

业绩稳步增长，DVA 商业化即将落地，内生外延多点开花

道恩股份(002838)

评级:	增持	股票代码:	002838
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	30.79/14.5
目标价格:		总市值(亿)	130.12
最新收盘价:	27.2	自由流通市值(亿)	114.41
		自由流通股数(百万)	420.63

事件概述

公司发布 2025 年年度报告。2025 年公司实现营业收入 60.56 亿元，同比增长 14.25%；归母净利润 1.89 亿元，同比增长 34.03%；扣非归母净利润 1.72 亿元，同比增长 46.82%；EPS 0.41 元。2025 年，公司毛利率 12.92%，同比+1.08pct，净利率 3.39%。

分析判断:

► 2025 年主要产品产销增长，盈利水平提升

1) 全年营收增长，主由销量增长贡献。2025 年公司产品总销量 55.61 万吨，创历史新高；分业务看，改性塑料类营收同比提升 15.6%，销量 47.5 万吨（同比 + 22%）；热塑性弹性体类营收同比提升 8.33%，销量 5.26 万吨（同比 + 11.44%）；色母粒类营收同比提升 10.73%，销量 2.86 万吨（同比 + 10.00%）。新能源汽车轻量化材料、家电高端化需求带动改性塑料销量提升，海外市场拓展有效支撑弹性体、改性塑料业务放量。

2) 主要原材料价格下行叠加产品结构优化，毛利水平改善。据公司年报数据推算，2025 年公司主要采购的原材料 PP/ABS/PS 均价同比分别-1.0%/-6.3%/+1.0%，成本端压力显著缓解；受益于高端产品占比提升，公司全年综合毛利率 12.92%，同比上升 1.08pct。分业务看，改性塑料类/热塑性弹性体类/色母粒类产品毛利率分别为 10.7%（同比 + 1pct）/ 18.2%（同比 + 2.1pct）/ 12.5%（同比 + 0.8pct）。3) 2025 年公司期间费用率 8.88%，同比下降 0.35pct，其中，财务费用同比下降 36.92%，主因受益于汇率变动、可转债转股及贷款利率下行。

► DVA 商业化即将落地，内生外延多点开花

1) DVA 材料完成关键验证，商业化即将落地。公司作为国内唯一掌握 DVA（轮胎用高气体阻隔热塑性弹性体）核心技术的企业，2025 年已联合知名轮胎企业完成成品胎路跑测试，测试数据达到预期目标。DVA 被誉为“全球第三代轮胎气体阻隔层新型材料”，较传统丁基橡胶气密层气密性提升 7-10 倍、重量减少 80%、轮胎持久性提升 50%，滚阻数据更优；能使轮胎更轻量化、更节油、更环保，操控性能更佳，同时可支持更高行驶速度，拥有更长使用寿命。该技术获评 2025 年度山东省十大科技创新成果，并被写入山东省政府工作报告。据 2025 年 10 月 30 日投资者关系活动记录表，公司现有 5000 吨中试线产能，2 万吨专用产线已启动建设，争取 2026 年下半年进入大规模投放阶段。

2) EPDM 外延并购，增强盈利能力+完善产业布局。2025 年 12 月公司以 5.16 亿元收购宁波爱思开（SK）80% 股权，据百川盈孚，宁波爱思开拥有三元乙丙橡胶（EPDM）产能 5 万吨/年，且该产品毛利率较高，2023-2025 年行业毛利率在 45%以上。EPDM 为 TPV 核心原料，收购后打通“聚合—改性—应用”全产业链，锁定原料供应、降低成本、提升产品定制化及全产业链稳定供货能力。

3) 机器人材料多点突破，仿生与柔性材料领先布局。依托动态硫化技术平台，公司在人形机器人关键材料取得重大进展，包括：超软人工肌肉 TPE、人工皮肤 SiTPV、导电 TPE、光 / 温感变色 TPE 等，为公司打开高成长新空间。

投资建议

我们更新 2026-2027 年、并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 82.25/96.06/111.51 亿元（2026-2027 年前期预测值为 64.51/76.20 亿元），归母净利润分别为 5.12/6.47/7.82 亿元（2026-2027 年前期预测值为 3.06/4.41 亿元），EPS 分别为 1.07/1.35/1.63 元（2026-2027 年前期预测值为 0.67/0.97 元），对应 4 月 9 日 27.2 元收盘价，PE 分别为 25/20/17 倍，维持“增持”评级。

风险提示

产品及原材料价格剧烈波动的风险，新产品推广进度不及预期的风险

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,301	6,056	8,225	9,606	11,151
YoY (%)	16.7%	14.2%	35.8%	16.8%	16.1%
归母净利润(百万元)	141	189	512	647	782
YoY (%)	0.7%	34.0%	171.3%	26.3%	20.9%
毛利率 (%)	11.8%	12.9%	16.2%	16.4%	17.0%
每股收益 (元)	0.32	0.41	1.07	1.35	1.63
ROE	4.5%	5.2%	12.3%	13.5%	14.0%
市盈率	85.00	66.34	25.39	20.11	16.64

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：王丽丽

邮箱：wangll1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120005

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,056	8,225	9,606	11,151	净利润	206	558	704	852
YoY (%)	14.2%	35.8%	16.8%	16.1%	折旧和摊销	172	257	295	340
营业成本	5,274	6,894	8,035	9,260	营运资金变动	-516	-343	-834	-661
营业税金及附加	24	29	33	39	经营活动现金流	-76	493	192	530
销售费用	77	138	131	158	资本开支	-133	-423	-409	-419
管理费用	151	192	209	240	投资	-66	0	0	0
财务费用	31	28	30	0	投资活动现金流	-202	-408	-394	-420
研发费用	280	400	476	552	股权募资	50	0	0	0
资产减值损失	-21	0	0	0	债务募资	513	313	322	313
投资收益	6	15	16	0	筹资活动现金流	525	277	280	313
营业利润	235	591	745	902	现金净流量	252	365	78	424
营业外收支	-5	1	0	0					
利润总额	230	592	745	902	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	24	34	41	50	成长能力				
净利润	206	558	704	852	营业收入增长率	14.2%	35.8%	16.8%	16.1%
归属于母公司净利润	189	512	647	782	净利润增长率	34.0%	171.3%	26.3%	20.9%
YoY (%)	34.0%	171.3%	26.3%	20.9%	盈利能力				
每股收益	0.41	1.07	1.35	1.63	毛利率	12.9%	16.2%	16.4%	17.0%
					净利率	3.1%	6.2%	6.7%	7.0%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	2.6%	6.0%	6.7%	7.1%
货币资金	661	1,026	1,104	1,528	净资产收益率 ROE	5.2%	12.3%	13.5%	14.0%
预付款项	165	146	213	237	偿债能力				
存货	879	1,077	1,263	1,446	流动比率	1.57	1.59	1.67	1.77
其他流动资产	3,095	3,500	4,226	4,829	速动比率	1.19	1.22	1.28	1.38
流动资产合计	4,800	5,749	6,805	8,040	现金比率	0.22	0.28	0.27	0.34
长期股权投资	187	187	187	187	资产负债率	48.1%	48.3%	47.3%	45.8%
固定资产	1,747	2,272	2,636	2,883	经营效率				
无形资产	323	378	428	482	总资产周转率	0.88	1.04	1.06	1.08
非流动资产合计	2,580	2,747	2,861	2,941	每股指标 (元)				
资产合计	7,380	8,496	9,666	10,982	每股收益	0.41	1.07	1.35	1.63
短期借款	1,241	1,554	1,876	2,190	每股净资产	7.61	8.69	10.04	11.68
应付账款及票据	475	648	757	869	每股经营现金流	-0.16	1.03	0.40	1.11
其他流动负债	1,336	1,405	1,440	1,478	每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,053	3,606	4,073	4,536	估值分析				
长期借款	372	372	372	372	PE	66.34	25.39	20.11	16.64
其他长期负债	124	124	124	124	PB	3.16	3.13	2.71	2.33
非流动负债合计	496	496	496	496					
负债合计	3,548	4,102	4,569	5,032					
股本	478	478	478	478					
少数股东权益	192	237	294	364					
股东权益合计	3,832	4,394	5,098	5,950					
负债和股东权益合计	7,380	8,496	9,666	10,982					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。