

道恩股份 (002838.SZ)

主营业务增长强劲, TPV 和 DVA 等产品空间广阔

公司发布 2025 年一季度业绩预告, 公司一季度预计实现归属于上市公司股东的净利润 4,236.44 万元—4,589.48 万元, 同比增长 20%—30%; 扣除非经常性损益后净利润预计为 3,512.17 万元—3,886.42 万元, 同比增长 22%-35%。

- **主营业务增长强劲: 弹性体、改性塑料销量创同期历史新高, 盈利快速增长。** 2025 年第一季度, 受汽车、家电、电子等消费产品以旧换新政策加码发力, 新能源汽车、家电、电子行业保持强劲的增长势能。公司作为高性能热塑性弹性体 TPV 行业领军企业, 在弹性体、改性塑料产品和应用领域加大新品的研发和销售力度, 销量创同期历史新高。实现归属于上市公司股东的净利润 4,236.44 万元—4,589.48 万元, 同比增长 20%—30%, 扣除非经常性损益后净利润预计为 3,512.17 万元—3,886.42 万元, 同比增长 22%-35%。
- **TPV 业务增长有望加速: ①对美加征关税或助力公司 TPV 产品竞争格局大幅优化; ②下游应用领域不断拓宽, 如新能源汽车冷却液管路等。** 公司为国内 TPV 龙头, 竞争对手主要有美国和日本等国的公司, 如塞拉尼斯 (收购埃克森美孚的 Santoprene™ TPV 弹性体业务) 等, 其产线很大部分位于美国 (美国佛罗里达州等)。道恩股份 TPV 产能持续扩张, 若考虑关税增加情况, 道恩股份 TPV 相比美国企业产品成本优势凸显, 有望加速国产替代, 业绩增速有望进一步上调; 此外, 公司 TPV 产品原本较多应用于汽车玻璃导槽及三角窗密封条、内外水切密封条等。近年来 TPV 应用领域不断拓宽, 公司也不断开发和推广新产品, 抓住快速增长和多样化的下游需求: 2024 年公司重点推广了免硫化表皮 TPV 技术、耐低温高回弹 TPV 技术、防水卷材 TPO (融合瓦) 技术和新能源冷却液管路 TPV 技术。举例来说, TPV 产品替代 EPDM 和 PA12 应用于新能源汽车的冷却液管路上, 符合汽车向轻量化、高性价比和低碳化的行业发展趋势。因此, 我们认为公司 TPV 产品有望随着下游不断普及的新应用领域而迎来需求的成倍数扩张。
- **战略布局新质生产力, 持续研发 DVA 等前沿技术, 打开公司未来成长空间。** 公司依托弹性体 (动态硫化、酯化合成、氢化反应) 研发平台持续研发新一代轮胎气体阻隔层材料 DVA 等前沿技术, 战略布局新质生产力, 助力公司高质量发展, 进一步巩固了中国热塑性弹性体的领先地位。公司轮胎气体阻隔层 DVA 产品按计划 2025 年一季度开始批量路跑测试。DVA 替代丁基橡胶可为轮胎减重, 在相同气密性的前提下单胎的减重达到 800-1000 克, 滚动阻力降低明显, 节油效果显著, 也顺应汽车轻量化趋势。DVA 理论上可以替代所有轮胎里的丁基橡胶, 按照价格约为 5 万元/吨 (含税价) 计算, 我国 2024 年轮胎产量近 12 亿条, 若 DVA 能实现替代, 则仅国内市场规模即可达两百亿以上, 考虑到 DVA 产品属于颠覆性的产品, 我们认为其替代空间广阔。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 在暂不考虑 DVA 放量的情况下, 公司产能正有序扩张, 除了稳定增长的改性塑料业务, TPV 等毛利率较高的业务将在 25 年进一步提供业绩增量, 因此我们推测 25 年业绩将显著增长, 若 DVA 实现规模化放量, 业绩增速将在此基础上进一步提升。公司主业抗周期能力强, 新产品研发多线并行, 落地放量后将对产品结构和利润结构带来大幅优化。我们预期公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 61.3/69.4/77.1 亿元, 同比增速分

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 13.45 元

基础数据

总股本 (百万股)	455
已上市流通股 (百万股)	397
总市值 (十亿元)	6.1
流通市值 (十亿元)	5.3
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	4.5
资产负债率	48.0%
主要股东	道恩集团有限公司
主要股东持股比例	44.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	41	24
相对表现	10	52	23



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《道恩股份 (002838) —25 年开始业绩将快速增长, 高壁垒 DVA 产品待规模化放量》2025-03-19

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

沈敏迪

S1090524110002

✉ shenmindi@cmschina.com.cn

别为 16%/13%/11%；归母净利润 2.1/2.6/3.5 亿元，同比增速分别为 46%/27%/34%，分别对应 29.8/23.4/17.5 倍估值，考虑到公司后续成长空间广阔，我们维持“强烈推荐”投资评级。

- 风险提示：关税提高冲击国际贸易体系的风险、原材料价格波动的风险、宏观经济环境变化引发的风险、募集资金投资项目新增产能的市场开拓风险、新产品能否完成推广和放量的风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4544	5301	6130	6936	7706
同比增长	0%	17%	16%	13%	11%
营业利润(百万元)	170	155	228	292	392
同比增长	1%	-9%	47%	28%	34%
归母净利润(百万元)	140	141	205	262	350
同比增长	-8%	1%	46%	27%	34%
每股收益(元)	0.31	0.31	0.45	0.58	0.77
PE	43.7	43.4	29.8	23.4	17.5
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3037	4040	4623	5498	6464
现金	481	502	297	334	367
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	624	1112	1533	2011	2543
应收款项	977	1283	1484	1679	1926
其它应收款	8	7	8	9	10
存货	566	786	900	1011	1115
其他	331	349	402	454	503
非流动资产	2059	2298	2250	2208	2171
长期股权投资	134	141	141	141	141
固定资产	867	1409	1401	1394	1388
无形资产商誉	347	365	328	295	266
其他	711	384	381	378	377
资产总计	5096	6338	6874	7706	8635
流动负债	1369	2422	2774	3387	4014
短期借款	474	888	1128	1550	1997
应付账款	360	456	522	586	646
预收账款	36	52	59	66	73
其他	500	1026	1064	1185	1297
长期负债	475	618	618	618	618
长期借款	30	162	162	162	162
其他	445	456	456	456	456
负债合计	1844	3040	3392	4005	4632
股本	448	448	455	455	455
资本公积金	913	844	828	808	788
留存收益	1719	1827	2004	2222	2517
少数股东权益	172	178	195	215	243
归属于母公司所有者权益	3080	3120	3287	3485	3760
负债及权益合计	5096	6338	6874	7706	8635

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(43)	(301)	(112)	(98)	(108)
净利润	155	152	222	282	377
折旧摊销	100	140	248	242	237
财务费用	30	38	60	72	80
投资收益	(11)	(8)	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	(316)	(620)	(592)	(645)	(753)
其它	(1)	(4)	0	0	0
投资活动现金流	94	(183)	(151)	(151)	(151)
资本支出	(245)	(235)	(200)	(200)	(200)
其他投资	339	52	49	49	49
筹资活动现金流	8	405	57	286	293
借款变动	65	537	155	421	447
普通股增加	0	0	7	0	0
资本公积增加	(26)	(68)	(16)	(20)	(20)
股利分配	(31)	(29)	(29)	(43)	(55)
其他	1	(34)	(60)	(72)	(80)
现金净增加额	60	(79)	(206)	37	34

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4544	5301	6130	6936	7706
营业成本	4004	4673	5351	6009	6625
营业税金及附加	19	16	19	21	23
营业费用	48	55	60	68	74
管理费用	102	127	140	160	172
研发费用	185	259	305	345	375
财务费用	37	48	60	72	80
资产减值损失	(17)	(17)	(17)	(18)	(14)
公允价值变动收益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	26	42	42	42	42
投资收益	11	8	8	8	8
营业利润	170	155	228	292	392
营业外收入	1	6	6	6	6
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	169	160	233	297	397
所得税	14	8	12	15	20
少数股东损益	15	11	16	21	27
归属于母公司净利润	140	141	205	262	350

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	0%	17%	16%	13%	11%
营业利润	1%	-9%	47%	28%	34%
归母净利润	-8%	1%	46%	27%	34%
获利能力					
毛利率	11.9%	11.8%	12.7%	13.4%	14.0%
净利率	3.1%	2.7%	3.4%	3.8%	4.5%
ROE	4.6%	4.5%	6.4%	7.7%	9.7%
ROIC	5.2%	4.7%	5.9%	6.8%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	48.0%	49.4%	52.0%	53.6%
净负债比率	10.0%	17.9%	18.8%	22.2%	25.0%
流动比率	2.2	1.7	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.8	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
存货周转率	7.3	6.9	6.3	6.3	6.2
应收账款周转率	2.8	2.7	2.3	2.1	1.9
应付账款周转率	11.3	11.5	10.9	10.8	10.7
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.31	0.45	0.58	0.77
每股经营净现金	-0.09	-0.66	-0.25	-0.22	-0.24
每股净资产	6.77	6.86	7.22	7.66	8.26
每股股利	0.06	0.06	0.09	0.12	0.16
估值比率					
PE	43.7	43.4	29.8	23.4	17.5
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	32.2	28.4	17.6	15.5	13.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。