

公司研究/中报点评

2019年08月30日

中小市值/中小市值II

投资评级: 买入 (维持评级)

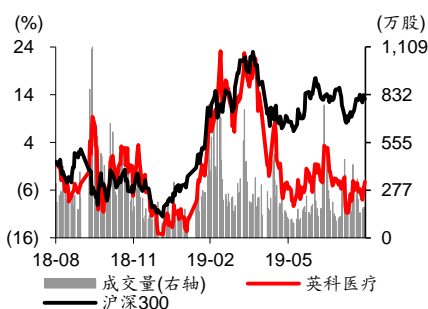
当前价格(元): 16.43  
合理价格区间(元): 22.08~23.92

孔凌飞 执业证书编号: S0570517040001  
研究员 021-28972083  
konglingfei@htsc.com

相关研究

- 1《英科医疗(300677,买入): 可转债申请顺利过会, 建议“买入”》2019.06
- 2《英科医疗(300677,买入): 小手套大文章, 国内龙头持续扩产》2019.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩符合预期, 现金流显著改善

### 英科医疗(300677)

#### 公司 2019 年中报业绩符合预期

公司公布 2019 年中报, 2019 年上半年实现营业收入 9.84 亿元 (YoY+12.61%), 实现归母净利润 7085 万元 (YoY+2.51%), 符合预期。2019 年上半年公司实现扣非净利润 7048 万元 (YoY+9.21%), 经营现金流量净额大幅上升, 达到 1.31 亿元 (YoY+99.76%)。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.92 元、1.30 元和 1.66 元, 维持“买入”评级。

#### 各项业务保持稳健增长, 毛利率稳定

公司上半年医疗防护类、康复护理类、保健理疗类、检查耗材类等四大类产品均实现正增长, 同比增速分别为 12.72%/13.61%/9.92%/4.93%。手套类产品仍为公司核心业务, 贡献营收 8.14 亿元, 占比 82.72%; 轮椅产品贡献收入 9579 万元, 占比 9.73%。公司上半年综合毛利率同比基本保持稳定 (+0.15pct), 但核心产品医用手套相比去年同期毛利率下降 1.23pct。

#### 财务费用率大幅上升, 经营现金流提升显著

公司 2019 年上半年销售费用率小幅提升 (+0.45pct), 管理费用率控制良好 (-0.15pct), 研发投入基本与营收增长幅度保持一致; 但公司上半年财务费用大幅上升, 达到 1136 万元 (YoY+310.39%), 主要是由于利息支出增加所致: 截止 2019 年 6 月底, 公司短期借款和长期借款相比去年同期分别增加 4.8 亿、5400 万元, 是公司今年利息支出大幅上升的主要原因, 我们认为随着公司可转债完成发行, 未来财务费用压力有望减轻。与此同时, 公司上半年经营现金流量净额同比上升近一倍, 且大幅超出净利润水平, 主要由于销售商品收到现金增加, 反映出公司较高的经营质量。

#### 稳步扩产, 国内及全球布局持续推进

今年上半年公司各方面经营稳步推进, 截至今年 6 月底, 公司 PVC 手套生产线和丁腈手套生产线分别达到了 59 条和 17 条, 安徽工厂募投项目一期 16 条 PVC 生产线已于 8 月初建成投产; 江苏英科建设江苏英科医疗产业基地项目已经完成部分投产; 公司与张店区人民政府签约在张店区科技工业园投资 10 亿元建设英科医疗智能医疗器械研发营销科技园项目; 公司已开始推进全球化制造, 拟在越南投资 3500 万美元设立子公司, 力争降低贸易摩擦的影响。公司可转债发行已于近期完成, 募投项目亦在推进中。

#### 维持“买入”评级

我们预计 2019-21 年公司净利润分别为 1.83 亿、2.57 亿和 3.29 亿元, 对应 EPS 分别 0.92 元、1.30 元和 1.66 元, 对应 PE 为 18、13、10 倍。可比公司 2019 年 PE 均值为 26 倍, 维持公司 2019 年 24-26 倍 PE 估值, 以及 2019 年目标价 22.08-23.92 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能扩张进度不及预期; 中美贸易摩擦导致出口不及预期; 融资情况不及预期; 汇率出现大幅波动; 销量不及预期。

#### 公司基本资料

总股本 (百万股)	198.41
流通 A 股 (百万股)	112.81
52 周内股价区间 (元)	14.67-21.32
总市值 (百万元)	3,260
总资产 (百万元)	2,522
每股净资产 (元)	6.64

资料来源: 公司公告

#### 经营预测指标与估值

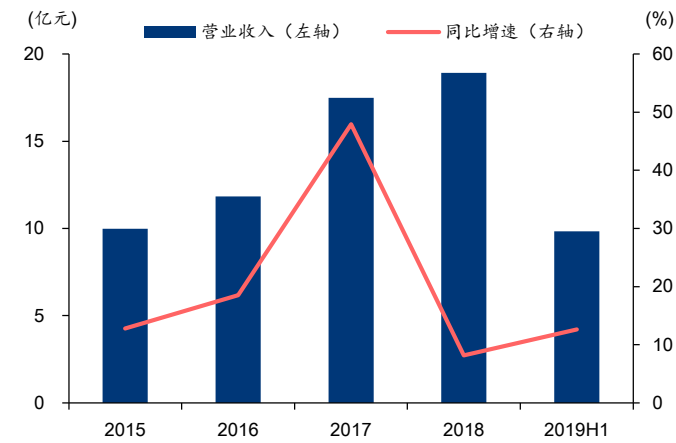
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,750	1,893	1,980	2,766	3,500
+/-%	47.96	8.12	4.63	39.70	26.53
归属母公司净利润 (百万元)	145.08	179.34	182.58	256.96	328.54
+/-%	68.61	23.61	1.81	40.74	27.86
EPS (元, 最新摊薄)	0.73	0.90	0.92	1.30	1.66
PE (倍)	22.46	18.17	17.84	12.68	9.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 2019H1 营业收入同比增长 12.61%，净利润同比上升 2.51%

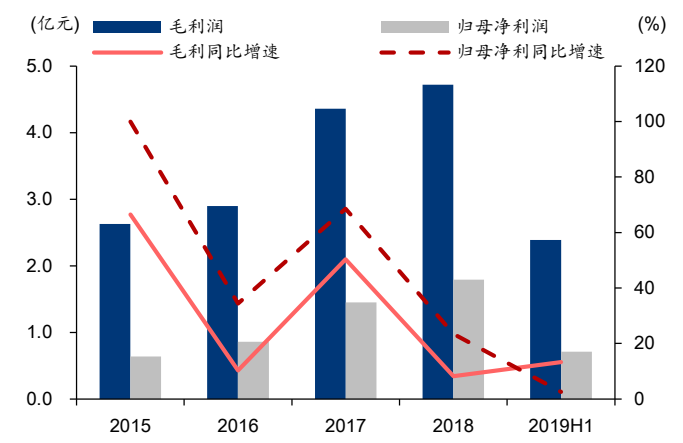
2019 年上半年实现营业收入 9.84 亿元 (YoY+12.61%)，实现归母净利润 7085 万元 (YoY+2.51%)，符合预期。

图表1：2019H1 营业收入同比增长 12.61%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2019H1 净利润同比增长 2.51%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 估值

图表3：可比 A 股公司 2019 年 PE 均值为 26 倍 (2019/8/29)

代码	证券简称	TTM	市盈率 PE	
			19E	20E
002382.SZ	蓝帆医疗	34	23	17
002223.SZ	鱼跃医疗	28	25	21
600529.SH	山东药玻	33	29	23
	平均	32	26	20
<b>300677.SZ</b>	<b>英科医疗</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>13</b>

备注：蓝帆医疗、鱼跃医疗、山东药玻来自 Wind 一致预期，英科医疗 19E、20E 市盈率来自我们报告预测

资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

**产能扩张进度不及预期。**公司募投及其他产能扩张项目进展不达预期，设备、产线调试、自动化改造存在不确定性。

**中美贸易摩擦导致出口不及预期。**如中美贸易摩擦加剧，公司受影响产品范围扩大，可能导致收入、利润受到影响。

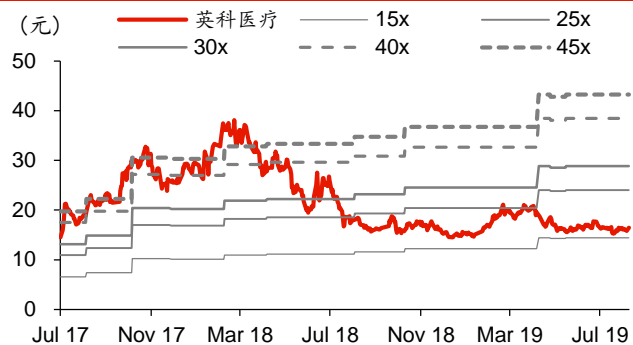
**融资、筹资情况不及预期。**公司未来一次性手套产能扩建幅度较大，需要高额资本开支，如公司可转债及其他筹融资手段难以获得足额资金，可能影响公司扩张进度。

**汇率出现大幅波动。**公司 90%以上收入来自外销，50%以上收入来自美国市场，如汇率出现较大波动，可能进而导致汇兑损益金额较大，对公司整体业绩造成重要影响

**销量不及预期的风险。**公司未来三年扩产幅度较大，手套产能将从 130 亿只扩充到 400 亿只以上，如下游需求、行业竞争等因素发生不利变化，有可能导致公司销量不及预期。

## PE/PB - Bands

图表4: 英科医疗历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 英科医疗历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	854.88	1,441	765.01	1,073	1,351
现金	287.36	857.95	198.02	276.64	350.02
应收账款	236.28	314.10	308.19	440.07	552.78
其他应收账款	2.91	22.38	16.67	26.42	32.11
预付账款	11.83	14.12	14.56	20.08	25.48
存货	162.28	207.14	207.29	287.02	365.39
其他流动资产	154.22	24.93	20.28	22.37	25.49
非流动资产	803.36	983.99	1,238	1,953	2,601
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	638.91	720.63	920.15	1,468	2,015
无形资产	32.05	91.60	121.41	155.12	191.41
其他非流动资产	132.40	171.77	196.59	329.55	394.65
资产总计	1,658	2,425	2,003	3,026	3,952
流动负债	526.62	1,073	466.06	1,229	1,823
短期借款	217.55	771.05	168.80	834.81	1,340
应付账款	223.05	217.07	239.19	330.16	414.28
其他流动负债	86.02	84.75	58.07	63.94	68.44
非流动负债	44.11	78.65	51.58	54.21	57.52
长期借款	33.40	43.71	43.71	43.71	43.71
其他非流动负债	10.71	34.94	7.88	10.50	13.82
负债合计	570.73	1,152	517.64	1,283	1,881
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	98.23	196.42	198.41	198.41	198.41
资本公积	706.68	617.87	632.95	632.95	632.95
留存公积	304.65	469.26	651.84	908.80	1,237
归属母公司股东权益	1,088	1,273	1,486	1,742	2,071
负债和股东权益	1,658	2,425	2,003	3,026	3,952

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	248.10	185.78	274.97	262.70	443.22
净利润	145.08	179.34	182.58	256.96	328.54
折旧摊销	65.67	79.85	82.41	126.57	192.19
财务费用	30.48	(8.34)	6.94	20.23	43.26
投资损失	(3.48)	(6.57)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	(4.69)	(79.56)	13.93	(139.89)	(123.20)
其他经营现金	15.05	21.07	(4.90)	4.84	8.43
投资活动现金	(381.20)	(179.94)	(353.78)	(829.84)	(832.48)
资本支出	212.22	308.55	328.00	800.00	800.00
长期投资	143.08	(143.72)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(25.90)	(15.11)	(25.78)	(29.84)	(32.48)
筹资活动现金	333.11	259.88	(581.12)	645.76	462.64
短期借款	(105.71)	553.50	(602.25)	666.00	505.60
长期借款	(3.42)	10.30	0.00	0.00	0.00
普通股增加	25.30	98.18	2.00	0.00	0.00
资本公积增加	406.10	(88.81)	15.08	0.00	0.00
其他筹资现金	10.83	(313.30)	4.05	(20.24)	(42.96)
现金净增加额	182.29	292.94	(659.93)	78.62	73.38

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,750	1,893	1,980	2,766	3,500
营业成本	1,314	1,421	1,480	2,063	2,599
营业税金及附加	9.84	18.81	15.04	22.26	28.74
营业费用	106.66	119.64	122.77	168.75	210.01
管理费用	61.03	78.92	83.17	113.42	140.01
财务费用	30.48	(8.34)	6.94	20.23	43.26
资产减值损失	8.33	6.14	6.32	6.59	6.43
公允价值变动收益	0.00	(0.41)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.48	6.57	6.00	6.00	6.00
营业利润	168.45	203.51	205.86	291.35	373.63
营业外收入	0.24	6.98	8.00	8.00	8.00
营业外支出	5.83	3.88	4.00	4.00	4.00
利润总额	162.86	206.61	209.86	295.35	377.63
所得税	17.77	27.28	27.28	38.40	49.09
净利润	145.08	179.34	182.58	256.96	328.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	145.08	179.34	182.58	256.96	328.54
EBITDA	264.59	275.01	295.22	438.15	609.08
EPS (元, 基本)	1.48	0.91	0.92	1.30	1.66

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	47.96	8.12	4.63	39.70	26.53
营业利润	68.42	20.82	1.16	41.53	28.24
归属母公司净利润	68.61	23.61	1.81	40.74	27.86
获利能力 (%)					
毛利率	24.92	24.94	25.28	25.43	25.74
净利率	8.29	9.48	9.22	9.29	9.39
ROE	13.34	14.09	12.29	14.75	15.86
ROIC	17.18	14.36	12.71	11.80	11.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.42	47.49	25.84	42.41	47.59
净负债比率 (%)	43.97	70.75	41.05	68.47	73.60
流动比率	1.62	1.34	1.64	0.87	0.74
速动比率	1.32	1.15	1.19	0.64	0.54
营运能力					
总资产周转率	1.24	0.93	0.89	1.10	1.00
应收账款周转率	7.66	6.51	6.03	7.00	6.68
应付账款周转率	6.98	6.46	6.49	7.25	6.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.90	0.92	1.30	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	0.94	1.39	1.32	2.23
每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.42	7.49	8.78	10.44
估值比率					
PE (倍)	22.46	18.17	17.84	12.68	9.92
PB (倍)	3.00	2.56	2.19	1.87	1.57
EV_EBITDA (倍)	11.86	11.41	10.63	7.16	5.15

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com