

公司研究/季报点评

2019年10月28日

中小市值/中小市值II

投资评级: 买入 (维持评级)

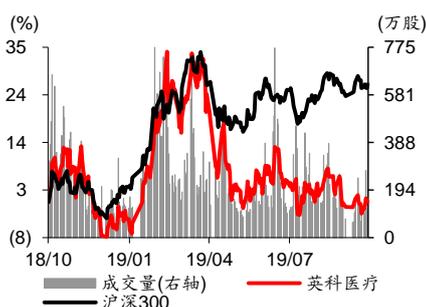
当前价格(元): 15.79  
合理价格区间(元): 21.16~23.00

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 SZ,买入): 业绩符合预期, 现金流显著改善》2019.08
- 2 《英科医疗(300677,买入): 可转债申请顺利过会, 建议“买入”》2019.06
- 3 《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

## 业绩小幅下滑, 维持买入评级

### 英科医疗(300677)

#### 2019 年前三季度业绩同比略有下滑

公司发布 2019 年三季报, 2019 年前三季度实现营业收入 15.25 亿元 (YoY+10.89%), 实现归母净利润 1.26 亿元 (YoY-2.33%), 符合公司此前业绩预告区间。公司 2019 年前三季度实现经营性现金流量净额 1.11 元, 同比上升 19.85%。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。

#### 财务费用上升明显是净利润下滑主要原因

公司 2019 年前三季度毛利率为 24.42%, 相比去年同期微有下降(-0.12pct); 销售费用率为 6.12% (YoY-0.16pct), 管理费用率为 4.16% (YoY-0.26pct), 研发费用率为 3.39% (YoY+0.06pct), 以上三项费用率基本保持稳定, 而公司 2019 年前三季度财务费用达到 556 万元, 相比去年同期-1792 万元大幅上升, 主要系汇兑损益变动及利息支出增加所致。财务费用上升也是造成公司收入同比增长的同时, 净利润却同比下滑的主要原因。

#### 2019Q3 单季净利润同比下滑亦受累于利息费用显著上升

公司 2019Q3 单季营业收入为 5.41 亿元 (YoY+7.91%), 归母净利润为 0.55 亿元 (YoY-7.95%)。单季收入同比增长、净利润同比下滑一方面是由于综合毛利率有所下降, 2019Q3 毛利率为 24.64% (QoQ-0.64%), 另一方面是由于 2019Q3 单季财务费用为-580 万元, 明显高于 2018Q3 的-2069 万元。由于公司为了筹备扩产, 自 2018 年新增较多银行信贷 (2018 年底较年初净增 5.6 亿元短期借款、1000 万元长期借款), 公司 2019 年前三季度利息费用达到 1800 万元, 期间人民币虽有贬值亦无法完全对冲其影响。

#### 投资出海, 规避贸易壁垒不利影响

公司 2019 年 10 月 18 日公告, 为规避国际贸易壁垒带来的不利影响, 拟投资 1.4 亿美元实施建设年产 88.2 亿只 (882 万箱) 高端医用手套及其他医疗耗材项目, 项目总体规划及占地面积 180 亩左右, 建设周期为 29 个月。项目将新建 25 条全封闭循环丁腈手套双模生产线、3 条冷热敷生产线。此次对外投资不仅可以进一步提升公司整体产能, 也能帮助公司降低外贸壁垒造成的影响, 对公司长远发展具有战略性意义。

#### 业绩符合预期, 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 17、12、10 倍。可比公司 2019 年 PE 均值为 26 倍。由于国际贸易摩擦不确定性的影响, 我们给予公司一定的估值折价, 对应 2019 年 23-25 倍 PE 估值, 以及 2019 年目标价 21.16-23.00 元 (前值 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)	3,133
总资产 (百万元)	2,747
每股净资产 (元)	7.15

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

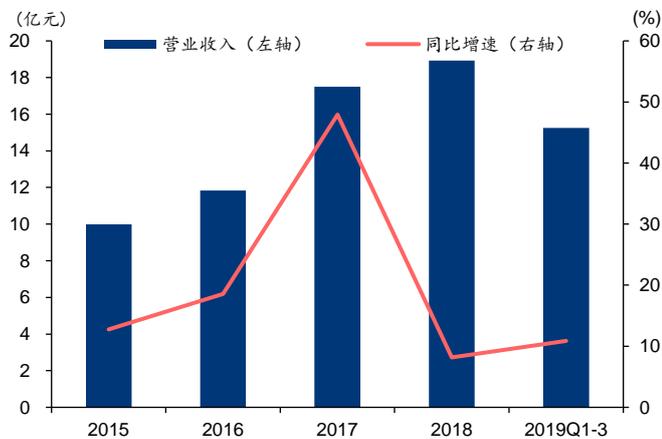
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,750	1,893	1,980	2,766	3,500
+/-%	47.96	8.12	4.63	39.70	26.53
归属母公司净利润 (百万元)	145.08	179.34	182.84	257.35	329.27
+/-%	68.61	23.61	1.95	40.76	27.94
EPS (元, 最新摊薄)	0.73	0.90	0.92	1.30	1.66
PE (倍)	21.59	17.47	17.14	12.17	9.51

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司营业收入增长 10.89%，净利润下降 2.33%

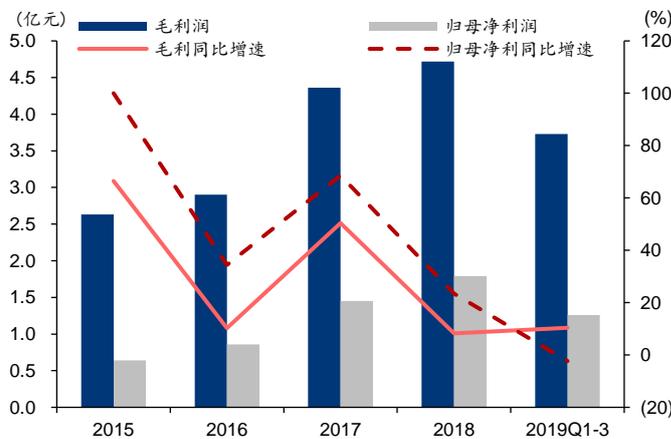
公司 2019 年前三季度实现营业收入 15.25 亿元 (YoY+10.89%)，实现归母净利润 1.26 亿元 (YoY-2.33%)，业绩符合预期。

图表1：2019年前三季度营业收入同比增长 10.89%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2019年前三季度净利润同比下滑 2.33%



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 (2019/10/25)

代码	证券简称	TTM	市盈率 PE		
			19E	20E	20E
002382.SZ	蓝帆医疗	28	22		16
002223.SZ	鱼跃医疗	27	25		21
600529.SH	山东药玻	34	32		25
	平均	30	26		21
<b>300677.SZ</b>	<b>英科医疗</b>	<b>17</b>	<b>17</b>		<b>12</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。

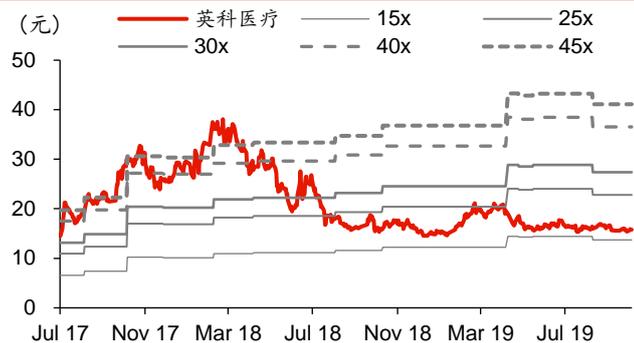
**融资、筹资情况不及预期。**公司未来一次性手套产能扩建幅度较大，需要高额资本开支，如公司可转债及其他筹融资手段难以获得足额资金，可能影响公司扩张进度。

**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。

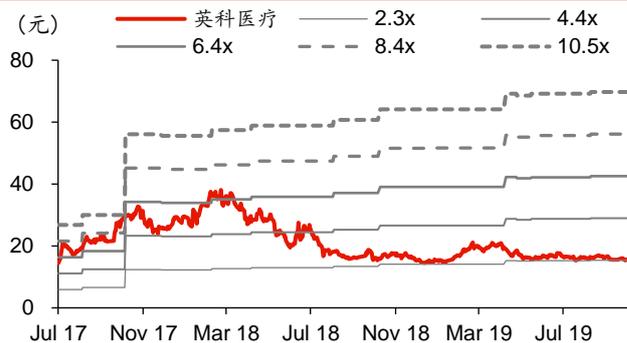
**PE/PB – Bands**

**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	495.26	1,258	1,851
短期借款	217.55	771.05	230.64	916.70	1,440
应付账款	223.05	154.41	206.56	277.09	342.63
其他流动负债	86.02	147.41	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	546.85	1,312	1,909
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	622.63	879.98	1,209
归属母公司股东权益	1,088	1,273	1,456	1,714	2,043
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	242.30	242.20	424.53
净利润	145.08	179.34	182.84	257.35	329.27
折旧摊销	65.67	79.85	82.41	126.57	192.19
财务费用	30.48	(8.34)	6.65	19.77	42.42
投资损失	(3.48)	(6.57)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	(4.69)	(79.56)	(18.70)	(160.34)	(141.78)
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	(548.45)	666.27	481.33
短期借款	(105.71)	553.50	(540.41)	686.06	523.45
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)	(25.11)	(19.79)	(42.12)
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)	6.65	19.77	42.42
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	206.16	291.81	374.47
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	210.16	295.81	378.47
所得税	17.77	27.28	27.32	38.46	49.20
净利润	145.08	179.34	182.84	257.35	329.27
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	182.84	257.35	329.27
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	1.30	41.55	28.33
归属母公司净利润	68.61	23.61	1.95	40.76	27.94
获利能力 (%)					
毛利率	24.92	24.94	25.28	25.43	25.74
净利率	8.29	9.48	9.23	9.30	9.41
ROE	13.34	14.09	12.55	15.02	16.12
ROIC	17.18	14.36	12.43	11.53	11.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.42	47.49	27.30	43.36	48.30
净负债比率 (%)	43.97	70.75	50.17	73.21	77.74
流动比率	1.62	1.34	1.54	0.85	0.73
速动比率	1.32	1.15	1.12	0.62	0.53
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	7.53	8.20	8.53	8.39
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	1.22	1.22	2.14
每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.42	7.34	8.64	10.30
估值比率					
PE (倍)	21.59	17.47	17.14	12.17	9.51
PB (倍)	2.88	2.46	2.15	1.83	1.53
EV_EBITDA (倍)	11.39	10.96	10.21	6.88	4.95

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