

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.27
总股本/流通股本(亿股)	3.90 / 3.57
总市值/流通市值(亿元)	48 / 44
52周内最高/最低价	16.67 / 8.81
资产负债率(%)	16.2%
市盈率	-36.09
第一大股东	中红普林集团有限公司

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
研究助理: 陈峻
SAC 登记编号: S1340123110013
Email: chenjun@cnpsec.com

中红医疗(300981)

丁腈手套业务拐点已现，外延并购提供新的增长点

● 通过外延并购，公司目前覆盖一次性健康防护用品、医用无菌器械、生命支持综合解决方案三大核心领域

公司成立于 2010 年，通过并购从一次性健康防护用品单一发展赛道拓展到一次性健康防护用品、医用无菌器械、生命支持综合解决方案三大核心领域，使得公司竞争力进一步加强。

我们预计公司 2024-2026 年收入端分别为 24.64 亿元、29.48 亿元和 34.85 亿元，收入同比增速分别为 17%、20%和 18%，归母净利润预计 2024 年—2026 年分别为 1.17 亿元、1.89 亿元和 2.55 亿元，归母净利润同比增速分别为 189%、62%和 35%。考虑到目前丁腈手套行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，供需关系有逐步回归稳态的趋势，我们认为中红医疗手套订单将会迎来明显增长，公司产品有涨价机会，公司有望量价齐升并迎来业绩反转，营收和净利润将得到快速增长，公司盈利能力将进一步提高，因此给予部分合理溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 丁腈手套行业拐点已现，丁腈手套出口均价和出口量环比稳定增长

自 2021 年起丁腈手套的价格达到顶峰，随后经历了近 2 年的调整期。我们预计，到 2023 年第四季度，中国丁腈手套的出口平均价格已经触底，并且目前正逐步稳定回升。到了 2024 年 6 月，丁腈手套的出口量比 5 月份增长了 26%，每箱的出口平均价格比 5 月份增加了 0.23 美元，而每千克的出口平均价格也比 5 月份上涨了 4%。我们预计，到 2023 年第四季度，中国丁腈手套的出口平均价格已经触底，并且目前正逐步稳定回升。

● 公司避孕套销量位居前列，聚氨酯和聚异戊二烯避孕套有望成为公司爆品

乳胶安全套业务是公司未来重要发展战略。目前国内避孕套市场中大部分是进口品牌，国产品牌市场占有率比较低，优质的国产品牌具有很大的市场潜力。我们认为国产避孕套未来份额占比将逐步提升，而中红医疗的倍力乐避孕套在多个类别上均引领了中国情趣潮流的发展。中红医疗聚异戊二烯避孕套现已取得注册证，有望早日商业化并成为公司在避孕套业务上的爆品，且聚异戊二烯单价比常规避孕套更贵，我们预计公司新品上市后将提高避孕套业务盈利能力。

● 公司创新孵化事业部未来将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态进行布局

2023 年，中红医疗以现金方式收购迈德瑞纳 70%股权，相关业务营业收入快速增长。收购前迈德瑞纳 2023 年 1-4 月营业收入 1100 万元，净利润 309 万元。收购后迈德瑞纳 2023 年 10 月 13 日至 2023 年 12 月 31 日营业收入 1728 万元，净利润约 598 万元。未来公司与迈德瑞纳供应链资源、国内外渠道、技术研发及高端人才具备高度互补性，可有效发挥资源整合优势。随着泵类相关产品的丰富，公司在泵类产品市场扩展优势较大。我们预计公司未来将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态，多措并举，重点关注生命支持类、微创耗材类、介入耗材类和康复器械类产品的布局，开展相关的研发和并购工作，继续构建更完整的产品解决方案。

● 风险提示：

市场供需关系变化和价格波动风险、原材料价格波动及供应稳定性风险、汇率波动风险、国际贸易摩擦影响。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2105	2464	2948	3485
增长率(%)	33.87	17.04	19.64	18.22
EBITDA（百万元）	47.93	311.35	402.90	500.58
归属母公司净利润（百万元）	-130.87	116.65	189.48	255.35
增长率(%)	-295.57	189.13	62.44	34.76
EPS（元/股）	-0.34	0.30	0.49	0.65
市盈率（P/E）	-36.57	41.02	25.26	18.74
市净率（P/B）	0.83	0.81	0.79	0.76
EV/EBITDA	124.77	15.21	12.38	10.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 中红医疗防护手套业务经营良好，外延并购推动公司业绩快速增长	6
1.1 公司成立十四载，专注于医疗健康产业领域	6
1.2 公司新收购业务提供增量，助力公司营收和利润平稳增长	7
1.3 公司设有健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部，其中手套业务为公司最主要收入模块	8
2 手套业务为公司主要板块，公司收购桂林恒保进入乳胶手套领域	9
2.1 一次性手套可分为乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套及 PE 手套	9
2.2 丁腈手套行业拐点已现，2024 年 6 月我国出口量环比增长 26%，出口均价环比上涨 0.23 美元	11
2.3 公司手套产品齐全，具有丁腈、PVC、天然乳胶、聚异戊二烯、防辐射等一次性防护手套产品	13
3 公司避孕套销量位居前列，聚氨酯和聚异戊二烯避孕套有望成为公司爆品	17
3.1 国内避孕套使用数量稳定增长，预计 2020 年-2024 年 CAGR 为 12%	17
3.2 公司倍力乐避孕套销量位居前列，新系列不断推出，至今生产量超 100 亿个	18
3.3 公司聚氨酯釜化项目采用新型湿法合成技术，使聚氨酯避孕套效果更优	20
3.4 公司聚异戊二烯避孕套打破进口垄断，有望成为市场爆品	21
4 公司创新孵化事业部，未来将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态进行布局	23
4.1 公司收购迈德瑞纳 70% 股权，提供泵类设备整体解决方案	23
4.2 公司与为麦科技开展深度业务合作，助力公司扩充生命支持解决方案产品线	25
5 盈利预测与投资建议	25
6 风险提示	27

图表目录

图表 1: 中红医疗成立十余载, 逐步形成健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部	6
图表 2: 中红普林集团为公司控股股东, 股权穿透后公司实际控制人为厦门市国资委	7
图表 3: 2024 年 H1 公司营业收入 11.48 亿元, 同比增长 14.97%	7
图表 4: 2024 年 H1 公司归母净利润为 0.33 亿, 同比增长 758.15%	7
图表 5: 中红医疗公司毛利率和净利率逐渐回升	8
图表 6: 中红医疗公司整体费用率略有上升	8
图表 7: 公司设有健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部	8
图表 8: 防护手套业务是公司最主要的收入板块	9
图表 9: 一次性 PVC 手套广泛应用于医疗检查、种植、餐饮服务、清洁及消毒等场景	10
图表 10: 一次性丁腈手套广泛应用于医疗检查、餐饮服务、工业劳保、牙科门诊等领域	10
图表 11: 不同材料的一次性手套具有不同的特性	10
图表 12: 丁腈手套、乳胶手套和 PVC 手套均可用于常见的医用和非医用场景	11
图表 13: 2024 年 8 月我国丁腈手套出口数量创下阶段性新高, 环比 7 月增长 9%	12
图表 14: 2024 年 8 月中国每箱丁腈手套出口均价环比 7 月上涨 0.09 美元	12
图表 15: 2024 年 8 月中国丁腈手套每千克出口均价环比 7 月上涨 0.01 美元	13
图表 16: 中国丁腈手套出口占比持续上升, 出口数量创下 2 年内新高	13
图表 17: 中红医疗拥有不同种类丁腈、PVC 和天然乳胶手套	14
图表 18: 桂林恒保防护工厂主要涉及乳胶产品相关业务	14
图表 19: 中红医疗控股子公司恒保防护在天然橡胶医用外科手套领域有丰富的产品布局	15
图表 20: 中红医疗控股子公司恒保防护拥有用于各种特定场景的特色外科手套产品	16
图表 21: 2024 年 H1 中红医疗防护手套业务营业收入增长 11.63%	16
图表 22: 避孕套可根据原材料、厚度、形状、加工方式、是否有润滑剂和使用人群性别等方式分类	17
图表 23: 避孕套发展历程可以追溯到古代文明, 至今经历了上千年的发展	17
图表 24: 避孕套行业产业链上中下游情况	18
图表 25: 2015-2020 全球避孕套市场规模 CAGR 为 10.03%	18
图表 26: 倍力乐避孕套 2002 年中国上市, 在多个类别上均引领了中国情趣潮流的发展	19
图表 27: 公司可批量生产 100 余款不同品类避孕套产品, 基本能满足不同场景各种需求	19
图表 28: 公司聚氨酯避孕套能将“超薄”做到 0.01 毫米	20
图表 29: 中红医疗聚氨酯釜化项目正式投产	21
图表 30: 公司聚氨酯水脱工艺使得公司聚氨酯避孕套体验感更好	21
图表 31: 聚异戊二烯爆破点远远高于薄乳胶安全套, 最大爆破体积可达 40L	22
图表 32: SKYN 聚异戊二烯避孕套更柔软, 堪比极肤皮肤般的触感	22
图表 33: 桂林恒保聚异戊二烯男用避孕套顺利取得医疗器械注册证	22

图表 34: 迈德瑞纳提供泵类设备整体解决方案	23
图表 35: SP50 系列注射泵和 VP50 系列输液泵是公司的主力型号	24
图表 36: 自 2023 年 10 月公司完成迈德瑞纳并购后, 迈德瑞纳收入取得较快增长	24
图表 37: 为麦科技无线可穿戴体温传感器	25
图表 38: 为麦科技多参数无线监护仪	25
图表 39: 可比公司估值情况	27

1 中红医疗防护手套业务经营良好，外延并购推动公司业绩快速成长

1.1 公司成立十四载，专注于医疗健康产业领域

中红医疗聚焦品质一次性健康防护用品、医用无菌器械、生命支持综合解决方案三大核心领域。公司成立于2010年，公司专注医疗健康产业，从事高品质一次性健康防护用品、医用无菌器械、生命支持综合解决方案等医用耗材与设备的研发、生产与销售。公司拥有健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部，在全国设有五大生产基地与六大研发平台，是国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业、中国医疗器械50强，并入选国资委“创建世界一流专精特新示范企业”名单。公司于2021年4月在上海证券交易所科创板上市。

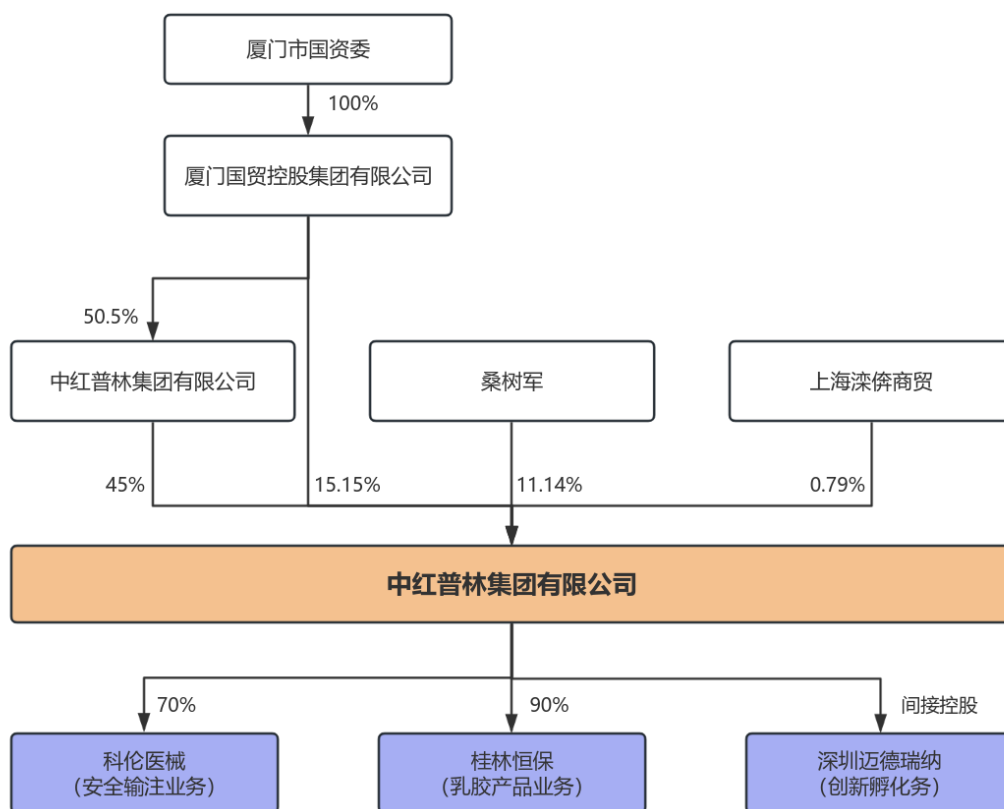
图表1：中红医疗成立十余载，逐步形成健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

中红普林集团为公司控股股东，股权穿透后公司实际控制人为厦门市国资委。中红普林集团为公司控股股东，目前持有公司1.75亿股，占公司总股本45.00%。股权穿透后公司实际控制人为厦门市国资委，厦门国贸控股代其履行实控人职权。厦门国贸持有中红普林集团50.50%股份，同时持有公司15.15%股份。公司董事长桑树军先生，1966年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。过去曾任职唐山市滦南县人民政府副县长、唐山市滦南县外贸局党委书记/局长、滦南县政协副主席、唐山中红肉鸡生产有限公司董事长/总经理、任唐山中红普林食品有限公司董事长/总经理等职务。2014年6月至今任中红三融集团有限公司董事长，2016年5月至今任北京滦南企业商会会长，2019年6月至今任北京唐山企业商会常务副会长，2019年1月至今任北京河北企业商会常务副会长，2022年6月至今任河北省工商联副主席。2012年1月至今任公司董事长。

图表2：中红普林集团为公司控股股东，股权穿透后公司实际控制人为厦门市国资委

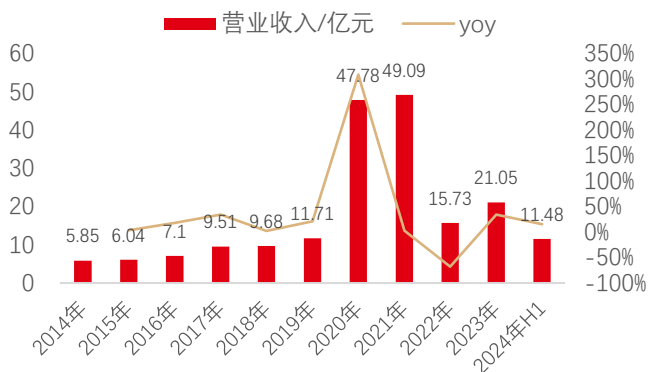


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

1.2 公司新收购业务提供增量，助力公司营收和利润平稳增长

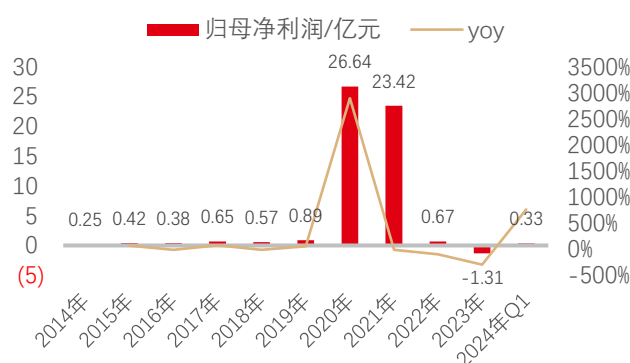
公司外延并购项目推动公司 2023 年收入增长。公司 2023 年营业收入 21.05 亿元，同比增加 33.87%。我们认为系公司原有业务稳定增长，公司新收购的科伦医械、恒保健康和迈德瑞纳贡献的收入增量所致。2024 年 H1 公司营业收入 11.48 亿元，同比增加 14.97%。归母净利润为 0.33 亿，同比增加 758.15%。

图表3：2024 年 H1 公司营业收入 11.48 亿元，同比增长 14.97%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：2024 年 H1 公司归母净利润为 0.33 亿，同比增长 758.15%

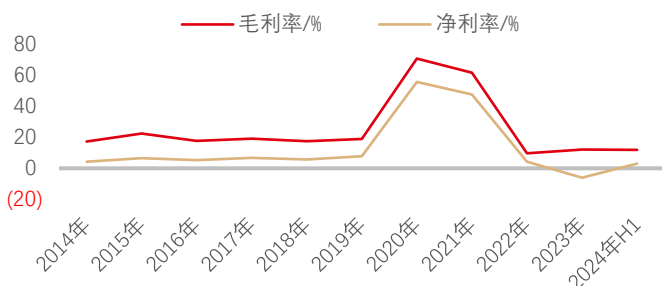


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

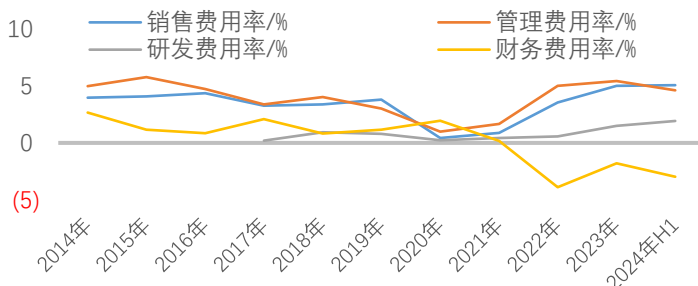
盈利能力上,2024 年 H1 公司毛利率和净利率环比均上升。公司 2023 年毛利率为 12.10%,同比增长 2.40 pct; 公司 2023 年净利率为-6.06%, 同比下降 10.32 pct。2024 年 H1 毛利率为 11.95%, 同比增加 0.84 pct, 环比增加 0.54 pct; 公司 2024 年 H1 净利率为 3.09%, 同比增加 3.15 pct, 环比增加 2.84 pct。

在费用率方面, 公司整体费用率环比略有下降。2023 年公司主要费用率 10.18%, 同比增长 4.94 pct; 主要原因系由于受到非同一控制企业合并影响, 导致公司费用率有较大变化。2024 年 H1 公司主要费用率 8.65%, 同比增长 1.61%。其中销售费用率 5.08%, 环比下降 0.24 pct; 管理费用率 4.62%, 同比增加 0.42 pct; 研发费用率 1.93%, 同比增长 0.52 pct; 财务费用率-2.98%, 同比增长 0.91 pct。

图表5: 中红医疗公司毛利率和净利率逐渐回升



图表6: 中红医疗公司整体费用率略有上升



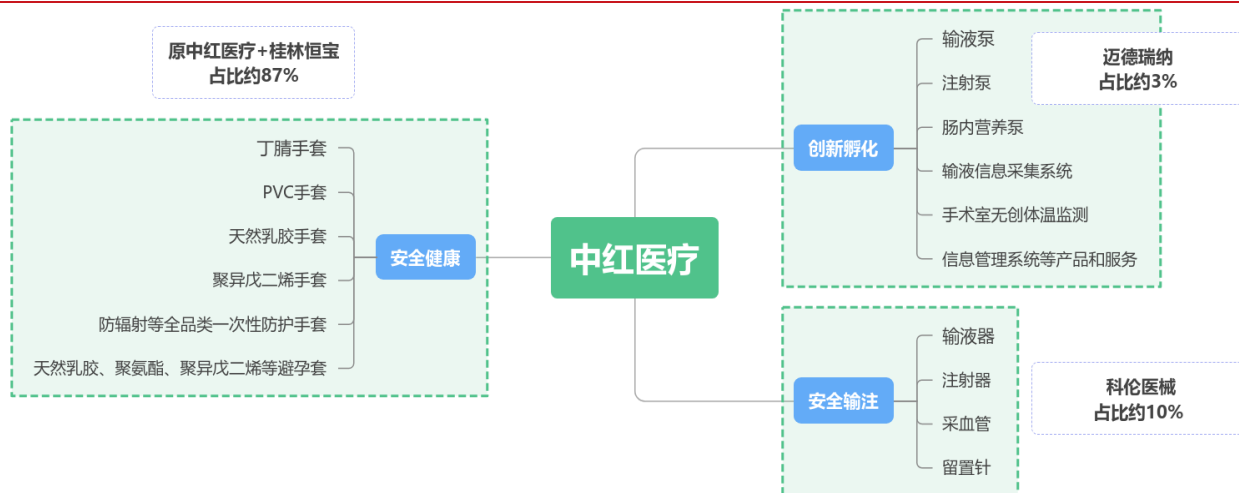
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

1.3 公司设有健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部, 其中手套业务为公司最主要收入模块

公司设有健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部。其中健康防护事业部主营丁腈、PVC、天然乳胶、聚异戊二烯、防辐射等全品类一次性防护手套和天然乳胶、聚氨酯、聚异戊二烯等避孕套系列产品; 安全输注事业部主营输液器、注射器、采血管、留置针等输注器械产品; 创新孵化事业部主营输液泵、注射泵、肠内营养泵等设备及输液信息采集系统, 以及手术室无创体温监测及信息管理系统等产品和服务。

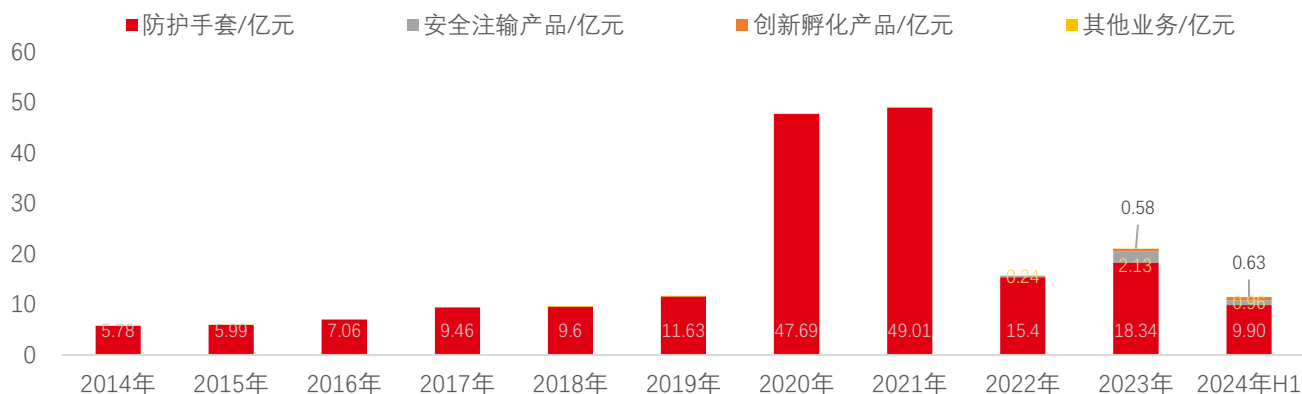
图表7: 公司设有健康防护、安全输注、创新孵化三大事业部



资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

公司通过融资并购拓展新业务。2022 年公司并购桂林恒保健康用品有限公司 70% 股权。进入毛利率水平和技术门槛相对更高的医用外科手套领域和避孕套（含聚氨酯避孕套）领域；并购国家高新技术企业科伦医械进入安全输注行业，正式切入安全输注赛道，其精密输液器单品出货量居于国内细分行业的头部。2023 年公司深圳研究院成立，专注输注设备研发；公司以现金方式收购迈德瑞纳 70% 股权，增加了含输液泵、注射泵、输液信息采集系统等设备业务。

图表8：防护手套业务是公司最主要的收入板块



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 手套业务为公司主要板块，公司收购桂林恒保进入乳胶手套领域

2.1 一次性手套可分为乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套及 PE 手套

按其材料分类，一次性手套可分为乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套及 PE 手套。一次性乳胶手套的出现使得医院内感染的机会下降，但存在接触性皮炎、严重过敏反应、天然橡胶供给有限等弊端。乳胶手套发明于 1889 年，乳胶手套的出现使得医院内感染的机会下降，并长期作为常规保护类耗材，被社会广泛使用。乳胶手套主要材料是天然橡胶乳胶，乳胶手套虽具有佩戴舒适、服帖性出色等优点，但其因含有胶原蛋白易引起部分人体过敏，具有天然缺陷。同时天然橡胶供给有限，所以人们在逐渐寻找新的替代材料。

一次性 PVC 手套不致敏性、耐磨性、耐酸碱性能最为优秀，同时耐穿刺性较为优秀。但同时也存在佩戴不服帖且易破等缺陷，且受“禁塑令”的限制。1926 年英国制造出了 PVC 硫化橡胶，被制成一次性手套后，为乳胶过敏的医务人员带来了福利。PVC 手套兴起于美国并逐渐转移到日本和中国。目前中国是世界上产量最大的 PVC 生产国。一次性 PVC 手套主要由 PVC 糊树脂及 DINP/DOTP 增塑剂制成，采用浸渍工艺塑化成型，其不致敏性、耐磨性、耐酸碱性能最为优秀，同时耐穿刺性较为优秀。PVC 手套不仅广泛用于医疗、电子及食品加工等行业，还适合进行家庭清洁及其他日常个人防护。但 PVC 手套性能与乳胶手套较大区别，PVC 手套具有佩戴不服帖且易破等缺陷，且受“禁塑令”的限制。

图表9：一次性 PVC 手套广泛应用于医疗检查、种植、餐饮服务、清洁及消毒等场景



资料来源：英科医疗公告，中邮证券研究所

一次性丁腈手套耐油性和耐穿刺性最为优秀，同时弹性和贴服性、不致敏性、耐磨性、耐酸碱性和原材料稳定性也比较优秀。1931 年丁腈橡胶在法国研制成功，1991 年丁腈橡胶慢慢应用到手套领域，丁腈手套正式面世。一次性丁腈手套主要材料是 100%合成丁腈胶乳，采用浸渍工艺硫化成型。其耐油性和耐穿刺性最为优秀，同时弹性和贴服性、不致敏性、耐磨性、耐酸碱性和原材料稳定性也比较优秀。丁腈橡胶手套兼顾高回弹力、着色非常容易、无乳胶过敏风险性、佩戴舒服等特点得到了销售市场巨大的热烈欢迎，被广泛用于医学检查、化工、电子等行业。

图表10：一次性丁腈手套广泛应用于医疗检查、餐饮服务、工业劳保、牙科门诊等领域



资料来源：英科医疗公告，中邮证券研究所

一次性 PE 手套的原材料稳定性最为优秀，同时耐油性较为优秀。一次性 PE 手套的主要采用聚乙烯 LDPE, HDPE, LLDPE 吹膜压制而成，颜色通常为透明色。其原材料稳定性最为优秀，同时耐油性较为优秀。一次性 PE 手套可以接触食物，无毒。

图表11：不同材料的一次性手套具有不同的特性

	乳胶手套	丁腈手套	PVC 手套	PE 手套
面世时间	1889 年	1926 年	1991 年	-
主要材料	天然橡胶乳胶	100%合成丁腈胶乳	聚氯乙烯糊树脂	聚乙烯
弹性和贴服性	☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆
不致敏性	☆	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆
耐油性	☆	☆☆☆☆	☆☆	☆☆☆
耐磨性	☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆	☆
耐穿刺性	☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆	☆

耐酸碱性	☆	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆
透气性	透气性佳	透气性佳	透气性佳	透气性差
抗静电	抗静电	抗静电	部分等级产品抗静电	抗静电
生产成本	成本最高	成本高于 PVC，但低于 乳胶	成本低于丁腈，但高 于 PE	成本最低
原材料稳定性	☆	☆☆☆	☆	☆☆☆☆
主要生产地区	马来西亚、泰国和印尼等 东南亚国家	马来西亚、中国大陆、 泰国	中国大陆	中国大陆
优点	弹性及贴服性强	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	价格低廉
缺点	可能导致皮肤过敏，原材 料供应不稳定，价格高	价格较 PVC 手套略高	拉伸性、贴服性不足	弹性差，贴服性差

资料来源：公司招股书、英科医疗招股书、头豹研究院、塞莫诗一次性手套公众号、中邮证券研究所

按质量标准及设计用途分类，一次性手套也可分为医疗级手套及非医疗级手套。与非医疗级手套相比，医疗级手套应符合更高的质量认证体系标准，或符合目标市场对医疗行业的准入要求。医疗级手套必须达到更高的合格品质水平，且必须取得国家药监局备案、FDA 认证及 CE 标志等证明。医疗级手套专为用于医用检查及医疗护理而设计，亦可用于日常防护。非医疗级手套广泛用于食品处理、家居及一般工业用途。

图表12：丁腈手套、乳胶手套和 PVC 手套均可用于常见的医用和非医用场景

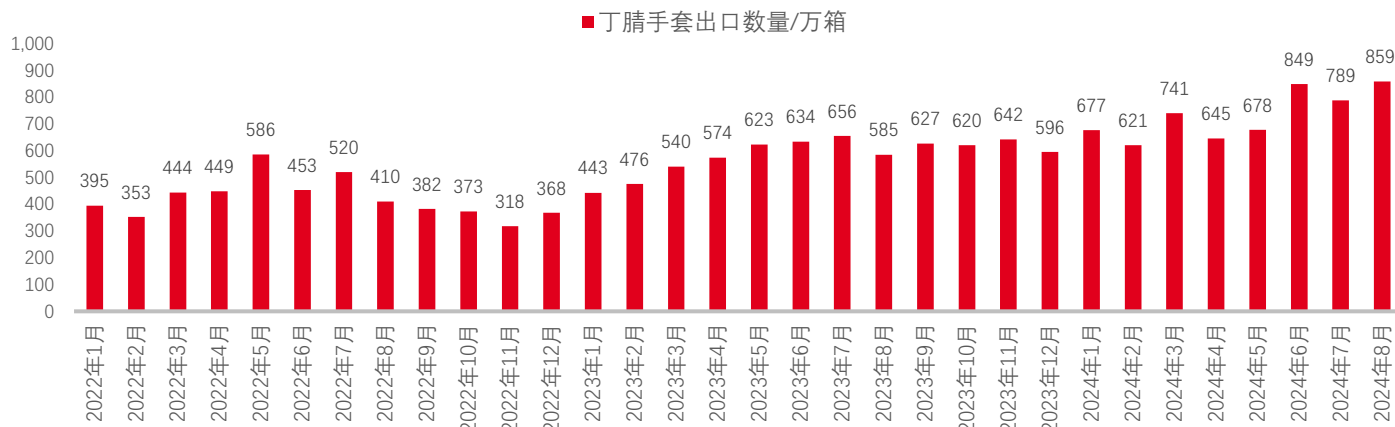
	乳胶手套	丁腈手套	乳胶手套	丁腈手套	PVC 手套	PE 手套
医用 场景	医疗检查	当医生或者护士需要直接接触患者的血液体液及肢体部位时，手套作为隔离器材可以有效防止双方之间交叉感染的现象发生	✓	✓	✓	
	医疗外科	当进行医疗护理或者手术治疗的时候，佩戴手套可以降低医护人员被感染或自身感染医疗环境的风险	✓	✓		
	日常生活	包括清洁消毒、栽培种植、美容美发等出于安全和卫生清洁方面考虑的细分场景	✓	✓	✓	✓
非医用 场景	餐饮服务	用餐者通过佩戴手套隔绝油污和细菌；餐饮服务者在客户进食完毕后，佩戴手套收拾厨余及餐盘	✓	✓	✓	✓
	食品加工	当食品加工时需要穿戴手套可保证食品安全卫生并防止食物被污染		✓	✓	
	电子加工生产	包括工业机修、仪器加工等，可通过佩戴手套防尘、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	✓	✓	✓	

资料来源：头豹研究院、中邮证券研究所

2.2 丁腈手套行业拐点已现，2024 年 6 月我国出口量环比增长 26%，出口均价环比上涨 0.23 美元

2024年8月我国丁腈手套出口量环比7月增长9%。在我国海关数据中,硫化橡胶制医疗、外科、牙科或兽医用分指手套、连指手套及露指手套包含医用丁腈手套和医用乳胶手套。我国生产的乳胶手套大多在国内使用,出口数量相对较少,因此海关目录中硫化橡胶制医疗、外科、牙科或兽医用分指手套、连指手套及露指手套可近似等同于丁腈手套的价格走势。根据海关数据,2024年8月硫化橡胶制医疗、外科、牙科或兽医用分指手套、连指手套及露指手套出口量85.9亿只,环比增长了9%,其中最低点为2022年11月,我们认为可理解2022年11月为丁腈手套行业库存高点。

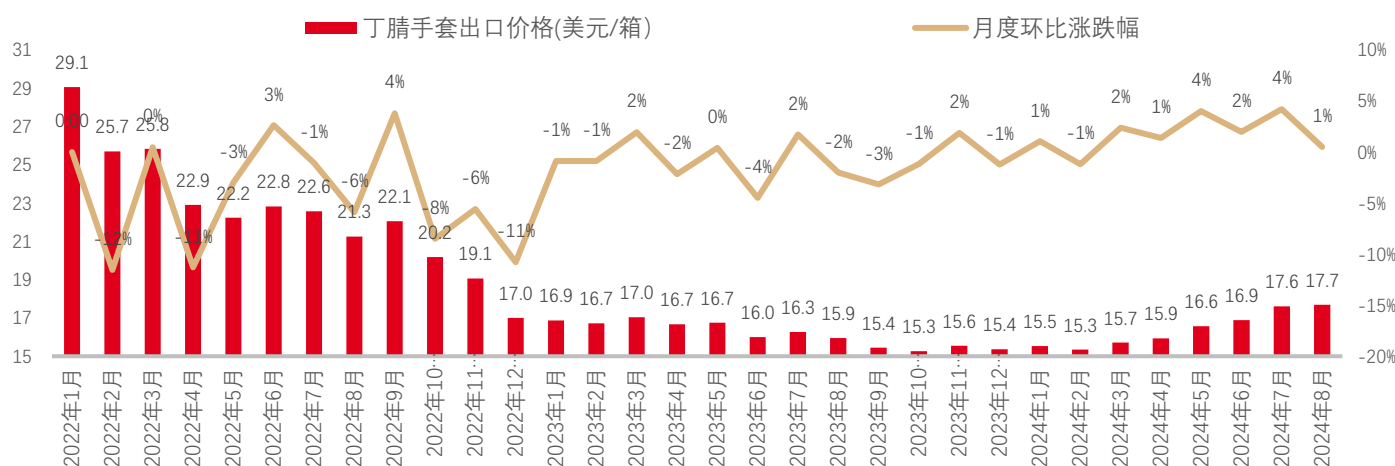
图表13: 2024年8月我国丁腈手套出口数量创下阶段性新高,环比7月增长9%



资料来源: 海关数据, 中邮证券研究所

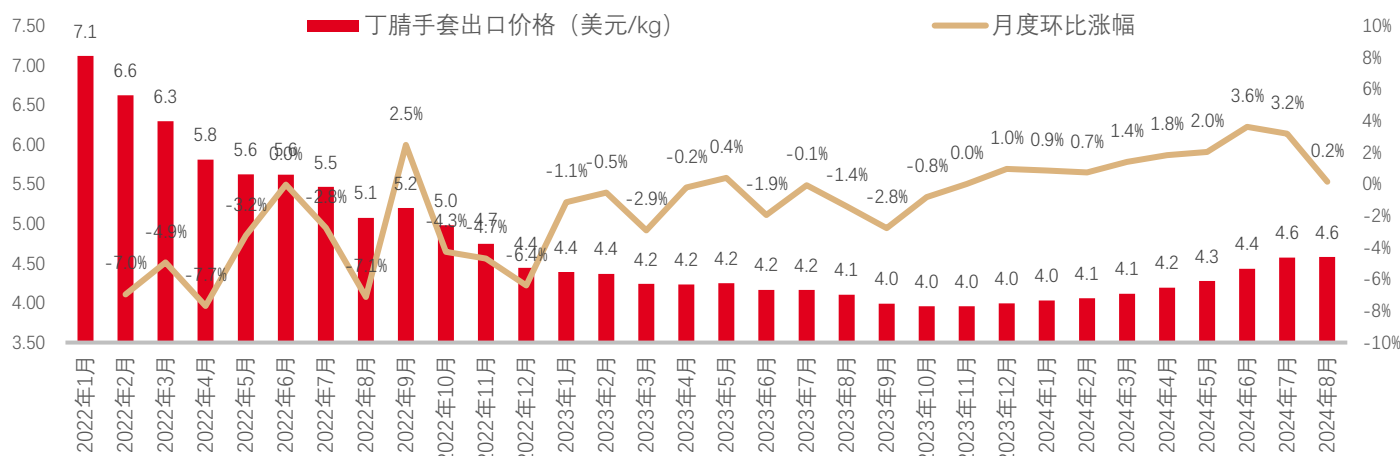
2024年8月我国每箱丁腈手套出口均价环比7月上涨0.09美元, 丁腈手套每千克出口均价环比7月上涨0.01美元/kg。根据海关数据按每箱1000只手套计算, 2024年8月对应每箱丁腈手套出口均价为17.7美元/箱, 环比出口均价上涨1%, 其中每箱丁腈手套单价最低点为2023年10月。若考虑到不同批次丁腈手套克重之间的差异, 可从单位克重的单价去评判手套价格的变化。不仅能相对拉平不同批次间的克重差异, 且曲线变化还更加平滑。根据海关数据, 2024年8月对应每千克丁腈手套出口单价为4.58美元/kg, 环比价格上涨0.01美元/kg, 其中丁腈手套单位克重出口均价的最低点为2023年10月和2023年11月。因此我们认为国内丁腈手套出口均价于2023年四季度已经见底, 目前出口均价处于稳定恢复阶段。

图表14: 2024年8月中国每箱丁腈手套出口均价环比7月上涨0.09美元



资料来源: 海关数据, 中邮证券研究所

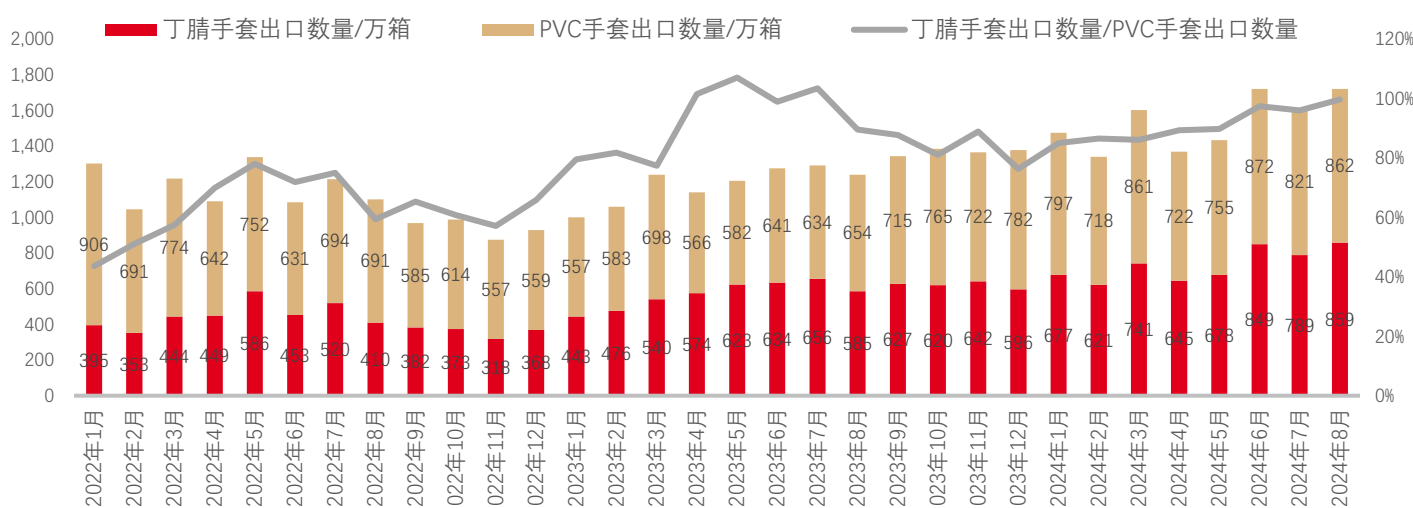
图表15：2024 年 8 月中国丁腈手套每千克出口均价环比 7 月上涨 0.01 美元



资料来源：海关数据，中邮证券研究所

国内手套出口中丁腈手套占比持续提升。根据海关数据显示，2024 年 8 月国内丁腈手套出口数量与 PVC 手套出口数量基本持平，丁腈手套出口占比逐渐上升，出口数量创下 2 年新高。

图表16：中国丁腈手套出口占比持续上升，出口数量创下 2 年内新高



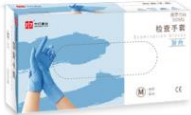
资料来源：海关数据，中邮证券研究所

2.3 公司手套产品齐全，具有丁腈、PVC、天然乳胶、聚异戊二烯、防辐射等一次性防护手套产品

目前中红医疗公司健康防护事业部主营丁腈、PVC、天然乳胶、聚异戊二烯、防辐射等一次性健康防护手套产品。公司是国内最早生产并销售 PVC 手套和丁腈手套的企业之一，目前拥有不同种类丁腈、PVC 等防护手套产能 255 亿只，天然乳胶医用外科手套产能 5 亿副，并具备聚异戊二烯手套、防辐射手套、脱蛋白手套、双层双色和湿手穿戴手套等产品的批量生产能力。经过多年的经营积累、自主创新和横向并购，已经拥有了行业前沿的技术壁垒优势 and 创新能力，

能够开发出几乎全品类的一次性健康防护手套，可满足客户对手套性能、规格、型号、颜色等多种要求，具有一定的技术优势、规模优势和行业知名度，处于行业领先地位。未来。随着公司在产品研发、工艺优化、成本控制、质量改进方面的持续不断投入，将进一步巩固行业头部企业的地位。

图表17：中红医疗拥有不同种类丁腈、PVC 和天然乳胶手套

类型	材料	乳胶蛋白	示意图	类型	材料	乳胶蛋白	示意图
一次性丁腈 医用检查手套	丁腈	不含		一次性 PVC 医用 检查手套	PVC	不含	
一次性丁腈 医用检查手套 (加长款)	丁腈	不含		一次性复合医用 检查手套	复合	不含	
一次性医用丁腈 橡胶检查手套	丁腈	不含		一次性乳胶医用 检查手套	天然橡胶	含	
一次性医用丁腈 橡胶检查手套 (加长款)	丁腈	不含					

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2023 年 2 月 10 日，中红医疗与恒保防护在桂林举行了战略合并签约仪式。恒保防护与中红医疗深度融合，进一步巩固了中红医疗在防护手套领域的全面领先地位。恒保防护是中国乳胶行业龙头企业，位于桂林经济开发区，公司主要生产避孕套、医用手套、家用手套及工业、军用防护手套等安全防护产品。

图表18：桂林恒保防护工厂主要涉及乳胶产品相关业务



资料来源：桂林恒保官网，中邮证券研究所

恒保防护旗下“麦迪斯”（“Medispo”）品牌产品以其性价比优势多年处于全球医用外科手套头部位置。恒保防护旗下有“麦迪斯”的防护手套品牌和“倍力乐”的安全套品牌，其中公司的“麦迪斯”（“Medispo”）品牌产品以其性价比优势多年处于全球医用外科手套头部位置。公司依靠多年积累的健康防护手套领域的丰富生产经验和优异管理水平，能够持续不断研发并推出新产品，拓展公司未来成长空间。目前，“麦迪斯”（“Medispo”）品牌下已有高标无粉手套、高标有粉手套、TPC 无粉手套、脱蛋白手套、抗病毒手套、双层双色手套、湿手穿戴手套、显微手术手套、加厚加长手套、聚异戊二烯手套等十余款医用外科手套产品。

图表19：中红医疗控股子公司恒保防护在天然橡胶医用外科手套领域有丰富的产品布局

	材料	粉末	特色	示意图
脱蛋白医用外科手套	-	无粉	脱蛋白，适合乳胶过敏人群	
KBD 医用外科手套	-	无粉	抑菌，对抗多种病毒	
高标无粉医用外科手套	天然橡胶	无粉	针孔水平小于 AQL1.0	
高标有粉医用外科手套	天然橡胶	有粉	可吸收玉米淀粉处理，易穿戴；针孔水平小于 AQL1.0	
双层双色医用外科手套	天然橡胶	无粉	双层双色，适用于艾滋病、肝炎等高风险手术	
加厚加长医用外科手套	天然橡胶	无粉	加厚加长，更耐穿刺，适合骨科及妇科等科室	
显微手术医用外科手套	天然橡胶	无粉	超薄成型，触感灵敏，适用于精密操作	
聚异戊二烯医用外科手套	聚异戊二烯	-	超软聚异戊二烯配方，柔软亲肤无刺激	
湿手穿戴医用外科手套	天然橡胶	无粉	表面特殊滑爽因子，轻松应对紧急情况下的医疗环境；特舒肤吸汗材料，长时间穿戴依然舒适	

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

除了常规的医用外科手套外，恒保防护还拥有抗病毒手套、医用射线防护手套、双层双色手套和湿手穿戴手套等用于各种特定场景的特色外科手套产品。

(1) 抗病毒手套是恒保防护麦迪斯品牌中的标杆产品，通过表面阳离子与原有乳胶分子的完美结合产生正电荷，在有效保护医护人员的同时减少手术创口的感染。适用于高危易感染手术。经中国权威机构长达一年的检测表明，麦迪斯抗病毒手套可以物理灭活 99.7% 的艾滋病毒及 94.87% 的新冠病毒。

(2) 麦迪斯医用射线防护手套是一次性介入治疗用手套，该产品以优质天然乳胶为原料，添加全新的层状纳米复合材料（无铅）制成。由超洁净无菌层、无铅屏蔽层、超亲肤涂层组成的三层纳米结构使其具有良好的X射线屏蔽性能，且产品触感柔软便于穿戴，兼具了辐射防护与手指灵活两大特性。

(3) 麦迪斯双层双色手套，内层使用褐色(或绿色)超薄手套，外层使用麻面乳白手套，利用双层手套的负压效果，外层手套一旦破漏，表面就可以快速显影。多用于艾滋病、肝炎等高风险手术。

(4) 麦迪斯湿手穿戴手套，表面特殊滑爽因子，专为各种紧急情况下的医疗环境而准备。在医生双手来不及干燥时，能顺利穿戴进去。

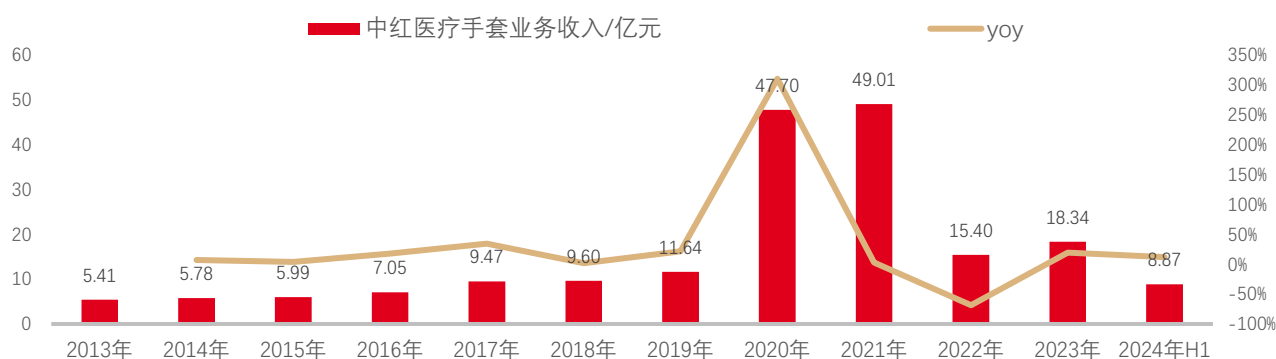
图表20：中红医疗控股子公司恒保防护拥有用于各种特定场景的特色外科手套产品



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

2023年中红医疗防护手套业务营业收入增长19.06%。手套行业需求增速稳定，且随着公司的发展，公司防护手套业务经营情况逐渐改善，其中公司丁腈手套收入于2017年超过PVC手套。疫情中公司手套业务贡献了较大利润，疫情后手套业务收入逐步恢复至正常经营水平，2024年H1中红医疗防护手套业务增长11.63%。

图表21：2024年H1中红医疗防护手套业务营业收入增长11.63%



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2024年公司防护手套业务同比2023年有望取得明显增长。我们认为目前手套行业处于行业反转阶段，全球手套市场需求稳定增长，库存手套已经见底，部分老旧的中小产能已逐步出清或在低价格下中短期内不太可能重新复工，我们认为未来手套价格回暖趋势有望延续。根据中红医疗7月份投资者问答中披露，公司24年会争取丁腈手套开工率保持满产，手术手套开工率稳步提升，24年公司防护手套业务有望迎来量价齐涨的发展机会。

3 公司避孕套销量位居前列，聚氨酯和聚异戊二烯避孕套有望成为公司爆品

3.1 国内避孕套使用数量稳定增长，预计 2020 年-2024 年 CAGR 为 12%

避孕套也称安全套，是一种常见的避孕工具，也被称为安全套、避孕套或保险套。它是由乳胶或聚氨酯等材料制成的薄膜套装，用于包覆男性或女性的性器官，以在性交过程中阻止精子进入女性的生殖道，从而达到避孕的目的。作为避孕工具，避孕套和其他方法相比有着使用方便、避孕成功率高等优点，此外避孕套也有防止淋病、艾滋病等性疾病传播的作用。正确使用避孕套可使感染艾滋病的概率降低 99.9%，感染淋病的概率降低 85%。避孕套可根据原材料、厚度、形状、加工方式、是否有润滑剂和使用人群性别的方式进行分类。

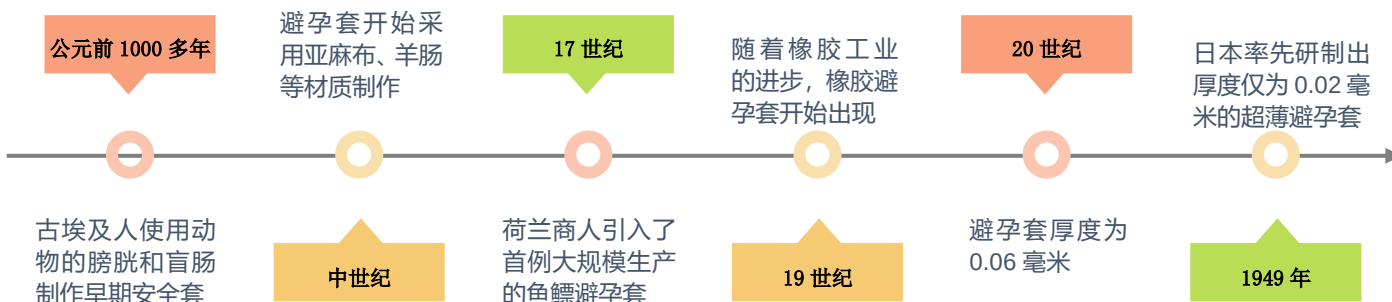
图表22：避孕套可根据原材料、厚度、形状、加工方式、是否有润滑剂和使用人群性别等方式分类

分类	类型
按原材料分	天然橡胶或聚亚安酯，香精、色素、包装材料等
按厚度分	普通型、薄型、超薄型
按形状分	可分为 A. 普通型（光面或平面型），顶端有贮精囊，体部平滑；B. 尖端膨大型；C. 紧缩型，在安全套的体部制成 1—4 个绞窄段
按加工分	颗粒型、螺纹型
按润滑剂分	硅油型安全套和水溶性安全套
按性别分	男性避孕套，女性避孕套

资料来源：恒保防护公众号，中邮证券研究所

避孕套经过上千年的改良，现在具备更薄、润滑和舒适的特性。追溯避孕套的历史，可发现其起源远在公元前 1000 年左右，当时古埃及人利用动物膀胱和盲肠制作了最初的安全套。随着时间的流逝，避孕套的材料和技术经历了持续的变革。中世纪时期，人们开始使用亚麻布和羊肠来制作避孕套。到了 17 世纪，荷兰商人推广了首个大规模生产的鱼鳔避孕套。进入 19 世纪，随着橡胶工业的兴起，橡胶避孕套问世，并在 20 世纪初因乳胶技术的提升而得到改善，尽管那时的避孕套厚度为 0.06 毫米，对使用感受有所影响。到了 20 世纪中叶，避孕套行业迎来了显著的进展。1949 年，日本研发出仅 0.02 毫米厚的超薄型避孕套，极大地增强了用户的舒适感。随后，世界各国也纷纷研发出更薄、更润滑、更舒适的避孕套产品。

图表23：避孕套发展历程可以追溯到古代文明，至今经历了上千年的发展



资料来源：智研瞻产业研究院，中邮证券研究所

避孕套上游为原材料供应商，下游为医疗健康和计划生育市场。避孕套的原材料源头主要是天然橡胶乳胶以及聚氨酯、羊皮等非乳胶材料，这些材料由橡胶园、化工企业和皮革提供商等供应商供给。此外，生产中还涉及到添加剂如润滑剂、精子灭活剂以及包装材料的供应，这些也是上游产业链的关键部分。制造工艺方面，涵盖了橡胶或非乳胶材料的加工、塑形、硫化、质量检测、封装等一系列流程，这要求有先进的机械设备和专业技术支持。避孕套的下游应用市场广阔，特别是医疗健康和生育规划领域，它们通过避孕套来预防非意愿怀孕和性传播疾病的传播。

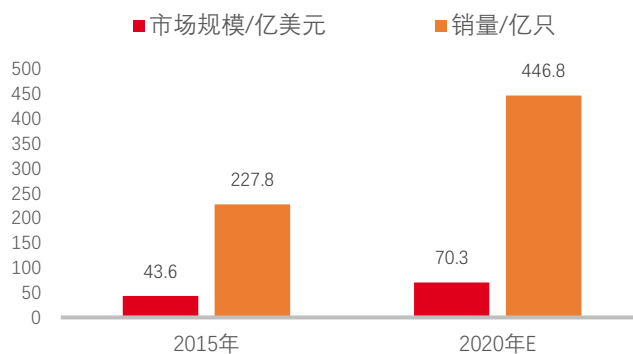
预计 2020 年—2024 年我国避孕套使用数量 CAGR 约 12%。依据 Technavio 的统计，2015 年至 2020 年期间，全球避孕套市场规模由 43.6 亿美元增长至 70.3 亿美元，年均复合增长率达 10.03%。同时，避孕套销量从 277.8 亿只上升至 446.8 亿只，年均复合增长率约为 9.97%。前瞻产业研究院的数据表明，国内市场规模增长更为迅猛，年均增量可达 15%。研究还指出，2017 年中国避孕套消费量达到 100 亿只，以 15% 的年增长率推算，预计到 2020 年消费量将达到 150 亿只。若将此消费量平均分配给中国 9 亿的青中年人群，每人每年消费约 16.7 只，每月不足 1.5 只，这表明市场仍有较大的增长潜力。预计 2020 年至 2024 年，国内避孕套使用量的年均复合增长率约为 12%。

图表24：避孕套行业产业链上中下游情况



资料来源：智研瞻产业研究院，中邮证券研究所

图表25：2015-2020 全球避孕套市场规模 CAGR 为 10.03%



资料来源：Technavio，中邮证券研究所

3.2 公司倍力乐避孕套销量位居前列，新系列不断推出，至今生产量超 100 亿个

国内避孕套 CR3 份额略有下降，CR8 份额略有提高。据久谦中台的统计数据显示，2023 年第一季度，天猫的销售额同比增长了 8%。在天猫销售排行榜上，杰士邦以 31% 的占比位居榜首，其次是杜蕾斯和冈本，分别占 22% 和 21%。值得注意的是，前三名品牌的累计市场份额从去年同期的 67% 略微下降至 66%。紧随其后的是名流、第 6 感、大象、赤尾和倍力乐等品牌，它们的累计市场份额从 2022 年第一季度的 90% 上升至 2023 年同期的 91%。

倍力乐（Pleasure More）是中红医疗子公司恒保防护旗下创意担当，被誉为中国“情趣避孕套”品类的先行者，开创了中国情趣避孕套的新纪元。自 2002 年在中国市场推出以来，倍力乐避孕套已经历了 20 年的历程。自那时起，凭借其拥有多国专利的“气囊型避孕套”产品，倍力乐在情趣用品领域一直走在前列，引领着中国情趣潮流的多个方面。

图表26：倍力乐避孕套 2002 年中国上市，在多个类别上均引领了中国情趣潮流的发展



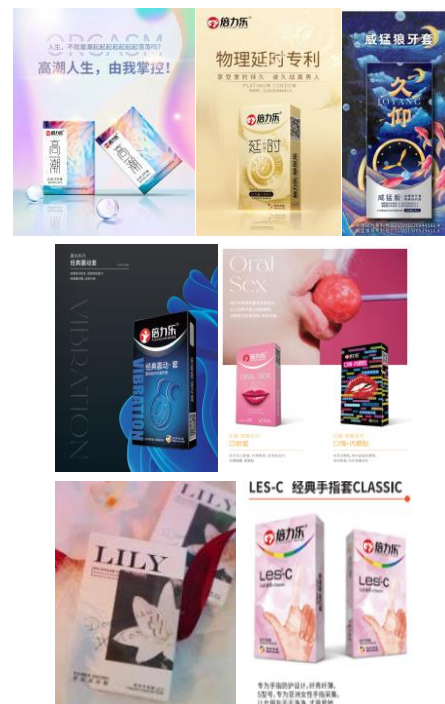
资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

公司可批量生产 100 余款不同品类避孕套产品，基本能满足不同场景各种需求。如 001 超薄系列 MYB00 玻尿酸系列、石墨烯超薄系列、智能助孕系列、夜光系列、女用系列、震动系列、情趣系列、全尺寸系列以及即将改变中国安全套格局的高阻隔安全套等，至今生产量已经超过一百亿个。公司不断加大线上营销力度，“倍力乐”品牌已成为天猫、快手等平台的知名品牌，销量位居前列。与此同时，公司正着力打造“中红”高端避孕套品牌，已研发出“中红 001 系列”“中红舒肤系列”“中红舒肤系列一香氛款”等不同系列产品，并成功举行“中红”品牌新品上市发布会。

图表27：公司可批量生产 100 余款不同品类避孕套产品，基本能满足不同场景各种需求

分类	系列	特点	示意图
超薄系列	001 聚氨酯避孕套	采用水脱型工艺，韧性却成倍提高，拉伸性能几倍于行业标准	
	001 高潮聚氨酯避孕套	001 避孕套基础上特别添加倍力乐独特快感因子	
	001 玻尿酸聚氨酯避孕套	001 避孕套基础上添加护肤级玻尿酸润滑剂	
	002 系列玻尿酸避孕套	0.02mm 超薄无感，价格相较 001 更低，且柔韧性远胜于 001	
玻尿酸超薄系列	超薄 003 避孕套	体验加倍，安全套质地均匀坚韧，同时特别添加高品质润滑剂	
	MYB00 玻尿酸超薄避孕套	采用纯玻尿酸原液	
	boo 无氧玻尿酸避孕套	更加水润，一冲即净，长效锁水	
全尺寸系列	全尺寸避孕套（7 种尺寸）	直径 46、49、50、52、53、55、58mm 多种尺寸	
防护系列	华盾避孕套	三层防护结构，有效杜绝“渗透+传播”	
	蓝霸霸/红霸霸复合型阻隔避孕套	红霸霸提升传热速度，蓝霸霸降低敏感度。	
强化系列	高潮避孕套	天然独特植物香气，套身凸点设计，超薄肤感	
	物理延时避孕套	物理延时避孕套	

	威猛、白金、黄金久仰避孕套	多层科技成型物理增厚、降敏延时，低温慢干保持乳胶天然柔性，科学分区设计。
	刺套避孕套	环形突刺、顶部触须凸点、环形肉芽凸点、纵向肉芽凸点
	狼牙避孕套	表面设有 520 颗狼牙大颗粒
趣玩系列	经典震动避孕套	搭配理疗震动环
	口娇避孕套	食品级香精，清新宜人
指套系列	LILY 玻尿酸香氛手指套	内含天然小分子玻尿酸，套体纤薄秀气，并散发经典香氛，
	LES 手指套系列	纤薄秀气，套体有珠点或刺条
	手指口袋计划	按 S/M 尺码分为两款，附赠的手指测量卡



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

3.3 公司聚氨酯釜化项目采用新型湿法合成技术，使聚氨酯避孕套效果更优

与传统的天然乳胶避孕套相比，水性聚氨酯避孕套更薄，20 世纪 60 年代，聚氨酯避孕套问世，但直到近十几年才开始成为流行的避孕套材料之一。天然乳胶避孕套的标准厚度范围介于 0.04 毫米至 0.09 毫米，而聚氨酯 001 避孕套打破了乳胶避孕套 0.036 毫米的界限，实现了“超薄”至 0.01 毫米，几乎与肥皂泡一样薄。

聚氨酯避孕套耐水性更高，而且不会引起过敏反应。聚氨酯避孕套的主要优点是不会引起过敏反应，特别适合对天然橡胶乳胶敏感的人群；在预防疾病方面，聚氨酯材料的分子间隙小，对病毒的阻挡效果强；技术上，聚氨酯避孕套比乳胶避孕套更薄，市面上大多数超薄避孕套都是由聚氨酯制成；此外，聚氨酯避孕套使用时无异味，导热性能优于天然橡胶。然而，聚氨酯的弹性不及天然橡胶，使用时的包裹感较弱；由于其应用和工艺的成熟度不及天然橡胶，价格相对较高，可选择的产品种类和范围也较为有限。

图表28：公司聚氨酯避孕套能将“超薄”做到 0.01 毫米



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

公司聚氨酯釜化项目是中红恒保战略布局的重大项目之一。聚氨酯合成及生产技术颠覆性采用水脱型工艺，几乎与乳胶不相上下。同时它的韧性却成倍提高，拉伸性能几倍于行业标准。2022年5月中红恒保聚氨酯釜化项目开始正式实施。与传统工艺干法合成技术不同，公司采用新型湿法合成技术，并新建了标准化厂房、仓库以及聚氨酯釜化自动化生产线。

中红恒保团队围绕解决聚氨酯安全套生产难题，攻坚克难，成功打破国际上的技术封锁。中红医疗采用行业领先的水性脱模工艺，在生产过程中让材料充分吸食水分，规避了使用后拔干、反噬体内水分的风险。同时该技术的使用使聚氨酯避孕套更具强耐水性、更薄、导热性更好、不易破裂、阻隔性能更佳、更适宜对胶乳过敏人群使用。

图表29：中红医疗聚氨酯釜化项目正式投产



图表30：公司聚氨酯水脱工艺使得公司聚氨酯避孕套体验感更好



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

中红恒保聚氨酯釜化项目的投产有望满足市场对高端聚氨酯产品的需求。不仅将带来生产效益的提升，也将有助于推动公司的可持续发展，满足市场对高端聚氨酯产品的需求。未来该项目将进一步推动公司的技术进步和创新，为公司的发展注入新的活力，将公司打造成为全球最具创新力的避孕套中国品牌领航者。

3.4 公司聚异戊二烯避孕套打破进口垄断，有望成为市场爆品

聚异戊二烯 (PI, Polyisoprene) 刚进入应用领域不久的新型材料，作为全球革命性非乳胶材质，聚异戊二烯与天然乳胶相比具有更大的优势。由聚异戊二烯制成的避孕套不但具有更高的灵敏度、柔软度，更好的导热性和低过敏性，还具有比天然乳胶更好的延展性和弹性，并能在使用过程中更贴身。

聚异戊二烯避孕套柔软度和弹性最好，舒适度和安全性高。杰士邦 SKYN 聚异戊二烯极肤安全套目前在所有安全套的材质中，柔软度和弹性最好，舒适度和安全性最高。杰士邦 SKYN

风靡全球 65 国，平均每秒就有 3 只 SKYN 极肤售出，深受各国用户的喜爱，2019 年被美国《GQ 杂志》评选为“全方位最佳安全套”，2020 和 2021 年连续被美国领先健康平台 VeryWellHealth 选为“最好安全套”，连续 4 年被《纽约时报》评为“最佳安全套”。杰士邦 SKYN 极肤主要卖点有：

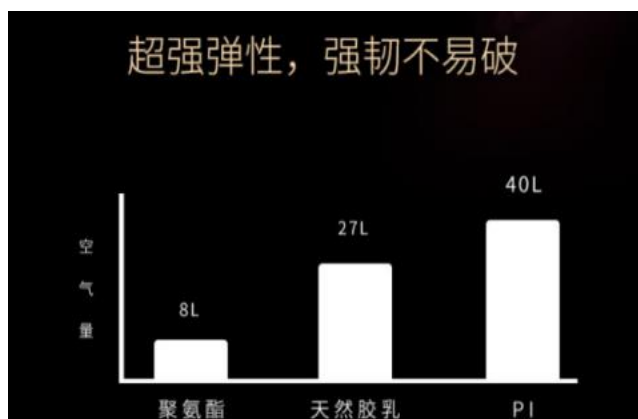
(1) 纯净的聚异戊二烯材质，具备极高纯度，耐用，柔软抗撕裂，弹性十足，透明无味。

(2) 聚异戊二烯的物理聚集和拉伸性能与天然橡胶相似，但伸长率更大，弹性更好。相比天然胶乳，更适合用于安全套制造，爆破点远远高于薄乳胶安全套。最大爆破体积可达 40L，相当于 20 寸行李箱那么大。

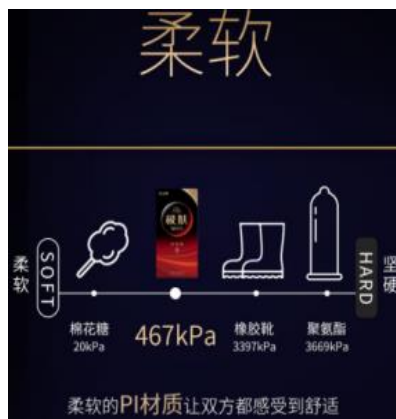
(3) 体积越大越柔软、越有弹性、越安全。超高柔软度造就皮肤般的触感，更舒适安心。

(4) 聚异戊二烯比天然乳胶更纯净，不含非橡胶成分，特别适合制造与人体皮肤接触的产品，不会引起蛋白质过敏。

图表31：聚异戊二烯爆破点远远高于薄乳胶安全套，最大爆破体积可达 40L



图表32：SKYN 聚异戊二烯避孕套更柔软，堪比极肤皮肤般的触感



资料来源：杰士邦公众号，中邮证券研究所

资料来源：杰士邦公众号，中邮证券研究所

2023 年 12 月中红医疗子公司桂林恒保申报的“聚异戊二烯男用避孕套”产品取得注册证，打破进口垄断。受专利保护及技术水平的限制，聚异戊二烯避孕套产品种类目前非常少，聚异戊二烯避孕套生产技术长期被国外垄断。中红医疗旗下桂林恒保历经两年多的努力，多次进行产品研发、试制，终于成功研发出中国首个“聚异戊二烯男用避孕套”，于 2023 年 12 月取得《中华人民共和国医疗器械注册证》，有望早日商业化。

图表33：桂林恒保聚异戊二烯男用避孕套顺利取得医疗器械注册证

注册人名称	产品名称	注册证编号	注册分类	型号、规格	注册证有效期	适用范围
桂林恒保健康防护有限公司	聚异戊二烯男用避孕套	桂械注准 20232180284	II 类	型号：光面、非光面（浮点型、螺纹型、组合型） 规格：W46、W49、W50、W52、W53、W55、W58、W65	2023 年 12 月 13 日至 2028 年 12 月 12 日	产品用于避孕和预防性传播疾病

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

公司避孕套业务市场潜力较大，新品上市后有望成为爆品并提高公司的盈利能力。当前国内避孕套市场主要由国外品牌占据，国内品牌所占市场份额较小，但优秀的国内品牌拥有巨

大的市场发展空间，我们预测未来国产避孕套的市场份额有望逐渐增加。中红医疗的倍力乐避孕套自 2002 年在中国推出以来，已经历了 20 年的历程。自 2002 年推出具有多项国际专利的“气囊型避孕套”以来，它在多个领域都引领了中国情趣产品的发展趋势。过去，杰士邦 SKYN 几乎独占了聚异戊二烯避孕套市场，而中红医疗的聚异戊二烯避孕套已经获得了注册证书，有望尽快实现商业化，并成为公司在避孕套业务中的明星产品。此外由于聚异戊二烯避孕套的单价高于普通避孕套，我们预计公司推出新品后，将提升避孕套业务的盈利水平。

自公司收购桂林恒保后，桂林恒保营业收入稳定增长。桂林恒保 2022 年 1-6 月营业收入 2.06 亿元，净利润 0.19 亿元。自 2023 年 2 月公司完成桂林恒保并购后，桂林恒保收入取得较快增长。根据公司公告，根据公司公告，桂林恒保 2023 年 2 月 21 日至 2023 年 12 月 31 日营业收入 3.07 亿元，净利润 0.91 亿元。桂林恒保乳胶手套和避孕套产品是中红医疗原有业务的有力补充，公司原有手套产品以 PVC 和丁腈两种材料类别为主，桂林恒保乳胶手套和避孕套等产品丰富了产品类别、扩展了未来发展空间，是公司在新赛道落地布局的重要一环，能够推进公司在大健康医疗行业的整体发展。

4 公司创新孵化事业部，未来将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态进行布局

4.1 公司收购迈德瑞纳 70%股权，提供泵类设备整体解决方案

输液泵一般称作容量泵，适用于几乎所有科室的临床治疗。输液泵主要目的是替代传统的重力式吊瓶输液，利用泵头转动挤压输液管路的工作原理实现向患者体内输送药液，以达到更加精准和安全的给药目的。作为一种精密医疗器械，输液泵适用于麻醉、镇痛、抗生素治疗、肿瘤化疗、心脑血管疾病治疗、高血压、糖尿病治疗等几乎所有科室的临床治疗，已逐步成为一种全普及型治疗仪器，对于急救或需要严格控制药物浓度以及输入液体容量的情况，输液泵则更加显得不可或缺。

注射泵也称作微量输液泵，一般适用于小剂量给药的应用场景。注射泵是一种定容型的输液泵，是对容量式输液泵在微量给药方面的一个补充，在小剂量给药时相对于一般的容量输液泵来说精度更高。在心血管内科患者、重症患者、需要精确用药患者、儿科及特殊药物输液等应用广泛。

图表34：迈德瑞纳提供泵类设备整体解决方案

分类	优势	适用场景	示意图
输液泵	容量更大、流速范围更宽、液体类型限制更少、耗材更便宜、药物浓度低刺激性更小	适用于几乎所有科室的临床治疗	
注射泵	小容量给药时精度更高、配药容量更灵活、更容易解决台式放置、流速脉动更小些等	在心血管内科患者、重症患者、需要精确用药患者、儿科及特殊药物输液等应用广泛	

资料来源：公司公告，迈德瑞纳官网，百合医疗公众号，中邮证券研究所

2023 年，中红医疗以现金方式收购迈德瑞纳 70% 股权。迈德瑞纳生产并销售输液泵、注射泵、输液工作站三个系列产品，在销售设备同时提供输液管理系统软件供客户管理设备，按使用用途区分，可分为人用系列和兽用系列，SP50 系列注射泵和 VP50 系列输液泵是公司的主力型号。

迈德瑞纳定位国际市场，主做出口业务。目前迈德瑞纳已获得了由广东省药品监督管理局颁发的医疗器械生产许可证及医疗器械注册证，和 TUV 莱茵颁发的 CE 证书。迈德瑞纳以深圳为基点，通过发展国家代理，区域代理和二级代理的方式，与多个合作伙伴建立了长期稳定的关系，产品销往全球 90 多个国家，客户遍布亚洲，欧洲，南美洲，北美洲，非洲，大洋洲；目前已经有 300 多个合作伙伴，获得了国际和国内合作伙伴和终端用户的广泛好评。迈德瑞纳主要业务在海外市场，2022 年外销业务占比 97.97%。

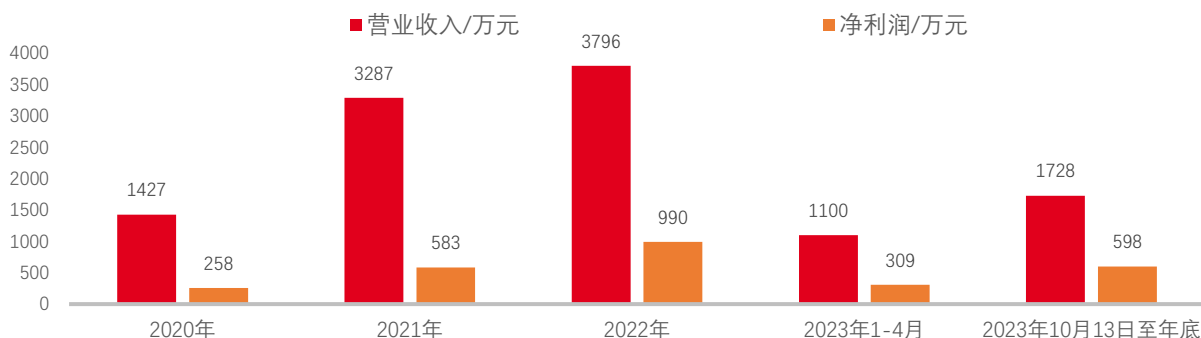
图表35：SP50 系列注射泵和 VP50 系列输液泵是公司的主力型号

分类	型号	介绍
输液泵	UniFusion VP50	产品结构由主机外壳、主控模块、电源模块、显示模块、操作模块、驱动模块、监测模块和报警模块组成，主要用于精确定量控制注入患者体内的液体，与贮液装置和输液管路配套使用。不用于镇痛药、化疗药物、胰岛素的输注。
	UniFusion VP50 Pro	
	UniFusion VP50 SE	
	UniFusion VP50 Neo	
注射泵	UniFusion SP50	产品结构由主机外壳、主控模块、电源模块、显示模块、操作模块、驱动模块、监测模块和报警模块组成，主要用于与特定输注器具配套，用于动、静脉长时间恒定给药速度和精确给药量输注，不用于镇痛药、化疗药物、胰岛素的输注。
	UniFusion SP50 Pro	
	UniFusion SP50 SE	
	UniFusion SP50 Neo	
输液信息采集系统	UniFusion DS50 Pro	主要由信息采集系统主机、组合单元、供电系统组成。可支持 1 至 8 个输注通道。适用于与公司指定的输液泵（不含镇痛药、化疗药物、胰岛素输注）配套使用，为输注泵供电并提供组合空间，对输注泵的数据进行采集，提供对外传输数据的功能。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

自公司收购迈德瑞纳后，迈德瑞纳营业收入稳定增长。迈德瑞纳 2023 年 1-4 月营业收入 1100 万元，净利润 309 万元。自 2023 年 10 月公司完成迈德瑞纳并购后，迈德瑞纳收入取得较快增长。根据公司公告，自 2023 年 10 月 13 日至 2023 年 12 月 31 日，迈德瑞纳营业收入 1728 万元，净利润约 598 万元。未来公司与迈德瑞纳供应链资源、国内外渠道、技术研发及高端人才具备高度互补性，可有效发挥资源整合优势。随着泵类相关产品的丰富，公司在泵类产品市场扩展优势较大。

图表36：自 2023 年 10 月公司完成迈德瑞纳并购后，迈德瑞纳收入取得较快增长



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.2 公司与为麦科技开展深度业务合作，助力公司扩充生命支持解决方案产品线

为麦科技与子公司迈德瑞纳可在产品线上形成合力，助力公司扩充生命支持解决方案产品线。中红医疗与为麦科技达成了深入的业务合作，涵盖了共同利用销售渠道、技术的跨学科融合以及共同打造品牌。这包括中红医疗与为麦科技确立了长期且全面的战略伙伴关系，并签署了代理销售协议，授权中红医疗销售其无线体温传感器和无线持续监测传感器探头等产品。为麦科技与子公司迈德瑞纳在产品线上的合作将增强中红医疗的实力，扩展生命支持解决方案的产品系列，有助于将中红医疗塑造为中国领先、全球最具潜力的生命支持解决方案供应商。

为麦科技销售额的年增长率均在 100% 左右。目前为麦科技已成功实施的场景化解决方案涵盖了无痛诊疗移动监护、数字化卒中中心以及心血管疾病管理等领域。这些方案能够为麻醉科、心血管内科、康复中心、急救车、急诊科、外科和老年科等提供持续的生命体征监测服务，并助力构建及应用生命体征大数据。为麦科技的数字化解决方案已广泛应用于 17 个省份的近 500 家医院，其产品也赢得了对医疗品质和服务水平要求极高的大型三甲医院的青睐，各省市排名前三的医院均在使用中。近年来，为麦科技的销售额年增长率保持在大约 100%。

图表37：为麦科技无线可穿戴体温传感器



资料来源：动脉网，中邮证券研究所

图表38：为麦科技多参数无线监护仪



资料来源：动脉网，中邮证券研究所

公司设立公司创新孵化事业部，未来将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态进行布局。基于公司对迈德瑞纳的收购和与为麦科技的合作，公司设立公司创新孵化事业部。创新孵化事业部主营输液泵、注射泵、肠内营养泵等设备及输液信息采集系统，以及手术室无创体温监测及信息管理系统等产品和服务。未来公司将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态，多措并举，重点关注生命支持类、微创耗材类、介入耗材类和康复器械类产品的布局，开展相关的研发和并购工作，继续构建更完整的产品解决方案。

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

健康防护事业部：

产能和产量：目前公司丁腈 + PVC 手套总产能为 255 亿只。24 年上半年预计丁腈手套处于满销状态，鉴于目前手套订单充足，我们预计丁腈手套下半年也会维持满产满销状态。PVC 手套目前国内出口数量仍处于筑底阶段，尚未看到明显上涨，价格也尚未看到明显拐点，预计 PVC 手套行业反弹还需要时间。乳胶手套目前价格较高，预计未来保持现在出货量。

价格和利润：在丁腈手套价格方面，考虑到目前丁腈手套价格处于涨价阶段，我们按 2024 年三季度 16.7 美元/千只，2024 年四季度至 2026 年 17 美元/千只进行预估。在 PVC 手套价格方面，考虑到目前 PVC 手套还处于底部，预计 2024 年—2026 年 PVC 手套平均价格分别为 11.03 美元/千只、11.18 美元/千只和 11.25 美元/千只。乳胶手套价格则维持平稳，按 0.15 美元/付预估。

预测：我们预计公司 2024 年—2026 年防护类产品营业收入分别为 21.05 亿元、25.54 亿元和 30.54 亿元，同比增长率分别为 15%、21%和 20%。

创新孵化事业部：

创新孵化事业部主营输液泵、注射泵、肠内营养泵等设备与输液信息采集系统，以及手术室无创体温监测及信息管理系统等产品和服务。未来公司将围绕围手术室产品生态、重症麻醉产品生态，多措并举，重点关注生命支持类、微创耗材类、介入耗材类和康复器械类产品的布局，开展相关的研发和并购工作，继续构建更完整的产品解决方案。

预测：由于创新孵化事业部体量较小，我们预计该业务将快速发展，预计 2024 年—2026 年创新孵化事业部营收分别为 1.35 亿元、1.60 亿元和 1.85 亿元，同比增长率分别为 133%、18%和 16%。

安全输注事业部：

安全输注事业部主营输液器、注射器、采血管、留置针等输注器械产品，公司通过收购国家高新技术企业科伦医械进入安全输注行业，正式切入安全输注赛道，其精密输液器单品出货量居于国内细分行业的头部。

预测：安全输注事业发展相对成熟，整体增长较为稳定。我们预计该业务未来将维持平稳发展，预计 2024 年—2026 年安全输注事业部营收分别为 2.24 亿元、2.35 亿元和 2.47 亿元，同比增长率分别为 5%、5%和 5%。

综上，我们预计公司 2024—2026 年收入端分别为 24.64 亿元、29.48 亿元和 34.85 亿元，收入同比增速分别为 17%、20%和 18%，归母净利润预计 2024 年—2026 年分别为 1.17 亿元、1.89 亿元和 2.55 亿元，归母净利润同比增速分别为 189%、62%和 35%。

可比公司估值：

与公司手套业务相似性高的同行业公司有英科医疗，同时结合低值耗材属性的稳健医疗，以及大输液业务相关的科伦药业进行对比。

截至 2024 年 10 月 15 日收盘价，可比公司对应 2026 年的预期 PE 平均水平约为 12.2 倍，中红医疗 2026 年预期 PE 估值为 18.7 倍。考虑到目前行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，供需关系有逐步回归稳态的趋势，我们认为中红医疗手套订单将会迎来明显增长，公司产品有涨价机会，公司有望量价齐升并迎来业绩反转，营收和净利润将得到快速增长，公司盈利能力将进一步提高，因此给予部分合理溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值情况

公司名称	代码	市值**/亿元	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
*英科医疗	300677.SZ	166.51	3.83	12.57	16.58	20.97	43.5	13.2	10.0	7.9
稳健医疗	300888.SZ	170.13	5.80	8.49	9.94	11.30	29.3	20.0	17.1	15.1
科伦药业	002422.SZ	526.44	24.56	29.41	33.47	38.62	21.4	17.9	15.7	13.6
平均							31.4	17.1	14.3	12.2
中红医疗	300981.SZ	47.85	-1.31	1.17	1.89	2.55	-36.6	41.0	25.3	18.7

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：市场选取 2024 年 10 月 15 日收盘市值水平，参考公司数据取自 iFinD 一致预测（其中*号标的取自中邮证券研究所研究报告）

6 风险提示

市场供需关系变化和价格波动风险、原材料价格波动及供应稳定性风险、汇率波动风险、国际贸易摩擦影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2105	2464	2948	3485	营业收入	33.9%	17.0%	19.6%	18.2%
营业成本	1851	2124	2493	2916	营业利润	-	181.0%	61.0%	37.5%
税金及附加	21	27	33	38	归属于母公司净利润	-295.6%	189.1%	62.4%	34.8%
销售费用	106	136	162	192	获利能力				
管理费用	115	123	152	175	毛利率	12.1%	13.8%	15.4%	16.3%
研发费用	32	48	59	70	净利率	-6.2%	4.7%	6.4%	7.3%
财务费用	-38	-78	-95	-108	ROE	-2.3%	2.0%	3.1%	4.0%
资产减值损失	-254	-18	-19	-19	ROIC	-2.3%	0.5%	1.2%	1.9%
营业利润	-137	111	179	246	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	16.2%	21.9%	23.4%	24.5%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	5.19	3.37	2.95	2.67
利润总额	-138	111	179	246	营运能力				
所得税	-10	-4	-8	-6	应收账款周转率	6.97	7.02	7.26	7.06
净利润	-128	115	187	251	存货周转率	3.99	3.89	3.89	3.88
归母净利润	-131	117	189	255	总资产周转率	0.30	0.33	0.37	0.42
每股收益(元)	-0.34	0.30	0.49	0.65	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.34	0.30	0.49	0.65
货币资金	776	964	782	689	每股净资产	14.79	15.11	15.60	16.25
交易性金融资产	1538	1538	1538	1538	估值比率				
应收票据及应收账款	355	367	469	549	PE	-36.57	41.02	25.26	18.74
预付款项	26	29	35	41	PB	0.83	0.81	0.79	0.76
存货	505	587	695	807	现金流量表				
流动资产合计	3997	4444	4489	4603	净利润	-128	115	187	251
固定资产	1927	2159	2307	2429	折旧和摊销	207	278	319	363
在建工程	107	72	56	44	营运资本变动	-168	40	-93	-81
无形资产	170	209	249	285	其他	131	-3	-5	-8
非流动资产合计	3060	3288	3635	3970	经营活动现金流净额	42	430	409	525
资产总计	7057	7732	8125	8574	资本开支	-89	-681	-682	-714
短期借款	154	210	281	353	其他	294	19	20	24
应付票据及应付账款	411	504	595	687	投资活动现金流净额	206	-662	-662	-690
其他流动负债	205	605	648	682	股权融资	31	0	0	0
流动负债合计	770	1319	1524	1722	债务融资	318	406	71	72
其他	372	375	375	375	其他	-309	6	0	0
非流动负债合计	372	375	375	375	筹资活动现金流净额	40	411	71	72
负债合计	1142	1694	1899	2097	现金及现金等价物净增加额	300	187	-182	-93
股本	390	390	390	390					
资本公积金	1716	1716	1716	1716					
未分配利润	3568	3675	3836	4053					
少数股东权益	147	146	143	139					
其他	94	112	141	179					
所有者权益合计	5915	6039	6226	6477					
负债和所有者权益总计	7057	7732	8125	8574					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048