

英科医疗 (300677.SZ) 全球丁腈手套龙头，精益成本管理&海外建厂扩产筑建强大护城河

2025年02月27日

投资评级：买入（维持）

——公司深度报告

日期	2025/2/27
当前股价(元)	25.21
一年最高最低(元)	33.61/19.61
总市值(亿元)	162.91
流通市值(亿元)	118.25
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	4.69
近3个月换手率(%)	146.52

余汝意（分析师） 司乐致（分析师）

yuruyi@kysec.cn silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002 证书编号：S0790523110003

● 一次性手套领跑者，综合优势显著，维持“买入”评级

英科医疗作为全球领先的一次性手套供应商，市占率在国内外市场占据领先地位，在专业技术、制造工艺、自动化生产设施等方面具备显著优势，拥有六大生产基地，产品远销 120 多个国家和地区，服务超过 10,000 家客户。随着公司产能提升和业务拓展，收入有望高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.45/15.80/18.57 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 12.1/10.3/8.8 倍，与可比公司相较估值较低，维持“买入”评级。

● 一次性手套市场不止于周期，更倾向于成长

全球一次性手套市场持续扩容，长期增量空间可观，预计 2025 年全球一次性手套销售量将达到 8293 亿只，销售收入达到 136 亿美元。从细分市场分析，丁腈手套在疫情后，增速依旧持续领先于其他品类，市场空间广阔。中国一次性手套出口量高速增长，其中丁腈手套占比快速提升。与此同时，中国厂商积极布局，产能迅速扩张，在全球市场的份额也在不断攀升。当下中国丁腈手套市场正处于成长期，头部效应初现。中国丁腈手套市场成长逻辑清晰，量价齐升的前景值得期待。**需求端：**使用场景全覆盖，市场空间广阔。**价格端：**供需关系改善，全球丁腈手套价格企稳回升。**成本端：**原材料和燃料价格波动较大，影响手套厂商经营情况。公司布局上游原料，通过参控股丁腈胶乳生产企业，保障手套原材料稳定供应。

● 一次性手套产能快速扩张，设备工艺均处于领先水平

2023 年公司一次性手套总产能达到 790 亿只，同比增长 5.33%。其中，一次性丁腈手套产能达到 480 亿只，一次性 PVC 手套产能达到 310 亿只。公司目前在国内外拥有六大生产基地。公司目前在安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博六大生产基地。公司生产设备、生产技术、自动化程度多维度优势显著，标准丁腈手套生产线长度超过 1.6 公里，良品率维持在 99% 以上。

● 风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险；国际贸易摩擦

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,614	6,919	9,330	10,505	12,354
YOY(%)	-59.3	4.6	34.8	12.6	17.6
归母净利润(百万元)	629	383	1,345	1,580	1,857
YOY(%)	-91.5	-39.1	251.1	17.5	17.5
毛利率(%)	13.1	13.7	21.0	21.0	21.1
净利率(%)	9.5	5.5	14.4	15.0	15.0
ROE(%)	4.0	2.4	7.8	8.6	9.3
EPS(摊薄/元)	0.97	0.59	2.08	2.44	2.87
P/E(倍)	25.9	42.5	12.1	10.3	8.8
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 英科医疗： 全球丁腈手套行业龙头企业.....	4
1.1、 公司介绍：以一次性手套为核心，充分发挥公司综合竞争优势.....	4
1.2、 股权架构：控股人对公司掌控力强，管理层行业经验丰富.....	5
1.3、 核心财务数据：2024Q1-Q3 营业收入和利润恢复快速增长.....	6
1.4、 股权激励：公司与员工共同成长.....	8
2、 一次性手套市场不止于周期，更倾向于成长.....	10
2.1、 丁腈手套性能优异且适用面广，价值量高.....	10
2.2、 全球一次性手套市场持续扩容，中国手套产业快速复苏.....	11
2.3、 手套市场成长逻辑清晰：量价齐升前景可期，布局原料降本增效.....	13
3、 一次性手套产能快速扩张，设备工艺均处于领先水平.....	16
3.1、 公司产能：一次性手套总体产能快速扩充，领先中国及全球市场.....	16
3.2、 坐拥六大生产基地，技术革新提高生产效率.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	19
4.1、 收入模型关键假设.....	19
4.2、 盈利预测和估值.....	20
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 英科医疗把握行业增长和发展机遇，成为一次性手套龙头企业.....	4
图 2： 股权相对集中，控股人对公司掌控力强.....	5
图 3： 疫情后公司营业收入快速复苏.....	6
图 4： 2024Q1-Q3 公司归母净利润同比增长超 100%.....	6
图 5： 2024H1 医疗防护类收入超过 90%.....	7
图 6： 医疗防护毛利率与总体毛利率基本一致.....	7
图 7： 整体费用率维持稳定.....	7
图 8： 研发人员数量增加.....	7
图 9： 总资产、存货和应收账款周转率回归正常水平.....	8
图 10： 公司存货周转效率较高.....	8
图 11： 流动资产储备充足.....	8
图 12： 固定资产投入持续投入以扩大产能.....	8
图 13： 全球一次性手套市场持续扩容，预计 2025 年一次性手套销售量达 8293 亿只.....	11
图 14： 全球一次性手套销售额稳步复苏，预计 2025 年一次性手套销售额达 136 亿美元.....	11
图 15： 疫后中国一次性手套出口量增速较快，丁腈手套占比快速提升.....	12
图 16： 中国手套厂商产能持续扩张，2023 年英科医疗一次性手套年产能达 790 亿只.....	13
图 17： 中国一次性手套销售量占比逐年增长.....	13
图 18： 中国一次性手套销售额占比呈上升趋势.....	13
图 19： 中国大陆医用手套渗透率低于世界平均.....	14
图 20： 2016-2023 年中国卫生技术人员不断增长.....	14
图 21： 中国工业领域丁腈手套需求量不断增长.....	15
图 22： 中国餐饮行业快速复苏带动丁腈手套需求增长.....	15
图 23： 丁腈手套均价呈现企稳回升趋势.....	15

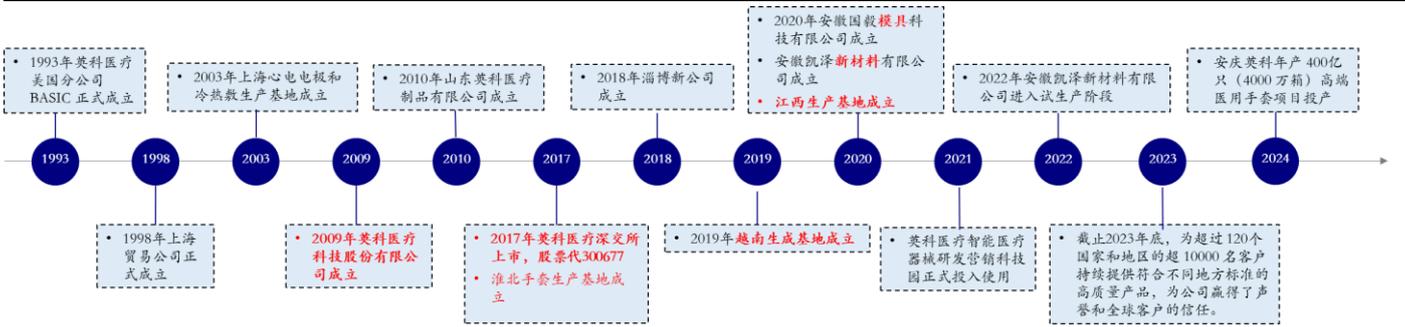
图 24: PVC 手套价格仍在震荡下行.....	15
图 25: 2019-2024 年中国丁腈手套出口量呈上升趋势.....	16
图 26: 2022 年中国在全球橡胶手套市场中占 20%.....	16
图 27: 2020-2025 年国际原油期货价格走势振幅较宽.....	16
图 28: 2020-2025 年中国液化天然气价格波动较大.....	16
图 29: 2023 年公司一次性手套总产能达到 790 亿只.....	17
图 30: 2019-2023 年一次性丁腈手套产能呈增加趋势.....	17
图 31: 2021-2023 年一次性 PVC 手套产能整体稳定.....	17
图 32: 公司在江西、江苏、山东和安徽拥有六大生产基地.....	18
表 1: 医疗护理类产品矩阵丰富.....	4
表 2: 公司高管行业经验丰富.....	5
表 3: 公司层面业绩考核要求.....	9
表 4: 丁腈手套平均售价在一次性手套中最高, 产地具有区域性.....	10
表 5: 一次性手套产品性能.....	10
表 6: 丁腈手套应用面广, 适合医用和非医用众多场景.....	11
表 7: 丁腈手套销售量增长率高于同期其他细分市场.....	12
表 8: 丁腈手套销售收入增长率高于同期其他细分市场.....	12
表 9: 中国丁腈、PVC 手套市场分别处于成长期和成熟期.....	13
表 10: 丁腈手套应用领域广泛, 优点众多.....	14
表 1: 英科医疗分业务收入预测 (单位: 百万元).....	19
表 2: 英科医疗可比公司估值情况 (截至 2025 年 2 月 27 日).....	20

1、英科医疗：全球丁腈手套行业龙头企业

1.1、公司介绍：以一次性手套为核心，充分发挥公司综合竞争优势

英科医疗科技股份有限公司成立于 2009 年，2017 年在深交所挂牌上市。一次性手套是其核心业务，在中国及全球市场市占率领先。英科医疗凭借创新的自动化生产设施、专业技术和先进制作工艺，筑建显著成本优势。在研发能力、生产设施、产能规模、资本实力、供应链管理、营销网络及品牌方面亦均有竞争力，已做好进一步加强在一次性手套行业领导地位的准备，矢志成为全球个人防护装备行业中最具竞争力的公司。

图1：英科医疗把握行业增长和发展机遇，成为一次性手套龙头企业



资料来源：英科医疗公司官网、英科医疗公司公告、开源证券研究所

英科医疗是一家综合型医疗护理产品供应商，主营医疗耗材、康养器械、理疗护理三大板块，主要产品包括一次性手套、轮椅、冷热敷、电极片等，广泛应用于医疗机构、养老护理机构及家庭日用等领域。英科医疗在安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江和山东淄博拥有六大生产基地，产品出口到美洲、欧洲、亚洲、非洲和大洋洲的120多个国家和地区，服务超过10,000家客户。

表1：医疗护理类产品矩阵丰富

产品线	代表产品	产品介绍
个人防护类	 一次性丁腈手套等	一次性丁腈手套是一种人工合成橡胶手套，以丁腈胶乳为主要原料，采用浸渍工艺硫化成型。英科医疗主要的一次性丁腈手套为一次性医用丁腈检查手套及一次性丁腈防护手套。一次性医用丁腈检查手套轻巧、薄而柔软，弹性高、耐久度强，具有类似皮肤的触感，可紧贴手部，适合医疗用途等细致操作。公司的一次性医用丁腈检查手套亦经过美国FDA、欧盟CE等认证，采用升级配方制成，手感舒适、弹性高、耐久度强。其紧贴手部，可隔离各种化学品及其他有害物质，提供可靠保护。
康复护理类	 电动轮椅	公司的主要康复护理设备为轮椅，其中的电动轮椅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。用作肢体伤残者、老年人和行动不便人士的代步工具，也用于辅助行走、住院的医疗护理及残疾人士的日常护理。

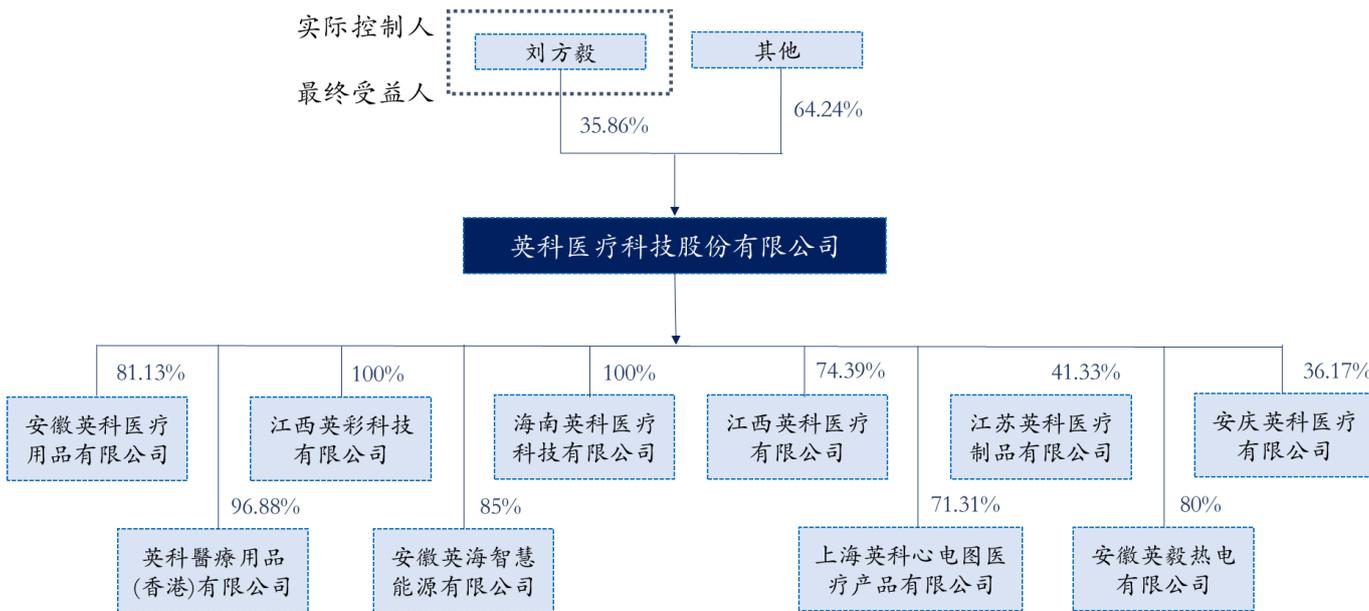
产品线	代表产品	产品介绍
其他产品	 冰袋/热袋	公司的其他产品主要包括保健理疗产品以及检查耗材。理疗产品包括冰/热理疗贴产品，主要用于医疗护理、运动护理和日常护理，以降温退热、冷敷止血，或者发热取暖，使用较为简便。检查耗材包括心电电极片、电刀笔、负极板、电极纸、负极板连接线等相关产品，主要用于医疗检查。
	 带线负极板	

资料来源：英科医疗公司公告、开源证券研究所

1.2、股权架构：控股人对公司掌控力强，管理层行业经验丰富

公司股权结构清晰，大股东对公司掌控能力强。截至 2025 年 2 月，前十大股东中实际控制人、最终受益人刘方毅先生持有公司 35.86% 的股份，对公司有较强的控制权，有利于公司稳定持续经营与发展。其余股东为大型机构投资者，提升了公司的市场影响力和资本运作能力。

图2：股权相对集中，控股人对公司掌控力强



资料来源：Wind、英科医疗公司公告、开源证券研究所，注：截至 2025 年 2 月

公司管理层行业经验丰富。公司的创始人兼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 30 余年的行业沉淀。其行业专业知识、战略目光及强大的执行能力引领了公司的业务增长。此外，刘方毅先生带领着一支敬业的中高级管理层团队，其中大多数成员在公司任职超过 10 年，具备丰富的行业经验，持续不断地追求卓越。公司内部已建立精细化管理体系，并不断鼓励创新和提升效率丰富，储备深厚，带领公司不断革新，砥砺前行。

表2：公司高管行业经验丰富

姓名	职务	简介
刘方毅	董事长	中国国籍，1970 年出生。现任英科医疗董事长，为公司实际控制人。90 年代于美国

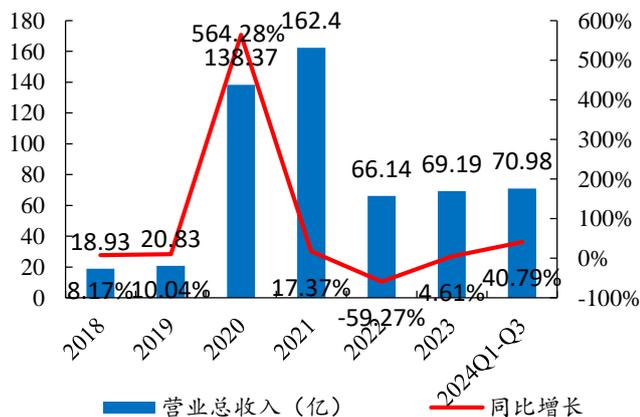
姓名	职务	简介
		留学期间，开始在北美从事一次性手套的贸易业务，之后回国投资，逐步进入医疗器械制造领域。2016 年入选中共上海市委组织部和上海市人力资源和社会保障局认定的上海领军人才；2017 年入选科技部科技创新创业人才名单。2009 年 7 月至今任公司董事长。
陈琼	董事、总经理	中国国籍，1982 年出生。2004 年 7 月至 2007 年 5 月，任上海绿林进出口有限公司销售主管；2007 年 5 月至 2009 年 8 月，任上海绿林进出口有限公司综合产品部经理；2009 年 8 月至 2014 年 12 月任上海绿林进出口有限公司总经理；2015 年 1 月任职于公司，2015 年 4 月至今任本公司董事，总经理。
于海生	董事、副总经理	中国国籍，1976 年出生。1997 年 8 月至 2003 年 5 月，任山东万祥电气集团股份有限公司开发部市场专员；2003 年 6 月至 2007 年 4 月，任淄博博瑞塑胶制品有限公司业务经理；2007 年 6 月至 2009 年 9 月，任淄博英科框业有限公司进出口部经理；2009 年 9 月至今，任本公司副总经理。
冯杰	财务总监、董事会秘书	中国国籍，1985 年出生。2008 年 7 月至 2010 年 10 月，任澳斯顿建材(青岛)有限公司财务部成本会计；2010 年 12 月至 2016 年 7 月任公司财务部销售，税务会计；2016 年 8 月至 2017 年 12 月任山东英科医疗制品有限公司财务部经理；2018 年 1 月至 2018 年 9 月任公司财务部经理；2018 年 10 月至今，任财务总监。2024 年 4 月至今，任董事会秘书。

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、核心财务数据：2024Q1-Q3 营业收入和利润恢复快速增长

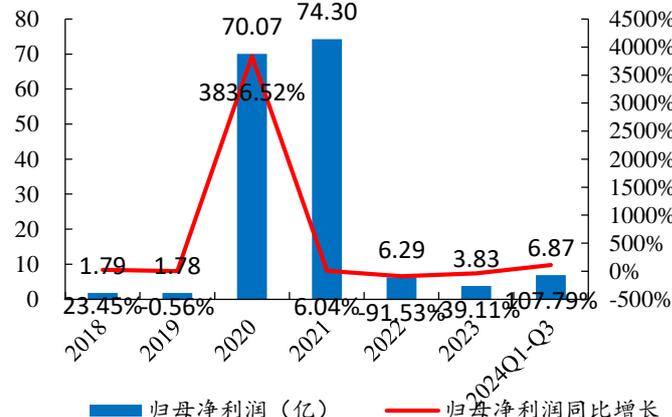
2023 年公司营业总收入达到 69.19 亿，同比增长 4.61%，相较 2019 年收入规模扩大三倍多，公司归母净利润达到 3.83 亿，同比减少-39.12%，相较 2019 年利润体量亦翻倍有余。公司 2024Q1-Q3 实现营业收入 70.98 亿元，同比增长 40.79%；实现归母净利润 6.87 亿元，同比增长 107.79%。

图3：疫情后公司营业收入快速复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q1-Q3 公司归母净利润同比增长超 100%



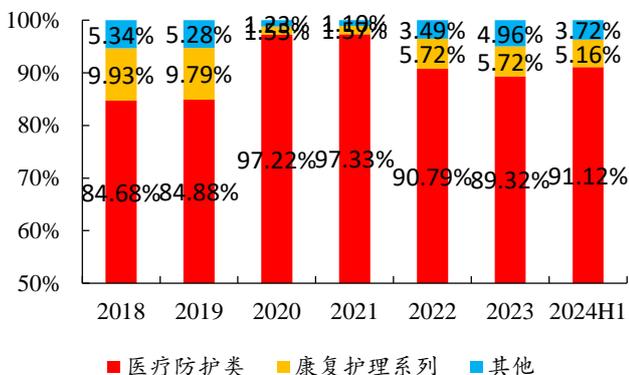
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品中医疗防护类营业收入占比较高。近年来英科医疗快速扩充手套产能，升级生产装备，已成为一次性手套行业的全球领导者。截至 2023 年期末，公司一次性非乳胶手套的年化产能达到 790 亿只，其中一次性丁腈手套年化产能为 480 亿只，一次性 PVC 手套年化产能为 310 亿只。自 2020 年年初以来，一次性手套行业市场需求快速增长，随着公众卫生意识的提升以及一次性手套使用的日益广泛，未来全球一次性手套市场将持续扩大，公司已在中国及全球市场取得了领先地位。

2023 年康复护理系列等产品营业收入占比达到 10.68%，说明公司在以医疗防护类产品为主的同时，进一步地丰富自身产品组合。就毛利率而言，医疗防护类毛利

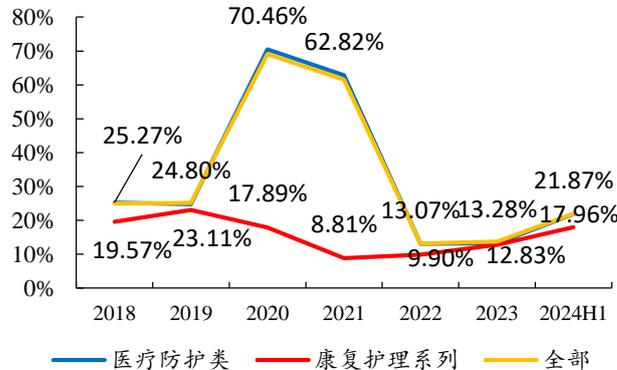
率与总体毛利率接近。2024H1 医疗防护类产品随产品单价逐渐回暖毛利率逐渐回升。其毛利率为 21.87%，康复护理系列产品随规模上升和产品结构优化，其毛利率亦稳中有升，其 2024H1 毛利率为 17.96%。

图5：2024H1 医疗防护类收入超过 90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：医疗防护毛利率与总体毛利率基本一致

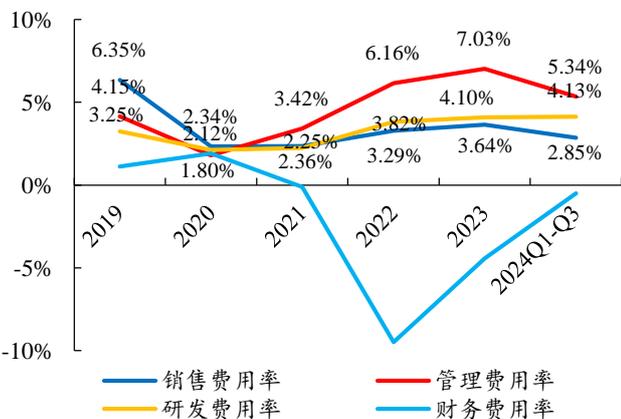


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的整体费用率维持稳定。2019-2023 年费用率为：15%、8%、8%、4%、10%，整体维持稳定。2020 年手套市场需求激增，而 2021 年全球多家手套企业进行了一定幅度的产能扩张，加之多项防疫手段持续推进，使得市场短期的极端紧张供需关系得到缓解，2022 年市场出现阶段性供过于求的局面，2023 年市场处于去库存阶段，公司收入回归到相对正常水平，管理、研发和销售费用率亦回归到正常水平，2020-2021 年公司账上利润积累带来了一定的财务收益。

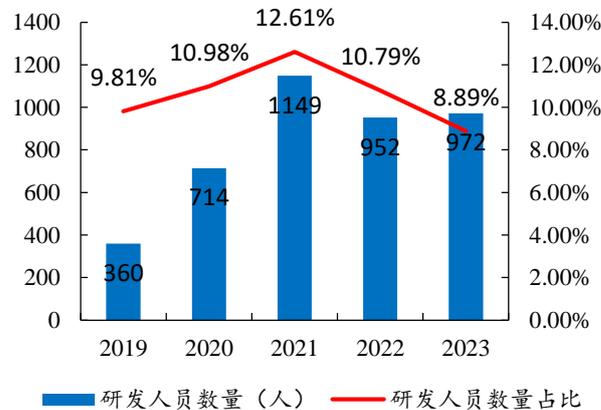
研发投入持续增长，研发团队不断壮大。截止 2023 年期末，研发支出总额占营业收入比例为 4.1%；同时研发人员数量增长较快，2019-2023 年的研发人员数量为：360、714、1149、952、972。公司在自动化生产线的自主研发与设计方面积累了丰富经验，显著减少了劳动力和能源消耗，并且能够生产医疗级手套。公司的标准丁腈手套生产线长度超过 1.6 公里，配备约 500 个控制点，确保高效稳定的生产和低能耗，同时保持高质量的产品。此外，公司精密的 DCS 系统实现了生产过程中的自动温控和液位控制，大大提高了生产效率和产品质量。根据生产现场的温度、湿度以及生产线的运行状态，生产过程能够得到精确控制。2023 年期间，公司手套产品的良品率保持在 99% 以上。

图7：整体费用率维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

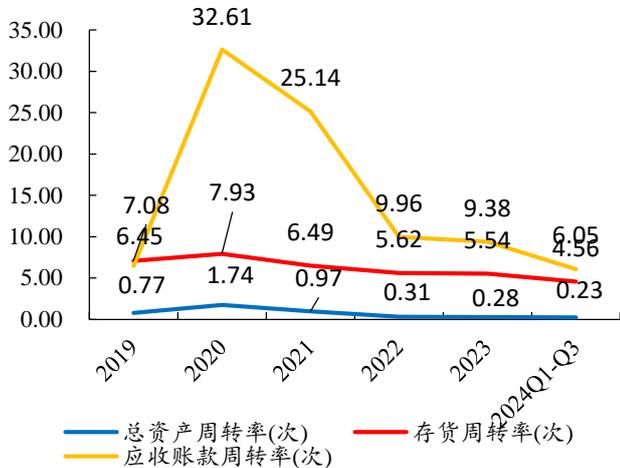
图8：研发人员数量增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

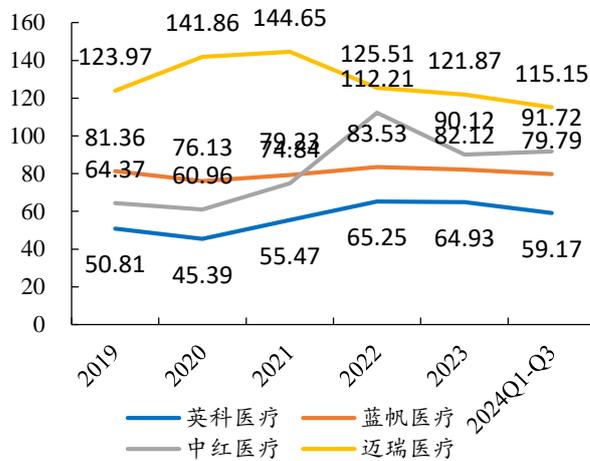
公司总资产、存货和应收账款周转率回归正常水平，2023 年公司存货周转天数维持在 65 天，相对蓝帆医疗、中红医疗、迈瑞医疗等存货周转速度较快，存货管理效率较高。

图9：总资产、存货和应收账款周转率回归正常水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

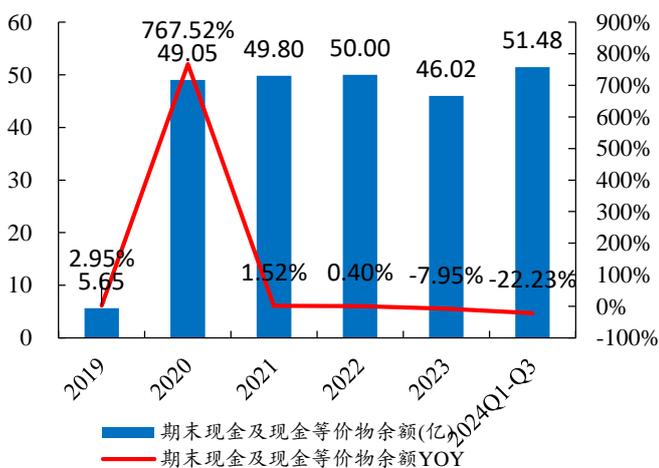
图10：公司存货周转效率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

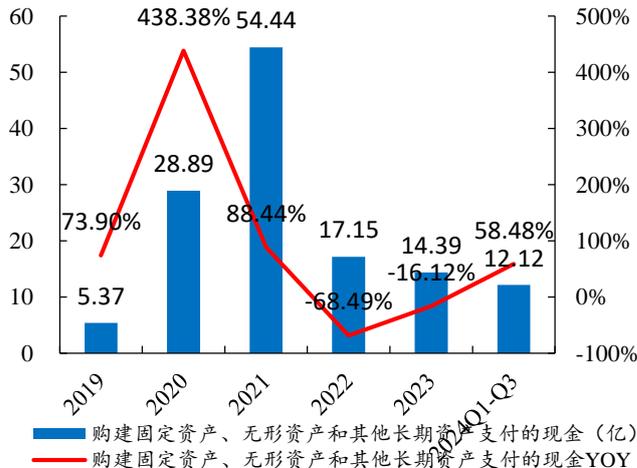
流动资产储备充足，并持续增加固定资产投入以扩大产能。手套行业是一个资本密集型行业。大规模建设手套工厂需要大量资金，通常投资规模在 10 亿元人民币以上，投产周期为 12 至 18 个月。公司 2024Q1-Q3 期末现金及现金等价物 51.48 亿元，同比下降 22.23%；同时固定资产及长期资产持续投入，2023 年达到 14.39 亿元，2024Q1-Q3 达到 12.12 亿元，同比增长 58.48%。公司在 2020 年和 2021 年的优异业绩为其积累了充足的资本，且依托上市公司平台，拥有畅通的融资渠道，能够根据市场需求快速扩大产能。从行业现状来看，高额的投资成本和较长的建设周期对新进入者构成了资本壁垒。需要长期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保持优势地位。

图11：流动资产储备充足



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：固定资产投入持续投入以扩大产能



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、股权激励：公司与员工共同成长

为了激发员工的积极性和创造性，自 2017 年 A 股上市至今，公司已实施五轮限

制性股票激励计划，向约 1490 人次授出激励股份，涵盖主要高级管理人员及核心技术、营销人员。2022 年 6 月，英科医疗发布 2022 年限制性股票激励计划，采取的激励工具为第一类限制性股票，拟向激励对象授予的限制性股票数量总计不超过 497.6 万股。本激励计划的解除限售考核年度为 2022-2025 年四个会计年度，设定业绩考核指标，2022-2025 年营业收入分别不低于 68 亿元、78.2 亿元、88.4 亿元、102 亿元；2022-2025 年净利润分别不低于 6 亿元、6.9 亿元、10.2 亿元、13.2 亿元。本计划限制性股票的授予价格为 14.30 元/股，经 2021 年分红调整价格为 11.29 元/股。公司的股权激励机制使公司核心团队的个人利益与公司利益的结合更加紧密，以支撑公司实现全球营销、全球供应链、全球制造的全球化战略。

表3：公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：2022 年公司营业收入不低于 68.00 亿元； 2022 年公司净利润不低于 6.00 亿元；
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：2023 年公司营业收入不低于 78.20 亿元； 2023 年公司净利润不低于 6.90 亿元；
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：2024 年公司营业收入不低于 88.40 亿元； 2024 年公司净利润不低于 10.20 亿元；
第四个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：2025 年公司营业收入不低于 102.00 亿元； 2025 年公司净利润不低于 13.20 亿元；

资料来源：英科医疗公司公告、开源证券研究所

2、一次性手套市场不止于周期，更倾向于成长

2.1、丁腈手套性能优异且适用面广，价值量高

一次性手套按照材质可分为乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套以及 PE 手套。2017-2021 年全球平均售卖单价最贵的是丁腈类手套为每千只 33.64 美元；且受原材料产地限制，相关品类的手套产地分布也极具区域性，比如乳胶手套的主要原材料为天然胶乳且原材料供应易受橡胶树生长周期限制，故生产厂商多分布在东南亚地区。

表4：丁腈手套平均售价在一次性手套中最高，产地具有区域性

	乳胶手套	丁腈手套	PVC 手套	PE 手套
示例				
主要原材料	天然乳胶	丁腈乳胶	PVC 糊树脂、增塑剂、降粘剂	聚乙烯
2017-2021 年全球平均售价（美元/千只）	21.54	33.64	16.52	在所有品类中价格最低
主要产地	泰国 马来西亚 印度尼西亚	中国大陆 韩国 马来西亚	中国西北、华北、辽宁、沈阳	中国大陆 美国

资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

丁腈手套性能突出，兼具多项物理、化学特性。一次性手套产品主要痛点包括耐油性、耐穿刺性、耐酸碱性和致敏性等，丁腈手套各项指标表现突出，主要得益于其杰出的化学以及物理性能，作为重要原料的丁腈胶乳就是用于制造各种耐油橡胶制品，不含有易引起人体过敏的乳胶蛋白，因此可以很好保障使用者的安全。产品采用的浸渍工艺又保证了产品的弹性和贴服性，更易贴服手部从而灵活适用于多种工作场景。

表5：一次性手套产品性能

性能	优	较优	良好	一般
耐油性	丁腈手套	PE 手套	PVC 手套	乳胶手套
耐穿刺性	丁腈手套	PVC 手套	乳胶手套	PE 手套
耐酸碱性和	PVC 手套	丁腈手套	PE 手套	乳胶手套
耐磨性	PVC 手套	丁腈手套	乳胶手套	PE 手套
弹性及帖服性	乳胶手套	丁腈手套	PVC 手套	PE 手套
不致敏性	PVC 手套	丁腈手套	PE 手套	乳胶手套

资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

丁腈手套应用面广，适合医用和非医用众多场景。按使用场景划分为医用以及非医用场景，其中医用场景包括医疗检查及医疗外科，为目前一次性手套最为普及的应用方向。医用手套在医疗检查和日常医疗护理中起到隔离与预防作用，能防止细菌、病毒及其他污染物的交叉传染，在医疗工作者、健康人群以及患者之间形成

有效的防护屏障；而非医用级手套则覆盖食品加工、餐饮服务、电子工业生产以及日常生活应用场景。例如电子工业生产包括了工业机修、仪器加工等，可以通过佩戴手套防尘、防污染、防静电、隔离有毒有害物质，同时防止人体污染精密零部件。

表6: 丁腈手套应用面广，适合医用和非医用众多场景

场景	适用产品				
医用场景	医疗检查	丁腈手套	乳胶手套	PVC手套	
	医疗外科	丁腈手套	乳胶手套		
非医用场景	日常生活	丁腈手套	乳胶手套	PVC手套	PE手套
	餐饮服务	丁腈手套	乳胶手套	PVC手套	PE手套
	食品加工	丁腈手套		PVC手套	
	电子工业生产	丁腈手套	乳胶手套	PVC手套	

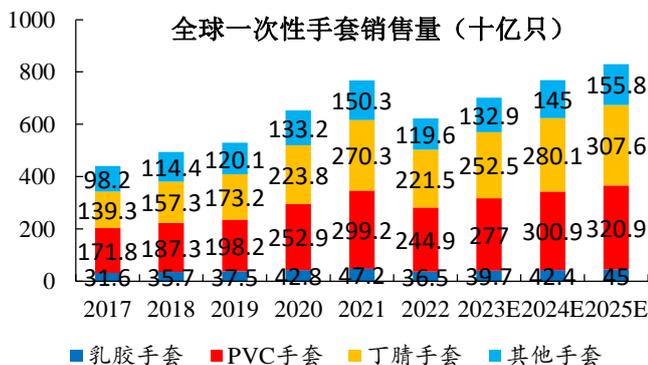
资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

2.2、全球一次性手套市场持续扩容，中国手套产业快速复苏

全球一次性手套市场持续扩容，长期增量空间可观。2017至2021年全球一次性手套无论从销售量还是销售收入来说呈稳定上升趋势，2020-2021年的整体市场快速增长，主要原因在于不断变异的毒株导致的疫情反复所催生了大量社会需求，2017-2021年全球一次性手套销售量及销售收入CAGR分别为14.8%和37.0%；2022至2025年相关防控政策调整以及供需矛盾随着产能释放而缓和，产品售价回归理性区间，销售收入虽有回落，但长期来看整体市场空间相仍保持增长态势，长期增量空间可观，预计2025年全球一次性手套销售量将达到8293亿只，销售收入达到136亿美元。

全球丁腈手套市场疫情后增速仍然持续领先其他品类。从细分市场看，2017至2021年全球一次性丁腈手套的销售量及销售收入的CAGR分别为18.0%和48.6%，均高于同期其他细分市场，主要在于相较于其他材质的手套，丁腈手套具有优异的化学与物理性能，受到市场的广泛青睐；预计2022至2025年，疫情缓和后产能的恢复将提升市场整体供应量，产品单价下降也将导致销售收入下滑至价格合理区间内；但因疫情期间颁布的利好性政策指南、不断增长的医疗保健支出、人民健康消费理念与使用习惯的改变等因素影响下，预计丁腈手套在细分赛道增速方面的表现将优于同类其他产品。

图13: 全球一次性手套市场持续扩容，预计2025年一次性手套销售量达8293亿只



数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

图14: 全球一次性手套销售额稳步复苏，预计2025年一次性手套销售额达136亿美元



数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

表7：丁腈手套销售量增长率高于同期其他细分市场

CAGR	乳胶	丁腈	PVC	总量
2017-2021	11.20%	18%	14.90%	14.80%
2022-2025E	9.20%	11.60%	9.40%	10%

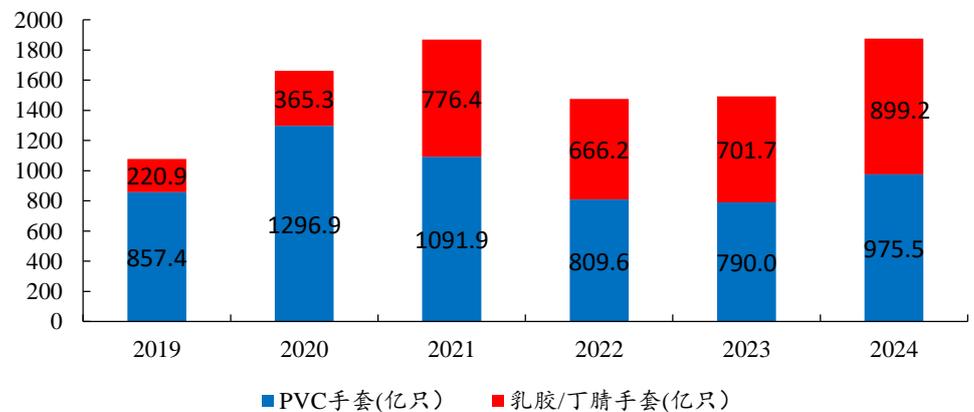
资料来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

表8：丁腈手套销售收入增长率高于同期其他细分市场

CAGR	乳胶	丁腈	PVC	总量
2017-2021	22.70%	49%	30.20%	37.00%
2022-2025E	5.30%	7.50%	3.80%	6%

资料来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

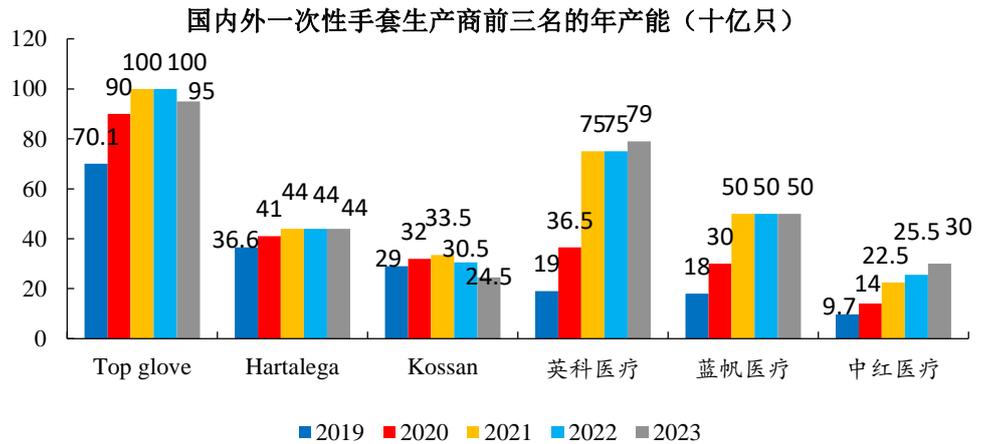
疫后中国一次性手套出口量增速较快，丁腈手套占比快速提升。2020-2021年，因疫情的爆发使海内外对一次性医用手套的需求激增且受欧美与马来西亚脱钩等外部环境因素影响，中国市场获得了大量海外订单，出口量大幅增加。2022年，疫情持续但随着国外防疫政策的放松，以及需要对前期大量的库存进行消化、因此海外需求量有所下滑，整体出口市场增速放缓。2023年以来随着全球疫情基本平复，海外库存出清，医疗、工业等领域复工复产，手套刚需回升；消费者健康意识固化，日常防护场景拓展推动市场持续扩容。国内手套厂商综合竞争力不断提升，成本优势显著，新增产线可满足日益增长的市场需求和出货速度要求，一次性手套量不断增长。2024年中国一次性手套手套出口量1874亿只，同比增长25.68%，已超过2021年疫情期间峰值，丁腈手套899.2亿只，同比增长28.15%。

图15：疫后中国一次性手套出口量增速较快，丁腈手套占比快速提升


数据来源：海关总署、开源证券研究所

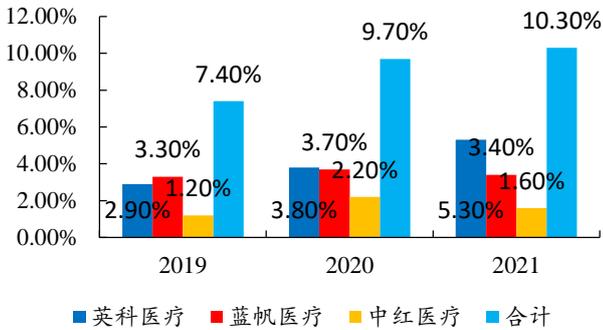
中国厂商产能快速扩张，市场份额不断攀升。2019-2023年海内外头部厂商均进行了产能的扩张，其中中国一次性手套生产商产能倍增于同期头部国际厂商，而英科医疗更是同美国产厂商中产能建设最多的一家，2019年至2021年的增速达到294.7%，主要因其积极推进海外生产基地的建设进度，不断提升生产装备的自动化和智能化水平。根据一次性手套生产商的销售收入统计计算，头部国产厂商英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗的销售总量占市场总份额的比重从2019年的7.4%上升到2021年的10.3%；而产品的销售单价则因疫情缓解以及产能释放下降，使得2021年销售额较2020年略有下跌。先进的一次性手套生产线的建设难度大且周期长，因此在疫情中率先恢复的中国厂商，提早扩充产能，有利于后疫情时代抢占更多全球市场份额。

图16：中国手套厂商产能持续扩张，2023年英科医疗一次性手套年产能达790亿只



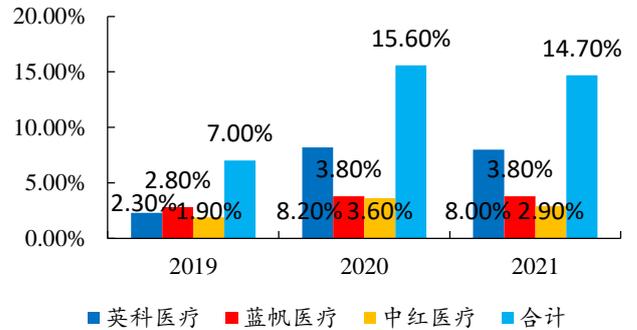
数据来源：各公司年报、头豹研究院、开源证券研究所

图17：中国一次性手套销售量占比逐年增长



数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

图18：中国一次性手套销售额占比呈上升趋势



数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

2.3、手套市场成长逻辑清晰：量价齐升前景可期，布局原料降本增效

中国丁腈手套处于成长期，头部效应初具。PVC和PE手套的原材料及生产多源自中国，依据手套产品的生命周期，此类市场在中国已处于成熟期；从丁腈手套看，作为一次性手套的高端细分类别，丁腈手套进入中国市场较晚，目前仍处于成长期；再从细分市场看海外市场，海外一次性手套市场起步早，其中东南亚地区因原材料优势早期是主要生产中心，市场化程度高，但近年因丁腈手套在材质、性能方面的优越性不断成为市场主流，整体生产中心有逐步向中国转移。

表9：中国丁腈、PVC手套市场分别处于成长期和成熟期

	导入期	成长期	成熟期	衰退期
整体情况	早期发展阶段使用者较少	产品在材质、设计上不断完善，玩家入驻	市场竞争格局形成，各类产品选择丰富	市场已经饱和，消费者需求总体减少
细分市场		中国丁腈手套市场仍在快速发展，头部效应初具	中国PVC、PE手套市场成熟；海外市场如东南亚、欧洲、北美厂商在丁腈市场发展成熟	

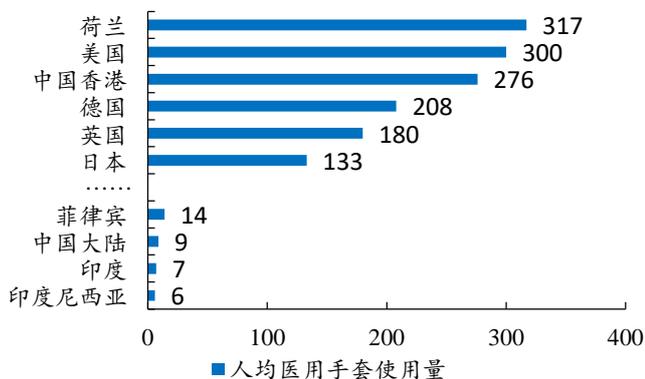
资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

根据手套产品的生命周期分析，中国丁腈手套具有较强劲的市场发展后劲，有望成为未来市场新型增长点，其成长逻辑清晰，量价齐升前景可期。

需求端：使用场景全覆盖，市场空间广阔。丁腈产品的适用场景可分为医用及非医用级，丁腈手套实现了所有细分场景的全覆盖，满足了医护人员、餐饮服务人员、食品加工人员等需求，具有广泛适用性。

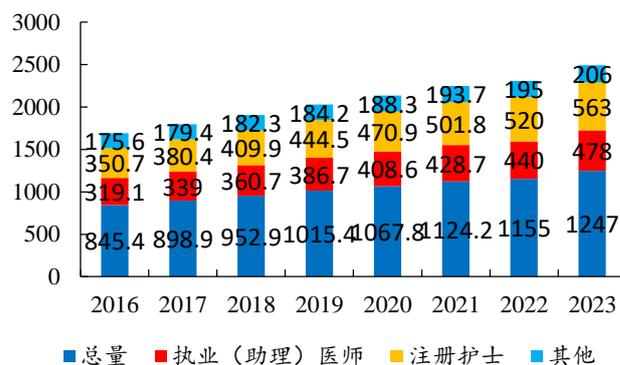
针对医用场景，中国大陆对其的使用习惯仍在培养期，人均医用手套使用量仅为9只，是拥有最多人均数量（317只/人）的荷兰的1/35，从国家人口数看中国市场未来仍有指数级的增长空间；且不断扩大的卫生技术人员数量所形成的广大医用手套用户群体，也将进一步增加对一次性医用手套的需求量。

图19：中国大陆医用手套渗透率低于世界平均



数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

图20：2016-2023年中国卫生技术人员不断增长



数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

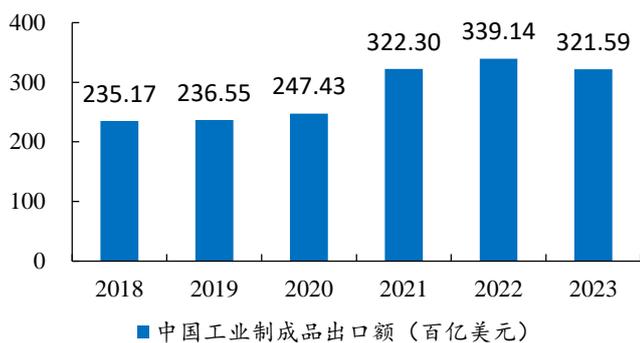
针对非医用场景，工业领域的丁腈手套具有的较强耐油性可隔离多种化学试剂以及油脂混合物，同时避免人体直接接触精密仪器等零部件形成的人为污然。民用领域的丁腈手套与PVC手套相比弹性更高，可灵活完成多种食品加工任务，且较强的耐磨性与耐穿刺性使得手套的使用寿命更长，实际总成本更低。所以，疫情养成了民众使用一次性手套的习惯也提升了其医疗防护意识，民众使用一次性手套的习惯仍将保留，使用产品范围也将逐步触达至更多非医疗场景，适用于多应用场景、高性能的丁腈手套也将迎来发展机会。

表10：丁腈手套应用领域广泛，优点众多

应用领域	主要目的	对比同类产品的优点
工业行业	避免人体直接接触精密仪器等零部件造成人为污染 避免油污对皮肤染色，以及人体过敏炎症的发生	较强耐油性：可以隔离多种化学试剂以及油脂混合物 可以避免人体直接接触精密仪器等零部件形成人为污染
民用	需要完美贴合手部轮廓，避免影响精细化操作 需耐油、耐腐蚀以及安全无毒无异味，通过检测认证后可直接接触食品	较强的弹性及贴服性：与PVC手套相比弹性更高，可灵活完成多种食品加工任务 较强耐磨性与耐穿刺性：使用寿命更长 在各性能上较同类手套中具有较大优势。原材料供应也相对稳定，可适用于多种家用场景

资料来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

图21: 中国工业领域丁腈手套需求量不断增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 中国餐饮行业快速复苏带动丁腈手套需求增长

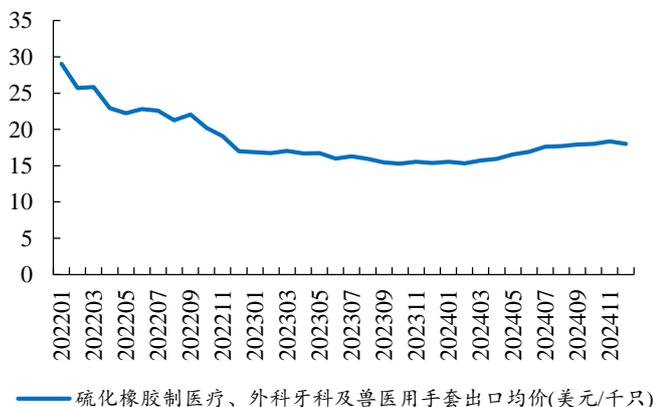


数据来源: Wind、开源证券研究所

价格端: 供需关系改善, 全球丁腈手套价格企稳回升。2022-2023年, 由于疫情后市场需求快速回落, 前期扩张的大量产能集中释放, 供过于求导致丁腈手套价格大幅下跌。2024年以来, 随着全球经济逐步复苏, 医疗、食品加工等下游行业需求企稳回升, 且行业经过洗牌, 落后产能出清, 供需关系改善, 推动价格企稳回升。

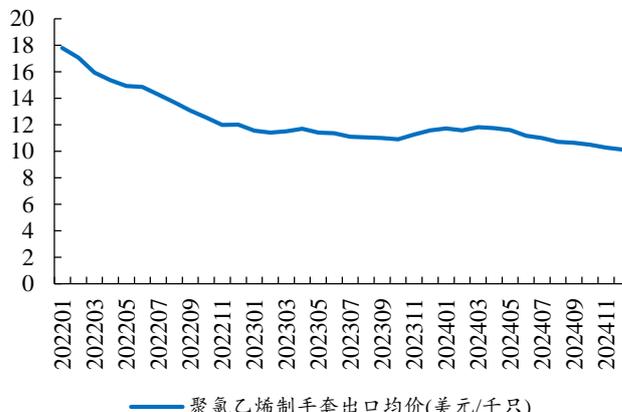
PVC手套价格自2022年初起一直震荡下行, 主要是因为其生产技术门槛相对较低, 新进入者增多, 产能持续扩张, 市场竞争激烈。同时, 原材料价格波动以及环保政策趋严带来的成本压力, 使得企业为维持市场份额, 只能降低价格。加之消费者对丁腈手套等替代品的偏好增加, 进一步压缩了PVC手套的市场空间, 导致价格持续走低。

图23: 丁腈手套均价呈现企稳回升趋势



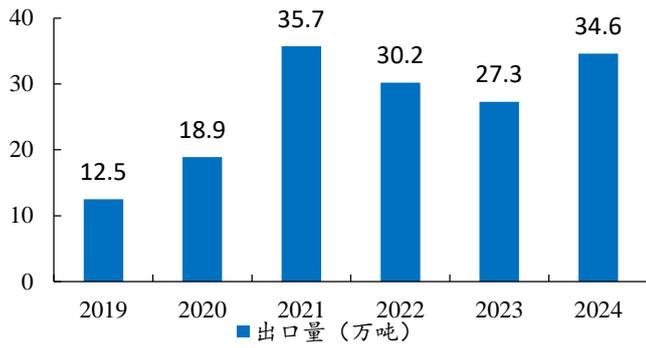
数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图24: PVC手套价格仍在震荡下行

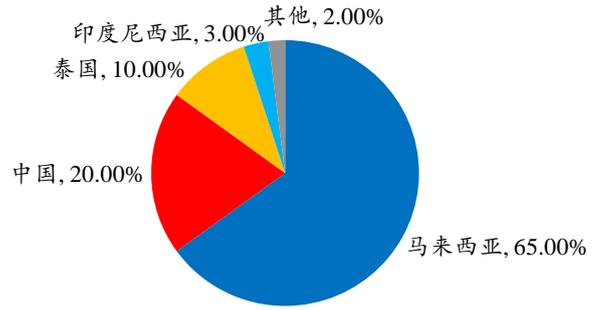


数据来源: 海关总署、开源证券研究所

中国丁腈手套市场发展战略意义重大。(1) 中国较强的工业基础设施、人口红利与工程师红利带来快速发展的技术水平以及低廉生产成本, 使得中国市场的丁腈手套产品在国际上具有较强的竞争优势。这样的朝阳产业可通过政策鼓励、技术迭代等方式演变为区域型主导/支撑产业, 带动全产业链的发展。(2) “健康中国”战略、《“十四五”国民健康规划》等顶层设计, 期望提升重大疫情和突发公共卫生事件防控应对能力、扩大卫生服务设施以满足群众健康需求; 且在ESG投资风口下, 头部企业实现绿色转型, 助力产业经济的绿色可持续发展。(3) 马来西亚橡胶手套制造商协会预估中国占全球橡胶手套的20%的市场份额, 而中国企业在原材料供应稳定性、生产制造体系中具有国际竞争, 有利于推动国内国际双循环新发展格局, 未来在国际市场有望发挥更多作用。

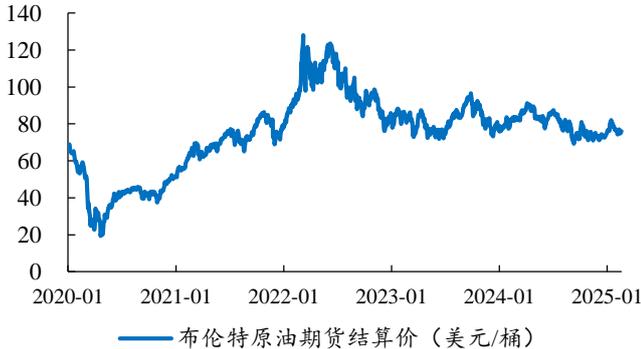
图25：2019-2024年中国丁腈手套出口量呈上升趋势


数据来源：头豹研究院、海关总署、开源证券研究所

图26：2022年中国在全球橡胶手套市场中占20%


数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

成本端：原材料和燃料价格波动较大，影响手套厂商经营情况。丁腈胶乳作为丁腈手套核心原料与主要成本项，其价格与原油价格关联紧密。近年来，通货膨胀、航运费上涨等因素，加剧原油价格波动，叠加天然气、煤炭价格攀升，企业成本压力增大。因此**英科医疗延伸产业链条至上游，通过控股、参股丁腈胶乳生产企业，保障手套原材料的供应稳定性**，并通过提升内部自研能力以及增加外部合作，开发创新材料及配方，优化生产工艺流程以降低生产成本，从而应对原材料市场的价格与供应挑战。

图27：2020-2025年国际原油期货价格走势振幅较宽


数据来源：Wind、开源证券研究所

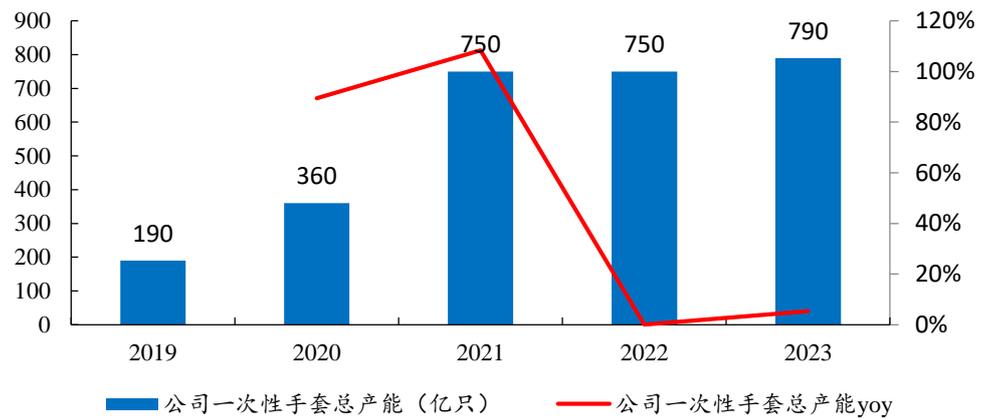
图28：2020-2025年中国液化天然气价格波动较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、一次性手套产能快速扩张，设备工艺均处于领先水平

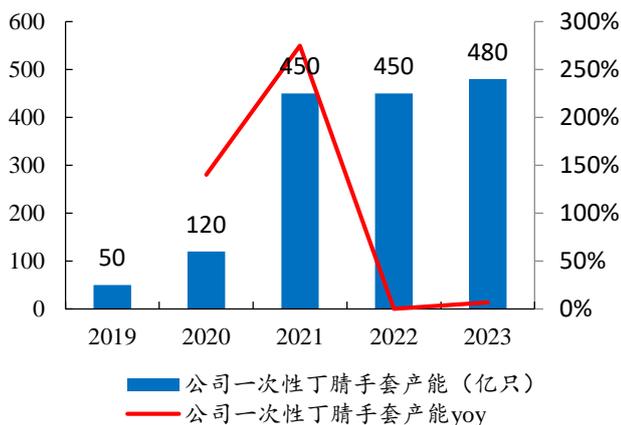
3.1、公司产能：一次性手套总体产能快速扩充，领先中国及全球市场

公司一次性手套产能总体呈现增长态势，主要系近年来公司快速扩充产能，升级生产装备，持续提升生产线速度。2023年公司一次性手套总产能达到790亿只，同比增长5.33%。其中，一次性丁腈手套产能达到480亿只，一次性PVC手套产能达到310亿只。

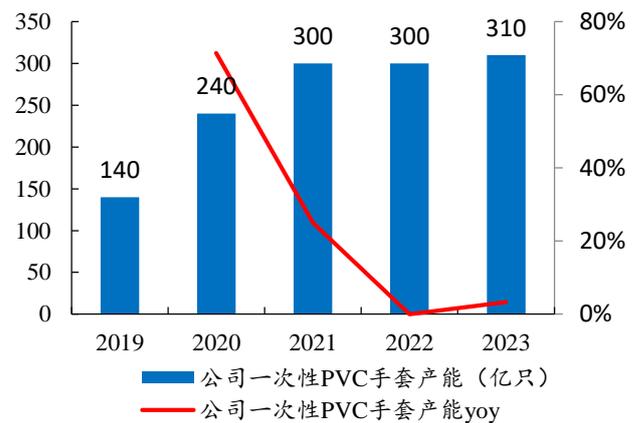
图29：2023 年公司一次性手套总产能达到 790 亿只


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司一次性 PVC 手套产能从 2021 年开始略低于一次性丁腈手套的产能。2023 年一次性丁腈手套产能 480 亿只，占一次性手套总产能的 61%，公司一次性 PVC 手套产能 2019-2023 年产能占比分别为 74%、67%、40%、40%、39%，呈现逐年降低的趋势。

图30：2019-2023 年一次性丁腈手套产能呈增加趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2021-2023 年一次性 PVC 手套产能整体稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、坐拥六大生产基地，技术革新提高生产效率

公司目前在国内拥有六大生产基地。公司目前在安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博六大生产基地。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。2023 年公司手套产品的良品率维持在 99% 以上。同时，公司建有行业领先的一次性手套生产设备，配备先进的器械设备、自主设计生产线及精密 DCS 系统。

图32：公司在江西、江苏、山东和安徽拥有六大生产基地


资料来源：公司官网、公司公告

公司在生产技术上有较强的优势。2023 年共计 24 个新品项目，主要针对丁腈、PVC 产品，包括洁净室手套、灭菌检查、手术类手套和食品级手套，在家居清洁、食品加工和洁净室行业均有较大的突破。公司建立有完善的生产工艺流程，能稳定而高效地生产医疗护理产品。同时，公司不断提升核心设备的自动化程度，充分应用先进的精密分散式控制系统（DCS 系统），工艺控制更加精准。

公司将进一步推进生产效率和项目建设。2024 年公司将持续推进山东省淄博市张店区英科医疗智能医疗器械研发营销科技园项目建设。同时，将进一步提升生产装备的自动化水平和智能化水平，采用更先进的生产工艺、更加自动化的硬件装备、更加智能化的控制系统，进一步提升生产效率。公司也会根据市场供需、国际贸易关系等因素，合理推进安徽安庆怀宁和山东潍坊青州等基地项目建设并适时推进天然乳胶手套以及丁腈手套项目。

4、盈利预测与投资建议

4.1、收入模型关键假设

(1) 医疗防护类：公司持续扩张一次性手套产能，革新生产技术和更新设备，巩固成本优势。并且不断开拓海外市场，产品远销 120 个国家，扩大全球手套市场占有率。考虑到一次性手套下游行业需求企稳回升，且行业经过洗牌，落后产能出清，供需关系改善，丁腈手套价格已经率先企稳回升，PVC 手套价格亦有望修复。因此假设 2024-2026 年该类产品营业收入分别同比增长 37%、12%、18%，即 2024-2026 年实现营收 84.97 亿元、95.43 亿元、112.42 亿元。

(2) 康复护理类：人口老龄化加剧，老年群体对行动辅助工具需求增长；居民健康意识提升，对残障人士出行便利性更重视，电动轮椅车销量有望持续增长。因此假设 2024-2026 年该类产品营业收入分别同比增长 26%、25%、25%，即 2024-2026 年实现营收 4.55 亿元、5.46 亿元、6.55 亿元。

表1：英科医疗分业务收入预测（单位：百万元）

英科医疗(单位:百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	16240.1	6613.8	6918.7	9329.67	10504.71	12354.20
yoy	17%	-59%	5%	35%	13%	18%
毛利	1,415.96	1,651.67	2194.10	1963.58	2206.41	2608.85
毛利率(%)	8.72%	24.97%	31.71%	21.05%	21.00%	21.12%
一、医疗防护类						
收入	15807.5	6005.1	6179.8	8497.1	9543.4	11242.1
yoy	18%	-62%	3%	37%	12%	18%
毛利	9930.0	784.9	820.6	1501.8	1671.1	1987.3
毛利率(%)	62.8%	13.1%	13.3%	17.7%	17.5%	17.7%
业务收入比例(%)	97.3%	90.8%	89.3%	91%	91%	91%
(1) 丁腈手套						
收入	12915.0	3480.0	3876.0	6007.8	6680.7	7950.0
yoy	36%	-73%	11%	55%	11%	19%
毛利	8407.7	501.1	558.1	1471.9	1636.8	1947.8
毛利率(%)	65.1%	14.4%	14.4%	24.5%	24.5%	24.5%
业务收入比例(%)	79.53%	52.62%	56.02%	64.39%	63.60%	64.35%
(2) PVC 手套						
收入	2,822.00	2,455.00	2263.00	2489.30	2862.70	3292.10
yoy	-27%	42%	42%	10%	15%	15%
毛利	626.5	213.6	54.3	29.9	34.4	39.5
毛利率(%)	22.2%	8.7%	2.4%	1.2%	1.2%	1.2%
业务收入比例(%)	17%	37%	33%	27%	27%	27%
二、康复护理类						
收入	254.73	377.8	395.79	455.16	546.19	655.43
yoy	19%	48%	5%	15%	20%	20%
毛利	22.45	37.40	50.79	273.10	327.71	393.26
毛利率(%)	8.8%	9.9%	12.8%	60.0%	60.0%	60.0%

英科医疗(单位:百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
业务收入比例(%)	1.57%	5.71%	6%	5%	5%	5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测和估值

英科医疗作为全球领先的一次性手套供应商,在国内外市场市占率据领先地位。公司在专业技术、生产工艺以及自动化生产设施等方面具备显著优势,拥有六大生产基地,产品远销 120 个国家和地区。随着产能提升与业务拓展,收入有望高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.45/15.80/18.57 亿元, EPS 分别为 2.08/2.44/2.87 元,当前股价对应 P/E 分别为 12.1/10.3/8.8 倍。与同样从事低值耗材业务的中红医疗、振德医疗、拱东医疗等可比公司相比,英科医疗估值较低。并且中国丁腈手套市场处于成长期,英科医疗作为头部企业,成长逻辑清晰,量价齐升前景可期。综合来看,英科医疗优势突出,成长潜力大,维持“买入”评级。

表2: 英科医疗可比公司估值情况(截至 2025 年 2 月 27 日)

证券代码	公司	收盘价(元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300981.SZ	中红医疗	12.59	-0.34	0.29	0.47	0.67	-37.0	42.7	26.7	18.8
603301.SH	振德医疗	21.23	1.45	1.61	1.83	2.25	14.7	13.2	11.6	9.4
605369.SH	拱东医疗	28.94	0.97	1.17	1.49	1.87	29.8	24.6	19.4	15.5
可比公司平均值							2.5	26.9	19.2	14.6
300677.SZ	英科医疗	25.21	0.76	2.08	2.44	2.87	33.0	12.1	10.3	8.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 英科医疗数据来自于开源证券研究所,中红医疗、振德医疗、拱东医疗来自于 wind 一致预期

5、风险提示

原材料价格波动风险: 公司原材料成本占产品成本的比例较高。公司主要产品一次性手套的主要原材料是 PVC 粉、丁腈胶乳和 DINP/DOTP 增塑剂等。若原材料价格出现剧烈波动、公司不能及时向下游转嫁成本,则可能影响公司经营业绩。

汇率波动风险: 公司超过 80% 的收入来源于境外销售,同时有部分原材料通过美元结算,如人民币对美元等主要货币的汇率出现较大的波动,产生的汇兑损益将影响公司的经营业绩。

国际贸易摩擦: 美国对中国加征 301 关税,于 2025 年 1 月 1 日开始征收,对于一次性医疗级手套加征 50% 关税,并计划自 2026 年 1 月 1 日起将关税从 50% 进一步上调至 100%。2024 年 4 月起,日本针对 PVC 恢复关税,关税税率根据 RECP 协定为 3.1%。关税变动将对未来出口销售、经营业绩产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10235	15603	18867	20008	23058
现金	5033	7222	9738	10965	12895
应收票据及应收账款	554	922	1068	1173	1462
其他应收款	81	42	124	63	157
预付账款	184	132	294	185	379
存货	1004	1150	1507	1486	2029
其他流动资产	3380	6136	6136	6136	6136
非流动资产	11243	11476	12925	13351	14457
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7199	7734	9102	9593	10632
无形资产	583	567	647	722	784
其他非流动资产	3461	3176	3176	3036	3042
资产总计	21479	27079	31792	33359	37515
流动负债	3155	8618	11923	12575	15195
短期借款	1494	7034	9761	10647	12475
应付票据及应付账款	946	922	1383	1213	1835
其他流动负债	715	663	779	714	885
非流动负债	2275	2167	2260	2230	2213
长期借款	52	77	171	141	124
其他非流动负债	2223	2089	2089	2089	2089
负债合计	5429	10785	14183	14805	17409
少数股东权益	243	266	288	298	307
股本	660	656	656	656	656
资本公积	1310	1287	1287	1287	1287
留存收益	14072	14396	15609	17036	18689
归属母公司股东权益	15806	16029	17321	18256	19799
负债和股东权益	21479	27079	31792	33359	37515

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1065	502	879	1048	1076
净利润	639	388	1367	1590	1866
折旧摊销	628	720	570	670	765
财务费用	-627	-306	-560	-630	-741
投资损失	-83	-87	-111	-130	-150
营运资金变动	60	-327	-227	-212	-394
其他经营现金流	448	116	-160	-240	-270
投资活动现金流	-1867	-3976	-1678	-666	-1392
资本支出	1715	1439	2019	1096	1872
长期投资	-297	-2638	0	0	0
其他投资现金流	146	101	341	430	480
筹资活动现金流	549	3009	588	-41	418
短期借款	1444	5540	2727	886	1828
长期借款	-150	26	93	-30	-17
普通股增加	110	-4	0	0	0
资本公积增加	-200	-23	0	0	0
其他筹资现金流	-655	-2530	-2232	-898	-1393
现金净增加额	20	-397	-210	340	103

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6614	6919	9330	10505	12354
营业成本	5746	5971	7366	8298	9745
营业税金及附加	55	67	65	74	86
营业费用	218	252	280	315	371
管理费用	407	487	466	525	618
研发费用	252	283	373	420	494
财务费用	-627	-306	-560	-630	-741
资产减值损失	-44	-5	0	0	0
其他收益	34	40	40	46	50
公允价值变动收益	60	176	230	300	330
投资净收益	83	87	111	130	150
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	707	439	1649	1919	2251
营业外收入	25	38	2	2	2
营业外支出	27	35	5	5	5
利润总额	704	443	1646	1916	2248
所得税	65	55	280	326	382
净利润	639	388	1367	1590	1866
少数股东损益	10	5	22	10	9
归属母公司净利润	629	383	1345	1580	1857
EBITDA	1276	1377	2475	2899	3361
EPS(元)	0.97	0.59	2.08	2.44	2.87

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-59.3	4.6	34.8	12.6	17.6
营业利润(%)	-91.9	-37.9	275.7	16.3	17.3
归属于母公司净利润(%)	-91.5	-39.1	251.1	17.5	17.5
获利能力					
毛利率(%)	13.1	13.7	21.0	21.0	21.1
净利率(%)	9.5	5.5	14.4	15.0	15.0
ROE(%)	4.0	2.4	7.8	8.6	9.3
ROIC(%)	3.4	2.5	5.8	6.3	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3	39.8	44.6	44.4	46.4
净负债比率(%)	-20.7	0.4	2.0	-0.0	-0.6
流动比率	3.2	1.8	1.6	1.6	1.5
速动比率	2.3	1.6	1.4	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	10.0	9.4	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	5.5	7.1	7.1	7.1	7.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.59	2.08	2.44	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.78	1.36	1.62	1.67
每股净资产(最新摊薄)	24.46	24.80	26.80	28.25	30.64
估值比率					
P/E	25.9	42.5	12.1	10.3	8.8
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.3	8.4	4.8	4.0	3.4

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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3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9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