

道恩股份 (002838)

2025 年中报点评：轮胎、机器人进展值得关注

业绩概要：2025 年上半年公司实现营业收入 28.81 亿元 (+24.08%)，实现归母净利润 0.84 亿元 (+25.80%)，对应 EPS 为 0.19 元，扣非归母净利润为 0.79 亿元 (+41.69%)。公司 Q2 实现营业收入 15.95 亿元 (同比+43.0%，环比+24.1%)，实现归母净利润 0.40 亿元 (同比+26.2%，环比-10.2%)，实现扣非净利润 0.42 亿元 (同比+55.7%，环比+14.6%)；

新旧动能转化，行业稳中向好：2025 年上半年，行业新旧动能转化特点明显，公司各大业务板块保持稳中向好的景气度：**1) 弹性体业务**壁垒较高，替代传统橡胶趋势明显，凭借突出的性价比，国产化替代加快，中高端市场加速突围，高关税下仍保持较强的竞争力，国内外需求旺盛；**2) 改性塑料业务**在以塑代钢的背景下，在新兴领域提升速度加快，轻量化、高性能的改性塑料仍将保持较快增长；**3) 色母粒行业**下游需求为家电等行业，中低端产品行业集中度较低，高端产品国产化替代需求迫切，近年来国内领先企业正加速追赶；**4) 共聚酯板块**市场主要为海外企业占据，国产高端共聚酯产能不足，近年来垄断格局逐步被打破，高端产品国产化进程加快；

公司业绩强劲增长：公司新动能加速释放，提升了整体业绩，分板块来看，弹性体业务上半年实现收入 3.77 亿元 (+16.94%)，毛利率 21.34% (+1.72pcts)，主要凭借公司在新能源汽车管路方面的批量交付、电缆材料的放量、定制化鞋材市场的高速增长以及 HNBR 产品在海内外战略客户的大幅放量等因素；改性塑料板块实现收入 21.28 亿元 (+22.35%)，毛利率 9.65% (+0.09pcts)，主要系以塑代钢高强度尼龙材料在家电、汽车等行业批量应用叠加工程塑料高毛利产品占比提升；色母粒业务实现营收 1.29 亿元 (+32.76%)，毛利率 15.98% (+0.99pcts)，通过与行业头部企业深度合作，进一步巩固行业地位，满足高端需求；共聚酯方面目前仍在研发攻关阶段，暂时收入较少；

财务数据：销售费用增加较多，主要系报告期内公司加大销售力度所致；管理费用增加较多，主要系本期并购费用增加，子公司转固带来的折旧增加所致；财务费用增多，主要系可转债转股及汇兑损益所致；经营现金流变动较大，主要系公司战略性备货导致原材料采购增多所致；

投资评级

增持
维持评级

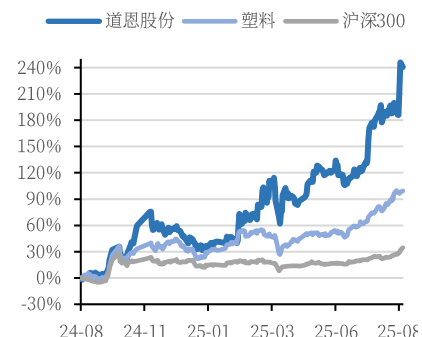
2025 年 08 月 25 日

收盘价(元): 28.20

公司基本数据

总股本(百万股)	478.40
总市值(百万)	13,490.83
流通股本(百万股)	420.63
流通市值(百万)	11,861.81
12 月最高/最低价(元)	29.46/8.08
资产负债率(%)	44.95
每股净资产(元)	7.42
市盈率(TTM)	85.29
市净率(PB)	3.80
净资产收益率(%)	2.37

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

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 —2025-04-16

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

轮胎业务进展顺利：DVA 材料是第三代轮胎气体阻隔层新型材料，目前仅有美国美孚公司及道恩股份拥有制备技术，公司通过与玲珑轮胎合作开发 DVA 技术，相较于传统材料，具备更轻量化、气密性更高、持久性更好的特点，目前正在加速推进成品胎的路跑测试，数据达到预期计划，正在按计划推进项目测试验证工作；

强势进军仿生机器人领域：公司在仿真皮肤弹性体材料方面实现技术突破，在超软人工机头 TPE、人工皮肤 SiTPV、导电 TPE 等几个方向同时研究储备，取得重大进展：人工肌肉具备超软、优异弹性、便面干爽无滑腻感；人工皮肤肤感强、强度高；导电 TPE 电阻率低，可以直接印刷电路，大幅取消或减少电缆使用。有望促进机器人走向灵巧、低价、仿真，走向真正民用；

高端共聚酯材料加快产能建设：公司围绕几款重点产品重点攻关，完成 PBAT 催化剂及生物基聚酯材料的开发及验证，PCTG 开发了电子烟和医疗客户，TPU 开发了差异化产品，加速推进建设 TPU、多元醇及新型高温共聚酯材料一期项目，PBAT 装置进行升级，三款产品完成了中试生产及应用评价；

投资建议：公司在新旧动能转化的背景下，积极布局弹性体、高端改性塑料、色母粒中高端等方向，加快共聚酯材料的高端国产化替代，在轮胎、机器人等方面取得突破性进展，随着新兴产业的逐步成熟，公司将充分收益。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 63.91 亿元、73.74 亿元、82.86 亿元，同比增长 20.57%、15.37%、12.37%，实现归母净利润 1.98 亿元、2.55 亿元、3.61 亿元，同比增长 40.26%、28.93%、41.47%，对应 PE 68X、53X、37X，维持“增持”评级。

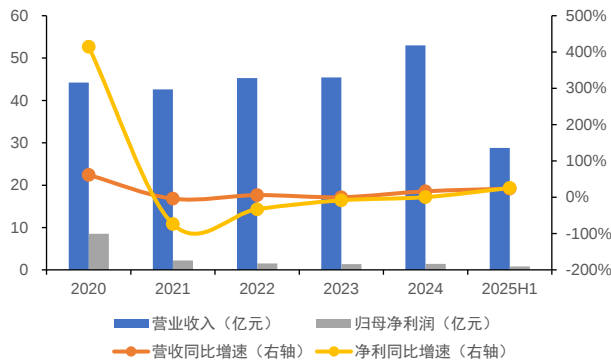
风险提示：下游需求不及预期、新领域应用不及预期、毛利率波动风险等

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,544	5,301	6,391	7,374	8,286
增速（%）	0.41%	16.65%	20.57%	15.37%	12.37%
归母净利润（百万元）	140	141	198	255	361
增速（%）	-8.09%	0.67%	40.26%	28.93%	41.47%
每股收益（元）	0.29	0.29	0.41	0.53	0.75
市盈率（倍）	96.36	95.72	68.25	52.93	37.41

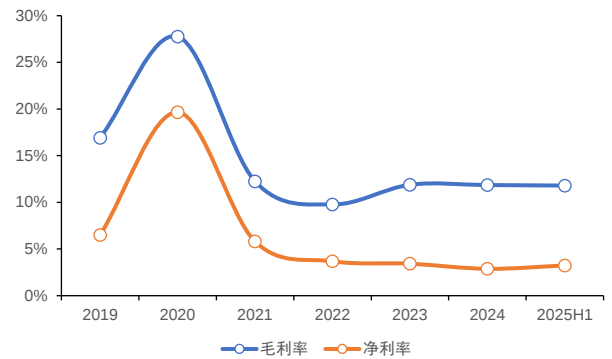
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速



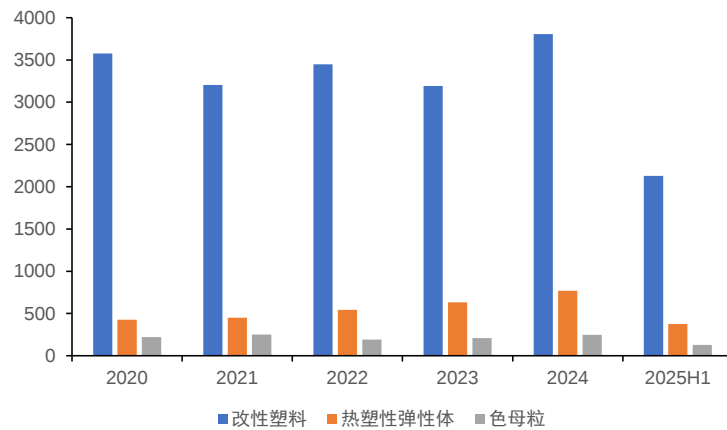
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分业务收入情况（百万元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分季度数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	1595	1286	1532	1447	1116	1207	1180	1125
营业成本(百万元)	1428	1113	1326	1285	988	1073	1002	995
销售费用率	0.9%	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%
管理费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.3%	2.7%	2.0%	3.0%	2.4%
财务费用率	0.5%	0.1%	1.0%	1.1%	0.6%	0.8%	0.5%	1.2%
研发费用率	3.7%	4.3%	6.2%	4.7%	4.3%	4.1%	5.1%	3.6%
资产减值损失(百万元)	4.46	3.80	9.40	0.00	0.00	-0.92	8.63	0.00
利润总额(百万元)	47	60	43	37	35	44	59	36
所得税费用(百万元)	3	10	1	1	1	5	8	1
归母净利润(百万元)	40	44	43	31	32	35	42	33
扣非归母净利润(百万元)	42	37	34	27	27	29	35	28
EPS(元)	0.08	0.10	0.10	0.07	0.07	0.08	0.09	0.07
毛利率	10.5%	13.4%	13.4%	11.1%	11.5%	11.0%	15.1%	11.5%
期间费用率	7.5%	8.1%	11.0%	9.0%	8.4%	8.0%	9.8%	8.4%
所得税率	7.0%	17.2%	1.6%	3.0%	1.8%	12.1%	13.6%	3.0%
净利率	2.5%	3.4%	2.8%	2.2%	2.8%	2.9%	3.6%	2.9%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 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	639.12	737.38	828.56	营业收入	4525.70	4544.07	5300.76	6391.22	7373.75	8285.61
应收票据及账款	1713.22	1764.81	2499.64	2801.63	3050.51	3132.64	营业成本	4083.77	4004.35	4672.96	5597.22	6410.64	7148.58
预付账款	202.46	98.88	145.41	192.61	151.52	158.90	税金及附加	16.84	19.14	16.06	19.17	22.12	24.86
其他应收款	3.63	7.96	6.85	11.56	11.11	13.62	销售费用	32.25	48.17	54.94	67.11	75.21	82.86
存货	534.98	565.89	786.27	996.76	855.34	1022.34	管理费用	81.76	102.34	127.18	143.80	162.22	174.00
其他流动资产	545.85	118.45	99.26	95.87	117.98	140.86	研发费用	164.75	185.28	258.93	260.76	298.64	333.08
流动资产总计	3372.11	3037.48	4039.81	4737.55	4923.83	5296.93	财务费用	4.17	36.79	48.45	77.97	103.62	91.83
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	7577.90	7930.75	8080.85	营业利润	168.44	169.59	154.89	248.19	320.00	452.51
短期借款	292.53	473.63	888.06	2265.94	2335.37	2162.44	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	475.69	536.04	636.91	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	746.20	838.36	919.65	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	3487.83	3709.76	3719.00	利润总额	168.77	169.21	159.84	248.19	320.00	452.71
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	28.54	36.80	52.06
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	219.65	283.20	400.65
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	21.96	28.32	40.06
负债合计	1837.16	1844.09	3039.71	4099.75	4220.39	4041.95	归属母公司股东净	152.33	140.00	140.94	197.68	254.88	360.58
股本	447.60	448.03	448.05	448.05	448.05	448.05	EBITDA	259.18	306.30	348.30	669.85	859.04	1074.54
资本公积	843.02	847.26	847.94	847.94	847.94	847.94	NOPLAT	168.50	187.46	193.80	288.65	374.73	481.65
留存收益	1708.71	1784.52	1823.61	1981.75	2185.66	2474.13	EPS(元)	0.32	0.29	0.29	0.41	0.53	0.75
归属母公司权益	2999.33	3079.81	3119.59	3277.74	3481.64	3770.11	主要财务比率						
少数股东权益	108.08	172.12	178.44	200.41	228.73	268.79	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	3107.41	3251.93	3298.04	3478.15	3710.37	4038.90	成长能力						
负债和股东权益合计	4944.57	5096.02	6337.75	7577.90	7930.75	8080.85	营收增长率	6.21%	0.41%	16.65%	20.57%	15.37%	12.37%
现金流量表							营业利润增长率	-34.81%	0.68%	-8.67%	60.23%	28.93%	41.41%
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT增长率	-42.84%	19.11%	1.11%	56.59%	29.88%	28.55%
税后经营利润	166.31	155.12	152.01	186.02	253.82	368.52	EBITDA增长率	-31.52%	18.18%	13.71%	92.32%	28.24%	25.09%
折旧与摊销	86.24	100.31	140.01	343.69	435.42	530.00	归母净利润增长率	-32.64%	-8.09%	0.67%	40.26%	28.93%	41.47%
财务费用	4.17	36.79	48.45	77.97	103.62	91.83	经营现金流增长率	75.18%	-19.10%	-532.34%	23.86%	474.45%	3.92%
投资损失	-9.46	-11.28	-8.18	-8.00	-10.00	-12.00	盈利能力						
营运资金变动	-301.48	-329.60	-637.13	-872.78	64.48	-99.74	毛利率	9.76%	11.88%	11.84%	12.42%	13.06%	13.72%
其他经营现金流	13.22	-0.17	-3.94	38.00	33.00	36.20	净利率	3.67%	3.41%	2.87%	3.44%	3.84%	4.84%
经营性现金净流量	-41.00	-48.83	-308.78	-235.10	880.34	914.81	营业利润率	3.72%	3.73%	2.92%	3.88%	4.34%	5.46%
资本支出	394.43	240.74	236.37	898.30	602.00	301.00	ROE	5.08%	4.55%	4.52%	6.03%	7.32%	9.56%
长期投资	0.00	-95.08	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.08%	2.75%	2.22%	2.61%	3.21%	4.46%
其他投资现金流	-435.92	429.75	53.28	17.53	4.38	0.93	ROIC	6.38%	5.70%	4.82%	6.13%	5.99%	7.46%
投资性现金净流量	-830.36	93.93	-183.09	-880.78	-597.62	-300.07	估值倍数						
短期借款	129.36	181.09	414.43	1377.88	69.42	-172.92	P/E	88.57	96.36	95.72	68.25	52.93	37.41
长期借款	48.99	38.29	144.30	-7.75	-99.29	-186.68	P/S	2.98	2.97	2.55	2.11	1.83	1.63
普通股增加	38.35	0.43	0.02	0.00	0.00	0.00	P/B	4.65	4.52	4.46	4.24	3.98	3.67
资本公积增加	734.42	4.23	0.68	0.00	0.00	0.00	股息率	0.23%	0.21%	0.34%	0.29%	0.38%	0.53%
其他筹资现金流	-62.55	-215.59	-154.36	-117.50	-154.60	-163.95	EV/EBIT	47.42	32.45	33.02	50.50	38.88	29.66
筹资性现金净流量	888.56	8.45	405.07	1252.63	-184.47	-523.55	EV/EBITDA	31.64	21.82	19.75	24.59	19.17	15.03
现金流量净额	18.48	52.78	-91.54	136.75	98.25	91.19	EV/NOPLAT	48.67	35.65	35.49	57.06	43.95	33.53

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, 依托中国航空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送发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。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