

大化工产业承压，“一体两翼”助力规模扩张

核心观点：

- **事件** 公司发布半年度报告，2023年上半年实现营业收入79.3亿元，同比增长29.4%；实现归母净利润2.51亿元，同比下降33.9%。其中，23Q2单季度实现营业收入43.2亿元，同比增长27.0%、环比增长19.4%；实现归母净利润1.47亿元，同比下降43.3%、环比增长43.7%。
- **各板块业务同步发力，公司H1营收逆势增长** 上半年，公司充分发挥纵向一体化平台优势，各板块业务同步发力，营收规模逆势增长。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营业收入同比分别增长47.9%、24.1%、189.3%。改性材料领域，公司深度挖掘家电、汽车等传统市场，聚力开发新能源、家居建材、通讯、电缆、储能等细分市场。同时，公司加快开发新能源产业链相关PE、PO、PPO材料，并大力推广无卤阻燃增强PA6材料在电池隔板领域的运用，对新能源产业链客户群体供货量稳步提升。复合材料领域，公司实现新能源汽车HP-RTM工艺巧克力超薄电池包上盖的量产，并向宁德时代批量供货。绿色石化材料领域，浙江一塑一期PS、江苏国恒PP树脂销量稳步提升。大化工产业毛利率10.0%，同比下降6.8个百分点，拖累H1业绩表现。大健康产业方面，公司明胶、空心胶囊业务实现量价齐升。明胶、胶原蛋白及其衍生品、生物医药及保健品营业收入同比分别增长8.4%、13.6%。其中，健康产业整体毛利率25.7%，同比略微下降1.2个百分点，继续保持较强的盈利韧性。
- **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项目已全面投产，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。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。公司已实现新能源汽车HP-RTM工艺巧克力超薄电池包上盖的量产，向头部企业宁德时代批量供货，并将该技术向其他领域深耕拓展。
- **大健康业务前景广阔，空心胶囊产能扩张进行时** 公司通过收购东宝生物以及由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240亿粒/年，正在全力推进“新型空心胶囊智能产业化项目”、“新型空心胶囊智能产业化扩产项目”建设，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。

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

研究助理

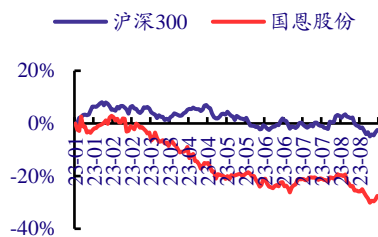
翟启迪

☎: 8610-80927677

✉: zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

市场表现

2023.8.29



资料来源: iFind, 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_营收稳步增长，“一体两翼”规模优势凸显_20230426

【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 167.50、196.68、211.85 亿元；归母净利润分别为 6.14、8.35、10.67 亿元，同比分别增长-7.42%、36.03%、27.76%；EPS 分别为 2.26、3.08、3.93 元，对应 PE 分别为 9.85、7.24、5.67 倍，维持“推荐”评级。

- **主要财务指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13406.44	16750.04	19668.37	21184.58
增长率	37.28%	24.94%	17.42%	7.71%
归母净利润(百万元)	663.11	613.89	835.10	1066.93
增长率	3.14%	-7.42%	36.03%	27.76%
EPS(元)	2.44	2.26	3.08	3.93
PE	9.14	9.85	7.24	5.67

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示** 原材料价格大幅上涨的风险，业务开拓不及预期的风险，经营规模扩大带来的管理风险等。

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，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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

机构请致电：

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

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

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn