

英科医疗 (300677.SZ) 引领产业变革, 彰显制造强国风采

2020年11月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

杜佐远 (分析师)

苑建 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070009

日期	2020/11/18
当前股价(元)	108.44
一年最高最低(元)	184.37/15.15
总市值(亿元)	361.62
流通市值(亿元)	251.38
总股本(亿股)	3.33
流通股本(亿股)	2.32
近3个月换手率(%)	211.46

● 引领产业变革, 全球一次性防护手套龙头呼之欲出。

英科医疗全产业链布局一次性防护手套引领产业变革, 凭借成本、规模、渠道和品牌优势, 有望成为全球最具竞争力的医疗防护手套龙头。新冠疫情以来, 公司加速产能扩建, 2021年一季度有望成为全球最大的非天然橡胶手套供应商, 3年产能有望突破1500亿只, 跨越式成为行业领头羊。预计2020-2022年净利润分别为75.3亿、120.4亿、72.9亿元, 对应EPS 22.57/36.09/21.86元, 当前股价对应PE分别为4.8倍、3.0倍和5.0倍, 给予“买入”评级。

● 新冠疫情导致丁腈手套需求3倍增量, 疫情过后需求有望提速。

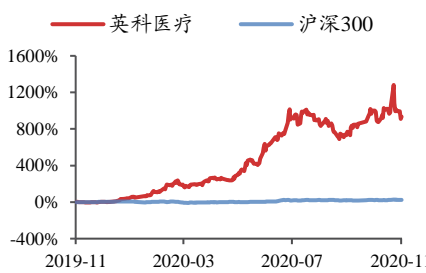
2014-2019年乳胶手套需求复合增速8%左右, 2019年销量约2600亿只, 丁腈手套增速10%左右, 销量约1600亿只。根据美国供应环节特别工作组报告, 2020年3-7月丁腈手套平均单月需求量约90亿只, 大约是疫情前的3倍(疫情前单月30亿只左右), 其中医院需求从单月10亿只左右, 增加至50亿只左右, 4倍增量, 长期护理和紧急救护均增加1倍以上。我们预测疫情期间全球丁腈手套缺口3400亿只左右, 根据贺特佳报告疫情过后, 丁腈手套永久性增加约1200亿只, 行业增长有望提速。

● 加速扩建高质量优势产能, 有望跨越式成长为全球最具竞争力行业龙头。

上游布局原材料和投资热电联产, 制造成本有望显著降低, 生产线效率已达全球最高水平, 预计未来丁腈生产成本将降至89.29元/千只左右(下降12.1%), 大幅领先于贺特佳113-120元/千只, 行业低谷时丁腈手套毛利润57-85亿元。凭借国内工业配套、土地、劳动力等优势加速扩建产能, 保守预测2020-2022年产能分别到352亿只、744亿只和1104亿只, 2021年有望成为全球最大的PVC手套供应商, 2年内有望成为全球最大的丁腈手套供应商。销售渠道和品牌能力全球第一, 新冠疫情中自有品牌销量占比40-50%, 预计疫情后自有品牌占比有望较疫情前大幅提升, 商业模式有望从ODM向OBM延伸, 盈利能力有望大幅提升。

● **风险提示:** 产能扩张进度不及预期; 中美贸易摩擦影响出口; 原材料涨价; 美元/人民币汇率大幅波动; 销售不及预期或者降价风险。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,893	2,083	13,991	21,306	20,794
YOY(%)	8.1	10.1	571.7	52.3	-2.4
归母净利润(百万元)	179	178	7,527	12,035	7,290
YOY(%)	23.6	-0.6	4121.3	59.9	-39.4
毛利率(%)	24.9	25.1	68.1	68.1	42.7
净利率(%)	9.5	8.6	53.8	56.5	35.1
ROE(%)	14.1	11.9	79.3	56.0	25.4
EPS(摊薄/元)	0.54	0.53	22.57	36.09	21.86
P/E(倍)	201.6	202.8	4.8	3.0	5.0
P/B(倍)	28.4	25.2	3.8	1.7	1.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 致力成为全球一次性医疗防护手套领导者	4
2、 全球丁腈手套行业高景气，疫情影响有望超预期	6
2.1、 不考虑疫情全球需求超 5000 亿只，预计增速 8%以上	6
2.2、 新冠疫情导致手套需求激增，丁腈手套永久性增量约 1200 亿只	7
2.3、 马来西亚头部手套企业长期稳定增长，市值已突破千亿元	9
2.3.1、 顶级手套：全球产能最大的一次性防护手套龙头	10
2.3.2、 贺特佳：全球丁腈手套产能最大的龙头企业	11
3、 英科医疗有望加速成为全球丁腈手套龙头	12
3.1、 公司在生产线研发和工艺控制等方面已全球领先	12
3.2、 营销渠道全球领先，品牌影响力持续提升	13
3.3、 上游拓展原材料&热电联产，有望大幅提升竞争力	14
3.4、 产能扩建有望加速，跨越式成长为全球手套龙头	17
4、 盈利预测与估值	19
4.1 关键假设	19
4.2 盈利预测与估值	19
5、 风险提示	20
附： 财务预测摘要	21

图表目录

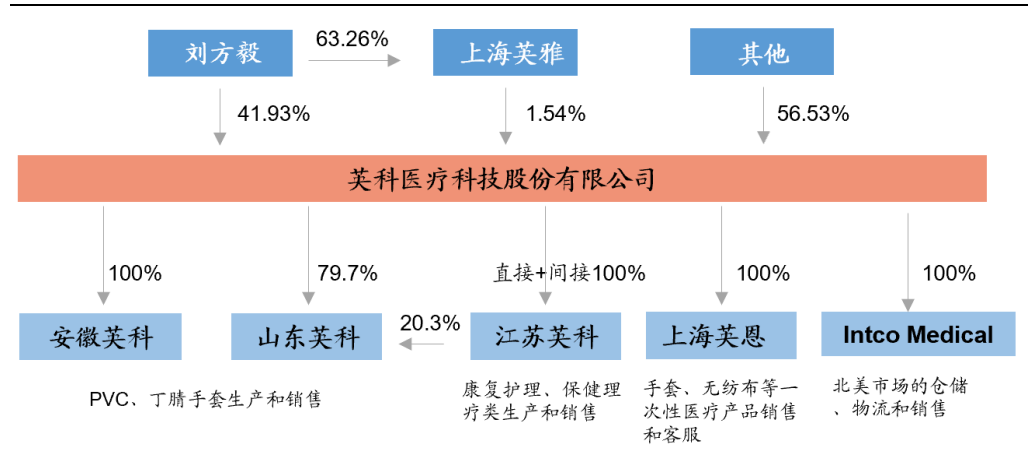
图 1： 董事长刘方毅为公司实际控制人（定向增发后）	4
图 2： 英科医疗快速成长为国内防护手套龙头企业	4
图 3： 2020 年前三季度英科医疗业绩大幅度增加	5
图 4： 新冠疫情以来业绩逐季度快速增长	5
图 5： 新冠疫情防护手套提价导致毛利率大幅提升	5
图 6： 新冠疫情公司 ROE 和 ROA 大幅提升	5
图 7： 全球一次性手套需求稳步增长	6
图 8： 全球橡胶手套（丁腈+乳胶）销量持续稳定增长	6
图 9： 全球手套欧美市场为主，其他地区稳步提升	7
图 10： 全球一次性手套发展中国家存巨大市场潜力	7
图 11： 海外新冠肺炎疫情形势严峻	7
图 12： 欧美为最主要的丁腈手套消费国家	7
图 13： 2020 年马来西亚乳胶手套供应量约 2200 亿只	8
图 14： 疫情预计导致丁腈手套永久性增量 1200 亿只	8
图 15： 海外疫情发生以来中国医用检查手套出口量激增	8
图 16： 海外疫情发生以来医用检查手套出口价大幅提升	8
图 17： 海外疫情发生以来中红医疗手套价格持续走高	9
图 18： 海外疫情发生以来中红医疗手套供不应求	9
图 19： 顶级手套收入和净利润维持上升趋势	10
图 20： 新冠疫情以来顶级手套逐季度大幅提升	10
图 21： 顶级手套丁腈和乳胶手套为收入主要来源	10
图 22： 近年来顶级手套丁腈手套销量占比稳步提升	10

图 23: 贺特佳收入和净利润维持上升趋势	11
图 24: 贺特佳手套主要出口欧美和亚太地区	11
图 25: 贺特佳生产线生产效率全球领先	12
图 26: 英科医疗 PVC 生产线全球领先.....	13
图 27: 英科医疗丁腈手套生产线处于全球第一梯队	13
图 28: 丁腈胶乳在顶级手套丁腈成本占比 45%	14
图 29: 丁腈胶乳在中红医疗丁腈成本占比 47.3%	14
图 30: 丁腈胶乳出口/进口价格 2020 年 7 月份开始上涨	15
图 31: 丙烯腈和丁二烯价格走势与原油价格走势基本一致	15
图 32: 山东浩德乳胶科技专注羧基丁腈胶乳等系列产品生产	16
图 33: 南帝化工毛利率和净利率整体保持稳定	16
图 34: 英科医疗毛利率显著高于同行业竞争对手	18
图 35: 贺特佳和中红医疗丁腈手套生产成本对比	18
表 1: 英科医疗股权激励充分	5
表 2: 马来西亚两家头部企业顶级手套和贺特佳市值已突破千亿元.....	9
表 3: 顶级手套丁腈手套产能稳步提升	11
表 4: 2027 年贺特佳丁腈手套产能规划至 951 亿只	12
表 5: 英科医疗销售渠道覆盖全球 120 多个国家和地区.....	13
表 6: 英科医疗销售渠道全球领先	14
表 7: 英科医疗安徽和湖南分别投资 10 亿建设热电联产项目	15
表 8: 英科医疗产能规划大幅度提升	17
表 9: 英科医疗有望加速扩建产能（保守预测）	17
表 10: 英科医疗丁腈手套成本未来有望较大幅度下降.....	18
表 11: 英科医疗丁腈手套价格与毛利润敏感性分析.....	18
表 12: 医疗器械和耗材上市公司估值情况：英科医疗为一次性医疗防护手套龙竞争优势明显	20

1、致力成为全球一次性医疗防护手套领导者

公司成立于2009年，为国内一次性医疗防护手套龙头，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。2019年底产能190亿只（丁腈50亿只，PVC140亿只），预计2020年底产能突破350亿只，2021年有望成为全球最大的PVC手套供应商，2年内有望成为全球最大的丁腈手套供应商。董事长刘方毅合计持股42.9%，为实际控制人。

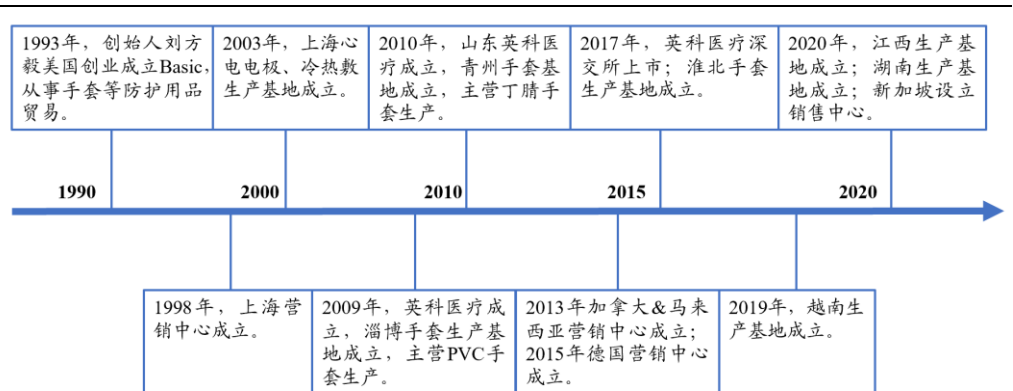
图1：董事长刘方毅为公司实际控制人（定向增发后）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

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。

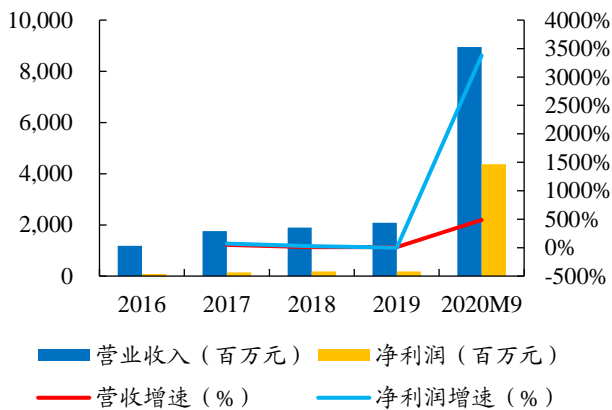
图2：英科医疗快速成长为国内防护手套龙头企业



资料来源：公司公告、开源证券研究所

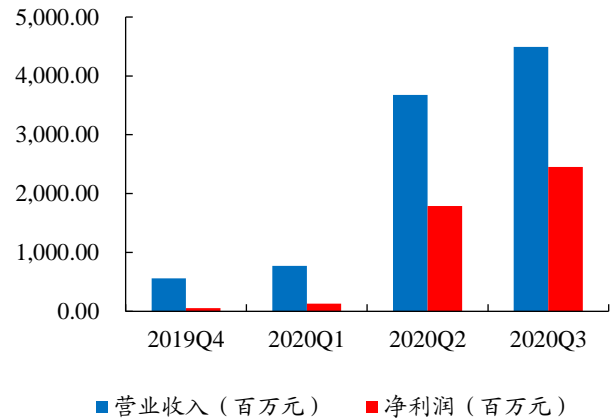
公司主要以出口为主，近年来全球丁腈手套需求旺盛，订单饱满。随着公司持续产能扩建，收入端和利润端均保持稳定增长。2016-2019年收入端复合增速20.7%，利润端复合增速27.4%。2020年全球新冠疫情影响，防护手套缺口巨大导致大幅提价，公司抓住机遇迅速扩建产能，前三季度量价齐升，业绩环比持续增加。2020年第三季度收入44.95亿元，环比增速22.3%，净利润24.51亿元，环比增速36.8%。

图3: 2020 年前三季度英科医疗业绩大幅度增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

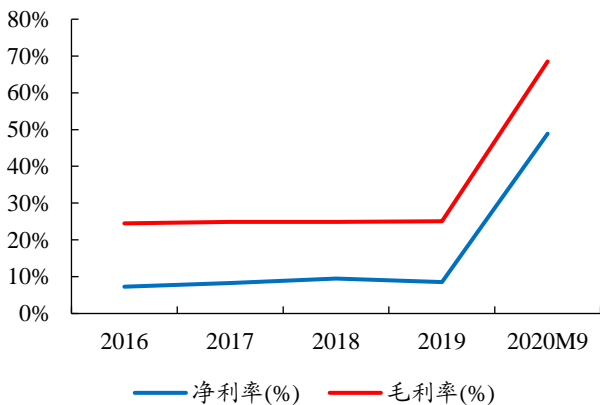
图4: 新冠疫情以来业绩逐季度快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

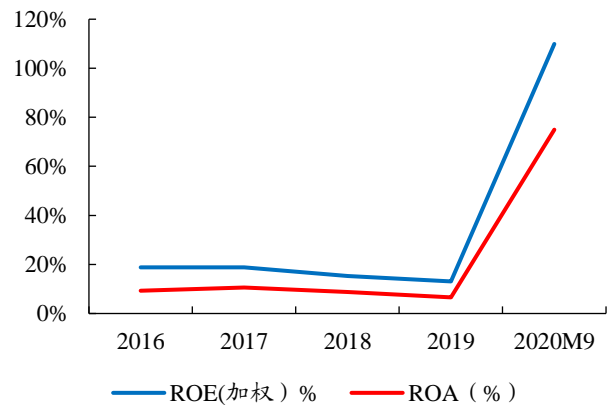
新冠疫发生前公司毛利率整体保持在 25%左右, 净利润率稳中有升, 2019 年净利润率 8.56%, 产能扩建导致资本支出加大, 资产周转率有所降低, ROE/ROA 呈现下降趋势。新冠疫情发生以来, 防护手套供不应求, 价格大幅上涨, 公司盈利能力大幅提升, 新产能加速投放, 且新生产线效率更高, 预计未来手套价格稳态下 ROE/ROA 高于疫情前水平。

图5: 新冠疫情防护手套提价导致毛利率大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 新冠疫情公司 ROE 和 ROA 大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司拥有良好的激励机制, 2017 年上市以来已经实施 4 期股权激励, 累积授予人次超 700 人, 合计约 750 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, 绑定公司核心员工和管理层。

表1: 英科医疗股权激励充分

	第一期	第二期	第三期	第四期
时间	2017	2019	2020	2020
数量 (万股)	199	199.5	198.1	150
股票来源	限制性股票	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	29.05
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	297 人, 董事、高级管理人员、核心骨干人员

	第一期	第二期	第三期	第四期
业绩考核	16 年扣非净利润为基准, 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 年净利润增速 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%。	2019 年扣非净利润为基数, 2020-2022 年增长率分别不低于 100%、150%、220% 或以 2019 年营业收入为基数, 2020、2021、2022 年营业收入增长率分别不低于 100%、150%、220% 的业绩考核目标。

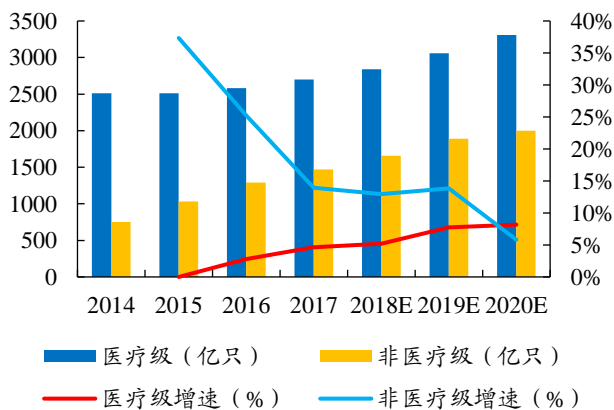
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、全球丁腈手套行业高景气，疫情影响有望超预期

2.1、不考虑疫情全球需求超 5000 亿只，预计增速 8%以上

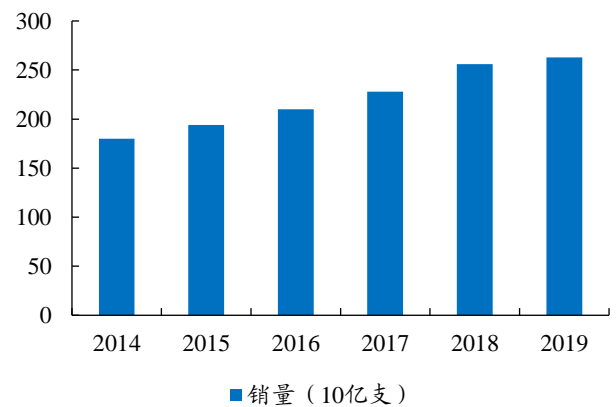
不考虑新冠疫情，全球一次性手套市场稳健增长，2020 年预计超 5300 亿只。International Trade Centre 统计数据，2017 年全球销量达 4170 亿只，2009-2017 年复合增长率 7.7%左右，预计 2020 年将达到 5310 亿只，未来 3 年复合增速 8.39%: 1) 医疗级 2700 亿只，2009-2017 年复合增速 5.5%，预计 2020 年达 3310 亿只，同比增速超 8%; 2) 非医疗级 1470 亿只，2009-2017 年复合增速 12.3%，预计 2020 年达 2000 亿只; 3) 乳胶手套 2019 年全球销量 2630 亿，预计其中丁腈手套约 1600 亿只，天然橡胶手套约 1000 亿只。

图7: 全球一次性手套需求稳步增长



数据来源: International Trade Center、开源证券研究所

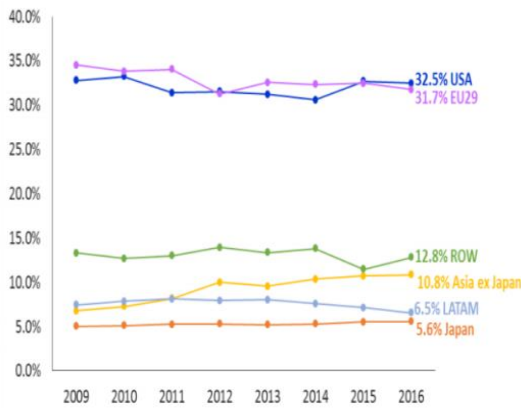
图8: 全球橡胶手套（丁腈+乳胶）销量持续稳定增长



数据来源: Trade Atlas import data、开源证券研究所

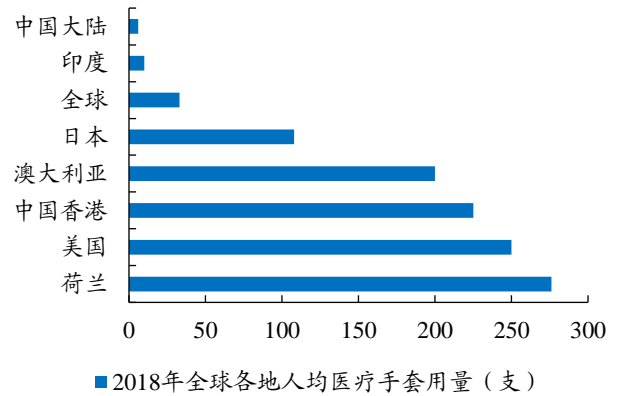
欧美、日本等发达国家为一次性防护手套主要消费国家,2016 年市场占比 70%, 而发展中国家一次性手套使用市场潜力很大。根据马来橡胶出口促进会数据, 2018 年医疗手套人均用量为 33 只, 荷兰为 276 只, 美国为 250 只, 日本 108 只, 而中国和印度人均用量只有 6 只、10 只, 低于全球平均水平, 远低于欧美日, 未来提升空间巨大。我们认为未来市场增长动力主要来自两方面: 1) 欧美发达国家手套消费量持续稳定增长; 2) 发展中国家一次性手套使用量市场潜力大。

图9: 全球手套欧美市场为主, 其他地区稳步提升



资料来源: Top Glove

图10: 全球一次性手套发展中国家存巨大市场潜力



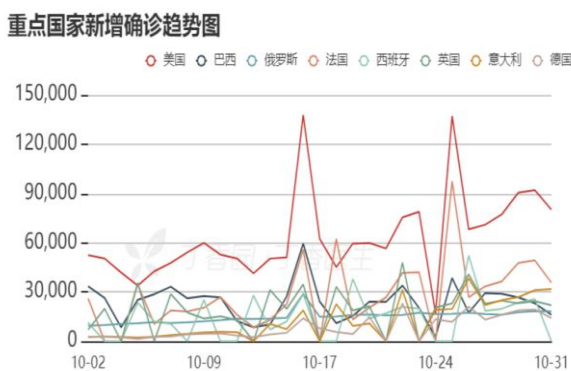
数据来源: international trade center、开源证券研究所

2.2、新冠疫情导致手套需求激增, 丁腈手套永久性增量约 1200 亿只

新冠疫情导致一次性防护手套需求激增, 根据美国供应环节特别工作组报告, 2020年3-7月丁腈手套平均单月需求量约90亿只, 大约是疫情前的3倍(2019年12月-2020年2月平均单月需求量不到30亿只), 美国市场年化增量超700亿只。其中美国医院需求从单月10亿只左右, 增加至50亿只左右, 4倍增量, 长期护理和紧急救护均增加1倍以上。

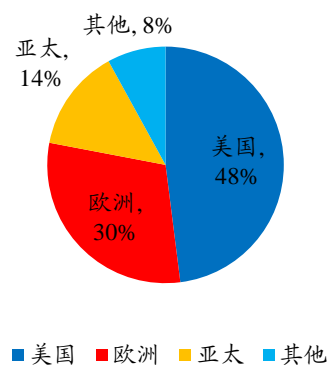
丁腈手套缺口预计在3400亿只左右。根据贺特佳2015年数据, 欧美丁腈手套消费量在全球市场占比78%。疫情期间美国丁腈手套需求3倍增加, 我们测算全球丁腈手套需求从1700亿只增加到5100亿只, 预计需求量增加3400亿只左右。由于丁腈手套缺口巨大, 部分应用场景被迫选用PVC手套, 叠加疫情本身对PVC需求的增加, 全球PVC等手套也供不应求。

图11: 海外新冠肺炎疫情形势严峻



资料来源: 丁香园

图12: 欧美为最主要的丁腈手套消费国家



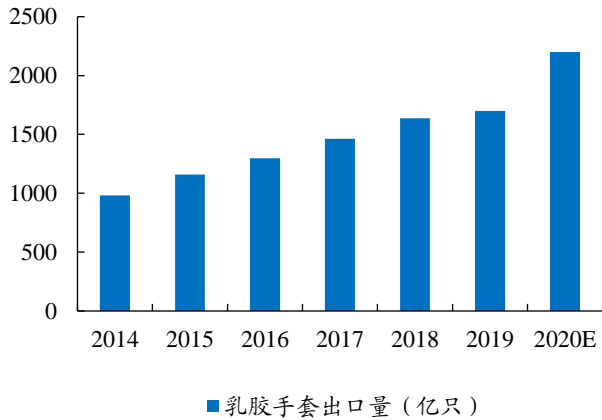
数据来源: 贺特佳、开源证券研究所

供给端根据马来西亚国际贸易与工业部(MITI)数据显示, 2020年1月至7月, 橡胶手套出口额从2019年度同期的100.3亿林吉特增加到150.5亿林吉特, 涨幅超50%。2019年马来橡胶手套出口量为1700亿只, 出口金额173亿林吉特, 预计2020年全球乳胶手套供给量约3300亿只, 2020年马来橡胶手套出口量约2200亿只。

新冠疫情预计带来丁腈手套永久性增量1200亿只。丁腈手套增加主要来自医疗

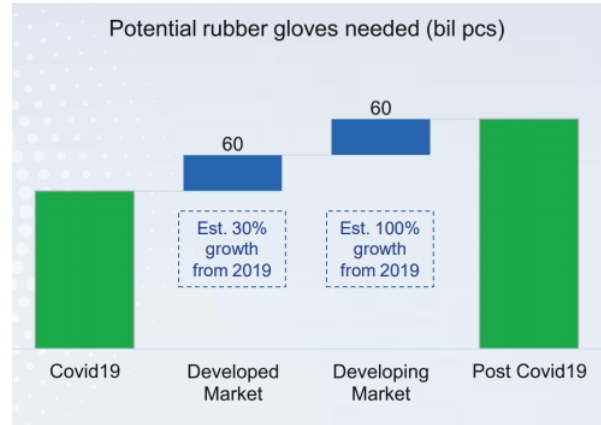
卫生系统，主要原因是渗透率提升以及人均用量的增加，此外服务业、商超和劳保渠道均有大幅增加。我们认为新冠疫情将极大培养和强化医生及消费者佩戴手套习惯，因此疫情过后部分手套增量将成为永久性需求，根据马来西亚手套企业贺特佳预测，新冠疫情将永久性增加 1200 亿只丁腈手套需求。

图13: 2020 年马来西亚乳胶手套供应量约 2200 亿只



数据来源: 贺特佳、MITI、开源证券研究所

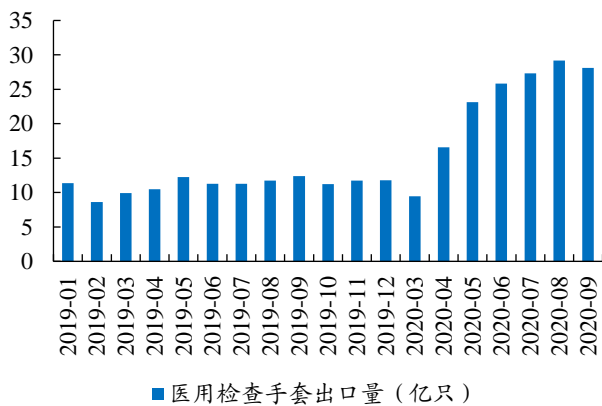
图14: 疫情预计导致丁腈手套永久性增量 1200 亿只



资料来源: 贺特佳

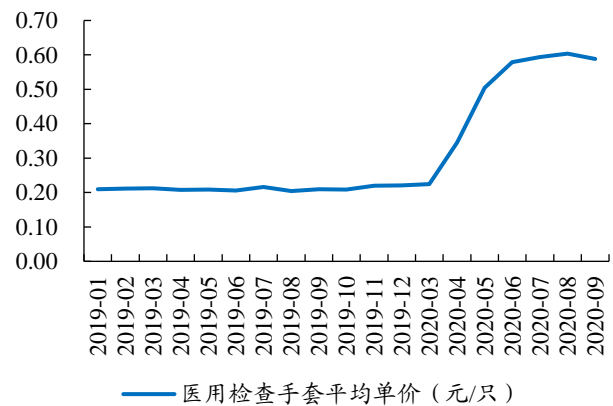
海外疫情发生后，丁腈和 PVC 手套供不应求，以英科医疗为代表的医用手套龙头加速扩建产能，2020 年 4 月国内医用检查手套（医用丁腈手套）出口量和价格大幅提升。根据万得数据，2020 年 4 月-9 月出口量 150 亿只，较 2019 年同期 69 亿只，同比增加 116%，价格从疫情前 0.22 元/只提升到 0.6 元/只（2020 年 9 月份价格），且价格仍处于上升通道。

图15: 海外疫情发生以来中国医用检查手套出口量激增



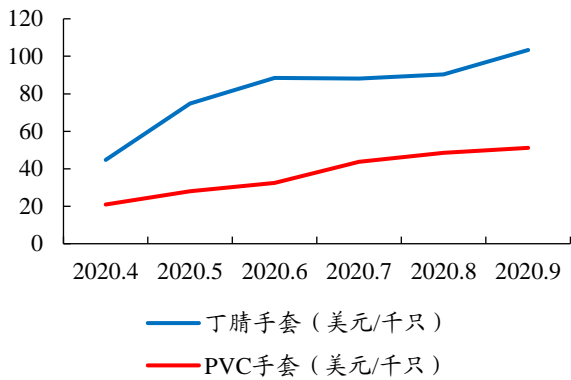
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 海外疫情发生以来医用检查手套出口价大幅提升

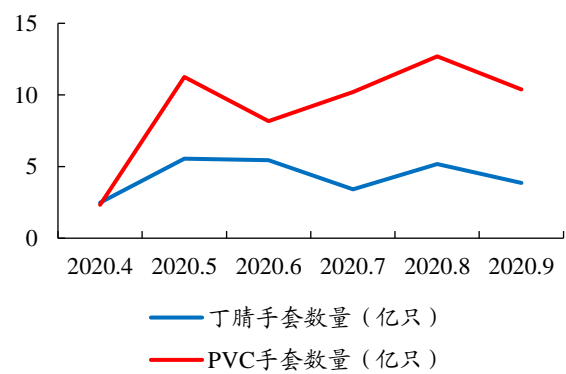


数据来源: Wind、开源证券研究所

根据中红医疗披露，海外疫情发生后丁腈和 PVC 手套价格大幅上涨，2020 年 9 月份丁腈和 PVC 手套平均价格分别为 103.37 美元/千只、51.15 美元/千只。中红医疗目前订单发货时间已排到 2021 年初，公司判断手套价格 2021 年一季度有望维持上涨态势。

图17: 海外疫情发生以来中红医疗手套价格持续走高


数据来源: 中红医疗、开源证券研究所

图18: 海外疫情发生以来中红医疗手套供不应求


数据来源: 中红医疗、开源证券研究所

2.3、马来西亚头部手套企业长期稳定增长，市值已突破千亿元

全球乳胶手套产能主要集中在马来西亚，其中头部企业主要有 Top Glove（顶级手套）、Hartalega（贺特佳）、Kossan Rubber（科山橡胶）等。国内丁腈手套产业起步晚，但有望凭借工业配套、生产成本、环境、人才等优势，中国有望成为丁腈手套主要生产基地之一。目前国内主要有英科医疗、蓝帆医疗、石家庄鸿锐、中红普林等。

表2: 马来西亚两家头部企业顶级手套和贺特佳市值已突破千亿元

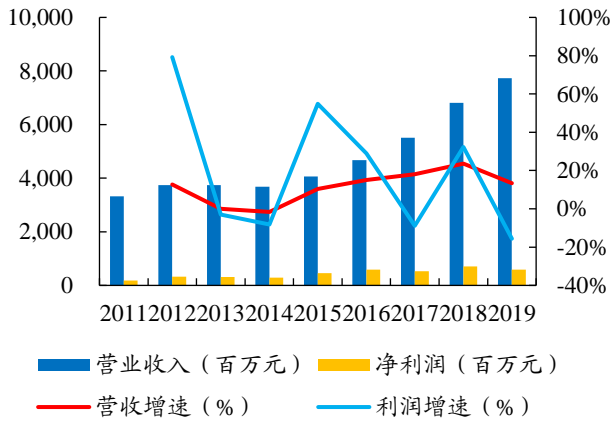
企业名称	2020.11.6 市值(亿元)	产能(亿只)	产能结构	收入	净利润
顶级手套	1121 亿元	2020 年 10 月 900 亿只（750 条生产线），计划 2021-2022 年产能扩建至 1072、1242 亿只，2022 年以后每年 10-15%扩产。	丁腈 46% 乳胶 21% 无粉乳胶 18% 外科 12% 其他 3%	116.6 亿元 (2019.8-2020.8)， 其中 2020.6-2020.8 收入 50 亿元	30.6 亿元 (2019.8-2020.8)， 2020.6-2020.8 净利 润 21.4 亿元
贺特佳	1004 亿元	380 亿只（2020.3.30） 计划 2022 年底新增 60 亿只，扩 产到 440 亿只，2027 年产能到 950 亿只	乳胶 5% 丁腈 95%	47 亿元 (2019.4-2020.3)， 2020.7-9 收入 21.7 亿元	7 亿元 (2019.4-2020.3)， 2020.7-9 净利润 8.9 亿元
科山橡胶	308 亿元	290 亿只（2019.12.30）	乳胶 21% 丁腈 79%	36 亿元	3.7 亿元
速伯玛	404 亿元	240	/	34 亿元	8.6 亿元
英科医疗	388 亿元	190 亿只（2019.12.30） 预计 2020 年底产能突破 350 亿 只，2022 年产能突破千亿只， 2025 年产能 1800 亿只	PVC 64% 丁腈 36%	89.4 亿元 (2020M9)	43.7 亿元 (2020M9)
蓝帆医疗	229 亿元	2020 年底 300 亿只（丁腈 70 亿 只，PVC 215 亿只，TPE 20 亿只）	丁腈（23%） PVC（70%） TPE（7%）	46.5 亿元 (2020M9)	18.9 亿元 (2020M9)
中红普林	/	120 亿只（2020.12.30），预计 2021 年底到 170 亿只	PVC 50% 丁腈 50%	29.4 亿元 (2020M9)	16 亿元 (2020M9)
石家庄鸿锐	/	140	主要为 PVC	/	/

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3.1、顶级手套：全球产能最大的一次性防护手套龙头

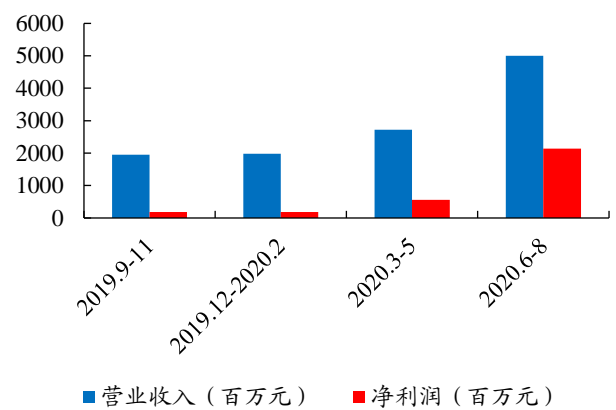
顶级手套为全球产能最大的手套企业，2020年10月拥有36间手套工厂，750条相等的单生产线，产能为达到900亿只，主要以天然橡胶和丁腈手套为主，也是目前市值最大的手套企业（1121亿元，2020.11.6收盘价计算）。近年来公司业绩稳定增长，受疫情影响，全球手套供不应求导致价格大幅提升，顶级手套2020年6-8月收入增至50亿元，净利润21.4亿元，业绩同比大幅增加。

图19：顶级手套收入和净利润维持上升趋势



数据来源：Top Glove、开源证券研究所

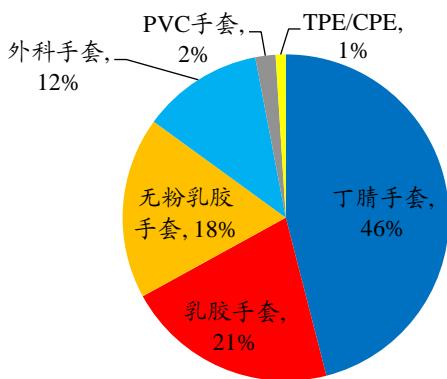
图20：新冠疫情以来顶级手套逐季度大幅提升



数据来源：Top Glove、开源证券研究所

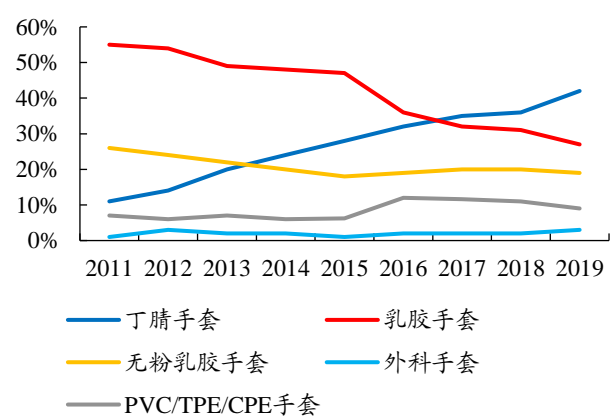
从收入构成来看，2011-2019年Top Glove丁腈手套销量占比大幅提升，成为收入和利润主要来源。按照销量占比看，丁腈手套占比46%，天然橡胶手套占比21%，无粉乳胶手套占比18%，外科手套占比18%。2019年丁腈销量占比达42%（2011年11%），未来有望持续提升。

图21：顶级手套丁腈和乳胶手套为收入主要来源



数据来源：Top Glove、开源证券研究所

图22：近年来顶级手套丁腈手套销量占比稳步提升



数据来源：Top Glove、开源证券研究所

丁腈手套行业高景气，顶级手套产能稳步提升。2020年10月顶级手套拥有36间手套厂，750条相等的单生产线，年化产能900亿只。考虑丁腈手套行业高景气，公司持续稳定产能扩建，2021-2022年分别新增产能172亿只和170亿只丁腈手套，同比增加19%、16%。

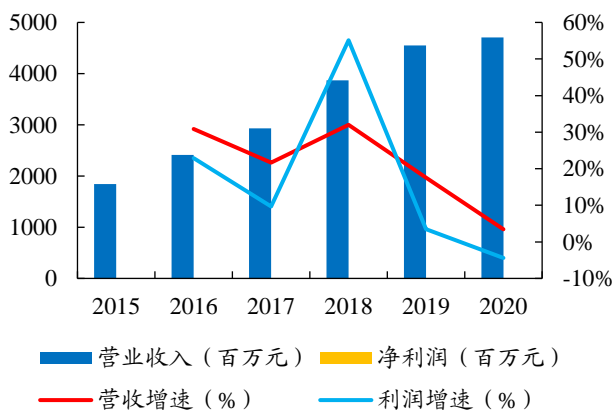
表3: 顶级手套丁腈手套产能稳步提升

工厂	投产时间	地址	手套类别	生产线数量	年产量(只)
2020 年底 36 间手套厂			所有	750 条相等的单生产线	900 亿
F40 第二阶段	2021Q1	巴生, 马来西亚	丁腈	8 条(双)	24 亿
F8A 新厂首阶段	2021Q1	沙道, 泰国	丁腈	14 条(双)	42 亿
F35 A 座 新厂	2021Q1	巴生, 马来西亚	手术/丁腈	6 条(双)	18 亿
F36 翻新	2021Q1	哥打巴鲁, 马来西亚	手术/丁腈	3 条(单)	5 亿
F38 新厂(A2 座)	2021Q2	居林, 马来西亚	丁腈	8 条(双)	24 亿
F35C 新厂(A 座)	2021Q2	巴生, 马来西亚	手术/丁腈	7 条(双)	21 亿
F37 翻新(A 座)	2021Q3	居塞, 马来西亚	丁腈	4 条(双)	12 亿
F41 首阶段(第 2 座)	2021Q3	平阳, 越南	PVC	10 条(双)	26 亿
2021 年新产量				57 条(双)+3 条(单)	172 亿(+19.1%)
2021 年总产量: 39 间手套厂			所有	867 条相等的单生产线	1072 亿
F38 新厂次阶段(A2 座)	2022Q1	居林, 马来西亚	丁腈	4 条(双)	12 亿
F42 新厂首阶段(第 1 座)	2022Q1	万津, 马来西亚	丁腈	12 条(双)	36 亿
F45 新厂首阶段	2022Q1	怡保, 马来西亚	丁腈	16 条(双)	48 亿
F37 D 座新生产线	2022Q2	居塞, 马来西亚	丁腈	3 条(双)	9 亿
F46 新厂	2022Q2	巴生, 马来西亚	丁腈	13 条(双)	39 亿
F41 次阶段第 3 座	2022Q3	平阳, 越南	PVC	10 条(双)	26 亿
2022 年新产量				58 条(双)	170 亿(+15.9%)
2022 年总产量: 42 间手套厂			所有	983 条相等单生产线	1242 亿

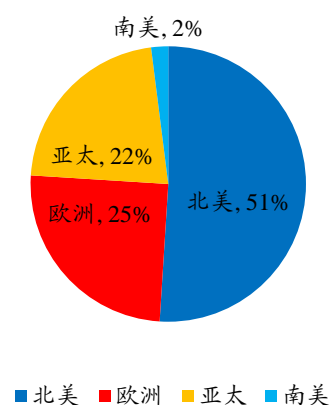
资料来源: Top Glove、开源证券研究所

2.3.2、贺特佳: 全球丁腈手套产能最大的龙头企业

贺特佳为全球最大的丁腈手套生产企业, 2020 年 3 月公司在运营 70 条生产线, 总产能 380 亿只, 其产品主要出口北美、欧洲和亚太地区。近年来贺特佳收入和净利润保持稳定增长态势, 2015-2020 财年收入复合增速 20.6%, 净利润复合增速 15.6%, 2020 财年收入 47 亿元, 净利润 7 亿元, 当前市值 1004 亿元(2022.11.6), 为全球手套行业内第二大市值公司。

图23: 贺特佳收入和净利润维持上升趋势


数据来源: 贺特佳、开源证券研究所

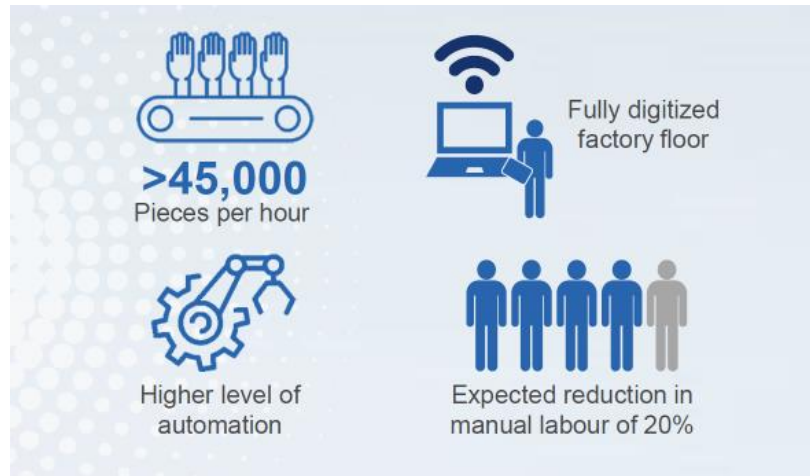
图24: 贺特佳手套主要出口欧美和亚太地区


数据来源: 贺特佳、开源证券研究所

贺特佳拥有全球最快线速和最高效的丁腈手套生产线, 单条生产线(双手模)每

小时产能达 4.5 万只，年产能 3.89 亿只，丁腈手套量产单只克重 3.2g，最低克重可做到 2.5g。

图25: 贺特佳生产线生产效率全球领先



资料来源: 贺特佳

丁腈手套行业高景气，近年来贺特佳持续扩产能，根据扩产规划，2021 年 3 月产能到 440 亿只，2027 年总产能达到 951 亿只，2021-2027 年产能扩建复合增幅 12% 左右，每年新增产能 50-70 亿只。马来企业扩产速度受限劳动力、土地和环保等问题，此外叠加马来新冠疫情，我们判断马来企业扩产进度会低于预期。

表4: 2027 年贺特佳丁腈手套产能规划至 951 亿只

工厂	地址	年产能(十亿只)
Bestari Jaya	Batang Berjuntai	12.9
NGC	Sepang	31
		43.9
NGC1.5	Sepang	18.9
NGC2.0	Banting	32.3
合计		95.1

资料来源: 贺特佳、开源证券研究所

3、英科医疗有望加速成为全球丁腈手套龙头

3.1、公司在生产线研发和工艺控制等方面已全球领先

手套行业为技术密集型行业，主要体现在其加工设备并非标准设备，而是手套生产企业自行研发设计，将硬件、软件和基建等进行非常复杂的集成。丁腈手套生产线主链条长度超 1.5 公里，控制点近 3000 个，确保生产线高效、稳定和低能耗的运转，且保证产品品质是行业关键壁垒所在。

英科医疗是国内少数熟练掌握双手模丁腈手套生产线的厂家，并致力于推动设备的升级换代，与国内外多家知名的设备供应商合作研发，提高生产线的自动化水平。全球行业内手套生产线大部分是 2012 年之前建成的，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26: 英科医疗 PVC 生产线全球领先



资料来源: 公司年报

图27: 英科医疗丁腈手套生产线处于全球第一梯队



资料来源: 公司年报

3.2、营销渠道全球领先，品牌影响力持续提升

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。

公司董事长刘方毅先生自 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，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，对手套行业发展趋势把握精准。其“英科医疗”、“INTCO”及“BASIC”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，对国际市场的需求预测和监管要求把握准确。

表5: 英科医疗销售渠道覆盖全球 120 多个国家和地区

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；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 均为其旗下公司。
	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 12000 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: 英科医疗招股书、开源证券研究所

公司销售渠道全球领先，目前国际和国内营销人员超 200 名，保证了传统销售渠道优势，产品销售全球 120 多个国家和地区。**外销方面：**加大欧洲、日本成熟市场和中东、南美等新兴市场的拓展力度，在巩固医疗领域市场的同时，加大食品、商超、工业劳保等领域的延伸开拓。**内销方面：**借此次疫情，为长远考虑，着力加强品牌建设、市场推广力度和销售渠道建设，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。

表6：英科医疗销售渠道全球领先

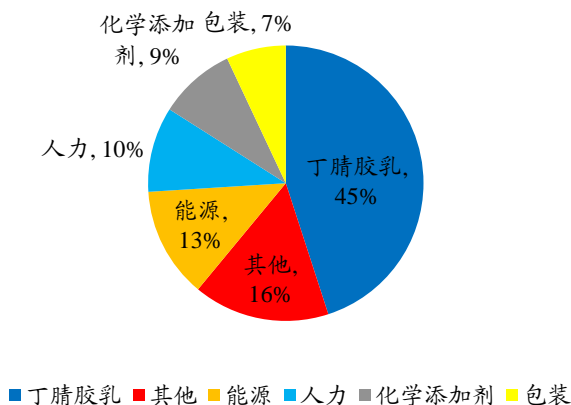
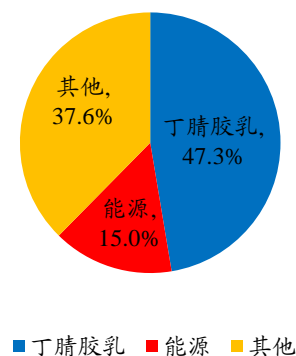
	2017	2018	2019
英科医疗	153	176	195
中红医疗	31	33	/
蓝帆医疗	72	303	325

数据来源：Wind、开源证券研究所（2018 年高值耗材柏盛国际并表后导致蓝帆医疗销售人员增加）

新冠疫情以来，公司凭借产品质量和强大销售能力极大提升了品牌影响力，目前自有品牌销量占比较疫情前大幅提升，40%-50%为自有品牌，并且已有少量订单绕过海外品牌商直接进入欧美医院终端，我们预计海外新冠疫情后公司自有品牌销售占比较疫情前仍然会有较大幅度提升，公司盈利模式从 ODM 逐步向 OBM 拓展。

3.3、上游拓展原材料&热电联产，有望大幅提升竞争力

一次性防护手套生产成本构成中，电、蒸汽、煤炭为主要能源，PVC 糊树脂、增塑剂和降粘剂为 PVC 手套主要原材料，丁腈胶乳为丁腈手套主要原材料。根据马来西亚顶级手套公告和国内中红医疗招股书披露数据，顶级手套丁腈手套成本构成中丁腈胶乳和能源分别占比 45%、13%，假设煤炭和电能为全部能源，中红医疗丁腈手套成本构成中丁腈胶乳和能源占比分别为 47.3%、15.0%。

图28：丁腈胶乳在顶级手套丁腈成本占比 45%

图29：丁腈胶乳在中红医疗丁腈成本占比 47.3%


数据来源：Top Glove、开源证券研究所

数据来源：中红医疗招股书、开源证券研究所

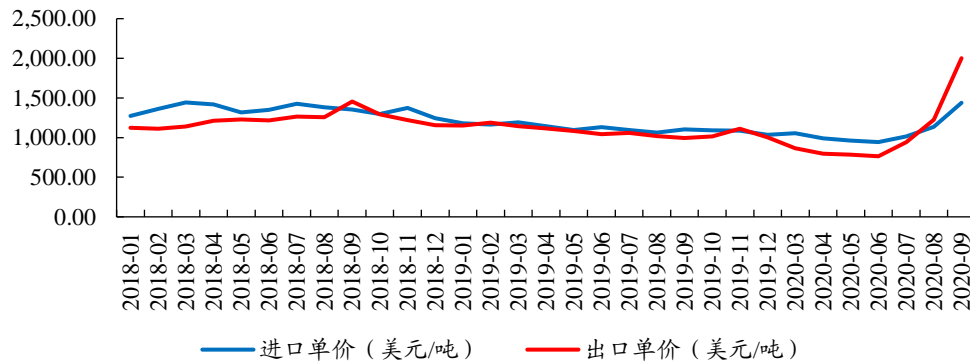
为进一步提高公司竞争力，拓宽公司经营范围，并积极谋求向上游延伸，增强公司抗风险能力，2019 年以来公司向上游丁腈胶乳拓展，并与地方政府共同投资热电联产项目。2020 年 6-9 月，公司拟分别投资 10 亿元，建设安徽怀宁经开区热电联产项目和湖南城陵矶新港区北片区（临湘工业园）热电联产项目，预计项目建设周期 2 年左右。当前丁腈手套行业内能源在成本中占比 13-15%（参考马来西亚顶级手套、国内中红医疗），我们认为热电联产项目投产后，有利于较大幅度降低能源成本。

表7: 英科医疗安徽和湖南分别投资 10 亿建设热电联产项目

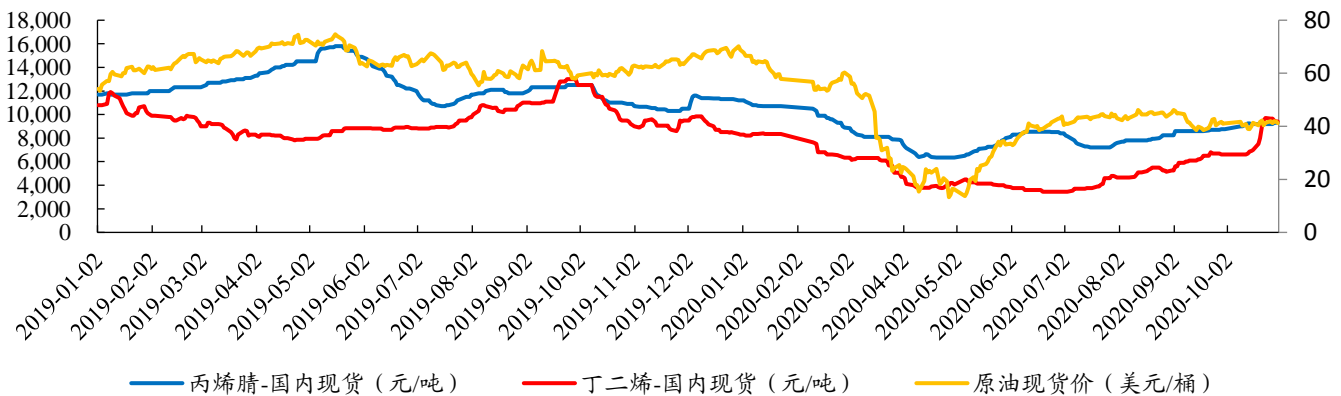
时间	项目	投资金额	投资概况
2020/6/4	安徽怀宁经开区热电联产项目	5 亿元	公司与怀宁县国有资产经营有限公司合资设立安徽英毅热电有限公司，项目总投资 5 亿元，固定资产投入不低于 2.75 亿元，注册资金不低于 1 亿元，英科持股 70%。
2020/8/25	安徽怀宁经开区热电联产项目	追加投资至 10 亿元	总投资金额从 5 亿元调整到 10 亿元，建设期预计 24 个月，安徽英毅热电注册资本 1 亿元，英科占比 80%。
2020/9/3	湖南城陵矶新港区北片区（临湘工业园）热电联产项目	10 亿元	总投资 10 亿元，其中固定资产投入不低于 8 亿元，注册资金不少于 1 亿元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

丁腈胶乳为丁腈手套最核心原材料，大多手套制造企业外部采购，常态下价格在 1000-1300 美金/吨波动，在生产成本占比 45%-48%。丁腈手套价格上涨后，丁腈胶乳价格在 2020 年 7 月份开始上涨，9 月丁腈胶乳进口/出口价格分别为 1439 美元/吨、2002 美元/吨（6 月份价格 943 美元/吨、764 美元/吨），与 6 月价格相比涨幅 53%、162%。丁腈胶乳全球产能主要集中在中国（浩德、鸿泰、台湾南帝等）、韩国锦湖、LG 以及马来西亚昕特玛等。我们认为丁腈胶乳受益下游丁腈手套大景气周期，较糊树脂有更强的价格支撑。其上游原材料丁二烯和丙烯腈属于大宗石油化工品，其价格由上游石油价格决定。

图30: 丁腈胶乳出口/进口价格 2020 年 7 月份开始上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

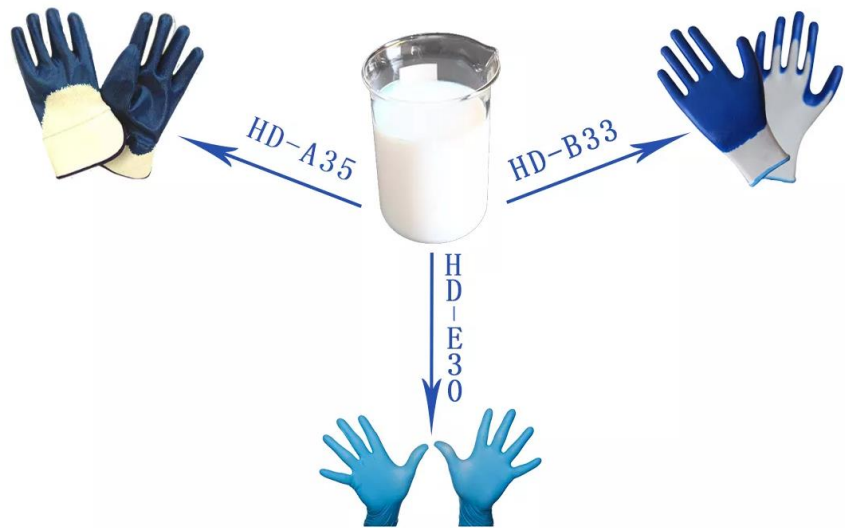
图31: 丙烯腈和丁二烯价格走势与原油价格走势基本一致


数据来源：Wind、开源证券研究所

英科医疗上游拓展丁腈胶乳增强成本控制能力，提升盈利能力同时进一步强化核心竞争力。2019年6月英科医疗公告，公司拟与山东浩德乳胶科技共同出资设立控股子公司山东浩德塑胶，注册资本5000万元，其中英科医疗持股51%。根据环评报告，浩德塑胶计划投资5亿元，建设15万吨羧基丁腈胶乳、5万吨高性能丁苯胶乳项目，其中羧基丁腈胶乳为丁腈手套核心原材料，我们估算对应丁腈手套产能200-250亿只；丁苯胶乳应用于乳胶枕头、乳胶床垫等高档家具类消费品，现阶段此类胶乳全部依靠进口，项目达产后将成为国内为数不多的可以生产此类胶乳的厂家。

山东浩德乳胶科技主营羧基丁腈胶乳，其产品系列包括HD-A35、HD-B33和HD-E30，其中HD-E30用于生产一次性丁腈手套，公司产品质量稳定、品质优良，畅销国内市场，2018年羧基丁腈胶乳销售收入3.1亿元。

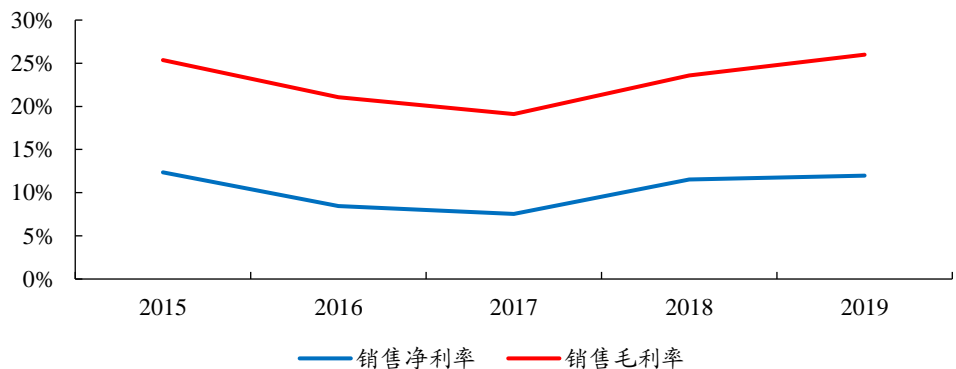
图32: 山东浩德乳胶科技专注羧基丁腈胶乳等系列产品生产



资料来源：浩德官方网站

中国台湾企业南帝化工主营丁腈胶乳，其产能40万吨左右，2015-2019年其毛利率和净利润率分别在19%-26%、7.5%-12.5%小范围波动，毛利率和净利率中枢分别为23%、10%。

图33: 南帝化工毛利率和净利率整体保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、产能扩建有望加速，跨越式成长为全球手套龙头

全球新冠肺炎疫情影响，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、印度等发展中国家市场需求。我们判断未来 1-2 年公司现金流充足，全球丁腈手套行业高景气下，公司产能扩建有望加速，未来将形成“山东-安徽-江西-湖南-越南”全球五大生产基地。根据公司已公告产能规划，项目全部投产后总产能 1800 亿只，预计其中 1400 亿只丁腈和 400 亿只 PVC 手套。相比 2019 年底公司产能 190 亿只（PVC140 亿只，丁腈 50 亿只），产能增加 8.5 倍，其中 PVC 手套增加近 2 倍，丁腈手套增加 27 倍。

表8：英科医疗产能规划大幅度提升

项目地点	规划时间	投资规模	产能规模及建设期限
山东	上市前	/	年产 140 亿只高端医用手套，其中 PVC 手套 90 亿只，丁腈手套 50 亿只。
安徽濉溪县 一期	2017/10/25	7.4 亿元	年产 110.8 亿只高端医用手套项目，包括 50 亿只 PVC 手套和 60 亿只丁腈手套，属于 280 亿只高端医用项目一部分，2020 年 9 月底已经全部建成。
安徽濉溪县 二期	2017/10/25	16 亿元	年产 169.2 亿只高端医用手套项目，预计 2021 年底前完成。
安徽濉溪	2020/5/15	22.76 亿元	年产 210 亿只高端医用手套项目。
江西彭泽县	2020/3/13	30 亿元	年产 272 亿只高端医用手套项目，首期 15 个月内建成，5 年内全面建成投产。全面投产后丁腈 200 亿只，PVC 30 亿只，乳胶检查手套 31.2 亿只，乳胶手术手套 13.6 亿只。
安徽怀宁县	2020/6/3	50 亿元（含热电联产项目）	年产 400 亿只高端医用手套项目，项目计划 2020 年开工，竣工时间 2023 年。
湖南临湘	2020/9/3	50 亿元（含热电联产项目）	年产 400 亿只高端医用手套项目，项目计划 2020 年开工，竣工时间 2023 年。
越南扁山市	2019/10/18	10 亿元	年产 88.2 亿只高端医用手套及其他医疗耗材项目，项目含 25 条丁腈双线，3 条冷热敷生产线，建设周期 29 个月。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

新冠疫情导致一次性防护手套供不应求，丁腈手套高壁垒扩产慢，市场缺口巨大，公司加速扩建产能。根据公司互动平台披露，2021 年一季度公司有望成为全球产能最大的非天然橡胶手套生产商，预计 2021 年一季度公司产能在 450 亿只左右（目前顶级手套非天然橡胶手套生产商产能在 450 亿只左右）。

未来 3-5 年英科医疗有望凭借技术、资金、能源和土地等优势加速扩建新产能，保守预测 2021-2023 年公司总产能有望达 744 亿只、1104 亿只、1500 亿只，2025 年总产能到 1800 亿只，2021 年成为全球最大 PVC 手套生产企业，2 年内成为全球最大的丁腈手套供应商，中期公司丁腈手套市占率有望到 25-30%。

表9：英科医疗有望加速扩建产能（保守预测）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
生产线数量（单线，条）	PVC	39	51	51	59	90	142	222	262	262
	丁腈	20	26	30	34	34	74	232	392	612
产能（亿只）	PVC	51	66	66	83	140	234	342	414	414
	丁腈	26	34	39	51	51	118	402	690	1086
产能合计（亿只）		77	100	105	134	191	352	744	1104	1500

资料来源：公司公告、开源证券研究所

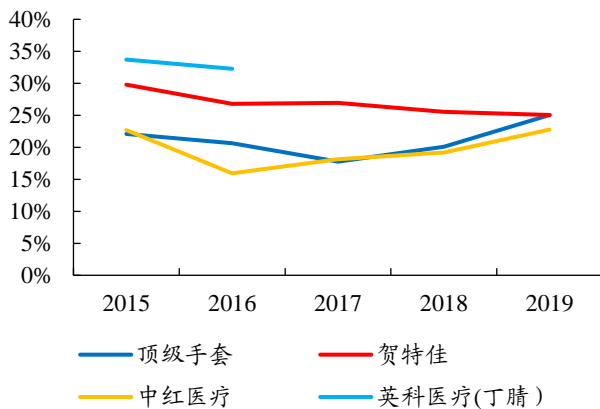
公司自建电厂实现热电联产, 预计 50% 左右丁腈手套产能的能源成本(煤炭+电能)下降 20% 左右, 上游布局丁腈胶乳, 参考南帝化工丁腈胶乳盈利能力, 预计丁腈胶乳成本下降 10-15%, 且中长期成本更加平稳, 此外新建产能每条双手模生产线线速达到 1.8 亿只/年, 较原来产线提升 20%。综合以上因素, 我们预测未来英科医疗手套成本将降低 12.1% 左右, 千只成本 89.29 元左右。

表10: 英科医疗丁腈手套成本未来有望较大幅度下降

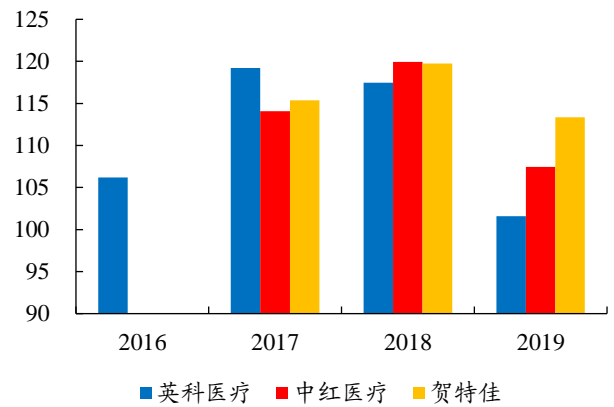
项目	目前占比	当前各项成本	未来各项成本
丁腈胶乳 (44-45%含固量)	47%	47.74	42.01
煤炭	15%	15.24	13.72
其他	38%	38.60	33.57
线速 (亿只/单线/年)	1.5	1.80	
合计生产成本 (元/千只)	100%	101.58	89.29
生产成本减少 (元/千只)		12.29 (生产成本减少 12.1%)	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (假设未来一半产能煤电联产)

我们拆分了丁腈手套龙头贺特佳和国内同行企业中红医疗丁腈手套成本, 2017-2019 年贺特佳成本 113-120 元/千只, 中红医疗成本 107-120 元/千只。2019 年英科医疗成本约 101.58 元/千只, 预计未来成本降至 89.29 元/千只, 大幅领先竞争对手。

图34: 英科医疗毛利率显著高于同行业竞争对手


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图35: 贺特佳和中红医疗丁腈手套生产成本对比


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

成本优势和产能迅速扩建, 仅考虑丁腈手套业务, 英科医疗稳态毛利润有望超 60 亿元。贺特佳目前为全球丁腈手套龙头, 其生产成本在 113-120 元/千只, 我们预测未来行业低谷时, 考虑其他费用, 丁腈手套价格高于 130 元/千只。2019 年丁腈手套价格 150 元/千只左右, 我们保守预测未来手套价格 130-150 元/千只, 仅考虑丁腈手套业绩贡献, 英科医疗毛利润 57-85 亿元。

表11: 英科医疗丁腈手套价格与毛利润敏感性分析

价格 (元/千只)	120	130	140	150	160	170	180	190	200
成本 (元/千只)	89.29	89.29	89.29	89.29	89.29	89.29	89.29	89.29	89.29
毛利润 (元/千只)	30.71	40.71	50.71	60.71	70.71	80.71	90.71	100.71	110.71
产能 (亿支)	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400
合计毛利润 (亿元)	43	57	71	85	99	113	127	141	155

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1 关键假设

1、产能规划及销售

PVC手套：预计 2020-2022 年分别新增 52、80、40 条 PVC 单线生产线，假设产能利用率为 100%。

丁腈手套：预计供 2020-2022 年分别新增 40、156、160 条丁腈单线生产线，对应 2020-2022 年生产线数量 74、232、392 条，假设产能利用率为 100%。

考虑到当前疫情全球范围扩散，一次性防护手套供不应求，假设未来三年产销率 100%。

轮椅：2020-2022 年销量增速 15%、10%、10%。

其他保健理疗类：2020-2022 年销售额与 2019 年持平。

2. 单价&毛利率

手套产品价格主要受原料成本、能源成本、汇率以及供需等方面影响，当前新冠疫情导致的供给缺口巨大是价格大幅上涨主要因素。公司 PVC 手套 2014-2019 年的单价变动范围在 86-94 元/千只，丁腈手套单价变动范围在 152-164 元/千只。我们保守预测 2020-2022 年丁腈手套价格分别为 600 元/千只、480 元/千只、200 元/千只，毛利率分别为 83.5%、65%、40%；PVC 手套价格 300 元/千只、200 元/千只、100 元/千只，毛利率分别为 75%、60%、25%。

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 2020-2022 年毛利率分别为 25%、25%、25%。

3. 费用率假设

考虑国内市场开拓，销售费用大幅增加，预计公司 2020-2022 年销售费用率的预计分别为 4.5%、3.5%、3.5%；管理费用率 2.0%、1.8%、2.8%；预计未来三年公司现金流充足，保守预测财务费用率为 0%。

4.2 盈利预测与估值

英科医疗全产业链布局一次性防护手套，有望引领行业变革，凭借成本、规模和渠道优势，有望成为全球最具竞争力的防护手套龙头。上游布局原材料和投资热电联产，生产成本有望显著降低，且其生产线效率已达全球最高水平。凭借国内工业配套、土地、劳动力等优势快速扩建产能，2021 年有望成为全球最大的 PVC 手套生产企业，2 年有望成为全球最大的丁腈手套供应商。此外，公司销售渠道和品牌能力全球第一，新冠疫情中自有品牌销量占比 40-50%，我们判断疫情结束后，自有品牌销量占比有望较疫情前大幅提升，商业模式有望从 ODM 向 OBM 延伸，盈利能力有望大幅提升。

新冠疫情有望增加 1200 亿只丁腈手套永久性需求，且疫情结束后丁腈需求有望提速，而英科医疗扩建的产能完全可以被新冠疫情带来的增量市场消化，且公司均为优势产能，长期看有望替代马来西亚落后产能。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 75.3 亿、120.4 亿、72.9 亿元，EPS 分别为 22.57/36.09/21.86 元，当前股价对应 PE

分别为 4.8 倍、3.0 倍和 5.0 倍。

英科医疗抓住历史性机遇，凭借对终端市场精准判断、先进生产工艺以及充分的产能扩建准备，未来 2 年有望超越马来西亚头部企业贺特佳和顶级手套，成为全球最具竞争力的医疗防护手套龙头。估值上看，英科医疗目前估值较医疗器械和耗材企业平均水平具备较大估值优势，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：医疗器械和耗材上市公司估值情况：英科医疗为一次性医疗防护手套龙头竞争优势明显

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002382.SZ	蓝帆医疗	20.12	41.4%	629.9%	-6.0%	-9.7%	23.9	5.5	5.8	6.4
600529.SH	山东药玻	43.53	15.8%	13.8%	15.1%	14.8%	35.9	44.1	35.0	28.2
603031.SH	振德医疗	59.45	20.5%	1865.0%	-35.1%	-13.6%	81.5	4.5	6.4	7.4
002223.SZ	鱼跃医疗	27.88	10.8%	36.5%	5.8%	17.5%	27.1	17.4	19.8	17.0
	A 股平均						42.1	18.0	16.9	14.9
300677.SZ	英科医疗		-0.6%	4121.3%	59.9%	-39.4%	225.3	4.8	3.0	5.0

资料来源：Wind、开源证券研究所

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、原材料价格波动；
- 4、美元/人民币汇率大幅波动；
- 5、销售不及预期或者降价风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1441	1544	5993	15097	25083
现金	858	614	3590	12768	21289
应收票据及应收账款	314	332	601	819	567
其他应收款	22	14	230	141	221
预付账款	14	21	217	146	208
存货	207	233	1025	893	2469
其他流动资产	25	330	330	330	330
非流动资产	984	1448	6664	9528	8605
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	721	912	5571	8190	7420
无形资产	92	195	225	260	302
其他非流动资产	172	340	868	1079	883
资产总计	2425	2992	12657	24625	33688
流动负债	1073	868	2143	2063	4275
短期借款	771	463	463	463	463
应付票据及应付账款	217	298	1174	1069	2861
其他流动负债	85	107	507	531	951
非流动负债	79	623	903	954	563
长期借款	44	535	815	867	476
其他非流动负债	35	87	87	87	87
负债合计	1152	1490	3046	3017	4837
少数股东权益	0	24	24	23	22
股本	196	198	333	333	333
资本公积	618	638	1116	1116	1116
留存收益	469	618	7331	17738	23980
归属母公司股东权益	1273	1477	9588	21586	28829
负债和股东权益	2425	2992	12657	24625	33688

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	186	330	7328	12252	8219
净利润	179	178	7527	12034	7289
折旧摊销	80	92	285	624	759
财务费用	-8	23	-97	-332	-571
投资损失	-7	-0	-3	-3	-3
营运资金变动	-80	10	-384	-70	746
其他经营现金流	21	26	-1	-1	-1
投资活动现金流	-180	-791	-5498	-3484	169
资本支出	309	537	5216	2864	-923
长期投资	144	-266	0	0	0
其他投资现金流	272	-520	-282	-620	-755
筹资活动现金流	260	474	1146	409	133
短期借款	554	-308	0	0	0
长期借款	10	492	280	51	-391
普通股增加	98	2	135	0	0
资本公积增加	-89	20	478	0	0
其他筹资现金流	-313	268	254	358	524
现金净增加额	293	16	2976	9178	8521

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1893	2083	13991	21306	20794
营业成本	1421	1560	4459	6797	11911
营业税金及附加	19	18	101	168	176
营业费用	120	132	490	426	416
管理费用	79	86	210	256	250
研发费用	63	68	266	298	291
财务费用	-8	23	-97	-332	-571
资产减值损失	6	-0	0	0	0
其他收益	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	-0	3	1	1	1
投资净收益	7	0	3	3	3
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	204	202	8566	13697	8325
营业外收入	7	2	0	0	0
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	207	203	8566	13697	8325
所得税	27	25	1039	1662	1036
净利润	179	178	7527	12034	7289
少数股东损益	0	-0	-1	-1	-1
归母净利润	179	178	7527	12035	7290
EBITDA	310	341	8838	14131	8623
EPS(元)	0.54	0.53	22.57	36.09	21.86

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.1	10.1	571.7	52.3	-2.4
营业利润(%)	20.8	-0.5	4130.9	59.9	-39.2
归属于母公司净利润(%)	23.6	-0.6	4121.3	59.9	-39.4
获利能力					
毛利率(%)	24.9	25.1	68.1	68.1	42.7
净利率(%)	9.5	8.6	53.8	56.5	35.1
ROE(%)	14.1	11.9	79.3	56.0	25.4
ROIC(%)	9.5	8.5	68.2	51.3	23.0
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	49.8	24.1	12.3	14.4
净负债比率(%)	-1.6	30.6	-21.6	-51.7	-69.7
流动比率	1.3	1.8	2.8	7.3	5.9
速动比率	1.1	1.4	2.2	6.8	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	1.8	1.1	0.7
应收账款周转率	6.9	6.4	30.0	30.0	30.0
应付账款周转率	6.5	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.53	22.57	36.09	21.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.99	21.97	36.74	24.65
每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.31	28.28	64.26	85.98
估值比率					
P/E	201.6	202.8	4.8	3.0	5.0
P/B	28.4	25.2	3.8	1.7	1.3
EV/EBITDA	116.5	106.8	3.8	1.8	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn