

## 多业务同步发力，“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 2023 年度报告和 2024 年一季报，2023 年公司实现营业收入 174.39 亿元，同比增长 30.08%；归母净利润 4.66 亿元，同比下降 29.67%。2024 年一季度实现营业收入 44.22 亿元，同比增长 22.35%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 19.70%。
- 大化工与大健康板块同步发力，全年营收规模逆势扩张** 公司充分发挥纵向一体化产业平台优势，不断丰富产品结构，持续开拓客户群体，提升在细分市场占有量。2023 年公司各板块业务同步发力，全年营收规模实现逆势增长。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收稳步增长，同比增速分别为 28.26%、38.19%、155.83%，主要系销量大幅增长所致。其中，改性材料、复合材料、绿色石化材料及新材料销量同比分别增长 51.94%、63.28%、181.69%。大健康产业方面，营收同比增长 3.47%，毛利率同比增加 0.91 个百分点。其中，空心胶囊销量同比增长 2.98%。子公司东宝生物核心产品新客户进一步增加，同时大力开展出口业务带动出口收入同比增长 67.54%，为后续主营业务国际化奠定良好基础。
- 持续完善纵向一体化布局，“新材料+”助力大化工全面升级** 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 PS 单体生产工厂。江苏国恒 20 万吨/年 PP 树脂已全面投产。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产品量产，向头部企业宁德时代等批量供货，目前正积极推动动力电池复合材料箱体的产品研发及市场开拓工作。此外，公司计划适时启动高性能聚烯烃弹性体项目、POE 光伏胶膜一体化项目、可降解聚 3-羟基丁酸酯（PHB）项目等，届时或为公司注入中长期成长动能，推动公司在大化工领域的全面升级。
- 空心胶囊产能持续增长，“胶原+”推动大健康版图持续扩张** 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。随着“150 亿粒/年新型空心胶囊智能产业化项目”全面达产，益青生物现有空心胶囊产能 390 亿粒/年；目前正全力推进新型空心胶囊智能产业化扩产项目，随着该项目全面投产，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+”，创新推进胶原在“医、健、食、美”全方位深度应用和布局，适时启动产业一体化战略，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，打造多赛道纵向一体化产品。力争实现收入结构多元化、高值化、成为国货胶原领导品牌。

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

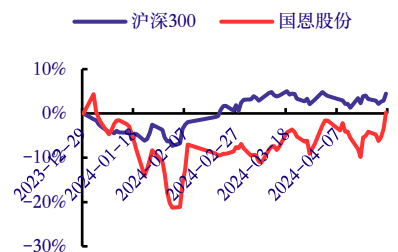
✉：zhaiqidi\_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-4-26

A 股收盘价（元）	21.46
股票代码	002768.SZ
A 股一年内最高价/最低价（元）	25.09/15.85
上证指数	3088.64
总股本/实际流通 A 股（万股）	27125/17675
流通 A 股市值（亿元）	37.93

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\_Q3 盈利承压，“一体两翼”持续扩张 20231030

【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

- **投资建议** 预计 2024-2026 年公司营收分别为 213.10、239.44、270.50 亿元；归母净利润分别为 6.35、8.14、10.72 亿元，同比分别增长 36.30%、28.17%、31.68%；EPS 分别为 2.34、3.00、3.95 元，对应 PE 分别为 9.17、7.15、5.43 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，项目建设不及预期的风险等。
- **主要财务指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17439	21310	23944	27050
增长率	30.08%	22.20%	12.36%	12.97%
归母净利润（百万元）	466	635	814	1072
增长率	-29.67%	36.30%	28.17%	31.68%
EPS（元）	1.72	2.34	3.00	3.95
PE	12.49	9.17	7.15	5.43

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>10295.31</b>	<b>12359.83</b>	<b>13568.67</b>	<b>15114.50</b>	营业收入	17438.78	21309.96	23944.47	27049.58
现金	3006.81	3334.01	3771.76	4225.83	营业成本	15702.05	19217.47	21485.51	24145.27
应收账款	2444.49	2773.60	3078.30	3471.88	营业税金及附加	46.18	59.67	67.04	75.74
其它应收款	106.42	132.39	152.03	169.40	营业费用	122.35	155.56	174.79	197.46
预付账款	677.91	960.87	1074.28	1207.26	管理费用	207.52	255.72	287.33	324.59
存货	3085.15	3839.16	4085.12	4475.36	财务费用	96.45	108.84	121.18	122.62
其他	974.54	1319.80	1407.20	1564.77	资产减值损失	-144.39	-150.00	-150.00	-150.00
<b>非流动资产</b>	<b>4757.89</b>	<b>4997.59</b>	<b>5380.62</b>	<b>5721.65</b>	公允价值变动收益	-0.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	21.59	21.59	21.59	21.59	投资净收益	-11.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	2672.95	2997.98	3281.01	3522.04	营业利润	577.69	779.95	962.10	1253.55
无形资产	783.40	783.40	783.40	783.40	营业外收入	3.22	2.00	0.00	0.00
其他	1279.95	1194.62	1294.62	1394.62	营业外支出	11.40	15.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>15053.21</b>	<b>17357.43</b>	<b>18949.30</b>	<b>20836.15</b>	利润总额	569.51	766.95	962.10	1253.55
<b>流动负债</b>	<b>6353.23</b>	<b>7884.32</b>	<b>8632.39</b>	<b>9451.81</b>	所得税	38.32	76.69	96.21	125.36
短期借款	1385.29	1885.29	1985.29	2085.29	净利润	531.19	690.25	865.89	1128.20
应付账款	754.24	1125.33	1230.86	1356.22	少数股东损益	65.29	55.22	51.95	56.41
其他	4213.69	4873.70	5416.23	6010.30	归属母公司净利润	465.89	635.03	813.94	1071.79
<b>非流动负债</b>	<b>2320.01</b>	<b>2524.52</b>	<b>2624.52</b>	<b>2724.52</b>	EBITDA	958.05	1150.76	1400.26	1735.14
长期借款	1821.16	2021.16	2121.16	2221.16	EPS (元)	1.72	2.34	3.00	3.95
其他	498.86	503.36	503.36	503.36					
<b>负债合计</b>	<b>8673.24</b>	<b>10408.84</b>	<b>11256.90</b>	<b>12176.33</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1904.47	1959.69	2011.64	2068.05	营业收入	30.08%	22.20%	12.36%	12.97%
归属母公司股东权益	4475.50	4988.90	5680.75	6591.77	营业利润	-25.77%	35.01%	23.35%	30.29%
<b>负债和股东权益</b>	<b>15053.21</b>	<b>17357.43</b>	<b>18949.30</b>	<b>20836.15</b>	归属母公司净利润	-29.67%	36.30%	28.17%	31.68%
					毛利率	9.96%	9.82%	10.27%	10.74%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	2.67%	2.98%	3.40%	3.96%
<b>经营活动现金流</b>	<b>488.11</b>	<b>427.69</b>	<b>1231.03</b>	<b>1294.03</b>	ROE	10.41%	12.73%	14.33%	16.26%
净利润	531.19	690.25	865.89	1128.20	ROIC	6.16%	6.72%	7.69%	8.95%
折旧摊销	267.86	274.97	316.97	358.97	资产负债率	57.62%	59.97%	59.41%	58.44%
财务费用	113.49	153.94	171.19	179.19	净负债比率	16.75%	20.78%	15.68%	11.00%
投资损失	11.51	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.62	1.57	1.57	1.60
营运资金变动	-634.19	-908.94	-323.03	-572.33	速动比率	1.01	0.94	0.96	0.98
其它	198.27	217.46	200.00	200.00	总资产周转率	1.25	1.31	1.32	1.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>-790.49</b>	<b>-526.08</b>	<b>-700.00</b>	<b>-700.00</b>	应收帐款周转率	8.65	8.17	8.18	8.26
资本支出	-738.48	-513.08	-700.00	-700.00	应付帐款周转率	19.72	20.45	18.24	18.67
长期投资	-3.60	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.72	2.34	3.00	3.95
其他	-48.41	-13.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.80	1.58	4.54	4.77
<b>筹资活动现金流</b>	<b>748.93</b>	<b>425.71</b>	<b>-93.28</b>	<b>-139.96</b>	每股净资产	16.50	18.39	20.94	24.30
短期借款	218.96	500.00	100.00	100.00	P/E	12.49	9.17	7.15	5.43
长期借款	423.62	200.00	100.00	100.00	P/B	1.30	1.17	1.02	0.88
其他	106.35	-274.29	-293.28	-339.96	EV/EBITDA	7.18	6.31	5.02	3.90
<b>现金净增加额</b>	<b>446.76</b>	<b>327.21</b>	<b>437.74</b>	<b>454.07</b>	P/S	0.33	0.27	0.24	0.22

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。

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

## 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