

英科医疗 (300677.SZ)

手套行业回暖，龙头份额提升可期

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医疗器械

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

S0980525070003

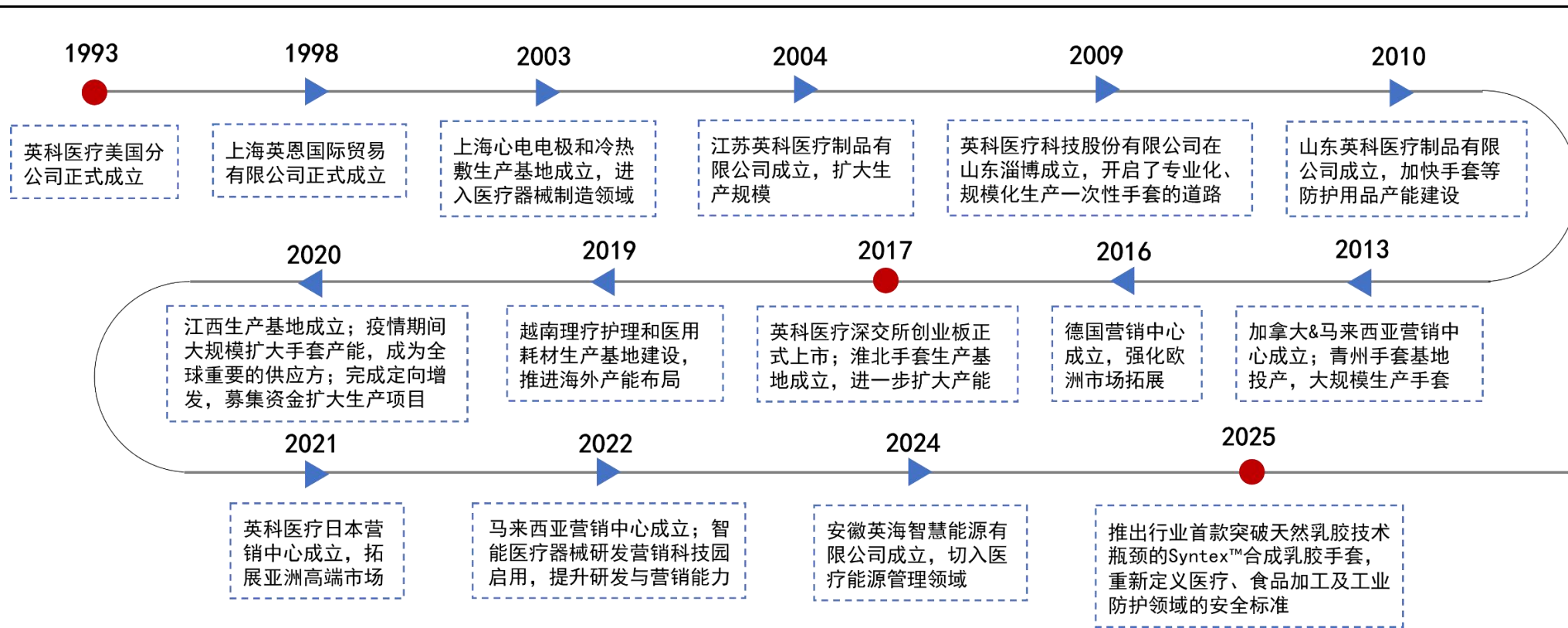
- **英科医疗是全球一次性手套龙头企业，业务布局多元且全球化优势显著。**公司1993年以贸易起家，2009年转型自主生产后快速扩张，核心产品丁腈与PVC手套贡献超90%营收，海外收入占比稳定在85%左右，产品远销150个国家和地区，服务客户超15000名。经过疫情及后疫情时代的格局洗牌，公司已成为全球一次性手套龙头，产能规模全球领先，2025年手套产能达990亿只，产能、营收、利润规模领先同行。
- **一次性手套行业扰动出清，供需格局持续优化。**一次性手套行业呈现“中国 + 东南亚”双生产中心格局，而欧美为核心消费市场，从细分市场看，丁腈手套增速领先于其他品类，渗透率有望持续提升。行业经历了2022-2023年的去库存和价格战后，落后产能逐步出清，中国厂商凭借产业链优势实现份额提升。2025年美国关税政策重塑全球贸易流，中国厂商转向非美市场，马来西亚厂商则填补了美国市场的空缺。随着下游经销商库存出清和供需关系重回平衡，丁腈手套价格有望进入温和上行通道。
- **英科医疗核心竞争力源于多维度成本壁垒与全球化运营能力。**通过自动化生产线、丁腈胶乳自供（控股/参股多家胶乳厂）及“清洁燃煤+新能源”组合能源，公司成本显著低于国内外同行。2025年起受美国关税政策影响，公司在国内生产的手套基本退出美国市场，但通过强大的全球渠道拓展能力，成功将产能转向非美市场，维持了满产满销的状态，有效对冲了美国市场的暂时缺失。同时积极推进全球化供应链布局，助力公司在行业波动中稳步提升全球市场份额。
- **投资建议：**一次性手套行业供需格局有望持续优化，叠加公司产能规模扩张与产线升级，成本控制与盈利能力有望进一步增强。公司作为龙头企业，凭借规模化生产优势、全产业链布局及全球化渠道网络，有望进一步提升全球市场份额。维持盈利预测，我们预计公司2025-2027年营收99.9/120.1/138.8亿元，同比增速4.9%/20.2%/15.6%，归母净利润12.4/17.0/20.1亿元，同比增速-15.3%/37.1%/18.1%。综合绝对估值与相对估值，公司价格区间为43.99-48.50元，对应市值区间为288-318亿元，较当前股价有12-23%溢价空间，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险；原材料涨价风险；产能进度不及预期风险；汇率风险。

- [01] 英科医疗：全球一次性手套龙头企业
- [02] 一次性手套行业：扰动出清，价格企稳回升可期
- [03] 公司：成本优势构筑核心壁垒，全球化布局持续推进
- [04] 财务分析、盈利预测
- [05] 估值、投资建议及风险提示

1.1 发展历程：从手套贸易商到全球一次性手套龙头企业

- 手套贸易起家，转型自主生产，成为全球一次性手套龙头企业。公司成立于1993年，最初从事一次性手套等防护用品国际贸易。2009年在山东设立淄博英科，正式从一次性手套的纯贸易业务向上游延伸，开始进入一次性手套的生产制造领域，产品全部为一次性PVC手套。2012年在山东青州新设生产基地，正式进军一次性丁腈手套领域。疫情期间，公司产能规模快速扩张，市场份额大幅提升，资本快速累积，进入全球第一梯队。公司积极推进产能升级及供应链全球化布局，成本优势显著，是全球一次性手套领军企业。

图：英科医疗发展历程












资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

1.2 产品：布局防护类和康复类，一次性手套为核心产品

- 布局防护类和康复类产品，一次性手套为核心产品。公司产品布局覆盖个人防护类、康复护理类、其他产品三大板块。个人防护类主要包括多种材质的一次性手套（丁腈、PVC手套）和其他防护类产品（口罩、隔离服等），其中核心产品为丁腈手套和PVC手套；康复护理类涵盖手动/电动轮椅、室内外短途代步车及折叠助行器，满足不同出行辅助需求；其他产品包括各类冷热敷包、高抑菌率免洗手凝胶消毒液和一次性PE创口贴，覆盖日常护理与应急防护场景。

图：英科医疗产品布局

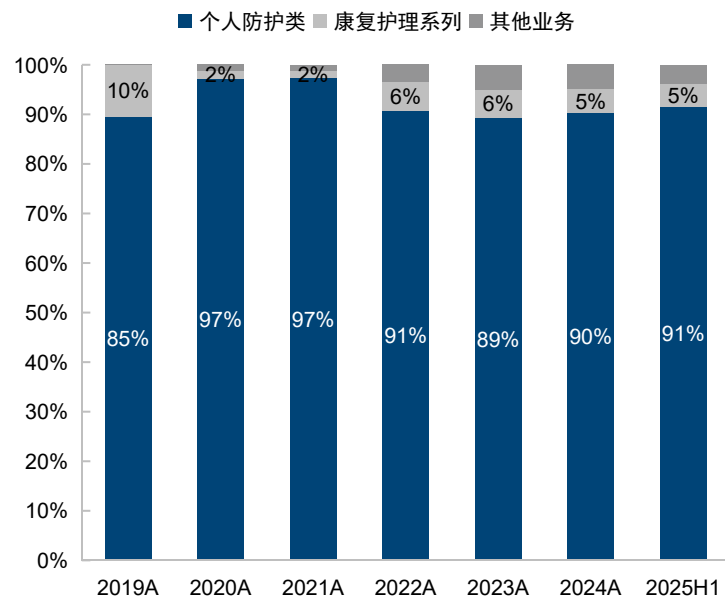
个人防护类	一次性手套		广泛用于医疗保健及检查、食品加工、精密电子及其他行业，包括Syntex™合成乳胶手套、一次性丁腈手套、一次性PVC手套、一次性PE手套等。其中Syntex™合成乳胶手套采用独家专利合成配方，更低致敏率，更强抗穿刺性能；丁腈医用手套抗穿刺、防渗透，适用于医疗检查等场景	康复护理类	手动/电动轮椅		手动轮椅折叠设计便于携带；电动轮椅智能操控，满足多场景出行需求
	口罩		轻便、舒适、无味，具有防水、呼吸阻力小等特点，能有效隔离粉尘、液体、病菌		电动代步车		电动驱动，操作简便，舒适性好，适合室内与短途户外使用
	隔离服		由优质无纺布材料制成，穿着轻便，领带和弹性袖口设计，舒适安全，适用于细菌、微颗粒的隔离和基本防护		助行器		结构简洁、稳定可靠，折叠方便，是家用与短途外出辅助的热门选择
其他产品	冰袋/热袋		包括一次性冰/热理疗袋、可反复使用冷/热理疗袋，用于降温退热、冷敷止血或发热取暖，使用简便				
	免洗消毒液		抑菌率99.99%，抑菌时效长达24小时，温和无刺激，免洗速干不沾手				
	心电电极片		具有出色的粘性、良好的透气呼吸性、抗干扰等特点，更适合过敏性肤质				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.3 业务结构：一次性手套是核心收入来源

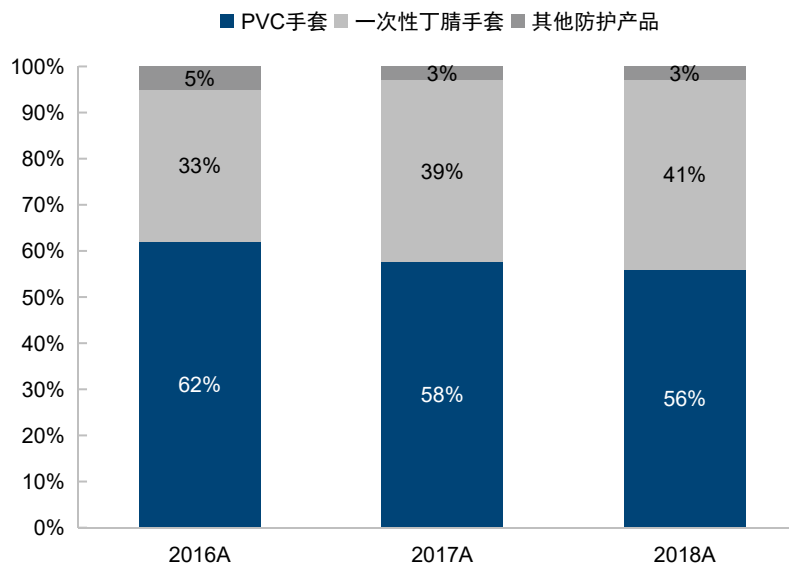
■ 一次性手套是核心收入来源。分业务看，个人防护类是核心收入来源，2025年上半年收入44.94亿元，占比 91.47%，该板块以一次性手套（丁腈、PVC）为主。康复护理及其他收入占比不到10%。

图：英科医疗收入结构（分业务）



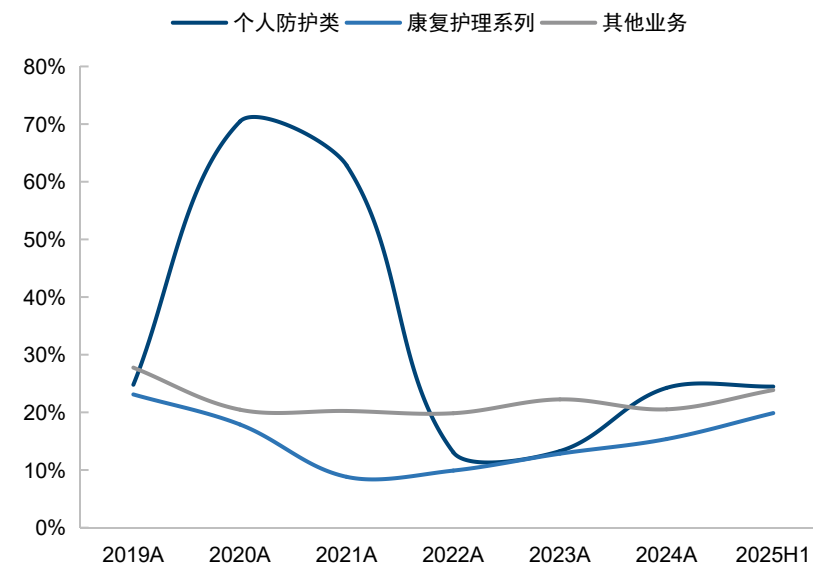
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗个人防护类收入结构



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗各业务毛利率

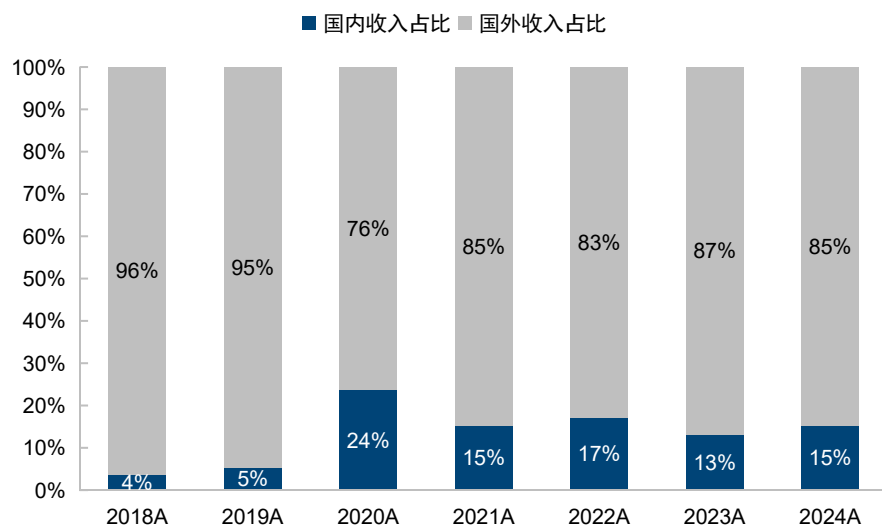


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 业务结构：海外收入为主

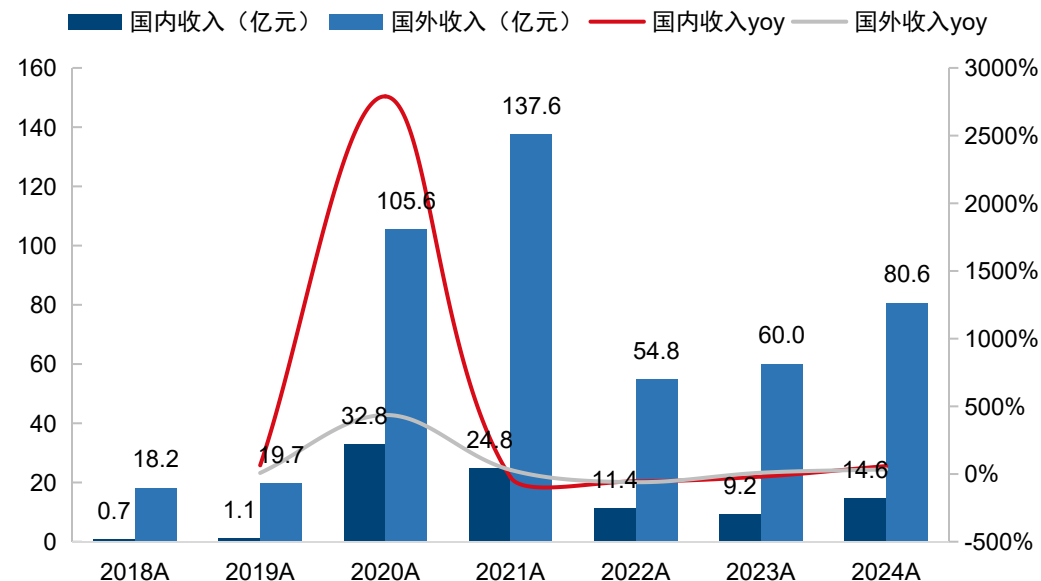
- 海外收入为主，国内业务快速增长。分地区看，公司以海外收入为主，海外业务收入占比常年稳定在85%左右；国内业务收入占比总体呈上升趋势，从2018年的4%上升至2024年的15%。受美国关税影响，公司积极拓展国内和非美地区市场，2025年上半年海外非美市场销售收入同比增长约 45%，国内市场销售收入同比增长约35%。

图：英科医疗收入结构（分地区）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗国内及海外收入、增速

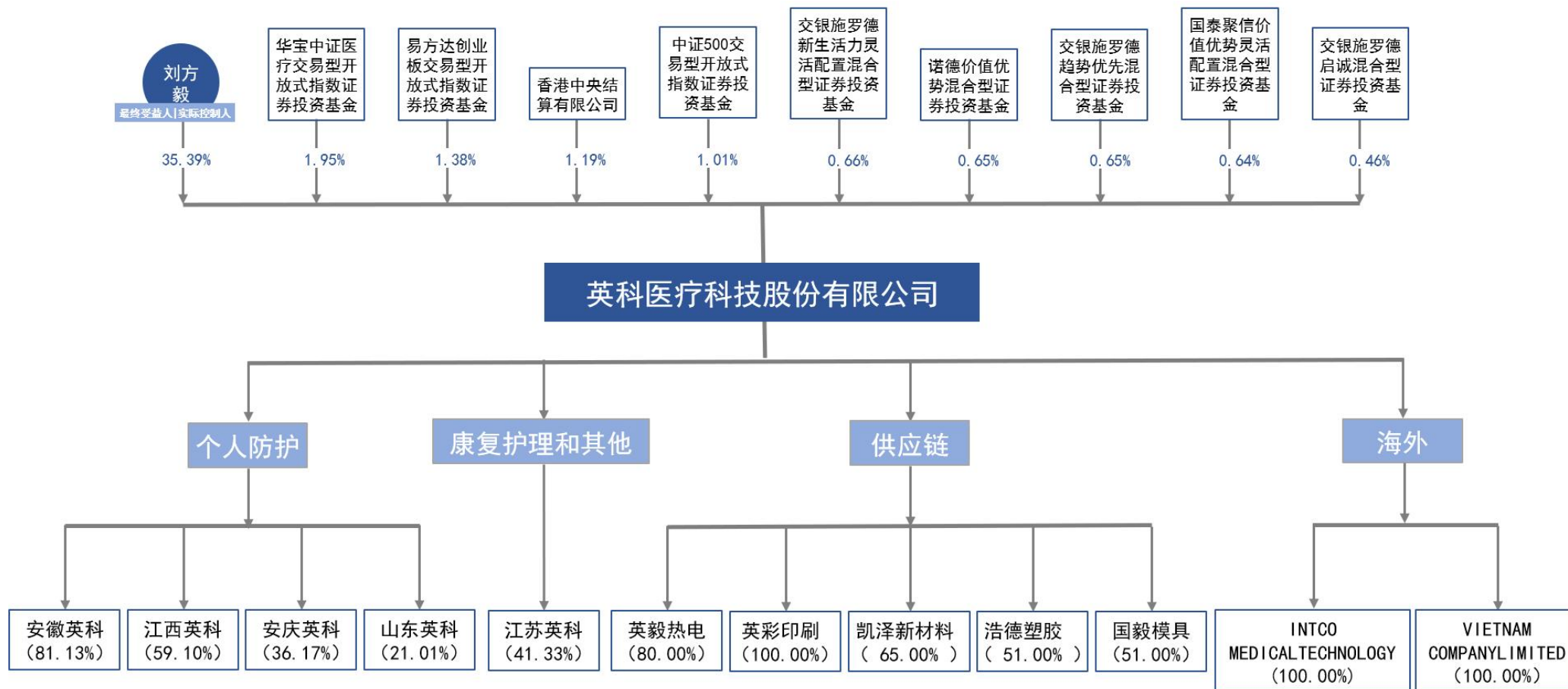


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 股权结构：公司董事长为实际控制人

- 公司股权结构清晰，架构完整。公司实控人为刘方毅先生，控制公司35.39%的股份，对公司有较强控制权，其余股东为大型机构投资者。公司旗下拥有多家子公司，分管个人防护、康复护理、海外业务以及上游原材料等。

图：英科医疗股权结构及参控股公司



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

1.5 管理团队：产业背景深厚，经验丰富

- 管理团队产业背景深厚，经验丰富。公司创始人及董事长刘方毅先生90年代在美国留学期间创办BASIC公司，从事一次性手套等防护用品国际贸易，对北美市场和FDA规则的认知深厚，持续引领公司业务增长，目前是英科医疗和英科再生两家上市公司的实控人。公司管理团队成员大多具备10年以上从业经历，拥有丰富管理、生产、营销及国际业务经验。

表：英科医疗核心管理层简介

姓名	职务	经历
刘方毅	董事长, 董事	创立英科有限公司；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；现任英科再生资源股份有限公司董事长、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。
陈琼	总经理, 董事	曾任上海绿林进出口有限公司销售主管；曾任上海绿林进出口有限公司综合产品部经理；曾任上海绿林进出口有限公司总经理；现任英科医疗科技股份有限公司董事、总经理。
孙静	董事	曾任上海绿林进出口有限公司销售经理；曾任英科医疗科技股份有限公司总经理；现任英科医疗科技股份有限公司董事。
冯杰	董事会秘书, 财务总监	曾任澳斯顿建材（青岛）有限公司财务部成本会计；曾任英科医疗科技股份有限公司财务部销售、税务会计；曾任山东英科医疗制品有限公司财务部经理；曾任英科医疗科技股份有限公司财务部经理；现任英科医疗科技股份有限公司财务总监、董事会秘书。
于海生	副总经理, 董事	曾任山东万祥电气集团股份有限公司开发部市场专员；曾任淄博博瑞塑胶制品有限公司业务经理；曾任淄博英科框业有限公司进出口部经理；现任英科医疗科技股份有限公司董事、副总经理。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

1.6 股权激励充分合理，彰显经营信心

- **股权激励充分合理，彰显经营信心。**2025年5月，公司推出股权激励计划，拟首次授予的激励对象总人数为1102人，激励授予的限制性股票数额为1359 万股，占据公司总股本的2.1%。激励目标值为2026/2027/2028/2029年营业收入达到112.6/122.8/132.8/142.8亿元（CAGR 8.2%），净利润达到16.8/18.8/22.8/26.8亿元（CAGR 16.8%）；触发值为2026/2027/2028/2029年营业收入达到90.08/98.24/106.24/114.24亿元（CAGR 8.2%），净利润达到13.44/15.04/18.24/21.44亿元（CAGR 16.8%）。充分合理的股权激励彰显了公司对未来发展的信心，有利于充分调动公司员工的积极性，使得各方共同关注公司的长远发展。

表：英科医疗历次股权激励情况梳理

计划名称	激励人数/占比	授予价格 (元/股)	激励股票数量 (万股)/占比	营业收入（亿元）/增长率		净利润（亿元）/增长率	
				目标值	触发值	目标值	触发值
2017年限制性股票激励计划	83	23.57	112.7/1.16%	-	-	30%/50%/80% (2017/2018/2019)	-
2019年限制性股票激励计划	136	8.56	200/1.018%	15%/35% (2020/2021)	-	15%/35% (2020/2021)	-
2020年限制性股票激励计划	-	7.85	200/1.0086%	20%/35%/50% (2020/2021/2022)	-	20%/35%/50% (2020/2021/2022)	-
2020年限制性股票激励计划	-	29.20	150/0.6853%	100%/150%/220% (2020/2021/2022)	-	100%/150%/220% (2020/2021/2022)	-
2022年限制性股票激励计划	803	14.30	497.6/0.9054%	68.00/78.20/88.40/102.00 (2022/2023/2024/2025)	-	6.00/6.90/10.20/13.20 (2022/2023/2024/2025)	-
2025年限制性股票（第一类）激励计划	1102	11.40	1359.20/2.10%	112.60/122.80/132.80/142.80 (2026/2027/2028/2029)	90.08/98.24/106.24/114.24 (2026/2027/2028/2029)	16.80/18.80/22.80/26.80 (2026/2027/2028/2029)	13.44/15.04/18.24/21.44 (2026/2027/2028/2029)





资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 英科医疗：全球一次性手套龙头企业
- [02] 一次性手套行业：扰动出清，价格企稳回升可期
- [03] 公司：成本优势构筑核心壁垒，全球化布局持续推进
- [04] 财务分析、盈利预测
- [05] 估值、投资建议及风险提示

2.1 一次性手套分类

- 一次性手套按材质分为乳胶手套、丁腈手套、PVC手套和PE手套。其中乳胶手套、丁腈手套、PVC手套都可以用于医疗场景，但丁腈手套抗穿刺、防渗透、低致敏性的特性，远超PVC和乳胶手套。根据品质等级和用途，又可分为医疗级和非医疗级手套，医疗级手套在针孔率、拉伸强度等核心指标上要求更为严格，需满足目标市场的医疗认证。

表：一次性手套分类

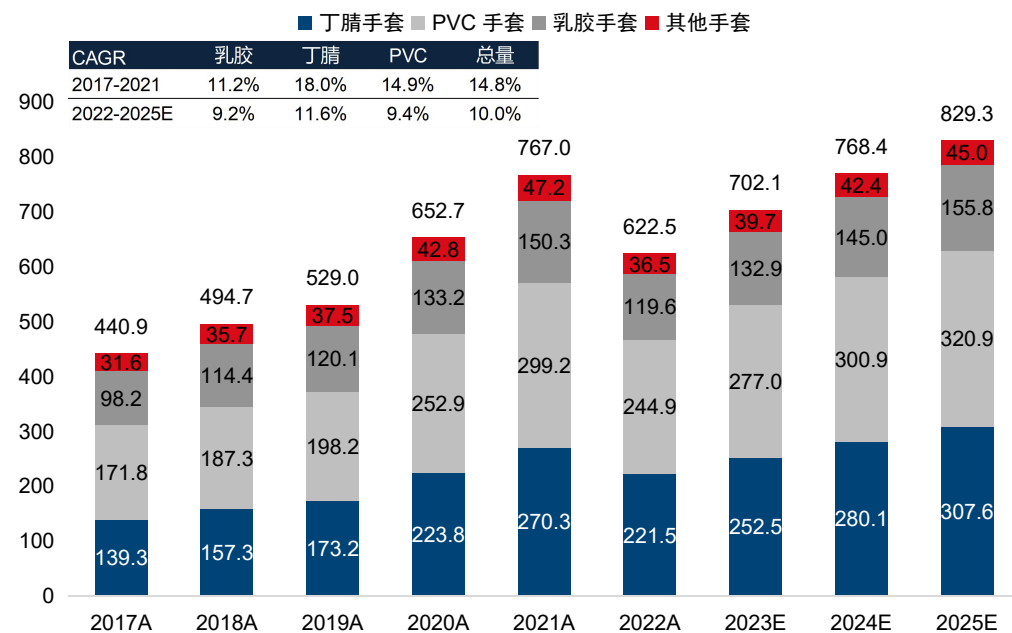
手套品种	应用领域	原料	优点	缺点	图示
乳胶手套	医疗手术	天然乳胶	弹性及贴附性强	可能导致人体皮肤过敏、原材料供应不稳定、价格高	
丁腈手套	医疗检查等广泛领域	丁腈乳胶	避免乳胶过敏、弹性好、原材料供应稳定	价格较PVC手套偏高	
PVC手套	医疗检查等广泛领域	PVC粉	透气好、耐酸碱、抗静电、价格较便宜	弹性一般，无法用于手术	
PE手套	餐饮行业	聚乙烯	价格低廉	弹性差、易破损	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2 需求端：一次性手套行业增长稳健，丁腈手套渗透率持续提升

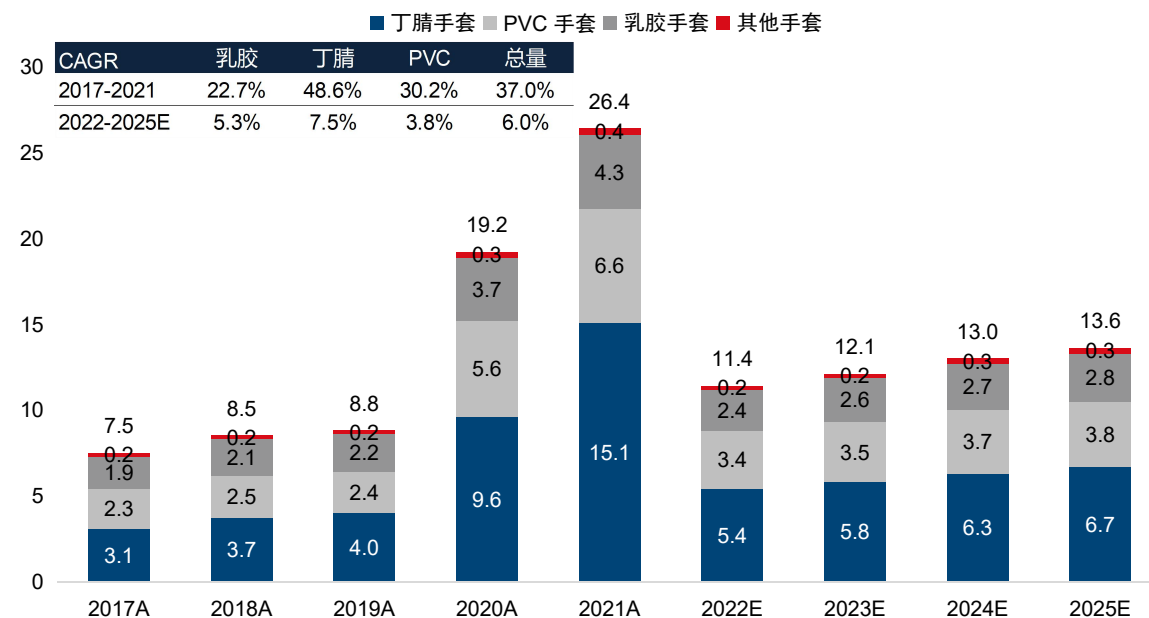
- **全球一次性手套需求在疫情后恢复稳态增长。**2019年之前，全球一次性手套平稳增长。2020-2021年，疫情驱动防护需求暴增，同时供应链紧张推高手套价格，量价齐升带动规模爆发。2022年手套采购需求回落，行业进入“去库存、去产能”阶段，长期看，行业有望回归稳态增长。
- **丁腈手套渗透率持续提升，增速快于其他细分。**天然橡胶乳胶因其舒适和灵活性高，多年来一直是医疗和工业领域的主要选择，然而，对乳胶过敏的担忧以及丁腈手套性能的提升，许多行业都选择了丁腈手套。丁腈手套市场占比从2017年的31.6%稳步上升至2022年的35.6%，预计到2025年将进一步提升至37.1%，市场增速显著高于其他细分品类。

图：全球一次性手套销售量（单位：十亿只）



资料来源：头豹产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：全球一次性手套市场规模（单位：十亿美元）



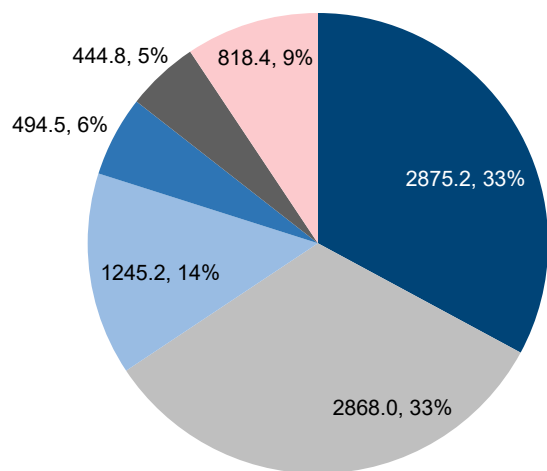
资料来源：头豹产业研究院，国信证券经济研究所整理

2.2 需求端：消费量集中在欧美等发达地区

- 一次性手套消费量集中在欧美等发达地区，发展中国家渗透率仍有较大提升空间。2019年，欧美地区占据了全球一次性手套销售额的66%，是一次性手套的核心消费市场。当前，国内人均手套消耗量仅为9只，远低于全球平均水平。美国每年人均手套消费量300只，约是中国的33倍。随着经济发展、人口不断增长以及对卫生重要性的认识日益增强，发展中国家的人均消费量提升将直接带动全球市场的增长，是未来重要的增量市场。

图：2019年全球按地域划分一次性手套销售额（百万美元）

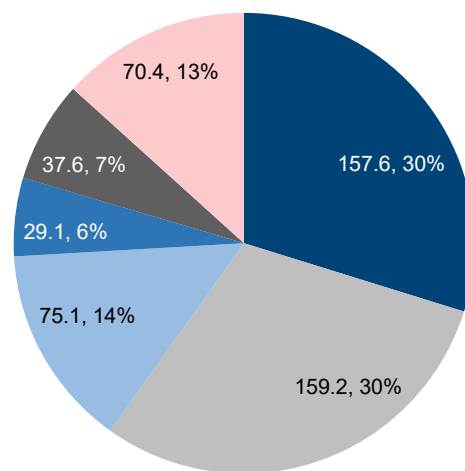
■ 美国 ■ 欧洲 ■ 亚太地区 ■ 日本 ■ 拉丁美洲 ■ 世界其他地区



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：2019年全球按地域划分一次性手套销售量（亿双）

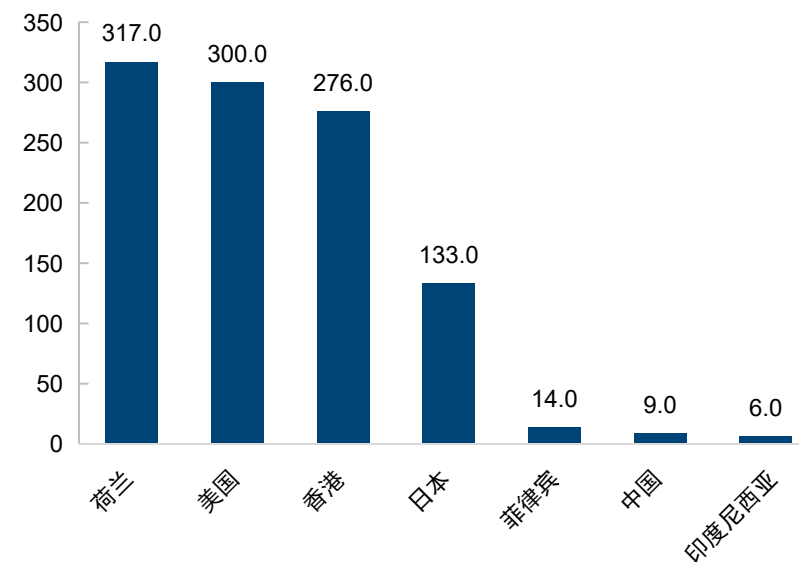
■ 美国 ■ 欧洲 ■ 亚太地区 ■ 日本 ■ 拉丁美洲 ■ 世界其他地区



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：2020年全球主要国家和地区人均手套消耗量

■ 人均手套消耗量 (件/人/年)



资料来源：FROST & Sullivan，国信证券经济研究所整理

2.2 需求端：应用场景主要为医疗领域，非医疗领域逐步拓展

- 一次性手套应用场景主要为医疗领域。从应用场景看，医用类手套的销售量占比高达70%，非医用场景占比不足30%。医用手套主要以乳胶手套、PVC手套和丁腈手套为主。
- 非医疗领域市场前景广阔。非医用场景涵盖日常生活、餐饮服务、食品加工以及电子工业生产等更多细分场景，工业领域的丁腈手套具有的较强耐油性可隔离多种化学试剂以及油脂混合物；民用领域的丁腈手套与PVC手套相比弹性更高，可灵活完成多种食品加工任务。随着中国居民医疗保健消费能力的提升、卫生防护意识的增强，有多种应用场景的非医用级手套也将迎来发展机会。

图：一次性手套应用场景及其销售量占比



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

图：一次性手套产品性能

	优	较优	良好	一般
耐油性	丁腈手套	PE手套	PVC手套	乳胶手套
耐穿刺性	丁腈手套	PVC手套	乳胶手套	PE手套
耐酸碱性	PVC手套	丁腈手套	PE手套	乳胶手套
耐磨性	PVC手套	丁腈手套	乳胶手套	PE手套
弹性及贴服性	乳胶手套	丁腈手套	PVC手套	PE手套
不致敏性	PVC手套	丁腈手套	PE手套	乳胶手套

资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

2.3 供给端：一次性手套产能集中在中国及东南亚

■ 一次性手套产能集中在中国及东南亚国家。东南亚（马来西亚、泰国等）长期以来依托橡胶原产地优势，是全球最大的一次性乳胶手套和丁腈手套生产基地。中国主要以PVC手套为主，90年代即引入PVC手套生产技术，已成为全球PVC手套最大生产国，同时近年来丁腈手套产能也大幅增加。全球行业主要头部公司包括马来西亚的Top Glove（顶级手套）、Hartalega（贺特佳）、Kossan（高产坭品）、Supermax（速伯玛）、泰国的诗董（Sri Trang）和中国的英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗等。

表：一次性手套主要生产企业的财务数据及产能梳理

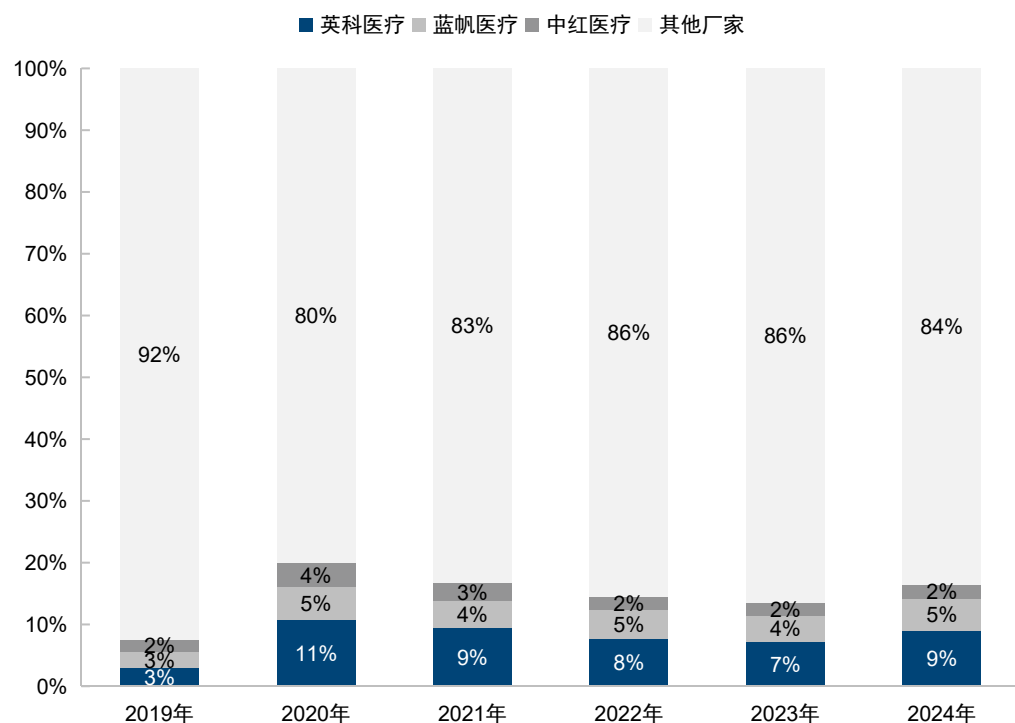
公司	国家	最新产能（亿只）	2024年收入（亿人民币）	2024年归母净利润（亿人民币）	备注
Top Glove	马来西亚	950	41.5	-1.1	使用FY2024数据（2023.9.1-2024.8.31）
HARTALEGA	马来西亚	370	41.9	0.2	使用FY2025数据（2024.4.1-2025.3.31）
KOSSAN	马来西亚	245	31.0	1.9	使用2024年数据，手套业务收入占比83.5%，其余为技术橡胶制品和洁净室产品
SUPERMAX	马来西亚	282	9.8	-2.6	使用FY2024数据（2023.7.1-2024.6.30）
诗董橡胶	泰国	511	53.2	2.1	使用2024年数据
英科医疗	中国	870	94.6	14.7	手套业务收入占比90.3%，其余业务包括轮椅等康复护理产品
蓝帆医疗	中国	500	62.1	-4.5	手套业务收入占比77.1%，其余业务包括冠脉介入、急救护理产品
中红医疗	中国	260	24.4	-0.9	健康防护业务收入占比87.3%，其余业务包括安全输注产品和创新孵化产品

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3 供给端：疫情驱动的产能爆发与格局洗牌

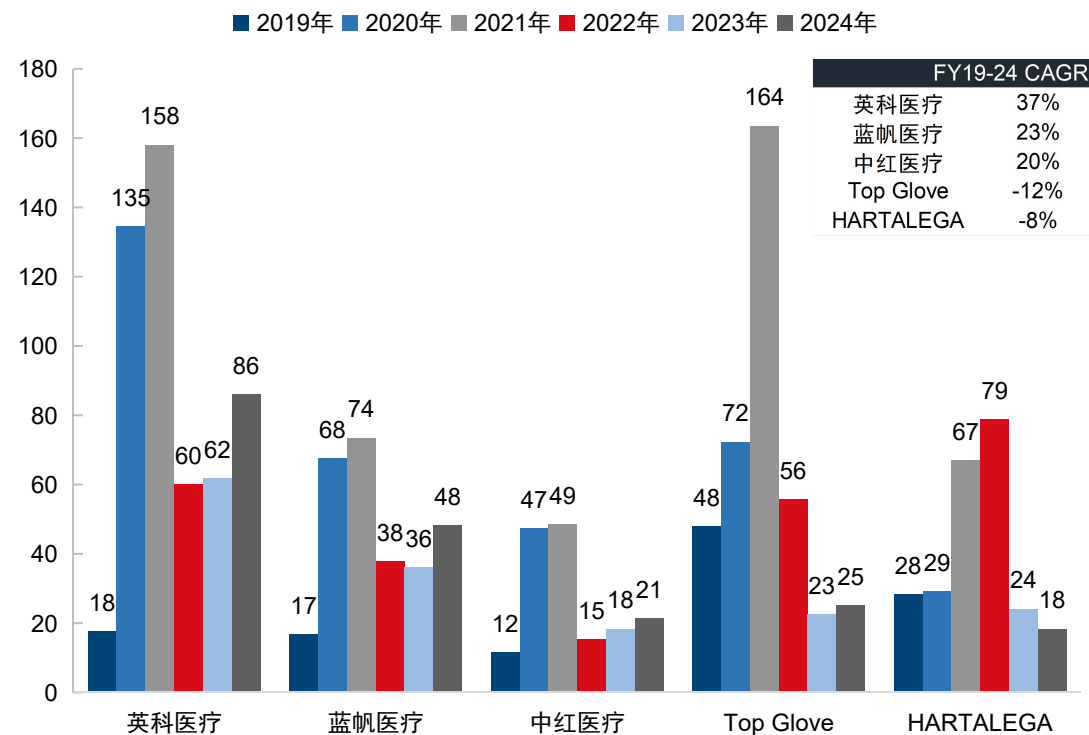
- 疫情期间产能爆发，全球一次性手套产能中心向中国转移。疫情前，全球一次性手套产能主要集中在马来西亚等东南亚国家，中国厂家以PVC手套为主，全球份额较低。疫情期间全球一次性手套需求爆发，叠加中国率先复产、产业链完整、政策与成本优势，加速全球产能中心快速向中国转移，形成目前“中国+东南亚”的双中心格局。

图：中国一次性手套TOP3厂家全球市场份额变化（按销售额计）



资料来源：Wind，头豹产业研究院，国信证券经济研究所整理 注：仅使用手套业务/健康防护业务收入计算，总销售额参考头豹产业研究院数据

图：主要厂家手套收入变化（亿元，人民币/马来西亚令吉）

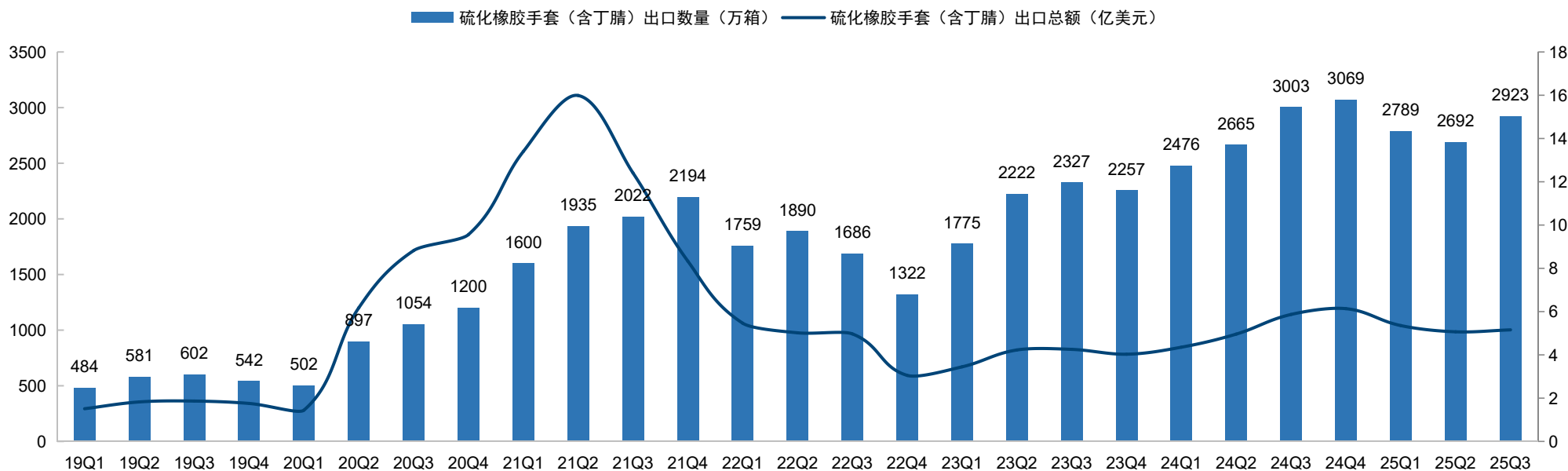


资料来源：各公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2.3 供给端：中小产能出清，中国出口量回升

- 中小与高成本产能在2022-2023年持续出清，2024年起中国出口量呈现明确回升态势。一次性手套产能在疫情期间大幅增长，2022年起手套需求回落，供需失衡使得行业在2022至2023年陷入去产能、去库存的激烈竞争，价格跌至历史低位，中小厂规模小、自动化低、成本高，持续亏损倒逼关停产线。2024年起中国出口量明确回升，供给端集中度提升，产能利用率普遍上升。

图：中国硫化橡胶手套出口情况



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

2.3 供给端：美国关税政策扰动，重塑全球贸易流

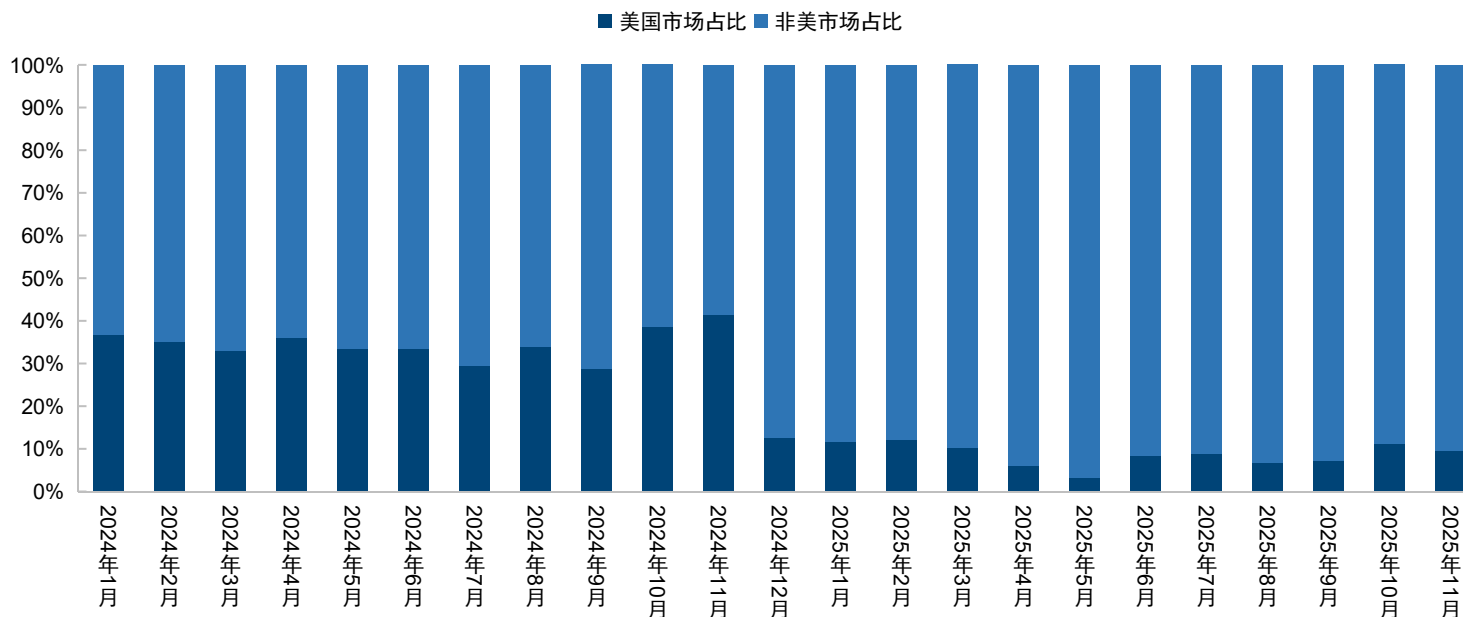
- **美国关税政策扰动，重塑全球贸易流。**美国自2025年1月1日起对中国产一次性手套加征高额关税，彻底改变了全球贸易流向，目前美国对中国工业级丁腈手套加征55%关税，医疗级丁腈手套加征80%关税，PVC手套加征30%关税。基于PVC产能大部分集中在中国，PVC手套出口未受关税影响。但丁腈手套对美出口受到严重影响，中国厂商基本退出美国市场，转向欧洲、日本等非美市场，而马来西亚厂商则填补了美国市场的供给。

表：美国加征关税梳理

	PVC手套	医疗级丁腈手套	工业级丁腈手套	事件
2018年9月	0%	0%	10%	中美贸易战开启
2019年5月	0%	0%	25%	
2020年	0%	0%	0%	疫情豁免
2021年12月	0%	7.5%	25%	疫情豁免到期
2025年1月1日	0%	50%	25%	
2025年2月4日	10%	60%	35%	特朗普对中国所有商品加关税10%
2025年3月4日	20%	70%	45%	特朗普对中国所有商品加关税11%
2025年4月2日	54%	104%	79%	加对等关税34%
2025年4月8日	104%	154%	129%	对等关税基础上再加50%
2025年4月9日	145%	195%	170%	对等关税基础上再加41%
2025年5月12日	30%	80%	55%	中美日内瓦洽谈，下调对等关税至10%

资料来源：各政府官网，国信证券研究所整理
注：工业级丁腈手套基础关税为3%

图：中国硫化橡胶手套出口量结构

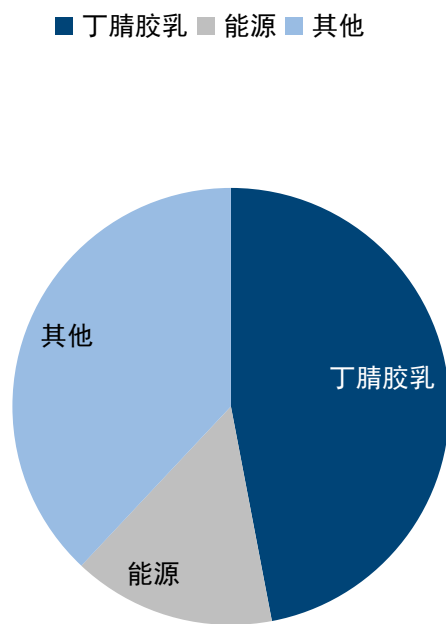


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

2.4 成本端：原材料及能源是主要成本制约因素

- 原材料成本在一次性手套总成本中占比近5成。丁腈手套生产的成本主要来源于能源、原材料和人员成本，其中原材料占比40%-50%，能源占比10-15%，其中丁腈胶乳是最核心的原材料，其市场价格易受原油价格影响。其上游主要为丁二烯和丙二烯，2024年末至今上游原材料价格持续走低，驱动丁腈乳胶价格下行。

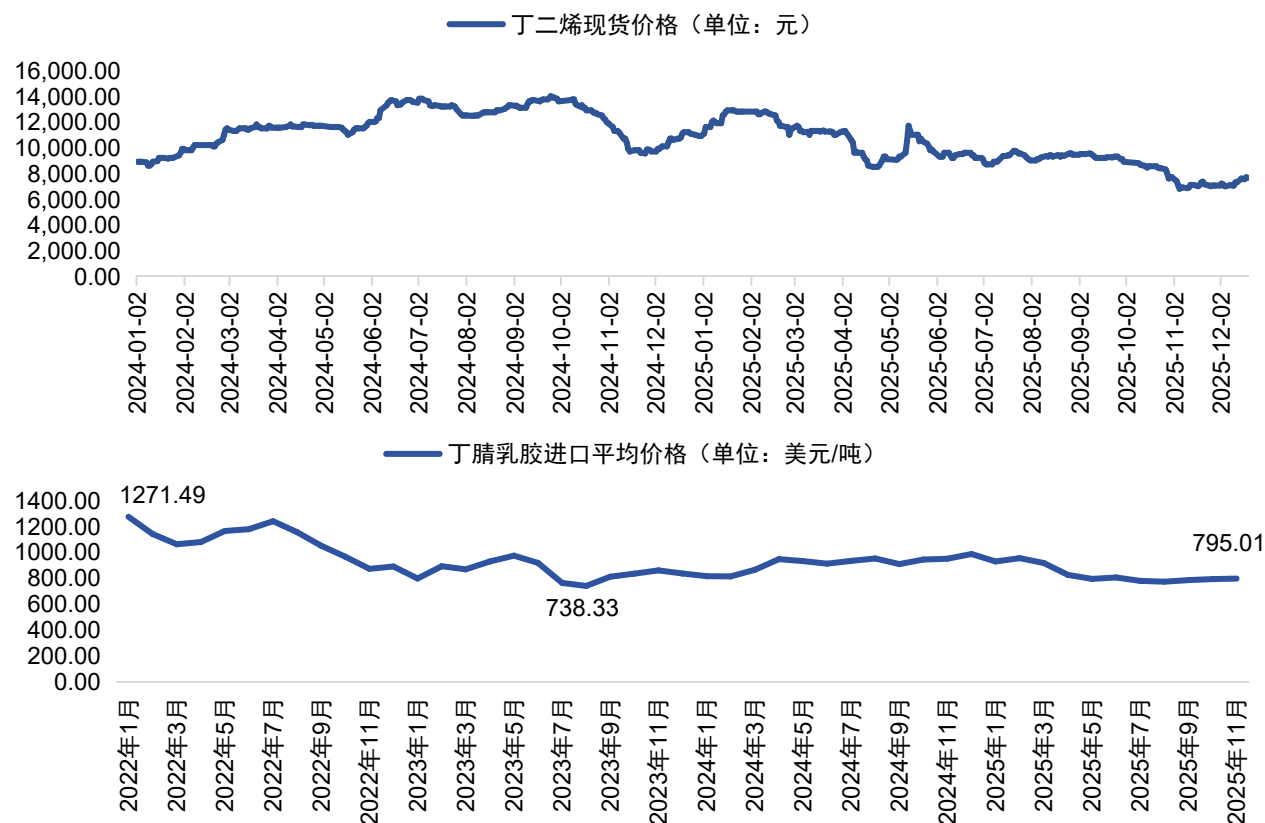
图：丁腈手套成本构成



资料来源：Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：丁二烯、丁腈胶乳价格走势

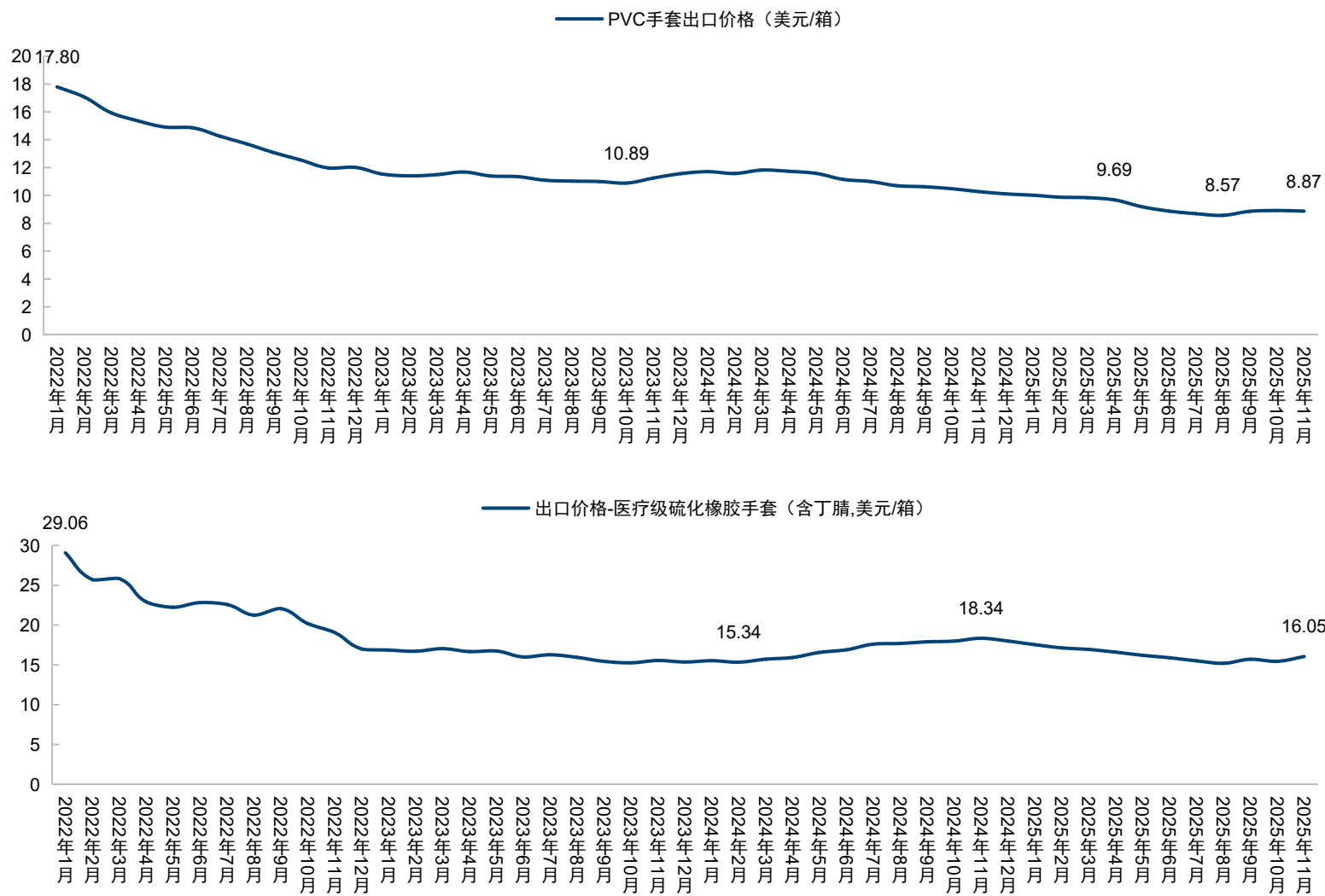


资料来源：海关总署, Wind, 国信证券经济研究所整理

2.5 价格端：供需关系逐步回归平衡，丁腈手套价格探底回升

- 供需关系逐步回归平衡，丁腈手套价格探底回升。一次性手套价格在疫情后的产能出清期跌至历史低位，其中PVC手套价格自2022年以来持续下跌。丁腈手套行业已通过中小产能出清、需求回稳完成供需再平衡，价格于2024年初触底后逐步回升，2025上半年受关税与库存扰动短暂回调，下半年起重回上行通道。

图：PVC及丁腈手套出口价格走势



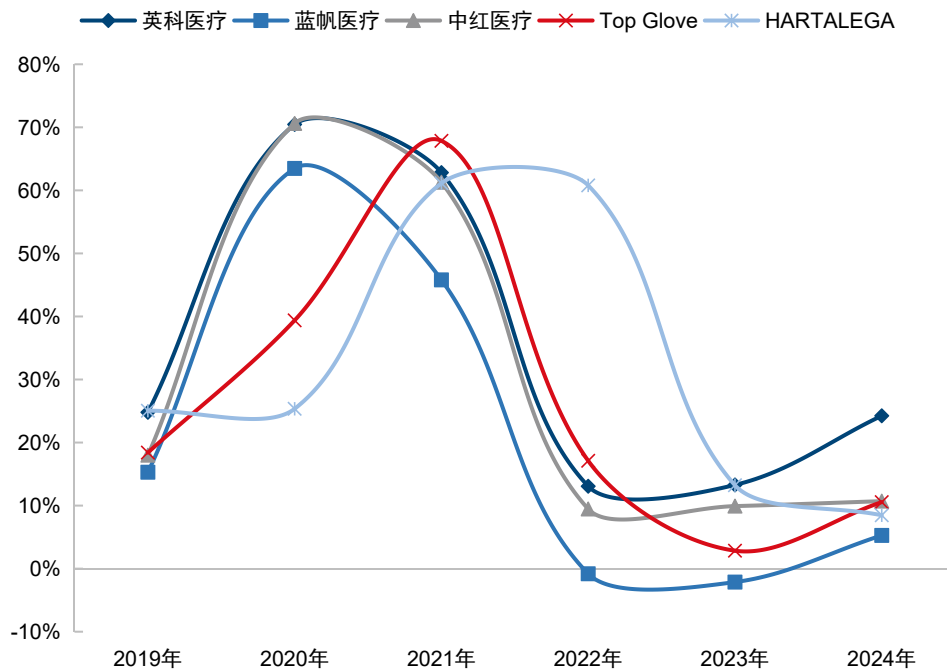
资料来源：海关总署，Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 英科医疗：全球一次性手套龙头企业
- [02] 一次性手套行业：扰动出清，价格企稳回升可期
- [03] 公司：成本优势构筑核心壁垒，全球化布局持续推进
- [04] 财务分析、盈利预测
- [05] 估值、投资建议及风险提示

3.1 成本优势：多维度构建综合壁垒，形成深厚的成本护城河

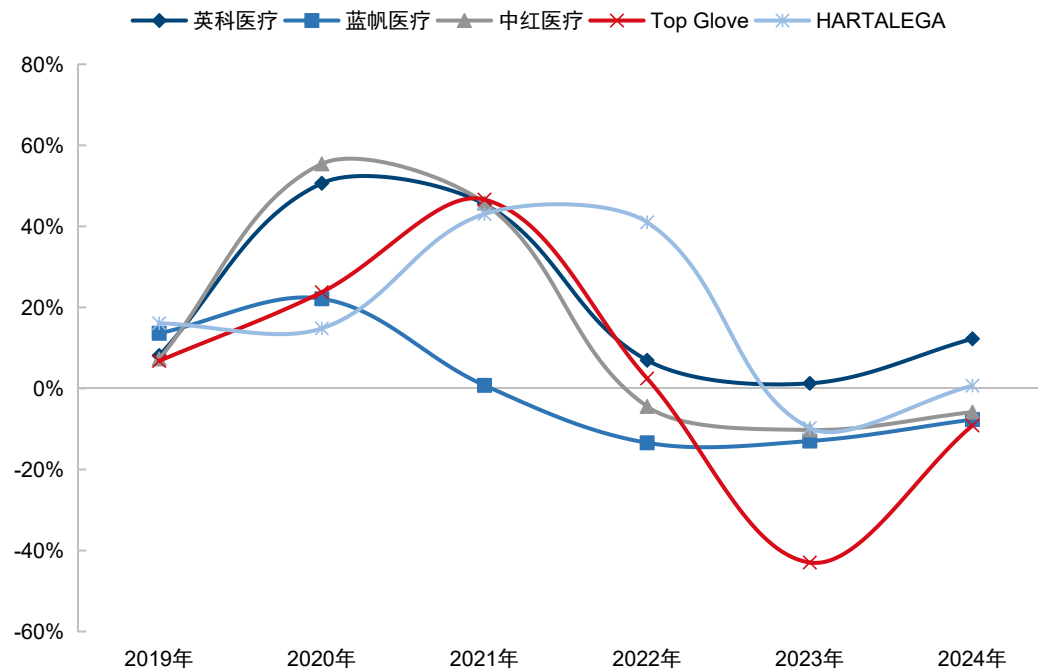
- 生产技术+原材料把控+能源资质，成本优势构筑核心壁垒。英科医疗通过生产线自动化和工艺创新、上游核心原材料丁腈胶乳自供、使用低成本的清洁燃煤能源，构建了全球领先的成本优势，其丁腈手套成本显著低于国内同行和马来西亚竞争对手，使其在行业低谷期能持续挤压高成本产能，实现逆势扩张、市场份额提升。

图：一次性手套企业手套业务毛利率对比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：均为财年数据

图：一次性手套企业扣非净利率对比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：均为财年数据

3.1 成本优势：持续推进生产线自动化和工艺创新

- 持续推进生产线自动化和工艺创新。公司建有行业领先的一次性手套生产设备，配备先进的器械设备、自主设计生产线及精密 DCS 系统，产线均在2010年或之后建成，自动化程度高，大幅减少了劳动力及能源消耗。公司的标准丁腈手套生产线长度已达1.8公里，设有约500个控制点，以确保高效稳定的生产及低能耗，同保持高质量的产品，可根据客户需求动态调整配方，实现柔性化生产，产品良品率长期稳定在99%以上。

图：英科医疗智能仓储与智能化生产线



现代化智能仓储



智能化生产线

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.1 成本优势：布局上游核心原材料和清洁能源

- 英科医疗通过上游核心原材料垂直整合与清洁能源多元布局，构筑了显著的成本护城河。
- ✓ 原材料方面，丁腈胶乳是丁腈手套的主要原材料，其价格受上游原油及大宗化工品价格影响，公司通过控股两家丁腈胶乳生产企业浩德塑胶（持股65%）和安徽凯泽（持股51%）及参股两家丁腈胶乳生产企业，保障丁腈胶乳原材料供应及产品品质的改良提升。
- ✓ 能源方面，公司已为所有营运中的生产基地取得了能耗指标，所用的主要能源为清洁燃煤，相比其他能源具备成本优势，2024年底安徽安庆基地投产后，通过引入最新热电联产技术结合第三代丁腈双手模全自动生产线，公司的成本优势得到进一步强化；2025年安徽基地风电项目建成投运，在原有光伏应用基础上进一步扩大了清洁能源使用占比。

表：一次性手套主要生产企业原材料及能源结构对比

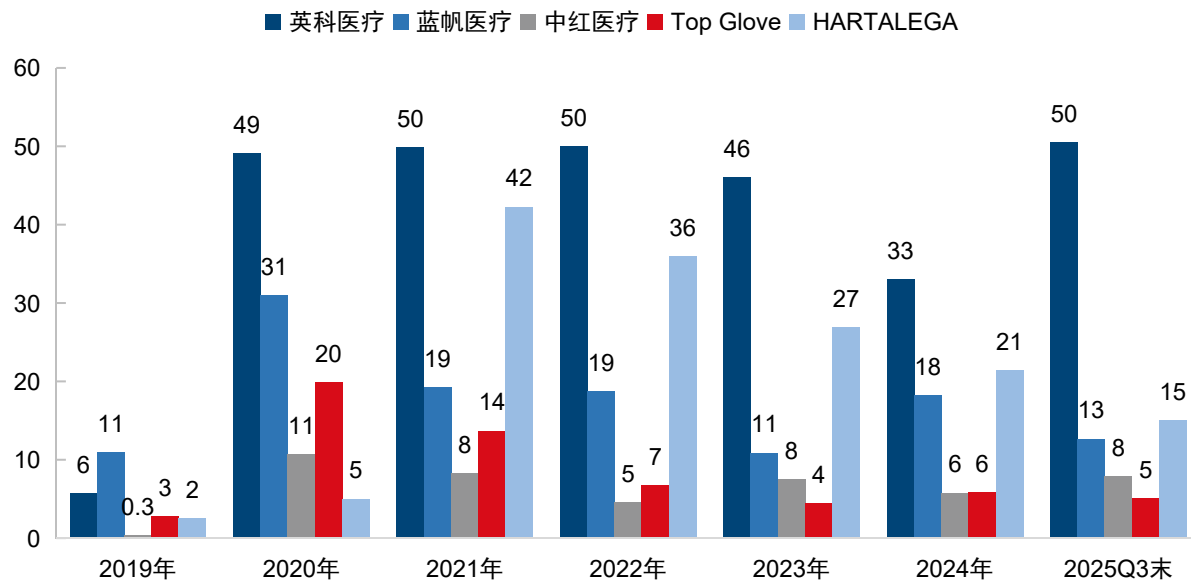
公司	原材料	能源结构
英科医疗	自建安徽凯泽（50万吨丁腈胶乳）、山东浩德，并参股两家胶乳厂，丁腈胶乳大部分自供	所有基地取得能耗指标，以清洁燃煤为主能源，热电联产+光电+风电
蓝帆医疗	主要原材料为丁腈胶乳、增塑剂、糊树脂等，大部分外购	煤+外购蒸汽/电力+热电联产+少量光电
中红医疗	大部分外购	煤+外购蒸汽/电力
马来西亚厂家	天然橡胶本土采购，丁腈胶乳进口	天然气为主

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 资本优势：资金实力雄厚，为扩产奠定基础

- 英科医疗资金实力雄厚，为扩产奠定基础。手套行业是资本密集型行业，国内建设一条公司研发的丁腈双手模生产线投资超3000万元，成规模建设手套工厂需要大量的资金投入，投资规模通常在20亿元人民币以上，投产周期长达12-18个月。公司2020年、2021年的优秀业绩积累了充足的资本，为扩充产能奠定了资本基础。

图：一次性手套主要生产企业现金及等价物对比（亿元人民币）

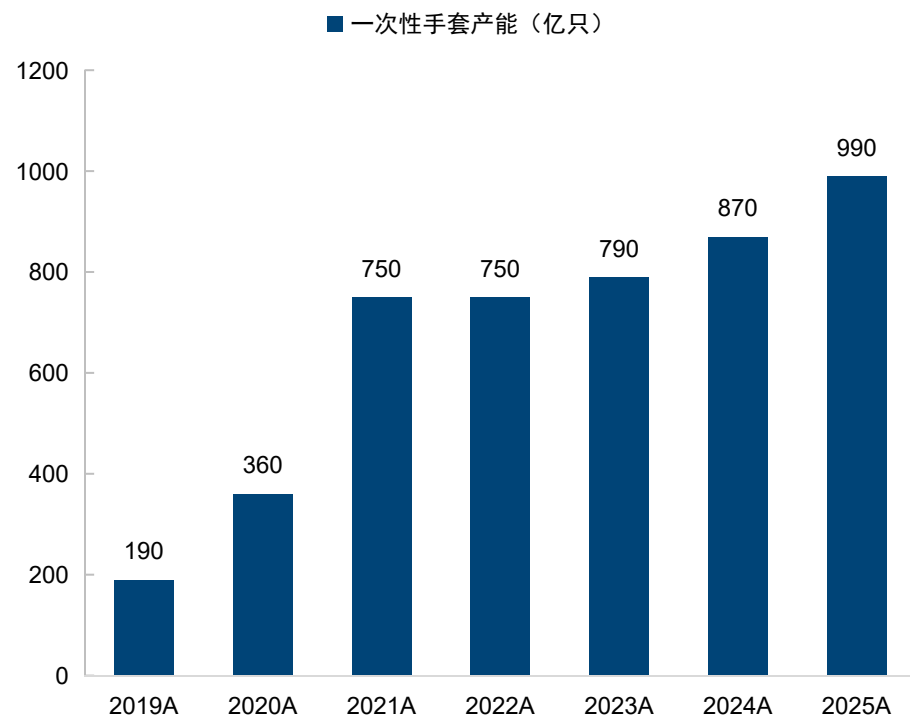


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.3 全球供应链布局持续完善，巩固全球龙头地位

- 稳步推进海外生产基地建设，全球供应链布局进一步完善。公司目前拥有安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江、山东淄博六大生产基地，同时公司也在积极实施供应链全球化进程。目前一次性手套年化产能达870亿只，其中一次性丁腈手套560亿只、一次性PVC手套310亿只。

图：英科医疗一次性手套产能情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗国内生产基地

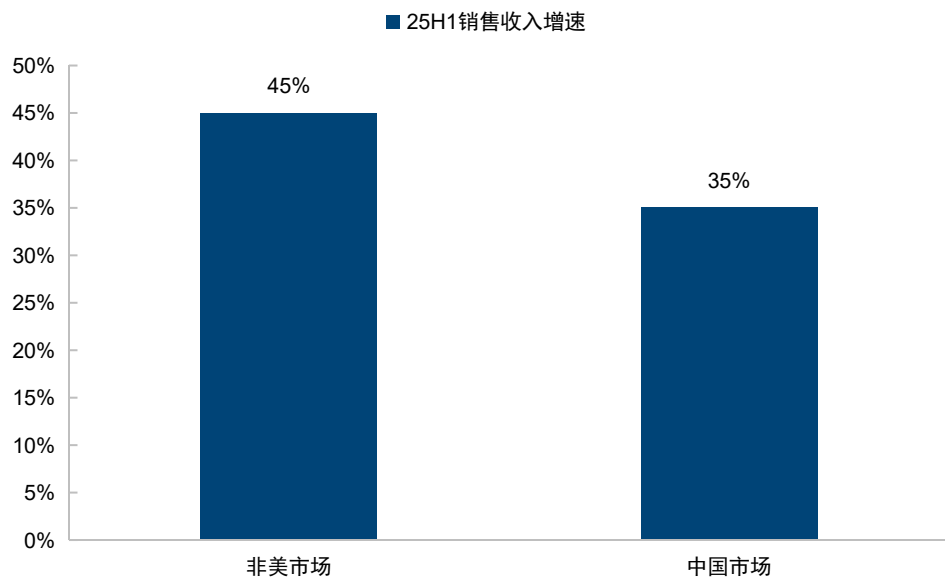


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.4 加强全球营销网络建设，推进多元化市场布局

- 多元化市场布局为公司抵御单一市场风险、拓展增长空间提供有力支撑。公司拥有海内外营销人数超500人，积极开发覆盖全球的营销网络。面对2025年中美关税调整带来的市场格局变化，公司快速调整销售策略，非美市场及国内市场均实现快速增长，2025上半年海外非美市场销售收入同比增长约45%，国内市场销售收入同比增长约35%，展现了强大的全球渠道拓展能力。
- 加大线上渠道的投入，拓展一次性手套的消费场景。公司在持续深耕传统营销渠道的基础上，加大对全球化零售渠道的开拓挖掘，拓展一次性手套的消费品市场空间。在线上布局方面，2025年与京东健康达成战略合作，构建包含天猫、京东、抖音、拼多多等官方旗舰店的电商集群，并已入驻1688、阿里健康大药房等核心平台。同时拓展小红书、快手等新渠道，多维度渠道布局有效强化了“英科医疗”品牌认知。

图：英科医疗2025年上半年非美及中国市场收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗手套位居淘宝医用手套热销榜首



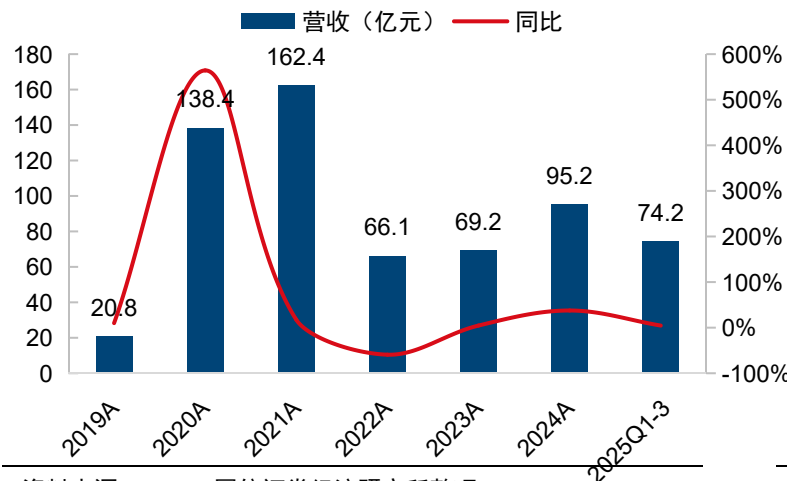
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 英科医疗：全球一次性手套龙头企业
- [02] 一次性手套行业：扰动出清，价格企稳回升可期
- [03] 公司：成本优势构筑核心壁垒，全球化布局持续推进
- [04] 财务分析、盈利预测
- [05] 估值、投资建议及风险提示

4.1 财务分析

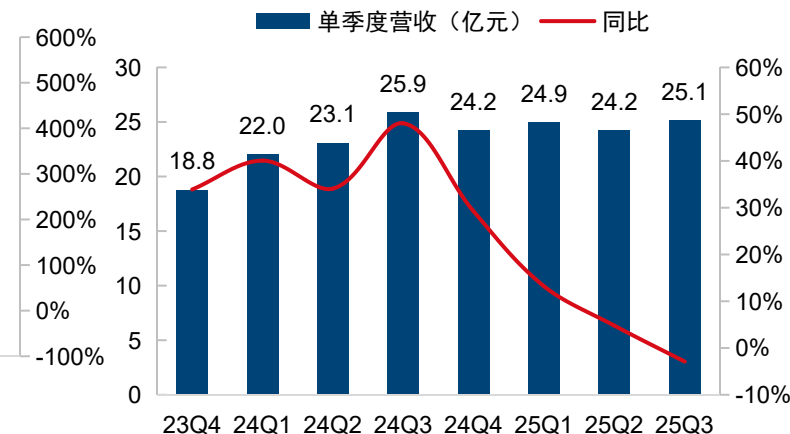
■ 归母净利润大幅增长，扣非利润有所下滑。2025年前三季度公司实现营收74.25亿元（+4.60%），归母净利润9.24亿元（+34.47%），扣非归母净利润4.84亿元（-19.32%），其中25Q3单季营收25.11亿元（-2.90%），归母净利润2.14亿元（+113.04%），扣非归母净利润0.84亿元（-25.87%）。25Q3收入同比微降，表明一次性手套行业价格仍处历史较低区间；归母净利润同比大增，主要得益于去年同期低基数及本期金融资产公允价值变动收益等非经常性损益贡献；扣非利润下滑较多，主要系汇兑损失较多的影响。

图：英科医疗营收情况



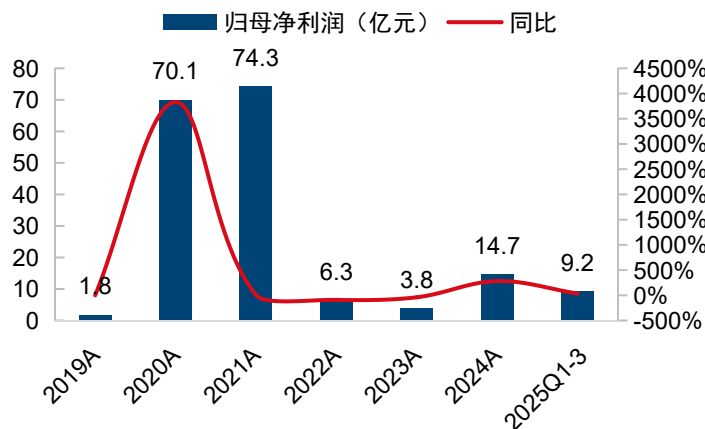
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗单季度营收情况



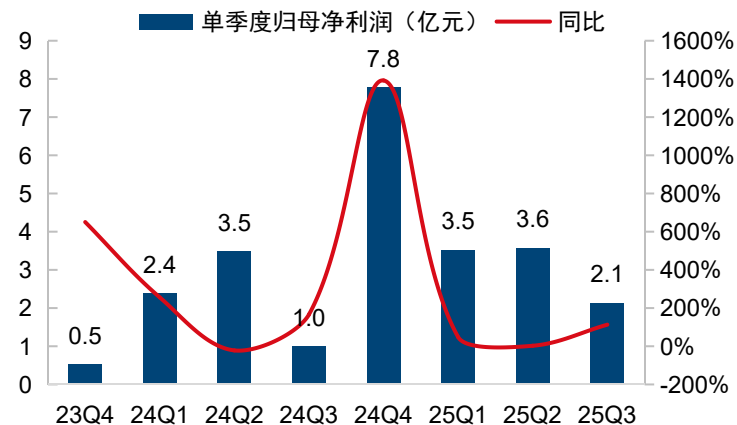
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗单季度归母净利润情况

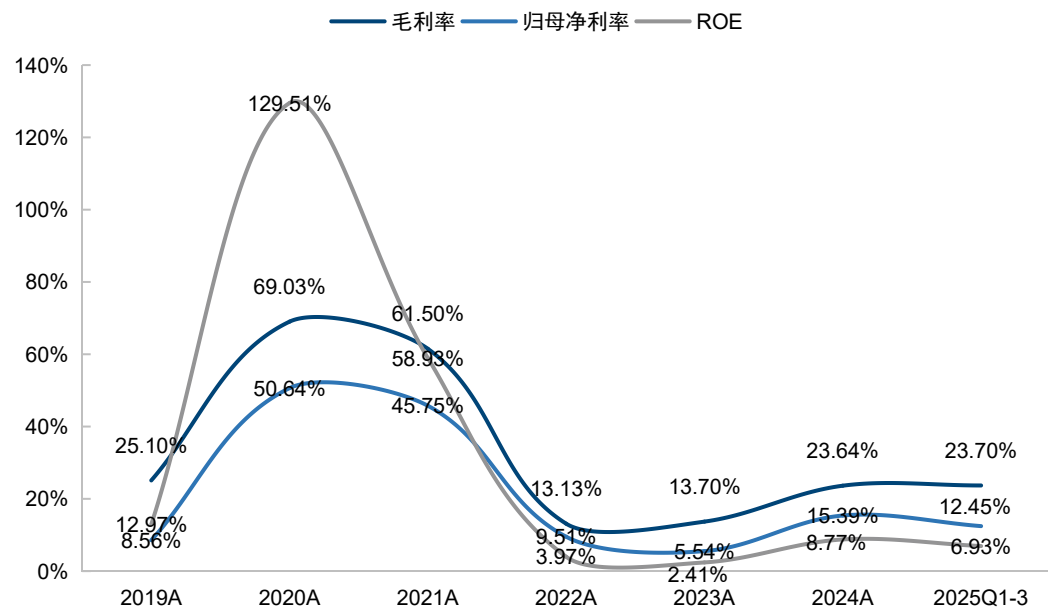


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.1 财务分析

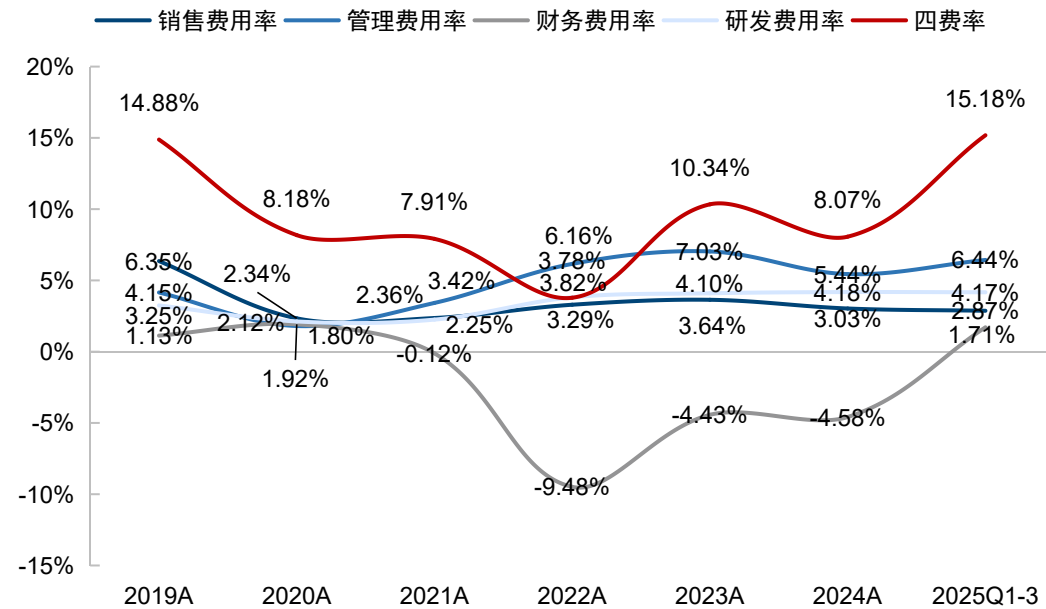
■ 毛利率下降，管理费用率提升较多。25Q3公司毛利率22.66%（-0.70pp），毛利率略有下滑。销售费用率3.13%（+0.57pp），管理费用率7.39%（+2.35pp），研发费用率4.20%（+0.19pp），财务费用率4.95%（-1.27pp），四费率19.68%（+1.84pp），管理费用率明显提升。

图：英科医疗利润率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：英科医疗费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.2 盈利预测

■ 我们的盈利预测基于以下假设条件：

- ✓ **个人防护用品：**主要产品为一次性丁腈手套和PVC手套，考虑到丁腈手套涨价和海外产能释放节奏，预计2025-2027年收入增速分别为4.4%、21.3%、16.2%，由于销往美国市场的手套价格更高，预计未来三年毛利率逐年上升。
- ✓ **康复护理系列：**主要产品为轮椅等，市场需求较稳定，预计2025-2027年收入增速分别为10%、10%、10%，毛利率预计维持在18%左右。
- ✓ **其他业务：**主要产品为冰袋、电极片等，市场需求较稳定，预计2025-2027年收入增速分别为10%、10%、10%，毛利率预计维持在21%左右。

4.2 盈利预测

- 我们预计公司2025-2027年营收99.9/120.1/138.8亿元，同比增速4.9%/20.2%/15.6%，毛利率为23.99%/24.49%/24.97%。归母净利润12.4/17.0/20.1亿元，同比增速-15.3%/37.1%/18.1%。

表：英科医疗业务拆分及盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
个人防护用品						税金及附加	0.67	0.66	1.00	1.20	1.39
收入	61.80	86.00	89.76	108.90	126.50	税金及附加率(%)	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
YOY	2.91%	39.16%	4.37%	21.32%	16.16%	销售费用	2.52	2.88	3.00	3.36	3.89
毛利率	13.28%	24.24%	24.50%	25.00%	25.50%	销售费用率(%)	3.6%	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%
康复护理系列						管理费用	4.87	5.18	6.39	6.60	6.94
收入	3.96	4.58	5.03	5.54	6.09	管理费用率(%)	7.0%	5.4%	6.4%	5.5%	5.0%
YOY	4.76%	15.64%	10.00%	10.00%	10.00%	研发费用	2.83	3.98	4.10	4.80	5.55
毛利率	12.83%	15.37%	18.00%	18.00%	18.00%	研发费用率(%)	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%
其他业务						财务费用	-3.06	-4.37	1.00	0.24	0.28
收入	3.43	4.66	5.12	5.63	6.20	财务费用率(%)	-4.4%	-4.6%	1.0%	0.2%	0.2%
YOY	48.56%	35.68%	10.00%	10.00%	10.00%	其他损益	2.74	2.60	5.30	5.70	5.70
毛利率	22.25%	20.52%	21.00%	21.00%	21.00%	营业利润	4.39	16.77	13.79	18.90	22.31
营收合计						利润总额	4.43	16.09	13.79	18.90	22.31
收入	69.19	95.23	99.92	120.07	138.79	减：所得税	0.55	1.17	1.38	1.89	2.23
YOY	4.61%	37.65%	4.92%	20.17%	15.59%	所得税率(%)	12.4%	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.70%	23.64%	23.99%	24.49%	24.97%	净利润	3.88	14.92	12.41	17.01	20.08
						减：少数股东损益	0.05	0.26	0.00	0.00	0.00
						归母净利润	3.83	14.65	12.41	17.01	20.08
						YOY	-39.1%	282.6%	-15.3%	37.1%	18.1%
						归母净利润率	5.5%	15.4%	12.4%	14.2%	14.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

4.3 盈利预测的敏感性分析

- 乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动10%。

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6918.72	9523.32	10038.32	12265.81	14369.06
(+/-%)	4.61%	37.65%	5.41%	22.19%	17.15%
净利润(百万元)	383.00	1465.48	2084.90	2736.63	3232.32
(+/-%)	-39.12%	282.63%	42.27%	31.26%	18.11%
每股收益(元)	0.58	2.27	3.18	4.18	4.94
中性预测					
营业收入(百万元)	6918.72	9523.32	9991.50	12007.05	13878.76
(+/-%)	4.61%	37.65%	4.92%	20.17%	15.59%
净利润(百万元)	383.00	1465.48	1240.73	1700.56	2008.15
(+/-%)	-39.12%	282.63%	-15.34%	37.06%	18.09%
每股收益(元)	0.58	2.27	1.89	2.60	3.07
悲观预测					
营业收入(百万元)	6918.72	9523.32	9944.68	11750.18	13398.67
(+/-%)	4.61%	37.65%	4.42%	18.16%	14.03%
净利润(百万元)	383.00	1465.48	422.35	727.79	887.33
(+/-%)	-39.12%	282.63%	-71.18%	72.32%	21.92%
每股收益(元)	0.58	2.27	0.65	1.11	1.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

- [01] 英科医疗：全球一次性手套龙头企业
- [02] 一次性手套行业：扰动出清，价格企稳回升可期
- [03] 公司：成本优势构筑核心壁垒，全球化布局持续推进
- [04] 财务分析、盈利预测
- [05] 估值、投资建议及风险提示

5.1 绝对估值：43.85-47.68元

■根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，公司价格区间为43.85-47.68元，对应市值区间为287-312亿元。

■表：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	4.61%	37.65%	4.92%	20.17%	15.59%	15.09%	14.09%	13.09%	11.09%	9.09%	7.09%	5.09%
营业成本/营业收入	86.30%	76.36%	76.01%	75.51%	75.03%	74.83%	74.63%	74.63%	74.63%	74.63%	74.63%	74.63%
管理费用/营业收入	6.74%	5.22%	6.40%	5.50%	5.00%	4.80%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
研发费用/营业收入	4.10%	4.18%	4.10%	4.00%	4.00%	3.80%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%
销售费用/销售收入	3.64%	3.03%	3.00%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%
营业税及附加/营业收入	0.97%	0.69%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	12.36%	7.29%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	48.28%	23.08%	48.01%	39.79%	36.96%	41.59%	39.45%	39.33%	40.12%	39.63%	39.70%	39.82%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

表：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆Beta	0.91	T	10.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.87%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆Beta	1.35
公司股价	39.29	Ke	11.96%
发行在外股数	655	E/(D+E)	64.98%
股票市值(E)	25741	D/(D+E)	35.02%
债务总额(D)	13872.26646	WACC	9.44%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
45.71		9.04%	9.24%	9.44%	9.64%	9.84%
永续 增长 率 变 化	3.10%	53.99	51.57	49.31	47.19	45.20
	2.90%	52.49	50.19	48.04	46.01	44.11
	2.70%	51.09	48.89	46.84	44.90	43.07
	2.50%	49.77	47.68	45.71	43.85	42.10
	2.30%	48.53	46.53	44.64	42.86	41.17
	2.10%	47.36	45.44	43.63	41.92	40.30
	1.90%	46.26	44.41	42.67	41.02	39.46

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2025-1-7

5.2 相对估值：44.13-49.32元

- 公司业务主要为一次性手套等防护类产品，选取医用敷料和手术感控防护耗材企业振德医疗、医用敷料和日用消费品企业稳健医疗作为可比公司，可比公司2025-2027年平均PE为35/28/24x。公司是一次性手套行业龙头企业，成本优势显著，海外产能扩充有望带动公司业绩增长。给予公司2026年PE 17-19x，合理价格区间为44.13-49.32元，对应市值区间为289-323亿元，较当前股价有12-26%溢价空间。

表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 26/1/7	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE 24A	PEG 25E	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300677.SZ	英科医疗	39.29	257	2.26	1.89	2.60	3.07	17.57	20.75	15.14	12.82	8.42%	1.87	优于大市
603301.SH	振德医疗	70.25	187	1.45	1.47	1.87	2.15	48.48	47.88	37.65	32.65	6.83%	3.40	优于大市
300888.SZ	稳健医疗	38.60	225	1.19	1.75	2.10	2.48	32.32	22.00	18.35	15.56	6.24%	0.80	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：稳健医疗使用 Wind 一致预期

5.3 投资建议

- **英科医疗是全球一次性手套龙头企业，业务布局多元且全球化优势显著。**公司1993年以贸易起家，2009年转型自主生产后快速扩张，核心产品丁腈与PVC手套贡献超90%营收，海外收入占比稳定在85%左右，产品远销150个国家和地区，服务客户超15000名。经过疫情及后疫情时代的格局洗牌，公司已成为全球一次性手套龙头，产能规模全球领先，2025年手套产能达990亿只，产能、营收、利润规模领先同行。
- **一次性手套行业扰动出清，供需格局持续优化。**一次性手套行业呈现“中国 + 东南亚”双生产中心格局，而欧美为核心消费市场，从细分市场看，丁腈手套增速领先于其他品类，渗透率有望持续提升。行业经历了2022-2023年的去库存和价格战后，落后产能逐步出清，中国厂商凭借产业链优势实现份额提升。2025年美国关税政策重塑全球贸易流，中国厂商转向非美市场，马来西亚厂商则填补了美国市场的空缺。随着下游经销商库存出清和供需关系重回平衡，丁腈手套价格有望进入温和上行通道。
- **英科医疗核心竞争力源于多维度成本壁垒与全球化运营能力。**通过自动化生产线、丁腈胶乳自供（控股/参股多家胶乳厂）及“清洁燃煤+新能源”组合能源，公司成本显著低于国内外同行。2025年起受美国关税政策影响，公司在国内生产的手套基本退出美国市场，但通过强大的全球渠道拓展能力，成功将产能转向非美市场，维持了满产满销的状态，有效对冲了美国市场的暂时缺失。同时积极推进全球化供应链布局，助力公司在行业波动中稳步提升全球市场份额。
- **投资建议：**一次性手套行业供需格局有望持续优化，叠加公司产能规模扩张与产线升级，成本控制与盈利能力有望进一步增强。公司作为龙头企业，凭借规模化生产优势、全产业链布局及全球化渠道网络，有望进一步提升全球市场份额。维持盈利预测，我们预计公司2025-2027年营收99.9/120.1/138.8亿元，同比增速4.9%/20.2%/15.6%，归母净利润12.4/17.0/20.1亿元，同比增速-15.3%/37.1%/18.1%。综合绝对估值与相对估值，公司价格区间为43.99-48.50元，对应市值区间为288-318亿元，较当前股价有12-23%溢价空间，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险；原材料涨价风险；产能进度不及预期风险；汇率风险。

5.4 风险提示

■ 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在288-318亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了可比公司2026年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司较好的成长性，最终给予公司26年17-19倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

5.4 风险提示

■ 盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长5%/20%/16%，可能存在对公司各业务收入增长预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利率分别为24%/24%/25%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

■ 国际贸易摩擦风险

中美贸易摩擦升级可能对公司业务产生影响。目前，美国对中国产一次性医疗级丁腈手套征收80%关税，工业级丁腈手套55%，PVC手套30%。尽管公司已推进全球供应链优化计划，但运营成效尚待观察；且贸易政策存在强不确定性，若后续其他海外市场跟进设置贸易壁垒，仍会对其全球化布局和营收稳定性造成冲击。

■ 原材料价格波动和供应量稳定性风险

公司原材料成本占产品成本的比例较高。公司主要产品一次性手套的主要原材料是 PVC 粉、丁腈胶乳和DINP/DOTP 增塑剂等。当原料价格波动时，公司通常会通过调整产品售价等措施来规避风险，但若原材料价格出现较大甚至剧烈波动、公司不能及时向下游转嫁成本，则公司可能面临成本上升、利润率下降的风险。

5.4 风险提示

■ 市场竞争加剧风险

行业经历过剧烈的供需失衡后，当前虽逐步回归平衡，但仍有潜在波动风险。2020-2021年行业产能快速扩张，后续需求回归稳态，导致2022-2023年陷入去产能、去库存的激烈竞争。虽2024年行业出清效果显著，产能利用率回升，但一方面，马来西亚的竞争对手仍保有庞大产能，可能进一步争夺市场份额；另一方面，公司自身规划的产能规模较大，若未来国内及发展中国家等增量市场的需求增长不及预期，或下游客户采购策略调整，可能再次出现供过于求的情况，进而影响产能消化和营收增长。

■ 产能建设不及预期风险

公司规划建设的生产基地较多，规划产能较大，若因市场供需变化、行业竞争加剧、政策审批收紧、中美贸易摩擦等各因素影响，将对部分生产基地建设产生较大影响，进度不及预期可能使得未来销售收入低于预期或建设项目受市场变化影响而进行调整。

■ 汇率波动风险

公司出口业务收入占总收入比例超过八成，产品出口主要以美元等外币定价和结算，因此，人民币兑美元等外币的汇率波动会对公司经营业绩产生一定影响。未来如果人民币汇率出现剧烈波动，公司将可能产生汇兑损失，同时汇率波动也会影响公司产品的价格竞争力，从而影响公司的经营业绩。

5.5 财务预测与估值（附表）

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	7222	12014	13215	14537	15991	营业收入	6919	9523	9992	12007	13879
应收款项	964	1441	1288	1679	1943	营业成本	5971	7272	7594	9067	10413
存货净额	1150	1265	1358	1657	1884	营业税金及附加	67	66	100	120	139
其他流动资产	1031	497	300	360	416	销售费用	252	288	300	336	389
流动资产合计	15603	21955	22899	24971	26972	管理费用	487	518	670	691	725
固定资产	9243	9789	10463	10775	10807	研发费用	283	398	410	480	555
无形资产及其他	567	767	736	706	675	财务费用	(306)	(437)	100	24	28
投资性房地产	1666	2120	2120	2120	2120	投资收益	87	63	180	220	220
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	181	389	300	300	300
资产总计	27079	34631	36218	38571	40573	其他收入	(278)	(591)	(329)	(400)	(474)
短期借款及交易性金融负债	7089	13103	13705	14684	15051	营业利润	439	1677	1379	1890	2231
应付款项	922	845	1091	1314	1524	营业外净收支	4	(68)	0	0	0
其他流动负债	607	735	817	935	1084	利润总额	443	1609	1379	1890	2231
流动负债合计	8618	14683	15614	16933	17659	所得税费用	55	117	138	189	223
长期借款及应付债券	77	167	167	167	167	少数股东损益	5	26	0	0	0
其他长期负债	2089	2100	2110	2121	2131	归属于母公司净利润	383	1465	1241	1701	2008
长期负债合计	2167	2267	2277	2288	2298	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10785	16949	17891	19220	19957	净利润	383	1465	1241	1701	2008
少数股东权益	266	278	278	278	278	资产减值准备	(5)	112	27	6	2
股东权益	16029	17404	18049	19073	20339	折旧摊销	720	860	972	1086	1156
负债和股东权益总计	27079	34631	36218	38571	40573	公允价值变动损失	(181)	(389)	(300)	(300)	(300)
						财务费用	(306)	(437)	100	24	28
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	285	(338)	624	(393)	(176)
每股收益	0.58	2.27	1.89	2.60	3.07	其它	8	(92)	(27)	(6)	(2)
每股红利	0.28	0.52	0.91	1.03	1.13	经营活动现金流	1209	1618	2536	2094	2687
每股净资产	24.43	26.93	27.55	29.11	31.04	资本开支	0	(1886)	(1342)	(1074)	(859)
ROIC	0.95%	6.29%	3%	4%	5%	其它投资现金流	(3613)	(1501)	0	0	0
ROE	2.39%	8.42%	7%	9%	10%	投资活动现金流	(3613)	(3387)	(1342)	(1074)	(859)
毛利率	14%	24%	24%	24%	25%	权益性融资	67	0	0	0	0
EBIT Margin	-2%	10%	9%	11%	12%	负债净变化	27	90	0	0	0
EBITDA Margin	8%	19%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(185)	(338)	(596)	(677)	(742)
收入增长	5%	38%	5%	20%	16%	其它融资现金流	4841	7058	603	978	367
净利润增长率	-39%	283%	-15%	37%	18%	融资活动现金流	4592	6560	7	301	(375)
资产负债率	41%	50%	50%	51%	50%	现金净变动	2189	4792	1201	1322	1454
股息率	0.7%	1.3%	2.3%	2.7%	2.9%	货币资金的期初余额	5033	7222	12014	13215	14537
P/E	67.3	17.3	20.7	15.1	12.8	货币资金的期末余额	7222	12014	13215	14537	15991
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	0	(455)	1079	801	1613
EV/EBITDA	63.2	23.0	23.1	18.7	16.2	权益自由现金流	0	6692	1415	1509	1714

资料来源：公司资料和国信证券预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032