

业绩爆发式增长，全球一次性手套龙头隐现

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 全球疫情带动一次性手套需求大幅提升, 2020-2025年复合增长率将达到16%; 2) 产能持续拓展, 丁腈手套有望超过2500亿支, 有望成为全球一次性手套龙头企业; 3) 手套行业壁垒较高, 公司技术先进, 成本优势突出。
- **全球疫情带动一次性手套需求大幅提升。** 自新冠肺炎疫情爆发以来, 能够用于长期护理和紧急救护的一次性手套需求显著增加, 2020年全球一次性手套销量达到6421亿只, 2021年仍将继续快速上涨, 预计全球一次性手套销量2025年将达到12851亿只, 2020-2025年复合增长率将达到15.9%。丁腈手套相比于乳胶和PVC手套具有弹性好、拉伸性强、耐酸碱、耐油性、抗静电、无过敏性等众多优点, 市场规模由2015年的26亿美元增至2020年的84亿美元, 2021年有望达到242亿美元, 高端手套占比提升也进一步带动市场规模增长。
- **一次性手套行业壁垒较高, 公司竞争力突出。** 一次性手套是典型的技术和资本密集型行业, 行业壁垒较高, 公司经过长期发展, 技术和经验丰富, 资金实力雄厚, 竞争优势明显。其次, 公司收入主要来自于海外, 公司海外销售渠道建立多年, 主要客户均为大型经销商, 销售能力突出, 渠道掌控能力强, 一次性手套主要面对国际市场, 强大的销售实力为公司业绩增长奠定基础。
- **产能持续拓展, 业务结构持续优化, 有望成为全球一次性手套龙头企业。** 公司上市以来便持续进行产能扩张, 一次性手套产能从2014年的77亿只增加至2021年一季度的450亿只, 其中PVC手套约240亿只, 丁腈手套约210亿只, 已经成为全球最大的PVC手套生产商和全球最大的非天然乳胶手套生产商。目前公司产能扩张快速推进, 将形成“山东-安徽-湖南-江西-河南-越南”六大一次性手套生产基地, 预计到2021年底公司总产能将达700亿只以上, 到2022年一季度总产能有望达到1200亿只, 到2025年公司一次性手套总产能将超过3000亿只, 成为全球最大的一次性手套生产企业。
- **估值与投资建议。** 我们选取了行业中与英科医疗业务最为相近的蓝帆医疗和奥美医疗两家公司, 2020年两家公司的平均PE为8倍, 2021年平均PE为6倍。公司是我国一次性手套行业优秀企业, 产能拓展持续加速, 销售渠道不断加强, 有望成为全球一次性手套龙头企业, 长期发展值得期待, 给予公司2021年6倍市盈率, 对应目标价为167.82元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13836.71	19594.67	12653.03	17118.73
增长率	564.29%	41.61%	-35.43%	35.29%
归属母公司净利润(百万元)	7007.05	10213.43	4417.00	3144.30
增长率	3829.56%	45.76%	-56.75%	-28.81%
每股收益EPS(元)	19.19	27.97	12.10	8.61
净资产收益率ROE	74.18%	72.99%	43.50%	32.33%
PE	7	5	10	15
PB	4.87	3.29	4.53	4.73

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	3.65
流通A股(亿股)	2.53
52周内股价区间(元)	97.4-289.8
总市值(亿元)	460.02
总资产(亿元)	170.93
每股净资产(元)	37.20

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 疫情带动一次性手套需求量快速提升, 预计公司 PVC 手套 2021 年、2022 年和 2023 年销量分别为 200 亿只、250 亿只和 300 亿只, 丁腈手套销量分别为 200 亿只、400 亿只和 600 亿只。假设 2021 年一次性手套价格仍维持较高水平, 随后 2022 年和 2023 年随着疫情逐步消除以及全球产能提升, 价格逐步下降, 假设 2021 年、2022 年和 2023 年 PVC 手套价格为 350 元/千只、100 元/千只和 90 元/千只, 丁腈手套价格分别为 600 元/千只、180 元/千只和 160 元/千只。假设 2021 年医疗防护类产品整体毛利率仍将维持在较高水平, 2022 年和 2023 年逐步下降, 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 70%、60%和 50%。

假设 2: 康复护理业务板块是公司近年重点发展的业务之一, 未来仍将保持平稳增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 10%、10%和 10%, 毛利率分别为 20%、20%和 20%。

假设 3: 公司的其他服务收入维持稳定增长。

我们区别于市场的观点

市场认为公司核心产品一次性手套受益疫情迎来高增长, 但高增长业绩难以持续。我们认为, 公司核心产品一次性手套行业技术和资金壁垒较高, 同时, 公司作为行业龙头, 在技术实力、资金实力和销售能力上远远领先于竞争对手。目前全球范围内疫情尚未平息, 对一次性手套的需求量仍将增长, 疫情过后也将处于较高水平, 公司持续快速扩建产能, 有望成为全球龙头, 疫情过后业绩仍将保持较好增长。

股价上涨的催化因素

一次性手套订单量超预期, 一次性手套价格上涨幅度超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与英科医疗业务最为相近的蓝帆医疗和奥美医疗两家公司, 2020 年两家公司的平均 PE 为 8 倍, 2021 年平均 PE 为 6 倍。公司是我国一次性手套行业优秀企业, 产能拓展持续加速, 销售渠道不断加强, 有望成为全球一次性手套龙头企业, 长期发展值得期待, 给予公司 2021 年 6 倍市盈率, 对应目标价为 167.82 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

一次性手套降价风险, 公司订单量不及预期风险, 产能拓展不及预期风险, 汇率波动风险。

目 录

1 英科医疗：手套龙头企业，开启发展新篇章	1
1.1 手套龙头企业，开启全球化产能布局之路	1
1.2 业绩迎来爆发式增长，盈利能力大幅提升	2
2 全球手套需求量大幅提升，行业竞争格局有望重塑	4
2.1 疫情带动一次性手套需求永久增长，高端手套占比持续提升	4
2.2 我国手套人均使用量较低，未来仍有很大成长空间	8
2.3 全球手套供给格局重塑，我国手套全球产业地位大幅提升	9
3 英科医疗扩产全面加速，剑指全球一次性手套龙头	11
3.1 一次性手套行业壁垒高，公司技术实力全球领先	11
3.2 海外销售为主，销售渠道实力强	12
3.3 产能持续加速扩张，全球手套龙头指日可待	14
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 绝对估值	17
4.3 相对估值	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 英科医疗发展历史	1
图 2: 英科医疗股权结构	1
图 3: 公司营业收入迎来大幅增长	2
图 4: 公司归母净利润迎来大幅增长	2
图 5: 公司营业收入拆分情况	2
图 6: 公司整体毛利率和净利率情况	3
图 7: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率	3
图 8: 一次性手套按材质分类	4
图 9: 全球一次性手套使用量 (亿只)	5
图 10: 全球一次性手套市场规模 (亿美元)	5
图 11: 全球一次性手套价格及预测	6
图 12: 海外累计确诊人数、增速趋势图	6
图 13: 海外当日确诊人数、增速趋势图	7
图 14: 全球主要国家新冠疫苗接种量 (剂)	7
图 15: 全球主要国家新冠疫苗接种率 (%)	7
图 16: 美国和全球新冠疫苗接种率变化 (%)	8
图 17: 2018 年全球不同地区一次性手套人均使用量	9
图 18: 2019 年全球不同地区一次性手套销售额占比	9
图 19: 全球一次性手套产能分布	10
图 20: 全球一次性手套竞争格局	10
图 21: PVC 手套生产线	11
图 22: 丁腈手套生产线	11
图 23: 公司技术人员数量和占比	12
图 24: 英科医疗销售模式	12
图 25: 英科医疗收入主要来自于海外	13
图 26: 英科医疗销售人数及占比	14
图 27: 国内公司销售人数对比 (人)	14
图 28: 一次性手套销量	14
图 29: 一次性手套产量	14

表 目 录

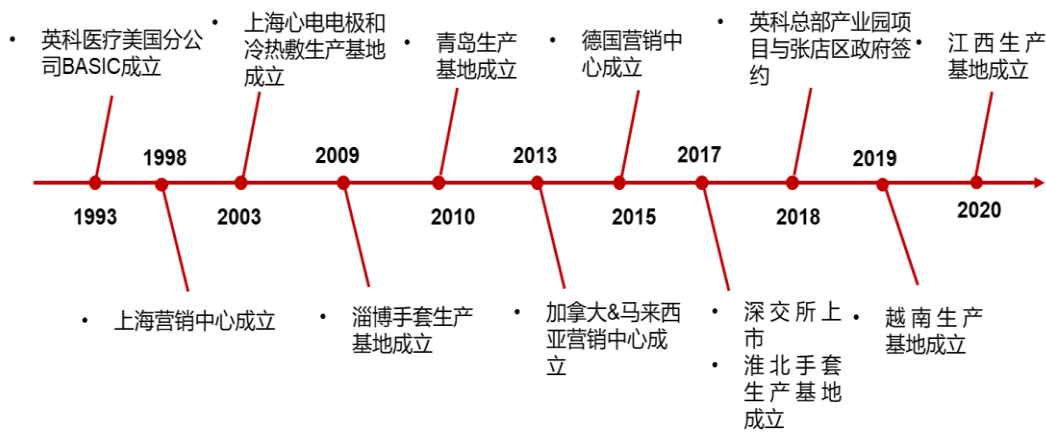
表 1: 不同手套对比.....	4
表 2: 英科医疗主要客户	13
表 3: 英科医疗产能拓展计划	15
表 4: 英科医疗营业收入拆分 (亿元)	16
表 5: 绝对估值假设条件	17
表 6: FCFF 估值结果	17
表 7: FCFF 估值敏感性分析	17
表 8: 可比公司估值.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 英科医疗：手套龙头企业，开启发展新篇章

1.1 手套龙头企业，开启全球化产能布局之路

英科医疗成立于1993年，是公司董事长刘方毅创建，公司主要致力于医疗器械产品的研发、生产和销售，并于2017年在创业板上市。上市后，公司资本实力不断增强，产能快速拓展，先后在青岛、江西等国内以及越南、新加坡等国外多地建立生产基地，同时，受益于2020年全世界的新冠疫情，公司盈利水平大幅提升，龙头地位愈加稳固，资本实力大幅增强，产能扩张持续提速。

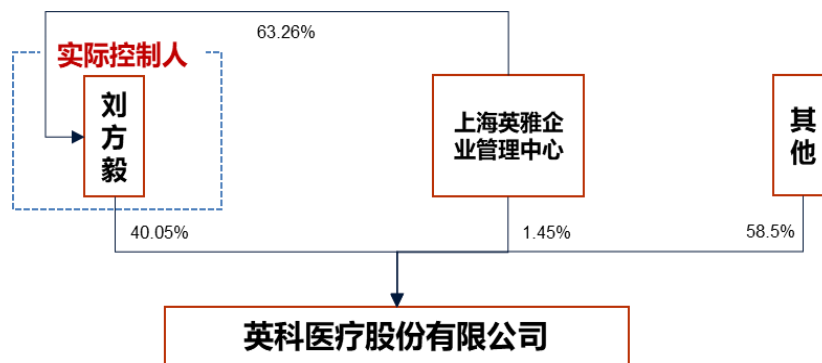
图 1：英科医疗发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东是董事长刘方毅先生，也是公司实际控制人，通过直接持有和上海英雅间接持有合计超过40%的公司股权。

图 2：英科医疗股权结构

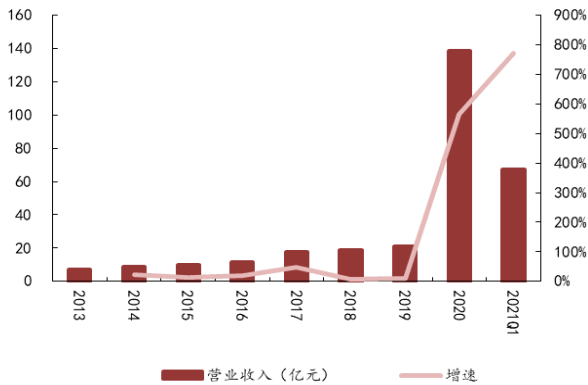


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩迎来爆发式增长，盈利能力大幅提升

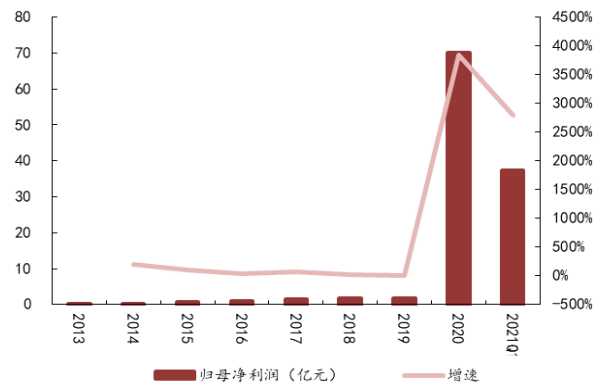
2013-2019年，公司营业收入和归母净利润保持平稳增长，进入2020年，受益于全球疫情，公司手套销量大幅增加，公司业绩迎来爆发，2020年实现营业收入138.4亿元，同比增长564.3%，归母净利润为70亿元，同比增长3836.5%。

图3：公司营业收入迎来大幅增长



数据来源：Wind，西南证券整理

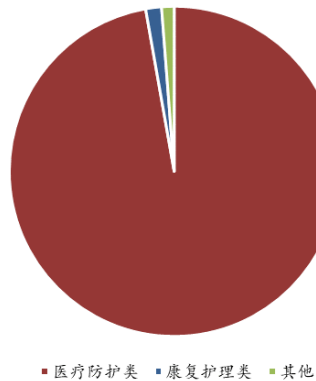
图4：公司归母净利润迎来大幅增长



数据来源：Wind，西南证券整理

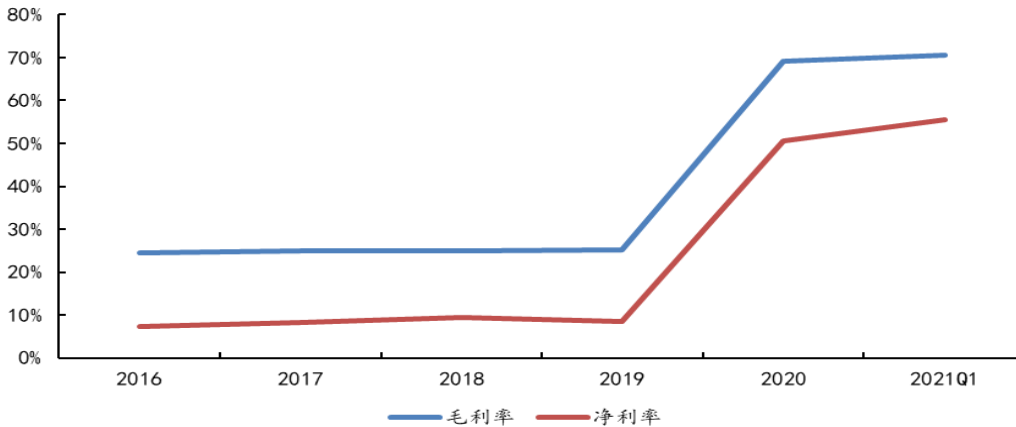
2020年公司医疗防护类业务的营业收入为134.5亿元，占比超过90%，康复护理类营业收入为2.2亿元，占比相对较低。公司医疗防护产品主要包括一次性PVC手套与丁腈手套、防护服等，康复护理类主要包括轮椅等产品。

图5：公司营业收入拆分情况



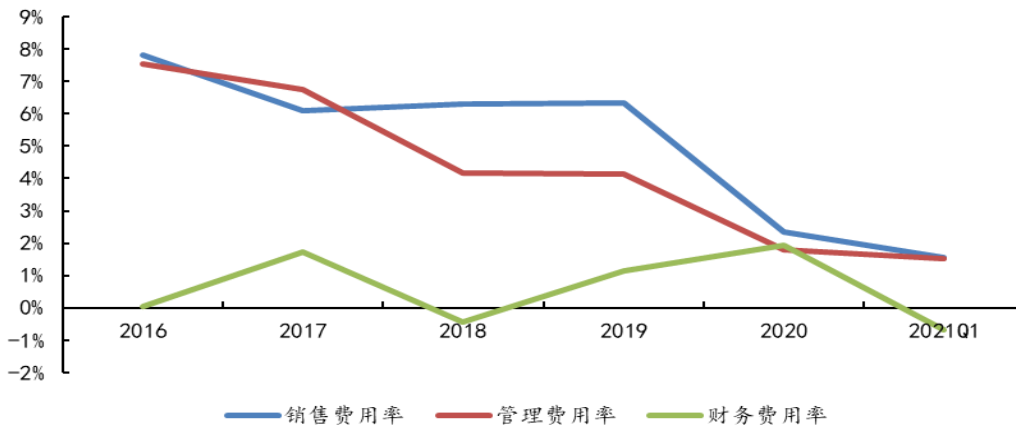
数据来源：Wind，西南证券整理

2016-2019年，公司毛利率维持在25%，净利率维持在8%-9%，进入2020年，受益手套产品涨价，公司毛利率大幅提升到69%，净利率也提升到50.6%。

图 6：公司整体毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2016-2019 年，公司销售费用率保持小幅下降，从 2016 年的 7.8% 逐步下降到 2019 年的 6.4%，2020 年公司收入大幅上涨，带动销售费用率大幅下降到 2.3%；公司管理费用率从 2016 年的 7.5% 下降到 2019 年的 4.2%，2020 年公司收入大幅上涨，带动管理费用率大幅下降到 1.8%；2020 年公司财务费用率为 1.9%，与 2020 年汇率变动有关。

图 7：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

2 全球手套需求量大幅提升，行业竞争格局有望重塑

2.1 疫情带动一次性手套需求永久增长，高端手套占比持续提升

2.1.1 疫情带动一次性手套需求永久增长，PVC 和丁腈手套占比持续提升

一次性手套包括乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套和 PE 手套，一次性 PVC 手套，是以 PVC 粉、增塑剂为主要原料，采用浸渍工艺塑化成型的一种手套，属于一次性快速消耗品，具有无毒、无味、隔离、耐酸碱、耐油等优良的特点。一次性丁腈手套是一种人工合成橡胶手套，是以丁腈胶乳为主要原料，采用浸渍工艺硫化成型的一种手套，也属于一次性快速消耗品，丁腈手套耐酸、耐碱、无毒、无害、无味。其中具有优异的耐油性、较高的抗张强度、极好的耐磨性能、优异的拉伸性能和耐穿刺性，柔软性、舒适性和贴手性接近乳胶手套，且不含乳胶中易使人体过敏反应的蛋白质。

图 8：一次性手套按材质分类



乳胶手套

丁腈手套

PVC 手套

PE 手套

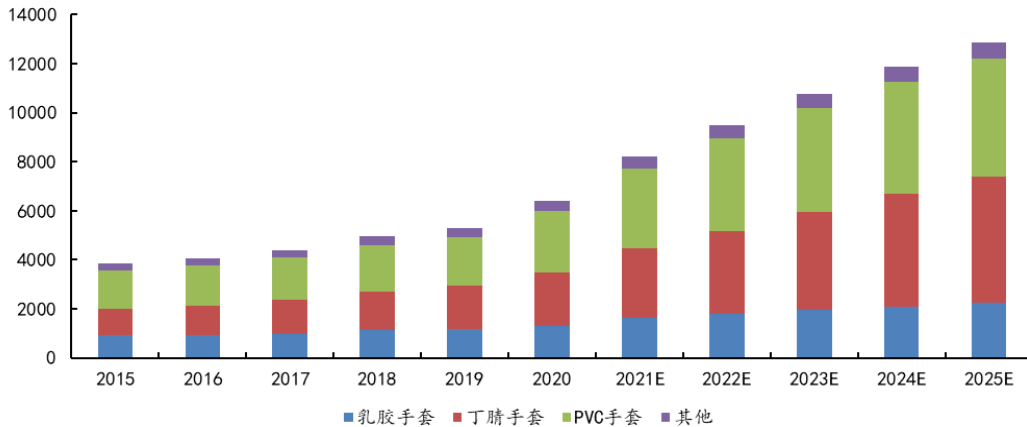
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：不同手套对比

手套品种	应用领域	原料	优点	缺点
乳胶手套	医疗手术	天然乳胶	弹性及贴附性强	可能导致人体皮肤过敏、原材料供应不稳定、价格高
丁腈手套	医疗检查等广泛领域	丁腈胶乳	避免乳胶过敏、弹性好、原材料供应稳定	价格较 PVC 手套偏高
PVC 手套	医疗检查等广泛领域	PVC 粉	透气好、耐酸碱、抗静电、价格较便宜	弹性一般，无法用于手术
PE 手套	餐饮行业	聚乙烯	价格低廉	弹性差、易破损

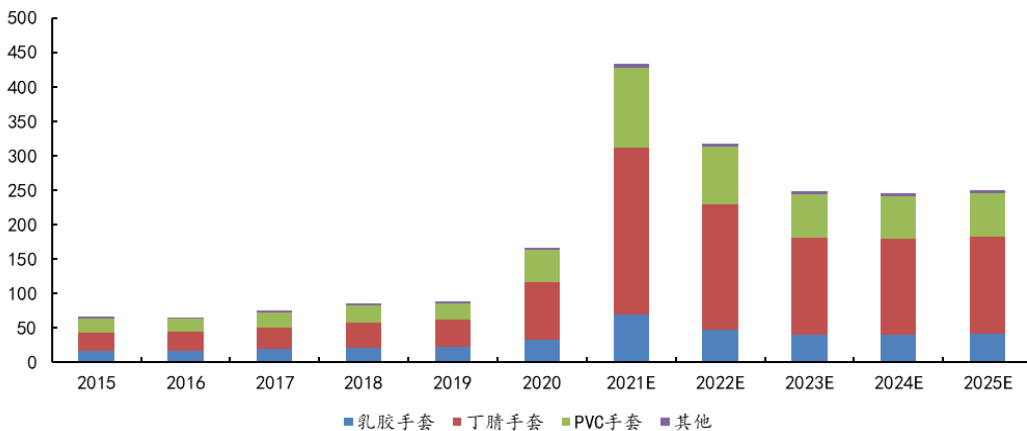
数据来源：公司公告，西南证券

根据弗若斯特沙利文报告统计分析，全球一次性手套市场销售量由 2015 年的 3859 亿只稳步增长至 2019 年的 5290 亿只，2015-2019 期间年复合增长率 8.2%。自新冠肺炎疫情爆发以来，能够用于长期护理和紧急救护的一次性手套需求显著增加，远超出全球供应。医护人员、服务人员、工厂工人都愿意自觉佩戴医疗防护手套以保障自身及他人的安全，全球需求量陡然上升，2020 年全球一次性手套销量达到 6421 亿只，2021 年仍将继续快速上涨，预计全球一次性手套销量 2025 年将达到 12851 亿只，2020-2025 年复合增长率将达到 15.9%。

图 9：全球一次性手套使用量（亿只）


数据来源：公司公告，西南证券整理

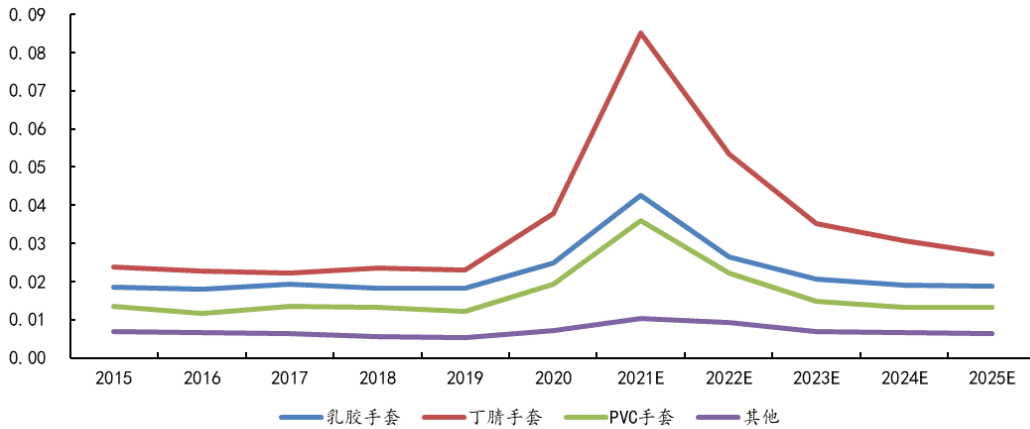
从销售数量来看，2020 年 PVC 手套的市场份额最大，为 38.9%，其次是丁腈手套及乳胶手套，市场份额分别为 34.5% 及 20%，2015-2020 年期间，丁腈手套年复合增长率 12.2%，PVC 手套年复合增长率 6.3%。受疫情影响，未来一次性手套销量增速将显著提升，预计 2021-2025 年期间，丁腈手套年复合增长率 19.8%，PVC 手套年复合增长率 16.0%，丁腈手套销量将超越 PVC 手套，占据全球一次性手套最大的市场份额。

图 10：全球一次性手套市场规模（亿美元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

从销售额来看，丁腈手套的市场份额最大，为 45.7%，其次是 PVC 手套及乳胶手套，市场份额分别为 27% 及 24.7%。丁腈手套相比于乳胶和 PVC 手套具有弹性好、拉伸性强、耐酸碱、耐油性、抗静电、无过敏性等众多优点，是目前增长最快一次性手套，市场规模由 2015 年的 26 亿美元增至 2020 年的 84 亿美元，2021 年有望达到 242 亿美元，成为一次性手套中占比最高的产品。

图 11: 全球一次性手套价格及预测



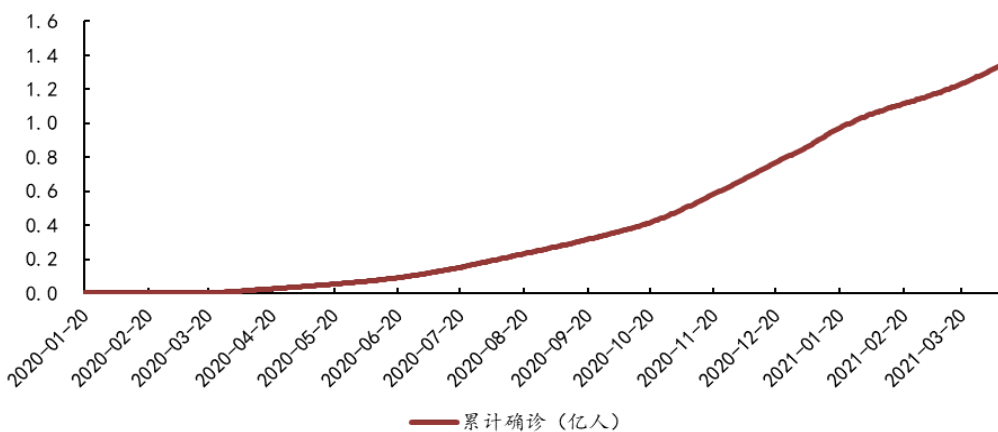
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2020 年受到全球疫情影响, 一次性手套价格快速提升, 其中丁腈手套和 PVC 手套价格提升较大, 预计 2021 年, 手套价格仍将处于提升的态势, 之后随着全球产能的提升, 手套价格将逐步回落到疫情开始之前的水平。

2.1.2 全球疫情尚未有效控制, 防控仍将保持常态化

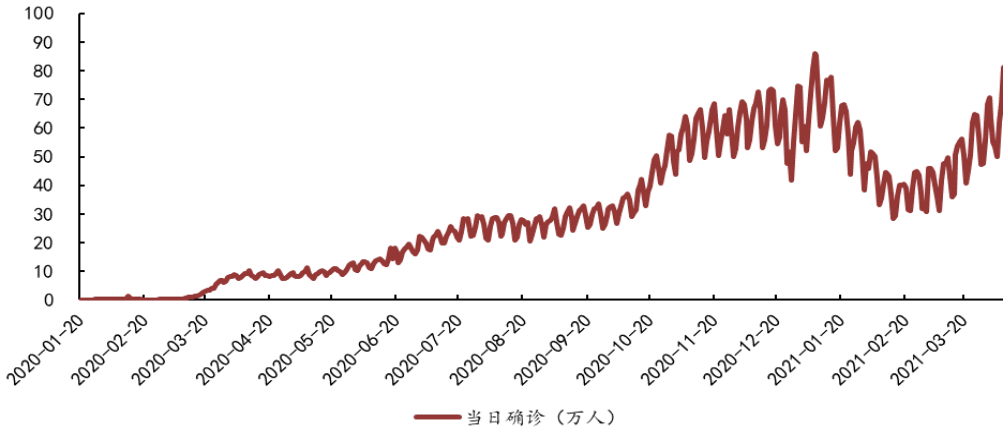
截至 6 月 24 日, 全球累计确诊病例 1.81 亿例, 全球死亡病例 391 万例, 死亡率 2.16%。海外累计确诊增速 1 月开始持续下滑, 得益于防控手段的加强和疫苗接种, 进入 3 月份增速触底开始提升, 主要与部分国家疫情防控不力有关, 进入 5 月份, 随着疫苗接种率的提升已经疫情管控加严, 增速开始下降。

图 12: 海外累计确诊人数、增速趋势图



数据来源: Wind, 西南证券整理

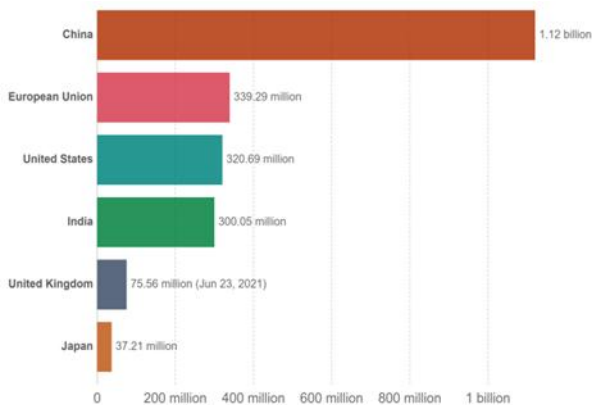
图 13: 海外当日确诊人数、增速趋势图



数据来源: Wind, 西南证券整理

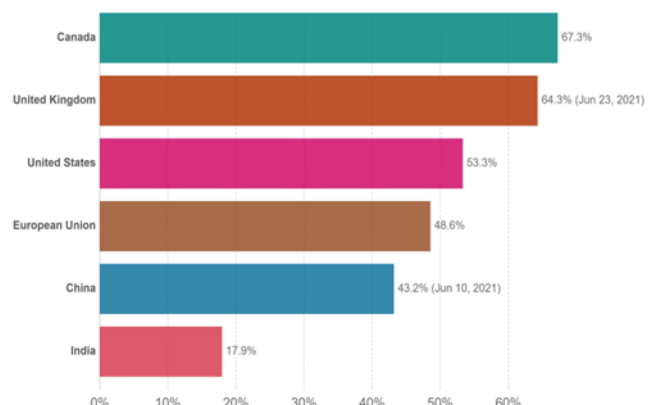
全球主要国家疫苗接种有序推进。目前 (2021 年 6 月 25 日) 从接种量来看, 全球已经接种疫苗约 28 亿剂, 接种率为 22.56%; 其中中国接种量 11.2 亿剂, 接种率 43.21%; 美国接种量 3.2 亿剂, 接种率为 53.32%。全球主要国家中接种率最高的为加拿大, 接种率为 67.25%。

图 14: 全球主要国家新冠疫苗接种量 (剂)

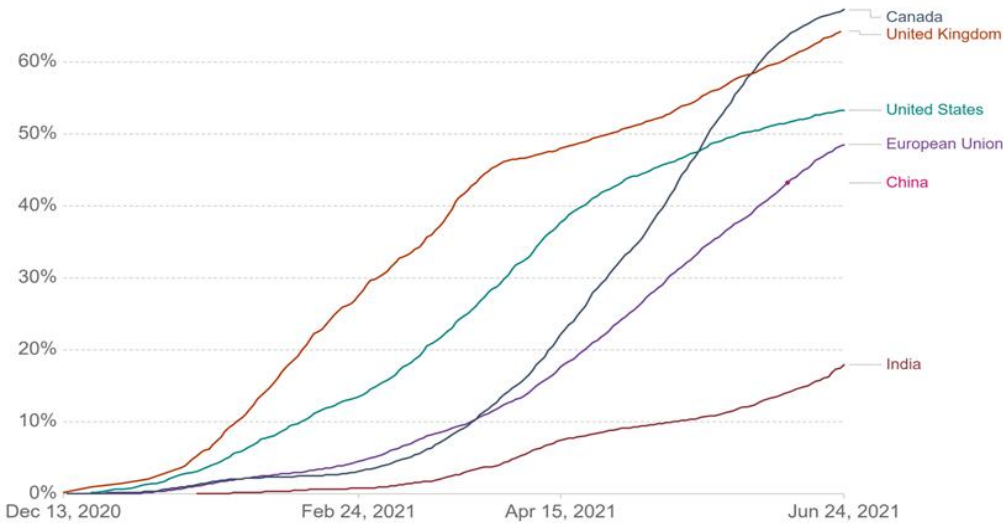


数据来源: Our World in Data, 西南证券整理

图 15: 全球主要国家新冠疫苗接种率 (%)



数据来源: Our World in Data, 西南证券整理

图 16: 美国和全球新冠疫苗接种率变化 (%)


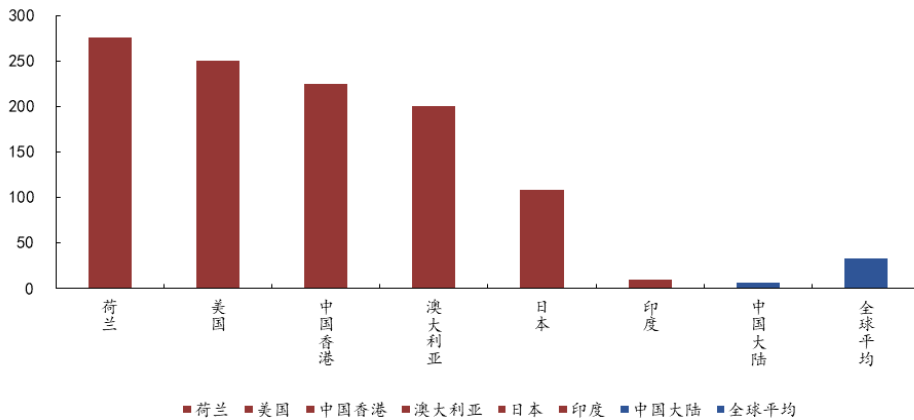
数据来源: Our World in Data, 西南证券整理

整体来看, 进入 2021 年春季, 虽然全球疫情现有确诊人数看到拐点, 且疫苗接种率快速提升, 但是距离疫情完全消灭, 仍有很长一段时间。首先, 新冠病毒传染性非常强, 目前仍然没有相对应的特效治疗药物, 我国疫情控制较好, 与强大的社会组织动员能力密不可分, 但其他大部分国家确没有这样的能力, 所以疫情仍将在世界其他国家持续扩散。第二, 针对新冠的疫苗已经问世, 但是疫苗的接种仍处于起步阶段, 且疫苗的保护效果也无法达到 100%, 所以通过疫苗实现免疫仍然需要很长一段时间。第三, 新冠病毒具有较强的变异性, 传染性较强, 且目前疫苗针对变异毒株保护效果较低, 这也进一步加剧了新冠疫情的扩散。总体来看, 距离疫情完全消灭仍有很长一段时间, 全世界范围内的疫情防控态势仍将保持常态化。

2.2 我国手套人均使用量较低, 未来仍有很大成长空间

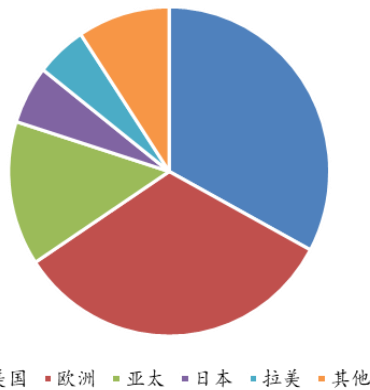
从全球市场来看, 由于使用习惯、消费水平和消费能力等因素的制约, 作为检查用的手套主要集中在欧美等发达国家使用, 美国和欧洲合计的一次性手套销售额超过 60%, 而发展中国家和贫困国家使用量相对较低。根据 International Trade Center 数据, 2018 年医疗手套人均用量为 33 只, 荷兰为 276 只, 美国为 250 只, 日本 108 只, 而中国和印度人均用量只有 6 只、10 只, 低于全球平均水平, 远低于欧美日, 未来提升空间巨大。

图 17: 2018 年全球不同地区一次性手套人均使用量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 2019 年全球不同地区一次性手套销售额占比



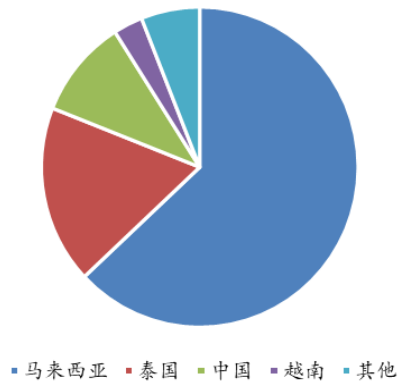
数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

同时为了解决乳胶手套的过敏问题, 欧美也是率先实现乳胶检查手套向 PVC 及丁腈等新材料转移的地区, 目前, PVC 和丁腈医用检查手套目前的主要消费人口仍主要集中在欧、美、日等医疗发达国家, 但正以较快的速度逐步向以中东、南美等地区的新兴市场扩张, 预计 PVC 手套和丁腈手套的市场份额会进一步增大。

2.3 全球手套供给格局重塑, 我国手套全球产业地位大幅提升

全球一次性手套市场竞争激烈且分散, 领先制造商集中于东南亚及中国, 其中马来西亚依托橡胶原产国等优势, 是乳胶类一次性手套最大的生产基地, 产能占比超过 60%, 第二大产地是泰国, 产能占比也达到 15%, 其次是中国, 产能占比约为 10%。

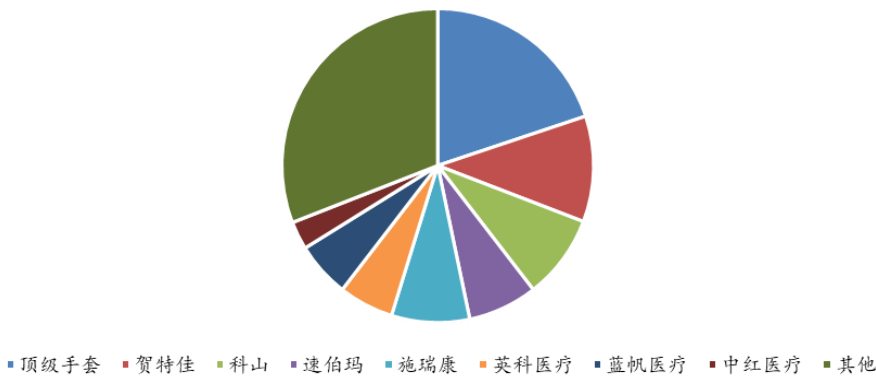
图 19: 全球一次性手套产能分布



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

马来西亚的龙头手套公司包括顶级手套有限公司 (Top Glove Corporation Berhad)、贺特佳控股有限公司 (Hartalega Holdings Berhad)、科山橡胶工业有限公司 (Kossan Rubber Industries Bhd.)、苏伯玛有限公司 (Supermax Corporation Berhad) 等, 均为大型手套生产企业, 占据了全球销量近 50% 的市场份额。我国也是一次性手套的主要生产地, 国内企业主要有英科医疗、蓝帆医疗、石家庄鸿锐集团、中红普林医疗等。

图 20: 全球一次性手套竞争格局



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

中国为 PVC 手套最大生产国, 其中蓝帆医疗、英科医疗等企业较为出众, 但丁腈手套等生产量较低。PVC 手套首先兴起于美国, 然后在日本逐步地发展, 随后进入中国台湾地区, 随着台湾地区的制造成本的增加, 逐步转移到大陆地区生产。目前, 全球绝大多数 PVC 手套均来自中国出口, 蓝帆医疗、英科医疗等为主要生产企业, 长期来看, 龙头企业凭借规模效应和成本优势逐步提升市占率, 同时环保政策趋严导致小企业退出市场, PVC 手套行业集中度有望逐步提升。相比之下, 我国丁腈手套产量相对较低, 主要与丁腈手套生产难度更大、进入壁垒更高有一定关系, 目前, 国内企业也开始逐步扩大丁腈手套产能, 预计未来有望凭借强大的成本优势抢占市场份额。

疫情导致海外企业复产扩产缓慢，行业格局有望重塑。目前海外一次性手套龙头企业受制于疫情出现缺少劳工、工厂停产的情况，正常的生产经营节奏受到扰动，相应扩产计划也将延后。相比之下，国内企业受益于疫情防控得力最先复产，并且通过快速扩大产能抢占市场份额，一次性手套行业格局有望重塑，我国一次性手套全球产业地位有望大幅提升。

3 英科医疗扩产全面加速，剑指全球一次性手套龙头

3.1 一次性手套行业壁垒高，公司技术实力全球领先

一次性手套是典型的技术密集型行业。一次性手套对生产工艺要求较高，要持续稳定的生产医疗级手套产品需要在生产流程上进行严格的控制，包括生产设备、生产配方及工艺控制上。丁腈手套，相比 PVC 手套的配方体系和生产工艺更复杂，丁腈的生产需要三十多种原料进行配制，工艺上采取浸渍工艺硫化成型，包括酸洗、碱洗以及添加凝固剂等环节，生产线为双手模生产线且生产线较长，因此丁腈手套在工艺控制上要求更高，进入丁腈手套行业的技术门槛也更高。

图 21: PVC 手套生产线



数据来源：公司公告，西南证券整理

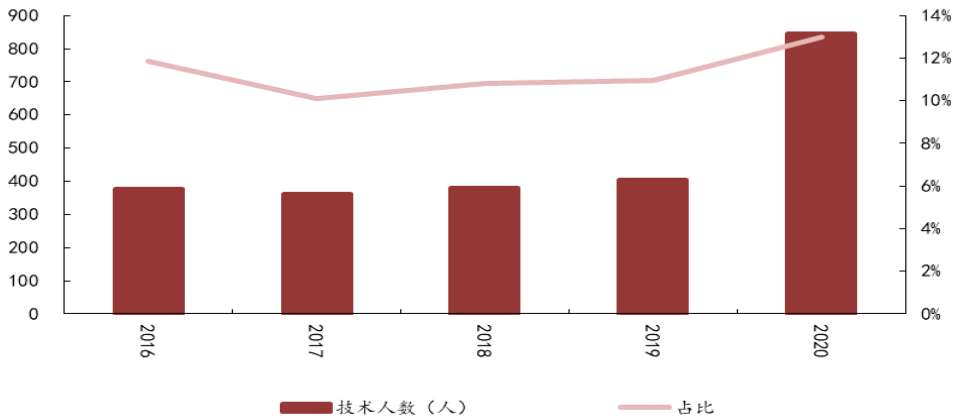
图 22: 丁腈手套生产线



数据来源：公司公告，西南证券整理

一次性手套同时也是典型的资本密集型行业。制造丁腈手套或 PVC 手套前期需要较大投资，目前，建设一条新一代 PVC 双手模生产线成本约 800 万左右，一条丁腈双手模生产线则需要花费成本约 2000 万元，在这基础上，医疗手套生产线需要根据用途和颜色进行搭配，一般 10 条起投，投产周期长达 12 至 18 个月，周期相对较长，较高的资本投入以及较长的投产周期成为了一次性手套行业重要的进入壁垒。

图 23: 公司技术人员数量和占比



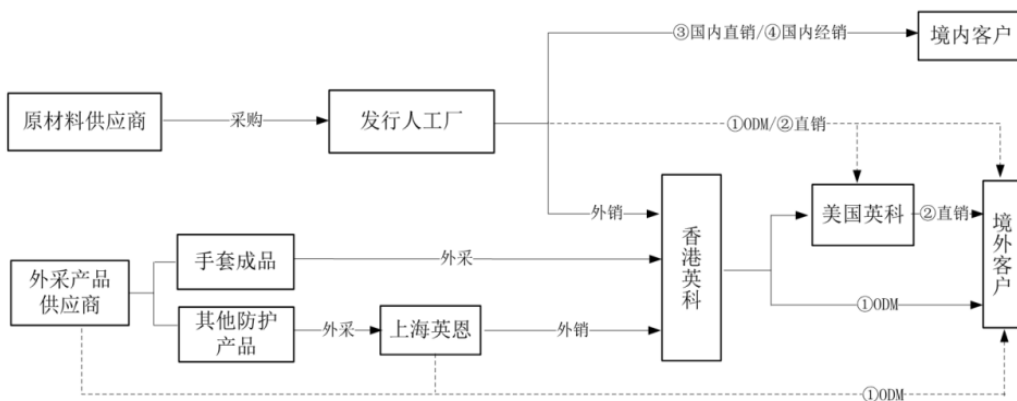
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

行业内手套生产线大部分是 2000 年至 2010 年间建成的, 不论是工厂的生产设备还是环保设备目前都面临着升级或淘汰。公司的一次性手套生产线均在 2010 年或之后建成, 同时公司和诸多世界领先的设备技术公司合作, 生产设备的技术水平不断提升。目前, 公司已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, 公司手套产品的良品率维持在 99% 以上, 强大的技术和生产实力是公司的核心竞争力之一。

3.2 海外销售为主, 销售渠道实力强

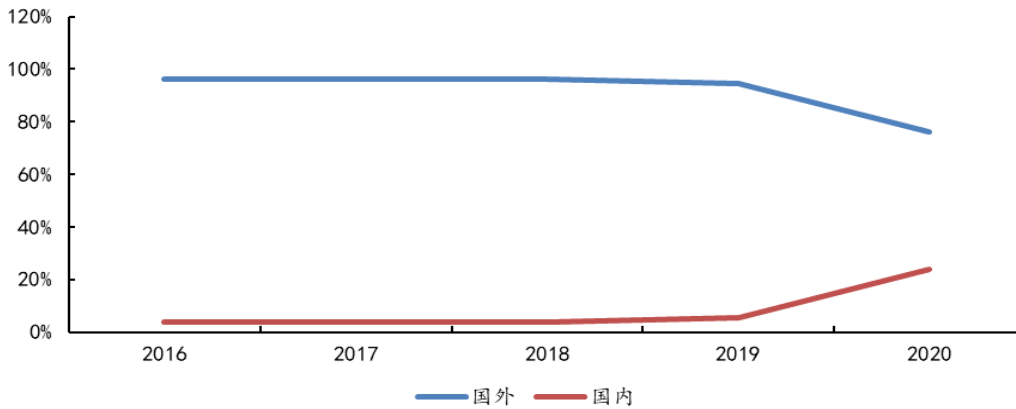
公司的国内直销和国内经销均由国内各工厂直接向客户销售, 其中国际销售客户主要为境外大型医疗用品或防护清洁用品销售商, 为品牌运营商, 主要销售方式为 ODM 模式, 公司根据客户的需求, 负责产品的设计和和生产, 产品采用客户指定品牌。

图 24: 英科医疗销售模式



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司大部分收入均来自于海外, 2016-2019 年, 海外收入占比达到 95%, 2020 年疫情率先在我国爆发, 随后在全世界范围内蔓延, 国内对手套的需求量大幅提升, 公司内销占比提升, 国内收入占比达到 23.7%。

图 25: 英科医疗收入主要来自于海外


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

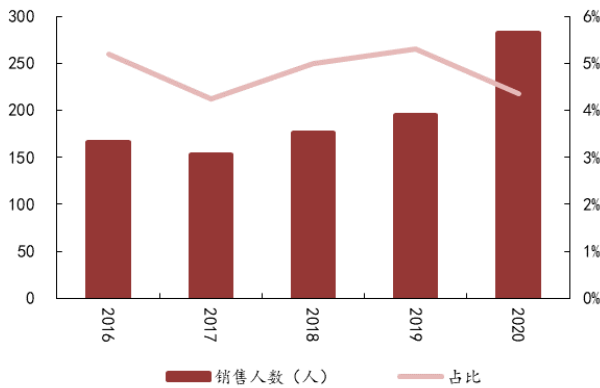
公司国际销售客户主要为大型的医疗用品销售商, 其中包括麦克森、美联实业、施普林菲尔德和卡地纳健康等等。

表 2: 英科医疗主要客户

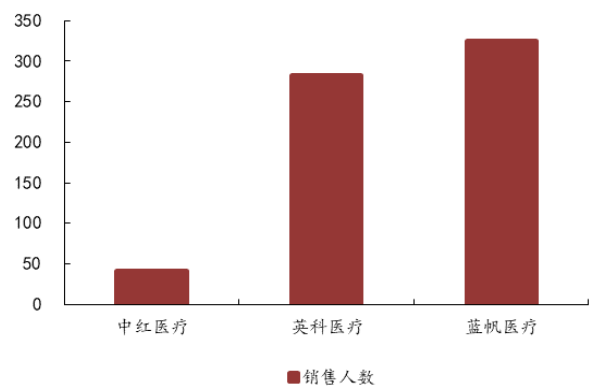
客户名称	客户介绍
McKesson Corporation	McKesson Corporation (美国麦克森国际集团有限公司) 拥有 180 多年的经营历史, 世界 500 强之一, 纽约交易所上市公司; 是美国地区最大的医疗服务企业, 其产品供应美国 50% 的医院, 20% 的病人; 公司客户中 PSS Global 和 CypressMedical 均为其旗下公司。
Medline Industries, Inc.	Medline Industries, Inc. (美联实业有限公司) 成立于 1910 年, 美国最大私营医疗产品供应商, 2014 年销售收入 70 亿美元, 拥有 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。

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司销售人员持续快速扩充, 2019 年为 195 人, 2020 年已经达到 283 人, 增长幅度较大, 对比国内同行业的蓝帆医疗和中红医疗等, 公司销售人数仍然处于最高水平。

图 26: 英科医疗销售人数及占比


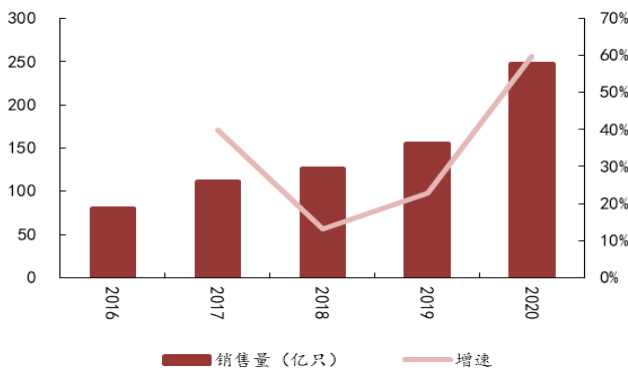
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 国内公司销售人数对比 (人)


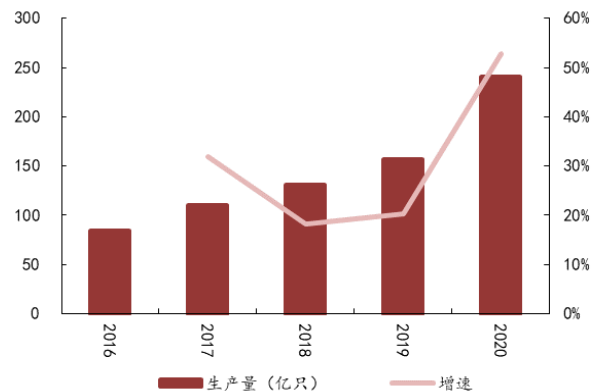
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 产能持续加速扩张, 全球手套龙头指日可待

公司上市以来便持续进行产能扩张, 一次性手套产能从 2014 年的 77 亿只增加至 2021 年一季度的 450 亿只, 其中 PVC 手套约 240 亿只, 丁腈手套约 210 亿只, 已经成为全球最大的 PVC 手套生产商和全球最大的非天然乳胶手套生产商。

图 28: 一次性手套销量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29: 一次性手套产量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前公司产能扩张快速推进, 将形成“山东-安徽-湖南-江西-河南-越南”六大一次性手套生产基地, 预计到 2021 年底公司总产能将达 700 亿只以上, 到 2022 年一季度总产能有望达到 1200 亿只, 到 2025 年公司一次性手套总产能将超过 3000 亿只, 成为全球最大的一次性手套生产企业。

表 3：英科医疗产能拓展计划

时间	地点	项目介绍	投入规模
2017/10/26	安徽淮北濉溪县	年产 280 亿只高端医用手套项目(丁腈手套 57 亿只、PVC 手套 223 亿只)	三期共 13.8 亿元
2019/10/19	越南清化	年产高端医用手套 88.2 亿只(丁腈手套)及其他医疗耗材(冷热敷)	1.4 亿美元
2020/3/4	安徽淮北濉溪县	年产 210 亿只高端医用手套(丁腈手套)	22.76 亿元
2020/3/12	江西九江彭泽县	年产 271.68 亿只高端医用手套项目(丁腈手套 199.6 亿只、PVC 手套 30 亿只、乳胶检查手套 31.2 亿只、乳胶手术手套 13.6 亿只)	30 亿元
2020/5/13	安徽淮北濉溪县	年产 61.84 亿只高端医用手套项目(PVC 手套)	3.02 亿元
2020/6/4	安徽安庆怀宁县	年产 400 亿只端医用手套项目(热电联产)	50 亿元
2020/9/3	湖南岳阳临湘市	年产 400 亿只端医用手套项目(热电联产)	50 亿元
2020/12/1	山东潍坊青州市	年产 500 亿只丁腈、PVC 高端医用防护手套项目	50 亿元，一期 7 亿元
2020/12/1	山东潍坊青州市	年产 33 亿只高端丁腈医疗手套项目	2.525 亿元
2020/12/1	山东淄博沂源县	年产 50 亿只 TPE 手套和 50 亿只 CPE 手套项目	1.2 亿美元
2020/12/30	河南商丘夏邑县	年产 131 亿只 PVC 高端医用手套项目	6.6 亿元
2021/2/5	江西九江彭泽县	年产 457.5 亿只高端医用手套项目	50 亿元
2021/3/1	安徽淮北濉溪县	年产 520 亿只高端医用手套项目	50 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：疫情带动一次性手套需求量快速提升，预计公司 PVC 手套 2021 年、2022 年和 2023 年销量分别为 200 亿只、300 亿只和 400 亿只，丁腈手套销量分别为 200 亿只、500 亿只和 800 亿只。假设 2021 年一次性手套价格仍维持较高水平，随后 2022 年和 2023 年随着疫情逐步消除以及全球产能提升，价格逐步下降，假设 2021 年、2022 年和 2023 年 PVC 手套价格为 350 元/千只、100 元/千只和 90 元/千只，丁腈手套价格分别为 600 元/千只、180 元/千只和 160 元/千只。假设 2021 年医疗防护类产品整体毛利率仍将维持在较高水平，2022 年和 2023 年逐步下降，2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 70%、50%和 30%。

假设 2：康复护理业务板块是公司近年重点发展的业务之一，未来仍将保持平稳增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 10%、10%和 10%，毛利率分别为 20%、20%和 20%。

假设 3：公司的其他服务收入维持稳定增长。

表 4: 英科医疗营业收入拆分 (亿元)

		2020A	2021E	2022E	2023E
医疗防护类	PVC 手套收入	63.00	70.00	30.00	36.00
	价格 (元/千只)	450.00	350.00	100.00	90.00
	销量 (亿只)	140.00	200.00	300.00	400.00
	销量增速	55.56%	42.86%	50.00%	33.33%
	丁腈手套收入	69.97	120.00	90.00	128.00
	价格 (元/千只)	650.00	600.00	180.00	160.00
	销量 (亿只)	107.64	200	500	800
	销量增速	65.37%	85.80%	150.00%	60.00%
	其他	1.55	1.71	1.88	2.07
	增速	543.24%	10.00%	10.00%	10.00%
	收入	134.52	191.71	121.88	166.07
	增速	660.86%	42.51%	-36.42%	36.26%
	成本	39.74	57.51	60.94	116.25
	毛利	94.78	134.20	60.94	49.82
毛利率	70.46%	70.00%	50.00%	30.00%	
康复护理类	收入	2.15	2.37	2.60	2.86
	增速	5.39%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1.76	1.89	2.08	2.29
	毛利	0.38	0.47	0.52	0.57
	毛利率	17.67%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	1.68	1.85	2.03	2.24
	增速	76.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1.35	1.39	1.52	1.68
	毛利	0.34	0.46	0.51	0.56
	毛利率	20.24%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	总营业收入	138.35	195.92	126.51	171.17
	增长率	564.51%	41.61%	-35.43%	35.29%
	总营业成本	42.85	60.79	64.55	120.21
	毛利	95.50	135.13	61.97	50.95
	毛利率	69.03%	68.97%	48.98%	29.77%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 196 亿元、126.5 亿元和 171.2 亿元, 归母净利润分别为 102.1 亿元、44.2 亿元和 31.4 亿元, EPS 分别为 27.97 元、12.10 元和 8.61 元, 对应 PE 分别为 5 倍、10 倍和 15 倍。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 0.5%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 0.62；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 5：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	0.5%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	-20%
β 系数	0.62
债务资本成本 Kd	5%
债务资本比重 Wd	1.26%
股权资本成本 Ke	8.16%
WACC	8.11%

数据来源：西南证券

表 6：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	27603.75
净债务价值	-5069.26
股票价值	32673.01
每股价值	89.49

数据来源：西南证券

表 7：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.57%	7.07%	7.57%	8.07%	8.57%	9.07%	9.57%
-1.0%	93.64	90.81	88.27	85.97	83.88	81.97	80.22
-0.5%	95.30	92.21	89.47	87.01	84.78	82.76	80.90
0.0%	97.21	93.82	90.83	88.17	85.79	83.63	81.66
0.5%	99.44	95.67	92.39	89.49	86.91	84.60	82.50
1.0%	102.06	97.83	94.18	91.00	88.19	85.69	83.45
1.5%	105.21	100.37	96.27	92.73	89.65	86.93	84.50
2.0%	109.05	103.42	98.73	94.75	91.33	88.34	85.70

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 89.49 元。

4.3 相对估值

我们选取了行业中与英科医疗业务最为相近的蓝帆医疗和奥美医疗两家公司，2020 年两家公司的平均 PE 为 8 倍，2021 年平均 PE 为 6 倍。公司是我国一次性手套行业优秀企业，产能拓展持续加速，销售渠道不断加强，有望成为全球一次性手套龙头企业，长期发展值得期待，给予公司 2021 年 6 倍市盈率，对应目标价为 167.82 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002282.SZ	蓝帆医疗	21.15	3.42	5.34	3.99	4.37	6	4	5	5
002950.SZ	奥美医疗	16.51	1.82	2.09	2.40	2.88	9	8	7	6
平均值							8	6	6	5

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

一次性手套降价风险，公司订单量不及预期风险，产能拓展不及预期风险，汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13836.71	19594.67	12653.03	17118.73	净利润	7004.51	10213.43	4417.00	3144.30
营业成本	4285.31	6079.84	6455.40	12022.91	折旧与摊销	140.61	342.19	383.10	398.04
营业税金及附加	56.04	166.55	107.55	145.51	财务费用	265.41	195.95	126.53	171.19
销售费用	323.64	587.84	417.55	616.27	资产减值损失	-1.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	249.06	391.89	278.37	410.85	经营营运资本变动	328.10	-2485.58	865.26	-568.59
财务费用	265.41	195.95	126.53	171.19	其他	853.29	-8.52	-8.14	-8.14
资产减值损失	-1.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8590.49	8257.47	5783.76	3136.79
投资收益	4.71	5.00	5.00	5.00	资本支出	-2570.50	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	3.18	3.18	3.18	3.18	其他	-1444.42	8.18	8.18	8.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4014.92	-31.82	-31.82	-31.82
营业利润	8368.93	12180.77	5275.81	3760.17	短期借款	-440.64	-22.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-22.29	-10.36	-12.47	-13.40	长期借款	6.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	8346.64	12170.42	5263.34	3746.77	股权融资	1101.12	0.00	0.00	0.00
所得税	1342.13	1956.98	846.34	602.47	支付股利	-144.16	-5665.02	-8257.31	-3571.04
净利润	7004.51	10213.43	4417.00	3144.30	其他	-466.87	-221.38	-126.53	-171.19
少数股东损益	-2.54	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	56.14	-5908.58	-8383.84	-3742.23
归属母公司股东净利润	7007.05	10213.43	4417.00	3144.30	现金流量净额	4339.60	2317.07	-2631.90	-637.26
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5009.38	7326.45	4694.55	4057.29	成长能力				
应收和预付款项	1086.78	2581.60	1809.24	2627.73	销售收入增长率	564.29%	41.61%	-35.43%	35.29%
存货	847.45	1203.28	1277.64	2380.49	营业利润增长率	4033.74%	45.55%	-56.69%	-28.73%
其他流动资产	1566.06	1643.07	1550.23	1609.95	净利润增长率	3829.22%	45.81%	-56.75%	-28.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	2655.95%	44.95%	-54.51%	-25.17%
投资性房地产	18.43	18.43	18.43	18.43	获利能力				
固定资产和在建工程	3571.65	3278.26	2943.95	2594.71	毛利率	69.03%	68.97%	48.98%	29.77%
无形资产和开发支出	349.48	342.17	334.87	327.56	三费率	6.06%	6.00%	6.50%	7.00%
其他非流动资产	485.58	484.09	482.60	481.11	净利率	50.62%	52.12%	34.91%	18.37%
资产总计	12934.81	16877.35	13111.50	14097.27	ROE	74.18%	72.99%	43.50%	32.33%
短期借款	22.18	0.00	0.00	0.00	ROA	54.15%	60.52%	33.69%	22.30%
应付和预收款项	1114.24	1406.16	1467.42	2684.32	ROIC	244.10%	185.22%	75.09%	60.91%
长期借款	108.93	108.93	108.93	108.93	EBITDA/销售收入	63.42%	64.91%	45.72%	25.29%
其他负债	2246.70	1368.64	1381.84	1577.45	营运能力				
负债合计	3492.05	2883.73	2958.19	4370.70	总资产周转率	1.74	1.31	0.84	1.26
股本	352.22	365.10	365.10	365.10	固定资产周转率	7.64	6.85	4.30	6.31
资本公积	1585.54	1572.67	1572.67	1572.67	应收账款周转率	32.61	15.90	8.24	13.40
留存收益	7480.73	12029.14	8188.84	7762.09	存货周转率	7.92	5.92	5.20	6.57
归属母公司股东权益	9343.84	13894.70	10054.40	9627.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.31%	—	—	—
少数股东权益	98.91	98.91	98.91	98.91	资本结构				
股东权益合计	9442.76	13993.61	10153.31	9726.57	资产负债率	27.00%	17.09%	22.56%	31.00%
负债和股东权益合计	12934.81	16877.35	13111.50	14097.27	带息债务/总负债	7.22%	7.98%	7.78%	5.26%
					流动比率	3.82	7.87	5.51	3.44
					速动比率	3.44	7.13	4.75	2.67
					股利支付率	2.06%	55.47%	186.94%	113.57%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	8774.95	12718.91	5785.45	4329.40	每股收益	19.19	27.97	12.10	8.61
PE	6.57	4.50	10.41	14.63	每股净资产	25.86	38.33	27.81	26.64
PB	4.87	3.29	4.53	4.73	每股经营现金	23.53	22.62	15.84	8.59
PS	3.32	2.35	3.64	2.69	每股股利	0.39	15.52	22.62	9.78
EV/EBITDA	4.30	2.91	6.85	9.30					
股息率	0.31%	12.31%	17.95%	7.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn