化铝、氧化硅和玻璃等，不同基材赋予珠光材料独特属性。按产品类别分，云母可以分为天然云母与合成云母（根据其原材料）。

- 天然云母从自然界中开采而来，具有自然形成的纹理和色泽，通常用于装饰性材料或作为某些工业产品的原料；
- 合成云母模拟天然云母的成分及结构，并在受控环境下通过合成各种矿物而制成，生产合成云母主要使用 5 种原材料，分别为二氧化硅、电熔镁砂、氧化铝、氟硅酸钾及碳酸钾。

合成云母主要优势体现在：①供应稳定，生产对环境破坏较小，供应不受地理和政治因素的影响。同时随着矿产资源逐步枯竭，后续天然云母开采成本或逐年走高，②可轻松定制成分，一致性更好，性能更稳定，因此应用领域更为广阔，包括高性能绝缘材料、航空航天、电子和特殊涂层行业。

图表4：合成云母生产工艺

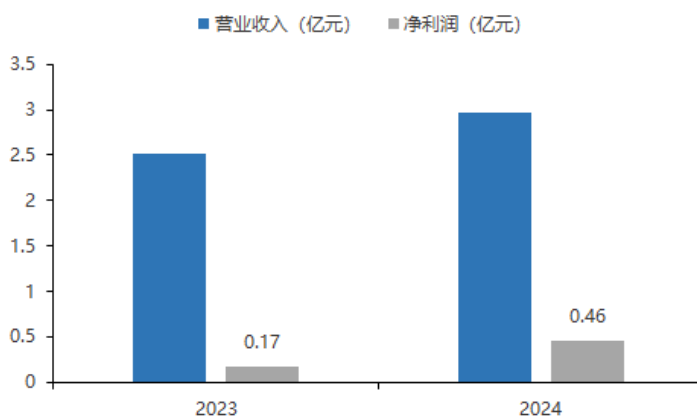


来源：环球新材国际公告，国金证券研究所

2、出海并购正当时，培育全球珠光颜料龙头

(1) 2023 年环球新材国际以 4.66 亿元的价格，收购韩国最大珠光颜料制造商 CQV 42.45% 的股份。2024 年 CQV 营收达到 601 亿韩元（对应 2.97 亿元），同比+18%（其中销量增长 6%、价格增加 12%），净利润 93 亿韩元（对应 0.46 亿元），同比+170%，以 2024 年净利润测算、对应收购 PE 约 23.9X。

图表5：环球新材国际收购 CQV 后协同效应明显（表中为 CQV 财务数据）



来源：环球新材国际公告，国金证券研究所

(2) 2024 年 7 月，环球新材国际与德国默克集团签署交易协议，将收购默克全球表面解决方案业务。本次收购总对



价为 6.65 亿欧元（约 51.87 亿人民币），根据环球新材国际微信公众号，交易预计将于 2025 年完成交割。默克表面解决方案在高品质市场占据重要地位，其在全球汽车和化妆品市场的影响力显著。

(3) 2019 年 8 月，德国巴斯夫与日本 DIC 就收购巴斯夫全球颜料业务达成协议，该项交易所涉及现金和无债务的购买价格为 11.5 亿欧元，2021 年 6 月巴斯夫完成剥离。出售时巴斯夫颜料业务在全球拥有 2600 名员工，2018 年销售额为 10 亿欧元。

(4) 2024 年 10 月，印度苏打山化学工业与德国辉柏赫集团达成最终协议，以资产和股份交易相结合的方式收购该集团。辉柏赫是全球领先的有机、无机和防锈颜料及颜料制备物生产商，在德国、美国、印度等全球多地拥有 17 个生产基地，2022 财年销售收入超 10 亿欧元。

3、珠光颜料行业标的梳理

图表6：珠光行业标的梳理

代码	名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6616.HK	环球新材国际	52	3.12	4.46	5.82	17	12	9
603826.SH	坤彩科技	133	/	/	/	/	/	/

来源：Wind，国金证券研究所

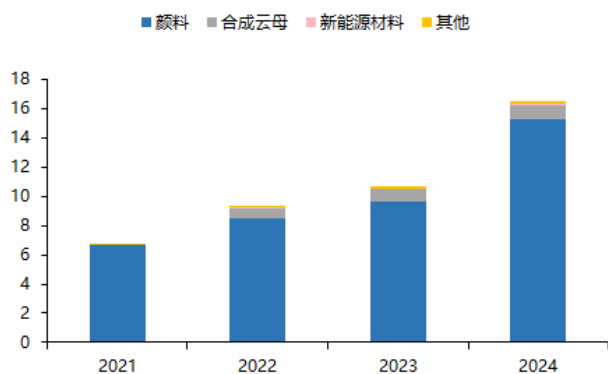
注：股价基准日/港元兑人民币汇率为 2025 年 6 月 10 日收盘价；均采用 wind 一致预期（180 天）

3.1 环球珠光国际

环球新材国际，主营收入主要为颜料+合成云母（颜料上游原材料）。2024 年公司收入 16.49 亿元、同比+55%，归母净利润 2.42 亿元、同比+34%。收入及业绩同比高增，主因系：

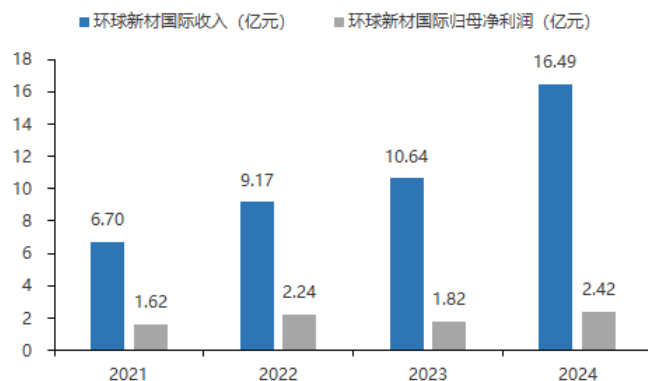
- 收购 CQV 于 2023 年 8 月并表，即 2023 年 CQV 报表角度仅贡献 5 个月收入、而 2024 年贡献全年，2024 年 CQV 营收 2.97 亿元，净利润 0.46 亿元（净利润并表 42.45%）；
- 2024 年 2 月，七色珠光二期年产 3 万吨珠光材料项目正式投产，新产能投放带动销量增长。

图表7：2021-2024 年环球新材国际收入拆分（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表8：2021-2024 年环球新材国际收入及盈利（单位：亿元）

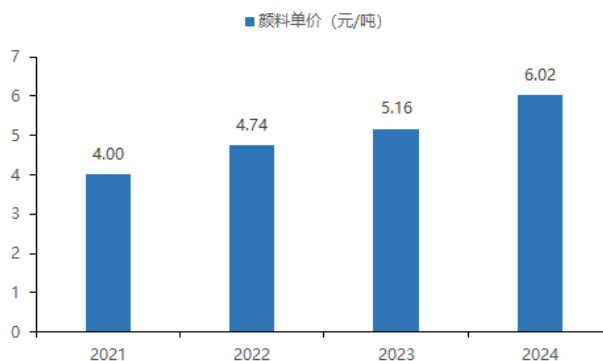


来源：wind，国金证券研究所

CQV 下游应用于集中于汽车级+化妆品级，产品结构较环球新材国际本部更为高端，报表层面体现为整合后环球新材颜料单价逐年上调。



图表9：环球新材国际颜料单价逐年上调

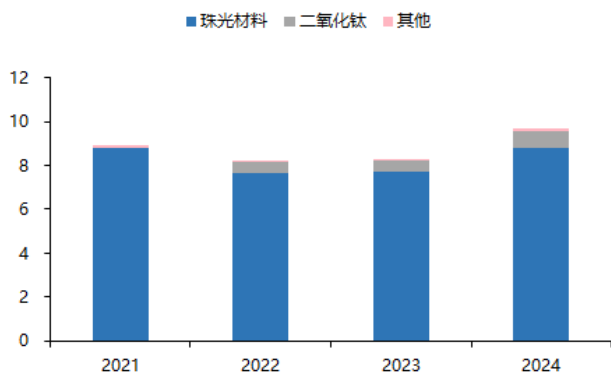


来源：环球新材国际公告，国金证券研究所

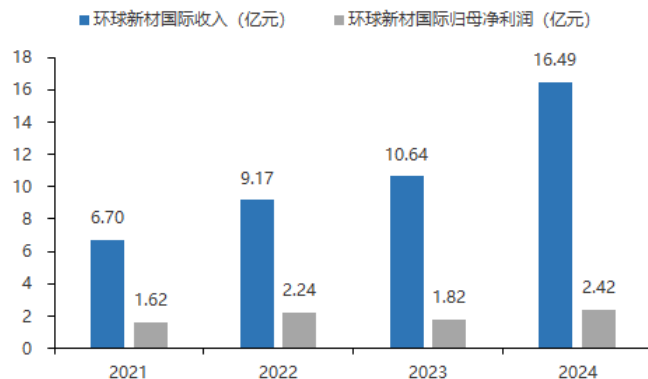
3.2 坤彩科技

环球新材国际，主营收入主要为珠光材料以及二氧化钛。2024 年公司收入 9.70 亿元、同比+17%，归母净利 0.35 亿元、同比-58%。

图表10：2021-2024 年坤彩科技收入拆分（单位：亿元）



图表11：2021-2024 年坤彩科技收入及盈利（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

海外并购整合存在不确定性：2023 年以来珠光颜料行业发生数起跨国并购事件，但海外并购存在较大不确定性，可能企业文化/供应链管控/政治等各方面面临较大挑战，如果海外并购整合未能实现正向的协同效应，可能对收购方远期业绩造成负面影响。

珠光颜料行业中低端市场竞争加剧：2023-2030 年全球珠光颜料市场空间 CAGR 达 9.4%，同时珠光颜料下游应用分散、且成本占比低，对价格敏感度整体偏低。但如果后续行业市场竞争加剧、可能会出现价格战，对珠光颜料企业的盈利能力造成负面影响。

原材料价格波动：前文提及，生产合成云母主要使用 5 种原材料，分别为二氧化硅、电熔镁砂、氧化铝、氟硅酸钾及碳酸钾，以上原材料虽相对易得，但如果发生不可控因素、导致原材料价格上涨，同时珠光颜料企业无法向下游顺价，可能会对珠光颜料企业的盈利能力造成负面影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究