

核心投资亮点

环球新材国际作为一家全球化新材料科技平台企业，主营业务涵盖珠光颜料、人工合成云母、高端片状氧化铝、高端工业功能性材料及表面活性材料等，产品广泛应用于汽车制造、涂料、化妆品、新能源、电子电器等领域，在珠光颜料、人工合成云母、表面活性材料等多个细分领域处于全球领先地位。

核心技术自主化：公司率先突破合成云母规模化生产的技术与工艺壁垒，实现了高性能、低成本合成云母的自主可控。这不仅解决了行业对稀缺天然云母资源的依赖，更为公司产品高端化与成本优化提供了核心材料保障，构筑了长期竞争壁垒。

战略并购实现跨越：公司通过收购韩国 CQV 与全球龙头德国默克表面解决方案业务（SUSONITY），完成行业地位的“二级跳”。不仅带来了收入规模的跃升，更关键的是实现了高端品牌、顶尖技术、全球客户网络及高端产品矩阵的战略性获取，协同效应已在产品结构优化、供应链降本及市场交叉开拓中初步显现。

量价齐升的成长动能：内生层面，公司产能有序释放，保障销量增长；外延与内生协同下，产品结构持续向高单价、高毛利的汽车级与化妆品级升级，推动均价稳步上行。“量价齐升”逻辑清晰，是短期业绩增长的核心驱动力。

盈利预测：环球新材国际已成功转型为具备全球竞争力的平台型材料企业。当前公司正处于市场份额提升、产品结构优化、协同效应释放与盈利能力修复多重利好叠加的关键阶段。其成长路径清晰，护城河深厚。预计 2025—2027 年营业收入分别为 36.5/65.0/82.0 亿元，同比增速分别为 123.0%/78.1%/26.2%。净利润分别为 3.85/7.25/10.50 亿元，同比增速分别为 59.1%/88.3%/44.8%。建议投资者积极关注其作为全球行业整合者的长期投资价值。给予“买入”评级。

风险提示：整合不及预期风险、财务风险、市场竞争风险。

2025 年 12 月 30 日

评级：买入

目标价：15.86 港元

最新收盘价：10.92 港元

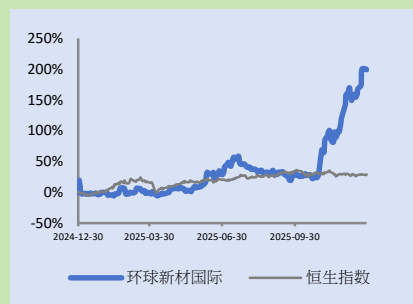
总市值：135 亿港元

市盈率：63.69

市净率：3.58

总股本：12.39 亿股

公司股价走势



盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	16.4	36.5	65.0	82.0
YoY	55.0%	123.0%	78.1%	26.2%
净利润 (亿元)	2.42	3.85	7.25	10.50
YoY	33.4%	59.1%	88.3%	44.8%
EPS (港元/股)	0.19	0.34	0.64	0.93
PE	50.84	28.79	15.30	10.53

目录

第一章 行业领军者之路：技术、并购与财务成长的三重奏	3
1.1 产品与技术：构筑多层次高壁垒矩阵	3
1.2 发展历程：内生外延双轮驱动，战略并购成就全球珠光材料龙头.....	4
1.3 核心业务：珠光颜料贡献基本盘，多元化布局构筑成长新曲线.....	5
1.4 财务分析：收入高增彰显成长韧性，战略并购短期拖累利润，长期协同潜力可期.....	6
第二章 行业前景与成长动力：珠光材料的价值重塑与结构性机遇.....	8
2.1 行业透视：珠光材料 —— 兼具光学性能与美学价值的创新效应颜料.....	8
2.2 核心优势：视觉、性能与环保三重领先，珠光颜料替代逻辑清晰.....	9
2.3 市场空间：全球行业稳健扩容，中国市场高速增长，技术迭代驱动需求持续释放.....	10
2.4 增长动能：高端消费与汽车应用双轮驱动，行业结构向高价值领域持续升级.....	12
2.5 增长驱动力：产能释放与高端化协同，驱动量价齐升逻辑持续兑现.....	14
第三章 核心材料演进与产业格局：合成云母的技术突破与龙头优势.....	15
3.1 核心技术洞察：基材决定性能，云母基材引领主流发展	15
3.2 基材演进趋势：合成云母性能优势显著，有望引领高端应用渗透.....	16
3.3 技术壁垒与龙头突破：合成云母产业升级，公司技术领先与产能扩张构筑长期护城河.....	18
第四章 战略并购：成功整合全球行业前五，公司实现行业地位跃升与全球协同.....	20
4.1 收购 CQV：实现高端产品线补强与亚洲市场深度协同	20
4.2 收购默克表面解决方案（SUSONITY）：跃居全球龙头，实现全维度战略升级.....	22
第五章 盈利预测与投资分析	23
第六章 风险提示	24

第一章 行业领军者之路：技术、并购与财务成长的三重奏

1.1 产品与技术：构筑多层次高壁垒矩阵

公司深耕珠光材料及合成云母领域，凭借持续研发创新与全产业链布局，构建了技术领先、门类齐全、覆盖广泛的高价值产品矩阵。环球新材国际控股有限公司（以下简称“环球新材国际”）作为一家全球化新材料科技平台企业，主营业务涵盖珠光颜料、人工合成云母、高端片状氧化铝、高端工业功能性材料及表面活性材料等，产品广泛应用于汽车制造、涂料、化妆品、新能源、电子电器等领域，在珠光颜料、人工合成云母、表面活性材料等多个细分领域处于全球领先地位。

在产品方面，公司已形成层次分明、应用导向清晰的产品阵列，全面覆盖高、中、低端市场需求。具体包括工业级、耐候级、化妆品级三大类，细分八大系列逾 2100 种产品，可满足不同行业客户在性能、成本及法规等方面的多样化需求。

终端应用场景持续拓展，下游渗透力强劲。公司产品已广泛应用于涂料、汽车漆、化妆品、塑料、油墨、陶瓷、皮革、高端建材、3D 打印材料、防伪技术及种子包衣等众多领域，展现出较强的跨行业适配性与价值链延伸能力。市场布局方面，公司已建立辐射全球的营销与服务网络，产品远销至全球 100 多个国家和地区，在国际市场中树立了良好的品牌声誉与客户基础。

图 1. 公司产品组合



资料来源：公开资料整理

1.2 发展历程：内生外延双轮驱动，战略并购成就全球珠光材料龙头

公司发轫于珠光颜料业务，其前身广西七色珠光效应材料有限公司（CHESIR）成立于 2011 年。2014 年为公司产能奠基关键之年，年产 5000 吨合成云母、1.8 万吨珠光效应材料项目同步投产，筑牢规模扩张与业绩放量根基；后续公司持续加码合成云母产能建设，一期产能最终提升至 1.2 万吨。2015 年，公司成功登陆中国新三板，迈出资本化第一步。2016 年起积极开拓海外市场，于欧洲设立子公司，全球化布局初现雏形。2018 年，集团重组为环球新材国际控股有限公司，架构全面升级。

2021 年，公司于香港联交所主板成功上市，资本市场能见度显著提升；次年即被纳入港股通，流动性及投资者基础进一步拓宽。2023 年，公司完成对韩国知名珠光材料企业 CQV 的并购（该公司 2023 年全球珠光颜料市占率位列第五），外延扩张迈出重要一步。2024 年，公司内生增长持续发力，年产 30000 吨珠光效应材料新工厂顺利投产，产能实现跨越式提升。

2025 年，公司完成对全球行业领导者——德国默克表面解决方案业务（SUSONITY，2023 年市占率排名第一）的资产交割，标志其全球整合进入全新阶段。通过战略性整合 CQV 与默克两大国际品牌，公司已跃居全球珠光颜料行业领军地位，建立起横跨亚洲、欧洲、北美的多元化运营与协同体系。目前，公司已在德国达姆施塔特、美国萨凡纳与费城、韩国忠清市、日本小名滨、中国柳州及杭州布局研发与制造基地，形成了覆盖逾 150 个国家和地区的“研发-生产-销售”一体化全球网络，全球资源整合与协同效能进入全面释放阶段。

图 2. 环球新材国际发展历程

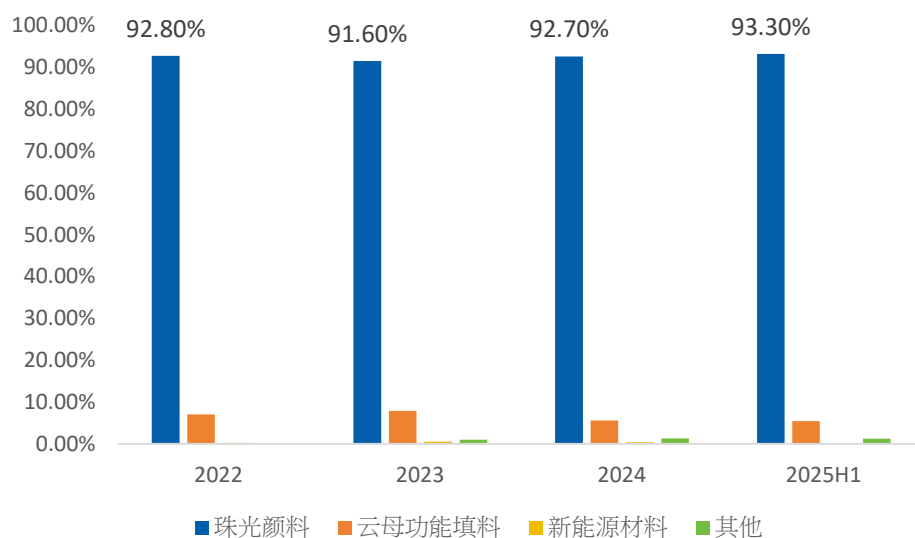


资料来源：公司公告，公司官网

1.3 核心业务：珠光颜料贡献基本盘，多元化布局构筑成长新曲线

公司目前形成了以珠光颜料为核心、多业务板块协同发展的业务架构。产品线覆盖珠光颜料、合成云母、功能性涂层材料、化妆品活性成分及可持续绿色材料等关键领域。从收入结构看，珠光颜料是公司绝对的业绩支柱，常年贡献营业总收入的 90% 以上，构成公司稳健的经营基本盘；云母功能填料与新能源材料作为新兴板块，增长潜力逐步显现，正成为收入结构的重要补充。

图 4. 环球新材国际营业收入构成



资料来源：公司公告

在珠光颜料领域，公司已建立起业内领先的完整产品矩阵。基于基材差异，产品涵盖天然云母基、合成云母基、氧化铝基、玻璃基及氧化硅基等全系列珠光材料；按应用功能划分，则形成包括天然云母系列、合成云母系列、高耐候系列、粉末涂料专用系列等在内的 12 大产品类别。其下游应用广泛渗透至工业涂料、塑料、汽车涂料、化妆品等成熟市场，客户基础深厚。

图 3. 环球新材料国际珠光颜料产品矩阵

产品类别	产品系列			
天然云母基 合成云母基 氧化铝基 玻璃片基 氧化硅基 铝基				
				
				

资料来源：环球新材国际官网

公司以前瞻性战略持续延伸产业链价值。凭借在人工合成云母领域的核心技术优势，公司正积极将合成云母材料的应用场景，从传统的珠光颜料拓展至新能源汽车电池组绝热材料、高端电气绝缘材料等新兴高增长领域。这一布局不仅提升了合成云母业务的附加值，更有望打开长期成长空间，推动公司从单一的效应材料供应商向多元化的高端材料解决方案平台演进。

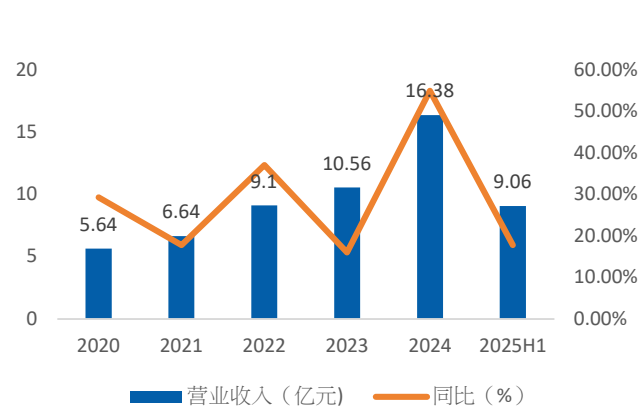
1.4 财务分析：收入高增彰显成长韧性，战略并购短期拖累利润，长期协同潜力可期

公司自上市以来展现出强劲的营收增长动能与持续优化的盈利能力。2020 年至 2025 年上半年，营业收入由 5.64 亿元快速增长至 9.06 亿元（2025H1），期间年复合增长率显著。其中，2024 年收入同比大幅跃升，主要得益于 2023 年 8 月完成对韩国 CQV 的收购后，其财务数据并表带来的增量贡献，以及公司原有中国区业务的持续高速增长。

归母净利润表现与营收增长在 2023 年后出现阶段性背离。2020 年至 2025 年上半年，归母净利润分别为 1.48 亿元、1.62 亿元、2.24 亿元、1.82 亿元、2.42 亿元和 0.62 亿元。2023 年起净利润波动加剧，主要由于公司为完成对韩国 CQV 及德国默克表面解决方案业务（SUSONITY）的战略收购，产生了显著的并购相关行政开支、融资成本及无形资产摊销等一次性或阶段性费用，对短期利润形成挤压。值得注意的是，2025 年上半年集团披露扣非归母净利润达 2.6 亿元，同比大幅增长 54.4%，这一亮眼增速不仅大幅跑赢同期归母净利润表

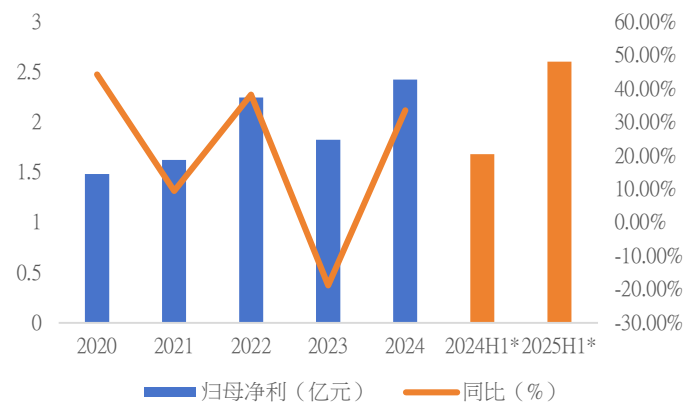
现，更充分剔除并购相关一次性费用干扰，直观彰显公司主营业务的盈利韧性与核心经营能力的稳步提升。

图 5. 环球新材国际营业收入及增速



资料来源：公司公告

图 6. 归母净利润（2024H1*及2025H1*为扣非口径数据）

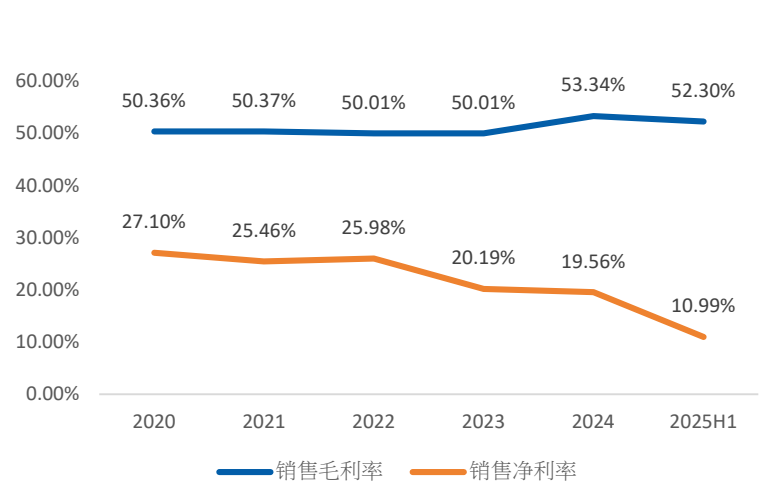


资料来源：公司公告

值得强调的是，尽管并购事务在财务上构成短期负荷，但公司归母净利润整体仍保持上升趋势。市场普遍认为，当前利润承压属于战略扩张期的阶段性现象，随着后续整合深入推进、协同效应全面释放（尤其在高端产品研发、全球渠道互补及成本优化等方面），公司盈利能力有望迎来更强劲的长期修复与增长。

盈利能力方面，公司毛利率呈现稳步提升态势，从2020年的50.36%优化至2024年的53.34%。这一提升主要源于产品结构的优化与供应链协同效应的释放：通过整合CQV的先进技术、高端产品线与优质客户资源，公司加速向高附加值领域迈进，成功驱动整体盈利水平上新台阶。

图 7. 环球新材国际销售毛利率及净利率



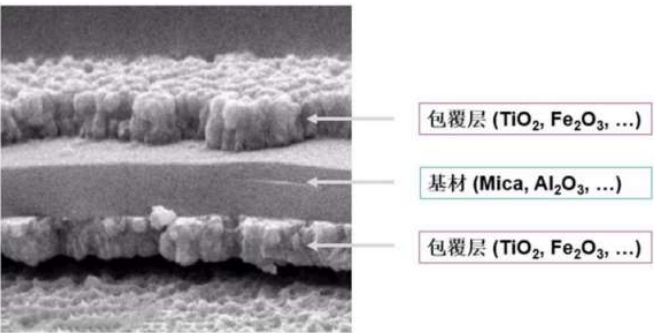
资料来源：公司公告

第二章 行业前景与成长动力：珠光材料的价值重塑与结构性机遇

2.1 行业透视：珠光材料 —— 兼具光学性能与美学价值的创新效应颜料

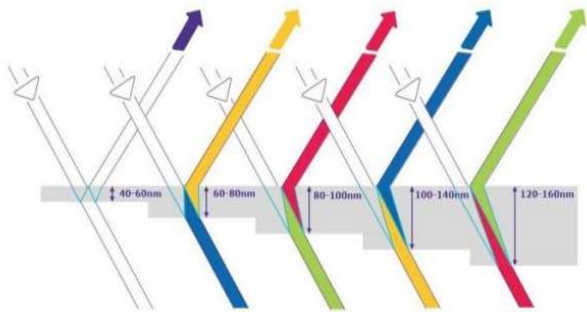
珠光材料是一类具有优异色彩饱和度与出色着色能力的光学效应颜料。其核心制备工艺在于，在特定的基材表面通过精密化学手段包覆一层或多层交替排列的纳米级金属氧化物薄膜。该材料的成色机理源于仿生学原理，与天然珍珠的光学结构高度类似：其表面所覆盖的多层透明、高折射率薄膜，能够对入射光线进行多次复杂的反射、折射和透射作用，从而在微观层面构建出丰富而立体的光学层次。这种独特的光学效应最终呈现出如珍珠般温润、深邃且富有变化的柔和光泽，赋予应用产品以高雅、奢华的美学体验与显著的视觉附加值。

图 8. 珠光颜料电镜结构示意图



资料来源：SUSONITY 官网

图 9. 珠光颜料成色原理



资料来源：SUSONITY 官网

基于其独特的光学特性和装饰效果，珠光材料已成为提升产品外观档次的关键材料之一，被广泛应用于涂料、塑料、化妆品、印刷包装、汽车涂层等众多对视觉表现力有较高要求的行业，并持续向新兴领域渗透，展现出广阔的市场前景和持续的创新活力。

图 10 珠光颜料示意图及部分下游应用



资料来源：环球新材国际官网

2.2 核心优势：视觉、性能与环保三重领先，珠光颜料替代逻辑清晰

与传统颜料相比，珠光颜料在视觉表现力、化学稳定性及环境友好性等方面具备显著综合优势，构筑了其强劲的市场竞争力与明确的替代潜力。

视觉表现优势显著，契合高端化与差异化需求。传统颜料呈色方式较为单一，光泽表现普通，而珠光颜料通过独特的光学干涉与多层反射效应，能够呈现出具有深邃立体感、丰富层次及柔和过渡的珍珠光泽与虹彩效果。其颜色可随观察角度动态变化，极大地提升了产品的视觉吸引力和美学价值，完美契合了当前下游行业追求高端质感与品牌差异化的升级需求。

化学性能卓越，拓宽应用边界。在物理化学性能方面，传统有机颜料普遍面临耐光性、耐热性不足及易迁移、褪色等问题。珠光颜料以无机材料体系为核心，展现出优异的耐候性、耐化学腐蚀性及热稳定性，能够长期耐受户外紫外线、高温高湿及多种苛刻化学环境，从而在汽车漆、户外建材、工业涂料等对耐久性要求高的领域优势明显。

环保属性突出，顺应全球绿色趋势。从环保角度看，主流珠光颜料产品具有重金属含量极低、无毒无害的特点，生产过程与最终应用均更为环境友好。在全球环保法规日趋严格，尤其是对含重金属传统颜料（如铬系、铅系）限制不断加强的背景下，珠光颜料作为更清洁的替代方案，其渗透率提升具备明确的政策驱动力，正加速替代部分传统

无机颜料及存在环境风险的有机合成颜料。

市场前景：替代与成长逻辑双重驱动。凭借上述“视觉+性能+环保”的三维优势，珠光颜料在高端工业涂料、汽车面漆、化妆品、塑料制品、特种油墨及包装印刷等领域的替代进程正在加速。这不仅将推动其在存量市场中的份额持续提升，也将不断开拓新的应用场景，共同驱动全球珠光材料市场规模稳步扩张,使其成为高性能与绿色新材料赛道中一条具备高确定性的成长主线。

表 1. 珠光颜料与传统颜料对比

对比项目	细分	珠光颜料	传统颜料
光学原理	显色机制	基于多层薄膜干涉和光折射(如云母氧化钛)	依赖化学发色团吸收或粒子散射(如钛白粉反射白光)
	视觉效果	呈现金属光泽、随角异色(变色龙效应)、立体感	颜色单一，无动态光学效果
	透明度	半透明，可叠加呈现多层次	通常不透明(遮盖性强)
材料结构与成分	核心结构	片状基材(云母/玻璃片)+金属氧化物镀层	粉末状固体颗粒(无机或有机化合物)
	成分	无机材料为主，化学稳定性高	可能含有有机化合物(易褪色)或重金属
	环保性	通常符合 RoHS/REACH(无重金属)	部分含受限物质(如铅铬黄)
应用性能对比	耐候性	抗 UV、耐高温(300°C+)	有机颜色易黄变/褪色
	分散性	需特殊分散工艺(防沉降)	通常易分散(如油墨/涂料)
经济性与工艺要求	成本	较高	较低
	工艺难度	需定向排列工艺(如喷涂)	可直接混合使用

资料来源：中泰颜料官网

2.3 市场空间：全球行业稳健扩容，中国市场高速增长，技术迭代驱动需求持续释放

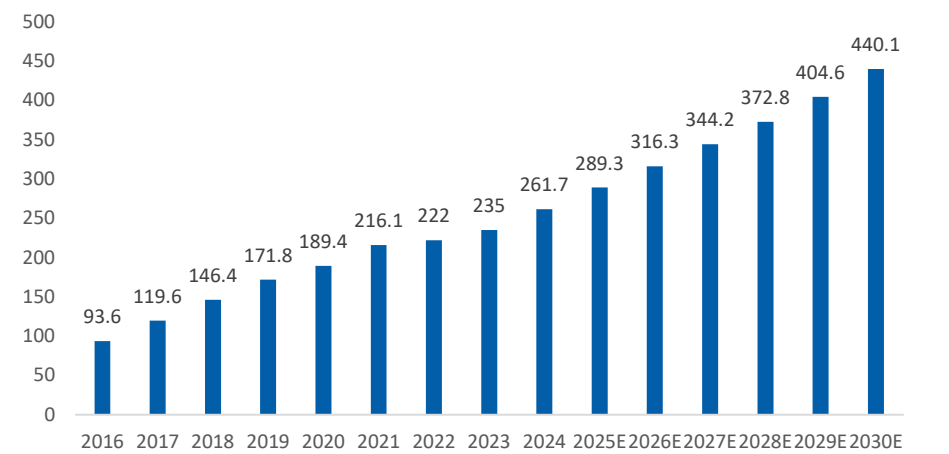
全球市场：规模持续扩张，技术创新拓宽成长边界

根据 Frost&Sullivan 的研究数据，全球珠光颜料市场规模呈现稳健增长态势，已从 2016 年的 94 亿元人民币快速扩张至 2023 年的 235 亿元人民币，期间年复合增长率（CAGR）达到 14.0%。展望未来，预计到 2030 年全球市场规模将进一步增长至 440 亿元人民币，2023 年至 2030 年的预测 CAGR 约为 9.4%，行业整体仍处于明确的成长通道。

这一增长不仅源于其作为效应材料在传统应用领域的渗透率提升，更得益于珠光材料本身持续的技术演进与功能创新。凭借出众的色彩表现力、独特的光学效应及优异的物化性能，珠光材料正被赋予更多元

化的应用可能。通过对其表面结构、包覆工艺及基材进行创新性改造，业界正不断开发出功能性更强（如增强耐候性、导电性、抗菌性）、色彩效果更丰富、更符合可持续发展要求的新产品，从而持续响应下游涂料、塑料、化妆品、汽车等行业日益增长的个性化、高端化与定制化需求。技术创新与产品升级共同构成了行业长期增长的核心驱动力。

图 11. 全球珠光材料市场规模（单位：亿元）



资料来源: Frost&Sullivan

中国市场：增速领跑全球，消费升级与产业扩张共同驱动

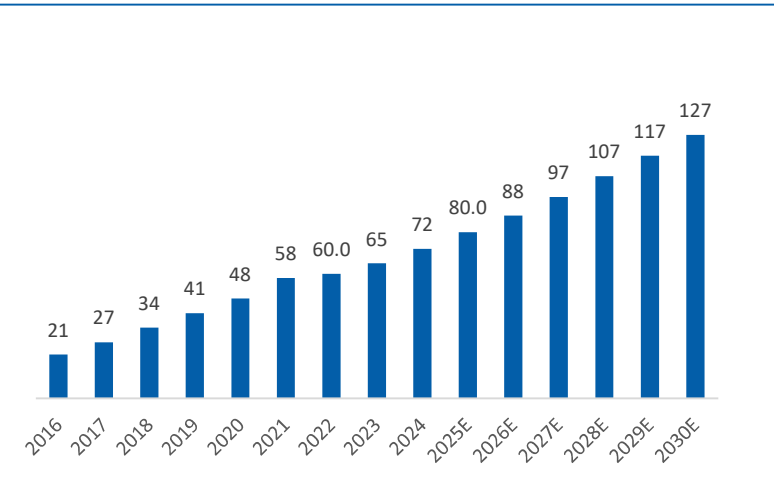
中国已成为全球珠光材料市场增长的重要引擎。2023 年，中国珠光材料市场规模达到 64.7 亿元人民币，约占全球总市场的 27.5%，份额显著。中国市场的快速发展，主要得益于两大动力：

宏观经济增长与消费升级：国内经济的稳步发展，尤其是在美妆、汽车制造、高端包装、电子产品等领域的消费升级趋势，对材料的视觉效果和品质提出了更高要求，直接拉动了对高端珠光材料的需求。

应用范围不断拓宽：随着国内产业升级和技术进步，珠光材料的应用场景正从传统的涂料、塑料等领域，快速向新能源车漆、特种建材、3D 打印、种子包衣等新兴领域渗透，不断开辟新的市场空间。

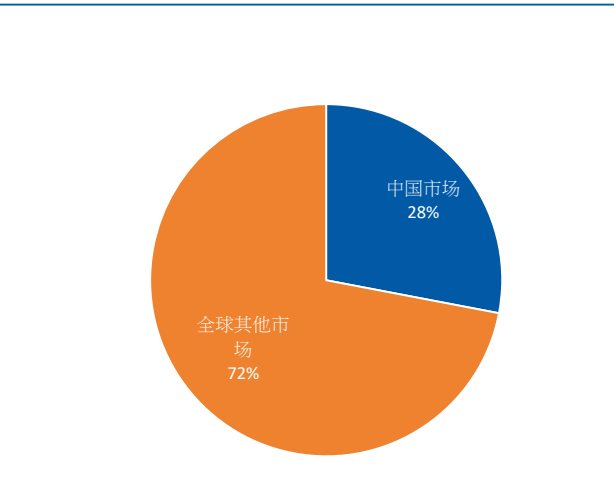
综合来看，中国珠光材料行业正处在需求旺盛、应用拓展的“高速发展期”，其增长势头预计将长期持续，并在全球产业链中扮演愈发重要的角色。

图 12. 中国珠光颜料市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告

图 13. 中国珠光材料市场占全球市场比例

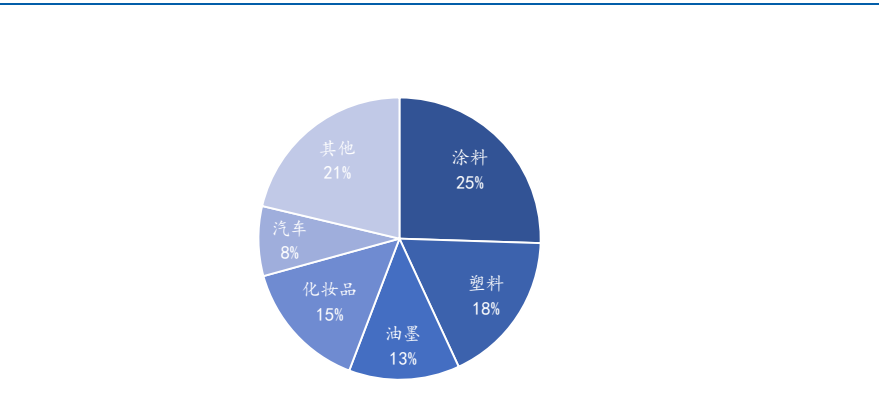


资料来源：公开资料整理

2.4 增长动能：高端消费与汽车应用双轮驱动，行业结构向高价值领域持续升级

珠光材料行业的下游应用结构正经历显著优化。尽管工业级产品目前仍占据主要市场份额，但具备更高附加值、更优盈利水平的高端化妆品级与汽车级珠光颜料，其需求增速与收入占比正快速提升，已成为驱动行业未来增长的核心双引擎。

图 14. 中国珠光材料下游应用占比（2023 年）



资料来源：金裕富证券研究部

2.4.1 化妆品领域：消费升级驱动高端化渗透，市场空间广阔

珠光颜料凭借其独特的光泽感、细腻的质地与安全的特性，已成为提升化妆品视觉档次与使用体验的关键原料，广泛应用于粉饼、眼影、腮红、口红、指甲油及身体彩妆等品类，并获得了阿玛尼 (Giorgio Armani)、纪梵希 (Givenchy) 等国际一线美妆品牌的高度认可与规模化采用，行业渗透率持续攀升。

据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 预测，全球化妆品用珠光颜料市场规模预计将于 2025 年达到 87 亿元人民币，显示出强劲的增长潜力。其中，中国市场的增长尤为亮眼，预计 2025 年规模将增至 22.82 亿元人民币，对应增长率高达 34%。这一高速增长主要受益于国内美妆消费市场的持续升级、国货品牌高端化战略的推进，以及消费者对产品妆效与个性化追求的日益增强。

2.4.2 汽车领域：存量提升与效果需求共促市场扩容

在汽车制造领域，珠光颜料主要用于打造具有独特金属质感、深邃色彩层次及优异耐候性的高端汽车涂料，以满足消费者对汽车外观个性化与豪华感的追求。随着全球汽车产销量的稳步恢复与保有量的持续积累，特别是新能源汽车对差异化外观的重视，珠光颜料在该领域的应用频率与单车使用量均呈上升趋势。

根据弗若斯特沙利文的测算，全球汽车用珠光颜料市场规模有望从 2023 年的 16 亿元人民币快速增长至 2030 年的 45 亿元人民币，2023—2030 年间的年复合增长率 (CAGR) 预计将达到 16.4%。这一增速显著高于行业整体水平，表明汽车领域正成为珠光材料市场增长的重要加速器。

综合来看，高端化妆品与汽车两大应用领域不仅市场空间明确、增长迅速，且产品附加值高，将有效推动珠光材料行业的整体盈利水平与成长质量。向高价值应用领域的结构性升级，是行业未来发展最为明确的趋势与核心投资逻辑。

2.5 增长驱动力：产能释放与高端化协同，驱动量价齐升逻辑持续兑现

公司核心的珠光颜料业务展现出强劲的内生增长与外延整合能力。收入规模自 2018 年的 3.15 亿元快速跃升至 2024 年的 15.28 亿元，期间年复合增长率 (CAGR) 高达 30.1%。即便剔除 2023 年收购韩国 CQV 所带来的并表影响，以广西七色为主体的本部颜料业务在 2024 年收入亦达到 12.32 亿元，对应 2018 年以来的 CAGR 仍维持在 25.5% 的高位，凸显了其自身业务的扎实成长性。作为国内行业龙头，公司充分受益于市场扩容与结构升级，其珠光颜料业务已形成清晰的“量价齐升”发展轨迹。

2.5.1 量增：产能有序释放，保障销量持续攀升

公司珠光颜料销量从 2018 年的 0.85 万吨稳步增长至 2024 年的 2.54 万吨（含 CQV），CAGR 为 20.1%。分阶段看，2021 至 2023 年间，受限于广西一期产能利用率饱和，销量增速阶段性放缓。随着关键产能瓶颈的突破，二期项目规划产能 3 万吨，其中年产 1.5 万吨产线于 2024 年顺利投产并实现快速放量，带动公司当年销量同比大幅增长 36%，达到 2.54 万吨。其中，CQV 并表贡献销量约 0.17 万吨，其余增量主要来源于二期新产能的有效释放，标志着公司增长引擎已切换至新一轮产能扩张周期。

2.5.2 价升：产品结构高端化，驱动均价稳步上行

在销量扩张的同时，公司产品平均单价同步实现稳步提升，从 2018 年的 3.73 万元/吨增长至 2024 年的 6.02 万元/吨（含 CQV），价格带上移趋势明确。均价提升主要得益于两大核心因素：

- **外延并购带动：**收购的韩国 CQV 主打高端市场，其 2024 年平均销售单价高达约 17.5 万元/吨，显著拉高了集团整体均价。相比之下，公司国内本部同年销售单价约为 5.2 万元/吨。
- **内生结构优化：**公司本部产品结构持续向高端迭代。通过与 CQV 的研发、生产及客户协同，公司加速推进“国产替代”与高端化战略，在高毛利的消费级化妆品、汽车涂料等领域的销售占比不断提升。这种内生性的产品升级，是驱动均价持续、健康上行的根本动力。

公司通过“内生增长（产能投放+产品升级）”与“外延整合（并购高端品牌）”的双轮驱动，不仅实现了销售规模的快速扩张，更持续优化了盈利模型。量价齐升的态势，印证了其行业龙头地位的巩固与

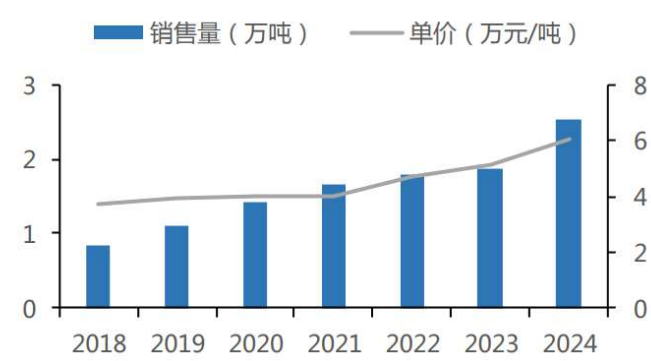
盈利能力的增强，为未来业绩的持续增长奠定了坚实基础。

图 15. 珠光颜料业务收入及增速

图 16. 珠光颜料业务销售量及单价



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

第三章 核心材料演进与产业格局：合成云母的技术突破与龙头优势

3.1 核心技术洞察：基材决定性能，云母基材引领主流发展

在珠光颜料的技术体系中，基材扮演着核心基础材料的角色。它作为包覆层的载体，其性质直接影响最终产品的光学特性与物理性能。基材选择范围广泛，既可采用天然云母、合成云母等无机材料，也可使用乙二醇硬脂酸酯等有机材料。从功能角度看，基材如同绘画的“画布”，主要决定颜料光泽的强度、质感和底色基调；而表面包覆的金属氧化物层则如同“颜料”，通过其化学组成、层数与厚度的精确控制，实现对最终呈现颜色的精细调控。

以云母为基材的珠光颜料（特别是云母钛珠光颜料）凭借其优异的综合性能与良好的经济性，已成为市场绝对主流产品。云母本身具备化学稳定性高、耐热性好、绝缘性强等固有优势，加之原料来源相对丰富、成本可控，使其成为理想的基础载体。值得注意的是，所使用云母薄片的质量是决定珠光颜料最终光学效果的关键变量。云母表面的光滑度、厚径比、粒径分布、透明度及白度等参数，均会直接影响光线的反射、折射与干涉行为，进而决定成品的光泽度、色彩纯度和视觉层次感。因此，对云母基材的精细化筛选与预处理能力，已成为珠光材料制造商的核心技术壁垒之一。

3.2 基材演进趋势：合成云母性能优势显著，有望引领高端应用渗透

3.2.1 天然云母：资源集中与多重限制共存的传统基材

云母材料按其来源可分为天然与合成两大类别。天然云母主要依赖矿产资源开采，其天然形成的纹理与色泽使其在部分装饰性及工业材料中有所应用。然而，全球天然云母的供应格局高度集中且面临日益严峻的挑战：

- 1) **供应高度集中**：根据粉体圈数据，印度占据全球天然云母产量的70%以上，尤其在优质白云母领域接近“全球垄断”地位。
- 2) **资源逐渐枯竭**：印度的高品位天然云母矿资源正逐步减少，长期供给稳定性面临考验。
- 3) **开采伦理与环境问题**：童工开采等伦理争议日益受到国际社会关注与限制，供应链的可持续性合规风险上升。
- 4) **性能存在局限**：天然云母在重金属含量、纯度、耐温性、电阻率等关键性能指标上存在天然缺陷，难以完全满足高端应用对材料一致性与可靠性的要求。

这些因素共同推动行业寻求更稳定、更可持续的替代方案，人工合成云母的规模化生产因此成为重要发展方向。

3.2.2 合成云母：性能优越、供应可靠的高端基材选择

人工合成云母是通过化工原料在特定工艺条件下合成制备的云母晶体，具备晶面完整、耐高温、高绝缘等特性，已广泛应用于珠光颜料基材、化妆品填料、耐高温涂料、绝缘材料及塑料增强等领域。与天然云母相比，其核心优势主要体现在：

- 1) **供应稳定可控**：生产过程不受矿产地理分布及地缘政治影响，环境足迹相对更小。随着天然资源日益稀缺，其长期成本优势预计将进一步显现。
- 2) **性能可定制且一致性好**：通过工艺调控可实现成分与结构的精确设计，产品批次间一致性高，在绝缘材料、航空航天、电子涂层、医疗等高新技术领域应用潜力更大。
- 3) **光学性能优异**：纯度高、透明度好，制成的珠光颜料金属光泽鲜明、色泽纯正、亮度与柔和感更佳，装饰效果显著提升。

以化妆品行业为例，随着消费者对产品安全性及妆效要求的提高，合

成云母因其纯净度高、杂质少、透明度好等优点，正逐步取代天然云母，成为中高端化妆品配方的优选基材。

表 2. 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	X
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	-

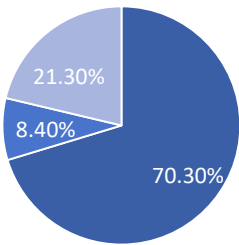
资料来源：公开资料整理

3.2.3 市场展望：合成云母基珠光材料渗透空间广阔

根据 Frost&Sullivan 的数据，2023 年全球珠光材料市场中，天然云母基材产品仍占据主导地位，市场份额约为 70.3%；合成云母基材产品占比为 8.4%；其他基材（如氧化铝、氧化硅等）占比 21.3%。基材作为珠光材料的核心原材料，其技术迭代直接影响行业的发展方向与竞争格局。合成云母凭借其显著的性能优势、可持续的供应体系以及不断优化的成本效益，预计未来在高端珠光材料领域的市场渗透率将稳步提升，逐步实现对天然云母的部分替代，并驱动整个行业向更高性能、更可持续的方向升级。

图 17. 合成云母基材市场占比（2023 年）

■ 天然云母基材珠光材料 ■ 合成云母基材珠光材料 ■ 其他基材珠光材料



资料来源：Frost&Sullivan

3.3 技术壁垒与龙头突破：合成云母产业升级，公司技术领先与产能扩张构筑长期护城河

3.3.1 行业现状：合成云母规模化生产仍面临多重瓶颈

当前，合成云母（主要为氟金云母）的产业化发展仍面临显著的技术与市场瓶颈，制约其大规模应用：

- 1) **材料安全性问题：**主流氟金云母产品因含有氟离子而存在一定的生物毒性风险，对人体健康及环境安全构成潜在影响。我国近 80% 的合成云母产能集中于氟金云母，毒性问题成为制约其在化妆品、食品接触材料等高敏感领域渗透的关键障碍。
- 2) **产业集中度低，研发能力薄弱：**行业内以中小企业为主，生产规模有限，资金实力不足。多数企业依赖外部技术转让，缺乏自有研发团队与持续创新能力，导致工艺迭代缓慢，产品竞争力不足。
- 3. **加工技术落后，高端应用缺位：**国内云母加工整体工艺与装备水平较为滞后，产品性能一致性差，难以满足高端领域要求。部分特种云母制品（如活门云母片、水位计云母片等）仍依赖进口天然云母，尚未实现合成云母的有效替代。

3.3.2 公司突破：技术引领行业，实现高性能合成云母自主可控

环球新材国际凭借持续研发投入与技术积累，已在合成云母领域建立起行业领先的技术优势：

- 1) **工艺与配方革新：**公司成功开发新型原料配方体系，并优化熔制与粉体加工工艺，显著提升了合成云母的结晶质量与批次稳定性。
- 2) **核心装备自主研发：**创新研制出耐高温、可重复利用的专用熔制炉体，在保障产品高品质的同时有效降低了单位生产成本，增强了规模化生产的经济性。
- 3) **产品性能达到高端标准：**通过原材料优选、配方精细化调控与生产过程参数严控，公司已能稳定生产高纯度、高洁净度的合成云母晶体。以其为基材制成的珠光颜料具备无毒、低重金属含量的特性，成为替代传统有机颜料与金属颜料的理想选择，尤其适合对安全性与妆效要求严苛的化妆品领域。

3.3.3 成长前景：产能有序扩张，有望打开第二增长曲线

公司在合成云母领域的布局正从技术领先走向产能释放，为中长期增

长提供坚实支撑：

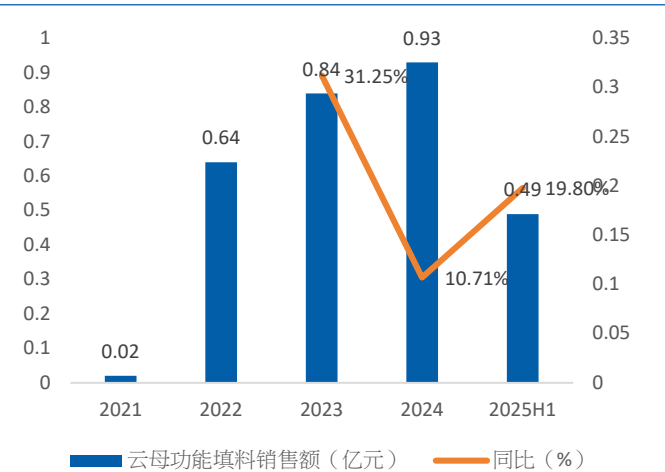
1) 产能布局与规划：公司合成云母产能主要位于广西一期生产基地，存量产能约 1.2 万吨。2024 年对外销量约 0.34 万吨，其余主要用于内部珠光颜料生产。公司已规划在浙江桐庐建设年产 10 万吨的合成云母生产基地，预计 2026 年上半年起逐步投产，将大幅提升高端原料自供能力。

2) 协同效应与成本优化：新增产能不仅能保障对韩国 CQV 及德国默克（SUSONITY）业务的高品质原料供应，强化产业链协同，更可通过规模效应进一步降低生产成本，提升整体盈利能力。

3) 业务成长性凸显：公司合成云母业务自 2022 年起快速放量，2022 年至 2025 年上半年，收入从 0.64 亿元增长至 0.49 亿元（半年），销量从 0.21 万吨增至 0.18 万吨（半年），产品单价稳定在 2.7-2.8 万元/吨区间。伴随桐庐基地产能落地，公司将同步推进产品结构高端化升级与核心生产技术迭代优化，聚焦高附加值的特种合成云母产品研发与量产，突破高端领域应用壁垒，未来产品单价有望实现稳步提升。在此背景下，合成云母业务有望从辅助支撑转向核心增长引擎，成为公司继珠光颜料后的第二成长曲线。

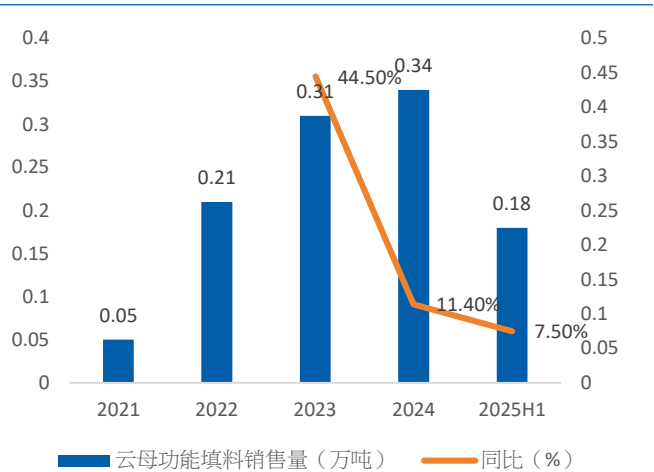
公司通过突破合成云母关键技术瓶颈、实现高性能产品量产，并规划大规模产能扩张，不仅巩固了其在高端珠光材料领域的供应链自主权，更打开了在特种材料市场的长期成长空间。技术领先与产能释放的双重优势，有望驱动公司持续提升行业地位与盈利天花板。

图 18. 云母功能填料销售额及增速



资料来源：公司公告

19. 云母功能填料销售量及增速



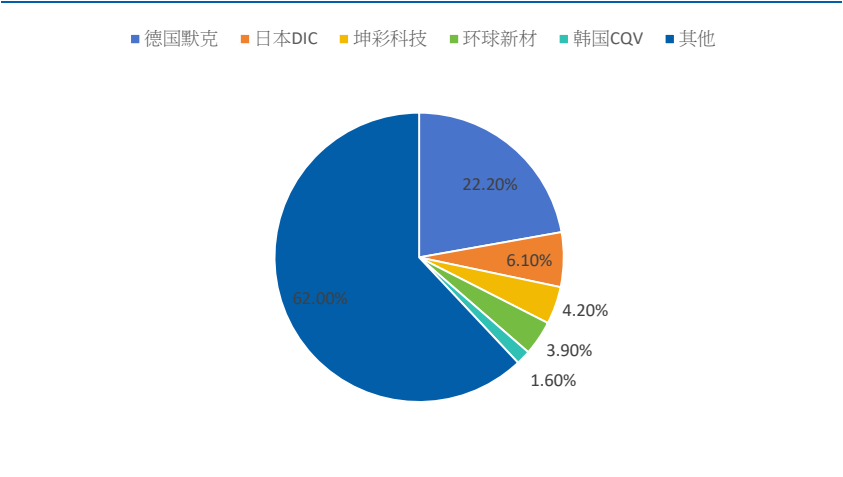
资料来源：公司公告

第四章 战略并购：成功整合全球行业前五，公司实现行业地位跃升与全球协同

根据买化塑研究院的统计，2023 年全球珠光颜料行业按收入排名前五的企业分别为德国默克（SUSONITY）、日本 DIC（收购巴斯夫业务后整合）、坤彩科技、环球新材国际以及韩国 CQV。为突破高端市场壁垒并快速提升全球竞争力，公司进行了一系列战略性并购。公司先于 2023 年成功收购韩国 CQV，后于 2025 年完成对全球龙头德国默克表面解决方案业务的收购。通过这两次关键并购，公司成功整合了全球市场排名前五中的两家领先企业（分别排名第一与第五），不仅使其收入规模和市场份额获得跨越式增长，更在技术、品牌与全球渠道等方面完成了战略卡位，一跃成为全球珠光颜料行业的领导者。

此举显著提升了全球珠光颜料行业的集中度，加速了中小产能出清与市场份额向头部企业集聚的进程，行业竞争格局得到优化。随着龙头地位的巩固，公司充分享受行业集中度提升带来的龙头红利，在议价能力、供应链管理、研发投入等方面的优势持续扩大。与此同时，高端市场的品牌壁垒进一步抬高，公司凭借整合后的技术专利矩阵、全球化品牌口碑与一站式解决方案能力，构筑起竞争对手难以逾越的护城河，持续领跑高端珠光颜料市场的发展。

图 20. 全球珠光颜料竞争格局



资料来源：金裕富证券研究部

4.1 收购 CQV：实现高端产品线补强与亚洲市场深度协同

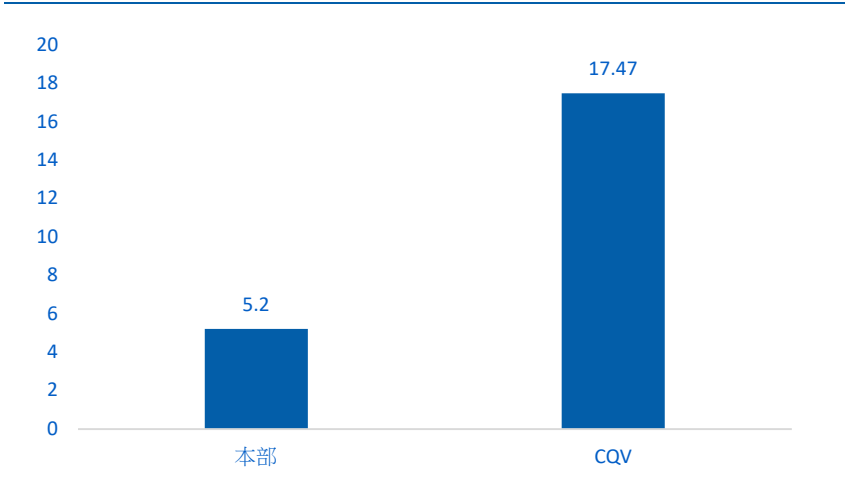
韩国 CQV 成立于 2000 年，是韩国领先的珠光材料生产商，尤其在工业级、化妆品级与汽车级等高端应用领域具备全球竞争力。公司于

2023 年 1 月以约 4.65 亿元人民币收购其 42.45%的股份,随后于 2025 年 7 月至 10 月期间完成增持,至 10 月 10 日持股比例已达 50.75%,取得绝对控股权。此项收购与公司中国业务主体形成了显著的协同效应:

市场与渠道互补: 公司凭借在中国市场的优势渠道网络,为 CQV 产品进入中国前五大汽车制造商及头部新能源车企提供关键支持,加速了 CQV 产品在中国汽车供应链及 BIPV 等新兴领域的渗透。同时,双方实现了差异化产品在各自优势区域的交叉销售。

高端产品矩阵融合: CQV 与七色珠光分别拥有 985 款与 1138 款产品。并购后,公司产品种类接近翻倍,并补充了氧化铝基材、铝银浆及彩色铝金属颜料等高端产品线。尤其氧化铝基材技术壁垒高,主要面向高速增长的汽车级市场。CQV 产品结构更为高端(以汽车/化妆品级为主,均价高达约 17.5 万元/吨),显著高于以工业级为主的七色珠光(均价约 5.2 万元/吨),并购有力推动了公司整体产品结构的升级与均价的提升。

图 21. CQV 和环球国际的颜料产品单价 (万元/吨)



资料来源:公司公告、CQV 公告

供应链与研发协同: 公司可为 CQV 供应高品质合成云母并协助其在中国进行原材料采购,以优化成本。公司二期产能也为 CQV 未来业务增长提供了可靠的产能保障。在研发上,CQV 在汽车与化妆品领域的技术积累与公司形成互补,共同提升了高端产品的研发效率。

表 3. 环球新材收购 CQV 协同效应明显

市场拓展	公司利用其在中国的领先地位，支持 CQV 在中国市场的发展，尤其是在汽车涂料和化妆品领域。 通过母公司的引荐，CQV 已接触中国前五大汽车制造商以及头部新能源造车新势力，CQV 的产品已陆续进入中国汽车制造商的供应链。 通过母公司的引荐，CQV 也与世界前三的光伏面板（BIPV）的制造商接触，并且陆续提供样品，进入测试阶段
供应链整合	通过整合公司和 CQV 的全球采购渠道，CQV 可从合成云母、TiCl ₄ 和 SnCl ₄ 等原材料采购中获益
产能保证	公司的二期珠光材料工厂将确保 CQV 未来的新增需求
交叉销售	公司和 CQV 构建相互完善的产品线，于 24 年末选定多种交叉销售产品

资料来源：公司公告

4.2 收购默克表面解决方案（SUSONITY）：跃居全球龙头，实现全维度战略升级

默克表面解决方案业务拥有超过 60 年的行业历史，服务于全球顶级豪车品牌与头部化妆品集团，是公认的全球高端珠光颜料龙头。公司于 2025 年 6 月以 6.65 亿欧元完成对该业务的 100% 收购（对应 2023 年经调整 EBIT 约 11.08 倍），并于同年 7 月完成交割。此项收购预计将为公司带来更深远的战略价值与协同效应：

供应链重构与成本优化：默克业务长期依赖印度天然云母，面临资源枯竭与成本压力，这也是其毛利率较低的原因之一。公司拥有合成云母核心技术及产能，有望以高性能、低成本且供应稳定的合成云母替代天然云母，从根本上强化默克供应链并显著降低其生产成本。此外，中国在土地、能源及劳动力等方面的综合成本优势，也为默克业务的全球制造布局优化提供了可能。

产品结构与盈利能力再升级：参考收购 CQV 的成功经验，默克业务同样定位于高附加值的汽车级与化妆品级市场。其并入将再次驱动公司整体产品结构向高端跃升，带动平均单价与盈利能力的系统性上行。

全球竞争力与成长空间全面打开：通过整合默克的顶级品牌、尖端技术、高端客户群与全球渠道网络，公司不仅巩固了全球行业领导地位，更获得了进入全球最顶尖供应链体系的通行证。这为公司未来的技术迭代、市场拓展与长期成长打开了前所未有的空间。

通过上述战略性并购，公司不仅实现了规模和市场份额的跨越，更完成了从区域性领先企业向具备全球资源整合能力、高端产品全覆盖、以及强大供应链掌控力的行业巨头的转型。两次并购所带来的市场、产品、供应链及研发等多维度协同效应将持续释放，为公司的长期成

长与盈利能力提升提供强劲动力。

第五章 盈利预测与投资分析

环球新材国际作为珠光材料行业龙头，2025 年完成收购德国默克相关业务后，全球化布局和产能扩张将推动业绩增长，下面结合行业趋势做盈利预测：

	2025E	2026E	2027E
营收（亿元）	36.5	65.0	82.0
营收增速	123.0%	78.1%	26.2%
净利润（亿元）	3.85	7.25	10.5
净利润增速	59.1%	88.3%	44.8%
EPS（港元，汇率按 1 人民币≈1.09 港元换算）	0.34	0.64	0.93
PE（倍）	28.79	15.30	10.53

麦加芯彩、七彩化学、百合花三家公司与环球新材国际虽细分领域略有差异，但均属于精细化工材料赛道，业务模式、下游应用场景高度重合，因此其估值水平具备参考可比性，作为环球新材国际的可比公司。

可比公司	收盘价 （元/股）	归母净利润（百万元）				PE			
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
麦加芯彩	45.26	211	249	307	374	23	20	16	13
七彩化学	12.96	125	108	164	225	42	49	32	23
百合花	16.30	176	208	258	362	39	33	26	19
平均						35	34	25	18

*补充说明：上述盈利预测及 PE 数据均基于 Wind 一致预期，截止 12 月 9 日收盘价测算，若后续股价或公司盈利预测调整，PE 数值会相应变动；

环球新材 2025 - 2027 年预测 PE 分别为 28.79、15.30、10.53 倍，低于可比公司 34、25、18 倍的行业平均 PE，整体处于行业估值低位，后续随着并购协同效应和产能释放，估值有望进一步修复。予以“买入”评级。

第六章 风险提示

整合不及预期风险：跨国、跨文化的业务整合复杂度高，若销售、研发、供应链协同进度慢于预期，将影响盈利释放节奏。

财务与资本开支压力：大规模并购导致资产负债率上升及较高的财务费用，后续需关注公司现金流状况和再融资计划。

市场与宏观风险：下游汽车、化妆品等行业景气度若出现周期性下滑，可能影响需求；主要原材料价格剧烈波动也可能侵蚀利润。

免责声明

股票研究报告的风险声明（免责声明）旨在告知投资者市场有价波动、损失风险，并非投资建议，强调投资者应自行判断风险、了解产品，因过往业绩不代表未来表现，且高风险产品如衍生品、创业板股等可能带来远超本金的损失，需评估自身财务状况。主要包含一般投资风险（价格波动、损失）、产品特定风险（期货、期权、创业板）、电子交易风险（系统故障）、保证金买卖风险（可能超额损失）等，提醒投资者仔细阅读并寻求独立意见。
