

英科再生(688087)

报告日期: 2025 年 11 月 12 日

## 再生塑料一体化龙头，质地扎实、稳健成长

### ——英科再生深度报告

#### 投资要点

全球塑料产业向再生转型，家居用品绿色升级，公司依托全产业链布局、全球渠道深耕及海外产能布局优势，同时受益于欧美地产链景气，成品框业务保持稳健成长、装饰建材业务增长更优。此外，在手现金充足，资产质地夯实。

#### □ 公司概况：深耕再生塑料产业的一体化龙头

公司专注于再生塑料回收、再生粒子制备与下游产品加工，业务覆盖再生塑料成品框、绿色装饰建材等领域。公司在山东、上海、安徽、越南等地布局全球产能，25Q1-3 收入 25.83 亿元（同比+15.8%），毛利率 25.0%，归母净利率 8.8%；盈利能力稳步改善，得益于下游高附加值成品框、装饰建材等板块收入占比提升及高盈利越南产能逐步爬坡。

#### □ 再生塑料与绿色建材行业：英科再生“塑”业专攻绿色建材

**特征 1：全球政策和市场推动塑料产业转型。**塑料回收再利用体系逐步成熟，再生塑料正加速替代原生塑料，国内龙头企业迎来全球化布局与渗透率提升机会。

**特征 2：装饰建材领域作为再生塑料重要下游，需求端稳定增长。**绿色建材具备轻质、环保、施工便捷等优势，在家居、工程、户外等多场景的替代趋势明显。随着企业不断推进多材质组合创新与应用拓展，绿色建材有望成为新一轮行业增长点。

#### □ 竞争力分析：全产业链，产品创新，全球协同，渠道深耕

**全产业链：再生塑料材料与终端制品并举，客户绑定深入。**公司拥有完整的一体化再生塑料产业链，主打 r-PET 和 r-PS 环保材料，配套下游布局相框、镜框、画框、装饰建材等多元产品线。近年来，公司持续推进多材质开发与应用创新，加大研发“高附加值材料+终端场景化制品”的产品组合，满足家居多样化绿色需求。

**全球协同：推进“中国产能+东南亚基地”双轮驱动战略。**越南二期、三期产能逐步释放，提升全球交付能力。马来西亚工厂生产体系引入欧洲高端分选与造粒设备，r-PS 颗粒纯度达 99%，r-PET 生产线通过 FDA 食品级认证，广泛适配食品、饮料等高标准场景。多基地配备质检实验室，构筑全球化产能与品质优势。

**渠道深耕：海外客户资源广泛，全球交付能力领先。**公司产品远销全球 130 余个国家和地区，欧美收入占比较高，25H1 海外收入增速 27.8%，展现出较强的经营韧性。下游客户包括国际龙头企业，客户稳定度与粘性高。依托长期深入布局的海外渠道与客户关系，公司有望实现品类、客户与区域的持续拓展。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司收入 33.6/38.7/44.9 亿元，同比 +14.8%/+15.3%/+16.2%；归母净利润 3.0/3.6/4.3 亿元，同比 -2.9%/+19.7%/+21.6%，对应 PE 分别为 20/17/14X。截至 25Q3 末公司在手类现金资产约 41.64 亿元，经营健康、安全垫充足。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

市场需求波动；产能拓展不及预期；海外关税加剧；汇率大幅波动风险。

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

研究助理：曹馨茗

caoxinming@stocke.com.cn

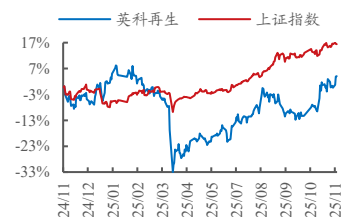
#### 基本数据

收盘价 ¥ 30.90

总市值(百万元) 5,996.29

总股本(百万股) 194.05

#### 股票走势图



## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2923.74	3355.96	3869.30	4494.48
(+/-) (%)	19.09%	14.78%	15.30%	16.16%
归母净利润	307.32	298.44	357.11	434.07
(+/-) (%)	57.07%	-2.89%	19.66%	21.55%
每股收益(元)	1.58	1.54	1.84	2.24
P/E	19.51	20.09	16.79	13.81

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司概况：全球领先的再生塑料全产业链企业 .....</b>	<b>6</b>
1.1 公司概况：深耕再生塑料产业一体化 .....	6
1.2 财务数据：利用事业部系创收核心，欧美为增长主力 .....	7
1.3 股权结构：持股稳定，管理层经验丰富 .....	8
<b>2 再生塑料行业：再生塑料加速渗透，家居建材绿色转型 .....</b>	<b>9</b>
2.1 整体-塑料产业：再生渗透率仍低，加速转型 .....	10
2.2 中游-回收：回收体系加速构建 .....	12
2.3 下游-家居建材：市场规模稳定增长，绿色建材加速转型 .....	15
<b>3 竞争力分析：一体化布局，全球渠道&amp;客户优势领先 .....</b>	<b>18</b>
3.1 产品端：全链路构建产品矩阵 .....	18
3.2 生产端：产能全球布局，产品优势突出 .....	21
3.3 渠道端：营销全球化，服务一体化 .....	23
3.4 公司治理：重视创新研发和人才培育，精细化管理打造国际企业 .....	24
<b>4 盈利预测与估值 .....</b>	<b>26</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 英科再生塑料全产业链	6
图 2: 英科再生公司发展历史	6
图 3: 英科再生三大事业部及品牌	7
图 4: 英科再生核心财务数据一览(百万元)	8
图 5: 英科再生收入按业务拆分(百万元)	8
图 6: 英科再生收入按区域拆分	8
图 7: 英科再生股权结构	9
图 8: 英科再生高管团队简介	9
图 9: 废塑料资源综合利用产业链	10
图 10: 塑料产业循环图	10
图 11: 全球塑料市场规模及再生塑料渗透率(亿美元)	10
图 12: 2022 全球塑料产量占比, 分地区	11
图 13: 2022 全球塑料产量占比, 分材料类型	11
图 14: 全球塑料消费量占比, 分地区	11
图 15: 全球塑料消费量占比, 分应用	11
图 16: 主要经济体相关政策与规划	12
图 17: 全球塑料废弃物回收率, 分地区	12
图 18: 再生塑料三大主要回收来源	13
图 19: 全球主要再生塑料市场规模预测(十亿美元)	13
图 20: 2024-2030 年全球主要再生塑料市场增速预测	13
图 21: r-PET 粒子(再生聚对苯二甲酸乙二醇酯)	14
图 22: r-PS 粒子(再生聚苯乙烯)	14
图 23: r-PE 粒子(再生聚乙烯)	14
图 24: r-PP 粒子(再生聚丙烯)	14
图 25: 2023 年 r-PET 塑料分应用占比	14
图 26: 2022 年 PS 塑料分应用占比	14
图 27: 再生塑料回收行业头部玩家	15
图 28: 全球建筑板材市场规模, 分板材类型(十亿美元)	15
图 29: 全球建筑板材市场, 分安装类型(十亿美元)	15
图 30: 2024-2032 年全球地板市场规模(亿美元)	16
图 31: 2021-2028 年全球墙面装饰市场规模(亿美元)	16
图 32: 全球环保建筑板材市场规模(十亿美元)	16
图 33: 全球环保建筑板材市场, 分应用场景	16
图 34: 中国绿色建筑标识	17
图 35: LEED 绿色建筑标识	17
图 36: 2023 年全球塑料建筑材料贸易分布图	17
图 37: 2023 年全球塑料家居品贸易分布图	17
图 38: 美国三框进口金额及中国供应份额(亿美元)	18
图 39: 美国三框从越南进口金额(亿美元)	18
图 40: 英科再生“回收—再生—利用”布局	18
图 41: 英科再生环保回收设备	19
图 42: 英科再生 R-PS 塑料粒子及其特性	19

图 43: 英科再生 R-PET 塑料粒子及其特性 .....	19
图 44: 英科再生 R-PS 产业链产品线 .....	20
图 45: 英科再生 R-PET 产业链产品线 .....	20
图 46: 英科再生 r-PS 产品优势 .....	20
图 47: 英科再生相框、画框和镜框 .....	21
图 48: 再生 PS 装饰建材 .....	21
图 49: 再生 PET 片材食品级制品 .....	21
图 50: 再生 PE 木塑制品 .....	21
图 51: 马来西亚英科再生 .....	21
图 52: 越南英科再生 .....	21
图 53: 马来西亚、越南英科营收及增速 (百万元) .....	22
图 54: 英科再生高端粒子检测实验室 .....	23
图 55: 英科再生全球营销网络 .....	23
图 56: 英科再生国内外收入增速 .....	24
图 57: 英科再生成品框、装饰建材收入增速 .....	24
图 58: 公司家居装饰一站式体验馆(室内) .....	24
图 59: 公司家居装饰一站式体验馆(室内) .....	24
图 60: 研发人员 (个) .....	25
图 61: 2025H1 末在研项目总预计研发金额占比 .....	25
图 62: 英科再生 2025 年股权激励考核目标 .....	25
图 63: 英科再生信息化管理体系 .....	26
图 64: 英科再生国际认证 .....	26
图 65: 英科再生盈利预测, 分产品 .....	27
图 66: 英科再生盈利预测 (百万元) .....	27
图 67: 可比公司估值 .....	27
表附录: 三大报表预测值 .....	29

## 1 公司概况：全球领先的再生塑料全产业链企业

### 1.1 公司概况：深耕再生塑料产业一体化

**全球领先的再生塑料全产业链企业。**英科再生总部位于中国淄博，是全球少数能够覆盖“回收—再生—利用”全链条的再生塑料龙头。公司深耕可再生 PS、PET 两大赛道，以三大事业部为支撑，依托减容、造粒、微发泡共挤等核心工艺，既在上游原料端具备规模优势，也在下游消费端构建出差异化产品矩阵，产品销往全球 130 余个国家和地区，每年回收利用塑料约 15 万吨，帮助全球减少碳排放超过 30 万吨。

图1：英科再生塑料全产业链



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**发展历史：**2002 年公司在上海建立首个生产基地，切入画相框线条业务；2005 年山东基地投产；2009 年上海基地扩建，延伸至建材装饰线条；2010 年六安、镇江基地成立，分别布局画相框装饰线条与 GREENMAX 塑料回收设备；2015 年设立国内营销中心，完善渠道网络；2017 年“禁废令”颁布，海外布局开启，马来西亚一、二期相继投产（年产 10 万吨高纯度再生 PS 粒子及 PET 食品级颗粒）；2021 年上市，山东与六安基地扩建；2022 年越南清化基地一期投产（2024 年实现满产满销），25Q2 越南二期正式投产，25H2 加速推进越南三期项目建设，海外产能加速释放。

图2：英科再生公司发展历史



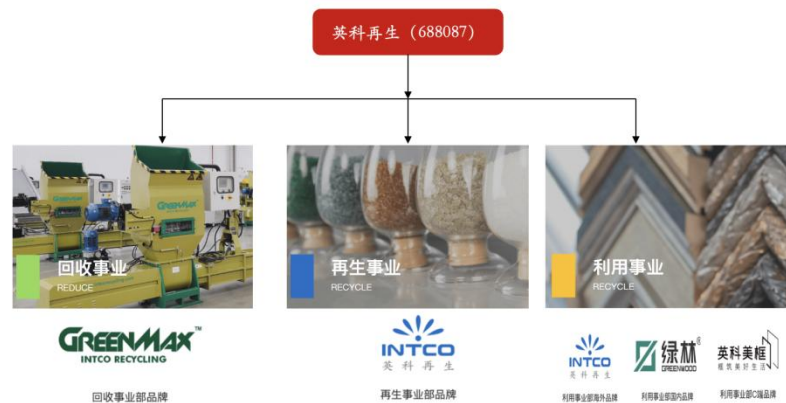
资料来源：公司官网，浙商证券研究所



组织架构：设有回收事业部、再生事业部和利用事业部。

- 回收事业部：自主研发环保设备，涵盖泡沫减容机、压缩机、清洗分选等，可将废弃 PS 泡沫塑料体积压缩至原来的 1/90，显著降低运输和处理成本，目前已在全球 80 多个国家投放 1000 余个回收点。
- 再生事业部：专注 r-PS、r-PET、r-PE 等多种再生塑料颗粒生产，产品覆盖食品级、纤维级和建材级，应用于饮料瓶、包装盒、纺织、汽车、电子等行业，并已通过 FDA、EFSA 等国际食品级认证。
- 利用事业部：面向终端消费市场，产品包括相框、画框、镜框及装饰建材，既满足家居消费的审美与功能需求，也体现了塑料循环利用的价值延伸。

图3：英科再生三大事业部及品牌



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 1.2 财务数据：利用事业部系创收核心，欧美为增长主力

收入&利润稳健增长，盈利能力稳步回升。2024 年公司收入 29.24 亿元（2021-2024 年收入 CAGR 为 13.7%），25 年 Q1-Q3 收入 25.83 亿元（同比+15.8%）。受原材料上涨、新基地折旧摊销、再生粒子产品盈利承压等影响，整体毛利率 2021-2024 年有所波动，随着再生塑料下游高附加值业务占比逐步提升，毛利率有望稳中有升。2024 年归母净利润 3.07 亿元（2021-2024 年 CAGR 为 8.6%），25 年 Q1-Q3 归母净利润 2.26 亿元（同比+16.3%），受益于海外产能爬坡和下游高附加值产品收入占比提升，利润水平稳步提升。

图4：英科再生核心财务数据一览（百万元）

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
营业总收入	1,990.05	2,056.06	2,455.08	2,923.74	2,583.10
YOY	17.1%	3.3%	19.4%	19.1%	15.8%
归母净利润	239.78	230.77	195.65	307.32	226.27
YOY	10.4%	-3.8%	-15.2%	57.1%	16.3%
扣非归母净利润	224.26	217.77	190.21	269.21	153.86
YOY	79.1%	-2.9%	-12.7%	41.5%	-17.4%
毛利率	30.0%	26.7%	25.7%	24.8%	25.0%
期间费用率	16.7%	13.7%	15.7%	13.8%	17.7%
其中：销售费用	101.57	105.98	125.99	128.56	116.01
销售费用率	5.1%	5.2%	5.1%	4.4%	4.5%
其中：管理费用	120.09	149.80	185.91	213.06	184.51
管理费用率	6.0%	7.3%	7.6%	7.3%	7.1%
其中：财务费用	14.06	-64.79	-30.61	-60.55	65.56
财务费用率	0.7%	-3.2%	-1.2%	-2.1%	2.5%
其中：研发费用	96.68	90.72	105.02	122.66	92.09
研发费用率	4.9%	4.4%	4.3%	4.2%	3.6%
归母净利率	12.0%	11.2%	8.0%	10.5%	8.8%
ROE	13.0%	11.1%	8.7%	12.1%	8.3%
YOY(+)	2.4%	3.8%	3.3%	5.6%	4.2%
资产负债率	16.8%	28.9%	44.3%	54.0%	61.0%
YOY(+)	-8.2%	4.1%	4.4%	1.2%	10.3%

资料来源：公司年报，choice，浙商证券研究所

图5：英科再生收入按业务拆分（百万元）

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025H1
环保塑料成品框	1028.09	1055.04	1312.14	679.68
yoy	-8.3%	2.6%	24.4%	11.0%
占主营收入比	50.1%	43.0%	44.9%	40.8%
毛利率	32.7%	34.1%	29.2%	28.2%
装饰建材	525.24	696.26	915.91	620.99
yoy	13.6%	32.6%	31.5%	38.4%
占主营收入比	25.6%	28.4%	31.4%	37.3%
毛利率	26.7%	30.5%	30.5%	31.4%
再生塑料	441.82	652.63	649.87	346.02
yoy	26.8%	47.7%	-0.4%	0.3%
占主营收入比	21.5%	26.6%	22.3%	20.8%
毛利率	10.0%	4.9%	5.3%	6.8%
环保设备	40.53	35.42	33.00	10.73
yoy	45.5%	-12.6%	-6.8%	-32.9%
占主营收入比	2.0%	1.4%	1.1%	0.6%
毛利率	55.0%	61.4%	63.6%	59.1%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 1) 分业务看：

- 利用事业部（成品框&装饰建材）：核心创收板块。25H1 成品框/装饰建材实现收入 6.80/6.21 亿元（同比+11.0%/+38.4%），分别占比 40.8%/37.3%，2022-2024 年收入 CAGR 分别为 13.0%/32.1%；毛利率分别为 28.2%/31.4%，其中装饰建材毛利率稳步提升。
- 再生事业部（再生粒子）：再生塑料业务在 2023 年显著增长后趋于平稳，25H1 收入 3.46 亿元（同比+0.3%），占比 20.8%；毛利率处于较低水平，25H1 毛利率 6.8%。
- 回收事业部（环保设备）：25H1 收入 0.11 亿元（同比-32.9%），占比 0.6%；毛利率长期较高，25H1 毛利率 59.1%。

## 2) 分区域看：

境外市场贡献主要收入，欧美占比较高。2024 年境外收入 24.35 亿元（同比+31.9%），2021-2024 年 CAGR 为 18.11%，25H1 收入占比达 88.8%；境内市场表现相对承压，25H1 收入 1.87 亿元（同比-32.7%）。

图6：英科再生收入按区域拆分

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1
境外	1,477.51	1514.77	1846.22	2434.65	1479.41
yoy	13.3%	2.5%	21.9%	31.9%	27.8%
占主营收入比	74.4%	73.8%	75.3%	83.4%	88.8%
毛利率	33.0%	31.2%	31.5%	27.6%	26.9%
境内	508.32	538.52	606.66	485.59	186.61
yoy	29.6%	5.9%	13.0%	75.1%	-32.7%
占主营收入比	25.6%	26.2%	24.7%	16.6%	11.2%
毛利率	20.8%	13.8%	7.8%	10.5%	12.6%

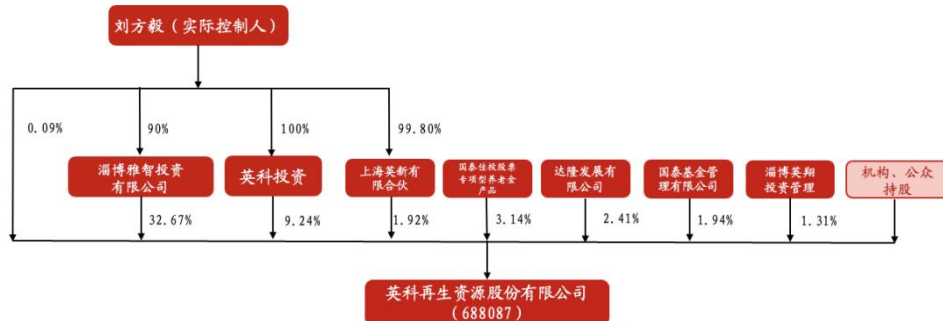
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 1.3 股权结构：持股稳定，管理层经验丰富



**股权结构稳定。**创始人刘方毅通过控制淄博雅智投资有限公司、英科投资(香港)有限公司、上海英新企业管理服务中心(有限合伙)，截至 2024 年 12 月 31 日，共持英科再生 40.65%股份。刘方毅先生多年深耕塑料加工领域，同时担任英科医疗、英科再生董事长。

图7：英科再生股权结构



资料来源：公司年报，浙商证券研究所（股权结构为 2024 年公司年报披露持股情况）

**管理层稳定，核心团队长期深耕。**公司管理层以创始人刘方毅为核心，核心管理成员均积累了丰富的实务经验。2025 年发布股权激励方案，对公司 8 位高管和核心技术人员授予限制性股票，深化高管和技术骨干绑定，有助于进一步稳固管理层、提升团队凝聚力，并推动公司长期战略目标落地。

图8：英科再生高管团队简介

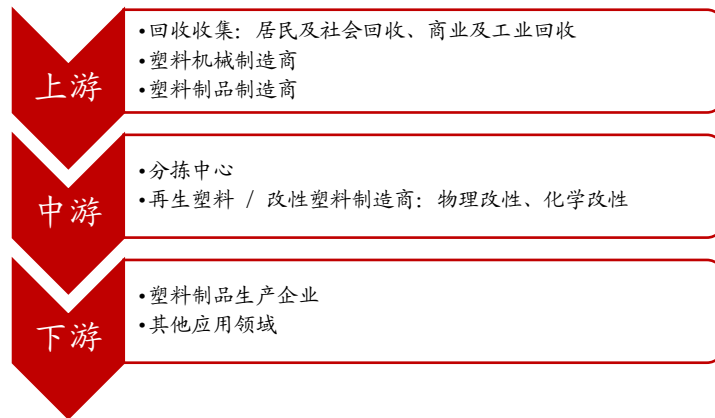
姓名	年龄	职位	履历
刘方毅	55	董事长、核心技术人员	2002年创立上海英科、2005年创立英科有限。2016年入选中共上海市委组织部和上海市人力资源和社会保障局认定的上海领军人才，及入选为科技部科技创新创业人才。现任本公司董事长、英科医疗科技股份有限公司董事长、中国塑料加工工业协会副理事长等职务。
金喆	51	董事兼总经理	1998年至2002年就职于上海英科国际贸易有限公司任业务经理；2002年至2022年任上海英科副董事长、总经理，2022年1月至今任董事长；2005年至2011年，任英科有限董事；2011年至今任本公司董事、总经理。
赵京生	42	副总经理	2007年至2011年任安瑞科气体机械计划员；2011年至 2016 年，先后任公司计划部经理、供应链部经理、精益部经理。2023年5月至今，任本公司副总经理。
李志杰	61	总工程师、核心技术人员	1986年7月起，就职于江南机器厂任工程师；2008年8月至今，任本公司总工程师。全国塑料制品标准化技术委员会塑料制品分技术委员会委员，工信部工业领域评标评审专家，中国塑料加工工业协会专家委员会专家，中国物资再生协会再生塑料分会副秘书长，中国合成树脂供销协会塑料循环利用分会副秘书长。
田婷婷	38	副总经理	2009年至今，先后任公司计划部经理、董事长助理、人力资源部经理。2023年5月至今，任本公司副总经理。
李寒铭	38	财务负责人	2009 年 7 月至 2010 年 6 月，就职于淄博商厦股份有限公司任会计职务；2010 年 7 月至 2015 年 4 月，就职于本公司任会计职务；2015 年至 2018 年，就职于英科医疗任财务经理；2018 年 4 月至今，任本公司财务负责人。
徐纹纹	39	董事会秘书	2009年5月至2013年3月，就职于南京丰盛科技集团有限公司任行政主管；2013 年 3 月至 2021 年 7 月，就职于聚灿光电科技股份有限公司任证券事务代表、办公室主任；2021 年 8 月至 2023 年 6 月，就职于本公司证券部，2023 年 8 月至今，任本公司董事会秘书。

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 2 再生塑料行业：再生塑料加速渗透，家居建材绿色转型

**再生塑料是指将废塑料或废料加工成有用的产品，产业链分为“回收—再生—利用”三个环节。**上游环节以废塑料的收集与初步分类为主；中游环节是价值转化的核心，通过物理改性或化学改性技术将废塑料再生为可用材料；下游环节则是再生塑料真正实现商业价值的落地场景，涵盖消费品、建材、汽车、纺织等多个应用领域。产业链环环相扣，共同推动塑料循环利用体系构建。

图9：废塑料资源综合利用产业链

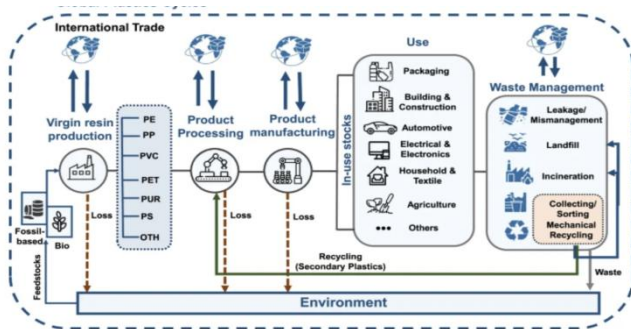


资料来源：韦伯咨询，浙商证券研究所

## 2.1 整体-塑料产业：再生渗透率仍低，加速转型

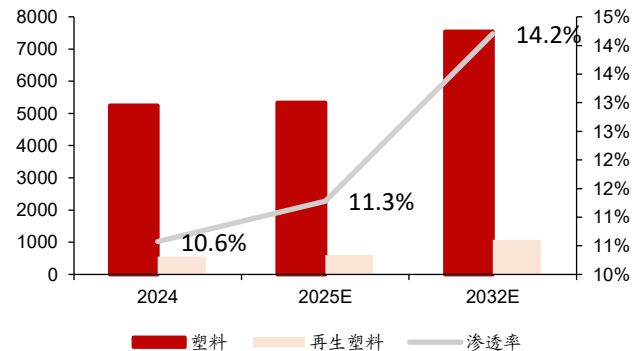
全球塑料市场万亿规模，再生渗透率仍较低。根据 Fortune Business Insights，2024 年全球塑料市场规模 5245 亿美元，预计 2032 年有望达 7542 亿美元（2024-2032 年 CAGR 为 4.6%）；2024 年全球再生塑料市场规模 555 亿美元，预计 2032 年有望达 1071 亿美元（2024-2032 年 CAGR 为 8.6%），再生渗透率有望从 10.6% 提升至 14.2%。在全球塑料生产与消费持续增长、回收率偏低背景下，再生塑料成为关键解法，通过塑料的回收利用和再加工，可有效减少原生塑料需求，缓解碳排放与环境压力。

图10：塑料产业循环图



资料来源：Nature，浙商证券研究所

图11：全球塑料市场规模及再生塑料渗透率（亿美元）

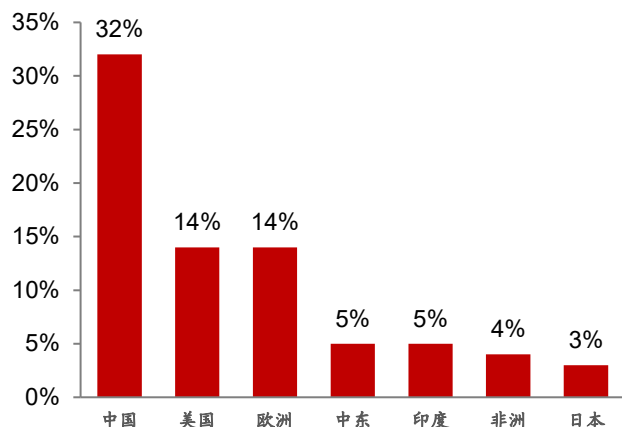


资料来源：Fortune Business Insights，浙商证券研究所

供给端：中国是最大的塑料生产&出口国，PE 和 PP 是最主要的塑料材料。

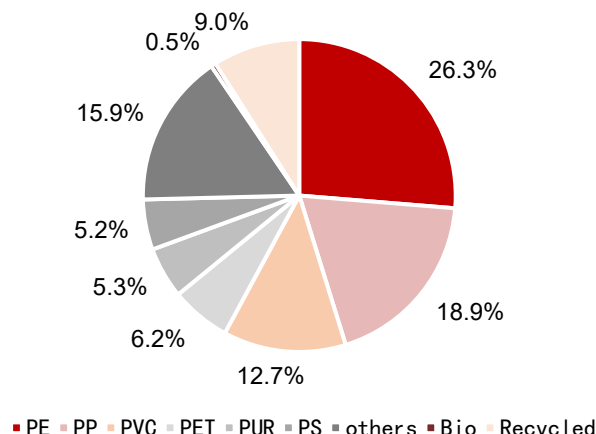
- 分地区：中国占全球塑料生产总量 32%，是全球最大的生产国；美国和欧洲地区占比均为 14%，中东（5%）、印度（5%）、非洲（4%）、日本（3%）
- 分材料：聚乙烯（PE）与聚丙烯（PP）合计超 45%，是最主要的品类；其次是聚氯乙烯（PVC，12.7%）、聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET，6.2%）、聚氨酯（PUR，5.3%）和聚苯乙烯（PS，PS-E，5.2%），其他热塑性和热固性塑料合计约 16%。

图12： 2022 全球塑料产量占比，分地区



资料来源：Nature，浙商证券研究所

图13： 2022 全球塑料产量占比，分材料类型

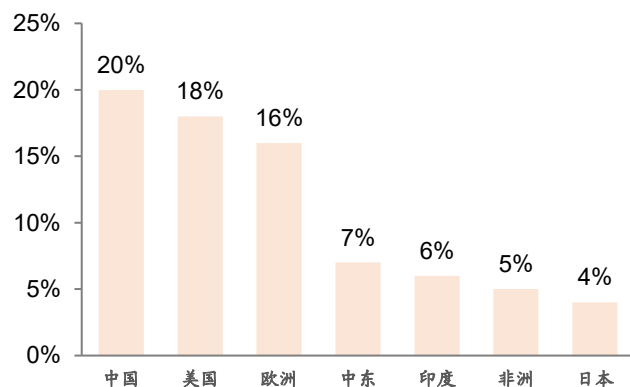


资料来源：Nature，浙商证券研究所

**需求端：美国&日本人均塑料消费量领先，包装、建筑施工等为主要应用领域。**

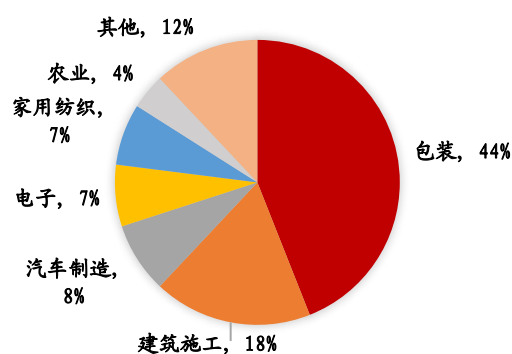
- **分地区：**中国消费总量占比最高（20%），其次为美国（18%）、欧洲地区（16%）、中东（7%）、印度（6%）、非洲（5%）、日本（4%）。美国和日本人均塑料消费量居全球前列，两国均为塑料净进口国，对外部供给依赖度较高。
- **分应用：**包装是最大的应用领域（44%），建筑与施工次之（18%），汽车（8%）、电气电子（6%）、纺织家居（5%）、农业（4%）等分布相对分散。应用端整体集中度高，包装与建筑合计近六成。

图14： 全球塑料消费量占比，分地区



资料来源：Nature，浙商证券研究所

图15： 全球塑料消费量占比，分应用



资料来源：Nature，浙商证券研究所

**政策引导&品牌推动共同促进塑料循环利用体系建设。**全球主要国家陆续出台了塑料回收与再生利用相关政策或签署国际承诺，为再生塑料市场提供了稳定增长的制度保障，再生塑料利用比例提升已成为各国共识和产业发展的重要方向。消费端，绿色低碳逐渐成为购买决策的重要考量，尤其在快消、饮料、化妆品等领域，New Plastics Economy Global

Commitment 已覆盖超 400 家企业与机构，约占全球塑料产量的 20%，头部国际企业纷纷设定再生塑料使用目标。

图16：主要经济体相关政策与规划

国家	政策与规划
中国	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》：以可循环、易回收、可降解为导向，研发推广性能达标、绿色环保、经济适用的塑料制品及替代产品，培育有利于规范回收和循环利用、减少塑料污染的新业态新模式。
欧盟	以PET为主要成分的一次性塑料瓶到2025年可再生塑料的使用比例不少于25%，到2030年不少于30%；
英国	从2022年4月1日起，对数量超过10吨、再生塑料使用比例不足30%的塑料包装盒产品征收塑料包装税；
印度	是亚洲第一个启动《塑料公约》的国家；目标在2030年前所有塑料包装的平均回收含量达25%。
日本	到2030年，将一次性塑料容器和包装使用量减少25%，并对购物袋实施强制性收费。 到2035年，实现所有使用过的塑料100%有效利用（包括热回收）。
美国	美国国家环境保护局（EPA）2021年11月发布了《国家回收战略》，并重申了到2030年将美国的回收率提高到50%的目标。
韩国	韩国计划到2025年，韩国将塑料垃圾减少20%，并将废塑料回收利用率从目前的54%提高到70%。

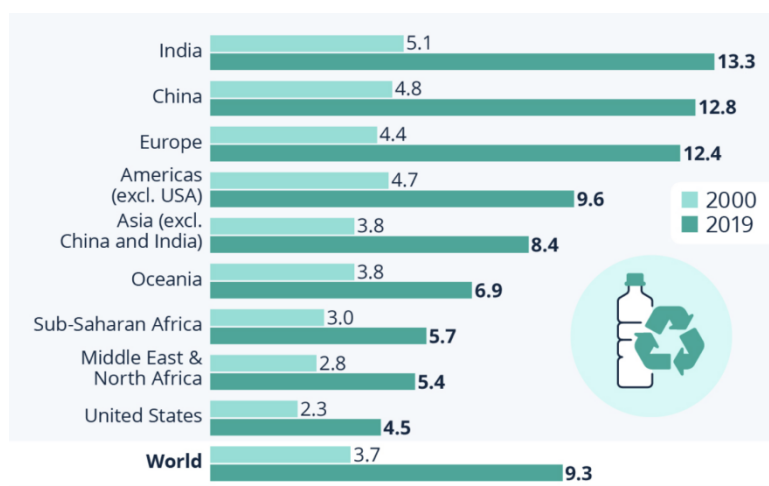
资料来源：公司招股说明书，韦伯咨询，浙商证券研究所

## 2.2 中游-回收：回收体系加速构建

**全球塑料废弃物的回收率总体水平仍低。**全球塑料废弃物回收率从 2000 年的 3.7% 提升至 2019 年的 9.3%，当前绝大多数塑料废弃物仍流向填埋或焚烧。分国家来看，印度、中国与欧洲率先突破 10%，而美国、中东及非洲等地区仍处于较低水平。

经济合作与发展组织(OECD)2024 年发布的《到 2040 年消除塑料污染的政策情景》指出，随着更加严格的下游政策和逐渐成熟的机械回收技术，2040 年预计 42% 的塑料废物被收集起来进行回收、加工，并用于生产再生塑料。

图17：全球塑料废弃物回收率，分地区



资料来源：Statista，浙商证券研究所

**回收体系的构建是原料获取的核心环节。**目前，塑料废弃物主要通过三类渠道实现回收：居民/社区回收、商业回收以及工业回收，共同构成了再生塑料行业的上游回收体系。其中，居民端是提升整体回收率的关键，商业端具备规模化优势，而工业端则提供了最为稳定的原料支撑。

图18: 再生塑料三大主要回收来源

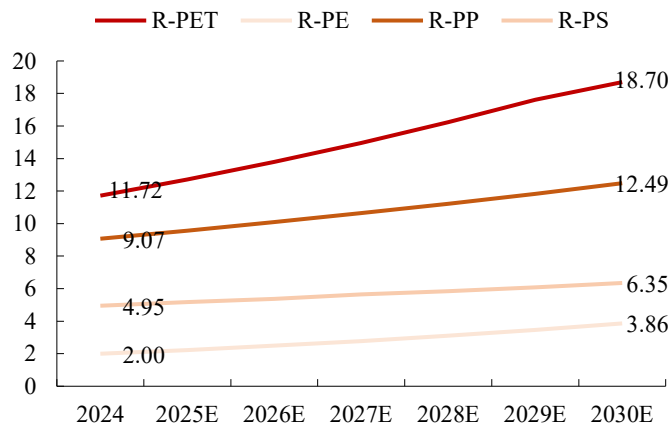
回收类型	来源	主要特点	代表主体 / 案例
居民/社区回收	生活垃圾分类投放 (PET 瓶、塑料袋、薄膜等)	量大、分布广, 但纯度低; 依赖垃圾分类体系与“两网融合”	综合类服务商 (环卫+再生资源)、政府主管部门、再生资源企业/环卫公司、智能回收方案供应商
商业回收	商业活动产生的垃圾, 如包装膜、快递袋、饮料瓶等	集中度高、纯度好、规模化回收成本低	商超、电商行业 (快递包装回收)、食品饮料行业 (包装上游原料企业, 包装加工企业, 品牌商等)
工业回收	工业废料, 线上生产出来的边角料, 建筑用地产生的工业用边角料	材质单一、纯度高, 几乎无需分拣, 是最稳定的原料来源	产废工厂直接在场内回收并打包销售给废料综合利用企业

资料来源: 韦伯咨询, WWF 报告, 英科再生招股说明书, 浙商证券研究所

### 中游“再生”环节决定了材料品质与应用价值。再生塑料可分类如下:

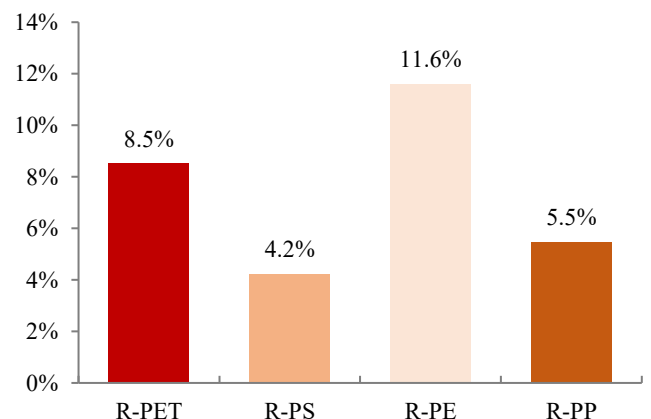
- R-PET: 2024 年 R-PET 市场规模约 117 亿美元, 预计 2030 年可达 187 亿美元 (2024-2030 年 CAGR 为 8.1%), 是再生塑料中规模最大的品类; 食品级主要用于饮料瓶等包装, 纤维级用于纺织纤维 (运动服饰、家纺), 工业级用于薄膜、片材等非食品包装。凭借较好的透明性与强度, R-PET 是闭环回收最成熟品类。
- R-PP: 2024 年 R-PP 市场规模约 91 亿美元, 预计 2030 年可达 125 亿美元 (2024-2030 年 CAGR 为 5.5%); 具备较好的耐热性与刚性, 广泛用于家电外壳、汽车零部件、包装容器等领域。
- R-PS: 2024 年 R-PS 市场规模约 50 亿美元, 预计 2030 年可达 64 亿美元 (2024-2030 年 CAGR 为 4.2%), 以发泡材料 (EPS/XPS) 为代表, 用于建筑保温、包装缓冲及一次性餐具等, 近年来通过链修复与改性工艺, 在食品接触级应用上也有试点推进。
- R-PE: 2024 年 R-PE 市场规模约 20 亿美元, 预计 2030 年可达 39 亿美元 (2024-2030 年 CAGR 为 11.6%), 主要来源为塑料袋、薄膜等废料, 回收后造粒多用于垃圾袋、快递包装袋、农业地膜等产品, 在耐候性和柔韧性要求较高的应用场景中渗透率逐步提升。

图19: 全球主要再生塑料市场规模预测 (十亿美元)



资料来源: Market Research Future, Grand View Research, Towards Chem& Materials, Report and Data, 浙商证券研究所

图20: 2024-2030 年全球主要再生塑料市场增速预测



资料来源: Market Research Future, Grand View Research, Towards Chem& Materials, Report and Data, 浙商证券研究所



图21: r-PET 粒子 (再生聚对苯二甲酸乙二醇酯)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图22: r-PS 粒子 (再生聚苯乙烯)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图23: r-PE 粒子 (再生聚乙烯)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

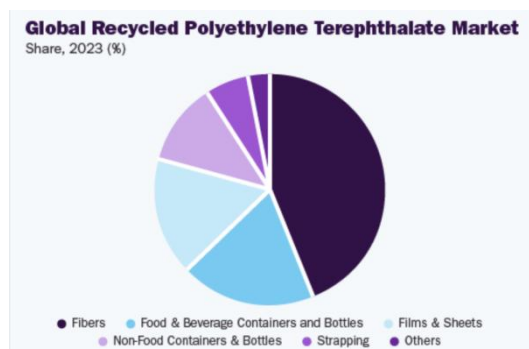
图24: r-PP 粒子 (再生聚丙烯)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

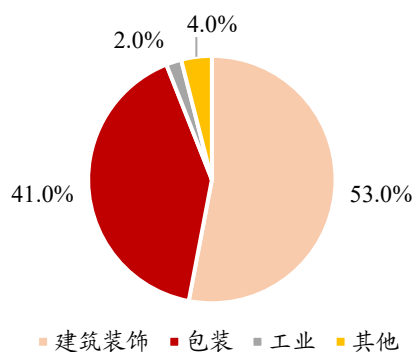
英科再生业务主要集中于 r-PET 和 r-PS。1) r-PET: 2023 年全球 r-PET 塑料应用中, 纤维占比最高 (接近 40%), 主要用于服装、家纺、汽车内饰等纺织领域, “瓶到纤维”模式仍是主流; 食品与饮料容器约占 25-30%, “瓶到瓶”闭环逐步普及, 尤其在欧美饮料品牌推动下增长明显。2) r-PS: 2022 年全球原生 PS 应用中, 建筑装饰占比超 50%, r-PS 可以依托原生 PS 的市场需求, 用于保温板、装饰线条等绿色建材; 包装类应用约占 41% (以缓冲材料、一次性包装容器为主), 市场需求相对稳定。

图25: 2023 年 r-PET 塑料分应用占比



资料来源: Grand View Research, 浙商证券研究所

图26: 2022 年 PS 塑料分应用占比



资料来源: Statista, 浙商证券研究所



**塑料循环再生产业加速发展，龙头优势明显。**市场参与者既包括 Indorama、远东新世纪等以化纤、化工为基础的大型跨国集团，也有 FP Corporation、PetStar 等深耕食品级再生 PET 领域的专业型公司；同时，国内企业如南京聚隆、安徽国风塑业等则更多聚焦于改性塑料和再生塑料制品的应用环节。海外龙头凭借资本与技术优势，在食品级 PET 等高附加值赛道保持领先，而国内企业在工业回收和再利用具备竞争力。

图27： 再生塑料回收行业头部玩家

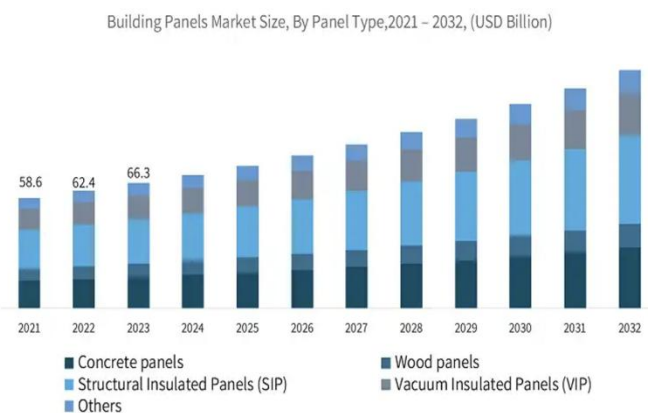
公司	业务模式	主营产品	再生产品生产过程	所处行业
FP Corporation., Ltd	从传统塑料生产销售业务模式部分向塑料循环再生利用业务模式转变	食品级PS、PET，食品级再生PS、再生PET	物理法回收、再生造粒、压塑成型	橡胶和塑料制品业、废弃资源综合利用业
远东新世纪股份有限公司	跨行业集团，分为石油、化纤、纺织等业务其中化纤业务已从传统的经营模式部分向塑料循环再生利用模式转变	化纤业务，可分为聚酯业务和纤维业务，其中包括食品级和长丝级PET、食品级和长丝级再生PET	物理法回收、再生造粒、化纤纺丝	化纤业务分别处于：化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、废弃资源综合利用业
Indorama Ventures Public Company Limited	塑料循环再生利用业务模式	食品级和长丝级PET、食品级和长丝级再生PET	物理法回收、清洗除杂分类、再生造粒、吹塑成型、化纤纺丝	废弃资源综合利用业
PetStar	塑料循环再生利用	食品级再生PET	物理法回收	废弃资源综合利用业
格林美股份有限公司	多类资源循环利用业务模式	电池原料与电池材料、再生资源、钴镍钴矿与硬质合金	拆解废弃电池、家电、汽车，通过物理处理拆解得到塑料等，通过化学法回收金属	废弃资源综合利用业
南京聚隆科技股份有限公司	塑料生产销售业务部分向塑料循环再生利用模式转变	改性塑料产品、塑料型材	物理法回收、改性造粒、挤出成型	橡胶和塑料制品业
安徽国风塑业股份有限公司	塑料生产销售业务	塑料薄膜、非金属新型材料等	挤出成型	橡胶和塑料制品业

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

### 2.3 下游-家居建材：市场规模稳定增长，绿色建材加速转型

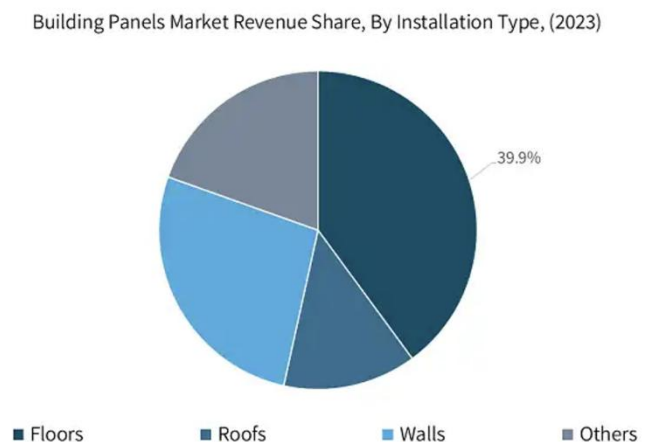
**家居建材为塑料的第二大应用领域，增速稳健。**2023 年全球建筑板材市场规模超 660 亿美元，预计 2024-2032 年 CAGR 超 7.5%；其中地板是最大的应用场景，占比约 40%，在安装类型中保持领先。从板材类型来看，SIP（结构绝缘板）凭借轻质、高强度与隔热性能，正成为绿色建筑的重要解决方案。原生塑料在建筑建材中的应用已经形成规模，为再生塑料替代提供了坚实的市场基础。

图28： 全球建筑板材市场规模，分板材类型（十亿美元）



资料来源：GMI Insights，浙商证券研究所

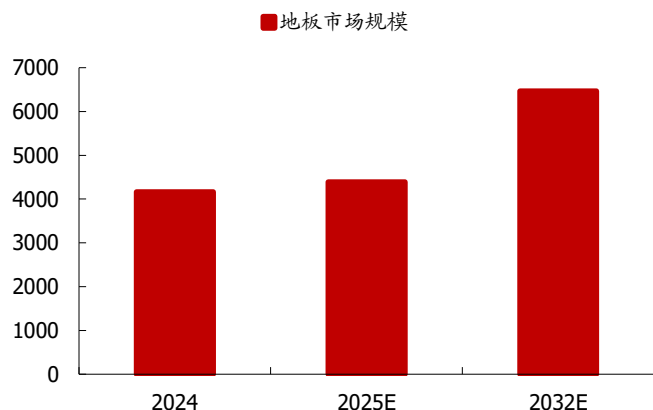
图29： 全球建筑板材市场，分安装类型（十亿美元）



资料来源：GMI Insights，浙商证券研究所

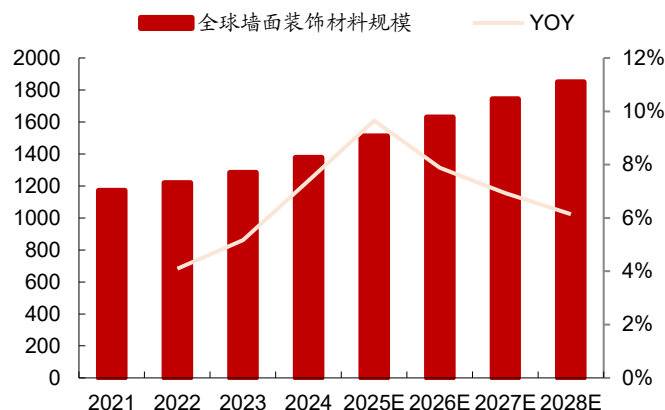
**地板&墙面装饰市场增速相对较快。**根据 Fortune Business Insights，2024 年全球地板市场规模约 4166 亿美元，预计 2032 年达 6467 亿美元（2024-2032 年 CAGR 为 5.7%）。地板应用场景广泛，不仅覆盖住宅和商业空间，还因可持续与美观需求增加而成为绿色建材的重点突破口；墙面装饰材料市场同样保持稳健增长，2024 年全球市场规模达 1378 亿美元，预计 2028 年达 1850 亿美元（2024-2028 年 CAGR 为 7.6%）。

图30： 2024-2032 年全球地板市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，浙商证券研究所

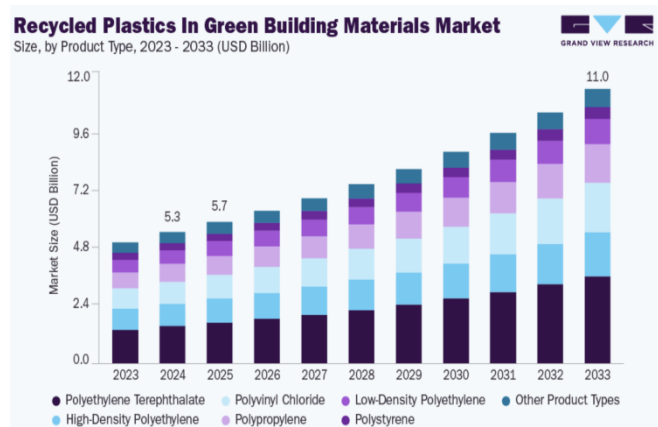
图31： 2021-2028 年全球墙面装饰市场规模（亿美元）



资料来源：英科再生招股书，浙商证券研究所

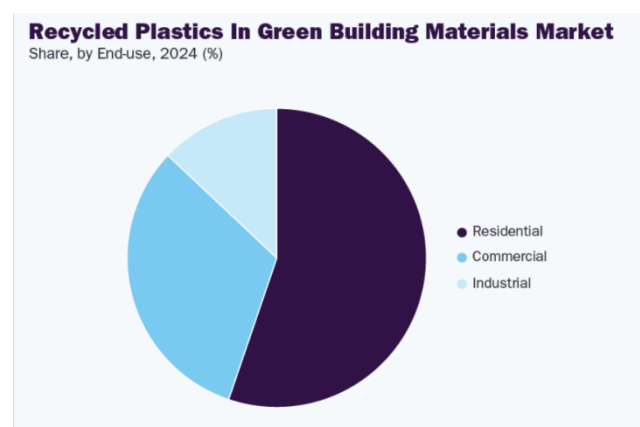
**再生塑料建材市场高速增长。**根据 Grand View Research，2024 年全球再生塑料绿色建材市场规模约为 53 亿美元，预计 2033 年可达 110 亿美元（2024-2033 年 CAGR 达 8.7%）。从材料结构来看，r-PET 在再生塑料建材市场中占据主导地位。居民领域需求最为旺盛，其次为商业与工业场景，驱动因素包括绿色建筑标准提升、低碳建材政策支持，以及消费者对可持续家居需求的扩张。展望未来，再生塑料在地板、墙板的应用有望持续拓展。

图32： 全球环保建筑板材市场规模（十亿美元）



资料来源：GMI Insights，浙商证券研究所

图33： 全球环保建筑板材市场，分应用场景



资料来源：GMI Insights，浙商证券研究所

**国家政策和认证体系推动全球建筑建材行业向绿色、循环方向加速转型。**中国通过《绿色建材行动方案》和“十四五”塑料污染治理政策，逐步引入绿色建筑标识体系，推动再生塑料与低碳材料应用；美国依托 LEED 等绿色建筑认证和州级法规，将再生建材纳入新建与改造环节；欧盟通过 ESPR 与《建筑产品法规》，并配套 BREEAM、WELL 等认证

体系，推动建筑产品在全生命周期内满足低碳与循环标准。各国政策与认证标识的叠加效应，为绿色建材企业打开了全球化发展的通行证。

图34：中国绿色建筑标识



资料来源：住建部，浙商证券研究所

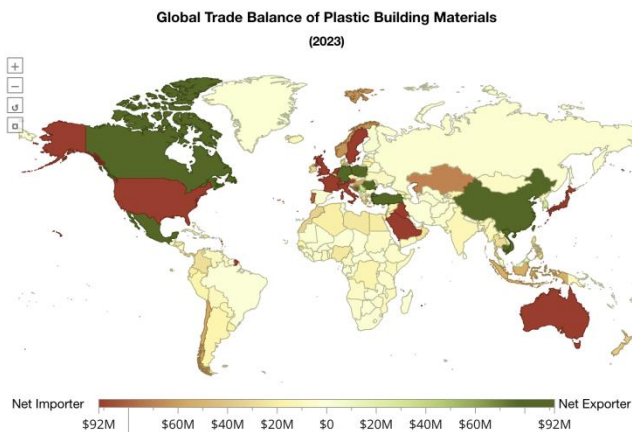
图35：LEED 绿色建筑标识



资料来源：美国绿色建筑委员会，浙商证券研究所

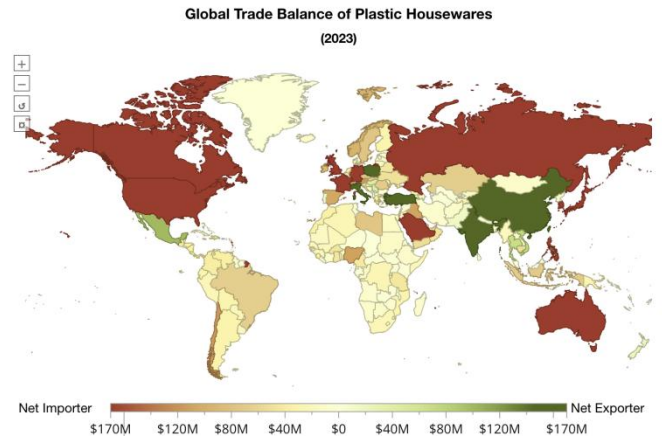
中国为全球塑料建材&家居用品的最大净出口国，美国为最大净进口国。中国依托完整的产业链体系和生产能力，以低成本和规模化优势满足全球市场需求，出口规模显著领先。美国为最大净进口国，在建材和家居用品两个领域均表现出高度依赖海外供应的格局。欧洲部分国家（如德国）在塑料建材出口上保持一定优势，而东南亚等新兴市场则凭借成本和政策环境逐步成为产业转移的重要承接地，推动全球供应链的多元化布局。

图36：2023 年全球塑料建筑材料贸易分布图



资料来源：OEC，浙商证券研究所

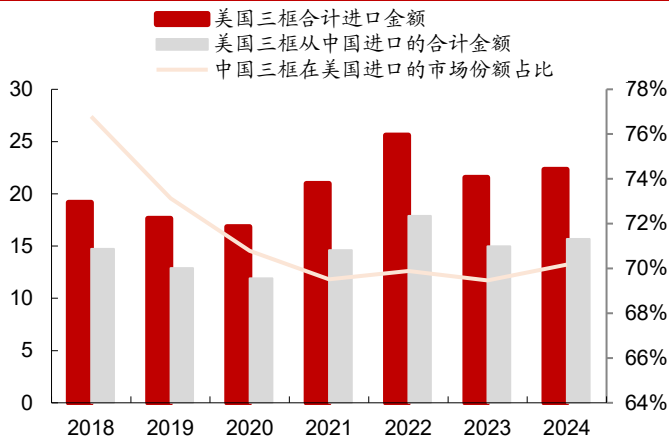
图37：2023 年全球塑料家居品贸易分布图



资料来源：OEC，浙商证券研究所

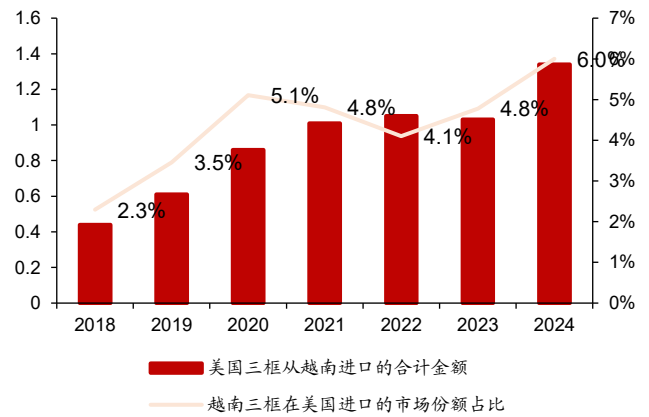
从美国“三框”（镜框、相框、画框）进口市场来看，中国稳居最大出口国，越南供应份额快速增长。2018 年美国三框产品自中国进口金额达 15 亿美元，占美国进口总金额的 77%，2021 年开始份额下降到 70% 左右。美国自越南进口的金额由 2018 年的 0.44 亿美元快速增长至 2024 年的 1.34 亿美元，供应份额提升至 6.0%，海外产能转移趋势逐渐成型。

图38：美国三框进口金额及中国供应份额（亿美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图39：美国三框从越南进口金额（亿美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3 竞争力分析：一体化布局，全球渠道&客户优势领先

#### 3.1 产品端：全链路构建产品矩阵

英科再生通过覆盖“回收—再生—利用”的全产业链布局，形成了从原料获取到高附加值终端应用的闭环模式。这一模式不仅保障了原料供应的稳定性和可追溯性，也通过自主造粒与深加工环节降低中间成本、提升整体盈利能力。同时，全产业链产品有效分散了单一市场和政策带来的不确定性风险，在“禁废令”及全球贸易摩擦背景下展现出较强的韧性。该模式契合“双碳”战略和可持续发展趋势，深化公司环保价值与长期竞争优势。

图40：英科再生“回收—再生—利用”布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

在回收环节，英科再生通过“自建体系+设备输出”的双轮驱动模式，确保了原料端的稳定性与可控性。1）公司不仅在国内建立了完善的废塑料回收网络，还将回收触角延伸至东南亚等海外市场，逐步形成全球化布局。其中，PS塑料公司在全球累计1300多个回收网点采购可再生PS塑料原料，形成了覆盖国内外的可再生PS塑料回收网络。2）公司自主研发多种泡沫塑料减容机、冷压机和热熔机，形成了适用于不同场景的设备矩阵，而且通过标准设备和客户定制设备销售和租赁，已覆盖全球超400家可再生塑料回收企业，构建起广泛的回收网络。



图41：英科再生环保回收设备



泡沫冷压机系列



泡沫压缩机系列



泡沫热熔机系列

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

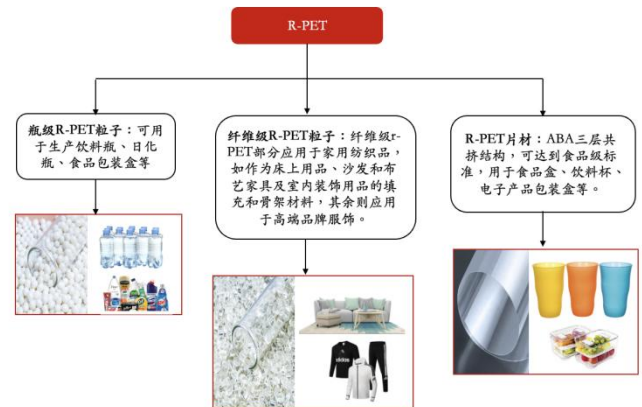
在再生环节，公司已具备 PS、PET、PE 等多品类再生塑料的成熟生产能力。公司可通过分选、热熔挤出等流程制备 99%高纯度 r-PS 粒子，性能指标接近部分新料，具备良好的循环使用价值。PET 板块则已形成覆盖瓶片清洗、水漂、熔融过滤等全流程工艺，产品通过 FDA、EFSA、GRS 等多项国际认证，可广泛应用于食品、饮料、医药及高端纺织品等终端场景。

图42：英科再生 R-PS 塑料粒子及其特性



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图43：英科再生 R-PET 塑料粒子及其特性



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 英科再生不断深化 r-PET 与 r-PS 材料的产业循环模式：

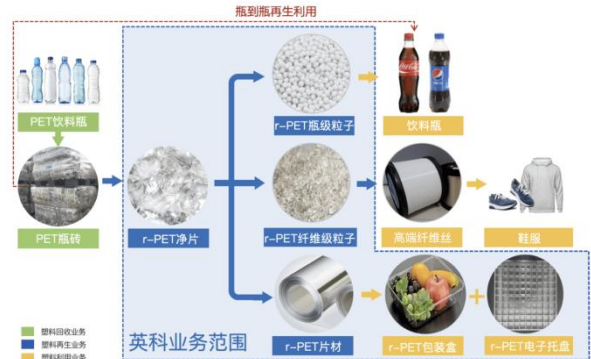
- r-PS：作为公司重点发展的核心材料，公司已在该领域构建出覆盖上游专用设备、中游造粒环节及下游应用开发的全链路布局。随着泡沫类塑料收集与运输效率改善，以及建筑保温、装饰建材等下游需求持续释放，PS 回收再利用的产业价值不断提升。
- r-PET：在实现高品质 r-PET 粒子供应的基础上，公司积极推动其向下游食品级包装、功能性纤维等终端场景渗透，“瓶到瓶”循环再生体系逐步完善，助力 r-PET 材料实现从材料回收向高端应用的价值跃升。

图44：英科再生 R-PS 产业链产品线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图45：英科再生 R-PET 产业链产品线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

在下游应用环节，公司已形成以“相框、画框、镜框”三框系列与再生装饰建材双轮驱动的核心创收业务板块。凭借优秀的设计能力、稳定的性能与良好的环保属性，英科再生产品采取模块化和可拆卸的设计，提升用户维修和升级的便捷性，具易安装、多材质、多应用场景等优势，且公司产品SKU丰富、定制化服务程度高，在全球消费品与装饰建材市场中持续占据稳定份额。

图46：英科再生 r-PS 产品优势



资料来源：英科再生 ESG 报告，浙商证券研究所

同时，公司持续推进新型再生材料的开发，积极拓展产品的下游应用场景矩阵。r-PET 材料的生产工艺持续升级，支持产品逐步从日常消费品延伸至食品级包装等多层次应用。随着 PE 再生技术趋于成熟，公司亦在 r-PE 建材再利用方面进行下游投资，提升整体材料价值密度与应用拓展空间，增强对市场波动的抵御能力。



图47: 英科再生相框、画框和镜框



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图48: 再生 PS 装饰建材



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图49: 再生 PET 片材食品级制品



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图50: 再生 PE 木塑制品



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

### 3.2 生产端：产能全球布局，产品优势突出

英科再生通过“中国+东南亚”双基地模式，积极推进全球产能布局。公司在国内已形成山东、上海、安徽、江苏四大生产基地，同时积极推进越南、马来西亚两大制造中心建设，有效分散了单一区域的政策与成本风险，增强了对全球客户的稳定供给能力。

自 2018 年中国全面实施“禁废令”以来，境内废塑料进口受限，国内再生原料获取渠道趋紧，行业面临原料结构性短缺压力。英科再生通过海外建厂与产能外迁，有效避免了单一区域政策或市场波动带来的不确定性。公司依托在越南、马来西亚的生产基地，不仅锁定了低成本、稳定的原料来源，还在规避关税壁垒和提升本地化供货比例方面展现出明显优势，为北美、欧洲等核心市场的长期稳定供货提供了有力保障。

图51: 马来西亚英科再生



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

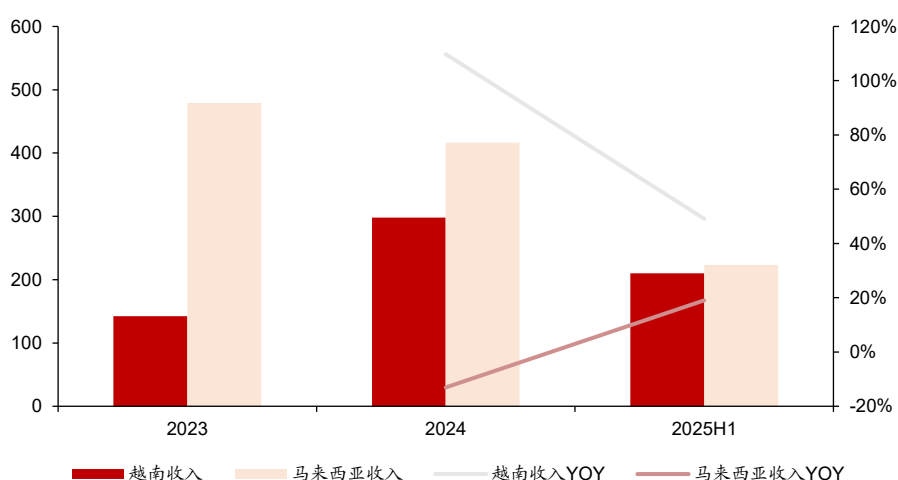
图52: 越南英科再生



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

- **马来西亚英科：承担全球原料采购与 PS/PET 再生造粒。**其生产的再生原料供应北美、欧洲及东南亚市场，已成为公司全球供应体系的枢纽。25H1 马来西亚基地收入 2.23 亿元（同比+19.0%），收入占比 13.4%，预计小幅亏损，主要系粒子环节竞争较为激烈。
- **越南英科：逐步成为公司三框及装饰建材的产能支点。**2024 年起一期工厂满产满销，二期工厂 25Q2 投产，三期工程也在加速建设中。2025 年公司在越南的员工规模已超过 1500 人。25H1 越南基地收入 2.10 亿元（同比+49.1%），收入占比 12.6%，我们判断越南工厂盈利优于国内工厂，随二期产能爬坡，净利率有望持续提升。

图53： 马来西亚、越南英科营收及增速（百万元）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

公司持续加大对核心生产环节的投入，产线配备多条欧洲进口设备，包括光电分选机、造粒设备及后段检测系统，确保产出粒子稳定、高纯、低杂。PS核心造粒系统具备99%纯度输出，性能接近全新料，色值持续稳定，最低VOC含量，可实现AA级高标准再生料产出。PET全生产线已取得FDA食品级认证，具备食品级及长丝级再生PET材料制造能力。此外，公司在各生产基地同步配置高端粒子检测实验室，建立严格的质量控制流程，实现全流程质量可追溯，保障产品一致性与稳定性。

图54： 英科再生高端粒子检测实验室

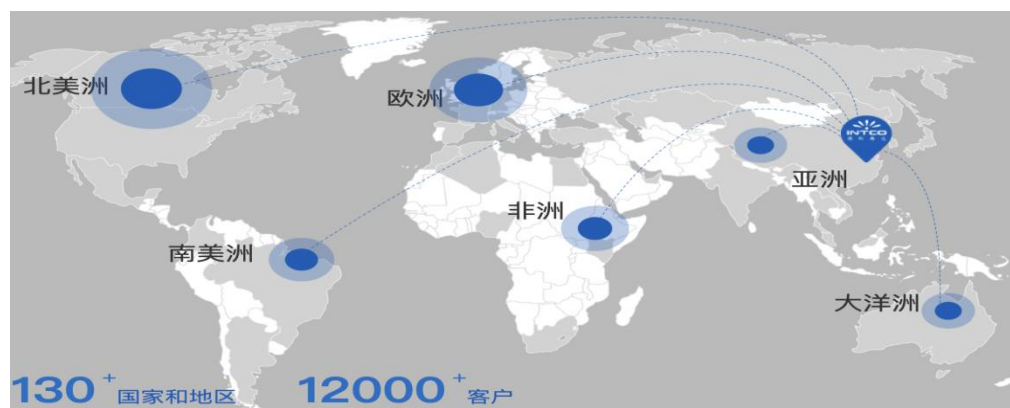


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3.3 渠道端：营销全球化，服务一体化

**国内&海外渠道深耕，客户合作关系稳定。**1) 国内：公司在上海、淄博、广州、成都、重庆、六安、义乌等核心区域设有多个营销网点，形成了较为完善的辐射体系。2) 海外：公司销售网络已覆盖超 130 个国家和地区，并在北美、欧洲、东南亚等市场深度耕耘，成品框和装饰建材两大业务板块在供应链背书与渠道资源上的互通，多品类协同增长。

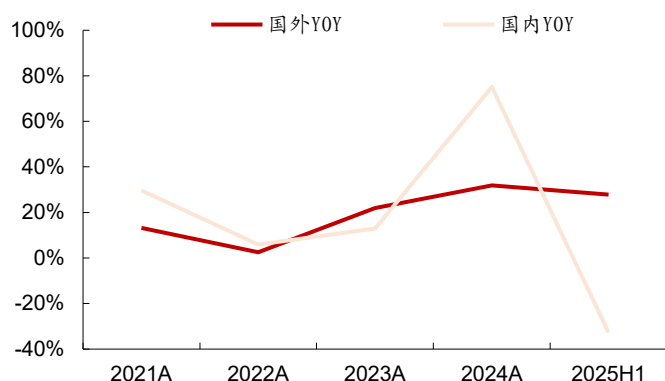
图55： 英科再生全球营销网络



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

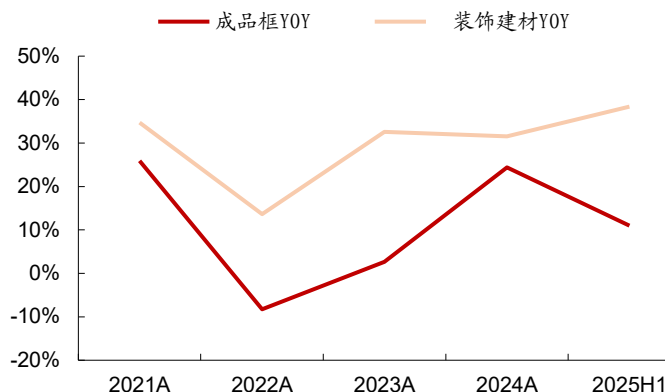


图56：英科再生国内外收入增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图57：英科再生成品框、装饰建材收入增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

提供“定制+标准”一体化服务，为全球零售客户提供更高效、更完整的一站式解决方案。在同一客户体系内横向拓展产品品类，实现从成品框到装饰建材的多品类供给与品牌联动。

- 定制化产品：主要采取“以销定产”模式：客户订单经由销售部门预审后传递至工艺和生产计划部门，再由采购部门落实原材料方案，最终由生产计划部下达生产指令并由质控团队全程监控，确保按时交付。家居装饰产品风格变化较快，公司生产模式较轻、供应链反应敏捷，可有效配合当下流行风格实现产品迭代。
- 标准化产品：依托公司成熟的渠道与库存体系，结合市场预测与客户需求，形成规模化、批量化、快速交付的优势。

图58：公司家居装饰一站式体验馆(室内)



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图59：公司家居装饰一站式体验馆(室内)

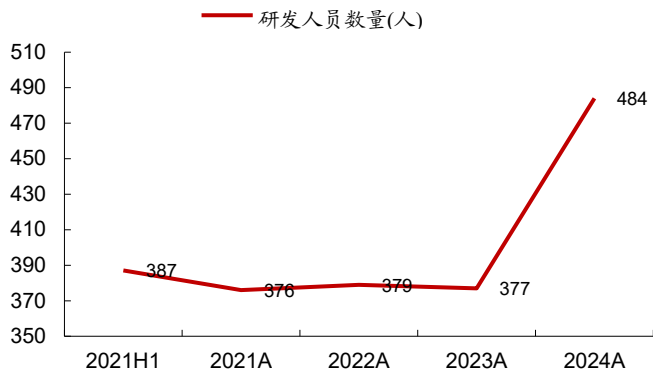


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 3.4 公司治理：重视创新研发和人才培养，精细化管理打造国际企业

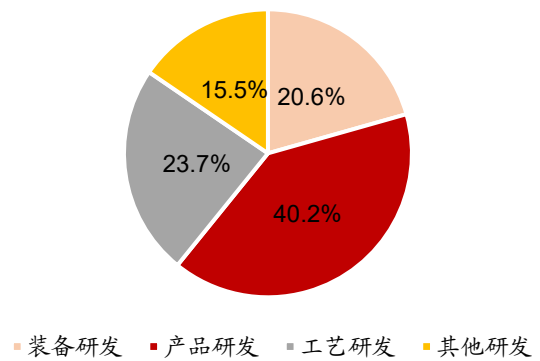
全球六大研发生产基地，目标成为世界一流资源再生高科技制造商。公司管理层高度重视创新研发，2024年扩充研发团队，研发人员数量同比增长20%，25H1末研发人员数量达477人，占公司总人数比例超10%。公司尤其重视再生塑料下游产品研发，逐步形成以应用开发为核心、工艺与装备研发为支撑的格局。

图60: 研发人员 (个)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图61: 2025H1 末在研项目总预计研发金额占比



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

公司高度重视核心团队的稳定与新生力量的培养。管理层大部分成员任职已超过 10 年, 保证了战略执行的延续性与稳健性。2025 年 6 月公司通过股权激励计划覆盖员工 607 人, 以 12.01 元的价格发放 737 万股, 并设定业绩考核目标: 2025-2029 年营收目标分别为 33.6/38.7/44.5/51.1/58.8 亿元, 归母净利润目标为 3.5/4.1/4.7/5.4/6.2 亿元, 深度绑定核心管理和技术人才。

图62: 英科再生 2025 年股权激励考核目标

解除限售期	考核年度	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解除限售期	2025 年	33.63	23.54	3.53	2.47
第二个解除限售期	2026 年	38.67	27.07	4.06	2.84
第三个解除限售期	2027 年	44.47	31.13	4.67	3.27
第四个解除限售期	2028 年	51.14	35.8	5.37	3.76
第五个解除限售期	2029 年	58.81	41.17	6.17	4.32

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

通过“信息化管理体系”提升效率与全球协同。公司建立了涵盖 MRP 制造管理、SMC 供应链、WMS 仓储、TMS 运输、CRM 客户关系、OA 办公自动化等系统。通过自动化管理体系, 实现了生产端、物流端与销售端的互联互通, 不仅提升了运营效率与供应链透明度, 还增强了跨区域的全球协同能力, 为海外产能布局和多地市场开拓提供了管理支撑。

图63：英科再生信息化管理体系



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图64：英科再生国际认证



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 1) 成品框&装饰建材业务:

成品框欧美市场需求稳健、与大型客户合作稳定，叠加新材质拓展及越南产能释放，订单稳定释放；装饰建材板块随节能装饰需求持续增长，叠加越南产能开拓，公司将进一步拓展“多材质、多场景”产品矩阵，提升产品附加值与盈利水平。

产能端，越南二期已于 25Q2 投产，并持续推进越南三期加速建设，海外产能预计持续提升，且盈利能力更优。预计 2025-2027 年，公司成品框收入+12%/+11%/+11%，毛利率 30.2%/30.5%/30.8%；装饰建材业务收入+32%/+29%/+28%，毛利率 32.0%/32.5%/33.0%。

### 2) 再生塑料粒子业务:

公司持续完善全球布局，马来西亚 5 万吨/年 PET 回收再生项目、安徽年产 3 万吨改性再生塑料综合利用项目和 10 万吨/年多品类塑料瓶高质化再生项目为公司募投项目。随着投资项目的落地，再生粒子产能释放可以显著减少外购依赖、降低成本结构，并带动毛利率改善。预计 2025-2027 年收入+1%/+1%/+1%，毛利率维持 6.8%。

### 3) 环保设备业务:

随上游回收体系建设，预计设备需求保持稳定。预计 2025-2027 年环保板块收入-23%/+3%/+3%，毛利率维持 59.1%。



图65：英科再生盈利预测，分产品

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
环保塑料成品框	1028.09	1055.04	1312.14	1463.03	1623.96	1802.60
yoy	-8.3%	2.6%	24.4%	11.5%	11.0%	11.0%
毛利率	32.7%	34.1%	29.2%	30.2%	30.5%	30.8%
产量（千片）	35569.11	42670.52	59317.01	66138.47	73413.70	81489.20
yoy	-11.7%	20.0%	39.0%	11.5%	11.0%	11.0%
销量（千片）	46010.00	48631.00	62716.99	69929.44	77621.68	86160.07
yoy	-8.6%	5.7%	29.0%	11.5%	11.0%	11.0%
装饰建材	525.24	696.26	915.91	1204.22	1551.49	1992.49
yoy	13.6%	32.6%	31.5%	31.5%	28.8%	28.4%
毛利率	26.7%	30.5%	30.5%	32.0%	32.5%	33.0%
产量（千米）	132623	184186	244460	283574	334617	394848
yoy	-8.2%	38.9%	32.7%	16.0%	18.0%	18.0%
销量（千米）	90273	104896	109916	141681	177222	220968
yoy	0.9%	16.2%	4.8%	28.9%	25.1%	24.7%
再生塑料（PET产品+PS粒子）	441.82	652.63	649.87	654.47	660.62	666.83
yoy	26.8%	47.7%	-0.4%	0.7%	0.9%	0.9%
毛利率	10.0%	4.9%	5.3%	6.8%	6.8%	6.8%
产量（吨）	67635	85627	71820	75411	77674	80004
yoy	9.3%	26.6%	-16.1%	5.0%	3.0%	3.0%
销量（吨）	67,082	109,303	95,399	98,035	100,976	104,005
yoy	24.5%	62.9%	-12.7%	2.8%	3.0%	3.0%
环保设备	40.53	35.42	33.00	25.52	26.25	26.97
yoy	45.5%	-12.6%	-6.8%	-22.7%	2.9%	2.8%
毛利率	55.0%	61.4%	63.6%	59.1%	59.1%	59.1%
产量（台）	118	103	88	70	72	74
销量（台）	122	103	86	70	72	74

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

我们预计 2025-2027 年公司收入 33.6/38.7/44.9 亿元，同比+14.8%/+15.3%/+16.2%；归母净利润 3.0/3.6/4.3 亿元，同比-2.9%/+19.7%/+21.6%，对应 PE 分别为 20/17/14X。截至 25Q3 末公司在手类现金资产约 41.64 亿元，经营健康、安全垫充足。首次覆盖，给予“买入”评级。

图66：英科再生盈利预测（百万元）

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1	2025H2E	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,698.93	1,990.05	2,056.06	2,455.08	2,923.74	1,666.02	1,689.93	3,355.96	3,869.30	4,494.48
YOY	33.5%	17.1%	3.3%	19.4%	19.1%	16.1%	13.5%	14.8%	15.3%	16.2%
营业成本	1091.01	1393.74	1507.09	1824.37	2198.72	1245.09	1224.61	2469.70	2809.87	3221.06
毛利	607.92	596.32	548.97	630.70	725.02	420.93	465.33	886.25	1059.43	1273.42
毛利率	35.8%	30.0%	26.7%	25.7%	24.8%	25.3%	27.5%	26.4%	27.4%	28.3%
归母净利润	217.28	239.78	230.77	195.65	307.32	145.82	152.62	298.44	357.11	434.07
YOY	128.2%	10.4%	-3.8%	-15.2%	57.1%	-6.0%	0.3%	-2.9%	19.7%	21.6%
归母净利率	12.8%	12.0%	11.2%	8.0%	10.5%	8.8%	9.0%	8.9%	9.2%	9.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图67：可比公司估值

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
索菲亚	132	104.94	106.99	114.43	13.71	12.10	13.66	9.63	10.91	9.66
匠心家居	201	25.48	33.23	40.63	6.83	8.88	10.86	29.43	22.64	18.51
万朗瓷塑	32	33.83	41.69	50.85	1.39	1.61	2.07	23.02	19.88	15.46
行业平均								50.46	59.62	42.14
英科再生	60	29.24	33.49	38.55	3.07	2.98	3.57	19.51	20.09	16.79

资料来源：wind，浙商证券研究所（注：可比公司 25-26 年盈利预测均选自 wind 一致预期；收盘价为 2025 年 11 月 12 日数据）

## 5 风险提示

**市场需求波动：**受全球经济环境及消费周期波动影响，若国内外终端消费修复不及预期，将导致下游家居建材及装饰品需求减弱，从而影响公司产品销售。

**产能拓展不及预期：**随着公司海外工厂（如越南、马来西亚）逐步投产，若后续产能爬坡进度不及预期，可能导致订单交付能力受限，影响收入增长。

**海外关税加剧：**国际贸易争端加剧，提高海外关税，将推高公司出口成本、削弱价格竞争力，影响海外订单稳定性。

**汇率大幅波动风险：**公司外销收入占比较高，以美元货币结算为主。若人民币汇率出现较大幅度波动，将直接影响公司出口产品的结算收益与成本端压力。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,426</b>	<b>3,828</b>	<b>4,368</b>	<b>4,980</b>
现金	1,170	1,486	1,841	2,275
交易性金融资产	802	802	802	802
应收账款	448	462	563	636
其它应收款	27	29	34	39
预付账款	165	184	210	240
存货	357	407	460	529
其他	458	458	458	458
<b>非流动资产</b>	<b>2,080</b>	<b>2,017</b>	<b>1,899</b>	<b>1,780</b>
金融资产类	399	399	399	399
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,098	980	862	744
无形资产	162	162	162	162
在建工程	191	191	191	191
其他	229	284	284	284
<b>资产总计</b>	<b>5,506</b>	<b>5,845</b>	<b>6,266</b>	<b>6,760</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,416</b>	<b>2,478</b>	<b>2,565</b>	<b>2,653</b>
短期借款	1,906	1,906	1,906	1,906
应付款项	355	365	434	487
预收账款	0	0	0	0
其他	156	207	225	261
<b>非流动负债</b>	<b>555</b>	<b>558</b>	<b>558</b>	<b>558</b>
长期借款	508	508	508	508
其他	47	50	50	50
<b>负债合计</b>	<b>2,972</b>	<b>3,036</b>	<b>3,123</b>	<b>3,211</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	<b>2,534</b>	<b>2,809</b>	<b>3,143</b>	<b>3,549</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,506</b>	<b>5,845</b>	<b>6,266</b>	<b>6,760</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>298</b>	<b>376</b>	<b>374</b>	<b>458</b>
净利润	307	298	357	434
折旧摊销	121	118	118	118
财务费用	(8)	0	0	0
投资损失	(6)	(4)	(7)	(7)
营运资金变动	(109)	(41)	(97)	(90)
其它	(7)	5	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>(490)</b>	<b>(55)</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
资本支出	(277)	(3)	(2)	(2)
长期投资	(217)	0	0	0
其他	4	(52)	7	7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(23)</b>	<b>(28)</b>
短期借款	610	0	0	0
长期借款	508	0	0	0
其他	(1,129)	(10)	(23)	(28)
<b>现金净增加额</b>	<b>(142)</b>	<b>316</b>	<b>355</b>	<b>434</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,924</b>	<b>3,356</b>	<b>3,869</b>	<b>4,494</b>
营业成本	2,199	2,470	2,810	3,221
营业税金及附加	16	20	23	27
营业费用	129	164	203	243
管理费用	213	249	294	351
研发费用	123	142	174	202
财务费用	(61)	0	0	0
资产减值损失	(15)	0	0	0
公允价值变动损益	28	0	0	0
投资净收益	6	4	7	7
其他经营收益	6	8	8	7
<b>营业利润</b>	<b>322</b>	<b>323</b>	<b>380</b>	<b>465</b>
营业外收支	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	<b>321</b>	<b>320</b>	<b>378</b>	<b>462</b>
所得税	13	22	21	28
<b>净利润</b>	<b>307</b>	<b>298</b>	<b>357</b>	<b>434</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>307</b>	<b>298</b>	<b>357</b>	<b>434</b>
EBITDA	348	438	496	581
EPS（最新摊薄）	1.58	1.54	1.84	2.24

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.09%	14.78%	15.30%	16.16%
营业利润	46.88%	0.14%	17.72%	22.35%
归属母公司净利润	57.07%	-2.89%	19.66%	21.55%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.80%	26.41%	27.38%	28.33%
净利率	10.51%	8.89%	9.23%	9.66%
ROE	12.13%	10.62%	11.36%	12.23%
ROIC	4.40%	5.69%	6.40%	7.26%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.97%	51.94%	49.84%	47.50%
净负债比率	49.15%	33.70%	18.82%	4.43%
流动比率	1.42	1.54	1.70	1.88
速动比率	1.01	1.12	1.26	1.41
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.61	0.59	0.64	0.69
应收账款周转率	7.82	7.38	7.55	7.50
应付账款周转率	7.33	6.86	7.03	6.99
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.58	1.54	1.84	2.24
每股经营现金	1.53	1.94	1.93	2.36
每股净资产	13.06	14.48	16.20	18.29
<b>估值比率</b>				
P/E	19.51	20.09	16.79	13.81
P/B	2.37	2.13	1.91	1.69
EV/EBITDA	19.86	15.84	13.28	10.60

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>