



英科医疗 (300677.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

成本领先、产能扩张、周期向上，全球手套龙头新成长

投资逻辑：

全球一次性手套龙头，丁腈手套贡献核心弹性。公司深耕一次性手套行业三十余年，截至 2025 年末一次性手套年化产能达 1030 亿只，其中丁腈手套 700 亿只、PVC 手套 330 亿只，产能处于全球领先地位。分地区看，境外业务贡献主要利润，毛利率优于境内业务，25 年公司境外收入占比 82%。行业层面，全球一次性手套需求回归稳健增长，丁腈手套凭借不致敏、耐油、耐穿刺等性能优势持续替代乳胶和部分 PVC 手套，预计仍是未来需求增长和价值量提升的核心品类。公司作为丁腈产能占比较高的国内龙头，有望充分受益于品类结构升级。

供给出清叠加关税扰动，龙头份额提升逻辑强化。2022-2023 年行业经历去库与价格深度回调，中小及高成本产能持续退出，海外头部厂商扩产节奏放缓，行业供给格局逐步向具备成本、产能和交付能力的龙头集中。与此同时，美国对中国医用手套关税持续加码，推动全球供应链重构，公司积极推进海外基地建设，越南等海外基地完成初步建设并顺利投产，越南基地产能 60 亿只，有效提升对美国等高壁垒市场的供应能力。

原料、能源、产线三端成本优势突出，利润弹性有望优于同行。一次性手套属于典型成本驱动型制造行业，原材料、能源及产线效率是决定盈利能力的关键。公司通过控股安徽凯泽、山东浩德等丁腈胶乳企业，实现核心原料部分自供；能源端形成“热电联产+清洁燃煤+光伏+风电+节能技改”的综合降本体系；产线端第三代全自动产线具备更高单线产能和更优能耗表现。随着手套价格底部修复、原料价格阶段性扰动趋缓，以及海外产能占比提升，公司单只盈利修复弹性有望持续领先同行。

盈利预测、估值和评级

公司为全球一次性手套龙头，具备丁腈产能优势、原料自供优势、能源成本优势及海外产能布局优势。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 129.7/145.1/161.3 亿元，同比增长 30.7%/11.9%/11.1%；实现归母净利润 18.7/22.5/26.1 亿元，同比增长 85.3%/19.9%/16.1%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险；海外基地投产不及预期风险；汇率波动风险；关税扰动风险。

国金证券研究所

分析师：毕先磊 (执业 S1130526040001)

bixianlei@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：49.82 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,523	9,926	12,973	14,510	16,127
营业收入增长率	37.65%	4.23%	30.70%	11.85%	11.14%
归母净利润(百万元)	1,465	1,011	1,873	2,245	2,606
归母净利润增长率	282.63%	-31.03%	85.28%	19.89%	16.08%
摊薄每股收益(元)	2.268	1.543	2.860	3.429	3.980
每股经营性现金流净额	1.67	2.88	3.95	5.19	5.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.42%	5.54%	9.28%	10.11%	10.62%
P/E	11.15	25.22	17.42	14.53	12.52
P/B	0.94	1.40	1.62	1.47	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、全球一次性手套龙头企业，业绩重回稳健增长通道	5
1.1 公司概况：2025 年全球非乳胶手套产能行业领先，深耕一次性手套三十余年	5
1.2 财务复盘：业绩历经完整周期重回稳健增长，毛利率进入修复通道	6
1.3 股权结构：股权结构集中稳定，激励计划彰显管理层中长期信心	7
二、全球手套需求稳健增长，行业格局向龙头集中	9
2.1 全球一次性手套市场稳步扩大，丁腈手套渗透率持续提升	9
2.2 供给端：行业供给端格局向龙头集中，落后产能持续出清	12
2.3 美国关税持续加码，非美与国内市场打开新成长空间	13
2.4 手套价格触底回升，原料成本上行推动本轮涨价	15
三、三端构筑核心成本壁垒，全球产能布局支撑长期成长	17
3.1 经营利润领先同行，手套业务盈利稳中有进	17
3.2 控股丁腈胶乳企业实现核心原料自供，平滑成本波动	17
3.3 清洁燃煤资质稀缺，能耗成本显著低于国内外同行	18
3.4 第三代全自动产线代际领先，摊薄加工成本	19
3.5 全球产能布局加速完善，高毛利海外业务增厚盈利	20
3.6 扩产节奏清晰，资金储备支撑全球产能落地	20
四、盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议及估值	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司主要产品矩阵	5
图表 2：公司发展历程时间轴	6
图表 3：公司营业收入及增速（亿元，%）	6
图表 4：公司归母净利润及增速（亿元，%）	6
图表 5：公司毛利率与净利率走势	7
图表 6：公司期间费用率走势	7
图表 7：公司分地区收入及占比（亿元，%）	7
图表 8：公司分产品收入及占比（亿元，%）	7
图表 9：股权结构图	8
图表 10：管理人员履历表	8
图表 11：公司最新一期股权激励计划梳理	9



图表 12:	全球一次性手套市场规模预测 (亿美元)	9
图表 13:	全球PVC手套市场规模预测 (亿美元)	10
图表 14:	一次性手套主要品类性能对比	10
图表 15:	丁腈手套下游应用最为广泛	10
图表 16:	全球丁腈手套市场规模预测 (亿美元)	10
图表 17:	2025 年丁腈手套分产品市场份额对比	11
图表 18:	2024 年全球一次性手套分地区规模占比	11
图表 19:	全球主要国家人均医用手套使用量 (只/年)	11
图表 20:	全球一次性手套消耗结构	12
图表 21:	2024 年全球橡胶手套市场份额分布	12
图表 22:	一次性手套分材质原材料及主要产地分布	12
图表 23:	全球主要一次性手套厂商手套营收 (亿元)	13
图表 24:	全球主要一次性手套厂商手套营收同比	13
图表 25:	全球主要一次性手套厂商毛利率	13
图表 26:	全球头部一次性手套厂商产能演变 (亿只)	13
图表 27:	2019-2026 年美国对中国进口一次性手套关税演变	14
图表 28:	2024 年全球医疗手套分地区市场规模占比	14
图表 29:	2019-2024 年中国卫生技术人员数量变化 (万人)	15
图表 30:	2022 年以来一次性手套出口均价走势 (美元/吨)	15
图表 31:	原油与丁二烯价格走势 (美元/吨, 美元/桶)	16
图表 32:	丁腈橡胶乳胶进口均价走势 (美元/吨)	16
图表 33:	一次性手套生产成本结构拆分	16
图表 34:	公司与国内主要同行手套产能利用率对比	17
图表 35:	2022-2025 年国内主要一次性手套厂商手套业务毛利率	17
图表 36:	全球主要一次性手套厂商原材料采购模式对比	18
图表 37:	主要厂商原材料占生产成本比重	18
图表 38:	公司丁腈手套自给率测算	18
图表 39:	动力煤与液化天然气价格走势对比 (元/吨)	19
图表 40:	公司与马来同行单箱手套能源成本测算	19
图表 41:	公司生产线迭代梳理	19
图表 42:	公司单条产线平均产能	20
图表 43:	2021 年 Top Glove 单条产线平均产能	20
图表 44:	美国医用手套主要进口来源结构	20
图表 45:	公司境外/境内毛利率对比	20
图表 46:	公司手套项目投产规划	21



图表 47: 公司历年资本开支情况 (亿元, %)	21
图表 48: 公司分业务盈利预测	22
图表 49: 可比公司估值	23



一、全球一次性手套龙头企业，业绩重回稳健增长通道

1.1 公司概况：2025 年全球非乳胶手套产能行业领先，深耕一次性手套三十余年

公司专注一次性医疗耗材，是全球一次性手套行业领先企业。公司致力于医疗器械耗材的研发、生产和营销，在一次性手套领域处于全球领先地位。公司主营业务为一次性手套、隔离服、口罩、轮椅、冷热敷、消毒液、电极片等产品的研发、生产与销售，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。截至 2025 年末，公司一次性非乳胶手套年化产能达 1030 亿只，其中一次性丁腈手套年化产能为 700 亿只、一次性 PVC 手套年化产能为 330 亿只，手套产能行业领先。

图表1：公司主要产品矩阵

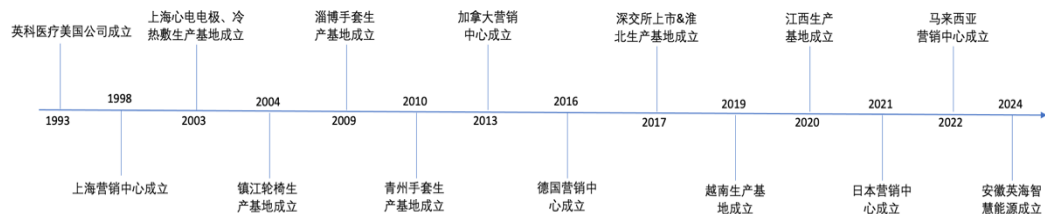
类别	主要产品	应用	示例
个人防护类	一次性丁腈手套	广泛用于医疗保	
	一次性 PVC 手套	健及检查、食品	
	一次性 PE 手套	加工、精密电子	
	隔离服	及其他行业，以	
	口罩	提供针对有害物	
康复护理类	电动轮椅车	主要用于为残疾	
	手动轮椅车	人或患有该等需	
	电动代步车	的人士提供助行	
	助步器	工具或以其他方	
	医用床边桌	式满足日常护理	
其他产品	冰袋/热袋	用于医疗、手术	
	暖贴		
	冷热贴		
	心电电极片		
	标签电极		
	蒸汽眼罩		

来源：公司公告，国金证券研究所

公司发展可划分为四个阶段，由贸易商成长为全球制造商逐步可追溯至 1993 年，彼时实控人刘方毅先生赴美国加利福尼亚州创立 Basic International Inc.，从事一次性手套及防护用品的进出口贸易，由此积累了对欧美客户结构、产品规格以及行业供需节奏的深入认知，公司进入贸易奠基阶段。2003 年刘方毅先生回国创业、注册“英科 (INTCO)”自主品牌，业务从单一贸易延伸至康复护理与保健理疗品类的生产销售；2009 年山东淄博英科成立，是公司首次切入手套上游制造环节的关键节点；2010 年青州基地建成投产，公司正式进入工艺壁垒更高的丁腈手套领域，这一时期可视为制造扩张阶段。2017 年 7 月公司登陆深圳证券交易所创业板，借助资本市场加速产能扩张步伐；2020-2021 年全球公共卫生事件推动一次性手套需求井喷，公司抓住窗口期连续投放产能，由 2019 年末的 190 亿只扩张至 2021 年末的 750 亿只，跻身全球第一梯队，完成跨越式增长。2022 年至今为全球化深耕阶段，公司一方面持续推进国内产能技术升级，另一方面积极推进越南海外生产基地的建设落地，逐步构筑覆盖国内外的多元化制造体系。



图表2：公司发展历程时间轴



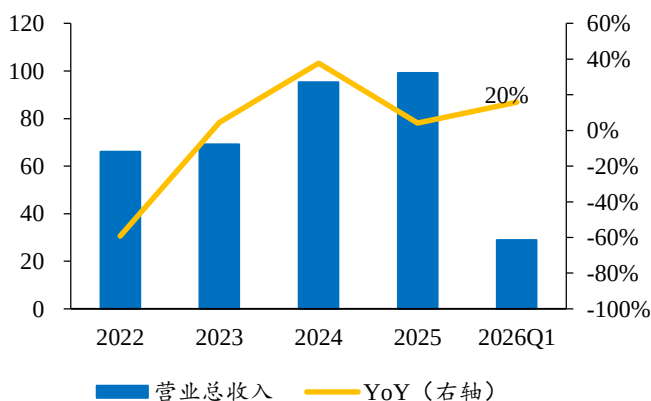
来源：公司官网，国金证券研究所

生产端形成国内六大基地与海外基地协同布局，销售端覆盖 150 余个国家和地区。国内布局上，公司目前在山东淄博、山东青州、江苏镇江、江西九江、安徽淮北以及安徽安庆等地建有六大生产基地，区位上贴近华东、华中两大产业集群，可有效控制原料运输与配套半径；海外布局上，公司持续推进越南海外生产基地建设，海外产能将为公司应对国际贸易环境变化、拓展全球客户提供战略支撑。销售网络方面，公司通过在美国、加拿大、德国、日本、新加坡、马来西亚、越南以及中国香港等地设立销售子公司，搭建起覆盖北美、欧洲、亚太、新兴市场的多层级渠道体系；根据公司年报披露，公司产品最终销往全球 150 多个国家和地区、服务超过 15000 家客户。

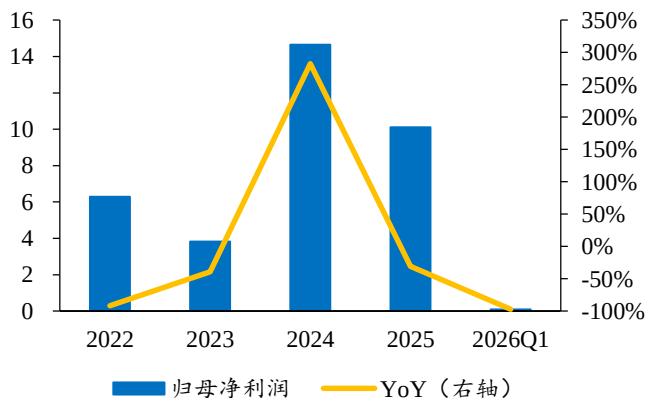
1.2 财务复盘：业绩历经完整周期重回稳健增长，毛利率进入修复通道

公司收入与利润走势经历过显著波动，目前已回到稳健增长轨道。2018-2019 年公司处于常规经营状态，营业收入分别为 18.93 亿元和 20.83 亿元，归母净利润保持在 1.79 亿元和 1.84 亿元，整体表现相对平稳。2020 年公共卫生事件推动全球一次性手套需求短期内大幅放量、产品售价大幅上行，公司同步加快产能投放节奏，当年营业收入跃升至 138.37 亿元、同比增长 564%，归母净利润达到 70.07 亿元；2021 年公司营收延续上行至 162.40 亿元、归母净利润 74.30 亿元，构成公司迄今的业绩高点。2022 年开始，相关防护需求逐步回落、叠加前期行业内厂商集中扩产释放的供给压力，全球手套行业进入价格深度回调阶段，公司当年营收同比下降 59%至 66.14 亿元、归母净利润降至 6.29 亿元；2023 年盈利进一步触底，营收 69.19 亿元、归母净利润 3.83 亿元。2024 年公司经营状况出现明显改善，行业整体供需关系趋于均衡，叠加公司自身在产线效率与成本端的持续优化，营收同比+37.65%至 95.23 亿元、归母净利润同比+283%至 14.65 亿元。2025 年公司营业收入续增 4.23%至 99.26 亿元；归母净利润 10.11 亿元、同比下滑 31%，主因全年汇兑损失 4.01 亿元拖累，剔除汇兑因素后公司经营性盈利实际仍处于改善通道。

图表3：公司营业收入及增速（亿元，%）



图表4：公司归母净利润及增速（亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

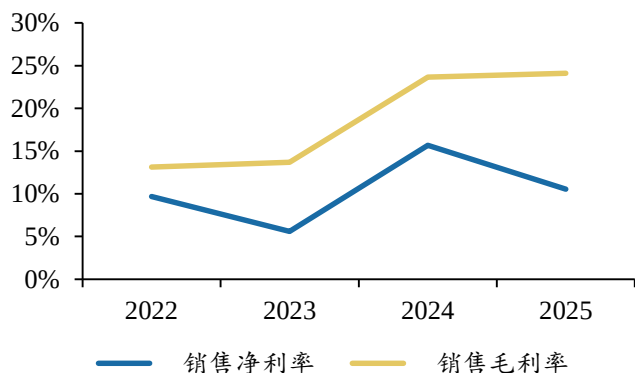
来源：iFind，国金证券研究所

毛利率进入修复通道，规模效应推动期间费用率持续下行。复盘公司毛利率走势，2018-2019 年公司毛利率与净利率分别维持在 25%和 9%上下，代表行业常态化盈利水平；2020-2021 年受益于手套价格大幅上行，公司毛利率冲高至 69.03%/61.51%、净利率达 50.62%/45.96%；2022-2023 年行业去库压力下，毛利率与净利率分别回落至 13.13%/9.67%和 13.70%/5.61%。2024 年伴随一次性手套行业供需格局逐步改善，以及公司产线效率提升、原料成本管控优化，盈利能力进入修复通道，公司毛利率、净利率分别回升至 23.64%和 15.66%；2025 年毛利率稳定在 24.10%，已基本恢复至常态水平。费用端方面，公司销

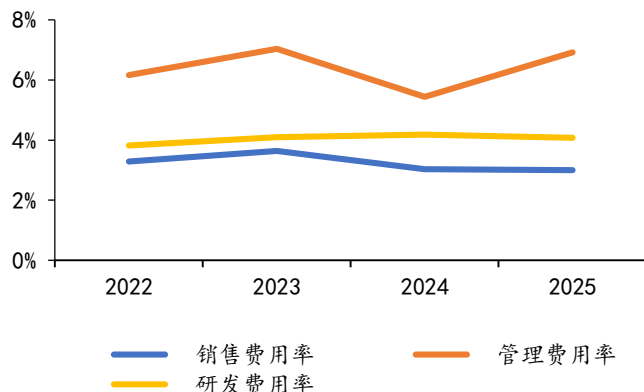


售费用率从 2018 年的 6.32% 持续下行至 2025 年的 3.00%，反映出收入规模扩大带来的销售杠杆效应；管理费用率和研发费用率分别稳定在 5%-7% 与 3%-4% 区间。

图表5：公司毛利率与净利率走势



图表6：公司期间费用率走势



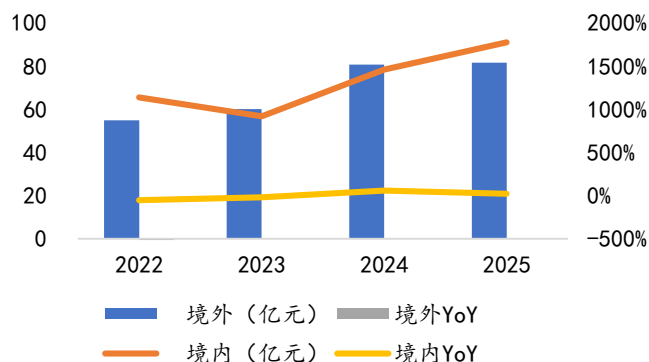
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

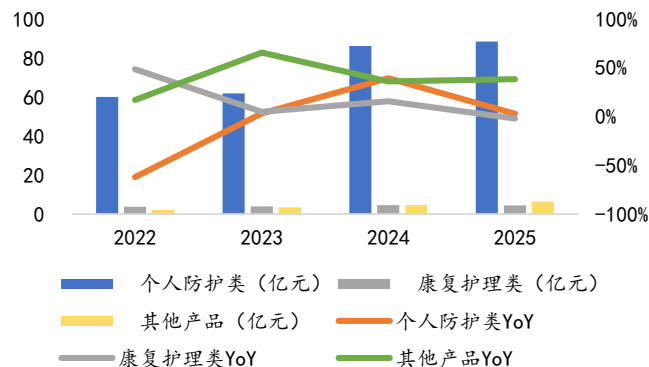
分产品看，个人防护类是公司绝对核心，其他产品板块呈现高增态势。公司收入按产品口径可划分为个人防护类、康复护理类和其他产品三大板块。其中个人防护类是公司绝对核心，涵盖一次性丁腈手套、一次性 PVC 手套、一次性 PE 手套以及隔离服、口罩等产品，2018-2025 年该板块收入占比始终维持在 85% 以上、2025 年实现收入 88.35 亿元、占公司总收入 89.0%，是公司利润的主要来源。康复护理类产品主要包括电动轮椅车、手动轮椅车、电动代步车、助行器、医用床边桌等，主要面向残疾人、老年人及康复护理机构等场景，2025 年实现收入 4.48 亿元、占比 4.5%，规模相对稳定、构成有效的业务补充。其他产品则包含冰袋暖袋暖贴、心电电极片、标签电极、免洗消毒液等保健理疗及检查耗材，2025 年实现收入 6.43 亿元、同比+38.08%、占比 6.5%，近年来增长势头明显，反映公司在医疗耗材品类持续扩展的成效。

分地区看，境外业务贡献主要利润，国内市场加速放量构筑新增长极。公司销售长期以海外市场为主，2018-2025 年境外收入占比维持在 76%-96% 区间内波动，2025 年境外收入 81.52 亿元、占比 82.12%。从盈利能力角度看，公司境外业务毛利率明显高于境内——2025 年境外毛利率 26.27%、境内仅 14.25%、差距达 12 个百分点，主要源于海外客户对产品规格与品质要求更高、成交单价显著高于国内同类产品，境外市场仍是公司利润的主要贡献来源。境内市场方面，公司近年来主动加大投入力度，2025 年境内收入同比+21.65% 至 17.74 亿元、增速显著快于境外的 1.08%；境内收入占比由 2017 年的不足 4% 逐步提升至 2025 年的 17.88%，逐步形成境内外更为均衡的收入结构。

图表7：公司分地区收入及占比（亿元，%）



图表8：公司分产品收入及占比（亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

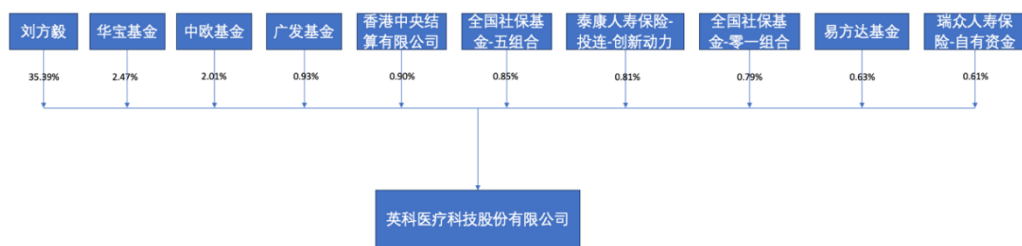
1.3 股权结构：股权结构集中稳定，激励计划彰显管理层中长期信心

股权高度集中，实控人为公司创始人刘方毅先生。根据公司公告，截至 2026 年 5 月底，公司创始人、董事长刘方毅先生直接持有公司股份占总股本的 35.39%，为公司第一大股东与实际控制人；除刘方毅先生外，前十大股东中其余股东主要为境内大型机构投资者，



前十大股东合计持股 45.39%。整体来看，公司股权架构清晰，实控人持股比例较高且长期保持稳定，为公司战略落地与长期经营提供了稳固的治理基础。

图表9：股权结构图



来源：iFind，国金证券研究所

核心管理团队拥有深厚的产业背景，长期稳定运行。公司管理层产业经验丰富、稳定性高，核心高管在公司任职均超过 10 年。董事长刘方毅先生自 20 世纪 90 年代初进入一次性医疗防护用品行业以来已深耕逾 30 年，对北美市场结构与全球供应链节奏有深刻理解，2016 年入选上海领军人才及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行业职务；总经理陈琼女士、副总经理于海生先生、董秘兼财务总监冯杰女士均自 2010 年前后加入公司，长期参与公司战略与日常运营。在业务架构上，公司下设多家控股及参股子公司，已形成“制造主业+上游配套+全球销售”的一体化体系，上游通过控股安徽凯泽新材料、山东浩德塑胶等丁腈胶乳生产企业、控股安徽国毅模具等关键辅材企业以及控股安徽英毅热电布局热电联产，逐步实现从原料、辅材到能源的全链条自主可控，为公司构筑可持续的成本端壁垒提供了组织支撑。

图表10：管理人员履历表

姓名	职务	任职日期	履历
刘方毅	董事长，董事	2015-04-17	1970 年出生，中国国籍，拥有美国、中国香港永久居留权，1989 年毕业于上海格致中学后就读于加州大学尔湾分校。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	总经理	2015-04-17	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。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主管；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	副总经理	2015-04-17	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	2018-10-16	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。

来源：iFind，国金证券研究所

股权激励计划长期持续推行，最新一期覆盖面与考核力度均创历史新高。自上市以来，公司已先后于 2017、2018、2019、2020、2022 与 2025 年共推出六期限制性股票激励计划，激励对象覆盖董事、高管及核心业务骨干，体现公司对核心团队中长期利益绑定的持续投入。根据公司公告，2025 年 5 月公司推出最新一期股权激励计划：授予限制性股票 1,359.20 万股、占当时总股本的 2.10%、授予价格 11.40 元/股，激励对象 1,102 人，无论是覆盖



人数、授予数量还是占股本比例均创历史新高。本期激励计划的业绩考核目标为：2026-2029 年营业收入分别不低于 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，触发值按目标值的 80% 设置。考核目标对应 4 年营业收入复合增速约 8.2%、扣非归母净利润复合增速约 16.8%，体现出管理层对公司未来盈利能力持续向上的判断与信心。此外，公司 2022、2023、2024 年连续三年实施股份回购、累计回购金额超过 4.94 亿元，进一步从资本运作层面传递管理层对公司中长期价值的认可。

图表11：公司最新一期股权激励计划梳理

	激励对象	激励股票数量占比	营业收入（亿元）/%		净利润（亿元）/%	
			目标值	触发值	目标值	触发值
2020 年限制性股票激励计划	董事、高管及核心骨干共 293 人	0.68%	100%/150%/220% (2020/2021/2022)		100%/150%/220% (2020/2021/2022)	
2022 年限制性股票激励计划	董事、高管及核心骨干共 779 人	0.89%	68/78.2/88.4/102 (2022/2023/2024/2025)		6/6.9/10.2/13.2 (2022/2023/2024/2025)	
2025 年限制性股票激励计划	高管及核心骨干共 1102 人	2.10%	112.6/122.8/132.8 /142.8 (2026/2027/2028/2029)	90.08/98.24 /106.24 /114.24 (2026/2027/2028/2029)	16.8/18.8/ 22.8/26.8 (2026/2027/2028/2029)	13.44/15.04 /18.24/21.44 (2026/2027/2028/2029)

来源：公司公告，国金证券研究所

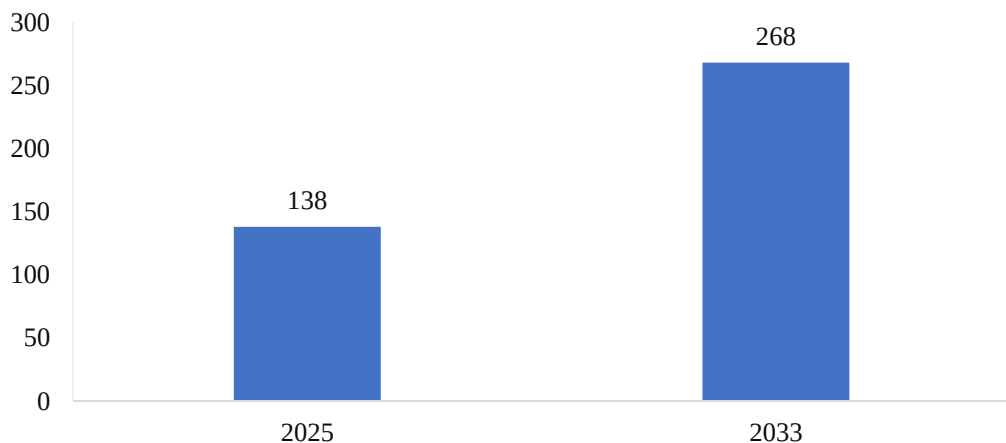
二、全球手套需求稳健增长，行业格局向龙头集中

2.1 全球一次性手套市场稳步扩大，丁腈手套渗透率持续提升

全球一次性手套市场规模稳健增长，根据弗若斯特沙利文及头豹研究院的统计数据，全球一次性手套市场规模从 2017 年的 75 亿美元稳步增长至 2019 年的 88 亿美元，期间 CAGR 达 8.3%，2020-2021 年公共卫生事件相关的防护需求驱动整体市场规模进一步放大。2022 年后随着相关需求短期回落，全球市场规模同步回调；但随着医疗、工业、家庭日用等常态化需求的持续支撑，2023-2025 年全球市场规模新进入稳健增长轨道。

长期看，根据 Grand View Research 测算，全球一次性手套市场规模有望由 2025 年的 138 亿美元增至 2033 年的 268 亿美元，全球一次性手套市场规模 2025-2033 年 CAGR 约 8.7%。行业长期成长由短期价格弹性转向长期需求扩容驱动，为公司收入持续增长提供产业层面的底盘支撑。

图表12：全球一次性手套市场规模预测（亿美元）



来源：Grand View Research，国金证券研究所

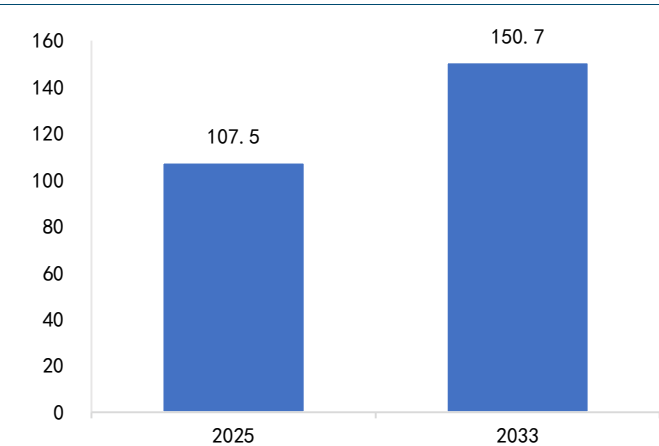
分品类看，丁腈手套是核心增长极，渗透率与价值量占比同步提升。一次性手套按材质可分为乳胶、丁腈、PVC 和 PE 四大类。根据 QY Research 数据，2024 年全球医用丁腈手套和 PVC 手套市场规模达 101.1 亿美元，2025 年达 107.5 亿美元。预计 2031 年将达到 150.7



亿美元，2025-2031 年 CAGR 为 5.8%。丁腈手套在耐油性、耐穿刺性、不致敏性和弹性贴服性等关键性能维度上综合表现最为均衡，可同时满足医疗检查、食品加工、电子工业、餐饮服务、日常家庭防护等多类下游场景。在医疗端对手套品质要求持续提升、消费端健康意识增强的共同推动下，丁腈手套作为乳胶手套和部分 PVC 手套的替代品种快速渗透。

图表13：全球丁腈及 PVC 手套市场规模预测（亿美元）

图表14：一次性手套主要品类性能对比



	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

来源：QY Research，国金证券研究所

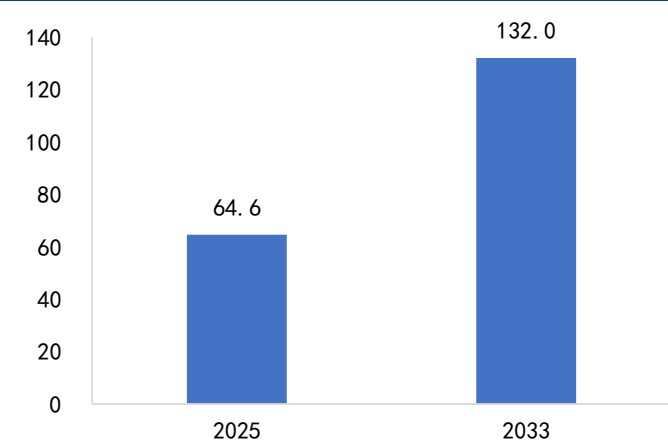
来源：弗若斯特沙利文，头豹研究院，国金证券研究所

从整体市场规模及占比看，丁腈手套具备增长弹性。根据 Grand View Research 测算，2025-2033 年丁腈手套全球市场规模有望由 64.6 亿美元增至 132.0 亿美元，CAGR 约 9.4%，快于整体一次性手套行业；从下游覆盖看，丁腈手套兼具耐油、耐穿刺、不致敏等综合性能，可同时满足医疗检查、医疗外科、食品加工、电子工业、餐饮服务及日常防护等多类场景，相比乳胶、PVC 与 PE 手套的下游覆盖范围更广。2025 一次性丁腈手套占丁腈手套整体份额约 76.6%，得益于医疗保健、食品加工和食品服务行业对卫生的需求增长。

图表15：丁腈手套下游应用最为广泛

图表16：全球丁腈手套市场规模预测（亿美元）

项目	丁腈手套	乳胶手套	PVC 手套	PE 手套
医疗检查	√	√	√	
医疗外科	√	√		
日常生活	√	√	√	√
餐饮服务	√	√	√	√
食品加工	√		√	
电子工业	√	√	√	

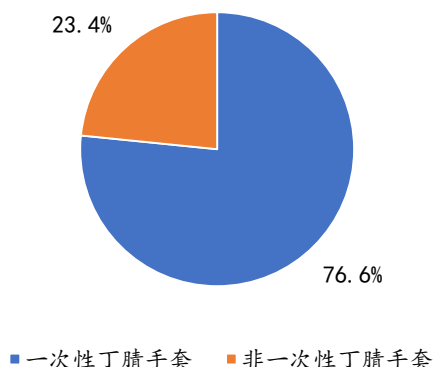


来源：弗若斯特沙利文，头豹研究院，国金证券研究所

来源：Grand View Research，国金证券研究所



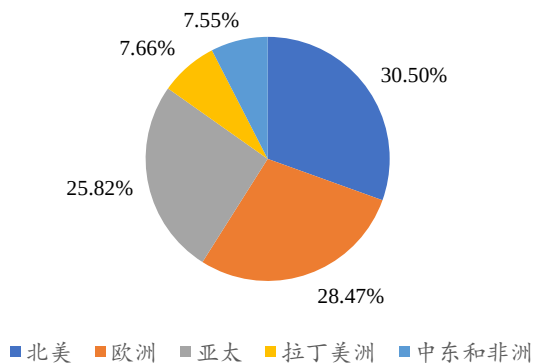
图表17：2025年丁腈手套分产品市场份额对比



来源：Grand View Research，国金证券研究所

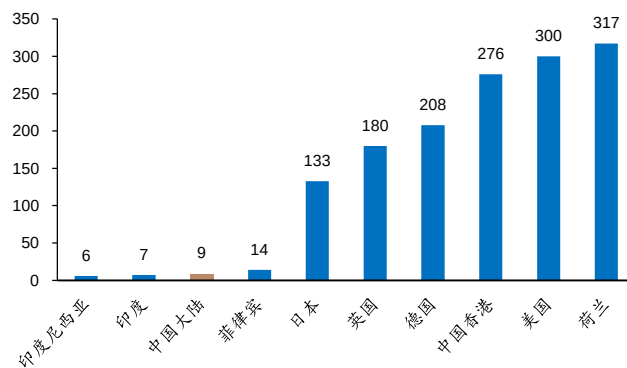
全球需求集中在欧美等发达地区，新兴市场人均使用量提升空间广阔。从地区分布看，全球一次性手套需求主要集中在北美、欧洲、亚太三大区域，2024年北美、欧洲、亚太、拉美、中东和非洲地区占全球医疗手套市场规模比重分别约为30.5%、28.5%、25.8%、7.7%、7.5%。从人均使用量角度看，2020年荷兰、美国、中国香港等成熟市场年人均医用手套消费量分别达到317、300、276只，德国、英国、日本分别为208、180、133只；而新兴市场国家普遍处于低位，中国大陆仅约9只、菲律宾14只、印度7只、印度尼西亚6只。新兴市场人均消费量与欧美成熟市场差距悬殊，随着新兴市场国家公共卫生体系建设的完善、医疗卫生人员规模的扩大以及居民防护意识的提升，未来人均消费量提升将直接带动全球一次性手套需求的长期增长。

图表18：2024年全球一次性手套分地区规模占比



来源：Precedence Research，国金证券研究所

图表19：全球主要国家人均医用手套使用量（只/年）

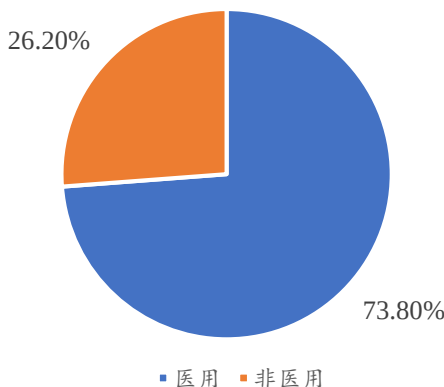


来源：弗若斯特沙利文，头豹研究院，国金证券研究所

医用领域为主导场景。根据头豹研究院数据，医用领域手套消耗量约占全球一次性手套总消耗量的73.8%，其余约26.2%，分散于工业、餐饮、家庭防护等非医用场景。手套作为单次使用、不可复用的基础防护耗材，与医疗检查、护理操作、手术防护、院感控制等高频医疗场景高度绑定，需求具备较强刚性，行业长期成长稳定性高。



图表20：全球一次性手套消耗结构

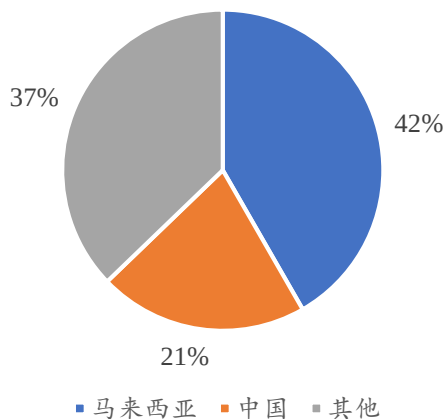


来源：弗若斯特沙利文，头豹研究院，国金证券研究所

2.2 供给端：行业供给端格局向龙头集中，落后产能持续出清

全球一次性手套产能主要集中在中国和马来西亚两大制造区域。一次性手套的产能分布受原材料禀赋与产业链配套程度影响显著。乳胶手套的核心原料天然乳胶受橡胶树生长周期约束、供应集中在东南亚地区，因此乳胶手套产能主要由马来西亚、泰国等东南亚国家承接；丁腈手套与PVC手套的核心原料丁腈胶乳、PVC糊树脂分别由石化产业链合成，其中国内炼化产业体系完善、原料供应稳定且能够批量供给，相应地我国丁腈手套与PVC手套产能在全球占据较高份额。整体格局上，全球一次性手套产能形成了“中国+东南亚”双制造中心的局面。根据RHB Research数据，2024年全球橡胶手套市场份额中马来西亚占比约42%、中国占比约21%，剩余份额主要由泰国、越南等东南亚国家以及少量其他地区承担。

图表21：2024年全球橡胶手套市场份额分布



来源：RHB Research，国金证券研究所

图表22：一次性手套分材质原材料及主要产地分布

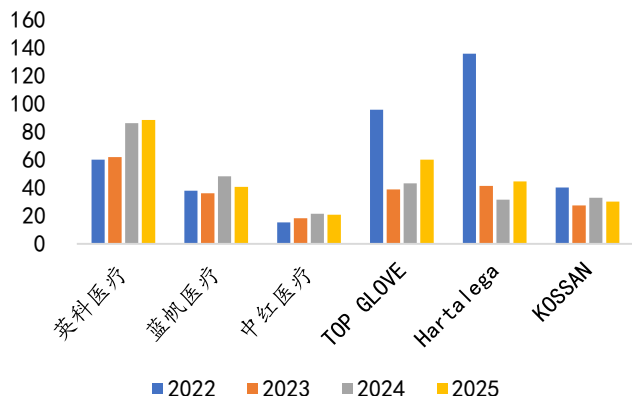
手套种类	主要原材料	原材料供应稳定性	主要原材料商区域分布
乳胶手套	天然乳胶	✓	泰国、马来西亚、印度尼西亚
丁腈手套	丁腈胶乳	✓✓✓	中国大陆、韩国、马来西亚
PVC手套	PVC糊树脂、增塑剂、降粘剂	✓	中国西北、华北和沈阳
PE手套	聚乙烯	✓✓✓✓	中国大陆、美国

来源：弗若斯特沙利文，头豹研究院，国金证券研究所

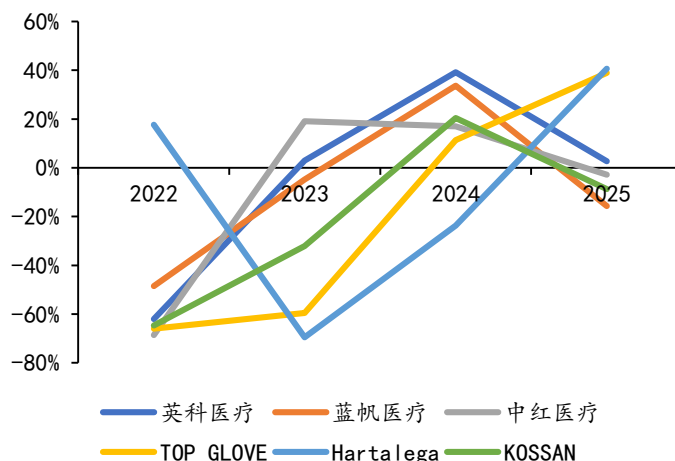
2022-2023年行业经历去库压力，主要厂商盈利出现明显分化。公共卫生事件期间各家厂商集中投放产能，叠加2022年终端需求回归常态化，全球一次性手套行业在2022-2023年陷入阶段性供过于求的局面，成品价格深度回落、行业利润空间大幅压缩。从主要上市公司年报披露的营收增速数据看，除马来西亚龙头Hartalega，2022年全球主要一次性手套厂商手套业务营收增速明显承压；蓝帆医疗、Kossan仅2024年营收增速由负转正；马来西亚龙头Top Glove在2022-2023财年期间持续大幅下跌，营收降幅约59.5%；Hartalega未保持2022年营收增速，于2023财年营收降幅超60%。相较之下，英科医疗凭借自身的成本控制能力，营收增速于2023年由负转正并保持正增速趋势，是行业内少数保持营收增速为正的厂商。



图表23：全球主要一次性手套厂商手套营收（亿元）



图表24：全球主要一次性手套厂商手套营收同比



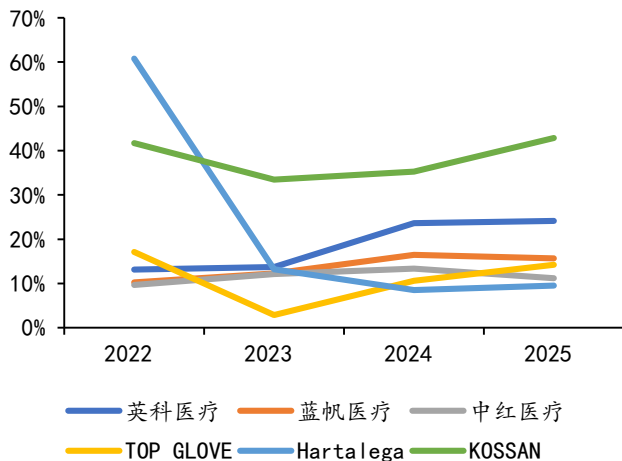
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

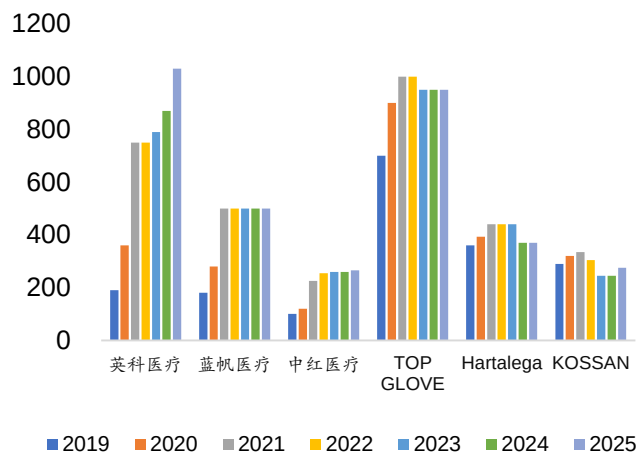
公司 2025 年毛利率 24.1%，优于国内手套厂商蓝帆医疗、中红医疗以及马来西亚龙头 TopGlove、Hartalega。这一盈利水平的差距并非由偶发性因素驱动，而是源自公司在原料端、能源端、产线端三项关键变量上构建的系统性成本优势。利润端的明显分化反映出行业内厂商在原料采购、能源结构与产线效率等方面的差距，并加大供给端出清与整合压力。

中小及高成本产能陆续退出，全球头部厂商进入更稳定的份额格局。长期亏损压力下，行业内中小型厂商及高成本产能在 2023 年以来出现持续性的减产、停线乃至彻底退出的现象，部分国内中小型厂商因订单不足实际已停产，马来西亚地区亦有部分厂商先后宣布停业或关闭部分产线。全球头部厂商的产能与份额进一步集中，公司产能已处于行业领先地位。截至 2025 年末，公司手套产能 1,030 亿只、Top Glove 约 950 亿只、蓝帆医疗约 500 亿只、Hartalega 约 370 亿只、Kossan 约 270 亿只、中红医疗约 260 亿只。落后产能持续出清+龙头份额集中的供给格局，为行业供需关系回归健康水平、价格中枢稳定回升奠定了较为坚实的基础。

图表25：全球主要一次性手套厂商毛利率



图表26：全球头部一次性手套厂商产能演变（亿只）



来源：iFind，各公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，各公司公告，国金证券研究所

2.3 美国关税持续加码，非美与国内市场打开新成长空间

美国对中国一次性手套关税自 2019 年以来持续加码，至 2026 年综合税率已升至较高水平。根据 USTR 公开披露的政策文件，美国对中国一次性手套关税最早可追溯至 2019 年 5 月的 301 调查清单中将中国进口医用手套（HTS 编码 4015.12.10）税率上调至 25%；2020 年 1 月中美第一阶段经贸协议签署后该税率降至 7.5%；2020-2023 年因公共卫生事件，相关品类被列入豁免范围、关税回落至 0%。进入 2024 年后，美国对华手套关税进入新一轮加征周期：2024 年 9 月 13 日 USTR 公布 301 复审最终决定，中国产医疗级丁腈手套关税



自 2025 年 1 月 1 日起加征至 50%、2026 年起加征至 100%；2025 年 2 月起，美国总统行政令针对所有中国进口商品再额外加征 10%；2026 年 7 月 23 日起，301 调查重新修订，中国产医疗级丁腈手套对美出口综合关税已升至 100%+12.5%。PVC 手套虽未涵盖在 301 调查的核心加征范围，但同样受到新修订关税影响。高额关税大幅削弱了中国大陆产能在美国市场的价格竞争力，国内厂商对美直接出口面临结构性压力。

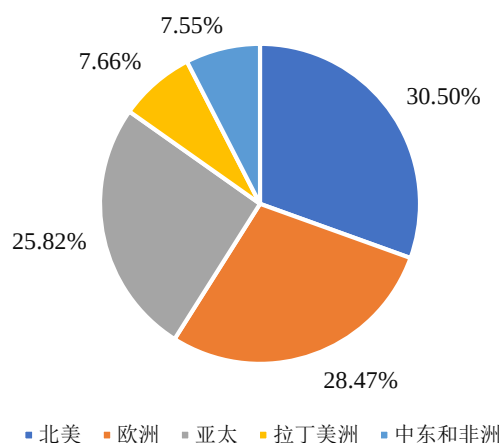
图表27：2019-2026 年美国对中国进口一次性手套关税演变

时间	政策事件	涉及产品（税号）	税率
2019 年	美国对华 301 调查清单	医用手套（4015.12.10）	15%
2020 年	中美第一阶段经贸协议	医用手套（4015.12.10）	7.5%
2020-2023 年	新冠肺炎疫情豁免	医用手套（4015.12.10）	0%
2024 年	301 复审最终定案	医用手套（4015.12.10）	25 年 50%； 26 年 100%
2025 年	总统行政令	所有中国进口商品（含手套）	加 10%
2025 年	301 调查 24 年定案	医用手套（4015.12.10）	50%+10%
2026 年	301 调查 24 年定案	医用手套（4015.12.10）	100%+10%
2026 年 7 月 23 日起	301 调查 26 年修订	医用手套（4015.12.11）	100%+12.5%

来源：USTR，国金证券研究所

全球需求集中在欧美等发达地区，非美地区合计占比近 70%、为国内厂商提供广阔承接空间。从地区分布看，全球一次性手套需求主要集中在北美、欧洲、亚太三大区域，根据 Precedence Research 公开数据，2024 年北美、欧洲、亚太、拉丁美洲、中东和非洲地区占全球医疗手套市场份额分别约为 30.5%、28.5%、25.8%、7.7%、7.5%。北美单一市场虽占比最大，但非美地区合计占比近 70%，其中欧盟、日本、澳大利亚、英国等成熟市场对橡胶手套的关税普遍维持在 0-2% 的较低水平，与高达 110% 的美国关税形成鲜明对比，国内厂商在非美市场具备明显的成本与价格竞争优势。

图表28：2024 年全球医疗手套分地区市场规模占比

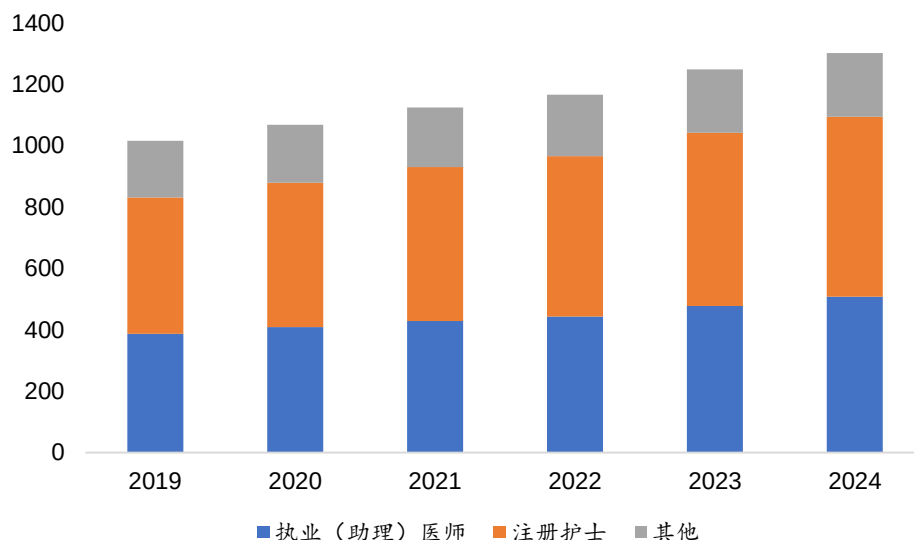


来源：Precedence research，国金证券研究所

国内市场卫生技术人员持续扩容，为行业贡献稳健增量。国内医疗端常态化用量本身即可为行业贡献稳定的增长动能。根据国家卫健委统计数据，2019-2024 年我国卫生技术人员数量由约 1,015 万人增至 1,302 万人、复合增速约 5.1%。在公共卫生意识提升与医疗体系持续完善的共同推动下，国内手套用量基本盘稳步扩大；叠加美国关税背景下国内主要厂商主动加大国内市场投入力度，“非美+国内”已成为国内龙头厂商业务结构再平衡的核心方向。



图表29：2019-2024 年中国卫生技术人员数量变化（万人）

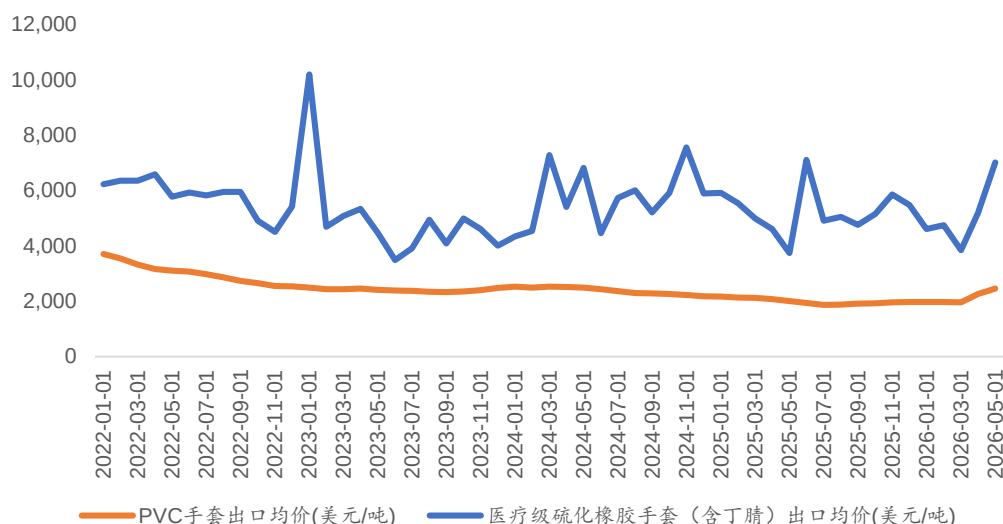


来源：国家卫健委，国金证券研究所

2.4 手套价格触底回升，原料成本上行推动本轮涨价

手套出口均价已结束 2022-2024 年的下行通道，进入新一轮回升期。复盘 2022 年以来的价格走势，受行业供需失衡和成品库存积压影响，一次性手套出口均价自 2022 年高位持续下行，2024 年逐步触底，2024-2025 年呈现底部企稳状态。进入 2026 年以来，随着行业供给端持续出清、下游补库存需求逐步释放以及上游原材料价格阶段性上行，医疗级硫化橡胶手套（含丁腈）出口均价出现明显回升、PVC 手套出口价格亦小幅企稳，行业整体价格已进入回升通道。

图表30：2022 年以来一次性手套出口均价走势（美元/吨）



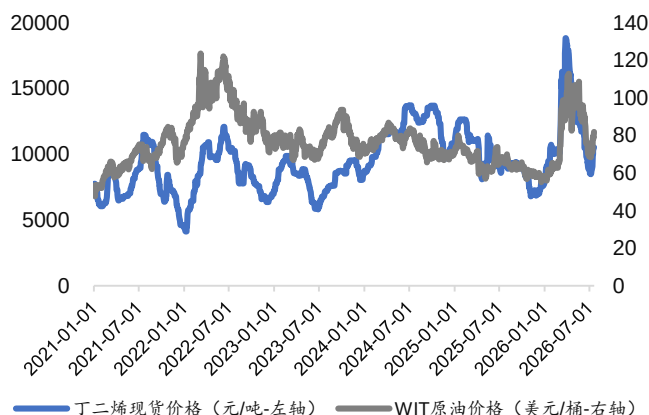
来源：iFind，国金证券研究所

原油与丁二烯价格阶段性冲高后回落，成本端对手套价格形成短期扰动。一次性手套的核心原材料丁腈胶乳由丁二烯与丙烯腈聚合而成，其价格与上游原油及石化中间产品价格相关；PVC 手套核心原料 PVC 糊树脂亦属于石化链条产品。2026 年 2 月以来，受地缘冲突等因素影响，WTI 原油价格一度由 60-70 美元/桶区间快速上行，并于 3-4 月阶段性突破 100 美元/桶；丁二烯现货价格亦同步大幅上行，最高升至约 1.8-1.9 万元/吨，对丁腈胶乳等原料成本形成阶段性推升。但 5 月以来，原油与丁二烯价格均出现明显回落，截至 2026 年 7 月初，WTI 原油价格已回落至 70 美元/桶附近，丁二烯现货价格回落至 0.9 万元/吨左右。整体看，本轮上游原料价格上行更多体现为阶段性成本扰动，对手套价格形成短期支撑；后续手套价格能否延续修复，仍需更多观察行业供需改善、产能出清及下游补库节奏。

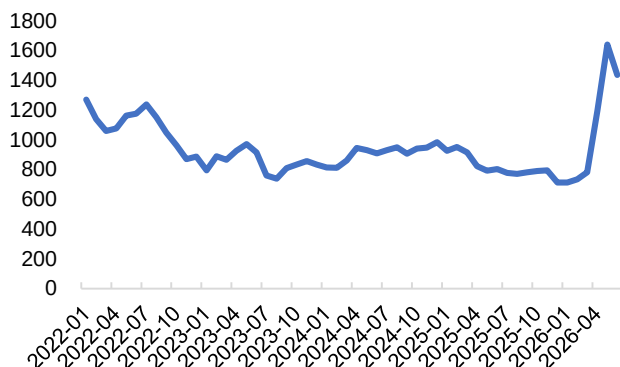


随着上游原料价格自高位回落，若成品价格调整滞后于原料端回落，公司单位盈利有望获得阶段性修复。

图表31：原油与丁二烯价格走势（美元/吨，美元/桶）



图表32：丁腈橡胶乳胶进口均价走势（美元/吨）

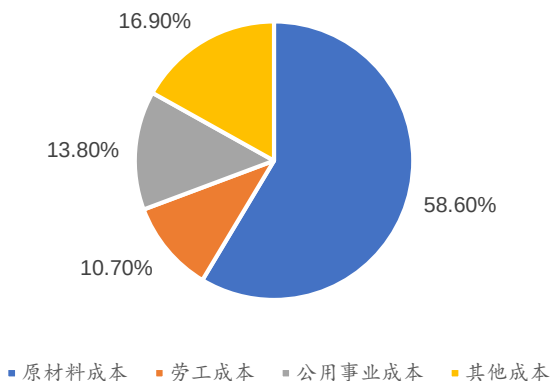


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

原材料成本占手套生产成本近六成，是决定盈利水平的核心变量。从成本结构看，一次性手套的生产成本中原材料占比最高，约58-60%，其次是能源、人工与制造费用等。这一成本结构意味着上游原料价格的变动会直接影响行业的毛利率水平：在价格下行期间，行业整体盈利空间被快速压缩，落后产能加速退出；而在价格回升期间，具备自供能力、库存策略和成本控制能力的头部厂商可以更充分地享受价格弹性。叠加行业供给端集中度持续提升的背景，本轮价格回升周期具备较为坚实的供需与成本端基础。

图表33：一次性手套生产成本结构拆分

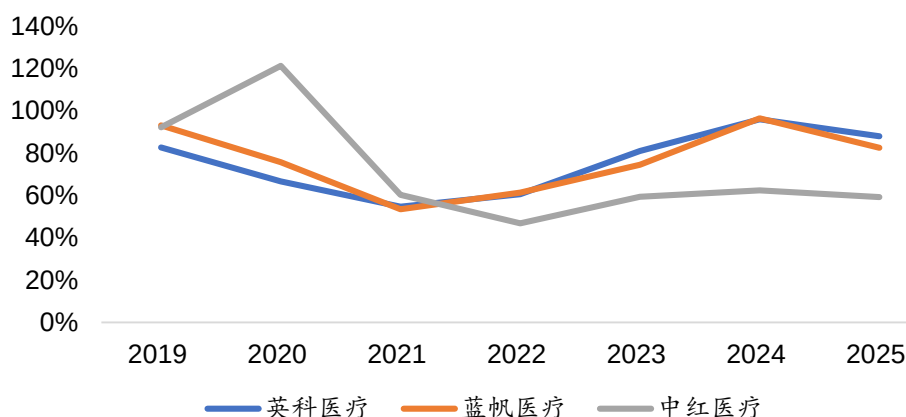


来源：TOP GLOVE 招股说明书，国金证券研究所

公司产能利用率长期保持高位，行业内同行开工率仍处偏低水平，本轮成本推动型提价的传导效率有望更高。从公司年报及同业数据对比看，2020-2025年英科医疗产能利用率持续高于蓝帆医疗、中红医疗等国内同行，反映公司订单与开工状态明显优于行业平均；与之相对，国内多数中小厂商及部分大型同行的有效开工率仍未恢复至常态水平，行业短期内难以快速复产并形成大规模供给冲击。在原料端价格上行、行业整体开工率仍偏低的背景下，公司具备同时受益于销量增长与单只盈利修复的有利条件。



图表34：公司与国内主要同行手套产能利用率对比



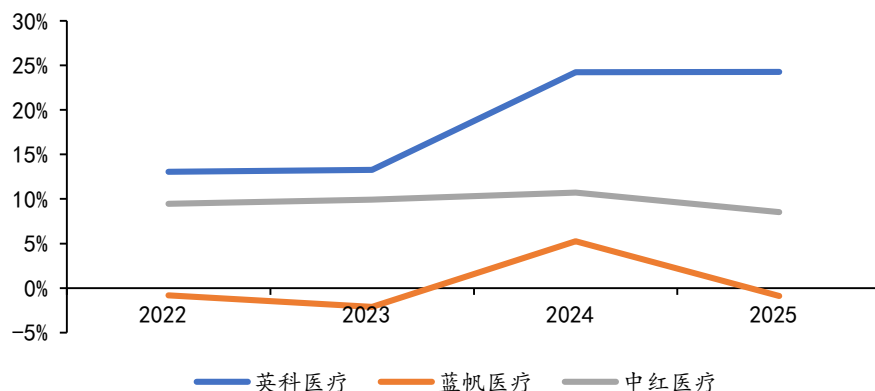
来源：iFind，各公司公告，国金证券研究所

三、三端构筑核心成本壁垒，全球产能布局支撑长期成长

3.1 经营利润领先同行，手套业务盈利稳中有进

公司毛利率长期处于行业前列，超额盈利能力贯穿整个行业周期。一次性手套属于成本驱动型制造行业，原材料、能源以及产线效率是决定企业盈利能力的核心变量。从手套业务毛利率来看，公司手套业务毛利率 2022 年起持续领跑国内一次性手套厂商。蓝帆医疗仅 2024 年维持手套业务毛利率正值，波动幅度较大；中红医疗手套业务毛利率波动较小，但与公司仍存差距。公司手套业务毛利率稳中有进，手套业务毛利率自 2022-2023 年约 13% 跃迁至 2024 年约 24% 并保持相对稳定。随着行业供需逐步修复、价格中枢稳步上行，具备低成本制造能力与较强费用控制能力的头部企业有望率先释放利润弹性，公司的盈利韧性及与周期修复弹性相比同行表现更为突出。

图表35：2022-2025 年国内主要一次性手套厂商手套业务毛利率



来源：iFind，国金证券研究所

3.2 控股丁腈胶乳企业实现核心原料自供，平滑成本波动

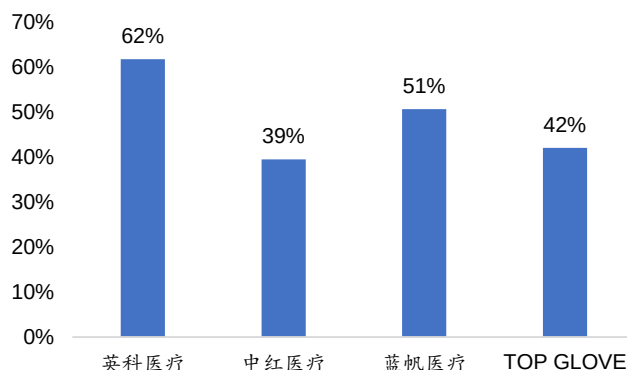
原材料是一次性手套生产的最大成本项，原料端的把控直接决定产品盈利水平。从一次性手套的生产成本结构看，原材料占比通常达到 55-60% 左右，2025 年公司直接材料及外购成本占比达 62%，明显高于蓝帆医疗（约 51%）、Top Glove（约 42%）和中红医疗（约 39%）的对应水平。公司在加工费用、能源、人工等环节的占比相对更低，反映出公司在加工端较强的成本管控能力；与此同时，原料价格波动对公司毛利率的影响也更为关键，对原料端的把控因此成为公司构筑成本壁垒的首要环节。



图表36：全球主要一次性手套厂商原材料采购模式对比

公司	原材料采购情况
英科医疗	自建安徽凯泽（年产 50 万吨）、山东浩德（年产 15 万吨），并参股两家乳胶厂，丁腈乳胶大部分自供
蓝帆医疗	外采为主
中红医疗	外采为主
TOPGLOVE	丁腈外采+天然乳胶部分自供
Hartailega	外采为主
KOSSAN	外采为主

图表37：主要厂商原材料占生产成本比重



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业实现核心原料部分自供，构筑同行难以复制的原料端壁垒。不同于蓝帆医疗、中红医疗、Top Glove 等以外采为主的同行，公司通过自建与参股的方式在丁腈胶乳上游环节进行了系统性布局，公司控股安徽凯泽新材料（持股 65%，规划年产 50 万吨羧基丁腈胶乳）、控股山东浩德塑胶（持股 51%，年产 15 万吨羧基丁腈胶乳），并参股两家丁腈胶乳生产企业，从而实现对核心原料的部分自供。控股安徽国毅模具则保障了手模等关键辅材的自主供应。原料一体化布局使公司在原料价格上行期间能够通过提高自用比例对冲外采成本压力；在价格回落期间则可灵活增加外采比例，借助市场低价补充原料库存，从而在不同的价格周期中平滑成本端波动。从公开测算结果看，公司丁腈胶乳的自给水平已能够覆盖自身丁腈手套生产的较大比例，并随后续上游胶乳产能的释放进一步提升。

图表38：公司丁腈手套自给率测算

	2023	2024	2025
丁腈手套产能（亿只）	480	560	700
对应箱数（亿箱）	0.48	0.56	0.7
丁腈乳胶需求量（万吨）	36	42	52.5
自建丁腈乳胶产能（万吨）	30	45	45
覆盖率	83.3%	107.1%	85.7%

来源：公司公告，中红医疗招股书，国金证券研究所

3.3 清洁燃煤资质稀缺，能耗成本显著低于国内外同行

能源端公司形成“热电联产+清洁燃煤+光伏+风电+节能技改”综合降本体系。从能源结构看，公司在国内各主要生产基地以清洁燃煤为基础能源，并配套热电联产、光伏和风电等清洁能源项目，同时持续推进余热回收、设备升级与制冷系统改造等节能技改工作。公司年报披露显示，安徽安庆基地引入了最新的热电联产技术；公司持股 80%的安徽英毅热电承担了部分基地的热电联产业务。相较之下，同样位于国内的蓝帆医疗在过去存在较高的外购能源依赖，2025 年才通过收购淄博宏达热电股权并整合潍坊绿源热力等方式加快补足能源端短板；中红医疗目前仍以外购蒸汽与电力为主，虽通过屋顶分布式光伏补充清洁电力，但核心蒸汽供应仍依赖外部热源。综合看，公司在能源体系完整性和成本可控性上均明显领先于国内同行。

马来西亚政府长期以来对手套行业实施严格的燃料质量、污染物排放及监测要求，当地手套企业生产能源通常以天然气为主，天然气价格因此成为影响行业成本的重要变量；而同热值下液化天然气的价格长期保持在动力煤的数倍水平，且价格波动幅度显著更大。从公开测算看，马来西亚头部厂商单箱手套的能源成本明显高于国内厂商，公司能源成本相对马来龙头存在结构性优势。在天然气价格中枢长期高于动力煤、海外能源价格波动较大的背景下，国内厂商基于煤炭+清洁能源组合的成本端优势进一步凸显，这一优势难以在短期内被马来同行通过工艺改造或能源替换的方式追平。



图表39：动力煤与液化天然气价格走势对比（元/吨）



来源：iFind，国金证券研究所

图表40：公司与马来同行单箱手套能源成本测算

TOPGLOVE		英科医疗	
1000 只手套天然气消耗量 (MMBtu)	0.25	2025 年动力煤单价 (元/吨)	697
1MMBtu 单价 (林吉特)	40	每箱 (1000 只) 手套消耗煤炭量 (kg)	8.11
1 林吉特=1.70 元人民币	1.70	每箱手套耗电 (外购) (KWH)	6.06
1000 只手套电力消耗量 (KWH)	6.79	电价 (元/KWH)	0.65
电力单价 (美元/KWH)	0.13	每箱 (1000 只) 手套能耗成本 (元)	9.59
1 美元=7.16 元人民币	7.16		
每箱 (1000 只) 手套能耗成本 (元)	23.32		

来源：iFind，公司公告，PETRONAS，国金证券研究所（注：英科医疗能耗测算包括丁腈和 PVC 手套）

3.4 第三代全自动产线代际领先，摊薄加工成本

公司生产线已迭代至第三代全自动产线，自动化水平、线速和能耗控制全面优于早期产线。一次性手套生产线在过去十余年经历了多轮代际升级，早期间歇法生产工艺线速较慢、克重控制能力有限、能耗较高；2016 年前后逐步推广的第二代双手模自动化产线在线速和能耗方面有了明显改善；公司自 2021 年前后投放的第三代连续法全自动产线在效率与成本控制方面进一步突破。根据公司年报披露，第三代产线的良品率长期稳定在 99%以上，单位产品的能耗、人工和折旧均较前代产线大幅下降。目前公司第三代先进产线主要集中于安徽安庆、江西九江等近几年新建的基地，产线结构持续优化。

图表41：公司生产线迭代梳理

技术迭代	技术路径	生产状况
生产起步期：2015 年前	间歇法生产工艺	2015 年丁腈产能 14.25 亿只，拥有 10 条丁腈线；主要生产地为山东青州、淄博
第二代：双手模及自动化提效期：2016-2020 年	双手模自动化生产线	新投产 20 条 PVC 线和 7 条丁腈线
第三代智能化产线期：2021 年后	连续法全自动生产线	2021 年第三代线占年化产能超过 80%，公司丁腈手套整体平均克重约 2.8 克，技术最低可达到 2.5 克

来源：公司公告，国金证券研究所



单线产能优势显著，规模效应进一步摊薄加工成本。单线产能水平是衡量手套产线效率的核心指标之一，单线产能越高，固定资产折旧、人工和配套投入摊到单只产品的成本越低。公司新建的江西基地单条产线平均产能约 2.72 亿只，安庆丁腈手套基地的单条产线产能更可达 4 亿只左右；相比之下，马来龙头 TopGlove 在 FY2021 披露的全球范围内单条产线平均产能仅约 0.83 亿只，公司单线产能水平显著高于海外龙头。叠加公司近年来新增产能基本以第三代连续法全自动产线为主，规模效应与产线效率优势进一步强化，单只产品对应的折旧、人工与能源摊销均处于行业较低水平，加工端成本壁垒持续稳固。

图表42：公司单条产线平均产能

产品类别	单条产线规模 (亿只)	产能 (亿只)	产线 (条)
江西-丁腈手套	3.33	199.06	60
江西-乳胶手套	1.4	42.08	30
江西-PVC 手套	3	30	10
江西-合计	2.72	271.68	100
安徽-丁腈手套	4	400	100

图表43：2021 年 Top Glove 单条产线平均产能

生产基地	单条产线产能规模 (亿只)	产能 (亿只)	产线数量 (条)
马来西亚	0.84	567	673
泰国	0.79	54	68
中国	0.89	25	28
越南	0.4	4	10
合计	0.83	650	779

来源：公司公告，国金证券研究所

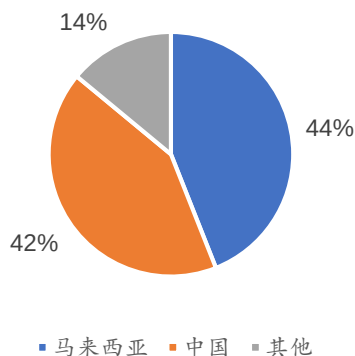
来源：TOP GLOVE 招股说明书，国金证券研究所

3.5 全球产能布局加速完善，高毛利海外业务增厚盈利

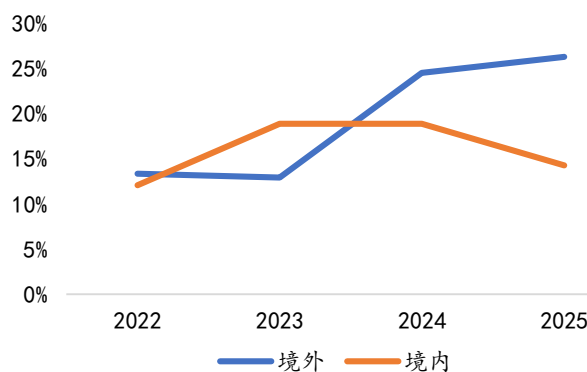
公司在越南积极布局海外生产基地，补全全球供应版图。面对 2025-2026 年美国关税持续加码的外部环境，公司加快了海外产能的建设节奏，公司在越南设立了海外子公司、积极推进海外生产基地建设。海外基地配套新一代自动化产线，并依托当地相对低成本的燃料与人工要素，有望在很大程度上复制公司国内的低成本制造能力。

从盈利结构看，公司境外业务毛利率长期高于境内，2025 年公司境外毛利率 26.27%、境内仅 14.25%，差距达 12 个百分点；后续海外基地陆续释放产能，承接全球主要市场需求，将进一步推动境外业务的盈利贡献度提升。与美国的高关税相比，欧盟、日本、澳大利亚、英国等主要非美地区的橡胶手套关税普遍维持在 0-2% 的较低水平，公司国内基地服务非美市场的成本优势依然明显；同时国内市场凭借医疗卫生人员规模扩大与公共卫生意识提升带来的需求增量，亦成为公司业务结构再平衡的重要方向。

图表44：美国医用手套主要进口来源结构



图表45：公司境外/境内毛利率对比



来源：The Business Times, UOB KayHian, 国金证券研究所

来源：iFind, 国金证券研究所

3.6 扩产节奏清晰，资金储备支撑全球产能落地

公司手套扩产规划清晰，新增产能围绕国内国际多基地有序推进。根据公司产能规划，公司 2026 年预计新增三个车间产能；从中长期看，公司持续围绕安徽安庆、越南基地等多



地推进产能扩张，其中越南基地承担应对国际贸易环境变化、提升海外供应能力的战略职能；安徽安庆基地继续承担国内先进产能扩张任务，是公司国内非美产能与丁腈手套结构升级的核心增量来源。在全球供应链格局重塑与关税扰动持续的背景下，海外基地的逐步释放将增强公司在美国市场的承接能力；国内新增产能则同步支撑非美与国内市场需求承接，整体扩产节奏稳健。

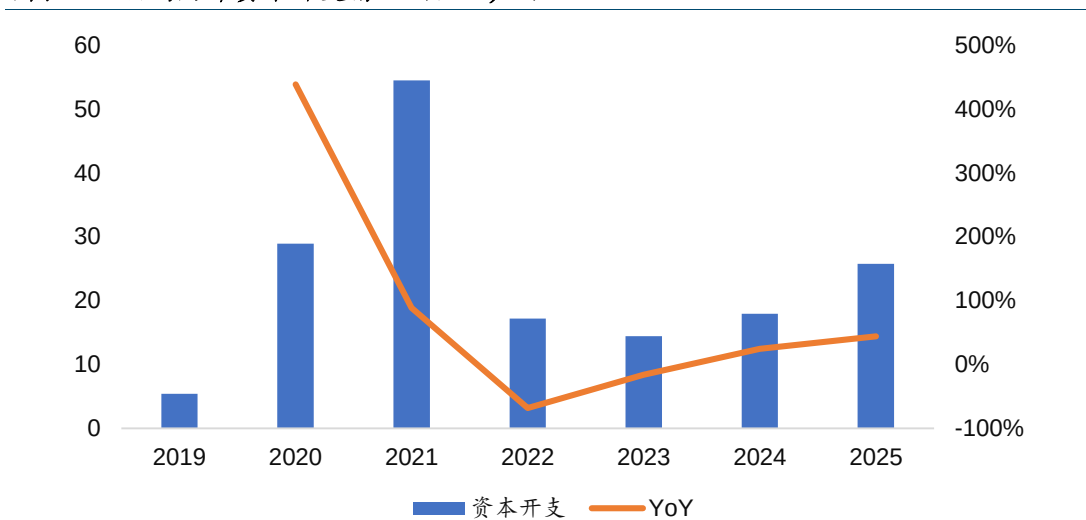
图表46：公司手套项目投产规划

项目名称	预算数 (亿)	工程累计投入占 预算比例	工程进 度	资金来源
高端一次性防护手套生产及配套建设项目	58.7	25.8%	25.0%	自有资金
安庆英科公司年产400亿只(4000万箱)高端医用手套项目	40.0	26.7%	25.0%	自有资金
山东英科公司年产500亿只高端医用手套项目	39.5	29.9%	30.0%	自有资金
江西英科公司年产271.68亿只(2744万箱)高端医用手套项目	25.6	92.5%	90.0%	自有资金
年产88.2亿只(882万箱)高端医用手套及其他医疗耗材项目	12.3	68.5%	68.0%	自有资金

来源：公司公告，国金证券研究所

资本开支高峰已过，扩产模式由“土建+产线”转向“产线为主”。复盘公司过往的资本开支节奏，公司在公共卫生事件期间为快速响应需求扩张曾经历过资本开支高峰；进入近年后，公司资本开支整体趋于回落，扩产更多以既有基地的产线投放和升级改造为主，土建及前期基础设施投入压力较此前大幅降低。资本开支节奏的回归常态化，意味着公司未来产能扩张对自有现金流的占用将进一步下降，扩产可持续性与盈利能力的同步释放具备良好基础。

图表47：公司历年资本开支情况（亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

账上现金储备较为充足，为后续海外基地建设、产线投放与运营周转提供保障。充裕的资金储备一方面为公司海外基地建设、新增产能投放和后续设备升级提供了稳定的内部资金支持，降低了对外部融资的依赖；另一方面也使公司在原料端、能源端以及行业周期波动中具备更强的抗压能力，为公司中长期产能扩张与战略落地提供了较强的财务保障。



四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

个人防护类：公司个人防护类业务主要包括一次性丁腈手套和 PVC 手套。2025 年公司拥有一次性手套产能 1030 亿只；其中 PVC 产能稳定在 330 亿只左右，后续无明显扩产计划，丁腈手套则为未来主要扩产方向。预计 2026-2028 年个人防护类收入分别为 115.1/126.4/137.3 亿元，同比增长 30.3%/9.7%/8.6%。其中，2026 年收入增长主要受一次性手套行业供需格局改善、丁腈手套价格由低位修复，以及海外产能逐步投产、产能利用率提升带动销量增长；PVC 产能相对稳定，板块收入增长主要来自丁腈手套业务的量价改善。2027-2028 年随着价格修复效应逐步兑现，收入增速回归稳健，主要由丁腈新增产能释放、海外产能占比提升及销量增长贡献。毛利率方面，预计个人防护类毛利率分别为 28.8%/29.8%/30.4%。公司整体毛利率在 26 年一季度达到 26.6%，个人防护类贡献主要来源，毛利率提升主要受丁腈手套价格修复、行业产能利用率回升及海外产能投产带动，产品价格与单位毛利同步改善；随着海外产能占比进一步提升，叠加公司在原材料采购、能源配套、自动化生产及规模效应方面的成本优势持续兑现，长期盈利能力有望进一步改善。

康复护理类：公司康复护理业务主要包括轮椅、助行器、代步车等产品，当前收入体量相对较小，但以海外市场为主，具备一定渠道拓展空间。公司每年参与多国展会拓展客户，康复护理业务增速稳定。结合公司海外渠道复用及低基数增长特点，预计 2026-2028 年康复护理类收入分别为 5.6/6.6/7.6 亿元，同比增长 25.0%/18.0%/15.0%。随着收入规模扩大及产品结构优化，预计毛利率分别为 24.0%/24.5%/25.0%。

图表48：公司分业务盈利预测

单位：亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
个人防护类	61.80	86.00	88.35	115.14	126.35	137.28
yoy	2.9%	39.2%	2.7%	30.3%	9.7%	8.6%
占比	89.3%	90.3%	89.0%	88.7%	87.1%	85.1%
营业成本	54	65	67	82	89	96
毛利率	13.3%	24.2%	24.3%	28.8%	29.8%	30.4%
康复护理类	3.96	4.58	4.48	5.60	6.61	7.60
yoy	4.8%	15.6%	-2.1%	25.0%	18.0%	15.0%
占比	5.7%	4.8%	4.5%	4.3%	4.6%	4.7%
营业成本	3.45	3.87	3.53	4.25	4.99	5.70
毛利率	12.8%	15.4%	21.1%	24.0%	24.5%	25.0%
其他产品	3.43	4.66	6.43	9.00	12.15	16.40
yoy	48.6%	35.7%	38.1%	40.0%	35.0%	35.0%
占比	5.0%	4.9%	6.5%	6.9%	8.4%	10.2%
营业成本	2.67	3.70	4.88	6.30	9.11	12.30
毛利率	22.3%	20.5%	24.1%	30.0%	25.0%	25.0%
合计	69.19	95.23	99.26	129.73	145.10	161.27
yoy	4.6%	37.6%	4.2%	30.7%	11.8%	11.1%
营业成本	67.54	81.06	94.34	92.51	102.83	113.51
yoy	3.9%	21.8%	3.6%	22.8%	11.2%	10.4%
毛利率	13.7%	23.6%	24.1%	28.7%	29.1%	29.6%

来源：iFind，国金证券研究所

综上所述，我们预计公司 2026-2028 年收入端稳健增长，盈利能力随产品价格上涨、产能利用率提升及海外产能释放进一步改善。预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 129.7/145.1/161.3 亿元，同比+30.7%/11.9%/11.1%；实现归母净利润 18.7/22.5/26.1 亿元，同比+85.3%/19.9%/16.1%。



4.2 投资建议及估值

公司属于医疗耗材企业，深耕一次性手套细分领域，我们选择中红医疗、鱼跃医疗、迈瑞医疗、可孚医疗等医疗器械公司作为业内可比公司。从估值水平看，可比公司 2026E/2027E 平均 PE 分别为 19.21/17.39 倍，英科医疗对应 2026 PE/2027 PE 分别为 17.42/14.53 倍。考虑到公司丁腈手套占比高，具备原材料自供、能源成本及第三代自动化产线等综合成本优势；同时海外产能逐步释放，有望承接美国及非美市场需求，带动 2026-2028 年利润持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：可比公司估值

	股票名称	EPS			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300981.SZ	中红医疗	0.94	0.83	-	15.38	17.42	-
002223.SZ	鱼跃医疗	1.63	1.89	2.18	16.54	14.28	12.37
300760.SZ	迈瑞医疗	7.25	8.22	9.26	20.66	18.22	16.17
301087.SZ	可孚医疗	2.13	2.63	3.27	24.25	19.65	17.17
中位数	中位数				18.60	17.82	16.17
平均数	平均数				19.21	17.39	15.24
300677.SZ	英科医疗	2.86	3.43	3.98	17.42	14.53	12.52

来源：iFind，国金证券研究所（注：股价基准日为 2026 年 8 月 6 日，英科医疗为国金预测，其他预测为 iFind 一致预期）

风险提示

1. 地缘政治及关税政策风险。公司出口业务占比较高、出口地区分布较广。当前美国维持对华丁腈手套高额关税，若国际贸易形势变化、美国进一步上调对中国或东南亚国家的手套关税、或非美地区出台新的贸易壁垒，可能影响公司海外基地的避税优势及非美市场开拓节奏，导致海外收入与盈利出现波动。
2. 原材料价格大幅波动风险。公司核心产品为 PVC 手套与丁腈手套，上游核心原材料丁腈胶乳、PVC 糊树脂均为石油衍生品，若原油、丁二烯等价格大幅波动，将通过原材料价格直接影响公司毛利率水平。
3. 行业竞争加剧风险。公司是一次性手套行业领先企业，但行业内仍存在数家具备一定规模的同业厂商。若主要竞争对手持续扩产或行业再度出现价格战，行业供需格局可能再度恶化，公司市占率与盈利空间将受到负面影响，毛利率提升幅度或不及预期。
4. 行业产能恢复超预期风险。若行业景气度好转，前期停工闲置的落后产能存在重新投产可能性，行业供给修复速度超出预期，加剧市场竞争，压制产品价格与盈利修复空间。
5. 海外基地投产不及预期风险。公司盈利预测建立在越南海外基地按计划爬坡及新增车间如期投产的基础上。若海外基地受建设进度、产品认证、客户验证或当地政策等因素影响投产滞后，公司销量增长与海外份额提升节奏将不及预期。
6. 汇率波动风险。公司出口业务以美元结算、占比较高，盈利预测假设港币贷款对冲生效、汇兑损失同比收窄。若人民币汇率超预期波动或对冲效果不及预期，公司可能再度面临较大汇兑损失，影响归母净利润。
7. 下游需求不及预期风险。公司主营业务为一次性手套，下游主要应用于医疗、工业、餐饮、劳保等场景。若下游需求低迷，将影响手套的整体用量与价格走势，进而影响公司业绩。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	6,919	9,523	9,926	12,973	14,510	16,127
增长率		37.6%	4.2%	30.7%	11.8%	11.1%
主营业务成本	-5,971	-7,272	-7,532	-9,251	-10,283	-11,351
%销售收入	86.3%	76.4%	75.9%	71.3%	70.9%	70.4%
毛利	948	2,251	2,394	3,722	4,228	4,776
%销售收入	13.7%	23.6%	24.1%	28.7%	29.1%	29.6%
营业税金及附加	-67	-66	-97	-117	-131	-145
%销售收入	1.0%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-252	-288	-298	-350	-377	-419
%销售收入	3.6%	3.0%	3.0%	2.7%	2.6%	2.6%
管理费用	-487	-518	-686	-701	-784	-839
%销售收入	7.0%	5.4%	6.9%	5.4%	5.4%	5.2%
研发费用	-283	-398	-404	-493	-537	-597
%销售收入	4.1%	4.2%	4.1%	3.8%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	-141	980	908	2,062	2,399	2,776
%销售收入	n. a	10.3%	9.2%	15.9%	16.5%	17.2%
财务费用	306	437	-417	-382	-354	-346
%销售收入	-4.4%	-4.6%	4.2%	2.9%	2.4%	2.1%
资产减值损失	-30	-142	-25	-31	-4	-4
公允价值变动收益	176	280	318	172	175	177
投资收益	87	63	380	200	205	207
%税前利润	19.7%	3.9%	30.9%	9.8%	8.4%	7.3%
营业利润	439	1,677	1,230	2,020	2,422	2,811
营业利润率	6.3%	17.6%	12.4%	15.6%	16.7%	17.4%
营业外收支	4	-68	0	30	30	30
税前利润	443	1,609	1,230	2,050	2,452	2,841
利润率	6.4%	16.9%	12.4%	15.8%	16.9%	17.6%
所得税	-55	-117	-183	-148	-177	-205
所得税率	12.4%	7.3%	14.8%			7.2%
净利润	388	1,492	1,047	1,903	2,275	2,636
少数股东损益	5	26	36	30	30	30
归属于母公司的净利润	383	1,465	1,011	1,873	2,245	2,606
净利率	5.5%	15.4%	10.2%	14.4%	15.5%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	388	1,492	1,047	1,903	2,275	2,636
少数股东损益	5	26	36	30	30	30
非现金支出	753	1,006	993	1,172	1,234	1,324
非经营收益	-320	-521	-443	94	55	16
营运资金变动	-319	-898	288	-578	-164	-174
经营活动现金净流	502	1,079	1,885	2,591	3,400	3,803
资本开支	-1,422	-1,787	-2,462	-975	-1,390	-1,490
投资	-2,638	-2,336	-9,380	-200	-200	-200
其他	84	255	390	200	205	207
投资活动现金净流	-3,976	-3,868	-11,452	-975	-1,385	-1,483
股权募资	18	0	149	239	0	0
债权募资	5,583	6,046	4,136	-1,658	-1,259	-1,047
其他	-2,592	-4,621	4,093	-690	-683	-683
筹资活动现金净流	3,009	1,425	8,378	-2,109	-1,942	-1,731
现金净流量	-397	-1,304	-1,495	-493	73	589

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,222	12,014	5,948	5,455	5,528	6,118
应收款项	979	1,457	1,417	1,897	2,121	2,358
存货	1,150	1,265	1,327	1,540	1,712	1,890
其他流动资产	6,253	7,218	7,607	8,030	8,430	8,834
流动资产	15,603	21,955	16,299	16,922	17,792	19,199
%总资产	57.6%	63.4%	40.7%	41.7%	42.7%	44.4%
长期投资	1,406	1,939	10,983	10,983	10,983	10,983
固定资产	9,243	9,789	11,607	11,882	12,066	12,261
%总资产	34.1%	28.3%	29.0%	29.3%	29.0%	28.4%
无形资产	569	772	734	739	744	749
非流动资产	11,476	12,676	23,791	23,654	23,844	24,043
%总资产	42.4%	36.6%	59.3%	58.3%	57.3%	55.6%
资产总计	27,079	34,631	40,090	40,576	41,636	43,242
短期借款	7,089	13,103	17,088	15,642	14,383	13,336
应付款项	1,099	1,008	1,535	1,614	1,794	1,980
其他流动负债	430	572	555	673	756	841
流动负债	8,618	14,683	19,178	17,929	16,932	16,156
长期贷款	76	165	409	409	409	409
其他长期负债	2,091	2,101	1,931	1,719	1,719	1,719
负债	10,785	16,949	21,519	20,058	19,061	18,284
普通股股东权益	16,029	17,404	18,254	20,170	22,197	24,550
其中：股本	656	646	655	655	655	655
未分配利润	14,174	15,528	16,440	18,131	20,158	22,510
少数股东权益	266	278	318	348	378	408
负债股东权益合计	27,079	34,631	40,090	40,576	41,636	43,242

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.584	2.268	1.543	2.860	3.429	3.980
每股净资产	24.434	26.933	27.861	30.806	33.902	37.495
每股经营现金净流	0.766	1.670	2.877	3.954	5.190	5.804
每股股利	0.080	0.250	0.150	0.278	0.333	0.387
回报率						
净资产收益率	2.39%	8.42%	5.54%	9.28%	10.11%	10.62%
总资产收益率	1.41%	4.23%	2.52%	4.62%	5.39%	6.03%
投入资本收益率	-0.49%	2.76%	2.05%	5.00%	5.70%	6.37%
增长率						
主营业务收入增长率	4.61%	37.65%	4.23%	30.70%	11.85%	11.14%
EBIT 增长率	118.11%	-794.05%	-7.35%	126.97%	16.38%	15.71%
净利润增长率	-39.12%	282.63%	-31.03%	85.28%	19.89%	16.08%
总资产增长率	26.08%	27.89%	15.77%	1.21%	2.61%	3.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.9	43.8	50.1	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	65.8	60.6	62.8	62.0	62.0	62.0
应付账款周转天数	51.3	38.5	48.5	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	408.0	325.8	397.3	297.6	258.2	223.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.48%	-31.10%	23.17%	14.51%	5.63%	-2.98%
EBIT 利息保障倍数	0.5	-2.2	2.2	5.4	6.8	8.0
资产负债率	39.83%	48.94%	53.68%	49.43%	45.78%	42.28%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	11	19
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究