

2026年4月20日
 环球新材 (6616.HK)

公司动态分析

证券研究报告

新材料

并购完成，未来增长可期

公司 25 年实现营业收入 29.2 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增长 77%；净亏损 3.1 亿元，主要受到并表德国 Susionity 业务的影响。经调整 EBITDA 为 8.43 亿元，同比增长 37%，经调整净利润为 2.5 亿元，同比下降 20%。考虑并购带来的一次性费用，我们下调 26 年净利润预期，维持 27 年净利润预期，26/27/28 年净利润为 2.4/6.6/8.2 亿元，对应每股 EPS 收益为 0.18/0.48/0.60 港元。考虑未来公司的增长潜力，目标价自 5.5 港元上调至 9.2 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 21% 的上涨空间。

报告摘要

中国业务延续强劲增长。2025 年，中国业务分部实现收益 16.40 亿元，同比增长 23.1%，占总收益的 56.2%。增长主要得益于柳州年产 3 万吨珠光材料二期工厂的稳步投产与产能爬坡，带动了珠光颜料产品的产能释放与产品结构优化。同时，天然云母基及合成云母基珠光颜料产品的收益也实现了稳步提升。中国业务和韩国业务在 2025 年毛利率同比提升了 0.2pct，在原材料价格上涨的背景下依靠产品结构改善稳中有增。中国业务录得分部溢利 4.93 亿元，同比增长 21.6%，利润率为 30%。

韩国业务受美国关税影响，略有下滑。2025 年，韩国业务分部实现收益 2.85 亿元，同比下降 9.8%，剔除汇率影响下降约 6.0%，占总收益的 9.8%。受到美国关税政策及中国高端化妆品市场短期需求承压的影响导致销量下滑，但韩国业务产品平均提价 5.5%，一定程度抵消了影响。分部利润为 0.32 亿元，同比下降 16.9%，剔除汇率影响后的净利润增长 2%，利润率 11.2%。

完成对德国 Susionity 业务收购并表。2025 年 8 月 1 日，集团完成对默克集团全球表面解决方案业务 Susionity 的收购，德国业务正式并入。在 2025 年合并的 5 个月内，该分部贡献收益 9.92 亿元，占总收益的 34.0%。此次并购使集团业务规模实现了跨越式增长，并成功导入了拥有超过六十年服务全球顶尖客户经验的技术体系与高端客户资源。然而，由于德国、美国及日本等高成本国家的生产基地毛利率较低，以及并购产生的存货公允价值增值在销售时一次性计入成本，减少毛利约 1.59 亿元，该分部在 2025 年录得分部亏损 4.10 亿元。尽管如此，德国业务的整合为集团巩固全球表面性能材料领导地位、切入高端汽车与化妆品供应链奠定了关键基础。

公司 25 年实现营业收入 29.2 亿元，同比增长 77%；净亏损 3.1 亿元，主要受到并表德国 Susionity 业务的影响。经调整 EBITDA 为 8.43 亿元，同比增长 37%，剔除收购、资产公允价值调整等一次性项目影响经调整净利润为 2.5 亿元，同比下降 20%。集团整体毛利率从 2024 年的 53.0% 下降至 39.1%，主要受上述并购会计影响及德国业务较低毛利率拖累。并购使得集团财务费用大幅增长，达到 3.33 亿元。截至 25 年底，集团账面货币资金为 37.49 亿元，有息负债 80 亿元，资产负债率上升至 69.8%。26 年 1 月公司完成 10 亿港元的可换股债券发行，转股价为 10.19 港元，可换股份额占已发行总股份的 7.34%。董事会决议不派发 2025 年末期股息。

我们认为并购虽然带来短期的业绩波动，但是此举奠定了公司在珠光颜料行业绝对龙头的地位。成本端背靠中国的低成本产业链和高效运营，销售端完成了全球的销售网络布局，叠加高市占率带来的提价权，集团未来利润率还有较大提升的空间。预期在并购后的一两年内可以看到利润的加速释放。珠光颜料业务利润率高、现金流强劲，在未来将持续改善公司的财务状况。

(见下页...)

投资评级: **买入**

维持评级

6 个月目标价 **9.2 港元**

股价 2026-4-17 **7.6 港元**

总市值(亿港元)	94.88
流通市值(亿港元)	94.88
总股本(亿股)	12.48
流通股本(亿股)	12.48
12 个月低/高(港元)	6.8/10.3
平均成交(百万港元)	37.23

股东结构 (截止 2026-1-20)

苏尔田	36.0%
其他股东	64.0%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.28	0.87	93.64
绝对收益	-2.69	-1.68	115.91

数据来源: 彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

考虑并购带来的一次性费用,我们下调 26 年净利润预期,维持 27 年净利润预期,26/27/28 年净利润为 2.4/6.6/8.2 亿元(2025/9/8 预测为 5.1/6.5/NA 亿元),对应每股 EPS 收益为 0.18/0.48/0.60 港元(2025/9/8 预测为 0.35/0.45/NA 港元)。考虑未来公司的增长潜力,目标价自 5.5 港元上调至 9.2 港元(基于 DCF 及可比公司估值法),维持“买入”评级,较当前股价有 21%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

年结 31/12; 人民币百万	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,064.1	1,648.8	2,917.2	6,094.9	7,086.5	8,136.9
增长率(%)		54.95%	76.93%	108.93%	16.27%	14.82%
净利润	213.3	320.3	-306.5	240.2	657.8	817.6
增长率(%)		50.18%	-195.69%	-178.38%	173.79%	24.30%
毛利率(%)	49.65%	52.99%	39.08%	45.00%	45.00%	45.50%
净利润率(%)	20.04%	19.43%	-10.51%	3.94%	9.28%	10.05%
每股收益(港元)	0.20	0.27	-0.43	0.18	0.48	0.60
每股净资产(港元)	3.76	4.01	4.12	4.34	4.95	5.70
市盈率	37.12	27.82	(17.67)	42.95	15.69	12.62
市净率	2.02	1.90	1.85	1.75	1.54	1.33
净资产收益率(%)	6.44%	7.59%	-6.94%	5.23%	13.04%	14.15%
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,国投证券国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

年结31/12; 人民币百万	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,064	1,649	2,917	6,095	7,086	8,137
营业成本	-536	-775	-1,777	-3,352	-3,898	-4,435
毛利	528	874	1,140	2,743	3,189	3,702
毛利率	49.7%	53.0%	39.1%	45.0%	45.0%	45.5%
销售费用	-63	-96	-413	-975	-1,063	-1,221
占收入比例	-5.9%	-5.8%	-14.2%	-16.0%	-15.0%	-15.0%
管理费用	-189	-262	-595	-1,097	-992	-1,180
占收入比例	-17.7%	-15.9%	-20.4%	-18.0%	-14.0%	-14.5%
其他收入/支出	29	9	1	12	-	-
占收入比例	2.7%	0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
经营利润	305	525	133	683	1,134	1,302
占收入比例	28.7%	31.8%	4.6%	11.2%	16.0%	16.0%
财务费用	-51	-118	-333	-400	-360	-340
占收入比例	-4.8%	-7.2%	-11.4%	-6.6%	-5.1%	-4.2%
除税前溢利	254	406	-201	283	774	962
所得税	-41	-86	-106	-42	-116	-144
所得税率	-16.0%	-21.2%	52.8%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
净利润(含少数股东权益)	213	320	-307	240	658	818
净利率	20.0%	19.4%	-10.5%	3.9%	9.3%	10.0%
少数股东损益	32	78	75	48	132	164
净利润(不含少数股东权益)	182	242	-381	192	526	654
EPS (港元)	0.20	0.27	-0.43	0.18	0.48	0.60
市盈率(倍)	37.1	27.8	-17.7	43.0	15.7	12.6

数据来源: 国投证券国际研究预测

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。因为环球新材 26 年净利润仍受到并购的影响, 我们采用相对稳常态化的 27 年净利润来进行估值。A 股给新材料板块的估值普遍偏高, 2027 年预测 PE 的平均值在 31x。考虑环球新材的行业地位、增长前景, 以及基于相对保守的假设, 我们给与 27 年 18x PE。2027 年预测 EPS 为 0.48 港元, 对应股价测算为 8.7 港元。

用 DCF 方式估算时, 我们给予 WACC 为 11%, 短期给与 5% 的增速, 长期给予 2% 的增速。合理市值为 120 亿港元, 对应价格为 9.6 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值, 我们认为公司目标价为 9.2 港元, 较最新的收盘价有 21% 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 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
坤彩科技	603826.SH	190	人民币元	0.9	0.4				214.1	476.5			
yoy				-5%	-55%								
合盛硅业	603260.SH	528	人民币元	25.8	17.0	-30.3	16.9	27.1	20.5	31.0		31.3	19.5
yoy				-50%	-34%	N/A	N/A	60%					
横店东磁	002056.SZ	320	人民币元	18.3	18.3	21.1	20.3	23.2	17.5	17.5	15.1	15.7	13.8
yoy				9%	0%	16%	-4%	14%					
西部超导	688122.SH	477	人民币元	7.6	8.8	9.7	11.6	14.0	62.4	54.5	49.4	41.1	34.1
yoy				-30%	15%	10%	20%	20%					
有研新材	600206.SH	193	人民币元	2.1	-0.3				89.9				
yoy				-26%	N/A								
中科三环	000970.SZ	149	人民币元	3.6	0.2	1.1	2.4	3.4	41.2	649.3	130.5	61.1	43.5
yoy				-64%	-94%	398%	114%	40%					
天通股份	600330.SH	254	人民币元	3.2	0.8				78.4	312.9			
yoy				-52%	-75%								
石英股份	603688.SH	271	人民币元	50.5	3.3	1.5	4.2	7.2	5.4	81.8	184.2	64.8	37.7
yoy				377%	-93%	-56%	184%	72%					
菲利华	300395.SZ	575	人民币元	5.7	3.3	4.8	9.1	14.4	100.2	176.3	121.0	63.4	40.0
yoy				12%	-43%	46%	91%	59%					
平均估值									69.9	225.0	100.0	46.2	31.4

注: 时间截止2024/6/17, 预测值为iFind一致预测
资料来源: iFind, 国投证券国际

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2027年EPS				
		0.39	0.44	0.48	0.53	0.59
PE	12x	4.7	5.2	5.8	6.4	7.0
	14x	5.5	6.1	6.8	7.5	8.2
	16x	6.3	7.0	7.8	8.5	9.4
	18x	7.1	7.8	8.7	9.6	10.6
	20x	7.8	8.7	9.7	10.7	11.7
	22x	8.6	9.6	10.7	11.7	12.9
	24x	9.4	10.5	11.6	12.8	14.1

数据来源: 公司年报, 国投证券国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035
(年结31/12; 人民币百万)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	1,064	1,649	2,917	6,095	7,086	8,137	9,353	10,764					
增长率%		55.0%	76.9%	108.9%	16.3%	14.8%	15.0%	15.1%					
EBIT	305	525	133	683	1,134	1,302	1,450	1,722					
增长率%		71.8%	-74.7%	414.0%	66.1%	14.8%	11.4%	18.8%					
EBIT率%	28.7%	31.8%	4.6%	11.2%	16.0%	16.0%	15.5%	16.0%					
有效税率%	16.0%	21.2%	-52.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%					
EBIT x (1-有效税率)	256	414	203	580	964	1,107	1,232	1,464					
+ 折旧摊销	59	77	229	364	349	336	324	312					
+ 营运资金变动	-7	-165	-2,177	1,384	-165	-166	-192	-221					
- 资本支出 (固定资产)	-162	-913	-932	-200	-200	-200	-200	-200					
- 非现金调整				-1,300									
自由现金流, FCF	147	-588	-2,677	828	948	1,076	1,164	1,356	1,423	1,494	1,569	1,648	1,730
增长率%		-500.4%	n.a.	n.a.	14.5%	13.5%	8.2%	16.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子				1.0000	0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	0.5346	0.4817	0.4339	0.3909
FCF现值				828	854	873	851	893	845	799	756	715	676
FY2026-35 FCF现值总额				8,091									
永续期价值现值				7,665									
企业价值				15,756									
加: 净现金				-4,006									
减: 少数股东权益				-1,322									
DCF 估值(百万港元)				11,986									
假设:													
WACC				11.0%									
短期增长率				5.0%									
永续增长率				2.0%									

资料来源: 国投证券国际研究预测

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

年结31/12; 人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3,411.0	3,748.9	6,537.2	7,179.6	6,966.6
贸易应收款项	512.0	1,078.3	1,661.3	1,931.6	2,217.9
预付及其他应收款项	471.0	113.3	113.3	113.3	113.3
存货	310.0	2,322.7	1,102.1	1,281.4	1,458.0
受限制存款	30.0	184.8	184.8	184.8	184.8
其他流动资产	-411.0	386.6	386.6	386.6	386.6
流动资产总额	4,323.0	7,834.6	9,985.3	11,077.2	11,327.1
物业、厂房及设备	1,448.0	4,044.5	3,880.5	3,731.3	3,595.4
土地使用权及权益	144.0	667.5	667.5	667.5	667.5
无形资产	15.0	661.7	661.7	661.7	661.7
商誉	94.0	1,317.7	1,317.7	1,317.7	1,317.7
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
递延税项资产	8.0	18.6	18.6	18.6	18.6
其他非流动资产	1,023.0	256.5	256.5	256.5	256.5
非流动资产总额	2,732.0	6,966.5	6,802.5	6,653.3	6,517.4
总资产	7,055.0	14,801.1	16,787.8	17,730.5	17,844.6
贸易应付款项	89.0	376.8	439.3	510.8	581.2
合同负债	-	14.7	14.7	14.7	14.7
短期有息债务	964.6	2,874.7	3,236.8	3,236.8	2,874.7
应付即期税项	21.0	46.5	46.5	46.5	46.5
其他流动负债	140.5	778.0	1,462.0	1,675.4	1,901.5
流动负债总额	1,215.1	4,090.7	5,199.3	5,484.1	5,418.6
长期有息债务	1,460.7	5,065.2	5,703.1	5,703.1	5,065.2
递延收入-非流动负债	18.0	231.5	231.5	231.5	231.5
递延税负债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	7.6	940.3	940.3	940.3	940.3
非流动负债总额	1,486.3	6,237.0	6,874.9	6,874.9	6,237.0
总负债	2,701.4	10,327.7	12,074.2	12,359.1	11,655.6
股本	3,273.0	3,048.0	3,048.0	3,048.0	3,048.0
储备	104.0	103.7	295.9	822.1	1,476.2
少数股东权益	977.0	1,321.7	1,369.7	1,501.3	1,664.8
总股东权益	4,353.0	4,473.5	4,713.6	5,371.4	6,189.0

现金流量表

年结31/12; 人民币百万	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E
息税前利润	305.5	524.8	132.8	682.6	1,133.8
所得税	-38.7	-74.5	-105.9	-42.4	-116.1
营运资本变动	-6.6	-165.3	-2,176.5	1,384.1	-164.7
折旧及摊销	54.8	78.0	228.5	364.0	349.2
利息支出	-23.8	-81.9	-333.4	-400.0	-360.0
其他	-8.1	-8.9	-	-	-
经营性现金流净额	283.2	272.1	-2,254.5	1,988.3	842.3
资本开支	-224.4	-913.2	-6,252.0	-200.0	-200.0
其他	169.3	-635.7	-	-	-
投资性现金流净额	-55.1	-1,549.0	-6,252.0	-200.0	-200.0
新发股份	957.7	-	-	-	-
支付股息	-	-	-	-	-
新增债务	294.5	1,504.4	4,000.0	1,000.0	-
其他	-0.5	-2.4	-	-	-
筹资性现金流净额	1,251.7	1,501.9	4,000.0	1,000.0	-
现金净变动	1,480.8	207.9	-4,506.5	2,788.3	642.3
现金期初余额	1,722.7	3,203.5	3,411.0	3,748.9	6,537.2
现金期末余额	3,203.5	3,411.4	-1,095.5	6,537.2	7,179.6

数据来源：国投证券国际研究预测

利润表

年结31/12; 人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,648.8	2,917.2	6,094.9	7,086.5	8,136.9
营业成本	-775.1	-1,777.1	-3,352.2	-3,897.6	-4,434.6
毛利	873.7	1,140.1	2,742.7	3,188.9	3,702.3
销售费用	-95.5	-412.8	-975.2	-1,063.0	-1,220.5
管理费用	-262.4	-595.2	-1,097.1	-992.1	-1,179.9
其他收益及损失	9.0	0.7	12.2	-	-
营业利润	524.8	132.8	682.6	1,133.8	1,301.9
财务费用	-118.4	-333.4	-400.0	-360.0	-340.0
除税前利润	406.3	-200.6	282.6	773.8	961.9
所得税	-86.0	-105.9	-42.4	-116.1	-144.3
净利润	320.3	-306.5	240.2	657.8	817.6
归属母公司净利润	242.2	-381.4	192.2	526.2	654.1
EPS (港元)	0.27	-0.43	0.18	0.48	0.60
EBITDA	601.5	361.3	1,046.6	1,483.1	1,637.7

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		76.9%	108.9%	16.3%	14.8%
除税前利润增长率 (%)		-74.7%	414.0%	66.1%	14.8%
净利润增长率 (%)		-195.7%	-178.4%	173.8%	24.3%
盈利能力:					
毛利率 (%)	53.0%	39.1%	45.0%	45.0%	45.5%
净利率 (%)	19.4%	-10.5%	3.9%	9.3%	10.0%
ROE (%)	7.6%	-6.9%	5.2%	13.0%	14.1%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	38.3%	69.8%	71.9%	69.7%	65.3%
流动比率 (x)	3.56	1.92	1.92	2.02	2.09
利息覆盖倍数 (x)	5.08	1.08	2.62	4.12	4.82
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	129	270	120	120	120
应收账款周转天数	97	99	99	99	99
应付账款周转天数	29	48	48	48	48
每股资料					
EPS (港元)	0.27	-0.43	0.18	0.48	0.60
BPS (港元)	4.01	4.12	4.34	4.95	5.70
每股经营现金 (港元)	0.26	0.25	-2.08	1.83	0.78
估值比率					
PE	27.82	-17.67	42.95	15.69	12.62
PB	1.90	1.85	1.75	1.54	1.33

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投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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)，国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券(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