



2020-03-16

公司深度报告

买入/首次

英科医疗(300677)

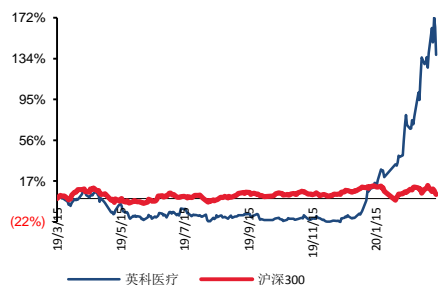
目标价: 70

昨收盘: 46.49

医疗保健 医疗保健设备与服务

跨越式发展的全球一次性手套龙头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	198/113
总市值/流通(百万元)	9,219/5,269
12 个月最高/最低(元)	53.39/15.23

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080005

报告摘要

全球一次性手套目前规模超 600 亿元, 丁腈手套约 250 亿, 不考虑疫情, 未来三年复合增速 10% 以上。19 年全球一次性防护手套需求 5000 亿支, 未来五年将达到 7000 亿支, 市场规模将达 800 亿元。丁腈手套由于防化学试剂渗透、原材料价格波动小、上色方便等优势, 是最具生命力的一次性防护手套。未来丁腈手套增长动力主要来自: 1) 欧美发达国家手套消费量持续稳定增长; 2) 发展中国家市场潜力巨大。

丁腈手套产业有望向中国转移, 英科医疗最具竞争力。相比丁腈手套发源地马来西亚, 中国具备基础配套设施、原料能源等成本低、人力资源有保障(马来西亚有外劳工问题)、营销团队强、生产环境等优势, 丁腈手套有望复制 PVC 手套产业向中国转移路径, 我们最看好国内英科医疗发展前景: 1) 技术工艺方面, 公司是国内少数熟练掌握双手模丁腈手套生产线的厂家, 采用现代 DCS 控制系统, 实现生产环节的自动控制, 大幅提高生产效率; 是国内为数不多能稳定生产医疗级丁腈手套的厂家, 已达到全球丁腈龙头贺特佳的水平; 2) 渠道方面, 公司董事长自 90 年代初开始一直从事一次性手套等防护产品、轮椅等护理产品的国际贸易业务, 有近 30 年的行业沉淀, 大客户营销成果显著, 对手套行业发展趋势把握精准。其“英科”及“INTCO”品牌已经建立了一定的行业知名度, 培养和建立了稳定的核心人员团队, 对国际尤其是北美市场的需求预测和监管要求把握准确。

产能快速扩张, 有望跨越式发展为全球领先的一次性手套供应商。公司成功上市以来, 借助资本优势和丁腈生产线技术积累, 快速扩建产能。新冠肺炎疫情全球范围内爆发, 短期国内外对于手套等一次性防护用品需求激增, 而中长期看疫情有望激发中国等发展中国家市场需求, 公司产能扩建有望加速, 未来将形成“山东-安徽-江苏-江西-越南”全球五大生产基地。目前产能已达 150 亿支(20 年开始丁腈收入超过 PVC), 预计 5 年左右公司产能有望突破 700 亿支(丁腈为主), 全球市占率从 3% 提升到 10%, 收入规模突破 100 亿元, 净利润 15~20 亿元, 成为世界级一次性手套龙头。

盈利预测与估值。公司丁腈手套工艺全球领先，市场渠道优势显著，20-22年产能扩建进入爆发期，新产能20年5月、9月投产后，满产后的首个完整生产年度有望做到5-6亿净利润。预计公司2020-2022年净利润分别为3.73、5.17、7.1亿元，对应20-22年PE为25、18、13倍。考虑到未来业绩持续高速增长，给予英科医疗20-21年PE 40倍、38倍，对应市值150亿、200亿，给予“买入”评级。

风险提示：产能扩建进度低预期、产品降价、贸易战、汇率波动等风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1,893	2,086	2,713	3,871
(+/-%)	8.1%	10.2%	30.0%	42.7%
净利润(百万元)	179	174	373	517
(+/-%)	23.6%	-3.0%	114.3%	38.7%
摊薄每股收益	0.91	0.89	1.90	2.63
市盈率(PE)	51	52	25	18

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1、 跨越式发展的世界级医疗手套龙头	5
2、 全球丁腈市场需求旺盛，产业转移有望加速	7
2.1 需求端：一次性手套需求超 5000 亿支，未来增速 8%以上	7
2.2 供给端：丁腈手套产能主要集中在马来，PVC 手套在中国	8
2.3 产业趋势：丁腈手套产业有望向中国转移，龙头企业最受益	10
3、 英科有望快速成长为全球领先的丁腈手套供应商	12
3.1 公司在生产线订制、生产工艺控制等领域已达到国际先进水平	12
3.2 海外出口为主，董事长最早海外销售起家，渠道优势明显	12
3.3 产能扩建加速，有望跨越式成长为全球一次性手套龙头	14
4、 盈利预测与估值	15
4.1 核心假设	15
4.2 估值	17
5、 风险提示：	17

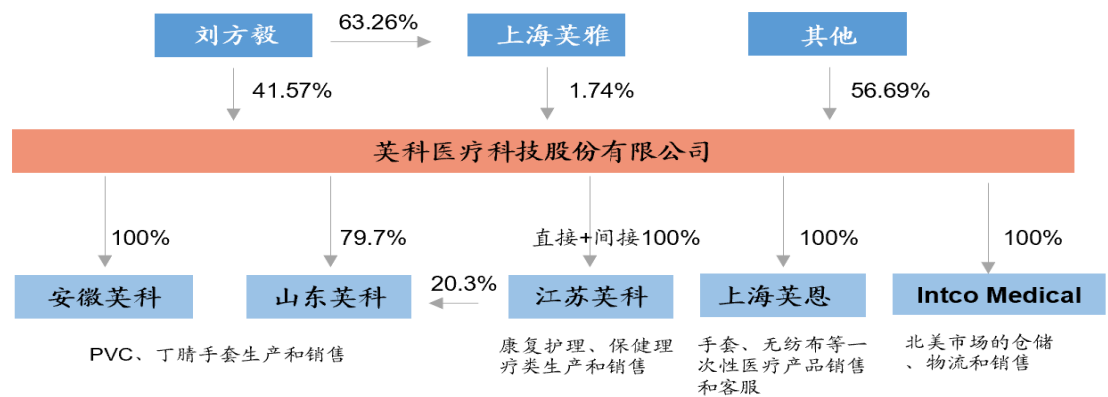
图表目录

图表 1: 英科医疗股权结构及子公司	5
图表 2: 英科医疗发展历程	5
图表 3: 近年来公司营收及净利润情况 (百万元)	6
图表 4: 近年来公司收入结构情况 (百万元)	6
图表 5: 近年来公司毛利率/净利润变化	6
图表 6: 近年来公司 ROE、ROA 变化	6
图表 7: 17 年上市以来已实施三期股权激励	7
图表 8: 全球医疗级手套需求稳步增长	7
图表 9: 全球非医疗手套增长稳定	7
图表 10: 全球手套市场份额变化趋势	8
图表 11: 2018 年全球各地人均医疗手套用量 (支)	8
图表 12: 不同材质一次性手套比较	8
图表 13: 2018 年全球一次性手套竞争格局	9
图表 14: 全球主要一次性手套供应商情况	10
图表 15: PVC 手套产业迁移历史	10
图表 16: 全球丁腈+天然橡胶手套销量及增速	11
图表 17: 马来丁腈+天然橡胶手套出口量	11
图表 18: 英科医疗丁腈手套成本分析	11
图表 19: 英科医疗 PVC 手套生产线	12
图表 20: 英科医疗丁腈手套生产线	12
图表 21: 英科医疗销售主要以出口为主	13
图表 22: 英科医疗全球各市场占比情况	13
图表 23: 英科医疗部分主要国际客户介绍	13
图表 24: 英科医疗一次性防护手套扩产预测 (丁腈已换算成单线, PVC 条)	15
图表 25: 公司各项业务未来收入假设 (详细量价拆分请联系太平洋医药)	16
图表 26: 国内外可比公司估值情况	17

1、 跨越式发展的世界级医疗手套龙头

公司成立于 2009 年，为国内一次性医疗手套龙头，2017 年上市后凭借资本优势持续扩产和扩建销售团队，目前已覆盖全球 120 多个国家和地区，3-5 年后有望成为世界级医疗手套龙头。董事长刘方毅合计持股 42.67%，为实际控制人。

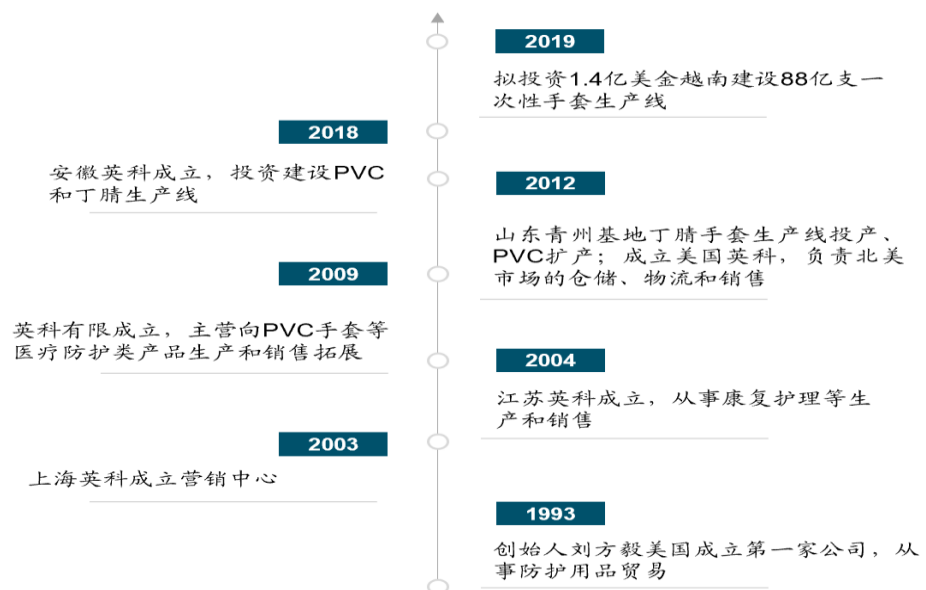
图表 1：英科医疗股权结构及子公司



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

刘方毅先生 90 年代初开始从事一次性手套等防护产品的国际贸易业务，建立了成熟的市场渠道，熟悉北美市场和中国及东南亚地区的供应商，回国后创办英科医疗。凭借对行业的深刻认知和丰富客户资源优势，公司迅速发展为国内一次性手套龙头企业，并向全球一线龙头看齐。

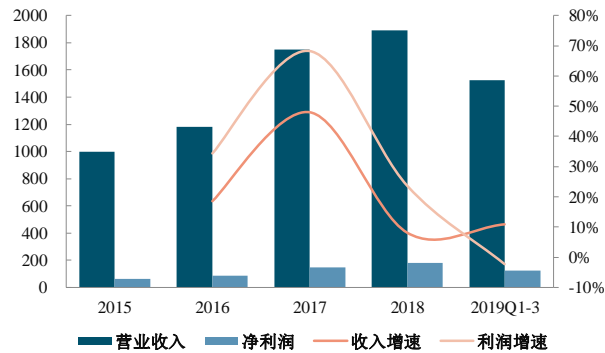
图表 2：英科医疗发展历程



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

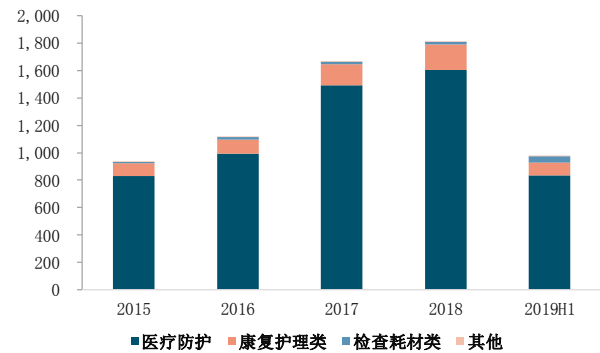
公司主要以出口为主，近年来全球丁腈手套需求旺盛，订单饱满。随着公司持续产能扩建，收入端和利润端均保持稳定增长。2015-2018 年收入端复合增速 23.8%，2018 年收入 18.9 亿元，同比增速 8.1；利润端复合增速 40.8%，18 年净利润 1.8 亿元，增速 23.6%。收入结构上，医疗防护类占到 85%左右，主要为 PVC 和丁腈手套，未来随着丁腈和 PVC 扩产，医疗防护类占比会持续提升。

图表 3：近年来公司营收及净利润情况（百万元）



资料来源：wind，太平洋证券整理

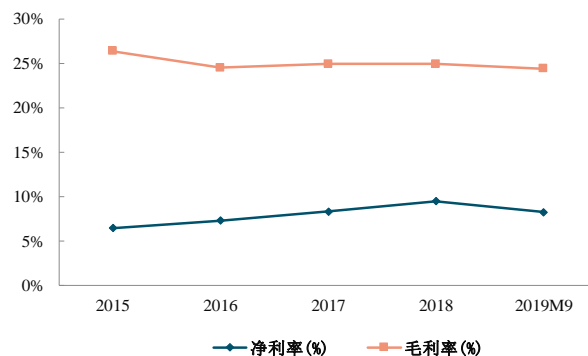
图表 4：近年来公司收入结构情况（百万元）



资料来源：wind，太平洋证券整理

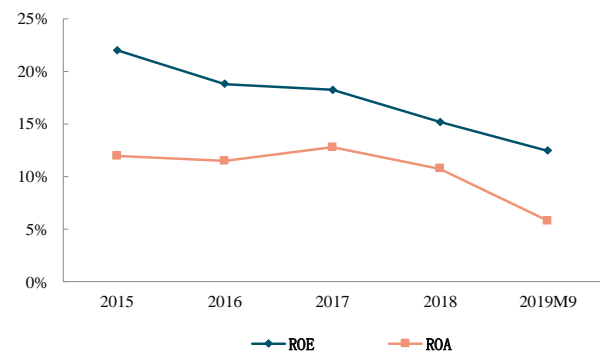
近年来公司毛利率整体保持稳定，净利润率稳中有升，19 年净利润率有所下降，主要原因是丁腈和 PVC 手套价格有降低。PVC 手套价格触底有望进入上升通道，丁腈手套内销占比提升，且新冠肺炎疫情导致供需偏紧，石油大幅降价，预计手套业务毛利率和净利润有望提升。近年来产能扩建导致资本支出加大，资产周转率有所降低，ROE/ROA 呈现下降趋势，新产能技术先进且单条产能由提升，单条产线产出有提升，未来公司盈利能力有望持续提升。

图表 5：近年来公司毛利率/净利润变化



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 6：近年来公司 ROE、ROA 变化



资料来源：wind，太平洋证券整理

公司拥有良好的激励机制,2017年上市以来已经实施3期股权激励,累积授予人次超400人,合计约600万股限制性股票,授予对象覆盖到董事、高管、技术和市场人员,绑定供公司核心员工和管理层。

图表 7: 17 年上市以来已实施三期股权激励

	第一期	第二期	第三期
时间	2017	2019	2020
数量(万股)	199	199.5	198.1
股票来源	限制性股票	限制性股票	限制性股票
价格(元/股)	23.57	8.56	7.85
授予对象	78人, 主要为核心技术/业务人员	134人, 董事、高级管理人员、核心骨干人员	185人, 董事、高级管理人员、核心骨干人员
业绩考核	16年扣非利润为基准, 17-19年增速不低于30%、50%、80%	17、18年净利润平均值为基准, 20-21年净利润增速15%、35%; 或者17、18年收入平均值为基准, 20-21年收入增速15%、35%	19年净利润为基准, 20-22年净利润增20%、35%、50%; 或者以19年营收为基准, 20-22年收入增速不低于20%、35%、50%。

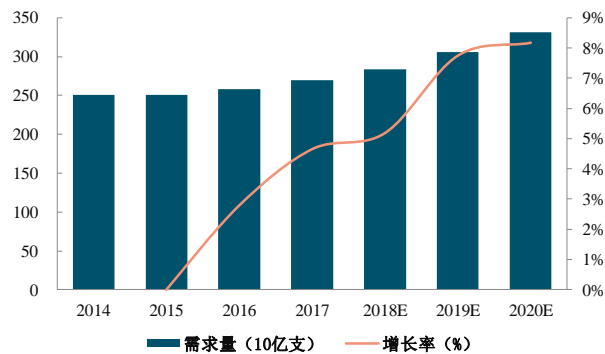
资料来源: wind, 太平洋证券整理

2、 全球丁腈市场需求旺盛, 产业转移有望加速

2.1 需求端: 一次性手套需求超 5000 亿支, 未来增速 8%以上

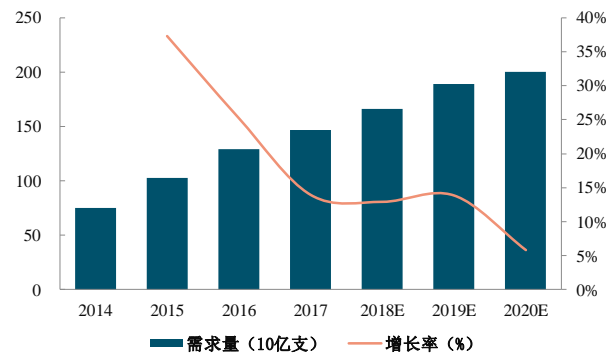
全球一次性手套市场稳健增长, 2020 年超 5000 亿支。International Trade Centre 统计数据, 2017 年全球销量达 4170 亿支, 2009-2017 年复合增长率 7.7% 左右, 预计 2020 年将达到 5310 亿支, 未来 3 年复合增速 8.39%: 1) 医疗级 2700 亿支, 09-17 年复合增速 5.5%, 预计 2020 年达 3310 亿支, 同比超 8%; 2) 非医疗级 1470 亿支, 09-17 年复合增速 12.3%, 预计 2020 年达 2000 亿支。

图表 8: 全球医疗级手套需求稳步增长



资料来源: international trade center, 太平洋证券整理

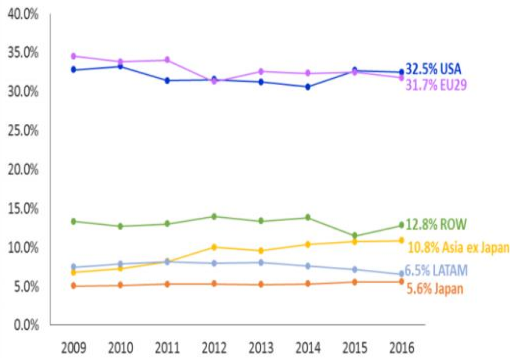
图表 9: 全球非医疗手套增长稳定



资料来源: international trade center, 太平洋证券整理

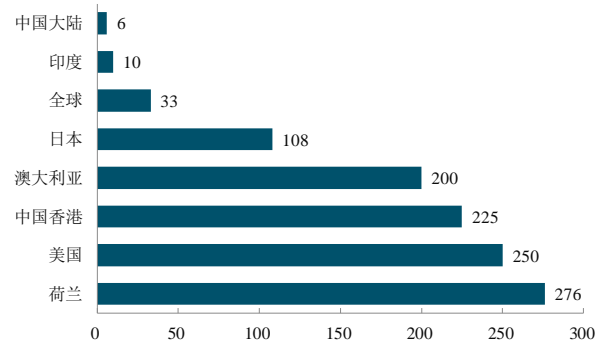
欧美、日本等发达国家为一次性防护手套主要消费国家，2016 年市场占比 70%，而发展中国家一次性手套使用市场潜力很大。根据马来橡胶出口促进会数据，2018 年医疗手套人均用量为 33 支，荷兰为 276 支，美国为 250 支，日本 108 支，而中国和印度人均用量只有 6 支、10 支，低于全球平均水平，远低于欧美日，未来提升空间巨大。**我们认为未来市场增长动力主要来自两方面：1) 欧美发达国家手套消费量持续稳定增长；2) 发展中国家一次性手套使用量市场潜力大。**

图表 10：全球手套市场份额变化趋势



资料来源：Top Glove, 太平洋证券整理

图表 11：2018 年全球各地人均医疗手套用量(支)



资料来源：international trade center, 太平洋证券整理

2.2 供给端：丁腈手套产能主要集中在马来，PVC 手套在中国

一次性手套按照材质可以分为乳胶手套、丁腈手套和 PVC 手套。2017 年全球一次性防护手套 4170 亿支，医疗级占比约 64.7%，医疗手套中 72% 为丁腈、乳胶手套。由于乳胶可能导致部分人群皮肤过敏及价格较高等缺点，PVC 及丁腈在医疗领域的使用比例逐步提升。

图表 12：不同材质一次性手套比较

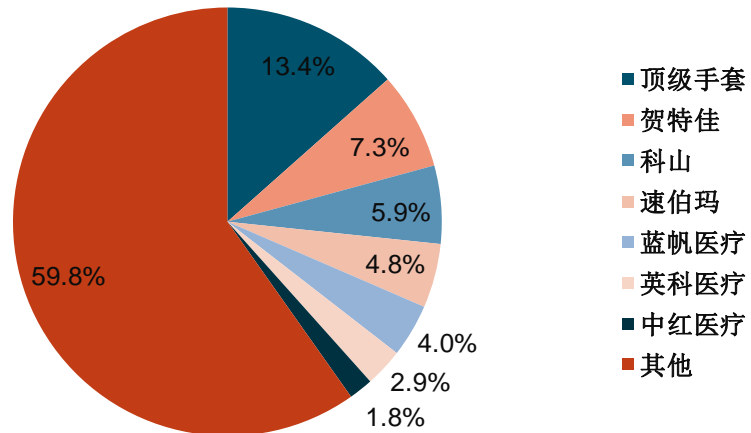
手套品种	应用领域	原料	优点	缺点
乳胶手套	医疗手术	天然乳胶	弹性及贴附性强	可能导致人体皮肤过敏、原材料供应不稳定、价格高
丁腈手套	医疗检查等广泛领域	丁腈乳胶	避免乳胶过敏、弹性好、原材料供应稳定	价格较PVC手套偏高
PVC手套	医疗检查等广泛领域	PVC粉	透气好、耐酸碱、价格较便宜	弹性一般、无法用于手术

资料来源：太平洋证券整理

PVC 手套上世纪 50 年代末由美国 Oak Technical LLC 公司发明，80 年代左右艾滋病被确认并在全球范围集中爆发的过程中，PVC 手套在欧美市场急剧成长，随着欧美等国家关于医护人员手部防护的强制指令及法规的实施，在医疗护理领域已形成良好的使用习惯。90 年代 PVC 手套生产技术传入中国，经过多年发展，国内企业 PVC 手套技术十分成熟，全球 PVC 手套产能绝大部分集中在中国，主要企业有蓝帆医疗、英科医疗、石家庄鸿锐、中红普林等。

丁腈手套 20 世纪 90 年代问世，解决了乳胶手套致敏的缺陷，同时具备记忆手型，不易疲劳，具备耐穿刺耐撕扯性能，颜色易区分管理和上游原材料价格波动小等优点，是最具生命力的一次性防护手套。早期丁腈被马来西亚等东南亚国家瓜分。中国的 PVC 手套企业在本世纪初逐步将业务拓展到了丁腈手套行业，全球竞争化的格局正在形成。当前马来西亚是丁腈手套最大的生产基地，其中顶级手套、贺特佳、科山橡胶等前三大手套企业 18 年全球一次性手套市占率 26.7%。

图表 13：2018 年全球一次性手套竞争格局



资料来源：各公司年报，太平洋证券整理

国内丁腈手套产业起步晚，技术与生产线主要来自马来。但中国的工业配套、生产成本、环境、人才储备比东南亚国家有很大优势，中国的丁腈手套生产具备显著的竞争优势。马来大型丁腈大型企业主要有 Top Glove（顶级手套）、Hartalega（贺特佳）、Kossan Rubber（科山橡胶）等；国内主要有英科医疗、蓝帆医疗、石家庄鸿锐、中红普林等公司，因为全球 3600 多条生产线中超过 60% 使用超 10 年，工艺和效率落后，未来有望逐步被淘汰。

图表 14：全球主要一次性手套供应商情况

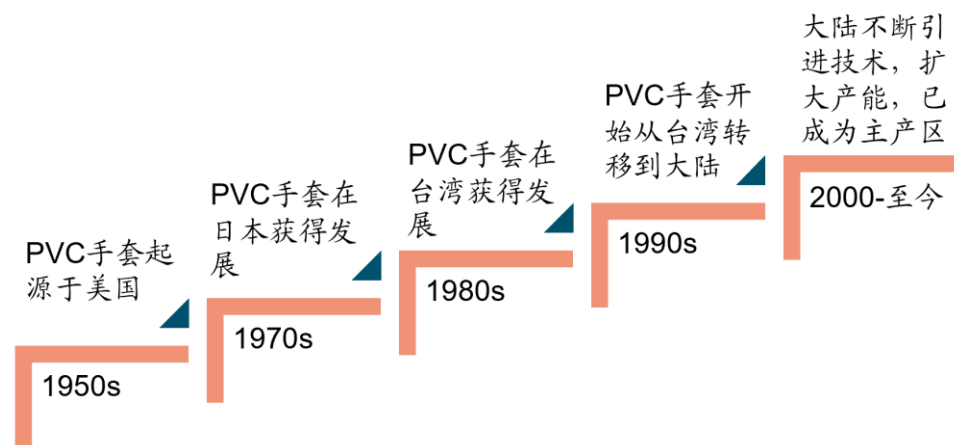
企业名称	2020.3.6市值产能（亿支）		产能结构	2018年收入	2018年净利润
顶级手套	255亿元	605	乳胶49% 丁腈41% PVC 10%	68亿元	7亿元
贺特佳	359亿元	330	乳胶5% 丁腈95%	38亿元	7亿元
科山橡胶	107亿元	265	乳胶48% 丁腈52%	35亿元	3.3亿元
速伯玛	40亿元	200	/	21.7亿元	1.8亿元
WPR	/	110	/	/	/
蓝帆医疗	172亿元	180	PVC80%	26.5亿元	3.47亿元
英科医疗	100亿元	150	PVC69% 丁腈31%	18.93亿元	1.79亿元
中红普林	/	90	PVC56% 丁腈44%	9.5亿元（2017）	0.65亿元（2017）
石家庄鸿锐	/	140	主要为PVC	/	/

资料来源：各公司年报，太平洋证券整理

2.3 产业趋势：丁腈手套产业有望向中国转移，龙头企业最受益

PVC手套起源美国，目前产能集中在中国。一次性PVC手套上世纪50年代起源于美国，在70年代在日本获得发展，后由台湾转移到我国大陆地区，大陆早期和台湾合作的公司如石家庄鸿锐集团在1993年引进了生产线开始加工PVC手套。2000年以来，我国已经成为世界上最大的一次性PVC手套生产地区，关键的的糊树脂技术，工艺技术也在不断改进。

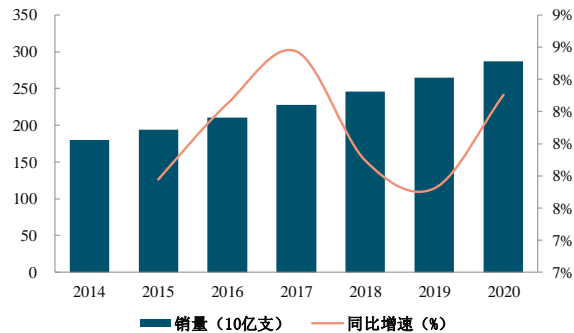
图表 15：PVC手套产业迁移历史



资料来源：太平洋证券整理

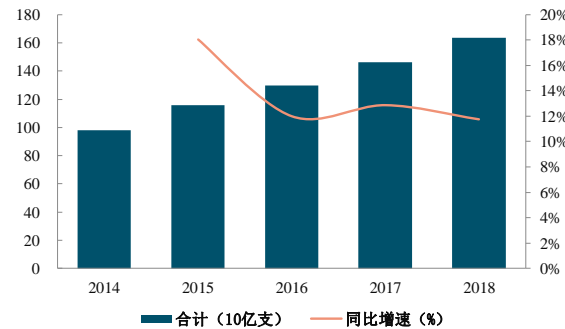
20 世纪 90 年代丁腈手套起源于马来西亚，目前全球丁腈和天然橡胶手套生产主要集中在马来、泰国等东南亚国家。根据 Trade Atlas import data 统计数据，2018 年马来手套出口量约 1640 亿支（丁腈 1025 亿支、乳胶 610 亿支），在全球市场中占比约 63%。

图表 16：全球丁腈+天然橡胶手套销量及增速



资料来源：Trade Atlas Import Data, 太平洋证券整理

图表 17：马来丁腈+天然橡胶手套出口量



资料来源：Trade Atlas Import Data, 太平洋证券整理

丁腈手套原材料占到总成本 50%，主要原材料丁腈胶乳来自石油化工，国内原材料较马来低 8% 以上；生产要素方面，马来商业用地 50 万以上一亩，国内便宜很多；燃料马来使用天然气和生物质，成本是国内动力煤的两倍。人力成本方面，马来西亚全国只有 3200 万人，大量用到外劳，效率很低，风险也很大，20 年起马来外劳人力成本涨 50%。国内比较容易招到优秀的研发和生产人员，虽然国内产业工人比马来贵，但效率高。相比东南亚企业，中国具备工业配套、生产成本、环境等优势。我们判断丁腈手套有望复制 PVC 手套产业转移路径，随着国内龙头企业丁腈生产工艺成熟和产能持续扩建，丁腈产能逐步向中国转移。

图表 18：英科医疗丁腈手套成本分析

单位：元	2013		2014		2015	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	75	57.4%	59	53.0%	55	50.5%
其中：丁腈乳胶	55	42.5%	46	41.5%	41	37.6%
人工成本	9	7.0%	11	10.2%	14	12.5%
能耗	25	18.9%	19	17.3%	18	16.4%
制造费用	19	14.7%	18	16.2%	17	15.4%
不予退税成本	3	2.0%	4	3.3%	6	5.2%
合计	131	100%	112	100%	109	100%
丁腈手套出厂价（元/千支）	/		152		164	
毛利率（%）	/		16.0%		25.6%	

资料来源：英科医疗 IPO 招股书, 太平洋证券整理

3、 英科有望快速成长为全球领先的丁腈手套供应商

3.1 公司在生产线订制、生产工艺控制等领域已达到国际先进水平

与传统制造业不同，手套加工设备不是标准化设备，而是每家企业根据自己产品的市场定位，结合生产所处的区域的温度、湿度进行设计，因此生产线的设计能力、后续升级和维护至关重要。此外，生产线的建设也需要较大的资本开支，丁腈手套生产线单条建设成本 2300 万元左右，主链条长度接近 1.5 公里，控制点近 3000 个，规模化的生产需要成熟的生产线设计能力和较大的资金投入。如何使得生产线高效、稳定和低能耗的运转，同时保证产品品质非常重要。丁腈手套准入壁垒较 PVC 明显提高，国内只有综合实力强的企业才具备实力布局。

英科医疗最早从马来引进先进的丁腈手套生产线，是国内少数熟练掌握双手模丁腈手套生产线的厂家，目前公司新建的丁腈生产线已接近全球龙头贺特佳的水平。全球行业内手套生产线大部分是 2000 年至 2010 年间建成的，不论是工厂的生产设备还是环保设备目前都面临着升级或淘汰。而英科的手套生产基地正式在这批升级的浪潮下建立的，既吸收了传统生产线的优点，也改善了其中的不足，使得公司在未来的竞争中处于有利地位。

图表 19：英科医疗 PVC 手套生产线



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 20：英科医疗丁腈手套生产线



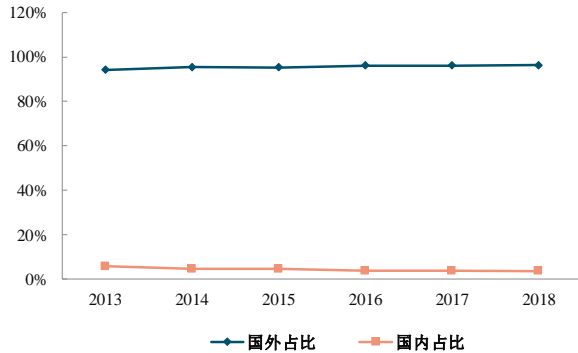
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

3.2 海外出口为主，董事长最早海外销售起家，渠道优势明显

一次性手套的主要消费区域在美国、欧洲、日本等发达国家和地区，近几年公司在稳定原有市场前提下，大力开拓加拿大、俄罗斯及中东、南美等其它新兴市场，取得了良好的营销业绩，目前公司产品销售全球 120 多个国家和地区。内销方面，公司在参加各类展会的同时，着力加强品牌建设、市场推广力度和销售渠道建设，借此次疫情，为长远考虑，加大国

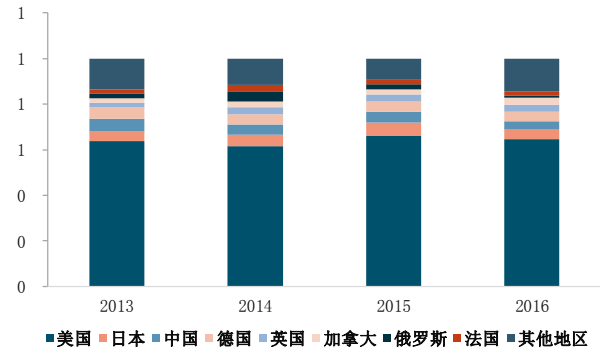
内营销投入；国内电商销售已成功进入天猫、淘宝、京东等平台，并逐步与网易严选、小米有品、拼多多等电商开展合作，以一次性手套为先导，逐步加入冷热敷等家用和小型诊疗机构用理疗产品，形成多种产品互补的良好局面。

图表 21：英科医疗销售主要以出口为主



资料来源：wind，太平洋证券整理





图表 22：英科医疗全球各市场占比情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

公司国际销售客户主要为境外大型医疗用品或防护清洁用品销售商，采用 ODM 模式，公司根据客户的需求，负责产品的设计和生 产，产品通常采用客户品牌。**境外医疗市场壁垒较高：**1) 需满足目标市场政府部门的准入认证，如美国的 FDA510K 认证、欧盟的 CE 认证等；2) 需要配合中间商的供货资格审定及产品检测，其中资格审定一般要通过终端客户的验厂才能被列入供应商名录。英科实控人 30 多年海外市场经验，已经与主要国际客户建立了较为长久和密切的合作关系，积累了丰富的客户资源。

图表 23：英科医疗部分主要国际客户介绍

客户名称	客户简介
	拥有 180 多年的经营历史，世界 500 强之一，纽约交易所上市公司；是美国地区最大的医疗服务企业，其产品供应美国 50% 的医院，20% 的病人；公司客户中 PSS Global 和 Cypress Medical 均系其旗下公司。
	成立于 1910 年，美国最大私营医疗产品供应商，2014 年销售收入 70 亿美元，拥有 12,000 名员工。
	成立于 1992 年，位于美国芝加哥，主要从事一次性的手套、包装纸的批发业务，客户主要为世界各地的分销商。
	位于美国，主要从事一次性医疗产品的销售，产品线齐全，拥有 30 多年的历史，客户主要为医院、学校及家庭个人，其核心优势在于有效的物流管理系统。

资料来源：英科医疗 IPO 招股书，太平洋证券整理

3.3 产能扩建加速，有望跨越式成长为全球一次性手套龙头

公司成功上市以来，借助资本优势和丁腈生产线技术积累，快速扩建产能。新冠肺炎疫情全球范围内爆发，短期国内外对于手套等一次性防护用品需求激增，而中长期看疫情有望激发中国等发展中国家市场需求，公司产能扩建有望加速，未来将形成“山东-安徽-江苏-江西-越南”全球五大生产基地。目前产能已超过 150 亿支（17 条丁腈双线+90 条 PVC 单线），预计 5 年左右公司产能有望突破 700 亿支，全球市占率从 3% 提升到 10%，收入规模突破 100 亿元，净利润 15~20 亿左右，成为世界级一线手套龙头。

2017 年 IPO 项目投资建设青州生产基地已经完成。2017 年 7 月公司以 20.39 元/股首次发行 2430.98 万股，募集资金净额 4.4 亿元，投资建设“年产 58.8 亿只高端医用手套”（山东青州生产基地）、“康复理疗用品生产线技术改造项目”。

2019 年可转债项目投资建设安徽生产基地。公司发行可转债募集资金 4.7 亿元用于“年产 110.8 亿只（1108 万箱）高端医用手套项目”。该项目为公司 IPO 募集资金投资项目“年产 280 亿只（2800 万箱）高端医用手套项目”中的一部分，安徽手套项目将分三期进行建设，预计 2021 年底全部建成。山东、安徽两地医用手套产能合计将超过 400 亿只，有望跻身全球顶级手套供应商行列。

2019 年越南建厂，产能国际化布局。为了响应“一带一路”政策和应对贸易摩擦，公司 19 年在越南投资建厂，计划投资 1.4 亿美元（含注册资本）建设海外生产基地。项目总体规划及占地面积 180 亩左右，总建筑面积 65930.75 m²，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，年产 88.2 亿只（882 万箱）高端医用手套及其他医疗耗材。

2020 年江西产能项目落地。2020 年 3 月公司与江西九江彭泽县人民政府正式签订了《在彭泽投资医疗防护用品项目合同》，合同约定公司在彭泽县投资建设英科医疗年产 271.68 亿只（2744 万箱）高端医用手套项目，项目计划总投资为 30 亿元人民币，首期 15 个月内建成投产，5 年内全面建成投产。全面投产后预计年产丁腈手套 1996 万箱、PVC 手套 300 万箱、乳胶检查手套 312 万箱、乳胶手术手套 136 万箱，可实现年销售收入 50 亿元。

图表 24：英科医疗一次性防护手套扩产预测（丁腈已换算成单线，PVC 条）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
生产线数量 (单线, 条)	PVC	39	51	51	59	90	95	125	135	145	155
	丁腈	20	26	30	34	34	74	124	174	234	314
产能 (亿支)	PVC	51	66	66	83	120	133	175	189	203	233
	丁腈	26	34	39	51	51	111	186	261	351	471

资料来源：公司公告，太平洋证券预测

4、 盈利预测与估值

4.1 核心假设

1、 产能规划及销售

PVC 手套：根据募投项目和建设进展，预计供公司 20-22 年分别新增 20、30、10 条 PVC 单线生产线，假设产能利用率为 100%。

丁腈手套：根据募投项目和建设进展，预计供公司 20-22 年分别新增 40、50、50 条丁腈单线生产线，对应 20-22 年生产线数量 74、124、174 条，假设产能利用率为 100%。（双线已换算成单线）

考虑到当前疫情全球范围扩散，医疗防护用品公布应求，企业发货时间延长，假设产销率 100%。

轮椅：20-22 年销量增速 15%、10%、10%。

其他保健理疗类：20-22 年销售额与 19 年持平。

2. 单价&毛利率

公司手套产品价格主要受原料成本、能源成本以及汇率等方面影响。公司 PVC 手套 2014-2019 年的单价变动范围在 86-94 元/千支，丁腈手套单价变动范围在 152-164 元/千支。PVC 价格目前触底企稳，有望上涨趋势，暂且保守预测未来价格稳定在 84 元/千支，19-22 年毛利率分别为 20%、21%、22%、22%；

受新冠肺炎疫情影响，丁腈手套 20 年国内销量占比大幅提升，剔除一次性影响，未来国内销量占比相比以往有望逐步提升，预计未来销量占比能提升到 20%。由于国内出厂价高于出口价，20 年丁腈手套均价预计大幅提升，预计 19-22 年均价 161、184、169、169 元/千支，毛利率

分别为 30%、38%、33%、33%。

由于近年来公司轮椅产品结构不断优化，电动轮椅等中高端产品带动整体价格提升，预计 19-22 年毛利率分别为 23%、24%、25%、25%。

其他业务预计毛利率维持 18 年水平不变。

3. 费用率假设

近年来供公司整体费用率稳中有降，2018 年销售费用率、管理费用率分别为 6.32%、4.17%，考虑国内市场开拓，销售费用有望增加，预计公司 19-22 年销售费用率的预计分别为 6.33%、6.40%、6.40%、6.40%；管理费用率稳中有降 7.38%、7.18%、6.68%、6.68%；财务费用率 0.10%、0.37%、0.26%、0.2%。

图表 25：公司各项业务未来收入假设（详细量价拆分请联系太平洋医药）

	2018	2019E	2020E	2021E
一、手套				
收入	1557	1713	2307	3440
yoy	7.8%	10.0%	34.7%	49.1%
毛利	397	415	703	1004
yoy	7.5%	4.6%	69.3%	42.8%
毛利率	25.5%	24.2%	30.5%	29.2%
1、PVC手套				
收入	896	988	1087	1196
yoy	4.21%	10.37%	10.00%	10.00%
毛利	208	198	239	263
yoy	-8.74%	-4.84%	21.00%	10.00%
毛利率	23.20%	20.00%	22.00%	22.00%
2、丁腈手套				
收入	662	725	1219	2244
yoy	12.97%	9.44%	68.30%	84.02%
毛利	189	217	463	740
yoy	33.57%	15.01%	113.18%	59.81%
毛利率	28.55%	30.00%	38.00%	33.00%
二、轮椅				
收入	188	217	249	274
yoy	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%
毛利	36.86	49.82	59.78	68.50
yoy	25.70%	35.14%	20.00%	14.58%
毛利率	19.57%	23.00%	24.00%	25.00%
三、其它（保健理疗等）				
收入	146.72	156.99	156.99	156.99
yoy	-0.97%	7.00%	0.00%	0.00%
毛利	38.46	41.15	41.15	41.15
yoy	1.91%	7.00%	0.00%	0.00%
毛利率	26.21%	26.21%	26.21%	26.21%
四、合计				
收入	1893	2086	2713	3871
yoy	8.12%	10.25%	30.01%	42.69%
毛利	472	506	803	1113
yoy	8.22%	7.19%	58.79%	38.55%
毛利率	24.94%	24.25%	29.62%	28.76%

资料来源：公司公告，太平洋证券预测

4.2 估值

预计公司 2019-2022 年实现收入 20.86 亿元、27.13 亿元、38.71、50.27 亿元，增速 10.2%、30%、42.7%、29.9%。19-22 年公司净利润分别为 1.74 亿元、3.73 亿元、5.17 亿元、7.1 亿元，对应 EPS 分别 0.89 元、1.90 元、2.63、3.60 元，对应 20-22 年 PE 为 25、18、13 倍。我们选取四家相关可比公司，20-21 年 PE 均值为 47 倍、39 倍，同时考虑到两家海外同业上市公司 PE-TTM 49 倍、53 倍，给予英科医疗 20-21 年 PE 40 倍、38 倍，对应市值 150 亿、200 亿，给予“买入”评级。

图表 26：国内外可比公司估值情况

代码	公司简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍） TTM	PE（倍）	
			2019E	2020E	2021E		2020E	2021E
002382	蓝帆医疗	17.89	0.51	0.79	0.93	35	23	29
600529	山东药玻	36.03	0.78	0.98	1.22	49	37	30
300595	欧普康视	61.43	0.76	1.02	1.37	81	60	45
688029	南微医学	195.87	2.28	2.91	3.82	86	67	51
平均值						63	47	39
300677	英科医疗	46.80	0.80	1.77	2.31	53	26	20
BVA.SG	顶级手套	10.06				49		
5168.KL	贺特佳	10.62				53		

资料来源：wind，公司年报，太平洋证券整理

5、 风险提示：

- 1、产能扩张进度不及预期；
- 2、中美贸易摩擦影响出口；
- 3、美元/人民币汇率大幅波动；
- 4、销售不及预期或者降价风险。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	858	900	900	900	营业收入	1893	2086	2713	3871
应收款项	337	371	483	689	营业成本	1421	1580	1909	2758
存货净额	207	234	281	408	营业税金及附加	19	21	27	38
其他流动资产	39	43	56	79	销售费用	120	132	161	229
流动资产合计	1441	1548	1720	2076	管理费用	79	112	137	194
固定资产	811	1150	1459	1741	财务费用	(8)	39	43	46
无形资产及其他	92	89	85	82	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	82	82	82	82	资产减值及公允价值变动	(7)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(60)	0	0	0
资产总计	2425	2869	3345	3981	营业利润	204	202	436	606
短期借款及交易性金融负债	771	1028	1121	1135	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	217	246	295	428	利润总额	207	205	439	609
其他流动负债	85	97	117	169	所得税费用	27	31	66	91
流动负债合计	1073	1370	1532	1732	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	44	44	44	44	归属于母公司净利润	179	174	373	517
其他长期负债	35	35	35	35					
长期负债合计	79	79	79	79	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1152	1449	1611	1810	净利润	179	174	373	517
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	(6)	0	0
股东权益	1273	1420	1734	2170	折旧摊销	80	63	88	115
负债和股东权益总计	2425	2869	3345	3981	公允价值变动损失	7	7	7	7
					财务费用	(8)	39	43	46
关键财务与估值指标					营运资本变动	(56)	(31)	(102)	(172)
每股收益	0.91	0.89	1.90	2.63	其它	2	6	0	0
每股红利	0.14	0.14	0.30	0.41	经营活动现金流	209	213	365	467
每股净资产	6.48	7.23	8.83	11.05	资本开支	(134)	(400)	(400)	(400)
ROIC	13%	9%	15%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	12%	22%	24%	投资活动现金流	(134)	(400)	(400)	(400)
毛利率	25%	24%	30%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	12%	18%	17%	负债净变化	10	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	21%	20%	支付股利、利息	(28)	(27)	(59)	(81)
收入增长	8%	10%	30%	43%	其它融资现金流	531	257	93	14
净利润增长率	24%	-3%	114%	39%	融资活动现金流	495	229	35	(67)
资产负债率	47%	51%	48%	45%	现金净变动	571	42	0	0
息率	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	货币资金的期初余额	287	858	900	900
P/E	50.9	52.5	24.5	17.7	货币资金的期末余额	858	900	900	900
P/B	7.2	6.4	5.3	4.2	企业自由现金流	111	(163)	(7)	97
EV/EBITDA	30.8	34.8	18.9	14.3	权益自由现金流	652	60	49	72

资料来源: wind, 太平洋证券预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。