

# 英科医疗 (300677)

证券研究报告

2021年03月07日

## 跨越式成长为全球手套龙头

### 公司 2020 年业绩大幅增长，产能快速扩张

受益于一次性手套量价齐升，公司业绩大幅增长。公司已公告预计 2020 年归母净利润 68~73 亿元，同比增长 3713.45%~3993.85%。截至 2021 年 2 月 9 日，公司一次性手套年化总产能约 450 亿只，其中丁腈手套 210 亿只，PVC 手套 240 亿只，相比于 2019 年的合计产能 190 亿只（丁腈 50 亿只），增加 260 亿只（丁腈+160 亿）。

### 一次性手套仍供不应求，预计价格维持高位运行

目前全球新冠疫情整体有所缓解，主要受益于新冠疫苗接种及北半球天气转暖，但鉴于存量患者较大（截止至 2021 年 3 月 2 日，全球现存存量患者约 2162 万人，每日新增约 36.6 万人），疫苗实现大范围接种仍需要时间（美国预计到 2022 年前时候实现“群体免疫”目标），疫情的防治使得一次性防护手套需求量依然庞大；而在供给层面，新建手套产线需要较长建设周期（平均 8-9 个月），而全球手套核心区域——马来西亚因为新冠疫情关闭部分工厂，产能的爬升释放受到影响，根据公司公告，英科医疗的 PVC 手套和丁腈手套一直处于满产满销状态，部分客户订单已排期至 2021 年三季度。综合来看，我们预计公司手套价格至少到 2021 年上半年仍可维持，将为公司带来显著业绩弹性。

### 英科医疗具备多重竞争优势，未来有望成为全球手套之王

我们预计新冠疫情后，原有需求场景的持续增长叠加防控意识提升所形成的新使用场景，将推动全球一次性手套需求维持约 10%左右的稳健增长。英科医疗相比竞争对手（尤其马来西亚等地区企业），在人力资源、原材料、能源、土地、产业链配套等方面拥有多重优势。目前公司计划扩大安徽淮北、江西九江、安徽安庆、湖南临湘、山东青州、河南商丘及越南等生产基地的产能，预计非乳胶手套年化产能可在未来 12-15 个月增加至约 1200 亿只（绝大部分为更先进的生产线），届时英科医疗有望超过 Top Glove（顶级手套）成为世界最大的一次性手套供应商。

### 盈利预测与投资评级

我们预测 2020~2022 年营业收入分别为 130.55 亿元/285.59 亿元/297.83 亿元，同比增长分别为 526.8%、118.8%和 4.3%；预测归母净利润分别为 69.61 亿元/141.30 亿元/109.31 亿元，对应 EPS 分别为 19.76/40.12/31.04 元。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 7.7 倍 PE，对应市值 1088.03 亿元，目标价 308.91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**公司产能项目建设进度不及预期；全球一次性手套产能过剩的风险；一次性手套价格波动的风险；原材料供应不足的风险；原材料价格上涨超过预期的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,892.54	2,082.94	13,055.31	28,559.23	29,783.11
增长率(%)	8.12	10.06	526.77	118.76	4.29
EBITDA(百万元)	334.24	380.79	8,157.78	16,806.71	13,587.64
净利润(百万元)	179.34	178.32	6,961.10	14,130.27	10,931.25
增长率(%)	23.61	(0.57)	3,803.79	102.99	(22.64)
EPS(元/股)	0.51	0.51	19.76	40.12	31.04
市盈率(P/E)	426.19	428.64	10.98	5.41	6.99
市净率(P/B)	60.04	51.74	8.92	3.37	2.27
市销率(P/S)	40.39	36.69	5.85	2.68	2.57
EV/EBITDA	8.27	8.70	9.13	3.95	4.44

资料来源：Wind，天风证券研究所；收盘价和总市值为 2021 年 3 月 5 日收盘数据

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	217 元
目标价格	308.91 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	352.23
流通 A 股股本(百万股)	233.90
A 股总市值(百万元)	76,433.11
流通 A 股市值(百万元)	50,756.65
每股净资产(元)	27.16
资产负债率(%)	29.99
一年内最高/最低(元)	299.99/39.30

### 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 投资摘要</b>	<b>4</b>
1.1. 投资逻辑	4
1.2. 有别于市场的认识	4
<b>2. 英科医疗：一次性手套龙头企业</b>	<b>4</b>
2.1. 医疗防护类收入和毛利率大幅提升	5
2.2. 实控人具有丰富的产业经验，四期股权激励增强公司凝聚力	6
2.3. 稳步发展，奠定全球手套龙头基础	7
2.4. 拟 H 股上市，为企业发展提供进一步的资金支持	7
<b>3. 一次性手套行业是一个好行业</b>	<b>8</b>
3.1. 新冠疫情驱动需求大爆发	9
3.2. 预计 2021 年上半年需求仍维持高位	10
3.2.1. 新冠疫情防护仍维持高标准	10
3.2.2. 疫苗接种利于疫情缓解，但大范围接种仍需要时间	11
3.3. 疫情后手套市场有望继续保持稳健增长	11
3.4. 行业有较高的进入壁垒	13
<b>4. 英科医疗：近 3-5 年将实现跨域式提升</b>	<b>14</b>
4.1. 公司拥有丰富的一次性手套产品线	14
4.2. 全方位构建竞争优势	15
4.2.1. 公司生产线较为先进	15
4.2.2. 生产基地具有地理位置优势	16
4.2.3. 不断进行工艺改进，提高生产效率	17
4.2.4. 多角度降低能源成本	18
4.2.5. 加强自主品牌宣传与建设	19
4.3. 加快产能建设，进军全球一次性手套龙头企业	19
<b>5. 盈利预测与估值评级</b>	<b>21</b>
5.1. 盈利预测	21
5.2. 估值与投资评级	22
<b>6. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：2016-2020Q3 公司营业收入及其增速	4
图 2：2016-2020Q3 公司净利润及其增速	4
图 3：2016-2020Q3 公司归母净利润率	5
图 4：2016-2020H1 公司四大业务板块收入及医疗防护类占比	5
图 5：2016-2020H1 公司四大业务板块毛利及医疗防护类占比	5
图 6：2020H1 公司医疗防护用品毛利率大幅提升	5
图 7：公司发展历史	7

图 8: 2019 年按区域划分的全球一次性手套市场明细 (亿美元)	8
图 9: 2019 年按区域划分的全球一次性手套销售明细 (亿只)	8
图 10: 美国一次性健康防护手套进口量稳步上升	9
图 11: 速伯玛 (Supermax) 的手套供应链价格 (美元/千只)	9
图 12: 2020 年丁腈手套价格变化 (美元/千只)	9
图 13: 2015-2025E 全球乳胶/丁腈/PVC 一次性手套平均售价 (美元/千只)	10
图 14: 全球新冠肺炎新增确诊人数累计病死率 (20210302)	10
图 15: 美国新冠肺炎新增确诊人数和累计病死率 (20210302)	10
图 16: 全球现存确诊病例追踪 (20210302)	10
图 17: 美国现存确诊病例追踪 (20210302)	10
图 18: 人群得到保护的比例需达到 67%以上	11
图 19: 疫苗接种须覆盖 70%至 85%人口	11
图 20: 美国疫苗累计接种总剂量 (剂, 20210228)	11
图 21: 美国每日及平均七天每日新增疫苗接种量 (剂, 20210228)	11
图 22: 2018 年人均一次性手套使用量 (只/人)	12
图 23: 2015-2025E 全球手套销量数据及预测 (亿只)	13
图 24: 2015-2025E 全球手套市场数据及预测 (亿美元)	13
图 25: 江西中红 50 亿只丁腈手套项目建设规划 (项目周期 12 个月)	14
图 26: 一次性丁腈手套制作流程	16
图 27: 一次性 PVC 手套制作流程	16
图 28: 英科医疗生产基地地理位置分布 (含规划项目)	17
图 29: 2018-2020.9.30 公司销售成本构成 (亿元)	18
图 30: 2018-2020.9.30 公司销售成本构成百分比	18
图 31: 燃天然气锅炉与燃煤锅炉对比	18
图 32: 英科医疗服务客户数不断攀升	19
图 33: 英科医疗天猫旗舰店手套销量领先	19
表 1: 公司董事会及高级管理层结构较为稳定	6
表 2: 公司通过发行四期限制性股票激励计划, 增强公司凝聚力	6
表 3: 不同场景下手套规格要求	12
表 4: 不同类型手套特点对比, 丁腈手套综合最优	12
表 5: 英科一次性手套产品种类齐全	14
表 6: 公司在研项目集中于制造创新和产品创新	17
表 7: 2020 年上半年主要一次性手套制造商销售及产能情况	20
表 8: 2020 年开始公司明显加快产能扩张节奏	20
表 9: 主要一次性手套企业产能及产能规划 (更新至 2021.2)	20
表 10: 公司抓住机遇拓展产能, 产能扩建项目逾 2000 亿只	21
表 11: 英科医疗盈利预测	22
表 12: 公司一次性手套业务净利润敏感性分析	22
表 13: 可比公司估值情况	23

## 1. 投资摘要

### 1.1. 投资逻辑

公司凭借在防护用品领域的深度耕耘，充分抓住本次新冠疫情带来的历史性机遇，跨越式扩张产能，未来 3-5 年有望成为全球手套龙头。考虑到疫情的影响，我们预计公司 2020-2022 预测归母净利润分别为 69.61 亿元/141.30 亿元/109.31 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 1.2. 有别于市场的认识

1) 市场认为疫情后，一次性手套需求将会大幅下降。我们认为原有手套需求属于刚性需求，整体保持稳定；疫情所带来的短期爆发式需求，相当部分集中在医疗场景或者工业场景，具有较大概率延续（如卫生标准提高）；且疫情将在更大范围内提升社会防护意识，未来手套应用场景将不断拓展。

2) 市场未能充分认识到手套行业的壁垒和公司所具有的领先优势。与口罩等可快速扩产的防护品类不同，手套的产线设计、成本和质量控制均有较高壁垒，体现为疫情带来需求爆发，产品价格暴涨后维持较长时间，短期看，整体格局依然较好。此外，英科医疗已通过工艺改进、热电联产项目、产品创新、向上下游产业延伸等多种方式全方位提升竞争优势，我们认为其拥有足够的空间应对后续的竞争，并有望成长为全球手套之王。

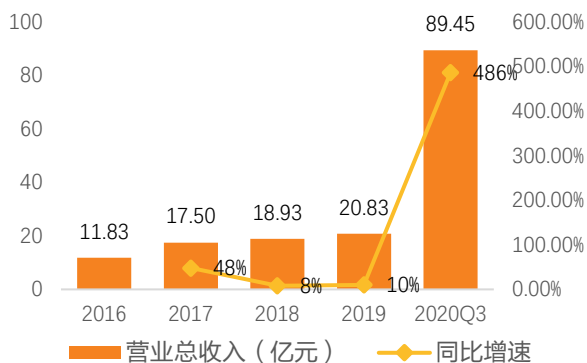
3) 市场对于公司发展的边界尚未形成清晰认识。我们认为公司现阶段在手套领域已初步形成较强的领先优势，且从中长期看，公司核心发展逻辑是“中国优势，全球市场”，我们预计英科医疗将充分利用在手套领域的成功经验，凭借与全球范围内下游渠道的良好关系和丰富的大规模工业化生产能力，实现更多品类的发展，持续培育新的利润增长点。

## 2. 英科医疗：一次性手套龙头企业

英科医疗的业务板块涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材，主要包括一次性手套、轮椅、冷热敷、电极片等产品。其中，一次性手套为公司主要业务，包括 PVC 手套与丁腈手套。

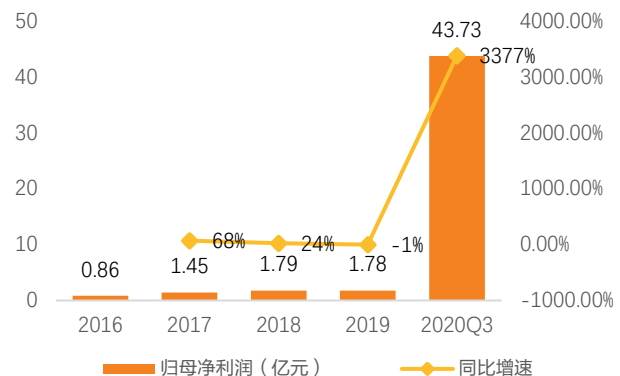
2016-2019 年，公司营业收入从 11.83 亿元增加至 20.83 亿元，年复合增长率（CAGR）为 20.8%，业绩稳健增长。2020 年新冠疫情爆发后，全球对手套等医疗防护类用品需求激增，公司一次性手套实现量价齐升，根据公司 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润 68~73 亿元，同比增长 3713.45%~3993.85%；预计扣非归母净利润 68.1~73.1 亿元，同比增长 3929.22%~4225.05%。

图 1：2016-2020Q3 公司营业收入及其增速



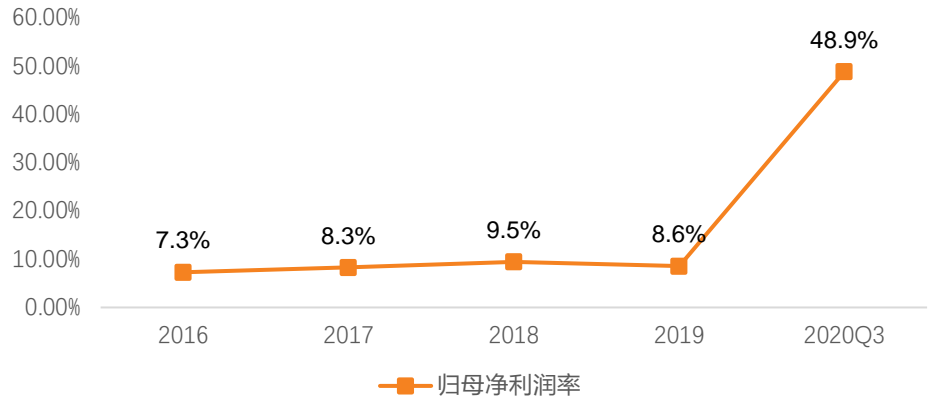
资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 2：2016-2020Q3 公司净利润及其增速



资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 3：2016-2020Q3 公司归母净利润率

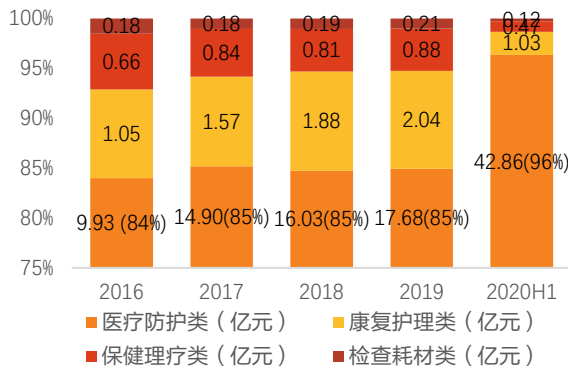


资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所

### 2.1. 医疗防护类收入和毛利率大幅提升

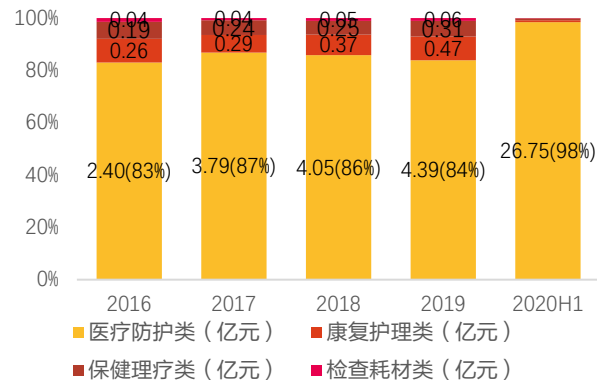
2016-2019 年医疗防护类产品收入稳步增长,由 9.93 亿增长至 17.68 亿,CAGR 为 21.21%,收入占比维持在在 85%左右。2020H1 医疗防护类收入大幅提升至 42.86 亿,占比提升至 96%。此外,医疗防护类产品毛利率大幅提升至 62%,毛利高达 26.75 亿元,毛利占比 98%。

图 4：2016-2020H1 公司四大业务板块收入及医疗防护类占比



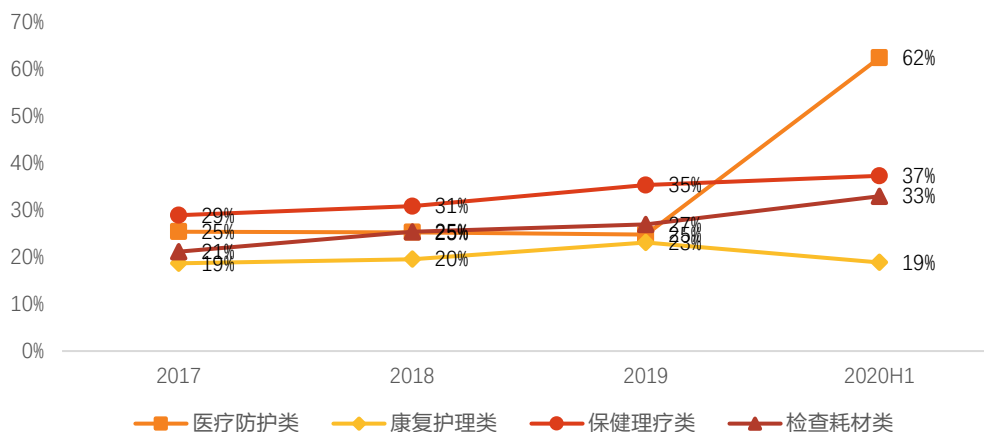
资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 5：2016-2020H1 公司四大业务板块毛利及医疗防护类占比



资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 6：2020H1 公司医疗防护用品毛利率大幅提升



资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所



## 2.2. 实控人具有丰富的产业经验，四期股权激励增强公司凝聚力

公司实控人为刘方毅先生，至 2021 年 2 月直接持有英科医疗约 40.05% 的股份。刘方毅先生在 90 年代于美国留学期间，开始在北美从事一次性手套的贸易业务，之后回国投资，逐步进入医疗器械制造领域，2016 年入选中共上海市委组织部和上海市人力资源和社会保障局认定的上海领军人才，入选为科技部科技创新创业人才，亦担任中国塑料再生协会副会长。

表 1：公司董事会及高级管理层结构较为稳定

姓名	年龄	加入本集团日期	当前董事任期的委任日期	当前任期的职位	职责
<b>董事会</b>					
刘方毅先生	50	2009 年 7 月	2018 年 10 月	董事长兼执行董事	负责本集团整体策略规划，包括有关投资建议、预算及设定营运目标的决策，以及监督监察业务管理
陈琼女士	38	2015 年 1 月	2018 年 10 月	执行董事兼总经理	负责监督本集团的经营及管理，实施本集团的业务计划及发掘新投资机遇
孙静女士	44	2012 年 9 月	2018 年 10 月	执行董事	负责监督本集团的经营及管理
于海生先生	44	2009 年 9 月	2018 年 10 月	执行董事兼副总经理	负责监督本集团的经营及管理，尤其是生产管理，以及实施本集团的业务计划
马玉申先生	57	2015 年 4 月	2018 年 10 月	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断
魏治勋博士	51	2018 年 10 月	2018 年 10 月	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断
魏学军先生	60	2018 年 10 月	2018 年 10 月	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断
罗莹女士	55	—	—	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断
<b>高级管理层</b>					
李斌先生	37	2018 年 10 月	2018 年 10 月	副总经理兼董事会秘书	与证券交易所监管机构及媒体联络，以及监督董事会办公、信息披露及合规事宜
冯杰女士	35	2018 年 1 月	2018 年 10 月	财务总监	参与本集团业务经营策略决策及监督本集团财务监控及会计事宜等财务活动

资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所；注：刘方毅先生与孙静女士为配偶。

自 2017 年上市，公司已实施四期限制性股票激励计划，向约 690 名主要员工授予激励股份，显著提升公司凝聚力，为中长期可持续发展奠定坚实基础。

表 2：公司通过发行四期限制性股票激励计划，增强公司凝聚力

	第一期	第二期	第三期	第四期
限制性股票授予日	2017/10/30	2019/1/18	2019/12/31	2020/6/2
授予人数	78	134	185	293
授予人员类型	核心技术（业务）人员	副总经理、董事会秘书、财务总监、核心骨干人员	公司董事、高级管理人员、核心骨干人员	公司董事、高级管理人员、核心骨干人员
股票股数（万）	99.5	199.5	198.1	149.96
价格（元/股）	23.57	8.56	7.85	29.05
解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月，解除限售比例分别为 40%、30%、30%	自限制性股票上市之日起 24 个月、36 个月，解除限售比例分别为 50%、50%	自限制性股票授予登记完成之日起 12、24、36 个月，解除限售比例分别为 40%、30%、30%	自限制性股票授予登记完成之日起 12、24、36 个月，解除限售比例分别为 40%、30%、30%
解除限售	以 2016 年扣非后归属于	以 2017、2018 年净利润平	以 2019 年净利润为基准，	以 2019 年净利润为基准，

公司业绩考核要求	上市公司股东的净利润为基准, 2017、2018 和 2019 年扣非后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 30%、50%和 80%。	均值为基准, 2020、2021 年增长率不低于 15%、35%或以 2017、2018 年营业收入平均值为基准, 2020、2021 年增长率不低于 15%、35%。	2020、2021 和 2022 年增长率不低于 20%、35%和 50%; 或以 2019 年营业收入为基准, 2020、2021 和 2022 年增长率不低于 20%、35%和 50%	2020、2021 和 2022 年增长率不低于 100%、150%和 220%;或以 2019 年营业收入为基准, 2020、2021 和 2022 年增长率不低于 100%、150%和 220%。
----------	---	--	--	--

资料来源: 英科医疗公司公告, 天风证券研究所

### 2.3. 稳步发展, 奠定全球手套龙头基础

英科医疗在医疗防护领域深耕沉淀并逐渐走向全球化, 其发展可大致分为四阶段。

**第一阶段: 1993-2009 年, 初创扎稳脚跟。** 实控人刘方毅先生 90 年代初在美留学期间接触一次性手套贸易业务, 在艾滋病全球性危机的契机下, 成功将一次性手套推向市场, 并在美国成立贸易公司, 之后回国创立英科医疗品牌。

**第二阶段: 2009-2012 年, 自产夯实基础。** 2009 年山东 (淄博) 英科设立, 公司开始正式进入一次性手套的生产制造领域, 由纯贸易业务向上游延伸。

**第三阶段: 2012-2020 年, 奠定全球化基础。** 公司在此期间投建扩张丁腈和 PVC 手套生产线, 逐步在全球建立营销中心, 并于 2017 年 7 月在深交所上市, 医疗防护业务不断扩张。

**第四阶段: 2020 年至今, 进军全球龙头企业。** 2020 年新型冠状病毒肺炎全球大流行期间, 一次性防护手套等防护用品需求激增, 供不应求, 公司加快产能建设, 未来有望成为全球最大的一次性手套供应商。

图 7: 公司发展历史



资料来源: 英科医疗公司公告, 天风证券研究所

### 2.4. 拟 H 股上市, 为企业发展提供进一步的资金支持

公司于 2021 年 1 月 6 日临时股东大会上投票通过《关于公司发行 H 股股票并在香港上市及转为境外募集股份有限公司的议案》, 并于 2021 年 1 月 29 日收到中国证监会出具的《中

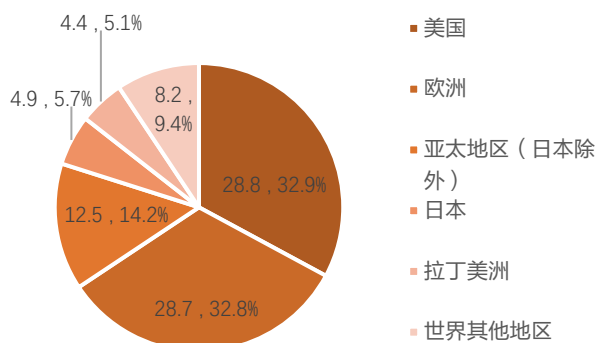
国证监会行政许可申请受理单》。公司计划在港交所发行的 H 股股数不超过发行后公司总股本的 20% ( 超额配售权执行前。承销商拥有发行的 H 股股数 15% 的超额配售权 ) , 按照公司最新总股本 3.52 亿股 不考虑超额配售权 , 假设发行后 H 股占总股本的比例为 20% , 则发行的 H 股为 0.88 亿股。本次募集资金主要用于:

- ①在江西九江和安徽安庆建设生产基地提供资金;
- ②在越南及其他东南亚国家建设海外生产基地提供资金;
- ③投资海外 ( 如德国、美国、加拿大、阿拉伯联合酋长国及日本 ) 建立海外物流中心;
- ④通过潜在收购或投资机会进行行业产业链垂直整合;
- ⑤为产品销售及营销以及销售网络扩充提供资金。

### 3. 一次性手套行业是一个好行业

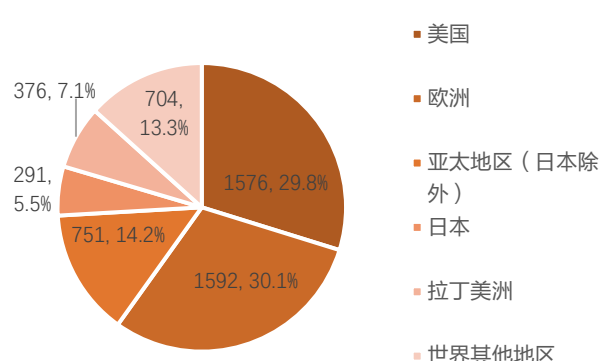
新冠疫情前医疗防护手套行业处于稳定增长长期, 根据弗若斯特沙利文报告, 2015-2019 年全球一次性手套销量由 3859 亿只增长至 5290 亿只 ( 其中丁腈 1732 亿只, PVC1982 亿只, 乳胶 1201 亿只 ), CAGR 为 8.2%。从全球市场来看, 医疗防护手套主要在欧美日等医疗发达国家使用, 除欧美日等主要市场外, 医疗级的丁腈和 PVC 手套在中东、南美等地区的新兴市场快速扩张, 近年来随着中东呼吸热、埃博拉等全球公共卫生事件频繁发生, 大众对手部卫生更为重视, 整体需求稳步增加。

图 8: 2019 年按区域划分的全球一次性手套市场明细 ( 亿美元 )



资料来源: 英科医疗公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 天风证券研究所

图 9: 2019 年按区域划分的全球一次性手套销售明细 ( 亿只 )

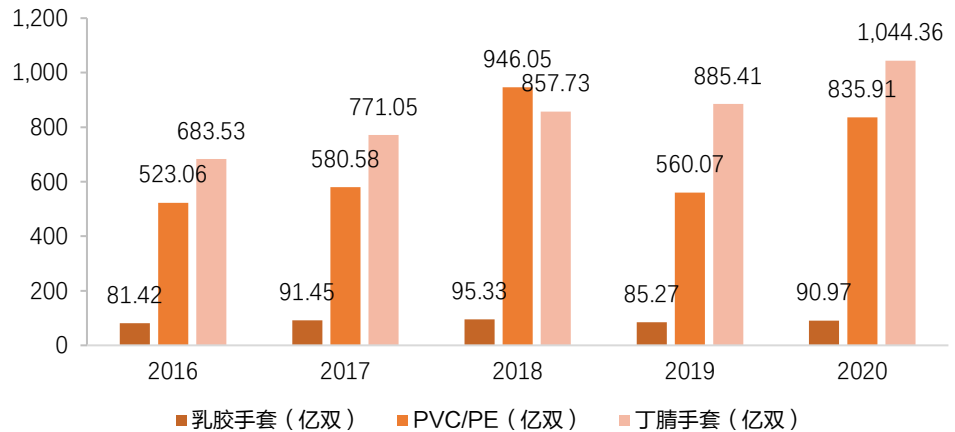


资料来源: 英科医疗公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 天风证券研究所

美国一次性手套进口量呈上升趋势, 尤其是丁腈手套。根据美国国际贸易委员会网站公布的进出口数据, 2016~2020 年, 美国一次性健康防护手套的进口数量整体呈现上升趋势, 由 1288 亿双增加到 1971 亿双。按产品类型看, 乳胶手套占比从 2016 年的 6.32% 下降到 2020 年的 4.61%, 丁腈手套占比呈现上升趋势, 从 2016 年的 53.07% 上升至 2019 年的 57.84%。



图 10：美国一次性健康防护手套进口量稳步上升

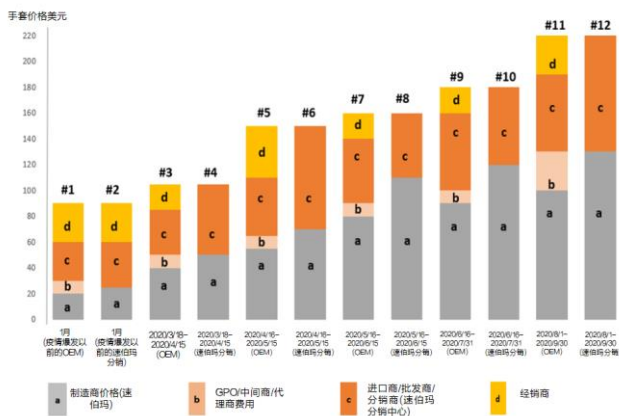


资料来源：美国国际贸易委员会网站，天风证券研究所；注：乳胶手套海关编码为 4015190510 和 4015110110；PVC/PE 手套海关编码为 3926201010、3926201020 和 3926201050；丁腈手套海关编码为 4015110150 和 4015190550。

### 3.1. 新冠疫情驱动需求大爆发

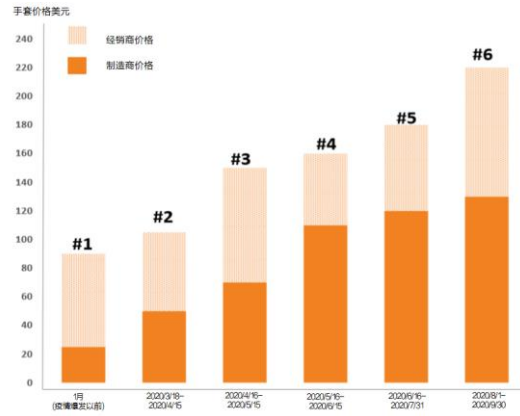
2020 年初全球新冠肺炎疫情爆发，医用防护手套作为唯一的手部隔离防护用品，需求激增，根据 Top Glove 公司 2020 年财年年报（报告期至 2020 年 8 月 31 日），其预计一次性手套需求 2020 年和 2021 年分别以 20%、25% 的速度增长。在需求大幅增加的同时，鉴于手套产能扩张壁垒较高，供需严重失衡，一次性手套价格暴涨。

图 11：速伯玛（Supermax）的手套供应链价格（美元/千只）



资料来源：速伯玛（Supermax）公司公告，天风证券研究所

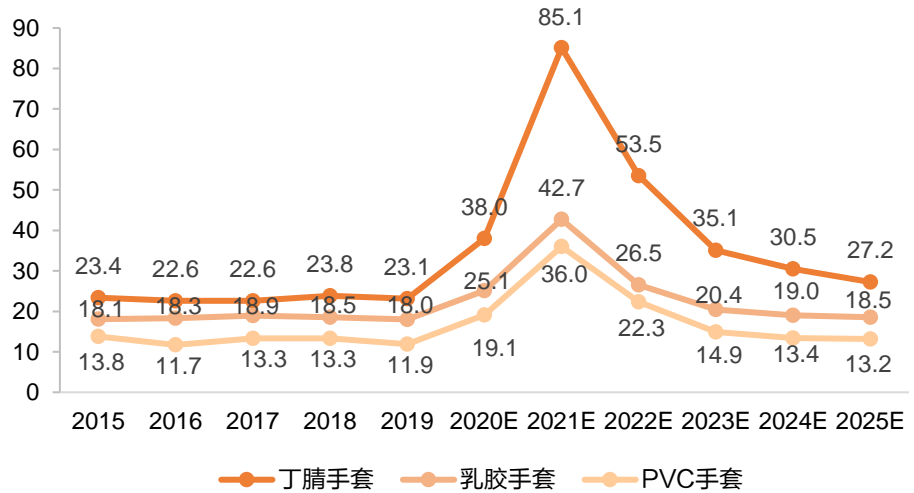
图 12：2020 年丁腈手套价格变化（美元/千只）



资料来源：速伯玛（Supermax）公司公告，天风证券研究所

因为手套的产能释放需要时间，预计供需失衡将持续相当长一段时间。根据弗若斯特沙利文报告，预计一次性手套的平均售价于 2020 年急升，至 2021 年达到峰值，然后于 2023 年回落至正常水平。按销售金额计，2020E 一次性手套市场增速为 93%，2021E 市场增速为 158%，达到 433 亿美元。

图 13：2015-2025E 全球乳胶/丁腈/PVC 一次性手套平均售价（美元/千只）



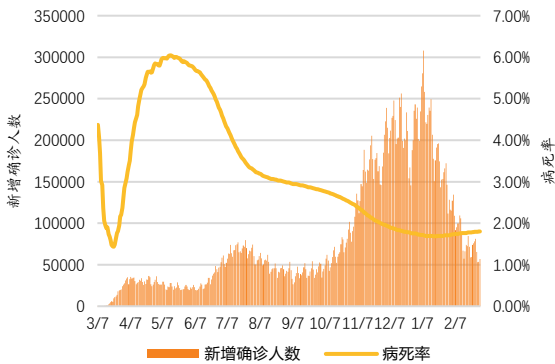
资料来源：英科医疗公司公告，弗若斯特沙利文报告，天风证券研究所

### 3.2. 预计 2021 年上半年需求仍维持高位

#### 3.2.1. 新冠疫情防控仍维持高标准

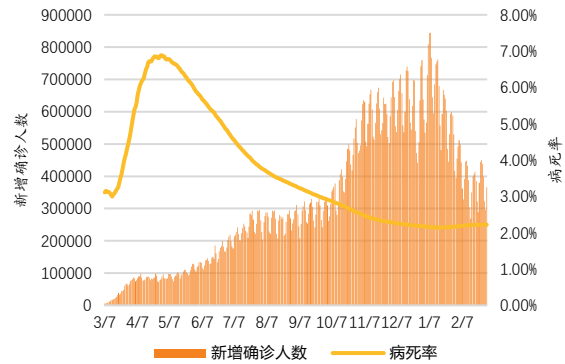
根据 worldometer 统计数据，2021 年 3 月 2 日，全球现存存量患者约 2162 万人，每日新增约 36.6 万人，其中美国新增确诊约 5.7 万例。新增人数较前期有所下降，疫情有缓解趋势，但是新增确诊人数和现存确诊人数仍处于较高水平，疫情防控救治压力依然较大，一次性手套的需求仍处于高位。

图 14：全球新冠肺炎新增确诊人数累计病死率（20210302）



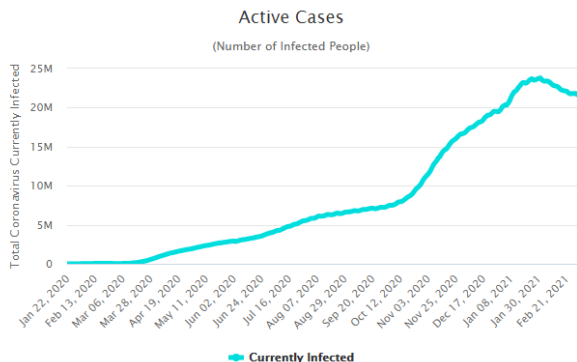
资料来源：Worldometer，天风证券研究所

图 15：美国新冠肺炎新增确诊人数和累计病死率（20210302）



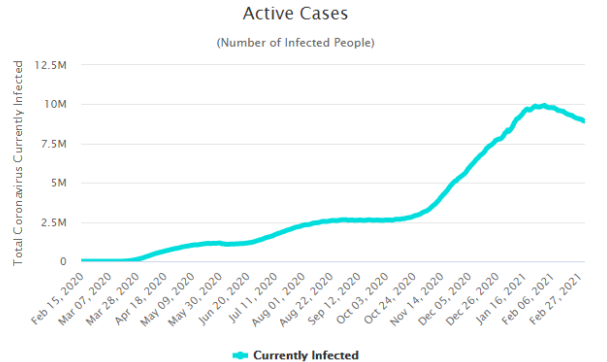
资料来源：Worldometer，天风证券研究所

图 16：全球现存确诊病例追踪（20210302）



资料来源：Worldometer，天风证券研究所

图 17：美国现存确诊病例追踪（20210302）



资料来源：Worldometer，天风证券研究所

### 3.2.2. 疫苗接种利于疫情缓解，但大范围接种仍需要时间

哈佛大学公共卫生博士、中关村美年健康产业研究院教授宁毅表示，如果按照新冠肺炎基本传染数（R0）是3来估计，人群得到保护的比例必须达到67%以上，发病数才能保持不变。根据美国首席传染病专家福奇表示，“要想让生活一切回归正常，疫苗接种须覆盖70%至85%人口。”

图 18：人群得到保护的比例需达到 67%以上

北京日报客户端：疫苗接种达到什么程度，全球疫情才有可能被控制住？

宁毅：如果按照新冠肺炎基本传染数（R0）是3来估计，就是1个病人在生命周期里传染3个人，人群得到保护的比例必须达到67%以上，发病数才能保持在一个不增加的状态。因此，疫苗的有效率要提高，接种率也要提高，有效率乘以接种率得出的数字，要超过67%，才能使疫情数字不再增加。例如疫苗有效率70%，需要95%以上的接种率；如果疫苗的有效率90%，则接种率需要达到74%以上。

这个67%百分比的估计是根据“1传3”的比例大致估算的。还有很多因素，比如说环境温度，人们佩戴口罩、勤洗手等自我保护措施的程度，以及人际交流等因素，都会影响到这个“R0”，也就是传播系数的变化。现在病毒变异，也是一个新的问题，影响到疫苗的有效率。

资料来源：北京日报客户端，天风证券研究所

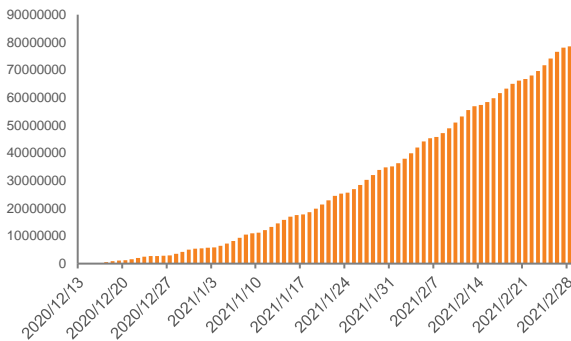
图 19：疫苗接种须覆盖 70%至 85%人口



资料来源：CNN，注：时间为当地时间 2021.2.4，天风证券研究所

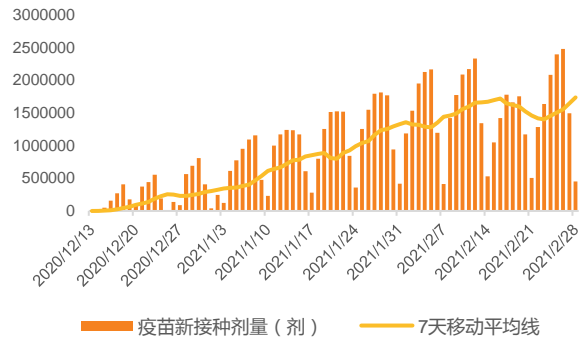
按照美国目前的接种进度来看，实现 75%左右的覆盖目标仍需要一年左右的时间。根据美国 CDC 数据显示，截止至当地时间 2021 年 3 月 2 日，累计接种疫苗约 7863.16 万剂，累计接种一剂及以上人口数为 5175.54 万人（约占总人口 15.8%），接种 2 剂约 2616.21 万人（约占总人口 8.0%）。7 天内平均疫苗接种剂量最高约为每天 160 万剂。以两剂疫苗 75%的覆盖率为目标，预计仍需要近 10 个月左右的时间可以实现。

图 20：美国疫苗累计接种总剂量（剂，20210228）



资料来源：美国 CDC，天风证券研究所

图 21：美国每日及平均七天每日新增疫苗接种量（剂，20210228）



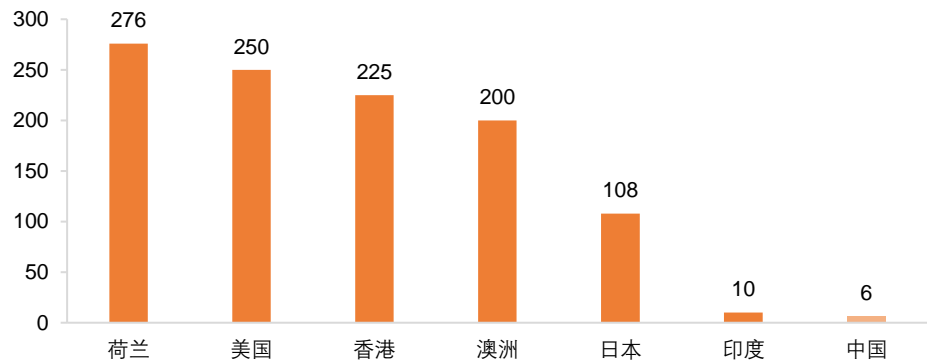
资料来源：美国 CDC，天风证券研究所

### 3.3. 疫情后手套市场有望继续保持稳健增长

从更为长期的角度看，疫情将推动人们对安全卫生关注的显著增加，尤其是发展中国家。随着经济发展、人民生活水平提高以及新的健康危害出现，公众对手部卫生愈发重视，全球一次性手套市场有望进一步扩大。

- ✓ **发展中国家一次性手套使用量仍有较大提升空间。**中国和印度等发展中国家一次性手套使用量明显低于发达国家，未来有极大的增长潜力，如 2018 年中国的人均手套使用量为 6 只，美国为 250 只。

图 22：2018 年人均一次性手套使用量（只/人）



资料来源：英科医疗公司公告，弗若斯特沙利文报告，天风证券研究所

- ✓ **技术进步和性能提升拓宽一次性手套应用领域。**由于技术进步，一次性手套的拉伸性、耐穿刺性、耐酸性、耐油性及抗静电性不断提高，较以前可用于更多领域。且随着自动化水平不断提高，生产成本有望降低，价格降低的空间促进一次性手套广泛使用。

表 3：不同场景下手套规格要求

手套类型	应用场景	使用次数	左右手区分	原材料	是否灭菌
检查手套	所有医疗和非医疗应用		不区分	天然橡胶乳胶/ 丁腈橡胶	/
手术手套	医疗和外科应用	一次性使用	区分	天然橡胶乳胶/ 丁腈橡胶	无菌，常见灭菌方法有伽马辐照和环氧乙烷气体
家庭手套	用于家庭清洁/园艺	可反复使用	区分	天然橡胶乳胶/ 丁腈橡胶	/
工业手套	工业环境，防止手部撕裂/防止油污和润滑脂/防止电击/防止化学品和洗涤剂	可反复使用		天然橡胶乳胶/ 丁腈橡胶/聚氯 丁橡胶	/
洁净室	特殊工业应用，如半导体行业、制药实验室和生物技术实验室		不分或区分	天然橡胶乳胶/ 丁腈橡胶	部分无菌，常见灭菌方法有伽马辐照和环氧乙烷气体
电工手套	个人防护设备（PPE），用于对通电气设备进行操作		区分		

资料来源：MARGMA，天风证券研究所

- ✓ **医疗级一次性手套的应用场景可拓展至非医疗领域。**医疗级手套不仅可用于医疗领域，也可用于一般工业用途或家居用途。技术进步推动医疗级手套价格下降，人们更愿意选择质量更高的医疗级手套进行日常手部防护。

表 4：不同类型手套特点对比，丁腈手套综合最优

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
PVC 手套	医疗检查、食品加工、化工电子、清洁卫生等	PVC 粉	透气好、耐酸碱、耐油、抗静电、价格较便宜	弹性一般，无法用于手术
丁腈手套	医疗检查、简单医疗手术、食品加工、化工电子、清洁卫生等	丁腈胶乳	弹性好、拉伸性强、耐酸碱、耐油性、抗静电、避免乳胶过敏、原材料供应稳定	价格较 PVC 手套偏高
PE 手套	餐饮行业	聚乙烯	价格低廉	弹性差、易破损

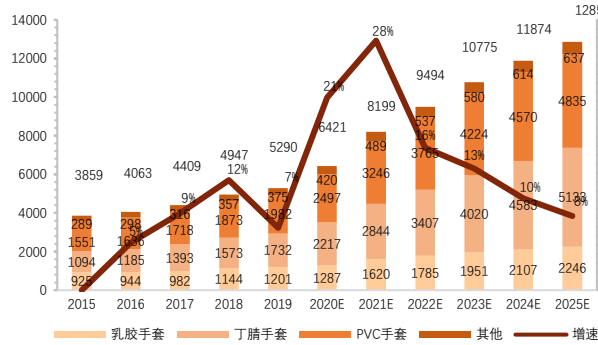
资料来源：英科医疗公司公告，中红医疗公司公告，天风证券研究所

✓ 未来部分场景可能会有强制性手套使用的要求

- ✓ 医疗政策（特别是新兴经济体中）促进了一次性手套的使用。如，中国国家卫健委于 2020 年 1 月印发《医疗机构内新型冠状病毒感染预防与控制技术指南（第一版）》，其规定医疗人员严格落实《医务人员手卫生规范》要求，佩戴医用外科口罩/医用防护口罩，必要时戴乳胶手套。
- ✓ 食品行业、工业生产等非医疗应用领域标准尚不规范。在欧洲及北美等发达地区通常强制要求使用一次性手套，而发展中国家仍待进一步提升。随着新冠疫情常态化防控，食品制作售卖、公共场所清洁、货物装卸等可能出现病毒传播的工作领域愈发受到大众关注。
  - 根据中国商务部发出的疫情防控技术指导，在购物商城、超市或农产品市场工作的人员，将物件递送给顾客时应先穿戴口罩及手套。
  - 北京市疾病预防控制中心规定冷链运输操作人员必须在工作时佩戴口罩、手套及穿上工作服。

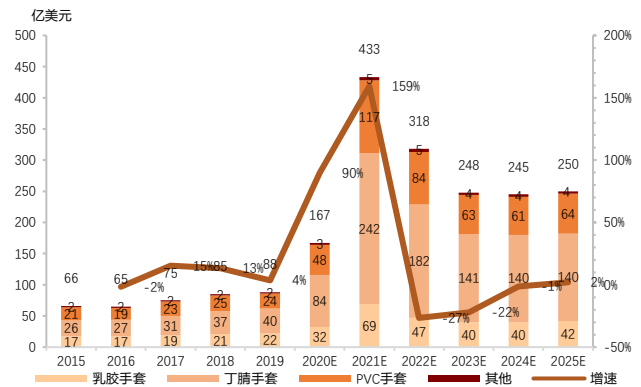
根据弗若斯特沙利文报告，预计大流行后一次性手套需求将维持 10% 以上的增长。根据 Top Glove 公司 2020 年财年年报（报告期至 2020 年 8 月 31 日），其预计一次性手套需求 2020 年和 2021 年分别以 20%、25% 的速度增长，大流行后将以每年 15% 的速度增长。

图 23：2015-2025E 全球手套销量数据及预测（亿只）



资料来源：英科医疗公司公告，弗若斯特沙利文报告，天风证券研究所

图 24：2015-2025E 全球手套市场数据及预测（亿美元）



资料来源：英科医疗公司公告，弗若斯特沙利文报告，天风证券研究所

### 3.4. 行业有较高的进入壁垒

**技术壁垒。**一次性手套，尤其是医疗级产品，对工艺流程、生产设施、生产配方和质量控制等提出了较高要求，对新进入者构成技术壁垒。

- ✓ **生产设施：**一次性健康防护手套生产并非使用完全标准化设备，需要根据手套生产企业自身的产品特点、车间布局、工艺流程、环境温度、能源供应以及对生产线运作速度要求等要素进行定制设计生产；部分生产企业还会及时对机械设备进行综合调整、改装，将其转变为企业的专有设备。
- ✓ **工艺流程：**需要对生产全过程进行实时的控制。因生产环节较多，影响产品质量的生产指标因素较为复杂，部分关键因素无法通过一程序化的系统进行控制，必须根据具体情况对生产线运转速度、烘箱温度、原料批次等状况进行相应调整。
- ✓ **生产配方：**生产高等级、品质稳定的手套，在行业惯用的生产配方基础上，还必须根据客户需求、设备运行速度、生产环境温度及湿度等对配方进行调整优化。如，丁腈手套的生产需要 30 多种原材料且需要根据具体情况调整配方；因此，只有经过多年的探索实践，方可获得适合大规模生产的成熟及系统化的配方技术。
- ✓ **资金壁垒。**制造丁腈手套或 PVC 手套前期需要巨额投资。一般而言，丁腈手套生产线的建设成本约为每条双线（约 3.75 亿只产能/年）人民币 2000 多万元，成规



模建设需资金投入较大。且由建设厂房至投入生产，一般需要约一年时间，而且需不断调试生产线来提高线速和产品品质。前期资本投入较高加上建设期较长，对新进入者构成壁垒。

图 25：江西中红 50 亿只丁腈手套项目建设规划（项目周期 12 个月）

工作项目	进度计划											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
前期立项	■											
土建施工		■	■	■	■	■						
设计和装修						■	■	■	■			
设备购置及安装调试							■	■	■	■	■	
人员招聘									■	■	■	
投入运营												■

资料来源：中红医疗招股书（公告日期为 2021.1.29），天风证券研究所

**客户网络和销售渠道。**一次性手套主要在北美、欧洲及日本等发达地区销售及消耗。中国主要以 ODM 等形式出口给发达国家的医疗器械及医疗耗材品牌商，因此一次性手套制造商与下游品牌拥有人建立紧密而长期的关系至关重要。新进入行业的竞争者很难在短期内积累起客户资源和销售渠道。

**资质认证及产品准入壁垒。**手套制造商需要在其业务范围国家取得及维持各种执照等。例如美国需通过 FDA 认证、欧洲需通过 CE 认证，另外还需要满足国际上通用的 ISO9001 和 ISO13485 等质量体系认证。

## 4. 英科医疗：近 3-5 年将实现跨域式提升

### 4.1. 公司拥有丰富的一次性手套产品线

公司生产的手套覆盖多种类型，可满足客户的不同需求和偏好，且公司注重产品创新，医用检查手套和合成防护手套（Synmax 手套），是公司采用创新配方，以合成 PVC 材料制造且不含乳胶蛋白的手套，拥有类似丁腈手套的特质，但更耐用，成本也更低。

根据 H 股上市申请资料，公司一次性手套合格率维持在 99% 以上，且约 99% 的一次性手套可满足医疗级手套的质量标准。其一次性手套的拉伸强度、伸长率、阻隔完整性及蛋白质残留物等测试参数均符合主流质量标准，如丁腈手套，平均重量为每只 2.8 克，70 摄氏度下老化之前，最小承压为 14 兆帕，符合 FDA 规范的要求。

表 5：英科一次性手套产品种类齐全

名称	灭菌	材料	质量标准	规格	产品特点	应用场景
医疗级						
乳胶手套	否	乳胶	EN455、EN374、ISO11193	无粉、有粉，标准、耐用、加厚，白色、淡黄色，XS-XL	手套柔韧，弹性佳，贴合性好，操作灵活易抓握；低度可析出蛋白质，减少乳胶蛋白过敏	医疗检查
丁腈手套	否	合成丁腈橡胶	ASTM D3577、EN455、ASTM D6319、ASTM	无粉，标准、耐用、加厚，蓝白紫，XS-XL	高弹，贴合双手，灵敏触感，手套顺滑易穿戴；强度高，能有效防止手套撕破和断裂；摩擦性能好，适于精细	医疗检查

			F1671, 获 FDA 510K 认证		操作, 良好的化学防护性能, 抗酸碱和油脂; 无天然乳胶蛋白, 极低过敏风险; 获准在使用化疗药物时使用	
PVC 手套	否	聚氯乙烯	EN455、EN374、ASTM D5250	无粉、有粉, 标准, 透明色、淡黄色, S-XL	更轻软, 手感良好、佩戴舒适, 触感敏锐, 操作灵活; 隔离多种物质和微生物; 无天然乳胶蛋白, 极低过敏风险	医疗检查
检查手套	否	聚氯乙烯基复合物	EN455、EN374、EN388、EN455、EN374、ASTMD5250	无粉, 标准, 蓝白紫, S-XL	接近丁腈手套的弹性手感和强韧“骨感”, 全面的防护性和超强韧特性; 无天然乳胶蛋白, 极低过敏风险	医疗检查
<b>非医疗级</b>						
乳胶手套	否	乳胶	EN374	乳白色、淡黄色, XS-XL	强韧、高弹、贴合好、操作灵活易抓握, 唇口设计易于穿戴防止上翻; 低度可析出蛋白质和化学品残留, 降低过敏风险	实验室、家庭清洁、工业生产等
丁腈手套	否	合成丁腈橡胶	EN420、EN374、ISO16604: 2004	蓝白紫黑, XS-XL	高弹、耐磨、防滑、抗穿刺、防多种化学物质; 贴合手型、触感灵敏、手感舒适, 袖口卷边易穿戴; 无天然乳胶带来的过敏反应	实验室、家庭清洁、工业生产等; 食品级可接触油性食品
PVC 手套	否	聚氯乙烯	EN420、EN374、EN16523、EN21420、ISO16604: 2004、ISO374-5: 2016	透明色、淡黄色, S-XL	超软超韧, 手感舒适, 触感敏锐, 操作灵活; 袖口卷边, 易于穿戴; 可接触酸性、液态或者含酒精食品; 无天然乳胶蛋白, 过敏风险低	实验室、家庭清洁、工业生产等; 食品级可接触非油脂类食品
防护手套	否	聚氯乙烯基复合物	EN420、EN374	蓝色, S-XL	接近丁腈手套的弹性手感和强韧“骨感”, 全面的防护性和超强韧特性; 无天然乳胶蛋白, 极低过敏风险	实验室、家庭清洁、工业生产等

资料来源: 英科医疗公司官网, 天风证券研究所

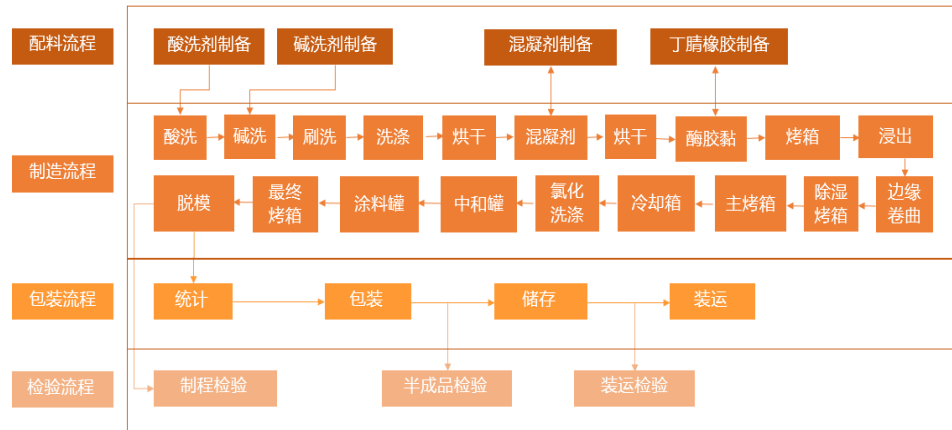
## 4.2. 全方位构建竞争优势

### 4.2.1. 公司生产线较为先进

公司手套生产基地均是近几年开工建设, 因此配备新技术及先进器械, 可实现高效率、低能耗, 且所有手套产品生产线均能制造医疗级手套。

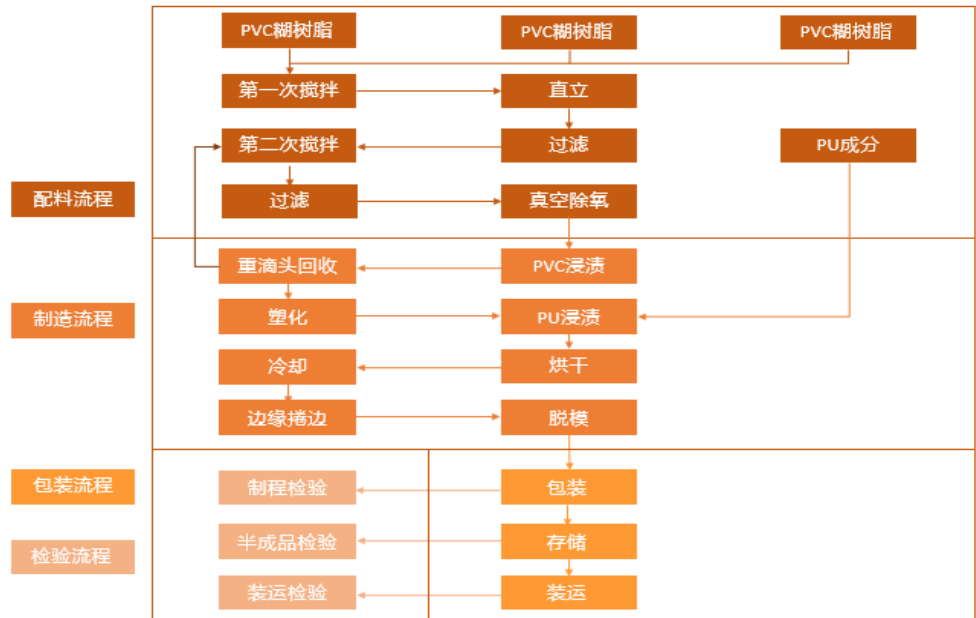
手套产线需每家工厂单独设计, 而公司是国内较早使用丁腈双手模手套生产线的厂家, 双手模生产线较单手模生产线效率更高, 能耗更低, 但对设备的加工精度和工艺控制要求更高, 公司的标准丁腈手套生产线长度超过 1.5 千米, 控制点约 500 个, 且公司采用现代 DCS 控制系统, 实现生产环节的自动温度控制和液面控制, 提高生产效率。

图 26：一次性丁腈手套制作流程



资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 27：一次性 PVC 手套制作流程



资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

#### 4.2.2. 生产基地具有地理位置优势

截至 2020 年底，公司现有手套基地位于山东青州、山东淄博及安徽淮北，气候干燥，温度适中，非常适合生产 PVC 及丁腈手套。山东基地距离青岛港较近，毗邻国家大型石化企业——齐鲁石化公司，原材料和能源的配套方便且成本较低。公司已制定向上游产业延伸的商业计划，与山东浩德乳胶科技股份有限公司建立合营企业制造丁腈胶乳，保障原材料供应。

此外，山东淄博市有悠久的陶瓷产业历史，手套陶瓷模具资源丰富。安徽濉溪所处位置铁路、公路、水路、航空运输便利，区位优势明显，交通条件良好，产业园区内基础设施比较完善。

图 28：英科医疗生产基地地理位置分布（含规划项目）



资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所；注图片中未包含越南项目。

#### 4.2.3. 不断进行工艺改进，提高生产效率

**公司注重研发，持续加大研发投入。**2018~2020 年前三季度，公司研发费用为 0.63 亿、0.68 亿、和 1.95 亿。根据公司 2020 年半年报，公司共拥有 121 项有效专利，现有 39 项在研项目，且公司与中国的橡胶材料研究机构青岛科技大学合作，研发一次性手套的新材料及配方，并设有人才计划以丰富研发人才库。

**公司的研发主要集中在制造创新和产品创新两方面。**

- 制造创新主要为提高生产线的自动化程度，如采用 DCS 系统可通过各个控制点精准监测，控制温度和液位。
- 产品创新主要为开发可作特殊用途的一次性手套，研发新材料，优化产品性能、质量及成本；如公司采用创新配方生产的 Synmax 手套。

**制造创新，提高生产效率。**根据公司 2019 年 5 月 15 日关于《关于请做好英科医疗公开发行可转债发审委会议准备工作的函》的回复，公司手套生产制作基本实现了全自动化，通过改进优化，该次可转债募投项目生产线相比前次募投（2017 年 IPO）设计线速提升约 20%，设计单位能耗降低约 15%-20%。根据公司 H 股上市申请资料，公司在淮北的新设设施较在青州的设施减少了煤炭消耗。

表 6：公司在研项目集中于制造创新和产品创新

序号	在研项目名称	序号	在研项目名称
1	PVC 糊料机械降粘的研发	21	一种带有图案的新型儿童丁腈手套
2	PVC 手套生产系统轴偏心检测装置的研究	22	具有超高弹性的蓝色仿丁腈 PVC 手套的研发
3	PVC 手套用 PU 自动放料系统的研究	23	一种调节器及设有该调节器的塑化装置
4	PVC 手套用水性聚氨酯附着力的研究	24	一种手套生产用阀件清洗装置
5	PVC 手套余热利用装置	25	一种凝固剂溶液回收过滤再利用装置
6	PVC 手套自动点数机的应用	26	一种耐析出 PVC 手套的研制
7	低克重高强度 PVC 手套的研发	27	超轻折叠铝伴侣车
8	视觉检测设备在 PVC 手套中的应用	28	舒适型躺椅车
9	烟气回收超温预警系统控制模块的开发	29	S50 轻便折叠电动轮椅车
10	一次性手套两支纸包装上料机装置	30	一种蓄冷型主动制冷高效退热贴
11	一次性手套两支纸包装折叠机装置	31	一种新型液汽相变可控温冷链包装设备

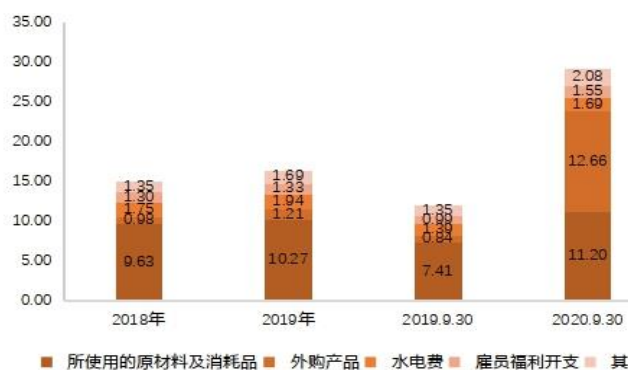
12	一种 PVC 手套脱模机控制系统的开发	32	一种新型冷链包装软包
13	一种蓝色仿丁腈高弹 PVC 手套的研发	33	免洗手消毒液、免洗手抑菌液研发
14	一种新型覆膜无纺布隔离衣的开发	34	一种新型覆膜无纺布隔离衣的开发
15	一种新型高车速丁腈手套生产线胶槽	35	硬脂酸钾脱模剂在丁腈手套中的应用
16	薰衣草紫 PVC 耐寒高弹手套的研发	36	丁腈生产线风机变频器一键控制系统
17	丁腈手套用功能型辅助材料研制	37	一种满足欧洲食品级检测标准的丁腈手套的研制
18	一种腕部加厚丁腈手套的研制	38	视觉检测系统在 PVC 生产线的应用
19	一种透气吸汗环保型 PVC 颗粒手套的研发	39	一种荧光型环保 PVC 手套的研制
20	有超强耐穿戴性能的双色警示性丁腈手套		

资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

#### 4.2.4. 多角度降低能源成本

能源成本是公司成本中重要构成部分，目前公司已采取多项措施降低能源成本，包括（1）主要使用煤炭为设施提供燃料，煤炭相较天然气作为燃料更具经济效益，目前所有营运中的生产基地均取得使用配额；（2）在安徽安庆及湖南临湘投资热电联产项目，使用发电厂同时发电和产生可用热量，可利用热能烘干原材料来降低电力成本；（3）投入大量资源改善生产流程，从结构上节约能源成本。

图 29：2018-2020.9.30 公司销售成本构成（亿元）



资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 30：2018-2020.9.30 公司销售成本构成百分比



资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

图 31：燃天然气锅炉与燃煤锅炉对比

#### 1、燃天然气锅炉与燃煤锅炉相比：

(1) 天然气的热效率为 85%，天然气的热值为 8600 大卡/m<sup>3</sup>，天然气实际热值为 8600 大卡/m<sup>3</sup>×85%=7310 大卡/m<sup>3</sup>。

(2) 燃煤锅炉的热效率为 68%，煤的热值为 5000 大卡/公斤，煤的实际热值用量为 5000 大卡/公斤×68%=3400 大卡/公斤。

用天然气 1 蒸吨锅炉满负荷用量 82m<sup>3</sup>/h，天然气每立方 4.2 元，82m<sup>3</sup>/h×4.2 元/m<sup>3</sup>=344 元，天然气锅炉按每天 8 小时计算：344 元/小时×8 小时=2752 元。

燃煤燃料 5000 大卡/kg 市场价 950 元/吨，1 蒸吨锅炉满负荷运行用 200 公斤/小时×950 元/吨=190 元/小时，每天按 8 小时运行计算 190 元/小时×8 小时=1520 元/天。

用燃煤锅炉与天然气锅炉每天运行 8 小时节能 2360 元-1520 元=840 元/天。

资料来源：河南合力合同能源管理有限公司南阳分公司新闻

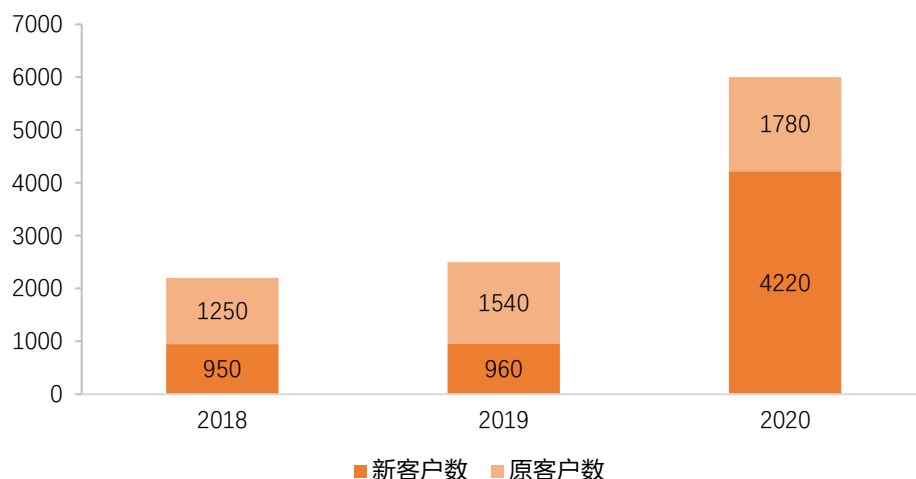


### 4.2.5. 加强自主品牌宣传与建设

经过多年耕耘，公司拥有全球 120 多个国家及地区的销售网络，客户涵盖国际医疗产品批发商、零售商、贸易公司及其他行业企业。截至 2020 年 12 月 31 日，公司自成立以来拥有约 9600 名客户，2018~2019 年服务客户和新客户数不断攀升。

公司对国际尤其北美市场的需求预测和监管要求把握准确，并与主要国际客户（McKesson、Medline 等）建立起合作，公司业绩期内的五大客户均为领先的国际品牌。在 2018~2020 前三季度，公司来自五大客户的合计收入分别为 4.13、4.21 和 20.28 亿元，占营业收入的 21.8%、20.2%及 23.1%。

图 32：英科医疗服务客户数不断攀升



资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

对于国内市场，公司加强自主品牌建设，自有品牌销售在 2020 年迅速增长，其客户主要集中在医疗和电子两个领域。截至 2020 年前三季度，公司旗舰店在天猫和京东的手套零售额连续数月排名第一；此外，公司在今日头条、抖音等社交 APP 上投放广告，宣传公司自主品牌和产品，并且于 2020 年被 Brand.com 评为中国品牌 500 强。

图 33：英科医疗天猫旗舰店手套销量领先



资料来源：天猫，天风证券研究所

### 4.3. 加快产能建设，进军全球一次性手套龙头企业

疫情驱动产能持续快速爬升。

在一次性手套企业中，英科医疗 2020 年上半年的销售收入位于中国第一及全球第二。截

至 2020 年 12 月 31 日，公司产能为中国最大及全球第三大。此外，英科医疗 2020 年新增一次性手套产能约 170 亿只/年，增长率达 89.5%，为一次性手套行业中产能增长最快的公司。

表 7：2020 年上半年主要一次性手套制造商销售及产能情况

公司	2020H1 销售收入 (亿美元)	2020 年底产能 (亿只)	2019 年底产能 (亿只)	产能明细	制造地点
顶级手套	7.044	900	701	非乳胶 (51%)、乳胶 (45%)、 其它 (4%)	马来西亚、泰国、越南、中国
英科医疗	6.212	360	190	非乳胶 (100%)	中国
贺特佳	4.099	400	366	非乳胶 (95%)、乳胶 (5%)	马来西亚
速伯玛	3.323	262	240	—	马来西亚
科山橡胶	2.846	320	290	非乳胶 (79%)、乳胶 (21%)	马来西亚
蓝帆医疗	2.440	约 255	180	—	中国

资料来源：英科医疗公司公告，弗若斯特沙利文报告，天风证券研究所；注：一次性非乳胶手套指一次性 PCV 手套和一次性丁腈手套，蓝帆医疗 2020H1 销售收入按 2021.2.5 日汇率：1 美元≈6.4710 元计算

截止至 2021 年 2 月 9 日，公司一次性手套年化总产能约 450 亿只，其中 PVC 手套 240 亿只，丁腈手套 210 亿只。

表 8：2020 年开始公司明显加快产能扩张节奏

产能 (亿只)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
合计	59.4	62.25	78.82	约 111	约 130	190	360	963	1614	2203.88	2618.88	2738.88
丁腈	11.4	14.25	22.8	约 36	约 40	50	120	573	1033	1461.2	1746.2	1866.2
PVC	48	48	56.02	约 75	约 86	140	240	390	581	601	731	731
乳胶										41.68	41.68	41.68
TPE										50	50	50
CPE										50	50	50

资料来源：英科医疗公司公告，深交所互动易，天风证券研究所；注：2021 年及以后的产能为预测值，

**公司跨越式扩张产能，打造全球龙头。**全球一次性手套市场竞争激烈且分散，其中丁腈手套行业进入门槛高，生产企业主要集中在马来西亚等东南亚国家，中国仅有英科医疗、蓝帆医疗等少数厂家。PVC 手套生产企业主要集中在中国，分布在河北、山东、江苏等省份，但产量较大的厂商并不多。

一次性手套生产企业主要包括中国的英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗等，以及顶级手套 (Top Glove)、贺特佳 (Hartalega)、科山橡胶 (Kossan Rubber)、速伯玛 (Supermax)、诗董橡胶 (Sri Trang) 等，根据各公司公告，预期其产能扩建规划如下：

表 9：主要一次性手套企业产能及产能规划 (更新至 2021.2)

项目 (亿只)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>英科医疗</b>							
合计产能	111	130	190	360	963	1614	2203.88
新增		19	60	170	570	651	569.88
<b>蓝帆医疗</b>							
合计产能	141.04	180	180	255	475	615	755
新增	0	40	0	75	220	140	140
<b>中红医疗</b>							
合计产能	81.74	88.91	96.7	140			
新增		7.17	7.79	43.3			

金发科技							预计约 2022-2023
合计产能							400
顶级手套							
	2017.8	2018.8	2019.8	2020.8	2021E	2022E	
合计产能	519	605	640	900	1061	1219	
新增	0	86	35	260	161	158	
贺特佳							
	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2022E		
合计产能	230	270	360	393	440		
新增	0	40	90	33	47		
科山橡胶							
合计产能	250	265	290	320	360	464	
新增	30	15	25	30	40	104	
速伯玛							
	2017.6	2018.6	2019.6	2020E	2021E	2022E	
合计产能	234	240	240	262	340	460	
新增	0	6	0	22	100	120	
诗董橡胶							
合计产能			270	320			

资料来源：各公司公告，天风证券研究所；注：因部分公司财年报告期不同，故产能统计截止时间不完全一致；未来的产能建设规划仅为预期，需以实际建设进度为准；速伯玛未计入其在美国和英国的产能建设规划

根据公司公告，公司计划扩大安徽淮北、江西九江、安徽安庆、湖南临湘、山东青州、河南商丘及越南的产能，合计产能扩张项目逾 2000 亿只。预计非乳胶手套年产能可在未来 12~15 个月增加至约 1200 亿只。根据 Top Glove2020 年公告，其 2021 年和 2022 年的预计年化产能分别为 1061 亿只和 1219 亿只。因此，在英科医疗扩产顺利的情况下，我们认为届时其有望成为世界最大一次性手套供应商。

表 10：公司抓住机遇拓展产能，产能扩建项目逾 2000 亿只

产品	生产基地	设计年产能（亿只）	预计完工年份
高级医疗级手套	中国江西九江	457.5	2025 年
高级医疗级手套	中国安徽淮北	210	2023 年
高级医疗级手套	中国安徽淮北	107.36	2021 年
高级医疗级手套	越南	88.2	2022 年
高级医疗级手套	中国安徽安庆	400	2023 年
高级医疗级手套	中国湖南临湘	400	2023 年
高级丁腈医疗级手套	中国山东青州	33	2021 年
高级丁腈及 PVC 医疗检查手套	中国山东青州	500	2025 年
高级 PVC 医疗级手套	中国河南商丘	131	2023 年

资料来源：英科医疗公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值评级

### 5.1. 盈利预测

#### 基本假设

1、假设 2021 英科医疗一次性手套的年化产能为约 950 亿只（丁腈约 550 亿只，PVC 约 400 亿只），一次性手套产量合计为 630 亿只（其中丁腈约 300 亿只，PVC 约 330 亿只）；假设 2022 年公司一次性手套产能约为 1600 亿只（其中丁腈约 1000 亿只，PVC 约 600 亿只），一次性手套产量约为 1350 亿只（其中丁腈约 850 亿只，PVC 约 500 亿只）。

2、假设 2021、2022 年一次性丁腈手套价格分别为 108 美元/千只（713 元/千只）、42 美元/千只（281 元/千只）；PVC 手套的价格分别为 30 美元/千只（198 元/千只）、15 美元/千只（101 元/千只）。

3、暂不考虑英科医疗可转债和 H 股上市对公司股本的影响。

### 盈利预测

我们预测 2020~2022 年营业收入分别为 130.55 亿元/285.59 亿元/297.83 亿元，同比增长分别为 526.8%、118.8%和 4.3%；预测归母净利润分别为 69.61 亿元/141.30 亿元/109.31 亿元，对应 EPS 分别为 19.76/40.12/31.04 元。

表 11：英科医疗盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1750.48	1892.54	2082.94	13055.31	28559.23	29783.11
增速	48.0%	8.1%	10.1%	526.8%	118.8%	4.3%
医疗防护类收入（百万元）	1490.14	1603.29	1768.33	12700.94	28182.36	29372.47
增速	50.1%	7.6%	10.3%	618.2%	121.9%	4.2%
毛利率	25.3%	24.8%	35.4%	70.4%	67.1%	57.0%
康复理疗类收入（百万元）	156.99	188.34	204.31	223.79	246.17	270.79
增速	49.7%	20.0%	8.5%	9.5%	10.0%	10.0%
其它业务收入（百万元）	103.35	100.91	110.31	130.61	130.76	139.92
增速	21.1%	-2.4%	9.3%	18.4%	0.1%	7.0%
归母净利润	145.08	179.34	178.32	6961.10	14130.27	10931.25
归母净利润率	8.3%	9.5%	8.6%	53.3%	49.5%	36.7%

资料来源：Wind，英科医疗公司公告，天风证券研究所

### 公司一次性手套业务净利润敏感性分析

因为英科医疗目前的营业收入和净利润主要由一次性手套业务贡献，因此，我们分别假设丁腈和 PVC 手套不同价格（对应不同净利率水平）和产量的情况下，预测 2021 年一次性手套业务的净利润，作为公司的 2021 年预测归母净利润水平的参考。

表 12：公司一次性手套业务净利润敏感性分析

手套价格（美元/千只）		合计产量（亿只）					
		450	500	600	650	700	800
丁腈	PVC	2021 年手套净利润（百万元）					
20	5	483	551	688	691	803	917
30	10	879	1002	1247	1257	1455	1663
50	15	1970	2237	2772	2822	3234	3696
80	20	5069	5755	7128	7260	8316	9504
100	30	8356	9464	11682	11979	13629	15576
120	40	11682	13200	16236	16764	18942	21648
140	50	15206	17167	21087	21830	24602	28116
160	60	19166	21622	26532	27522	30954	35376

资料来源：天风证券研究所预测

## 5.2. 估值与投资评级

采用可比公司 PE 相对估值法对公司进行估值，我们在医疗防护装备企业中选取蓝帆医疗、奥美医疗和振德医疗作为可比公司。我们认为英科医疗凭借其在医疗防护用品领域的深度耕耘，充分抓住本次新冠疫情带来的历史性机遇，跨越式扩张产能，未来 3-5 年有望成为

全球手套龙头，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 7.7 倍 PE，对应市值 1088.03 亿元，目标价 308.91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002382	蓝帆医疗	21.60	223.32	0.51	3.46	4.32	3.69	42	6	5	6
002950	奥美医疗	19.29	122.16	0.77	1.82	2.09	2.40	25	11	9	8
603301	振德医疗	60.08	136.50	1.12	12.58	6.02	5.80	54	5	10	10
<b>可比公司平均</b>				<b>0.64</b>	<b>2.64</b>	<b>3.20</b>	<b>3.04</b>	<b>34</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
300677	英科医疗	217.00	764.33	0.51	19.76	40.30	31.04	429	11	5	7

资料来源：Wind，天风证券研究所；蓝帆医疗、奥美医疗、振德医疗的 EPS 数据为万得一致预期，收盘价和总市值为 2021 年 3 月 5 日收盘数据；未考虑未转股的可转债和 H 股上市对公司股本的影响

## 6. 风险提示

**公司产能项目建设进度不及预期。**受新型肺炎影响，一次性手套市场需求大幅增加，公司推出多项产能扩张计划；而产能建设及释放受工程建设进度、相关资质取得、市场行情变化等多种因素影响，公司产能项目建设进度存在不及预期的风险。

**全球一次性手套产能过剩的风险。**疫情期间一次性手套需求激增，相关企业推出产能扩张计划；后续疫情控制后可能需求有所回落，且企业新建产能不断释放，全球一次性手套存在产能过剩的风险。

**一次性手套价格波动的风险。**疫情期间在供需严重失衡的情况下，一次性手套价格暴涨，随着市场供需关系的变化，一次性手套的价格可能存在波动。

**原材料供应不足的风险。**公司主要一次性健康防护手套原材料主要为丁腈胶乳、PVC 糊树脂、DINP/DOTP 增塑剂等，随着公司业务规模扩大，若供应商的生产受到影响或其生产量无法满足需求，将可能出现原材料供应不足的风险。

**原材料价格上涨超过预期的风险。**公司销售成本中原材料占比较高，原材料价格变动将对销售成本产生较大的影响，而原材料采购价格受市场供需关系及石油价格等多种因素影响，未来可能出现原材料价格上涨超过预期的风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	857.95	614.28	1,914.67	9,835.66	15,862.03
应收票据及应收账款	314.41	331.63	3,388.72	3,460.64	3,682.25
预付账款	14.12	21.37	45.61	138.64	123.90
存货	207.14	233.26	665.27	1,782.47	1,512.87
其他	46.99	343.68	307.65	440.30	387.80
<b>流动资产合计</b>	<b>1,440.61</b>	<b>1,544.22</b>	<b>6,321.92</b>	<b>15,657.71</b>	<b>21,568.84</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	720.63	912.18	2,295.94	6,424.44	10,690.85
在建工程	90.24	195.95	1,078.38	3,231.35	3,692.54
无形资产	91.60	195.34	190.92	186.50	182.08
其他	81.53	144.31	95.74	112.29	117.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>983.99</b>	<b>1,447.79</b>	<b>3,660.98</b>	<b>9,954.59</b>	<b>14,682.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,424.60</b>	<b>2,992.00</b>	<b>9,982.90</b>	<b>25,612.30</b>	<b>36,251.49</b>
短期借款	771.05	462.82	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	217.07	297.78	829.39	2,117.29	2,006.48
其他	84.75	107.11	392.40	716.64	529.90
<b>流动负债合计</b>	<b>1,072.88</b>	<b>867.71</b>	<b>1,221.79</b>	<b>2,833.94</b>	<b>2,536.38</b>
长期借款	43.71	102.23	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	433.15	122.90	0.00	0.00
其他	34.94	87.13	44.26	55.44	62.28
<b>非流动负债合计</b>	<b>78.65</b>	<b>622.51</b>	<b>167.16</b>	<b>55.44</b>	<b>62.28</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,151.52</b>	<b>1,490.23</b>	<b>1,388.95</b>	<b>2,889.38</b>	<b>2,598.66</b>
少数股东权益	0.00	24.45	24.45	23.16	21.82
股本	196.42	198.30	352.22	352.22	352.22
资本公积	617.87	638.34	638.34	638.34	638.34
留存收益	1,087.13	1,256.18	8,217.28	22,347.54	33,278.80
其他	(628.34)	(615.50)	(638.34)	(638.34)	(638.34)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,273.08</b>	<b>1,501.77</b>	<b>8,593.95</b>	<b>22,722.92</b>	<b>33,652.84</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,424.60</b>	<b>2,992.00</b>	<b>9,982.90</b>	<b>25,612.30</b>	<b>36,251.49</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	179.34	178.27	6,961.10	14,130.27	10,931.25
折旧摊销	79.85	92.50	238.24	722.94	1,276.82
财务费用	(8.17)	30.58	(3.83)	(71.20)	(155.71)
投资损失	(6.57)	(0.08)	(3.38)	(3.35)	(2.27)
营运资金变动	17.31	(28.63)	(2,815.18)	218.65	(144.67)
其它	(75.97)	57.06	(171.79)	27.41	36.80
<b>经营活动现金流</b>	<b>185.78</b>	<b>329.69</b>	<b>4,205.15</b>	<b>15,024.72</b>	<b>11,942.23</b>
资本支出	180.34	441.03	2,542.87	6,988.82	5,993.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(360.28)	(1,232.13)	(4,695.63)	(14,042.78)	(12,067.31)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(179.94)</b>	<b>(791.10)</b>	<b>(2,152.76)</b>	<b>(7,053.96)</b>	<b>(6,074.14)</b>
债权融资	814.76	1,015.61	128.71	7.74	10.32
股权融资	29.31	32.22	134.91	71.20	155.71
其他	(584.18)	(573.63)	(1,015.61)	(128.71)	(7.74)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>259.88</b>	<b>474.20</b>	<b>(752.00)</b>	<b>(49.77)</b>	<b>158.29</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>265.72</b>	<b>12.79</b>	<b>1,300.39</b>	<b>7,920.99</b>	<b>6,026.37</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,892.54</b>	<b>2,082.94</b>	<b>13,055.31</b>	<b>28,559.23</b>	<b>29,783.11</b>
营业成本	1,420.50	1,560.11	3,485.61	9,177.51	12,695.46
营业税金及附加	18.81	18.44	106.24	256.39	257.81
营业费用	119.64	132.37	718.04	1,642.16	2,829.40
管理费用	78.92	86.50	391.66	856.78	893.49
研发费用	62.56	67.60	261.11	571.18	833.93
财务费用	(8.34)	23.45	(3.83)	(71.20)	(155.71)
资产减值损失	6.14	(0.38)	4.70	3.49	2.60
公允价值变动收益	(0.41)	2.60	(171.79)	28.70	38.13
投资净收益	6.57	0.08	3.38	3.35	2.27
其他	(15.37)	(10.29)	336.83	(64.09)	(80.80)
<b>营业利润</b>	<b>203.51</b>	<b>202.45</b>	<b>7,923.37</b>	<b>16,154.97</b>	<b>12,466.53</b>
营业外收入	6.98	2.45	3.22	4.22	3.30
营业外支出	3.88	1.63	3.78	3.10	2.84
<b>利润总额</b>	<b>206.61</b>	<b>203.27</b>	<b>7,922.82</b>	<b>16,156.09</b>	<b>12,466.99</b>
所得税	27.28	25.01	961.72	2,027.12	1,537.07
<b>净利润</b>	<b>179.34</b>	<b>178.27</b>	<b>6,961.10</b>	<b>14,128.97</b>	<b>10,929.92</b>
少数股东损益	0.00	(0.05)	0.00	(1.30)	(1.34)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>179.34</b>	<b>178.32</b>	<b>6,961.10</b>	<b>14,130.27</b>	<b>10,931.25</b>
每股收益(元)	0.51	0.51	19.76	40.12	31.04

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.12%	10.06%	526.77%	118.76%	4.29%
营业利润	20.82%	-0.52%	3813.66%	103.89%	-22.83%
归属于母公司净利润	23.61%	-0.57%	3803.79%	102.99%	-22.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.94%	25.10%	73.30%	67.86%	57.37%
净利率	9.48%	8.56%	53.32%	49.48%	36.70%
ROE	14.09%	12.07%	81.23%	62.25%	32.50%
ROIC	16.52%	17.25%	463.60%	212.27%	85.20%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	47.49%	49.81%	13.91%	11.28%	7.17%
净负债率	-3.39%	26.72%	-20.78%	-43.25%	-47.10%
流动比率	1.34	1.78	5.17	5.53	8.50
速动比率	1.15	1.51	4.63	4.90	7.91

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	6.87	6.45	7.02	8.34	8.34
存货周转率	10.25	9.46	29.06	23.34	18.08
总资产周转率	0.93	0.77	2.01	1.60	0.96

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.51	0.51	19.76	40.12	31.04
每股经营现金流	0.53	0.94	11.94	42.66	33.90
每股净资产	3.61	4.19	24.33	64.45	95.48

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	426.19	428.64	10.98	5.41	6.99
市净率	60.04	51.74	8.92	3.37	2.27
EV/EBITDA	8.27	8.70	9.13	3.95	4.44
EV/EBIT	10.85	11.48	9.41	4.13	4.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com