

股票投资评级

买入 | 维持

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)	25.20
总股本/流通股本(亿股)	6.48 / 4.69
总市值/流通市值(亿元)	163 / 118
52周内最高/最低价	29.98 / 17.76
资产负债率(%)	39.8%
市盈率	43.45
第一大股东	刘方毅

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

英科医疗(300677)

丁腈手套维持高景气，公司产能成本优势凸显

● 公司是中国最大及全球领先的一次性手套供应商

英科医疗聚焦医疗耗材、康养器械、理疗护理三大核心领域，其中个人防护类业务收入占比 89%。一次性手套是公司当前核心业务，在中国及全球有着卓越的市场占有率，公司已成为中国最大及全球领先的一次性手套供应商，未来英科医疗有望成为全球个人防护装备行业中最具竞争力的公司。

我们预计公司 2024-2026 年收入端分别为 85.45 亿元、97.76 亿元和 117.53 亿元，收入同比增速分别为 24%、14%和 20%，归母净利润预计 2024 年—2026 年分别为 12.93 亿元、16.92 亿元和 21.82 亿元，归母净利润同比增速分别为 238%、31%和 29%。截至 2024 年 8 月 6 日收盘价，可比公司对应 2024 年的预期 PE 平均水平约为 55.6 倍，英科医疗 2024 年预期 PE 估值为 12.6 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，我们认为英科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，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

丁腈手套自 2021 年手套价格到达高峰后，经历了接近 2 年多的价格调整，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。2024 年 6 月我国丁腈手套出口量环比 5 月增长 26%，每箱丁腈手套出口均价环比 5 月上涨 0.23 美元，丁腈手套每千克出口均价环比 5 月上涨 4%。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。

● 公司供应链端持续投入，在成本控制上取得较大领先

公司丁腈手套和 PVC 手套毛利率均处于行业较高水平。其中公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业，在丁腈胶乳方面掌握主动权；公司主要能源均为清洁燃煤，相比天然气及生物质燃料有明显优势；公司控股英毅热电，持续推进节能增效策略，有效降低公司在热能和电能方面成本支出。

● 关税事件对行业影响有限，公司逐步扩大全球客户群数量，拓展非美国市场

2026年美国对医用手套加关税，对国内手套行业影响有限。同时公司全方面加强健全品牌推广渠道，树立品牌形象，提升全球品牌影响力，并扩大公司的全球客户群，积极应对关税政策变化。

● **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）	6919	8545	9776	11753
增长率(%)	4.61	23.51	14.41	20.22
EBITDA（百万元）	592.87	2145.39	2639.84	3238.22
归属母公司净利润（百万元）	383.00	1292.89	1691.57	2181.85
增长率(%)	-39.12	237.57	30.84	28.98
EPS（元/股）	0.59	2.00	2.61	3.37
市盈率（P/E）	42.63	12.63	9.65	7.48
市净率（P/B）	1.02	0.95	0.87	0.78
EV/EBITDA	25.75	7.46	5.65	4.10

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 英科医疗一次性手套业务在行业中有着显著的领先优势.....	6
1.1 公司成立三十一载，是中国最大及全球领先的一次性手套供应商.....	6
1.2 公司核心管理层专业知识充足，具备战略目光，引领着公司业务增长.....	6
1.3 受市场阶段性供过于求的影响，2023 年手套行业和公司业绩承压，2024 年有望迎来业绩拐点.....	7
1.4 一次性手套是公司当前核心业务，在行业中有着显著的领先优势.....	9
2 2019 年至 2025 年全球手套销售量 CAGR 为 7.8%，其中丁腈手套增速最高.....	10
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.....	10
2.2 2025 年全球一次性手套销售收入有望达到 136 亿美元.....	12
3 丁腈手套行业拐点已现，英科医疗丁腈手套占比超 60%.....	15
3.1 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.....	15
3.2 PVC 手套行业仍处于筑底阶段，出口均价尚未见到明显拐点.....	17
3.3 英科医疗是国内生产手套最多的厂家，丁腈手套占比超 60%.....	18
4 公司通过供应链端持续投入，在成本控制上取得较大领先.....	19
4.1 英科医疗丁腈手套和 PVC 手套毛利率均处于行业较高水平.....	19
4.2 公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业，在丁腈胶乳方面掌握主动权.....	20
4.3 公司主要能源均为清洁燃煤，相比天然气及生物质燃料有明显优势.....	21
4.4 公司控股英毅热电，持续推进节能增效策略，有效降低公司在热能和电能方面成本支出.....	22
5 公司在生产端和销售端进行全球化布局，积极应对关税政策变化，扩大海外客户数量.....	23
5.1 2026 年美国对医用手套加关税，对国内手套行业影响相对有限.....	23
5.2 公司全方面加强健全品牌推广渠道，树立品牌形象，提升全球品牌影响力.....	25
6 盈利预测与投资建议.....	26
7 风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 英科医疗成立三十一载, 致力于医疗耗材、康养器械、理疗护理三大领域.....	6
图表 2: 董事长刘方毅先生持有英科医疗 35.76% 的股份.....	7
图表 3: 2024 年 Q1 公司营业收入 22.03 亿元, 同比增长 40.06%	8
图表 4: 2024 年 Q1 公司归母净利润 2.38 亿元, 同比增长 255.63%.....	8
图表 5: 公司季度数据环比改善, 营收和归母净利润环比均持续增加.....	8
图表 6: 英科医疗公司毛利率逐步提升.....	9
图表 7: 英科医疗公司整体费用率略有下降.....	9
图表 8: 公司业务可分为个人防护类、康复护理类和其他产品三大管线.....	9
图表 9: 预计 2026 年全球 PPE 市场规模达 558 亿美元.....	10
图表 10: 2019 年全球个人手部防护市场规模达 123 亿美元.....	10
图表 11: 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.....	11
图表 12: 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.....	11
图表 13: 不同材料的一次性手套具有不同的特性.....	11
图表 14: 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.....	12
图表 15: 2025 年全球一次性手套销售量有望达到 8293 亿只.....	13
图表 16: 全球丁腈手套占比在稳步提升, 预计 2025 年占比总手套 37%.....	13
图表 17: 2025 年全球一次性手套销售量有望达到 136 亿美元.....	14
图表 18: 2020 年北美、欧洲、亚太手套销量占比为 36.6%、30.2% 和 20.3%.....	14
图表 19: 中国大陆人均医用手套使用量远低于发达国家.....	15
图表 20: 2024 年 6 月我国丁腈手套出口数量创下阶段性新高, 环比 5 月增长 26%.....	15
图表 21: 2024 年 6 月中国每箱丁腈手套出口均价环比 5 月上涨 0.23 美元.....	16
图表 22: 2024 年 6 月中国丁腈手套每千克出口均价环比 5 月上涨 4%.....	16
图表 23: 中国 PVC 手套出口数量仍处于筑底阶段, 尚未看到明显上涨.....	17
图表 24: 中国 PVC 手套出口均价尚未见到明显拐点.....	17
图表 25: 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.....	18
图表 26: 部分国内手套大厂丁腈手套占比逐渐提升.....	18
图表 27: 2019 年英科医疗、中红医疗和顶级手套生产成本占比.....	19
图表 28: 疫情前英科医疗丁腈手套和 PVC 手套毛利率均处于行业较高水平.....	19
图表 29: 2023 年英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗手套业务毛利率分别是 13.28%、9.92% 和 -2.13% ..	20
图表 30: 2024 年 6 月底丁腈橡胶胶乳进口平均价格在 910.15 美元/吨, 处于较低区间.....	20
图表 31: 由于丁二烯价格较高, 目前丁腈胶乳生产行业处于盈亏平衡.....	21
图表 32: 子公司安徽凯泽新材料向英科医疗提供丁腈胶乳.....	21
图表 33: 燃烧天然气的成本大约是燃烧动力末煤成本的 2.5 倍.....	22

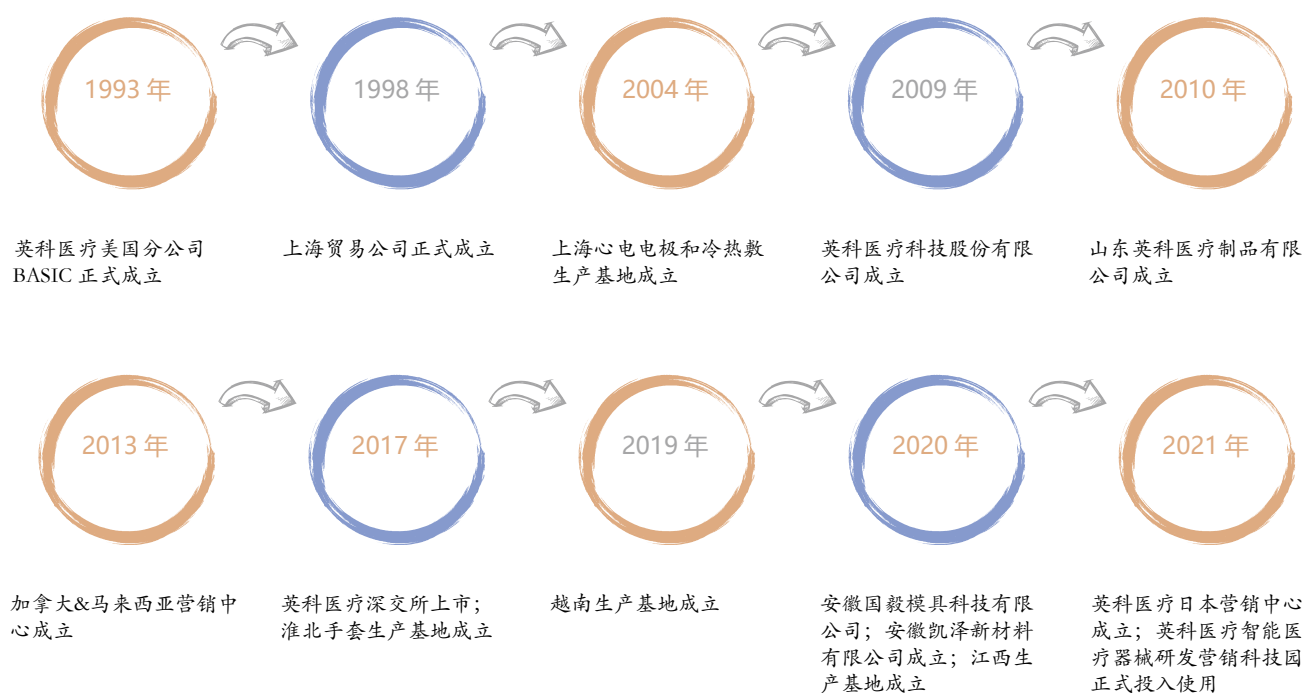
图表 34: 美国对部分商品加征关税.....	23
图表 35: 中国橡胶医用和外科手套出口至美国占比逐年下降	24
图表 36: 英科医疗在海外目前布局有越南工厂	25
图表 37: 可比公司估值情况.....	27

1 英科医疗一次性手套业务在行业中有着显著的领先优势

1.1 公司成立三十一载，是中国最大及全球领先的一次性手套供应商

英科医疗聚焦医疗耗材、康养器械、理疗护理三大核心领域。公司成立于1993年，总部设在山东淄博，主营业务涵盖医疗耗材、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、电极片等多种类型的护理产品，产品广泛应用于医疗机构、养老护理机构、家庭日用及其他相关行业。英科医疗主要产品远销美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲的120多个国家和地区，在全球范围内服务超10000家客户。经过多年的发展，公司已成为中国最大及全球领先的一次性手套供应商。公司于2017年7月在深圳证券交易所创业板上市。

图表1：英科医疗成立三十一载，致力于医疗耗材、康养器械、理疗护理三大领域



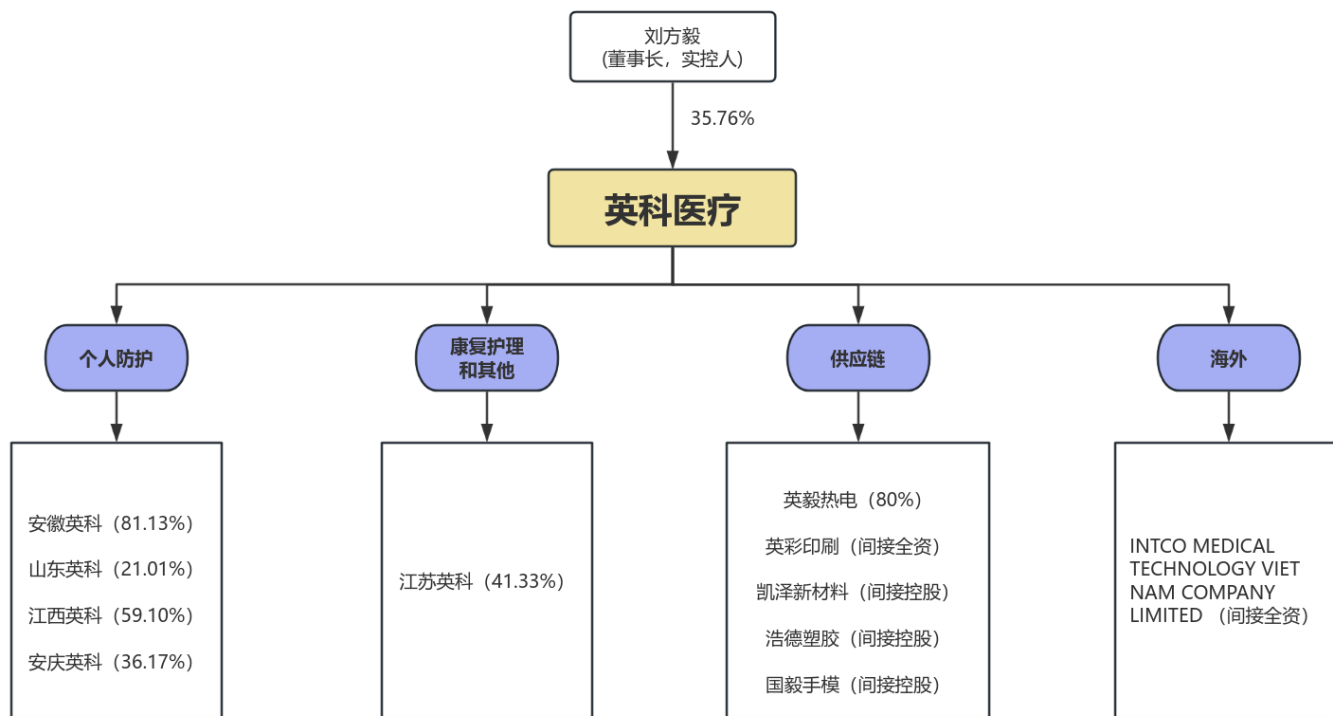
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 公司核心管理层专业知识充足，具备战略目光，引领着公司业务增长

公司董事长专业知识充足战略前瞻，引领着公司业务增长。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。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。刘方毅先生于创立本公司前在美国从事手套业务，对手套行业发展趋势把握精准，大客户营销成果显著。刘方毅先生曾获得众多殊荣和奖项，包括于2016年被上海市人力资源和社会保障局评为“上海领军人才”、于2017年被科技部评为“创新创业人才”、于2020年被中国品牌节评为“中国十大品牌年度人物”及于2020年被《中国新闻周刊》评为“年度行业创新者”。除了英科医疗以外，刘方毅先生控股的英科再生（688087）于2021年7月9日在上海证券交易所科创板上市。

董事长刘方毅先生持有英科医疗 35.76% 的股份。截止至 2024 年 4 月 24 日，刘方毅先生持有公司 35.25% 的股份，为公司控股股东和实际控制人。且根据公司 2024 年 5 月 14 日公告，刘方毅先生成功通过集中竞价交易方式累计增持公司股份，增持后刘方毅先生持有公司 35.76% 的股份。

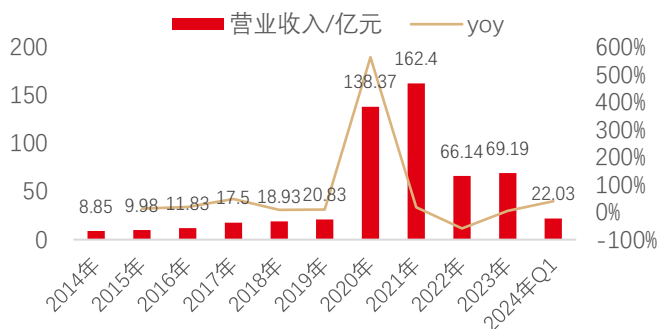
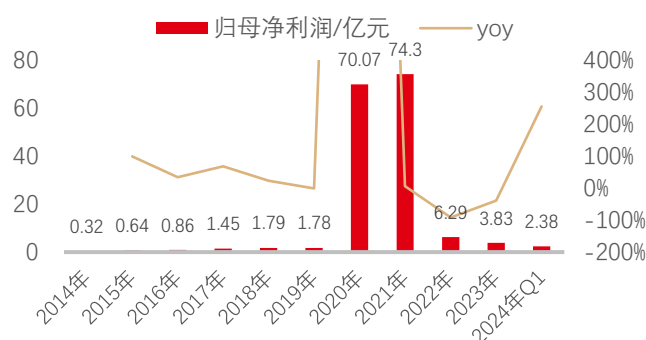
图表2：董事长刘方毅先生持有英科医疗 35.76% 的股份



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 受市场阶段性供过于求的影响，2023 年手套行业和公司业绩承压，2024 年有望迎来业绩拐点

2023 年公司业绩相对承压，2024 年公司有望迎来业绩拐点。2023 年公司实现营业收入 69.19 亿元，较上年同期增长 4.61%；归属于上市公司股东的净利润 3.83 亿元，较上年同期下降 39.12%。我们认为亏损原因系由于一次性医用手套行业 2020-2021 年的产能迅速扩张，而需求逐渐回归稳态，市场出现阶段性供过于求的局面。2023 年上半年市场仍处于产能出清阶段，导致手套价格仍处于历史低位，全行业出现普遍亏损所致。2024 年公司逐步迎来反转，Q1 公司实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 40.06%；公司归母净利润 2.38 亿元，同比增长 255.63%；2024 年 Q1 公司扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 194.63%。

图表3：2024年Q1公司营业收入22.03亿元，同比增长40.06%

图表4：2024年Q1公司归母净利润2.38亿元，同比增长255.63%


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

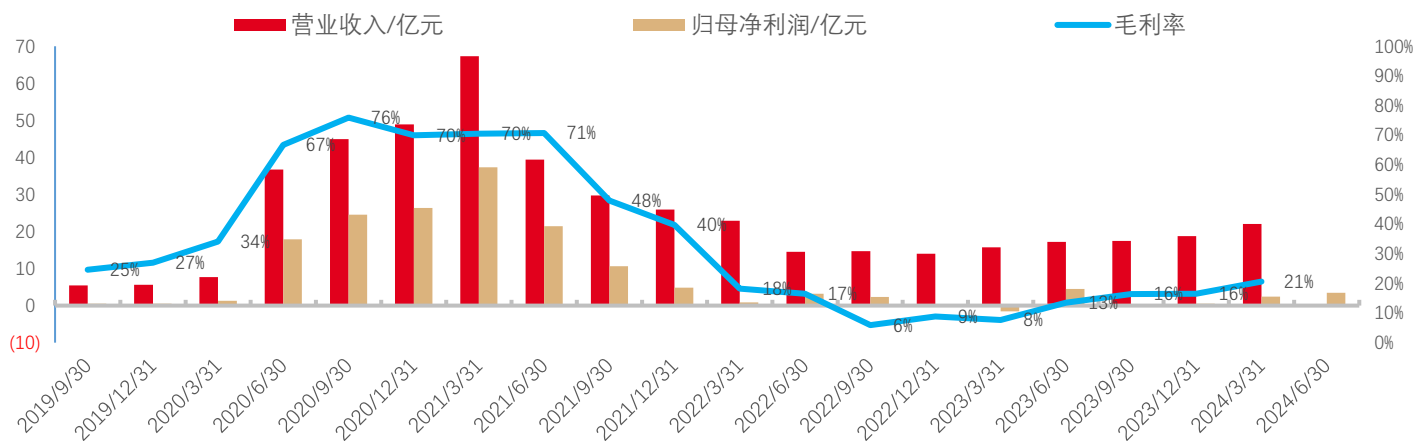
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司季度数据环比改善，业绩拐点逐渐清晰。2024年7月公司发布业绩预告，经过公司财务部门初步测算，预计2024年上半年归母5.5亿元—6.2亿元（同比增长88%—111%），上半年扣非4.5亿元—5.2亿元（同比增长164%—205%）；据此计算，2024Q2归母3.1亿元—3.8亿元，2024Q2扣非2.9亿元—3.6亿元。

（1）去库存，满开工。从2023年下半年开始，行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，高成本产能及老旧产能出清效果显现，行业供给端集中度提升，行业整体产能利用率普遍提升，供需关系呈逐步回归平衡趋势。报告期内，公司产能利用率达100%，一次性丁腈手套及一次性PVC手套的销售均价较去年同期均有所提升。

（2）提线速、降能耗。公司持续开展生产线技术升级，通过提升线速、降低能耗等措施，进一步降低产品生产成本，提升盈利水平。

（3）汇兑正向影响。公司主要销售收入来源于海外，且来自海外的收入主要以美元为结算货币，汇率波动将影响公司的汇兑损益，也将直接影响公司出口产品的销售定价。2024年上半年，美元升值对公司业绩带来了正向影响。

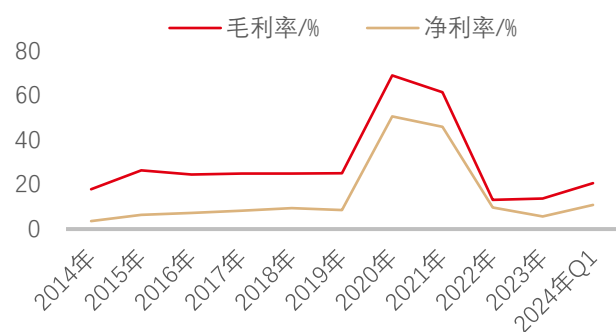
图表5：公司季度数据环比改善，营收和归母净利润环比均持续增加


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

盈利能力上，公司毛利率和净利率大幅度提升。公司2024年Q1毛利率为20.65%，同比上升12.97 pct；公司2024年Q1净利率为10.92%，同比上升20.25 pct。

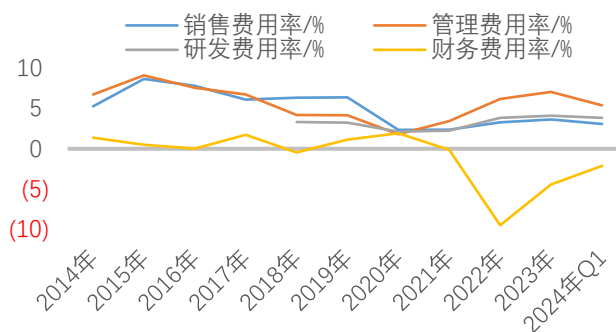
在费用率方面，公司整体费用率略有下降。2024年Q1公司主要费用率10.16%，同比下降0.18 pct。其中销售费用率3.08%，同比下降0.56 pct；管理费用率5.36%，同比下降1.67 pct；研发费用率3.84%，同比下降0.26 pct；财务费用率-2.12%，同比增长2.31 pct。

图表6：英科医疗公司毛利率逐步提升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：英科医疗公司整体费用率略有下降



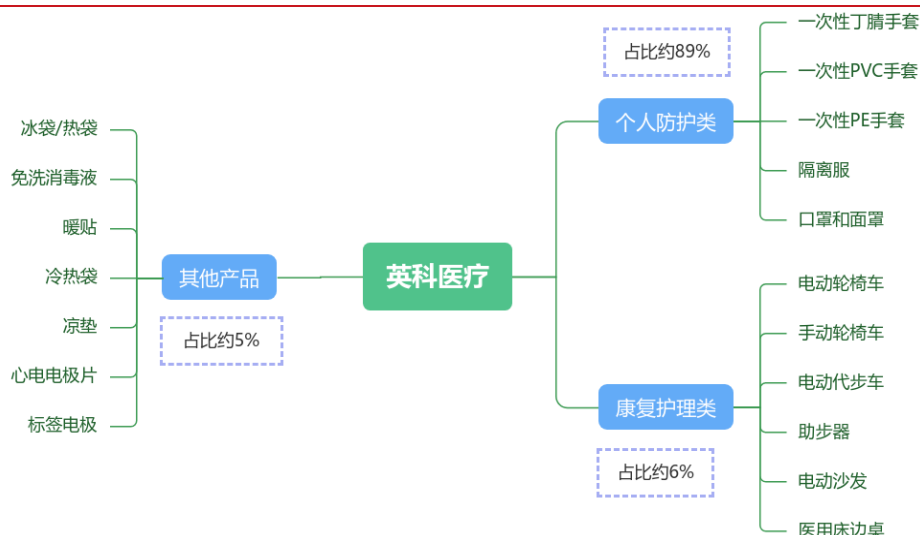
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 一次性手套是公司当前核心业务，在行业中有着显著的领先优势

公司业务可分为个人防护类、康复护理类和其他产品三大管线。其中个人防护类主要包括一次性丁腈手套、一次性PVC手套、一次性PE手套、隔离服、口罩和面罩产品，康复护理类主要包括电动轮椅车、手动轮椅车、电动代步车、助步器、电动沙发和医用床边桌等产品，其他产品主要包括冰袋/热袋、免洗消毒液、暖贴、冷热袋、凉垫、心电电极片和标签电极等产品。

一次性手套是公司当前核心业务，在中国及全球有着卓越的市场占有率。公司个人防护类收入占比89%，其中一次性丁腈手套和一次性PVC手套是主要产品。无论是创新自动化生产设施、专业技术还是先进制作工艺，公司都在行业中有着显著的领先优势。凭借公司在研发能力、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的优势，目前公司已成为中国最大及全球领先的一次性手套供应商，未来英科医疗有望成为全球个人防护装备行业中最具竞争力的公司。

图表8：公司业务可分为个人防护类、康复护理类和其他产品三大管线



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

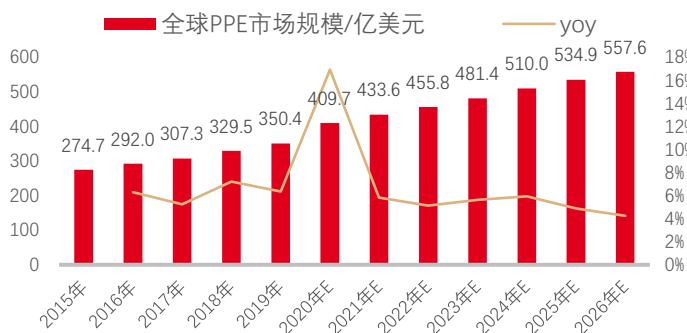
2 2019 年至 2025 年全球手套销售量 CAGR 为 7.8%，其中丁腈手套增速最高

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

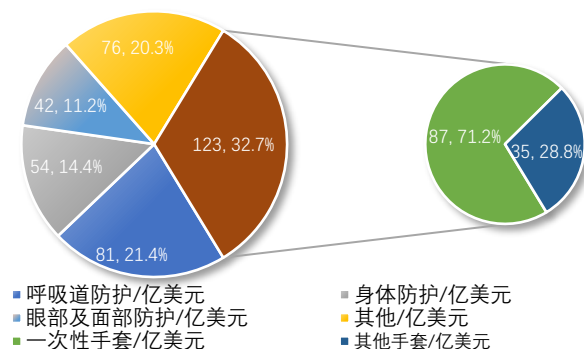
个人防护装备（PPE）指旨在保护穿戴者的身体免受伤害或感染的装备。全球个人防护装备市场由多种产品组成，根据受保护身体部位分为多个子类别，包括（i）手部防护产品，例如一次性手套及安全手套；（ii）呼吸道防护产品，例如口罩；（iii）身体防护产品，例如隔离服；（iv）眼部及面部防护产品，例如面罩及眼罩；及（v）其他，例如免洗消毒液。

2019 年全球手部防护产品市场规模为 123 亿美元，其中一次性手套占手部防护产品市场 71.2%。根据 QYResearch 报告，2019 年全球个人防护装备市场估值为 350.4 亿美元。在预测期内，严格的职业健康和安全法规将推动全球个人防护设备市场的增长。根据弗若斯特沙利文报告，2019 年全球个人防护装备市场达到 376 亿美元。其中手部防护产品为最大的子类别，2019 年手部防护产品市场份额为 32.7%，且一次性手套占手部防护产品市场 71.2%。

图表9：预计 2026 年全球 PPE 市场规模达 558 亿美元



图表10：2019 年全球个人手部防护市场规模达 123 亿美元



资料来源：QYResearch，中邮证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，公司招股书，中邮证券研究所

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有较大区别，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11：一次性 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：公司公告，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12：一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：公司公告，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13：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：中红医疗招股书、英科医疗港股招股书、头豹研究院、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14：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

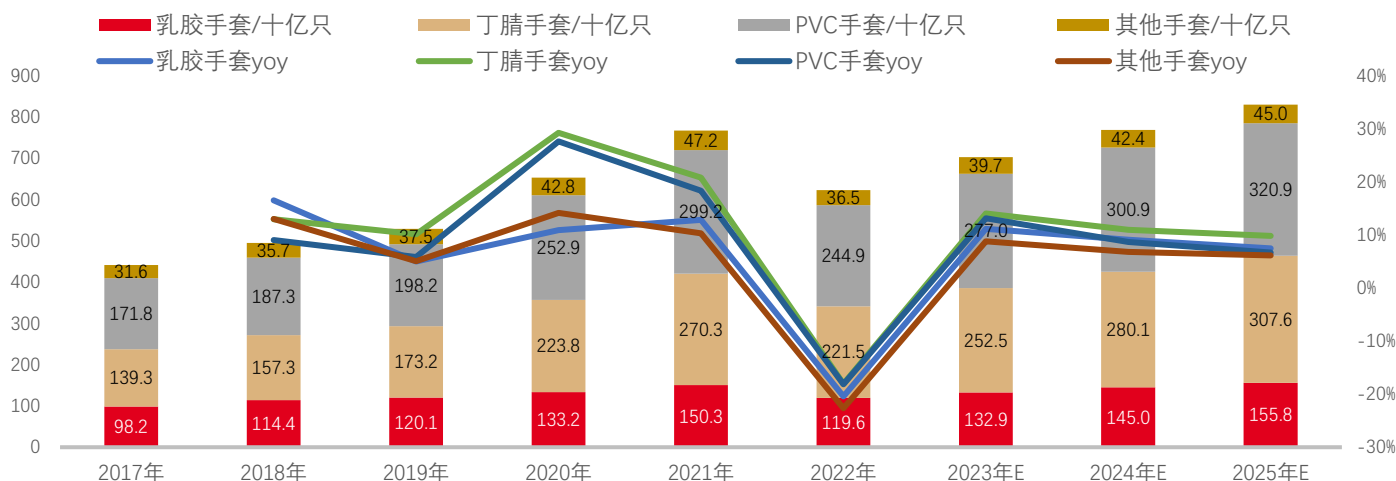
	乳胶手套	丁腈手套	乳胶手套	丁腈手套	PVC 手套	PE 手套
医用场景	医疗检查	当医生或者护士需要直接接触患者的血液体液及肢体部位时，手套作为隔离器材可以有效防止双方之间交叉感染的现象发生	√	√	√	
	医疗外科	当进行医疗护理或者手术治疗的时候，佩戴手套可以降低医护人员被感染或自身感染医疗环境的风险	√	√		
	日常生活	包括清洁消毒、栽培种植、美容美发等出于安全和卫生清洁方面考虑的细分场景	√	√	√	√
非医用场景	餐饮服务	用餐者通过佩戴手套隔绝油污和细菌；餐饮服务者在客户进食完毕后，佩戴手套收拾厨余及餐盘	√	√	√	√
	食品加工	当食品加工时需要穿戴手套可保证食品安全卫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 2025 年全球一次性手套销售收入有望达到 136 亿美元

2025 年全球一次性手套销售量有望达到 8293 亿只，销售收入有望达到 136 亿美元。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年全球一次性手套销售量为 6225 亿只，其中 2449 亿只 PVC 手套，2215 亿只丁腈手套，1196 亿只乳胶手套和 39.7 亿只其他手套，2025 年全球一次性手套销售量有望达到 8293 亿只。2017—2019 年乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套和整体手套销售量 CAGR 分别为 10.6%、11.5%、7.4%和 9.5%，预计 2019 年至 2025 年乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套和整体手套销售量 CAGR 分别为 4.4%、10.0%、8.4%和 7.8%。

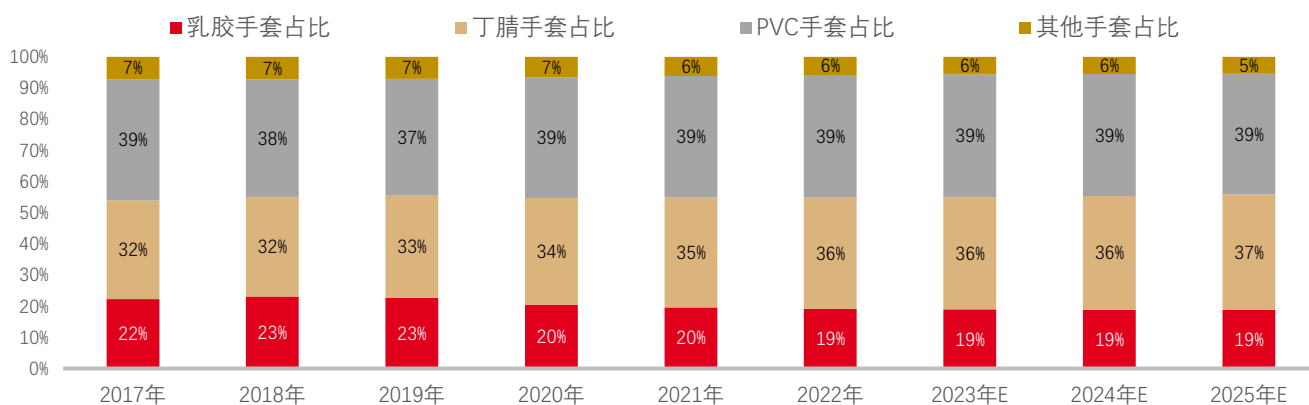
图表15：2025 年全球一次性手套销售量有望达到 8293 亿只



资料来源：Frost & Sullivan，头豹研究院，中邮证券研究所

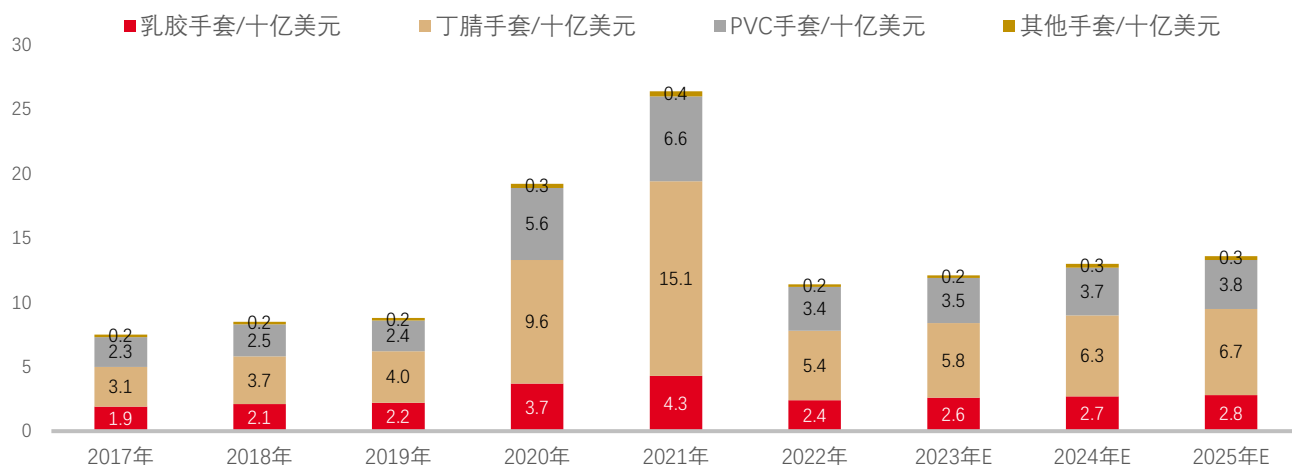
未来丁腈手套有望超越 PVC 手套，成为全球占比最多的手套种类。根据弗若斯特沙利文数据，2017 年乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套占比分别为 22%、32%和 39%，预计到 2025 年乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套占比分别为 19%、37%和 39%。我们认为丁腈手套性能优于 PVC 手套，而丁腈手套的原材料稳定性高于乳胶手套，未来丁腈手套有望超越 PVC 手套成为全球占比最多的手套种类。

图表16：全球丁腈手套占比在稳步提升，预计 2025 年占比总手套 37%



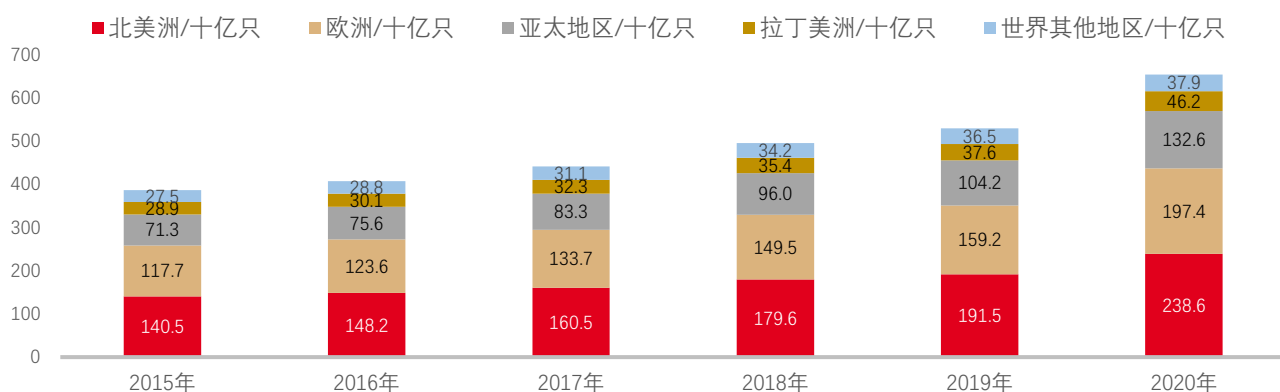
资料来源：Frost & Sullivan，头豹研究院，中邮证券研究所

2025 年全球一次性手套销售收入有望达到 136 亿美元。在一次性手套销售收入方面，2019 年全球一次性手套销售收入约 88 亿美元，预计到 2025 年全球一次性手套销售收入有望达到 136 亿美元，预测 2019 年至 2025 年乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套的销售收入 CAGR 分别为 4.1%、9.0%、8.0%，整体手套总销售收入 CAGR 为 7.5%。

图表17：2025 年全球一次性手套销售量有望达到 136 亿美元


资料来源：Frost & Sullivan，头豹研究院，中邮证券研究所

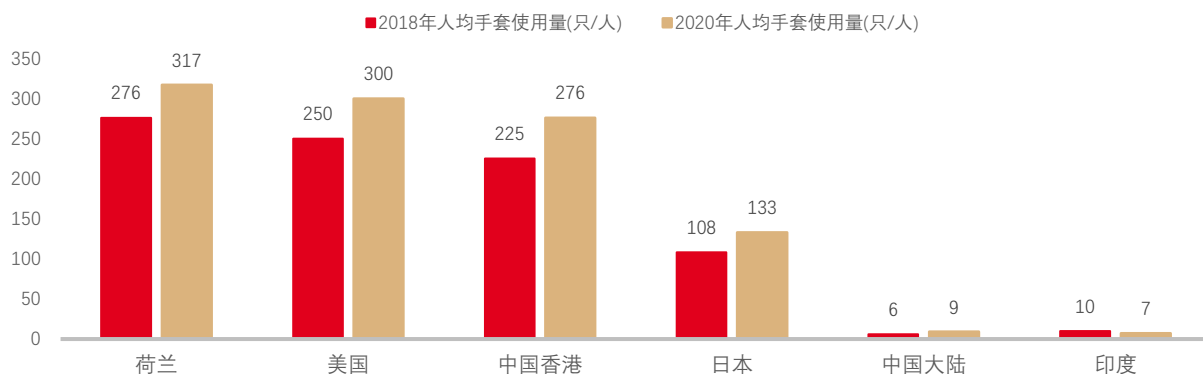
从区域上看，亚太地区 2015 年—2020 年手套销量复合增长率最高。根据顶级手套招股书，从区域上看亚太地区 2015 年—2020 年复合增长率最高，其中手套销量从 2015 年的 713 亿只增加至 2020 年的 1326 亿只，2015 年—2020 年手套销量 CAGR 为 13.2%。销售收入从 1216.6 百万美元增加至 3880.0 百万美元，2015 年—2020 年手套销售收入 CAGR 为 26.1%。北美、欧洲、拉丁美洲及世界其他地区的 2015 年—2020 年手套销量 CAGR 分别为 11.2%、10.9%、9.8% 及 6.6%，2015 年—2020 年手套销售收入 CAGR 分别为 23.8%、23.6%、20.0% 及 20.2%。从各种销量占比看，2020 年北美地区占比 36.6%，欧洲地区占比 30.2%，亚太地区占比 20.3%，拉丁美洲占比 7.1% 和世界其他地区占比 5.8%。

图表18：2020 年北美、欧洲、亚太手套销量占比为 36.6%、30.2%和 20.3%


资料来源：Frost & Sullivan，顶级手套招股书，中邮证券研究所

中国大陆人均医用手套仅 9 只/人，人均使用量远低于全球平均水平。未来随着人民生活水平的提高以及新的健康威胁出现，人们的安全及卫生意识显著提高，以及不断扩大的卫生技术人员数量形成了庞大的医用手套用户群体，对一次性手套的需求随之增加，整体市场未来增长潜力十足。根据沙利文报告，2020 年中国大陆人均医用手套仅 9 只/人，相比美国人均医用手套为 300 只/人，我们国家和海外发达国家在手套使用习惯上，仍有较大的差距。

图表19：中国大陆人均医用手套使用量远低于发达国家



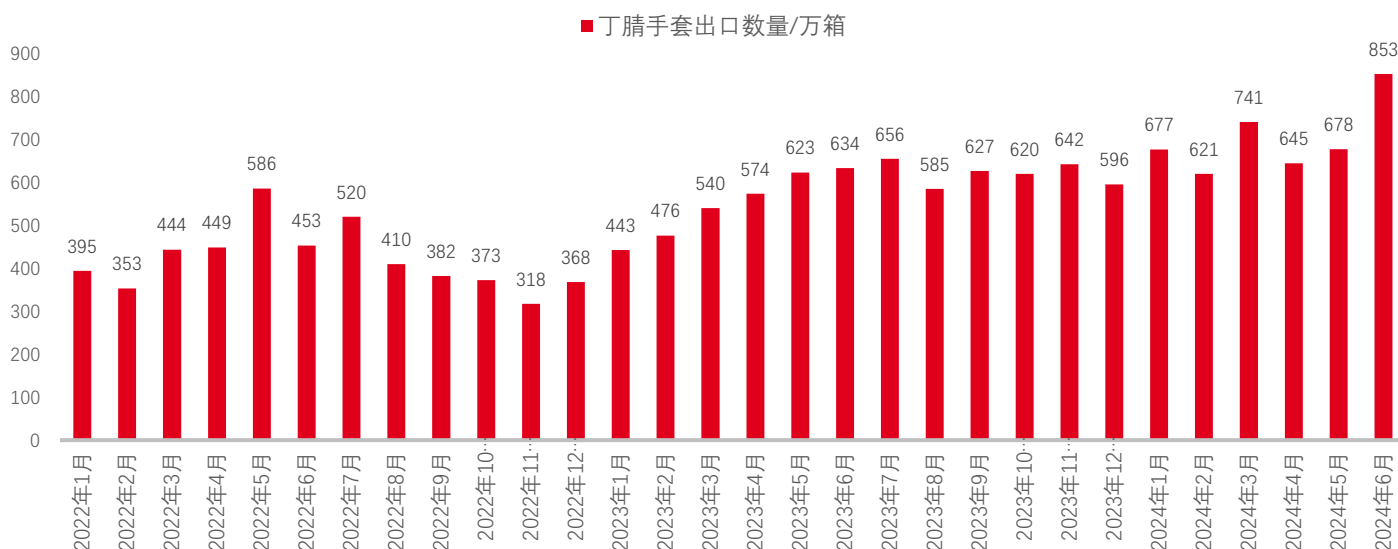
资料来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

3 丁腈手套行业拐点已现，英科医疗丁腈手套占比超 60%

3.1 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 6 月我国丁腈手套出口量环比 5 月增长 26%。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 6 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 85.3 亿只，环比增长了 26%，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。

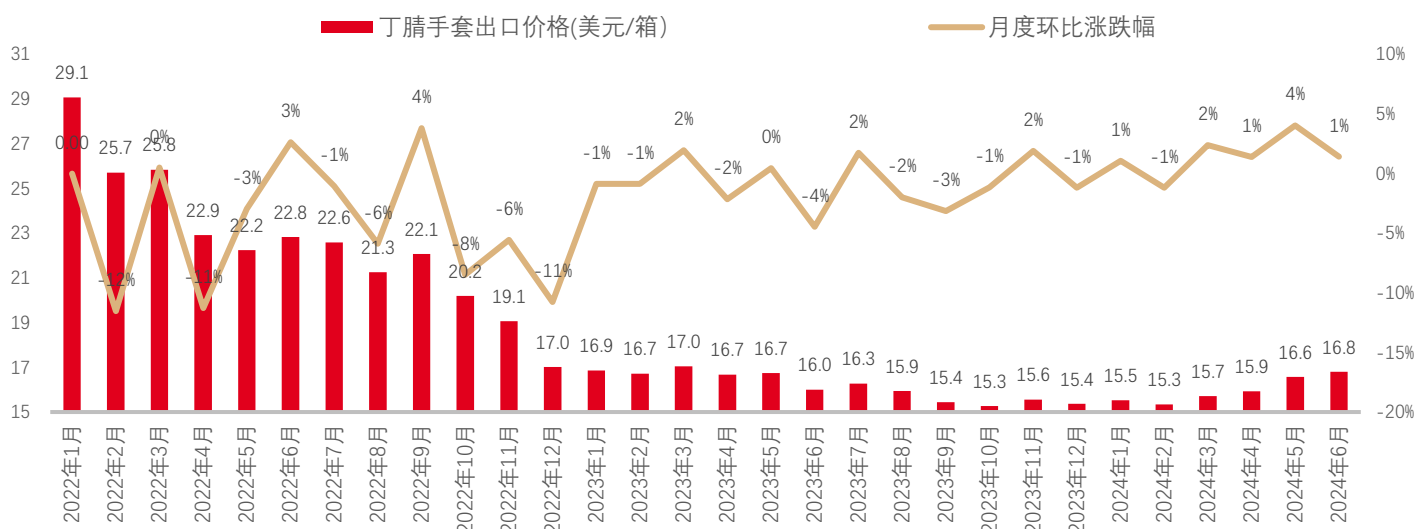
图表20：2024 年 6 月我国丁腈手套出口数量创下阶段性新高，环比 5 月增长 26%



资料来源：海关数据，中邮证券研究所

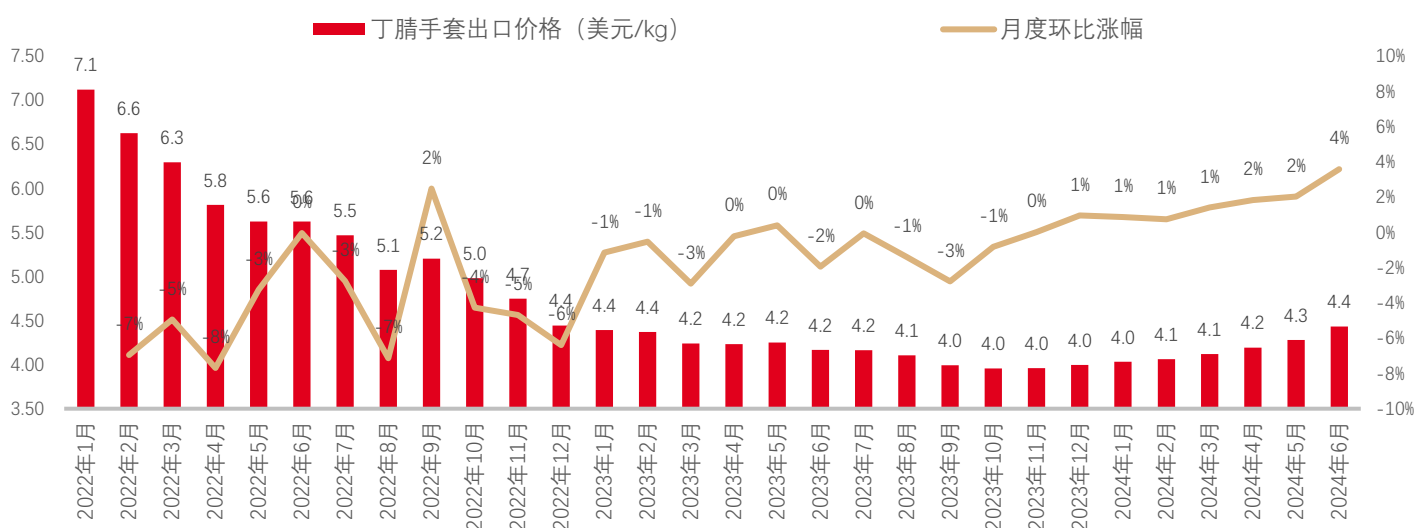
2024年6月我国每箱丁腈手套出口均价环比5月上涨0.23美元，丁腈手套每千克出口均价环比5月上涨4%。根据海关数据按每箱1000只手套计算，对应每箱丁腈手套出口均价为16.8美元/箱，环比出口均价上涨1%，其中每箱丁腈手套单价最低点为2023年10月。若考虑到不同批次丁腈手套克重之间的差异，可从单位克重的单价去评判手套价格的变化。不仅能相对拉平不同批次间的克重差异，且曲线变化还更加平滑。根据海关数据，2024年6月对应每千克丁腈手套出口单价为4.43美元/kg，环比价格上涨了4%，其中丁腈手套单位克重出口均价的最低点为2023年10月和2023年11月。因此我们认为国内丁腈手套出口均价于2023年四季度已经见底，目前出口均价处于稳定恢复阶段。

图表21：2024年6月中国每箱丁腈手套出口均价环比5月上涨0.23美元



资料来源：海关数据，中邮证券研究所

图表22：2024年6月中国丁腈手套每千克出口均价环比5月上涨4%

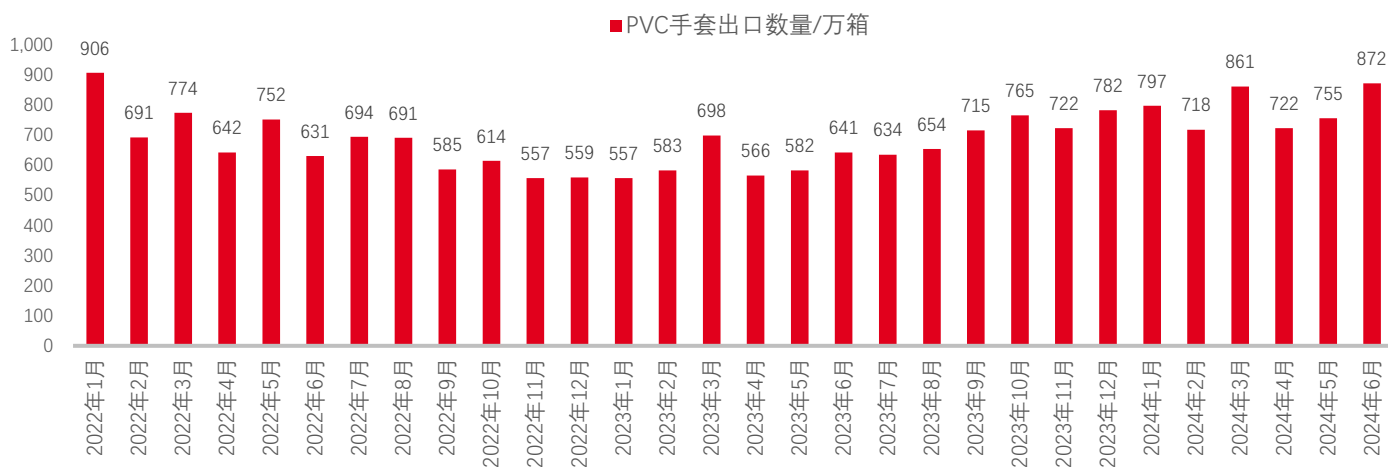


资料来源：海关数据，中邮证券研究所

3.2 PVC 手套行业仍处于筑底阶段，出口均价尚未见到明显拐点

中国 PVC 手套出口数量仍处于筑底阶段，尚未看到明显上涨。在 PVC 手套方面，PVC 手套全球 90% 的产能在中国，而中国生产的 PVC 手套 95% 供出口。且由于 PVC 手套本身生产壁垒低，疫情中 PVC 手套扩产较多，导致国内相对竞争激烈，整体还处于买方市场阶段，价格一直处于低位。根据海关数据，2024 年 6 月聚氯乙烯制手套（分指手套、连指手套等）出口量为 87.2 亿只，环比增长了 15%，其中最低点为 2022 年 11 月，我们认为可理解 2022 年 11 月为 PVC 手套行业库存高点。

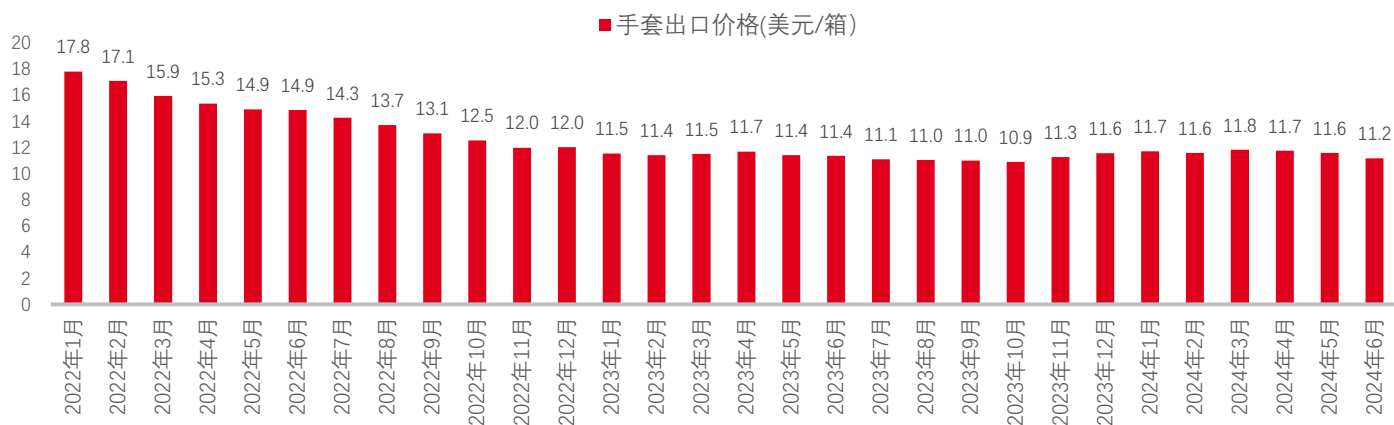
图表 23：中国 PVC 手套出口数量仍处于筑底阶段，尚未看到明显上涨



资料来源：海关数据，中邮证券研究所

中国 PVC 手套出口均价尚未见到明显拐点。根据海关数据按每箱 1000 只手套计算，对应每箱 PVC 手套 2024 年 6 月出口均价为 11.15 美元/箱，环比价格下跌 4%，其中每箱 PVC 手套出口均价最低点为 2023 年 10 月。因此我们认为国内 PVC 手套目前还处于买方市场阶段，出口价格暂时还未看到明显的上升趋势。

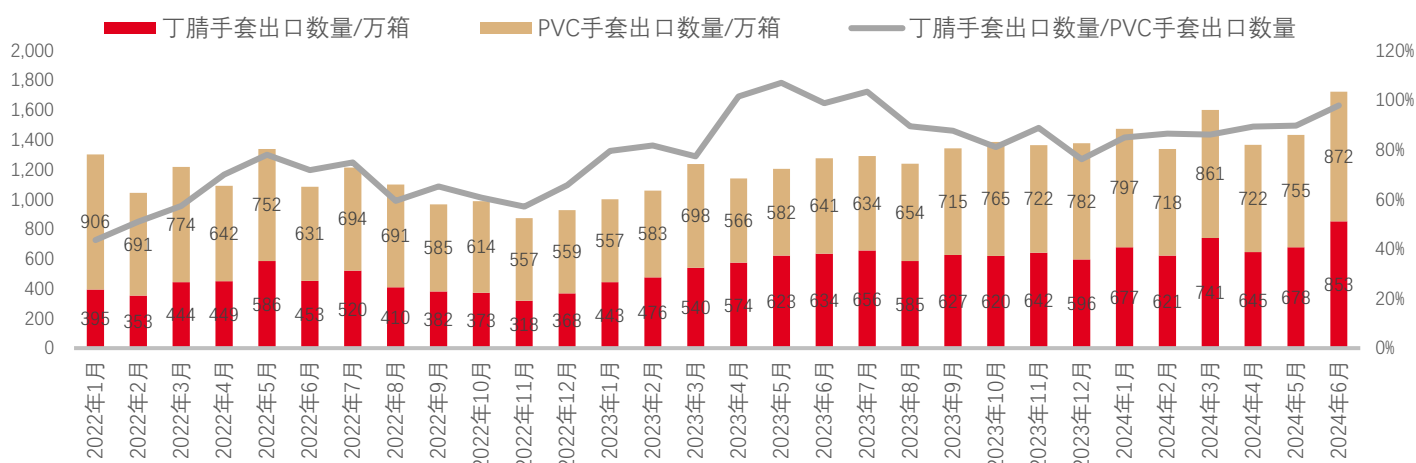
图表 24：中国 PVC 手套出口均价尚未见到明显拐点



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 6 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25：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

3.3 英科医疗是国内生产手套最多的厂家，丁腈手套占比超60%

目前英科医疗是国内生产手套最多的厂家。PVC手套本身生产门槛较低，且规模化生产的效果并不明显。对于国内手套龙头企业而言，在PVC手套无法与小厂拉开明显优势，其次大厂其他开支会高于小厂，因此PVC手套本身非大厂优势所在。因此国内大厂早已开始把业务重心转移到盈利机会更大的手套领域，因此国内大厂不断扩产其他高盈利的手套业务，而PVC手套占比也在逐步下降。目前英科医疗是国内生产手套最多的厂家，分别有480亿只丁腈手套和310亿只PVC手套，丁腈手套占比超60%。

图表26：部分国内手套大厂丁腈手套占比逐渐提升

	英科	蓝帆	中红	顶级手套	贺特佳
2015年	PVC手套：约51亿只 丁腈手套：约12亿只	合计约150亿只	PVC手套：约50亿只 丁腈手套：约32亿只	PVC手套：约61亿只 丁腈手套：约248亿只	丁腈手套：约314亿只
2018年	PVC手套：约90亿只 丁腈手套：约40亿只	PVC手套：约144亿只 丁腈手套：约17亿只	PVC手套：约48亿只 丁腈手套：约41亿只	乳胶手套：约296亿只	乳胶手套：约17亿只
2019年	PVC手套：约140亿只 丁腈手套：约50亿只	PVC手套：约144亿只 丁腈手套：约36亿只	PVC手套：约37亿只 丁腈手套：约60亿只	合计约660亿只 丁腈手套：281亿只	合计约361亿只 丁腈手套：342亿只
2021年	PVC手套：约300亿只 丁腈手套：约450亿只	丁腈手套：约235亿只 乳胶手套：约4亿只	合计约225亿只	合计约1000亿只	合计约440亿只
2023年	PVC手套：约310亿只 丁腈手套：约480亿只	合计约500亿只	丁腈+PVC手套：255亿只 乳胶手套：5亿副		合计约370亿只

资料来源：公司招股书，公司公告，中红医疗招股书，中红医疗公告，蓝帆医疗公告，贺特佳公告，中邮证券研究所

4 公司通过供应链端持续投入，在成本控制上取得较大领先

4.1 英科医疗丁腈手套和 PVC 手套毛利率均处于行业较高水平

在生产成本占比方面，手套原材料占比手套成本一半以上。手套的原材料主要包括原材料成本（主要为天然橡胶乳胶及丁腈乳胶的成本）、化学品、燃料（天然气、煤）、包装材料（如内盒及纸箱）及劳工成本（即指参与制造及生产的雇员工资及薪金开支），其中原材料（主要为天然橡胶乳胶及丁腈乳胶的成本）是手套的主要成本。根据中红医疗招股书和顶级手套招股书等数据资料，2019 年英科医疗直接材料占比 63.38%，中红医疗材料成本+包装成本合计占比 58.31%，顶级手套原材料+化学品占比 54.3%。

图表27：2019 年英科医疗、中红医疗和顶级手套生产成本占比

英科医疗		中红医疗		顶级手套	
直接材料	63.38%	材料成本	52.44%	原材料	45.4%
		包装成本	5.87%	化学品	8.9%
动力	15.75%	辅助成本	21.12%	燃料	12.7%
直接人工	6.44%	人工成本	8.78%	劳工	10.1%
制造费用	8.36%	制造费用	10.11%	包装	8.0%
折旧	5.6%				
不予退税成本	0.47%	不得免征和抵扣税额	-	其他间接费用	14.9%
		其他	2.58%		

资料来源：中红医疗招股书，顶级手套招股书，中邮证券研究所

注：此处不区分具体手套类型，各家手套类型存在差异

疫情前英科医疗丁腈手套和 PVC 手套毛利率均处于行业较高水平。根据英科医疗、中红医疗和顶级手套招股书等数据资料，我们对比了三家公司丁腈手套和 PVC 手套的毛利率。其中英科医疗丁腈手套（2018 年）和 PVC 手套毛利率（2018 年 H1）均高于中红医疗丁腈手套（2018 年）和 PVC 手套毛利率（2018 年），中红医疗丁腈手套（2019 和 2020 年）和 PVC 手套（2019 和 2020 年）毛利率均高于顶级手套丁腈手套（2019 和 2020 年）和 PVC 手套毛利率（2019 和 2020 年）。

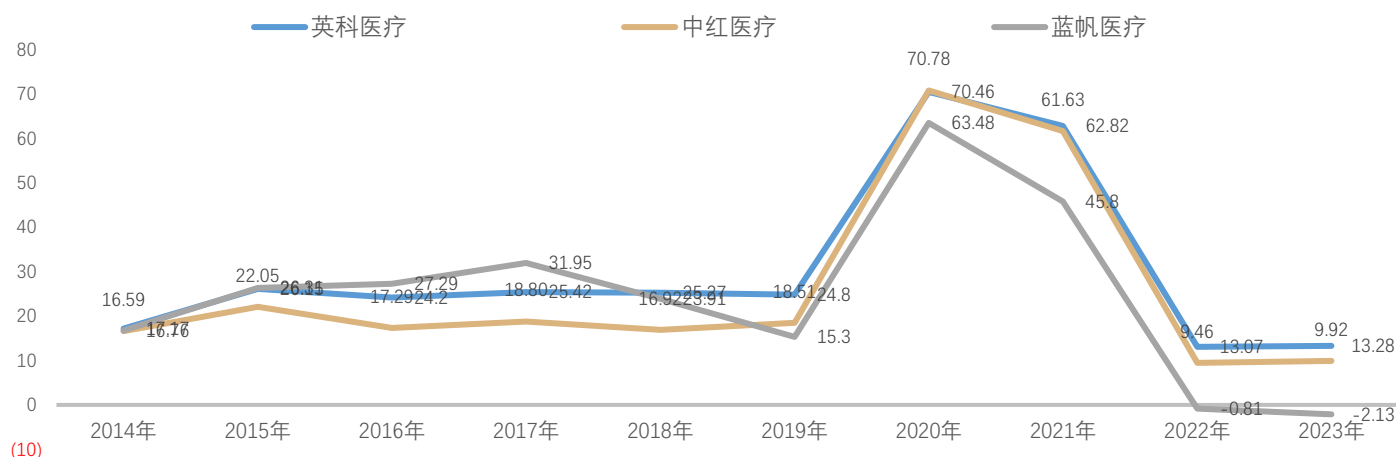
图表28：疫情前英科医疗丁腈手套和 PVC 手套毛利率均处于行业较高水平

		2018 年	2019 年	2020 年
丁腈手套	中红医疗毛利率	19.18%	22.77%	58.47% (1-6 月)
	顶级手套毛利率	-	20.4%	44.7%
	英科医疗毛利率	27% (1-6 月)		
PVC 手套	中红医疗毛利率	14.18%	6.81%	40.31% (1-6 月)
	顶级手套毛利率	-	4.8%	34.1%
	英科医疗毛利率	27% (1-6 月)		

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

2023 年英科医疗公司手套业务毛利率高于中红医疗和蓝帆医疗。根据英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗公告，我们对比了三家手套生产企业从 2014 年—2023 年的手套业务毛利率，其中英科医疗毛利率一直处于较高水平。2023 年英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗手套业务毛利率分别是 13.28%、9.92%和-2.13%，英科医疗公司毛利率为三家最高。

图表29：2023年英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗手套业务毛利率分别是13.28%、9.92%和-2.13%

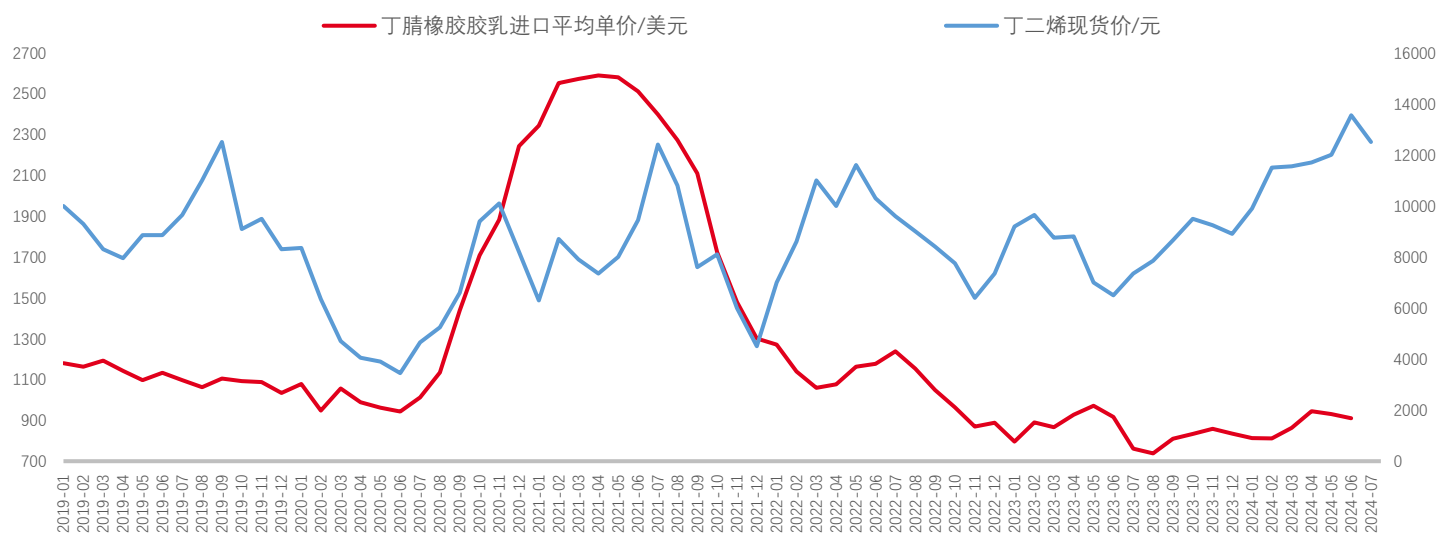


资料来源：公司公告、中红医疗公告、蓝帆医疗公告，中邮证券研究所

4.2 公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业，在丁腈胶乳方面掌握主动权

在原材料方面，原油价格的影响，会间接影响到主要原材料丁腈胶乳的成本。丁腈胶乳占比丁腈手套成本接近一半，原油价格与丁腈胶乳的价格有正向关联，因为丁腈胶乳的主要原料是丁二烯，而丁二烯的价格与原油价格同步变化。受原油价格及丁腈胶乳市场供需格局变化影响，丁腈胶乳价格波动较为频繁。根据海关总署的数据，2024年6月30日丁腈橡胶胶乳进口平均价格在910.15美元/吨，但近年来价格波动非常频繁，在2020—2021年下游需求较为旺盛时达到过2500美元/吨以上。下游手套企业如果能布局上游丁腈胶乳产业，将能够有效减少原材料价格波动带来的风险。由于手套原料价格易受原油价格影响，受成本控制考量，厂商积极向上游拓展并不断优化配方及生产工艺。

图表30：2024年6月底丁腈橡胶胶乳进口平均价格在910.15美元/吨，处于较低区间



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司控股两家丁腈胶乳生产企业浩德塑胶和安徽凯泽均在正常生产运营。同时公司还参股两家丁腈胶乳生产企业，以保障丁腈胶乳原材料供应及产品品质的改良提升。安徽凯泽自2022年1月开始逐步投产，安徽凯泽50万吨羧基丁腈胶乳、10万吨DOTP有助于提升公司的原材料自给率、保证原材料供应安全稳定。从长远角度来看，对公司未来经营会产生积极的作用，有助于进一步完善公司产业链，提高公司的盈利水平和综合竞争力。

公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业，在丁腈胶乳方面掌握了主动权。当丁腈胶乳生产行业利润较大时，例如当丁二烯价格较低且丁腈胶乳价格较高时，浩德塑胶和安徽凯泽等企业能够为英科医疗额外贡献利润；当丁腈胶乳价格较低且丁二烯价格较高时，浩德塑胶和安徽凯泽本身利润应该不多，但是由于浩德塑胶和安徽凯泽距离公司手套厂距离较近，能够节省公司长距离运输丁腈胶乳的成本，从而节省了部分运营开支。同时，目前公司还与中国顶尖的橡胶材料研究机构之一青岛科技大学合作，为一次性手套开发创新材料及新配方。

图表31：由于丁二烯价格较高，目前丁腈胶乳生产行业处于盈亏平衡



资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

图表32：子公司安徽凯泽新材料向英科医疗提供丁腈胶乳



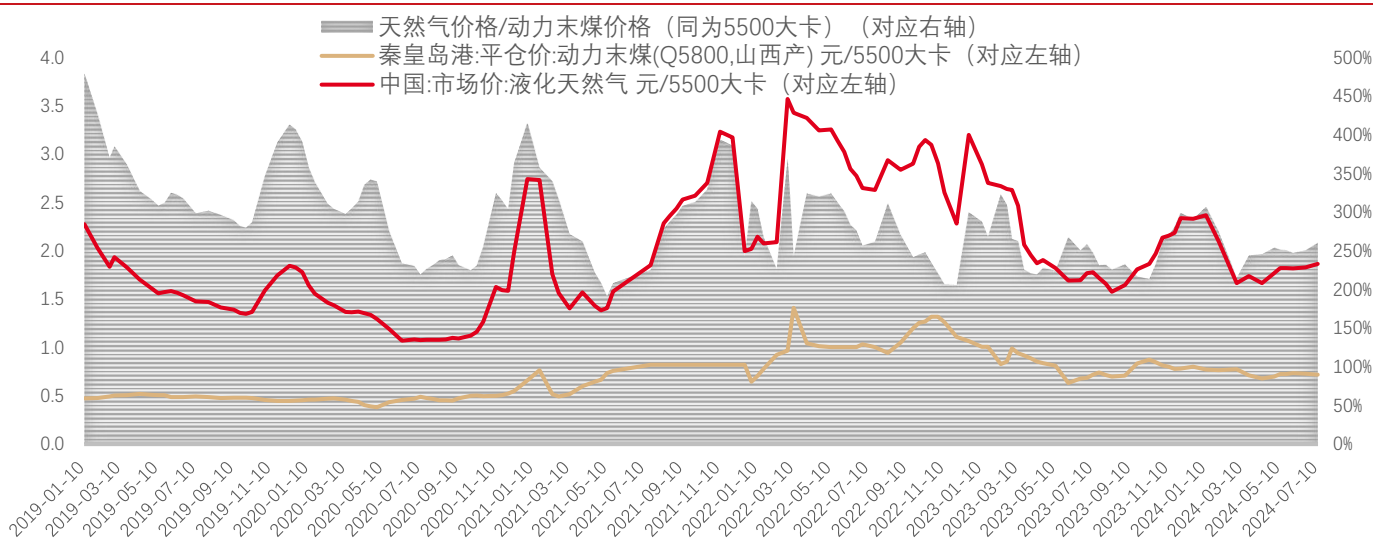
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.3 公司主要能源均为清洁燃煤，相比天然气及生物质燃料有明显优势

在能源方面，公司所有生产的主要能源均为清洁燃煤，对比马来西亚厂商主要生产能源为天然气及生物质燃料，公司在能源成本方面具备明显优势。目前公司已为所有营运中的生产基地取得了能耗指标，所用的主要能源为清洁燃煤。对比马来西亚厂商主要生产能源为天然气及生物质燃料，公司在能源成本方面具备明显优势。同时公司通过监督厂区能源消耗、生产设备节能改造、用能设备定期巡查等手段减少能源消耗，汇总分析各车间能耗数据指标，针对单耗较大车间制定改善政策，对生产运营过程中的余热回收利用、冷却水回收、空压机系统等进行了技能改造，通过生产装备的提升优化，持续降低单位能耗。

目前燃烧天然气成本大约是燃烧动力末煤成本的2.5倍。以2024年7月30日的价格计算，秦皇岛港动力末煤(Q5500, 山西产)价格为913元/吨，按1千克标准煤对应7000大卡，对应单位热量价格为0.72元/5500大卡；国内液化天然气价格为4404.80元/吨，按1公斤液化天然气对应13000大卡，对应单位热量价格为1.86元/5500大卡，可见目前燃烧天然气的成本，大约是燃烧动力末煤成本的2.5倍。

图表33：燃烧天然气的成本大约是燃烧动力末煤成本的 2.5 倍



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.4 公司控股英毅热电，持续推进节能增效策略，有效降低公司在热能和电能方面成本支出

公司控股子公司英毅热电，有效降低公司在热能和电能方面成本支出。2020年6月3日英科医疗与怀宁县人民政府正式签订了《投资协议书》，项目总投资5亿元人民币。英毅热电联产项目建设规模为2台130吨/小时和2台140吨/小时超高温高压循环流化床锅炉，配套2台1.5万千瓦和2台3万千瓦背压式汽轮发电机组。不仅能发电满足本身用电需求和对外售电，同时其生产的蒸汽也能满足英科医疗高端医用手套项目的用热需求。

公司持续推进节能增效策略。公司对生产工艺方法进行改进，并在各生产基地全面覆盖智能监控系统，及时发现各区域内设备功能异常问题，针对性升级设备，减少因其技术性能下降而额外产生的能耗。对于更换的新生产设备，公司将设备能源效率纳入综合考量的因素；对于使用中的设备，公司关注每台设备的能耗水平，及时淘汰或替换能耗高效率低的设备。通过持续的技术改善创新及设备升级改造，有效提高生产环节中的能源使用效率，降低能源消耗数据：

(1) **冷却槽余热回收改造：**江西生产基地通过在冷却槽副槽两侧安装换热管，帮助提高沥滤槽供水温度，以减少导热油用量，每年可节约煤炭量约4440吨；

(2) **废水余热回收：**青州生产基地在丁腈废水的总管道中加装换热装置，为常温水进行升温，每年可节约煤炭量约3350吨；

(3) **PVC烟气余热回收：**通过加装换热器，青州生产基地将PVC无组织段排烟热量转换为热水输送到丁腈车间，每年可节约煤炭量约900余吨；

(4) **锅炉改造：**青州生产基地通过加装空气预热器，对锅炉房的烟气进行二次换热，有效降低排烟温度，并提高送风温度，提高锅炉燃烧效率，每年可节约煤炭量约1,350余吨；

(5) **风机改造：**青州生产基地通过更换脱硫循环泵控制系统，重新编写控制程序，实现了智控变频运行，每年可节约用电量约63万kWh；

(6) **冷凝水余热回收：**淄博生产基地对蒸汽换热后的冷凝水余热进行回收利用，用于厂区的制冷与供热，每年可节约能源消耗；

(7) **空压机余热回收改造**：通过空压机冷却系统的改造，加装高效换热器，每年可节约煤炭量约 620 吨；

(8) **手模材质更新**：淄博、淮北、青州生产基地的手套生产线使用金属手模替代原有的陶瓷手套，帮助提升生产效率，降低 30% 的能耗；

(9) **锅炉能效提升**：将淮北生产基地 PVC 各车间的锅炉导热油管道并联，实现了一台锅炉带动 4 个车间运作，在提高锅炉使用效率的同时，节省煤炭消耗量和电能使用量；

(10) **优化制冷系统运行效率**：完成了江西生产基地与淮北生产基地高效制冷机房控制系统的建设工作，对制冷机、水泵、冷却塔的实时能耗采集归纳，并通过计算机自动调整最优运行模式，优化制冷系统运行效率。经过统计，淮北基地日均可节约用电量达 8060kWh。

5 公司在生产端和销售端进行全球化布局，积极应对关税政策变化，扩大海外客户数量

5.1 2026 年美国对医用手套加关税，对国内手套行业影响相对有限

5 月 14 日美国白宫正式发表声明，美国总统拜登指示贸易代表对源自中国的、总额达 180 亿美元的商品实施加征关税。此次调整主要涉及以下领域的产品：电动汽车及其相关电池、半导体、钢铁、铝材、关键矿产、太阳能电池、船舶起重机以及医疗产品等。同时，声明中还明确表明将继续保留特朗普执政时期对已超 3000 亿美元的中国商品所征收的关税，且预计上述关税措施将在大约 90 天后正式生效。

医用橡胶手套的关税将从 7.5% 提高到 25%，加征时间设在 2026 年。在医疗耗材方面，注射器和针头（syringes and needles）关税将在 2024 年从 0% 提高到 50%；口罩、部分呼吸器在内的个人防护品（certain personal protective equipment）关税将在 2024 年从 0%-7.5% 提高到 25%；医用橡胶手套（rubber medical and surgical gloves）的关税将从 7.5% 提高到 25%，加征时间设在 2026 年。

图表34：美国对部分商品加征关税

时期	原关税税率	后关税税率	提高关税时间
电动汽车	25%	100%	2024 年
注射器和针头	0%	50%	2024 年
太阳能电池	25%	50%	2024 年
电池零部件	7.5%	25%	2024 年
电动汽车用锂电池	7.5%	25%	2024 年
钢铁及铝制品	0-7.5%	25%	2024 年
口罩	0-7.5%	25%	2024 年
其他重要矿物	0%	25%	2024 年
船岸起重机	0%	25%	2024 年
半导体	25%	50%	2025 年
天然石墨	0%	25%	2026 年
永磁体	0%	25%	2026 年
医用手套	7.5%	25%	2026 年
非电动汽车用锂电池	7.5%	25%	2026 年

资料来源：白宫官网，隆众资讯，中邮证券研究所

中国出口至美国的橡胶医用和外科手套占比从 2017 年 55.98% 下降至 2023 年 38.33%。301 条款是《1988 年综合贸易与竞争法》第 1301 至 1310 节的完整内容，其核心宗旨在于捍卫美国在国际贸易体系中的合法权益，并对那些被视为采取“不合理”或“不公平”贸易做法的国家采取报复性措施。依据该条款，美国有权对其认定为“不公平”的贸易行为进行调查，并可与相关国家政府展开磋商。最终，总统将依据调查结果，决定是否采取诸如提高关税、限制进口或中止相关协定等报复性手段。同时，被列入 301 关税清单的产品，在进口至美国时，将单方面面临 301 关税的征收。据隆众资讯统计，2017 年随着美国 301 关税的逐步落地执行，中国出口至美国的橡胶医用和外科手套占比也在逐步下降，从 2017 年 55.98% 下降至 2023 年 38.33%。

图表35：中国橡胶医用和外科手套出口至美国占比逐年下降

时期	出口数量（万箱）	出口占比（%）
2017 年	935.64	55.98
2018 年	950.4	56.86
2019 年	966.88	43.77
2020 年	1278.14	34.99
2021 年	3673.56	47.31
2022 年	2513.02	37.73
2023 年	3281.98	38.33

资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

我们认为，此次美国对部分低值医疗耗材加关税事件，对国内手套行业影响相对有限。

(1) 手套关税调整的时间节点是 2026 年，在此期间会经历美国总统大选等关键政治事件，未来政策的落地仍有不确定性；

(2) 国内手套企业有足够时间通过海外建厂等方式，降低或者免除美国关税；

(3) 同时目前全球手套市场处于供需平衡状态，手套行业需求逐年稳定增长，但目前全球手套企业大部分无扩产计划，若未来美国增加非中国来源手套的采购量，势必会造成非中国来源手套对非美国国家的供货紧张，国内企业可以通过扩大对非美海外国家的供给，转移自身企业海外的供货格局；

(4) 若美国降低国内采购量，增加马来西亚采购量，马来西亚手套企业不排除会发起涨价，届时国内企业也能跟涨，对整个手套行业都是利好。

英科医疗很早就开始筹划海外布局产线，海外建厂优势明显。2019 年宣布由越南全资孙公司英科医疗越南有限公司实施建设年产 88.2 亿只（882 万箱）高端医用手套及其他医疗耗材项目，项目总体规划及占地面积 180 亩左右，建设周期为 29 个月。海外建厂优势明显：

(4) 符合公司长期发展战略和投资方向；

(5) 有利于推进公司全球化制造进程；

(6) 能较好地避免国际贸易壁垒造成的不利影响；

(7) 符合国家鼓励“一带一路”战略方向；

(8) 进一步优化公司产能布局和巩固公司在行业内的领先地位，符合公司战略发展方向。

图表36：英科医疗在海外目前布局有越南工厂


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

5.2 公司全方面加强健全品牌推广渠道，树立品牌形象，提升全球品牌影响力

公司深耕海外市场，扩大公司的全球客户群。公司已在美国、加拿大、德国、日本、马来西亚建立了全球营销服务中心，进一步深耕海外市场，维护现有客户的同时更好地开发潜在客户。公司计划在中东、南美等持续建设和发展营销及服务中心，以扩大公司的全球客户群。目前公司大部分产品通过出口销售到全球各地，主要产品远销美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲的120多个国家和地区，在全球范围内服务超10000家客户。

公司积极拓展电商渠道，扩大品牌在国内消费端影响力。公司建立电商集群，铺设天猫官方旗舰店、京东自营旗舰店、抖音官方旗舰店、拼多多官方旗舰店等，入驻1688、天猫超市、阿里健康大药房、美团等核心电商渠道，提高产品的覆盖度，优化用户体验，更好地服务C端客户。2023年在主流的电商平台抖音、拼多多等医用手套销量排行榜排名第一。同时，公司的电商部也在积极加强新媒体新渠道拓展，新开小红书、快手、淘特等新渠道，在抖音、快手以及小红书等社交电商平台合计实现日曝光量突破千万，进一步提升品牌在线上露出的机会。直播方面主要立足于抖音，依靠“自播+达播+短视频+商城运作”的模式，通过自然流占比优化、用户互动优化、用户停留优化等方式增加粉丝粘度，反哺直播间流量，全年英科医疗手套品牌线上销售数量超21亿只。

公司组建海内外专业营销团队，加强公司全球营销工作。目前公司拥有一支超400人的海内外专业营销团队，未来计划招募更多人才来加强公司的全球营销工作，进一步渗透全球一次性手套市场，实现多元化客户群，并交叉销售除一次性手套以外的其他产品。同时计划通过各种营销工作，包括实现多元化营销渠道、利用线上线下推广，以及提升自有品牌的品牌知名度和全球影响力等，吸引新客户并深化产品在现有客户中的渗透。

公司通过展会提高品牌影响力，有效开拓了国内外市场。2023年全年公司伙伴积极前往世界各地参加展会、拜访客户，参加行业内国际和国内展会共计40场，包括Arab Health 2023第48届中东迪拜国际医疗设备展；Hospitalar 2023第28届巴西国际医院医疗实验室设备展；美国FIME 2023；德国Medica 2023；2023中国进出口商品交易会；第87届中国国际医疗器械博览会；第104届中国劳动保护用品交易会等，增强品牌曝光度，有效开拓了国内外市场，提高品牌影响力，推动公司各类产品持续稳定增长。

6 盈利预测与投资建议

关键假设：

丁腈手套：

产能和产量：丁腈手套是公司核心产品，目前公司丁腈手套总产能为 480 亿只。24 年上半年一直处于满销状态，鉴于目前手套订单充足，我们预计下半年也会维持满产满销状态。预计国内安徽安庆工厂今年底将建设完毕并开始投产，我们假设 2024 年年内能增加 10 亿只产能，则今年整体产量预计为 490 亿只。2025 年国内产能增加 70 亿只，则 2025 年整体产量预计为 560 亿只。2026 年海外扩建 80 亿-160 亿只，折中按 120 亿只计算，则 2026 年整体产量预计为 680 亿只。

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。

预测：我们预计公司丁腈手套 2024 年—2026 年营业收入分别为 54.86 亿元、65.45 亿元和 83.44 亿元。

PVC 手套：

产能和产量：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。公司 PVC 手套总产能为 310 亿只，未来扩产的计划应该不大，因此预估 2024 年-2026 PVC 手套产能分别为 310、310 和 310 亿只。

价格和利润：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 平均价格分别为 10.75 美元、10.95 美元和 11.18 美元。

预测：我们预计公司 PVC 手套 2024 年—2026 年营业收入分别为 23.15 亿元、23.76 亿元和 24.25 亿元。

其他业务：

其他业务主要包括康复护理类和其他产品类。其中康复护理类主要包括电动轮椅车、手动轮椅车、电动代步车、助步器、电动沙发和医用床边桌等产品，其他产品类主要包括冰袋/热袋、免洗消毒液、暖贴、冷热袋、凉垫、心电电极片和标签电极等产品。

预测：我们预计该业务将平稳发展，预计 2024 年—2026 年其他业务营收分别为 7.44 亿元、8.55 亿元和 9.84 亿元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入端分别为 85.45 亿元、97.76 亿元和 117.53 亿元，收入同比增速分别为 24%、14%和 20%，归母净利润预计 2024 年—2026 年分别为 12.93 亿元、16.92 亿元和 21.82 亿元，归母净利润同比增速分别为 238%、31%和 29%。

可比公司估值：

与公司手套业务相似性高的同行业公司有中红医疗，同时结合低值耗材属性，以及同为后疫情阶段去库存的振德医疗和维力医疗进行对比。

截至 2024 年 8 月 6 日收盘价，可比公司对应 2024 年的预期 PE 平均水平约为 55.6 倍，英科医疗 2024 年预期 PE 估值为 12.6 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，我们认为英科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，给予“买入”评级。

图表37: 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
中红医疗	300981.SZ	37.09	-1.31	1.50	2.11	2.72	-124.8	108.8	77.4	60.0
振德医疗	603301.SH	55.42	1.98	4.08	5.13	6.36	82.3	40.0	31.8	25.7
稳健医疗	300888.SZ	153.72	5.80	9.03	10.38	11.85	28.1	18.1	15.7	13.8
平均							-4.8	55.6	41.6	33.2
英科医疗	300677.SZ	163.27	3.83	12.93	16.92	21.82	42.6	12.6	9.6	7.5

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

注: **市场选取 2024 年 8 月 6 日收盘市值水平, 参考公司数据取自 iFinD 一致预测

7 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	6919	8545	9776	11753	营业收入	4.6%	23.5%	14.4%	20.2%
营业成本	5971	6533	7391	8844	营业利润	-37.9%	237.2%	30.8%	29.2%
税金及附加	67	60	68	82	归属于母公司净利润	-39.1%	237.6%	30.8%	29.0%
销售费用	252	265	274	311	获利能力				
管理费用	487	453	499	552	毛利率	13.7%	23.5%	24.4%	24.8%
研发费用	283	266	294	336	净利率	5.5%	15.1%	17.3%	18.6%
财务费用	-306	-307	-396	-489	ROE	2.4%	7.5%	9.0%	10.4%
资产减值损失	-5	-8	-8	-7	ROIC	-0.5%	3.7%	4.1%	4.5%
营业利润	439	1480	1936	2502	偿债能力				
营业外收入	38	0	0	0	资产负债率	39.8%	44.8%	48.6%	51.1%
营业外支出	35	0	0	0	流动比率	1.81	1.58	1.52	1.50
利润总额	443	1480	1936	2502	营运能力				
所得税	55	171	221	291	应收账款周转率	9.38	9.50	10.04	9.88
净利润	388	1309	1714	2211	存货周转率	6.42	7.28	7.62	7.81
归母净利润	383	1293	1692	2182	总资产周转率	0.28	0.29	0.28	0.29
每股收益(元)	0.59	2.00	2.61	3.37	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.59	2.00	2.61	3.37
货币资金	7222	10704	15489	21020	每股净资产	24.74	26.51	29.12	32.49
交易性金融资产	5236	5236	5236	5236	估值比率				
应收票据及应收账款	922	876	1072	1307	PE	42.63	12.63	9.65	7.48
预付款项	132	172	191	225	PB	1.02	0.95	0.87	0.78
存货	1150	1198	1367	1642	现金流量表				
流动资产合计	15603	19144	24330	30418	净利润	388	1309	1714	2211
固定资产	7734	8575	9101	9499	折旧和摊销	724	972	1100	1226
在建工程	1509	1448	1249	1096	营运资本变动	-319	210	-171	-169
无形资产	567	590	588	592	其他	-290	-206	-178	-239
非流动资产合计	11476	12496	12969	13347	经营活动现金流净额	502	2285	2466	3029
资产总计	27079	31640	37298	43764	资本开支	-1422	-1774	-1421	-1461
短期借款	7034	10290	14005	17871	其他	-2554	-90	26	96
应付票据及应付账款	922	1078	1193	1428	投资活动现金流净额	-3976	-1864	-1395	-1365
其他流动负债	663	727	841	996	股权融资	18	-165	0	0
流动负债合计	8618	12095	16039	20295	债务融资	5583	3209	3715	3866
其他	2167	2086	2086	2086	其他	-2592	3	0	0
非流动负债合计	2167	2086	2086	2086	筹资活动现金流净额	3009	3047	3715	3866
负债合计	10785	14181	18126	22381	现金及现金等价物净增加额	-397	3482	4786	5530
股本	656	648	648	648					
资本公积金	1287	1130	1130	1130					
未分配利润	14174	15288	16726	18580					
少数股东权益	266	283	305	334					
其他	-89	110	363	691					
所有者权益合计	16295	17458	19173	21383					
负债和所有者权益总计	27079	31640	37298	43764					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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