

基础化工

2025 年 04 月 28 日

国恩股份 (002768)

——产销提升叠加负商誉并入，24 年利润同比高增，费用端扰动，25Q1 业绩基本符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 25 日

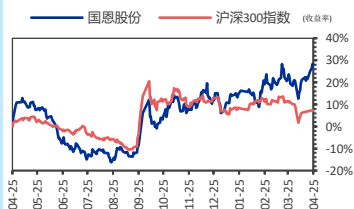
收盘价 (元)	26.70
一年内最高/最低 (元)	27.03/16.86
市净率	1.5
股息率% (分红/股价)	0.67
流通 A 股市值 (百万元)	4,719
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	18.58
资产负债率%	62.55
总股本/流通 A 股 (百万)	271/177
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《国恩股份 (002768) 深度：内生外延开启加速成长，成本改善或助盈利提升》
2025/03/20

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

李绍程
(8621)23297818×
lisc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报，业绩符合预期。**24 年公司实现营业收入 192.20 亿元 (YoY+10%)，归母净利润 6.76 亿元 (YoY+45%)，扣非后归母净利润 5.31 亿元 (YoY+15%)，业绩符合预期。其中 24Q4 公司实现营业收入为 50.59 亿元 (YoY+6%，QoQ+5%)，归母净利润为 2.18 亿元 (YoY+149%，QoQ+19%)，扣非后归母净利润为 1.15 亿元 (YoY+30%，QoQ-23%)。24 年公司业绩同比大幅提升的主要原因为改性塑料和复合材料销量提升对冲盈利下滑，计提资产及信用减值损失同比减少 0.88 亿元至 1.01 亿元，因收购香港石化和国恩东明产生的合并商誉带来营业外收入增加 1.68 亿元。
- **费用端扰动，25Q1 业绩基本符合预期，拟启动港交所上市开启全球化布局。**25Q1 公司实现营业收入为 44.12 亿元 (YoY-0.23%，QoQ-13%)，归母净利润为 1.11 亿元 (YoY-10%，QoQ-49%)，扣非后归母净利润为 1.02 亿元 (YoY-17%，QoQ-11%)，财务费用同比增加 1493 万元，其他收益同比减少 1350 万元，业绩基本符合预期。为深入推进公司全球化战略布局，打造国际化资本运作平台，加快构建国内国际双循环格局，进一步助推公司产业全球化布局升维，公司拟启动港交所上市流程。
- **改性塑料量增利减，产品矩阵高端化迭代。**24 年公司实现有机高分子改性材料销量 106.32 万吨 (YoY+7%)，销售毛利 9.67 亿元 (YoY-3%)，单吨毛利润 909 元 (同比-89 元)。公司已实现从通用改性材料到高端特种材料的矩阵化迭代升级，产品种类涉及 PP、PS、ABS、PC、PA、PPA、PEEK 及其他特种材料。
- **复合材料销量高增，新能源向低空领域拓展。**24 年公司实现有机高分子复合材料销量 34.96 万吨 (YoY+23%)，销售毛利 2.94 亿元 (YoY-1%)，单吨毛利润 841 元 (同比-206 元)。公司拥有多种复合材料开发经验以及 SMC 模压、HP-RTM (高压树脂传递模压成型)、碳纤维设计成型及自动铺丝等多种先进制造工艺，已在新能源复合材料巧克力超薄 (HP-RTM) 电池包、新能源汽车充电桩实现突破，导入宁德时代、比亚迪供应体系，未来将重点拓展低空 eVTOL 结构材料及智能穿戴轻量化材料等领域。
- **收购香港石化及国恩东明优质资产，一体化优势再加深。**24 年公司实现绿色石化产品销量 44.64 万吨 (YoY+18%)，销售毛利 1.87 亿元 (YoY+7%)，毛利率 4.84% (YoY-0.87 pct)。24 年内公司收购香港石化 99.99% 股权，其 25 万吨 PS 采用意大利 Eni Versalis 连续本体法工艺，品质对标海外高端牌号，较国内具备溢价；参与中信国安 (已更名为国恩东明) 破产重整，取得其 67% 股权，其 20 万吨/年苯乙烯联产 8 万吨/年环氧丙烷装置采用先进的乙苯共氧化法工艺技术，帮助公司真正实现“单体-树脂-改性材料-终端制品”的一体化布局。公司正积极推进香港石化及国恩东明的产能恢复工作，后续增量值得期待。
- **大健康产业短期承压，产能扩张持续推进。**24 年子公司东宝生物实现归母净利润 0.86 亿元 (YoY-28%)，主要系下游药品降价，客户去库影响，公司明胶系列产品量价下滑。东宝生物现有 1.35 万吨明胶产能、益青生物现有 390 亿粒空心胶囊产能，“新型空心胶囊智能产业化扩产项目”投产后，产能将增长至 700 亿粒，规模及产品矩阵将位列国内前列。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 7.06、9.36 亿元，同时新增 2027 年预测为 10.68 亿元，EPS 分别为 2.60/3.45/3.94 元/股，当前市值对应 PE 分别为 10X、8X、7X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；下游需求不及预期；油价大幅波动。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	19,220	4,412	21,041	24,941	28,870
同比增长率 (%)	10.2	-0.2	9.5	18.5	15.8
归母净利润 (百万元)	676	111	706	936	1,068
同比增长率 (%)	45.2	-9.8	4.4	32.6	14.1
每股收益 (元/股)	2.52	0.42	2.60	3.45	3.94
毛利率 (%)	8.7	8.8	8.6	8.8	9.0
ROE (%)	13.6	2.2	12.5	14.2	13.9
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,439	19,220	21,041	24,941	28,870
其中: 营业收入	17,439	19,220	21,041	24,941	28,870
减: 营业成本	15,702	17,545	19,232	22,741	26,269
减: 税金及附加	46	45	49	58	58
主营业务利润	1,691	1,630	1,760	2,142	2,543
减: 销售费用	122	135	126	150	202
减: 管理费用	208	208	168	175	260
减: 研发费用	566	591	589	698	837
减: 财务费用	96	111	142	147	161
经营性利润	699	585	735	972	1,083
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-44	3	-10	-10	-10
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-144	-104	-60	-50	-50
加: 投资收益及其他	72	134	150	158	168
营业利润	578	621	814	1,072	1,191
加: 营业外净收入	-8	164	10	10	10
利润总额	570	785	824	1,082	1,201
减: 所得税	38	76	67	87	97
净利润	531	709	757	994	1,104
少数股东损益	65	32	51	58	36
归属于母公司所有者的净利润	466	676	706	936	1,068

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。