

塑料再生装饰建材或开启公司再成长

华泰研究

2025 年 12 月 10 日 | 中国内地

深度研究

环保及水务

英科再生是国内塑料回收再生利用领域龙头，已实现全产业链布局。装饰建材在全球具有广阔市场空间，且塑料制品渗透率提升有望带来长期增量。依托越南产能弹性、20-25%渠道复用及“一站式+设计研发”体系，我们认为公司装饰建材有望迎来 30%+的 2025-28E 营收 CAGR，且维持 30%左右的高毛利率水平，为公司开启新一轮业绩高成长，上调至“买入”评级。

全球需求扩张与塑料渗透提升驱动装饰建材市场空间提升

全球墙面/地面装饰材料市场空间可观，QYresearch/ Statista 预计 2028 年分别达 1850/4393 亿美元，对应 2025-28 年 CAGR7.6%/4.7%。若欧洲+北美维持 2024 年市占率，两大区域市场空间有望达 999/1762 亿美元。与此同时，塑料制品渗透率仍偏低：2024 年全球塑料制新型易安装墙板市场份额仅 8.4%，但综合性能和成本较其他材料优势显著，我们测算若 2028 年渗透率较 2024 年提升 1pp，全球塑料制新型易安装墙板市场规模 CAGR 将在全球墙面装饰材料市场规模 CAGR7.6%的基础上额外提升 3.1pp。

产能、渠道及产品体系优势支撑公司塑料再生装饰建材高速增长

公司具备明显的内部放量基础。1) 产能端，越南清化二、三期新增 4.5 万吨/6 万吨产能，且园区仍有空间，可在订单超预期时快速扩线；2) 渠道端，装饰建材主要销往非美市场，美国仍具显著开拓空间，同时成品框渠道可复用 20-25%，显著降低进入新市场的成本与速度；3) 公司具备“一站式墙面装饰方案”与“持续产品开发能力”，结合再生材料的绿色优势，形成壁垒更高的体系化竞争力，保障盈利能力的相对稳定性。

再生 PS 粒子出海与 PET 产线技改将推动再生塑料粒子盈利修复

再生塑料业务整合后盈利改善趋势清晰。再生 PS 粒子因 2023 年以来油价和国内需求走弱，毛利率从 15%+下滑至 2024 年 7.6%，但公司正拓展海外高毛利渠道，并逐步聚焦再生制品。再生 PET 方面，马来西亚 5 万吨产能受新料价格更低影响盈利承压，公司预计通过技改、降本增效改善现有项目表现。随着再生 PS 粒子出海结构优化、再生 PET 运营效率提升，公司再生塑料业务有望自 2026 年进入稳定修复周期。

我们与市场观点不同之处

市场担忧公司境外收入占比高，易受国际贸易政策波动影响，但我们认为其业绩目标可实现性较强：1) 公司采取“中国+东南亚”多基地布局，生产成本与关税敏感度显著分散；2) 其一站式墙面解决方案与持续产品创新构筑差异化竞争优势，提高渠道黏性与定价力，有利于保持较为稳定的盈利能力。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-28 年归母净利润为 3.08/3.79/4.58/5.56 亿元（较前次 2025-27 年预测值调整幅度为-2.8%/+2.3%/+3.4%，主要考虑 2025 年人民币升值或造成公司汇兑损失，2026-27 年再生塑料业务毛利率有望通过海外销路拓展、技改和降本增效等措施改善），对应 EPS 为 1.59/1.95/2.36/2.87 元，参考可比公司 2026E Wind 一致预期 PE18.2x，考虑到公司全产业链布局抗风险波动能力强、全球化布局成长空间大，我们给予公司 20.5x 2026E PE，目标价 40.04 元（前值：31.46 元基于 19.3x25EPE），上调至“买入”评级（美国为公司成品框核心市场和装饰建材未来拓展区域，参考 19-20 年降息提振效应，本轮降息或催化美国家装需求和公司业绩提升）。

风险提示：境外销售收入占比较高风险、原材料跨国供应风险、塑料回收政策变动风险、在建项目建设进度不及预期风险、测算与实际存在偏差风险。

投资评级(上调):

买入

目标价(人民币):

40.04

王玮嘉

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

研究员
wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

研究员
huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

研究员
liyalin018092@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

胡知*

SAC No. S0570523120002

研究员
huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪*

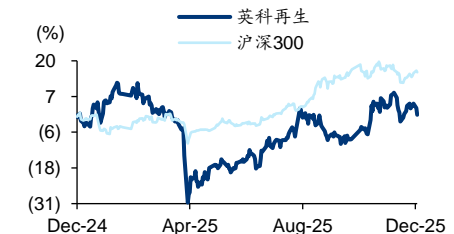
SAC No. S0570124070105

联系人
kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价(人民币 截至 12 月 9 日)	28.86
市值(人民币百万)	5,600
6 个月平均日成交额(人民币百万)	62.61
52 周价格范围(人民币)	19.99-32.33

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	2,924	3,367	3,921	4,602
+/-%	19.09	15.18	16.43	17.39
归属母公司净利润(百万)	307.32	307.82	378.99	458.38
+/-%	57.07	0.16	23.12	20.95
EPS(最新摊薄)	1.58	1.59	1.95	2.36
ROE(%)	12.88	11.49	12.62	13.47
PE(倍)	18.22	18.19	14.78	12.22
PB(倍)	2.21	1.98	1.76	1.55
EV EBITDA(倍)	14.85	12.94	10.48	8.51
股息率(%)	0.35	0.35	0.35	0.35

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,456	3,426	3,746	4,001	4,291
现金	1,312	1,170	1,441	1,643	1,878
应收账款	299.87	447.98	470.37	493.89	518.59
其他应收账款	19.69	26.67	28.00	29.40	30.87
预付账款	135.57	164.56	172.78	181.42	190.49
存货	305.04	357.00	374.85	393.59	413.27
其他流动资产	384.29	1,260	1,260	1,260	1,260
非流动资产	1,560	2,080	2,264	2,470	2,661
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	960.72	1,098	1,281	1,472	1,636
无形资产	162.97	162.35	171.09	181.07	195.24
其他非流动资产	436.68	819.25	811.84	817.02	829.63
资产总计	4,017	5,506	6,011	6,471	6,952
流动负债	1,725	2,416	2,576	2,643	2,707
短期借款	1,295	1,906	1,906	1,906	1,906
应付账款	244.91	354.63	372.37	390.98	410.53
其他流动负债	184.48	156.13	298.27	345.93	390.57
非流动负债	53.39	555.38	610.95	645.52	623.45
长期借款	0.00	507.89	563.46	598.03	575.96
其他非流动负债	53.39	47.50	47.50	47.50	47.50
负债合计	1,778	2,972	3,187	3,288	3,330
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	187.77	187.23	194.05	194.05	194.05
资本公积	767.16	753.24	753.24	753.24	753.24
留存公积	1,327	1,599	1,887	2,247	2,686
归属母公司股东权益	2,239	2,534	2,823	3,183	3,622
负债和股东权益	4,017	5,506	6,011	6,471	6,952

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	291.57	297.82	357.40	444.78	547.46
净利润	195.65	307.32	307.82	378.99	458.38
折旧摊销	104.62	121.02	124.95	154.22	183.63
财务费用	(30.61)	(60.55)	(12.76)	(24.40)	(29.03)
投资损失	(0.95)	(6.36)	(6.36)	(6.36)	(6.36)
营运资金变动	(31.80)	(105.99)	(37.83)	(40.80)	(44.19)
其他经营现金	54.67	42.38	(18.41)	(16.87)	(14.98)
投资活动现金	(286.42)	(489.80)	(275.10)	(325.81)	(340.24)
资本支出	(260.76)	(281.89)	(308.72)	(359.29)	(373.52)
长期投资	(35.41)	(216.68)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	9.75	8.77	33.61	33.47	33.29
筹资活动现金	537.49	(10.20)	188.14	83.42	28.22
短期借款	910.87	610.42	0.00	0.00	0.00
长期借款	(57.86)	507.89	55.57	34.57	(22.07)
普通股增加	53.14	(0.54)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(65.90)	(13.93)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(302.76)	(1,114)	132.57	48.85	50.29
现金净增加额	556.24	(142.12)	270.44	202.39	235.44

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,455	2,924	3,367	3,921	4,602
营业成本	1,824	2,199	2,528	2,925	3,413
营业税金及附加	15.27	16.29	18.77	21.85	25.65
营业费用	125.99	128.56	148.08	172.40	202.37
管理费用	185.91	213.06	245.40	285.71	335.38
财务费用	(30.61)	(60.55)	(12.76)	(24.40)	(29.03)
资产减值损失	(12.98)	(14.64)	(16.86)	(19.63)	(23.04)
公允价值变动收益	1.75	27.95	27.95	27.95	27.95
投资净收益	0.95	6.36	6.36	6.36	6.36
营业利润	219.28	322.07	322.58	396.88	479.74
营业外收入	0.30	0.65	0.65	0.65	0.65
营业外支出	3.66	1.94	1.94	1.94	1.94
利润总额	215.92	320.77	321.29	395.58	478.45
所得税	20.26	13.45	13.48	16.59	20.07
净利润	195.65	307.32	307.82	378.99	458.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	195.65	307.32	307.82	378.99	458.38
EBITDA	309.34	408.66	463.38	560.21	664.70
EPS (人民币, 基本)	1.05	1.65	1.59	1.95	2.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	19.41	19.09	15.18	16.43	17.39
营业利润	(11.59)	46.88	0.16	23.03	20.88
归属母公司净利润	(15.22)	57.07	0.16	23.12	20.95
获利能力 (%)					
毛利率	25.69	24.80	24.93	25.40	25.84
净利率	7.97	10.51	9.14	9.67	9.96
ROE	9.07	12.88	11.49	12.62	13.47
ROIC	9.21	9.89	10.81	12.03	13.34
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.26	53.97	53.03	50.81	47.90
净负债比率 (%)	2.04	50.18	42.34	33.66	23.59
流动比率	1.42	1.42	1.45	1.51	1.59
速动比率	0.97	1.01	1.06	1.12	1.19
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.61	0.58	0.63	0.69
应收账款周转率	9.25	7.82	7.33	8.13	9.09
应付账款周转率	7.99	7.33	6.95	7.66	8.52
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.58	1.59	1.95	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.53	1.84	2.29	2.82
每股净资产(最新摊薄)	11.54	13.06	14.55	16.40	18.66
估值比率					
PE (倍)	28.62	18.22	18.19	14.78	12.22
PB (倍)	2.50	2.21	1.98	1.76	1.55
EV EBITDA (倍)	18.14	14.85	12.94	10.48	8.51

正文目录

投资要点	4
装饰建材或将迎来 30%+ 的 2025-28E 营收 CAGR	4
再生塑料盈利能力有望自 2026 年起改善	4
我们与市场观点不同之处	4
英科再生：再生塑料制品出海先锋，装饰建材业务强势增长	5
实控人刘方毅，塑料回收再生利用全产业链布局	5
境外收入为主，再生塑料制品带动营收快速增长	7
行业：装饰建材市场空间和再生制品渗透率双提升逻辑	10
全球装饰建材市场 2025-2028 年有望保持中高个位数增长	10
以塑代木/以塑代石，塑料制品在全球装饰建材市场渗透率具备提升潜力	11
美国降息，或将刺激家装消费需求增长	12
核心优势：对内股权激励、对外定价能力及复用渠道齐发力	14
全球化战略弱化国际政策变化影响	14
一站式解决方案和持续的产品设计开发构筑定价能力	15
复用渠道优势助力装饰建材业务扩张	15
内部股权激励增强业绩目标可实现性	15
盈利预测与估值	17
风险提示	20

投资要点

英科再生是国内塑料回收再生利用领域龙头，覆盖再生塑料全产业链。公司深耕行业多年、技术积淀深厚，回收与销售渠道覆盖全球、保障原材料的稳定充足供应，越南工厂布局加速、有望减弱中美贸易摩擦对公司业务影响。公司未来将聚焦更多再生塑料终端产品的开发和销售，2025-2028 年，历史优势业务成品框的营收有望保持 10% 左右 CAGR，装饰建材业务营收在全球广阔的市场需求下或将迎来 30% 以上 CAGR，为公司提供充足成长动能。

装饰建材或将迎来 30%+ 的 2025-28E 营收 CAGR

装饰建材业务有望迎来 30%+ 的 2025-28E 营收 CAGR 的外部驱动：1) 全球市场空间大。公司产品销往全球，但根据公司招股书，其欧洲、北美洲市场 2020 年收入合计占比高达 61.5%。根据 QYresearch/Statista 预测，2028 年全球墙面/地面装饰材料市场规模有望达 1850/4393 亿美元，2025-28 年 CAGR 7.6%/4.7%，我们测算若欧洲和北美洲维持 2024 年市占率，上述两大洲墙面/地面装饰材料市场规模合计有望达 999/1762 亿美元；2) 塑料制品的渗透率提升。根据 QYresearch 数据统计，2024 年，全球塑料制新型易安装墙板市场份额合计仅 8.4%。但塑料制品在性能和成本对比中优势显著。我们测算若 2028 年塑料制新型易安装墙板市占率较 2024 年提升 1pp，其 2025-2028 年市场规模 CAGR 将在全球墙面装饰材料市场规模 CAGR 7.6% 的基础上额外提升 3.1pp。

内部支撑来源于：1) 产能端不受限，核心是订单。公司在建越南清化二期、三期包含年产 4.5/6 万吨的装饰建材产能，且越南生产基地仍有空余位置，若订单超预期，可快速加装生产线匹配订单需求；2) 美国市场待开拓，渠道端 20-25% 复用优势。公司装饰建材目前主要销售于非美市场，美国市场开拓有望进一步为公司提供订单增量。公司在切入装饰建材领域时，能够充分借助现有成品框渠道，未来将实现装饰建材与成品框 20-25% 的渠道复用；3) 公司依托“家居墙面装饰一站式解决方案”与“持续的产品开发与设计能力”，在行业中形成了独特的体系化竞争优势，再生装饰建材更是具有绿色附加值。

再生塑料盈利能力有望自 2026 年起改善

公司 2025 年开始将再生 PS 粒子和再生 PET 粒子/片材的生产销售业务合并为再生塑料业务进行披露。1) 再生 PS 粒子因 2023 年以来油价下降、国内需求较低等原因盈利承压，毛利率自 2022 年以前的 15% 以上下降至 2024 年的 7.6%。一方面，公司正努力拓展再生 PS 粒子海外高毛利率销售渠道，另一方面，公司未来将更聚焦再生塑料制品，因此再生 PS 粒子业务未来销量可能难以大幅提升，但盈利能力将逐步改善。2) 马来西亚 5 万吨再生 PET 粒子和片材因较新料价格更高，投产后盈利能力较预期有一定偏差，公司将通过技改及降本增效提升该项目盈利能力。

我们与市场观点不同之处

市场普遍担忧英科再生境外收入占比高，易受国际贸易政策波动影响，但我们认为其业绩目标仍具较强可实现性。一方面，公司采取“中国+东南亚”多基地布局，生产成本与关税敏感度显著分散；另一方面，其一站式墙面解决方案与持续产品创新构筑差异化竞争优势，提高渠道黏性与定价力，从而在有望政策扰动下依然保持较为稳定的盈利能力。

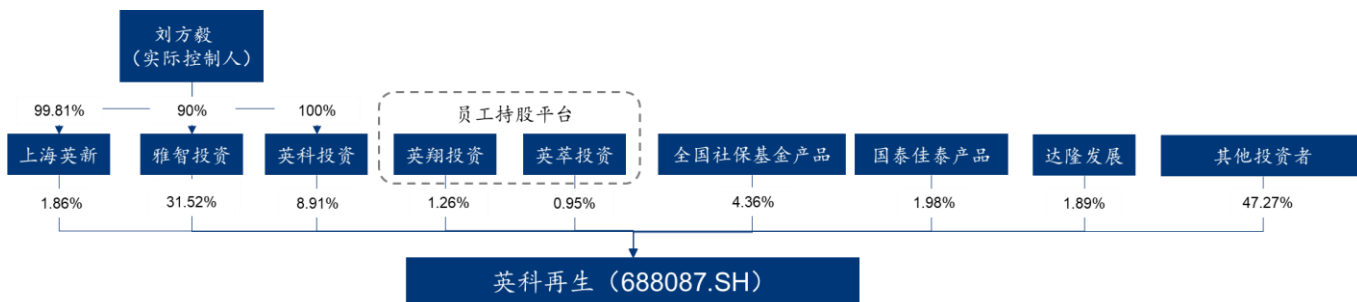
英科再生：再生塑料制品出海先锋，装饰建材业务强势增长

英科再生实控人为刘方毅先生，布局塑料回收再生利用全产业链，营收主要来源于成品框、装饰建材和再生塑料粒子销售。公司整体业绩保持良好的增长势头，2020-2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 高达 18.1%/26.4%。2023 年以来装饰建材业务增速亮眼，截至 1H25，公司装饰建材业务收入占比为 37.3%，与公司目前第一大业务成品框营收占比差距收窄至 3.5pp。1H25，公司归母净利润同比-6.0%主要是再生塑料粒子业务承压，随着海外 PS 粒子销售渠道打开及 PET 产线降本增效，该业务盈利能力或将陆续回升，公司归母净利润增速有望恢复稳健增长。

实控人刘方毅，塑料回收再生利用全产业链布局

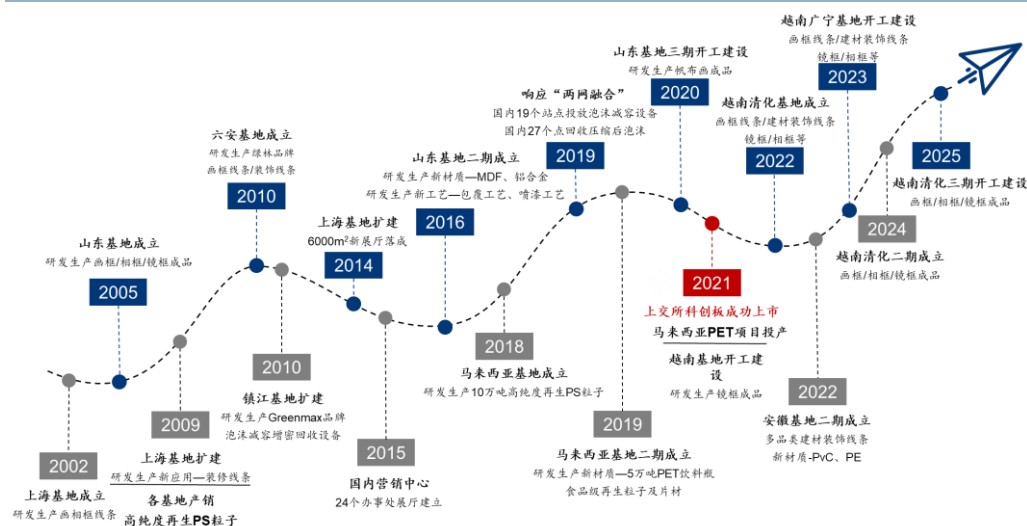
英科再生控股股东为雅智投资，实控人为刘方毅先生。英科再生的前身淄博英科框业有限公司（英科有限）成立于 2005 年 3 月，实际控制人为刘方毅先生。2011 年 12 月英科有限通过净资产折股整体变更成立英科再生，英科再生继承了原英科有限的股权结构。2021 年 7 月 9 日，英科再生于上交所科创板首发上市。截至 2025 年三季度末，实际控制人刘方毅先生合计持有英科再生 39.21% 的股份。

图表1：公司股权结构图（截至 2025 年三季度末）



资料来源：Wind、华泰研究

图表2：公司发展历程



资料来源：公司官网、华泰研究

英科再生是一家致力于可再生塑料的回收、再生、利用业务的循环经济企业。公司目前主要收入来源于再生 PS 塑料制品（成品框以及装饰建材）和再生塑料粒子的销售。业务开展模式包括可再生塑料的回收、再生、利用。

- 1) 塑料回收：公司在全球累计超过 1300 多个回收网点采购可再生塑料原料。
 PS：针对回收中产生的体积大、运输成本高等难点，公司自主开发并向回收点出售节能高效的 PS 泡沫减容机等回收设备，有效降低了仓储、运输成本，获得设备销售利润的同时保障了稳定的原材料来源，实现双赢的良性互动模式。
 PET：公司储备了 PET 回收设备技术，在现有全球回收网络基础上回收以 PET 瓶为主的可再生 PET 塑料。
- 2) 塑料再生：
 PS：公司将采购的可再生塑料，经过改性造粒技术制成再生塑料粒子。目前公司生产的再生 PS 粒子，一部分直接销售给下游塑料制品企业，另一部分自用制成再生塑料制品。
 PET：公司将回收的 PET 瓶砖，经过破碎、清洗、脱标、自动分选、造粒、增粘等环节，制得再生 PET 粒子。公司在马来西亚“5 万吨/年 PET 回收再生项目”，产品可以分为食品级再生粒子、纤维级再生粒子及片材三类。
- 3) 再生塑料利用：公司通过独创的模具、微发泡共挤技术，研发更具消费品属性的家居装饰品。公司致力于为顾客提供一站式、多材质家居墙面装饰解决方案，形成了成品框（镜框、相框、画框）和装饰建材两大终端利用产品方向。

图表3：公司塑料循环利用商业模式



资料来源：公司官网、华泰研究

图表4：再生塑料—PS, PET, PE 高值化再生

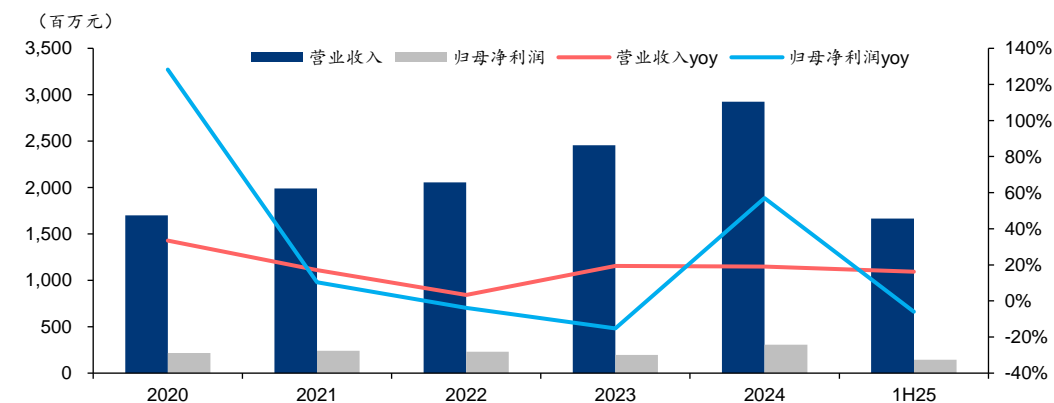


资料来源：公司官网、华泰研究

境外收入为主，再生塑料制品带动营收快速增长

2020-2024 年公司营收持续增长，归母净利润受 PET 业务扰动。公司整体业绩保持良好的增长势头，2020-2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 高达 18.1%/26.4%。2022 年在外部环境扰动下营收仍实现 3.3% 同比增速，原材料价格上涨等因素导致归母净利润同比小幅下降 3.8%。2023 年装饰建材业务收入同比大幅增长 32.6%，带动公司整体营收同比+19.4%，归母净利润同比-15.2% 主要是马来西亚 PET 产线亏损。2024 年公司越南项目一期实现满产满销，成品框、装饰建材业务（统称：再生塑料制品）营收同比增长 24.4%/31.5% 带动公司整体盈利大幅修复。1H25，公司归母净利同比-6.0% 主要是再生塑料粒子业务承压，随着海外 PS 粒子销售渠道打开及 PET 产线降本增效，该业务盈利能力有望陆续回升。

图表5：2020-2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 高达 18.1%/26.4%

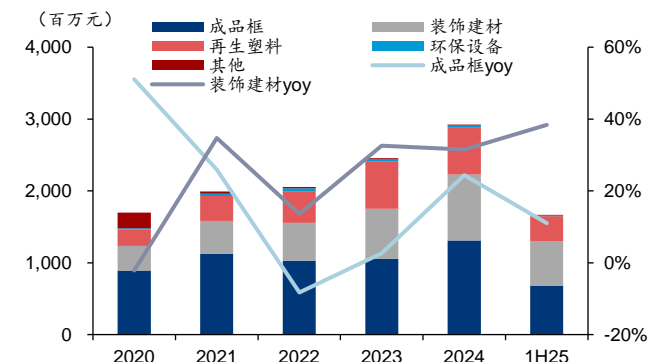


注：2020 年归母净利润包含一次性防护面罩业务

资料来源：公司公告、华泰研究

装饰建材业务收入快速增长推动其营收占比提升至 1H25 的 37.3%。2023 年以来，公司装饰建材业务收入保持 30% 以上同比增速，截至 1H25，公司装饰建材业务收入占比为 37.3%，同比+6.0pp，较 2020 年提升 17.1pp，与公司目前第一大业务成品框营收占比差距收窄至 3.5pp。2023-2024 年装饰建材业务毛利率稳定在 30.5% 左右，较高的毛利率水平促使其对毛利贡献度显著高于营收。环保设备和其他业务毛利率水平虽较高，但营收占比低。成品框作为公司传统优势业务，营收经历 2022 年的同比下滑后陆续修复至双位数增长，毛利率水平虽缓慢下行但仍保持 30% 左右的较高水平。

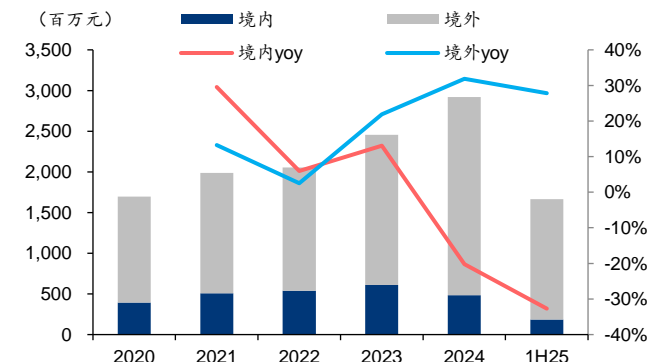
图表6：装饰建材业务收入快速增长，营收占比稳步提升



注：2020 年其他板块收入包含一次性防护面罩业务

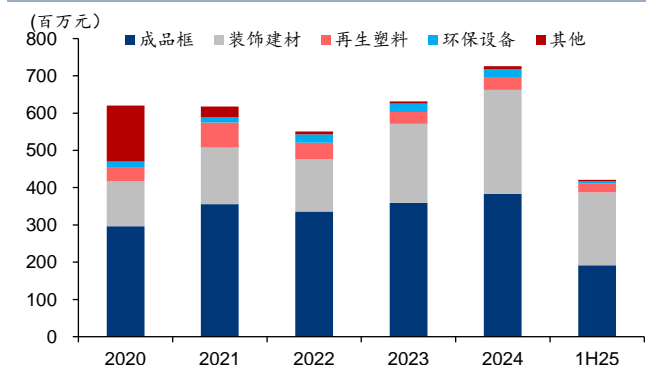
资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：境外收入占比 74% 以上，境内收入规模 2024 年以来缩减



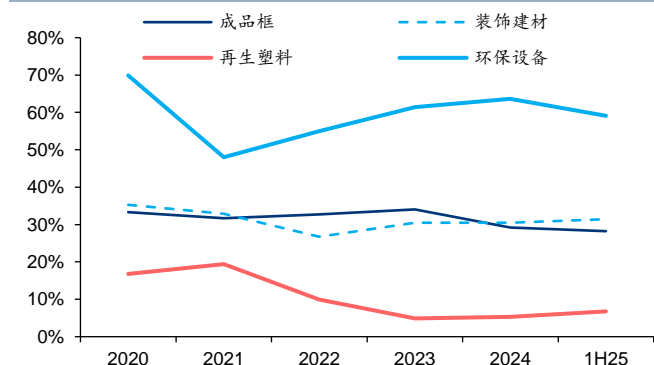
资料来源：公司公告、华泰研究

图表8：2023 年以来装饰建材业务毛利贡献显著高于营收占比



资料来源：公司公告、华泰研究

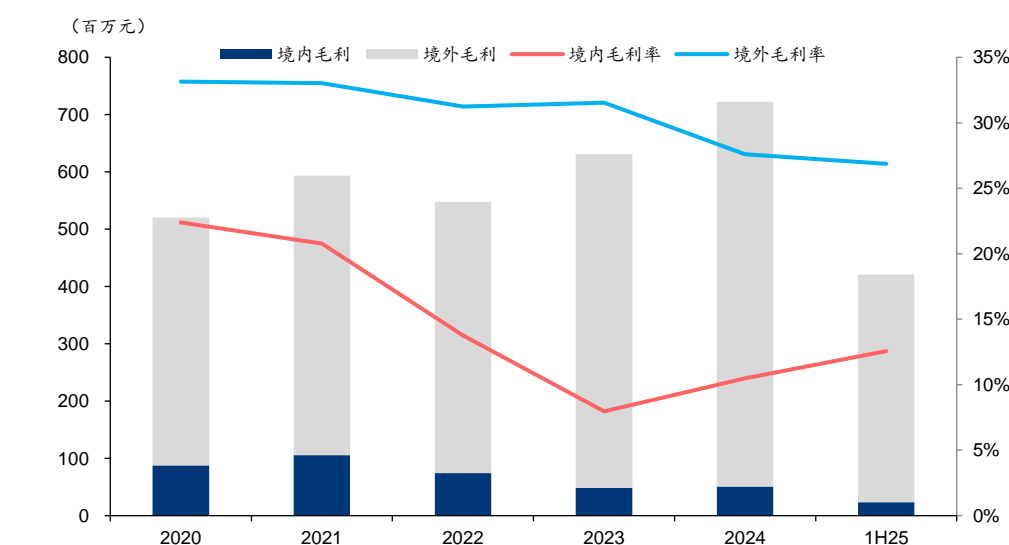
图表9：成品框和装饰建材毛利率小幅波动



资料来源：公司公告、华泰研究

境外收入占公司营收的 74% 以上，外销为主的再生塑料制品支撑境外高毛利率。2020-2024 年公司境外收入占比在 74% 以上，且实现持续增长。2024 年 1H25 公司境内收入同比 -20.2%/-32.7%，我们认为主要是再生粒子与新料粒子具有替代性，再生粒子在新料粒子价格上涨周期有利，但 2024 年 8 月以来油价持续下降，截至 2025 年 10 月英国布伦特原油现货价格为 65.01 美元/桶，同比-14.3%，较 2024 年 7 月下降 23.9%。因公司毛利率较高的成品框、装饰建材以外销为主，2020-2024 年公司境外业务毛利率在 30% 左右的较高水平。

图表10：成品框、装饰建材外销为主，支撑境外相对高毛利率

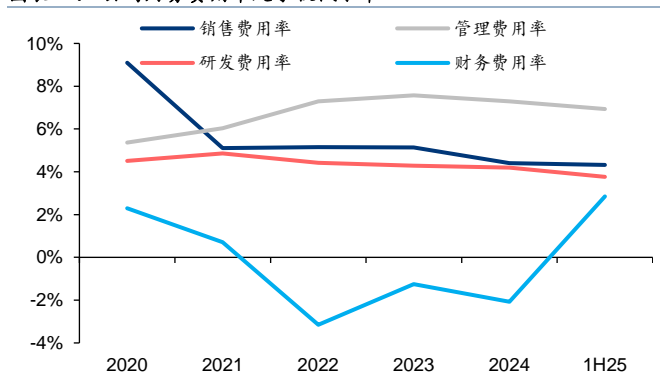


资料来源：公司公告、华泰研究

公司期间费用率控制较优，财务费用率低。2021 年公司销售费用率同比-4pp 至 5.1% 主要是 2021 年 1 月 1 日起将为履行客户销售合同而发生的运输成本从“销售费用”重分类至“营业成本”，2021-2023 年公司销售费用率维持在 5.1%-5.2%，2024 年销售费用率同比下降 0.7pp 至 4.4% 主要是营收同比大幅增长，销售费用中薪酬支出同比下降 12.3% 至 0.72 亿元。公司研发费用率保持较高水平且相对平稳，2020-2024 年平均数为 4.5%。公司管理费用率有所波动，我们认为主要是为实现全球化经营，公司管理投入较为刚性，但营收同比增速有所波动。公司财务费用率较低，2022-2024 年甚至为负，主要是产生了一定汇兑收益。

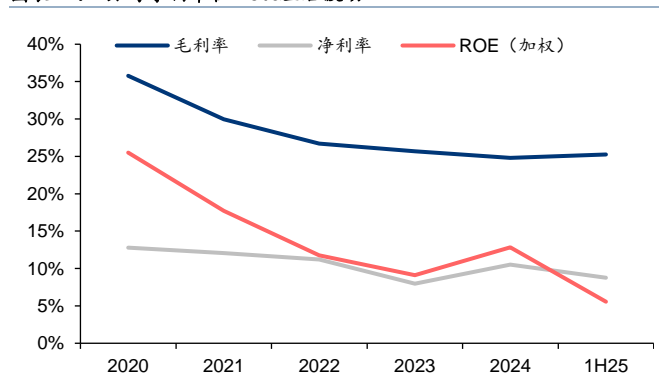
公司净利率在 10% 左右波动，盈利指标较 2020 年差异主要是一次性防护面罩业务影响。2020 年公司为关联方英科医疗代工一次性防护面罩，实现收入 2 亿元，毛利率达 66.2%，该业务已于 2020 年 12 月完全终止，因此 2020 年公司盈利能力指标显著更高。2022-2023 年公司盈利能力下行主要是成本端上游大宗商品、物流价格上涨，收入端欧美家居行业处于去库存阶段。2024 年公司盈利能力回升一方面由于越南项目一期满产满销，装饰建材和成品框业务带动业绩提升，另一方面严控期间费用增长，汇率波动导致汇兑损益变化及利息收入增加。

图表11：公司财务费用率处于较低水平



资料来源：公司公告、华泰研究

图表12：公司净利率在 10% 左右波动



资料来源：公司公告、华泰研究

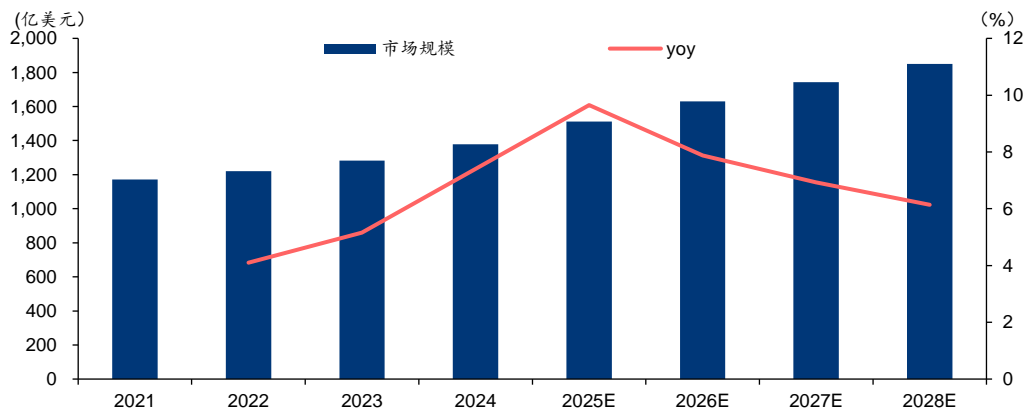
行业：装饰建材市场空间和再生制品渗透率双提升逻辑

前文我们分析成品框和装饰建材是公司最为核心的收入、利润来源，2023 年以来装饰建材业务的发展势如破竹，因此本章我们将重点分析全球墙面、地面装饰材料市场规模增长空间和塑料再生装饰建材产品的渗透率提升。

全球装饰建材市场 2025-2028 年有望保持中高个位数增长

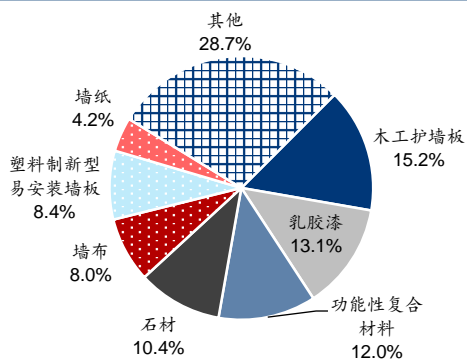
2028 年全球墙面装饰材料市场规模有望达 1850 亿美元，2025-2028 年 CAGR7.6%。根据 QYresearch 数据统计，2024 年全球墙面装饰材料市场规模为 1378 亿美元，同比增长 7.4%；细分产品市场份额中，木工护墙板最高，为 15.2%，而塑料制新型易安装墙板市场份额仅 8.4%；分区域市场份额视角，亚洲最大（40.0%），欧洲和北美市场份额合计占比为 54.0%。根据 QYresearch 预测，2028 年全球墙面装饰材料市场规模有望达 1850 亿美元，2025-2028 年 CAGR7.6%。若假设欧洲和北美洲市场份额与 2024 年持平，2028 年欧洲和北美洲墙面装饰材料市场规模将从 2024 年的 400/345 亿美元增长至 2028 年的 537/463 亿美元。

图表13：2025E-2028E 全球墙面装饰材料市场规模 CAGR 有望达到 7.6%



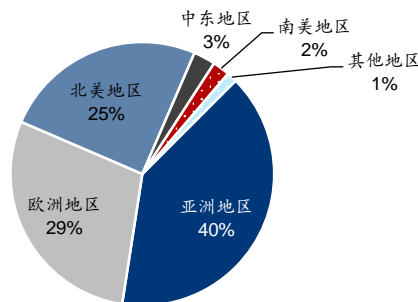
资料来源：QYResearch、华泰研究

图表14：2024 年全球墙面装饰材料细分产品市场份额



注：塑料制新型易安装墙板包括 WPC/SPC 等墙面材料
资料来源：QYResearch、华泰研究

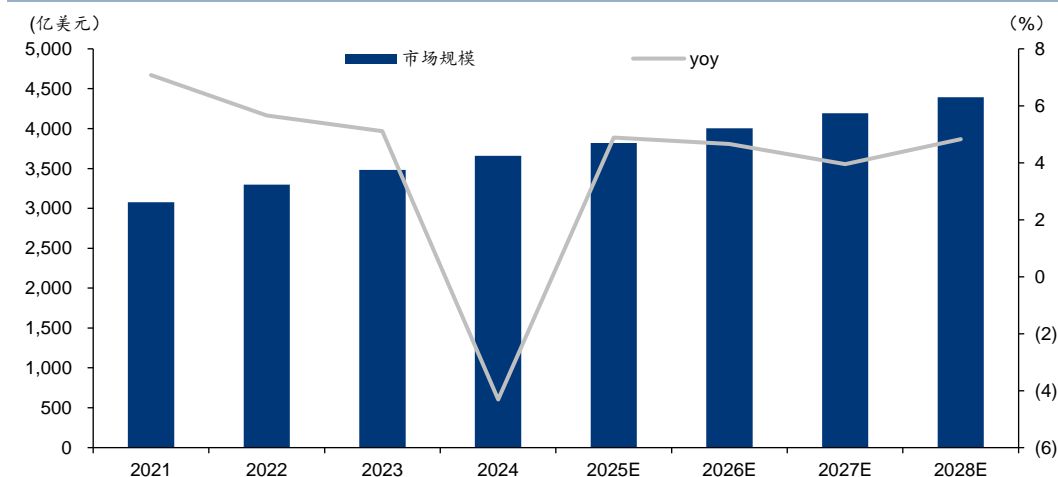
图表15：2024 年全球墙面装饰材料区域市场份额占比



资料来源：QYResearch、华泰研究

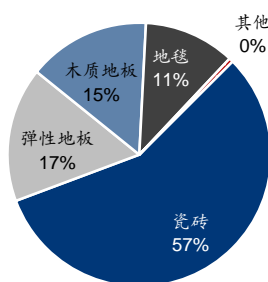
2028 年全球地面装饰材料市场规模有望达 4393 亿美元，2025-2028 年 CAGR4.7%。2024 年全球地面装饰材料市场规模为 3660 亿美元，同比下降 4.3%；细分产品市场份额中，瓷砖市场份额显著领先于其他材料，为 56.8%，弹性地板市场份额为 16.5%；分区域市场份额视角，亚洲最大（52.2%），欧洲和北美市场份额合计占比为 40.1%。根据 Statista 数据，2028 年全球地面装饰材料市场规模有望达 4393 亿美元，2025-2028 年 CAGR4.7%。若假设欧洲和北美洲市场份额与 2024 年持平，2028 年欧洲和北美洲地面装饰材料市场规模将从 2024 年的 805/659 亿美元增长至 2028 年的 969/793 亿美元。

图表16：2025E-2028E 全球地面装饰材料市场规模 CAGR 有望达到 4.7%



资料来源：Statista、华泰研究

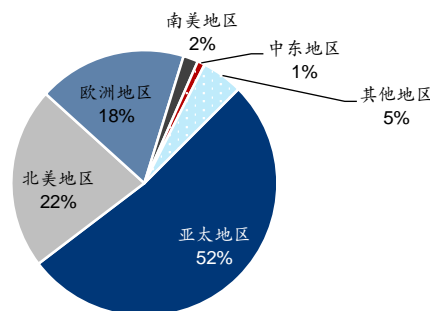
图表17：2024 年全球地面装饰材料细分产品市场份额



注：弹性地板包括 PVC/橡胶/SPC 等材质

资料来源：Statista、华泰研究

图表18：2024 年全球地面装饰材料区域市场份额占比



资料来源：Statista、华泰研究

以塑代木/以塑代石，塑料制品在全球装饰建材市场渗透率具备提升潜力

塑料制新型易安装墙板在综合性能及年均使用成本层面均呈现显著优势。塑料制新型易安装墙板具有防水性佳、耐磨、防火等级较高、安装速度快、使用寿命较长等特性，适用于多种空间装饰。若在其中添加使用再生塑料粒子，环保性能将进一步增强。从单一材料成本角度看，PVC 墙板更便宜，但 PVC 墙板使用寿命低，从年均综合使用成本层面，塑料制新型易安装墙板或更低。

图表19：不同类型墙面装饰材料性能对比

材料	装饰档次	防水	防火等级	强度 / 耐磨	环保性	重量	安装速度	材料成本	使用寿命	适用区域
PVC 墙板	中	★★★	B1-B2	★★	中	轻	快	低	5 - 10 年	卧室、客厅、走廊、隔断
SPC 墙板	中高	★★★★★	B1/A2 (部分)	★★★★★	中	中重	快	中	20 - 30 年	厨房、浴室、潮湿区域、商业空间
WPC 墙板	中高	★★★★★	B1	★★★★	中	中	中等	中	15 - 30 年	客厅、户外墙面
乳胶漆	中	★	B2	★	低 VOC	极轻	极快	低	5 - 10 年	室内干燥区域
墙纸	中	★★	B2	★★	中	极轻	快	低-中	10 - 15 年	卧室、客厅
实木墙板	高	★★	B2-B3	★★★★	取决于胶水	重	慢	高	20 - 50 年	客厅、卧室
瓷砖	高	★★★★★	A1	★★★★★	中	很重	慢	高	30 - 50 年	厨房、浴室
大理石	最高	★★★★★	A1	★★★★★	中	最重	最慢	很高	30 - 50 年	高端商业、浴室

资料来源：Home Depot 官网、美国 ASTM 材料标准、欧洲 EN 建材标准、Wood Plastic Composite Handbook、Interior Finishing Handbook、GB 8624 《建筑材料及制品燃烧性能分级》、华泰研究

考虑塑料制装饰建材性能优、消费者年均使用成本低特性，我们认为其市场渗透将提升。我们测算在 2025-2028 年全球墙面装饰材料市场规模 CAGR6.1%-9.1%，塑料制新型易安装墙板 2028 年市场份额 8.4%-11.4%的情况下，塑料制新型易安装墙板 2028 年市场规模为 147-223 亿美元，2025-2028 年市场规模 CAGR 为 6.1%-17.8%。

图表20：塑料制新型易安装墙板 2028 年市场规模敏感性分析（亿美元）

	塑料制新型易安装墙板 2028 年市场份额				
	8.4%	9.4%	10.4%	11.4%	
2025-2028 年全球墙 6.1%	147	165	182	200	
面装饰材料市场规 6.6%	150	168	186	203	
模 CAGR 7.1%	153	171	189	207	
7.6%	156	174	193	211	
8.1%	159	177	196	215	
8.6%	162	181	200	219	
9.1%	165	184	204	223	

资料来源：QYresearch、华泰研究预测

图表21：塑料制新型易安装墙板 2025-2028 年市场规模 CAGR 敏感性分析

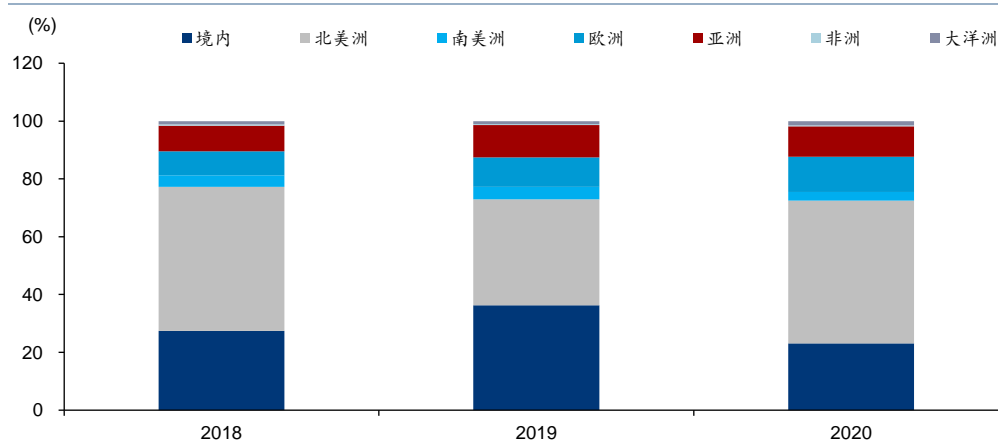
	塑料制新型易安装墙板 2028 年市场份额				
	8.4%	9.4%	10.4%	11.4%	
2025-2028 年全球墙 6.1%	6.1%	9.2%	12.0%	14.5%	
面装饰材料市场规 6.6%	6.6%	9.7%	12.5%	15.1%	
模 CAGR 7.1%	7.1%	10.2%	13.0%	15.6%	
7.6%	7.6%	10.7%	13.5%	16.2%	
8.1%	8.1%	11.2%	14.1%	16.7%	
8.6%	8.6%	11.7%	14.6%	17.2%	
9.1%	9.1%	12.2%	15.1%	17.8%	

资料来源：QYresearch、华泰研究预测

美国降息，或将刺激家装消费需求增长

公司产品销往全球六大洲，其中北美洲在境外营收中占比最大。根据英科再生招股说明书，2018-2020 年，公司境外收入来自全球 6 个大洲，其中北美洲收入份额最大，北美洲销售收入占公司总收入的比例分别为 49.8%/36.6%/49.3%，占公司境外销售收入的 68.7%/57.5%/64.2%；其次为欧洲市场，公司欧洲销售收入占公司总收入的比例为 8.3%/10.2%/12.1%，欧洲、北美洲市场收入合计占总收入的比例高达 58.1%/46.8%/61.5%。

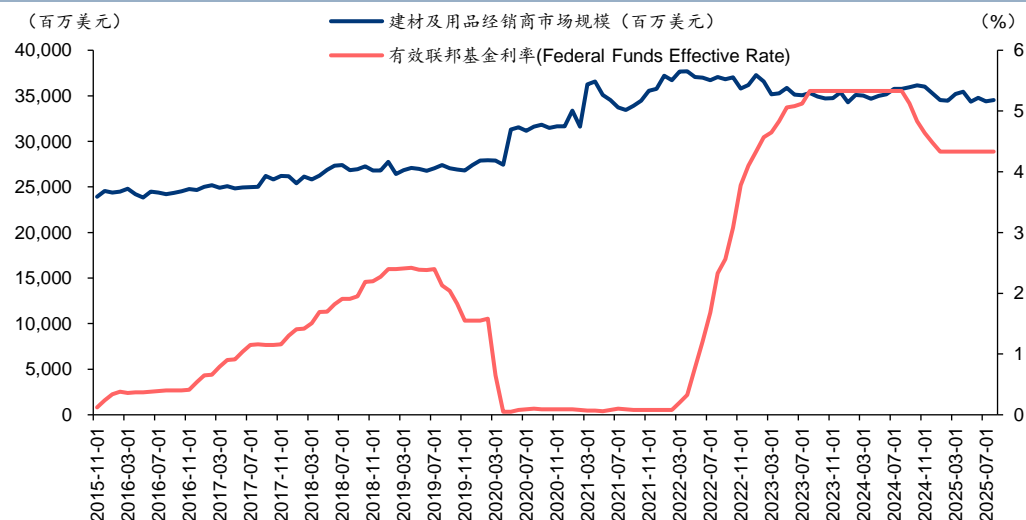
图表22：2018-2020 年北美洲占公司境外销售收入的 58%-69%



资料来源：公司招股说明书、华泰研究

美联储降息有利于美国家装市场规模提升，但市场规模的提升反应或略滞后于降息时间。美联储在 2019 年 7 月、9 月和 10 月三次各降息 25bp；在 2020 年 3 月 3 日，将联邦基金利率目标区间下调 50bp，几日后的 3/5，再次紧急降息，将目标区间降至 0.00%-0.25%。根据美国圣路易斯联储官网数据显示，美国家装市场规模（美国建材及用品经销商市场规模数据）于 2020 年 5 月环比快速提升 14.1% 至约 313 亿美元，至 2022 年 4 月，美国家装市场规模较 2020 年 4 月最高增长 37.4% 至约 377 亿美元。我们认为美国家装市场规模显著提升时间略滞后于降息时间主要是美联储降息传到至房地产市场交易回暖，再传导至家装需求提升需要一定时间，不过对于一些非耐用品的家装饰品如相框、镜框、画框等的需求，或可通过降息对消费的刺激作用直接传导。

图表 23：美国家装市场规模提升与美联储降息成一定正相关关系，但反应略滞后



资料来源：美国圣路易斯联储（Federal Reserve Bank of St. Louis）官网、华泰研究

本轮美国降息有望再次刺激家装消费需求提升。北京时间 2025 年 10 月 30 日（周四）凌晨美联储公布 10 月议息会议决定，降息 25bp，根据华泰证券宏观组 2025/12/7 发布的《12 月 FOMC 前瞻：如期降息后该关注什么？》：北京时间 12 月 11 日（周四）凌晨美联储将公布 12 月议息会议决定，市场已经接近完全定价 12 月降息 25bp；本次降息后联储大概率在利率政策上持观望态度，直至（2026 年 5 月后）新主席上任后重新开始降息。我们认为美国降息有望刺激家装消费需求提升，从而对公司再生塑料制品美国市场销量创造增长条件。

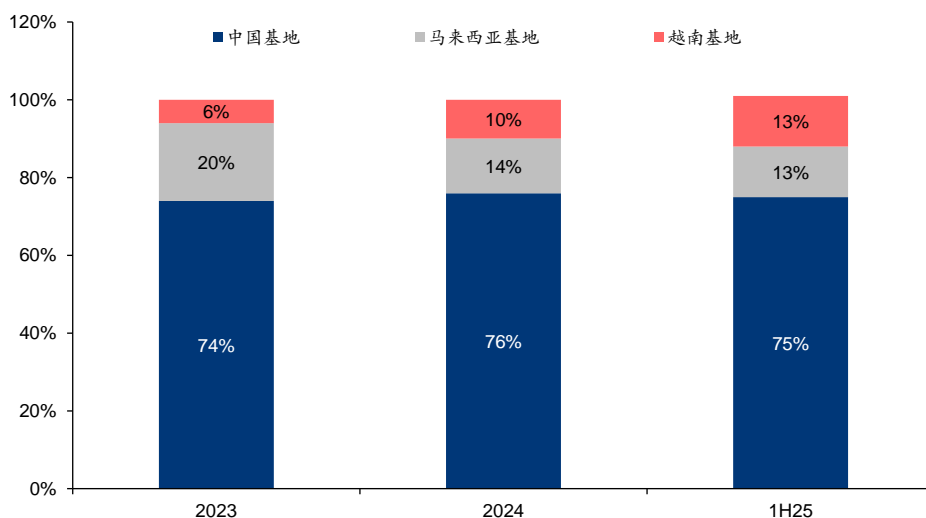
核心优势：对内股权激励、对外定价能力及复用渠道齐发力

公司通过成品框业务已与全球 300-400 家大型连锁零售商建立直接合作关系，1H25 大型零售商合作所贡献的收入占成品框销售收入比例已超过 75%。公司在切入装饰建材领域时，能够充分借助现有成品框渠道，未来公司将实现装饰建材与成品框 20-25% 的渠道复用。家居墙面装饰一站式解决方案和持续的产品设计开发构筑英科定价能力，有利于维持毛利率的相对稳定。而“中国+东南亚制造”的加速推进，使得公司在中国基地确保规模化产能与成本效率的同时，通过东南亚基地有效分散国际贸易政策、关税及地缘风险带来的冲击。

全球化战略弱化国际政策变化影响

公司采用中国+东南亚制造，销向全球的经营战略。公司 6 大研发生产基地分别位于中国上海、安徽、江苏、山东，马来西亚和越南，生产的产品销售至全球 130 多个国家，超过 12000 个客户。“中国 + 东南亚制造、全球销售”的运营布局，使其生产体系具备明显的区域多元化优势。中国基地确保规模化产能与成本效率，东南亚基地则有效分散国际贸易政策、关税及地缘风险带来的冲击。通过多生产地协同，公司能够在全球不同市场间灵活调配订单与供应链资源，保持出口稳定性。同时，这种跨区域布局也提升了企业对全球客户的交付能力与综合竞争力。

图表24：英科再生全球基地营收份额占比



资料来源：公司公告、华泰研究

为应对中美关税影响，越南清化二期加速建设、三期快速启动开工。2023 年越南基地营收份额仅 6%，随着越南清化基地一期 2024 年满产满销，2024 年公司越南基地营收份额同比增加 4pp 至 10%，1H25 提升至 13%。2025 年 4 月初关税通知下达后，为快速响应客户订单转移的迫切需求，越南清化二期按下了投产“加速键”，短短一个月内，越南本地员工从 800 人迅猛扩至 1500 人，生产线快速增设。为推动工厂最快速度交付客人订单，公司高管带领国内 120 人的团队，亲赴越南一线。2025 年 8 月 27 日公司公告投资建设越南英科清化（三期）项目。

公司装饰建材产能弹性大，核心在于持续强化订单获取能力。根据我们前一章分析，全球装饰建材市场容量庞大、地域广泛，但行业格局高度分散，单一企业难以凭规模形成绝对优势，更依赖产能灵活性与供货响应速度。在此背景下，英科再生凭借越南基地的厂房空间储备及可重组产能布局，具备显著的扩产弹性，能够根据客户需求快速增配产线、及时承接新增订单，实现对市场机会的高效匹配。未来公司在装饰建材业务上的增长关键，在于持续强化订单获取能力，通过客户拓展、渠道渗透与产品组合升级提高市占率，从而在分散竞争格局中加速放量。

一站式解决方案和持续的产品设计开发构筑定价能力

公司依托“家居墙面装饰一站式解决方案”与“持续的产品开发与设计能力”，在行业中形成了独特的体系化竞争优势。一站式方案使客户能够在同一平台完成从材料到成品的全链路选择，降低供应链复杂度、提升替代成本，从而增强公司在项目中的议价空间。同时，持续的设计创新与新产品迭代，使公司在风格、功能及材料应用上保持领先，能够以差异化价值而非单纯价格竞争来获取订单。这两个能力形成叠加，让英科再生在目标市场中构筑了更强的定价能力与利润弹性。

图表25：英科再生一站式解决方案



资料来源：公司官网、华泰研究

复用渠道优势助力装饰建材业务扩张

成品框是公司业务基石，迄今为止与全球 300-400 家大型连锁零售商建立直接合作关系。公司产品运抵客户的分销中心后即可直接进入上架销售环节。依托稳定的产品质量、持续的创新能力及完善的服务保障体系，大型零售商合作所贡献的收入占成品框销售收入比例已超过 75% (1H25 数据)，充分体现了公司在成品框这一非标品细分领域的客户渠道竞争优势。

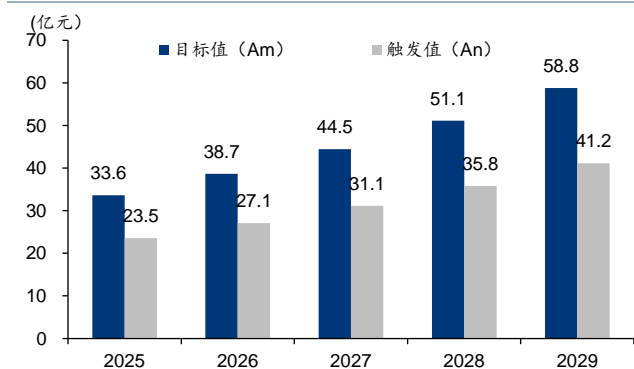
在终端渠道层面，未来装饰建材与成品框将实现 20%-25% 的渠道复用。凭借在再生塑料高值化利用领域的深耕，公司成功实现从成品框到装饰建材、从小品类到大赛道的跨越式发展。在终端渠道层面，未来装饰建材与成品框将实现 20%-25% 的渠道复用，例如全球大型家具装饰建材零售商均会同步采购公司的成品框与装饰建材产品。这一特性让公司在切入装饰建材领域时，能够充分借助现有成品框渠道，具备合作粘性强、双方认可度高的天然利好。同时，装饰建材还可依托全球各区域的建材经销商、工程商及电商等多元营销渠道，这一优势源于公司 20 年来坚持的国际化战略——长期深耕全球不同国家与区域，虽产品品类有别，但终端消费习惯存在可参考的共性。

内部股权激励增强业绩目标可实现性

股权激励净利润触发值/目标值对应 2025-2029 年净利润 CAGR6.8%/14.7%。公司 2025 年限制性股票激励计划在业绩考核方面设置营业收入触发值/目标值，对应 2025-2029 年营收 CAGR7.1%/15.0%；净利润触发值/目标值对应 2025-2029 年净利润 CAGR6.8%/14.7%。各解除限售期公司层面解除限售比例与相应解除限售期公司业绩考核指标的实际完成情况相挂钩。

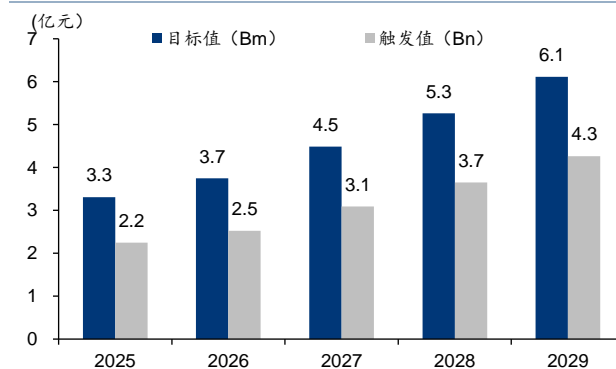
“低门槛、高激励”的双向设计，促使公司高质量发展。股权激励方案中，触发值的科学设置充分彰显了公司与员工共享发展成果的诚意。这一设置既降低了员工参与激励的门槛，让更多人有机会享受企业成长红利，也传递出公司对员工长期付出的认可与回馈。而合理的目标值设定则进一步激发了员工的工作积极性与奋斗动力，通过将个人收益与公司业绩深度绑定，有效凝聚团队合力。这种“低门槛、高激励”的双向设计，不仅能充分调动员工的主观能动性，更能推动全体成员朝着共同的业绩目标奋进，为公司持续高质量发展注入强劲动力。

图表26：公司股权激励营收触发值和目标值



资料来源：公司公告、华泰研究

图表27：公司股权激励净利润触发值和目标值



注：已剔除限制性股票每年需摊销的管理费用

资料来源：公司公告、华泰研究

图表28：公司层面解除限售比例(X)确定方法

业绩考核目标	考核指标完成情况	指标对应系数
对应考核年度公司实际达成的营业收入 (A)	$A \geq Am$	$X1=100\%$
	$Am > A \geq An$	$X1=A/Am*100\%$
	$A < An$	$X1=0\%$
对应考核年度公司实际达成的净利润(B)	$B \geq Bm$	$X2=100\%$
	$Bm > B \geq Bn$	$X2=B/Bm*100\%$
	$B < Bn$	$X2=0$
公司层面解除限售比例 (X)	X 取 X1 和 X2 的孰高值	

资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测与估值

公司营收主要来源于成品框、装饰建材、再生塑料和环保设备的生产销售，我们分别对四大业务进行假设分析，从而得到对公司整体的盈利预测结果。

- 1) **成品框**: 成品框业务是公司传统优势业务, 经历了 2022-2023 年海外去库存等影响后, 2024 年成品框销量同比增长 29.0%, 促使营收同比+24.4%至 13.12 亿元。公司在建的越南清化二期/三期分别包含年产 2280/7780 万片高端装饰框/高端成品框产能, 我们预计该板块未来销量有望保持稳健增长, 假设成品框销量 2025-28 年同比增速分别为 12.0/10.0/10.0/10.0%; 单价方面, 2023-2024 年成品框单价分别同比下降 2.9%/3.6%, 我们假设 2025 年成品框单价同比-2.0%, 但自 2026 年开始成品框单价有望随着与装饰建材一站式家装服务协同作用加强而维持稳定; 因此预测公司 2025-2028 年成品框收入同比增长 9.8/10.0/10.0/10.0%至 14.40/15.84/17.43/19.17 亿元。
 1H25, 公司成品框销售收入同比+11.0%, 毛利率同比-2.8pp 至 28.23%, 我们认为主要是竞争加剧成品框价格同比略有下降, 但考虑公司成品框研发设计与与时俱进, 渠道销售能力强, 有一定议价能力, 我们认为公司成品框毛利率或将呈现下行趋势但降幅相对有限, 预计公司成品框 2025-28 年毛利率分别同比下降 1.0/0.5/0.5/0.5pp 至 28.2/27.7/27.2/26.7%。
- 2) **装饰建材**: 2023 年以来, 公司装饰建材业务收入保持 30%以上同比增速, 截至 1H25, 公司装饰建材业务收入占比为 37.3%, 同比+6.0pp, 较 2020 年提升 17.1pp, 与公司目前第一大业务成品框营收占比差距收窄至 3.5pp。全球装饰建材市场空间广阔, 为公司装饰建材业务的发展提供充足动能; 公司在建、拟建产能以装饰建材为主, 在建的越南清化二期/三期分别包含年产 4.5/6 万吨的装饰建材产能; 结合公司未来成品框和装饰建材将形成 20-25%的复用渠道优势, 我们预计公司装饰建材业务 2025-28 年销售量将同比增长 25.0/20.0/20.0/20.0%; 单价层面, 2023-24 年公司装饰建材单价分别同比增长 14.1/25.5%, 我们认为主要是高价值品类扩张带来综合价格提升, 随着后续一站式家装解决方案的推广及公司装饰建材的业务做大做强, 我们认为公司装饰建材单价有望稳健增长, 预计公司 2025-28 年装饰建材单价同比增长 10.0/9.0/9.0/9.0%; 因此预计 2025-2028 年公司装饰建材业务收入同比增速为 37.5/30.8/30.8/30.8%, 2026 年开始成为公司营收第一大业务。考虑公司再生装饰建材产品本身比传统装饰建材具有成本优势, 且公司强渠道优势带来较高议价能力, 我们预计公司装饰建材业务 2025-2028 年毛利率均为 30%。
- 3) **再生塑料**:
产能: 公司目前再生塑料业务主要包括再生 PS 粒子和再生 PET 粒子、片材的生产销售。截至 3Q25, 公司在手 PS 粒子产能为 10 万吨, 在建的越南清化二期项目含 3 万吨 PS 粒子产线, 2024 年 3 月开工, 建设期 24 个月, 有望于 2026 年投产, 因此我们预计公司 2025-2028 年 PS 粒子产能分别为 10/13/13/13 万吨。公司拥有马来西亚英科 5 万吨 PET 产能, 分为纤维级粒子、食品级粒子和片材三条产线, 由于再生 PET 比 PET 新料价格高, 该项目盈利能力暂较弱, 我们认为公司短期不会新增 PET 产能, 因此预计公司 2025-2028 年 PET 产能均为 5 万吨。
量价: 由于 2023 年以来油价中枢的不断下移, 公司 2023/2024 年 PS 粒子单价分别同比下降 16.6/10.8%至 5.3/4.7 元/吨, 由于 2025 年油价仍呈现下跌趋势, 我们假设 2025 年公司再生 PS 粒子单价同比下降 10.0%至 4.3 元/吨, 2026-2028 年暂假设维持 2025 年的水平。考虑公司再生 PS 粒子业务战略是将国内销售转为海外销售, 同时更侧重终端产品的销售, 因此我们假设 2025-2028 年公司再生 PS 粒子的销售量分别同比小幅提升 0.7/0.6/0.8/0.7%。公司再生 PET 项目有三条产线, 价格存在差异, 随着高价值产品的出售比重增加, 2022-2024 年公司再生 PET 销售单价呈现上升趋势, 考虑公司后续在再生 PET 的重心为降本增效, 我们假设 2025-2028 年公司再生 PET 销售单价维持 2024 年的水平, 2025-2028 年再生 PET 销售量随着产能利用率的提升分别同比增长 1.6/2.9/2.9/2.8%。

营收和毛利率：基于上述假设，我们测算 2025-2028 年公司再生塑料收入将同比 -3.5/+1.9/+1.9/+1.8%至 6.27/6.39/6.51/6.63 亿元。随着公司再生 PS 粒子的海外销路陆续拓展，再生 PET 业务技改带动生产效率提升，我们预计 2025-2028 年公司再生塑料业务毛利率同比-0.3/+0.1/+0.5/+1.0pp 至 5.0/5.1/5.6/6.5%。

图表29： 2025-2028 年装饰建材业务有望带动公司收入快速增长

	单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	百万元	2,056	2,455	2,924	3,367	3,921	4,602	5,456
yoy	%		19.4	19.1	15.2	16.4	17.4	18.5
成品框	百万元	1,028	1,055	1,312	1,440	1,584	1,743	1,917
yoy	%		2.6	24.4	9.8	10.0	10.0	10.0
装饰建材	百万元	525	696	916	1,259	1,647	2,155	2,818
yoy	%		32.6	31.5	37.5	30.8	30.8	30.8
再生塑料	百万元	442	653	650	627	639	651	663
yoy	%		47.7	(0.4)	(3.5)	1.9	1.9	1.8
环保设备	百万元	41	35	33	31	41	44	48
yoy	%		(12.6)	(6.8)	(5.4)	30.9	8.7	8.4
其他	百万元	20	16	13	9	9	9	9
产能(再生塑料)								
PS	吨	100,000	100,000	100,000	100,000	130,000	130,000	130,000
PET	吨	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
销售量								
成品框	千片	46,010	48,631	62,717	70,243	77,267	84,994	93,493
yoy	%		5.7	29.0	12.0	10.0	10.0	10.0
装饰建材	千米	90,273	104,896	109,916	137,395	164,874	197,849	237,418
yoy	%		16.2	4.8	25.0	20.0	20.0	20.0
再生塑料								
PS	吨	54,406	70,795	61,906	62,334	62,679	63,176	63,594
yoy	%		30.1	(12.6)	0.7	0.6	0.8	0.7
PET	吨	12,676	38,508	33,493	34,013	35,013	36,013	37,013
yoy	%		203.8	(13.0)	1.6	2.9	2.9	2.8
环保设备	台	122	103	86	75	96	101	106
yoy	%		(15.6)	(16.5)	(12.4)	27.1	5.5	5.2
销售单价								
成品框	元/片	22.3	21.7	20.9	20.5	20.5	20.5	20.5
yoy	%		(2.9)	(3.6)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
装饰建材	元/米	5.8	6.6	8.3	9.2	10.0	10.9	11.9
yoy	%		14.1	25.5	10.0	9.0	9.0	9.0
再生塑料								
PS	元/吨	6.4	5.3	4.7	4.3	4.3	4.3	4.3
yoy	%		(16.6)	(10.8)	(10.0)	0.0	0.0	0.0
PET	元/吨	6.3	6.8	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
yoy	%		7.8	50.2	0.0	0.0	0.0	0.0
环保设备	万元/台	33.2	34.4	38.4	41.4	42.7	44.0	45.3
yoy	%		3.5	11.6	8.0	3.0	3.0	3.0

资料来源：公司公告、华泰研究预测

4) 环保设备：公司环保设备的生产销售主要为配合上游收料，从而形成从塑料的回收、再生、利用全产业链布局。2023-2024 年公司环保设备销量呈现下行趋势，1H25 公司环保设备销售收入同比-32.9%至 1073 万元，我们预计公司 2025 年环保设备销售收入将同比-5.4%。有望于 2026 年投产的越南清化二期包含年产环保机械 24 台（套）产能，随着海外收料渠道的进一步开拓带动环保设备销售增加，我们预计公司 2026-2028 年环保设备销量有望实现 27.1/5.5/5.2%同比增速；考虑 2023-24 年公司环保设备单价分别同比增长 3.5/11.6%，保守预计销售单价年均同比增速为 3.0%，收入或将同比增长 30.9/8.7/8.7%至 0.41/0.44/0.48 亿元。

公司整体营收和毛利率：综合对上述四大板块的预测，我们预计公司 2025-2028 年营收将同比增长 15.2/16.4/17.4/18.5% 至 33.67/39.21/46.02/54.56 亿元，综合毛利率将同比增长 0.1/0.5/0.4/0.5 至 24.9/25.4/25.8/26.3%。

图表30：再生塑料业务毛利率 2026 年起有望改善

		单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
毛利率		%	26.7	25.7	24.8	24.9	25.4	25.8	26.3
	yoy	pp		(1.0)	(0.9)	0.1	0.5	0.4	0.5
成品框		%	32.7	34.1	29.2	28.2	27.7	27.2	26.7
	yoy	pp		1.3	(4.9)	(1.0)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
装饰建材		%	26.7	30.5	30.5	30.0	30.0	30.0	30.0
	yoy	pp		3.7	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
再生塑料		%	10.0	4.9	5.3	5.0	5.1	5.6	6.5
	yoy	pp		(5.1)	0.4	(0.3)	0.1	0.5	1.0
环保设备		%	55.0	61.4	63.6	63.6	63.6	63.6	63.6
	yoy	pp		6.4	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
其他		%	36.0	42.4	69.3	57.7	57.7	57.7	57.7

资料来源：公司公告、华泰研究预测

期间费用率层面：2022-2024 年，随着公司销售收入提升，销售费用率持续下降至 2024 年的 4.4%，考虑后续装饰建材业务市场需要不断开拓，我们预计公司 2025-2028 年销售费用率维持 4.4% 的水平。2022-2024 年公司管理费用率波动主要是为实现全球化经营，公司管理投入较为刚性，但营收同比增速有所波动，虽然新一期股权激励费用于管理费用中的分摊将呈现 2026 年最高，自 2027 年逐年下降的趋势，考虑收入快速增长需要一定的管理费用增长支撑，我们预计 2025-2028 年管理费用率维持 7.3% 的水平。1-9M25，公司研发费用同比+2.4%，相较收入同比增速显著更低，我们预计 2025 年公司研发费用率同比-0.3pp 至 3.9%，2026-2028 年维持 2025 年水平。公司财务费用率为负主要是账面现金做理财产品带来利息收入高于利息支出，考虑 1-9M25 公司财务费用同比增长较为显著，我们预计公司 2025 年财务费用率同比+1.7pp 至-0.4%，2026-2028 年为-0.6/-0.6/-0.5%。

公司归母净利润：综上，我们预计公司 2025-2028 年归母净利润同比增长 0.2/23.1/21.0/21.4% 至 3.08/3.79/4.58/5.56 亿元，2026-2028 年归母净利润 CAGR 高达 21.8%。2026-2028 年，公司净利润率有望呈现逐渐提升趋势。

图表31：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 CAGR 为 21.8%

		单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
期间费用率		%	13.7	15.7	13.8	15.2	15.0	14.9	15.0
销售费用率			5.2	5.1	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
管理费用率			7.3	7.6	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
研发费用率			4.4	4.3	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
财务费用率			-3.2	-1.2	-2.1	-0.4	-0.6	-0.6	-0.5
归母净利润		百万元	231	196	307	308	379	458	556
	yoy	%		(15.2)	57.1	0.2	23.1	21.0	21.4
净利润率		%	11.2	8.0	10.5	9.1	9.7	10.0	10.2

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值：我们预计公司 2025-2028 年归母净利润为 3.08/3.79/4.58/5.56 亿元，对应 EPS 为 1.59/1.95/2.36/2.87 元，参考可比公司 2026E Wind 一致预期 PE 18.2x，考虑到公司全产业链布局抗风险波动能力强、全球化布局成长空间大，我们给予公司 20.5x 2026E PE，目标价 40.04 元，上调至“买入”评级。上调评级主要基于外部需求改善预期与公司在核心市场的深度布局：美国既是公司成品框最重要的销售区域，也是装饰建材业务的关键开拓市场。随着美联储 10 月降息 25bp、12 月再降息预期已被市场几乎充分定价，参考 2019-20 年美联储降息周期对家装消费需求的提振效果，我们认为本轮降息周期有望带动美国家装消费提升，从而对公司业绩形成积极推动。

图表32：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (人民币/股)	市值 (百万人民币)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E
格林美	002340 CH	7.35	37,599	23.0	15.9	1.8	1.7	8.3	11.1
金发科技	600143 CH	18.32	48,303	33.6	25.4	2.4	2.2	6.9	8.7
三联虹普	300384 CH	16.05	5,120	16.1	13.4	1.8	1.6	11.1	12.0
平均值				24.3	18.2	2.0	1.8	8.8	10.6
英科再生	688087 CH	28.86	5,600	18.2	14.8	2.0	1.8	11.5	12.6

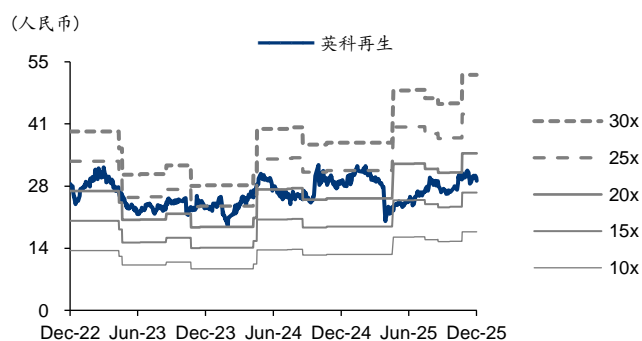
注：1) 可比公司的盈利预测数据来自 Wind 一致预期；2) 英科再生的盈利预测为华泰预测；3) 数据日期为 2025 年 12 月 9 日

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

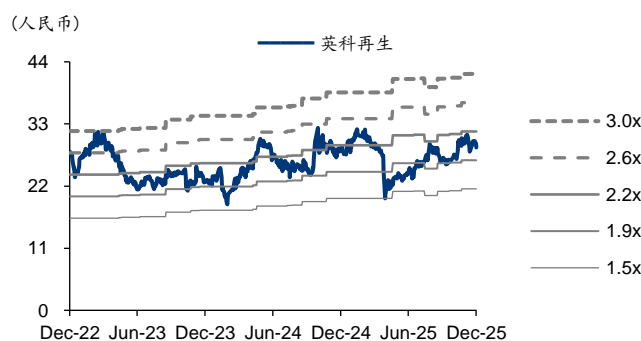
- 1) 境外销售收入占比较高的风险。**公司收入主要来自海外，易受汇率波动影响。同时，国际贸易摩擦或主要市场政策变动，可能增加关税成本或削弱产品需求。
- 2) 原材料跨国供应的风险。**公司核心原料依赖全球回收网络，国际物流、海关政策等不确定性可能影响供应的稳定性与时效性。海运成本波动及原料质量参差也会直接冲击生产成本与控制。
- 3) 塑料回收政策变动的风险。**公司发展依赖全球循环经济政策支持。若海外鼓励政策（如再生含量目标）发生不利调整，或国内回收体系推广不及预期，都可能对市场需求和商业模式构成挑战。
- 4) 在建项目建设进度不及预期风险。**新产能建设项目可能因审批、施工或供应链问题而延迟，导致无法按时投产以抢占市场。同时，投资超预算或后续产能消化不足，也会影响预期收益的实现。
- 5) 测算与实际存在偏差风险。**报告中我们对市场空间、公司盈利等的预测基于价格、销售量、再生塑料制品的渗透率等多项关键假设。若实际宏观经济或市场环境与假设发生偏离，将导致实际情况与测算数据出现差异。

图表33：英科再生 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表34：英科再生 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司