仅供内部参考，请勿外传

国海证券 SEALAND SECURITIES

证券研究报告
医疗器械
2026年09月05日

英科医疗（300677.SZ）深度报告：一次性手套供需再平衡，成本优势支撑利润弹性

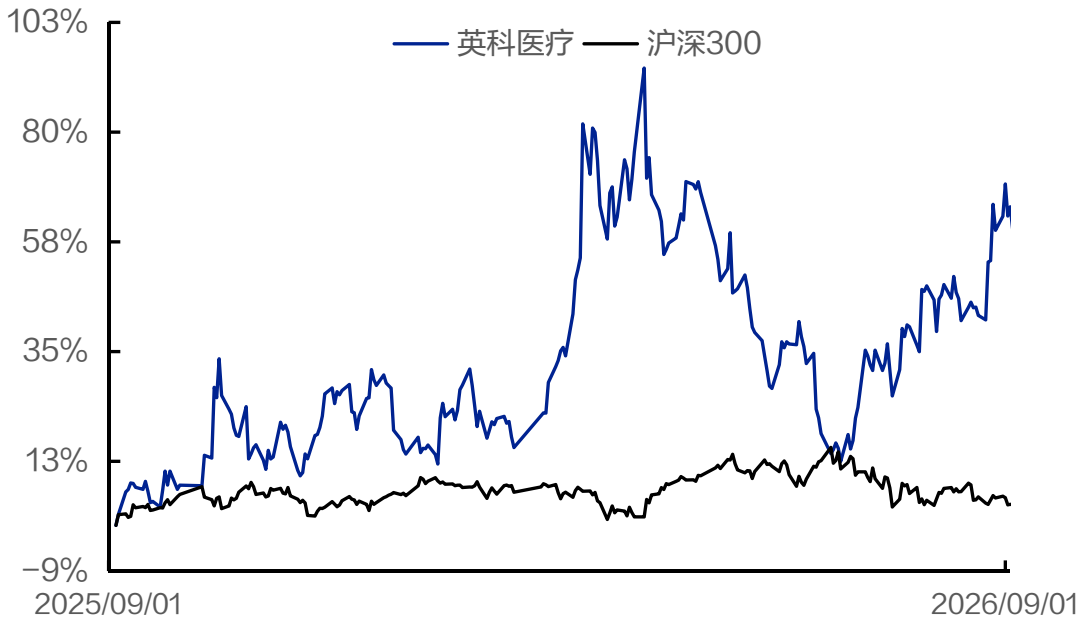
评级：买入(首次覆盖)

曹泽运(证券分析师)
S0350525110001
caozy@ghzq.com.cn

林羽茜(证券分析师)
S0350524070002
linyx@ghzq.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
英科医疗	14.9%	16.7%	60.4%
沪深300	-1.1%	-7.3%	4.2%

市场数据 2026/09/04

当前价格（元）	54.25
52周价格区间（元）	34.02-68.44
总市值（百万）	35,520.36
流通市值（百万）	25,259.48
总股本（万股）	65,475.33
流通股本（万股）	46,561.25
日均成交额（百万）	548.54
近一月换手（%）	2.16

仅供内部参考，请勿外传

核心提要

- **本篇报告主要回答三个问题：一次性手套行业供需是否进入再平衡阶段、公司的核心竞争优势来自何处、行业改善如何转化为盈利弹性。**
- **1）行业供需逐步改善，低成本龙头有望率先受益。** 疫情后，一次性手套行业经历新增产能集中释放、渠道库存消化和价格竞争，2022—2023年进入盈利低谷。随着下游库存逐步回归正常、部分低效产能退出及行业开工率改善，供需关系逐步由明显过剩向再平衡演进。我们预计本轮行业改善主要体现为产品价格、订单及开工率改善，而非疫情期间的需求脉冲式增长。
- **2）个人防护业务构成收入基本盘，丁腈产能提升支撑后续增长。** 2025年公司个人防护类收入88.35亿元，占营业收入的89.01%。随着安庆基地部分产能投放，公司一次性手套年化产能提升至1,030亿只，其中丁腈手套700亿只、PVC手套330亿只。后续产能贡献仍取决于产品价格、订单承接及产能利用率。
- **3）成本与全球渠道共同构筑竞争优势。** 公司通过自动化生产、丁腈胶乳产业链布局及能源结构优化降低单位制造成本；产品销往超过150个国家和地区，服务全球超过15,000名客户。成本和渠道优势有助于公司承接区域订单、提高产能消化能力，并释放盈利弹性。

仅供内部参考，请勿外传

核心提要

- **收入及盈利预测：**我们预计2026—2028年公司营业收入分别为136.03亿元、151.07亿元和171.05亿元，归母净利润分别为25.09亿元、28.88亿元和31.93亿元，摊薄EPS分别为3.83元、4.41元和4.88元。2026年利润弹性主要来自个人防护业务收入增长、产能利用率提升及成本优势释放；随着基数抬升，我们预计后续利润增速趋于平稳。

- **投资建议：**公司是全球一次性非乳胶手套头部企业，在产能规模、成本控制和全球营销网络等方面具备综合优势。按照2026年9月4日收盘价54.25元计算，2026—2028年对应PE分别为14.16倍、12.30倍和11.12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**国际贸易壁垒及政策变化风险；市场供需关系及产品价格波动风险；原材料价格及供应稳定性风险；汇率及金融资产公允价值波动风险；生产基地建设及产能消化不及预期风险；经营管理及负面舆情风险；业绩不及预期风险。

仅供内部参考，请勿外传

预测指标

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9926	13603	15107	17105
增长率(%)	4	37	11	13
归母净利润（百万元）	1011	2509	2888	3193
增长率(%)	-31	148	15	11
摊薄每股收益（元）	1.54	3.83	4.41	4.88
ROE(%)	6	12	12	12
P/E	24.62	14.16	12.30	11.12
P/B	1.40	1.74	1.53	1.35
P/S	2.57	2.61	2.35	2.08
EV/EBITDA	19.21	10.47	8.69	7.53

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 公司概况：全球一次性手套低成本龙头
2. 行业分析：供需再平衡，丁腈价格逐步改善
3. 公司壁垒：产线、原料、能源、渠道构筑成本护城河
4. 盈利预测与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

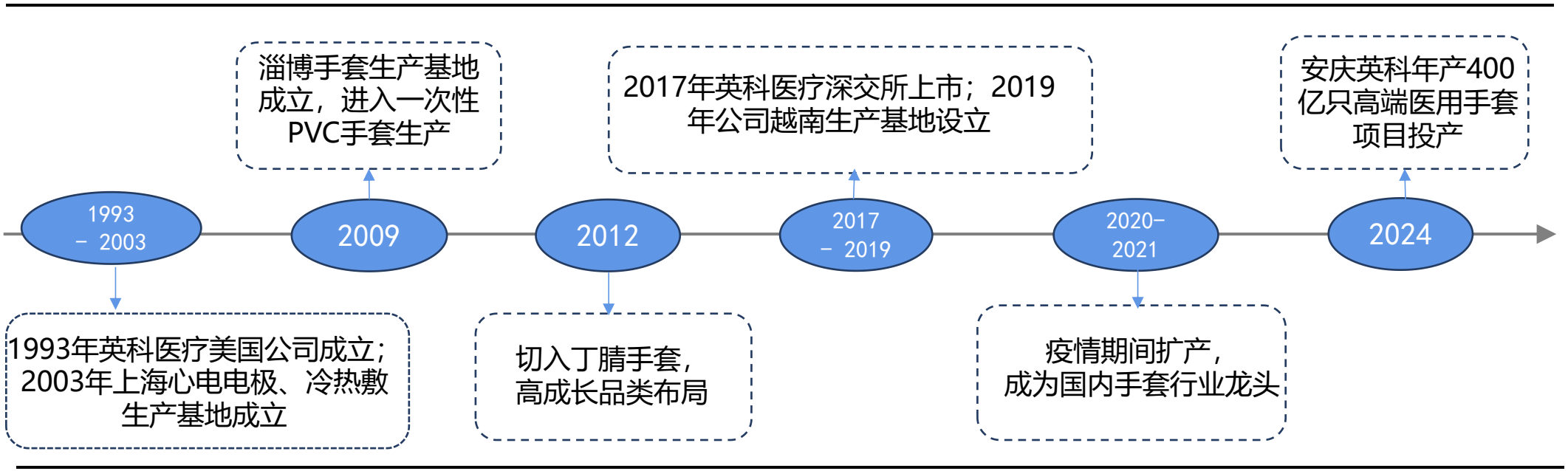
第一部分：公司概况

仅供内部参考，请勿外传

1.1 公司定位：从手套贸易商成长为全球一次性手套龙头

- 英科医疗最早从一次性手套等防护用品贸易起步，2009年淄博手套生产基地成立，业务由贸易向上游生产制造延伸，进入一次性PVC手套生产；2012年进入一次性丁腈手套领域；2017年登陆创业板。疫情期间，公司把握全球防护需求快速增长机遇，产能规模快速扩张，是国内手套行业龙头。
- 当前，公司已形成以丁腈手套和PVC手套为核心，康复护理和其他产品为补充的业务结构，是全球一次性手套行业头部企业，并持续丰富个人防护用品布局。

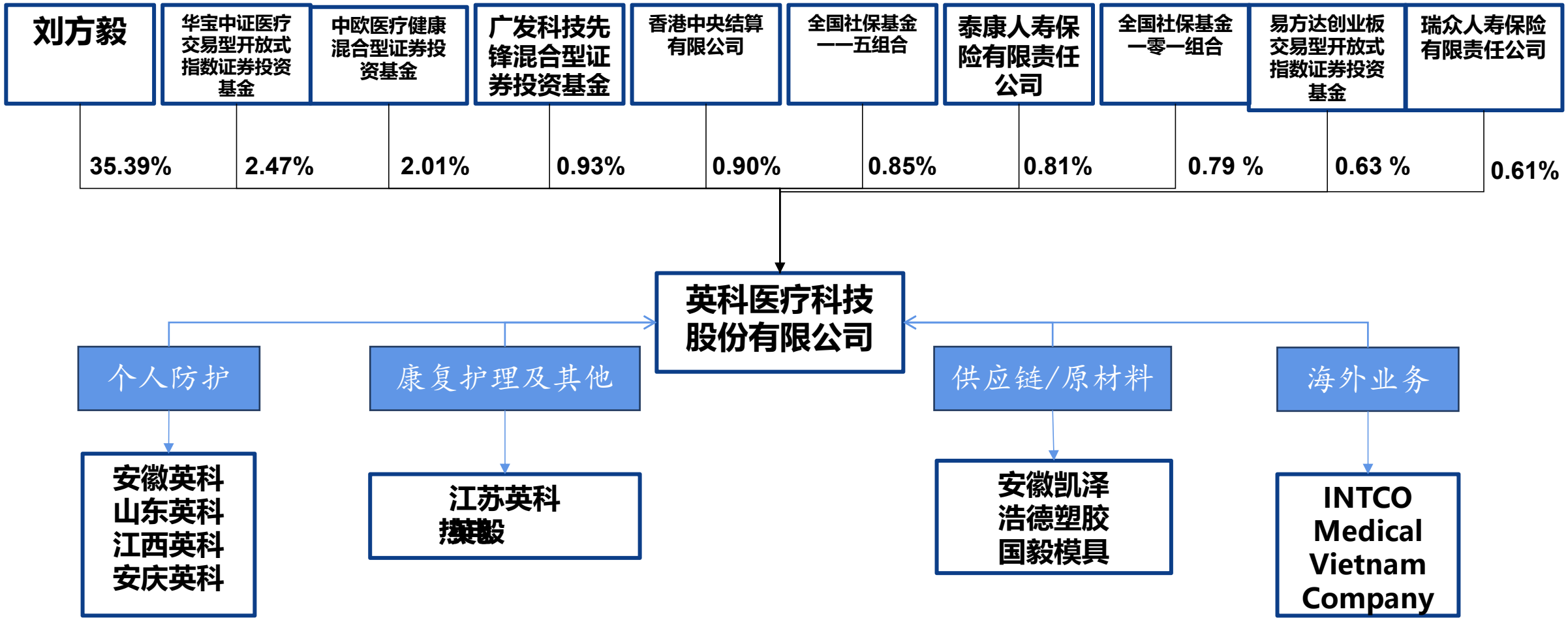
图：英科医疗发展历程



仅供内部参考，请勿外传

1.2.1 治理结构：实控人产业经验深厚，股权激励强化中长期增长约束

公司实控人为刘方毅先生，截至2026年第一季度末，刘方毅直接持有公司35.39%股份，对公司具有较强控制权，其余股东为大型机构投资者。刘方毅先生具备长期国际贸易和个人防护用品产业背景，同时也是英科再生实际控制人。公司核心管理团队在销售、生产、国际业务和财务管理等方面具备多年经验，管理层产业背景较完整。



仅供内部参考，请勿外传

1.2.2 治理结构：股权激励覆盖核心人员，中长期考核目标清晰

- 2025年7月，公司完成2025年限制性股票激励计划首次授予部分登记，登记限制性股票1,280.21万股，授予价格为11.30元/股，授予登记人数为1,077名；同年11月，公司完成预留授予登记，登记限制性股票37.00万股，授予价格为11.25元/股，授予登记人数为2名。
- 公司层面考核覆盖2026—2029年。本次激励计划以营业收入和净利润作为公司层面业绩考核指标，每个会计年度考核一次，各年度目标值及触发值如下表所示。
- 部分限制性股票已完成回购注销。2026年3月，公司完成部分限制性股票回购注销，合计回购注销410,480股，其中2025年限制性股票激励计划项下90,500股。

表：公司2025年限制性股票激励计划考核目标（单位：亿元）

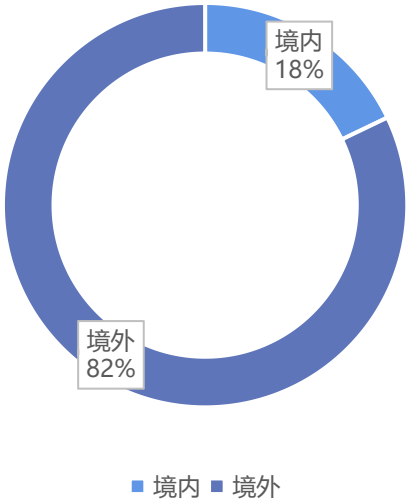
解除限售期	考核年度	营业收入目标值 Am	营业收入触发值 An	净利润目标值 Bm	净利润触发值 Bn
第一个解除限售期	2026	112.6	90.08	16.8	13.44
第二个解除限售期	2027	122.8	98.24	18.8	15.04
第三个解除限售期	2028	132.8	106.24	22.8	18.24
第四个解除限售期	2029	142.8	114.24	26.8	21.44

仅供内部参考，请勿外传

1.3 区域结构：海外收入仍为基本盘，境内市场增速更快

- **海外市场仍是公司主要收入来源。**2025年公司实现境外收入81.52亿元，占比82.12%；境内收入17.74亿元，占比17.88%。从收入结构看，公司收入仍以海外市场为主，境外销售构成当前收入基本盘。
- **境内市场增速明显高于境外，区域收入结构边际改善。** 2025年公司境内收入同比增长21.65%，高于境外收入1.08%的增速；境内收入占比由2024年的15.31%提升至2025年的17.88%。在美国关税扰动背景下，公司加大非美及国内市场拓展，2025年上半年海外非美市场和国内市场销售收入均实现较快增长，体现出一定渠道切换能力。

图：2025英科医疗收入结构（分地区）



图：英科医疗境内外收入对比（亿元）

区域	2024年收入	2025年收入	同比增速	占比变化
境内	14.58	17.74	21.65%	15.31% → 17.88%
境外	80.65	81.52	1.08%	84.69% → 82.12%

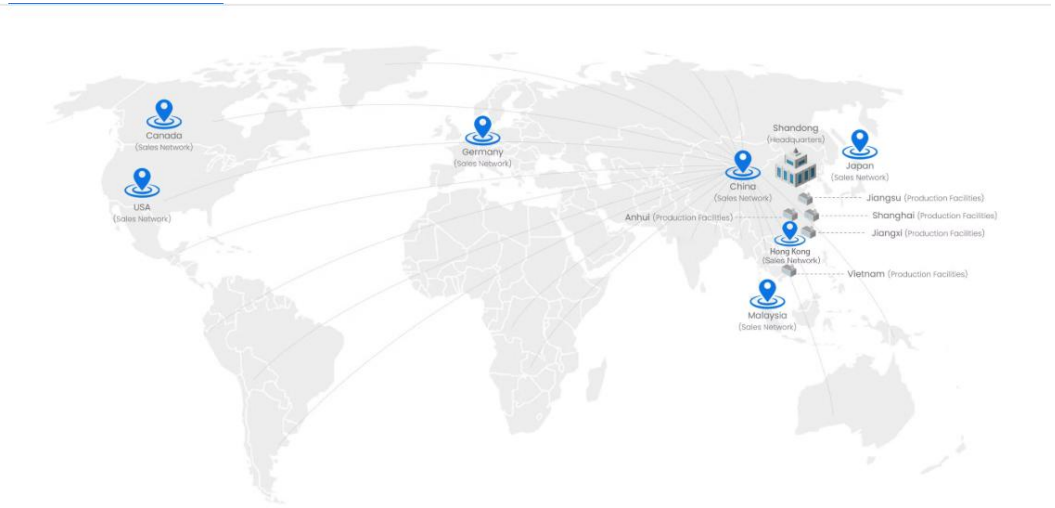
仅供内部参考，请勿外传

1.4 渠道布局：全球客户网络支撑非美及国内市场承接

- 公司全球销售网络覆盖较广，渠道基础较为扎实。 公司产品主要通过出口销售到全球各地，覆盖美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲等超过150个国家和地区，服务全球超过15,000名客户。较广的客户覆盖和区域分布，为公司进行市场切换、订单承接和产能匹配提供基础。
- 关税扰动下，非美及国内市场的重要性提升。 自2025年1月1日起，美国将进口自中国的医用手套301附加关税税率提高至50%，美国市场关税压力上升。面对关税变化，公司推进市场多元化布局并深耕非美区域；2025年上半年，公司海外非美市场销售收入同比增长约45%，国内市场销售收入同比增长约35%。
- 渠道能力是产能消化和盈利修复的重要前提。 对一次性手套企业而言，产能扩张最终需要订单和客户承接。公司后续收入修复不仅取决于行业价格和产能利用率，也取决于非美市场订单拓展、国内客户渗透以及全球渠道对产能的消化能力。

表：英科医疗境内外收入对比（亿元）

区域	2024收入	2025收入	同比增速	占比变化
境内	14.58亿元	17.74亿元	21.65%	15.31% → 17.88%
境外	80.65亿元	81.52亿元	1.08%	84.69% → 82.12%



仅供内部参考，请勿外传

1.5 产能结构：年化产能突破千亿只，丁腈手套占比持续提升

- **公司一次性手套产能规模继续提升，2025年年化产能突破千亿只。** 2024年，随着安徽安庆基地投产，公司一次性手套年化产能达到870亿只；截至2025年末，公司一次性手套年化产能进一步提升至1,030亿只，较2024年增长18.4%。截至2026年6月30日，公司一次性非乳胶手套年化产能进一步提升至1,070亿只。产能规模提升为后续订单承接、收入增长和全球供应链布局提供基础。

- **产能增量主要来自丁腈手套，产品结构进一步向丁腈集中。** 2025年公司丁腈手套年化产能为700亿只，较2024年增加140亿只；PVC手套年化产能为330亿只，较2024年增加20亿只。丁腈手套占一次性手套总产能比例由2024年的64.4%提升至2025年的68.0%，产能结构持续向丁腈倾斜。截至2026年6月30日，公司丁腈手套年化产能进一步提升至740亿只，PVC手套年化产能维持330亿只，丁腈占比提升至69.2%。

- **海外产能初步建设与投产，提升全球供应链弹性。** 公司2025年年度报告披露，公司在国内拥有安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江、山东淄博六大生产基地；2025年，公司完成海外产能的初步建设与投产工作。海外产能推进有助于公司增强区域化供应能力，提高对关税扰动和贸易流变化的适应性。

表：英科医疗一次性手套年化产能及产品结构

品类	2024年化产能	2025年化产能	2026年6月末年化产能	经营观察
一次性手套合计	870亿只	1,030亿只	1,070亿只	产能规模持续提升
丁腈手套	560亿只	700亿只	740亿只	产能占比持续提升，关注价格、订单及开工率
PVC手套	310亿只	330亿只	330亿只	产能保持稳定，关注非医用需求及盈利修复
丁腈产能占比	64.40%	68.00%	69.20%	产品结构进一步向丁腈集中

注：丁腈产能占比=丁腈手套年化产能/一次性手套年化总产能

仅供内部参考，请勿外传

1.6 品类结构：产能向丁腈集中，PVC修复仍需观察

- **一次性手套产能结构进一步向丁腈倾斜。**截至2025年末，公司一次性手套年化产能为1,030亿只，其中丁腈手套产能700亿只、PVC手套产能330亿只；较2024年末分别增加140亿只和20亿只。按年化产能测算，丁腈手套产能占比由2024年的64.4%提升至2025年的68.0%。截至2026年6月30日，公司一次性非乳胶手套年化产能进一步提升至1,070亿只，其中丁腈手套740亿只、PVC手套330亿只，丁腈产能占比提升至69.2%。
- **新增产能以丁腈手套为主，后续重点关注产能消化情况。**2025年公司一次性手套年化产能较2024年增加160亿只，其中丁腈手套新增产能140亿只，占新增产能的87.5%。后续需持续跟踪丁腈手套价格、订单承接、产能利用率及成本传导情况。
- **PVC手套修复节奏仍需观察。**公司2025年报未单独披露丁腈与PVC手套的收入、售价及毛利率，仅凭产能结构变化尚难判断两类产品的实际修复幅度，后续需分别跟踪产品价格、订单及产能利用率。

表：英科医疗一次性手套年化产能及产品结构

品类	2024年化产能	2025年化产能	2026年6月末年化产能	经营观察
一次性手套合计	870亿只	1,030亿只	1,070亿只	产能规模持续提升
丁腈手套	560亿只	700亿只	740亿只	产能占比持续提升，关注价格、订单及开工率
PVC手套	310亿只	330亿只	330亿只	产能保持稳定，关注非医用需求及盈利修复
丁腈产能占比	64.40%	68.00%	69.20%	产品结构进一步向丁腈集中

注：丁腈产能占比=丁腈手套年化产能/一次性手套年化总产能

仅供内部参考，请勿外传

第二部分：行业分析

2.1 行业基本面：库存调整后供需关系边际改善，丁腈手套进入修复观察期

- 一次性手套行业经历了明显的周期波动。2020—2021年，疫情推动全球防护需求快速增长，行业进入供不应求阶段，产品价格和企业盈利大幅上行；2022—2023年，疫情采购需求回落，前期新增产能集中释放，下游客户进入去库存阶段，行业由供不应求转为阶段性供过于求，产品价格明显回落。
- 行业经历库存消化和新增产能释放，供需关系有望逐步趋于平衡。2023年，Top Glove披露客户库存水平逐步接近正常，但行业仍面临供给过剩和ASP承压；2024年以来，伴随全球需求及订单逐步恢复，行业产能利用率有所改善。行业修复不应理解为疫情期间的脉冲式需求爆发，而更可能表现为需求和订单逐步恢复、产能利用率改善及成本效率提升。
- 从竞争格局看，全球一次性手套供给主要集中于马来西亚和中国等地区。根据MARGMA披露，2024年马来西亚和中国约占全球橡胶手套市场的45%和28%；多家行业企业仍在调整生产线及装机产能，当前工厂产能利用率预计约为70%。中国厂商持续推进一次性手套产能、自动化制造及全球销售渠道布局。
- 对英科医疗而言，行业供需修复的意义不在于简单等待手套价格反弹，而在于低成本龙头有望在需求恢复、订单改善和贸易流变化过程中实现订单承接、产能利用率改善和主营业务盈利能力提升。

表：一次性手套行业属性与核心跟踪变量

分析维度	行业特征	核心跟踪指标	对英科医疗的分析含义
需求端	医疗与非医疗场景共同驱动，高频消耗属性强	医疗机构消耗量、非医疗渗透率、全球需求量	需求具备长期稳定性，但短期弹性有限
供给端	中国与东南亚为主要供给中心，[illegible]	全球产能、产能利用率、新增产能投放	产能利用率及新增供给影响行业价格变化
价格端	产品标准化程度高，价格对供需变化敏感	丁腈手套出口价格、PVC手套出口价格、ASP	产品售价及成本变化共同影响公司利润弹性
竞争端	低值耗材行业更依赖成本优势和规模效率	单位成本、能源成本、原材料成本、渠道覆盖	低成本龙头有望在低价周期中提升份额

仅供内部参考，请勿外传

2.2.1 产品结构：丁腈兼具低致敏与耐穿刺等优势，适用场景较广

- 一次性手套常见材质包括乳胶、丁腈、PVC和PE。其中，丁腈手套不含天然橡胶乳胶蛋白，具有耐穿刺、耐油、耐酸碱等性能；相较PVC手套，丁腈通常具有更好的抗撕裂性和化学防护性能；相较乳胶手套，丁腈可降低天然橡胶乳胶相关过敏风险。丁腈手套已应用于医疗、食品加工、工业防护和实验室等场景。

表：不同材质一次性手套性能对比

类型	核心特点	主要应用
丁腈手套	低致敏、耐穿刺、耐油、耐酸碱	医疗、工业、食品、实验室
PVC手套	成本低、生产成熟、防水防油	食品、清洁、普通检查
乳胶手套	弹性好、贴合度高	医疗检查、部分手术场景
PE手套	成本最低、防护较弱	餐饮、短时使用

仅供内部参考，请勿外传

2.2.2 产品结构：全球需求有望增长，丁腈产能占比提升

- 全球橡胶手套需求有望保持增长。根据马来西亚橡胶手套制造商协会（MARGMA）2025年3月披露的行业预测，全球手套需求量预计由2024年的3,900亿只增至2028年的5,300亿只，对应CAGR约8.0%；其中，预计2025-2028年需求量分别为4,210亿只、4,550亿只、4,910亿只和5,300亿只。与此同时，公司一次性手套产能结构进一步向丁腈倾斜，丁腈手套年化产能占比由2024年的64.4%提升至2025年的68.0%。我们认为，全球需求增长及丁腈产能占比提升有望为公司订单承接和产能利用率改善提供支撑。

表：全球手套需求及英科医疗丁腈产能结构

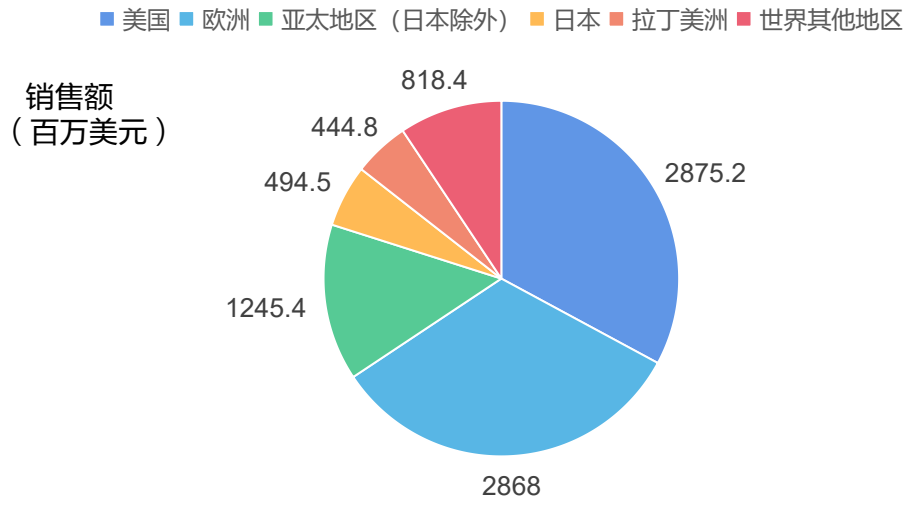
指标	2024	2025	2026年	2027年	2028年
全球手套需求量（亿只，MARGMA预测）	3900	4210	4550	4910	5300
英科医疗一次性手套年化产能（亿只）	870	1030	—	—	—
英科医疗丁腈手套年化产能（亿只）	560	700	—	—	—
英科医疗丁腈产能占比	64.40%	68.00%	—	—	—

注：全球需求量为MARGMA于2025年3月披露的估计及预测值，并非相应年度实际销量；公司产能为年化口径；丁腈产能占比由国海证券研究所测算。

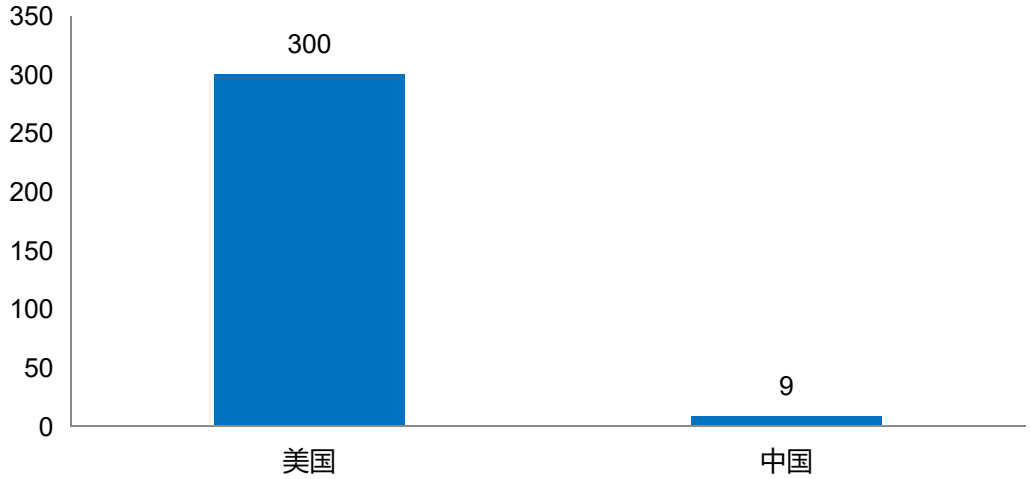
2.3 需求端：欧美构成基本盘，发展中国家人均渗透率仍有提升空间

- **一次性手套消费集中于欧美等发达地区。**根据前瞻产业研究院引用弗若斯特沙利文，2019年按销售收益计，美国和欧洲分别占全球一次性手套市场的32.9%和32.8%，合计65.7%，是全球一次性手套核心消费区域。发达地区医疗体系成熟，人均医疗服务量高，防护用品使用习惯稳定，构成行业需求基本盘。
- **发展中国家人均使用量仍明显低于发达市场。**根据前瞻经济学人引用弗若斯特沙利文数据，2020年美国人均一次性手套消费量约300只/年，中国约9只/年。随着发展中国家医疗体系完善、食品工业规范化和卫生意识提升，人均使用量长期仍有提升空间。

图：2019年全球一次性手套销售额区域分布



图：2020年中美人均一次性手套消费量对比（只/人/年）



资料来源：前瞻产业研究院，前瞻经济学人，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.4 应用场景：医疗场景是重要应用方向，非医疗场景较为多元

- 医疗场景是一次性手套的重要应用方向。FDA将医用手套列为感染控制个人防护用品，主要包括检查手套、外科手套和化疗药物处理手套。在医疗操作和检查中，手套可用于降低医护人员与患者之间的污染传播风险；FDA对医用手套的防漏性、相关物理性能和生物相容性等指标进行审核。
- 非医疗应用场景较为多元。公司2025年半年度报告披露，丁腈手套可用于餐饮服务、工业劳保和日用消费等领域；PVC手套可用于电子、食品加工、家庭清洁及其他日常防护；PE手套主要用于食品加工等基础防护场景。不同场景对手套性能的要求存在差异，具体产品应结合操作任务、接触物质及相关标准选择。

表：一次性手套使用场景

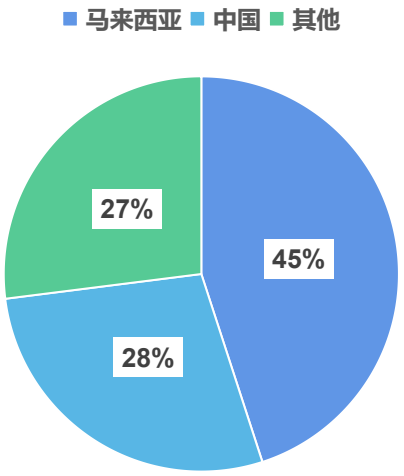
场景分类	细分场景	主要应用场景	主要适用产品
医疗场景	医疗检查	医护人员接触患者血液、体液时，防止交叉感染	丁腈手套、乳胶手套、PVC手套
	外科手术	医护及手术操作中降低感染和医疗环境污染风险	丁腈手套、乳胶手套
	实验室检测	样本处理、化学实验及检验操作中的污染与接触防护	丁腈手套、乳胶手套
非医疗场景	食品加工	保障食品安全，避免直接接触和交叉污染	丁腈手套、PVC手套、PE手套
	餐饮服务	备餐、接触食品及清理餐具时隔离油污和细菌	丁腈手套、PVC手套、PE手套
	电子工业	防尘、防污、防静电，并降低精密部件污染风险	丁腈手套、乳胶手套、PVC手套
	清洁消毒	清洁、消毒及接触化学清洁剂时保护双手	丁腈手套、乳胶手套、PVC手套

资料来源：FDA、CDC、OSHA、公司公告、中红医疗公司公告、国海证券研究所

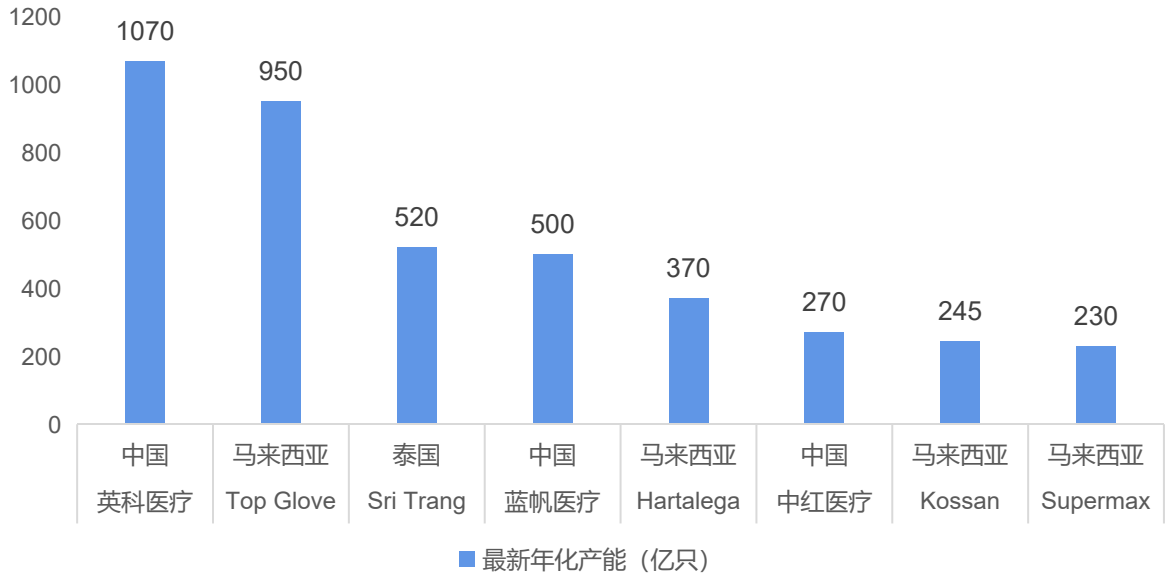
2.5 供给端：中国+东南亚双中心格局形成，中国厂商份额提升

- **全球橡胶手套供给仍以马来西亚和中国为主要来源，供给格局呈现“中国+东南亚”双中心特征。** 马来西亚、泰国等东南亚国家依托天然橡胶资源和较早形成的手套制造基础，仍是全球重要产地；中国厂商则凭借PVC/PE手套成熟制造基础、工业基础设施、产业链配套能力及头部企业产能扩张，已成为全球重要供给方。根据MARGMA口径，2024年马来西亚全球橡胶手套份额约45%，中国约28%；从企业产能看，截至2026年6月30日，英科医疗一次性非乳胶手套年化产能达到1,070亿只，处于全球主要手套企业前列，规模化产能为后续订单承接和成本摊薄提供基础。

图：2024年全球橡胶手套主要供给份额（%）



图：全球主要一次性手套企业年化产能（亿只）



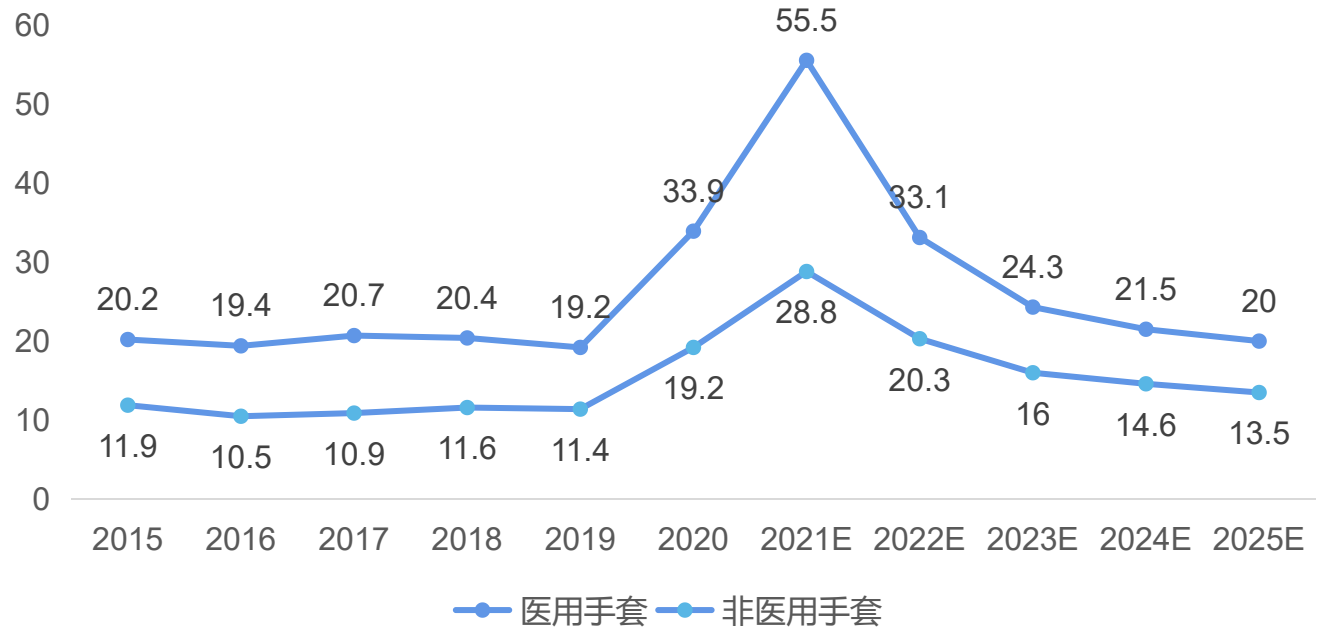
注：各企业披露时间和产品结构存在差异；中红医疗乳胶手套按1副=2只折算；Supermax未计入美国远期规划产能。

资料来源：MARGMA，各公司官网及公告，国海证券研究所

2.6 行业周期：疫情后产能扩张进入消化期，供需格局逐步再平衡

- 疫情期间，全球手套需求快速增长，产品价格和企业盈利大幅提升，行业资本开支迅速扩张。2022年后，疫情采购需求回落，前期新增产能集中释放，渠道库存高企，行业进入去库存、去产能和价格竞争阶段。
- 随着渠道库存逐步消化、高成本产能退出、头部企业产能利用率回升，行业供需关系正在从过剩转向平衡。本轮修复更可能表现为**温和价格修复+低成本龙头份额提升**，而不是疫情期间的需求脉冲式爆发。

图：一次性手套价格经历冲高回落（美元/千只）

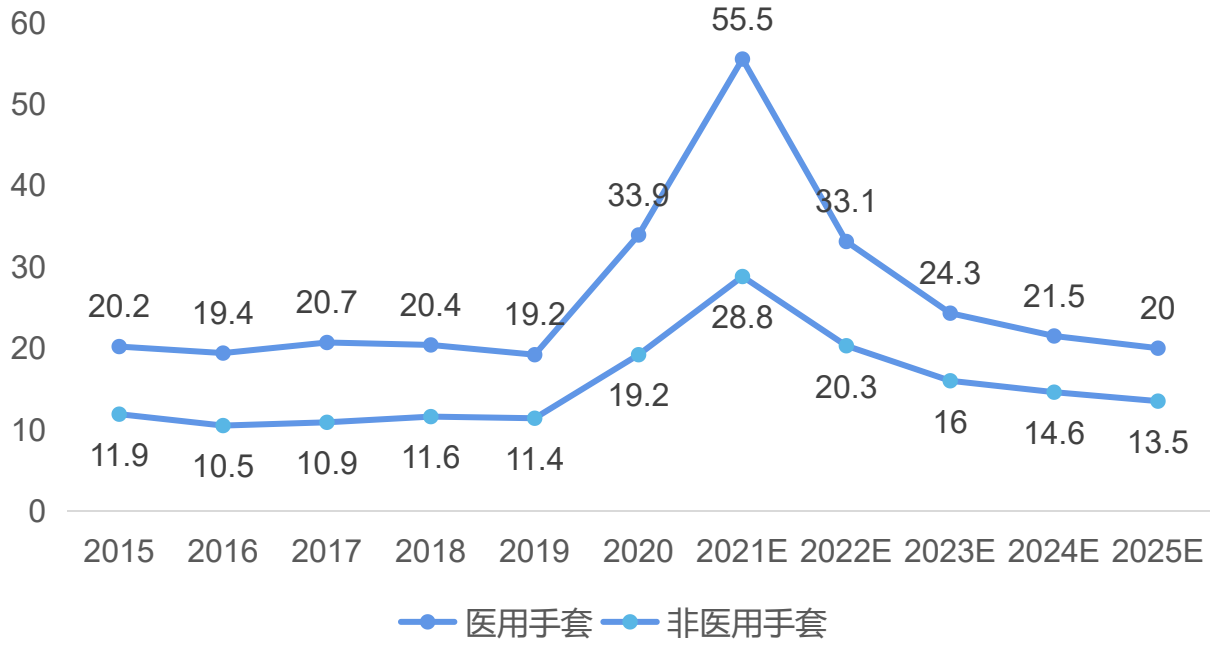


仅供内部参考，请勿外传

2.7 价格端：丁腈手套价格探底回升，是盈利修复核心变量

- 根据 Frost & Sullivan 的预测，疫情期间需求及原材料成本上升推动医用和非医用一次性手套均价于2021年达到高点，随后预计逐步回落。医用手套均价预计由2021年的55.5美元/千只降至2025年的20.0美元/千只；非医用手套均价预计由28.8美元/千只降至13.5美元/千只。
- 2026年以来合成橡胶手套价格出现阶段性上行，但需区分成本推动与需求驱动。若原材料供应扰动推升手套报价，该价格信号更多反映短期成本变化及其传导，并不等同于英科医疗单家公司ASP全面修复，后续仍需结合丁腈订单、开工率和公司实际售价变化判断。
- 对英科医疗而言，丁腈价格修复是利润弹性释放的关键变量。丁腈手套属于合成橡胶手套，若单位售价改善，同时公司丁腈胶乳自供、能源结构和自动化产线带来的单位成本优势保持稳定，新增收入更容易向毛利和主营利润传导。

图：一次性手套价格经历冲高回落（美元/千只）

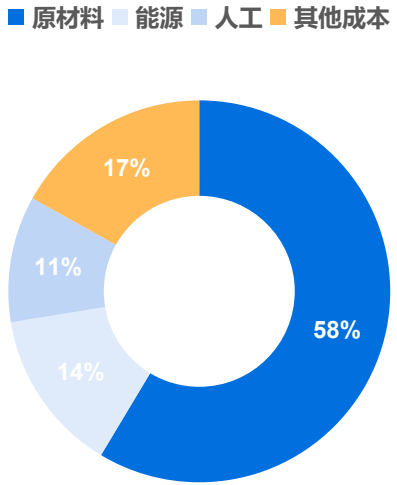


仅供内部参考，请勿外传

2.8 成本端：原材料与能源决定短期毛利率，低成本体系放大利润弹性

- 一次性手套生产成本中，原材料、能源/公用事业及人工占比较高，成本波动对短期毛利率影响较大。 以马来西亚手套生产成本结构为例，Top Glove港股申请版本中引用弗若斯特沙利文报告显示，原材料成本占比58.6%，劳工成本占比10.7%，公用事业成本占比13.8%，其他成本占比16.9%。其中，原材料成本为最大组成部分，通常占生产成本总额的50%-65%，主要包括天然橡胶乳胶、丁腈橡胶乳胶及PVC糊状树脂等；原材料价格受供求关系、天气、季节性及原油价格影响，其波动会对手套定价及利润率产生较大影响。
- 对低成本龙头而言，成本控制能力会放大利润修复弹性。 在价格温和修复阶段，若企业具备更强的原材料采购、自供配套、能源成本和规模制造优势，单位成本控制能力更强，新增收入更容易转化为毛利和主营利润。

图：一次性手套成本结构（%）



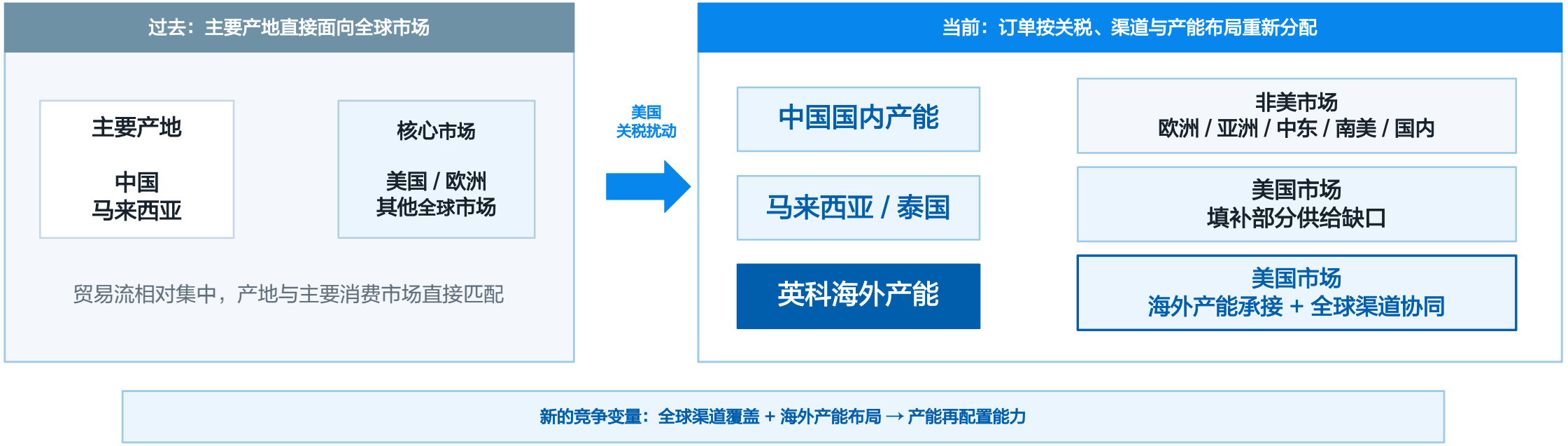
资料来源：Top Glove港股招股说明书，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.9 贸易流重构：美国关税扰动改变订单分配，渠道与海外产能重要性提升

- 2025年以来，美国关税政策成为影响全球手套贸易流的重要变量。关税扰动并未改变全球一次性手套需求总量，但改变了不同产地之间的订单分配。在美国关税政策调整背景下，中国厂商进一步拓展欧洲、亚洲、中东、南美及国内市场；马来西亚、泰国等东南亚厂商在美国市场的供给份额有所提升。
- 对于英科医疗而言，关键不是单一美国市场短期扰动，而是能否通过全球渠道和海外产能实现产能再配置。**贸易流重构使渠道能力和全球产能布局成为新的竞争变量。**

图：美国关税扰动推动全球一次性手套贸易流重构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

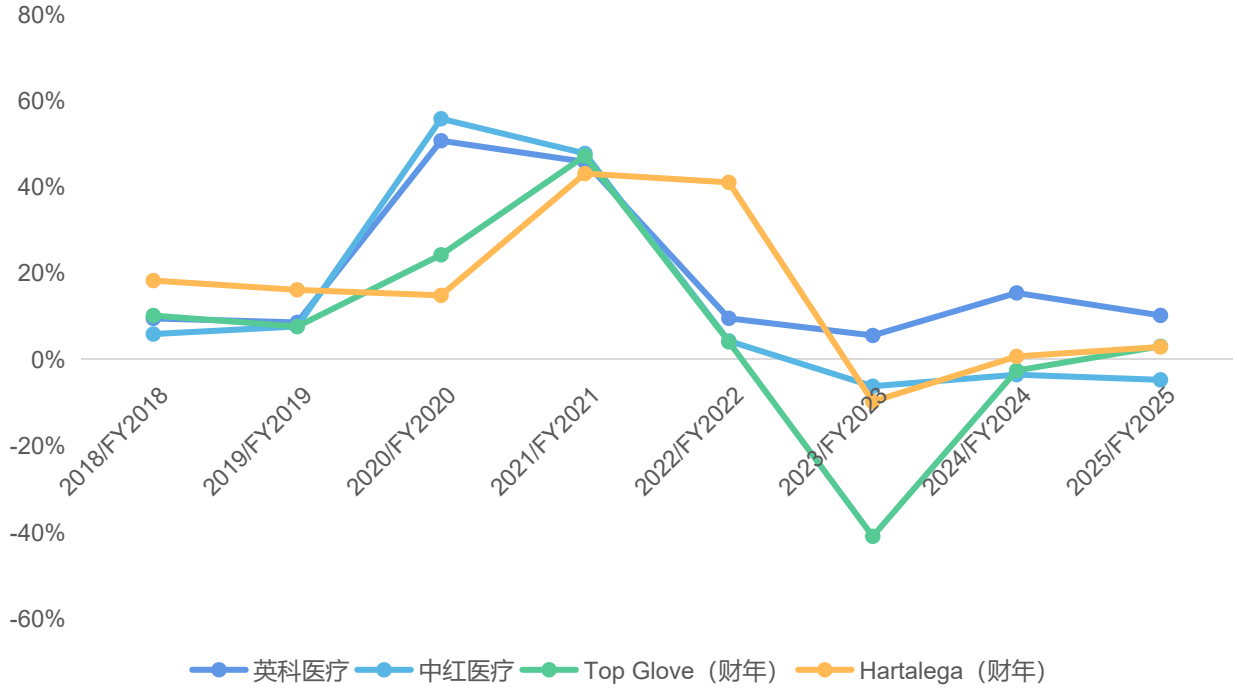
仅供内部参考，请勿外传

第三部分：公司竞争优势

3.1.1 核心壁垒：低值耗材看成本，英科布局上游丁腈胶乳，成本优势大

- 横向对比英科医疗、中红医疗、Top Glove、贺特佳四家手套类上市公司销售净利率，2020年受全球一次性手套需求放大及价格上行影响，行业盈利整体进入高位区间。2022年后，随着手套价格回落、渠道库存消化和新增产能释放，四家公司净利率明显分化；其中英科医疗净利率相对表现更优，2023年以来持续高于中红医疗、Top Glove和贺特佳，体现出较强的成本控制和盈利修复能力。

图：主要手套企业归母净利率对比（%）



表：主要手套企业归母净利率对比（%）

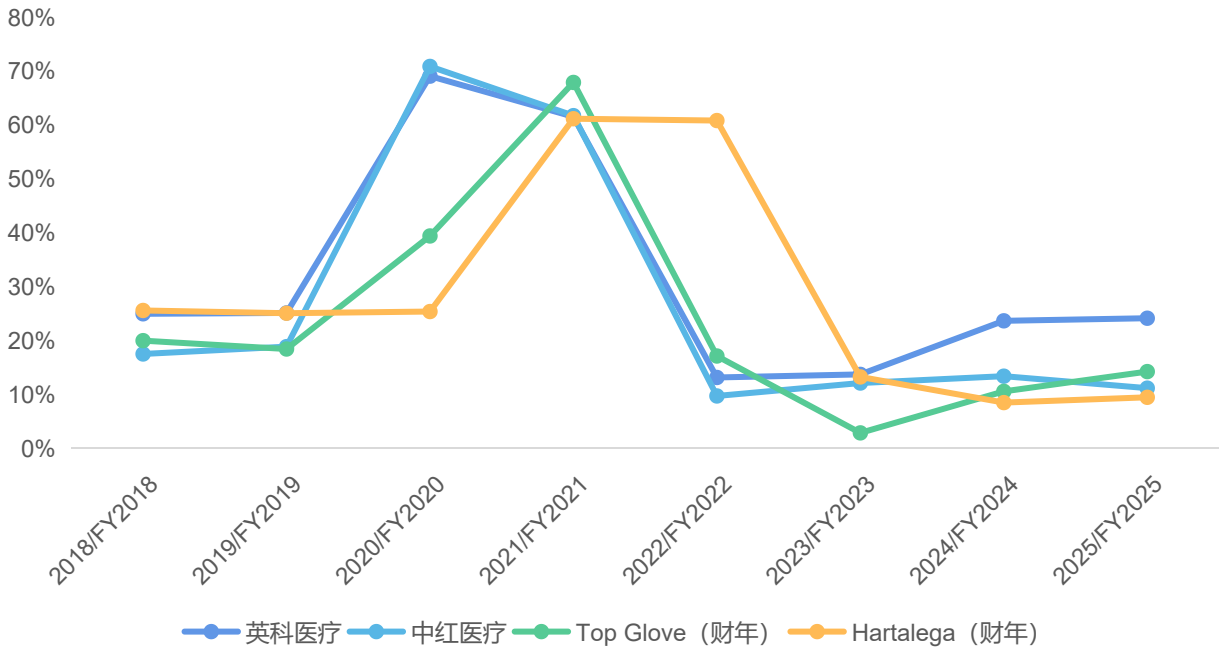
财年	英科医疗	中红医疗	Top Glove（财年）	Hartalega（财年）
2018/FY2018	9.48%	5.86%	10.16%	18.25%
2019/FY2019	8.56%	7.62%	7.60%	16.10%
2020/FY2020	50.64%	55.74%	24.22%	14.83%
2021/FY2021	45.75%	47.70%	47.12%	43.04%
2022/FY2022	9.51%	4.26%	4.05%	41.00%
2023/FY2023	5.54%	-6.22%	-40.99%	-9.76%
2024/FY2024	15.39%	-3.55%	-2.58%	0.68%
2025/FY2025	10.18%	-4.74%	3.02%	2.88%

注：归母净利率=归属于母公司所有者的净利润/营业收入（Revenue）。英科医疗、中红医疗财年截至12月31日，Top Glove财年截至8月31日，Hartalega财年截至3月31日。

3.1.2 核心壁垒：低值耗材看成本，英科布局上游丁腈胶乳，成本优势大

- 横向比较四家公司的销售毛利率，疫情后英科医疗毛利率整体高于可比公司，主要得益于公司在原材料自供、能源配套及自动化生产等方面形成的成本优势。

图：主要手套企业毛利率对比（%）



表：主要手套企业毛利率对比（%）

年份/财年	英科医疗	中红医疗	Top Glove（财年）	Hartalega（财年）
2018/FY2018	24.94%	17.49%	19.96%	25.56%
2019/FY2019	25.10%	18.85%	18.41%	25.05%
2020/FY2020	69.03%	70.83%	39.38%	25.36%
2021/FY2021	61.50%	61.70%	67.86%	61.13%
2022/FY2022	13.13%	9.70%	17.11%	60.79%
2023/FY2023	13.70%	12.10%	2.85%	13.23%
2024/FY2024	23.64%	13.37%	10.55%	8.47%
2025/FY2025	24.12%	11.15%	14.22%	9.45%

注：英科医疗、中红医疗按自然年度统计；Top Glove、Hartalega采用财年口径，财年分别截至8月31日和3月31日。毛利率均采用合并/Group口径计算。

仅供内部参考，请勿外传

3.2 原材料优势：丁腈胶乳自供增强供应稳定性和成本控制能力

- **原材料：丁腈胶乳是丁腈手套的主要原材料，布局上游有助于增强原材料供应保障。**2021年4月，公司披露，全资子公司安徽英科通过设立控股子公司安徽凯泽的方式，投资人民币7亿元建设年产50万吨羧基丁腈胶乳、10万吨DOTP项目。公司官网于2022年1月披露，该项目第一期年产30万吨羧基丁腈胶乳项目已进入试生产阶段。截至2026年6月30日，安徽凯泽公司年产50万吨羧基丁腈胶乳项目工程进度为96.82%。公司通过控股山东浩德塑胶有限公司和安徽凯泽新材料有限公司，并参股两家丁腈胶乳生产企业，持续完善上游丁腈胶乳布局，以保障原材料供应及产品品质的改良提升。

表：英科医疗丁腈胶乳上游布局进展

时间	事项	对应意义
2021年4月	投资7亿元建设年产50万吨羧基丁腈胶乳、10万吨DOTP项目	向上游核心原材料延伸
2022年1月	一期年产30万吨羧基丁腈胶乳项目进入试生产阶段	丁腈胶乳自供能力开始释放
2026年6月末	安徽凯泽年产50万吨羧基丁腈胶乳项目工程进度96.82%	上游原材料配套进一步完善

3.3 能源优势：清洁燃煤+热电联产降低单位能耗，放大制造端优势

- **能源端：与 Top Glove 主要使用天然气、生物质燃料等不同的是，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，相比其他能源具备成本优势。**2020年6月，公司与怀宁县人民政府正式签订了《投资协议书》，拟与怀宁县国有资产经营有限公司共同出资设立控股子公司安徽英毅热电有限公司，计划从事热电联产项目，总投资5亿元人民币，2020年8月拟追加投资至10亿，至2025年中报显示，安徽英毅公司怀宁经济开发区热电联产项目完成度79.37%。另外，公司于2024年启动安徽基地风电项目建设，并于2025年实现建成投运，此举在原有光伏应用基础上进一步扩大了清洁能源使用占比。

表：一次性手套主要生产企业原材料及能源结构对比

公司	原材料	能源结构
英科医疗	自建安徽凯泽（50万吨丁腈胶乳）、山东浩德，并参股两家胶乳厂，丁腈胶乳大部分自供	所有基地取得能耗指标，以清洁燃煤为主能源，热电联产+光伏+风电
蓝帆医疗	主要原材料为丁腈胶乳、增塑剂、糊树脂等，大部分外购	煤+外购蒸汽/电力+热电联产+少量光电
中红医疗	大部分外购	煤+外购蒸汽/电力
马来西亚厂家	天然橡胶本土采购，丁腈胶乳进口	天然气为主

注：各公司能源及原材料结构为公开披露口径整理，披露时间和统计口径存在差异；中红医疗部分能源信息为招股书及年报披露口径。

资料来源：公司官网、公司公告，蓝帆医疗公司公告，中红医疗公告及招股说明书，Top Glove Sustainability Report，Hartalega Integrated Annual Report，ICIS，国海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.4 产线优势：自动化与工艺控制提升效率，降低单位制造成本

- **自动化：公司不断提升核心设备的自动化程度，充分应用先进的精密分散式控制系统（DCS系统），工艺控制更加精准。**公司的一次性手套生产线均在2010年或之后建成，生产设备的技术水平不断提升。公司已在自动化生产线自主研发及设计方面积累了丰富经验，大幅减少了劳动力及能源消耗，且均能制造医疗级手套。公司的标准丁腈手套生产线长度已达1.8公里，设有约500个控制点，以确保高效稳定的生产及低能耗，同时保持高质量的产品。同时，公司的精密DCS系统已实现生产过程自动温控及液位控制，显著改善生产效率并提高产品质量。根据生产现场的温度和湿度以及生产线的运行状态，可以对生产过程进行精准控制。公司手套产品的良品率维持在99%以上。



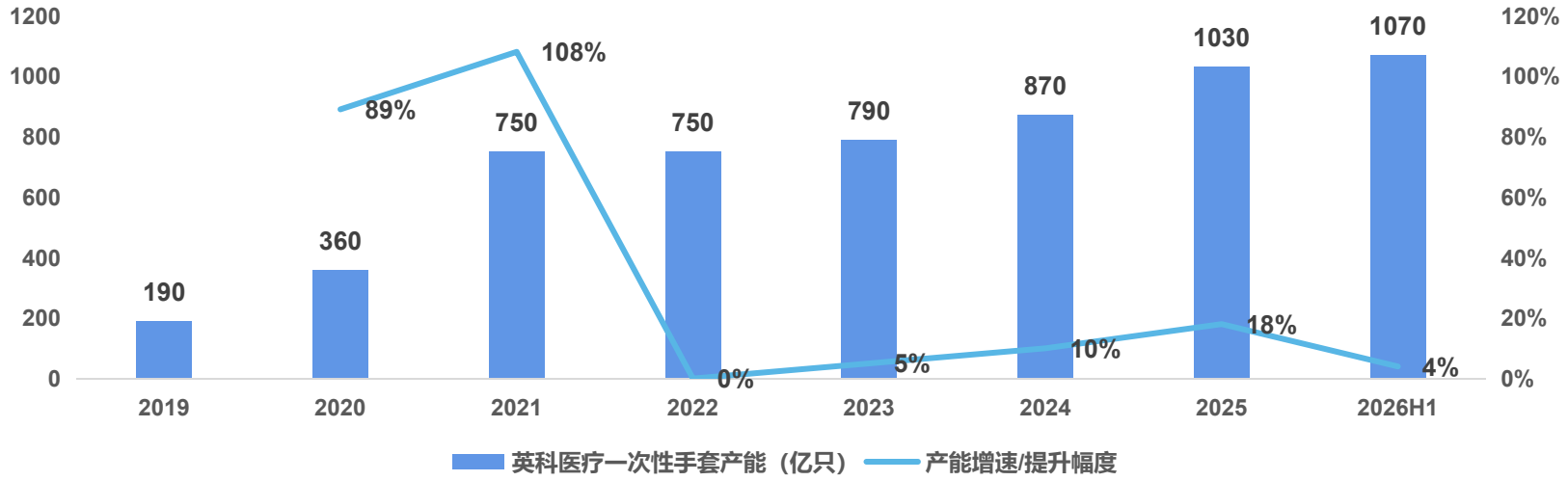
仅供内部参考，请勿外传

3.5.1 产能快速增长，战略灵活以适应关税政策

国海证券 SEALAND SECURITIES

- 公司在国内拥有安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博六大生产基地，其中江苏镇江主要生产康复器械相关产品，其他基地主要生产一次性手套。2024年公司一次性手套年化产能为870亿只，其中丁腈手套560亿只、PVC手套310亿只；2025年公司一次性手套年化产能进一步提升至1,030亿只，其中丁腈手套700亿只、PVC手套330亿只。产能规模提升和丁腈占比提高，为后续订单承接和盈利修复提供基础。
- 疫情前，公司一次性手套年化产能约190亿只；2020—2021年行业景气度上行，公司产能快速扩张，2021年达到750亿只。此后公司扩产节奏趋于审慎，随着安庆基地新增产能投放，2024年及2025年年化产能分别提升至870亿只和1,030亿只，2026年6月末进一步提升至1,070亿只。

图：英科医疗一次性手套产能增长情况



注：2026H1为截至2026年6月30日公司一次性非乳胶手套年化产能；2026H1提升幅度按较2025年末产能测算。

仅供内部参考，请勿外传

3.5.2 产能快速增长，战略灵活以适应关税政策

- 公司仍有部分在建产能储备。根据公司2026年半年度报告披露，安庆英科年产400亿只（4000万箱）高端医用手套项目、山东英科年产500亿只高端医用手套项目、江西英科年产271.68亿只（2744万箱）高端医用手套项目仍在推进中，三大项目工程进度分别为32.70%、30.00%和91.47%。在建项目体现公司后续仍具备产能储备，实际投产节奏仍需结合行业供需、订单承接和公司资本开支安排持续跟踪。

表：公司在建项目情况（截至2026年6月末）

项目名称	预算数（单位：元）	工程累计投入占预算比例	工程进度
安庆英科公司年产400亿只（4000万箱）高端医用手套项目	4,000,000,000.00	32.70%	32.70%
山东英科公司年产500亿只高端医用手套项目	3,951,870,000.00	29.91%	30.00%
江西英科公司年产271.68亿只（2744万箱）高端医用手套项目	2,563,661,500.00	93.47%	91.47%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.6 渠道优势：关税扰动下，全球营销网络支撑非美与国内市场快速承接产能

- 中美贸易政策持续变化，关税扰动影响中国手套企业对美出口。2018年以来，美国对中国商品实施Section 301关税措施，并设置排除及复审机制；2024年USTR四年复审后进一步上调部分重点品类关税，相关中国医疗手套的Section 301额外关税于2025年提高至50%，并自2026年1月1日起进一步提高至100%。

- 2025年以来，美国对中国商品又叠加芬太尼相关额外关税。根据白宫行政令，2025年2月起中国商品额外加征10%关税，3月进一步提高至20%；2025年11月后该额外关税降至10%。关税政策多次调整，使中国企业对美出口面临更高不确定性，实际适用税率仍需结合具体HTS编码和美国海关归类判断。

- 在此背景下，公司加快非美及国内市场拓展。根据公司2025年年度报告，面对美国市场关税壁垒持续升级，公司加大对欧洲、亚洲等非美新兴市场及国内潜力市场的资源投入，2025年海外非美市场收入占比显著提升，国内市场收入实现双位数增长，体现出较强的市场适应力和渠道切换能力。

表：一次性手套中美关税变动历程

时间	政策/事件	公开口径	对分析的意义
2018年以来	Section 301关税及排除机制	美国贸易代表办公室设置China Section 301-Tariff Actions and Exclusion Process页面，持续披露关税清单、排除及复审安排	中美贸易政策长期存在不确定性，影响中国手套企业对美出口环境
2025年起	USTR四年复审后提高医疗手套关税	医疗手套额外关税于2025年提高至50%，并计划于2026年提高至100%	医疗手套对美出口关税压力显著提高
2025年2月起	中国商品额外加征10%关税	白宫行政令规定，所有中国商品额外加征10%从价关税，且该税率在其他关税基础上叠加	中国出口美国商品面临额外关税扰动
2025年3月起	额外关税由10%提高至20%	白宫行政令将前述中国商品额外关税由10%提高至20%	关税政策进一步加剧对美出口不确定性
2025年11月起	额外关税由20%降至10%	白宫行政令将前述额外关税由20%下调至10%，自2025年11月10日起生效	关税政策存在阶段性调整，后续仍需跟踪
2025年	公司加快非美及国内市场拓展	公司2025年报披露，公司加大欧洲、亚洲等非美新兴市场及国内潜力市场资源投入，海外非美市场收入占比显著提升，国内市场收入实现双位数增长	公司通过非美及国内市场承接产能，降低单一市场扰动影响

资料来源：USTR，Federal Register，The White House，公司公告，国海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

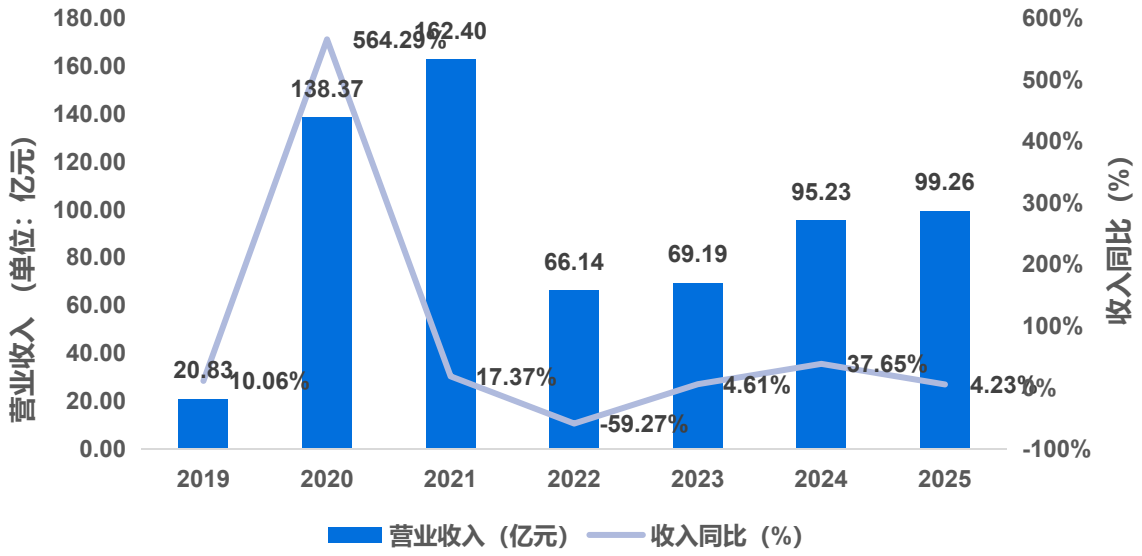
第四部分：盈利预测与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

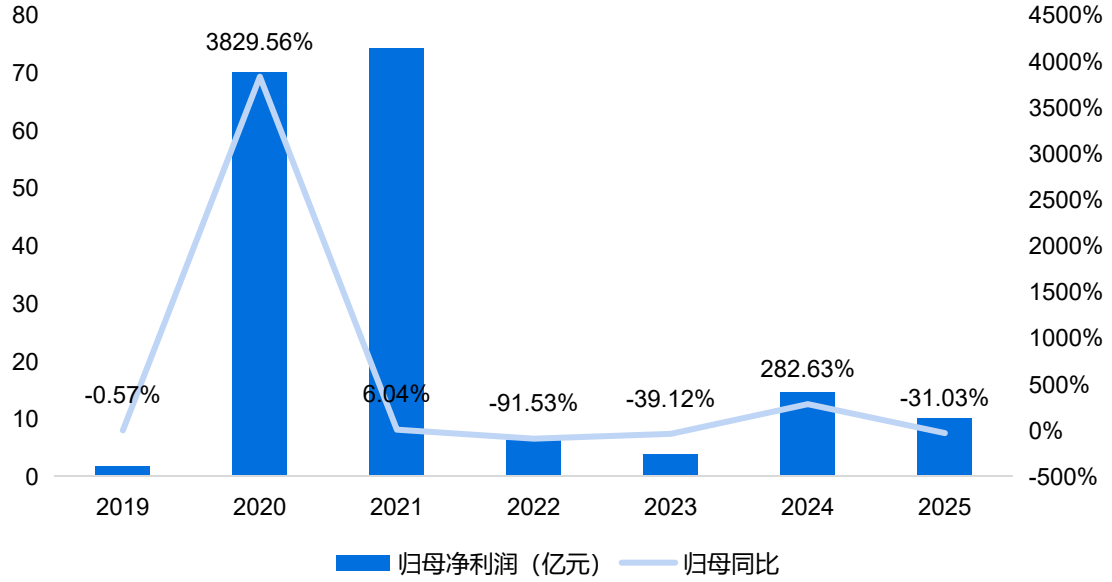
4.1 历史财务：疫情后盈利回落但高于疫情前，当前进入修复观察期

- 2020-2021年疫情推动全球一次性手套需求快速放大，公司收入和利润同步高增；2022年后，随着渠道库存消化、行业新增产能释放及产品价格回落，公司盈利从高位回落。
- 与疫情前相比，公司收入体量和利润规模仍明显提升。2025年公司实现营业收入99.26亿元，同比增长4.23%；归母净利润10.11亿元，同比下降31.03%。

图：2019-2025年英科医疗营业收入及增速



图：2019-2025年公司归母净利润及增速

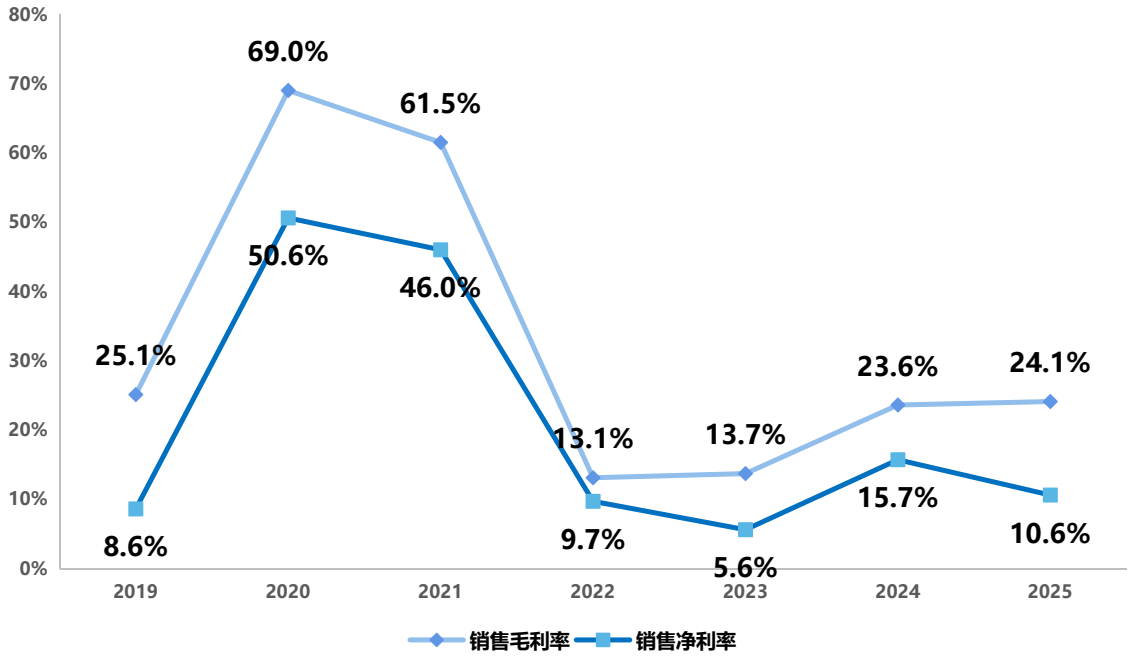


仅供内部参考，请勿外传

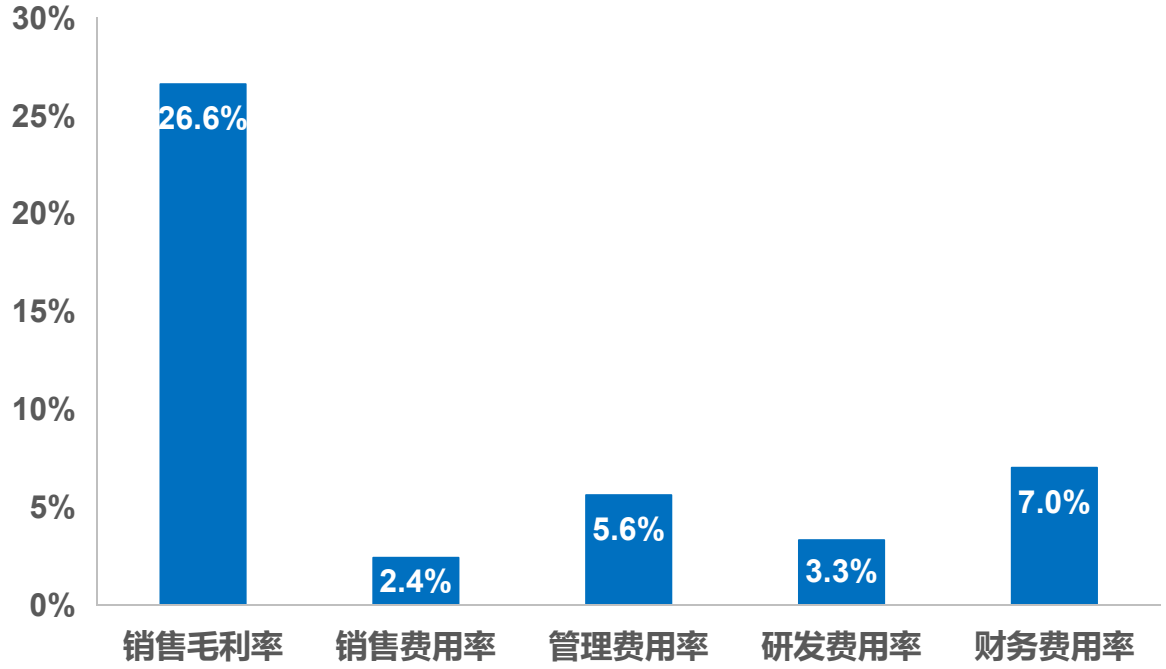
4.2 盈利质量：毛利率低位修复，财务费用扰动影响利润表现

- 疫情高峰后，公司毛利率和净利率从高位回落，但2023年以来已出现低位修复。2025年公司销售毛利率为24.12%，较2023年的13.70%明显改善；销售净利率为10.55%，主要受汇兑损益及公允价值变动等非经营因素扰动。

图：2019-2025年销售毛利率和销售净利率



图：2026Q1毛利率和费用率拆解



资料来源：iFinD，国海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.3 盈利预测：收入增长与毛利率改善驱动利润弹性释放

表：收入拆分

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
一、个人防护类						
收入	6,179.84	8,600.13	8,835.17	12,457.60	13,902.68	15,779.54
收入YOY	2.91%	39.16%	2.73%	41.00%	11.60%	13.50%
收入占比	89.32%	90.31%	89.01%	91.58%	92.03%	92.25%
毛利率	13.28%	24.24%	24.28%	32.20%	32.70%	31.75%
二、康复护理类						
收入	395.79	457.67	447.87	528.49	581.34	639.47
收入YOY	4.76%	15.66%	(2.18%)	18.00%	10.00%	10.00%
收入占比	5.72%	4.81%	4.51%	3.89%	3.85%	3.74%
毛利率	12.83%	15.37%	21.15%	19.50%	19.80%	20.00%
三、其他产品						
收入	343.10	465.51	642.77	617.06	623.23	685.56
收入YOY	65.06%	35.68%	38.08%	(4.00%)	1.00%	10.00%
收入占比	4.96%	4.89%	6.48%	4.54%	4.13%	4.01%
毛利率	22.25%	20.52%	24.07%	22.00%	22.00%	22.50%
四、合计						
收入	6,918.72	9,523.32	9,925.82	13,603.15	15,107.25	17,104.57
收入YOY	4.60%	37.65%	4.23%	37.05%	11.06%	13.22%
综合毛利率	13.70%	23.64%	24.12%	31.24%	31.76%	30.94%

盈利预测核心假设

- **收入端假设：** 我们预计2026-2028年公司营业收入分别为136.03亿元、151.07亿元和171.05亿元，同比增长37.05%、11.06%和13.22%。收入增长主要来自个人防护业务，核心驱动包括行业供需改善、产能释放、非美市场拓展及订单承接改善。
- **毛利率假设：** 我们预计2026-2028年公司综合毛利率分别为31.24%、31.76%和30.94%，均高于2025年的24.12%。其中，2026-2027年主要反映产能利用率提升以及公司原材料、能源和自动化制造等成本优势释放；2028年考虑行业竞争格局变化，毛利率预计有所回落。
- **费用率假设：** 我们预计销售费用率和研发费用率整体保持稳定，管理费用率存在一定波动，我们预计财务费用率逐步下降。费用率变化与毛利率改善共同影响公司归母净利润表现。

个人防护类业务增长及产能释放推动公司收入提升，我们预计未来三年营业收入整体保持较快增长。

注：2026-2028年收入预测基于公司历史经营数据、行业供需变化、产能投放节奏及产品价格趋势测算。

仅供内部参考，请勿外传

4.4 盈利预测：收入修复、毛利率改善与费用率稳定共同驱动利润弹性

- 我们预计2026年—2028年公司营业收入分别为136.03亿元、151.07亿元和171.05亿元，同比增长37.05%、11.06%和13.22%；归母净利润分别为25.09亿元、28.88亿元和31.93亿元，同比增长148.26%、15.11%和10.55%。2026年归母净利润增速较高，主要受手套价格上涨、行业竞争格局改善及利润率提升影响；随着基数抬升和行业竞争格局逐步正常化，我们预计2027年—2028年利润增速趋于平稳。

- 分项来看，个人防护类仍是公司最主要的收入和利润来源。我们预计2026年—2028年公司综合毛利率分别为31.24%、31.76%和30.94%，均高于2025年的24.12%。其中，2026年—2027年主要反映产能利用率提升以及公司原材料、能源和自动化制造等成本优势释放；2028年考虑行业竞争格局逐步正常化，我们预计毛利率将有所回落。费用端方面，我们预计销售费用率和研发费用率整体保持稳定，管理费用率存在一定年度波动；财务费用率由2026年的1.10%下降至2028年的0.53%。

- 我们预计2026年—2028年公司摊薄EPS分别为3.83元、4.41元和4.88元。按照2026年9月4日收盘价54.25元计算，对应PE分别为14.16倍、12.30倍和11.12倍。随着预测期内公司盈利规模增长，我们预计对应PE逐步下降。

仅供内部参考，请勿外传

投资建议及评级：首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司是全球一次性非乳胶手套头部企业，在产能规模、自动化制造、原材料及能源布局、全球营销网络等方面具备综合竞争优势。随着行业供需关系改善、产能释放及非美市场持续拓展，公司收入和盈利有望保持增长。

- 我们预计公司2026年—2028年实现营业收入136.03亿元、151.07亿元和171.05亿元；实现归母净利润25.09亿元、28.88亿元和31.93亿元，对应同比增长148.26%、15.11%和10.55%；摊薄每股收益分别为3.83元、4.41元和4.88元。按照2026年9月4日收盘价54.25元计算，对应市盈率分别为14.16倍、12.30倍和11.12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：价格、成本传导、贸易政策及汇兑波动仍是核心不确定性

1. 国际贸易壁垒及政策变化风险。截至2025年4月24日，美国对中国一次性医疗级丁腈手套共计加征110%关税，一次性工业级丁腈手套共计加征38%关税，一次性PVC手套加征10%关税。若主要出口市场进一步提高关税或采取其他贸易限制措施，可能影响公司出口订单、区域收入结构及经营业绩。

2. 市场供需关系及产品价格波动风险。一次性手套行业具有一定周期性。若行业供给恢复快于需求增长、下游补库及订单恢复弱于预期，或市场竞争加剧，手套产品售价和产能利用率可能低于预测假设，进而影响公司收入增长及毛利率改善。

3. 原材料价格及供应稳定性风险。丁腈胶乳、PVC粉和增塑剂等原材料占公司产品成本的比例较高。若原材料价格出现较大波动，且公司未能及时通过采购、生产管理或产品定价向下游传导成本，公司可能面临单位成本上升和毛利率下降风险。

4. 汇率及金融资产价值波动风险。公司出口收入占比较高，主要采用美元等外币结算，汇率波动可能影响汇兑损益；同时，委托理财、套期保值及其他金融资产的公允价值变动可能影响当期利润，导致归母净利润偏离预测。

5. 生产基地建设及产能消化不及预期风险。公司生产基地较多，建设及投产进度可能受到市场供需、政策审批、工程建设和国际贸易环境等因素影响。若项目建设、投产爬坡或订单导入慢于预期，可能影响新增产能释放及投资回报。

6. 经营管理及负面舆情风险。公司资产和业务规模较大，生产基地及销售市场分布于多个国家和地区，对跨区域经营、资金管理、内部控制和信息披露提出较高要求。公司利润亦可能受到汇兑损益、公允价值变动及委托理财收益波动影响。若公司在资金运用、风险控制、信息披露或投资者沟通等方面不及预期，可能引发负面舆情并影响市场评价。

7. 业绩不及预期风险。本报告对2026—2028年收入增速、产品价格、产能利用率、毛利率及费用率等作出预测假设。若行业需求、产品价格、订单承接、成本改善或费用控制不及预期，公司实际盈利可能低于预测。

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测表

国海证券 SEALAND SECURITIES

证券代码： 300677　　股价： 54.25　　投资评级： 买入(首次覆盖)　　日期： 20260904

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	13191	14159	16626	19522
应收款项	1362	1660	1791	2016
存货净额	1327	1612	1751	1984
其他流动资产	418	507	550	610
流动资产合计	**16299**	**17938**	**20717**	**24132**
固定资产	10804	11107	11051	10764
在建工程	803	736	625	551
无形资产及其他	12184	12430	12673	12954
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**40090**	**42212**	**45066**	**48401**
短期借款	16390	16400	16200	16000
应付款项	1257	1572	1704	1952
合同负债	237	299	332	376
其他流动负债	1294	886	944	1033
流动负债合计	**19178**	**19157**	**19180**	**19362**
长期借款及应付债券	409	323	250	200
其他长期负债	1931	1939	1939	1939
长期负债合计	**2340**	**2262**	**2189**	**2139**
负债合计	**21519**	**21419**	**21369**	**21501**
股本	655	655	655	655
股东权益	18572	20793	23697	26900
负债和股东权益总计	**40090**	**42212**	**45066**	**48401**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**9926**	**13603**	**15107**	**17105**
营业成本	7532	9353	10309	11813
营业税金及附加	97	113	137	149
销售费用	298	410	454	515
管理费用	686	840	989	1088
财务费用	417	150	125	91
其他费用/（-收入）	404	562	620	704
营业利润	**1230**	**2931**	**3440**	**3760**
营业外净收支	0	-34	-17	-26
利润总额	**1230**	**2897**	**3423**	**3735**
所得税费用	183	321	443	449
净利润	**1047**	**2577**	**2979**	**3286**
少数股东损益	36	68	91	93
归属于母公司净利润	**1011**	**2509**	**2888**	**3193**
现金流量表（百万元）	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
经营活动现金流	**1885**	**3343**	**3796**	**4110**
净利润	1011	2509	2888	3193
少数股东损益	36	68	91	93
折旧摊销	968	1321	1425	1520
公允价值变动	-315	-400	-450	-500
营运资金变动	288	-293	-124	-176
投资活动现金流	**-11452**	**-1305**	**-799**	**-714**
资本支出	-2462	-1574	-1258	-1166
长期投资	-9380	0	0	0
	390	269	459	452
筹资活动现金流	**8378**	**-1020**	**-720**	**-699**
债务融资	4136	-521	-278	-255
权益融资	149	0	0	0
其它	4093	-499	-442	-444
现金净增加额	**-1495**	**788**	**2277**	**2697**

每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
EPS	1.58	3.83	4.41	4.88
BVPS	27.86	31.17	35.46	40.21
估值				
P/E	24.6	14.2	12.3	11.1
P/B	1.4	1.7	1.5	1.3
P/S	2.6	2.6	2.4	2.1
财务指标	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
盈利能力				
ROE	6%	12%	12%	12%
毛利率	24%	31%	32%	31%
期间费率	14%	10%	10%	10%
销售净利率	10%	18%	19%	19%
成长能力				
收入增长率	4%	37%	11%	13%
利润增长率	-31%	148%	15%	11%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.33	0.35	0.37
应收账款周转率	7.29	9.03	8.80	9.03
存货周转率	5.81	6.37	6.13	6.32
偿债能力				
资产负债率	54%	51%	47%	44%
流动比	0.85	0.94	1.08	1.25
速动比	0.76	0.83	0.96	1.11

仅供内部参考，请勿外传

研究小组介绍

医药小组介绍

曹泽运，医药首席分析师，毕业于北京大学，北京理工大学EMBA，10年药企产业经验，熟悉创新药商业化、临床开发流程。
孔维崎，医药联席首席分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5年医药股权投资经验，4年医药二级研究经验，主要覆盖创新药和CXO板块。
年庆功，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。
赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。
林羽茜，分析师，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。
郭磊，分析师，南开大学硕士，化学+金融复合背景，2023年加入国海证券。
韩乐，分析师，中科院生物物理研究所博士，2026年加入国海证券，主要覆盖创新药板块。

分析师承诺

曹泽运, 林羽茜, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

仅供内部参考，请勿外传

国海证券 SEALAND SECURITIES

国海证券·研究所·医药研究团队

心怀家国，洞悉四海

国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597