

营收稳步增长，“一体两翼”规模优势凸显

核心观点：

- **事件** 公司发布 2022 年度报告和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 134.06 亿元，同比增长 37.28%；归母净利润 6.63 亿元，同比增长 3.14%；基本每股收益 2.44 元，同比增长 2.95%。2023 年一季度实现营业收入 36.15 亿元，同比增长 32.33%；归母净利润 1.03 亿元，同比减少 13.08%；基本每股收益 0.38 元，同比减少 13.64%。
- **公司产销持续放量，主营业务稳步增长** 公司充分发挥纵向一体化平台优势，不断丰富产品结构以及持续优化客户群体，2022 年公司主营业务规模稳步增长。大化工产业方面，改性材料、复合材料、绿色石化材料及新材料销量实现大幅增长，同比增速分别为 53.18%、32.97%、237.68%；改性材料、复合材料营收稳步增长，同比增速分别为 27.51%、18.18%。大健康产业方面，营收同比增长 85.77%，毛利率同比提升 1.56 个百分点。其中，To B 端业务市场需求整体向好，全系列产品营收同比增长，明胶系列产品销售收入同比增长 14.60%，创历史新高；原料胶原蛋白销售收入同比增长 58.91%，规模优势进一步扩大。
- **内生外延构筑一体化优势，大化工业务规模持续扩张** 一方面，公司通过向上游业务延伸提升核心竞争力。浙江一塑一期 60 万吨/年 PS 项目已初步实现投产，二期 40 万吨/年 PS 项目正稳步推进实施中，项目全面建成达产后将成为全球最大聚苯乙烯单体生产工厂。江苏国恒 20 万吨/年 PP 装置已全面投产，产品销量稳步提升。日照国恩化学目前具备 12 万吨/年 EPS 生产能力，未来计划进一步扩大产能。另一方面，公司紧抓能源消费变革转型的发展机遇，推进新品研发，不断丰富产品结构。公司新能源复合材料新品陆续量产，产品不断更新迭代，已与新能源动力电池领域头部企业建立战略合作，重点开发 HP-RTM 预成型、注胶、激光切割、气密性检查等相关工艺在新能源复合材料巧克力超薄电池包的应用，未来将成为公司复合材料板块重要一极。
- **大健康业务前景广阔，空心胶囊产能持续扩张** 公司完成对东宝生物的收购，通过东宝生物收购子公司益青生物控股权，完成内部资源整合，打通明胶产业链，实现了从明胶到空心胶囊产业纵向一体化延伸，完成对大健康产业中的明胶、生物医药、医美、个人护理等细分行业的战略布局。益青生物目前拥有空心胶囊产能 300 亿粒/年，正在全力推进“新型空心胶囊智能产业化项目”建设，并正在规划建设“新型空心胶囊智能产业化扩产项目”，项目全部投产后，益青生物空心胶囊产能将扩张至近 700 亿粒/年，将成为国内单体产能位居前列、品种门类齐全、智能化程度较高的空心胶囊专业生产基地。此外，保健品需求有望持续增长，且随着新生代消费群体崛起，国内美护市场快速发展，公司胶原蛋白系列产品有望迎发展机遇。

国恩股份(002768.SZ)

推荐(维持评级)

分析师

任文坡

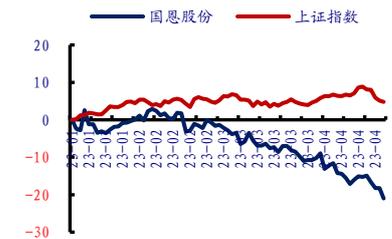
☎：8610-80927675

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001

特此鸣谢：翟启迪

市场表现 (2023.4.25)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】公司点评_国恩股份_规模扩张助力业绩增加，内生外延赋能成长_20221026

【银河化工】公司点评_国恩股份_主营业务全面开拓，未来高成长可期_20220831

【银河化工】公司点评_国恩股份_营收稳步提升，“一体两翼”布局赋能成长_20220426

【银河化工】公司点评_国恩股份(002768.SZ)_21Q3 净利同增 8.8%，看好公司未来成长属性_20211029

【银河化工】公司点评_国恩股份(002768.SZ)_21H1 业绩符合预期，各业务仍处成长快车道_20210820

【银河化工】公司点评报告_化工行业_国恩股份(002768.SZ)_20 年业绩大幅增长，新材料平台驶入成长快车道_20210413

- **投资建议** 预计 2023-2025 年公司营收分别为 179.7、205.1、222.9 亿元，同比增长 34.1%、14.2%、8.7%；归母净利润分别为 7.9、9.6、11.1 亿元，同比增长 19.3%、21.1%、16.0%；EPS 分别为 2.92、3.53、4.10 元，对应 PE 分别为 8.3、6.9、5.9 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 业务开拓不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险，新建项目达产不及预期的风险等。
- **主要财务指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13406.44	17971.74	20514.80	22291.46
增长率	37.28%	34.05%	14.15%	8.66%
归母净利润 (百万元)	663.11	791.24	957.78	1110.78
增长率	3.14%	19.32%	21.05%	15.98%
EPS (元)	2.44	2.92	3.53	4.10
PE	9.96	8.33	6.88	5.93

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn