

英科再生 (688087)

2022 年报点评：收入平稳增长，纵横拓展积极推进

买入（维持）

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书：S0600522090002
zhaomn@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,056	2,658	3,326	4,082
同比	3%	29%	25%	23%
归属母公司净利润（百万元）	231	299	376	457
同比	-4%	30%	26%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.71	2.22	2.79	3.40
P/E（现价&最新股本摊薄）	21.15	16.32	12.99	10.67

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件**：2022 年公司实现营业收入 20.56 亿元，同比增长 3.32%；归母净利润 2.31 亿元，同比下降 3.76%；扣非归母净利润 2.18 亿元，同比下降 2.89%，低于此前预期。
- **塑料制品收入贡献超 75%，研发赋能构建多元产品矩阵**。2022 年公司加强新产品开发、新渠道营销力度，保持营业收入的相对稳定。受原材料成本上涨的影响，毛利率同降 3.27pct 至 26.70%。分业务来看，1) **塑料制品**：收入贡献超 75%，其中①**成品框**收入 10.28 亿元，同减 8.27%，毛利率 32.70%，同升 1.00pct，成品框产量 35,569 千片，同下 11.66%，销售量 46,010 千片，同降 8.60%；②**线条**收入 5.25 亿元，同增 13.62%，其中建材同比大幅增长超过 50%，线条毛利率 26.74%，同减 6.17pct，PS 框条产量 13.26 万千米，同比下降 8.21%，销售量 9.03 万千米，同比提升 0.86%。2) **粒子**：收入增长 3.97%至 3.62 亿元，毛利率 11.94%，同减 7.47pct。2022 年 PS 粒子产量 5.97 万吨，同比下降 3.56%，销售量 5.44 万吨，同比提升 1.01%。3) **PET 产品**：实现营收 0.80 亿元，毛利率 0.90%。2022 年公司 PET 产品产量 0.80 万吨，销售量 1.27 万吨。4) **环保设备**：收入同增 45.48%至 0.41 亿元，2022 年公司环保设备产量 118 台，同比增长 9.26%，销量 122 台，同比增长 15.09%。
- **海外项目布局顺利投产，筑牢 PS、PET 优质赛道**。公司已建项目最新进度：1) **马来西亚 5 万吨/年 PET 项目**：3 条 PET 产品线顺利投产，独立自主掌握食品级再生 PET 关键生产技术；2) **越南英科 PS 深加工项目**：自 2022 年 6 月份投产以来，加快产能释放以及欧美大客户验厂进度，2022 年末产能利用率已爬坡至约 60%，实现营收 2,778 万元。海外项目投产助力公司拓展新产品市场，抢占先发优势，进一步扩大盈利规模。
- **纵横拓展扩充品类，已取得 FDA、EFSA、GRS 等资质**。公司计划在 PS/PET 优势领域的基础上纵向拓展 PE、PP、HDPE 等多品种塑料循环利用领域，横向拓展到多材质资源再生领域。公司已经取得全球回收标准（GRS）、美国食品和药物管理局（FDA）、欧洲食品安全局（EFSA）等资质认证，品类扩充与资质的逐步落地，有助于公司丰富产品种类，实现来料协同，完善再生塑料领域的布局，打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级**：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，考虑到新冠疫情反复，宏观环境波动较大，原材料价格上涨等影响，我们将公司 2023-2024 年归母净利润 3.79/4.62 亿元下调至 2.99/3.76 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.57 亿元，对应 PE 为 16/13/11 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目投产进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.25
一年最低/最高价	33.43/69.85
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	2,590.42
总市值(百万元)	4,880.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.43
资产负债率(% ,LF)	28.87
总股本(百万股)	134.63
流通 A 股(百万股)	71.46

相关研究

《英科再生(688087)：2022 年一季报点评：业绩稳健增长，封闭生产疫情可控》

2022-04-28

《英科再生(688087)：扣非高增 79%，量价齐升盈利增强》

2022-04-15

事件：2022 年公司实现营业收入 20.56 亿元，同比增长 3.32%；归母净利润 2.31 亿元，同比下降 3.76%；扣非归母净利润 2.18 亿元，同比下降 2.89%；剔除股份支付费用影响后，归属于母公司所有者的净利润为 2.39 亿元，同比微降 0.31%，低于此前预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

1. 塑料制品贡献超 75%，研发赋能构建多元产品矩阵

塑料制品收入贡献超 75%，构建多元产品矩阵。2022 年公司实现营业收入同增 3.32% 至 20.56 亿，主要系公司加强新产品开发、新渠道营销力度，保持营业收入的相对稳定。受原材料成本上涨的影响，毛利率同比下降 3.27pct 至 26.70%。分业务来看：

1) 塑料制品：收入贡献超 75%，其中①成品框收入 10.28 亿元，同减 8.27%，毛利率 32.70%，同升 1.00pct，成品框产量 35,569 千片，同比下降 11.66%，销售量 46,010 千片，同比下降 8.60%；②线条收入 5.25 亿元，同增 13.62%，其中建材同比大幅增长超过 50%，尤其在 3D 格栅板、压花墙板等细分产品，市场份额增速显著。线条毛利率 26.74%，同减 6.17pct。PS 框条产量 13.26 万千米，同比下降 8.21%，销售量 9.03 万千米，同比提升 0.86%。塑料制品一直以来均为公司主要的收入来源，公司持续加强新产品开发，推动 PS 装饰线条、建材线条及镜框、相框、画框新产品工艺创新，横向拓展 MDF、PVC、PE、铝合金、铁艺等多材质产品，多品种、高频次的产品线更好地为客户和市场提供多元化的整体解决方案。

2) 粒子：收入增长 3.97%至 3.62 亿元，毛利率 11.94%，同减 7.47pct，受益于大宗商品的涨价，公司可依据大宗商品波动周期进行自调节，提升粒子的盈利规模。2022 年 PS 粒子产量 5.97 万吨，同比下降 3.56%，销售量 5.44 万吨，同比提升 1.01%。

3) PET 产品：实现营收 0.80 亿元，毛利率 0.90%。2022 年公司 PET 产品产量 0.80 万吨，销售量 1.27 万吨。

4) 环保设备：收入同增 45.48%至 0.41 亿元，2022 年公司环保设备产量 118 台，同比增长 9.26%，销量 122 台，同比增长 15.09%。

汇兑损益使财务费用率下降，带动期间费用率同降 3pct 至 13.70%。2022 年公司期间费用同比减少 15.25%至 2.82 亿元，期间费用率下降 3.00pct 至 13.70%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 4.34%、增加 24.73%、减少 6.16%、减少 560.81% 至 1.06 亿元、1.5 亿元、0.91 亿元、-0.65 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.05pct、上升 1.25pct、下降 0.45pct、下降 3.86pct 至 5.15%、7.29%、4.41%、-3.15%。其中管理费用增加主要系股份支付费用及业务规模增长带动的薪酬、折旧等增加所致，财务费用变动主要系汇率波动导致的汇兑损益所致。

经营性现金流净额同减 45.56%至 1.53 亿元。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 1.53 亿元，同比减少 45.56%，主要系报告期内原材料成本上涨、公司购买商品支付的现金增加所致；2) 投资活动现金流净额-4.18 亿元，上年同期为-3.93 亿元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致；3) 筹资活动现金流净额 3.91 亿元，同比减少 37.19%，主要系上年同期首次公开发行募集资金到位，报告期内主要筹资来源为银行融资所致。

资产负债率同增加 12.06pct，营运效率略放缓。2022 年公司资产负债率为 28.87%，同比上升 12.06pct。2022 年公司应收账款同比增长 12.39%至 2.31 亿元，应收账款周转天数同比减少 1.02 天至 38.21 天；存货同比增长 25.54%至 3.23 亿元，存货周转天数同比增加 9.27 天至 69.23 天；应付账款同比增长 26.61%至 2.12 亿元，应付账款周转天数同比增加 2.48 天至 45.22 天，使净营业周期同比增加 5.77 天至 62.21 天。

2. 海外项目顺利投产，开辟增长新曲线

项目有序建设，5 万吨 PET 及 PS 深加工项目顺利投产。海外布局的马来西亚 PET 及越南深加工项目投产运营，实现 PET 市场拓展及后端深加工产能释放。1) **马来西亚 5 万吨/年 PET 项目**：2022 年公司成功投产“5 万吨/年 PET 回收再生项目”中 r-PET 食品级再生粒子生产设备，关于 PET 高质化再生利用三大产品系列：SSP（固相增粘）食品级粒子、r-PET 片材及高端纤维级粒子已全部形成，公司成为全球为数不多独立自主掌握食品级再生 PET 关键生产技术的厂商。2022 年公司销售 PET 相关产品，实现营业收入 7,961 万元；2) **越南英科 PS 深加工项目**：年产 227 万箱塑料装饰框及线材项目自 2022 年 6 月份基地竣工投产以来，加快产能释放以及欧美大客户验厂进度，2022 年末产能利用率已爬坡至约 60%，市场销售情况良好，实现营业收入 2,778 万元。

纵横拓展扩充品类，已取得 FDA、EFSA、GRS 等资质。公司生产的高品质再生 PET 粒子已经取得了美国食品和药物管理局（FDA）、欧洲食品安全局（EFSA）、全球回收标准（GRS）、清真 HALAL、海洋 OceanCycle 等认证。公司计划在 PS/PET 优势领域的基础上纵向拓展 PE、PP、HDPE 等多品种塑料循环利用领域，**横向拓展到 MDF、PVC、铝合金等多材质资源再生领域。**品类扩充与资质的逐步落地，有助于公司丰富产品种类，完善再生塑料领域的布局，扩大经营范围，提升规模效应和盈利能力，打开长期成长空间。

3. 全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海

废塑料回收率仅 35%，限塑令&碳中和打开废塑料资源化蓝海市场。1) **限塑令下循环利用成产业趋势，全球废塑料回收率约 35%，提升空间大。**2022 年第五次联合国环境大会通过《终止塑料污染治理全球协议》，法国、英国、美国等多个国家也已经形成

国家塑料公约并达成区域协议，要求增加塑料包装中的再生塑料成分。2019 年全球塑料总产量 3.68 亿吨，同增 2.51%，中国塑料制品产量占全球 20%。全球废塑料回收率约 35%，多国要求 2030 年回收率达 55%。2021 年我国塑料回收量 1900 万吨，距 2020 年回收同比增长 19%。**2) 禁废令驱动全球供应链改革。**2017 年前全球废料出口至中国占比 45%，禁废令颁布后 2018 年度塑料进口量下跌 99%至 5 万吨，马来西亚、泰国、越南成为继中国之后三大废塑料进口国。**3) 再生塑料较原生塑料减碳 30%~80%，双碳目标下发展空间广阔。**

再生 PET 最低含量标准保障刚性需求，高端再生 PET 高壁垒缺口较大。美国加州规定 2022 年起 PET 瓶中再生塑料含量 15%，欧盟明确到 2025 年 PET 容器中再生塑料比例不少于 25%，2030 年不少于 30%，各大企业自愿做出承诺。**中国是全球 PET 最大的产销国，PET 回收再利用空间大。**2018 年我国 PET 产量合计 4542 万吨，占全球总产量的 57%；消费量合计 4268 万吨，占全球消费量的 53%。我国再生 PET 具有**低端过剩 高端供不应求**的特点，主要由于再生 PET 生产加工商企业规模整体较小，2016 年再生 PET 产能在 1 万吨以上的企业约占行业总数的 5%。同时 PET 瓶需要较高水平洁净度，对于技术要求较高，境内大部分企业还没有从“瓶到瓶”平级回收制造利用等技术，高端再生 PET 行业壁垒较高。

公司全产业链联动&境内外布局，技术优势降本增效,新增产能投产&利用率提升空间可期。**1) 回收端：**公司自行研发的 PS 泡沫减容机应用覆盖全球超过 80 个国家；销售网点覆盖全球 1000 余家，境内外塑料回收采购均价差约 1000-2600 元/吨，成本优势约 20%~60%。自研回收设备将塑料体积缩至 1/50 或 1/90，有效降低回收成本提升效率，借助回收设备出售协同建立回收渠道。**2) 再生端：**2022 年公司具备约 10 万吨/年再生 PS 产能，已投产 5 万吨/年以及在建 10 万吨/年再生 PET 产能。再生 PS 粒子纯净度达 99%可替代部分新材料应用，高品质再生 PET 已取得 FDA、EFSA、GRS 等认证。**3) 利用端：**主要应用建筑材料，框类产品等。下游塑料制品为定制化产品，利润率较再生粒子翻倍至 30%以上，产品附加值提升，再生粒子单位产出及自用比持续提升凸显技术优势。

盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，考虑到宏观环境波动较大，原材料价格上涨等影响，我们将公司 2023-2024 年归母净利润 3.79/ 4.62 亿元下调至 2.99/3.76 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.57 亿元，对应 PE 为 16/13/11 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

英科再生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,488	1,595	1,798	2,048	营业总收入	2,056	2,658	3,326	4,082
货币资金及交易性金融资产	788	790	754	718	营业成本(含金融类)	1,507	1,940	2,421	2,985
经营性应收款项	339	354	479	634	税金及附加	15	19	23	27
存货	323	356	444	548	销售费用	106	120	150	176
合同资产	0	0	0	0	管理费用	150	167	206	250
其他流动资产	38	95	120	149	研发费用	91	106	133	163
非流动资产	1,433	1,705	2,027	2,400	财务费用	-65	-8	-4	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	16	18	24
固定资产及使用权资产	778	900	1,057	1,247	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	293	443	603	773	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	103	103	108	121	减值损失	-12	0	0	0
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	248	330	415	505
其他非流动资产	257	257	257	257	营业外净收支	8	3	3	3
资产总计	2,921	3,300	3,825	4,448	利润总额	256	332	417	508
流动负债	738	788	903	1,034	减:所得税	25	33	42	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	390	410	430	450	净利润	231	299	376	457
经营性应付款项	212	234	292	360	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	33	58	73	90	归属母公司净利润	231	299	376	457
其他流动负债	104	86	109	135	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.71	2.22	2.79	3.40
非流动负债	105	135	170	205	EBIT	185	306	392	481
长期借款	58	88	123	158	EBITDA	269	394	500	603
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.70	27.01	27.19	26.87
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	11.22	11.25	11.30	11.20
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	3.32	29.28	25.11	22.73
负债合计	843	923	1,073	1,239	归母净利润增长率(%)	-3.76	29.57	25.66	21.67
归属母公司股东权益	2,077	2,376	2,752	3,209					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,077	2,376	2,752	3,209					
负债和股东权益	2,921	3,300	3,825	4,448					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	153	336	368	434	每股净资产(元)	15.43	17.65	20.44	23.84
投资活动现金流	-418	-408	-468	-523	最新发行在外股份(百万股)	135	135	135	135
筹资活动现金流	391	23	25	22	ROIC(%)	7.53	10.19	11.42	12.15
现金净增加额	198	-49	-75	-67	ROE-摊薄(%)	11.11	12.58	13.65	14.25
折旧和摊销	83	88	108	122	资产负债率(%)	28.87	27.98	28.06	27.85
资本开支	-513	-358	-428	-493	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.15	16.32	12.99	10.67
营运资本变动	-131	-1	-141	-173	P/B(现价)	2.35	2.05	1.77	1.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>