



英科医疗 (300677.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

手套防护领军企业,成本优势铸就价值

投资逻辑

全球手套需求恢复稳定增长,出口价格已企稳回升。从丁腈手套出口价格来看,自2022年全球需求量下滑开始至2023年末,手套出口价格一直在持续走低,但2024年Q2已出现价格企稳回升趋势。根据海关总署的数据,医用丁腈手套5月出口均价达到16.57美元/千只,环比4月提升+4.0%,已经连续3个月实现月度环比价格提升。我们判断主要原因包括:1)全球手套市场需求恢复增长;2)低价格下部分老旧的中小产能已逐步出清。公司2024年上半年产能利用率持续提升,并且接单周期已增至2到3个月,未来手套价格回暖趋势有望延续。

丁腈手套产能规模领先,扩产资金储备丰富。目前公司拥有合计790亿只手套产能,其中丁腈手套480亿只,PVC手套310亿只,产能规模在国内厂商中排名第一,2023年在全球主要手套厂商中收入规模排名第一。手套行业同时也是资本密集型行业,成规模建设手套工厂需要大量的资金投入,公司目前账面货币资金在同行业中优势明显。未来在安徽安庆、山东青州、海外越南基地未来会根据市场需求变化情况适时开展车间产线建设以释放新产能,相较国内竞争对手产能优势有望进一步扩大。

率先布局上游原材料及能源项目,成本优势带来利润空间。2024年Q1公司毛利率20.65%,展现出了相比行业更高的利润率水平,主要来源于制造端降本能力。原材料方面,公司控股两家丁腈胶乳生产企业浩德塑胶和安徽凯泽,并且持续研发低克重丁腈手套降低原材料成本。能源方面,公司已为所有营运中的生产基地取得了清洁燃煤的使用配额,相比竞争对手使用天然气等具备明显优势,独家投资的热电联产项目也将进一步降低能源成本。

盈利预测与投资建议

我们看好公司在手套及医疗防护领域的发展前景,预计公司2024-2026年营业收入92.95、108.01、119.70亿元,同比+34%/+16%/+11%;归母净利润10.22、12.29、14.72亿元,同比+167%/+20%/+20%。参考同行业上市公司可比估值情况,考虑到公司未来业绩快速增长预期及国内手套行业的龙头地位,给予公司2024年22倍PE估值、12个月内目标市值225亿元,目标价位34.73元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

行业产能扩张导致竞争加剧风险;上游原材料价格波动风险;关税政策变化风险;汇率波动风险

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

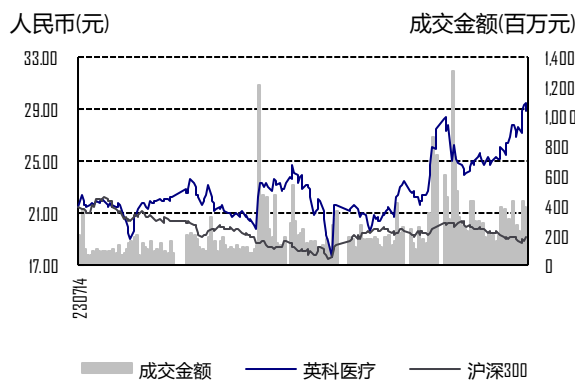
yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):28.93元

目标价(人民币):34.73元



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,614 | 6,919 | 9,295 | 10,801 | 11,970 |
| 营业收入增长率 | -59.27% | 4.61% | 34.35% | 16.20% | 10.82% |
| 归母净利润(百万元) | 629 | 383 | 1,022 | 1,229 | 1,472 |
| 归母净利润增长率 | -91.53% | -39.12% | 166.77% | 20.33% | 19.72% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.954 | 0.584 | 1.577 | 1.898 | 2.272 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.62 | 0.77 | 2.98 | 2.82 | 3.31 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 3.98% | 2.39% | 6.03% | 6.82% | 7.61% |
| P/E | 22.05 | 40.01 | 18.34 | 15.25 | 12.73 |
| P/B | 0.88 | 0.96 | 1.11 | 1.04 | 0.97 |

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 英科医疗：一次性手套行业龙头，盈利有望拐点向上..... | 4 |
| 产品端：丁腈手套性能优势显著，产品结构性增长趋势强劲..... | 5 |
| 需求端：全球手套需求恢复稳定增长，出口价格已企稳回升..... | 6 |
| 产能端：公司丁腈手套产能规模领先，扩产资金储备丰富..... | 8 |
| 资金储备丰富，新产能扩张蓄势待发..... | 10 |
| 成本端：率先布局上游原材料及能源项目，成本降低带来更大利润空间..... | 10 |
| 原材料：率先布局上游丁腈胶乳..... | 11 |
| 能源：清洁燃煤及热电联产项目为公司带来优势..... | 12 |
| 国际化：加速海外生产基地布局，积极应对关税政策变化..... | 13 |
| 盈利预测及投资建议..... | 16 |
| 风险提示..... | 18 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：公司单季度盈利能力自 2019 年以来经历了较大波动..... | 4 |
| 图表 2：公司核心产品为医疗防护手套..... | 4 |
| 图表 3：公司出口业务占销售主导..... | 4 |
| 图表 4：丁腈手套医疗应用场景..... | 5 |
| 图表 5：PVC 手套医疗应用场景..... | 5 |
| 图表 6：丁腈手套在产品性能方面优势明显..... | 5 |
| 图表 7：丁腈手套在全球市场销售占比不断提升..... | 6 |
| 图表 8：扰动结束后行业将重新回归正常增长..... | 7 |
| 图表 9：中国大陆等新兴市场地区手套人均使用量存在较大提升空间..... | 7 |
| 图表 10：丁腈手套出口均价已出现企稳回升趋势..... | 8 |
| 图表 11：PVC 手套出口均价仍处于底部..... | 8 |
| 图表 12：全球主要手套厂商产能情况..... | 9 |
| 图表 13：英科医疗在国内主要手套厂商中收入规模及毛利率领先..... | 9 |
| 图表 14：公司安徽淮北、江西九江、山东潍坊、江苏镇江生产基地..... | 10 |
| 图表 15：手套企业营业成本中占比前三项的是原材料、能源、人工..... | 11 |
| 图表 16：原材料丁腈胶乳价格波动频繁..... | 11 |
| 图表 17：负责生产丁腈胶乳的控股子公司安徽凯泽新材料有限公司..... | 12 |
| 图表 18：公司目前生产技术支持丁腈手套克重最低做到 2.5 克..... | 12 |
| 图表 19：国内煤炭单位热量价格相比天然气显著更低..... | 13 |
| 图表 20：美国关税调整主要影响公司医用丁腈手套..... | 14 |



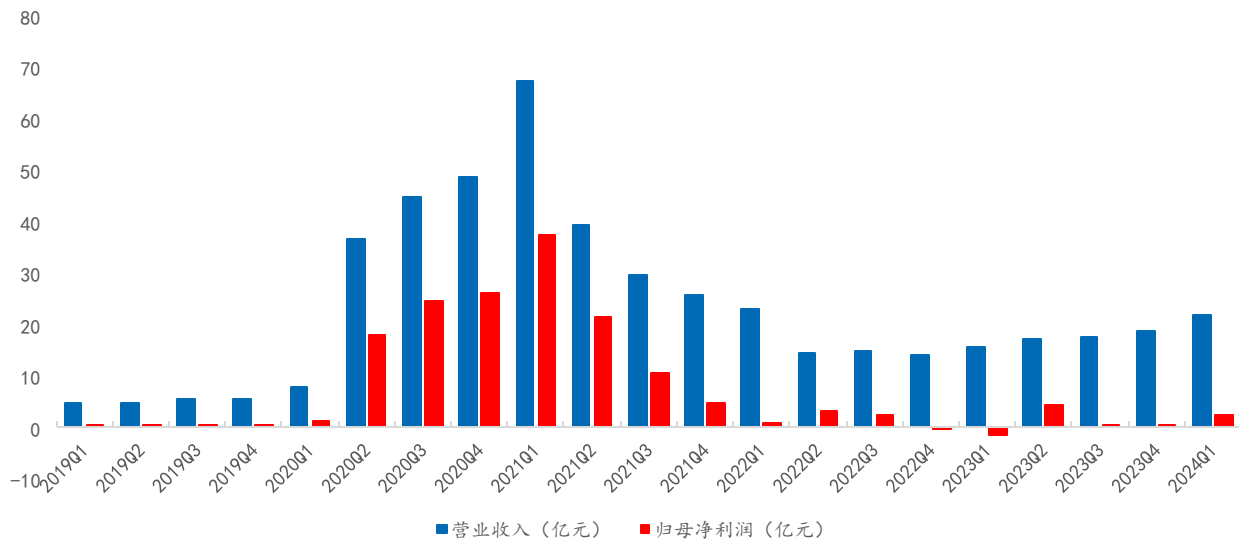
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 21: 英科医疗越南基地 2019 年成立..... | 14 |
| 图表 22: 东南亚部分国家劳动力成本低于中国..... | 15 |
| 图表 23: 公司分业务盈利及费用预测..... | 16 |
| 图表 24: 可比公司估值情况 (截至 2024/7/12)..... | 18 |



英科医疗：一次性手套行业龙头，盈利有望拐点向上

英科医疗是国内一次性手套行业龙头公司，公司业务涵盖医疗耗材、康养器械、理疗护理三大板块，核心业务聚焦在一次性手套产品，无论是创新自动化生产设施、专业技术还是先进制作工艺，在行业中都有着显著的领先优势。2020-2021 年在全球公共卫生事件需求拉动及制造业产能向国内转移趋势下，公司收入规模及盈利能力达到高峰，2022 年后一次性手套价格逐步下行，行业供需格局回归正常状态，但目前公司产能及收入规模相较 2019 年仍然有较大幅度提升，2024Q1 公司实现收入 22.03 亿元，相比 2019Q1 复合 5 年增速达到 34.8%。根据《2023 年中国一次性丁腈手套行业发展白皮书》的数据，2017 年~2022 年全球手套行业复合增速仅 5.6%，在手套行业需求稳定增长的同时，公司凭借快速的产能扩张及下游客户拓展也实现了市场份额的迅速提升。

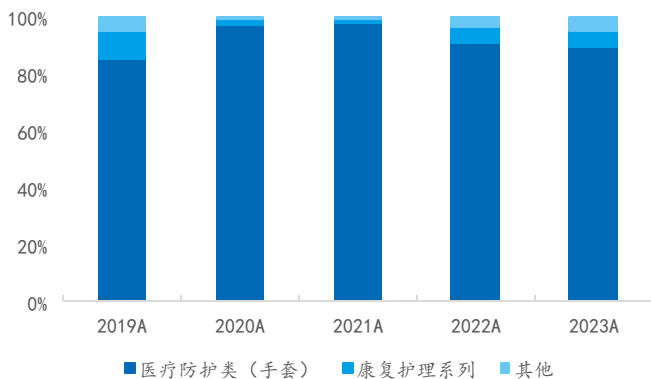
图表1：公司单季度盈利能力自 2019 年以来经历了较大波动



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

2023 年公司总收入实现 69.19 亿元，其中以手套为核心产品的医疗防护类业务占比达到 89.3%，康复护理类业务主要包括轮椅车、助行器、手杖等；分地区来看，境外业务 2023 年占比达到 86.7%，主要产品远销美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲的 120 多个国家和地区，在全球范围内服务超 10,000 家客户，客户群主要包括大型国际医疗产品批发商、零售商（例如药房、电商平台及连锁店）、贸易公司及不同行业的企业（如制造及餐饮服务公司）。

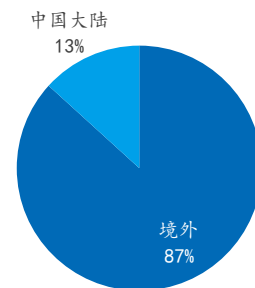
图表2：公司核心产品为医疗防护手套



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表3：公司出口业务占销售主导

2023年公司分地区收入占比



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所



产品端：丁腈手套性能优势显著，产品结构性增长趋势强劲

一次性手套主要通过手部隔离起到健康防护作用，即防止手套使用者与被触摸物表体污染物或病菌的交叉传播和感染。一次性健康防护手套主要分为丁腈手套、PVC手套、乳胶手套和PE手套。英科医疗等国内头部企业主要生产丁腈手套及PVC手套。

丁腈手套是以丁腈胶乳为主要原料，采用浸渍工艺硫化成型的优质防护手套。丁腈胶乳是一种由丙烯腈、丁二烯和羧基丙烯酸组成的合成聚合物，不含蛋白原，因而具有不会使人产生过敏与皮炎的优异特性。丁腈胶乳耐化学溶剂的腐蚀，用其生产的手套在机械性能、ESD性能、NVR测试、可提取离子含量和LPC测试等指标方面表现优良，并具备优异的耐油性、较高的抗张强度、极好的耐磨耐穿刺性、优异的拉伸性能和防静电性，在柔软性、舒适性、清洁性和贴手性方面具有良好体验。

PVC手套是以PVC糊树脂、增塑剂、降粘剂为主要原料，并添加稳定剂等助剂为辅助材料，采用浸渍工艺塑化成型的一次性使用防护手套，具有无毒、防水、耐酸碱、耐油的优良特性，同时价格及生产成本相比丁腈更低。

图表4：丁腈手套医疗应用场景



图表5：PVC手套医疗应用场景



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：丁腈手套在产品性能方面优势明显

| 类型 | 丁腈手套 | PVC手套 | 乳胶手套 | PE手套 | |
|--------|----------------------------|---------------------|------------------|---------------|----------|
| 主要原料 | 丁腈胶乳 | PVC糊树脂、增塑剂、降粘剂 | 天然乳胶 | 聚乙烯 | |
| 产品性能 | 弹性及帖服性 | 弹性较强，但不如乳胶手套，拉伸性强 | 弹性、拉伸性不如丁腈手套 | 弹性好，拉伸性强 | 弹性差，帖服性差 |
| | 透气性 | 透气性佳 | 透气性佳 | 透气性佳 | 透气性差 |
| | 耐油性 | 耐油性强 | 耐油性中等 | 耐油性弱 | 耐油性强 |
| | 耐酸碱性 | 耐弱酸弱碱，好于乳胶手套 | 耐弱酸弱碱，好于乳胶手套 | 耐酸碱性弱 | 耐酸碱性强 |
| | 防静电 | 防静电 | 部分等级产品防静电 | 防静电 | 防静电 |
| | 过敏性 | 无过敏性 | 无过敏性 | 因含有乳胶蛋白可能导致过敏 | 无过敏 |
| 主要应用领域 | 医用检查、简单医疗手术、食品加工、化工电子、清洁卫生 | 医用检查、食品加工、化工电子、清洁卫生 | 医疗手术 | 餐饮 | |
| 生产成本 | 高于PVC，但低于乳胶 | 低于丁腈，但高于PE | 成本最高 | 成本最低 | |
| 主要生产地区 | 马来西亚、中国大陆、泰国 | 中国大陆 | 马来西亚、泰国和印尼等东南亚国家 | 中国大陆 | |



| | | | | |
|-----------|-----------------------|--------------|-----------------------|----------|
| 优点 | 避免乳胶过敏，拉伸性好，穿戴舒适，价格适中 | 避免乳胶过敏，价格较便宜 | 弹性及帖服性强 | 价格低廉 |
| 缺点 | 价格较 PVC 略高 | 拉伸性、帖服性不足 | 可能导致皮肤过敏，原材料供应不稳定，价格高 | 弹性差，帖服性差 |

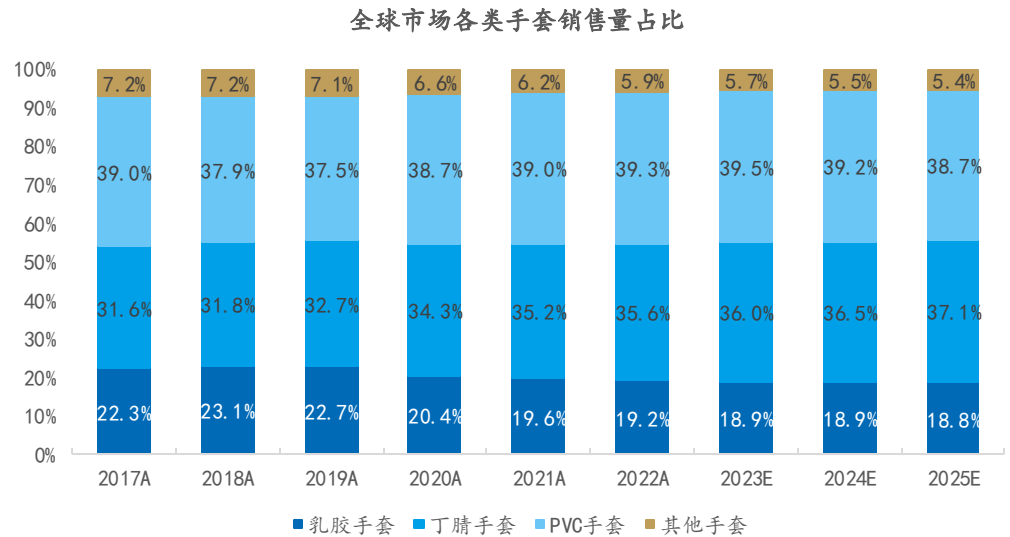
来源：中红医疗招股说明书，国金证券研究所

丁腈手套由于在抗静电、拉伸性、舒适性、耐油性等方面表现出色，主要用于医疗防护、健康卫生防护领域中对防护强度、防尘量、抗化学性、耐油性与机械防护性等要求较高的场景，属于一次性防护手套中的较高端产品。相较其他手套品种，丁腈手套属于新增的朝阳品种，在全球范围内逐步取得用户认可，增量需求空间广阔。

从医用手套大类而言，PVC 手套属于存量品种，其需求增速虽然不大，但庞大的历史长期客户基数以及较低的生产成本仍然能保证其巨大的市场需求量。

根据《2023 年中国一次性丁腈手套行业发展白皮书》中公布的数据，丁腈手套在全球市场销售量占比从 2017 年的 31.6% 提升到 2022 年的 35.6%，预计到 2025 年有望进一步提升到 37.1%，丁腈手套将成为未来一次性手套市场增长的核心产品。

图表7：丁腈手套在全球市场销售占比不断提升



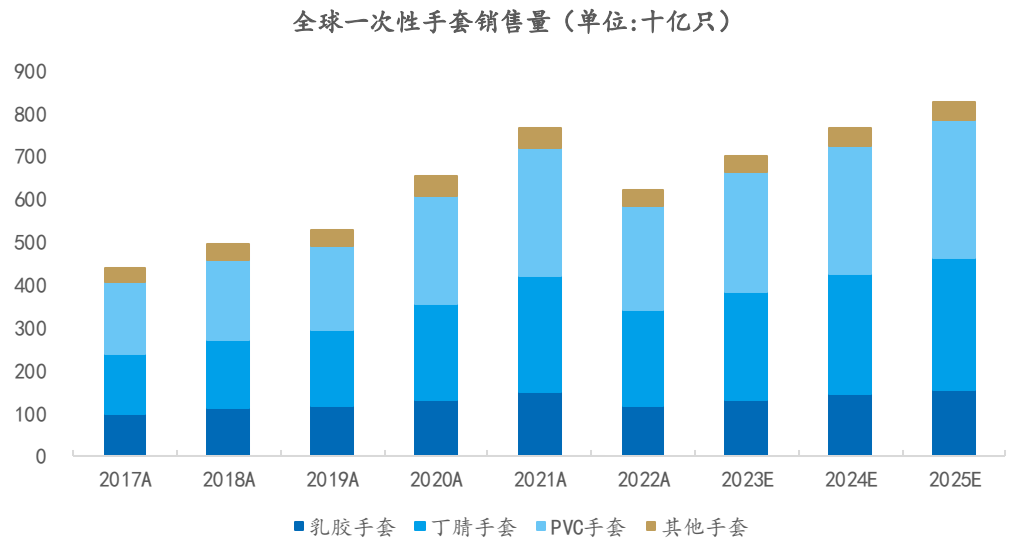
来源：《2023 年中国一次性丁腈手套行业发展白皮书》，Frost & Sullivan，头豹研究院，国金证券研究所

需求端：全球手套需求恢复稳定增长，出口价格已企稳回升

回顾一次性手套过去几年销售量变化，从 2017 年的 4409 亿只增长到 2021 年的 7670 亿只，复合增速达到 14.8%，2022 年由于全球公共卫生事件带来的需求进入尾声，需求量下降到 6225 亿只。未来随着民众的健康卫生意识提升、不断沉淀防护用品的使用习惯，以及医疗行业针对手套使用标准的规范制定，预计全球一次性手套行业还将保持稳定增长。



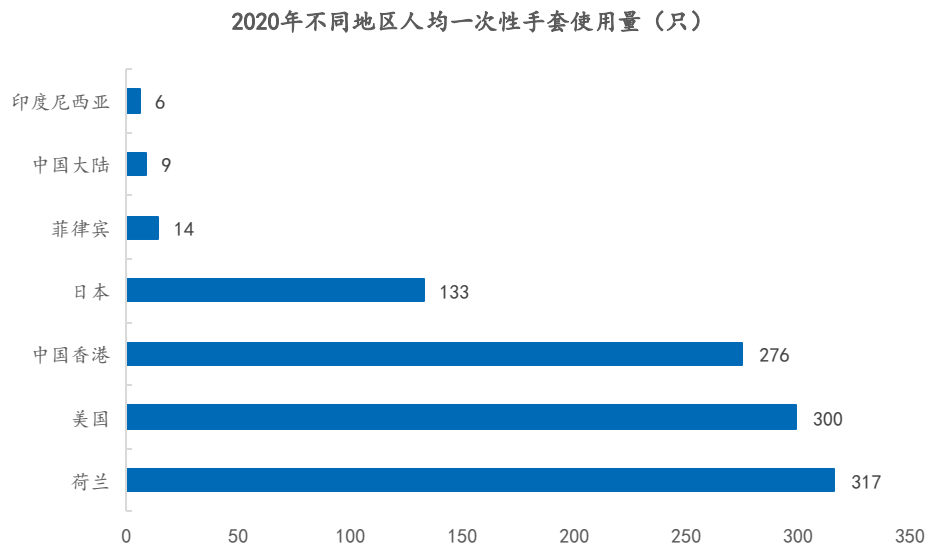
图表8: 扰动结束后行业将重新回归正常增长



来源:《2023年中国一次性丁腈手套行业发展白皮书》, Frost & Sullivan, 头豹研究院, 国金证券研究所

从人均使用量看, 发展中国家及地区一次性手套人均使用量远低于发达国家及地区水平。2020年, 荷兰手套人均使用量为317只、美国人均使用量300只, 而中国大陆人均使用量仅为9只, 印尼人均使用量为6只, 与发达国家和地区的人均使用量水平相比, 有巨大的增长空间。随着发展中国家公共卫生意识增强、消费服务行业质量规定提升、工业生产环节不断精密化, 在医疗、工业、食品各个领域使用一次性手套的强制规范将进一步完善, 未来新兴市场手套需求增量将成为全球手套行业重要支撑。

图表9: 中国大陆等新兴市场地区手套人均使用量存在较大提升空间

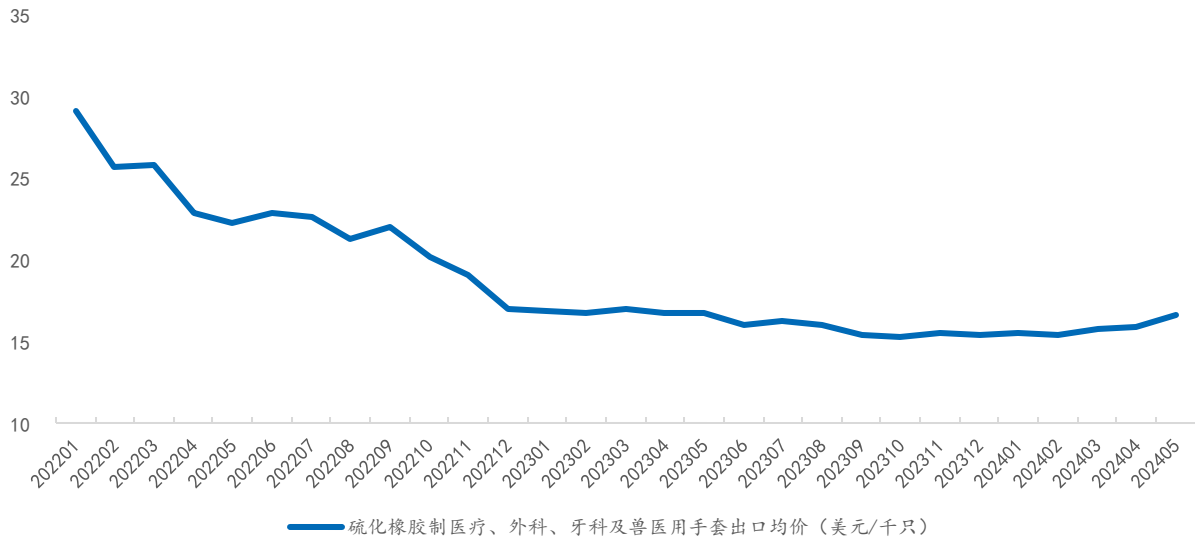


来源: Frost & Sullivan, 公司公告, 国金证券研究所

从丁腈手套出口价格来看, 自2022年全球需求量下滑开始至2023年末, 手套出口价格一直在持续走低, 但2024年Q2已出现价格企稳回升趋势。根据海关总署的数据, 医用丁腈手套5月出口均价达到16.57美元/千只, 环比4月提升+4.0%, 已经连续3个月实现月度环比价格提升。我们判断主要原因包括: 1) 全球手套市场需求恢复增长; 2) 低价格下部分老旧的中小产能已逐步出清。英科医疗5月在公告中披露, 公司产能利用率持续提升, 并且接单周期已增至2到3个月, 未来手套价格回暖趋势有望延续。



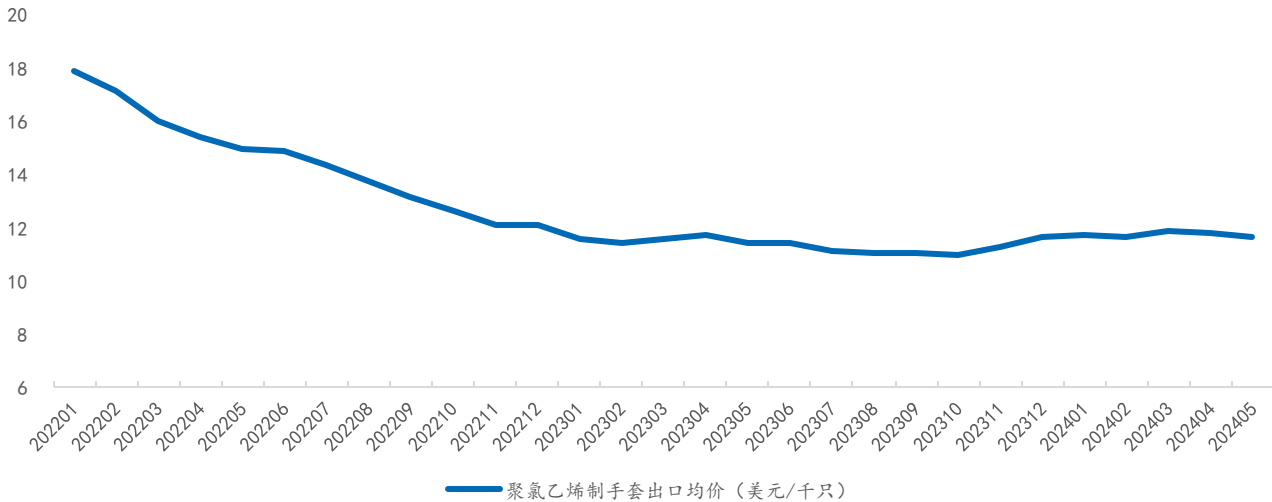
图表10: 丁腈手套出口均价已出现企稳回升趋势



来源: 海关总署, 国金证券研究所

相较于丁腈手套, PVC 手套由于需求更多来自于存量市场, 目前价格仍处于底部。根据海关总署的数据, PVC 手套 5 月出口均价达到 11.59 美元/千只, 环比 4 月下滑-1.3%。英科医疗在公告中披露, 2024 年一季度 PVC 手套达到满产并实现扭亏为盈, 但盈利情况有限。

图表11: PVC 手套出口均价仍处于底部



来源: 海关总署, 国金证券研究所

产能端：公司丁腈手套产能规模领先，扩产资金储备丰富

根据公司 2023 年年报披露的产能情况, 目前公司拥有合计 790 亿只产能, 其中丁腈 480 亿只, PVC310 亿只, 产能规模在国内厂商中排名第一, 全球来看仅次于马来西亚的顶级手套公司 (Top Glove Corp)。且马来西亚厂商面临产线线龄老旧, 生产效率较低, 成本控制能力有限等问题。公司一次性手套生产线均在 2010 年或之后建成, 配备先进的器械设备、自主设计生产线及精密 DCS 系统, 相较于竞争对手部分老旧生产线有较强优势。



图表12: 全球主要手套厂商产能情况

| 公司 | 产能情况 | 最新公布时间 | 注册地 |
|-----------------|-------------------------------------|-------------|------|
| 英科医疗 | 合计 790 亿只产能, 其中丁腈 480 亿只, PVC310 亿只 | 2024 年 4 月 | 中国 |
| 蓝帆医疗 | 合计约 500 亿只产能 | 2024 年 4 月 | 中国 |
| 中红医疗 | 丁腈及 PVC 手套产能 255 亿只, 乳胶类手套产能 5 亿副 | 2024 年 4 月 | 中国 |
| 顶级手套(Top Glove) | 各类手套合计产能 950 亿只 | 2023 年 12 月 | 马来西亚 |
| 贺特佳(Hartalega) | 各类手套合计产能 440 亿只 | 2023 年 7 月 | 马来西亚 |

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

根据各主要公司披露的数据, 英科医疗在国内头部手套厂商中取得了最大的防护类产品收入规模, 2023 年医疗防护类业务实现收入 61.8 亿元, 在实际销售过程中取得了显著领先。毛利率方面, 由于英科医疗产能规模中利润率较好的丁腈手套占比更高, 且公司在生产成本端具备较强优势, 2022-2023 年公司医疗防护业务毛利率相比同行业其他竞争对手也展现出了一定优势。

图表13: 英科医疗在国内主要手套厂商中收入规模及毛利率领先

| 公司 | 细分业务名称 | 财务项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|------|----------|-----------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 英科医疗 | 医疗防护类业务 | 收入规模 (亿元) | 17.7 | 134.5 | 158.1 | 60.1 | 61.8 |
| | | 收入增速 | 10.3% | 660.2% | 17.5% | -62.0% | 2.9% |
| | | 毛利率 | 24.8% | 70.5% | 62.8% | 13.1% | 13.3% |
| 蓝帆医疗 | 健康防护手套业务 | 收入规模 (亿元) | 16.8 | 67.5 | 73.5 | 37.9 | 36.1 |
| | | 收入增速 | 5.0% | 302.4% | 8.9% | -46.6% | -4.8% |
| | | 毛利率 | 15.3% | 63.5% | 45.8% | -0.8% | -2.1% |
| 中红医疗 | 防护手套业务 | 收入规模 (亿元) | 11.6 | 47.7 | 49.0 | 15.4 | 18.3 |
| | | 收入增速 | 21.2% | 309.9% | 2.7% | -68.6% | 19.1% |
| | | 毛利率 | 18.5% | 70.8% | 61.6% | 9.5% | 9.9% |

来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所 (备注: 2019-2020 年中红医疗数据为汇总丁腈及 PVC 手套业务数据计算得出)

公司在自动化生产线自主研发及设计方面积累了丰富的经验, 大幅减少了劳动力及能源消耗, 且均能制造医疗级手套。公司的标准丁腈手套生产线长度超过 1.6 公里, 设有约 500 个控制点, 以确保高效稳定的生产及低能耗, 同时保持高质量的产品。同时, 公司的精密 DCS 系统已实现生产过程自动温控及液位控制, 显著改善生产效率并提高产品质量。根据生产现场的温度和湿度以及生产线的运行状态, 可以对生产过程进行精准控制, 公司手套产品的良品率维持在 99% 以上。

目前公司在国内拥有安徽淮北、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博五大生产基地。



图表14：公司安徽淮北、江西九江、山东潍坊、江苏镇江生产基地



安徽淮北生产基地



江西九江生产基地



山东青州生产基地



江苏镇江生产基地

来源：公司公告，国金证券研究所

资金储备丰富，新产能扩张蓄势待发

手套行业同时也是资本密集型行业，如建设一条公司研发的丁腈双手模生产线投资超2200万元，成规模建设手套工厂需要大量的资金投入，投资规模通常在10亿元人民币以上，投产周期长达12至18个月。公司2020年、2021年的优秀业绩为公司积累了充足的资本，能够配合市场需求实现快速的产能扩张。

高额的投资成本和较长的建设周期对新进入者构成资本壁垒，需要长期的高额投资才能产生收益，这使得公司在未来的竞争中能够长期处于优势地位。

目前公司已在安徽安庆和山东青州各建好部分生产车间及完成配套办公楼等基础建设工作，未来会根据市场需求变化情况，适时开展车间产线建设以释放新产能，其中安徽安庆项目设计年产400亿只（4000万箱）手套产能。同时因公司85%以上的市场为境外市场，因考虑到国际贸易关系等因素，公司会加快对境外产能的布局建设工作。预计未来公司产能规模还将进一步提升，相较国内竞争对手优势有望扩大。

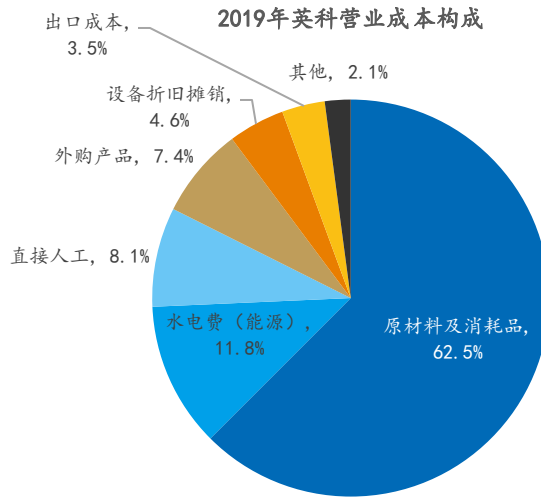
成本端：率先布局上游原材料及能源项目，成本降低带来更大利润空间

2024年Q1在全球手套订单需求整体复苏过程中，英科医疗展现出了相比行业更高的利润率水平，毛利率达到20.65%。同一季度内蓝帆医疗毛利率为14.66%，中红医疗为11.41%。预计未来随手套出口价格回暖，公司毛利率还将进一步提升。我们判断公司较高的利润率优势主要来源于制造端降本能力。

2019年在公共卫生事件需求影响前，公司营业成本中原材料及消耗品占比62.5%，水电费占比11.8%，直接人工占比8.1%，是影响销售成本最关键的三个组成部分。在这三个领域取得成本优势的企业有望获得高于同行的利润空间。



图表15: 手套企业营业成本中占比前三项的是原材料、能源、人工



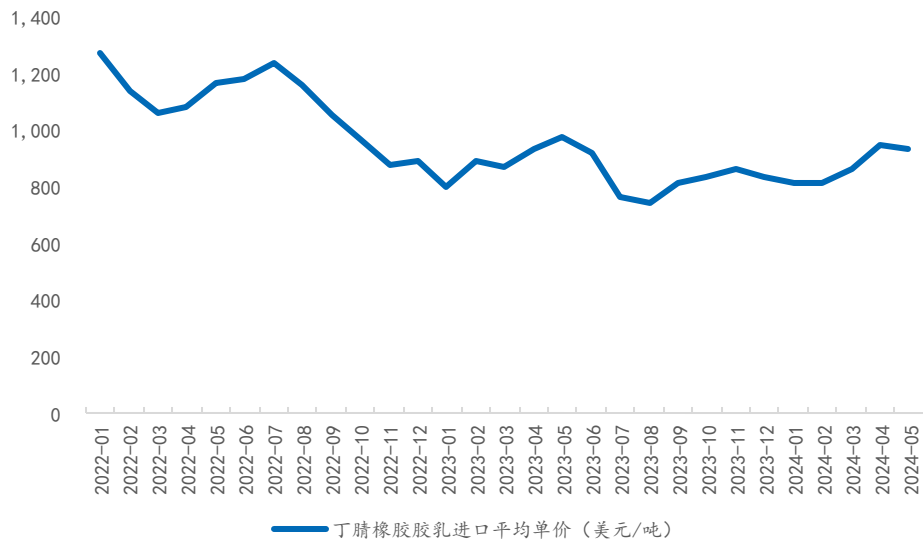
来源: 公司公告, 国金证券研究所

原材料: 率先布局上游丁腈胶乳

丁腈手套的生产需要 30 多种原材料, 且需要根据客户需求、生产线所处的温度及湿度以及生产线的运行情况调整配方, 其中最关键的原材料是丁腈胶乳。

过去丁腈胶乳价格波动较为频繁, 主要受原油价格及丁腈胶乳市场供需格局变化影响。根据海关总署的数据, 2024 年 5 月, 丁腈橡胶胶乳进口平均价格在 929.99 美元/吨, 但近年来价格波动非常频繁, 在 2020-2021 年下游需求较为旺盛时达到过 2500 美元/吨以上。下游手套企业如果能布局上游丁腈胶乳产业, 将能够有效减少原材料价格波动带来的风险。

图表16: 原材料丁腈胶乳价格波动频繁



来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

公司控股两家丁腈胶乳生产企业浩德塑胶和安徽凯泽均在正常生产运营。同时, 公司还参股浙江天晨和宁波顺泽两家丁腈胶乳生产企业, 以保障丁腈胶乳原材料供应及产品品质的改良提升。其中安徽凯泽 50 万吨羧基丁腈胶乳项目自 2022 年 1 月开始逐步投产, 显著提升了公司原材料端的自给率。

上游丁腈胶乳原材料的布局, 将能够 1) 有效降低公司采购原材料成本; 2) 利用多年生产丁腈手套的经验和技术累计, 提升上游原材料的生产工艺, 帮助改进原材料的质量; 3) 合营的 2 家控股胶乳厂距离公司生产基地较近, 能减少运费, 缩短运输时间以保证丁腈胶乳的优良性能。



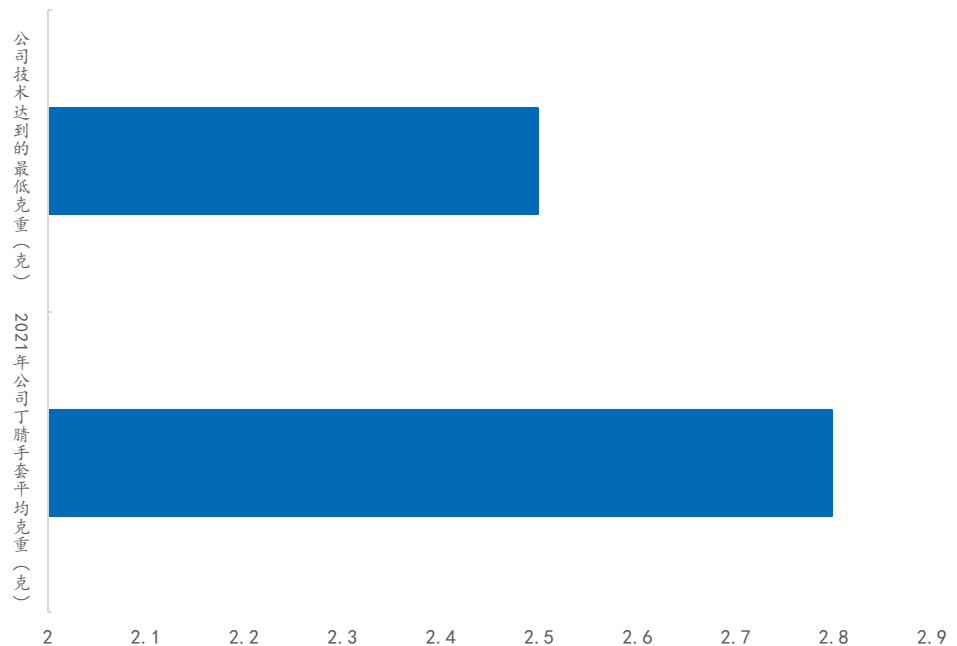
图表17: 负责生产丁腈胶乳的控股子公司安徽凯泽新材料有限公司



来源: 公司公告, 国金证券研究所

持续研发低克重丁腈手套。在满足产品规范的前提下, 尽可能降低单只手套克重同样也将降低原材料成本。根据公司 2021 年披露的数据, 公司丁腈手套平均重量为每只 2.8 克, 在 70 摄氏度老化之前, 最小承压为 14 兆帕, 符合 FDA 规范要求。目前公司拥有的生产尖端技术能够将单只手套克重最低做到 2.5 克, 公司一直在持续研发克重更低的手套生产线, 未来生产成本还将持续降低。

图表18: 公司目前生产技术支持丁腈手套克重最低做到 2.5 克



来源: 公司公告, 国金证券研究所

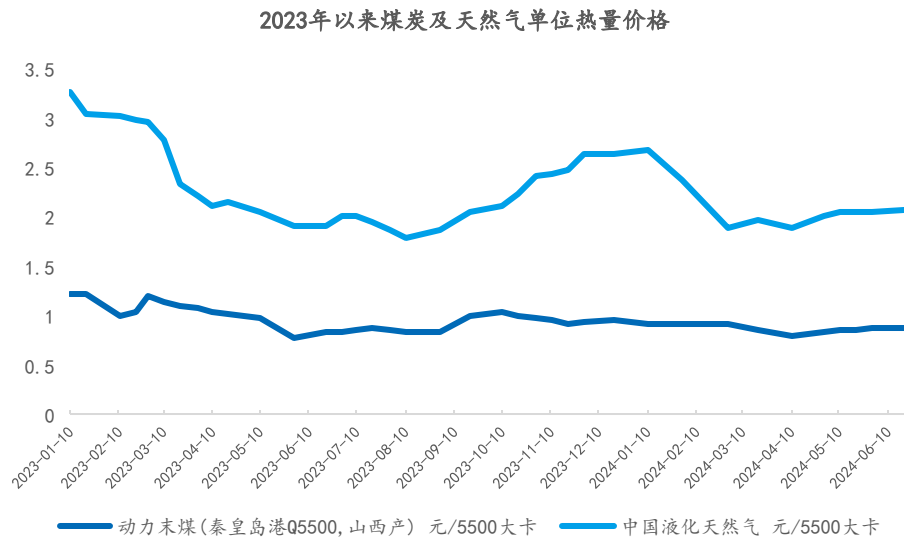
能源: 清洁燃煤及热电联产项目为公司带来优势

在生产过程中, 公司所用的主要能源为清洁燃煤, 并且已为所有营运中的生产基地取得了能耗指标和使用配额。对比马来西亚厂商主要生产能源为天然气及生物质燃烧, 公司在能源成本方面具备明显优势。

以 2024 年 6 月 20 日的价格计算, 秦皇岛港动力末煤 (Q5500, 山西产) 单位热量价格为 0.868 元/5500 大卡, 国内 LNG 单位热量价格为 2.067 元/5500 大卡, 煤炭相比天然气单位热量价格低 58%, 国内使用燃煤相较天然气作为能源将能够达到更低的成本。



图表19：国内煤炭单位热量价格相比天然气显著更低



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所（备注：液化天然气按照1kg热值11500大卡计算）

同时，公司通过监督厂区能源消耗、生产设备节能改造、用能设备定期巡查等手段减少能源消耗，汇总分析各车间能耗数据指标，针对单耗较大车间制定改善政策，对生产运营过程中的余热回收利用、冷却水回收、空压机系统等进行了技能改造，通过生产装备的提升优化，持续降低单位能耗。

投资热电联产项目有望进一步降低能源成本。热电联产是一种利用热引擎或发电站同时产生电力及可用热能的节能技术。公司在安徽安庆独家投资热电联产项目，根据2023年年报披露的数据，安徽英毅公司怀宁经济开发区热电联产项目在建工程投资账面余额已达到3.20亿元，未来将随着安庆基地的投产逐步投入使用。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，加强在能源消耗方面的成本控制。项目不仅可以提高能源的利用效率，还可以减少碳氧化物和有害气体的排放，具有良好的经济和社会效益。

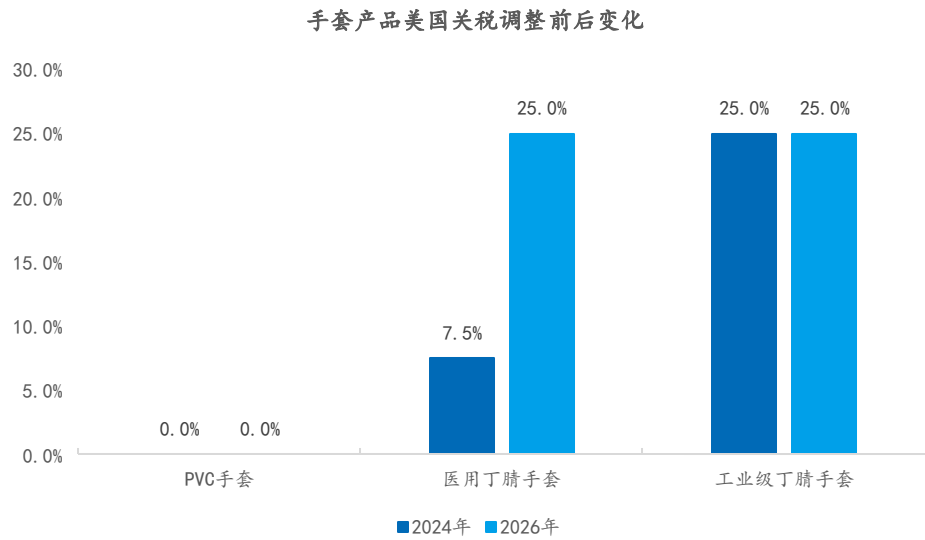
国际化：加速海外生产基地布局，积极应对关税政策变化

除制造端成本差异外，关税政策也将影响手套产品最终销售价格和供货成本。目前美国对中国一次性手套关税政策为：一次性医疗级丁腈手套加征7.5%关税，一次性工业级丁腈手套加征25%关税，一次性PVC手套不征收关税。

5月14日，美国白宫发布公告表示拜登将对中国部分医疗产品提高关税，其中涉及到所有橡胶制医用外科手套（包括丁腈手套），美国会在2026年将丁腈手套关税从7.5%提升到25%。这意味着如果国内出口至美国的丁腈手套企业如果不采取措施，到2026年可能会受到关税政策冲击。



图表20: 美国关税调整主要影响公司医用丁腈手套



来源: 公司公告, 白宫官网, 国金证券研究所

英科医疗早在 2019 年就在越南选址设立了子公司, 实施年产 88.2 亿只 (882 万箱) 高端医用手套级其他医疗耗材项目, 作为公司海外第一个生产基地。根据公司公告, 选择越南的主要原因包括: 1) 税率优惠; 2) 防范未然; 3) 未来会增加手套品类, 计划引进天然橡胶手套; 4) 多项生产要素成本相对低廉。

图表21: 英科医疗越南基地 2019 年成立

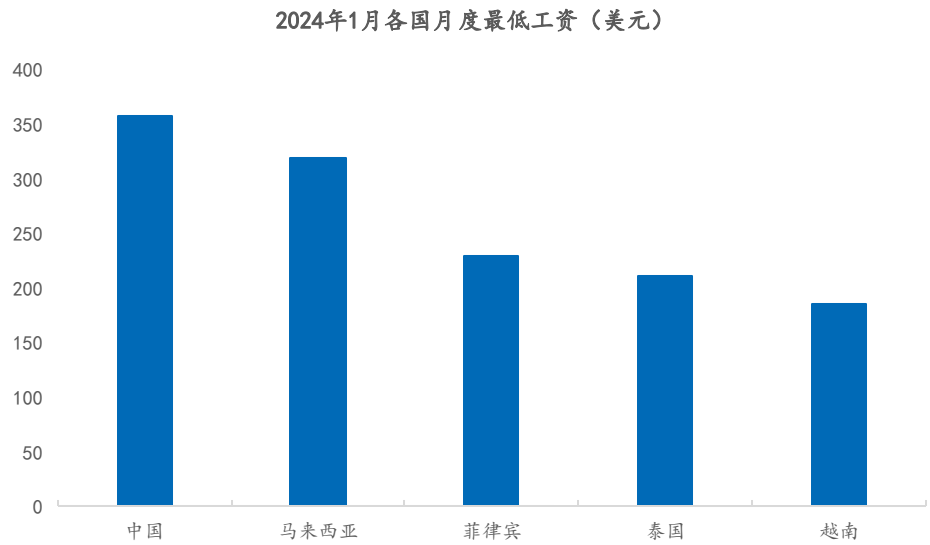


来源: 公司官网, 国金证券研究所

除关税优势外, 目前越南等东南亚大部分国家劳动力成本相比中国也更低, 根据 Trading Economics 的数据, 越南目前最低工资标准为 468 万越南盾/月 (约合人民币 1336 元/月), 相比中国拥有更低的劳动力成本, 未来作为出口海外市场的生产基地将具备显著优势。



图表22: 东南亚部分国家劳动力成本低于中国



来源: Trading Economics, 国金证券研究所 (备注: 数据选取了不同国家代表性城市的情况, 按照单月 22 个工作日计算)

未来公司还计划进一步加大海外生产基地建设, 以消除未来关税的影响, 同时加大非美国区域市场开拓, 国际市场布局有望取得领先。



盈利预测及投资建议

我们预计公司 2024 至 2026 年营业收入分别为 92.95、108.01、119.70 亿元，同比增长 34%、16%、11%，医疗防护类业务中的丁腈手套产品销售增长将是公司收入增长的核心支撑。随着未来一次性手套出口价格企稳回升，叠加公司不断完善制造端降本能力、海外扩产以规避关税等影响，我们预计公司毛利率将会逐步提升，预计 2024 至 2026 年毛利率分别为 21.0%、21.1%、21.4%。

医疗防护类——丁腈手套：

- 丁腈手套是公司核心产品，目前公司年产能规模达到 480 亿只，由于 2024 年年初至今一直处于满产满销状态，预计今年销售规模也将达到 480 亿只。2025 年预计国内安徽安庆部分产能车间还将逐步投产，届时将达到 560 亿只丁腈年产能。2026 年前海外越南等基地手套产能也将逐步投产，预计 2026 年将达到 640 亿只丁腈年产能。
- 价格方面，2024 年 5 月医用丁腈手套 5 月出口均价达到 16.57 美元/千只，已经连续 3 个月实现月度环比价格提升。预计未来价格企稳回升趋势还将延续，预计 2024~2026 年公司丁腈手套平均销售价格转为人民币为单位将稳定在 124 元/千只。
- 成本及毛利率方面，由于 24Q1 公司整体业务毛利率已经达到 20.65%，未来随价格提升及降本工作持续毛利率还将逐步提升，预计 2024 年丁腈手套毛利率将达到 24.5%。

医疗防护类——PVC 手套：

- PVC 手套由于成本及价格较低，在消费等多种使用场景依然有较好需求，目前公司年产能规模达到 310 亿只，但由于未来 PVC 手套全球市场增长潜力相较丁腈偏弱，预计未来公司 PVC 手套扩产意愿相对较低。2024 年 Q1 开始公司 PVC 手套同样处于满产满销状态，但盈利能力有限，预计 2024~2026 年公司 PVC 手套销售量将达到 270、310、310 亿只。
- 价格方面，2024 年 5 月 PVC 手套 5 月出口均价达到 11.59 美元/千只，由于目前价格已经处于底部，未来预计同样将呈现企稳回升趋势，预计 2024~2026 年公司 PVC 手套平均销售价格转为人民币为单位将稳定在 90 元/千只。
- 成本及毛利率方面，PVC 手套盈利能力虽然相较丁腈偏弱，未来随价格提升毛利率将逐步提升，预计 2024 年 PVC 手套毛利率将达到 12.0%。

康复护理类产品：

- 主要包括轮椅车、助行器、手杖等产品，其中轮椅为公司主要康复护理设备，其中的电动轮椅车是具有较长电池续航里程、优质电机及电话支架等可选组件的高端产品，近年来在公司康复护理业务中占比逐步提升，带动业务毛利率逐步向上。
- 预计 2024 年至 2026 年公司康复护理类业务收入增速达到 20%、19%、19%；2026 年毛利率达到 17.8%。

其他产品：

- 剩余产品主要包括保健理疗产品及检查耗材，理疗产品包括冰/热理疗贴产品，检查耗材包括心电电极片、标签电极 (TAB)、电刀笔、负极板、电极纸、负极板连接线等相关产品，收入占比较低，部分产品也将与手套下游客户形成协同销售，预计将保持稳定增长。

图表23：公司分业务盈利及费用预测

| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 医疗防护类 | | | | | | | |
| 收入(亿元) | 134.52 | 158.07 | 60.05 | 61.80 | 84.27 | 97.84 | 107.81 |
| YoY | 660.7% | 17.5% | -62.0% | 2.9% | 36.4% | 16.1% | 10.2% |
| 收入占比 | 97.2% | 97.3% | 90.8% | 89.3% | 90.7% | 90.6% | 90.1% |
| 毛利率 | 70.5% | 62.8% | 13.1% | 13.3% | 21.3% | 21.3% | 21.6% |
| 丁腈手套 | | | | | | | |
| 收入(亿元) | 95.05 | 129.15 | 34.80 | 38.76 | 59.52 | 69.44 | 79.36 |
| YoY | | 35.9% | -73.1% | 11.4% | 53.6% | 16.7% | 14.3% |



| | | | | | | | |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销量(亿只) | 123 | 205 | 200 | 340 | 480 | 560 | 640 |
| 均价(元/千只) | 775 | 630 | 174 | 114 | 124 | 124 | 124 |
| 平均成本(元/千只) | 212 | 220 | 149 | 98 | 94 | 94 | 94 |
| 毛利率 | 72.7% | 65.1% | 14.4% | 14.4% | 24.5% | 24.5% | 24.5% |
| PVC 手套 | | | | | | | |
| 收入(亿元) | 38.75 | 28.22 | 24.55 | 22.63 | 24.30 | 27.90 | 27.90 |
| YoY | | -27.2% | -13.0% | -7.8% | 7.4% | 14.8% | 0.0% |
| 销量(亿只) | 125.0 | 199.5 | 263.8 | 275.9 | 270.0 | 310.0 | 310.0 |
| 均价(元/千只) | 310.0 | 141.5 | 93.1 | 82.0 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 平均成本(元/千只) | 108.5 | 110.0 | 85.0 | 80.0 | 79.2 | 79.2 | 79.2 |
| 毛利率 | 65.0% | 22.2% | 8.7% | 2.4% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 其他防护产品 | | | | | | | |
| 收入(亿元) | 0.72 | 0.70 | 0.70 | 0.41 | 0.45 | 0.50 | 0.55 |
| YoY | | -3.3% | 0.0% | -41.1% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 康复护理类 | | | | | | | |
| 收入(亿元) | 2.15 | 2.55 | 3.78 | 3.96 | 4.73 | 5.63 | 6.67 |
| YoY | 5.1% | 18.7% | 48.3% | 4.8% | 19.6% | 19.0% | 18.5% |
| 收入占比 | 1.6% | 1.6% | 5.7% | 5.7% | 5.1% | 5.2% | 5.6% |
| 毛利率 | 17.9% | 8.8% | 9.9% | 12.8% | 14.5% | 16.2% | 17.8% |
| 其他业务 | | | | | | | |
| 收入(亿元) | 1.60 | 1.78 | 2.31 | 3.43 | 3.95 | 4.54 | 5.22 |
| YoY | 45.3% | 11.0% | 29.8% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 合计 | | | | | | | |
| 营业收入(亿元) | 138.27 | 162.40 | 66.14 | 69.19 | 92.95 | 108.01 | 119.70 |
| YoY | | 17.5% | -59.3% | 4.6% | 34.3% | 16.2% | 10.8% |
| 毛利率 | 69.0% | 61.5% | 13.1% | 13.7% | 21.0% | 21.1% | 21.4% |
| 费用假设 | | | | | | | |
| 销售费用率 | 2.3% | 2.4% | 3.3% | 3.6% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| 管理费用率 | 1.8% | 3.4% | 6.2% | 7.0% | 6.0% | 5.4% | 5.0% |
| 研发费用率 | 2.1% | 2.2% | 3.8% | 4.1% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 归母净利润(亿元) | 70.07 | 74.30 | 6.29 | 3.83 | 10.22 | 12.29 | 14.72 |
| YoY | 3829.6% | 6.0% | -91.5% | -39.1% | 166.8% | 20.3% | 19.8% |

来源: Wind, 国金证券研究所

2020-2021 年公司各项费用率偏低, 主要因素在于当年收入及利润规模由于公共卫生事件导致需求增长较快, 2024Q1 公司销售、管理及研发费用率分别为 3.1%、5.4%、3.8%, 预计未来随销售收入增长整体费用率将略有下降。

- 研发费用率: 2021~2023 年公司研发费用率分别为 2.2%、3.8%、4.1%, 未来公司还将继续投入以降低手套产线成本、生产更低克重的丁腈手套, 轮椅和冷热敷类新产品也将进行研发, 预计未来研发费用率将稳定在 3.8%。
- 销售费用率: 2021~2023 年公司销售费用率分别为 2.4%、3.3%、3.6%, 公司目前在全球已经建立相对完善的销售网络, 预计未来费用率将保持相对稳定, 预计未来公司 2024-2026 年销售费用率将维持在 3.3%。
- 管理费用率: 2021~2023 年公司管理费用率分别为 3.4%、6.2%、7.0%, 与公司 2022 年收入规模下降相关, 预计未来随销售规模恢复增长, 管理费用率将稳步降低, 预计公司 2024-2026 年管理费用率将达到 6.0%、5.4%、5.0%。



预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.22/12.29/14.72 亿元，同比+167%/+20%/+20%。

选用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股医疗器械企业中红医疗、迈瑞医疗、鱼跃医疗作为可比公司，2024 年至 2026 年行业平均市盈率分别为 22 倍、17 倍和 14 倍，参考同行业上市公司可比估值情况，考虑到公司未来业绩快速增长预期及国内手套行业的龙头地位，给予公司 2024 年 22 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 225 亿元，目标价位 34.73 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表24：可比公司估值情况（截至 2024/7/12）

| 代码 | 公司名称 | 当前市值 (亿元) | ROE 2023A | 净利率 2023A | 归母净利润 | | | | | 备注 | PE | | |
|-----------|------|--------------|--------------|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300981.SZ | 中红医疗 | 37 | -2.2% | -6.1% | 0.67 | -1.31 | 1.49 | 2.09 | 2.69 | Wind预期 | 24.9 | 17.7 | 13.8 |
| 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 3,407 | 33.6% | 33.2% | 96.07 | 115.82 | 139.28 | 168.62 | 204.86 | 国金预测 | 24.5 | 20.2 | 16.6 |
| 002223.SZ | 鱼跃医疗 | 366 | 22.5% | 29.8% | 15.95 | 23.96 | 22.32 | 25.77 | 29.53 | Wind预期 | 16.4 | 14.2 | 12.4 |
| 算数平均 | | | | | | | | | | | 21.9 | 17.4 | 14.3 |
| 中值 | | | | | | | | | | | 24.5 | 17.7 | 13.8 |
| 300677.SZ | 英科医疗 | 187 | 13.1% | 22.2% | 6.29 | 3.83 | 10.22 | 12.29 | 14.72 | 国金预测 | 18.3 | 15.3 | 12.7 |

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

行业产能扩张导致竞争加剧风险。若未来国内外竞争对手同时加快一次性手套产能扩张布局，将可能加剧行业竞争激烈程度，导致手套出口价格下降，可能对公司未来盈利能力造成负面影响。

上游原材料价格波动风险。丁腈手套上游主要原材料丁腈胶乳价格波动较为频繁，虽然目前已实现部分原材料自产，但价格剧烈波动可能依然将导致公司手套产品盈利能力下降，可能对公司业绩造成负面影响。

关税政策变化风险。美国近年来关税政策调整频繁，针对中国丁腈手套关税 2026 年是否会执行、具体施行时间点目前依然存在较大不确定性，若政策执行细节出现调整将可能对公司未来出口业务产生不利影响。

汇率波动风险。公司大部分销售收入来源于境外客户，订单交付方式以美元为主，目前货币资金中也存在大量美元，若未来人民币兑美元汇率出现较大波动，将可能对公司业绩形成负面影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 16,240 | 6,614 | 6,919 | 9,295 | 10,801 | 11,970 |
| 增长率 | | -59.3% | 4.6% | 34.3% | 16.2% | 10.8% |
| 主营业务成本 | -6,252 | -5,746 | -5,971 | -7,345 | -8,524 | -9,402 |
| %销售收入 | 38.5% | 86.9% | 86.3% | 79.0% | 78.9% | 78.6% |
| 毛利 | 9,988 | 868 | 948 | 1,950 | 2,277 | 2,568 |
| %销售收入 | 61.5% | 13.1% | 13.7% | 21.0% | 21.1% | 21.5% |
| 营业税金及附加 | -44 | -55 | -67 | -90 | -105 | -116 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.8% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 销售费用 | -384 | -218 | -252 | -307 | -356 | -395 |
| %销售收入 | 2.4% | 3.3% | 3.6% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| 管理费用 | -555 | -407 | -487 | -558 | -583 | -599 |
| %销售收入 | 3.4% | 6.2% | 7.0% | 6.0% | 5.4% | 5.0% |
| 研发费用 | -365 | -252 | -283 | -353 | -410 | -455 |
| %销售收入 | 2.2% | 3.8% | 4.1% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 8,640 | -65 | -141 | 642 | 822 | 1,003 |
| %销售收入 | 53.2% | n.a | n.a | 6.9% | 7.6% | 8.4% |
| 财务费用 | 19 | 627 | 306 | 222 | 226 | 269 |
| %销售收入 | -0.1% | -9.5% | -4.4% | -2.4% | -2.1% | -2.2% |
| 资产减值损失 | -64 | -35 | -30 | -23 | -30 | -35 |
| 公允价值变动收益 | 33 | 60 | 176 | 209 | 218 | 227 |
| 投资收益 | 28 | 83 | 87 | 90 | 125 | 150 |
| %税前利润 | 0.3% | 11.8% | 19.7% | 7.6% | 8.8% | 8.8% |
| 营业利润 | 8,689 | 707 | 439 | 1,181 | 1,410 | 1,674 |
| 营业利润率 | 53.5% | 10.7% | 6.3% | 12.7% | 13.1% | 14.0% |
| 营业外收支 | -40 | -3 | 4 | 0 | 10 | 25 |
| 税前利润 | 8,649 | 704 | 443 | 1,181 | 1,420 | 1,699 |
| 利润率 | 53.3% | 10.7% | 6.4% | 12.7% | 13.1% | 14.2% |
| 所得税 | -1,185 | -65 | -55 | -154 | -185 | -221 |
| 所得税率 | 13.7% | 9.2% | 12.4% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 净利润 | 7,463 | 639 | 388 | 1,028 | 1,235 | 1,478 |
| 少数股东损益 | 33 | 10 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 归属于母公司的净利润 | 7,430 | 629 | 383 | 1,022 | 1,229 | 1,472 |
| 净利率 | 45.8% | 9.5% | 5.5% | 11.0% | 11.4% | 12.3% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 7,463 | 639 | 388 | 1,028 | 1,235 | 1,478 |
| 少数股东损益 | 33 | 10 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 非现金支出 | 433 | 666 | 753 | 804 | 905 | 1,004 |
| 非经营收益 | 1,110 | -306 | -320 | -89 | -230 | -278 |
| 营运资金变动 | -326 | 66 | -319 | 187 | -86 | -58 |
| 经营活动现金净流 | 8,680 | 1,065 | 502 | 1,930 | 1,824 | 2,145 |
| 资本开支 | -5,438 | -1,648 | -1,422 | -1,023 | -1,015 | -1,010 |
| 投资 | -2,321 | -297 | -2,638 | 0 | -100 | -100 |
| 其他 | 28 | 78 | 84 | 90 | 125 | 150 |
| 投资活动现金净流 | -7,730 | -1,867 | -3,976 | -933 | -990 | -960 |
| 股权募资 | 120 | 66 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 124 | 1,286 | 5,583 | -2,344 | 303 | -249 |
| 其他 | -1,077 | -803 | -2,592 | -257 | -252 | -285 |
| 筹资活动现金净流 | -833 | 549 | 3,009 | -2,601 | 50 | -534 |
| 现金净流量 | 75 | 20 | -397 | -1,604 | 884 | 651 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 5,003 | 5,033 | 7,222 | 5,618 | 6,502 | 7,154 |
| 应收款项 | 806 | 636 | 979 | 1,041 | 1,198 | 1,315 |
| 存货 | 1,079 | 1,004 | 1,150 | 1,312 | 1,507 | 1,645 |
| 其他流动资产 | 3,875 | 3,562 | 6,253 | 6,525 | 6,774 | 7,024 |
| 流动资产 | 10,763 | 10,235 | 15,603 | 14,495 | 15,981 | 17,137 |
| %总资产 | 52.2% | 47.7% | 57.6% | 55.4% | 57.3% | 58.7% |
| 长期投资 | 491 | 1,280 | 1,406 | 1,406 | 1,506 | 1,606 |
| 固定资产 | 8,256 | 8,904 | 9,243 | 9,481 | 9,636 | 9,708 |
| %总资产 | 40.0% | 41.5% | 34.1% | 36.3% | 34.6% | 33.2% |
| 无形资产 | 633 | 585 | 569 | 564 | 559 | 555 |
| 非流动资产 | 9,862 | 11,243 | 11,476 | 11,654 | 11,904 | 12,071 |
| %总资产 | 47.8% | 52.3% | 42.4% | 44.6% | 42.7% | 41.3% |
| 资产总计 | 20,625 | 21,479 | 27,079 | 26,149 | 27,885 | 29,208 |
| 短期借款 | 87 | 1,527 | 7,089 | 4,745 | 5,048 | 4,799 |
| 应付款项 | 1,431 | 1,158 | 1,099 | 1,387 | 1,608 | 1,772 |
| 其他流动负债 | 566 | 470 | 430 | 638 | 744 | 836 |
| 流动负债 | 2,084 | 3,155 | 8,618 | 6,770 | 7,400 | 7,407 |
| 长期贷款 | 199 | 49 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| 其他长期负债 | 2,219 | 2,226 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 负债 | 4,501 | 5,429 | 10,785 | 8,936 | 9,567 | 9,574 |
| 普通股股东权益 | 15,871 | 15,806 | 16,029 | 16,940 | 18,040 | 19,350 |
| 其中：股本 | 550 | 660 | 656 | 648 | 648 | 648 |
| 未分配利润 | 13,659 | 13,867 | 14,174 | 15,099 | 16,199 | 17,509 |
| 少数股东权益 | 252 | 243 | 266 | 272 | 278 | 284 |
| 负债股东权益合计 | 20,625 | 21,479 | 27,079 | 26,149 | 27,885 | 29,208 |

比率分析

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 13.509 | 0.954 | 0.584 | 1.577 | 1.898 | 2.272 |
| 每股净资产 | 28.856 | 23.965 | 24.434 | 26.146 | 27.844 | 29.866 |
| 每股经营现金净流 | 15.782 | 1.615 | 0.766 | 2.980 | 2.816 | 3.311 |
| 每股股利 | 0.750 | 0.100 | 0.080 | 0.150 | 0.200 | 0.250 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 46.81% | 3.98% | 2.39% | 6.03% | 6.82% | 7.61% |
| 总资产收益率 | 36.03% | 2.93% | 1.41% | 3.91% | 4.41% | 5.04% |
| 投入资本收益率 | 40.47% | -0.30% | -0.49% | 2.33% | 2.81% | 3.30% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 17.37% | -59.27% | 4.61% | 34.35% | 16.20% | 10.82% |
| EBIT增长率 | 0.12% | -100.75% | 118.11% | -554.66% | 27.97% | 22.04% |
| 净利润增长率 | 6.04% | -91.53% | -39.12% | 166.77% | 20.33% | 19.72% |
| 总资产增长率 | 59.45% | 4.14% | 26.08% | -3.44% | 6.64% | 4.74% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 14.5 | 36.7 | 38.9 | 38.0 | 38.0 | 38.0 |
| 存货周转天数 | 56.2 | 66.2 | 65.8 | 65.8 | 65.8 | 65.8 |
| 应付账款周转天数 | 53.4 | 66.8 | 51.3 | 51.3 | 51.3 | 51.3 |
| 固定资产周转天数 | 133.3 | 397.3 | 408.0 | 312.7 | 273.6 | 248.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -49.55% | -31.64% | -32.48% | -36.26% | -38.44% | -41.60% |
| EBIT利息保障倍数 | -450.5 | 0.1 | 0.5 | -2.9 | -3.6 | -3.7 |
| 资产负债率 | 21.82% | 25.28% | 39.83% | 34.18% | 34.31% | 32.78% |

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究