

# 财务造假 or 抄底良机？独家拆解英科医疗“大存大贷”底层逻辑，附送影响估值关键胜负手

导语：美元加息潮下，出海企业被迫做空自己祖国样本！

作者：市值风云 App：观韬

股价下跌的时候，到处都是鬼故事。

中秋节回来，英科医疗（300677.SZ）集合竞价阶段一字跌停，连续竞价阶段草草抵抗一分钟后也被摁死在跌停板。

从消息面看，有报道称美国决定将自我国制造的医用手套关税从 2025 年起提高至 25%，到 2026 年升至 100%，目前为 7.5%。

从基本面看，英科医疗上半年总营收 45.12 亿，归母净利润 5.87 亿，无论是营收和利润都创疫情后新高，各指标增速也很亮眼。

	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期 增减
营业收入（元）	4,512,068,808.00	3,294,949,978.00	36.94%
归属于上市公司股东的净利润（元）	587,027,351.00	293,155,962.00	100.24%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的 净利润（元）	486,820,454.00	170,674,256.00	185.23%
经营活动产生的现金流量净额（元）	275,947,372.00	54,862,533.00	402.98%
基本每股收益（元/股）	0.90	0.44	104.55%
稀释每股收益（元/股）	0.90	0.44	104.55%
加权平均净资产收益率	3.60%	1.84%	1.76%
	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年度 末增减
总资产（元）	31,215,039,197.00	27,079,441,476.00	15.27%
归属于上市公司股东的净资产（元）	16,570,136,094.00	16,028,587,817.00	3.38%

(2024 年半年报)

不过也有投资人持续在互动易平台问公司赚那么多钱为什么不舍得分红，货币资金那么充足为什么还借那么多钱，但其实是在问同一个问题，公司账上那么多钱真的假的？

## 英科医疗 300677.SZ

### 问 投资者

贵公司在20、21年积累了大量现金及等价物，而23年短期借款迅速增加，为什么还需要借款呢，这样容易有大存大贷的疑问。

### 答 董秘

2024-06-13

长按下载APP · 获取更多互动易



(来源：市值风云 APP)

从估值看，9月18日跌停后，英科医疗报收21.70元/股，PB只有0.85，滚动市盈率21倍，如果下半年赚的跟上半年一样多，动态市盈率将来到12倍。

这意味着如果能理清英科医疗大存大贷是否存在风险，貌似还多出一项潜在投资机会，这也是风云君要做的第一件事。

### 一、资金成本2.6%，理财收益4.5%起，经济账能算清

截止2024年6月底，英科医疗账面货币资金112亿，还买了53亿银行及券商

理财，类货币资金加起来高达 165 亿。

单位：万元

具体类型	委托理财的资金来源	委托理财发生额	未到期余额	逾期未收回的金额	逾期未收回理财已计提减值金额
银行理财产品	自有资金	121,405	121,405	0	0
券商理财产品	自有资金	409,864	409,864	0	0
合计		531,269	531,269	0	0

(2024 年半年报)

但上半年又新增 37 亿短期借款，总规模来到 108 亿，主要通过质押或保证担保方式取得。

#### (1) 短期借款分类

单位：元

项目	期末余额	期初余额
质押借款	5,599,518,396.00	3,230,156,468.00
保证借款	5,042,052,333.00	3,489,477,623.00
信用借款	122,354,767.00	314,200,000.00
合计	10,763,925,496.00	7,033,834,091.00

(2024 年半年报)

这意味着英科医疗就算一次性把短期借款全部还完，还有将近 60 亿的富裕资金，完全不差钱，也难怪有投资者问公司为啥不把贷款还了减少利息开支。

## 英科医疗 300677.SZ

## 问 投资者

请问公司一季报显示货币资金有100亿元，短期借款有92亿元的原因，为什么不能通过清偿借款减少利息开支？

## 答 董秘

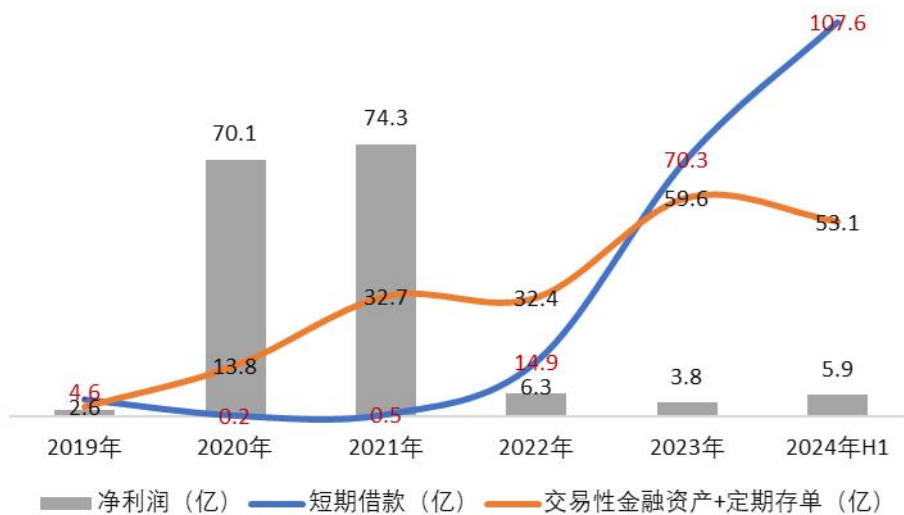
2024-07-01

长按下载 APP · 获取更多互动易



(来源：市值风云 APP)

从时间轴看，英科医疗的短期借款规模自 2022 年开始迅速膨胀，2022 年增加了 14 亿，2023 年增加了 55 亿，今年上半年又增加了 37 亿，在 2020 年和 2021 年大赚特赚之后短期借款暴增看上去确实不合理。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

买理财是英科医疗增加的短期借款的主要投向之一，从上图我们可以看到 2022 年 (含) 以来，公司盈利规模并不足以支撑理财投资的增长量级，这也意味着我们首先要算的是经济账。

年报显示，2021 年至 2023 年底，英科医疗短期借款对应的利率分别为 3%、2.5%-3.2%及 2.2%-3.85%，利率区间变化并不明显，但光有这个区间显然还不够。

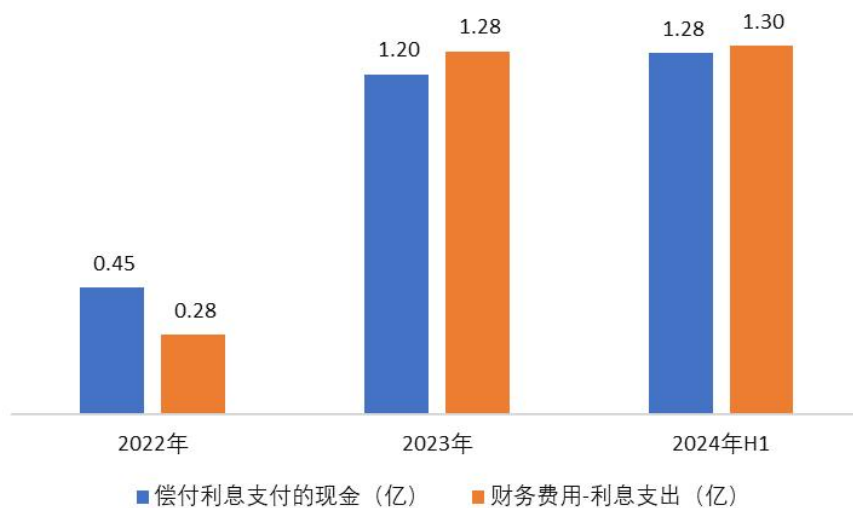
于 2022 年 12 月 31 日，短期借款的利率区间为 2.5%-3.2% (2021 年 12 月 31 日：3%)。

于 2023 年 12 月 31 日，本集团不存在逾期短期借款，利率区间为 2.20%至 3.85% (2022 年 12 月 31 日：2.5%至 3.2%)。

(来源: 公司各年年报)

通过现金流量表和利润表数据对比风云君发现，2023 年及 2024 年上半年，英

科医疗现金流量表支付的利息和利润表财务费用项下利息支出基本一致,这也意味着按利润表利息支出估算借款利率可行。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

2023 年及 2024 年上半年, 英科医疗平均借款余额 (各季末平均数) 分别为 49 亿和 100 亿, 据此计算的资本成本都是 2.6%。**即英科医疗近两年短期借款的利率都在 2.6%左右。**

交易性金融资产的公允价值变动计入公允价值变动收益, 处置收益计入投资收益, 加起来除以季度末平均持有规模就是收益率, 按照这个逻辑计算的 2022 年至 2024 年上半年平均收益率分别为 4.7%、6.9%和 4.6%。

需要强调的是, 这个投资收益中可能还包含其他非交易性金融资产投资收益, 存在被夸大的可能, **但总体看来, 覆盖 2.6%的资本成本问题不大。**

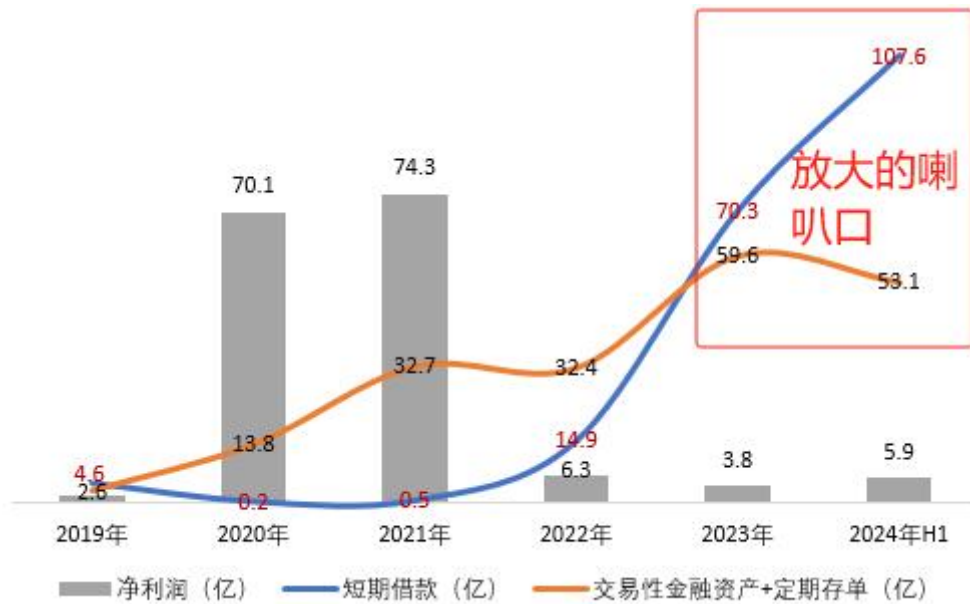
## 50、投资收益

单位：元

项目	本期发生额	上期发生额
交易性金融资产及其他非流动金融资产持有期间取得的投资收益	38,304,438.00	71,880,315.00
定期存单持有期间取得的投资收益	46,616,893.00	10,903,275.00
远期结售汇合同交割产生的投资收益	2,524,791.00	487,724.00
合计	87,446,122.00	83,271,314.00

(2024 年半年报)

从上述数据看，英科医疗短期借款持续增长的经济账是可以算的清的，但思想深邃的老铁肯定会问，交易性金融资产加上定期存单的规模已经在萎缩，而短期借款规模一直在增加，喇叭口也在持续放大。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

这其实跟另一件事有关。



## 二、大存大贷本质：美元加息潮下，境外收入都不回流了！

咱们先上结果，主要是由于外币存款。

截止 2024 年 6 月底，虽然英科医疗账面货币资金高达 112 亿，但几乎都是美元，占比高达 88%，总规模接近 100 亿。

虽然英科医疗也持有其他外币，但美元占比接近 99%，说全是美元也一点不夸张。

单位：元

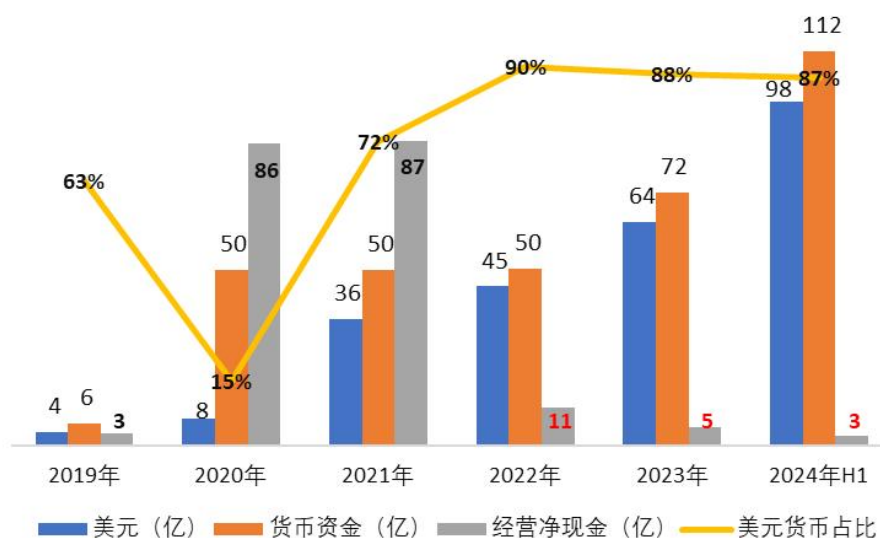
项目	期末外币余额	折算汇率	期末折算人民币余额
货币资金			
其中：美元	1,376,954,911.00	7.1268	9,813,269,917.00
欧元	933,609.00	7.6617	7,153,031.00
港币	882,137.00	0.9127	805,127.00
迪拉姆	163.00	1.9462	317.00
韩元	370,000.00	0.00519	1,920.00
加拿大元	10,065,527.00	5.2274	52,616,535.00
马来西亚林吉特	121,790.00	1.5095	183,842.00
日元	583,211,150.00	0.04474	26,092,867.00
新加坡元	370,296.00	5.279	1,954,795.00
英镑	21,089.00	9.043	190,712.00
越南盾	151,720,396,035.00	0.0002996	45,447,992.00

(2024 年半年报)

从时间轴看，英科医疗持有的美元自 2021 年起迅速增长，如果说这时的增长跟疫情下业绩爆发，境外利润大幅增长有关的话，那么 24 年 6 月底持有的美元货币较 2021 年底增长 62 亿，远超这一期间的盈利状况，则只说明了一个事实：

**不只是境外利润，境外营收也有很大一部分被英科医疗留在了境外，而且这一期**

间也同美联储自 2022 年 3 月份以来的激进加息完美重合。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

这也解释了为什么英科医疗账面明明有的是钱，却要去银行借，而且越借越多，  
**因为账上钱都是美元，既无法直接用于生产经营，也无法用于股东分红，而借的都是人民币，除了满足经营，还想再多借点买理财赚息差。**

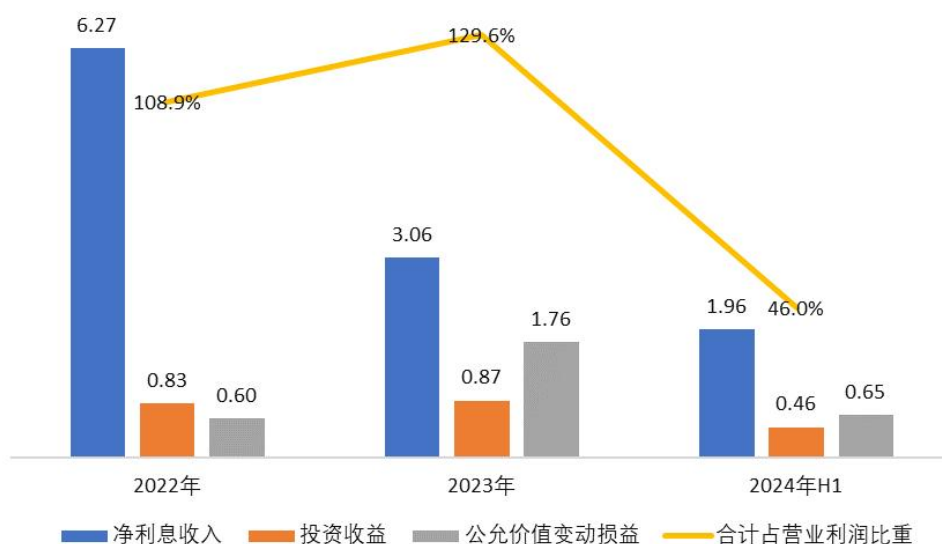
且不说美元高利率背景下境外存款收益，单汇兑损益一项 2022 及 2023 年就给英科医疗贡献了近 7 个亿的利润。

单位: 元

项目	本期发生额	上期发生额
汇兑损益	-133,390,472.00	-548,963,216.00
其他	7,925,366.00	3,462,770.00
合计	-306,435,697.00	-627,253,307.00

(2023 年年报)

按照管理用财务报表的分析逻辑，上述业务跟日常经营活动无关，是金融活动。从结果看，包括理财、存款、存单及外币在内的金融活动 2022 及 2023 年的营业利润贡献超 100%，今年上半年为 46%。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

**这也意味着虽然英科医疗过去两年加起来营业利润超 11 亿，但经营活动实际是亏损的，经营活动亏损又成了公司尽可能做大金融活动收益的动机。**

**境外收入尽可能留存境外赚高利息及汇率贬值收益，境内资金缺口通过银行借款填补，并尽可能多借些钱买理财赚息差，英科医疗可以说是把套利机制运用到极致。**

作为一家公司，英科医疗想法设法给股东赚钱更是无可厚非。

风云君也无意站在道德高点指责这其实是在做空自己的祖国，只是给大家提供一个样本切片：在美联储激进加息的大背景下，每一个主体的市场化行为都会为财政和货币政策增加新压力，让原本有限的操作空间更捉襟见肘。


**或许这也是公司面对各方质疑，却始终澄而不清、三缄其口的原因：我能说我赚了美元只想着放在海外吃利息吗？我能说我即便想回报全体股东也是有心无力吗？当然，中小投资者在公司管理层心中几斤几两，这个也有待实际行动验证，至少从历史来看并不上心。**

随着美联储 9 月 19 日凌晨宣布降息，美元降息通道打开，英科医疗的套利空间也会被持续压缩，公司接下来大概率也会调整货币资金内部结构，优化债务负担和投资组合。

这意味着盈利的重担又重新回归到经营活动，在经历了连续两年的持续亏损后，经营活动现在什么情况呢？

### **三、去库存结束，产能利用率 100%，毛利率回升**

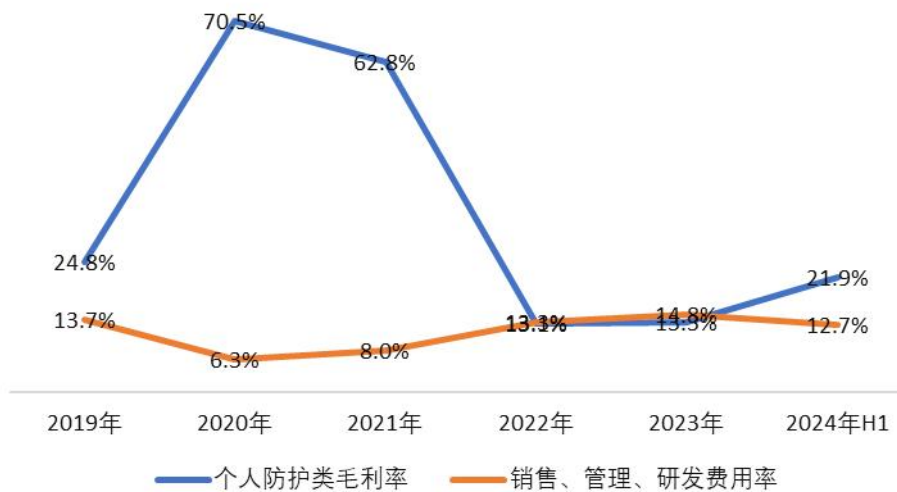
以一次性手套为主的个人防护类产品是英科医疗主要收入来源，2023 年个人防护类产品营收 62 亿，贡献了近 90% 的营收，今年上半年营收 41 亿，占比 91%。

类别	主要产品	应用	示例	
个人防护类	一次性丁腈手套 一次性PVC手套 一次性PE手套 隔离服 口罩 面罩	广泛用于医疗保健及检查、食品加工、精密电子及其他行业，以提供针对有害物质的个人防护。		
				

(2023 年年报)

个人防护类产品在经历了疫情期间供需紧俏毛利率暴涨之后，由于各主要企业纷纷扩张产能，自 2022 年开始供过于求，相关企业盈利能力急剧恶化。

2022 及 2023 年，英科医疗个人防护类产品毛利率只有 13% 左右，要知道公司销售、管理和研发费用加起来占收入的比重就在 14% 左右，这也印证了风云君上文说的，这两年经营活动都是亏钱的。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

不过，2024 年上半年，个人防护类产品产品毛利率已经恢复至 21.9%，接近疫情之前 2019 年的毛利率水平。

公司半年报显示，上半年产能利用率达 100%，但均价仍低于疫情之前 2019 年，潜台词是公司认为未来仍有涨价空间。

2020 年至 2021 年一次性手套市场出现供需极端不平衡，行业内企业普遍进行产能扩张，而 2022 年至 2023 年市场需求逐步回归稳态，下游客户前期备货过多，需要一定时间消化库存导致整体市场短期采购需求大幅调整，由供不应求转为供过于求。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。2024 年上半年，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%，但手套销售均价仍低于 2019 年稳态均价。

(2024 年半年报)

但在风云君看来，产能利用率并不是英科医疗未来业绩的关键胜负手。

#### 四、马来西亚和中国垄断产能端，欧美垄断消费端

全球一次性手套市场被马来西亚和中国垄断，根据头豹研究院数据，2022 年马来西亚和中国企业的市场份额分别为 65%和 20%。

马来西亚是行业鼻祖，依托天然橡胶产业，竞争优势明显，国内最早的技术和产线都是从马来西亚引进的。

Top Glove Corporation Berhad（顶级手套）、Hartalega Holdings Berhad（贺特佳）和 Kossan Rubber Industries Bhd.（科山橡胶）是马来西亚一次性手套三大巨头。

英科医疗 2017 年上市时，年产量约 84 亿只，而三大巨头的年产量分别为 466 亿只、220 亿只和 220 亿只，规模差距明显。

疫情爆发后，受益于良好的防控措施和产业链供给迅速恢复，国内企业抓住了疫情期间一次性手套的井喷需求，迅速扩产，这一期间扩产速度明显超马来西亚。

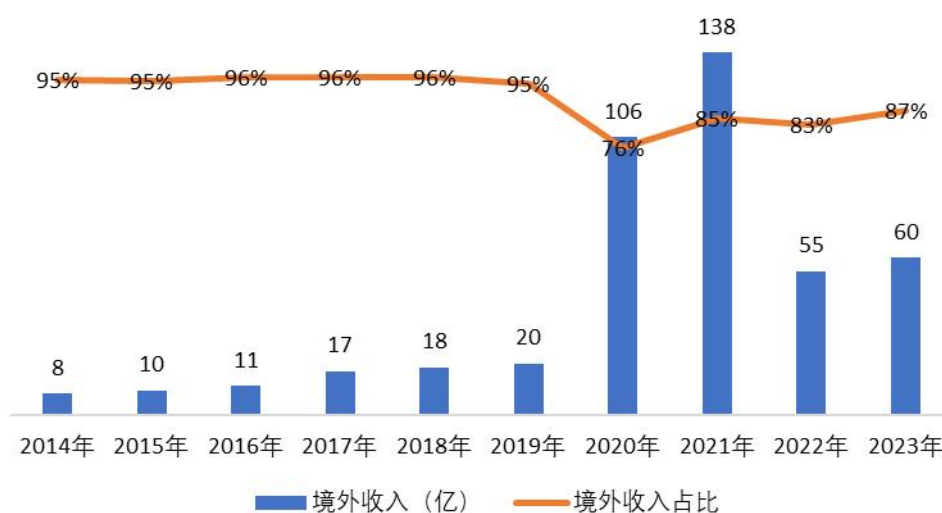
	2019年手套类型及产能	2023年手套类型及产能	19-23年产能扩张CAGR
英科医疗	合计：190亿只 PVC：140亿只 丁腈：50亿只	合计：790亿只 PVC：310亿只 丁腈：480亿只	42.8%
蓝帆医疗	合计175亿只，以PVC为主	合计：500亿只 PVC：213.72亿只 丁腈：230亿只	29.1%
中红医疗	合计：97亿只 PVC：36.68亿只 丁腈：60.02亿只	PVC和丁腈手套合计：255亿只	27.3%
Top glove	手套产能合计660亿只 其中丁腈：281亿只	手套产能合计950亿只	9.5%
贺特佳	手套产能合计361亿只 其中丁腈：342亿只	手套产能合计320亿只	-3.0%
KOSSAN	合计：290亿只	合计：320亿只	2.5%

（来源：华西证券）

目前，英科医疗一次性手套的年产能为 790 亿只，其中一次性丁腈手套 480 亿

只，一次性 PVC 手套 310 亿只，产能仅次于顶级手套。

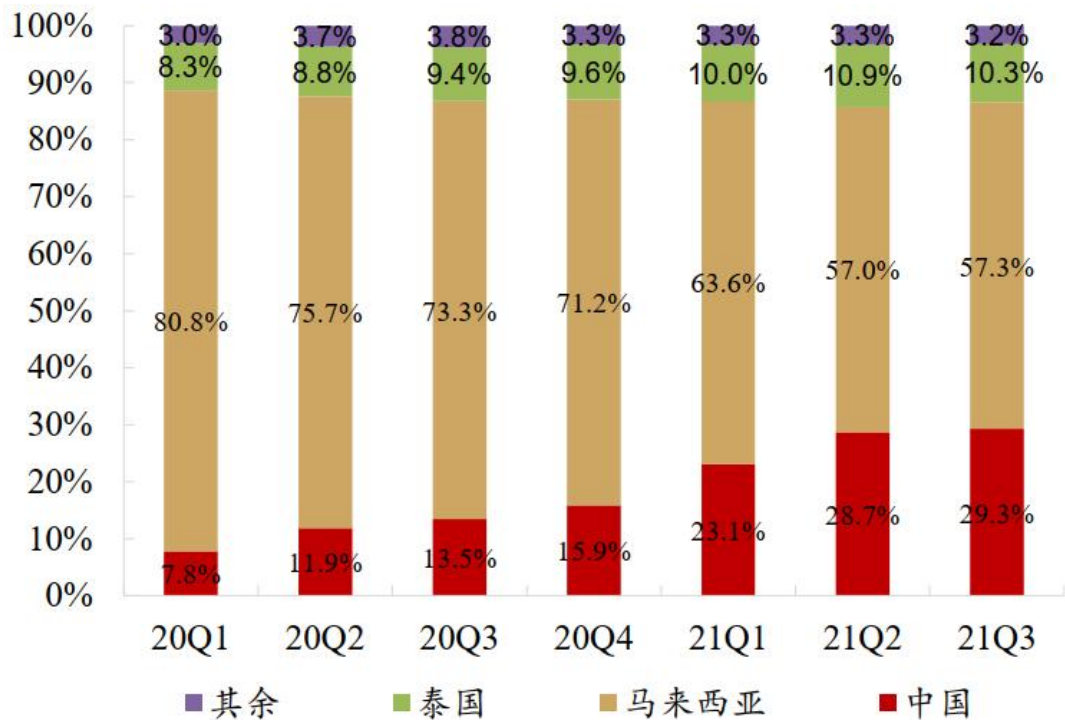
**“需求在外” 是一次性手套行业的又一主要特征**，以英科医疗为例，疫情之前境外收入基本上稳定在 95%左右，疫情期间国内贡献增加，疫情之后境外占比又继续回升。



**这也意味着外部脱钩或关税政策极易对相关公司业绩产生重大影响。**

2020年7月15日，美国海关与边境保护局（CBP）针对顶级手套的两家子公司发布强制劳动扣留和放行令，检查中扣留了所有列出产品包括丁腈手套，马来西亚向美国进口丁腈手套供应量立即减少。





(来源：华西证券)

2021年12月，美国对于产自我国的一次性丁腈手套关税豁免到期，重新加征关税，对一次性医疗级丁腈手套加征7.5%，对一次性工业级丁腈手套加征25%关税。

华创证券研报显示，2023年初，国产丁腈手套价格约15美元/千只，马来西亚丁腈手套的价格约17美元/千只，2美元价差主要源自于美国对中国医用手套加征的7.5%的关税。

另一方面，我们认为国产手套价格上行可期。2023年初，国产丁腈手套价格约为15美元/千只，马来西亚丁腈手套的价格约为17美元/千只，其中2美元价差源自于美国对中国医用手套征收的7.5%的关税，属于合理价差。但2023年上半年，在Top Glove的号召下，马来西亚手套厂商开始陆续涨价，但是国产厂商仍然维持着原价，拉大了价差。我们认为，拉大的价差将成为国产丁腈手套价格上行的驱动力，直至回归7.5%关税带来的合理价差。

(来源：华创证券)

**这个数据也说明，加征关税的成本最终还是由国内生产企业承担。**

目前，英科医疗美国市场占比大约在 35%-40%，欧洲市场与美国相当。

7、目前来说，海外收入在分区域、分主要区域来看，各自的收入体量大概在什么水平，以及它的增速大概在什么水平？

回复：目前来看，海外收入分区域的占比，非北美市场增长比较快，特别是欧洲市场、中东和南美等市场。**目前美国市场占比大概在 35%-40%，欧洲市场占比基本与美国相当。**目前欧洲市场开发也受到当前公司产能的限制，公司拟于十月、十一月投产的两个车间的产能也已经被市场完全消化。

这也意味着，如果加征 100%关税传言属实，确实会对英科医疗的业绩产生重大影响。

受益于疫情和欧美同马来西亚脱钩，全球一次性手套竞争格局在马来西亚同我国之间重新分配，而现在，脱钩压力又给到了我们。当然，国内企业也在海外积极扩产对冲，效果只能且行且看。

**相比较马来西亚，国内企业胜在产线新、能源成本低、供应链有优势，但要是关税加征到 100%肯定是打不过的。**

2、国内和海外主要的生产手套厂商，目前的开工率情况？行业供需格局是否发生变化？中小规模厂商退出趋势？

回复：目前不同公司会根据自身的实际情况来决定自己的开工率：**马来产线比较老旧、成本比较高的友商**开工率大概在 50%-60%；**产线比较新、成本比较低的友商**的开工率大概在 80%甚至更高。**国内的一些头部企业已经基本满产**，但一些中小厂商的开工率较低，大概在 40%-50%。

一次性手套行业并不缺供给，以英科医疗为例，其 2024 年 6 月底单高端医用手套在建年产能就高达 1279 亿只，是现有总产能的 1.62 倍，投资预算超百亿。

在建项目名称	产能（亿只）	预算数（亿）	工程进度
山东英科	500	39.51	29%
安庆英科	400	40	10%
江西英科	272	25.64	88%
安徽英科	107	5	99%
<b>合计</b>	<b>1279</b>	<b>110.15</b>	不适用

(来源：公司公告，市值风云整理)

**这些在建产能是否继续推进，推进后是否造成市场供给过剩，不推进是否需要计提减值，都是英科医疗要面临的关键问题。**

在不爆发全球公共卫生事件的大前提下，美国关税税率仍是决定全球一次性手套行业的关键胜负手。