华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

公司研究
公司首次覆盖
证券研究报告

英科再生（688087.SH）

买入（首次评级）

产品推新、渠道复用、产能出海，成长正当时

投资要点：

➢ **卡位全产业链的资源循环再生利用制造商，装饰建材筑起第二成长曲线。**公司成立于 2005 年，是一家资源循环再生利用的高科技制造商。当前成品框+装饰建材为业绩贡献主体，装饰建材作为第二成长曲线，渠道端面向零售商客户，商业模式、渠道复用性优，产品端以环保材料+实用功能+轻工匠+潮流设计打造差异化，在海外 C 端具备较强竞争力。26H1 成品框、装饰建材、再生塑料、塑料回收设备营收占比为 40.0%、38.4%、19.8%、0.8%，同比分别+25.3%、+32.5%、+22.8%、+49.2%。25 年公司实现营收 35.46 亿元、同比+21.29%，归母净利 2.86 亿元、同比-7.02%；26H1 营收同比+28.8%、归母净利同比+5.3%，扣非净利同比+127%，剔除汇兑影响后我们测算公司 26H1 经营性利润同比+75%、经营性净利率 13%。

➢ **与市场不同的观点：产品端持续新、渠道端资源复用，未来增长动力充足。**1）部分投资者担忧公司成品框业务相对成熟，增长难度大。我们认为，一方面，成品框市场广阔和海外订单结构性倾斜，2025 年欧美成品框（镜框、相框、画框）进口金额超 60 亿美元；且公司作为赛道唯一上市公司，依托东南亚产能布局有望承接欧美转移订单。另一方面，公司近年加大成品框产品推新、成效显著，1H26 成品框收入增长 25.3%，市场份额加速提升。2）部分投资者担忧公司装饰建材高增长的持续性。我们认为，一方面，据公司年报转引的 QYResearch，2024 年全球墙面装饰材料市场规模 1,378 亿美元，预计到 2028 年增至 1850 亿美元，市场空间大。另一方面，根据公司 26 年中报，近年公司装饰建材销售区域逐步向美洲市场拓展，成品框和装饰建材产品持续推新、渠道复用率达 30%~50%，成长逻辑稳固。3）部分投资者担忧油价波动制约公司再生塑料板块盈利。我们认为，26H1 虽原油高位利好公司再生塑料业务，但油价上行也带动废料成本上涨；中长期即使油价回落，该业务保持稳定盈利仍可期待。首先，公司再生塑料业务 26H1 营收占比 20%、毛利占比 11%，对整体盈利扰动可控；其次，该业务 80%以上已出口，海外毛利率优于国内；再次，公司原料配置结构优势突出，高附加值 A 级料外销受益新料涨价，B、C 级料自用、成本可控，可有效对冲油价波动风险。

➢ **中国+东南亚产能布局加速，制造效能有望持续提升。**公司总部位于山东淄博，拥有上海奉贤、安徽六安、江苏镇江、马来西亚及越南基地，目前产品销至全球超 130 个国家，外销收入占比从 2020 年的 76.8%升至 1H26 的 92%，H1 外销收入同比+34%。公司于 2019 年开始布局越南清化基地，24 年越南工厂一期满产，25Q2 越南二期投产，26 年中越南三期已投产，三期合计产能可覆盖美国全部订单，制造协同效应有望进一步释放。

➢ **回购&股权激励彰显发展信心，首次覆盖给予“买入”评级。**公司于 25 年实施回购和股权激励绑定核心团队利益，彰显发展信心。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.81 亿元、4.73 亿元、5.83 亿元，增速分别为 33%、24%、23%，对应 26 年 PE 为 15X。我们认为，公司多元化、一站式 C 端产品打开成长空间，产能出海有望优化盈利，在资源循环再生利用领域的一体化模式稀缺，首次覆盖给予“买入”评级。

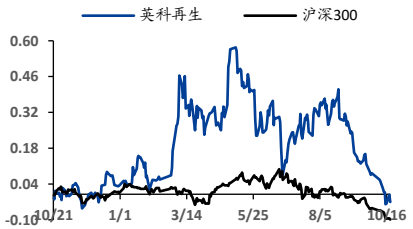
➢ **风险提示：**市场竞争风险、原材料风险、汇率波动的风险

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,924	3,546	4,377	5,145	5,886
增长率	19%	21%	23%	18%	14%
归母净利（百万元）	307	286	381	473	583
增长率	57%	-7%	33%	24%	23%
EPS（元/股）	1.59	1.48	1.97	2.45	3.02
市盈率（P/E）	18.1	19.5	14.6	11.8	9.5

基本数据

日期	2026-10-20
收盘价:	28.79 元
总股本/流通股本(百万股)	193.14/187.57
流通 A 股市值(百万元)	5,400.10
每股净资产(元)	15.24
资产负债率(%)	62.41
一年内最高/最低价(元)	47.29/27.93

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： **汪浚哲(S0210524050024)**
wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

市净率（P/B）	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 公司简介：产品多元化、渠道全球化 5
1.1 全产业链布局的资源循环再生利用制造商 5
1.2 股权结构：实控人持股比例较高，员工持股共享发展 7
1.3 财务概况：近年营收稳增、经营利润率提升 7
2 产品持续推新、渠道资源复用，成长逻辑稳固 10
2.1 行业：从成品框到装饰建材，拓展千亿美元市场 10
2.2 公司：装饰建材筑起第二成长曲线，产品力渠道力是长期动能 12
3 产能转移红利向上，中国+东南亚制造布局加速 19
4 回购&股权激励彰显发展信心 21
5 盈利预测与投资建议 22
5.1 盈利预测 22
5.2 投资建议 23
6 风险提示 24

图表目录

图表 1: 公司发展历程 5
图表 2: 三大业务示意图 6
图表 3: 2017-26H1 营收产品结构百分比柱图 7
图表 4: 2017-26H1 营收区域结构百分比柱图 7
图表 5: 截止 1H26 公司股权结构图 7
图表 6: 公司营收及同比增速 8
图表 7: 公司归母净利及同比增速 8
图表 8: 剔除汇兑影响后近年利润表现亮眼 8
图表 9: 近年经营性盈利持续提升 8
图表 10: 2017-26H1 期间费用率 8
图表 11: 2017-2025 净营业周期&存货周转率 8
图表 12: 美国、欧盟塑料框进口额趋势 10
图表 13: 美国、欧盟塑料框进口来源国占比 10
图表 14: 全球墙面装饰材料规模 11
图表 15: 环保装饰材料 2025 年分地区规模与增速 11
图表 16: 美国、欧盟塑料墙板/地板进口额趋势 12
图表 17: 美国、欧盟塑料墙板/地板进口来源国占比 12
图表 18: 2017-2025 分产品营收绝对值的柱图（百万元） 12
图表 19: 2017-2025 年前五名客户营收占比 12
图表 20: PS 循环模式 14
图表 21: PET 循环模式 14
图表 22: 2017-26H1 公司再生塑料收入及增速 15
图表 23: 再生塑料板块毛利率 1H26 提升 15
图表 24: 公司主要产品历年毛利额贡献情况 15
图表 25: 公司装饰建材产品核心优势 16
图表 26: 公司装饰建材业务“家居墙面装饰一站式解决方案” 16
图表 27: 公司装饰建材产品系列持续推新 17
图表 28: 成品框历史营收规模及增速 17
图表 29: 装饰建材历史营收规模及增速 17
图表 30: 成品框历史销量及均价 17
图表 31: 装饰建材历史销量及均价 17
图表 32: 美国 Home Improvement& Gardening Store 公司零售额份额 18
图表 33: 家得宝近年营收保持稳健增长 18
图表 34: 内外销营收规模及增速 19
图表 35: 内外销业务的毛利率 19

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表 36: 公司主要产能建设项目明细 20
图表 37: 越南子公司收入规模持续扩大 20
图表 38: 1H26 越南子公司盈利规模持续扩大 20
图表 39: 公司越南清化基地（一、二期） 21
图表 40: 公司越南清化基地（三期） 21
图表 41: 股权激励业绩考核条件（亿元） 21
图表 42: 公司业绩拆分预测表（百万元） 22
图表 43: 可比公司估值表 23
图表 44: 财务预测摘要 25

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

1 公司简介：产品多元化、渠道全球化

1.1 全产业链布局的资源循环再生利用制造商

公司成立于 2005 年，是一家资源循环再生利用的高科技制造商。凭借在可再生塑料领域超 20 年的深厚积淀，公司创新性打通塑料循环再利用全产业链，构建起全球化渠道网络，涵盖回收、再生、利用三大业务板块，形成“成品框、装饰建材、再生塑料、环保设备”四大主营产品矩阵。

从产业链上游看，公司拥有减容、造粒、清洗等设备，实现了从单一设备供应商向综合系统解决方案提供商的转型，提升回收效率与质量，开辟新盈利渠道。1）前端环节，环保设备优势为原料供应稳定与客户粘性提升提供保障，增强了企业的抗风险能力。2）中游环节，r-PS、r-PET、r-PE 等多种再生塑料粒子的生产，展现了公司在塑料再生与改性方面的技术实力，为下游产品生产提供高品质、环保的原材料，实现资源的高效利用。3）下游环节，成品框、装饰建材等高附加值家居消费品借助渠道优势，面向全球市场营销，2025 年营收占比超 75%，为公司经营业绩的稳健增长筑牢根基。

图表1：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表2：三大业务示意图

塑料回收领域


泡沫冷压机系列


泡沫压缩机系列


泡沫热熔机系列

塑料再生领域


r-PS塑料粒子


r-PS塑料粒子


r-PS塑料粒子


r-PET塑料粒子


r-PET片材

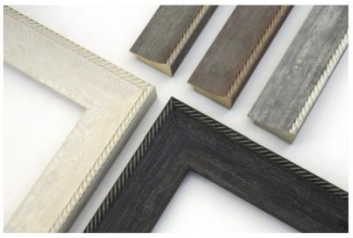

r-PET包装盒

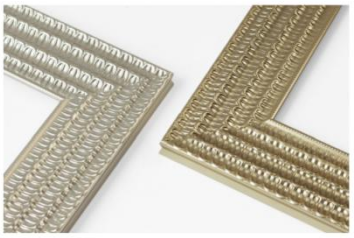
塑料利用领域


PS装饰线条 (踢脚线)

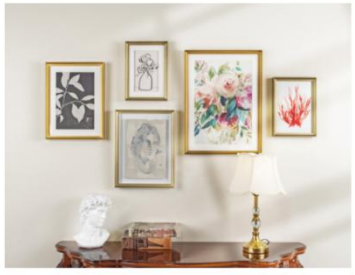

PS装饰线条 (墙板)


PS装饰线条 (顶角线)


PS画框线条 (木纹)


PS画框线条 (金属)


PS画框线条 (深压花)


PS环保画框


PS环保相框

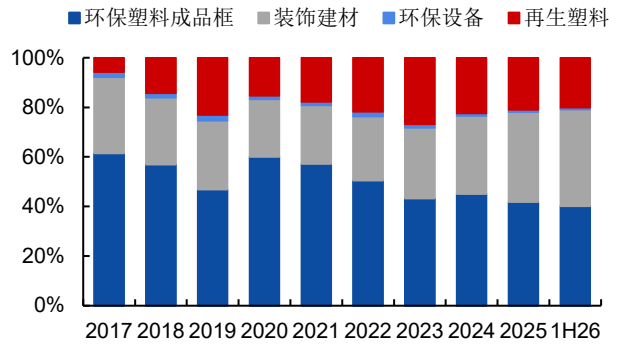

PS环保镜框

数据来源：公司官网，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

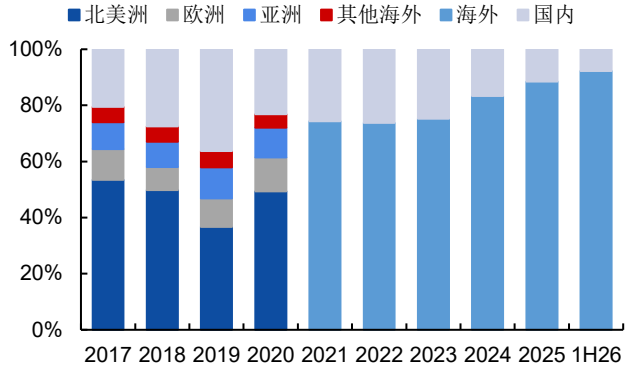
业务结构看，2025 年公司成品框、装饰建材、再生塑料、环保设备营收占比分别为 41.7%、36.1%、20.8%、0.9%，同比增速分别为+12.6%、+39.8%、+13.7%、-7.8%。26H1 公司内销、外销营收占比分别为 7.7%、92.3%，内外销营收同比增速分别为-10.9%、+33.8%。26H1 公司主要业务实现快速增长，其中成品框、装饰建材、环保设备、再生塑料营收分别同比+25%、+33%、+49%、+23%。

图表3：2017-26H1 营收产品结构百分比柱图



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表4：2017-26H1 营收区域结构百分比柱图



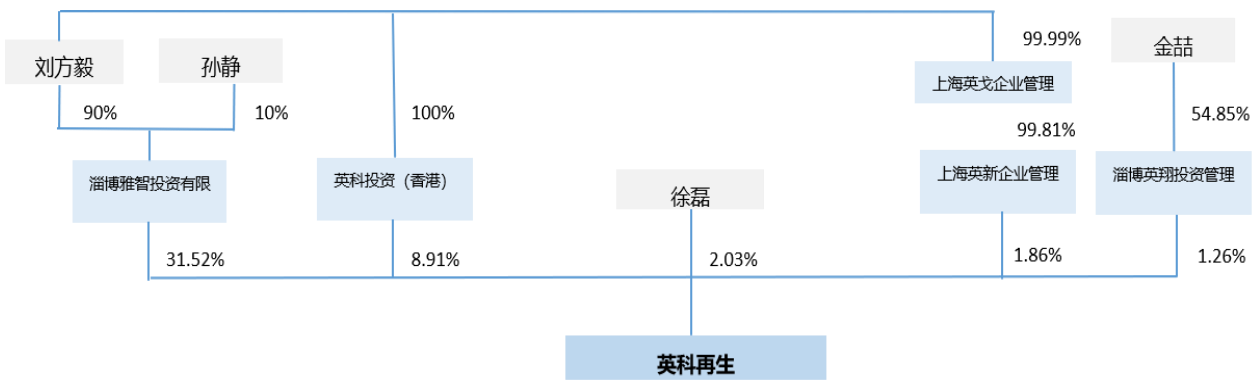
数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

1.2 股权结构：实控人持股比例较高，员工持股共享发展

公司实控人为创始人、董事长刘方毅先生，通过淄博雅智投资有限公司、英科投资（香港）有限公司、上海英新企业管理服务中心间接持有公司约 39%股份。实控人刘方毅先生同时为英科医疗董事长，在可再生塑料全产业链的跨国管理上拥有深厚的行业资源。

公司设有淄博英翔投资管理有限公司等员工持股平台，主要高管与公司及股东利益绑定。公司上市以来实施两轮股权激励，2025 年 5 月新一期股权激励方案设定 2025-2029 年考核年度，期间收入、净利润目标值 CAGR 为 15%。2025 年公司已达成激励当年收入激励目标值，达成激励当年利润触发值。

图表5：截止 1H26 公司股权结构图



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

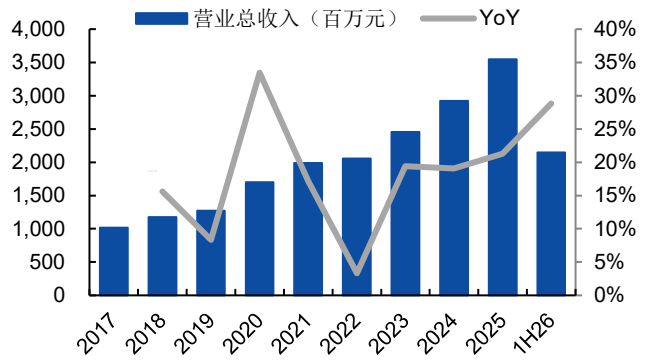
1.3 财务概况：近年营收稳增、经营利润率提升

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

2017-2025 年公司营收、归母净利 CAGR 分别为 16.9%、19.8%，2025 年公司实现营收 35.46 亿元、同比+21.3%，实现归母净利 2.86 亿元、同比-7%。2026H1，公司实现营业收入 21.5 亿元、同比+28.8%，实现归母净利 1.54 亿元、同比+5.3%，归母利润增速低于收入主要为汇率及理财产品公允价值波动所致，扣非净利 2.12 亿元，同比+127%。

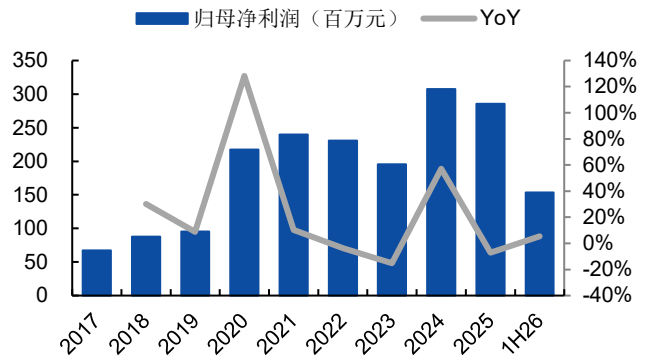
近年来经营利润率提升。2025 年公司毛利率 24.6%、同比基本持平，归母净利率 8.1%、同比-2.5pct，主要为汇兑相关的财务费用率、公允价值变动等非经营性影响，若仅看公司经营性表现，25 年公司经营性利润率为 9.7%（仅考虑营业成本、销售、管理、研发费用）、同比+1.19pct。26H1 公司实现毛利率为 28.7%同比+3.4pct，归母净利率 7.2%同比-1.6pct，而经营性利润率（仅考虑营业成本、销售、管理、研发费用）同比+3.4pct。由于近两年汇率波动较大，对公司报表利润扰动较大，若剔除汇兑相关科目影响，我们测算 2024-2025 年、26H1 公司经营利润同比分别同比+44%、+38%、+75%，26H1 经营利润率 13%，经营质量明显提升。

图表6：公司营收及同比增速



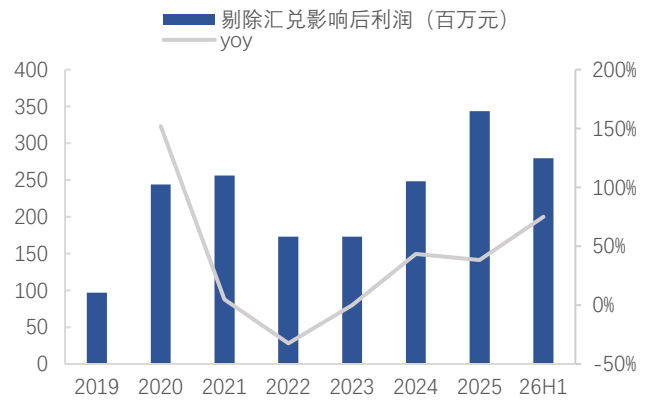
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表7：公司归母净利及同比增速



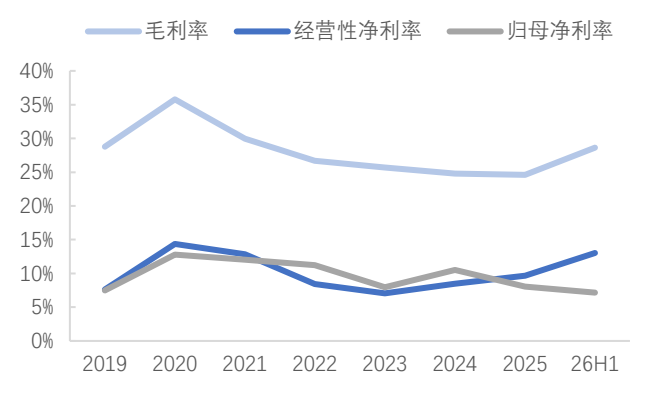
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表8：剔除汇兑影响后近年利润表现亮眼



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表9：近年经营性盈利持续提升

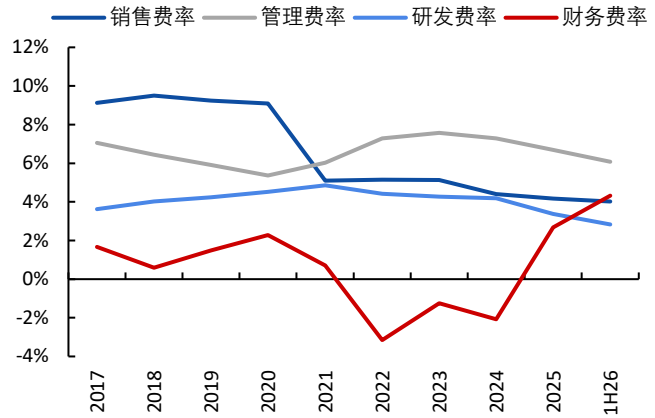


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

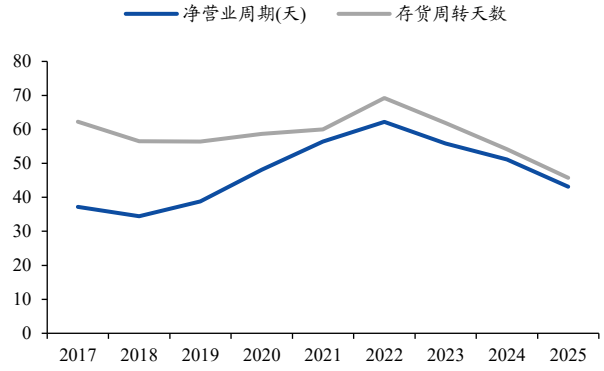
图表10：2017-26H1 期间费用率

图表11：2017-2025 净营业周期&存货周转率

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

2 产品持续推新、渠道资源复用，成长逻辑稳固

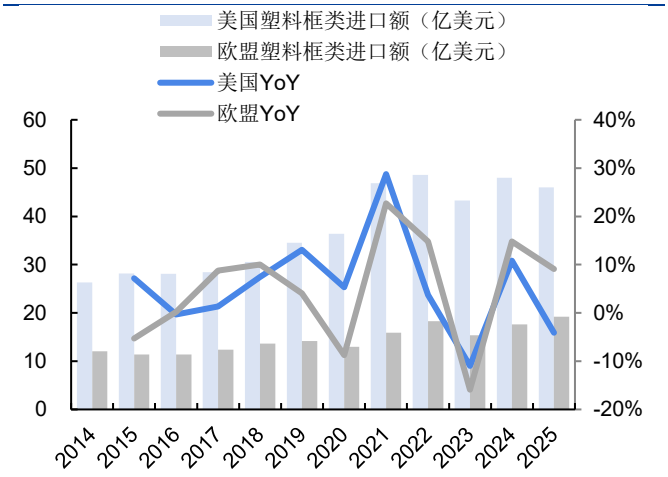
2.1 行业：从成品框到装饰建材，拓展千亿美元市场

随着再生塑料市场快速发展，产业链上下游之间的关系也在发生深刻变化。上游原料供应商更加注重原料的来源和质量控制，以确保再生塑料的品质和可持续性。下游应用领域则不断拓展，从传统包装行业逐渐向消费品、建筑建材等更多领域延伸。销售渠道方面，线下渠道与线上平台相结合的模式成为主流，为再生塑料产品的推广和销售提供了更多可能性。

再生塑料下游从成品框到装饰建材，市场空间大，中国企业份额领先。以公司为代表的中国再生塑料厂商积极拓展国际市场，提升品牌影响力，近年公司重点拓展再生塑料的下游高值化领域，尤其是面向全球家居墙面装饰一站式整体解决方案的提供，部分终端产品同比增幅显著。

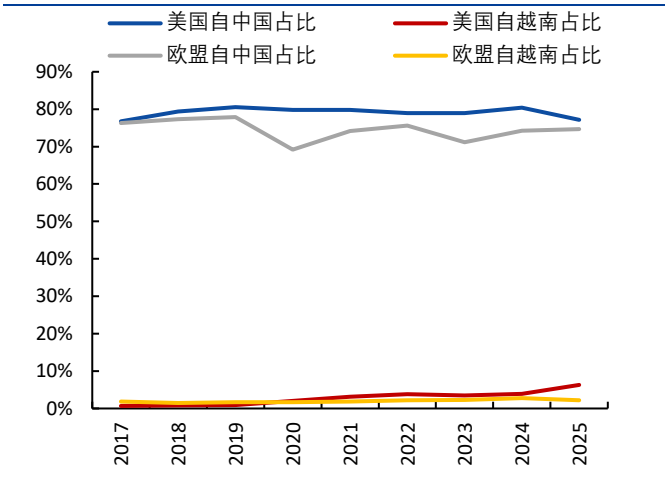
1）成品框行业：2025 年美国、欧盟的塑料装饰成品框（镜框、相框、画框，主要统计 392490、392640 两项海关编码）进口金额分别约 46 亿美元、19 亿美元。从贸易分布情况看，中国长期作为欧美该产品最大进口来源国，凸显中国企业在该领域的供应优势。与此同时，越南在欧美成品框进口市场的份额正逐步攀升，成为影响市场格局的新变量。特别是 2025 年在美国贸易政策频繁变化的背景下，美国自越南塑料框类进口额占比自 2024 年的 3.9%提升至 6.3%。

图表12：美国、欧盟塑料框进口额趋势



数据来源：UN Comtrade，华福证券研究所

图表13：美国、欧盟塑料框进口来源国占比



数据来源：UN Comtrade，华福证券研究所

成品框领域，英科再生是全球最大的成品框制造商之一。在客户端，公司的成品框主要销售至 Target、家得宝、劳氏、 Hobby Lobby、 Zara Home、 Nitori 等全球知名综合或家居零售商。行业内其他中小型竞争对手主要集中在浙江、广东等家居装饰和工艺品产业链为核心的出口基地，随着主流市场美国的关税政策日益趋严，行业产能向外转移持续推进，公司凭借全球化制造布局及原材料到制成品的一体化优势，后续仍有望在成品框市场保持领先地位。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

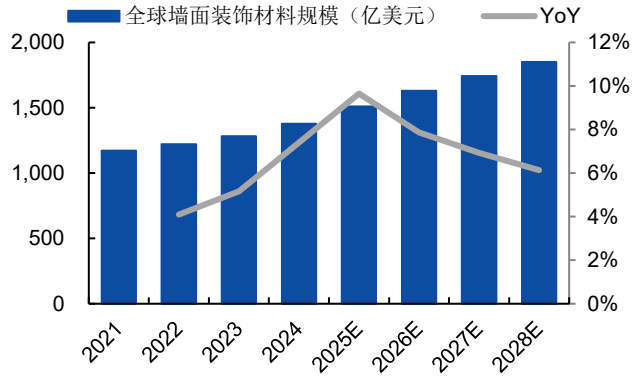
相较于其他中小厂商，公司能提供给终端零售店汇集产品设计、研发、制造、营销、服务于一体的整体解决方案，客户、渠道粘性不断增强。公司在产品材质上，立足再生塑料核心优势，同步拓展至以 MDF、铝合金、铁艺等多材质产品矩阵，持续丰富框型结构、外观款式与风格设计，全面覆盖不同应用场 景与消费层级需求。依托强大的自主研发与快速迭代能力，公司保持每年迭代开发上万个 SKU，可灵活适配潮流化、个性化、小批量定制等差异化订单需求。截止 2025 年，公司与全球 300 多家连锁零售商建立起直接的合作关系，与零售商合作贡献的收入已占到成品框销售收入的 75% 以上，充分彰显了公司在成品框这一非标品、细分赛道的客户渠道优势。

2）装饰建材行业：据公司年报转引的 QYResearch 数据，2024 年全球墙面装饰材料市场规模已达 1,378 亿美元，2021-2028 年复合增长率预计为 6.74%，到 2028 年将进一步攀升至 1,850 亿美元。

近年来，欧美市场对墙面装饰材料的需求正经历结构性转变，核心趋势围绕材质替代、轻工匠化、便捷安装、环保性能、潮流美学展开，这一变化既受消费观念革新驱动，也与技术迭代和政策导向深度关联。

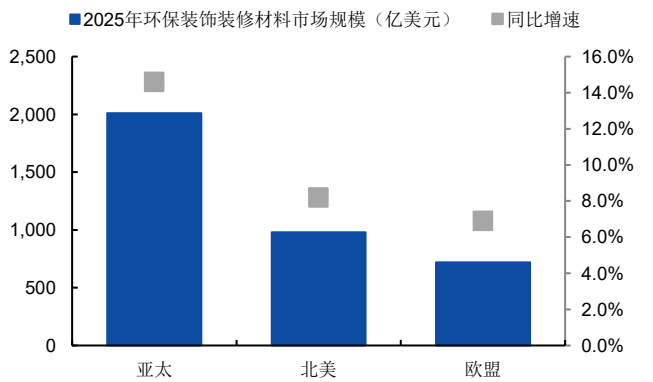
其中，新型绿色墙面建材凭借零甲醛、低 VOC、防水防潮、易安装、可循环等特性，快速替代传统墙面建材，成为细分领域增长主力。在环保装饰建材领域，根据 GEP Research，2025 年包括了墙面装饰的全球环保装饰装修材料市场规模达到约 4,280 亿美元，2020 年以来 CAGR 达 12.3%的高位水平，25 年北美与欧盟市场规模分别为 980 亿美元、720 亿美元，同比增速分别达 8.2%、6.9%。

图表14：全球墙面装饰材料规模



数据来源：公司公告，QYResearch，华福证券研究所

图表15：环保装饰材料 2025 年分地区规模与增速



数据来源：GEP Research（全球环保研究网），华福证券研究所

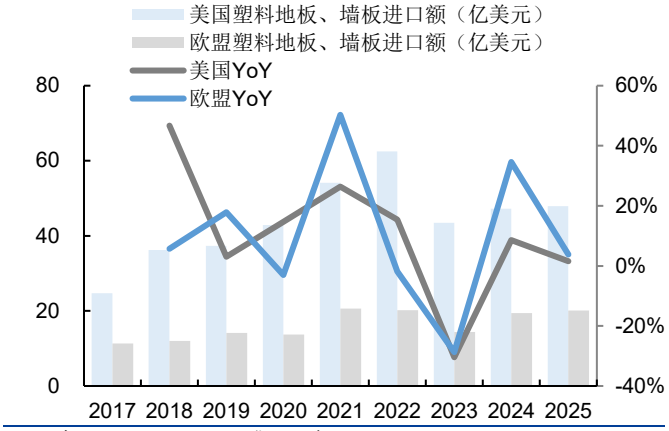
在塑料装饰建材领域，当前主流材料为 PVC 板材，主要由于其综合性价比较高、质地坚硬、抗压强度高且有阻燃性，被广泛应用于地板、墙面等室内装饰领域。

塑料装饰建材的贸易分布情况方面，2025 年美国、欧盟的塑料地板、墙板（采用 3918 海关编码）进口金额分别约 48 亿美元、20 亿美元。其中美国进口来源国在

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

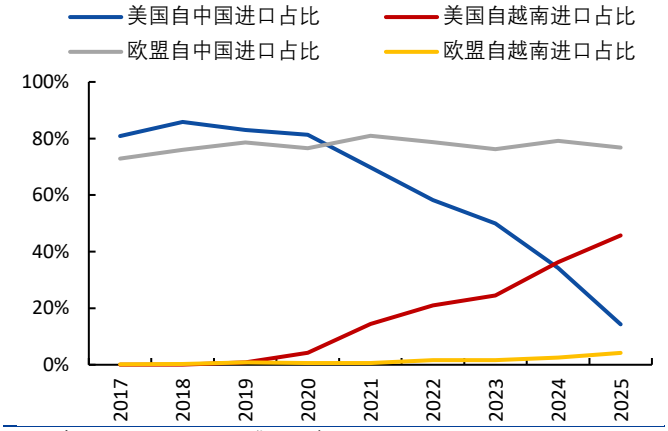
2019 年后发生了显著变化，越南显著提升至 25 年的 46%，占据主导地位；而中国的份额自 2017 年 80.92%降低至 25 年的 14.29%。欧盟进口来源国方面，目前中国仍为欧盟国家塑料装饰建材的主要供应国，2025 年份额约 77%，但 22-25 年越南的供应份额也从约 1.6%提升至约 4.2%。

图表16：美国、欧盟塑料墙板/地板进口额趋势



数据来源：UN Comtrade，华福证券研究所

图表17：美国、欧盟塑料墙板/地板进口来源国占比



数据来源：UN Comtrade，华福证券研究所

2.2 公司：装饰建材筑起第二成长曲线，产品力渠道力是长期动能

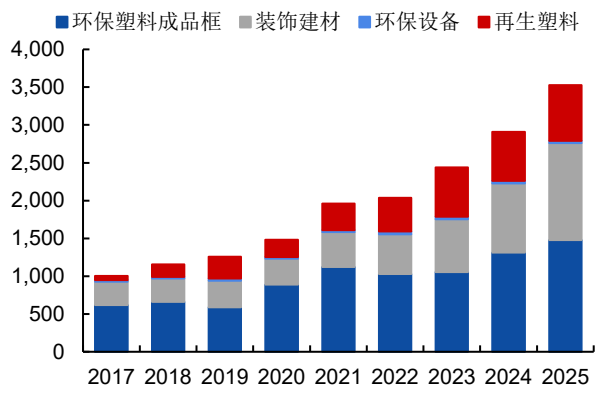
公司围绕“家居墙面装饰一站式解决方案”的战略主轴，凭借在可再生塑料领域超 20 年的深厚积淀，构建起全球化渠道网络，涵盖回收、再生、利用三大业务板块，高值化应用的利用端产品是公司近年的拓展重点。围绕三大业务板块，公司形成了“成品框、装饰建材、再生塑料、环保设备”四大主营产品矩阵，成品框和装饰建材是近年营收增长主要驱动。2025 年，公司前五名客户销售额合计占营收比例 15.76%，客户结构较分散、无单一大客户依赖。

从公司产品拆分来看，从上、中、下链条主要分为回收端（环保设备）、再生端（塑料粒子）、利用端（成品框、装饰建材），当前公司核心业绩驱动来自利用端装饰建材放量。我们认为，公司的核心投资亮点为装饰建材第二增长曲线在渠道客户拓展、品类制造全球化上行期带动下的快速放量；同时，产业链一体化筑牢公司综合竞争力底盘。

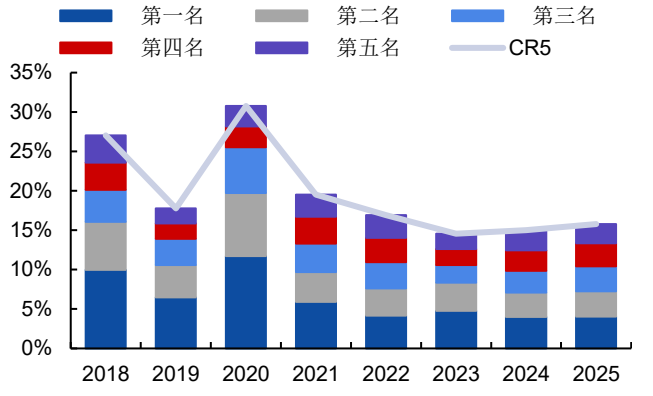
图表18：2017-2025 分产品营收绝对值的柱图（百万元）

图表19：2017-2025 年前五名客户营收占比

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

1） 回收端——环保设备，面向全球销售，在获得设备销售利润的同时，亦有助于和回收点建立长期合作关系。公司从国内外回收可再生塑料，是再生塑料循环经济中的“减量化”（Reduce）环节。目前，公司在全球从累计 1,300 多个回收网点采购可再生塑料原料，形成了覆盖国内外的塑料回收网络体系。

2） 再生端——再生塑料，运用先进的再生造粒技术将使用过的塑料制成再生塑料粒子，成为工业原材料。①再生 PS 粒子：回收的 PS 塑料，经过微细粉碎、自动化除杂分离等预处理后，通过螺杆挤出机熔融塑化、高精细过滤、蒸发排气、一体式切粒等工艺处理，运用分子链修复技术和塑料改性技术等再生造粒技术，制得再生 PS 粒子。目前公司生产的再生 PS 粒子，一部分直接销售给下游塑料制品企业，一部分自用制成再生塑料制品。②再生 PET 粒子：回收的 PET 瓶砖，经过破碎、清洗、脱标、自动分选、造粒、增粘等环节，制得再生 PET 粒子。公司在马来西亚“5 万吨/年 PET 回收再生项目”，产品可分为食品级再生粒子、纤维级再生粒子及片材三类。其中，食品级再生粒子，目前得益于欧盟法规强制性添加、大品牌商承诺使用等因素，市场售价高于原生 PET 粒子，呈现价格倒挂现象。③再生 PET 片材：以再生 PET 净片为原材料，运用多层共挤技术，制成复合材质的高品质 r-PET 片材。采用产品为 ABA 三层共挤结构，外面两层是新料 PET，中间一层是回收再生 PET，再生 PET 片材可用于吸塑成型，具有高强度、高透光特性。④再生 PE/PP 粒子：在 PET 瓶砖清洗过程中，分离对应的 PE/PP 瓶盖料、标签，经过清洗、熔融塑化、高精细过滤、脱挥排气、切粒成型、去除异味等工艺制备成再生 PE/PP 粒子。近年来，再生 PE/PP 在终端应用的需求量持续增长，可广泛应用于工业包装、建筑、电子、家电、汽车等领域，市场需求潜力大。

图表20：PS 循环模式



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表21：PET 循环模式



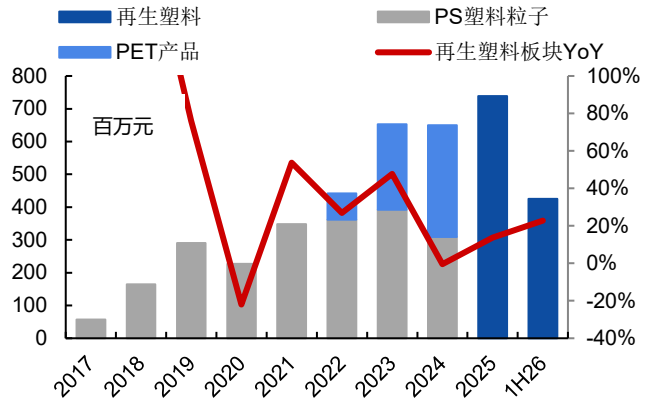
数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司再生塑料板块收入自 2017 年的 0.57 亿元提升至 2025 年的 7.39 亿元，CAGR 达 37.8%。26H1 再生塑料板块实现营收 4.25 亿元同比+22.8%。毛利率方面，再生塑料粒子售价主要受新料粒子价格波动影响，新料粒子作为石油提炼合成得到的化工产品，与原油价格走势具有相关性，而公司销售的再生 PS 粒子与新料粒子具备部分替代作用，因此当石油价格处于上涨阶段，再生塑料板块的毛利率也有较大的向上提升弹性，26H1 公司再生塑料板块毛利率为 15.8%同比+9.1pct。尽管短期原油价格变动为塑料粒子业务的盈利带来利好，但从公司经营角度看，一方面公司持续拓展高附加值再生产品，优化产品结构；另一方面依托海外基地全球化布局，分散区域市场与原料供给风险，通过成本管控、供应链优化稳定盈利水平。

此外，从公司各业务毛利贡献绝对额角度看，盈利波动较大的再生塑料板块毛利

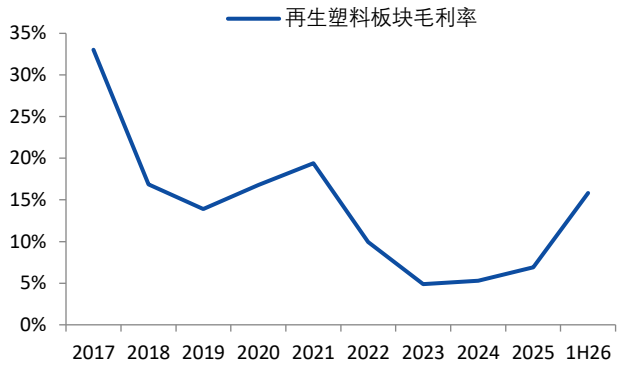
额绝对值占比较低，后续预计对公司盈利的边际影响相对较小。

图表22：2017-26H1 公司再生塑料收入及增速



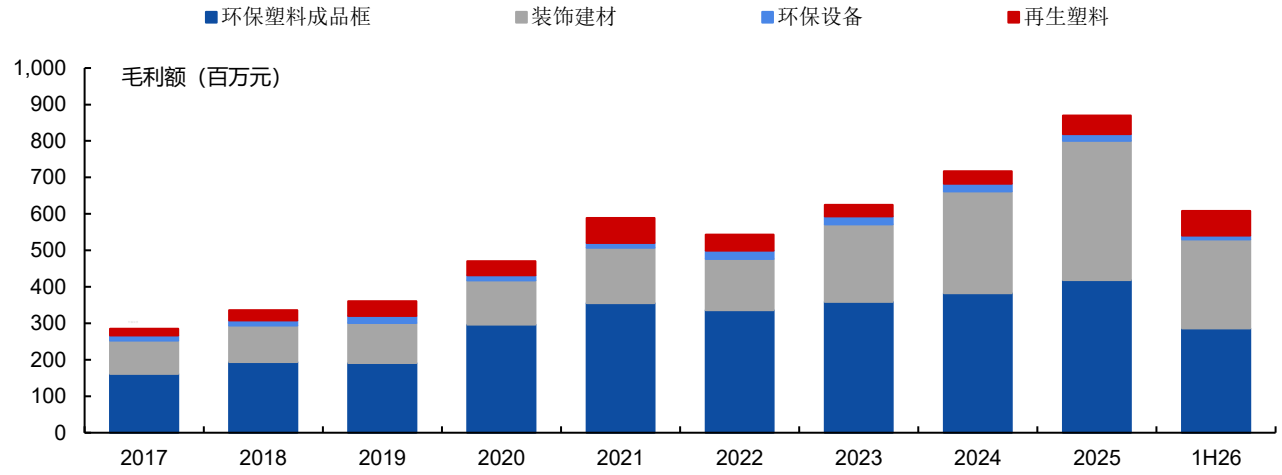
数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表23：再生塑料板块毛利率 1H26 提升



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表24：公司主要产品历年毛利额贡献情况

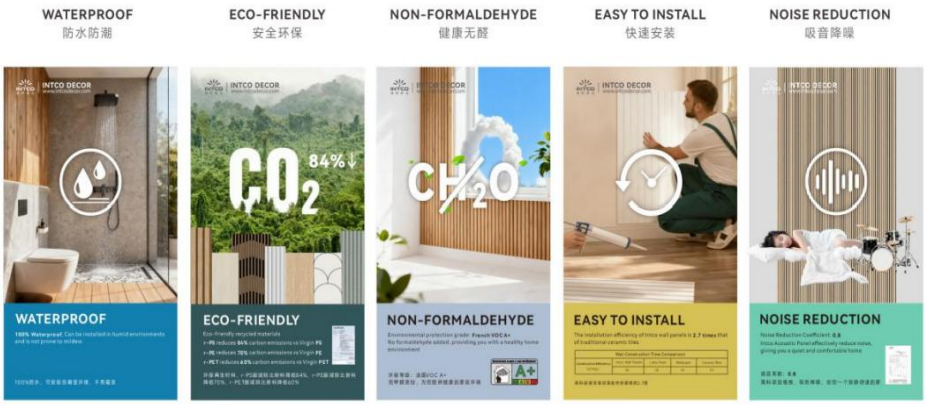


数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

3）利用端---成品框+装饰建材，通过独创的模具、微发泡共挤技术，公司研发出更具消费品属性的家居装饰品，成品框和装饰建材在终端&营销渠道等方面协同效应显著。①成品框（镜框、相框和画框）：相比传统木框，再生塑料框材具备耐磨、抗腐蚀等特性，表面处理工艺更简洁且品质稳定。此“以塑代木、变废为宝” 的工艺革新，打破了木制框的生产传统，简化了繁复工序，提升生产效率。随着环保成品框工艺的成熟，公司产品在原有仿木、仿石、仿金属基础上持续升级，外观设计更丰富、材料质感更逼真。②装饰建材：公司推出的装饰建材产品凭借轻工匠、易安装的显著特性，降低了终端用户的施工难度与时间成本。在欧美家庭中，业主无需聘请专业工匠，依照简易的安装指南，就能实现墙面装饰效果的更新；商业空间也能借此迅速完成风格转换，及时迎合市场需求与潮流变化。公司装饰建材凭借多材质、多应用场景的一站式产品整体解决方案优势，与当地众多家居零售商、建材商场建立了合作关系。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表25：公司装饰建材产品核心优势



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表26：公司装饰建材业务“家居墙面装饰一站式解决方案”



数据来源：公司公告，华福证券研究所

产品端：技术创新打造装饰建材在 C 端的强大竞争力。公司成品框和装饰建材两大类产品均呈现较强的 C 端属性。成品框消费端呈现“成熟稳健、高消费力、重设计与环保”等特性，公司作为细分品类龙头，立足再生塑料核心优势布局多材质产品矩阵，每年迭代开发上万个 SKU；装饰建材定位一站式墙面装饰解决方案，消费趋势呈现“材质替代、轻工匠化、便捷安装、环保性能、潮流美学”，公司产品在功能性能、个性化设计方面持续推陈出新。公司装饰建材产品功能集成突破传统局限，新型建材通过技术创新实现多性能叠加，如防水防潮、无甲醛、抗冲击、可回收等，有效替代墙纸、乳胶漆等难以实现此类功能的传统材料。同时，公司装饰建材产品主打轻工匠化与便捷安装，贴合欧美消费者家装 DIY 习惯与年轻群体对 “即装即住”的需求。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表27：公司装饰建材产品系列持续推新



数据来源：英科家居视频号，华福证券研究所

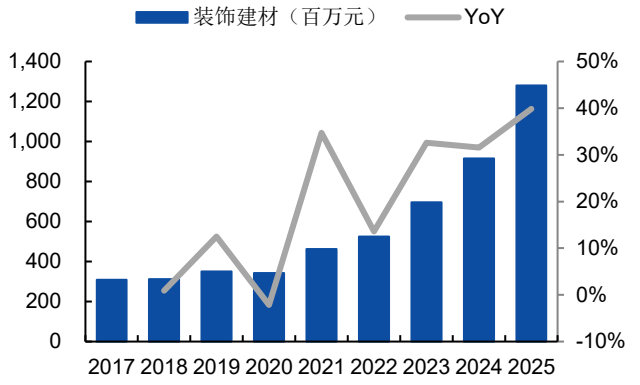
渠道端：成品框和装饰建材的渠道复用性优，协同效应强。1）终端渠道上，根据公司 2026 年中报，未来装饰建材与成品框约有 30%-50%复用优势，如全球大型家具装饰建材零售商同时采购公司成品框和装饰建材。2）营销渠道上，装饰建材重要的营销渠道包括全球建材经销商、工程商以及电商等，也得益于公司过去 20 年始终坚持的国际化战略，对不同国家、区域进行深耕，终端消费习惯有一定的共性参考。

图表28：成品框历史营收规模及增速



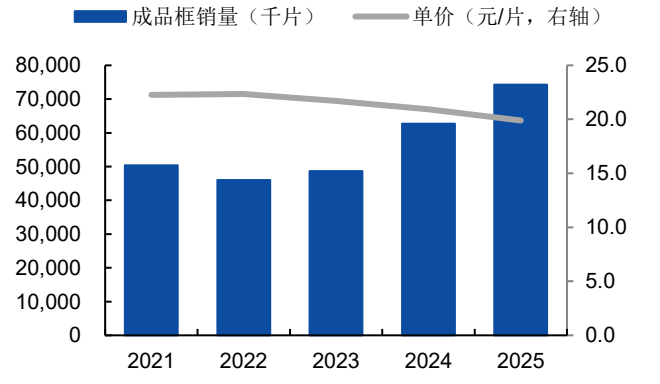
数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表29：装饰建材历史营收规模及增速



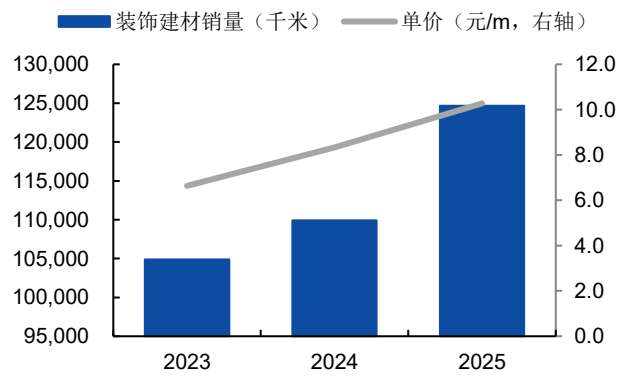
数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表30：成品框历史销量及均价



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表31：装饰建材历史销量及均价



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

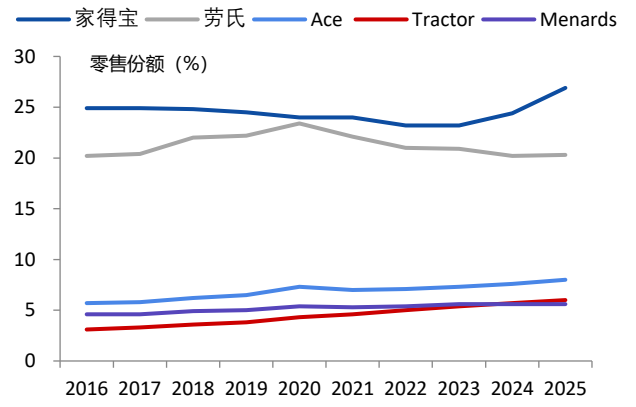
华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

渠道强复用支撑公司装饰建材销售区域从欧洲向美国市场拓展，下游渠道客户集中度高，有望进一步强化公司优势。英科再生的装饰建材业务目前以欧洲市场为核心，需求旺盛、增速领先；已着手开拓美国市场，依托成品框产品已有的大型零售商渠道，将欧洲畅销的装饰建材产品导入美国。公司针对涉及全球回收标准（GRS）认证的原料产品，严格要求上游供应商提供有效证明，确保原料来源的可追溯性与合规性，在自身全产业链闭环优势下，公司对原材料源头拥有较高的掌控力和透明度。2018-1H26 公司装饰建材业务实现快速增长，且装饰建材的毛利率基本保持在 30%左右，一体化模式下盈利稳定性优势突出。

从行业下游渠道客户的集中度来看，欧美装饰建材消费市场以大型渠道卖场为主，例如在美国，建材零售双雄家得宝、劳氏在 Home Improvement& Gardening Store 的零售份额常年领跑，欧洲主要国家建材零售店集中度亦较高。尽管近年来美国地产链相关消费受高利率压制相对疲软，但家得宝通过自身供应链持续升级优化、收购建材相关企业补齐在专业客户领域的竞争力，市场份额仍在持续提升，收入端保持中个位数左右稳健增长。

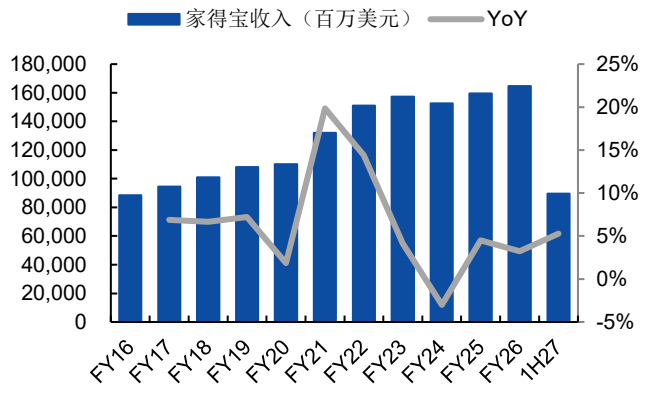
综上我们认为，在欧美下游建材类客户集中度高、龙头优势明显的背景下，与头部客户合作对装饰建材出口企业的边际拉动效果明显；轻量化易安装墙板渗透率提升的行业β，叠加公司自身产品优势、客户拓展等经营端α，未来增长动充足。

图表32：美国 Home Improvement& Gardening Store 公司零售额份额



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表33：家得宝近年营收保持稳健增长



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

3 产能转移红利向上，中国+东南亚制造布局加速

近年来中美贸易摩擦频繁，地缘冲突又进一步加剧了全球供应链的不确定性。海外大型零售商对供应链分散、安全的诉求也被提升到重要高度，例如家得宝在 25 年业绩会表示目前已将中国采购份额从 2018 年的 25%降至 15%以下，并计划 2026 年单一国家采购占比不超过 10%。

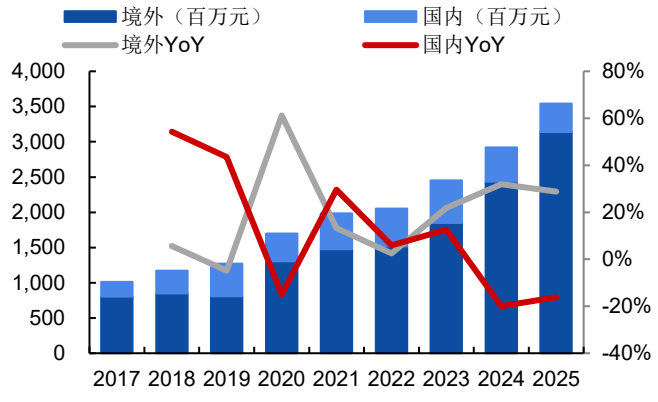
公司通过产能全球化布局，以国内生产基地重点布局非美市场、精准匹配区域客户需求；以越南基地聚焦美国核心市场，依托区位与贸易优势深耕海外赛道，持续拓宽国际市场份额。截止 26H1，公司产品出口占比超过 90%，欧美区域市场占比超 75%，覆盖全球 130 多个国家和地区，多元化市场布局有效对冲单一市场波动风险。

公司核心业务利用端的成品框、装饰建材产能出海瞄准越南，一期产能于 2022 年竣工，相比于行业内其他竞争对手，特别是对比资金实力、管理能力较弱的中小企业，公司产能出海在本轮制造出海周期中已铸起先发优势壁垒，全球化生产布局有望助力公司份额持续提升。

公司总部位于山东淄博，旗下拥有上海奉贤、安徽六安、江苏镇江、马来西亚及越南基地。公司内销业务主要为再生塑料粒子销售、小部分成品框等利用端产品销售，内销规模占总体收入、毛利体量较低。

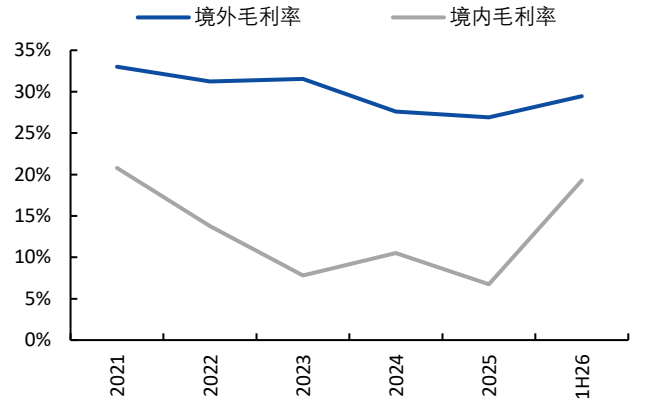
公司外销收入占比从 2020 年的 76.77%升至 26H1 的 92.3%，26H1 年外销收入同比+33.8%。公司外销主要客户包括沃尔玛、Nitori 等国际知名零售商，26H1 境外市场的毛利率为 29.4%同比+2.6pct，明显高于国内市场同期 19.3%的水平。

图表34：内外销营收规模及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表35：内外销业务的毛利率



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

随着外销贡献增加，近年公司全球化产能布局提速，越南产能释放。公司通过在马来西亚和越南建立生产基地，提升供应链本地化率，增强市场响应速度和灵活性，进一步巩固了其在全球市场的竞争力。2017 年起，公司在马来西亚雪兰莪州建立首座海外工厂，开启了从全球采购、全球营销迈向全球制造的进阶征程。此后，公司在越南清化省建立了第二家海外工厂，2024 年越南工厂一期项目满产，2025 年二季度

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

越南工厂二期项目投产，2025 年 8 月公司公告推进越南工厂三期项目建设，总投资 4000 万美元，建成后将形成年产装饰建材 6 万吨以及高端成品框 7,780 万片产能，助力公司打造更具协同效应的制造体系。

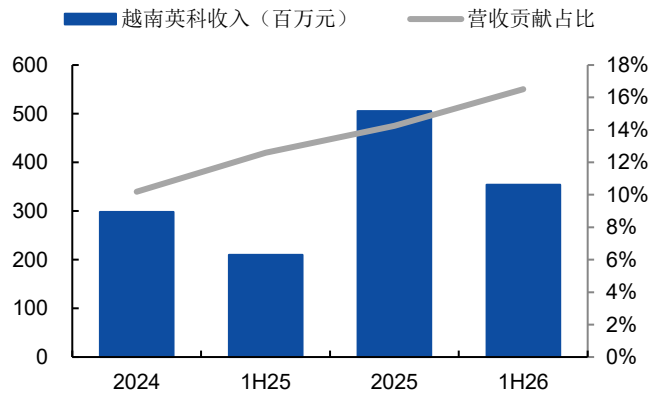
26H1 公司的越南子公司英科越南实现收入 3.54 亿元，同比+68.9%，收入贡献额占总收入的 16.5%；实现净利润 0.25 亿元，净利率约 7%同比+3.9pct，26H1 越南子公司收入、盈利规模均实现快速放量。公司越南二期从投产到满产满销仅需半年左右时间，公司越南三期已经于 2026 年投产，后续产能有望实现快速释放、贡献业绩增量。

图表36：公司主要产能建设项目明细

国家	主要产品	投资额	里程碑
马来西亚	PS 再生造粒，PET 再生，PP、PE、PET 等多品类塑料瓶再生	-	※18 年 3 月投产， 18 年境内工厂大部分造粒产能陆续搬迁至马来西亚工厂
		-	※19 年新建 5 万吨/年 PET 回收再生项目开机
		8 亿元	※22 年 4 月公告投资建设 10 万吨/年多品类塑料瓶高质化再生项目，**截止 1Q26 项目稳步推进**
越南	成品框、装饰建材	-	※22 年 6 月 227 万箱塑料装饰框及线材项目竣工投产，**22 年底产能利用率达 60%，24 年达满产满销**
		6000 万美元	※24 年 3 月公告投资**二期**，环保机械 24 台（套）、再生塑料粒子 3 万吨、装饰建材 4.5 万吨、高端装饰框 2,280 万片的产能，**25 年 Q2 投产，年底达满产满销**
		4000 万美元	※25 年 8 月公告投资**三期**，年产装饰建材 6 万吨、高端成品框 7,780 万片的产能，**26 年已投产**
淄博	装饰建材	1.5 亿元	※26 年 1 月公告投资年产 500 万㎡新型装饰建材项目，**建设期约 1 年，预计达产年年产值 2 亿元**

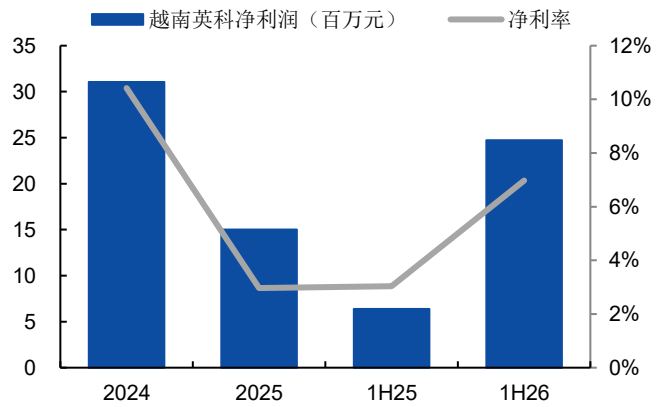
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表37：越南子公司收入规模持续扩大



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表38：1H26 越南子公司盈利规模持续扩大



数据来源：公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表39：公司越南清化基地（一、二期）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表40：公司越南清化基地（三期）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 回购&股权激励彰显发展信心

公司于 2025 年 4 月公告，拟使用自有资金及股票回购专项贷款回购股份，回购金额区间为 4000 万元至 8000 万元，回购股份将用于员工持股计划或股权激励，截至 2026 年 4 月 2 日，公司本次股份回购计划实施完毕，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股 1,424,200 股，占公司总股本的比例为 0.73%，回购的最高价为 30.39 元/股，最低价为 25.43 元/股，已支付的总金额约为 4000 万元。

公司于 2025 年 5 月推出股权激励计划，对 2025-2029 年营业收入和净利润进行业绩考核，公司对包含高管、技术和业务骨干等 612 名激励对象共授予 738 万股限制性股票，实现核心团队利益一致化、彰显公司发展信心。2025-2029 年考核年度，期间收入、净利润目标值 CAGR 约为 15%；2025 年公司已达成激励当年收入激励目标值，达成激励当年利润触发值。

图表41：股权激励业绩考核条件（亿元）

亿元	2025	2026	2027	2028	2029
收入（触发值）	23.54	27.07	31.13	35.8	41.17
收入（目标值）	33.63	38.67	44.47	51.14	58.81
净利润（触发值）	2.47	2.84	3.27	3.76	4.32
净利润（目标值）	3.53	4.06	4.67	5.37	6.17

数据来源：公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年业绩做出以下假设：

(1) 利用端：主要包括成品框与装饰建材产品，其中成品框为公司较成熟的产品，装饰建材产品快速增长，考虑到公司越南三期、淄博装饰建材产能释放、预计 26-28 年成品框收入保持增长，装饰建材收入 26-28 年预计实现较快增长。毛利率方面，公司利用端毛利率依托一体化优势历史上基本保持在 30%左右，结合公司产能释放后成本规模效应提升，预计 26-28 年利用端毛利率稳中有升。

(2) 再生端：主要包括塑料粒子再生、PET 产品等，考虑未来公司马来西亚 10 万吨/年多品类塑料瓶高质化再生项目顺利推进投产，支撑板块营收保持增长，预计再生端业务收入 26-28 年保持增长。毛利率方面，考虑到 26 年上半年石油价格显著上涨，板块毛利率与石油价格联动性较强， 预计 26 年再生端毛利率显著提升，27-28 年在产品结构优化、新产能释放背景下毛利率改善。

（3）回收端：主要包括环保设备及辅料产品，板块业绩贡献相对较小，参考 26H1 板块收入表现，预计假设 26 年保持较高增速，27-28 年回收端营收保持 10%增长，毛利率维持在 35-40%水平。

（4）期间费用：预计 26 年公司销售、管理、研发费用率在收入规模扩大下有小幅优化，27-28 年稳定，财务费用率受美元币值影响波动较大，26 年在美元贬值下假设较上年增加汇兑损失，基于假设稳健性，假设在美元贬值的假设下 27-28 年财务费率保持较高水平。

综上，我们预计公司 2026-2028 年收入增速分别为 23.4%、17.5%、14.4%，归母净利润分别为 3.81 亿元、4.73 亿元、5.83 亿元，增速分别为 33%、24%、23%。

图表42：公司业绩拆分预测表（百万元）

百万元		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利用端		**1,751**	**2,228**	**2,759**	**3,406**	**4,004**	**4,579**
	YoY	*12.7%*	*27.2%*	*23.8%*	*23.5%*	*17.6%*	*14.3%*
	毛利率	32.6%	29.7%	29.0%	31.0%	31.1%	31.5%
环保塑料成品框		1,055	1,312	1,478	1,792	2,019	2,236
	YoY	*2.6%*	*24.4%*	*12.6%*	*21.3%*	*12.7%*	*10.7%*
装饰建材		696	916	1,281	1,614	1,985	2,342
	YoY	*32.6%*	*31.5%*	*39.8%*	*26.0%*	*23.0%*	*18.0%*
回收端		**49**	**42**	**47**	**70**	**77**	**84**
	YoY	*-15.8%*	*-13.5%*	*10.0%*	*50.0%*	*10.0%*	*10.0%*
	毛利率	53.6%	62.3%	42.7%	40.0%	38.0%	37.0%
再生端		**653**	**650**	**739**	**901**	**1,064**	**1,223**
	YoY	*47.7%*	*-0.4%*	*13.7%*	*22.0%*	*18.0%*	*15.0%*
	毛利率	4.9%	5.3%	6.9%	15.0%	15.8%	16.2%

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

营业总收入		**2,455**	**2,924**	**3,546**	**4,377**	**5,145**	**5,886**
	YoY	*19.4%*	*19.1%*	*21.3%*	*23.4%*	*17.5%*	*14.4%*
毛利率		**25.7%**	**24.8%**	**24.6%**	**27.8%**	**28.0%**	**28.4%**
销售费用		126	129	148	179	211	241
	费用率	5.1%	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用		186	213	237	287	340	389
	费用率	7.6%	7.3%	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%
销售费用		105	123	120	148	174	199
	费用率	4.3%	4.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
财务费用		-31	-61	95	193	202	211
	费用率	-1.2%	-2.1%	2.7%	4.4%	3.9%	3.6%
归母净利润（百万元）		**196**	**307**	**286**	**381**	**473**	**583**
	YoY	*-15.2%*	*57.1%*	*-7.0%*	*33.4%*	*24.0%*	*23.3%*
净利率		8.0%	10.5%	8.1%	8.7%	9.2%	9.9%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

5.2 投资建议

公司于 2025 年实施回购和股权激励绑定核心团队利益，彰显发展信心。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为归母净利润分别为 3.81 亿元、4.73 亿元、5.83 亿元，增速分别为 33%、24%、23%，对应 26 年 PE 为 15X。

选取再生塑料与回收利用企业格林美、家联科技，具有全球产能布局的家庭用品出口企业嘉益股份、共创草坪作为可比公司，采用可比公司估值法，26 年公司 PE 为 15X。我们认为，公司多元化、一站式 C 端产品打开成长空间，产能出海有望优化盈利，在资源循环再生利用领域的一体化模式稀缺，首次覆盖给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
		2026-10-20	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
605099.SH	共创草坪	26.95	6.7	7.7	9.0	10.4	16.3	14.1	12.1	10.4
301004.SZ	嘉益股份	31.38	4.4	3.5	4.1	4.6	10.5	13.2	11.2	9.9
002340.SZ	格林美	5.91	10.2	19.9	28.3	38.4	29.6	15.1	10.7	7.8
301193.SZ	家联科技	18.42	0.6	0.8	2.7	4.5	77.8	53.7	16.6	10.0
平均值(剔除最大值和最小值后)							**22.9**	**14.6**	**11.6**	**10.0**
688087.SH	英科再生	28.79	2.9	3.8	4.7	5.8	19.5	14.6	11.8	9.5

数据来源：ifind，华福证券研究所（可比公司盈利预测为 ifind 一致预期，英科再生为华福证券研究所预测）；
注：由于家联科技估值偏高，这里调整后的平均值剔除了最大值和最小值

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

6 风险提示

市场竞争风险：随着资源循环利用概念被重视，越来越多企业开始关注塑料综合利用。未来激烈的市场竞争将对公司产品的质量、价格和市场拓展能力提出更高的要求，如果公司不能持续提高核心技术水平、开发新产品和发掘新客户，市场占有率将有可能下滑，进而导致公司的盈利能力受到影响。

原材料风险：马来西亚英科的 PS 和 PET 回收生产基地，其回收处理的塑料来源于海外多个国家和地区。公司国内各生产基地回收处理的塑料来源于我国境内。马来西亚英科生产的再生塑料粒子会运往再生塑料终端制品工厂用于生产或者对外销售。公司的原材料涉及多个环节的跨国供应，若因相关国家的政策发生变化，或因公司自身原因导致原材料跨国供应中断，可能对公司产生重大不利影响。

PS 泡沫/饼块及再生 PS 粒子是公司的主要原材料，上述原材料价格的变化会对公司的经营业 绩产生影响。如果原材料价格持续大幅上涨，公司直接材料成本将会上涨。当公司产品销售价格传导机制不能充分传递直接材料价格上涨对公司成本的影响时，公司总体盈利能力将会下降，会对公司生产经营产生不利影响。

汇率波动的风险：公司业务以出口为主，以美元结算，但如果人民币升值将对公司的业务将产生以下影响：1） 以外币结算的进口业务中，人民币购买力增强，原材料采购成本可以得到降低；2）对出口业务将 产生不利影响，可能导致公司的汇兑损失；3）公司在总体经营业务上，出口额大于进口额，人民 币升值将在一定程度上影响公司产品的价格竞争力，存在客户流失或盈利水平降低的风险；4）若公司相应调高以外币计价的出口产品价格，将降低出口产品的国际市场竞争力，对公司的出口业务造成不利影响。同时，马来西亚英科和越南英科的经营，也会受到当地货币汇率波动的影响。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表44：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,284	1,584	1,862	2,131
应收票据及账款	576	602	740	879
预付账款	120	210	241	265
存货	323	481	557	617
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,174	1,049	1,141	1,117
流动资产合计	3,476	3,926	4,542	5,008
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,266	1,410	1,733	1,705
在建工程	170	270	30	30
无形资产	186	199	200	207
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	2,306	1,486	1,898	1,694
非流动资产合计	3,927	3,365	3,860	3,636
资产合计	**7,403**	**7,290**	**8,402**	**8,644**
短期借款	3,202	2,737	3,278	2,856
应付票据及账款	457	479	572	673
预收款项	0	0	0	0
合同负债	57	73	86	98
其他应付款	100	100	100	100
其他流动负债	144	159	176	193
流动负债合计	3,960	3,548	4,212	3,920
长期借款	570	570	570	570
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	50	50	50	50
非流动负债合计	620	620	620	620
负债合计	**4,580**	**4,168**	**4,833**	**4,540**
归属母公司所有者权益	2,823	3,122	3,570	4,104
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**2,823**	**3,122**	**3,570**	**4,104**
负债和股东权益	**7,403**	**7,290**	**8,402**	**8,644**

现金流量表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**569**	**447**	**723**	**905**
现金收益	529	746	866	1,024
存货影响	34	-158	-76	-60
经营性应收影响	-34	-111	-156	-152
经营性应付影响	180	22	93	101
其他影响	-141	-53	-3	-8
投资活动现金流	**-846**	**536**	**-758**	**45**
资本支出	-317	-430	-275	-209
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-529	965	-483	255
融资活动现金流	**-210**	**-682**	**313**	**-682**
借款增加	1,404	-464	540	-422
股利及利息支付	-98	-148	-173	-194
股东融资	89	-1	0	0
其他影响	-1,604	-68	-55	-66

利润表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,546	4,377	5,145	5,886
营业成本	2,674	3,158	3,704	4,216
税金及附加	18	22	26	30
销售费用	148	179	211	241
管理费用	237	287	340	389
研发费用	120	148	174	199
财务费用	95	193	202	211
信用减值损失	-3	-5	-10	-10
资产减值损失	-50	-5	-13	-10
公允价值变动收益	4	-60	3	2
投资收益	79	55	10	10
其他收益	11	16	6	6
营业利润	**296**	**390**	**485**	**598**
营业外收入	1	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	**294**	**392**	**486**	**600**
所得税	8	11	14	17
净利润	**286**	**381**	**473**	**583**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**286**	**381**	**473**	**583**
EPS（按最新股本摊薄）	1.48	1.97	2.45	3.02

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	21.3%	23.4%	17.5%	14.4%
EBIT 增长率	49.6%	50.4%	17.6%	17.8%
归母公司净利润增长率	-7.0%	33.4%	24.0%	23.3%
获利能力				
毛利率	24.6%	27.8%	28.0%	28.4%
净利率	8.1%	8.7%	9.2%	9.9%
ROE	10.1%	12.2%	13.2%	14.2%
ROIC	12.0%	14.4%	15.1%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	61.9%	57.2%	57.5%	52.5%
流动比率	0.9	1.1	1.1	1.3
速动比率	0.8	1.0	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	52	48	47	49
存货周转天数	46	46	50	50
每股指标（元）				
每股收益	1.48	1.97	2.45	3.02
每股经营现金流	2.94	2.31	3.74	4.68
每股净资产	14.62	16.16	18.48	21.25
估值比率				
P/E	19	15	12	10
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	143	102	87	74

数据来源：公司报告、华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn