

道恩股份 (002838)

2024 年报&2025Q1 业绩预告点评：弹性体、改性

塑料双轮驱动，业绩稳健

业绩概述：公司 2024 年实现营业收入 53.01 亿元 (+16.65%)，归母净利润 1.41 亿元 (+0.67%)，扣非归母净利润 1.17 亿元 (+1.8%)，基本 EPS 为 0.32 元。2025Q1 公司预计实现净利润 0.42~0.46 亿元 (+20%~30%)，实现扣非净利润 0.35~0.39 亿元 (+22%~35%)；

高分子材料小巨人：公司主要生产销售热塑性弹性体、改性材料、色母粒、可降解材料和共聚酯材料等功能性高分子复合材料，广泛应用于汽车、家电、医疗、航空航天、消费等多个领域。经过多年技术积累，公司诸多产品达到国内领先或先进水平，正在积极实现国产替代。此外，公司与行业龙头玲珑轮胎合作，开发的 DVA 轮胎正在大规模路试；此外，公司拟通过发行股票或支付现金方式购买山东道恩钛业控股权并募集配套资金，道恩钛业注册资本 1.1 亿元，总投资 20 亿元，可生产金红石型钛白粉 13 万吨，广泛应用于涂料、造纸、塑料、油墨等领域。收购完成后，公司将成为具有高分子及钛白粉生产的多元综合材料企业；

行业景气度承压，国产替代需求旺盛：受到下游汽车、家电等行业需求波动影响，高分子化工新材料行业面临成本波动及竞争加剧等影响，行业景气度承压。**弹性体业务**目前国内研发和生产水平还落后于海外，中高端依赖进口。国内企业通过技术积累，具备了与巨头竞争的实力，下游企业出于降低成本和服务优势的考虑，积极寻求国产替代，给予国内弹性体企业快速发展机遇；**改性塑料方面**，公开配方的通用产品竞争激烈，而中高端领域改性塑料竞争格局好，公司与下游客户深度合作，未来市场集中度将持续提高；**色母粒方面**，国内外差距较大，头部企业正在积极提升工艺水平，逐步实现国产化替代；

公司业绩保持稳健：收入层面，2024 年公司主要收入贡献板块为弹性体和改性塑料板块，其中弹性体板块分别实现营业收入 7.68 亿元 (+21.34%)，销量 4.7 万吨 (+27.00%) 价格 1.6 万元/吨 (-4.46%)，量增价跌主要系公司西南总部基地项目（一期）报告期内投产及弹性体推广带来的销量提升，为消化产能实行积极的价格策略；改性塑料板块实现收入 38.06 亿元 (+19.18%)，销量 38.8 万吨 (+20.6%) 价格 1.0 万元/吨 (-1.18%)，我们推测主要是公司通过降价换取更高的市场份额所致；**利润层面**，2024 年公司毛利率 11.8%，其中热塑性弹性体毛利率 19.26% (-1.39pcts)，我们推测主要系公司主动降价换取销量所致。2024 年研发费用率同比提升 0.85pcts，体现出公司加强研发投入，财务费用率提升 0.1pcts，主要系借款增加所致；

投资评级

增持
首次评级

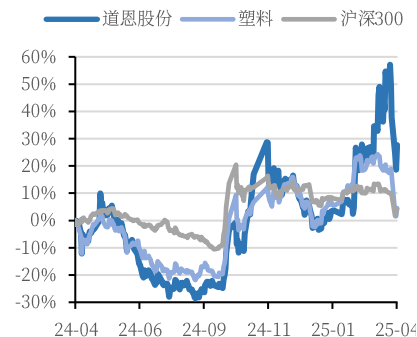
2025 年 04 月 09 日

收盘价(元): 14.47

公司基本数据

总股本(百万股)	455.01
总市值(百万)	6,583.92
流通股本(百万股)	397.24
流通市值(百万)	5,748.04
12 月最高/最低价(元)	18.00/8.08
资产负债率(%)	47.96
每股净资产(元)	6.75
市盈率(TTM)	46.71
市净率(PB)	2.14
净资产收益率(%)	4.52

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

财务费用：截至 2024 年末，经营活动现金流变动较大，主要系行业内承兑汇票增加较多且年度备货采购支出较多所致；应收账款增加较多，推测主要系公司下游账期变动所致；2024 年度在建工程减少而固定资产增加较多，主要系年内可降解塑料项目以及西南总部基地项目转固所致；

2025Q1 业绩表现良好：受到以旧换新政策发力影响，公司下游行业保持良好增长态势，公司在弹性体、改性塑料产品等领域销量创历史新高，公司净利润预计同比增长 20~30%。此外，公司在轮胎气体阻隔层 DVA 材料以及人形机器人仿真皮肤等前沿领域积极布局，目前已经实现 DVA 材料的大规模路试；

产能规划拓展公司发展上限：目前公司拥有热塑性弹性体/改性塑料/色母粒年设计产能 4/50/2.7 万吨，HNBR 目前已具备 3000 吨产能，目前西南总部基地项目（一期）和 12 万吨全生物降解塑料 PBAT 项目于 2024 年 2 月达到预定可使用状态，在建工程包括新材料扩产项目（一期）（东厂区 5 万吨/年 TPV），新材料扩产二期项目建设期 4 年（10 万吨/年 TPU 及其原材料 6 万吨/年多元醇）以及特种共聚酯（1 万吨/年）；

新产品有望率先逆周期成长：公司在弹性体板块加强研发投入，先后开发出 TPV、HNBR、DVA 等多种橡胶制品，有望率先实现逆周期成长——其中公司 TPV 产品产量居国内第一，凭借规模优势和服务优势，逐步替代国际竞争对手的市场空间。此外，公司积极布局汽车领域，基本取得国内主流主机厂认证；HNBR 材料方面，公司产品主要应用于汽车同步齿轮带等领域，目前公司在电池碳管分散剂领域取得成功验证，具备量产条件，正在开拓电池方面应用；DVA 产品方面，公司与玲珑轮胎等头部客户深度合作，一季度正在进行半钢胎批次路试，该项技术使单条轮胎减重达到 800-1000 克，节油效果明显；仿真人用弹性体方面，公司通过多材料复合，解决了材料易发粘的问题，目前正在重点开发其在仿生皮肤中的应用；

投资建议：道恩股份是高分子新材料小巨人，主营业务中改性塑料及色母粒中高端需求稳步增长，国产化替代正当时，弹性体需求逆周期成长，随着公司在建产能的陆续投放，公司业绩将保持稳定增长。在不考虑道恩钛业业绩的情况下，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 60.9 亿元、70.4 亿元、79.2 亿元，同比增长 14.8%、15.6%、12.5%，实现归母净利润 1.9 亿元、2.5 亿元、3.6 亿元，同比增长 37.4%、30.4%、40.7%，对应 PE 为 34X、26X、19X，首次覆盖，给予“增持”评级。

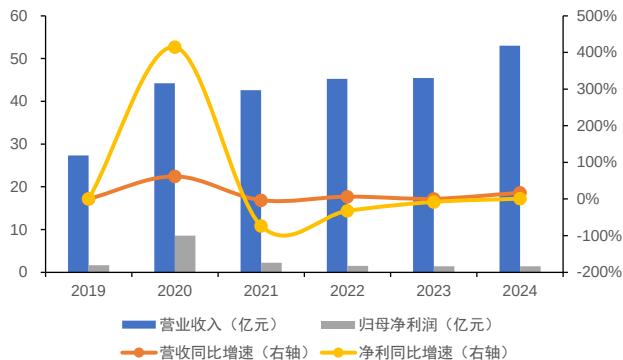
风险提示：需求拓展不及预期、政策扰动风险、产能投放不及预期、原材料价格大幅波动等

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,544	5,301	6,087	7,037	7,918
增速（%）	0.41%	16.65%	14.82%	15.62%	12.51%
归母净利润（百万元）	140	141	194	252	355
增速（%）	-8.09%	0.67%	37.35%	30.43%	40.71%
每股收益（元）	0.31	0.31	0.43	0.55	0.78
市盈率（倍）	47.61	47.30	34.43	26.40	18.76

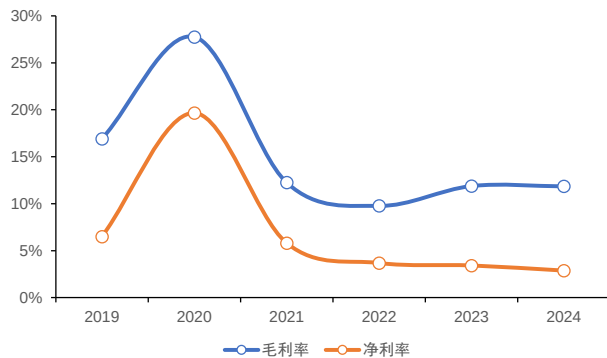
资料来源：iFind，中航证券研究所

图1 营业收入、利润及同比增速



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司产能布局及规划

主要产品	设计产能	在建产能	建设情况
热塑性弹性体	4万吨	5万吨（东厂区新材料），10万吨TPU+6万吨多元醇（二期）	东厂区新材料5万吨项目建设阶段，HNBR公用工程3000吨（已建成1000吨），二期项目建设中
改性塑料	50万吨	-	山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期），2024年2月达到预定可使用状态
色母粒	2.7万吨	-	-
生物可降解PBAT	6万吨（一期）	共聚酯改造项目	生物可降解PBAT项目终止建设，转向1万吨/年特种共聚酯项目改造

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分季度财务数据

	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万元)	1532	1447	1116	1207	1180	1125	1187	1052
营业成本(百万元)	1326	1285	988	1073	1002	995	1074	934
销售费用率	1.2%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	0.9%
管理费用率	2.6%	2.3%	2.7%	2.0%	3.0%	2.4%	2.0%	1.5%
财务费用率	1.0%	1.1%	0.6%	0.8%	0.5%	1.2%	0.8%	0.8%
研发费用率	6.2%	4.7%	4.3%	4.1%	5.1%	3.6%	3.2%	4.4%
资产减值损失(百万元)	9.40	0.00	0.00	-0.92	8.63	0.00	0.23	-0.23
利润总额(百万元)	43	37	35	44	59	36	33	41
所得税费用(百万元)	1	1	1	5	8	1	0	5
归母净利润(百万元)	43	31	32	35	42	33	31	35
扣非归母净利润(百万元)	34	27	27	29	35	28	24	29
EPS(元)	0.10	0.07	0.07	0.08	0.09	0.07	0.07	0.08
毛利率	13.4%	11.1%	11.5%	11.0%	15.1%	11.5%	9.5%	11.2%
期间费用率	11.0%	9.0%	8.4%	8.0%	9.8%	8.4%	7.0%	7.7%
所得税率	1.6%	3.0%	1.8%	12.1%	13.6%	3.0%	1.0%	11.4%
净利润率	2.8%	2.2%	2.8%	2.9%	3.6%	2.9%	2.6%	3.3%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司产品销量及业绩预测

产品分类		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
改性塑料	销量（吨）	274187	322103	321760	388050	454018	522121	589997
	单价（万元/吨）	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
	单位成本（万元/吨）	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
	毛利（万元/吨）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
热塑性弹性体	销量（吨）	24399	29117	37133	47158	61306	91959	119547
	单价（万元/吨）	1.8	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
	单位成本（万元/吨）	1.8	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
	毛利（万元/吨）	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
色母粒	销量（吨）	22374	20792	22602	25950	29843	32827	34468
	单价（万元/吨）	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
	单位成本（万元/吨）	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
	毛利（万元/吨）	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	371.97	481.49	502.37	608.65	703.74	791.75	营业收入	4525.70	4544.07	5300.76	6086.51	7037.38	7917.55
应收票据及账款	1713.22	1764.81	2499.64	2668.06	2911.35	2993.48	营业成本	4083.77	4004.35	4672.96	5326.33	6113.07	6824.56
预付账款	202.46	98.88	145.41	183.43	144.60	151.84	税金及附加	16.84	19.14	16.06	18.26	21.11	23.75
其他应收款	3.63	7.96	6.85	11.01	10.60	13.02	销售费用	32.25	48.17	54.94	63.91	71.78	79.18
存货	534.98	565.89	786.27	948.52	815.63	976.01	管理费用	81.76	102.34	127.18	136.95	154.82	166.27
其他流动资产	545.85	118.45	99.26	91.30	112.60	134.60	研发费用	164.75	185.28	258.93	248.33	285.01	318.29
流动资产总计	3372.11	3037.48	4039.81	4510.97	4698.53	5060.70	财务费用	4.17	36.79	48.45	72.69	93.29	81.78
长期股权投资	127.70	134.27	140.75	144.75	149.75	155.75	资产减值损失	-8.84	-8.63	-8.48	-8.00	-8.00	-8.00
固定资产	541.01	899.38	1433.95	1472.82	1603.29	1714.92	信用减值损失	-3.64	-8.87	-8.21	-7.00	-6.50	-6.00
在建工程	614.65	619.68	274.88	762.40	783.25	437.44	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	189.60	306.36	324.39	311.99	332.93	337.20	投资收益	9.46	11.28	8.18	8.00	10.00	12.00
长期待摊费用	11.68	10.76	15.21	7.60	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.91	1.80	-0.38	0.00	0.20	0.10
其他非流动资产	87.82	88.08	108.76	140.78	137.70	138.62	资产处置收益	-0.29	0.10	-0.06	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1572.46	2058.54	2297.93	2840.35	3006.92	2783.92	其他收益	27.70	25.92	41.59	30.00	23.00	24.00
资产总计	4944.57	5096.02	6337.75	7351.31	7705.46	7844.62	营业利润	168.44	169.59	154.89	243.04	316.99	445.83
短期借款	292.53	473.63	888.06	2004.16	2081.69	1909.43	营业外收入	0.77	0.70	6.28	1.00	1.20	1.50
应付票据及账款	346.20	359.78	455.96	452.67	511.15	608.04	营业外支出	0.44	1.08	1.33	1.00	1.20	1.30
其他流动负债	766.16	535.50	1077.71	710.16	799.53	878.08	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1404.89	1368.90	2421.74	3166.98	3392.37	3395.54	利润总额	168.77	169.21	159.84	243.04	316.99	446.03
长期借款	338.08	376.37	520.67	512.92	413.63	226.94	所得税	2.46	14.08	7.83	27.95	36.45	51.29
其他非流动负债	94.19	98.82	97.30	99.00	97.00	96.00	净利润	166.31	155.12	152.01	215.09	280.54	394.73
非流动负债合计	432.27	475.19	617.97	611.92	510.63	322.94	少数股东损益	13.98	15.13	11.07	21.51	28.05	39.47
负债合计	1837.16	1844.09	3039.71	3778.90	3903.00	3718.49	归属母公司股东净利润	152.33	140.00	140.94	193.58	252.49	355.26
股本	447.60	448.03	448.05	455.05	455.05	455.05	EBITDA	259.18	306.30	348.30	659.43	845.71	1057.80
资本公积	843.02	847.26	847.94	938.94	938.94	938.94	NOPLAT	168.50	187.46	193.80	279.42	362.93	466.84
留存收益	1708.71	1784.52	1823.61	1978.48	2180.46	2464.67	EPS(元)	0.33	0.31	0.31	0.43	0.55	0.78
归属母公司权益	2999.33	3079.81	3119.59	3372.46	3574.45	3858.66	主要财务比率						
少数股东权益	108.08	172.12	178.44	199.95	228.01	267.48							
股东权益合计	3107.41	3251.93	3298.04	3572.41	3802.45	4126.14	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	4944.57	5096.02	6337.75	7351.31	7705.46	7844.62	成长能力						
现金流量表							营收增长率	6.21%	0.41%	16.65%	14.82%	15.62%	12.51%
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营业利润增长率	-34.81%	0.68%	-8.67%	56.91%	30.43%	40.64%
税后经营利润	166.31	155.12	152.01	181.46	251.16	362.61	EBIT增长率	-42.84%	19.11%	1.11%	51.58%	29.95%	28.64%
折旧与摊销	86.24	100.31	140.01	343.69	435.42	530.00	EBITDA增长率	-31.52%	18.18%	13.71%	89.32%	28.25%	25.08%
财务费用	4.17	36.79	48.45	72.69	93.29	81.78	归母净利润增长率	-32.64%	-8.09%	0.67%	37.35%	30.43%	40.71%
投资损失	-9.46	-11.28	-8.18	-8.00	-10.00	-12.00	经营现金流增长率	75.18%	-19.10%	-532.34%	65.06%	895.57%	4.85%
营运资金变动	-301.48	-329.60	-637.13	-735.72	55.38	-98.72	盈利能力						
其他经营现金流	13.22	-0.17	-3.94	38.00	33.00	36.20	毛利率	9.76%	11.88%	11.84%	12.49%	13.13%	13.80%
经营性现金净流量	-41.00	-48.83	-308.78	-107.88	858.25	899.87	净利率	3.67%	3.41%	2.87%	3.53%	3.99%	4.99%
资本支出	394.43	240.74	236.37	898.30	602.00	301.00	营业利润率	3.72%	3.73%	2.92%	3.99%	4.50%	5.63%
长期投资	0.00	-95.08	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	5.08%	4.55%	4.52%	5.74%	7.06%	9.21%
其他投资现金流	-435.92	429.75	53.28	17.53	4.38	0.93	ROA	3.08%	2.75%	2.22%	2.63%	3.28%	4.53%
投资性现金净流量	-830.36	93.93	-183.09	-880.78	-597.62	-300.07	ROIC	6.38%	5.70%	4.82%	5.94%	5.96%	7.41%
短期借款	129.36	181.09	414.43	1116.10	77.53	-172.26	估值倍数						
长期借款	48.99	38.29	144.30	-7.75	-99.29	-186.68	P/E	43.76	47.61	47.30	34.43	26.40	18.76
普通股增加	38.35	0.43	0.02	7.00	0.00	0.00	P/S	1.47	1.47	1.26	1.10	0.95	0.84
资本公积增加	734.42	4.23	0.68	91.00	0.00	0.00	P/B	2.30	2.23	2.20	2.03	1.92	1.77
其他筹资现金流	-62.55	-215.59	-154.36	-111.41	-143.79	-152.83	股息率	0.47%	0.43%	0.23%	0.58%	0.76%	1.07%
筹资性现金净流量	888.56	8.45	405.07	1094.94	-165.55	-511.78	EV/EBIT	47.42	32.45	33.02	29.72	22.88	17.18
现金流量净额	18.48	52.78	-91.54	106.28	95.09	88.02	EV/EBITDA	31.64	21.82	19.75	14.23	11.10	8.57
							EV/NOPLAT	48.67	35.65	35.49	33.58	25.87	19.43

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637