

公司研究

业绩持续高增，静待需求企稳后行业格局优化

——英科医疗（300677.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司披露 2021 年半年报，报告期内实现收入 106.74 亿元，同比增长 139.88%；实现归母净利润 58.79 亿元，同比增长 205.98%；实现扣非后归母净利润 58.50 亿元，同比增长 204.29%；基本每股收益 16.11 元，业绩符合市场预期。公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

点评：

不惧 PVC 降价压力，Q2 毛利率上升，业绩取得正增长。 二季度 PVC 手套现货价格出现较明显回落，主要原因是 PVC 手套的扩产周期较短、壁垒较低，进入 2021 年后陆续有新增产能释放。但是作为公司主要利润来源的丁腈手套扩产难度大，具备生产能力的企业少，价格下降幅度较小，帮助公司 Q2 仍取得业绩正增长。具体来看，公司 Q2 实现营业收入 39.40 亿元，同比增长 7.16%；归母净利润 21.43 亿元，同比增长 19.58%。盈利能力方面，公司 Q2 毛利率不降反增，达到 70.76%，充分反映了扩产后规模优势的作用以及丁腈等高毛利率产品占比提升的拉动作用。

持续推进产能投放，夯实全球手套业龙头地位。 公司持续推进产能优化升级、进行全球化、全品类的产能布局，已经在安徽淮北、山东青州、山东淄博建成三个生产基地，截至 2021 年上半年，公司一次性非乳胶手套年化产能已达 510 亿只，报告期内，公司新增一次性非乳胶手套年化产能约 150 亿只，增长率超 40%。公司持续推进在国内以及越南的一次性防护手套生产基地建设，夯实全球手套业龙头地位。

积极布局康复产业，手套需求稳定后行业格局有望优化。 公司持续推进康复护理板块业务发展，摆脱单一产品依赖。截至 2021 年上半年，公司镇江轮椅生产基地已具备年产手动轮椅 50 万台，年产电动轮椅 5 万台及其他康复理疗器械和产品生产的能力。此外，随着公司手套产能不断扩张，成本优势愈发明显，随着行业需求趋于稳定公司有望利用成本优势加速行业落后产能出清，最终形成优化的行业格局，议价能力有望最终明显提升。

盈利预测、估值与评级： 公司 2021 年业绩有望在产能投放提速和疫情常态化防护的推动下加速增长。考虑到 PVC 和丁腈手套价格均有下滑，下调公司 2021~23 年归母净利润预测为 97.72（下调 21.42%）/58.11（下调 48.60%）/48.49（下调 41.99%）亿元，现价对应 2021~23 年 PE 为 4/7/8 倍。维持“买入”评级。

风险提示： 产能投放延期；原材料价格上升；国内需求不达预期；汇率风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,083	13,837	26,467	25,622	22,890
营业收入增长率	10.06%	564.29%	91.28%	-3.19%	-10.66%
净利润（百万元）	178	7,007	9,772	5,811	4,849
净利润增长率	-0.57%	3829.56%	39.45%	-40.53%	-16.56%
EPS（元）	0.90	19.89	26.67	15.86	13.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.07%	74.99%	54.06%	25.91%	18.37%
P/E	117	5	4	7	8
P/B	14.1	4.0	2.1	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27，公司 2019 年总股本为 1.98 亿股，2020/2021 年因可转债转股增加至 3.52/3.66 亿股

买入（维持）

当前价：105.21 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

021-52523676

huangz@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.66
总市值(亿元):	385.41
一年最低/最高(元):	122.33/451.46
近 3 月换手率:	256.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.37	-16.47	-30.78
绝对	-2.85	-25.93	6.60

资料来源：Wind

相关研报

Q1 业绩持续高增，PVC 手套降价压力较大，丁腈强劲依旧——英科医疗（300677.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-23）
 业绩持续高歌猛进，全球最大手套供应商呼之欲出——英科医疗（300677.SZ）2020 年报点评（2021-03-16）
 单季度利润再创新高，21 年有望续创辉煌——英科医疗（300677.SZ）2020 年业绩预告点评（2021-01-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,083	13,837	26,467	25,622	22,890
营业成本	1,560	4,285	12,870	17,050	15,717
折旧和摊销	92	140	332	541	724
税金及附加	18	56	106	102	92
销售费用	132	324	794	769	687
管理费用	86	249	476	461	412
研发费用	68	293	529	512	458
财务费用	23	265	128	-119	-175
投资收益	0	5	5	7	8
营业利润	202	8,369	11,625	6,909	5,763
利润总额	203	8,347	11,631	6,916	5,770
所得税	25	1,342	1,861	1,106	923
净利润	178	7,005	9,770	5,809	4,847
少数股东损益	0	-3	-2	-2	-2
归属母公司净利润	178	7,007	9,772	5,811	4,849
EPS(元)	0.90	19.89	26.67	15.86	13.24

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	330	8,590	9,854	6,107	5,509
净利润	178	7,007	9,772	5,811	4,849
折旧摊销	92	140	332	541	724
净营运资金增加	60	3,183	4,151	-139	-944
其他	-1	-1,739	-4,400	-105	880
投资活动产生现金流	-791	-4,015	-3,963	-3,744	-3,242
净资本支出	-537	-2,889	-3,850	-3,550	-3,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-255	-1,126	-113	-194	-192
融资活动现金流	474	56	-1,138	-1,274	-624
股本变化	2	154	14	0	0
债务净变化	201	-735	29	72	71
无息负债变化	138	2,737	2,057	894	-326
净现金流	16	4,340	4,753	1,089	1,643

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.1%	69.0%	51.4%	33.5%	31.3%
EBITDA 率	15.2%	63.5%	45.6%	28.6%	27.5%
EBIT 率	10.8%	62.5%	44.4%	26.5%	24.3%
税前净利润率	9.8%	60.3%	43.9%	27.0%	25.2%
归母净利润率	8.6%	50.6%	36.9%	22.7%	21.2%
ROA	6.0%	54.2%	41.1%	20.0%	14.8%
ROE (摊薄)	12.1%	75.0%	54.1%	25.9%	18.4%
经营性 ROIC	8.8%	97.4%	65.2%	31.6%	24.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	27%	23%	23%	19%
流动比率	1.78	3.82	3.71	3.51	4.04
速动比率	1.51	3.44	3.29	3.05	3.58
归母权益/有息债务	1.45	33.35	58.51	58.87	58.42
有形资产/有息债务	2.75	44.30	75.03	74.68	71.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 公司 2019 年总股本为 1.98 亿股, 2020/2021 年因可转债转股增加至 3.52/3.66 亿股

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,992	12,935	23,752	29,063	32,784
货币资金	614	5,009	9,763	10,852	12,495
交易性金融资产	258	1,381	1,500	1,700	1,900
应收帐款	332	517	1,004	971	868
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	14	64	132	128	114
存货	233	847	1,801	2,386	2,199
其他流动资产	72	185	185	185	185
流动资产合计	1,544	8,510	15,800	18,098	19,490
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	912	2,709	51,65	7,108	8,513
在建工程	196	863	1,502	2,177	2,757
无形资产	195	349	392	434	474
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	102	296	296	296	296
非流动资产合计	1,448	4,425	7,952	10,965	13,294
总负债	1,490	3,492	5,578	6,544	6,289
短期借款	463	22	0	0	0
应付账款	226	639	1,930	2,557	2,358
应付票据	72	217	643	852	786
预收账款	23	4	132	128	114
其他流动负债	0	20	20	20	20
流动负债合计	868	2,228	4,255	5,151	4,827
长期借款	102	109	179	249	319
应付债券	433	121	110	110	110
其他非流动负债	59	68	68	68	68
非流动负债合计	623	1,264	1,323	1,393	1,463
股东权益	1,502	9,443	18,101	22,448	26,427
股本	198	352	366	366	366
公积金	663	1,731	1,755	1,755	1,755
未分配利润	593	7,335	16,013	20,358	24,336
归属母公司权益	1,477	9,344	18,077	22,424	26,402
少数股东权益	24	99	24	24	24

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.35%	2.34%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	4.15%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用率	1.13%	1.92%	0.49%	-0.46%	-0.76%
研发费用率	3.25%	2.12%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	12%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	3.00	4.00	2.38	1.98
每股经营现金流	1.66	24.39	26.90	16.67	15.04
每股净资产	7.45	26.53	49.35	61.21	72.07
每股销售收入	10.50	39.28	72.25	69.94	62.49

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	117	5	4	7	8
PB	14.1	4.0	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	68.3	4.0	2.9	4.7	5.0
股息率	0.1%	2.9%	3.8%	2.3%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE