

英科医疗 (300677.SZ)

盈利能力持续验证，多举并措构筑核心壁垒

核心观点：

- **英科医疗为全球一次性手套领先企业。**据 iFind, 2025 年公司实现收入 99.26 亿元, 同比+4.23%; 实现归母净利 10.11 亿元, 同比-31.03%, 收入端持续稳健, 利润端短期受汇兑影响较大。公司多年来凭借产能及成本端优势, 表现亮眼, 现已成为全球一次性手套领先企业。
- **丁腈手套市场快速扩容, 成为手套行业至关重要的细分市场。**据头豹研究院, 17-21 年, 疫情催生防护需求, 全球一次性手套销售量从 4410 亿只增至 7166 亿只, CAGR 达 12.91%。22 年行业需求回归常态, 销售量短暂回落至 6225 亿只, 23 年重回正增长, 24 年预计达到了 7684 亿只。其中, 丁腈凭借较好的性能及不致敏特点, 预计其 17-24 年销量 CAGR 超过其余细分品种, 达到 10.5%, 24 年其销量占比及销售额占比预计分别达到 36.45% 及 48.46%, 为最主流的手套品类。
- **行业竞争格局重塑, 国产企业快速崛起。**据 Precedence Research 数据, 2024 年全球一次性手套市场中, 北美与欧洲需求合计占比超过 66%, 是最核心的消费市场。供给端层面, 全球产能集中在中国和马来西亚, 近年来国内企业快速投产, 在产能上和马来龙头缩小差距, 同时在成本端持续精进, 部分国内龙头已经可以在盈利能力上实现超越。
- **英科凭借成本端及全球化布局的优势, 成功在行业站稳脚跟。**原材料层面, 公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业, 实现了核心原料的部分自供, 同时生产端以清洁燃煤为主, 并升级第三代产线, 多举并措有效平滑了外采价格的波动冲击。产能层面, 据公司 25 年年报, 公司总产能达 1030 亿只, 且后续仍有国内及海外扩产规划, 支撑公司长期发展。
- **盈利预测与投资建议。**公司深耕一次性手套行业, 原料价格及终端成品价格波动下, 公司超额盈利能力显著, 业绩韧性凸显。预计公司 26-28 年实现 EPS 2.91/3.88/4.32 元/股, 参考可比公司给予 26 年 20xPE 估值, 对应合理价值 58.25 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**地缘政治波动风险、原料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险、下游需求不及预期风险等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,523	9,926	13,797	15,438	17,172
增长率 (%)	37.6%	4.2%	39.0%	11.9%	11.2%
EBITDA	1,903	1,942	3,296	3,646	4,312
归母净利润	1,465	1,011	1,908	2,540	2,828
增长率 (%)	282.6%	-31.0%	88.8%	33.1%	11.3%
EPS (元/股)	2.27	1.54	2.91	3.88	4.32
市盈率 (P/E)	11.1	25.2	18.3	13.8	12.4
ROE (%)	8.4%	5.5%	9.5%	11.2%	11.1%
EV/EBITDA	9.0	18.7	11.0	9.4	7.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

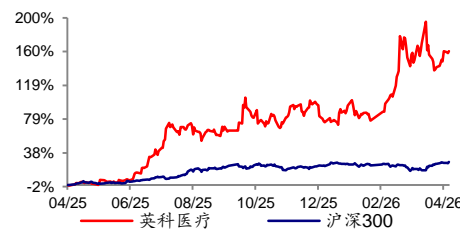
买入

当前价格	52.40 元
合理价值	58.25 元
报告日期	2026-05-07

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	654.75/465.61
总市值/流通市值 (百万元)	37831/26903
一年内最高/最低 (元)	65.66/22.24
30 日日均成交量/成交额 (百万)	18.60/1057.2
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	38.03/46.91

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002

SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

李悦瑜



SAC 执证号：S0260524120002

021-38003784



liyueyu@gf.com.cn

分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

王稼宸



SAC 执证号：S0260524090001

021-38003671



wangjiachen@gf.com.cn

请注意，李悦瑜、王稼宸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。

相关研究：

目录索引

一、全球一次性手套领先企业，产能布局全面	5
（一）深耕医疗耗材二十余年，产品远销 150 多个国家	5
（二）股权高度集中，核心团队稳定，股权激励彰显发展信心	7
（三）业绩韧性强劲，2024 年以来重回稳健增长通道	9
二、丁腈手套细分市场快速扩容，英科医疗全球领先地位稳固	11
（一）一次性手套行业空间广阔，中国渗透率仍处低位	11
（二）全球产能集中在马来西亚与中国，英科领先优势显著	13
三、多维护城河稳固成本优势，全球化扩产布局加快	15
（一）成本壁垒：原材料自供+清洁燃煤+产线升级，全方位构筑成本护城河	15
（二）产能布局：国内六大基地协同，全球化进展加快	18
四、盈利预测和投资建议	20
（一）地缘政治波动风险	22
（二）原料价格大幅波动风险	22
（三）行业竞争加剧风险	22
（四）下游需求不及预期风险	22

图表索引

图 1: 英科医疗发展历程.....	5
图 2: 英科医疗股权结构 (截至 2025 年 12 月 31 日)	7
图 3: 英科医疗营收及同比 (亿元, %)	9
图 4: 英科医疗归母净利润及同比 (亿元, %)	9
图 5: 2025 年英科医疗各产品营收占比 (%)	10
图 6: 英科医疗各产品收入及同比增速 (亿元, %)	10
图 7: 英科医疗分地区营收及同比 (亿元, %)	10
图 8: 英科医疗国内外收入占比 (%)	10
图 9: 英科医疗毛利率与净利率 (%)	11
图 10: 英科医疗各项费用率 (%)	11
图 11: 2017-2024E 全球一次性手套销售量及分品类占比 (单位: 十亿只)	12
图 12: 2017-2024E 全球一次性手套分品类销售收入及增速 (十亿美元, %) ..	12
图 13: 2024 年全球主要地区一次性手套市场分布	12
图 14: 全球主要国家人均医用手套使用量(只/年)	12
图 15: 2017-2024 中国卫生技术人员数量(百万人).....	13
图 16: 国内一次性手套企业营收及 YoY (亿元, %)	13
图 17: 国外一次性手套企业营收及 YoY (亿元, %)	13
图 18: 国内一次性手套企业营业利润及 YoY (亿元, %)	14
图 19: 国外一次性手套企业营业利润及 YoY (亿元, %)	14
图 20: 2024 年蓝帆医疗健康防护产品成本结构	15
图 21: Top Glove 4QFY2024 成本结构	15
图 22: 丁腈乳胶进口均价 (美元/吨)	16
图 23: 沈阳化工 PVC 糊树脂出厂价 (元/吨)	16
图 24: 布伦特原油价格 (美元/桶)	16
图 25: 丙烯腈与丁二烯价格 (千元/吨)	16
图 26: 安徽安庆生产基地 (热电联产)	17
图 27: 安徽淮北生产基地 (风能、光能)	17
图 28: 国内手套生产企业毛利率 (%)	18
图 29: 国外手套生产企业毛利率 (%)	18
图 30: 2019-2025 英科医疗手套产能情况 (亿只)	19
图 31: 2018-2025 英科医疗货币资金、交易性金融资产	19
表 1: 英科医疗主要产品.....	6
表 2: 英科医疗主要高管人员	8
表 3: 英科医疗股权激励计划	8
表 4: 全球一次性手套领先企业情况对比	14

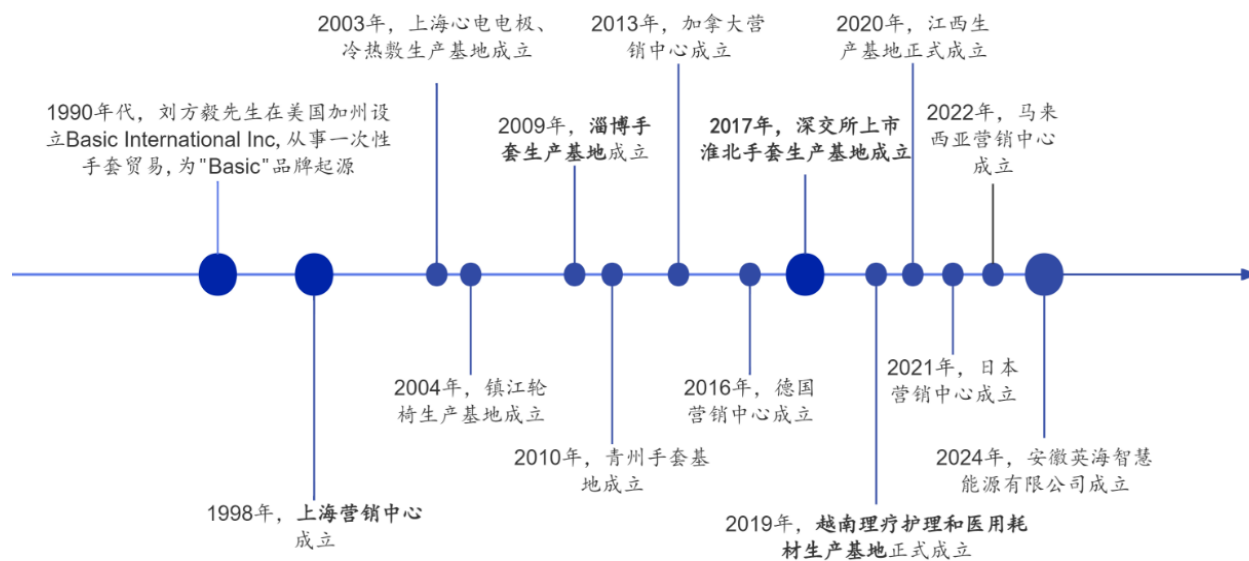
表 5: 英科部分控股公司情况	17
表 6: 英科医疗营收拆分 (单位: 百万元)	20
表 7: 英科医疗可比公司 PE 估值情况 (市值统计截止 2026.5.7 收盘)	21

一、全球一次性手套领先企业，产能布局全面

(一) 深耕医疗耗材二十余年，产品远销 150 多个国家

英科医疗科技股份有限公司是一家致力于医疗器械耗材研发、生产、营销的高科技制造企业，在一次性手套领域处于全球领先地位。英科医疗公司前身可追溯至20世纪90年代，公司实控人刘方毅先生于美国加利福尼亚州设立贸易公司 Basic International Inc，从事一次性手套贸易业务。在积累了一定的品牌基础和北美渠道资源后，刘方毅先生于2003年回国创业，创立英科(Intco)自主品牌,初期主要从事康复护理、保健理疗与检查耗材类产品的生产与销售。2009年公司前身淄博英科成立，标志着公司正式从一次性手套的纯贸易业务向上游制造延伸，主营业务转向医疗防护类产品的生产销售。2017年7月21日，公司在深圳证券交易所创业板上市。此后公司也逐渐将业务重心从PVC转向壁垒更高的丁腈手套，同时持续推进产能扩张及全球化布局，完成产业链的纵向深耕，目前已发展成为具有规模和成本优势的全球一次性手套行业领先企业。

图1：英科医疗发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

英科医疗业务涵盖医用耗材、康养器械、理疗护理等系列产品，核心主业为一次性手套。公司主营业务可划分为个人防护类、康复护理类及其他产品三大板块。其中，个人防护类产品为核心业务，包括一次性丁腈手套、一次性PVC手套、一次性PE手套、隔离服、口罩等；康复护理类产品包括电动轮椅车、手动轮椅车、电动代步车、助行器、电动沙发、医用床边桌等；其他产品涵盖冷热理疗贴、免洗消毒液、心电电极片等保健理疗及检查耗材产品。公司产品广泛应用于医疗机构、养老护理机构、家庭日用及其他相关行业。

表1：英科医疗主要产品

类别	主要产品	应用	示例	
个人防护类	一次性丁腈手套	广泛用于医疗保健及检查、食品加工、精密电子及其他行业，以提供针对有害物质的个人防护。		
	一次性 PVC 手套 一次性 PE 手套 隔离服 口罩			
康复护理类	电动轮椅车	主要用于为残疾人或有该等需求的人士提供助行工具或以其他方式满足日常护理需求。		
	手动轮椅车 电动代步车 助步器 电动沙发 医用床边桌			
其他产品	冰袋/热袋	用于医疗、手术及日常护理。		
	免洗消毒液 暖贴 冷热袋 凉垫 心电电极片 标签电极			

数据来源：公司25年年报，广发证券发展研究中心

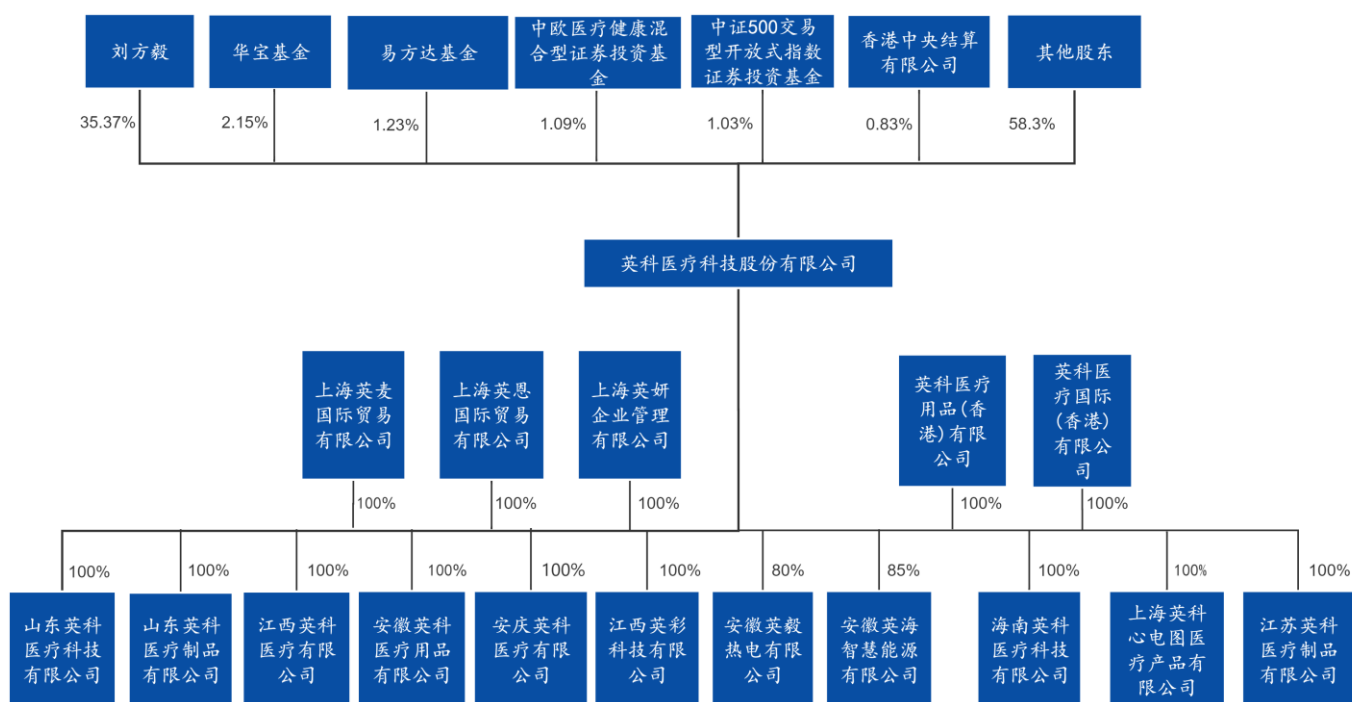
公司全球化布局完善，销售网络覆盖150多个国家和地区。根据公司25年年报显示，英科医疗产品已远销美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲的150多个国家和地区，正在为全球15000多家客户提供产品和服务。生产端，公司在国内布局了山东淄博、山东青州、江苏镇江、江西九江、安徽淮北、安徽安庆六大生产基地，并配套建有海外生产基地及多个海外营销中心，预计海外产能将陆续达产，为公司持续拓展全球市场提供了坚实的产能支撑。

（二）股权高度集中，核心团队稳定，股权激励彰显发展信心

公司股权结构集中，创始人刘方毅先生为实际控制人。据ifind，截至2025年公司创始人、董事长刘方毅先生直接持有公司23,170.31万股股份，占公司总股本的35.37%，为公司第一大股东和实际控制人。除刘方毅先生之外，公司其他主要股东均为境内大型机构投资者，前十大股东合计持股44.54%。整体来看，公司股权结构清晰，实控人持股比例高且长期稳定。

公司业务架构清晰，产业链一体化布局完善，全球销售网络成熟。公司25年年度报告显示，公司下设44家控股及参股子公司，在业务层面形成了“制造主业+上游配套+全球销售”的一体化架构。制造主业端，公司通过多家子公司布局个人防护类产品、康复护理类与保健理疗类产品的生产；上游配套环节则通过控股丁腈胶乳生产企业、模具企业及能源企业，实现了从原材料、能源到包装的全链条自主供应，极大降低了原料对外依存度。在全球销售网络方面，公司在美国、加拿大、德国、日本、新加坡、马来西亚、越南、印度尼西亚、香港等地设立子公司，构建了覆盖全球主要市场的销售渠道。完善的产业链一体化布局 and 全球销售网络，为公司的成本控制、品质把控以及国际市场拓展奠定了坚实基础。

图2：英科医疗股权结构（截至2025年12月31日）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

核心管理团队产业经验丰富，人员构成长期稳定。公司核心管理层在英科医疗任职多年，均有深厚的医疗耗材或一次性手套行业经验。董事长刘方毅先生作为公司创始人，自20世纪90年代初涉足一次性医疗防护用品贸易业务以来，在该领域深耕已逾三十年，对北美市场及行业规则有深刻理解，曾入选上海领军人才、科技部科技创新创业人才，并担任中国塑料加工工业协会副理事长等社会职务；总经理陈琼女士、副总经理于海生先生、财务总监兼董事会秘书冯杰女士均在公司任职十年以上，管理团队稳定性强，为公司战略执行和长期发展奠定了人才基础。

表2：英科医疗主要高管人员

姓名	职务	简介
刘方毅	董事长,董事	1970年出生，中国国籍，拥有美国、香港永久居留权，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。2005年3月至今，担任英科再生资源股份有限公司董事长。现任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	董事，总经理	女，中国国籍，无境外永久居留权，1982年出生，本科学历。2004年6月毕业于华东师范大学获工商管理学士学位。2004年7月至2007年5月，任上海绿林进出口有限公司销售主管；2007年5月至2009年8月，任上海绿林进出口有限公司综合产品部经理；2009年8月至2014年12月任上海绿林进出口有限公司总经理；2015年1月任职于英科医疗科技股份有限公司，2015年5月至今任英科医疗科技股份有限公司董事、总经理。
于海生	董事，副总经理	男，中国国籍，无境外永久居留权，1976年出生，大专学历。1997年8月至2003年5月，任山东万祥电气集团股份有限公司开发部市场专员；2003年6月至2007年4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月起，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，任英科医疗科技股份有限公司董事、副总经理。
冯杰	董事会秘书,财务总监	女，中国国籍，无境外永久居留权，1985年出生，2008年7月毕业于青岛科技大学获财务管理学士学位，本科学历。2008年7月至2010年10月，任澳斯顿建材（青岛）有限公司财务部成本会计；2010年12月至2016年7月任英科医疗科技股份有限公司财务部销售、税务会计；2016年8月至2017年12月任山东英科医疗制品有限公司财务部经理；2018年1月至2018年9月任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02月至今，任英科医疗科技股份有限公司董事会秘书。

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

公司多次推出股权激励计划，深度绑定核心团队，彰显长期发展信心。上市以来，公司先后于2017年、2018年、2019年、2020年、2022年和2025年推出六期限制性股票激励计划，深度绑定核心管理层与业务骨干。2025年5月推出的最新一期股权激励计划授予限制性股票1359.20万股，占当时股本的2.10%，授予价格为11.40元/股，激励对象人数达1102人。2025年股权激励计划要求公司2026-2029年营业收入目标值分别不低于112.60/122.80/132.80/142.80亿元、归母扣非净利润目标值分别不低于16.80/18.80/22.80/26.80亿元，4年营收复合增速目标约8.4%，归母净利润复合增速目标约12.4%，反映管理层对未来盈利能力持续提升的信心。

表3：英科医疗股权激励计划

激励计划	激励对象	授予数量	授予价格	业绩考核目标
2020年限制性股票激励计划	董事、高管及核心骨干共297人	150万股 占股本0.6823%	29.20元/股	以2019年营收或净利润为基数,2020/2021/2022年增长率分别不低于100%/150%/220%，满足其一即可

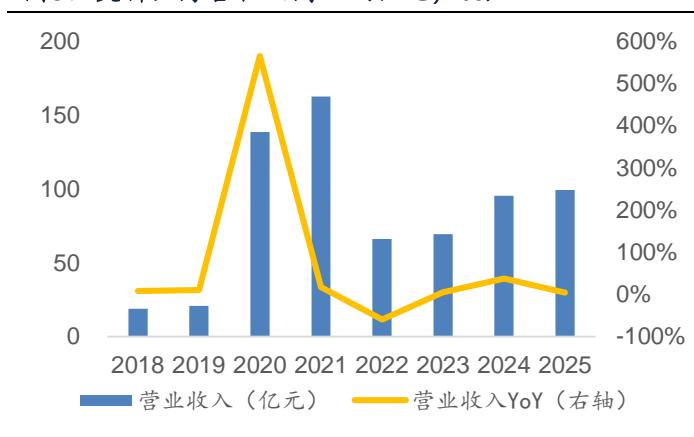
2022 年限制性股票激励计划	董事、高管及核心骨干共 803 人	497.6 万股 占股本 0.9054%	14.30 元/股	2022/2023/2024/2025 年营收分别不低于 68.00/78.20/88.40/102.00 亿元,或净利润分别不低于 6.00/6.90/10.20/13.20 亿元, 满足其一即可
2025 年限制性股票激励计划	高管及核心骨干共 1102 人	1359.20 万股 占股本 2.10%	11.40 元/股	目标值:2026/2027/2028/2029 年营收分别不低于 112.60/122.80/132.80/142.80 亿元,扣非归母净利润分别不低于 16.80/18.80/22.80/26.80 亿元;触发值约为目标值的 80%

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

(三) 业绩韧性强劲, 2024 年以来重回稳健增长通道

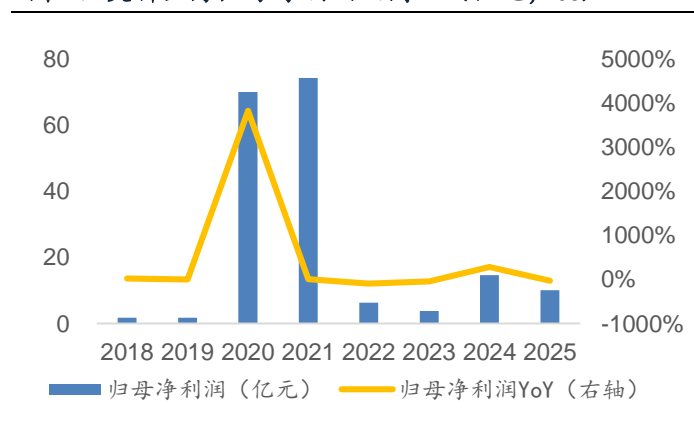
公司业绩具有较强的周期波动性, 2024 年以来已重回稳健增长通道。2018-2025Q3, 公司业绩经历了完整的“疫前常态—疫情爆发—行业去库—修复增长”四个阶段。2018至2019年, 公司处于疫前常态经营期, 收入分别为18.93亿元和20.83亿元, 归母净利润分别为1.79亿元和1.84亿元, 整体运行平稳。2020-2021年疫情爆发期间, 公司业绩呈现爆发式增长, 2020年营收同比+564.29%至138.37亿元, 归母净利润达70.07亿元, 21年营收和归母净利延续增长。随着疫情结束后需求回归常态, 叠加疫情期间各厂商大幅扩产带来的新增供给, 行业在2022至2023年陷入供需失衡, 成品价格大幅回落。公司2022年营收同比下降59.27%, 归母净利润同比下降91.48%。2024年至今, 一次性医用手套行业出清效果明显, 行业整体产能利用率提升, 供需关系逐步回归平衡。与此同时, 公司持续开展生产线技术升级, 通过提升线速、降低能耗等精益措, 不断降本增效。24年公司实现营业收入95.23亿元, 同比+37.65%, 归母净利润14.71亿元, 同比+282.92%, 业绩重回增长通道。2025年, 受美国关税影响, 公司战略性推动市场多元化布局, 深耕非美市场, 实现营业收入99.26亿元, 同比+4.23%, 归母净利润10.11亿元, 受汇兑影响较大, 同比-31.03%。

图3: 英科医疗营收及同比 (亿元, %)



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图4: 英科医疗归母净利润及同比 (亿元, %)

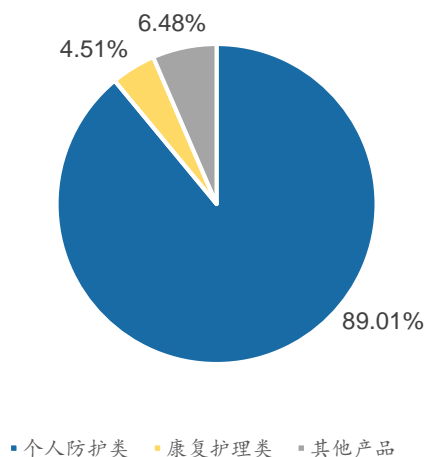


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

个人防护类产品为公司最主要的业务, 近年来占比稳定在90%左右。个人防护类是公司绝对核心, 2018年至2025年收入占比始终稳定在90%左右, 2025年该板块实现收入88.4亿元,同比增长2.73%。康复护理类收入规模相对稳定, 2018-2025年从1.88亿元增长至4.48亿元, 2025年同比-2.14%, 作为公司业务的有益补充,

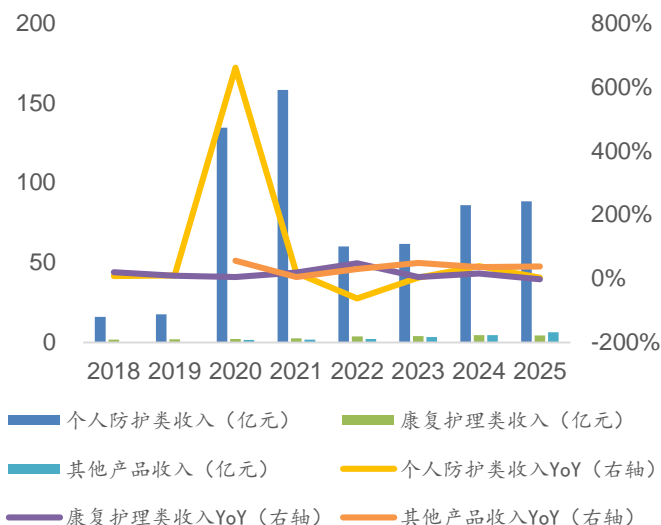
提供了基本盘的稳定性；其他产品2025年收入6.43亿元，有着较高的增长，同比+38.08%，占比6.48%。

图5：2025年英科医疗各产品营收占比（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

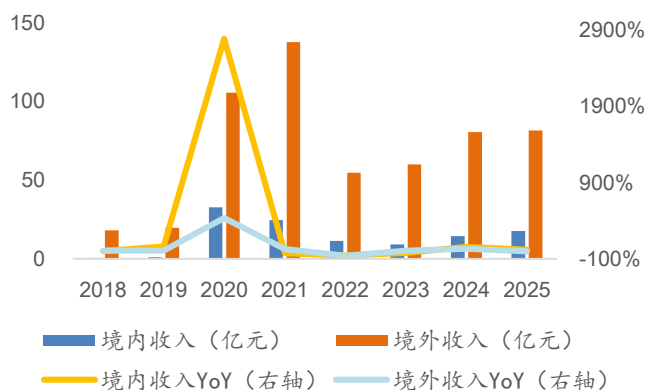
图6：英科医疗各产品收入及同比增速（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

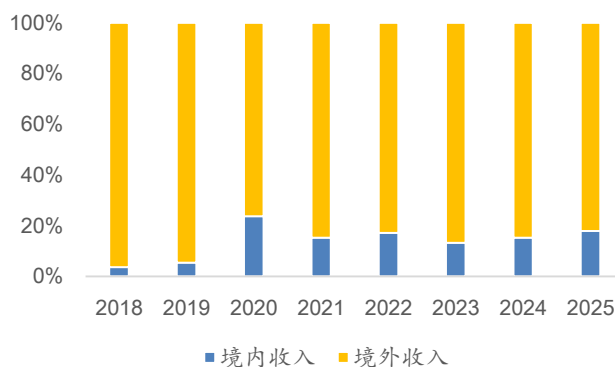
海外市场为公司核心收入来源，2024年以来国内市场拓展加速。2018至2024年间公司产品销售以海外市场为主，境外收入占比长期维持在76%-96%区间，2024年实现境外收入80.65亿元，占公司总收入的84.69%。值得关注的是，2025年以来，受美国关税影响，公司主动推进非美市场及国内市场的投入，2025年境内收入同比增长21.65%至17.74亿元，显著高于境外市场1.08%的增速，境内收入占比从2023年的13.26%提升至2025年的17.88%。从毛利率水平看，海外市场毛利率长期高于境内，2025年境外/境内毛利率分别为26.27%/14.25%，海外市场仍是公司主要利润贡献源。

图7：英科医疗分地区营收及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图8：英科医疗国内外收入占比（%）

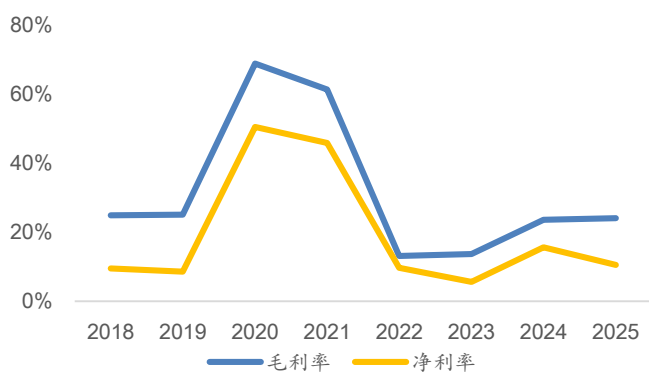


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

公司盈利能力波动，2024年以来已稳步修复至疫前水平。2018至2019年，公司毛利率与净利率分别处于25%和9%上下，反映行业常态盈利水平。疫情期间，医疗耗材相关需求大幅上涨，推动公司毛利率、净利率分别飙升至2020年的69.03%、50.62%；2021年的61.51%、45.96%。2022-2023年由于疫情期间手套

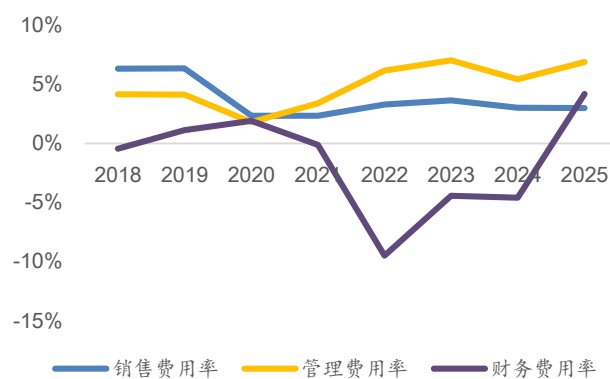
行业新增产能大幅涌现，行业供需失衡，成品价格深度回调，公司毛利率、净利率分别回落至22年的13.13%、9.67%和23年的13.70%、5.61%。2024年，随着行业供需关系逐步平衡，β层面企稳，叠加公司持续在生产端精益改善，α同样显著，毛利率、净利率分别回升至23.64%、15.66%。2025年全年，公司毛利率维持在24%的稳态水平，净利率为10.55%。费用端同样呈现积极趋势，2018-2025，销售费用率从6.32%下降至3.0%，体现出规模效应的释放和销售效率的提升；管理费用率与研发费用率分别保持在4%-7%和2%-4%区间内的合理波动；财务费用率方，2022-2024年公司财务费用率持续为负(-9.48%、-4.43%、-4.58%)，主要受益于疫情期间积累的充裕货币资金及交易性金融资产带来理财收益贡献，2025年财务费用率回升至4.2%，主要受理财收益、汇兑损益及利息支出综合影响。综合来看，公司经营稳健，在产品结构持续优化、成本控制能力强化的背景下，盈利能力具备进一步提升空间。

图9：英科医疗毛利率与净利率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图10：英科医疗各项费用率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

二、丁腈手套细分市场快速扩容，英科医疗全球领先地位稳固

（一）一次性手套行业空间广阔，中国渗透率仍处低位

全球一次性手套市场规模稳健增长，丁腈手套占比持续提升。根据头豹研究院数据，2017-2021年，疫情催生公共卫生需求高增，全球一次性手套销售量从4,410亿只增至7,166亿只，CAGR达12.91%。2022年行业需求回归常态，销售量短暂回落至6225亿只，2023年重回正增长，并预计在24年达到7684亿只。

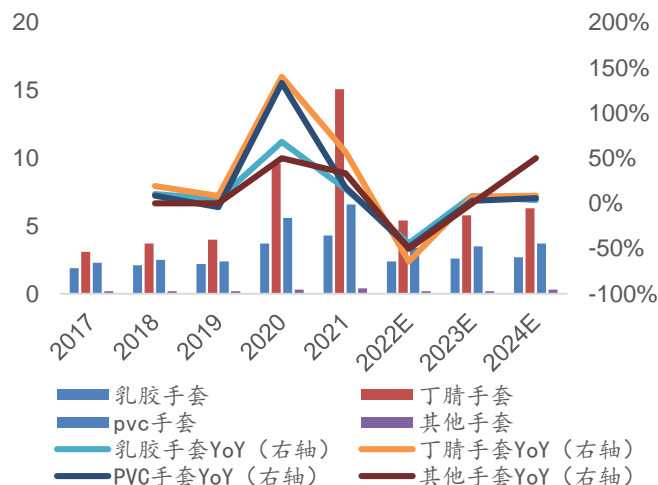
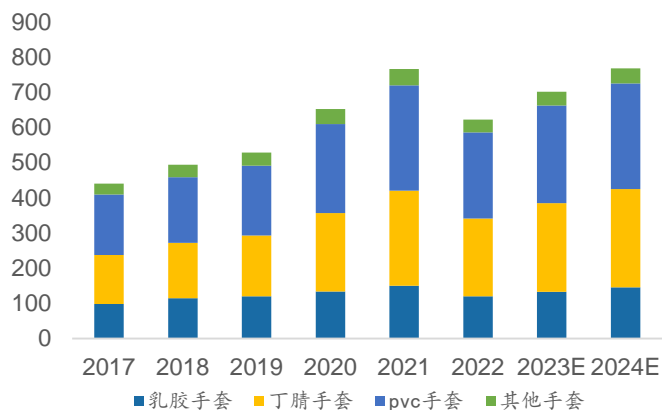
从品类结构看，全球一次性手套按材质主要分为丁腈、PVC、乳胶三大类别。丁腈手套由于兼具较好的性能与不致敏性，应用场景广泛，2017-2024年销量从1393亿只增长至2801亿只，期间CAGR达到10.5%，2024年销量占比达36.45%，已成为一次性手套行业的主流产品。PVC手套凭借价格优势，在食品加工、家庭清洁等对防护要求相对较低的场景中占据重要地位，2017-2024年销量CAGR达到8.34%，2024年销量占比39.16%；乳胶手套受制于天然橡胶生长周期对原材料供应的约束以

及蛋白质易引发过敏反应等局限，增速相对较慢，2017-2024年销量CAGR达5.73%，2024年销量占比18.87%。

从销售收入维度来看，2024年全球一次性手套销售收入预计达130亿美元。丁腈手套以63亿美元的收入规模排名第一位，占比达48.46%，收入贡献超过其销量占比，体现出更高的单价水平。PVC手套预计贡献收入37亿美元，占比28.46%；乳胶手套预计贡献27亿美元，占比20.77%。

图11：2017-2024E全球一次性手套销售量及分品类占比（单位：十亿只）

图12：2017-2024E全球一次性手套分品类销售收入及增速（十亿美元，%）



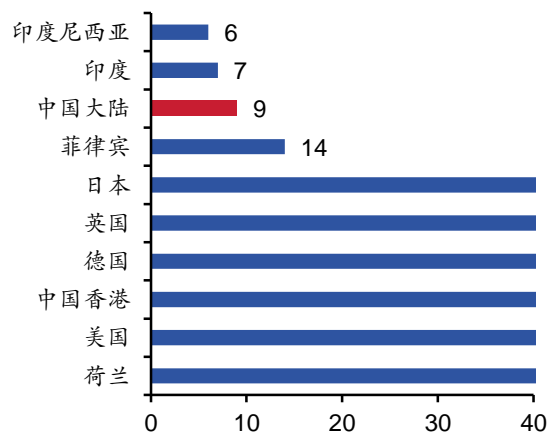
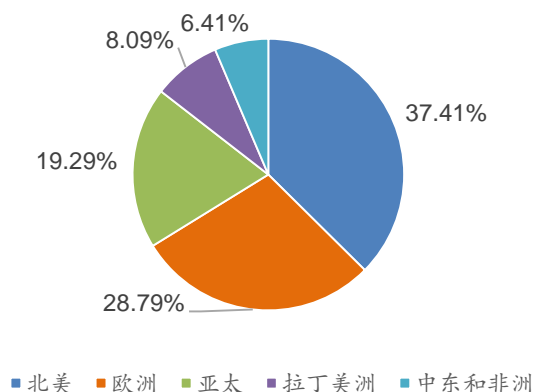
数据来源：头豹数据，沙利文研究院，广发证券发展研究中心

数据来源：头豹数据，沙利文研究院，广发证券发展研究中心

全球一次性手套需求主要集中于欧美等发达经济体，新兴市场渗透率仍处低位。据Precedence Research数据，2024年全球一次性手套市场中，北美、欧洲、亚太、拉丁美洲、中东和非洲地区的市场份额分别为37.41%、28.79%、19.29%、8.09%、6.41%，北美与欧洲合计占比超过66%，是全球一次性手套的核心消费市场。此外，荷兰、美国、中国香港、德国、英国、日本等成熟经济体的人均年医用手套使用量分别达到317、300、276、208、180、133只，而据头豹研究院，中国大陆、菲律宾、印度、印度尼西亚等新兴市场仅为9、14、7、6只，差距悬殊，意味着一次性手套在新兴市场渗透率仍具备可观的增长空间。

图13：2024年全球主要地区一次性手套市场分布

图14：全球主要国家人均医用手套使用量(只/年)

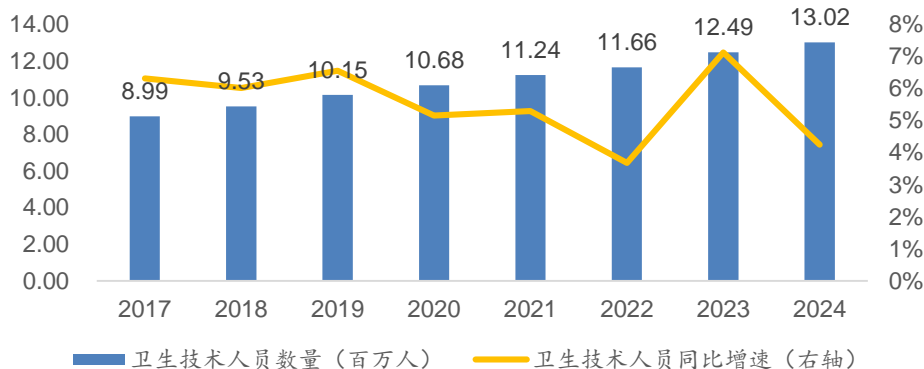


数据来源：Precedence Research，广发证券发展研究中心

数据来源：头豹数据，沙利文研究院，广发证券发展研究中心

中国一次性手套市场渗透空间广阔，医疗卫生人员规模持续扩大带动需求稳步增长。中国大陆人均医用手套使用量仅9只/年，相较欧美成熟市场渗透率仍有提升空间。中国医疗卫生体系的持续完善为一次性手套需求提供了坚实支撑，据国家卫健委数据，2017-2024年中国卫生技术人员数量从899万人增至1302万人，CAGR达5.44%，持续扩大的医疗卫生人员规模将直接拉动医用手套的常态化使用需求。

图15：2017-2024中国卫生技术人员数量(百万人)

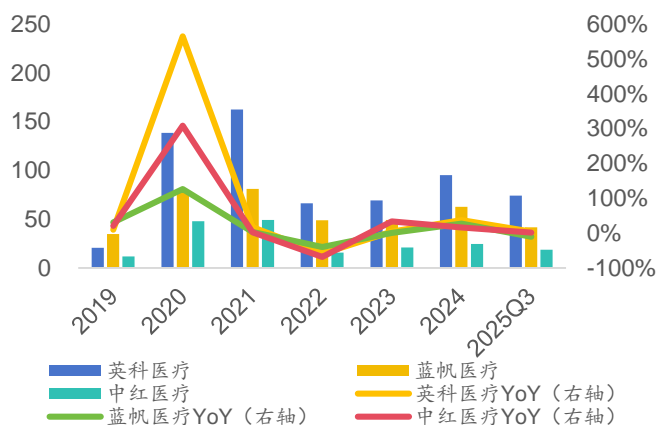


数据来源：卫健委 2025 年统计年鉴，广发证券发展研究中心

(二) 全球产能集中在马来西亚与中国，英科领先优势显著

全球竞争格局经历深度重塑，中国龙头加速崛起。依托天然橡胶原产国优势，疫情前全球一次性手套制造业长期由马来西亚企业主导，中国厂商则体量较小，整体话语权有限。2019年，Top Glove、Hartalega、Kossan三家马来西亚龙头合计收入超过165亿元人民币，同期英科医疗收入仅20.83亿元，蓝帆医疗34.76亿元，中红医疗11.71亿元，中国三家头部企业的收入体量加总不及Top Glove一家。这种悬殊的差距，既源于马来西亚在天然橡胶原材料上的先天禀赋，也与丁腈手套技术门槛较高、中国企业进入该领域时间较晚有关。

图16：国内一次性手套企业营收及YoY (亿元, %)



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图17：国外一次性手套企业营收及YoY (亿元, %)



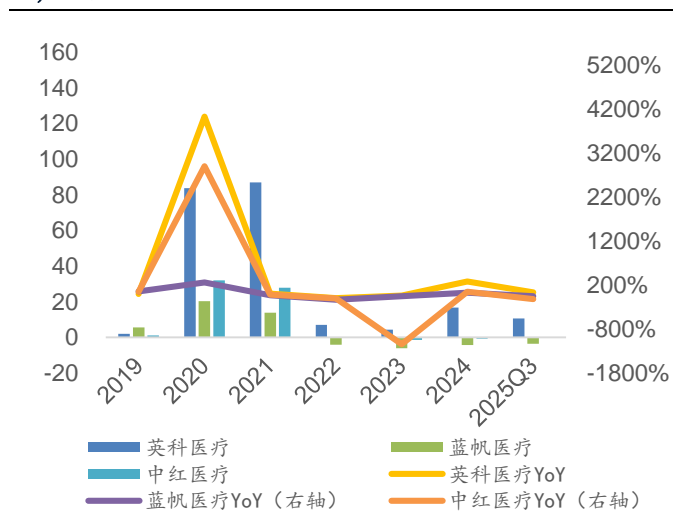
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：Top Glove 财年为前一年8月31日至次年8月31日，Hartalega 财年为前一年3月31日至次年3月31日，Kossan 财年与自然年相同，Kossan 使用 FY2025Q3 数据）

2020-2021年的疫情是竞争格局重塑的分水岭。疫情期间全球一次性手套需求

在短期内出现数倍级增长，中国企业凭借更快的产能建设速度和更高效的供应链响应，实现了产能和收入的跨越式扩张。英科医疗的收入规模从2019年的20.83亿元跃升至2021年的162.40亿元，两年增长近7倍；蓝帆医疗和中红医疗同样在这一阶段完成了规模的大幅提升。马来西亚领先企业Top Glove虽然也经历了收入高峰，在FY2021收入达到254.60亿元，但收入增长速度明显慢于中国同行。

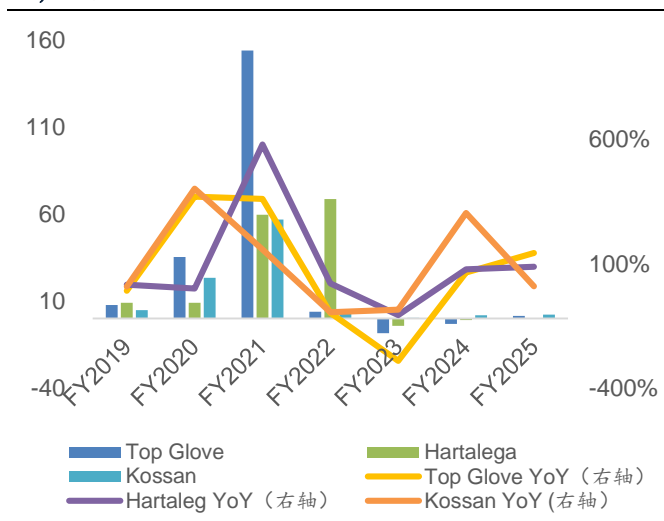
进入行业去库阶段，行业格局变动加快。疫情退潮后行业迅速转入供过于求状态，手套价格深度回调，叠加前期扩产带来的折旧和财务压力，行业内出现了明显的盈亏分化。蓝帆医疗和中红医疗2022年起陷入持续亏损；马来西亚的Top Glove、Hartalega同样经历了FY2023-FY2024连续亏损的阵痛。相比之下，英科医疗是为数不多的在行业低谷期仍能保持盈利的主要厂商，即使在行业最困难的2023年，公司仍实现归母净利3.83亿元，且2024年迅速恢复至14.65亿元。

图18：国内一次性手套企业营业利润及YoY（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图19：国外一次性手套企业营业利润及YoY（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

注：Top Glove 财年为8月31日至次年8月31日，Hartalega 财年为3月31日至次年3月31日，Kossan 财年与自然年相同。Kossan 使用 FY2025Q3 数据。

截至目前，全球一次性手套行业集中度已经较高。从产能规模看，Top Glove 以950亿只位居全球第一，英科医疗以870亿只紧随其后，蓝帆医疗(500亿只)、Hartalega(370亿只)、Kossan(270亿只)、中红医疗(260亿只)构成第二梯队。从收入角度看，英科医疗2024年收入95.23亿元，其中手套类业务收入达到86.0亿元，已超过Top Glove同期的41.49亿元。当前英科产能已与Top Glove较为接近，在手套成品价格低位，且原料价格波动下，后续企业自身的降本增效，以及对于产业链的垂直把控和生产效率将成为核心胜负手。

表4：全球一次性手套领先企业情况对比

公司名称	国家	24 年营业收入 (亿元)	24 年营业利润 (亿元)	最新产能情况 (亿只)
Top Glove	马来西亚	41.49	-3.14	950 (FY26Q1 最新披露)

英科医疗	中国	95.23	16.77	870 (2024 年)
蓝帆医疗	中国	62.53	-4.17	500 (2025 年)
Hartalega	马来西亚	27.55	-0.88	370 (2025 年)
Kossan	马来西亚	31.04	1.85	270 (FY2024)
中红医疗	中国	24.57	-0.66	260 (2024 年)

数据来源：iFinD, Wind, 蓝帆医疗投资者关系记录表, 广发证券发展研究中心。

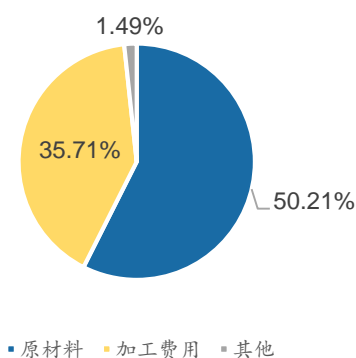
注：Top Glove、Hartalega、Kossan 使用相应财年数据。Top Glove 财年为前一年 8 月 31 日至次年 8 月 31 日，Hartalega 财年为前一年 3 月 31 日至次年 3 月 31 日，Kossan 财年与自然年相同。

三、多维护城河稳固成本优势，全球化扩产布局加快

(一) 成本壁垒：原材料自供+清洁燃煤+产线升级，全方位构筑成本护城河

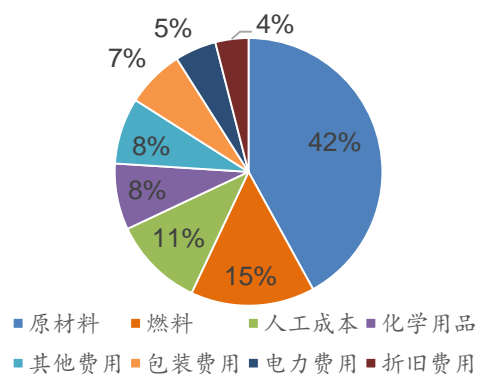
一次性手套生产的成本结构中，原材料占比最高，是影响盈利水平的关键。蓝帆医疗在2024年年度报告披露，其以一次性手套为主的健康防护产品中，原材料占生产成本的50%。Top Glove在FY2024Q4披露的丁腈生产成本中，原材料占到生产总成本的40%，是比重最大的因素。丁腈手套的核心原材料为丁腈胶乳，由丁二烯和丙烯腈两种石化原料聚合而成，成本与国际原油价格高度相关。PVC手套的核心原材料为PVC糊树脂，中国是全球最大的PVC生产国，供给相对充足，价格波动较为温和。

图20：2024年蓝帆医疗健康防护产品成本结构



数据来源：iFinD, 广发证券发展研究中心

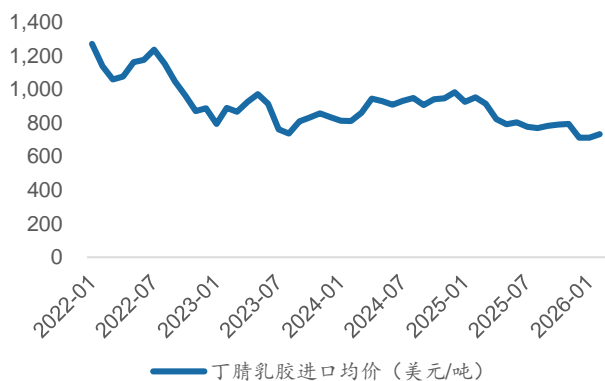
图21：Top Glove 4QFY2024成本结构



数据来源：Top Glove 4Q FY2024 Briefing Presentation, 广发证券发展研究中心

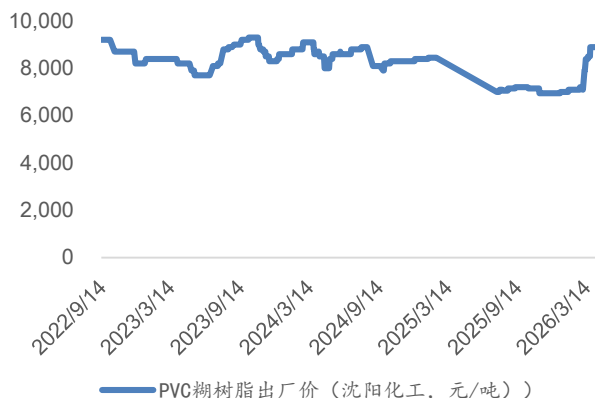
2023年至2025年，受全球原油价格中枢下移的带动，丁腈胶乳、丁二烯、丙烯腈等丁腈手套核心原材料价格整体处于下行通道，丁腈胶乳进口均价从2022年初约1271美元/吨降至2025年底约713美元/吨，累计降幅超过40%；PVC糊树脂波动相对平稳。

图22: 丁腈乳胶进口均价 (美元/吨)



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图23: 沈阳化工PVC糊树脂出厂价 (元/吨)

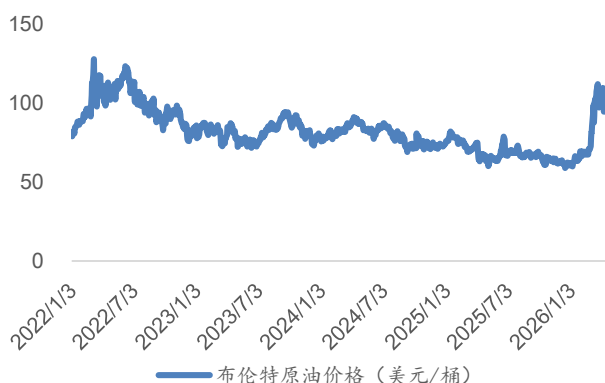


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

然而2026年2月以来, 中东地缘冲突的爆发打破了上游原材料的低位均衡。

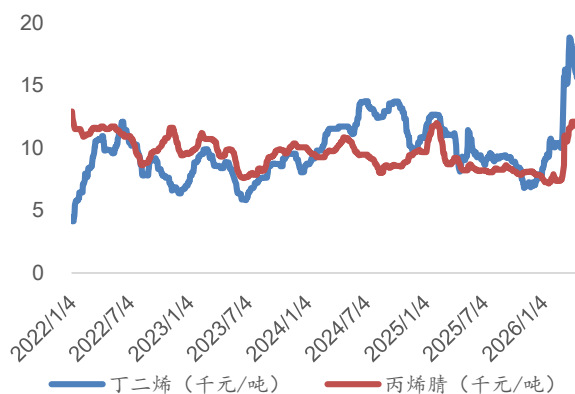
Brent原油从2月前约70美元/桶快速攀升至3月中旬突破107美元/桶, 带动丁二烯价格在3月内涨幅接近90%、丙烯腈涨幅超过60%, 丁腈手套的原材料成本因此出现显著抬升。相比之下, PVC糊树脂价格虽有所回升, 但涨幅明显弱于丁腈产业链。原材料成本的快速上行为一次性手套行业带来极大不确定性, 但对于具备成本管控能力和上游原材料自供布局的龙头企业而言, 相对优势显著。

图24: 布伦特原油价格 (美元/桶)



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图25: 丙烯腈与丁二烯价格 (千元/吨)



数据来源: iFinD, Wind, 广发证券发展研究中心

原材料端,公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业,实现了核心原料的部分自供,有效平抑了外部采购价格的波动冲击。原材料在一次性手套生产成本中占比较重,丁腈胶乳作为丁腈手套最核心的原料,其价格波动直接影响产品盈利空间。不同于多数手套制造商依赖外部采购的模式,英科医疗控股了两家丁腈胶乳生产公司安徽凯泽新材料和山东浩德塑胶,并参股两家丁腈胶乳生产企业。这一布局使公司在上游价格抬升时能够提高自用比例以对冲成本压力,在价格回落时则灵活调整外采比例,兼顾供应安全与成本优化。此外,公司还控股安徽国毅模具,实现了手模这一关键辅材的自主供应,进一步完善了全产业链的一体化覆盖。

表5：英科部分控股公司情况

公司名称	参控关系	参控比例	公司概况
安徽凯泽新材料有限公司	孙公司	65%	年产 50 万吨羧基丁腈胶乳、10 万吨 DOTP
山东浩德塑胶有限公司	孙公司	51%	年产 20 万吨羧基羧基丁腈胶乳

数据来源：iFinD，英科《在安徽设立巩固子公司年产50万吨丁腈胶乳、10万吨DOTP项目》的公告，山东浩德塑胶有限公司官网，广发证券发展研究中心。

能源端，公司以清洁燃煤为主要生产能源，相较于国内同行具备显著的成本优势。能源成本在一次性手套生产总成本结构中同样重要，能源端的成本差异同样影响盈利水平。据公司2025半年度报告，英科医疗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，并在安徽安庆基地引入热电联产技术、在安徽基地建设风电、光能项目，持续扩大清洁能源使用占比。相比之下，据蓝帆医疗《投资者问答公告20250918》，25年蓝帆医疗旗下3个丁腈手套生产基地中仅山东健康科技生产基地采用燃煤锅炉，其余2个基地依赖外购蒸汽，能源成本较高。后续虽蓝帆有望逐渐追赶，但短期能源成本上的结构性差异，使得头部企业在行业低谷期也能维持正向盈利。

图26：安徽安庆生产基地（热电联产）



数据来源：公司 25 年半年报，广发证券发展研究中心

图27：安徽淮北生产基地（风能、光能）



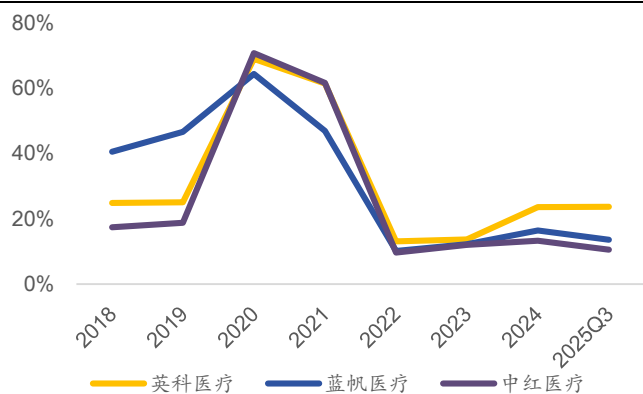
数据来源：公司 25 年半年报，广发证券发展研究中心

产线端，公司以第三代丁腈双手模全自动生产线为核心，在生产效率和产品质量上保持行业领先。据2025半年度报告，在一次性手套制造领域，公司打造了行业顶尖的生产体系——不仅配备先进生产设备与自主研发的生产线工艺，更构建了精密的分散式控制系统(DCS系统)。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。产线技术的优势，使得公司在同等原材料价格条件下能够实现更低的生产成本和更优的产品良品率。

成本端的系统性优势已在毛利率上得到充分体现。据iFind，从毛利率水平看，2024年英科医疗毛利率为23.64%，显著高于蓝帆医疗的16.48%和中红医疗的13.37%，领先幅度分别达7.2pct和10.3pct；与马来西亚龙头相比，同期Top Glove

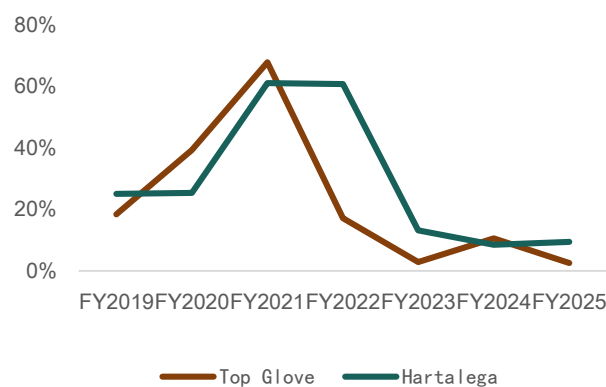
毛利率仅为10.55%，Hartalega为8.47%，英科的领先优势突出。2025年前三季度这一格局延续，英科毛利率维持在23.70%，而蓝帆和中红分别回落至13.66%和10.54%，差距进一步拉大。值得注意的是，行业低谷期的2022-2023年，英科毛利率虽也降至13%-14%区间，但始终高于多数同行，并率先在2024年修复至接近疫前水平，修复速度同样领先行业。原材料自供、清洁燃煤和第三代产线带来的成本优势，为英科带来贯穿整个周期的领先优势。

图28：国内手套生产企业毛利率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图29：国外手套生产企业毛利率（%）



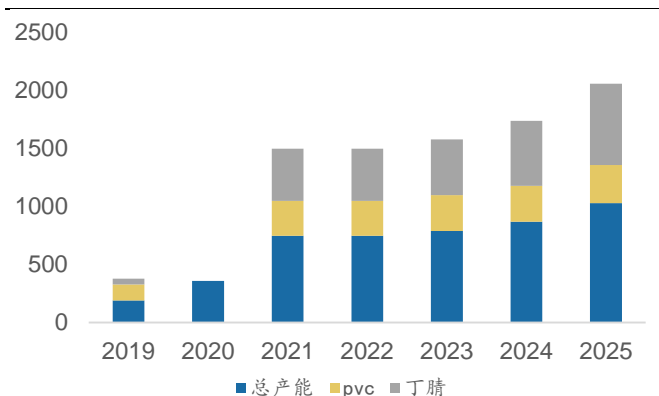
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）产能布局：国内六大基地协同，全球化进展加快

六大基地协同构筑庞大产能基本盘，充裕资金保障远期翻倍空间。公司手套产能在疫情后实现跨越式增长，且产能结构精准契合了全球一次性手套市场的“丁腈化”趋势。据公司历年年报，2019年公司一次性手套总产能为190亿只；经过疫情期间的快速扩建，至2025年底公司总产能已达到1030亿只，其中，丁腈700亿只、PVC330亿只。六年间总产能增长442%，丁腈产能更是增长13倍。目前公司已在国内建成山东淄博、山东青州、江苏镇江、江西九江、安徽淮北、安徽安庆六大生产基地，形成了全国范围内较为完善的渠道布局网络，全面辐射周边区域。

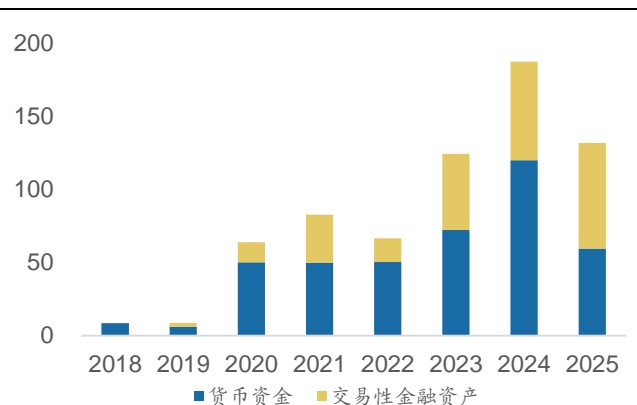
此外，截至2025年底，公司账面货币资金和交易性金融资产合计超130亿元，在全球厂商中遥遥领先。这不仅保障了山东、安庆及江西等医用手套在建项目的顺利推进，更为公司在行业低谷期逆势扩产提供了战略主动权。据公司《20260424投资者关系管理公告》，公司2026年预计新增产能：国内安庆丁三车间3月末投产，4月8日全部达产；此外，国内、海外工厂会再分别投产一个车间。综合来看，2026年将增加三个车间产能，国内产能覆盖非美市场（尤其是中国市场），海外产能覆盖美国市场，若公司上述产能全部达成，有望支撑业绩继续增长。

图30：2019-2025英科医疗手套产能情况（亿只）



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

图31：2018-2025英科医疗货币资金、交易性金融资产



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

关税壁垒倒逼市场多元化，非美与国内双轮驱动成效显著。尽管国内制造规模较大，但美国对华一次性手套关税的持续加码，成为了近两年全球贸易格局的外部变量。自2024年USTR 301复审定案将医用手套关税大幅上调，叠加2025年特朗普总统行政令额外增加的10%，至2026年中国产医用手套输美额外关税将累计高达110%。面对美国核心市场的收缩压力，公司主动推进市场多元化战略，凭借成熟的全球化销售网络积极深耕非美区域与国内市场。

据公司25年半年报，2025年上半年，公司海外非美市场与国内市场销售收入分别同比增长约45%和35%，均显著高于整体增速，正成为强劲的增长新引擎。考虑到非美地区关税较低，公司依托国内领先的制造成本优势，在非美市场具备持续扩张份额的充分条件。

表6：2025年以来美国对于医用手套的关税情况

时间	政策名称	对象	税率
2025	301 调查 2024 年定案	医疗级手套 (4015.12.10)	50%
2025	总统行政令 (芬太尼关税)	中国所有输美商品	10%
2026	301 调查 2024 年定案	医疗级手套 (4015.12.10)	从 50 上调至 100%

数据来源：USTR, White House, 广发证券发展研究中心。

海外产能稳步落地，重塑全球化供应链韧性。为了进一步突破单纯依靠国内出口的局限性，并为未来可能进一步收紧的贸易环境预留应对空间，公司已将产能建设的触角延伸至海外。据公司25年年报，公司在越南清化、越南广安和印度尼西亚均设有子公司并积极推进海外生产基地布局。海外产能的落地，不仅有助于就近服务区域客户、有效规避与分散地缘政治风险，更是对国内六大生产基地的有力补充。随着“国内规模化制造+海外本地化生产+全球化销售网络”三位一体格局的逐步成型，全球化产能布局将成为公司在复杂国际贸易环境下维持长效增长的核心支撑。

四、盈利预测和投资建议

基于英科医疗在一次性手套行业的规模优势，以及其不断对于成本端的优化，公司有望在行业第一梯队站稳脚跟，并持续加大全球化投入，提升海外产能及运营效率，预计公司26-28年整体收入端稳健增长，盈利端增速则快于收入端。

(1)个人防护类:个人防护类业务主要包含一次性丁腈手套、一次性PVC手套、一次性PE手套、隔离服、口罩等产品，该业务长期占比接近90%，是公司最核心的收入来源。据公司25年年报，随着安徽安庆基地投产，公司拥有1030亿只一次性手套产能，在国内拥有安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博六大生产基地，并储备充足资金，计划在海外扩产以完善全球化布局。据公司《20260424投资者关系管理公告》公司2026年预计新增产能：国内安庆丁三车间3月末投产，4月8日全部达产；此外，国内、海外工厂会再分别投产一个车间。综合来看，2026年将增加三个车间产能，国内产能覆盖非美市场（尤其是中国市场），海外产能覆盖美国市场。

因此，我们预计国内产能爬坡以及海外新增产能稳步落地投产，将支撑公司该业务板块收入端的正向增长，预计26年新增三个车间将为近年来产能投放较快的一年，因此26年收入端有望维持较高增速，26-28年公司个人防护类产品收入端增速为40.0%/10.0%/9.0%。此外，从盈利能力来看，据ifind，公司一季度毛利率达到26.6%，表现亮眼，预计个人防护类产品贡献核心毛利润，且公司多年来持续优化产业链纵向布局，对原材料把控能力较强，预计国内制造仍然存在一定的降本空间，且海外长期看能源、人工等成本也有望持续摊薄，长期盈利能力预计继续提升，26-28年预计公司个人防护类产品毛利率有望达到28.8%/29.8%/30.5%。

(2)康复护理类:公司康复护理类业务主要涵盖电动轮椅车，手动轮椅车，电动代步车，助步器，电动沙发，医用床边桌等产品，近年来公司该业务占比约4%，该业务板块SKU涵盖较多，预计后续公司将继续针对细分场景研发相关产品，26-28年收入增速预计达到25%/18%/15%，利润率层面，预计高价值产品占比持续提升，拉动整体盈利水平增长，因此预计公司康复护理类业务26-28年毛利率将达到24.0%/24.5%/25.0%。

(3)费用率方面,公司重视产品研发升级，预计持续投入研发，国外市场产能持续爬坡，预计也存在一定费用投放，但整体费用率预计仍将维持水平。

表6：英科医疗营收拆分（单位：百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
个人防护类				
收入	8,835.17	12,369.24	13,606.16	14,830.72
增长率	2.7%	40.0%	10.0%	9.0%
毛利率	24.3%	28.8%	29.8%	30.5%
占比	89.0%	89.7%	88.1%	86.4%
康复护理类				

收入	447.87	559.84	660.61	759.70
增长率	-2.1%	25.0%	18.0%	15.0%
毛利率	21.1%	24.0%	24.5%	25.0%
占比	4.5%	4.1%	4.3%	4.4%
合计				
营业收入	9,925.81	13,796.82	15,438.22	17,171.87
增长率	4.2%	39.0%	11.9%	11.2%
营业成本	7,531.56	9,796.40	10,718.01	11,778.55
毛利	2,394.25	4,000.41	4,720.21	5,393.32
毛利率	24.1%	29.0%	30.6%	31.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

考虑公司新产能持续爬坡，个人防护类和康复护理类产品预计皆实现稳定增长，预计公司26-28年公司整体收入138.0/154.4/171.1亿元，同比实现增长39.0%/11.9%/11.2%，预计实现归母净利润19.1/25.4/28.3亿元，同比实现增长88.8%/33.1%/11.3%，对应EPS为2.91/3.88/4.32元/股。英科医疗作为全球一次性手套领先企业，其研发能力强大，成本端优势显著，全球化布局完善，产品远销全球多个国家和地区。公司较早地完成了对于上游丁腈胶乳、能源、包材等公司的布局，降低了原材料的对外依存度，在盈利能力方面超越行业同行。中长期看，除公司自身的降本增效外，丁腈手套价格有望受益于小企业持续出清，供需平衡后重回上升趋势，带动公司行业话语权及远期盈利能力提升。

公司属于医疗耗材企业，深耕一次性手套细分方向，因此选择中红医疗、蓝帆医疗作为可比公司。其中，中红医疗主营PVC手套和丁腈手套业务（据ifind，25H1其手套业务占比达89.5%）；蓝帆医疗除手套业务外，还有部分心脏介入器械业务（据ifind，25H1年占比24.9%）。从产品结构上看，中红与蓝帆皆与英科医疗拥有较高的产品结构相似度。然而从利润率水平看，据ifind，蓝帆医疗25H1手套业务毛利率为-3.93%，中红医疗为8.98%，皆显著低于英科医疗的24.47%，显示出公司强大的成本管控能力。因此，考虑到公司稳固的行业地位及盈利水平，我们认为可以给予英科医疗相较可比公司更高的估值水平，给予公司26年20倍估值，对应合理价值58.25元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：英科医疗可比公司PE估值情况（市值统计截止2026.5.7收盘）

公司名称	公司代码	业务	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2025E	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
中红医疗	300981.SZ	医疗耗材	64	-	401	355	-	15.8	17.9
蓝帆医疗	002382.SZ	医疗耗材	75	-	487	552	-	15.3	12.6

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：盈利预测来自26年5月7日Wind一致预期

五、风险提示

（一）地缘政治波动风险

公司出口业务占比较高，且出口地区较多，假设国际形势变动，可能会对公司的一次性手套业务加征关税，或带来其它政治影响，导致公司的业绩出现波动。

（二）原料价格大幅波动风险

公司核心产品为 PVC 及丁腈手套制品，上游核心原材料多为石油衍生品，假设石油价格大幅波动，将会影响原材料价格，从而影响公司毛利率水平。

（三）行业竞争加剧风险

公司为一次性手套行业领先企业，但行业仍然存在几家成规模的企业为公司核心的竞争对手。假设行业竞争对手持续扩产，或存在价格战风险，公司市占率可能会受到负面影响。

（四）下游需求不及预期风险

公司主营业务为一次性手套，下游应用场景主要为工业、餐饮、医疗、劳保等场景。假设下游需求低迷，对于手套的用量减小，将会影响公司业绩。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	21,955	16,299	23,202	23,278	24,084
货币资金	12,014	5,948	12,134	11,941	12,644
应收及预付	1,567	1,544	1,836	1,951	2,023
存货	1,265	1,327	1,633	1,757	1,767
其他	7,108	7,480	7,599	7,629	7,649
非流动资产总额	12,676	23,791	15,386	16,134	17,510
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8,501	10,804	11,452	12,100	12,465
在建工程	1,288	803	1,254	1,722	2,188
使用权资产	1	0	0	0	0
无形资产	767	729	741	749	755
其他	2,119	11,455	1,939	1,563	2,101
资产总额	34,631	40,090	38,588	39,412	41,593
流动负债总额	14,683	19,178	15,702	13,931	13,166
短期借款	12,666	16,390	12,919	10,985	10,112
应付及预收	1,117	1,494	1,487	1,650	1,752
其他	899	1,294	1,295	1,296	1,302
非流动负债总额	2,267	2,340	2,371	2,381	2,433
长期借款	165	409	409	409	409
应付债券	1	0	0	0	0
其他	2,100	1,931	1,962	1,972	2,024
负债总额	16,949	21,519	18,073	16,312	15,599
股本	646	655	655	655	655
其他	16,758	17,599	19,507	22,047	24,895
归母权益合计	17,404	18,254	20,162	22,702	25,550
少数股东权益	278	318	352	398	444
负债和股东权益	34,631	40,090	38,588	39,412	41,593

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,523	9,926	13,797	15,438	17,172
营业成本	7,272	7,532	9,796	10,718	11,779
营业税金及附加	66	97	83	93	103
销售费用	288	298	373	417	446
管理费用	518	686	773	865	944
研发费用	398	404	524	587	653
财务费用	-437	417	193	10	160
资产信用减值损失	-142	-25	-383	-398	-407
公允价值变动收益	280	318	200	205	205
投资收益	63	380	112	115	117
营业利润	1,677	1,230	2,064	2,755	3,068
营业外收支	-68	0	25	25	22
利润总额	1,609	1,230	2,089	2,780	3,090
所得税费用	117	183	146	195	216
合并净利润	1,492	1,047	1,942	2,585	2,874
少数股东损益	26	36	34	45	46
归母净利润	1,465	1,011	1,908	2,540	2,828
EPS (元/股)	2.27	1.54	2.91	3.88	4.32

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,079	1,885	2,888	3,885	4,467
合并净利润	1,492	1,047	1,942	2,585	2,874
折旧摊销	865	968	971	808	1,002
营运资金变动	-908	250	-723	-81	22
其他	0	0	-71	0	-5
投资活动现金流净额	-3,868	-11,452	11,513	-1,653	-2,480
资本性开支	-1,787	-2,462	-2,235	-2,090	-2,001
投资	-2,336	-9,380	-230	-265	-264
其他	255	390	13,978	702	-215
融资活动现金流净额	1,425	8,378	-4,069	-2,425	-1,284
股本融资	0	149	0	0	0
债权融资	6,046	4,136	-3,471	-1,934	-870
股利分配与偿付利息	-338	-422	-598	-490	-434
其他	-4,283	4,515	0	0	21
现金净增加额	-1,304	-1,495	10,331	-193	703
期初现金余额	4,602	3,298	1,803	12,134	11,941
期末现金余额	3,298	1,803	12,134	11,941	12,644

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	37.6%	4.2%	39.0%	11.9%	11.2%
营业利润增长率	282.0%	-26.6%	67.8%	33.5%	11.4%
归母净利润增长率	282.6%	-31.0%	88.8%	33.1%	11.3%
获利能力					
毛利率	23.6%	24.1%	29.0%	30.6%	31.4%
净利率	15.7%	10.6%	14.1%	16.7%	16.7%
ROE	8.4%	5.5%	9.5%	11.2%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	53.7%	46.8%	41.4%	37.5%
有息负债率	37.1%	41.9%	34.5%	28.9%	25.3%
流动比率	1.5	0.8	1.5	1.7	1.8
利息保障倍数	3.4	2.6	3.9	5.8	7.6
营运能力					
应收账款周转率	8.3	7.3	8.8	9.2	10.0
存货周转率	5.7	5.7	6.0	6.1	6.7
应付账款周转率	9.5	6.1	8.8	8.6	9.0
每股指标					
每股收益	2.27	1.54	2.91	3.88	4.32
每股净资产	26.93	27.86	30.77	34.65	39.00
每股经营现金流	1.67	2.88	4.41	5.93	6.82
估值比率					
PE	11.1	25.2	18.3	13.8	12.4
PB	0.9	1.4	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.0	18.7	11.0	9.4	7.6

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。