

中信证券研究部



刘易
首席主题策略
分析师
S1010520090002

核心观点

全球疫情背景下，一次性医疗手套需求爆发式增长，公司前瞻布局产能释放恰逢其时。利用可比公司进行估值，可比公司 2021 年 PE 估值平均 20 倍，而与公司业务及行业地位最为相近的蓝帆医疗 2021 年 PE 估值 6 倍。鉴于公司在国内一次性手套市场份额遥遥领先，并从产能规划看剑指全球龙头，考虑公司行业地位、扩产、下游需求等，给予 2021 年 PE 5.5 倍，对应目标价 186.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

国内一次性手套龙头，业绩持续超预期，且持续性强于市场预期，具备成长为全球龙头的竞争优势和布局格局。公司作为国内一次性手套绝对龙头，在经营、销售、管理等方面竞争优势明显，具体体现为：①经营以医疗防护手套为主，具备行业领先的加工生产技术，生产线速、产品质量、成本控制均已达到国际顶级水平；②财务方面各项财务指标处于行业领先，营运效率高，资产质量良好；③销售部门采用多种渠道销售，在海外市场积累数十年，掌握优质客户资源；④管理方面，IPO 和可转债募集资金助力公司不断扩产，为公司后期进一步发展壮大打下坚实基础。

疫情背景下行业需求激增，国内企业充分收益。据马来西亚手套行业协会（MARGMA）数据显示，2019 年全球一次性防护手套需求近 5000 亿支，其中医疗级手套市场规模达到 3060 亿支，非医疗级手套市场规模达到 1890 亿支。据 Top Glove 公司预测，2020 年疫情后行业需求增速将从 8-10% 增至 12-15% 左右，英科医疗等国内企业预计将会在此次需求爆发中受益。

积极扩产迎接行业红利，价量齐升增厚公司业绩。公司自 2019 年开始投入大量资金扩大产能，在山东、安徽、江苏、江西、越南等地建立生产基地。2019 年公司一次性防护手套产能 190 亿支，预计 2020 年将新增 20 条丁腈双模生产线，10 条 PVC 双模生产线等，释放约 160 亿支/年产能，预计到 2020 年底产能达 350 亿支/年。同时，疫情影响下需求端激增，价格上升趋势明显，产品毛利率大幅提升。

风险因素：手套价格出现下降，产能扩张速度不及预期。

投资建议：全球疫情背景下，一次性医疗手套需求爆发式增长，公司前瞻布局产能释放恰逢其时。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 22.22 元、33.92 元、14.50 元，当前价对应 PE 分别为 5.29x、3.47x、8.11x。利用可比公司进行估值，可比公司 2021 年 PE 估值平均 20 倍，而与公司业务及行业地位最为相近的蓝帆医疗 2021 年 PE 估值 6 倍。考虑公司行业地位、扩产、下游需求等，给予公司 2021 年 PE 5.50 倍，对应目标价 186.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

英科医疗	300677
评级	买入（首次）
当前价	117.63 元
目标价	186.56 元
总股本	333 百万股
流通股本	232 百万股
52 周最高/最低价	144.6/15.23 元
近 1 月绝对涨幅	-2.38%
近 6 月绝对涨幅	23.21%
近 12 月绝对涨幅	438.13%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,892.54	2,082.94	14,136.82	25,888.31	15,706.82
营业收入增长率	8%	10%	579%	83%	-39%
净利润(百万元)	179.34	178.32	7,410.97	11,311.37	4,833.99
净利润增长率	24%	-1%	4056%	53%	-57%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.92	0.91	22.22	33.92	14.50
毛利率%	25%	25%	74%	64%	49%
净资产收益率 ROE%	14.09%	12.07%	83.66%	59.22%	21.83%
每股净资产(元)	3.82	4.43	26.56	57.28	66.40
PE	128	129	5	3	8
PB	31	27	4	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 20 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
医疗手套生产龙头，具备全球竞争优势和布局格局.....	1
经营：深耕产业 20 余年，掌握先进生产技术.....	1
财务：业绩持续向好，财务指标稳定健康.....	5
销售：具备海外市场优势，“内销+外销”同步发力.....	8
管理：股权激励、可转债募集为长期发展助力.....	9
PVC、丁腈手套市场再迎机遇，中国企业潜力巨大.....	10
全球医疗防护手套需求总量增长，需求结构变化.....	10
东南亚厂商领导市场，订单向龙头企业集中.....	11
PVC 手套产能主要集中在中国，丁腈手套产能向国内转移.....	13
国家基础医疗体系不断完善，政策利好信号集中释放.....	14
疫情催生下游需求，主营产品实现价量齐升.....	15
一次性防护手套需求将延续，市场迅速扩张.....	15
全球公共卫生意识加强，防护需求不减.....	17
加速布局手套市场，积极扩产巩固行业龙头地位.....	17
全球市场供不应求，手套产品实现价量齐升.....	18
风险提示.....	19
盈利预测.....	19

插图目录

图 1: 公司至今已有二十余年的历史, 在我国医疗防护行业优势明显	2
图 2: 主营业务涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材四大板块	2
图 3: 医疗防护类产品 (PVC、丁腈手套) 的增长带动业绩提升	3
图 4: 医疗防护类产品为公司主要产品, 占比达 85%	3
图 5: PVC 手套生产向高效率自动化生产发展	4
图 6: 公司前三季度实现收入 89.45 亿元, 同比增长 486.44%	5
图 7: 公司前三季度实现净利润 43.73 亿元, 同比增长 3376.72%	5
图 8: 净资产收益率保持稳定, 和海外龙头企业相比仍有提升空间	5
图 9: 毛利率高于行业平均水平, 疫情冲击下提升明显	6
图 10: 资产运营能力较强, 资产周转速度处于行业领先	6
图 11: 实施“以销定产”策略, 存货周转水平高于行业平均	7
图 12: 企业近五年应收账款周转率较为稳定, 2019 年应收账款周转率为 6.39	8
图 13: 公司销售渠道多样	8
图 14: 公司积极开拓线上销售模式	8
图 15: 2019 年海外市场占整体销售比重 94.57%	9
图 16: 医疗手套主要类型为 PVC 手套、乳胶手套以及丁腈手套	11
图 17: 全球一次性医疗手套需求不断增长, 增速在 10% 以上	11
图 18: 2019 年全球一次性手套产量分布, 马来西亚占比最高, 中国占比第三	12
图 19: 2018 年一次性手套行业格局, CR3 为 26%	13
图 20: 2019 年一次性手套行业格局, CR3 为 40%	13
图 21: 中国 PVC 手套出口量较大	14
图 22: 全球一次性防护手套市场仍在扩张, 疫情将持续加快需求量增长	16
图 23: 中国一次性医用防护手套市场需求达 132.71 亿支	16
图 24: 2018 年全球各地人均医疗手套使用次数, 中国大陆低于全球水平	16
图 25: 天猫一次性手套销量在疫情后成倍增长	17
图 26: 公司正加速实施募集投资产能规划	18

表格目录

表 1: 可比公司估值情况	1
表 2: 公司手套生产技术已位于全球前列, 在设备集成方面积累了经验	4
表 3: 公司一年以内账龄的应收账款占据绝对比重	7
表 4: 公司掌握海外优质客户资源	9
表 5: 公司制定股权激励制度, 充分调动员工积极性	10
表 6: PVC 手套, 丁腈手套替代乳胶为将来趋势	11
表 7: 医疗手套生产的龙头企业主要集中在马来西亚, 如 Top Glove、Hartalega	12
表 8: 受政策影响, 医疗器械行业已成为国家重点鼓励和发展的行业	14
表 9: 各大厂商均扩大产能, 迎接需求爆发	19
表 10: 公司营收预测	19
表 11: 公司净利润预测	20

■ 估值及投资评级

采用可比公司法进行估值，选择蓝帆医疗、鱼跃医疗、山东药玻作为可比公司。在 PE 法估值中，同行业可比上市公司 2021 年平均 PE 估值为 20.47 倍；PB 法估值中，同行业可比公司 2021 年平均 PB 为 3.33 倍。

全球疫情背景下，一次性医疗手套需求爆发式增长，公司前瞻布局产能释放恰逢其时。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 22.22 元、33.92 元、14.50 元，当前价对应 PE 分别为 5.29x、3.47x、8.11x。利用可比公司进行估值，可比公司 2021 年 PE 估值平均 20 倍，而与公司业务及行业地位最为相近的蓝帆医疗 2021 年 PE 估值 6 倍。鉴于公司在国内一次性手套的市场份额已超越蓝帆医疗，订单旺盛，又积极扩产布局，并考虑公司行业地位、扩产、下游需求等，给予公司 2021 年 PE 5.5 倍估值，对应目标价 186.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2021E
002382	蓝帆医疗	CNY	21.01	0.51	3.72	3.50	3.17	23.87	5.65	6.00	6.00	1.41
002223	鱼跃医疗	CNY	28.55	0.75	1.62	1.42	1.65	27.07	17.66	20.08	20.08	3.32
600529	山东药玻	CNY	42.93	0.77	0.97	1.22	1.51	35.85	44.44	35.32	35.32	5.26
平均				0.68	2.10	2.05	2.11	28.93	22.58	20.47	20.47	3.33

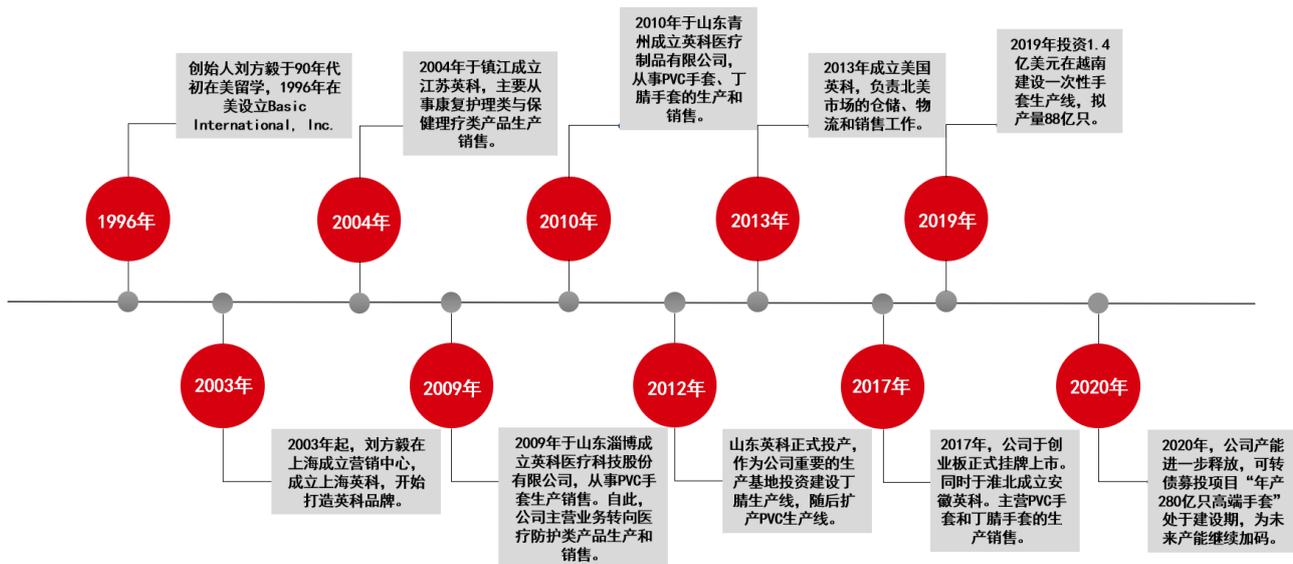
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 11 月 20 日收盘价，可比公司盈利预测为 wind 一致预期

■ 医疗手套生产龙头，具备全球竞争优势和布局格局

经营：深耕产业 20 余年，掌握先进生产技术

瞄准医疗用品生产赛道，二十余年逐步发展壮大。公司的起源可以追溯到 1996 年，实控人刘方毅先生在美国留学，并在加利福尼亚设立了贸易公司 Basic International, Inc.。2003 年回国创业的他成立上海英科，打造了以一次性手套生产为主营业务的英科品牌。2009 年，英科医疗科技股份有限公司在山东省淄博市成立，主要从事 PVC 手套的生产，自此公司的主营业务逐渐转向医疗防护类产品的生产和销售。2017 年 7 月，公司在深圳证券交易所创业板上市。经过二十余年的风风雨雨，公司已成为我国医疗防护类产品生产的领军者，业务已涵盖医疗防护、康复器械、保健理疗、检查耗材等一系列产品，在全球拥有 22 家分子公司，产品远销美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲的 100 余个国家和地区，为全球数 2000 余家客户提供产品和服务。

图 1：公司至今已有二十余年的历史，在我国医疗防护行业优势明显



资料来源：英科医疗官网，中信证券研究部绘制

公司为综合型医疗护理产品供应商，主营业务涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材四大板块。医疗防护产品主要包括一次性 PVC 手套与丁腈手套、防护服等。其中一次性手套主要为公司自主生产，PVC 手套与丁腈手套是公司最主要的产品，而口罩、防护服等主要为对外采购。防护产品广泛应用于医疗检查、医疗护理、实验室、电子产品加工、餐饮服务和家庭劳作等领域。康复护理产品主要包括轮椅车、助行器、助步器、手杖和医用床边桌等，属于耐用医疗设备。保健理疗产品包括各种一次性冰/热理疗袋、可反复使用的冷热理疗袋、超级冰袋、冰冰贴等冷热敷类产品，并且不断开发新产品如宠物用垫子、宠物用冷热袋等。检查耗材类产品包括心电电极片、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。

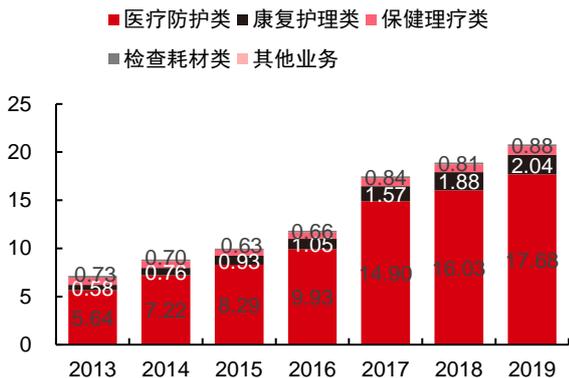
图 2：主营业务涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材四大板块



资料来源：英科医疗年报、招股说明书，中信证券研究部

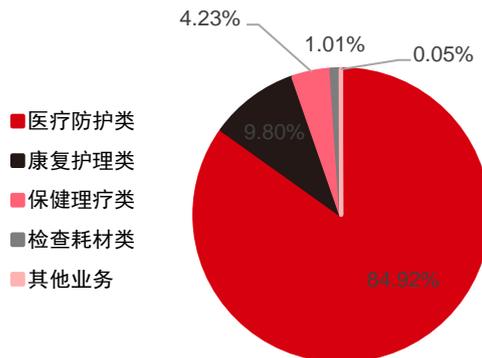
医疗防护类产品为公司主要产品，占比达 85%，康复护理类和保健理疗类产品占比分别为 10%和 4%，检查耗材类产品仅为 1%。2014 年以来，公司经营业绩保持高速增长，主要得益于医疗防护类产品（PVC 手套、丁腈手套）的高增长。2015 年公司整体营业收入为 9.98 亿元，而 2019 年达到 20.83 亿元，业绩实现翻倍。受全球新冠疫情危机爆发影响，今年以来公司防护类产品收入再次实现飞跃，2020 年仅上半年便实现收入 42.86 亿元，同比增长 413.94%。

图 3：医疗防护类产品（PVC、丁腈手套）的增长带动业绩提升



资料来源：wind，中信证券研究部 单位：亿元

图 4：医疗防护类产品为公司主要产品，占比达 85%

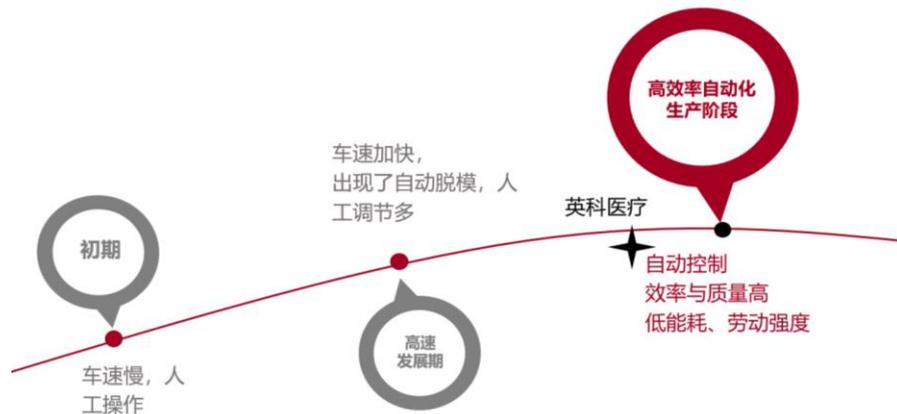


资料来源：wind，中信证券研究部

手套行业属于技术密集型行业，产线集成能力是衡量一次性医疗手套制造企业的**关键因素**，英科医疗的手套生产技术已位于全球前列。一次性手套加工设备是每家生产企业根据自己的技术实力，自行研发设计，将硬件、软件、基建等进行非常复杂的集成。因此其产线集成能力直接影响到了生产效率以及手套克重。经过多年的发展，公司手套克重和生产线速指标处于行业前列。根据 2019 年 5 月 15 日公司公告的《英科医疗:关于公司创业板公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复(修订稿)》披露，在良品率可以保障的前提下，公司的丁腈手套可以做到 2.5g/支，线速可以达到 4.3 万支/小时，该技术水平已处于行业前列。

公司采用 DCS 控制系统，实现生产环节的自动温度控制和液面控制，大幅度提升生产效率。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，大幅度提高了生产效率，降低了成本同时提高了品质。公司致力于设备的升级换代和自动化的提升，与国内外知名的设备公司合作研发，提高生产线的技术水平，在多个生产环节实现了自动化控制，在保证质量的前提下，增加产量，扩展产能。

图 5：PVC 手套生产向高效率自动化生产发展



资料来源：中信证券研究部绘制

公司目前生产多种规格和型号的轮椅和冷热敷产品，在设备集成方面积累了经验，具有一定的竞争优势。轮椅及冷热敷类的生产需要根据客户的需求、产品的特点和使用的场景进行个性化设计，且轮椅及冷热敷的型号多，产品更新换代较快，需要针对不同的产品采购不同的设备并进行系统集成。公司建立系统的技术研发体系，项目开发技术文档管理，项目研发导入方案，形成了规范的生产工艺流程，能稳定而高效的生产各类手动轮椅、电动轮椅、四轮车、助行器、床边架、床边桌、厕椅、移位机等医疗康复器械产品和各类冷热敷、冰袋、热袋等理疗产品。同时，公司正在进行轮椅和冷热敷类新产品的研发，并计划对现有生产线进行技术改造，从而不断提高公司轮椅和冷热敷产品的市场占有率。

表 2：公司手套生产技术已位于全球前列，在设备集成方面积累了经验

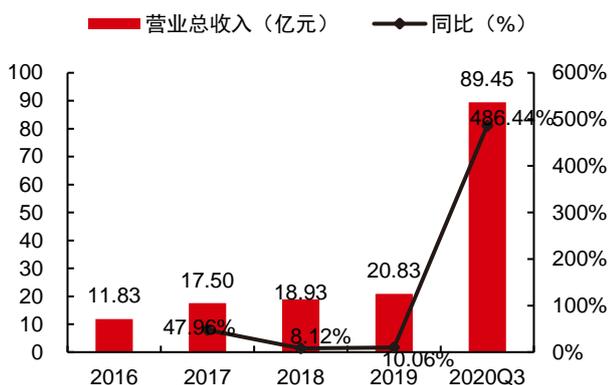
技术发展现状	核心技术	在研项目（部分）
<p>配料：使用自动化控制配料系统，大大提高了配料的精准性，使糊料稳定性有了很大提高，并且使用封闭式的搅拌系统和过滤系统，使配料的洁净性大大提高；</p> <p>PVC 手套工艺流程：增大了糊料槽，增加了料槽循环，减少了糊料在料槽内的沉淀和分层，料的稳定性大大提高；加长垂滴段，并优化垂滴角度，克重及厚度控制更加精准；将导热油路细分成多段且可控，调整工艺更加准确；改良优化部分辅助设备，产品品质更加稳定。</p>	<p>PVC 医疗级手套控制程序、生产线自动温控技术、PVC 手套 PU 水洗技术、先进 PVC 手套生产装置</p>	<p>PVC 糊料机械降粘的研发、视觉检测设备在 PVC 手套中的应用、低克重高强度 PVC 手套的研发、新一代 PVC 双手模生产线</p>
<p>配料：优化辅料的配方，核心辅料自制，制作满足自己需要的辅料体系，根据不同产品规格和客户的需求，精确制定配方；</p> <p>工艺流程：采用了分段式烤箱，实现了硫化时间和温度最佳匹配；导热油管道和风机的搭配使用，降低了胶乳的烘干和硫化温度，降低了能耗；增加了水洗槽数量和盘刷个数，提高在线手模清洗的洁净度；加宽了凝固剂槽和胶槽的宽度，使手模在浸渍的时候更稳定；减小了料槽浸渍的角度，减少了气泡的产生，提高了胶乳在料槽中的稳定性。</p>	<p>丁腈医疗级手套配料及工艺控制、指部加厚的丁腈手套生产线</p>	<p>丁腈手套用功能型辅助材料研制、丁腈生产线 DCS 自动控制系统、一种新型高车速丁腈手套生产线胶槽</p>
<p>建立系统的技术研发体系，项目开发技术文档管理，项目研发导入方案，形成了规范的生产工艺流程，能稳定而高效的生产各类手动轮椅、电动轮椅、四轮车、助行器、床边架、床边桌、厕椅、移位机等医疗</p>	<p>90 系列多功能铝轮椅</p>	<p>座板角度可调轮椅、可车载使用手动铝轮椅</p>
<p>康复器械产品和各类冷热敷、冰袋、热袋等理疗产品</p>	<p>凝胶冷热敷袋的内料及产品结构</p>	<p>一种多功能多相变温度冷热敷袋、一种多功能环保型凝胶冰袋</p>

资料来源：英科医疗年报，中信证券研究部

财务：业绩持续向好，财务指标稳定健康

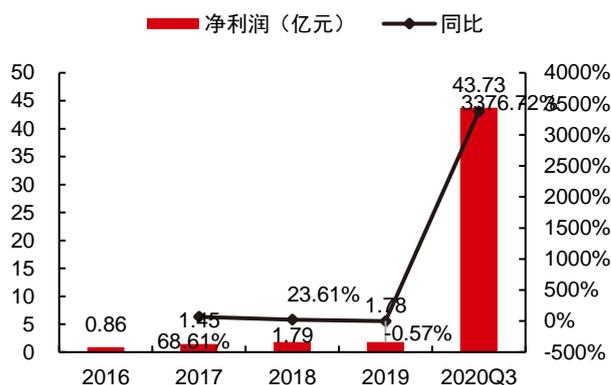
公司业绩持续向好，2020 年实现爆发式增长。2019 年营业收入为 20.83 亿元，相较于 2016 年 11.83 亿元的营业收入增长了近一倍，年复合增长率达到 20.75%。2019 年公司净利润为 1.78 亿元，对应 2016-2019 年复合增长率达到 27.44%，在过去五年时间内公司营业收入、净利润均实现了成倍增长的超快发展。2020 年在疫情背景的催化下，公司前三季度实现收入 89.45 亿元，净利润 43.73 亿元，分别同比增长了 486.44% 和 3376.72%，再一次证明公司具有稳定的盈利能力与强大的发展潜力。

图 6：公司前三季度实现收入 89.45 亿元，同比增长 486.44%



资料来源：wind，中信证券研究部

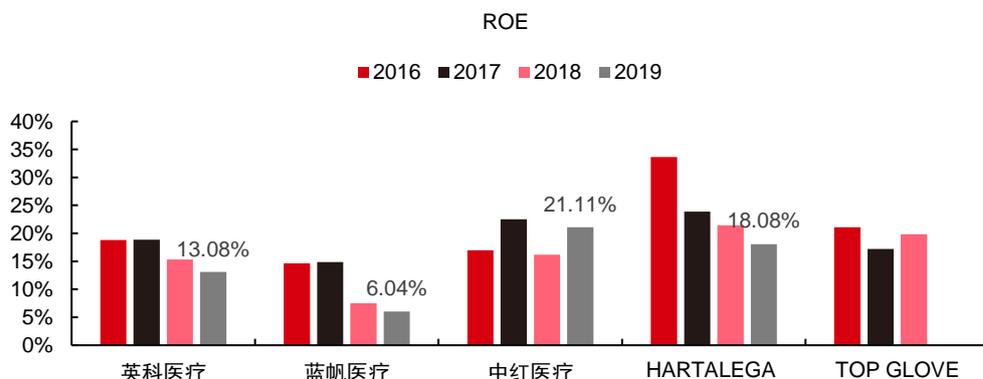
图 7：公司前三季度实现净利润 43.73 亿元，同比增长 3376.72%



资料来源：wind，中信证券研究部

净资产收益率保持稳定，和海外龙头企业相比仍有提升空间。将公司与国内外行业龙头（马来西亚 Hartalega、马来西亚 Top Glove、中红医疗、蓝帆医疗）的净资产收益率进行比较，可以看出近年来医用手套行业的 ROE 基本在 14%-24%，不同企业因为生产经营管理的不同而表现出不同的 ROE，优秀企业的 ROE 长期维持高位。英科医疗的 ROE 处于行业平均水平，2017 年略有下滑，2018 年有所回升，表明公司管理具有较好的稳定性。

图 8：净资产收益率保持稳定，和海外龙头企业相比仍有提升空间

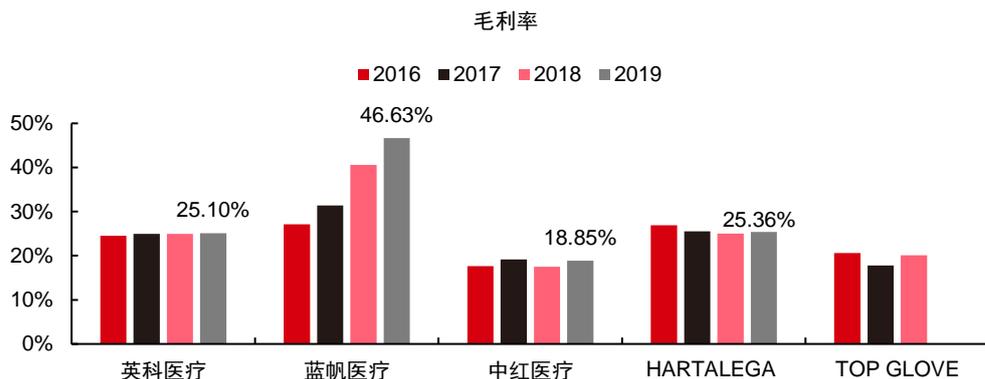


资料来源：wind，中信证券研究部

毛利率高于行业平均水平，疫情冲击下提升明显。毛利率主要影响因素为：（1）原材料（PVC 粉、增塑剂和丁腈乳胶）采购成本波动；（2）售价波动，以及美元兑人民币汇率

波动对外售单位售价的影响；(3) 公司提升生产效率、成品率带去的单位成本的降低。2019年，在公司医疗手套生产技术的不断提升下，公司毛利率达到 25.10%，相较于 2018 年增长了 0.16pct，与全球手套生产龙头企业 Hartalega 的毛利率水平相差无几，甚至高于马来西亚手套龙头企业 Top Glove；与国内主要竞争对手相比，公司的毛利率明显高于中红医疗，也高于并购心脏支架业务之前的蓝帆医疗。同时，在 2020 年新冠疫情的需求冲击下，公司产品进一步实现价量齐升，2020Q3 毛利率提升至 68.52%，极大地提升了公司的盈利能力，未来发展潜力巨大。

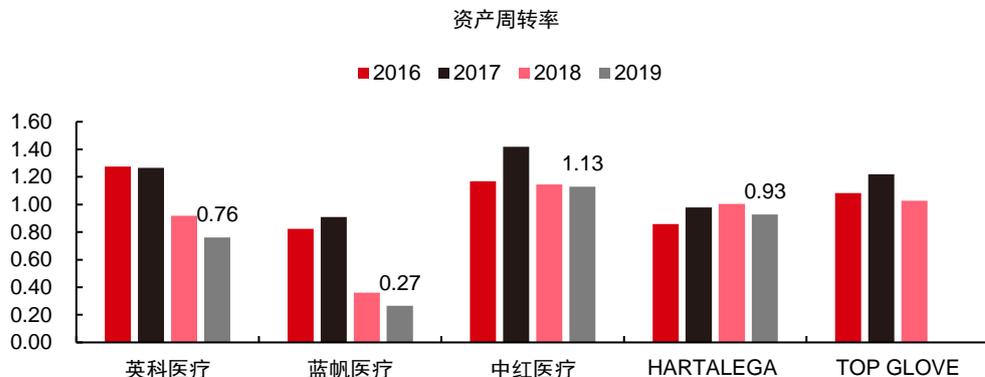
图 9：毛利率高于行业平均水平，疫情冲击下提升明显



资料来源：wind，中信证券研究部

资产运营能力较强，资产周转速度处于行业领先。近年来，公司资产规模不断扩大，逐步实施产能扩张计划。根据公司 2019 年年报披露，子公司安徽英科第一期 16 条 PVC 手套生产线于 2019 年 7 月份建成投产，并在 2019 年开工建设 20 条双手模丁腈手套生产线。产能的扩张给企业带来了较高的资金需求，企业通过短期借款筹集了大量的资金用于生产线建设，使得企业的货币资金有较大幅度的上升，进而导致总资产周转率下降。和同行业可比公司相比，公司总资产周转率总体仍处于行业较为领先的水平，说明企业可以高效地运用资产。

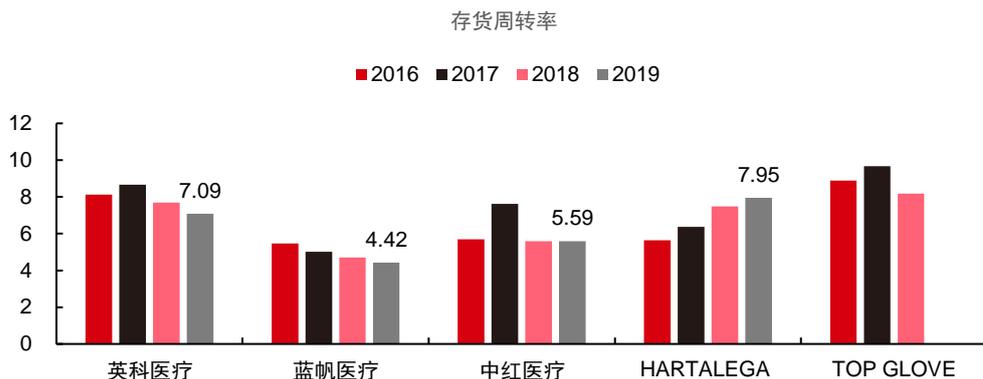
图 10：资产运营能力较强，资产周转速度处于行业领先



资料来源：wind，中信证券研究部

优质客户资源以及“以销定产”的经营策略使得公司存货周转水平高于行业平均。2017-2019 年公司存货周转率分别为 8.66 次，7.69 次和 7.09 次，每年均高于国内同行业上市公司代表，接近业界龙头马来西亚 Top Glove 的存货周转率，存货流动快，运营效率高。存货周转率高于国内同行业公司的主要原因有两点，一是公司已在欧美市场建立了良好的基础，积累了一批忠实、优质的客户，品牌声誉稳步提升，公司采取“以销定产”战略，产品周转较快；二是产品同质化程度较高，竞争激烈，毛利有限，公司采取多种方法以提高存货周转率，继而有利于公司收入规模的扩大和盈利能力的增强。

图 11：实施“以销定产”策略，存货周转水平高于行业平均



资料来源：wind，中信证券研究部

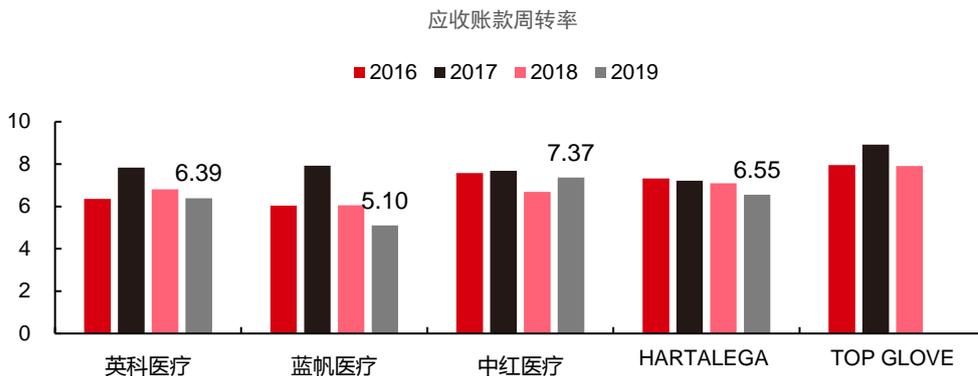
稳定优质的客户资源保证回款速度，营运资金周转压力小。企业近五年应收账款周转率较为稳定，2019 年应收账款周转率为 6.39，接近行业龙头 Hartalega 和 Top Glove 的水平。结合应收账款账龄来看，绝大多数是账龄在一年以内的应收账款，坏账的风险较低。截至 2019 年 12 月 31 日，公司应收账款的 30.20%源于余额前五名客户，不存在重大的信用集中风险，且账龄绝大部分在一年以内（97.54%）。从公司的销售模式来看，“以销定产”的销售模式使得存货的库存仅与发货安排有关，存货积压的风险较小。

表 3：公司一年以内账龄的应收账款占据绝对比重

账龄	期末余额	
	应收账款（百万元）	占比
1 年以内	342.56	97.54%
1 至 2 年	6.67	1.90%
2 至 3 年	0	0.00%
3 年以上	0.99	0.28%
3 至 4 年	0.12	0.03%
5 年以上	0.87	0.25%
合计	351.21	100.00%

资料来源：英科医疗 2019 年年报，中信证券研究部

图 12：企业近五年应收账款周转率较为稳定，2019 年应收账款周转率为 6.39

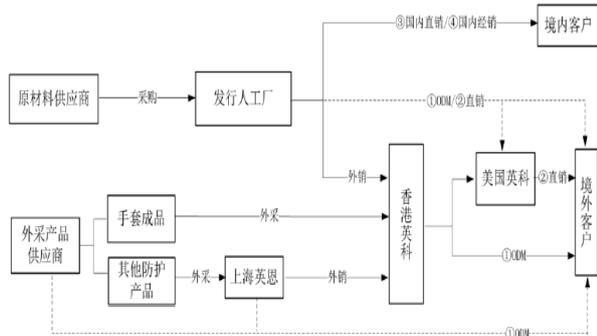


资料来源：wind，中信证券研究部

销售：具备海外市场优势，“内销+外销”同步发力

公司采用多种销售渠道，其中外销主要采用“ODM+直销”模式，内销主要采用“直销+经销”模式。公司外销以 ODM 为主，通过 ODM 外销给品牌供应商，公司产品借助外销渠道进入海外市场。公司内销以经销为主，直销为辅。经销主要是将产品出售给药房、购物商场等经销商，再由经销商转卖给消费者。在直销方面，公司积极开拓线上销售模式，与天猫、淘宝、京东、网易严选等电商平台展开合作，加强品牌建设与市场推广力度，取得了较好的营销业绩。

图 13：公司销售渠道多样



注：实线为票据流，虚线为报关发货流。

资料来源：英科医疗招股说明书

图 14：公司积极开拓线上销售模式



资料来源：英科医疗京东旗舰店

借助 ODM 模式打开海外市场，掌握优质客户资源。 ODM (Original Design Manufacturer)，是受托方根据委托方的规格和要求，基于授权合同设计和生产产品。由于公司护理类产品所应用的行业为医疗护理及检查、食品等行业，具有高风险性，因此各国设定了严格的准入制度。通过外销给当地客户（多为品牌供应商），可利用其所在区域积累的丰富的客户资源与运营经验，使公司产品有效进入海外市场。ODM 模式下，公司的国内工厂通过香港英科公司直接将货物销售给国外客户，积累了较多的海外销售渠道。目

前公司国外客户基本都是国际的顶级的批发商和零售巨头，比如世界 500 强企业麦克森集团、美国欧玛用品有限公司、美国美联实业有限公司、日本大崎医疗公司、美国台塑等。

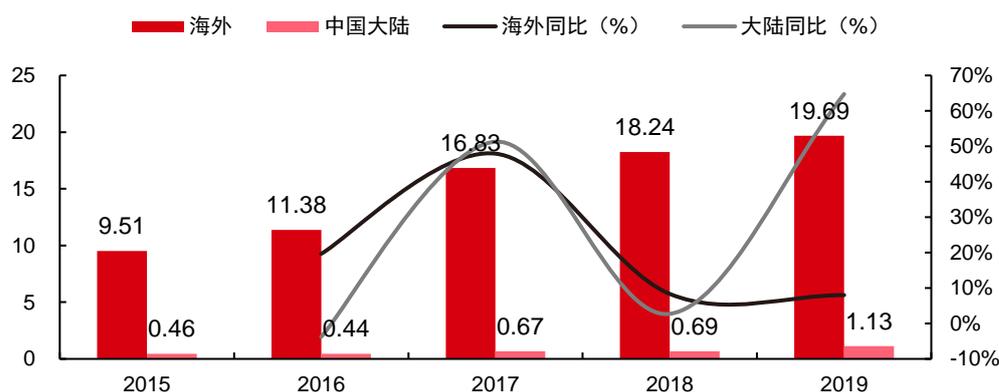
表 4：公司掌握海外优质客户资源

客户名称	简介
McKesson Corporation	McKesson Corporation（美国麦克森国际集团有限公司）拥有 180 多年的经营历史，世界 500 强之一，纽约交易所上市公司；是美国地区最大的医疗服务企业，其产品供应美国 50%的医院，20%的病人；公司客户中 PSS Global 和 Cypress Medical 均为其旗下公司。
Medline Industries, Inc.	Medline Industries, Inc.（美联实业有限公司）成立于 1910 年，美国最大私营医疗产品供应商，2014 年销售收入 70 亿美元，拥有 12000 名员工。
Spring-Fill, LLC	Spring-Fill, LLC（施普林菲尔德有限责任公司）成立于 1992 年，位于美国芝加哥，主要从事一次性的手套、包装纸的批发业务，客户主要为世界各地的分销商。
Cardinal Health, Inc.	Cardinal Health, Inc.（卡地纳健康有限公司）总部位于美国俄亥俄州都柏林，世界 500 强之一，是一家健康医疗服务公司，拥有 36000 名员工，每天为 10 万多个地点提供药品以及医疗产品和服务。向美国 75%的医院提供产品。

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

持续采取全球化战略，在海外市场取得了一定的地位，并不断扩张市场规模。公司一直采用全球采购、全球营销的战略，目前产品销往 120 多个国家和地区。为应对贸易摩擦的影响，2018 年公司着眼于美国市场之外的欧洲、日本成熟市场和中东、南美、加拿大、俄罗斯等新兴市场营销渠道的开发。2018 年单年参加了行业内国际和国内的医疗器械、医疗耗材展会共 37 个，其中包含 Arab Health、Medical Japan、KIMES、Hospitalar、FIME 等全球或区域知名行业展会，有效开拓了市场，使得各类产品的销售收入均实现稳定增长。2019 年公司在中国境外销售额达到 19.69 亿元，占整体销售比重 94.57%；境内业务整体占比仅有 5.43%。企业与海外高端客户建立长期友好合作关系，其中美国的销售比重在 50% 以上，是最主要的海外市场。

图 15：2019 年海外市场占整体销售比重 94.57%



资料来源：Wind、中信证券研究部

管理：股权激励、可转债募集为长期发展助力

四次股权激励政策实施助力公司打造优秀管理团队。公司上市之初即授予员工 99.5 万股限制性股票激励，占公告日股本总额的 1.02%。2018 年 12 月，第二期限限制性股票激

励计划扩大了数量，变为 199.5 万股，激励对象也由第一期的 79 人扩大至 134 人。目前已结束第四次股权激励，总授予人数达 297 人，将公司业绩与核心员工利益绑定，进一步增加了人才粘性，有利于公司核心团队的人员稳定及公司长久战略的实施。

表 5：公司制定股权激励制度，充分调动员工积极性

	首次实施公告日	激励总数 (万股)	激励股本占总股本比例	授予价格 (元/股)	员工构成	业绩考核条件
第一期	2017/10/31	99.5	1.02%	23.57	核心技术人员 79 人	以 2016 年扣非净利润为基准, 2017、2018、2019 年增长率分别不低于 30%、50% 和 80%
第二期	2019/1/19	199.5	1.02%	8.56	高管 2 人, 核心技术人员 132 人	以 2017、2018 年净利润平均值或营业收入平均值为基准, 2020、2021 年增长率分别不低于 15%、35%。
第三期	2020/1/3	199.9	1%	7.85	高管 4 人, 核心技术人员 184 人	以 2019 年净利润或营业收入为基准, 2020、2021、2022 年增长率分别不低于 20%、35% 和 50%。
第四期	2020/5/18	150	0.69%	29.2	公司董事、高管、董秘等核心骨干人员合计不超过 297 名	业绩考核标准以 2019 年扣非净利润或营收为基准, 2020~2022 年扣非净利润或营收增长不低于 100%、150%、220%, 2020~2022 年扣非归母净利润不低于 3.38 亿元、4.23 亿元、5.41 亿元, 或营收不低于 41.66 亿元、52.08 亿元、66.66 亿元。

资料来源：英科医疗公告，中信证券研究部

可转债募集资金助力产能扩张，为长期发展提供资金保障。目前公司全年产能利用率及产销率均超过 95%，亟需扩产满足长期发展的需要。而 PVC 手套单线投资约为 800 万元，丁腈手套单线投资则高达 2000 万元，为加快安徽英科的建设，公司 2019 年发行 4.7 亿元可转换公司债券用于建设“年产 110.8 亿支（1108 万箱）高端医用手套项目”，该项目能有效增加高端医用手套产能，帮助公司冲破产能瓶颈。

■ PVC、丁腈手套市场再迎机遇，中国企业潜力巨大

全球医疗防护手套需求总量增长，需求结构变化

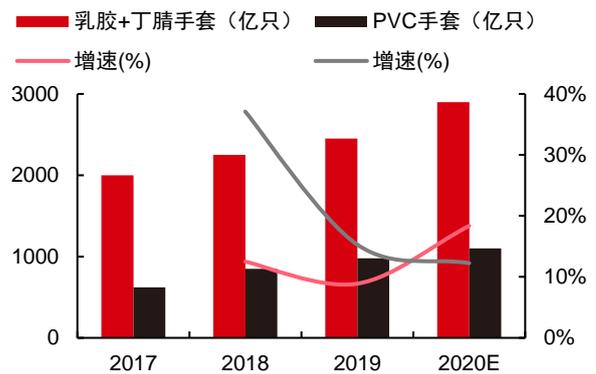
医疗手套是一次性手套的高端产品，通过材质进行区分主要包括 PVC 手套、乳胶手套以及丁腈手套。在医疗行业，手套更换频率较高，通常使用一次性手套，这样不但可以避免交叉感染，更可以大大节约更换成本。进入目标市场时，手套通常按规定进行批次抽检，根据批次检验满足的品质等级被区分为医疗级手套和非医疗级手套。医疗手套是医疗级一次性手套的简称，是满足目标市场相关医疗用途准入标准（目标市场的较高准入标准）的手套，与普通一次性手套相比在制作工艺等方面对技术有更高的要求。

图 16：医疗手套主要类型为 PVC 手套、乳胶手套以及丁腈手套



资料来源：英科医疗天猫旗舰店

图 17：全球一次性医疗手套需求不断增长，增速在 10% 以上



资料来源：中国塑协（含预测），中信证券研究部

一次性健康防护手套产业进入成熟期，需求总量增长，需求结构变化。一次性手套主要分为乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套及其他合成胶乳手套。其中由于成本优势，乳胶手套是目前市场占比最高的种类（市占率 50%），PVC 手套次之（市占率 30%），丁腈再次（市占率 15%）。但近年来随着技术工艺逐渐成熟，医疗级丁腈手套与 PVC 手套将逐渐取代乳胶市场份额，并被广泛应用于医疗检查、医疗护理、食品卫生等诸多领域，具有较大的市场发展空间。尤其是近年来全球公共卫生事件频发，全球疫情危机依旧在蔓延，普通大众对于手部卫生防护的重视程度逐渐提高，医疗手套行业未来发展前景较好。

表 6：PVC 手套，丁腈手套替代乳胶为将来趋势

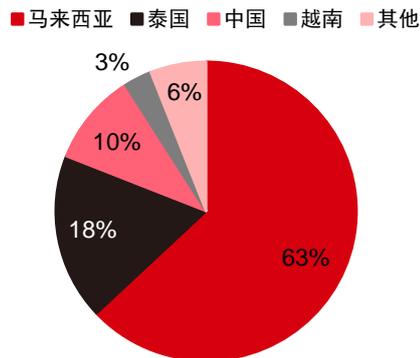
手套品种	优点	缺点	发展趋势	生产地	应用领域
PVC 手套	不会引起过敏，穿戴容易，透气性好，手感舒适，耐酸碱，隔离效果好，抗静电，价格便宜	普通的 PVC 手套在弹性上不如乳胶手套和丁腈手套，暂时无法应用于手术	增长稳定	以中国大陆为主	医用检查、食品加工、化工电子、清洁卫生
丁腈手套	弹性好，与乳胶手套相当；原料供应和质量更稳定	产品价格偏高；目前生产工艺中需要添加促进剂，仍然可能导致人体皮肤过敏	市场份额上升	马来西亚、泰国和印度尼西亚等东南亚国家	医用检查、简单医疗手术、食品加工、化工电子、清洁卫生
乳胶手套	弹性及贴附性强；价格适中	天然乳胶蛋白可能导致人体皮肤过敏；橡胶属于农业产品，产品价格波动性大，并且原料质量的稳定性不可靠	市场份额下降	马来西亚、泰国和印度尼西亚等东南亚国家	医疗手术

资料来源：英科医疗招股书，中红医疗招股书，中信证券研究部

东南亚厂商领导市场，订单向龙头企业集中

全球一次性手套产能主要集中在东南亚地区。马来西亚依托其橡胶原产国的成本优势成为世界一次性手套的主要生产国，马来西亚手套行业协会数据显示，2019 年度马来西亚一次性手套产量占比约 63%，而泰国占比约 18%，中国占比约 10%。

图 18: 2019 年全球一次性手套产量分布, 马来西亚占比最高, 中国占比第三



资料来源: 马来西亚手套行业协会, 中信证券研究部

医疗手套生产的龙头企业主要集中在马来西亚等国家, 国内有少数企业得到国际市场的认可。马来西亚的 Top Glove Corporation Berhad (顶级手套有限公司)、Hartalega Holdings Berhad (贺特佳控股有限公司)、Kossan Rubber Industries Bhd. (高产坭品工业有限公司) 等公司均为大型丁腈手套生产企业, 在全球一次性手套市场份额排名前三, 共计 39.5%。而中国的龙头企业主要为英科医疗、蓝帆医疗与中红医疗。一次性手套中的 PVC 手套生产企业主要集中在中国大陆, 主要分布在河北、山东、江苏、广东、江西等省份, 但产量较大、医疗级出品率高的生产企业并不多。

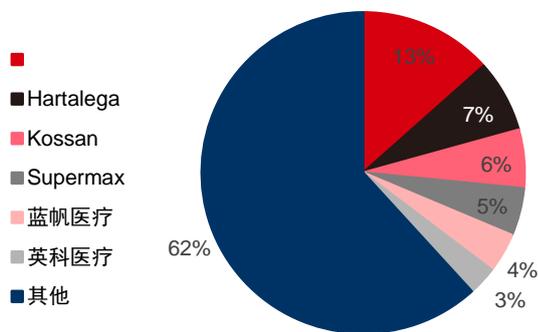
表 7: 医疗手套生产的龙头企业主要集中在马来西亚, 如 Hartalega

可比公司	简介	2018 年产能分布 (亿支)	2020 年预计产能 (亿支)	主要生产类型	主要销售区域
	成立于 1991 年, 拥有数百条生产线, 手套年产量超过 500 亿支, 是全球最大的乳胶手套制造商。	乳胶: 296, 丁腈: 248, PVC: 61	737	乳胶 (49%), 丁腈 (41%), PVC (10%)	境外销售为主
Hartalega	成立于 1988 年, 拥有超过 100 条手套生产线, 是全球最大的丁腈手套生产厂家, 产品包括丁腈手套、乳胶手套等。	乳胶: 13, 丁腈: 317	446	乳胶 (4%), 丁腈 (96%)	境外销售为主
Kossan	成立于 1979 年, 手套年产能超过 200 亿支。该公司产品销往 100 多个国家和地区。	乳胶: 66, 丁腈: 199	360	乳胶 (25%), 丁腈 (75%)	境外销售为主
蓝帆医疗	成立于 2002 年, 主要分两大事业部, 防护事业部及心脑血管事业部, 2019 年健康防护手套产量达 167.89 亿支, 营业收入达 16.78 亿元, 健康防护手套的总产能已超过 180 亿支/年。	丁腈: 36, PVC: 144	250	丁腈 (20%), PVC (80%)	境外销售为主, 境外占比 77%, 境内占比 23%
英科医疗	成立于 2009 年, 业务涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材等板块, 其中医疗防护产品主要包括一次性 PVC 手套与丁腈手套、防护服等。2019 年, 英科医疗手套产量约 157.27 亿支, 医疗防护产品销售收入约 17.69 亿元。	丁腈: 37, PVC: 90	350	丁腈 (40%), PVC (60%)	境外销售为主, 外销占比超 95%, 销往美国、欧盟、日本等国, 美国占比超 50%
中红医疗	成立于 2010 年, 是集 PVC 手套、丁腈手套的研发、生产与销售及包装制品的生产为一体的专业的医疗手套生产企业。2019 年, 公司丁腈手套产能为 60.02 亿支, 产量为 59.96 亿支, 销量为 61.34 亿支; PVC 手套产能为 36.68 亿支, 产量为 32.31 亿支, 销量为 35.55 亿支。	丁腈: 36, PVC: 46	-	丁腈 (44%), PVC (56%)	境外销售为主

资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

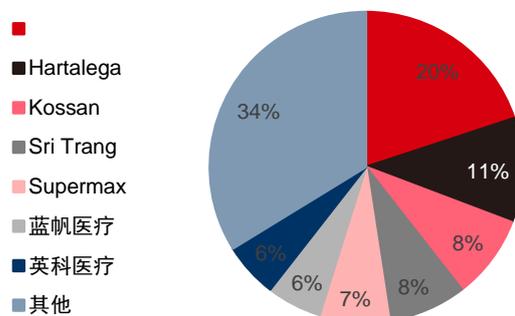
一次性手套工艺控制方面存在较高技术壁垒，成本优势使得行业向具有规模效应的龙头企业集中。一次性手套对生产工艺要求较高，具体体现在生产设备、生产配方及工艺控制上。在生产设备方面，生产企业需要根据自己产品的市场定位，结合生产所处的区域的温度、湿度进行设计，不断对生产线进行维护与升级，对企业的生产经验要求较高。在生产配方方面，企业需要结合客户的需求、生产所处的温度和湿度、生产线的运转情况，对相关的配方进行调整，同时需要与供应商建立稳定的合作关系。在工艺控制方面，需要进行实时的全方位的控制，才能生产出稳定的产品特别是医疗级产品，而相关的控制需要根据操作人员、温度、湿度等进行综合设计。根据一次性手套行业发源地马来西亚的情况来看，行业正在逐步向成本更低、效率更高的企业集中，小产能逐渐退出市场。

图 19：2018 年一次性手套行业格局，CR3 为 26%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 20：2019 年一次性手套行业格局，CR3 为 40%

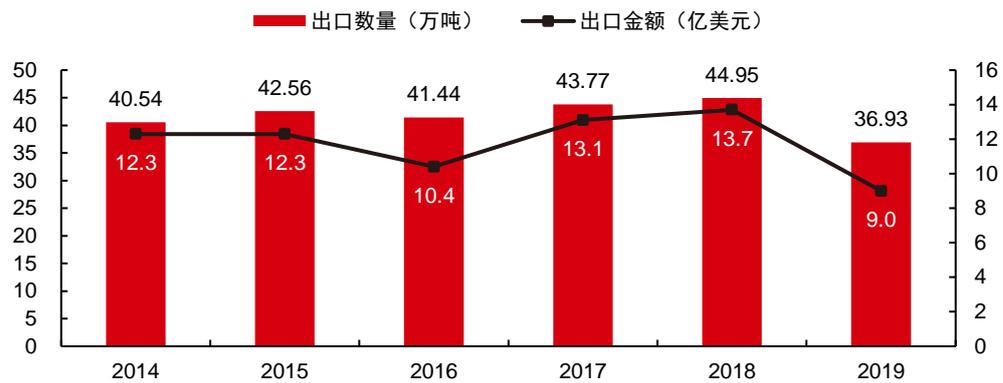


资料来源：公司公告，中信证券研究部

PVC 手套产能主要集中在国内，丁腈手套产能向国内转移

中国目前约有 1200 条 PVC 手套生产线，聚集了全球 95% 的产能，其中 80% 以上用于出口。PVC 手套在上世纪 50 年代末由 OakTechnicalLLC 公司发明，我国企业于 20 世纪 90 年代开始引入 PVC 手套生产技术，经过多年的发展，我国企业生产 PVC 手套的技术已经十分成熟。我国 PVC 手套出口量约占一次性手套出口总量的 80% 以上，从 2013 年的 39.19 万吨增长到 2018 年的 44.95 万吨，增长了 14.70%，2018 年出口金额达到了 13.7 亿美元。虽然出口量在 2019 年有所回落，同比下降 17.8%，但随着全球公共卫生事件频发，人们卫生保健意识的增强，PVC 手套需求量爆增，预计出口量将保持增长趋势。

图 21：中国 PVC 手套出口量较大



资料来源：中国海关总署，智研咨询，中信证券研究部

先进工艺的引入使得丁腈手套普及率提高，成本降低，产线逐步向国内转移。丁腈手套产品属于健康防护手套中的高端产品，主要用于对防护性、防尘量、抗化学性、耐油性与机械防护性等要求较高的行业。2010 年以前丁腈手套价格昂贵，是 PVC 手套的几倍。但随着技术突破，克重降低，成本下降。丁腈手套的市场份额不断提升。目前丁腈手套价格一般较 PVC 手套价格高 30% 以上，毛利率也高于 PVC 手套。由于向原料地集中的原因，丁腈手套的生产企业大部分集中东南亚国家，其中马来西亚聚集了全球 70% 的丁腈产能，国内丁腈手套厂家主要是原 PVC 手套厂家进行产品扩展而来。目前国内引入丁腈手套生产线的企业已经在 PVC 手套生产行业积累了多年的生产经验和客户资源，并从国外引入先进的生产设备，加速了国内丁腈手套行业发展，国内厂商生产的丁腈手套的品质和价格已逐渐被客户接受。

国家基础医疗体系不断完善，政策利好信号集中释放

受到我国全面医疗改革的规划政策影响，医疗器械行业属于国家重点鼓励和发展的行业，拥有政策推力。分级诊断政策扩大了基层市场的容量，使得医疗器械需求大幅度增加；鼓励采购国产器械装备，进一步落实进口替代政策；同时政策鼓励研发创新，优先审评等政策推动国内自主研发技术的势头。根据国务院办公厅印发的《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》，我国将构建与国民经济和社会发展水平相适应、与居民健康需求相匹配、体系完整、分工明确、功能互补、密切协作的整合型医疗卫生服务体系，随着国民对卫生健康问题的持续重视、基层卫生医疗体系的逐步规范和完善以及相关政策的不断引导，国内一次性健康防护手套行业的发展空间也将越来越大。

表 8：受政策影响，医疗器械行业已成为国家重点鼓励和发展的行业

时间	颁布部门	政策名称	政策主要内容
2012.8	卫生部	健康中国 2020 战略研究报告	明确了“健康中国 2020”战略目标。包括：发展健康产业，满足多层次、多样化卫生服务需求；履行政府职责，加大健康投入，到 2020 年，卫生总费用占 GDP 的比重达到 6.5%~7%，保障“健康中国 2020”战略目标实现。
2013.1	国务院	关于促进健康服务业发展的若干意见	指出健康服务业的发展主要任务为：大力发展医疗服务、加快发展健康养老服务、积极发展健康保险、全面发展中医药医疗保健服务、支持发展多样化健康服务、培育健康服务业相关支撑产业、健全人力资源保障机制、夯实健康服务业发展基础。
2015.3	国务院办公厅	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020	优化医疗卫生资源配置，构建与国民经济和社会发展水平相适应、与居民健康需求相匹配、体系完整、分工明确、功能互补、密切协作的整合型医疗卫生服务体系，为实现 2020

时间	颁布部门	政策名称	政策主要内容
		年)	年基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度和人民健康水平持续提升奠定坚实的医疗卫生资源基础。
2016.10	中共中央、国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	促进全民健康的制度体系更加完善，健康领域发展更加协调，健康生活方式得到普及，健康服务质量和健康保障水平不断提高，健康产业繁荣发展，基本实现健康公平，主要健康指标进入高收入国家行列。
2018.8	国家药品监督管理局	关于印发2018年医疗器械行业标准制修订项目的通知	一、组织开展医疗器械行业标准制修订工作，加强制修订工作和经费管理，确保各项工作任务按要求完成。二、在制修订过程中充分了解和掌握所涉及的主要产品情况，做好标准技术内容的验证工作，其中对于修订的标准项目，要明确标准变化的内容，并对标准实施时间和注册等环节提出实施意见建议。三、各相关省（自治区、直辖市）食品药品监督管理局要高度重视，加强对本行政区域标准制修订项目承担单位的监督和管理，督促各相关单位按照标准制修订工作有关要求，完成标准起草、验证、征求意见、技术审查及报批工作。
2018.9	国家药品监督管理局	关于公布新修订免于进行临床试验医疗器械目录的通告（2018年第94号）	为进一步做好医疗器械注册管理工作，国家药品监督管理局组织遴选了新一批免于进行临床试验的医疗器械（含体外诊断试剂）目录。为配合实施新修订的《医疗器械分类目录》，组织对前期已发布的三批免于进行临床试验的医疗器械（含体外诊断试剂）目录进行了修订和汇总。
2018.11	国家药品监督管理局	关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告（2018年第83号）	鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械产业高质量发展。
2018.12	国家药品监督管理局	关于2019年医疗器械行业标准制修订计划项目公示	国家药品监督管理局组织开展了2019年医疗器械行业标准制修订项目遴选工作，经公开征求意见和组织专家论证，确定了2019年94项医疗器械行业标准制修订计划项目。
2019.1	国家药品监督管理局	《关于做好第一批实施医疗器械唯一标识有关事项的通告》	《通告》对第一批医疗器械唯一标识实施品种范围、进度安排、工作要求等进行了明确规定。根据《通告》，2020年10月1日起，生产列入首批实施目录的医疗器械，应当具有医疗器械唯一标识。
2019.7	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会	医疗器械唯一标识系统试点工作方案	建立医疗器械唯一标识系统框架。实现医疗器械唯一标识的创建、赋予以及数据上传下载和共享功能，形成试点品种的医疗器械唯一标识数据库，建立唯一标识数据平台。开展唯一标识在医疗器械生产、经营、流通和使用等各环节的试点应用，形成示范应用标准和规范。探索利用唯一标识实现医疗器械不良事件报告、产品召回及追踪追溯等实施应用。探索医疗器械唯一标识在卫生、医保等领域的衔接应用，实现注册审批、临床应用、医保结算等信息平台的数据共享。
2019.8	国家药品监督管理局	医疗器械检验工作规范	为加强医疗器械检验工作，提升医疗器械检验机构的检验能力和管理水平，提高医疗器械检验工作质量和效率等

资料来源：相关政府机构网站，中信证券研究部

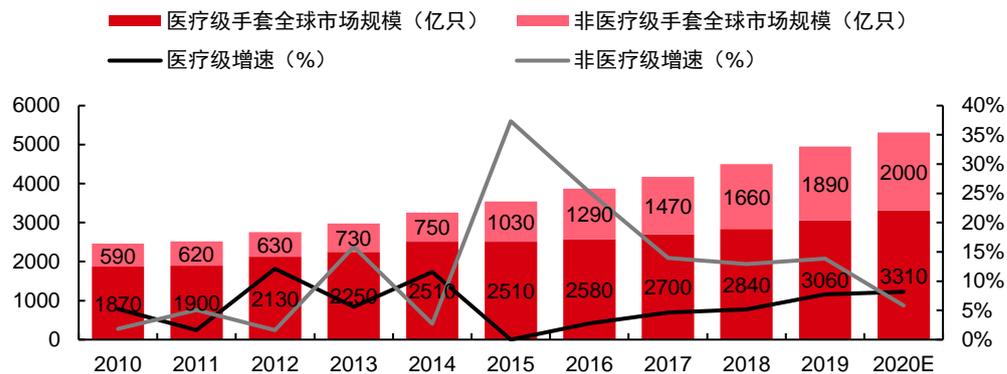
居民医疗观念与收入水平同步提高，释放出利好信号。国内宏观经济的持续增长以及居民生活水平的不断提高带动了国内医疗器械市场整体规模的持续上升。同时，居民对医疗及健康的消费意识和消费能力不断提高，医疗观念已从原来的“病急投医”逐步向“预防为主，防治结合”转变，保健理疗所面对的医用保健市场也将被持续推动发展。

■ 疫情催生下游需求，主营产品实现价量齐升

一次性防护手套需求将延续，市场迅速扩张

全球疫情仍处于紧张态势，一次性防护手套市场增速显著。根据中国塑协和马来西亚手套行业协会统计分析，2019年全球一次性防护手套需求近5000亿支，其中，医疗级手套市场规模达到3060亿支，非医疗级手套市场规模达到1890亿支，手套行业整体保持8-10%的稳健增长，其中PVC手套行业增速约为3%；丁腈手套行业增速约为15%。2020年，在疫情背景下，全球医疗手套需求将实现进一步飞跃，据Top Glove公司预测，疫情后行业的需求增速将从8-10%增至12-15%左右。

图 22：全球一次性防护手套市场仍在扩张，疫情将持续加快需求量增长



资料来源：中国塑协及马来西亚手套行业协会（含预测），中信证券研究部

中国一次性医疗防护手套随全球趋势增长。在我国，随着我国经济的不断进步，以及非典、H1N1、新冠肺炎等特殊事件的刺激，人们的消费观念和消费习惯也在不断变化，未来几年对一次性手套的需求将会得到快速发展。根据国家统计局公布的数据，2019 年中国卫生技术人员达 1010 万人，按照国外医疗行业 60%以上的人员消耗防护手套的比例估算，假设每人每天消耗 6 支手套，卫健委预计 2019 年仅医疗行业需求量达到 132.71 亿支。在新冠病毒肺炎疫情的冲击下，医护人员及民众对防护手套需求暴增。

目前中国人均手套消费量低于全球平均水平，未来行业有很大的提升空间。目前欧盟、美国、日本等市场仅仅占据全球 13%的人口，却消耗了全球 70%的手套。根据马来西亚橡胶出口促进会（MREPC）数据，2018 年全球一次性医用手套人均使用量为 33 支/年，荷兰为 276 支/年，美国为 250 支/年，日本为 108 支/年，中国大陆为 6 支/年，远低于全球平均水平。未来，随着我国居民防护意识增强、医疗防护标准提升的背景下，中国大陆的一次性医用手套消费量有望进一步增长。

图 23：中国一次性医用防护手套市场需求达 132.71 亿支



资料来源：中商产业研究院，中信证券研究部

图 24：2018 全球各地人均医疗手套使用次数，中国大陆低于全球水平



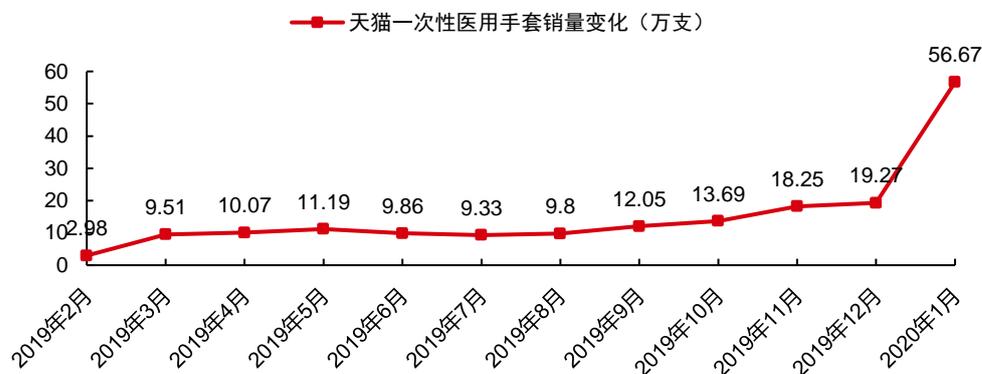
资料来源：华经情报网，中信证券研究部

全球公共卫生意识加强，防护需求不减

近几年国际公共卫生事件频发。2009 年以来，WHO 共宣布过六起国际公共卫生紧急事件，分别是 2009 年的甲型 H1N1 病毒，2014 年 5 月的脊髓灰质炎病毒，2014 年 8 月的西非埃博拉病毒，2016 年寨卡病毒，2019 年刚果民主共和国境内爆发的另一起埃博拉疫情以及 2020 年的新冠肺炎疫情，可见近几年发生公共卫生事件的频率正在增加。

居民防护意识加强，家庭日常防护需求大增。近几年频频发生的公共卫生事件使得全球居民的防护意识显著增强，从我国一次性医用手套销量数据（天猫）的变化趋势来看，仅是 2020 年 1 月医用手套销量就达到了 56.67 万支，2 月第一周销量为 29.71 万支，为去年 2 月整月销量的 10 倍。目前，全球疫情局势仍然处于紧张态势，秋冬季节空气流速降低，传染概率增加，因此可以推断人们对防护用品的需求仍不会减少。

图 25：天猫一次性手套销量在疫情后成倍增长



资料来源：锐观咨询，中信证券研究部

加速布局手套市场，积极扩产巩固行业龙头地位

加大手套生产线的建设，公司积极扩产布局手套市场。公司成功上市以来，借助资本优势和丁腈生产线技术积累，快速扩建产能。受本次新型冠状病毒的影响，公司判断未来人们的医疗防护意识会日益增强，未来医疗防护手套市场空间广阔，同时为缓解快速增长的一次性手套市场需求，公司不断完善和丰富医疗防护产品品种，促进业务增长。通过近几年的产业布局，公司未来将形成“山东-安徽-江苏-江西-越南”全球五大生产基地，向世界级一线手套龙头进发。

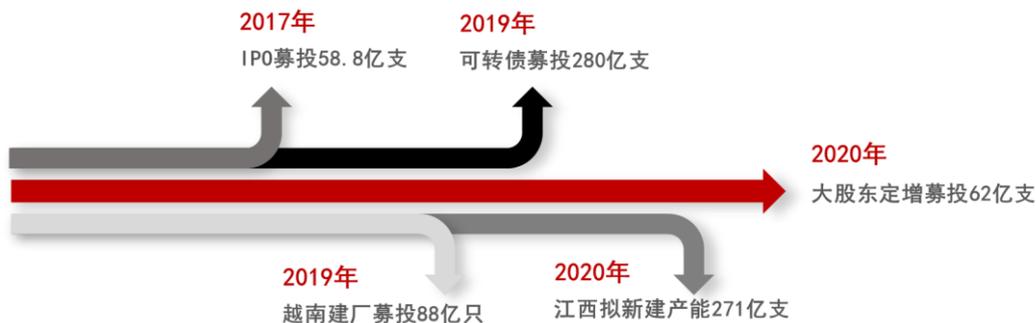
2019 年公司发行可转债募集资金 4.7 亿元用于“年产 110.8 亿支（1108 万箱）高端医用手套项目”。该项目为公司 IPO 募集资金投资项目“年产 280 亿支（2800 万箱）高端医用手套项目”中的一部分，安徽手套项目将分三期进行建设，预计 2021 年底全部建成。山东、安徽两地医用手套产能合计将超过 400 亿支，有望跻身全球顶级手套供应商行列。

2019 年通过全资子公司新加坡英科投资为投资路径在越南设立子公司，实施年产 88.2 亿支（882 万箱）高端医用手套及其他医疗耗材项目。为了响应“一带一路”政策和

应对贸易摩擦影响，公司推进全球化制造进程，公司在越南投资建厂计划投资 1.4 亿美元（含注册资本）建设海外生产基地。项目总体规划及占地面积 180 亩左右，总建筑面积 65930.75 m²，新建 25 条全封闭循环丁腈手套双模生产线、3 条冷热敷生产线，年产 88.2 亿支（882 万箱）高端医用手套及其他医疗耗材。

2020 年在江西彭泽投资 30 亿元人民币实施建设“年产 271.68 亿支（2744 万箱）高端医用手套项目”。2020 年 3 月公司与江西九江彭泽县人民政府正式签订了《在彭泽投资医疗防护用品项目合同》，合同约定公司在彭泽县投资建设英科医疗年产 271.68 亿支（2744 万箱）高端医用手套项目，项目计划总投资为 30 亿元人民币，首期 15 个月内建成投产，5 年内全面建成投产。全面投产后预计年产丁腈手套 1996 万箱、PVC 手套 300 万箱、乳胶检查手套 312 万箱、乳胶手术手套 136 万箱，可实现年销售收入 50 亿元。

图 26：公司正加速实施募集投资产能规划



资料来源：英科医疗公告，中信证券研究部绘制

全球市场供不应求，手套产品实现价量齐升

海外市场供不应求，国内龙头消化海外订单。Supermax 在季报披露了最新信息，手套每个月价格都在不断上涨，大量客户愿意付更高的价格，也愿意付 30-50%的订金来获得订单，并且库存从一般的 4 个月降低到了 6 周。不同国家的客户积极预防疫情二次爆发风险，大量购买囤积医疗物资。全球龙头顶级（TOP Glove）的手套订单已锁定到了 2021 年 4 月，大部分订单排期有一年，因此预计将有大量订单外溢到国内的公司。由于公司在疫情爆发前便有扩产计划，可以消化部分海外厂商的多余订单。

公司产能不断提升，预计 2020 年底产能达到 350 亿支。2019 年公司一次性防护手套产能 190 亿支，包括 PVC140 亿支和丁腈 50 亿支，一次性 PVC 手套和丁腈手套（自产）合计销量 155.09 亿支，同比增加 22.9%。公司预计 2020 年公司将新增 20 条丁腈双模生产线（10 条 6 月投产、10 条 10 月投产，各 30 亿支/年）、10 条 PVC 双模生产线（30 亿支/年），投产后将释放 160 亿支/年手套产能，而 2020 年底产能达到 350 亿支。

表 9：各大厂商均扩大产能，迎接需求爆发

公司名称	2019 年产能	拟扩建产能	预期产能
	640 亿支	2020 年 31 支丁腈、24 亿支 PVC、22 亿支乳胶等；2021 年 116 亿支丁腈，24 亿支 PVC 等	2020 年未达到 842 亿支，2021 年未达到 1004 亿支
蓝帆医疗	150 亿支 PVC，40 亿支丁腈	40 亿支丁腈，20 亿支新型手套	2020 年未达到 250 亿支
英科医疗	140 亿支 PVC，50 亿支丁腈	60 亿支丁腈、100 亿支 PVC	2020 年未达到 350 亿支

资料来源：各公司公告

全球市场上 PVC 和丁腈手套价格均有明显提高。马来西亚手套厂商 Supermax 最新季报披露，2020 年 1 月份丁腈手套的价格大约是 25 美金/箱（1000 支，折算人民币 0.17 元/支），3 月中到 4 月中的均出货价是 70 美金/箱，4 月中至 5 月中的丁腈手套出厂平均价格已经涨到了 100 美金/箱（1000 支，0.7 元/支，终端价超过 140 美金/箱），上涨的部分几乎均为利润。国内市场价格略低于海外市场，目前天猫英科官网丁腈手套的均价接近 0.8 元/支、PVC 手套的均价接近 0.6 元/支。

风险提示

手套价格出现下降。受疫情影响，全球一次性医疗手套供不应求，市场价格翻倍，公司毛利率提升明显，若未来各厂商产能扩大，整体市场供给规模扩大，手套价格可能会有所下降，影响公司预期业绩与估值。

产能扩张速度不及预期。若公司受到各种外部因素干扰，未来产能扩张计划未达预期，将会对业绩造成一定影响。

盈利预测

营业收入预测：考虑疫情影响及公司所处行业增速，预计公司 2020-2022 年营收分别为 14136.82 百万元、25888.31 百万元、15706.82 百万元，同比增速分别为 578.69%、83.13%、-39.33%。

表 10：公司营收预测（百万元）

产品类别		2018	2019	2020E	2021E	2022E
医疗防护类	营业收入	1603.29	1768.33	13792.97	25517.00	15310.20
	YoY	7.59%	10.29%	680.00%	85.00%	-40.00%
康复护理类	营业收入	188.34	204.31	224.74	242.72	257.28
	YoY	19.97%	8.48%	10.00%	8.00%	6.00%
保健理疗类	营业收入	80.80	87.98	95.02	102.62	110.83
	YoY	-3.60%	8.89%	8.00%	8.00%	8.00%
检查耗材类	营业收入	19.44	21.18	22.87	24.70	27.17
	YoY	7.52%	8.95%	8.00%	8.00%	10.00%
其他业务	营业收入	0.67	1.15	1.21	1.27	1.33

产品类别		2018	2019	2020E	2021E	2022E
	YoY	-53.79%	71.64%	5.00%	5.00%	5.00%
营业总收入	营业收入	1892.54	2082.95	14136.82	25888.31	15706.82
	YoY	8.12%	10.06%	578.69%	83.13%	-39.33%

资料来源: wind, 中信证券研究部预测

净利润预测: 考虑公司过去几年毛利率平均水平以及公司未来发展战略, 预计公司 2020 年~2022 年的毛利率分别为 73.85%、64.47%、49.47%, 净利率为 52.42%、43.69%、30.78%, 2020~2022 年净利润分别为 7410.97 百万、11311.37 百万、4833.99 百万元。

表 11: 公司净利润预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1892.54	2082.95	14136.82	25888.31	15706.82
YoY	8.12%	10.06%	578.69%	83.13%	-39.33%
毛利率	24.94%	25.10%	73.85%	64.47%	49.47%
净利率	9.48%	8.56%	52.42%	43.69%	30.78%
毛利	471.95	522.88	10440.13	16689.08	7770.19
YoY	8.20%	10.79%	1896.66%	59.85%	-53.44%
净利润	179.34	178.32	7410.97	11311.37	4833.99
YoY	23.61%	-0.57%	4056.08%	52.63%	-57.26%

资料来源: wind, 中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,893	2,083	14,137	25,888	15,707
营业成本	1,421	1,560	3,697	9,199	7,937
毛利率	24.94%	25.10%	73.85%	64.47%	49.47%
营业税金及附加	19	18	115	232	136
销售费用	120	132	884	1,634	991
营业费用率	6.32%	6.35%	6.26%	6.31%	6.31%
管理费用	79	86	710	1,151	713
管理费用率	4.17%	4.15%	5.02%	4.45%	4.54%
财务费用	(8)	23	(47)	(193)	(332)
财务费用率	-0.44%	1.13%	-0.33%	-0.75%	-2.12%
投资收益	7	0	3	3	2
营业利润	204	202	8,435	12,932	5,512
营业利润率	10.75%	9.72%	59.66%	49.95%	35.10%
营业外收入	7	2	3	4	3
营业外支出	4	2	4	3	3
利润总额	207	203	8,434	12,933	5,513
所得税	27	25	1,024	1,623	680
所得税率	13.20%	12.30%	12.14%	12.55%	12.33%
少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司股东的净利润	179	178	7,411	11,311	4,834
净利率	9.48%	8.56%	52.42%	43.69%	30.78%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	858	614	5,080	12,978	17,709
存货	207	233	516	1,334	1,148
应收账款	314	332	2,168	4,130	2,472
其他流动资产	61	365	466	655	540
流动资产	1,441	1,544	8,231	19,097	21,869
固定资产	721	912	1,438	1,803	2,008
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	92	195	195	195	195
其他长期资产	172	340	485	591	359
非流动资产	984	1,448	2,118	2,589	2,562
资产总计	2,425	2,992	10,349	21,686	24,432
短期借款	771	463	0	0	0
应付账款	154	226	471	1,167	1,055
其他流动负债	147	179	373	772	589
流动负债	1,073	868	844	1,940	1,645
长期借款	44	102	102	102	102
其他长期负债	35	520	520	520	520
非流动性负债	79	623	623	623	623
负债合计	1,152	1,490	1,466	2,562	2,267
股本	196	198	333	333	333
资本公积	618	638	503	503	503
归属于母公司所有者权益合计	1,273	1,477	8,859	19,101	22,143
少数股东权益	0	24	24	22	22
股东权益合计	1,273	1,502	8,882	19,123	22,165
负债股东权益总计	2,425	2,992	10,349	21,686	24,432

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	207	203	8,434	12,933	5,513
所得税支出	-27	-25	-1,024	-1,623	-680
折旧和摊销	80	92	35	35	35
营运资金的变化	-80	10	-1,782	-1,875	1,664
其他经营现金流	6	49	-50	-195	-337
经营现金流合计	186	330	5,612	9,275	6,195
资本支出	-309	-537	-700	-500	0
投资收益	7	0	3	3	2
其他投资现金流	122	-255	-4	-5	-7
投资现金流合计	-180	-791	-700	-502	-4
发行股票	0	42	0	0	0
负债变化	2,432	4,014	-463	0	0
股息支出	-15	-29	-30	-1,069	-1,792
其他融资现金流	-2,158	-3,552	47	193	332
融资现金流合计	260	474	-446	-875	-1,460
现金及现金等价物净增加额	266	13	4,466	7,898	4,731

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	8.12%	10.06%	578.70%	83.13%	-39.33%
营业利润增长率	20.82%	-0.52%	4066.19%	53.32%	-57.37%
净利润增长率	23.61%	-0.57%	4056.08%	52.63%	-57.26%
毛利率	24.94%	25.10%	73.85%	64.47%	49.47%
EBITDA Margin	15.80%	15.12%	59.58%	49.35%	33.21%
净利率	9.48%	8.56%	52.42%	43.69%	30.78%
净资产收益率	14.09%	12.07%	83.66%	59.22%	21.83%
总资产收益率	7.40%	5.96%	71.61%	52.16%	19.79%
资产负债率	47.49%	49.81%	14.17%	11.82%	9.28%
所得税率	13.20%	12.30%	12.14%	12.55%	12.33%
股利支付率	16.43%	16.68%	14.42%	15.84%	15.65%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。对于本报告中所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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。