

## 道氏技术 (300409.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 参股强脑科技，深化科技&amp;材料产业布局

9月2日，公司公告，公司控股子公司香港佳纳有限公司于近日与“强脑科技”及其下属控股子公司及其他相关方共同签订《Pre-B 轮优先股认购协议》。香港佳纳使用自有资金出资3,000.00万美金认购标的公司Pre-B轮优先股，从而获得标的公司少数股东权益。

- 强脑科技 (Brain Family Inc.) 为全球领先的脑机接口技术公司，在脑机接口领域具备稀缺的技术壁垒和商业化能力。公司核心团队多来自哈佛、MIT 等顶尖院校，已获授权专利 460 余项，核心产品已通过 FDA、CE 等国际认证，并广泛应用于医疗康复、教育科技、消费健康、人机交互和泛娱乐等多个领域。
- 与《优先股试点管理办法》规定的“优先股”不同，公司投资标的公司获得的优先股是指在普通股的权利基础上，拥有在清算、表决、回购等事项上较普通股更优先的股东权利，具体包括：优先股表决权（按持股比例参与表决，部分重大保护性事项（如公司合并、清算、分红等）享有特别比例的表决权）、优先购买权和共售权（优先购买创始人股份或与创始人共同出售股份）、拖售权（特定条件下可强制要求其他股东一同出售公司股权）、回购权及优先清算等权利。此外，优先股股东原则上可以按照 1:1 数量将所持优先股转为普通股，除特定条件下的自动转股，原则上优先股股东可以自行决定转普通股时间。
- 公司积极把握 AI 时代发展机遇，依托公司在材料领域多年的经验，全力打造“AI+材料”的平台型企业，携手相关领域优秀的标杆企业，完善整体布局，共同推进“AI+材料”生态建设。公司与强脑科技在“AI+材料”战略上协同。公司拟借助强脑科技在医疗康复、教育消费和人机交互领域应用脑机接口技术的经验，进一步增强“AI+新材料”生态赋能与商业化落地能力，同时推进公司碳材料产品在电子皮肤等关键零部件领域应用的进程，提升公司核心竞争力，为公司长期稳定发展寻求有力支撑。强脑科技以“脑机科技，开启生命更多可能性”为核心导向，聚焦残疾人与弱势群体的生活需求与现实困境，致力于将硬科技与人文关怀相结合，通过前沿技术创新改善人类生活质量。
- 投资建议：公司积极把握 AI 时代发展机遇，全力打造“AI+材料”的平台型企业，携手相关领域优秀的标杆企业，共同推进“AI+材料”生态建设。公司与强脑科技在“AI+材料”战略上协同。公司拟借助强脑科技在医疗康复、教育消费和人机交互领域应用脑机接口技术的经验，进一步增强“AI+新材料”生态赋能与商业化落地能力，同时推进公司碳材料产品在电子皮肤等关键零部件领域应用的进程，提升公司核心竞争力，为公司长期稳定发展寻求有力支撑，预计 2025、2026、2027 年归母净利润分别为 5.72、6.07、6.44 亿元，对应 28.9、27.3、25.7 XPE，强烈推荐！

风险提示：新产品产业化不及预期风险、铜、钴价格波动风险。

## 财务数据与估值

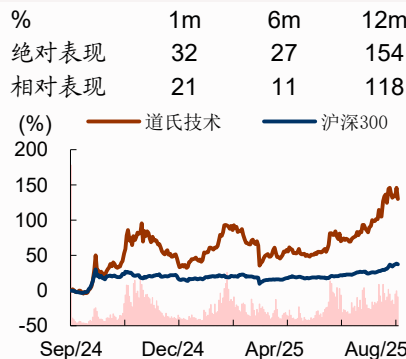
| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 7296  | 7752  | 8372  | 8874  | 9407  |
| 同比增长       | 6%    | 6%    | 8%    | 6%    | 6%    |
| 营业利润(百万元)  | 22    | 267   | 779   | 826   | 875   |
| 同比增长       | -66%  | 1119% | 192%  | 6%    | 6%    |
| 归母净利润(百万元) | (28)  | 157   | 572   | 607   | 644   |
| 同比增长       | -132% | -662% | 265%  | 6%    | 6%    |
| 每股收益(元)    | -0.04 | 0.20  | 0.73  | 0.78  | 0.82  |

中游制造/汽车  
目标估值：NA  
当前股价：21.16 元

## 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 总股本 (百万股)    | 782    |
| 已上市流通股 (百万股) | 687    |
| 总市值 (十亿元)    | 16.6   |
| 流通市值 (十亿元)   | 14.5   |
| 每股净资产 (MRQ)  | 10.0   |
| ROE (TTM)    | 3.5    |
| 资产负债率        | 38.5%  |
| 主要股东         | 荣继华    |
| 主要股东持股比例     | 15.77% |

## 股价表现



## 相关报告

- 《道氏技术 (300409) —携手芯培森、能斯达，共拓人形机器人关键材料新蓝海》2025-08-03
- 《道氏技术 (300409) —成立原子智算中心，建立“AI+材料”协同研发体系》2025-07-30
- 《道氏技术 (300409) —固本培元，蓄力固态电池材料》2024-11-22

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

luqianlong@cmschina.com.cn

|    |        |       |      |      |      |
|----|--------|-------|------|------|------|
| PE | -593.4 | 105.5 | 28.9 | 27.3 | 25.7 |
| PB | 2.7    | 2.5   | 2.3  | 2.2  | 2.1  |

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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 8761         | 7917         | 6273         | 6515         | 6967         |
| 现金             | 4203         | 2689         | 765          | 715          | 859          |
| 交易性投资          | 0            | 650          | 650          | 650          | 650          |
| 应收票据           | 211          | 184          | 199          | 211          | 224          |
| 应收款项           | 1421         | 997          | 1076         | 1141         | 1209         |
| 其它应收款          | 74           | 71           | 77           | 82           | 87           |
| 存货             | 1835         | 2597         | 2727         | 2891         | 3064         |
| 其他             | 1017         | 729          | 779          | 826          | 875          |
| <b>非流动资产</b>   | 6108         | 6395         | 6877         | 7317         | 7719         |
| 长期股权投资         | 69           | 116          | 116          | 116          | 116          |
| 固定资产           | 3448         | 4088         | 4670         | 5200         | 5682         |
| 无形资产商誉         | 1000         | 957          | 861          | 775          | 698          |
| 其他             | 1591         | 1235         | 1230         | 1226         | 1224         |
| <b>资产总计</b>    | <b>14869</b> | <b>14312</b> | <b>13150</b> | <b>13833</b> | <b>14686</b> |
| <b>流动负债</b>    | 4198         | 4613         | 2880         | 3158         | 3569         |
| 短期借款           | 2309         | 2741         | 1266         | 1465         | 1792         |
| 应付账款           | 1154         | 1116         | 1171         | 1242         | 1316         |
| 预收账款           | 30           | 10           | 10           | 11           | 12           |
| 其他             | 705          | 746          | 432          | 440          | 449          |
| <b>长期负债</b>    | 3571         | 2320         | 2320         | 2320         | 2320         |
| 长期借款           | 1119         | 1036         | 1036         | 1036         | 1036         |
| 其他             | 2452         | 1284         | 1284         | 1284         | 1284         |
| <b>负债合计</b>    | <b>7769</b>  | <b>6933</b>  | <b>5200</b>  | <b>5478</b>  | <b>5889</b>  |
| 股本             | 582          | 689          | 782          | 782          | 782          |
| 资本公积金          | 4248         | 4897         | 4897         | 4897         | 4897         |
| 留存收益           | 1198         | 1162         | 1610         | 1982         | 2391         |
| 少数股东权益         | 1072         | 631          | 661          | 693          | 726          |
| 归属于母公司所有者权益    | 6028         | 6749         | 7290         | 7662         | 8071         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>14869</b> | <b>14312</b> | <b>13150</b> | <b>13833</b> | <b>14686</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024          | 2025E         | 2026E       | 2027E      |
|----------------|-------------|---------------|---------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 327         | 673           | 799           | 883         | 948        |
| 净利润            | (28)        | 192           | 602           | 639         | 678        |
| 折旧摊销           | 351         | 334           | 468           | 510         | 549        |
| 财务费用           | 160         | 194           | 50            | 50          | 50         |
| 投资收益           | 17          | 12            | (104)         | (104)       | (104)      |
| 营运资金变动         | (142)       | (21)          | (217)         | (212)       | (225)      |
| 其它             | (31)        | (38)          | 0             | 0           | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (872)       | (2092)        | (847)         | (847)       | (847)      |
| 资本支出           | (732)       | (721)         | (950)         | (950)       | (950)      |
| 其他投资           | (140)       | (1371)        | 104           | 104         | 104        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3247        | (13)          | (1876)        | (85)        | 42         |
| 借款变动           | 470         | 586           | (1796)        | 199         | 327        |
| 普通股增加          | 0           | 107           | 93            | 0           | 0          |
| 资本公积增加         | 657         | 649           | 0             | 0           | 0          |
| 股利分配           | (29)        | (116)         | (124)         | (235)       | (235)      |
| 其他             | 2149        | (1239)        | (50)          | (50)        | (50)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2701</b> | <b>(1432)</b> | <b>(1924)</b> | <b>(49)</b> | <b>143</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 7296        | 7752       | 8372       | 8874       | 9407       |
| 营业成本             | 6130        | 6379       | 6698       | 7099       | 7525       |
| 营业税金及附加          | 144         | 212        | 229        | 243        | 258        |
| 营业费用             | 67          | 99         | 84         | 89         | 94         |
| 管理费用             | 402         | 455        | 335        | 355        | 376        |
| 研发费用             | 287         | 239        | 251        | 266        | 282        |
| 财务费用             | 133         | 74         | 50         | 50         | 50         |
| 资产减值损失           | (152)       | (108)      | (50)       | (50)       | (50)       |
| 公允价值变动收益         | 0           | 19         | 19         | 19         | 19         |
| 其他收益             | 58          | 75         | 75         | 75         | 75         |
| 投资收益             | (17)        | (12)       | 10         | 10         | 10         |
| <b>营业利润</b>      | 22          | 267        | 779        | 826        | 875        |
| 营业外收入            | 3           | 13         | 13         | 13         | 13         |
| 营业外支出            | 7           | 34         | 34         | 34         | 34         |
| <b>利润总额</b>      | 18          | 246        | 758        | 805        | 854        |
| 所得税              | 45          | 54         | 156        | 166        | 176        |
| 少数股东损益           | 0           | 35         | 30         | 32         | 34         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>(28)</b> | <b>157</b> | <b>572</b> | <b>607</b> | <b>644</b> |

主要财务比率

|                | 2023   | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |        |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 6%     | 6%    | 8%    | 6%    | 6%    |
| 营业利润           | -66%   | 1119% | 192%  | 6%    | 6%    |
| 归母净利润          | -132%  | -662% | 265%  | 6%    | 6%    |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率            | 16.0%  | 17.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 净利率            | -0.4%  | 2.0%  | 6.8%  | 6.8%  | 6.8%  |
| ROE            | -0.5%  | 2.5%  | 8.1%  | 8.1%  | 8.2%  |
| ROIC           | -0.5%  | 2.4%  | 6.0%  | 6.6%  | 6.5%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 52.2%  | 48.4% | 39.5% | 39.6% | 40.1% |
| 净负债比率          | 24.8%  | 28.6% | 17.5% | 18.1% | 19.3% |
| 流动比率           | 2.1    | 1.7   | 2.2   | 2.1   | 2.0   |
| 速动比率           | 1.6    | 1.2   | 1.2   | 1.1   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5    | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率          | 3.1    | 2.9   | 2.5   | 2.5   | 2.5   |
| 应收账款周转率        | 4.2    | 5.5   | 6.8   | 6.8   | 6.8   |
| 应付账款周转率        | 4.8    | 5.6   | 5.9   | 5.9   | 5.9   |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |       |
| EPS            | -0.04  | 0.20  | 0.73  | 0.78  | 0.82  |
| 每股经营净现金        | 0.42   | 0.86  | 1.02  | 1.13  | 1.21  |
| 每股净资产          | 7.71   | 8.63  | 9.32  | 9.79  | 10.32 |
| 每股股利           | 0.15   | 0.16  | 0.30  | 0.30  | 0.30  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| PE             | -593.4 | 105.5 | 28.9  | 27.3  | 25.7  |
| PB             | 2.7    | 2.5   | 2.3   | 2.2   | 2.1   |
| EV/EBITDA      | 39.2   | 29.2  | 14.6  | 13.7  | 12.9  |

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。