

英科医疗 (300677.SZ)

百尺竿头，更进一步——全球丁腈手套龙头周期复苏与进阶之路

公司：公司专注一次性手套的生产和销售，在近年全球公共卫生事件中已积累大量资金并用于规模化扩产。2019年至2025H1，公司丁腈手套年化产能从190亿只增长至560亿只，已成为全球丁腈手套龙头。

行业：丁腈手套综合性能优异，需求持续景气。丁腈手套过敏率低，综合性能表现优异，可应用于医疗、工业、民用等各类使用场景，渗透率持续提升。据马来西亚丁腈手套龙头贺特佳，25年全球橡胶手套需求约3250-3750亿只，未来有望保持大单位数增长趋势。从供需结构来看，欧美需求占比约60%；供给则集中在中国和马来西亚，各占比30%-40%。我们预计在需求稳健增长、供给集中度提升的背景下，行业竞争将进一步回归成本与效率。

核心壁垒：技术领先+原材料自供/燃煤优势+规模效应，成本优势突出。丁腈手套行业竞争充分，成本优势为核心。公司通过技术、原材料、能源及规模四个维度构筑难以复制的成本壁垒：①产线新、自动化水平高，生产效率持续领先；②原材料与能源合计占成本约6-7成，其中公司核心原材料丁腈胶乳自供比例达80%，低于同业的外采依赖；同时公司为主要全球手套厂商中少数以燃煤为主要能源结构的企业，较天然气或外购蒸汽具备明显成本优势；③公司已成为全球最大的丁腈手套生产商，扩产仍在推进，规模效应有望进一步强化。

量价修复叠加成本优势，结合规模化扩产能力，看好利润释放空间。短期来看，美国关税扰动及行业周期波动已基本消化，25Q4以来行业预计进入价格修复阶段，伴随着公司扩产持续推进，有望量价双升。

①**价：25Q3拐点已至，25Q4以来进入温和上涨通道。**丁腈行业价格主要取决于三大因素：①行业供需；②原材料价格（主要为丁腈胶乳，上游丁二烯、丙烯腈）；③关税政策（影响区域市场供需→影响价格）。25年前三季度在关税落地、非美市场竞争及原材料价格下行背景下，ASP处于下行通道；25Q4以来，随着去库结束、中小落后产能出清、关税扰动消化及需求回暖，行业价格已进入温和修复通道，预计26年ASP仍有上行空间。

②**量：在手现金充裕，扩产计划稳步推进。**丁腈手套为重资产行业，双模手套单线投资可达3000万元，公司25Q3账面净现金51亿元，远超同业水平，为少数具备大规模扩产能力的公司。未来公司持续推进市场多元化战略，国内安庆新增产能也自24Q4稳步推进，叠加丁腈手套需求景气度持续，我们预计出货量有望持续增长。

③**针对原材料价格回升的市场担忧，我们认为其不改全年盈利能力向上趋势。**25Q4以来原材料价格有所回升，公司作为丁腈手套龙头具备较强的价格传导能力，原料自供比例较高可缓冲成本波动。参考24年原材料涨价周期，行业价格向上，公司毛利率依然呈现季度环比提升态势。

长期来看，在行业供需趋于理性、竞争回归成本与效率的背景下，头部厂商的分化逻辑愈发清晰。具备规模、成本与全球化能力的企业，有望持续提升份额。

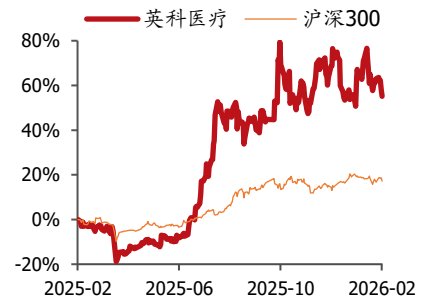
盈利预测与估值：我们预计公司2025-2027年营业收入分别为100.13/125.58/144.83亿元，分别同比增长5.15%/25.41%/15.34%，归

买入（首次）

股票信息

行业	医疗器械
02月13日收盘价（元）	39.35
总市值（百万元）	25,780.69
总股本（百万股）	655.16
其中自由流通股（%）	71.07
30日日均成交量（百万股）	11.55

股价走势



作者

分析师 王长龙
执业证书编号：S0680525070006
邮箱：wangchanglong@gszq.com

分析师 周明蕊
执业证书编号：S0680525080003
邮箱：zhoumingrui@gszq.com

相关研究

母净利润分别为 12.58/17.14/21.92 亿元，分别同比 -14.1%/+36.2%/27.9%。我们认为，公司是本轮手套行业复苏中确定性高、弹性优的核心受益标的，当前对应 26 年 PE 仅 15.0X，首次覆盖予“买入”评级。

核心催化：产能扩张、同行产能减少/关停、手套行业价格提升。

风险提示：海外关税政策变化的风险、市场竞争加剧的风险、汇率变化的风险、扩产不及预期的风险、原料价格波动的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,919	9,523	10,013	12,558	14,483
增长率 yoy（%）	4.6	37.6	5.1	25.4	15.3
归母净利润（百万元）	383	1,465		1,714	2,192
增长率 yoy（%）	-39.1	282.6		36.2	27.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.58	2.24	1.92	2.62	3.35
净资产收益率（%）	2.4	8.4	6.8	8.5	9.8
P/E（倍）	67.3	17.6	20.5	15.0	11.8
P/B（倍）	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 02 月 13 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15603	21955	28545	35352	42599
现金	7222	12014	14008	17058	20723
应收票据及应收账款	922	1363	1669	2093	2414
其他应收款	42	78	83	105	121
预付账款	132	204	205	247	280
存货	1150	1265	1306	1574	1783
其他流动资产	6136	7030	11274	14276	17278
非流动资产	11476	12676	12546	12860	13080
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7734	8501	8212	8354	8427
无形资产	567	767	903	1022	1132
其他非流动资产	3176	3408	3432	3484	3521
资产总计	27079	34631	41091	48212	55679
流动负债	8618	14683	20295	25725	31057
短期借款	7034	12666	17666	22666	27666
应付票据及应付账款	922	845	1180	1422	1611
其他流动负债	663	1171	1449	1637	1780
非流动负债	2167	2267	2044	2044	2044
长期借款	76	165	165	165	165
其他非流动负债	2091	2101	1878	1878	1878
负债合计	10785	16949	22339	27768	33101
少数股东权益	266	278	294	317	316
股本	656	646	646	646	646
资本公积	1287	1114	1114	1114	1114
留存收益	14396	15778	16925	18595	20730
归属母公司股东权益	16029	17404	18458	20127	22262
负债和股东权益	27079	34631	41091	48212	55679

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	502	1079	2142	2863	3582
净利润	388	1492	1275	1736	2191
折旧摊销	724	865	977	1062	1145
财务费用	22	-194	384	509	634
投资损失	-87	-64	-180	-151	-174
营运资金变动	-319	-898	144	-328	-248
其他经营现金流	-224	-121	-457	35	35
投资活动现金流	-3976	-3868	-4721	-4259	-4226
资本支出	-1422	-1787	-910	-1410	-1400
长期投资	-2638	-2336	-4000	-3000	-3000
其他投资现金流	84	255	189	151	174
筹资活动现金流	3009	1425	4651	4447	4309
短期借款	5540	5632	5000	5000	5000
长期借款	27	90	0	0	0
普通股增加	-4	-10	0	0	0
资本公积增加	-23	-173	0	0	0
其他筹资现金流	-2531	-4114	-349	-553	-691
现金净增加额	-397	-1304	1993	3050	3665

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6919	9523	10013	12558	14483
营业成本	5971	7272	7585	9140	10356
营业税金及附加	67	66	84	100	116
营业费用	252	288	290	339	391
管理费用	487	518	601	691	768
研发费用	283	398	411	490	550
财务费用	-306	-437	143	29	-34
资产减值损失	-5	-109	-29	-35	-35
其他收益	40	58	100	88	101
公允价值变动收益	176	280	250	0	0
投资净收益	87	63	180	151	174
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	439	1677	1401	1973	2577
营业外收入	38	3	5	5	5
营业外支出	35	70	5	5	5
利润总额	443	1609	1401	1973	2577
所得税	55	117	126	237	387
净利润	388	1492	1275	1736	2191
少数股东损益	5	26	17	23	-1
归属母公司净利润	383	1465	1258	1714	2192
EPS (元/股)	0.58	2.24	1.92	2.62	3.35

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.6	37.6	5.1	25.4	15.3
营业利润(%)	-37.9	282.0	-16.4	40.8	30.6
归属母公司净利润(%)	-39.1	282.6	-14.1	36.2	27.9
获利能力					
毛利率(%)	13.7	23.6	24.3	27.2	28.5
净利率(%)	5.5	15.4	12.6	13.6	15.1
ROE(%)	2.4	8.4	6.8	8.5	9.8
ROIC(%)	-0.5	2.8	3.8	4.0	4.2
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	48.9	54.4	57.6	59.4
净负债比率(%)	-0.3	7.1	23.4	31.0	34.0
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	9.4	8.3	6.6	6.7	6.4
应付账款周转率	7.1	9.5	8.3	7.9	7.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	2.24	1.92	2.62	3.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.65	3.27	4.37	5.47
每股净资产(最新摊薄)	24.47	26.56	28.17	30.72	33.98
估值比率					
P/E	67.3	17.6	20.5	15.0	11.8
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	25.8	9.8	12.0	10.5	9.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 13 日收盘价

内容目录

一、公司概况	5
1.1 业务及财务概览	6
1.2 股权及管理层	7
二、行业：丁腈手套高质价比，作为行业主流稳健增长	8
2.1 科普：一次性手套以医用场景为主，丁腈手套综合性能优越	8
2.2 行业规模：丁腈占比逐渐提升，保持大单位数增长趋势	9
2.3 供需结构：由马来和中国厂商为主，向欧美市场供应	9
三、核心壁垒：“技术+原料+能源+规模”多维优势叠加，构筑全球成本护城河	10
四、发展驱动：量价双升，持续巩固丁腈手套龙头地位	12
4.1 价：需求景气26年进入温和涨价周期	12
4.2 量：大规模扩产，全球丁腈手套龙头地位稳固	14
4.3 盈利能力：预计 26 年手套业务盈利能力有望稳中向上	15
五、盈利预测与估值	15
风险提示	17

图表目录

图表 1: 英科医疗营业总收入及 YOY (亿元, %)	5
图表 2: 英科医疗扣非归母净利润及 YOY (亿元, %)	5
图表 3: 英科医疗一次性手套年化产能 (亿只)	5
图表 4: 英科核心业务为一次性手套，且以丁腈手套为主	6
图表 5: 英科医疗收入拆分——按产品 (收入单位: 亿元)	6
图表 6: 英科医疗收入拆分——按区域 (收入占比, %)	6
图表 7: 英科医疗股权结构图 (截至 25Q3 季报)	7
图表 8: 英科医疗管理层及核心高管	7
图表 9: 一次性手套使用场景拆分	8
图表 10: 医用一次性手套终端需求占比	8
图表 11: 丁腈手套和 PVC、天然乳胶手套比较	8
图表 12: 全球一次性手套销售量及销售额 (2017-2022E, 十亿只、十亿美金)	9
图表 13: 全球橡胶手套销售量 (十亿只)	9
图表 14: 2025 年全球橡胶手套供给占比	9
图表 15: 2024 年全球橡胶手套需求拆分 (手套数量占比)	9
图表 16: 一次性手套全球核心公司一图看 (市值和收入单位为亿元, 年化产能单位为亿只; 市值截至 26 年 2 月 13 日)	10
图表 17: 一次性手套核心公司毛利率 (24Q1-25Q3)	10
图表 18: 一次性手套核心公司扣非净利率 (24Q1-25Q3)	10
图表 19: 丁腈手套生产成本占比估算	11
图表 20: 英科医疗成本优势来源分析	11
图表 21: 英科医疗布局上游胶乳厂——安徽凯泽新材料	12
图表 22: 英科医疗国内六大生产基地	12
图表 23: 一次性手套公司核心能源对比	12
图表 24: 丁腈手套行业定价核心影响因素	13
图表 25: 美国对不同国家的丁腈手套关税税率	13
图表 26: 中国 22Q1 以来季度医用级橡胶手套出口均价、原材料 (丁二烯、丙烯腈) 价格走势复盘	14
图表 27: 一次性手套公司 25Q3 净现金 (亿元)	14
图表 28: 英科医疗收入 (亿元) ——按美国、海外非美、中国市场	15
图表 29: 英科医疗收入及毛利率预测	16
图表 30: 英科医疗费用率	16
图表 31: 可比公司盈利预测与估值 (单位亿元, 截至 26 年 2 月 13 日)	17

一、公司概况

英科医疗是全球领先的一次性医疗耗材制造商，核心产品为一次性手套（丁腈、PVC），广泛应用于医疗、精密电子、食品加工及商超零售等场景。公司依托大规模一体化产能、持续的工艺与配方迭代以及全球化渠道布局，已发展为全球一次性手套行业的龙头之一。从发展历程来看，公司可分为三大发展阶段：

1) 2003-2019年：初步探索及产品矩阵扩容。2003年刘方毅设立英科医疗品牌，主要从事康复护理、保健理疗、检查耗材类产品的生产与销售；2009年公司前身淄博英科医疗制品有限公司成立，进入一次性PVC手套的生产制造领域，后来逐步扩展至丁腈等主流品类，并形成“医疗+工业+食品”等多场景覆盖。2017年公司在深交所上市，2019年一次性手套年化产能约190亿只，已具备规模化制造与出口能力。

2) 2020-2023年：抓住特殊事件行业性机遇，积累资金大规模扩产，需求高景气期实现规模与份额跃迁。公共卫生事件带来行业需求与价格的爆发式增长，公司20/21年收入分别达138/162亿元（19年仅21亿元），并将资金主要用手套扩产。2022-2023年行业经历去库存与出清阶段，公司持续通过规模与资金优势推进结构优化，为下一轮复苏蓄力，23年公司手套总产能达790亿只。

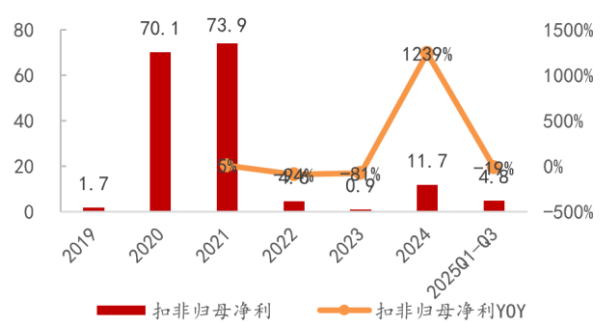
3) 2024年至今：行业供需修复+美国关税政策扰动，开启新一轮扩张。24年以来，行业去库接近尾声，需求逐渐修复，公司持续推进国内产能扩张。而后美国关税变化，导致25年以来中国丁腈手套对美出口受限，公司加速推进多元区域市场布局。

图表1：英科医疗营业总收入及YOY（亿元，%）



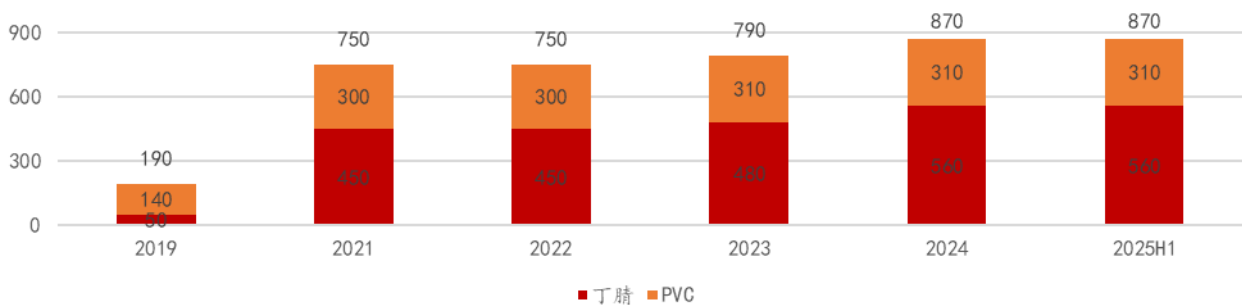
资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表2：英科医疗扣非归母净利润及YOY（亿元，%）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表3：英科医疗一次性手套年化产能（亿只）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

1.1 业务及财务概览

公司 **90%**以上的收入来自医疗防护类产品，其核心为丁腈手套及 **PVC** 手套。其他收入来自康养业务（包括轮椅、助行器等），以及其他防护用品及配套产品，占比相对较小。

海外收入占比超 **8** 成，其中北美、欧洲为主要销售区域。截至 25H1，公司已覆盖 150 个国家和地区的超 15,000 名客户，主要客户包括大型国际医疗产品批发商、零售商（例如药房、电商平台及连锁店）、贸易公司、制造及餐饮服务公司等。

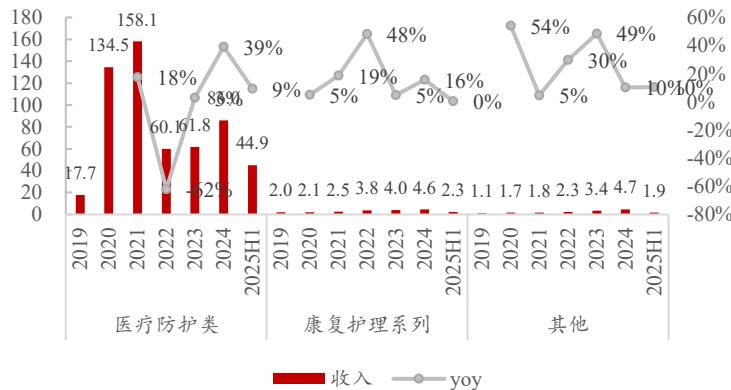
海外销售以经销商为主，客户较为分散。基于广泛而分散的客户基础，叠加成熟的渠道销售网络，公司具备较强的订单承接能力与区域需求对冲能力，为收入稳定性提供重要支撑。在国内渠道方面，公司 25H1 也已取得较大突破，线上渠道来看，618 大促英科手套产品登顶全网电商各大榜单 TOP1；线下渠道来看，已成功入驻山姆会员店、胖东来等高端商超。

图表4: 英科核心业务为一次性手套，且以丁腈手套为主



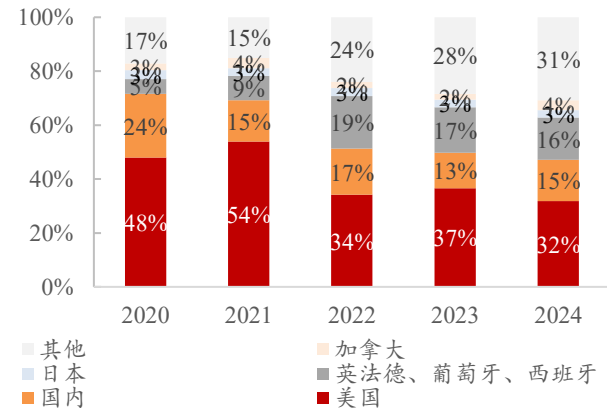
资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表5: 英科医疗收入拆分——按产品 (收入单位: 亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表6: 英科医疗收入拆分——按区域 (收入占比, %)



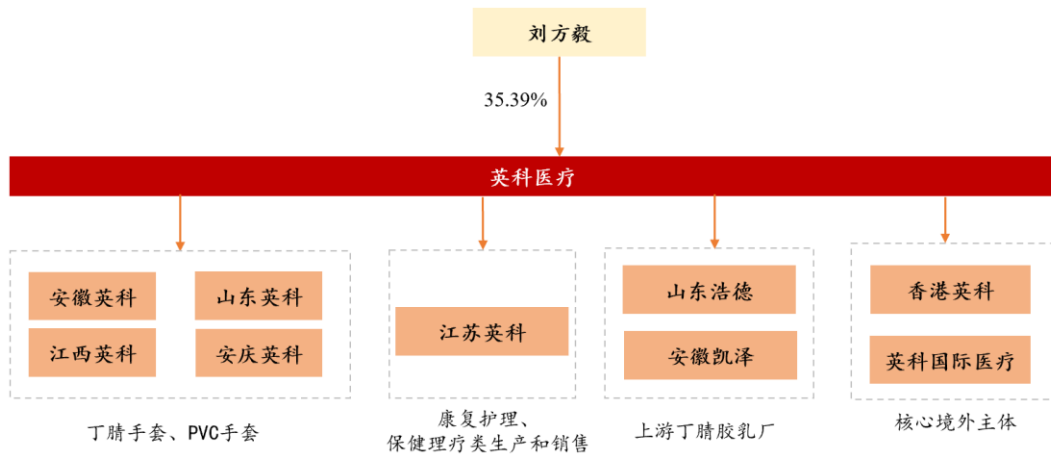
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.2 股权及管理层

股权架构清晰，高管团队稳定。公司核心高管成员大多在公司任职超过 10 年，在生产制造、供应链管理、海外销售与成本控制等关键环节具备丰富实操经验。

公司创始人刘方毅自 90 年代初开始从事一次性手套等防护产品、轮椅等护理产品的国际贸易业务，有 30 余年的行业沉淀。截至 25Q3，刘方毅直接持股公司 35.39% 的股份。除英科医疗外，刘方毅同时为上市公司英科再生的实控人。英科再生主要聚焦 PS、PET 等塑料的循环再利用，客户覆盖家居、建材、包装等领域。我们认为，两家公司虽然业务侧重点不同且保持战略独立性，在创始人产业理解、制造管理、供应链与全球化运营层面具备一定协同性。

图表7：英科医疗股权结构图（截至 25Q3 季报）



资料来源：Wind、公司公告、国盛证券研究所

图表8：英科医疗管理层及核心高管

姓名	职务	相关背景
刘方毅	董事长	1970 年出生，毕业于加州大学尔湾分校。毕业后回国投资，逐步进入医疗器械制造领域，其在一次性手套行业经验已超 30 年。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，2017 年入选为科技部科技创新创业人才。现任董事长。
孙静	执行董事	1976 年出生，大连外国语大学文学学士，英国利兹大学工商管理硕士。2004 年 10 月至 2012 年 9 月，任上海绿林进出口有限公司销售经理；2012 年 9 月至 2015 年 4 月，任英科医疗总经理；2015 年 4 月至今，任英科医疗董事。为刘方毅配偶。
陈琼	董事、总经理	1982 年出生。曾任上海绿林进出口有限公司销售主管、上海绿林进出口有限公司综合产品部经理、上海绿林进出口有限公司总经理；2015 年 1 月至今任职于英科医疗，现任董事、总经理。
于海生	董事、副总经理	1976 年出生。2003 年 8 月至 2007 年 5 月，任淄博博瑞塑胶制品有限公司业务经理；2007 年 6 月至 2009 年 9 月，任淄博英科框业有限公司进出口部经理；2009 年 9 月至今，任山东英科医疗用品股份有限公司副总经理；2018 年 10 月至今，任公司董事、副总经理。
冯杰	财务总监，董秘	1985 年出生，本科学历。曾任澳斯顿建材有限公司财务部成本会计、任英科医疗科技股份有限公司财务部销售、税务会计、山东英科医疗制品有限公司财务部经理、英科医疗科技股份有限公司财务部经理；2018 年 10 月至今，任英科医疗科技股份有限公司财务总监。2024 年 2 月至今，任公司董事会秘书。

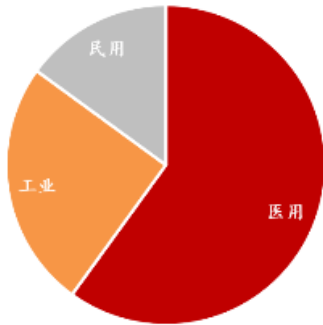
资料来源：Wind、国盛证券研究所

二、行业：丁腈手套高质价比，作为行业主流稳健增长

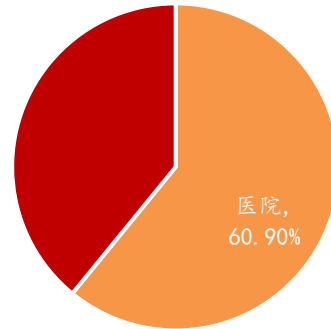
2.1 科普：一次性手套以医用场景为主，丁腈手套综合性能优越

一次性手套广泛应用于医疗健康、工业防护、食品加工及公共卫生等场景，其中医疗端涵盖检查、护理、实验室操作及部分手术环节，是最主要的使用场景。此外，近年在全球卫生事件催化下，公众对卫生防控的重视程度显著提升，有望推动一次性手套从医疗机构向更广泛的场景应用渗透，如社区医疗、老年护理、实验室和常态化个人防护。

图表9：一次性手套使用场景拆分



图表10：医用一次性手套终端需求占比



资料来源：2023年中国一次性丁腈手套行业白皮书（下称《一次性丁腈手套白皮书》，由英科医疗/财通社/头豹研究院联合发布），国盛证券研究所

资料来源：Mordor Intelligence、国盛证券研究所

丁腈手套凭借更均衡的性能和良好的性价比成为当前主流选择。一方面，在医疗场景中，丁腈手套不含天然乳胶蛋白，可有效避免乳胶过敏风险，相对天然乳胶手套适用人群更广；另一方面，其耐穿刺性、耐油性及耐化学腐蚀、弹性贴合度与操作灵敏度等综合性能较PVC手套更强，可适用于更广泛的应用场景。

图表11：丁腈手套和PVC、天然乳胶手套比较

对比维度	天然乳胶手套 (Latex Gloves)	丁腈手套 (Nitrile Gloves)	PVC手套 (Vinyl Gloves)
主要材料	来自橡胶树乳胶的天然橡胶	合成橡胶（丁腈橡胶乳，NBR）	聚氯乙烯（PVC）、增塑剂、降粘剂
过敏风险	可能引发乳胶过敏或乳胶敏感人群不适	低致敏性，适合乳胶过敏人群	不含乳胶蛋白，过敏风险较低
耐用性	相对较低，较易被刺破或撕裂	更耐用，抗穿刺、抗撕裂性能更强	较低，抗穿刺和抗撕裂能力最弱
舒适度	柔软贴手，佩戴舒适度高	延展性略弱于乳胶，长时间佩戴舒适度略低	贴合度较差，佩戴舒适度一般
触感灵敏度	触感灵敏，操作精密度高	略低于乳胶，但仍具备良好的触感	触感灵敏度较低，精细操作受限
耐化学性	耐化学性有限，尤其不耐油脂	对多种化学品和生物物质具优异耐受性	化学稳定性较强
弹性与贴合度	弹性极佳，贴合度最高	弹性略低于乳胶，但贴合度较好	弹性差，贴合度最低
价格水平	中等，在高端医疗场景可具溢价	中等偏高，综合性能带来溢价	成本及价格最低
主要应用场景	医疗、食品加工、日常防护	医疗、实验室、汽车、工业防护	食品加工、清洁、防护要求较低场景
行业定位	高舒适度/ 高灵敏度的传统医疗手套	主流综合防护型手套	低端补充型、成本导向产品

资料来源：MEDTECS、《外科手术材料特性、安全性和废弃物的实用综述》(Jay.J Patels等)、《一次性丁腈手套白皮书》、国盛证券研究所

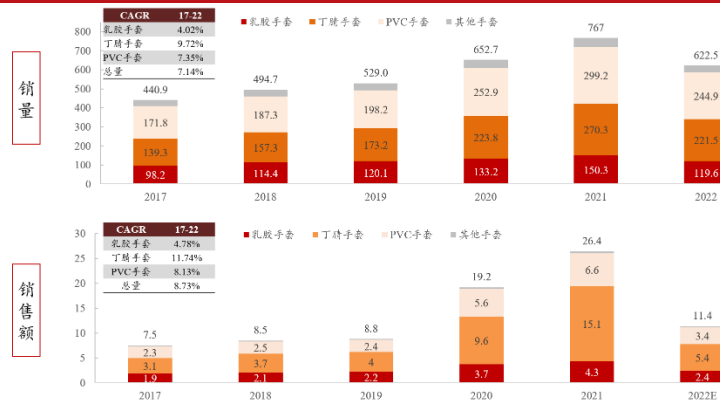
2.2 行业规模：丁腈占比逐渐提升，保持大单位数增长趋势

从销量来看：据沙利文测算，22年全球一次性手套销量6225亿只，其中乳胶、丁腈、PVC销量分别约为1196、2215、2449亿只，占比分别为19%、36%、39%。

从销售额来看：据沙利文测算，22年全球一次性手套销售额114亿美金，其中乳胶、丁腈、PVC销售额分别约为24、54、34亿美金，占比分别为21%、47%、30%。

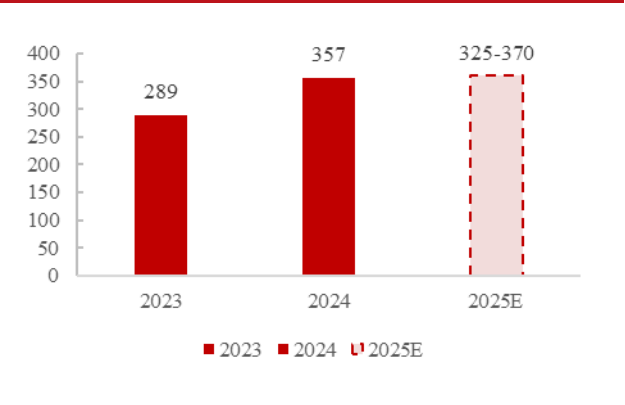
据贺特佳预测，2025年全球橡胶手套（含丁腈和天然乳胶手套）总量在3250-3750亿只左右，未来有望保持6%-8%的复合增速。

图表12: 全球一次性手套销售量及销售额(2017-2022E, 十亿只, 十亿美金)



资料来源:《一次性丁腈手套白皮书》, 国盛证券研究所
注: 预测时间较早, 历史数据仅供参考

图表13: 全球橡胶手套销售量 (十亿只)



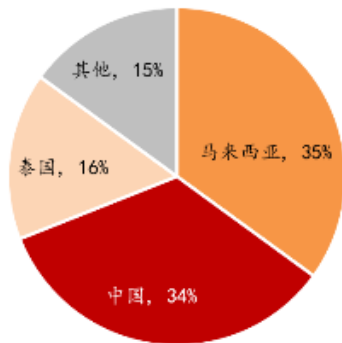
资料来源: ITC, 贺特佳测算, 国盛证券研究所

2.3 供需结构：由马来和中国厂商为主，向欧美市场供应

供给端来看：中国和马来西亚各占1/3左右。据贺特佳估算，2025年全球橡胶手套的出口国仍以马来西亚和中国为主，分别占比35%/34%。考虑到橡胶手套包含天然乳胶和丁腈手套，且天然乳胶手套生产地以马来西亚为主，我们预计仅从丁腈手套的供给来看，中国厂商已超过马来西亚。

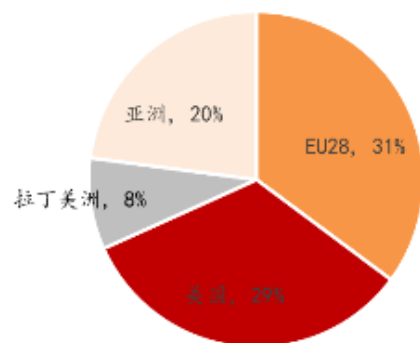
需求端：欧美占比约6成。根据ITC数据估算，美国和欧洲市场2024年全球进口橡胶手套的只数占比分别为29%/31%，为橡胶手套的核心消费市场。

图表14: 2025年全球橡胶手套供给占比



资料来源: 贺特佳预测 (引自 ITC 数据), 国盛证券研究所

图表15: 2024年全球橡胶手套需求拆分 (手套数量占比)



资料来源: ITC数据库, 国盛证券研究所估算
注: 部分数据存在重量与只数的转换, 我们假设医用级/工业级橡胶手套平均克重分别为4/5g。

三、核心壁垒：“技术+原料+能源+规模”多维优势叠加，构筑全球成本护城河

我们认为，英科医疗已在丁腈手套行业构建起难以复制的全球成本护城河，是本轮修复周期中最具成长及盈利确定性的企业。从规模来看，截至25H1公司丁腈手套产能达560亿只，为全球龙一。

图表16：一次性手套全球核心公司一图看（市值和收入单位为亿元，年化产能单位为亿只；市值截至26年2月13日）

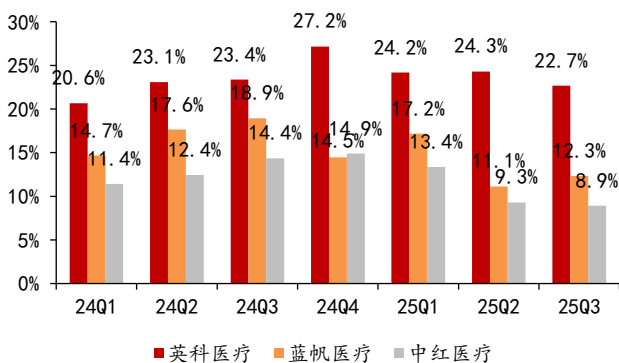
公司	市值	总部	年化产能	丁腈手套占比	24Q4-25Q3收入	特点
英科医疗	258	中国-山东	870 (560 丁腈)	产能：丁腈 64%、PVC 及其他 36%	98.5	丁腈手套全球产能 NO.1，成本控制领先
蓝帆医疗	59	中国-山东	466 (230 丁腈)	产能：丁腈和 PVC 各约 50%	57.8	国内主要手套玩家之一，但业务多元，手套非唯一核心主业
中红医疗	56	中国-河北	260 (170 丁腈)	产能：丁腈 65%、PVC 及其他 35%	24.8	国内专注型手套企业，产能规模中等偏大
顶级	86	马来西亚	950 (已开产能 660)	销量：丁腈占 54%、天然乳胶 36%、PVC 及其他 10%	58.4	一次性手套全球产能 NO.1，产品覆盖乳胶、丁腈、PVC 全品类
贺特佳	54	马来西亚	370	基本为丁腈手套	40.4	专注高端丁腈手套，强调自动化、薄型化
科山橡胶	45	马来西亚	245	未披露	30.3	中等规模，以高品质/定制化丁腈/乳胶手套为主，盈利能力较强
速伯玛	17	马来西亚	230	未披露	12.6	马来西亚第二梯队手套商
诗董	51	泰国	511	收入：丁腈 31%，其他为天然乳胶		背靠天然橡胶产业链，乳胶手套占比高，兼顾丁腈手套

资料来源：wind、各公司公告、各公司官网、国盛证券研究所绘制

注：①英科医疗年化产能采用 25H1 披露值；②丁腈手套占比采用各公司最新财报披露值；③顶级 25Q4 季报对应周期为 25 年 6 月 1 日-8 月 30 日，为方便比较，上图将其列入 25Q3（其他报告期以此类推）；④中红普林集团总部位于北京，但上市主体中红医疗丁腈手套业务主要在河北唐山

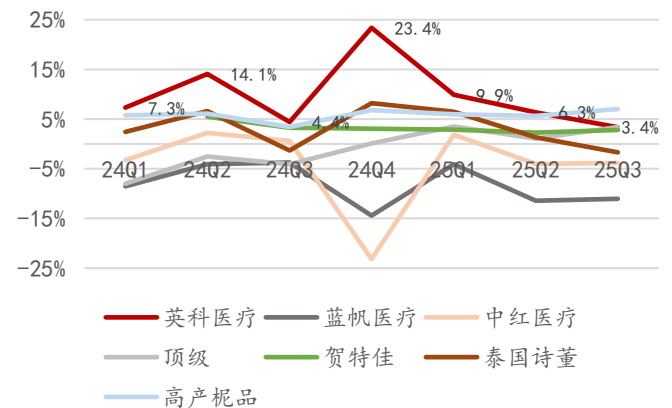
从盈利能力来看，自 24Q1 行业供需修复以来，英科盈利能力保持高位，普遍优于国内及海外同行。25Q3 公司扣非净利率 3.4%，考虑到公司以美元结算为主，人民币升值影响扣非利润，我们预计实际手套业务盈利水平更高。

图表17：一次性手套核心公司毛利率（24Q1-25Q3）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表18：一次性手套核心公司扣非净利率（24Q1-25Q3）

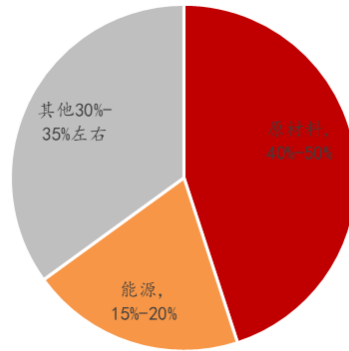


资料来源：Wind、各公司公告、各公司官网、国盛证券研究所
注：顶级 25Q4 季报对应周期为 25 年 6 月 1 日-8 月 30 日，为方便比较，上图将其列入 25Q3（其他报告期以此类推）

- 公司通过“技术、原材料、能源与规模”四个维度协同发力，构筑并持续巩固全球成本护城河

丁腈手套成本项以原材料、能源（燃料+电力）、人工成本为主。其中，①丁腈手套核心成本为原材料丁腈胶乳，其上游原料为丁二烯和丙烯腈，属于石油化工类产品，跟随大宗产品变化。②能源：由燃料与电力构成，燃料来源包括煤炭、天然气、生物质及外购蒸汽等形式。相较天然气、生物质及外购蒸汽，燃煤在当前国内能源结构下具备显著成本优势，但需受制于燃煤指标及政策约束。③其他：包括人力成本、折旧摊销、其他制造成本等。

图表19：丁腈手套生产成本占比估算



资料来源：参考英科医疗公告、顶级公司公告、imarc 丁腈手套行业报告、国盛证券研究所估算

图表20：英科医疗成本优势来源分析

对比维度	英科医疗	国内同行	海外同行（马来西亚/泰国）	
原材料	丁腈胶乳来源	自供为主	外采为主	
	采购成本	低于市场价	市场价	
	运输半径	胶乳厂贴近生产基地，运费低	本土购买为主	跨国运输为主
能源	能源结构	以燃煤为主	天然气/蒸汽为主	
	能源成本稳定性	高（指标煤）	中	中偏低
人员	劳工情况	中等	多使用外劳，或涉及人权、ESG 问题	
综合制造成本竞争力		最优	中等	偏弱

资料来源：wind 英科医疗投资者交流、国盛证券研究所

1) 产线新快稳，持续降本增效。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。截至 2025H1，公司标准丁腈手套生产线长度超过 1.8 公里，良品率长期维持在 99% 以上。公司 2024Q4 新投产的安徽安庆新厂采用热电联产，进一步降低能耗成本。

2) 原材料自供为主，成本与品质双收。海内外同业主要通过本土外采购置原材料，而公司已有安徽凯泽、山东浩德控股丁腈胶乳原材料厂进行自供，据公司公告，截至 24 年 8 月公司丁腈胶乳自供占比已超 80%，降本的同时也可提升原料供应稳定性、保证丁腈胶乳的优良性能。

图表21: 英科医疗布局上游胶乳厂——安徽凯泽新材料



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表22: 英科医疗国内六大生产基地



资料来源: 公司官网、公司公告、国盛证券研究所

3) 以燃煤为主, 能源成本低。在主要全球手套厂商中, 英科是少数仍以燃煤为主要能源结构的企业之一。国内燃煤需在建厂时取得燃煤锅炉指标, 而国家实施燃煤总量控制, 严控新建燃煤锅炉, 资质较为稀缺。国内同行普遍以天然气、外购蒸汽为主, 部分产能或使用烧煤方式; 而马来西亚不允许使用煤炭, 仅可使用成本更高的天然气/生物质。

图表23: 一次性手套公司核心能源对比

公司	核心能源
英科医疗	清洁燃煤为主
中红医疗	天然气+蒸汽为主
蓝帆医疗	外购蒸汽为主, 成本较高; 近期通过收购热电资产优化蒸汽、电力供应并推进联产; 部分产能烧煤
马来西亚同行	天然气为主

资料来源: 各公司公告、Wind、国盛证券研究所

四、发展驱动: 量价双升, 持续巩固丁腈手套龙头地位

我们认为, 当前公司已进入量价双升通道。一方面, 丁腈手套行业价格已在 25Q3 触底, 开始进入温和上涨通道, 公司成本控制能力领先, 手套盈利能力有望持续提升。另一方面, 公司持续进行产能扩张, 推进市场多元化战略。

4.1 价: 需求景气, 预计 26 年进入温和涨价周期

丁腈手套行业价格主要由供需关系、原材料成本及关税政策等多重因素共同决定, 其中供需关系为最核心因素。丁腈手套凭借较高性价比与安全属性, 需求景气度具备韧性; 同时, 近年供给端新增产能有限、落后产能出清, 推动行业集中度持续提升。短期价格波动也受原材料成本变化及区域性关税政策影响, 龙头厂商凭借规模与渠道优势, 具备更强的成本传导与价格稳定能力。

图表24: 丁腈手套行业定价核心影响因素

影响因素	概览	作用机制	核心监测指标
① 行业供需关系	价格中枢的核心驱动，龙头在景气修复阶段具备更强的定价权	需求端： 丁腈手套具备安全性高、性价比优、适用场景广等优势，中长期需求稳步增长；短期需求波动主要由公共卫生健康事件驱动。 供给端： 老旧产能逐步出清，行业集中度持续提升。	①全球/区域手套需求增速； ②主要厂商产能投放与投产节奏；③各公司产能利用率、接单周期
② 原材料价格走势	原材料波动直接影响成本，龙头企业成本传导能力更强	行业普遍采用“成本加成”定价体系，丁腈胶乳（上游丁二烯）为丁腈手套核心原材料，其价格变动将快速传导至生产成本端；头部厂商可通过提价或合同条款调整，将成本压力向下游转移。	①丁二烯/丙烯腈/丁腈胶乳价格；②公司毛利率环比变化（成本控制情况）
③ 关税政策	影响区域市场	关税政策主要影响区域间供需平衡与价格结构，而非全球需求总量； 如美国加征关税，促使缺乏海外产能的厂商退出美国市场并转向非美市场竞争，加剧区域价格分化。	主要出口国关税政策变化：尤其美国对中国/马来西亚/泰国/印尼

资料来源：英科医疗公司公告、蓝帆医疗公司公告、国盛证券研究所

我们预计公司整体价格走势和行业趋势相同，保持温和上涨态势。复盘医用级橡胶手套出口价格趋势：

1) 22-23 年：行业去库，价格持续下行。20-21 卫生事件后需求爆发，海内外扩产+终端囤货，22-23 年库存高位，去库过程中价格持续下行。22Q1 的 26.87 美金/箱（每箱 1000 只）下行至 23Q4 的 15.4 美金/箱。

2) 24 年：去库结束+原料价格大幅提升+关税扰动，价格大幅提升。①24Q1 起行业供需趋于平衡，开启价格上涨通道。②核心原料丁二烯价格大幅提升；③24Q3 美国关税政策提出，25 年 1 月 1 日将执行 50% 医疗级丁腈手套关税，导致 24Q4 美国客户抢单，推动价格进一步提升。

3) 25Q1-Q3：美国市场库存高位/非美市场竞争激烈，叠加原料价格下行，价格逐季下探。①美国市场：24Q4 抢单，25H1 整体库存保持高位。且因关税政策多变，库存逐渐消化后依旧倾向低库存观望。②非美市场：中国厂商由于美国关税大幅提升，从美国市场出清，至非美市场集中竞争，导致向非美市场出口价格承压。

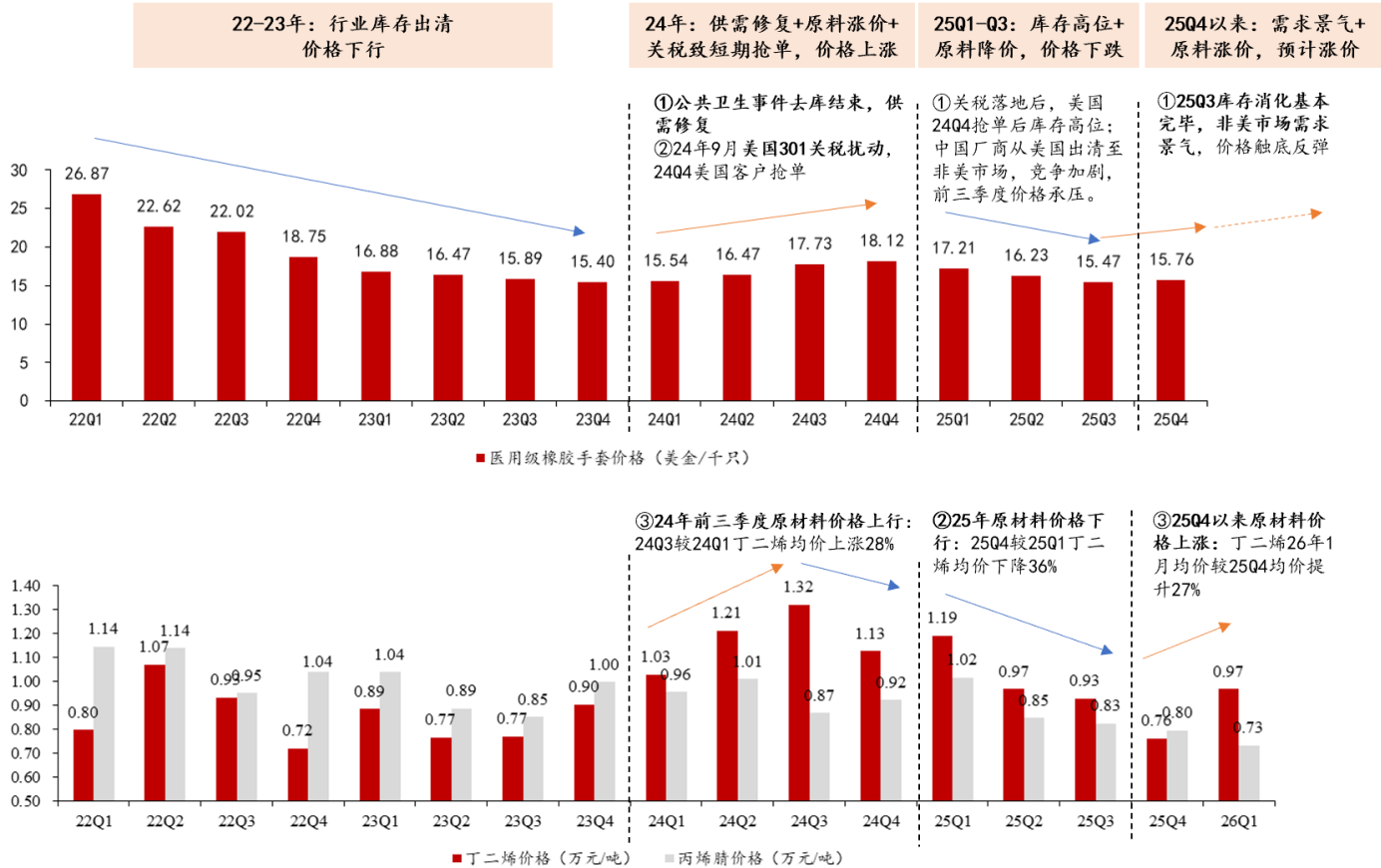
图表25: 美国对不同国家的丁腈手套关税税率

	医用级丁腈手套	工业级丁腈手套
中国	2025 年年底 80%	2025 年 55%
	2026 年 100%	
马来西亚	25%	25%
越南	20%	20%
印度尼西亚	19%	19%
泰国	19%	19%

资料来源：公司公告、The White House、美国贸易代表办公室 USTR、American Malaysian Chamber of Commerce、国盛证券研究所

4) 25Q4 以来：我们判断逐渐进入温和涨价通道。①供需修复，推动价格重回上涨通道。美国市场库存消化完毕，非美市场需求持续景气，叠加前期价格低位背景下，中小产能/大厂落后产能持续出清，价格上行。②25 年底以来原材料自低位反弹，若 26 年维持上涨趋势，也有望驱动价格上涨。

图表26: 中国22Q1以来季度医用级橡胶手套出口均价、原材料(丁二烯、丙烯腈)价格走势复盘

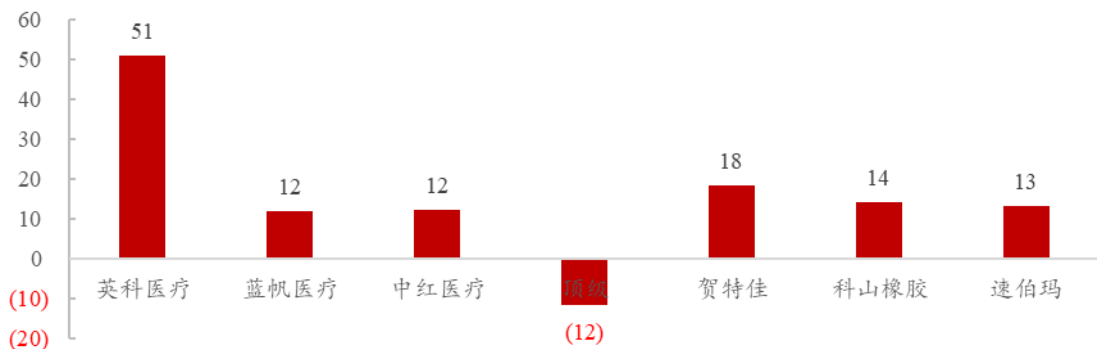


资料来源: Wind、中国海关总署、公司公告、国盛证券研究所绘制

4.2 量: 大规模扩产, 全球丁腈手套龙头地位稳固

在手现金充裕, 为持续扩产奠定坚实基础。丁腈手套行业为重资本行业, 据英科财报, 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投资规模通常在 20 亿元以上, 投产周期长达 12 至 18 个月。而公司已在 20/21 年积累充足的资本, 并用于持续扩产计划。据各公司最新财报, 英科净现金水平领先同业。

图表27: 一次性手套公司 25Q3 净现金 (亿元)

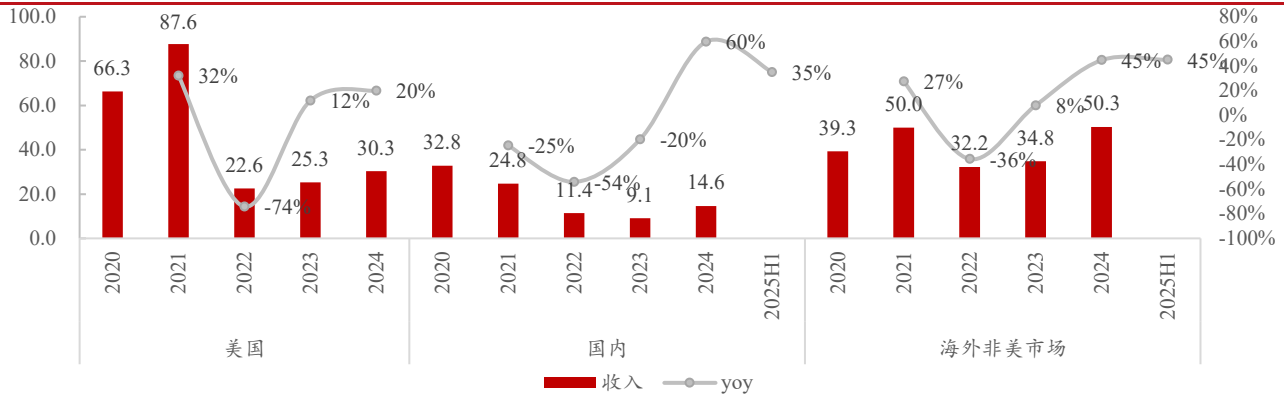


资料来源: Wind、国盛证券研究所

注: 净现金计算采用“货币资金+交易性金融资产-短期借款-一年内到期的非流动负债-长期借款”, 未考虑租赁负债影响

从未来产能规划来看，24年及之前，美国市场收入占比约1/3，近年关税政策扰动，公司持续优化市场结构，加快开拓国际新兴市场。24Q4以来国内安徽安庆产能也持续推进，且安庆产能采用最新热电联产技术，结合第三代丁腈双手模全自动生产线，有望进一步强化成本优势。

图表28: 英科医疗收入(亿元)——按美国、海外非美、中国市场



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所
注: 公司未披露 25H1 区域销售绝对值

4.3 盈利能力: 预计 26 年手套业务盈利能力有望稳中向上

我们认为，原材料价格波动不改全年盈利能力向上趋势。

市场担忧，25 年前三季度原材料价格处于低位，25Q4 以来原材料价格上涨，若 26 年原材料价格大幅提升，或导致成本短期承压，影响盈利能力。

我们认为，公司成本控制能力领先，可保持良好盈利能力。基于以下几点：①公司作为行业龙头，原材料涨价后，可通过提价向下游较为顺畅地转嫁成本压力。从原材料涨价→调整接单价→出货确认收入仍有一定传导周期，但仅为短期调整，预计全年维度整体仍可保持盈利能力。②参考 24 年原材料涨价周期，行业价格向上，公司毛利率依然呈现季度环比提升态势。③公司原材料自供占比较高，可一定程度缓冲上游价格变化。

五、盈利预测与估值

公司以一次性手套的生产销售（计入医疗防护类）为主要业务，基于此前的量价分析，我们对公司的收入拆分及毛利率预测如下：

1) 医疗防护产品: 以一次性手套的生产销售为主，基于此前的量价分析，我们预计该业务自 25Q3 以来拐点已至，有望量价齐升，看好收入及盈利能力重回良好增长态势。预计 25-27 年收入增速分别为 5.4%/26.8%/15.6%；毛利率分别为 24.5%/27.7%/29.0%。

2) 康复护理产品和其他: 康复护理业务近年保持稳健增长，盈利能力有所提升。我们预计 25-27 年收入维持 1.0%/10.0%/10.0% 的稳健增长；毛利率分别为 19.9%/20.9%/21.9%。其他主营业务 25H1 保持双位数增长，预计 25-27 年收入增速 5%/15%/15%，毛利率保持在 23.9%。

图表29: 英科医疗收入及毛利率预测

收入(百万元)	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
医疗防护类	8,600	4,495	9,062	11,487	13,278
康复护理系列	458	234	462	508	559
其他主营业务	466	185	489	562	646
总收入	9,523	4,913	10,013	12,558	14,483
收入占比	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
医疗防护类	90.3%	91.5%	90.5%	91.5%	91.7%
康复护理系列	4.8%	4.8%	4.6%	4.0%	3.9%
其他主营业务	4.9%	3.8%	4.9%	4.5%	4.5%
收入-YOY	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
医疗防护类	39.2%	9.3%	5.4%	26.8%	15.6%
康复护理系列	15.6%	0.4%	1.0%	10.0%	10.0%
其他主营业务	35.7%	10.4%	5.0%	15.0%	15.0%
总收入 YOY	38%	9%	5%	25%	15%
毛利率	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
医疗防护类	24.2%	24.5%	24.5%	27.7%	29.0%
康复护理系列	15.4%	19.9%	19.9%	20.9%	21.9%
其他主营业务	20.5%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
毛利率	23.6%	24.23%	24.3%	27.2%	28.5%

资料来源: Wind、国盛证券研究所预测

费用率预测: 销售费用率随着规模效应凸显, 稳中有降, 预计 25-27 年分别为 2.9%/2.7%/2.7%; 管理费用率受近年股权激励费用摊销等影响, 预计 25 年有所提升, 25-27 年分别为 6.0%/5.5%/5.3%。研发费用保持增长, 但随着收入规模提升, 预计费用率有所下降, 25-27 年预计分别为 4.1%/3.9%/3.8%。

图表30: 英科医疗费用率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.64%	3.03%	2.90%	2.70%	2.70%
管理费用率	7.03%	5.44%	6.00%	5.50%	5.30%
研发费用率	4.10%	4.18%	4.10%	3.90%	3.80%

资料来源: Wind、国盛证券研究所预测

综上, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 100.13/125.58/144.83 亿元, 分别同比增长 5.15%/25.41%/15.34%, 归母净利润分别为 12.58/17.14/21.92 亿元, 分别同比 -14.1%/+36.2%/27.9%。

我们选取鱼跃医疗、迈瑞医疗、瑞迈特等医疗器械公司作为业内可比公司, 2026 年可比公司平均估值水平为 PE 19.1X, 英科医疗估值水平为 PE 15.0X。我们认为英科医疗已在丁腈手套的细分赛道成为全球龙头, 基于强大的成本优势, 持续进行海内外产能扩张提升市场份额, 当前估值合理。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表31: 可比公司盈利预测与估值 (单位:亿元, 截至26年2月13日)

上市公司	市值	归母净利润				归母净利润 YOY				PE				PEG
		24E	25E	26E	27E	24E	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	26E
中红医疗	56	(0.9)				-33%								
蓝帆医疗	59	(4.5)				-22%								
鱼跃医疗	380	18.1	19.7	22.8	26.4	-25%	9%	16%	16%	21.0	19.3	16.7	14.4	1.1
迈瑞医疗	2252	116.7	104.1	118.8	137.1	1%	-11%	14%	15%	19.3	21.6	19.0	16.4	1.2
瑞迈特	69	1.6	2.5	3.2	4.0	-48%	61%	28%	25%	44.6	27.7	21.5	17.2	0.8
平均值										28.3	22.9	19.1	16.0	1.0
英科医疗	258	14.7	12.6	17.1	21.9	283%	-14%	36%	28%	17.6	20.5	15.0	11.8	0.5

资料来源: wind、国盛证券研究所预测

注: 除英科医疗, 其他公司来自 wind 一致预测

注: PEG 采用 “26年 PE/27年归母净利润 YOY/100”

风险提示

- 1. 海外关税政策变化的风险。**公司产品以出口为主, 海外市场(尤其是北美、欧洲等)关税政策变化将直接影响产品价格竞争力与订单结构。若丁腈手套主要进口国进一步提高关税、扩大适用范围或调整原产地规则, 可能抬升公司出口成本, 压缩利润空间; 同时, 贸易政策不确定性亦或影响下游客户采购节奏与订单可见性, 对公司短期经营造成扰动。
- 2. 市场竞争加剧的风险。**若部分厂商重启/新增产能超预期; 或进行低价抢单等行为, 可能对行业价格中枢及公司盈利能力造成一定扰动。
- 3. 汇率变化的风险。**公司收入以美元结算为主, 汇率波动将影响公司的汇兑损益, 进而对公司整体经营业绩产生影响。
- 4. 海内外扩产不及预期的风险。**公司持续推进产能建设, 若受宏观环境、政策审批、设备交付或运营管理等因素影响, 导致扩产进度不及预期, 可能影响公司在行业复苏阶段的产能释放与市场份额提升。
- 5. 原料价格波动的风险。**公司以丁腈手套为核心收入利润来源, 其中丁二烯、丙烯腈等原材料价格波动将直接影响公司生产成本。尽管公司具备良好的成本传导能力, 但在原材料价格短期大幅上涨、而下游需求或价格调整滞后的情况下, 可能对公司盈利能力造成阶段性压力。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com