

投资评级 优于大市 首次覆盖

国恩股份：大化工产业和大健康产业为两翼，全面推动各板块业务快速发展

股票数据

12月30日收盘价(元)	29.02
52周股价波动(元)	19.30-38.54
总股本/流通A股(百万股)	271/177
总市值/流通市值(百万元)	7872/5129

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.6	11.3	-12.9
相对涨幅(%)	-9.5	7.3	-10.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:李博

Tel:(021)23219646

Email:lb14830@haitong.com

证书:S0850522080002

投资要点:

- 2022年Q3实现扣非净利润1.45亿元，同比增加2.94%。**公司2022年第三季度实现营业收入42.21亿元，同比增长69.55%；实现归母净利润1.56亿元，同比增长9.81%；实现扣非净利润1.45亿元，同比增加2.94%。营业收入的增长主要系经营规模扩张、产品销售大幅增长和子公司纳入合并报表范围所致。财务费用受贷款利息增加和子公司纳入合并报表所致同比增加84.41%。
- 国恩股份：大化工产业和大健康产业为两翼，全面推动各版块业务快速发展。**国恩股份以纵向一体化产业平台为核心，以大化工产业和大健康产业为两翼，协同上下游产业链的研发、生产、服务、应用为一体，全面推动各版块业务的快速发展。国恩股份是国内新材料行业领军企业之一，专注于轻量化材料与功能性材料的研发生产二十年，为2022北京冬奥会4000余名中国运动员及教练员使用口罩独家提供过滤材料。子公司东宝生物是国内明胶、胶原蛋白行业领军企业，专注于明胶、胶原蛋白的研发生产销售，经过60余年的发展和积淀，形成了良好的市场口碑与品牌形象。子公司益青生物是国内最早生产全自动机制空心胶囊的厂家，在2007年就主持制定了中国医药包装协会历史上第一个行业标准——《明胶空心胶囊》(YBX2000-2007)，是行业标准的奠基者。
- 积极布局改性材料上游产业链，强化公司核心竞争力。**2022年上半年改性材料营业收入为27.85亿元，占总营收的45.42%，同比增长25.90%；毛利率为16.92%，同比减少0.82个百分点；复合材料营业收入为11.05亿元，占总营收的18.03%，同比增长29.45%；毛利率为17.26%，同比减少1.47个百分点；光显材料营业收入为5.20亿元，占总营收的8.48%，同比增长21.63%。截止2021年底，公司改性材料产能为42万吨，产能利用率为80.87%。复合材料产能为15万吨，产能利用率为83.51%。公司同时通过战略投资年产100万吨聚苯乙烯(PS)项目和年产20万吨聚丙烯(PP)树脂生产线项目，积极布局改性材料上游产业链，利用规模效应取得成本优势，强化公司核心竞争力。
- 收购东宝生物、益青生物，持续推进在“医、健、食、美”领域的全面布局。**在大健康产业，公司主要包含明胶、胶原蛋白及其衍生品、生物医药及保健品、新型功能肥料三大业务。2021年完成对东宝生物、益青生物的收购，分别从事明胶业务与空心胶囊业务，业务间具有高度协同效应。2022年上半年医用明胶及系列产品营业收入为4.71亿元，同比增加216.57%，占公司总营业收入的7.69%。东宝生物的原料胶原蛋白销售收入同比增长62.71%，新

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7181	9766	13133	16567	19465
(+/-)YoY(%)	41.7%	36.0%	34.5%	26.2%	17.5%
净利润(百万元)	731	643	743	1004	1235
(+/-)YoY(%)	84.5%	-12.0%	15.6%	35.0%	23.1%
全面摊薄EPS(元)	2.69	2.37	2.74	3.70	4.55
毛利率(%)	19.0%	14.8%	12.8%	13.3%	13.7%
净资产收益率(%)	23.6%	18.5%	17.7%	19.4%	19.4%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

增客户 40 家, 市场份额进一步提升。益青生物在多个产品工艺上进行了改进, 进一步提升了产品品质和降低生产成本。

- **盈利预测。**我们预测公司 22-24 年 EPS 为 2.74、3.70、4.55 元。参考龙头金发科技估值, 我们给予 2022 年 12-15 倍 PE, 合理价值区间为 32.88-41.10 元, 首次覆盖给予优于大市评级。

盈利假设:

关键产品销量假设: a.改性塑料: 我们认为销量将逐年增长, 预计 2022-24 年销量分别为 35 万吨、42.5 万吨和 50 万吨; b.复合材料: 我们认为销量将持续增长, 预计 2022-24 年销量分别为 15 万吨、18 万吨、21.5 万吨; c.光显材料: 我们认为销量将持续增长, 预计 2022-24 年销量分别为 6 万吨、6.85 万吨、7.4 万吨。

毛利率假设: 产品毛利率有望维持稳定。a.改性塑料: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 13.5%、15%、15.5%; b.复合材料: 预计 2022-24 年毛利率分别为 14.5%、15.5%、16%。c.光显材料: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 18%、19%、19%; d.体育休闲及健康材料: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 18%、18%、18.5%; e.医、民用明胶及系列产品: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 10%、9%、8.5%。

表 1 国恩股份分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万元)	9765.99	13132.50	16566.75	19464.50
总成本(百万元)	8325.22	11454.74	14358.22	16795.77
总毛利(百万元)	1,440.77	1,677.76	2,208.53	2,668.73
总毛利率	14.75%	12.78%	13.33%	13.71%
改性塑料				
收入(百万元)	4763.17	4620.00	5695.00	6750.00
成本(百万元)	3964.39	3996.30	4840.75	5703.75
毛利(百万元)	798.78	623.70	854.25	1046.25
毛利率	16.77%	13.50%	15.00%	15.50%
复合材料				
收入(百万元)	1688.34	2062.50	2610.00	3117.50
成本(百万元)	1416.68	1763.44	2205.45	2618.70
毛利(百万元)	271.65	299.06	404.55	498.80
毛利率	16.09%	14.50%	15.50%	16.00%
光显材料				
收入(百万元)	721.63	900.00	1061.75	1147.00
成本(百万元)		738.00	860.02	929.07
毛利(百万元)		162.00	201.73	217.93
毛利率		18.00%	19.00%	19.00%
体育休闲及健康材料				
收入(百万元)	903.68	1600.00	2000.00	2550.00
成本(百万元)		1312.00	1640.00	2078.25
毛利(百万元)		288.00	360.00	471.75
毛利率		18.00%	18.00%	18.50%
医、民用明胶及系列产品				
收入(百万元)	504.88	950.00	1200.00	1400.00
成本(百万元)		855.00	1092.00	1281.00
毛利(百万元)		95.00	108.00	119.00
毛利率		10.00%	9.00%	8.50%
其他业务				
收入(百万元)	1184.29	3000.00	4000.00	4500.00
成本(百万元)		2790.00	3720.00	4185.00
毛利(百万元)		210.00	280.00	315.00
毛利率		7.00%	7.00%	7.00%

资料来源: 公司年报(2021), 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600143.SH	金发科技	9.69	0.65	0.68	0.87	19.49	14.25	11.15
002886.SZ	沃特股份	16.58	0.28	0.27	0.86	110.54	61.89	19.21
	均值		0.47	0.48	0.87	65.02	38.07	15.18

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价, 每股收益均为 wind 一致预期

- **风险提示。**经营规模扩大带来的管理风险; 原材料价格波动风险; 汇率风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	9766	13133	16567	19465
每股收益	2.37	2.74	3.70	4.55	营业成本	8325	11455	14358	16796
每股净资产	12.81	15.48	19.07	23.51	毛利率%	14.8%	12.8%	13.3%	13.7%
每股经营现金流	1.95	-3.05	2.11	3.72	营业税金及附加	27	36	45	54
每股股利	0.10	0.07	0.11	0.11	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	65	113	129	153
P/E	12.24	10.59	7.84	6.37	营业费用率%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
P/B	2.26	1.87	1.52	1.23	管理费用	124	170	210	248
P/S	0.81	0.60	0.48	0.40	管理费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
EV/EBITDA	8.33	10.35	7.81	6.47	EBIT	801	959	1325	1629
股息率%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	财务费用	55	67	116	137
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%
毛利率	14.8%	12.8%	13.3%	13.7%	资产减值损失	-149	-50	-70	-90
净利润率	6.6%	5.7%	6.1%	6.3%	投资收益	-1	-1	-1	-2
净资产收益率	18.5%	17.7%	19.4%	19.4%	营业利润	746	862	1165	1433
资产回报率	6.5%	5.7%	6.6%	7.0%	营业外收支	-3	-2	-3	-4
投资回报率	9.7%	9.0%	10.7%	11.5%	利润总额	743	860	1162	1429
盈利增长 (%)					EBITDA	953	1000	1375	1689
营业收入增长率	36.0%	34.5%	26.2%	17.5%	所得税	90	106	143	176
EBIT 增长率	-9.6%	19.7%	38.1%	23.0%	有效所得税率%	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
净利润增长率	-12.0%	15.6%	35.0%	23.1%	少数股东损益	9	11	15	18
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	643	743	1004	1235
资产负债率	47.7%	54.3%	54.3%	53.7%					
流动比率	1.67	1.46	1.44	1.43	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.88	0.71	0.70	0.69	货币资金	1149	964	1060	1255
现金比率	0.31	0.16	0.15	0.15	应收账款及应收票据	1938	3073	3651	4039
经营效率指标					存货	1984	2853	3481	4097
应收账款周转天数	50.14	65.00	60.00	55.00	其它流动资产	1169	1885	2082	2446
存货周转天数	86.97	90.92	88.49	89.04	流动资产合计	6240	8776	10274	11838
总资产周转率	0.99	1.01	1.09	1.11	长期股权投资	29	29	29	29
固定资产周转率	4.71	5.37	5.73	5.70	固定资产	2075	2443	2889	3413
					在建工程	287	258	232	209
					无形资产	710	680	640	590
					非流动资产合计	3669	4179	4859	5729
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	9909	12954	15133	17567
净利润	643	743	1004	1235	短期借款	1002	2314	2744	3051
少数股东损益	9	11	15	18	应付票据及应付账款	1941	2704	3217	3856
非现金支出	311	91	120	149	预收账款	0	4	3	4
非经营收益	47	100	135	152	其它流动负债	791	972	1161	1345
营运资金变动	-482	-1772	-702	-545	流动负债合计	3733	5994	7124	8255
经营活动现金流	528	-827	571	1009	长期借款	797	847	907	987
资产	-267	-403	-504	-605	其它长期负债	192	192	192	192
投资	-989	-200	-300	-420	非流动负债合计	989	1039	1099	1179
其他	235	-1	-1	-2	负债总计	4722	7033	8223	9434
投资活动现金流	-1021	-604	-806	-1027	实收资本	271	271	271	271
债权募资	1002	1362	489	388	归属于母公司所有者权益	3476	4199	5173	6378
股权募资	10	0	0	0	少数股东权益	1711	1722	1737	1755
其他	-187	-116	-159	-175	负债和所有者权益合计	9909	12954	15133	17567
融资活动现金流	824	1246	330	213					
现金净流量	330	-185	96	195					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李博 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,东华能源,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,洁美科技,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,和邦生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。