

业绩稳健增长，大化工持续进击

2025 年 10 月 30 日

核心观点

- 事件：**公司发布三季度报告，2025 年前三季度合计实现营业收入 154.97 亿元，同比增长 9.44%；实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 34.24%。其中，Q3 单季实现营业收入 57.43 亿元，同比增长 18.81%、环比增长 7.52%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比增长 46.67%、环比增长 14.66%。
- 业务规模持续扩张，盈利能力筑底回升。**前三季度我国白色家电、新能源汽车市场规模持续扩张，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 1.5%、7.5%、4.4%、35.2%。公司聚焦主业发展，充分发挥大化工、大健康为两翼的纵向一体化产业平台优势，驱动业务规模稳步扩张，盈利能力同比提升。前三季度公司销售毛利率、销售净利率分别为 10.54%、4.00%，同比分别增加 2.27、0.56 个百分点，或与原材料成本压力减轻、下游需求跟进等因素有关。分季度来看，25Q3 公司业务规模进一步扩张，盈利能力稳中有升，销售毛利率、销售净利率分别为 11.24%、4.75%，同比分别增加 3.32、0.89 个百分点，环比分别增加 0.04、0.39 个百分点。我们认为，未来随着上游绿色石化材料板块产能持续释放，改性材料、复合材料市场稳步扩张，叠加机器人领域相关业务的推进，公司成长动能有望持续释放。
- 大化工：基本盘业务稳健，一体化与高端化同步推进。**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，在国内新能源汽车购置税减免政策、家电企业深化出海布局等因素驱动下，预计汽车、家电等领域消费有望保持稳健增长，进而提振上游改性塑料、复合材料需求。另一方面，国际油价重心回落，改性塑料、复合材料成本端压力有所缓解，盈利能力修复持续兑现。短中期来看，公司通过战略投资国恩化学（东明）20 万吨/年苯乙烯联产 8 万吨/年环氧丙烷项目、国恩一塑 100 万吨/年 PS 项目、香港石化 25 万吨/年 PS 项目、日照国恩 12 万吨/年 EPS 项目等，向上游延伸布局，利用规模效应取得成本优势，强化公司核心竞争力。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，公司计划战略性启动机器人产业布局，拟通过国恩化学建设 1000 吨/年的 PEEK 材料产能，打造“PEEK 树脂-预浸带-高端复合材料结构部件”一体化供应链，把握机器人产业发展机遇，增强公司在高端工程塑料领域的竞争力。
- 大健康：紧密围绕“胶原+”，空心胶囊产能持续扩张。**在大健康领域，公司通过构建覆盖原料（明胶、胶原蛋白）-剂型载体（空心胶囊）-终端产品（胶原+系列）的产业链，紧密围绕“胶原+”，全力推进胶原在“医、美、健、食”以及新材料领域的全方位深度应用和布局。东宝生物拥有明胶产能 13500 吨/年、胶原蛋白产能 4300 吨/年，益青生物拥有空心胶囊产能 390 亿粒/年，待 300 亿粒/年“新型空心胶囊智能产业化扩产项目”全部投产后，将具有近 700 亿粒/年空心胶囊的规模，益青生物将成为国内单体空心胶囊产能位居前列、产品品种门类齐全、智能化程度较高的空心胶囊专业生产基地。
- 投资建议：**预计 2025-2027 年公司营收分别为 212.38、254.37、305.22 亿元；归母净利润分别为 8.39、10.20、12.22 亿元，同比分别增长 24.07%、21.52%、19.79%；EPS 分别为 3.09、3.76、4.50 元，对应 PE 分别为 16.84、13.86、11.57 倍，维持“推荐”评级。

国恩股份（股票代码：002768）

推荐 维持评级

分析师

王鹏

☎：010-80927713

✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

翟启迪

☎：010-80927677

✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

市场数据

2025 年 10 月 29 日

股票代码	002768
A 股收盘价(元)	52.09
上证指数	4,016.33
总股本(万股)	27,125
实际流通 A 股(万股)	17,675
流通 A 股市值(亿元)	92

相对沪深 300 表现图 2025 年 10 月 29 日



资料来源：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_拟布局 PEEK 材料，大化工业务持续进击_20250731
- 【银河化工】公司点评_国恩股份_强化两翼布局，纵向一体化驱动成长_20250429
- 【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

- **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)	19,220	21,238	25,437	30,522
收入增长率%	10.21	10.50	19.77	19.99
归母净利润(百万元)	676	839	1,020	1,222
利润增长率%	45.18	24.07	21.52	19.79
摊薄 EPS(元)	2.49	3.09	3.76	4.50
PE	20.89	16.84	13.86	11.57

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	11,014	11,950	13,285	15,135
现金	3,025	3,552	4,907	6,752
应收账款	2,747	2,779	2,832	2,804
其它应收款	25	27	25	28
预付账款	688	675	686	730
存货	3,378	3,714	3,633	3,562
其他	1,151	1,204	1,202	1,258
非流动资产	7,338	7,685	7,988	8,243
长期投资	212	197	197	197
固定资产	3,428	3,602	3,757	3,864
无形资产	969	994	1,019	1,044
其他	2,728	2,893	3,015	3,138
资产总计	18,351	19,635	21,273	23,377
流动负债	7,105	7,500	7,809	8,304
短期借款	1,594	1,824	2,054	2,284
应付账款	842	845	857	918
其他	4,669	4,831	4,898	5,102
非流动负债	4,215	4,357	4,767	5,277
长期借款	2,565	2,705	3,105	3,605
其他	1,649	1,651	1,661	1,671
负债总计	11,319	11,857	12,576	13,581
少数股东权益	2,062	2,068	2,079	2,091
归属母公司股东权益	4,971	5,710	6,618	7,705
负债和股东权益	18,351	19,635	21,273	23,377

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	553	1,006	1,890	2,330
净利润	709	846	1,030	1,234
折旧摊销	280	514	562	610
财务费用	137	166	177	199
投资损失	14	25	31	37
营运资金变动	-754	-617	12	172
其他	167	72	78	78
投资活动现金流	-942	-874	-886	-892
资本支出	-362	-854	-855	-855
长期投资	-614	15	0	0
其他	35	-34	-31	-37
筹资活动现金流	660	400	351	407
短期借款	209	230	230	230
长期借款	744	140	400	500
其他	-294	30	-279	-323
现金净增加额	270	527	1,355	1,845

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,220	21,238	25,437	30,522
营业成本	17,545	19,009	22,854	27,547
税金及附加	45	55	66	79
销售费用	135	134	160	192
管理费用	208	261	293	330
研发费用	591	653	712	778
财务费用	111	162	168	178
资产减值损失	-104	-93	-93	-93
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益及其他	138	85	74	73
营业利润	621	955	1,165	1,398
营业外收入	171	15	15	15
营业外支出	7	3	3	3
利润总额	785	967	1,177	1,410
所得税	76	121	147	176
净利润	709	846	1,030	1,234
少数股东损益	32	7	10	12
归属母公司净利润	676	839	1,020	1,222
EBITDA	1,041	1,643	1,907	2,198
EPS（元）	2.49	3.09	3.76	4.50

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	10.2%	10.5%	19.8%	20.0%
营业利润增长率	7.5%	53.7%	22.0%	20.0%
归母净利润增长率	45.2%	24.1%	21.5%	19.8%
毛利率	8.7%	10.5%	10.2%	9.7%
净利率	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
ROE	13.6%	14.7%	15.4%	15.9%
ROIC	5.6%	7.3%	7.8%	8.2%
资产负债率	61.7%	60.4%	59.1%	58.1%
净资产负债率	30.6%	29.4%	18.1%	4.8%
流动比率	1.55	1.59	1.70	1.82
速动比率	0.96	0.99	1.13	1.29
总资产周转率	1.15	1.12	1.24	1.37
应收账款周转率	7.40	7.69	9.07	10.83
应付账款周转率	21.99	22.54	26.86	31.03
每股收益	2.49	3.09	3.76	4.50
每股经营现金流	2.04	3.71	6.97	8.59
每股净资产	18.32	21.05	24.40	28.41
P/E	20.89	16.84	13.86	11.57
P/B	2.84	2.47	2.14	1.83
EV/EBITDA	8.08	9.23	7.57	6.07
PS	0.74	0.67	0.56	0.46

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。

王鹏、翟启迪，化工行业分析师。

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	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		