

Q3 盈利承压，“一体两翼”持续扩张

国恩股份（002768.SZ）

推荐（维持评级）

核心观点：

- **事件** 公司发布三季度报告，2023 年前三季度合计实现营业收入 126.7 亿元，同比增长 22.4%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比下降 29.3%。其中，Q3 单季实现营业收入 47.4 亿元，同比增长 12.2%、环比增长 9.7%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比下降 18.0%、环比下降 13.7%。
- **Q3 营收规模持续扩张，盈利能力有所下降** 一方面，公司第三季度营收环比持续增长，业务规模稳步扩张。另一方面，受国际原油价格上涨影响，PS、ABS、PP 等市场价环比均有所上行，预计公司原料端成本压力有所加大，叠加下游市场需求复苏相对缓慢等因素影响，Q3 公司销售毛利率 9.8%，环比略微下降 0.9 个百分点。第四季度以来，PS、ABS、PP 等市场价有所回落，同时 PS 价差（苯乙烯）环比有所回升，或有助于公司盈利企稳修复。
- **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。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，供货量稳步提升。
- **围绕“胶原+”推动纵向一体化，大健康业务前景广阔** 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。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。此外，公司计划紧密围绕“胶原+”，推进胶原在“医、健、食、美”全方位创新应用和深度布局，充分依托产能优势，构建“明胶-胶原蛋白-胶原+终端系列”、“明胶-胶囊-胶原+终端系列”产业链一体化发展模式，打造多维度纵向一体化产品矩阵，力争实现收入结构多元化、高值化、成为国货胶原领导品牌。
- **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 4.95、6.71、8.11 亿元，同比分别增长-25.34%、35.58%、20.85%；EPS 分别为 1.83、2.47、2.99 元，对应 PE 分别为 11.44、8.44、6.98 倍，维持“推荐”评级。
- **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

任文坡

☎：010-80927675

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520080001

研究助理

翟启迪

☎：010-80927677

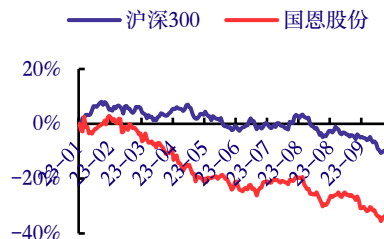
✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2023-10-30

股票代码	002768.SZ
A 股收盘价（元）	20.88
上证指数	3021.55
总股本/实际流通 A 股（万股）	27125/17675
流通 A 股市值（亿元）	36.91

相对沪深 300 表现图



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-大化工产业承压，“一体两翼”规模稳步扩张_20230829

【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

● **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	495.10	671.26	811.21
增长率	3.14%	-25.34%	35.58%	20.85%
EPS（元）	2.44	1.83	2.47	2.99
PE	8.56	11.44	8.44	6.98

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8433.91	9519.70	10869.30	12039.47	营业收入	13406.44	16750.04	19668.37	21184.58
现金	1985.96	1115.67	1000.69	1513.62	营业成本	11645.61	15109.95	17679.24	18921.93
应收账款	1589.50	2159.44	2495.41	2672.89	营业税金及附加	42.33	46.90	55.07	59.32
其它应收款	97.22	86.89	113.20	123.20	营业费用	90.95	107.20	125.88	135.58
预付账款	1499.36	1682.93	2063.85	2212.99	管理费用	188.75	217.75	255.69	275.40
存货	2432.52	3359.28	3898.29	4147.14	财务费用	88.27	111.63	121.82	139.20
其他	829.34	1115.49	1297.87	1369.63	资产减值损失	-182.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4319.20	4990.29	5622.32	6122.26	公允价值变动收益	-0.75	0.00	0.00	0.00
长期投资	22.69	29.17	35.09	39.11	投资净收益	-3.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	2211.70	2691.35	3066.40	3363.23	营业利润	778.23	628.99	830.78	1007.02
无形资产	731.48	948.10	1166.66	1351.77	营业外收入	9.14	5.00	0.00	0.00
其他	1353.33	1321.67	1354.16	1368.14	营业外支出	3.76	15.00	0.00	0.00
资产总计	12753.11	14509.99	16491.62	18161.73	利润总额	783.62	618.99	830.78	1007.02
流动负债	5250.86	6211.39	7228.71	7772.36	所得税	60.18	49.52	66.46	80.56
短期借款	1166.34	1516.34	1716.34	1916.34	净利润	723.44	569.47	764.32	926.46
应付账款	838.31	1026.51	1211.18	1303.67	少数股东损益	60.33	74.37	93.05	115.25
其他	3246.21	3668.55	4301.20	4552.36	归属母公司净利润	663.11	495.10	671.26	811.21
非流动负债	1600.90	1869.31	2069.31	2269.31	EBITDA	1098.04	976.21	1249.16	1484.76
长期借款	1397.53	1647.53	1847.53	2047.53	EPS（元）	2.44	1.83	2.47	2.99
其他	203.36	221.78	221.78	221.78	主要财务比率				
负债合计	6851.76	8080.71	9298.02	10041.68	营业收入	37.28%	24.94%	17.42%	7.71%
少数股东权益	1829.25	1903.63	1996.68	2111.93	营业利润	4.33%	-19.18%	32.08%	21.21%
归属母公司股东权益	4072.10	4525.65	5196.92	6008.13	归属母公司净利润	3.14%	-25.34%	35.58%	20.85%
负债和股东权益	12753.11	14509.99	16491.62	18161.73	毛利率	13.13%	9.79%	10.11%	10.68%
现金流量表（百万元）					净利率	4.95%	2.96%	3.41%	3.83%
经营活动现金流	359.22	-356.54	548.83	1102.62	ROE	16.28%	10.94%	12.92%	13.50%
净利润	723.44	569.47	764.32	926.46	ROIC	8.88%	6.62%	7.74%	8.34%
折旧摊销	226.00	245.59	296.56	338.54	资产负债率	53.73%	55.69%	56.38%	55.29%
财务费用	93.16	115.46	135.21	151.21	净负债比率	116.10%	125.69%	129.25%	123.67%
投资损失	1.97	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.61	1.53	1.50	1.55
营运资金变动	-877.63	-1310.21	-647.26	-313.59	速动比率	0.84	0.71	0.67	0.72
其它	192.28	23.15	0.00	0.00	总资产周转率	1.18	1.23	1.27	1.22
投资活动现金流	-831.67	-930.77	-928.59	-838.48	应收帐款周转率	9.15	8.94	8.45	8.20
资本支出	-757.59	-928.90	-917.81	-827.71	应付帐款周转率	17.06	16.21	15.80	15.05
长期投资	4.67	-9.71	-10.78	-10.77	每股收益	2.44	1.83	2.47	2.99
其他	-78.76	7.84	0.00	0.00	每股经营现金	1.32	-1.31	2.02	4.06
筹资活动现金流	909.41	416.80	264.79	248.79	每股净资产	15.01	16.68	19.16	22.15
短期借款	164.39	350.00	200.00	200.00	P/E	8.54	11.44	8.44	6.98
长期借款	600.93	250.00	200.00	200.00	P/B	1.39	1.25	1.09	0.94
其他	144.09	-183.20	-135.21	-151.21	EV/EBITDA	8.24	8.48	7.04	5.84
现金净增加额	439.43	-870.29	-114.98	512.93	PS	0.42	0.34	0.29	0.27

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

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。

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。

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：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_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