

成本优势筑就护城河，成长为全球手套领军企业

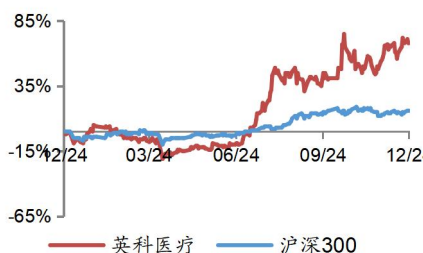
投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2025-12-24

收盘价 (元)	43.64
近 12 个月最高/最低 (元)	48.79/19.78
总股本 (百万股)	655
流通股本 (百万股)	466
流通股比例 (%)	71.07
总市值 (亿元)	286
流通市值 (亿元)	203

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全球手套行业领军企业，成本优势大且产能扩张快速。

(1) 行业处在供需格局改善的过程中，最差的时候已过。COVID-19 疫情后，一次性手套行业即处在供需格局再平衡的过程中，2024 年手套行业已经进入到供需平衡的格局。中美关税的风波打断了行业修复的进程，但 2025 年行业内厂家积极出海，渠道库存消化，终端需求持续增长，我们认为 2026 年行业重回供需平衡局面，2026 年手套平均价格有望继续小幅回升。

(2) 英科医疗，具备成本优势，抓住疫情机会，盈利大增，为后续成长打下基础。过去 10 年，丁腈手套需求量快速增长，尤其疫情期间，公司抓住机遇，一次性手套产能从疫情前的 190 亿只（其中丁腈手套 50 亿只）扩张到目前的 870 亿只（其中丁腈手套 560 亿只）。同时，公司布局上游原材料丁腈胶乳，公司拥有安徽凯泽以及山东浩德控股丁腈胶乳原材料厂进行自供，原材料自供率超 80%，同时在各生产大基地均有清洁能源生产指标，煤炭使用成本较天然气等其他能源具备成本优势，因此公司销售毛利率、销售净利润、ROE 水平均在可比公司前列。

(3) 积极调整销售策略，应对中美关税风险。以 2024 年收入为例，公司美国市场收入占比约 30-35%，2025 年公司在国内生产的手套基本退出美国市场，但公司迅速调整销售策略，将国内产能转向欧洲、亚洲等非美市场，并成功维持满产满销的状态，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%，展现了强大的全球渠道拓展能力。同时公司也在积极实施供应链全球化进程，以有效规避地缘政治风险。

(4) 管理层设置较高股权激励目标，向市场传递增长信心。公司 2025 年股权激励计划限制性股票已经授予，考核目标设涉及 2026-2029 年四个会计年度，2026-2029 年归母净利润目标分别为 16.8 亿元、18.8 亿元、22.8 亿元和 26.8 亿元，2027-2029 年复合增速约为 16.8%，远超行业需求 7-9% 的复合增速。

● 投资建议

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入将分别达到 98.92 亿元、117.27 亿元和 138.43 亿元，同比增长分别为 3.87%、18.55% 和 18.04%，归母净利润分别为 11.86 亿元、17.87 亿元、22.21 亿元，同比增长 19.1%、50.7% 和 24.3%。2025-2027 年对应的 EPS 分别为 1.81 元、2.73 元和 3.39 元，对应的 PE 分别为 24x、16x 和 13x。考虑公司是全球一次性手套行业的头部企业，成本优势显著，产能稳步增长有望带动公司业绩持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

产能投放不及预期的风险。

原材料上涨超预期的风险。

市场竞争加剧的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9523	9892	11727	13843
收入同比（%）	37.6%	3.9%	18.6%	18.0%
归属母公司净利润	1465	1186	1787	2221
净利润同比（%）	282.6%	-19.1%	50.7%	24.3%
毛利率（%）	23.6%	24.0%	25.3%	26.5%
ROE（%）	8.4%	6.4%	8.9%	10.0%
每股收益（元）	2.26	1.81	2.73	3.39
P/E	11.19	24.12	16.01	12.88
P/B	0.94	1.56	1.42	1.28
EV/EBITDA	9.80	14.55	11.04	8.75

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 英科医疗：全球一次性手套行业领军企业	5
1.1 抓住新冠疫情机遇，成长为全球一次性手套领军企业	5
1.2 管理层产业经验丰富	6
1.3 疫情后公司盈利水平稳步提升	6
2 手套行业周期：疫情后处于供需结构再平衡中	8
2.1 一次性手套的种类多样，用途丰富	8
2.2 疫情后手套的供需格局在波折中修复	9
3 公司综合成本优势显著，无惧关税政策波动	13
3.1 布局上游丁腈胶乳，成本优势大	13
3.2 产能快速增长，战略灵活以适应关税政策	15
4 估值与投资建议	17
4.1 公司盈利预测与估值	17
4.2 投资建议	18
风险提示：	18
财务报表与盈利预测	19

图表目录

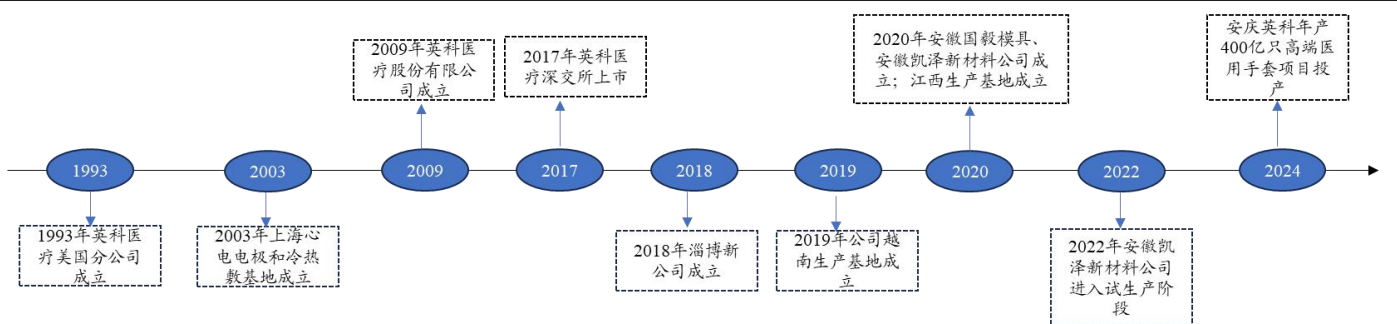
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主要产品及业务	5
图表 3 公司主要董事及管理层	6
图表 4 2019-2025H1 年公司收入 (左) 及增速 (右)	7
图表 5 2019-2025H1 年公司归母净利润 (左) 及增速 (右)	7
图表 6 公司收入结构 (按业务)	7
图表 7 公司收入结构 (按区域)	7
图表 8 2019-2025H1 年公司销售毛利率及销售净利率	8
图表 9 2019-2025H1 年公司 ROE 水平	8
图表 10 不同材质一次性手套性能比较	8
图表 11 一次性手套使用场景	9
图表 12 全球一次性手套产能分布 (2020-2021)	9
图表 13 丁腈手套增速最快 (单位: 十亿支)	9
图表 14 全球头部企业的产能扩张情况 (单位: 亿只)	10
图表 15 Top Glove 产能利用率情况	10
图表 16 全球各大区手套销量 (取自 2020 年数据) 和人口数量 (左) 以及销量占比 (右)	11
图表 17 一次性手套需求量 (左) 及增速 (右)	11
图表 18 不同区域人均一次性手套使用量 (单位: 只)	12
图表 19 一次性手套历年价格情况 (单位: 美元/千只)	12
图表 20 一次性手套历年成本结构	13
图表 21 四家手套上市公司的净利率水平 (单位: %)	13
图表 22 四家手套上市公司的毛利率水平 (单位: %)	14
图表 23 英科医疗一次性手套产能增长情况	15
图表 24 公司在建项目情况	16
图表 25 一次性手套中美关税变动历程	16
图表 26 公司 2025 年股权激励计划考核目标	17
图表 27 公司收入拆分及预测 (单位: 亿元)	17
图表 28 公司全球范围内可比上市公司估值情况	18

1 英科医疗：全球一次性手套行业领军企业

1.1 抓住新冠疫情机遇，成长为全球一次性手套领军企业

英科医疗科技股份有限公司成立于2009年，2017年在深交所上市。一次性手套是其核心业务，在中国及全球市场市占率领先。英科医疗凭借创新的自动化生产设施、专业技术和先进制作工艺，筑建显著成本优势。在研发能力、生产设施、产能规模、资本实力、供应链管理、营销网络及品牌方面亦均有竞争力，已做好进一步加强在一次性手套行业领导地位的准备，矢志成为全球个人防护装备行业中最具竞争力的公司。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司一次性手套主要包括丁腈手套和PVC手套，此外，公司还拓展了轮椅、冷热敷、电极片等多种类型的护理产品。目前公司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。产品主要通过出口销售到全球各地，包含美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲的150个国家和地区，近三年，在全球范围内服务超15,000名客户。截至2025年中报，目前公司拥有一次性非乳胶手套年化产能达870亿只，其中丁腈手套560亿只、PVC手套310亿只，公司通过持续的产能扩充与装备升级，已构建起行业领先的规模化生产能力。

图表 2 公司主要产品及业务



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 管理层产业经验丰富

公司的实际控制人为刘方毅先生，截至 2025 年 09 月 30 日，刘方毅直接持有本公司 35.39% 的股权。刘方毅先生同时也是上市公司英科再生的实际控制人。

刘方毅先生 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。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。

公司核心团队整体较为年轻化。公司高管均在英科有着多年的工作经验。

图表 3 公司主要董事及管理层

姓名	职务	性别	出生年份	个人简历
刘方毅	董事长、董事	男	1970	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。
孙静	董事	女	1976	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，任英科医疗科技股份有限公司总经理；2015 年 4 月至今，任英科医疗科技股份有限公司董事。
陈琼	董事、总经理	女	1982	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	1976	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	财务总监、董事会秘书	女	1985	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。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.3 疫情后公司盈利水平稳步提升

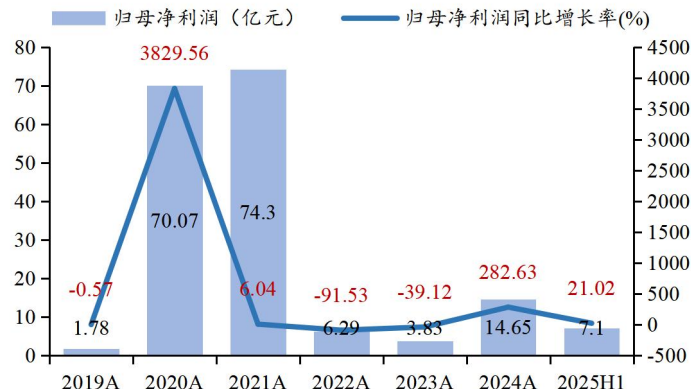
公司过往业绩整体上波动较大，主要是由于 2020-2021 年新冠疫情背景下全球手套需求大增，疫情后 2022 年以来，公司盈利水平仍显著高于疫情前的 2019 年。公司拥有现金优势，充分扩产能，收入体量以 2024 年为例，已经是 2019 年的 4.6 倍，归母净利润也是 2019 年的 8.2 倍。

图表 4 2019-2025H1 年公司收入 (左) 及增速 (右)



资料来源: IFind, 华安证券研究所

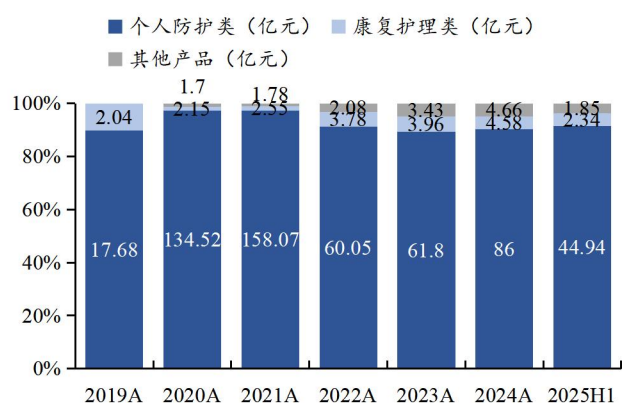
图表 5 2019-2025H1 年公司归母净利润 (左) 及增速 (右)



资料来源: IFind, 华安证券研究所

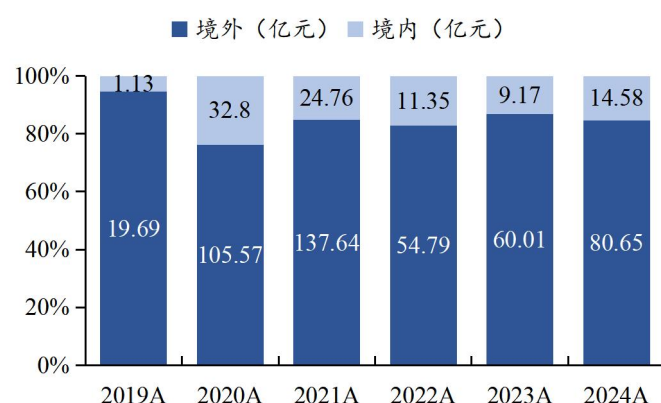
公司收入结构来看, 一次性手套业务占收入绝大部分, 2024 年一次性手套收入约 86 亿元, 占比约 90%。从区域结构来看, 公司收入来源主要来自海外市场, 2024 年公司海外市场收入约为 80.65 亿元, 占比约为 85%。

图表 6 公司收入结构 (按业务)



资料来源: IFind, 华安证券研究所

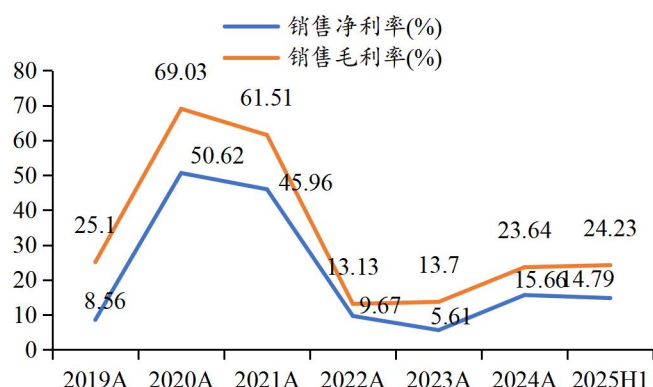
图表 7 公司收入结构 (按区域)



资料来源: IFind, 华安证券研究所

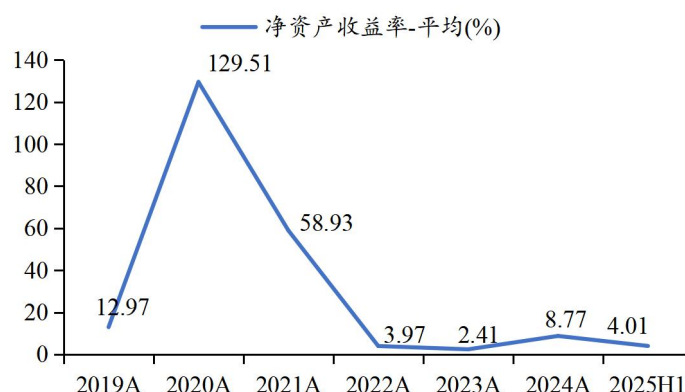
从公司的利润率来看, 公司疫情后回归到常态盈利水平, 2023 年以来公司销售毛利率和销售净利率均处于上升趋势。公司的 ROE 水平也呈现同样的趋势。

图表 8 2019-2025H1 公司销售毛利率及销售净利率



资料来源: IFind, 华安证券研究所

图表 9 2019-2025H1 公司 ROE 水平



资料来源: IFind, 华安证券研究所

2 手套行业周期: 疫情后处于供需结构再平衡中

2.1 一次性手套的种类多样, 用途丰富

一次性手套的种类繁多, 可依据材质、用途、性能等因素进行划分。目前市场上主要的手套材质包括丁腈橡胶、天然乳胶、聚乙烯 (PE) 及聚氯乙烯 (PVC), 四种材质在防护性、舒适性和经济性上各有侧重。

图表 10 不同材质一次性手套性能比较

	优点	缺点
天然乳胶手套	由天然橡胶制成, 弹性极佳, 贴合手部, 触感灵敏, 适合精细操作。	约 2%-17% 的人对乳胶蛋白过敏, 接触油脂后耐用性下降。
丁腈手套	由丁二烯和丙烯腈合成, 不含乳胶蛋白, 耐穿刺性比乳胶高 3-5 倍, 耐油、耐酸碱性能优异。颜色以蓝色、白色为主, 部分行业定制黑色、橙色等。	其弹性略逊于乳胶手套, 贴合度稍差, 且因生产工艺复杂, 价格相对较高
PVC 手套	价格低廉, 防水防油, 但弹性差, 长时间佩戴易变硬。表面光滑, 适合基础防护。	含塑化剂, 环保性差, 受全球限塑令影响, 使用范围逐渐缩小。
PE 手套	轻薄透明, 成本最低, 适合一次性、低风险操作。	质地单薄易破损, 抗穿刺和耐磨性极差, 无法应对尖锐物体或复杂环境; 且几乎没有弹性, 贴合度差, 长时间佩戴易滑落

资料来源: 华经产业研究院, 英科医疗, 华安证券研究所

从使用场景来看, 主要分为医疗 (医用检查、医用外科) 和非医疗 (餐饮服务、食品加工、电子工业、日常生活等), 丁腈手套由于其优秀的性能 (高弹性、不致敏、耐油性、耐磨性、耐穿刺性、耐酸碱性等) 而被广泛使用。其中, 医用场景为目前一次性手套最为普及的应用方向, 非医用手套在居民日常生活中随着居民卫生意识提升潜力较大。

从供应链结构来看, 一次性手套制造商在产业链中处于中游位置, 其上游是原材料厂商 (包括丁腈胶乳、天然橡胶、PVC 材料等), 其下游客户主要为手套进口商及分销商, 他们可将产品出售予其他供货商或终端用户。手套的终端客户主要包括(i)商业客户, 包括医院、诊所、药房、超市、便利店、工厂及实验室等, 及(ii)个人消费者。商业客户经常通过进口商或制造商采购手套, 而个人终端客户一般从药房、便利店及在线平台等零售商购买手套。

图表 11 一次性手套使用场景

场景分类	主要应用场景	主要适用产品
医用场景	医疗检查：医生 / 护士接触患者血液、体液等时，手套防交叉感染	丁腈手套、乳胶手套、PVC 手套
	医疗外科：医护 / 手术时，降低被感染或污染医疗环境的风险	丁腈手套、乳胶手套
非医用场景	日常生活：清洁消毒、栽培种植、美容美发等安全卫生场景	丁腈手套、乳胶手套、PVC 手套、PE 手套
	餐饮服务：用餐者隔油污细菌；服务者收拾餐余餐盘	丁腈手套、乳胶手套、PVC 手套、PE 手套
	食品加工：加工时保障食品安全，防止食物污染	丁腈手套、PVC 手套
	电子工业生产：工业机修、仪器加工时，防尘、防污、防静电、隔离有害物质，防污染精密部件	丁腈手套、乳胶手套、PVC 手套

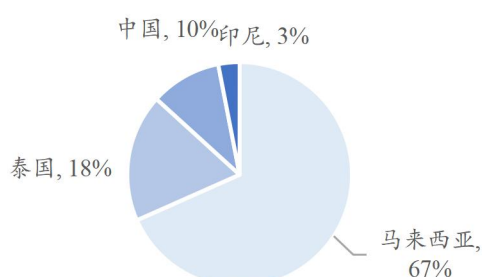
资料来源：头豹研究院，英科医疗，华安证券研究所

2.2 疫情后手套的供需格局在波折中修复

从供给区域来看，全球一次性手套生产主要集中在东南亚和中国，其中，马来西亚依托橡胶原产国等优势，是乳胶类一次性手套最大的生产基地，中国为 PVC 手套最大生产国，相比之下，丁腈手套产量不及马来西亚。根据马来西亚手套行业协会负责人在 2021 年公开交流中披露的数据，全球的一次性手套产能，马来西亚将占总供应量的 67%，泰国（18%），中国（10%）和印度尼西亚（3%）。但近年来，国内企业逐步扩大丁腈手套产能，中国企业供应量在全球一次性手套行业中占比持续提升。根据马来西亚橡胶手套制造商协会公开数据，2024 年马来西亚手套全球占有率下降到 45%，中国则提升到 28%。

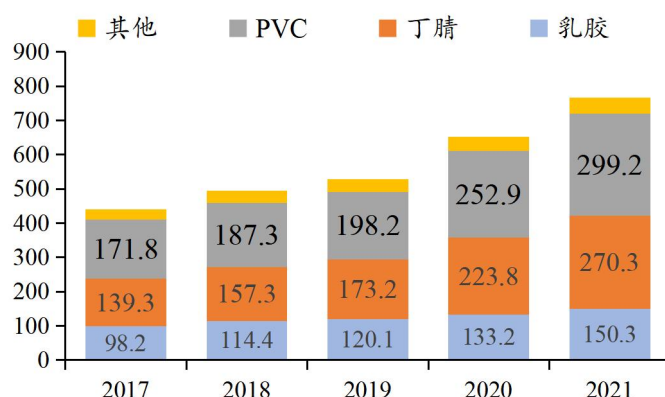
从各类材料一次性手套增速来看，丁腈手套的增速最快，2017-2021 年的复合增速在 18% 左右，这主要由于 COVID-19 疫情背景下医疗场景手套使用量的快速增长。

图表 12 全球一次性手套产能分布（2020-2021）



资料来源：马来西亚橡胶手套制造商协会，华安证券研究所

图表 13 丁腈手套增速最快（单位：十亿支）

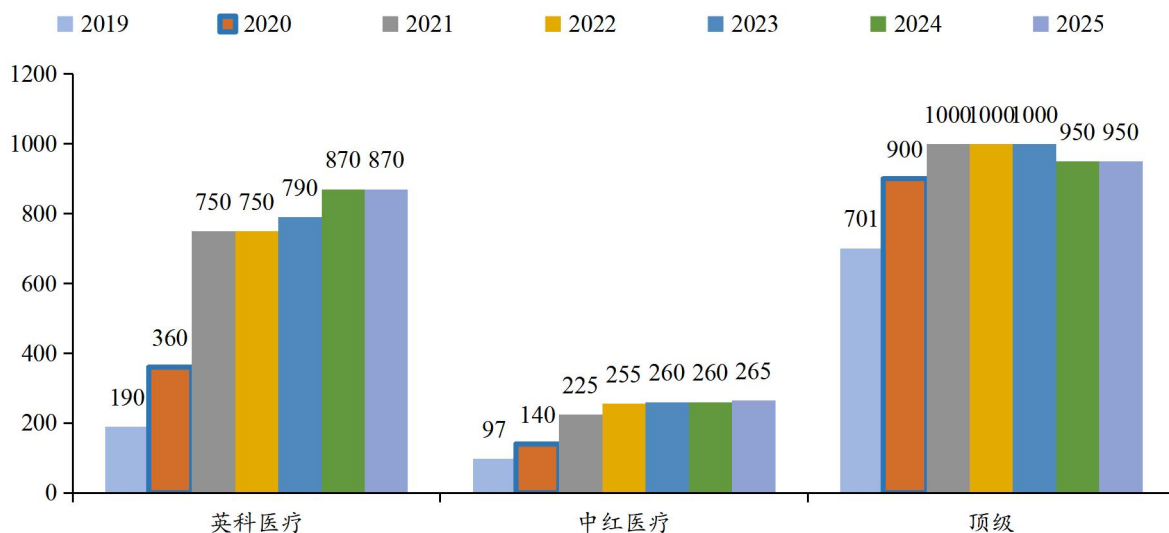


资料来源：IFind，华安证券研究所

从行业头部厂家来看，主要由马来西亚的手套上市公司顶级手套（Top Glove）、贺特佳（Hartalega）、高产梔品工业（Kossan）和速柏玛（Supermax）以及中国的

手套上市公司英科医疗、中红医疗和蓝帆医疗七家。从头部公司的产能变化看，2020-2021 年产能扩张很快，2023-2025 年以来行业内扩张速度下降。

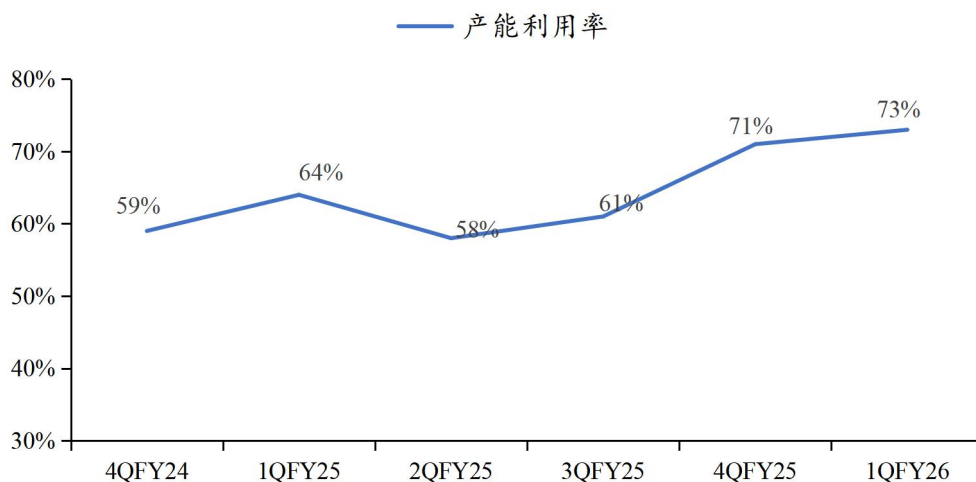
图表 14 全球头部企业的产能扩张情况 (单位: 亿只)



资料来源: 头豹研究院, 英科医疗公告, 中红医疗公告, top glove 公告, 华安证券研究所

从产能利用率来看, 国内手套企业由于成本优势, 订单量相对较为饱满, 近一年的产能利用率几乎都维持在 100% 左右, 海外大厂如顶级 Top Glove 的产能利用率则更有代表性, 波动相对较大。近一年时间来看, Top Glove 的产能利用率稳步提升, 行业的供需格局不断修复。

图表 15 Top Glove 产能利用率情况



资料来源: Top glove 投资者展示材料, 华安证券研究所

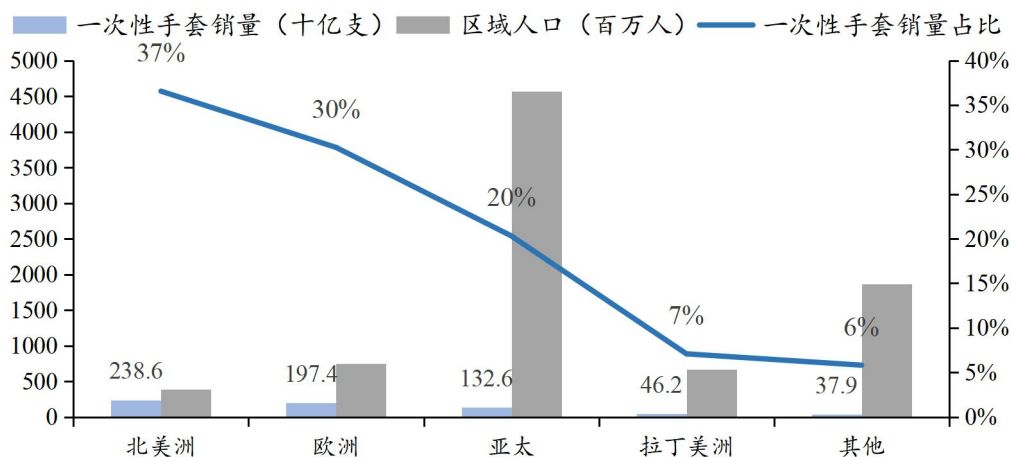
注: 公司 25 财年对应时间为 24/8/31-25/8/31

需求结构:

目前全球一次性健康防护手套的消费量主要集中在美国、欧洲、日本等发达国家和地区。根据弗若斯特沙里文报告, 2020 年北美洲区域销量约 2386 亿支, 占全球销售的 37%, 是一次性手套最大的需求市场。但随着对安全防护问题的日益

关注，亚太地区成为增长速度最快的一次性手套消耗区域。根据弗若斯特沙里文报告，亚太地区的手套销量及收入由 2015 年的 713 亿只及 1,216.6 百万美元增加至 2020 年的 1,326 亿只及 3,880.0 百万美元，复合年增长率分别为 13.2% 及 26.1%。2015-2020 年，北美、欧洲、拉丁美洲及世界其他地区的手套销量的复合年增长率分别为 11.2%、10.9%、9.8% 及 6.6%。

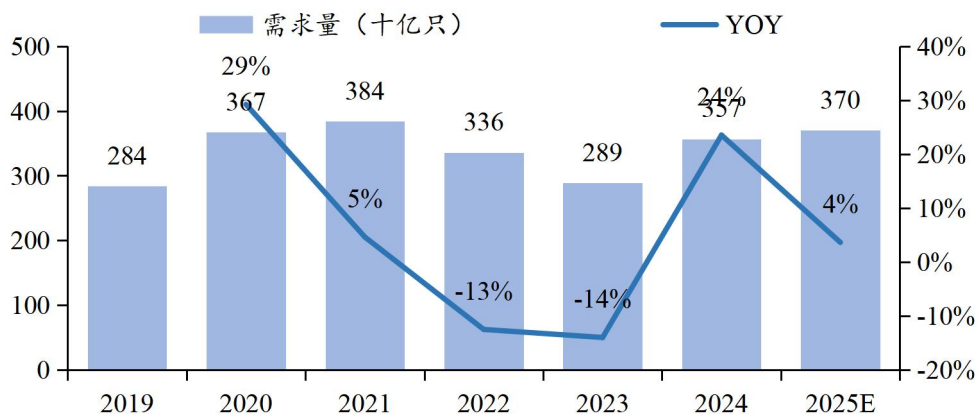
图表 16 全球各大区手套销量（取自 2020 年数据）和人口数量（左）以及销量占比（右）



资料来源：Top glove 投资者展示材料，华安证券研究所

综上，疫情后全球手套的需求有一定波动，但整体来看仍呈现上升趋势，参考贺特佳预测，预计未来一次性手套的年需求增速仍保持 7-9% 的复合增速。

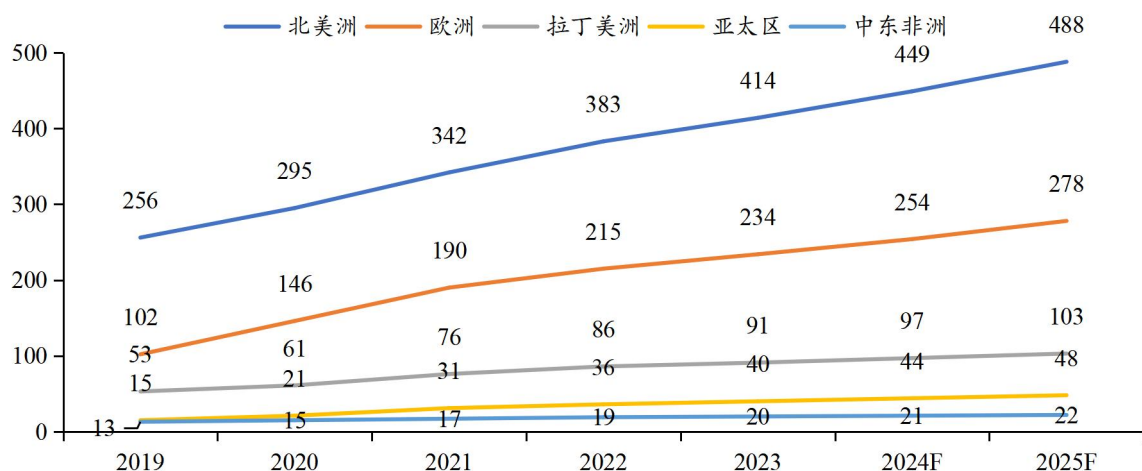
图表 17 一次性手套需求量（左）及增速（右）



资料来源：International Trade Center (ITC)，贺特佳投资者展示材料，华安证券研究所

从驱动力看，我们认为需求内生增速主要来自居民健康卫生意识提升，无论是发展中国家还是发达国家居民日常消耗的手套量均在增加。从手套的人均使用量来看，参考 Top Glove 公告，预计北美洲的人均使用量在 2025 年为 488 支，远高于其他区域使用量，且呈现出逐年上升趋势，且该上升趋势也同样体现在其他区域。展望未来，我们预计这种需求增长持续性还会持续，亚太和拉美的人均手套使用量也会逐渐向北美、欧洲区域靠近。

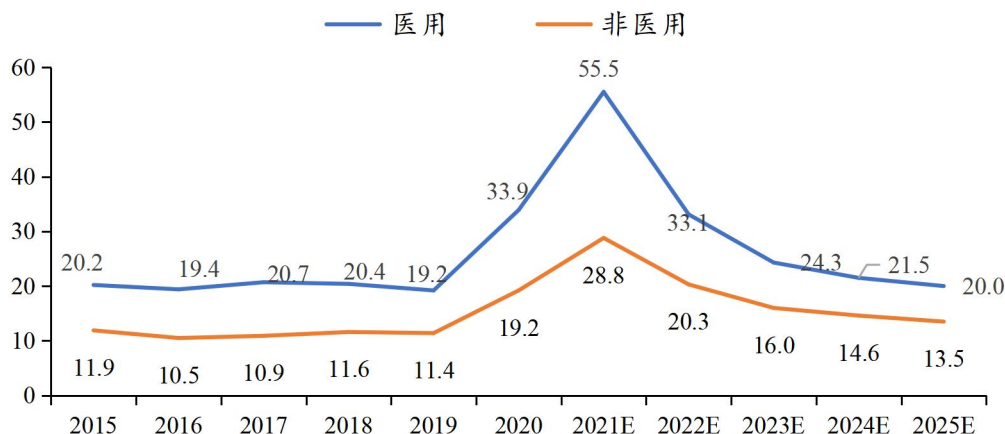
图表 18 不同区域人均一次性手套使用量 (单位: 只)



资料来源: Top Glove 投资者关系展示材料, 华安证券研究所

另外, 从手套价格变化也能反应出供需结构情况, 疫情期间医用一次性手套价格曾冲到 55.5 美元/千只, 疫情后逐渐回落, 参考弗若斯特沙里文的预测, 2025 年的医用手套价格已经回落到 20 美元/千只, 但随着需求增长, 头部厂家的产能利用率得到提升, 中小厂家的产能由于生产规模不经济而退出市场, 预计手套的价格在 2026 年后仍有小幅回升可能。参考 Top Glove 2025 财年公开交流披露, 管理层预计 2027 年其盈利能力恢复到疫情前水平。

图表 19 一次性手套历年价格情况 (单位: 美元/千只)



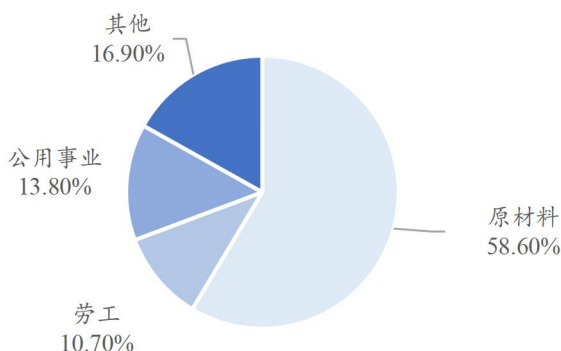
资料来源: Top Glove 港股招股说明书, 华安证券研究所

成本结构:

一次性手套的毛利率相对较低, 以英科为例, 常态在 20-25%, 2022-2023 年甚至在 10-15% 区间, 主要是由于手套的生产成本占比较高。从成本构成来看, 通常包括原材料、人工、能源及其他。这其中又主要以原材料、能源和人工三项占较多。参考弗若斯特沙里文的报告, 马来西亚生产商的原材料占比约 58.6%, 人工占比约 10.7%, 动力能源等公共事业成本约占 13.8%。其中原材料随其价格波动而波动, 人工和能源的成本通常相对固定, 占比较为稳定。原材料的占比波动最大, 也是影响一次性手套

盈利能力的重要因素。

图表 20 一次性手套历年成本结构



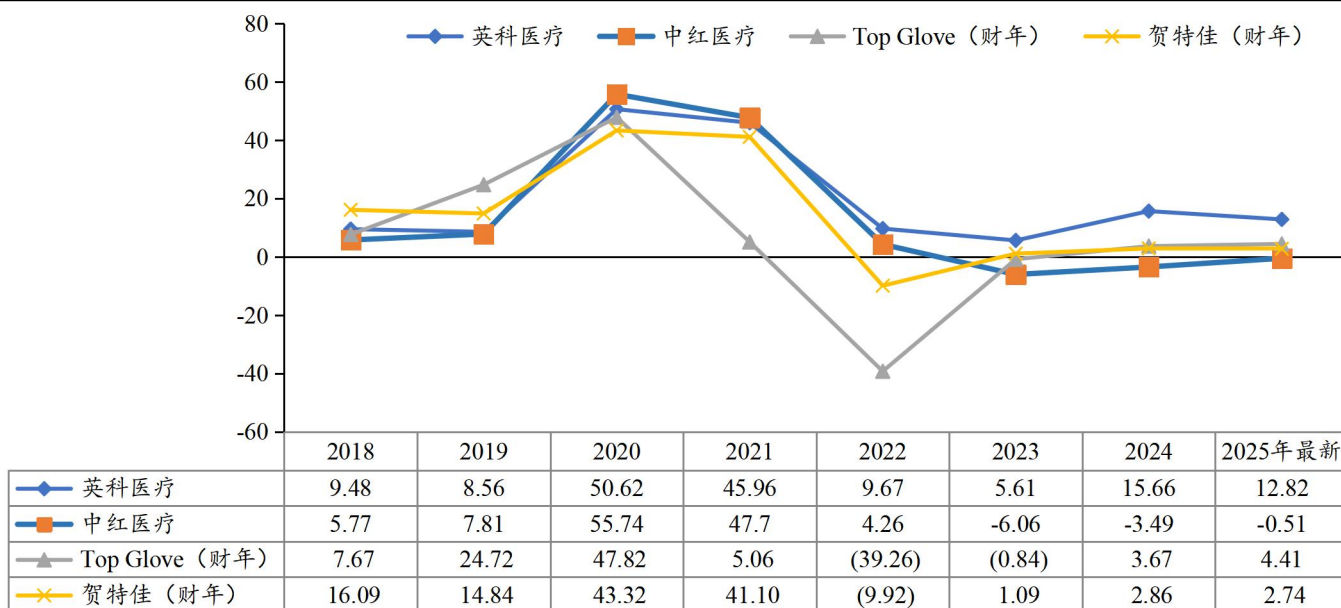
资料来源：Top Glove 港股招股说明书，弗若斯特沙里文，华安证券研究所

3 公司综合成本优势显著，无惧关税政策波动

3.1 布局上游丁腈胶乳，成本优势大

横向对比四家手套类上市公司英科医疗、中红医疗、Top Glove、贺特佳，疫情前贺特佳表现最好（2018-2019 年），主要是由于当时贺特佳丁腈手套产能最大、丁腈手套结构占比高，且新增产能得到释放。2019 年底开始 COVID-19 爆发，全球一次性手套价格快速攀升，这期间四家手套公司的净利润率趋同。疫情后，四家公司的销售净利率开始分化，其中英科医疗表现最好，且远高于其他三家。

图表 21 四家手套上市公司的净利率水平（单位：%）

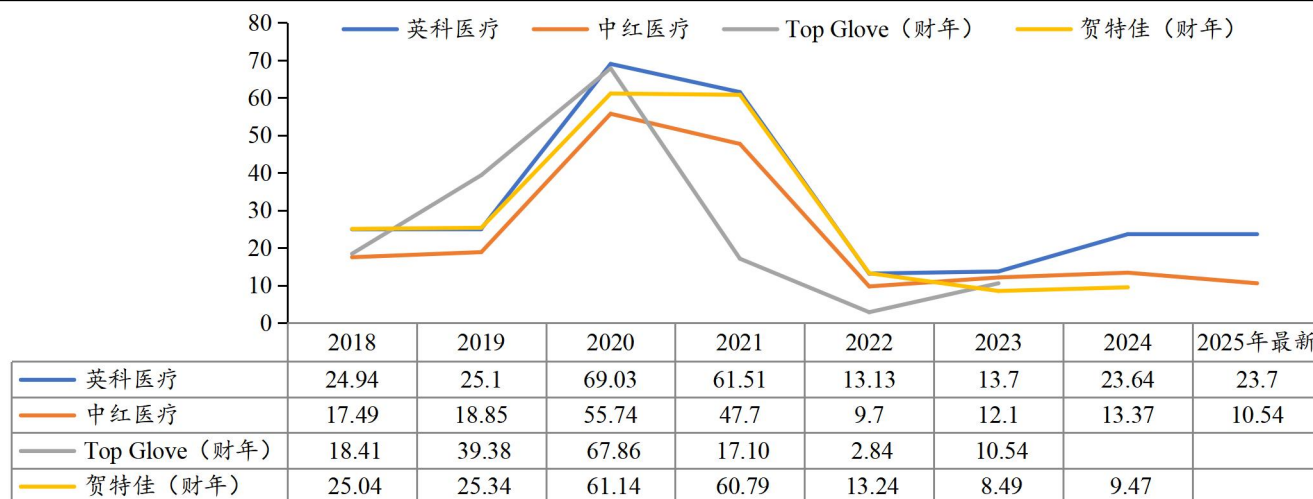


资料来源：英科医疗公告，中红医疗公告，Top Glove 公告，贺特佳公告，华安证券研究所

注：“2025 年最新”的对应日期，其中英科医疗、中红医疗为 2025 年三季报，Top Glove 为 2026 财年一季度（2025/9/1-2025/11/30），贺特佳为 2026 年中报（2025/4/1-2025/9/30）；Top Glove 和贺特佳 2018-2024 年数据分别为其 2019 财年-2025 财年数据

横向对比四家公司的销售毛利率来看,疫情后英科医疗也同样表现出了较大的差异,优于其他三家。我们认为与公司在成本端原材料和能源端的优势分不开。

图表 22 四家手套上市公司的毛利率水平 (单位: %)



资料来源: 英科医疗公告, 中红医疗公告, Top Glove 公告, 贺特佳公告, 华安证券研究所

注: “2025 年最新”的对应日期, 其中英科医疗、中红医疗为 2025 年三季报, Top Glove 为 2026 财年一季度 (2025/9/1-2025/11/30)、贺特佳为 2026 年中报 (2025/4/1-2025/9/30); Top Glove 和贺特佳 2018-2024 年数据分别为其 2019 财年-2025 财年数据

原材料: 丁腈胶乳在原材料构成中的占比非常高, 对手套生产企业而言, 布局上游核心原材料丁腈胶乳意义重大。2021 年 4 月, 英科医疗发布公告, 公司全资子公司安徽英科通过设立控股子公司安徽凯泽的方式投资人民币 70,000 万元建设年产 50 万吨羧基丁腈胶乳、10 万吨 DOTP 项目; 2022 年 1 月公告显示, 第一期年产 30 万吨羧基丁腈胶乳项目已进入试生产阶段; 截至 2025 年 6 月 30 日, 安徽凯泽生产 50 万吨羧基丁腈胶乳项目已完成项目进度 93.75%。除安徽凯泽外, 公司还控股了浩德塑胶, 均在正常运营, 另外参股了两家丁腈胶乳生产企业, 以保障丁腈胶乳原材料供应及产品品质的改良提升。目前公司的原材料自供达到 80% 以上。

能源端: 与 Top Glove 主要使用天然气、生物质燃料等不同的是, 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。2020 年 6 月, 公司与怀宁县人民政府正式签订了《投资协议书》, 拟与怀宁县国有资产经营有限公司共同出资设立控股子公司安徽英毅热电有限公司, 计划从事热电联产项目, 总投资 5 亿元人民币, 2020 年 8 月拟追加投资至 10 亿, 至 2025 年中报显示, 安徽英毅公司怀宁经济开发区热电联产项目完成度 79.37%。另外, 公司于 2024 年启动安徽基地风电项目建设, 并于 2025 年实现建成投运, 此举在原有光伏应用基础上进一步扩大了清洁能源使用占比。

自动化: 公司不断提升核心设备的自动化程度, 充分应用先进的精密分散式控制系统 (DCS 系统), 工艺控制更加精准。公司的一次性手套生产线均在 2010 年或之后建成, 生产设备的技术水平不断提升。公司已在自动化生产线自主研发及设计方面积累了丰富的经验, 大幅减少了劳动力及能源消耗, 且均能制造医疗级手套。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, 同时保持高质量的产品。同时, 公司的精密 DCS 系统已实

现生产过程自动温控及液位控制，显著改善生产效率并提高产品质量。根据生产现场的温度和湿度以及生产线的运行状态，可以对生产过程进行精准控制。公司手套产品的良品率仍维持在 99% 以上。

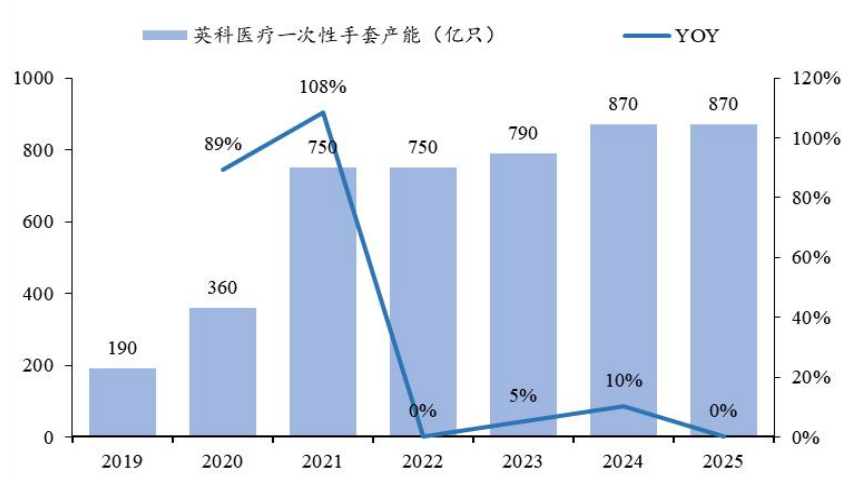
3.2 产能快速增长，战略灵活以适应关税政策

公司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，其中江苏镇江主要生产康复器械相关产品，其他五大基地主要生产一次性手套。目前公司手套年化产能达 870 亿只，其中一次性丁腈手套 560 亿只、一次性 PVC 手套 310 亿只。与此同时，公司进一步完善全球供应链布局，为业务全球化拓展奠定坚实基础。

（1）抓住机会，疫情期间快速扩产

疫情前公司一次性手套产能 190 亿支，在全球手套大厂排名处于中段水平，2020-2021 年公司快速实现产能扩张，2021 年实现产能 750 亿只，在 2020-2021 年手套高需求的景气周期里获取了较多的收益。2022-2025 年，公司放慢产能扩张速度，2024 年下半年行业有所恢复后，公司在安徽安庆投产两个丁腈车间，合计 80 亿只产能，目前整体产能达 870 亿只。

图表 23 英科医疗一次性手套产能增长情况



资料来源：英科医疗公告，华安证券研究所

公司目前还有一些在建产能。根据 2025 年中报披露，其中山东英科年产 500 亿只项目、安庆英科年产 400 亿支项目、江西英科年产 271.68 亿支项目还在进程中，三大项目的工程进度分别为 28.98%、24.20% 和 89.72%，预计随着后续手套行业供需格局持续改善，公司市场份额提升，这些在建项目也会逐渐完成并投入使用。

图表 24 公司在建项目情况

项目名称	预算数（单位：元）	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
山东英科公司年产 500 亿只高端医用手套项目	3,951,870,000.00	29.98%	28.98%	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	4,000,000,000.00	24.20%	24.20%	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	2,563,661,500.00	91.72%	89.72%	自有资金

资料来源：公司公告，华安证券研究所

（2）中美关税风险扰动，公司快速扭转战略重心

中美贸易政策近几年一直是宏观大事，关税税率也一直在变化。2018 年前关税相对较低，医疗级和工业级丁腈手套、PVC 手套的关税税率均在 3% 左右，2018 年 9 月中美第一次关税贸易政策发生波动，丁腈手套的关税大幅提升，随后在 COVID-19 疫情背景下有所豁免，一直到 2024 年 8 月医疗级丁腈手套的税率保持在 7.5% 的相对较低水平。

2024 年下半年关税政策升级，2025 年起医疗级丁腈手套关税税率高达 50%，在 50% 关税税率的背景下，国内手套已经无法出口到美国（无价格优势）。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%。

图表 25 一次性手套中美关税变动历程

时间	医疗级丁腈手套	工业级丁腈手套	PVC 手套	事件
2018 年前	3%	3%	3%	基础税率
2018 年 9 月	15%	28%	3%	第三批加征
2020 年 2-11 月	7.50%	3%	0%	疫情期间豁免
2021 年 12 月-2024 年 8 月	7.50%	25%	0%	恢复加征
2025 年 1 月起	50%	25%	0%	9 月决定生效
2025 年 2 月起	60%+	35%+	10%+	特朗普政府额外加征
2025 年 3 月起	70%+	45%+	20%+	第二轮芬太尼关税
截至 2025 年 12 月	80%	55%+	30%+	计划进一步提高

资料来源：英科医疗，美国贸易代表办公室(USTR)，华安证券研究所

在这样的背景下，英科医疗一方面加强非美市场销售，提高自身产能利用。2025 年上半年公司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%。另一方面公司加强与原来在美客户的沟通交流，保持合作粘性，以备公司适时重回美国市场。

（3）股权激励推出，增长信心充足

2025 年 5 月，公司发布 2025 年股权激励计划（草案），计划拟首次授予的激励对象不超过 1,102 人，授予限制性股票数量总计不超过 1,359.20 万股，用于激励人才，使各方共同关注公司的长远发展，提升公司的市场竞争能力与可持续发展能力。2025 年 7 月，该股权激励共授予的限制性股票登记数量 1,280.21 万股，股票价格约 11.30 元/股，授予对象 1077 名。

该激励计划的限制性股票解除限售的考核年度为 2026-2029 年四个会计年度，2026-2029 年归母净利润目标分别为 16.8 亿元、18.8 亿元、22.8 亿元和 26.8 亿元，

2026-2029 年营业收入的目标分别为 112.6 亿元、122.8 亿元、132.8 亿元和 142.8 亿元。

图表 26 公司 2025 年股权激励计划考核目标

解除限售期	考核年度	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)	
		目标 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解除限售期	2026 年	112.6	90.08	16.8	13.44
第二个解除限售期	2027 年	122.8	98.24	18.8	15.04
第三个解除限售期	2028 年	132.8	106.24	22.8	18.24
第四个解除限售期	2029 年	142.8	114.24	26.8	21.44

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 估值与投资建议

4.1 公司盈利预测与估值

结合前面我们对公司一次性手套行业的分析，公司预计 2025 年由于关税带来的行业供需格局冲击已经趋于尾声，随着国内厂家在海外建厂，中国厂家有望重新回到美国市场，同时由于行业需求端的持续增长，手套价格端会呈现平稳上涨的态势。

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入将分别达到 98.92 亿元、117.27 亿元和 138.43 亿元，同比增长分别为 3.87%、18.55%和 18.04%，归母净利润分别为 11.86 亿元、17.87 亿元、22.21 亿元，同比增长-19.1%、50.7%和 24.3%。

图表 27 公司收入拆分及预测 (单位：亿元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入	66.14	69.19	95.23	98.92	117.27	138.43
YOY		4.61%	37.64%	3.87%	18.55%	18.04%
毛利率	13.13%	13.70%	23.64%	24.05%	25.30%	26.54%
个人防护类						
营业收入	60.05	61.80	86.00	89.22	106.61	126.70
YOY		2.91%	39.16%	3.75%	19.48%	18.85%
毛利率	13.07%	13.28%	24.24%	24.61%	25.87%	27.12%
康复护理类						
营业收入	3.78	3.96	4.58	4.58	5.03	5.54
YOY		4.76%	15.66%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	9.90%	12.83%	15.37%	17.06%	18.57%	20.05%
其他产品						
营业收入	2.08	3.43	4.66	5.12	5.63	6.20
YOY		64.90%	35.86%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.62%	22.25%	20.52%	20.52%	20.52%	20.52%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

可比公司估值比较

公司主营业务为一次性手套，全球上市公司范围内，我们选取业务与英科医疗重合的蓝帆医疗、中红医疗、Top Glove、贺特佳、Ansell、KOSSAN 六家公司为可比公司。对比 7 家公司的估值水平，英科医疗 ROE 水平最高，估值上 PS 估值最高，但

PE 估值、PB 估值也还有提升空间，整体上我们认为英科医疗财务质量、盈利能力最优，估值上或许应该享有一定的估值溢价。

图表 28 公司全球范围内可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE	PB	PS	ROE	营收 CAGR	盈利 CAGR	交易市场
300677.SZ	英科医疗	286.04	19.52	1.58	3	15.40%	-16.30%	-41.79%	深交所
ANN.AX	Ansell	232.88	32.5	1.67	1.65	7.15%	0.87%	-13.81%	澳大利亚证券交易所
7113.KL	顶级手套	92.59	40.63	1.13	1.54	-2.03%	-14.45%	-22.70%	马交所
5168.KL	HARTA	60.28	46.82	0.8	1.35	15.12%	-31.05%	-71.54%	马交所
002382.SZ	蓝帆医疗	57.21	--	0.72	0.91	-0.99%	-8.30%	--	深交所
300981.SZ	中红医疗	55.84	--	1.04	2.27	8.24%	-20.61%	--	深交所
7153.KL	KOSSAN	48.88	23.58	0.76	1.48	19.61%	-34.08%	-65.22%	马交所

资料来源：IFind，tradingcomps.com，华安证券研究所

注：估值倍数为 ttm（最近 12 个月），ROE（净资产回报率）和 CAGR（年复合增速）依据过去三个财年进行计算

市值取自 2025 年 12 月 19 日收盘价对应市值

4.2 投资建议

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入将分别达到 98.92 亿元、117.27 亿元和 138.43 亿元，同比增长分别为 3.87%、18.55%和 18.04%，归母净利润分别为 11.86 亿元、17.87 亿元、22.21 亿元，同比增长-19.1%、50.7%和 24.3%。2025-2027 年对应的 EPS 分别为 1.81 元、2.73 元和 3.39 元，对应的 PE 分别为 24x、16x 和 13x。考虑公司是全球一次性手套行业的头部企业，成本优势显著，产能扩充有望带动公司业绩持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

产能投放不及预期的风险。目前公司新增产能不能顺利投放，则对公司盈利增速造成重大影响。

原材料上涨超预期的风险。公司的毛利率影响因素中原材料占比较高，如果原材料大幅上涨而不能顺利传导到终端手套价格的话，公司的盈利能力也将受到冲击。

市场竞争加剧的风险。如果海外手套大厂竞争策略发生变化，市场竞争加剧的话，则公司的盈利能力也会受到重大冲击。

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21955	26639	28495	30961
现金	12014	10625	10914	12877
应收账款	1363	1374	1629	1923
其他应收款	78	69	81	96
预付账款	204	211	1033	694
存货	1265	1252	1460	1695
其他流动资产	7030	13108	13379	13676
非流动资产	12676	13202	13436	13536
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8501	8906	9170	9295
无形资产	767	740	712	685
其他非流动资产	3408	3556	3554	3556
资产总计	34631	39841	41932	44496
流动负债	14683	19115	19436	19801
短期借款	12666	16666	16666	16666
应付账款	766	793	925	1073
其他流动负债	1251	1656	1845	2062
非流动负债	2267	2042	2042	2042
长期借款	165	165	165	165
其他非流动负债	2101	1877	1877	1877
负债合计	16949	21157	21478	21843
少数股东权益	278	299	331	370
股本	646	655	655	655
资本公积	1114	1105	1105	1105
留存收益	15644	16625	18363	20522
归属母公司股东权益	17404	18385	20123	22282
负债和股东权益	34631	39841	41932	44496

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1079	2515	1841	3486
净利润	1492	1207	1819	2260
折旧摊销	865	1062	1198	1334
财务费用	-194	298	338	338
投资损失	-64	-99	-235	-277
营运资金变动	-898	443	-984	132
其他经营现金流	2269	367	2507	1827
投资活动现金流	-3868	-7482	-1165	-1123
资本支出	-1787	-1400	-1400	-1400
长期投资	-2336	-6190	0	0
其他投资现金流	255	108	235	277
筹资活动现金流	1425	3657	-387	-399
短期借款	5632	4000	0	0
长期借款	90	0	0	0
普通股增加	-10	9	0	0
资本公积增加	-173	-9	0	0
其他筹资现金流	-4114	-343	-387	-399
现金净增加额	-1304	-1389	288	1964

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9523	9892	11727	13843
营业成本	7272	7513	8760	10169
营业税金及附加	66	68	81	95
销售费用	288	300	355	419
管理费用	518	548	662	795
财务费用	-437	68	20	11
资产减值损失	-109	0	0	0
公允价值变动收益	280	161	295	301
投资净收益	63	99	235	277
营业利润	1677	1302	1961	2438
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	70	0	0	0
利润总额	1609	1302	1961	2438
所得税	117	95	143	178
净利润	1492	1207	1819	2260
少数股东损益	26	21	32	40
归属母公司净利润	1465	1186	1787	2221
EBITDA	1795.52	2431.45	3179.04	3782.99
EPS (元)	2.26	1.81	2.73	3.39

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	37.6%	3.9%	18.6%	18.0%
营业利润	282.0%	-22.4%	50.7%	24.3%
归属于母公司净利润	282.6%	-19.1%	50.7%	24.3%
获利能力				
毛利率(%)	23.6%	24.0%	25.3%	26.5%
单位:百万元	15.4%	12.0%	15.2%	16.0%
ROE(%)	8.4%	6.4%	8.9%	10.0%
ROIC(%)	2.8%	3.5%	4.9%	5.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	48.9%	53.1%	51.2%	49.1%
净负债比率(%)	95.9%	113.2%	105.0%	96.4%
流动比率	1.50	1.39	1.47	1.56
速动比率	1.38	1.31	1.33	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.27	0.29	0.32
应收账款周转率	8.33	7.23	7.81	7.80
应付账款周转率	9.49	9.64	10.20	10.18
每股指标(元)				
每股收益	2.26	1.81	2.73	3.39
每股经营现金流(摊薄)	1.65	3.84	2.81	5.32
每股净资产	26.93	28.06	30.71	34.01
估值比率				
P/E	11.19	24.12	16.01	12.88
P/B	0.94	1.56	1.42	1.28
EV/EBITDA	9.80	14.55	11.04	8.75

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。