

强化两翼布局，纵向一体化驱动成长

2025 年 4 月 29 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告。公司 2024 年、25Q1 分别实现营业收入 192.20、44.12 亿元，同比分别增长 10.21%、-0.23%；实现归母净利润 6.76、1.11 亿元，同比分别变化 45.18%、-9.79%。
- 大化工产销持续放量，2024 年公司营收逆势增长。**2024 年公司充分发挥“一体两翼”的纵向一体化产业平台优势，不断丰富产品结构、持续深挖客户需求，推动营收规模逆势增长 10.21%。其中，大化工、大健康业务分别实现营业收入 173.69、8.50 亿元，同比分别变化 11.62%、-12.39%。大化工板块，2024 年公司有机高分子改性材料、有机高分子复合材料、绿色石化材料及新材料销量分别为 106.32、34.96、44.64 万吨，同比分别增长 6.70%、23.05%、17.98%；大健康板块，药用、食用明胶系列产品和空心胶囊销量分别为 6887.26 吨、288.17 亿粒，同比分别变化-30.66%、18.27%。其中，宏观经济形势、医药集采政策变化导致药品价格下降、客户去库存等，阶段性影响药用、食用明胶系列产品销量。盈利能力方面，2024 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 8.71%、3.69%，同比分别变动-1.25、0.64 个百分点。主要产品销量的增长一定程度上对冲了毛利率窄幅回落的影响。此外，净利率提升或与费用管控能力增强、非同一控制下的合并商誉增多带动营业外收入提升等因素有关。
- 大化工：基本盘业务预期稳健，一体化布局赋能成长。**短期来看，公司改性塑料、复合材料基本盘业务有望保持稳健增长。一方面，政策加码刺激内需，我国白色家电、新能源汽车产量持续增长，有望提振上游改性塑料、复合材料需求。25Q1 我国家用电冰箱、家用洗衣机、空调、新能源汽车产量分别同比增长 3.7%、13.9%、9.7%、50.4%。另一方面，国际油价重心回落，有望适度缓解改性塑料、复合材料成本端压力，利于盈利能力修复。短中期来看，公司持续发挥资源整合能力，向上游延伸布局提升核心竞争力。目前公司拥有国恩一塑（一期）60 万吨/年 PS、江苏国恒 20 万吨/年 PP 树脂、日照国恩 12 万吨/年 EPS 产能，2024 年公司通过资源整合取得香港石化 25 万吨/年 PS、国恩化学（东明）20 万吨/年苯乙烯、8 万吨/年环氧丙烷等产能。未来公司将积极推动国恩化学（东明）各生产装置的产能恢复，进一步释放成长动能。此外，公司核心技术储备丰富，计划结合行业发展趋势和市场需求适时启动 10 万吨/年 PHB 项目、10 万吨/年碳九混合芳烃预加氢项目、5000 吨/年端烯类化合物及催化剂项目、2000 吨/年高耐热耐化学性间规聚苯乙烯项目、2 万吨/年异壬酸及异壬酸基高端润滑油脂项目、20 万吨/年高性能聚烯烃弹性体项目，推动公司在大化工领域的全面升级。
- 大健康：坚定“胶原+”战略，空心胶囊产能持续扩张。**公司控股东宝生物，以及由东宝生物收购益青生物股份，完成内部资源整合，打通明胶产业链，实现明胶到空心胶囊产业纵向一体化延伸。东宝生物拥有明胶产能 13500 吨/年、益青生物拥有空心胶囊产能 390 亿粒/年，未来随着益青生物“新型空心胶囊智能产业化扩产项目”全部投产，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。2024 年益青生物积极开展海外市场布局，空心胶囊出口业务实现稳健增长，为后续产能释放奠定扎实基础。

国恩股份（002768.SZ）

推荐 维持评级

分析师

翟启迪

☎：010-8092-7677

✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

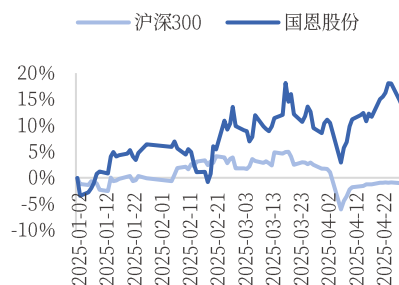
市场数据

2025-4-29

股票代码	002768.SZ
A 股收盘价（元）	25.72
上证指数	3286.65
总股本（万股）	27125
实际流通 A 股（万股）	17675
流通 A 股市值（亿元）	45.46

相对沪深 300 表现图

2025-4-29



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_24Q3 业绩表现稳健，内伸外延赋能成长_20241104
- 【银河化工】公司点评_国恩股份_多业务同步发力，“一体两翼”持续扩张_20240426
- 【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

- **投资建议：**预计 2025-2027 年公司营收分别为 214.30、253.44、283.26 亿元；归母净利润分别为 7.26、9.77、11.81 亿元，同比分别增长 7.39%、34.52%、20.87%；EPS 分别为 2.68、3.60、4.35 元，对应 PE 分别为 9.60、7.14、5.91 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。
- **主要财务指标预测**

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	19220	21430	25344	28326
增长率	10.21%	11.50%	18.26%	11.77%
归母净利润（百万元）	676	726	977	1181
增长率	45.18%	7.39%	34.52%	20.87%
摊薄 EPS（元）	2.49	2.68	3.60	4.35
PE	10.31	9.60	7.14	5.91

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）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11013.60	12148.89	13288.69	14556.44
现金	3024.97	4207.88	5645.87	7129.24
应收账款	2746.93	2744.27	2751.59	2681.19
其它应收款	24.93	26.79	24.64	25.97
预付账款	687.73	693.17	692.50	683.16
存货	3377.66	3262.81	2976.03	2832.44
其他	1151.39	1213.98	1198.06	1204.44
非流动资产	7337.85	7700.44	8002.96	8257.88
长期投资	212.49	212.49	212.49	212.49
固定资产	3428.47	3601.83	3756.85	3864.27
无形资产	968.59	993.59	1018.59	1043.59
其他	2728.29	2892.52	3015.02	3137.52
资产总计	18351.45	19849.33	21291.65	22814.31
流动负债	7104.54	7605.94	7823.09	7938.94
短期借款	1594.35	1809.35	2024.35	2239.35
应付账款	841.60	867.82	865.63	859.32
其他	4668.58	4928.76	4933.11	4840.27
非流动负债	4214.58	4541.89	4866.89	5191.89
长期借款	2565.47	2865.47	3165.47	3465.47
其他	1649.11	1676.41	1701.41	1726.41
负债合计	11319.12	12147.82	12689.98	13130.82
少数股东权益	2061.73	2092.00	2122.22	2152.50
归属母公司股东权益	4970.60	5609.51	6479.45	7530.99
负债和股东权益	18351.45	19849.33	21291.65	22814.31

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	552.86	1460.31	2056.41	2143.09
净利润	708.72	756.66	1007.36	1211.39
折旧摊销	279.61	514.13	562.48	610.08
财务费用	137.24	165.04	177.63	195.65
投资损失	13.94	12.86	10.14	11.33
营运资金变动	-753.67	-51.36	170.34	-43.53
其它	167.02	62.98	128.47	158.17
投资活动现金流	-941.54	-854.95	-873.60	-874.50
资本支出	-362.38	-832.79	-863.47	-863.17
长期投资	-614.10	-0.50	0.00	0.00
其他	34.93	-21.66	-10.14	-11.33
筹资活动现金流	659.55	583.25	255.18	214.78
短期借款	209.06	215.00	215.00	215.00
长期借款	744.32	300.00	300.00	300.00
其他	-293.83	68.25	-259.82	-300.22
现金净增加额	269.97	1182.91	1437.99	1483.37

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19219.87	21429.92	25343.86	28325.58
营业成本	17545.34	19525.97	23083.42	25779.49
营业税金及附加	44.65	49.29	58.29	65.15
营业费用	135.05	128.58	131.79	135.96
管理费用	207.66	210.01	215.42	223.77
财务费用	110.78	119.66	114.51	110.96
资产减值损失	-103.58	-105.00	-135.00	-165.00
公允价值变动收益	1.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-13.94	-12.86	-10.14	-11.33
营业利润	621.05	788.45	1090.95	1312.73
营业外收入	170.86	40.00	10.00	10.00
营业外支出	6.71	6.00	6.00	6.00
利润总额	785.21	822.45	1094.95	1316.73
所得税	76.49	65.80	87.60	105.34
净利润	708.72	756.66	1007.36	1211.39
少数股东损益	32.34	30.27	30.22	30.28
归属母公司净利润	676.38	726.39	977.13	1181.10
EBITDA	1040.67	1456.25	1771.95	2037.77
EPS（元）	2.49	2.68	3.60	4.35

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10.21%	11.50%	18.26%	11.77%
营业利润	7.51%	26.95%	38.37%	20.33%
归属母公司净利润	45.18%	7.39%	34.52%	20.87%
毛利率	8.71%	8.88%	8.92%	8.99%
净利率	3.52%	3.39%	3.86%	4.17%
ROE	13.61%	12.95%	15.08%	15.68%
ROIC	5.63%	6.32%	7.34%	7.83%
资产负债率	61.68%	61.20%	59.60%	57.56%
净负债比率	30.62%	23.40%	10.51%	-0.41%
流动比率	1.55	1.60	1.70	1.83
速动比率	0.96	1.06	1.22	1.38
总资产周转率	1.15	1.12	1.23	1.28
应收账款周转率	7.40	7.81	9.22	10.43
应付账款周转率	21.99	22.85	26.63	29.89
每股收益	2.49	2.68	3.60	4.35
每股经营现金	2.04	5.38	7.58	7.90
每股净资产	18.32	20.68	23.89	27.76
P/E	10.31	9.60	7.14	5.91
P/B	1.40	1.24	1.08	0.93
EV/EBITDA	8.08	6.03	4.45	3.40
P/S	0.36	0.33	0.28	0.25

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。

翟启迪，中国社会科学院研究生院金融硕士。曾就职于方正中期期货研究院，2年化工类大宗商品研究经验。2022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。

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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn