

道恩股份 (002838.SZ)

强烈推荐 (维持)

DVA 成功在即，机器人仿真皮肤弹性体技术突破

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营业收入 28.81 亿元，同比增长 24.08%；实现归属于上市公司股东的净利润 8404.47 万元，同比增长 25.80%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7936.58 万元，同比增长 41.69%。

- **主营业务增长强劲：扣非归母净利润同比增长 41.69%。** 2025 年上半年公司实现营业收入 28.81 亿元，同比增长 24.08%；实现归属于上市公司股东的净利润 8404.47 万元，同比增长 25.80%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7936.58 万元，同比增长 41.69%。
- **DVA 成功在即，未来空间广阔。** 公司持续研发新一代轮胎气体阻隔层材料 DVA 等前沿技术。与传统硫化丁基橡胶轮胎气密层相比，DVA 制备的轮胎可使气体阻隔层厚度降低 50%，重量减少 80%，气密性提高 7—10 倍，轮胎持久性提高 50%，滚阻也明显优于传统气体阻隔层。DVA 可使轮胎更轻量化、更节油、更环保，操控感更好，同时允许更高的行驶速度并具有更长的轮胎寿命。上半年，公司与合作方共同加快推进 DVA 材料成品胎的路跑测试，数据达到预期计划，目前按计划推进项目测试验证工作。该产品未来替代空间大、前景好，有望开拓百亿规模市场。
- **机器人仿真皮肤弹性体材料领域实现技术突破。** 与西安交通大学深化低空经济领域合作。道恩弹性体研发团队在超软人工肌肉 TPE、人工皮肤 SiTPV、导电 TPE、温感变色和光感变色 TPE 几个方向同时研究储备，取得了重大进展。（1）人工肌肉 TPE 邵氏硬度可达 0A，超软、优异弹性、表面干爽无滑腻感；（2）人工皮肤用 SiTPV 肤感强、强度高；（3）导电 TPE 电阻率低至 $10^2 \Omega \cdot m$ ，有望在机器人上直接印刷电路，大幅减少甚至取消机器人上电缆使用；（4）温感变色和光感变色 TPE 可以实现机器人实现人类面部表情变化的仿真，大幅减少机器人上传感器的应用，有望促使现有只能从昂贵、笨重、不灵巧的机器人走向灵巧、低价、仿真，从展示机走向真正的民用。
- **TPV 业务增长有望加速：①TPV 产品价格提升。②下游应用领域不断拓宽。**
 - ①产品需求旺盛，国际 TPV 巨头塞拉尼斯今年两次对 TPV 产品提价。道恩股份自 2025 年 7 月 1 日起，TPV 材料价格上涨人民币 1000~2000 元/吨。
 - ②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，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。
- **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

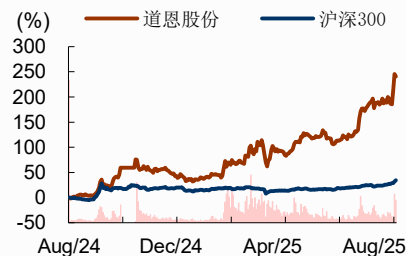
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：28.2 元

基础数据

总股本（百万股）	478
已上市流通股（百万股）	421
总市值（十亿元）	13.5
流通市值（十亿元）	11.9
每股净资产（MRQ）	7.4
ROE（TTM）	4.5
资产负债率	45.0%
主要股东	道恩集团有限公司
主要股东持股比例	41.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	120	245
相对表现	18	110	213



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《道恩股份（002838）—2025 年半年度业绩增长强劲，TPV 和 DVA 等产品空间广阔》2025-07-17
- 2、《道恩股份（002838）—主营业务增长强劲，TPV 和 DVA 等产品空间广阔》2025-04-09
- 3、《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

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

沈敏迪 S1090524110002

shenmindi@cmschina.com.cn

46%/27%/34%，分别对应 65.7/51.6/38.6 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：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	6133	6936	7705
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)	0.29	0.29	0.43	0.55	0.73
PE	96.4	95.7	65.7	51.6	38.6
PB	4.4	4.3	4.1	3.8	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 主营业务增长强劲：扣非归母净利润同比增长 41.69%	4
二、 DVA 成功在即，未来空间广阔	5
三、 机器人仿真皮肤弹性体材料领域实现技术突破	6
四、 TPV 业务增长有望加速	7
五、 盈利预测	8
六、 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司 2022H1 至 2025H1 营业收入及同比增速	4
图 2: 公司 2022H1 至 2025H1 归母净利润及同比增速	4
图 3: 公司 2022H1 至 2025H1 毛利率及净利率	4
图 4: 2025 年半年度营业收入构成（分产品）	4
图 5: 2025 年 2 月塞拉尼斯宣布 TPV 涨价	7
图 6: 2025 年 5 月塞拉尼斯再次宣布 TPV 涨价	7
图 7: 公司 TPV 产品在汽车上的应用不断扩展	8
图 8: 道恩股份历史 PE Band	8
图 9: 道恩股份历史 PB Band	8
表 1: DVA 产品市场规模测算（亿元）	5
附：财务预测表	10

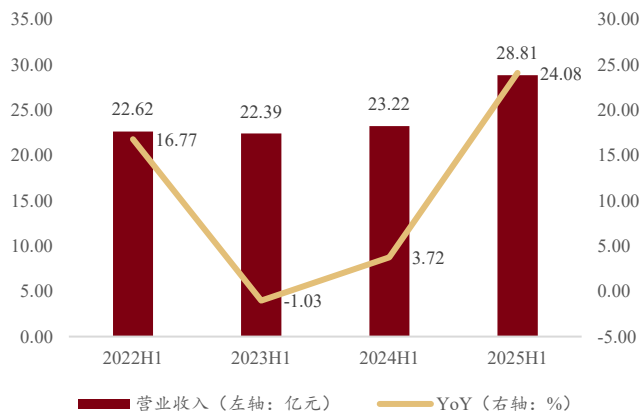
一、主营业务增长强劲：扣非归母净利润同比增长 41.69%

主营业务增长强劲：2025 年以来，“以旧换新”政策提振消费需求，公司下游行业新能源汽车、家电、电子行业保持较好的增长趋势，公司作为高性能热塑性弹性体 TPV 行业领军企业之一，在弹性体、改性塑料等产品系列积极加大研发及销售力度，实现了归属于上市公司股东净利润的较大提升。

2025 年上半年公司实现营业收入 28.81 亿元，同比增长 24.08%；实现归属于上市公司股东的净利润 8404.47 万元，同比增长 25.80%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7936.58 万元，同比增长 41.69%。且毛利率同比+0.55pct（改性塑料业务毛利率同比+0.09pct，热塑性弹性体业务毛利率同比+1.72pct），净利率同比+0.05pct，主要得益于公司不断深化研发创新，及产品结构优化升级。

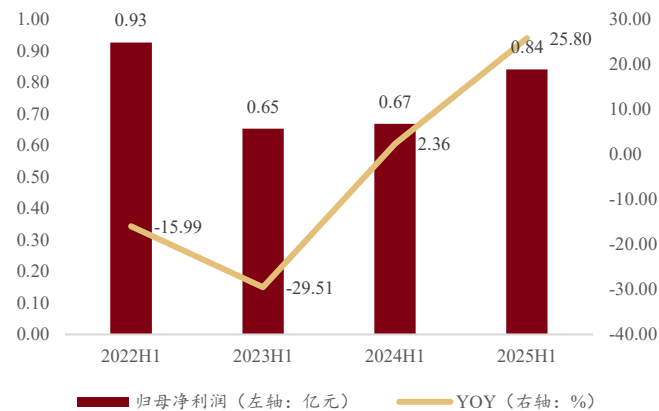
从收入占比来看，2025 年上半年公司改性塑料类业务占比 73.88%，为第一大业务，热塑性弹性体类业务占比 13.08%，色母粒类业务占比 4.49%。

图 1：公司 2022H1 至 2025H1 营业收入及同比增速



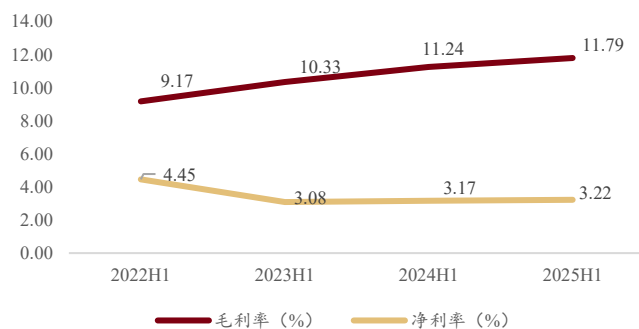
资料来源：同花顺 iFinD，招商证券

图 2：公司 2022H1 至 2025H1 归母净利润及同比增速



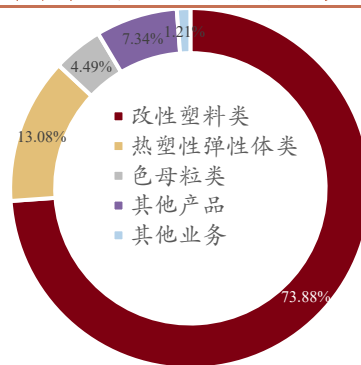
资料来源：同花顺 iFinD，招商证券

图 3：公司 2022H1 至 2025H1 毛利率及净利率



资料来源：同花顺 iFinD，招商证券

图 4：2025 年半年度营业收入构成（分产品）



资料来源：公司 2025 半年报，招商证券

分业务板块来看，2025 年上半年①公司改性塑料业务板块实现营业收入 21.29

亿元，同比增长 22.35%。布局工程塑料应用细分领域大客户，通过产品高性价比，提高高毛利工程塑料的销售占比。重点开发了轻量化，舒适化，环保化以及低碳化系列产品。

②公司弹性体业务板块实现营业收入 3.77 亿元，同比增长 16.94%，进一步丰富了高性能系列 TPV 产品品种，拓展产品市场应用领域。公司开发推出的高回弹、低收缩、缓震等系列 EVA 发泡鞋中底改性母粒，成功打开公司弹性体产品在鞋材市场的应用空间。HNBR 产品产销量同比大幅增加，积极开拓国内外战略客户，按计划推进产品验证。

③公司色母粒业务板块实现营业收入 1.29 亿元，同比增长 32.76%，工程塑料用功能母料、特殊纤维功能母料、高端聚酯膜用功能母料等细分领域取得重大突破，进一步优化了产品结构。

④聚酯业务围绕 PBAT、PETG、PCTG 和 TPU 等产品进行重点攻关。PCTG 重点开发电子烟和医疗领域客户，TPU 开发差异化产品，加快推进建设 10 万吨 TPU、6 万吨多元醇及新型高温共聚酯材料（一期）项目。公司对 PBAT 装置进行柔性化技术改造，利用酯化平台研发消纳适合 PBAT 装置的新品，生产出了高品质的 PETG 产品进行销售。

二、DVA 成功在即，未来空间广阔

轮胎用高气体阻隔层新型热塑性弹性体（DVA）被称为“全球第三代轮胎气体阻隔层新型材料”，目前全球仅有美国埃克森美孚公司拥有该制备技术，国内仅有公司一家具有相关技术和研发平台。与传统硫化丁基橡胶轮胎气密层相比，DVA 制备的轮胎可使气体阻隔层厚度降低 50%，重量减少 80%，气密性提高 7—10 倍，轮胎持久性提高 50%，滚阻也明显优于传统气体阻隔层。这意味着轮胎更轻量化、更节油、更环保，操控感更好，同时允许更高的行驶速度并具有更长的轮胎寿命。公司与知名轮胎企业全面合作开发气体阻隔层 DVA 应用技术，前期通过 DVA 的配方和工艺的设计解决了 DVA 胶膜在轮胎成型过程中延展性不足、接头粘合困难的问题，同时也攻克了 DVA 在成品胎成型过程中的众多工艺问题。

公司 DVA 产品有望开拓国内百亿规模市场。2024 年，中国橡胶轮胎外胎产量 11.9 亿条，同比增长 9.2%，假设按照年产 12 亿条轮胎，DVA 单价约为 5 万元/吨（含税价）计算，由于单轮胎添加量由于轮胎本身情况有所不同，我们进行弹性测算：我们测算了不同单轮胎添加 DVA 重量及渗透率下在制备轮胎时添加 DVA 的市场规模，可得有望开拓百亿市场。且当前 DVA 渗透率为 0，若产品能成功放量，由于技术壁垒较高，公司具有竞争优势，未来市场空间广阔。

表 1: DVA 产品市场规模测算（亿元）

渗透率	单轮胎添加量 (kg)		
	0.4	0.5	0.6
10%	24	30	36
20%	48	60	72
30%	72	90	108
40%	96	120	144
50%	120	150	180
60%	144	180	216

70%	168	210	252
80%	192	240	288
90%	216	270	324
100%	240	300	360

资料来源：招商证券

2025年上半年，公司与合作方共同加快推进 DVA 材料成品胎的路跑测试，数据达到预期计划，目前按计划推进项目测试验证工作。该产品是技术领先，测试成功后可用于现有轮胎气体阻隔层的替换升级，未来替代空间大、前景好。

三、机器人仿真皮肤弹性体材料领域实现技术突破

公司在机器人仿真皮肤弹性体材料领域实现技术突破，与西安交通大学深化低空经济领域合作。机器人领域将成为未来数年热门的领域，给公司热塑性弹性体带来新机会的同时，也带来新的技术要求和新的技术挑战。道恩弹性体研发团队在超软人工肌肉 TPE、人工皮肤 SiTPV、导电 TPE、温感变色和光感变色 TPE 几个方向同时研究储备，取得了重大进展：

(1) 人工肌肉 TPE 邵氏硬度可达 0A，超软、优异弹性、表面干爽无滑腻感；
 (2) 人工皮肤用 SiTPV 肤感强、强度高；(3) 导电 TPE 电阻率低至 $10^2 \Omega \cdot m$ ，有望在机器人上直接印刷电路，大幅减少甚至取消机器人上电缆使用；(4) 温感变色和光感变色 TPE 可以实现机器人实现人类面部表情变化的仿真，大幅减少机器人上传感器的应用，有望促使现有只能从昂贵、笨重、不灵巧的机器人走向灵巧、低价、仿真，从展示机走向真正的民用。

完善科技创新顶层设计，加大重点项目科研力度。公司围绕“产业链协同创新、高端材料突破、绿色智能制造”三大研发核心原则，梳理了弹性体、改性塑料、共聚酯材料三大板块的共性学科基础，形成技术图谱，识别全链条创新核心研究方向，致力于推动科技与产业的协同创新。加大对重大科研项目力度，顺利开展导电塑料载带项目、导热增强 PPS 项目、新型生物基可降解聚酯材料、耐高温耐紫外低粘弹性体材料、食品级改性 PVA 涂布液、可耐水解/耐热滞留阻燃 PC 及合金材料的研究、医疗级 TPV 新产品、可透光易焊接高强度增强度聚丙烯材料研发等新项目。

与高校积极合作：与北京化工大学联合开展抗疲劳、抗切割、高止滑系列聚氨酯弹性体技术开发、基于可逆交联的新一代热塑性弹性体技术的开发、面向耐污运动鞋中底用 SiR/TPU 热塑性弹性体发泡材料的开发等三项攻关课题，与华南理工大学共同进行基于动态共价热可逆交联的新一代热塑性硫化胶技术的开发，同时进行淀粉改性项目的研发，与山东科技大学进行阻燃方向的产品开发。与株式会社中化学日本综合研究所成立首个海外联合实验室。成功申报山东省新型热塑性弹性体材料制备及应用重点实验室，PCTG 共聚酯材料获得第五届山东省新材料产业创新创业大赛一等奖，双组分纺黏非织造材料荣获山东省新材料产业协会科技进步奖三等奖。

四、TPV 业务增长有望加速

TPV 是热塑性动态全硫化橡胶 Thermoplastic Dynamic Vulcanizate，它是橡胶在熔融的塑料相中进行动态硫化，同时被剪切成微米级的硫化胶粒子，使 TPV 材料具有了橡胶与塑料的各自特性，可以进行热塑性加工，又具有良好的回弹性。

我们认为公司 TPV 业务增长有望加速，主要原因是：① TPV 产品价格提升。② 下游应用领域不断拓宽。

① TPV 全球需求旺盛，龙头塞拉尼斯不断提价。今年以来，国际 TPV 龙头塞拉尼斯两次宣布对 TPV 等产品涨价：自 2025 年 3 月 1 日起，在亚洲地区对山都平品牌下的卤化阻燃 TPV 进行 0.60\$/kg 的提价，自 2025 年 6 月 1 日起，在亚洲地区对山都平品牌 TPV 产品进行 0.20\$/kg 的提价，对山都平品牌下的卤化阻燃 TPV 进行 1.25\$/kg 的提价。

道恩股份对 TPV 材料进行提价。道恩股份自 2025 年 7 月 1 日起，公司 TPV 材料价格上涨人民币 1000~2000 元/吨。

图 5：2025 年 2 月塞拉尼斯宣布 TPV 涨价

DALLAS-(BUSINESS WIRE)-- Celanese Corporation (NYSE: CE), a global specialty materials and chemical company, will increase prices for a range of products. These price increases will be effective on March 1, 2025, or as contracts otherwise allow. Additionally, individual grades may be subject to higher increases than specified below.

Base Resin	Brand / Material Type	Price Increase		
		ASIA \$ / kg	AMERICAS \$ / lb	EMEA € / kg
LCP/ PCT	Vectra®, Zenite® and Thermx®	0.10	0.25	0.15
LCPA	Zytel®	0.45	0.20	0.40
PA 6, 66	Zytel®, Frianyl®, Celanyl® and Minlon® PA6 and PA66 products	-	0.10	0.20
	Zytel®, Frianyl® and Celanyl® halogenated FR products	0.60	0.30	0.60
PBT/PET	Zytel® PA66 products in Brazil	-	0.15	-
	Crastin® and Celanex® halogenated FR products	0.60	0.30	0.60
TPV	Rymite® halogenated FR products	0.30	0.15	0.30
	Santoprene® halogenated FR products	0.60	0.30	0.60
TPC	Hytrel® and Bexloy®	0.20	0.10	0.2
PP	Celstran® Tecnoprene®, Talcoprene® Poliflor®, and Omnipro®	-	0.10	-
PP/PA/PBT etc	Celstran® US imports / specialties	0.20	-	0.20

资料来源：塞拉尼斯官网，招商证券

图 6：2025 年 5 月塞拉尼斯再次宣布 TPV 涨价

DALLAS (May 5, 2025) - Celanese Corporation (NYSE: CE), a global specialty materials and chemical company, will increase prices for a range of products and wishes to provide our customers content for our decision and appropriate notice for planning purposes. Given the dynamic conditions of global trade, Celanese is uniquely positioned to actively manage our global and regional operations to support our valued customers around the world with enhanced supply continuity. These price increases are associated with, among others, heightened costs of product movement and inventory repositioning, plant operational expenses, changing trade regulations, and raw materials. The price increases will be effective on June 1, 2025, or as contracts otherwise allow. Additionally, individual grades may be subject to higher increases than specified below.

Base Resin	Brand / Material Type	Price Increase		
		ASIA \$ / kg	AMERICAS \$ / lb	EMEA € / kg
LCP/ PCT	Vectra®, Zenite® and Thermx®	0.25	0.25	0.22
PPS	Fortron®	0.40	0.40	0.35
LCPA	Zytel®	-	0.65	0.57
HTN	Selar® Zytel HTN®	1.00	0.40	0.35
PA 6, 66	Zytel®, Frianyl®, Celanyl® and Minlon® PA6 and PA66 compounded products	0.10	0.15	0.09
	Zytel® PA66 polymers	0.25	0.25	0.22
TPV	Santoprene®	0.20	0.20	0.18
TPV	Santoprene® halogenated FR products	1.25	1.25	1.10
TPC	Hytrel®, Neolast® and Bexloy®	0.40	0.30	0.10
PP/PA/PBT etc	Celstran®	-	0.22	-
	Celstran® US imports / specialties	-	-	0.20
POM	Hostaform® and Celcon®	0.10	0.10	-
UHMW-PE	GUR®	0.10	-	-

资料来源：塞拉尼斯官网，招商证券

② 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。今年公司凭借动态硫化平台的技术积淀与 TPV 制备经验，进一步丰富了高性能系列 TPV 产品品种，我们认为公司 TPV 产品有望随着产品品种的不断丰富和下游不断普及的新应用领域而迎来需求的成倍数扩张：

(1) 采用低充油超高分子量 EPDM 制备的 TPV 产品在重点客户已完成零件级的批量验证，将在玻璃导槽的非外观面上替代进口材料批量使用。

(2) 公司 TPV 在三层管路(内层 TPV+中层纤维编织+外层 TPV)已成熟应用，弹性体团队大力推广硬质 TPV 在单层管的应用，与三层管相比，单层管具备更高的生产效率和更低的成本，替代传统的尼龙管路成本降低 40% 以上，已在多家新能源汽车龙头车企的畅销车型上批量应用。

(3) 在电线电缆材料方向，公司开发了有卤或无卤阻燃 TPV 和 TPE 电缆料，为了进一步提高电缆料的市场份额，公司研发团队成功开发了 105℃ 辐照交联低烟无卤阻燃电缆料、125℃ 硅烷交联低烟无卤阻燃电缆料、紫外光交联聚烯烃电缆料等多款电缆料产品，与全资子公司安徽博斯特新材料有限公司的硅烷交联聚烯烃绝缘电缆料形成合力，未来重点开发力缆、汽车高低压线缆、家装布电线、船用电缆、光伏电缆等多领域。

图 7: 公司 TPV 产品在汽车上的应用不断扩展

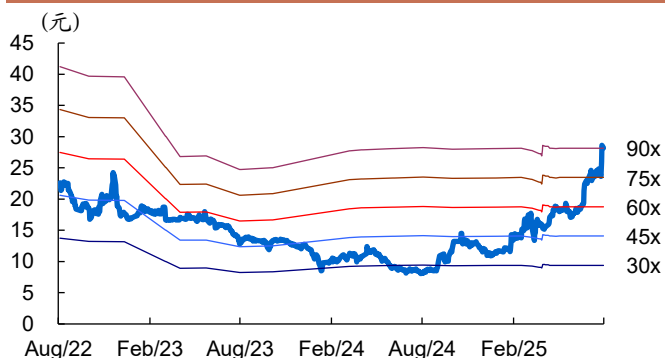


资料来源: 道恩股份官网, 招商证券

五、盈利预测

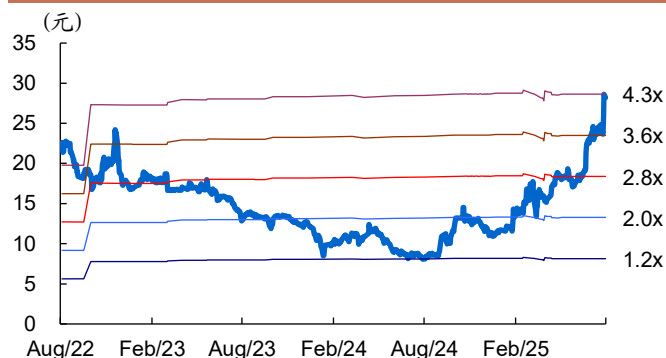
公司产能正有序扩张,除了稳定增长的改性塑料和快速增长的 TPV 等业务,共聚酯等产品有望在 25 年进一步提供业绩增量,因此我们推测 25 年业绩将显著增长,若 DVA 规模化放量,业绩增速将在此基础上进一步提升。公司主业抗周期能力强,新产品研发多线并行,落地放量后将对产品结构和利润结构带来优化。我们预期公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 61.3/69.4/77.1 亿元,同比增速分别为 16%/13%/11%;归母净利润 2.1/2.6/3.5 亿元,同比增速分别为 46%/27%/34%,分别对应 65.7/51.6/38.6 倍估值,考虑到公司后续成长空间广阔,我们维持“强烈推荐”投资评级。

图 8: 道恩股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 9: 道恩股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

六、风险提示

1、原材料价格波动的风险

公司主要产品改性塑料等在油价快速上涨时可能面临成本增加的风险。公司产品主要原材料包括 PP、ABS、PA、EPDM 等。上述原材料多为合成树脂,市场价格受石油价格波动影响较大。因此,原油价格变动是影响合成树脂成本变化的重要原因,原油价格的波动将会通过产业链层层传导最终影响到产品的成本,若原油价格上涨过快,生产企业则会面临生产成本上升的压力。由于公司产品销售客户主要为汽车交通、家电通讯、医疗卫生、大消费、新能源等领域的厂商,上述

行业在我国基本处于完全竞争状态，因此，原材料价格波动导致产品成本上升的风险可能无法完全、及时通过产品提价转嫁给下游客户，从而影响公司利润水平。

2、宏观经济环境变化引发的风险

公司主要从事改性塑料、热塑性弹性体和色母粒的生产，产品主要用于汽车交通、家电通讯、医疗卫生、大消费、新能源等领域，而宏观经济的变化将影响上述行业兴盛繁荣，直接影响公司下游行业对公司产品的市场需求。若宏观经济出现较大波动，居民收入以及购买力、消费意愿将深受影响，并对当前公司产品主要下游应用领域电器、汽车等行业造成压力，从而传导至公司，并进一步加剧市场竞争。

3、募集资金投资项目新增产能的市场开拓风险

募集资金投资项目投资建设工期较长、工程质量要求较高，建设过程中，不能完全排除因组织管理不善或其他不可预见因素导致项目建设未能如期完成或投资突破预算等可能影响项目收益的风险存在。此外由于募投项目的实施与市场供求、国家产业政策、行业竞争情况、技术进步、公司管理及人才等因素密切相关，上述任何因素的变动都可能直接影响项目的经济效益。在实际运营过程中，由于市场本身具有的不确定因素，如果未来业务市场需求增长低于预期，或业务市场推广进展与公司预测产生偏差，有可能存在募集资金投资项目实施后达不到预期效益的风险。

4、新产品能否完成推广和放量的风险等

公司布局新产品部分还未正式量产，此外新产品完成技术突破后还存在客户拓展和产能消化不及预期的风险，尤其下游汽车客户等需要经历验证周期。

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	4626	5499	6466
现金	481	502	297	334	368
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	901	1012	1116
其他	331	349	403	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	6876	7707	8637
流动负债	1369	2422	2754	3366	3993
短期借款	474	888	1107	1526	1973
应付账款	360	456	523	587	647
预收账款	36	52	59	67	73
其他	500	1026	1065	1186	1299
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	3372	3984	4611
股本	448	448	478	478	478
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	3310	3509	3783
负债及权益合计	5096	6338	6876	7707	8637

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(43)	(301)	(115)	(103)	(117)
净利润	155	152	221	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)	(51)	(56)	(59)
营运资金变动	(316)	(620)	(593)	(644)	(753)
其它	(1)	(4)	0	0	0
投资活动现金流	94	(183)	(149)	(144)	(141)
资本支出	(245)	(235)	(200)	(200)	(200)
其他投资	339	52	51	56	59
筹资活动现金流	8	405	58	284	292
借款变动	65	537	133	419	447
普通股增加	0	0	30	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)	(205)	37	34

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4544	5301	6133	6936	7705
营业成本	4004	4673	5355	6016	6634
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	43	43	43
投资收益	11	8	8	13	16
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%	13.3%	13.9%
净利率	3.1%	2.7%	3.3%	3.8%	4.5%
ROE	4.6%	4.5%	6.4%	7.7%	9.6%
ROIC	5.2%	4.7%	5.9%	6.8%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	48.0%	49.0%	51.7%	53.4%
净负债比率	10.0%	17.9%	18.5%	21.9%	24.7%
流动比率	2.2	1.7	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.8	1.3	1.4	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	0.29	0.29	0.43	0.55	0.73
每股经营净现金	-0.09	-0.63	-0.24	-0.21	-0.24
每股净资产	6.44	6.52	6.92	7.33	7.91
每股股利	0.06	0.06	0.09	0.11	0.15
估值比率					
PE	96.4	95.7	65.7	51.6	38.6
PB	4.4	4.3	4.1	3.8	3.6
EV/EBITDA	43.0	37.9	23.4	20.7	17.7

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。