下载日志已记录，仅供内部参考

道恩股份（002838）

证券研究报告
2026 年 10 月 12 日

“内生增长+外延并购”双轮驱动，DVA 或开启新纪元

改性塑料：深度挖掘下游客户需求，持续拓宽下游领域

据智研咨询数据统计显示，2016 年至 2024 年我国塑料改性化率从 18.81%增长至 23.54%，整体呈现较好的发展趋势，但相较于全球近 50%改性化率仍有较大提升空间。随着新能源汽车、5G 通信、低空经济等新兴领域对材料性能要求的提升，高端改性塑料需求快速增长。

TPV：国内 TPV 龙头制造商，多重催化行业需求有望稳健增长

TPV 是一类替代传统橡胶的新型高分子材料，具有“可热塑加工、常温弹性”优点。据 Mordor Intelligence 预测，全球 TPV 市场需求量有望从 2026 年的 50.4 万吨增长至 2031 年的 65.3 万吨，2026-2031 年 CAGR 达 5.32%，其中汽车轻量化、电动汽车电池包密封、汽车整车回收、消费电子产品等领域为 TPV 需求的主要增量。中国 TPV 核心厂商包括山东道恩和塞拉尼斯等，前两大厂商占有中国大约 50%的份额，其中山东道恩是中国最大的 TPV 生产商，占有超过 35%的市场份额。

DVA：联合国内轮胎大厂开展研发测试，2026H2 有望推进商业化应用

DVA 是将聚酰胺（PA）与溴化丁基橡胶（BIIR）共混，采用动态硫化加工技术制备的热塑性硫化胶。由于 DVA 具有优异的气密性及可加工性能，使其在轮胎气密层和软管等诸多领域逐渐代替 BIIR。近年来，道恩与玲珑轮胎合作，通过在线贴膜与成型工艺实现关键突破，将 DVA 材料规模化生产的最后一道障碍清除。公司 DVA 现有 5000 吨中试线，并已着手建设 2 万吨 DVA 专用产线以匹配未来的需求，目前 DVA 已进入小批量生产状态，计划 2026 年下半年推进商业化应用。

外延并购项目拓疆，紧盯前沿产业布局未来赛道

2025 年末公司收购宁波爱思开合成橡胶有限公司 80%股权，成功进入三元乙丙橡胶业务。我国 EPDM 正处于从中端自主向高端突破的关键期，公司抢占国产替代先机，扩建 2.5 万吨 EPDM 项目，项目建成后 EPDM 产能将从 6.5 万吨/年提升至 9 万吨/年。

主业行稳致远，新材厚积薄发，首次覆盖，给予“买入”评级

我们预测 26/27/28 年公司归母净利润 4.7/6.0/7.1 亿元，EPS 分别为 0.97/1.25/1.49 元。我们选取金发科技、会通股份、国恩股份、沃特股份作为可比公司，公司估值具有一定优势。通过“内生增长+外延并购”双轮驱动，打破地域限制，同时加快 DVA、TPU 等重大项目建设，2026 年下半年有望进行 DVA 的商业化推广，有望为公司打开新的成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格超预期上涨风险；产品价格超预期下跌风险；拟建及在建产能投放不及预期风险等；股价大幅波动风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,300.76	6,055.92	7,982.14	8,986.06	9,960.02
增长率(%)	16.65	14.25	31.81	12.58	10.84
EBITDA(百万元)	583.12	716.55	816.84	994.90	1,155.57
归属母公司净利润(百万元)	140.94	188.90	465.47	599.38	711.63
增长率(%)	0.67	34.03	146.41	28.77	18.73
EPS(元/股)	0.31	0.39	0.97	1.25	1.49
市盈率(P/E)	75.50	60.15	24.41	18.96	15.97
市净率(P/B)	3.52	3.12	2.82	2.57	2.31
市销率(P/S)	2.01	1.88	1.42	1.26	1.14
EV/EBITDA	10.86	17.58	15.49	12.66	10.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/塑料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	478.40
流通 A 股股本(百万股)	420.64
A 股总市值(百万元)	11,361.96
流通 A 股市值(百万元)	9,990.19
每股净资产(元)	8.02
资产负债率(%)	52.02
一年内最高/最低(元)	38.30/20.38

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

丁文宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526070001
dingwenyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 主业行稳致远，新材厚积薄发 5
1.1. 深耕热塑弹性基材，打造高分子材料平台 5
1.2. 公司控股股东为道恩集团，实际控制人为于晓宁、韩丽梅 6
1.3. 重视研发创新，多措并举强布局四大技术平台 7
1.4. 销售量增对冲价格下滑影响，盈利总体呈扩张趋势 9
2. 改性塑料业务：深度挖掘下游客户需求，持续拓宽下游领域 12
3. 热塑性弹性体业务：TPV 筑牢基本盘，DVA 锻造新增长 15
3.1. TPV：国内 TPV 龙头制造商，多重催化行业需求有望稳健增长 16
3.2. DVA：联合国内轮胎大厂开展研发测试，2026H2 有望推进商业化应用 20
4. 外延并购项目拓疆，实现核心原料 EPDM 自主生产 24
5. 盈利预测与估值 27
5.1. 盈利预测 27
5.2. 可比公司估值 28
6. 风险提示 28

图表目录

图 1：公司发展历程 5
图 2：公司产业链一览 5
图 3：公司控股股东为道恩集团，实际控制人为于晓宁、韩丽梅 6
图 4：公司“奋斗者 1 号”及“奋斗者 2 号”员工持股计划考核要求 7
图 5：公司形成动态硫化平台、酯化合成平台、氢化反应平台和塑化改性平台四个高端创新平台 7
图 6：公司主要产品产能梳理 8
图 7：公司主营业务收入构成（按 2025 年营收） 8
图 8：公司毛利额构成（按 2025 年毛利额） 8
图 9：2025 年公司盈利水平企稳回升 9
图 10：近年来公司营业收入整体呈增长趋势 9
图 11：2021-2025 年间公司热塑性弹性体业务营收占比有所增长 9
图 12：公司产品销售量规模持续扩大 10
图 13：近年来公司主要产品销售均价变化 10
图 14：热塑性弹性体毛利占比由 2021 年的 17%提升至 2025 年的 25% 10
图 15：公司其他业务、热塑性弹性体业务毛利率相对较高 10
图 16：公司销售毛利率、销售净利率 11
图 17：公司销售/管理/研发/财务费用率 11
图 18：公司 ROE、ROA 11
图 19：公司资产负债率 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：2025 年公司分红比例为 30.1%.....11
图 21：公司每股股利在 2021 年下降后恢复增长.....11
图 22：改性塑料产业链一览.....12
图 23：2025 年中国改性塑料中改性聚丙烯产量占比最高，达 26.82%，其次为改性聚乙烯（19.92%）和改性 ABS（10.06%）.....13
图 24：改性塑料广泛应用于家电、汽车、电子电气等领域.....13
图 25：我国塑料改性化率较全球水平偏低.....13
图 26：2025 年我国改性塑料产量预计 3200 万吨，消费量预计 3450 万吨.....14
图 27：公司改性塑料业务发展情况.....14
图 28：TPE 分类（按化学组成分类）.....15
图 29：TPE 分类（按产品分类）.....15
图 30：TPV 产业链图示.....16
图 31：2025 年标准 EPDM/PP 型 TPV 全球产量占比达 45.2%.....16
图 32：橡胶分子链硫化前后的网络结构示意图.....17
图 33：TPV 成型加工流程图.....17
图 34：TPV 下游应用场景.....17
图 35：汽车行业是 TPV 最大的终端应用领域.....17
图 36：2026-2036 年全球 TPV 市场规模预计以 4.9%的复合年增长率增长.....18
图 37：北美和亚太地区合计占据全球 TPV 约 80%的市场份额.....18
图 38：未来 TPV 下游应用中汽车密封件及软触感具有高价值、高成长的市场机会.....18
图 39：全球 TPV 市场需求量有望从 2026 年的 50.4 万吨增长至 2031 年的 65.3 万吨.....18
图 40：全球 TPV 需求量 CAGR 驱动全景图.....19
图 41：子午线轮胎结构.....20
图 42：在同等的保压条件（2.5%）下同等膜的厚度使用动态硫化技术生产的高气体阻隔性热塑性弹性体用于轮胎的气密层比使用纯的溴化丁基橡胶所做的轮胎的气密性高接近 5 倍.....21
图 43：同等温度、同等厚度下，使用动态硫化技术制备高气体阻隔性热塑性弹性体制备的轮胎气密层比纯的溴化丁基橡胶做的轮胎气密层的气密性高 10 倍.....21
图 44：IIR/PA TPV 制备过程示意图.....21
图 45：公司 DVA 研发与产业落地历程.....22
图 46：2025 年中国进口丁基橡胶 32.1 万吨，进口依存度 59.4%.....23
图 47：2025 年国内丁基橡胶下游消费中轮胎消费占比达 91%.....23
图 48：生产 1 条子午线轮胎需要消耗约 1.339kg 溴化丁基橡胶.....24
图 49：乙丙橡胶行业产业链.....25
图 50：2025 年中国三元乙丙橡胶进口依存度为 39.4%.....26
图 51：2025 年国内三元乙丙橡胶消费量 45.7 万吨，同比+4.7%.....26
图 52：汽车橡胶制品为国内三元乙丙橡胶主要下游消费.....26
图 53：近年来三元乙丙橡胶价格、成本及毛利走势.....26

表 1：公司核心管理团队介绍.....6
表 2：公司改性塑料业务经营数据.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：公司热塑性弹性体业务经营数据 16
表 4：不同系列 TPV 关键性能对比 17
表 5：国内丁基橡胶供需平衡表 23
表 6：国内 DVA 需求量及市场规模、公司 DVA 产线预计贡献营收规模测算 24
表 7：宁波爱思开财务数据（单位：万元） 25
表 8：国内三元乙丙橡胶供需平衡表 26
表 9：预计 26/27/28 年公司归母净利润 4.7/6.0/7.1 亿元 27
表 10：公司估值方面具备可比优势（收盘价单位：元/股，EPS 单位：元/股，PE 及 PB 单位：倍） 28

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 主业行稳致远，新材厚积薄发

1.1. 深耕热塑弹性基材，打造高分子材料平台

道恩股份是一家专业从事高性能热塑性弹性体、改性塑料、色母粒等产品的研发、生产、销售与服务的国家认定高新技术企业。公司成立于 2002 年，并于 2017 年 1 月在深圳证券交易所挂牌上市，为国家认定高新技术企业，专业从事高性能热塑性弹性体、改性塑料、色母粒、聚酯材料等产品的研发、生产、销售与服务，产品广泛应用于汽车交通、家电通讯、医疗卫生、航空航天、大消费、新能源等领域。公司拥有国内领先的多元化、高水准研发平台，涵盖国家级企业技术中心、国家创新能力建设平台、国家 CNAS 认证实验室、国家地方联合工程实验室等四大国家级研发平台，以及全国石油与化学工业高性能热塑性弹性体工程实验室、山东省高性能热塑性弹性体 TPV 重点实验室、山东省塑胶弹性体工程技术研究中心、山东省特种橡塑工程实验室等四大省部级研发平台。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司产业链一览



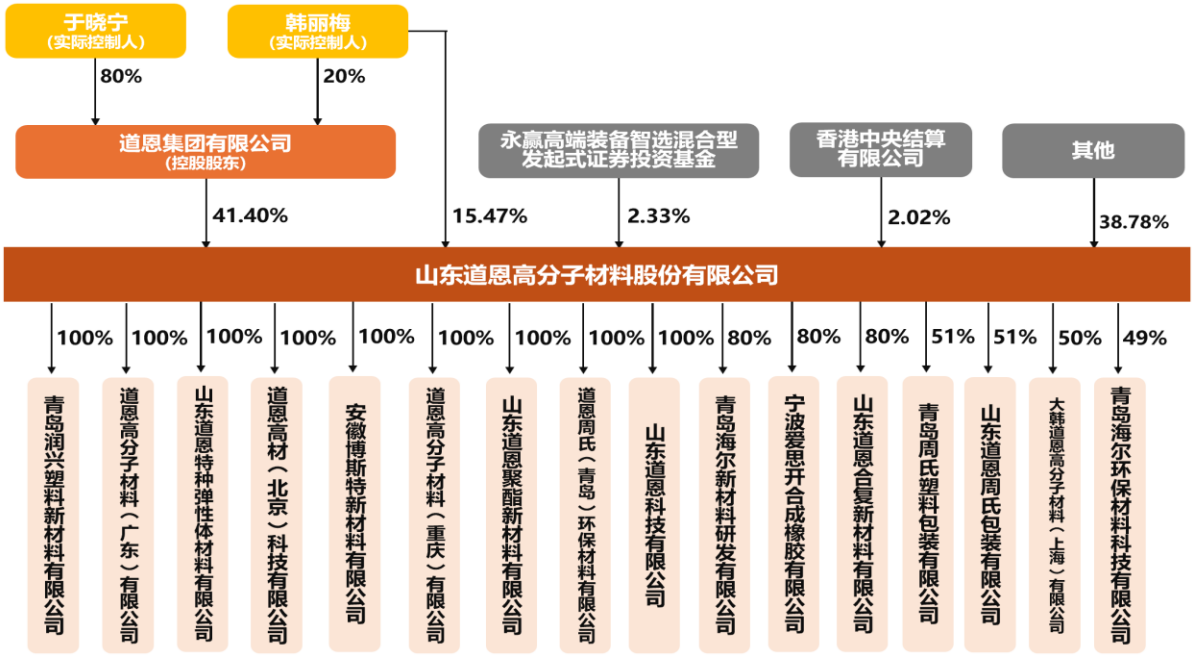
资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 公司控股股东为道恩集团，实际控制人为于晓宁、韩丽梅

公司控股股东为道恩集团，实际控制人为于晓宁、韩丽梅。控股股东道恩集团始建于 1991 年，现已形成化塑贸易、高分子新材料、钛白粉、现代物流、煤炭工贸、金融服务、其他产业等主辅产业协同发展的格局，于晓宁和韩丽梅分别持有道恩集团 80%和 20%的股权，为道恩股份实际控制人。

图 3：公司控股股东为道恩集团，实际控制人为于晓宁、韩丽梅



资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：以上持股比例截至 2026 年第二季度末

表 1：公司核心管理团队介绍

姓名	职务	简介
于晓宁	董事长	男，1967 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，工商管理硕士，高级工程师。1997 年之前任龙口市兴隆物资商场总经理；1997 年至 2000 年任龙口市兴隆橡塑有限公司总经理；2000 年创立道恩集团有限公司，现任道恩集团有限公司董事长、总裁；2002 年至 2010 年任公司执行董事；2010 年 12 月至今任公司董事长。
韩丽梅	董事	女，1971 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，高中。1991 年至 1997 年任龙口市兴隆物资商场会计，1997 年至 2023 年 2 月任山东道恩国际物流有限公司执行董事，2010 年 12 月至今任公司董事。
田洪池	总经理	男，1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士、乌克兰国家工程院外籍院士、正高级工程师。2003 年至 2020 年 5 月任公司副总经理；2010 年 12 月至今任公司董事；2014 年 7 月至 2017 年 11 月兼任公司董事会秘书；2020 年 5 月至今任公司总经理。
王泽方	常务副总经理	1981 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，工程师。2004 年 7 月至 2018 年 8 月就职于海尔集团，历任海尔新材事业部车间主任、质量负责人、制造部长，事业部部长；2018 年 8 月至 2021 年 5 月任青岛润兴副总经理，期间委派至大韩道恩任总经理；2021 年 5 月至今任公司常务副总经理。
吴迪	副总经理	女，1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专。2002 年 2 月至 2014 年 4 月历任道恩集团有限公司营销中心业务经理、经理、副总经理；2014 年 4 月至 2017 年 10 月任公司销售部经理；2017 年 10 月至今任公司副总经理。
赵祥伟	副总经理	男，1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专，工程师。2002 年 12 月至 2014 年 8 月任公司制造一部副经理、经理，2014 年 8 月至 2017 年 10 月任公司总经理助理，2017 年 10 月至今任公司副总经理。曾获烟台市五一劳动奖章。
王有庆	副总经理 董事会秘书	男，1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，在职 EMBA，经济师。2010 年 7 月取得了深圳证券交易所颁发的《董事会秘书资格证书》。2005 年 7 月至 2016 年 3 月历任国电宁夏英力特化工股份有限公司证券部证券事务专员、证券部主任助理、证券事务代表、证券部副主任（主持工作）；2016 年 3 月至 2017 年 9 月任中际旭创股份有限公司证券部负责人；2017 年 9 月至今任公司副总经理、董事会秘书。
邹远勇	副总经理 财务总监	男，1965 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，会计师。1986 年 7 月至 1998 年 11 月在烟台合成革总厂财务部工作，1998 年 11 月至 2009 年 10 月在绿叶制药集团有限公司工作，2009 年 12 月至 2016 年 3 月历任道恩集团有限公司财务部副部长、财务总监；2016 年 3 月至 2024 年 1 月任青岛海尔新材料研发有限公司副总经理、财务总监；2024 年 1 月至今任公司副总经理、财务总监。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

积极推进员工持股计划，汇聚全员干事创业新动能。2024 年 12 月公司公布奋斗者 1 号员工持股计划（草案），该员工持股计划持股规模不超过 480 万股，约占公司股本总额（2024 年 12 月 16 日）的 1.07%，员工持股计划的股份来源为公司回购专用账户回购的公司 A 股普通股股票，拟参加该员工持股计划的员工总人数不超过 80 人，其中董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员共 12 人。2026 年 8 月公司发布奋斗者 2 号员工持股计划（草案），该员工持股计划持股规模不超过 473.41 万股，约占公司股本总额的 0.99%（2026 年 8 月 29 日），拟参加该员工持股计划的员工总人数不超过 300 人，其中董事（不含独立董事）和高级管理人员共 9 人。

图 4：公司“奋斗者 1 号”及“奋斗者 2 号”员工持股计划考核要求

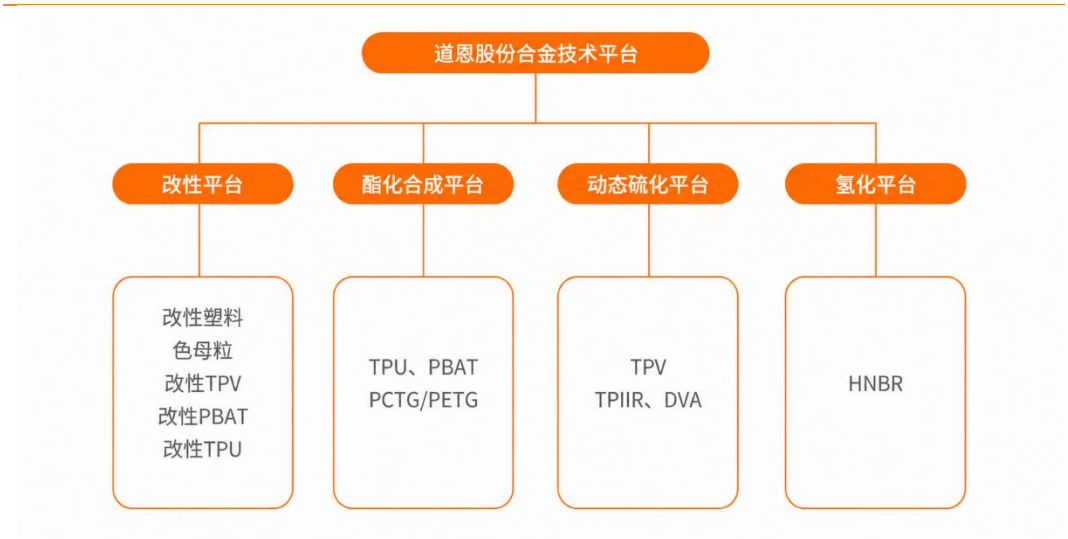


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 重视研发创新，多措并举强布局四大技术平台

公司重视研发创新，打造动态硫化、酯化合成、氢化反应和塑化改性四大技术平台。道恩股份所处行业为橡胶和塑料制品业，专注于高分子新材料领域，产品广泛服务于汽车交通、家电通讯、医疗健康、电子电气、航空航天等战略性行业。作为国民经济重要支柱产业之一，该领域正处于绿色转型与技术升级的关键阶段。公司以功能性高分子复合材料为核心，构建了热塑性弹性体、改性塑料、色母粒、聚酯四大类产品的协同布局，形成了动态硫化平台、酯化合成平台、氢化反应平台和塑化改性平台四个高端创新平台，致力于推动进口替代、消费升级与低碳可持续发展。

图 5：公司形成动态硫化平台、酯化合成平台、氢化反应平台和塑化改性平台四个高端创新平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

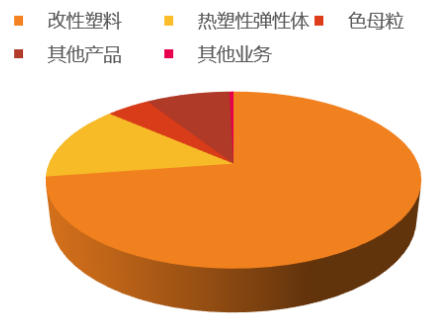
图 6：公司主要产品产能梳理

	业务介绍	主要原材料	主要产品	在产产能	在建产能
热塑性弹性体（TPE）	热塑性弹性体（TPE）被称为第三代橡胶，兼具橡胶的高弹性和塑料的加工热塑性，具有工艺简单、环保低碳的优势。公司以完全硫化热塑性硫化胶（TPV）为主导产品，TPV作为该领域皇冠上的明珠，技术壁垒高，性能与环保优势显著，已广泛应用于汽车零部件、电子电气、医用材料等领域。TPV有效替代传统橡胶高能耗、高污染制品，是非轮胎用橡胶的理想选择	聚丙烯（PP） 三元乙丙橡胶（EPDM）	完全硫化热塑性硫化胶（TPV）-当前主导产品	9万吨 （2025年投产的5万吨产能正在爬坡阶段，导致2025年产能利用率仅有64%）	-
			轮胎用高气体阻隔层新型热塑性弹性体（DVA）-前沿高端新材料	0.5万吨 （公司与玲珑轮胎合作开发的DVA项目已进入到小批量生产阶段）	2万吨 （公司已着手建设2万吨DVA专用产线以匹配未来的需求）
			热塑性聚氨酯弹性体（TPU）	-	10万吨 （2024年5月公司审议通过《关于全资子公司投资建设新材料扩产项目（二期）的议案》，拟建设10万吨TPU和6万吨多元醇建设项目，截至2025年末厂房及部分生产线已达到可使用状态转固，生产线设备陆续投入中）
			三元乙丙橡胶（EPDM）	6.5万吨 （2025年底公司启动对宁波爱思开80%股权的收购，并于2026年2月完成收购，将其纳入合并报表范围）	2.5万吨 （2026年6月9日道恩股份公告，控股子公司宁波爱思开合成橡胶有限公司计划投资5亿元，建设年产2.5万吨三元乙丙橡胶项目。该项目位于宁波石化经济技术开发区现有厂区内，建设期为2年）
改性塑料	改性塑料是在通用塑料基础上添加助剂、填料进行物理或化学改性，以提升强度、阻燃性、耐老化等性能的产品，属国家战略新兴产业，受多项政策支持。改性塑料以塑代钢、以塑代木，契合节能环保趋势，下游汽车、家电、电子电气等行业升级驱动需求增加，市场份额向技术领先企业集中	合成树脂（PP、ABS、PE等）	改性PP、改性ABS、改性PBT、改性尼龙等	50万吨	10万吨
色母粒	色母粒是以树脂为载体，添加高比例颜料、分散剂等制成的高分子复合着色材料，具有着色效果好、节能环保、便于储存运输等优点，是塑料着色的首选材料。公司积极布局色母粒业务，我国作为全球增长最快的色母粒市场。国际市场呈垄断格局，国内头部企业正提升研发与工艺水平，国产份额逐年扩大	合成树脂和颜料	专用色母粒、功能色母粒	4万吨	-
聚酯材料	聚酯材料（可降解塑料）在国家禁塑限塑政策推动下快速发展，多项文件限制不可降解一次性塑料使用，支持全生物降解地膜等推广。公司布局可降解塑料业务，产品环保性能优异，成为替代传统塑料的首选，助力碳达峰碳中和目标。虽处于发展初期，面临产业链配套压力，但政策红利与市场需求将驱动其快速增长。公司将持续优化产品，推动其在包装、地膜等领域的广泛应用	-	围绕PETG、PCTG、PBAT和TPU等核心产品开展重点技术攻关，顺利完成PBAT催化剂及生物基聚酯材料的开发与验证工作，成功开发三种不同生物基的可降解聚酯材料，并完成中试生产及应用评价	-	-

资料来源：公司公告，公司官网，Wind，中国合成橡胶工业协会公众号，慧聪化工网公众号，天风证券研究所

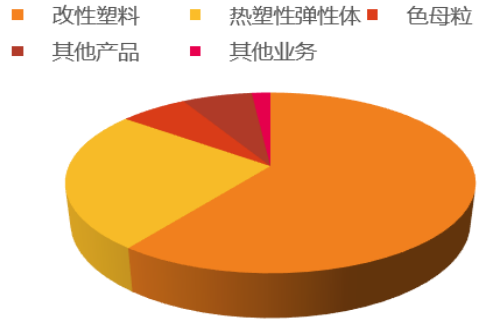
改性塑料为目前公司主要盈利来源，未来热塑性弹性体业务盈利贡献有望提升。从营业收入结构来看，公司业务主要围绕改性塑料、热塑性弹性体、色母粒及其他产品展开，其中改性塑料为公司第一大收入来源，2025 年占营业收入比例达到 72.7%；热塑性弹性体、色母粒及其他产品收入占比分别为 13.7%、4.5%和 8.7%。从毛利贡献来看，改性塑料仍是公司利润的重要来源，2025 年毛利占比达到 60.2%；热塑性弹性体业务毛利占比为 25%，显著高于其 13.7%的收入占比，体现出该业务具备更高的盈利能力；色母粒及其他产品毛利贡献相对稳定，2025 年分别占 6.4%和 6.6%。2025 年公司投产的 5 万吨 TPV 产能正在爬坡，2026 年产能利用率有望提高；同时，公司与玲珑轮胎合作开发的 DVA 项目已进入到小批量生产阶段，并着手建设 2 万吨 DVA 专用产线以匹配未来的需求；此外，公司 10 万吨 TPU 和 6 万吨多元醇建设项目建设稳步推进，2025 年底启动收购的宁波爱思开拟建设 2.5 万吨的 EPDM 项目。伴随以上项目逐步投产达产，未来公司热塑性弹性体业务盈利贡献有望提升。

图 7：公司主营业务收入构成（按 2025 年营收）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司毛利额构成（按 2025 年毛利额）



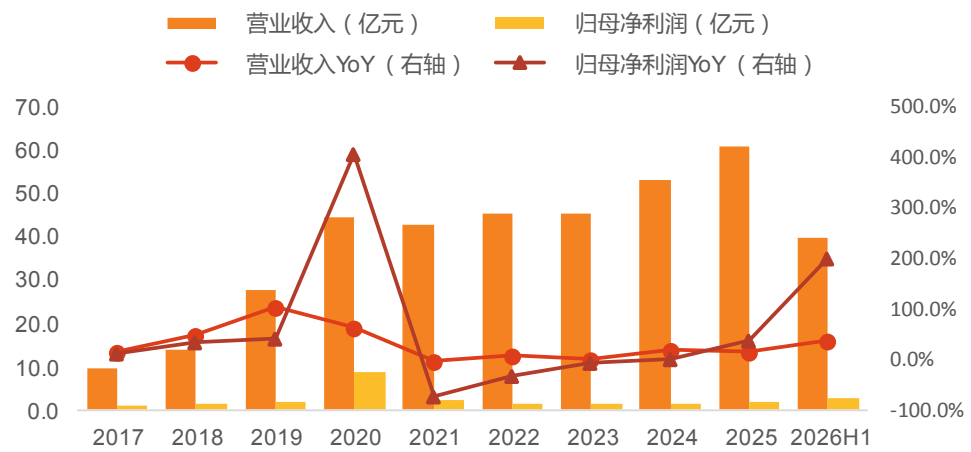
资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4. 销售量增对冲价格下滑影响，盈利总体呈扩张趋势

2025 年公司盈利水平企稳回升。2016-2020 年公司营业收入及归母净利润规模持续增长，其中 2020 年公司实现营业收入 44.2 亿元，同比+61.7%，实现归母净利润 8.6 亿元，同比+414.5%，主要系凭借在熔喷料领域的技术积累，公司防疫物资熔喷料销量大幅增加，同时公司研发的部分新产品投产所致。随着疫情结束，公司归母净利润逐步回落。2025 年以来，国家以旧换新政策推进，带动新能源汽车、家电、电子等下游行业保持增长态势，2025 年公司盈利企稳回升，全年实现营业收入 60.6 亿元，同比+14.3%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比+35.7%。2026H1 公司实现营业收入 39.8 亿元，实现归母净利润 2.4 亿元，盈利延续扩张趋势。

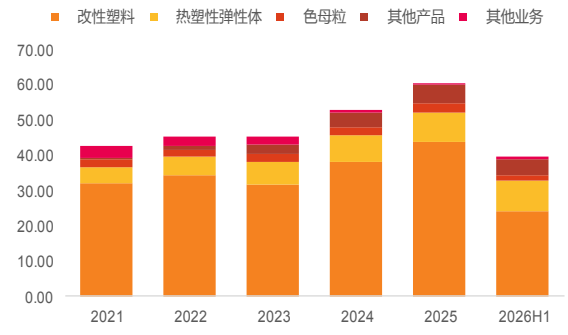
图 9：2025 年公司盈利水平企稳回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

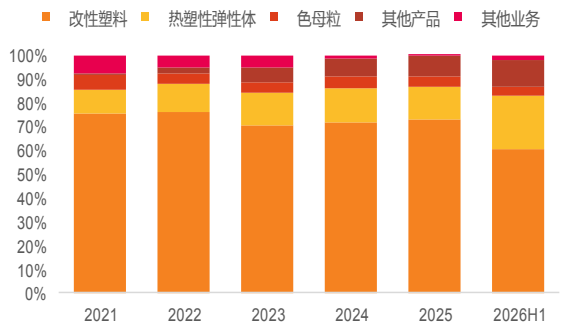
热塑性弹性体等高附加值产品占比提升叠加新业务放量，驱动公司整体收入规模持续扩张。分业务来看，改性塑料为公司营收核心支柱，2025 年改性塑料业务实现收入 43.99 亿元，占公司营收规模的 72.65%，但改性塑料业务销售单价从 2021 年 11686 元/吨持续下行至 2025 年 9,264 元/吨，降幅约 20.7%，收入增长主要由销量驱动。热塑性弹性体为公司营收第二增长曲线，热塑性弹性体业务营收从 2021 年的 4.49 亿元增至 2025 年的 8.32 亿元，CAGR 达 16.7%，同期营收占比由 10.5%提升至 13.7%，总体来看，公司热塑性弹性体销售单价自 2021 年以来亦呈现下滑趋势，公司通过销售规模扩张实现营业收入增长。

图 10：近年来公司营业收入整体呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所；单位：亿元

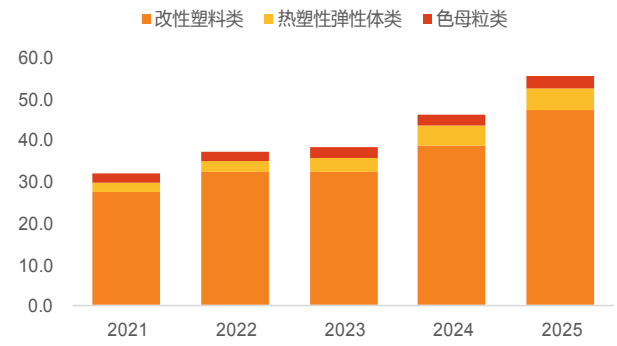
图 11：2021-2025 年间公司热塑性弹性体业务营收占比有所增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

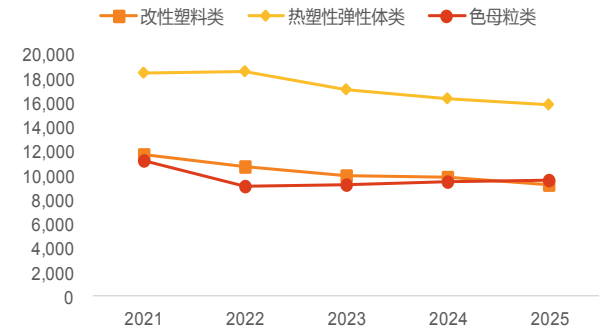
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：公司产品销售量规模持续扩大



资料来源：公司公告，天风证券研究所；单位：万吨

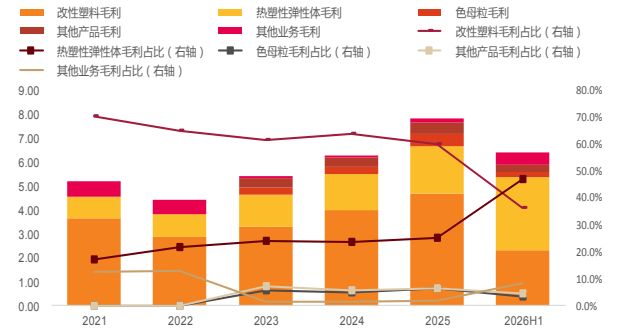
图 13：近年来公司主要产品销售均价变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所；单位：元/吨

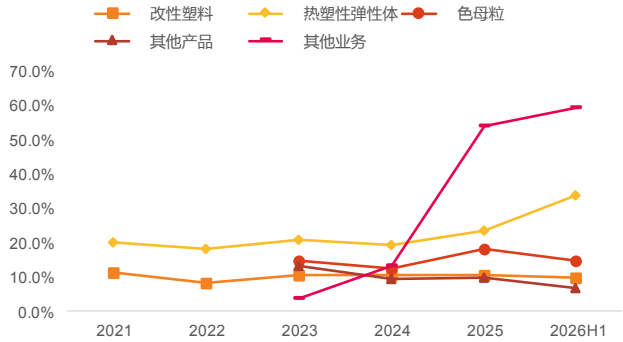
公司 2021—2025 年毛利总额从 5.22 亿元增长至 7.82 亿元，CAGR 约 10.6%，2022 年触底后持续回升，盈利质量逐步改善。分业务看，改性塑料毛利从 2021 年的 3.67 亿元增至 2025 年的 4.71 亿元，但毛利率从 11.5%降至 10.7%（2022 年低点 8.3%后企稳回升），毛利占比由 70.3%降至 60.2%，贡献度有所下降但仍为利润核心支柱。热塑性弹性体为最大亮点，毛利从 2021 年的 0.89 亿元增至 2025 年的 1.96 亿元，实现翻倍以上增长，毛利率从 20.0%提升至 23.6%，毛利占比由 17.0%大幅提升至 25%，成为驱动公司利润增长的核心引擎，产品结构优化成效显著，2026H1 公司热塑性弹性体业务毛利占比进一步提升至 47.1%。

图 14：热塑性弹性体毛利占比由 2021 年的 17%提升至 2025 年的 25%



资料来源：Wind，天风证券研究所；单位：亿元

图 15：公司其他业务、热塑性弹性体业务毛利率相对较高

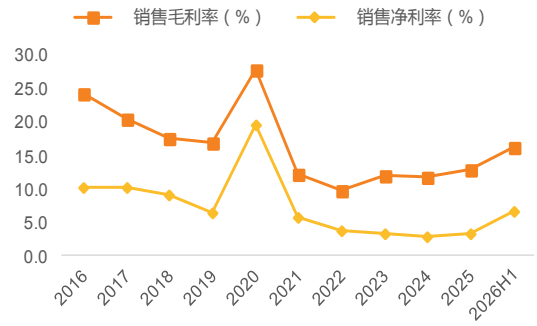


资料来源：Wind，天风证券研究所

2016—2025 年公司盈利能力呈现“阶段性跃升—回落—修复”的变化特征。公司 2016—2019 年，毛利率由 24.4%降至 16.9%，净利率由 10.2%降至 6.5%，2020 年毛利率、净利率分别升至 27.8%和 19.7%，主要受防疫物资用熔喷料扩产及新产品投产拉动，随着相关需求回归常态，公司盈利水平随后明显回落。2024 年全国橡胶和塑料制品业收入增长 4.8%、成本增长 5.3%，利润下降 0.1%，行业呈现一定“增收不增利”特征，同期公司改性塑料、热塑性弹性体销量分别增长 20.6%和 27.0%，但售价均有所下降，销量增长对利润的传导受到价格因素的拖累。2025 年公司改性塑料、热塑性弹性体、色母粒持续放量，公司营收、归母净利润分别同比+14.3%、+35.7%，叠加毛利率、净利率回升，盈利修复趋势初步显现。从负债率来看，伴随公司持续推进改性塑料、热塑性弹性体等业务布局，近年来公司资产负债率整体呈上升趋势，截至 2025 年末公司资产负债率为 48.1%，仍处于相对健康水平。

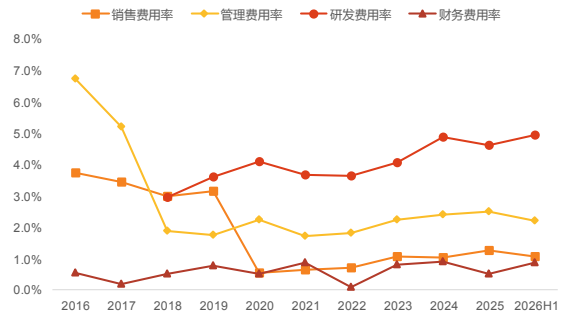
下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：公司销售毛利率、销售净利率



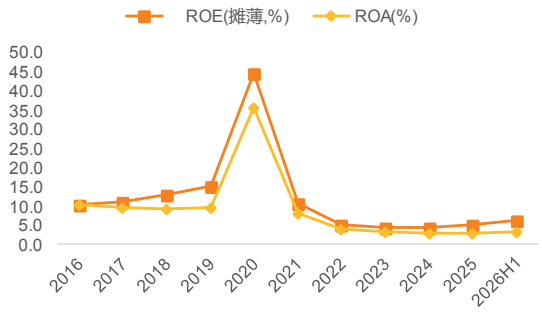
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：公司销售/管理/研发/财务费用率



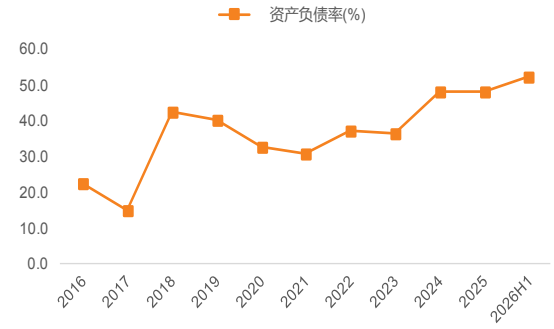
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司 ROE、ROA



资料来源：Wind，天风证券研究所

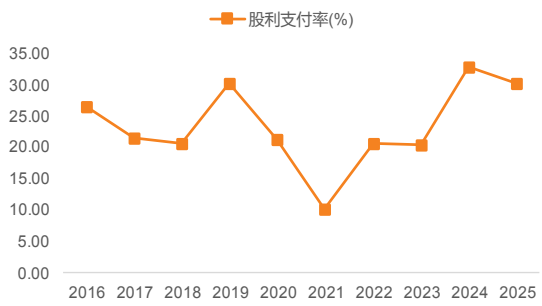
图 19：公司资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

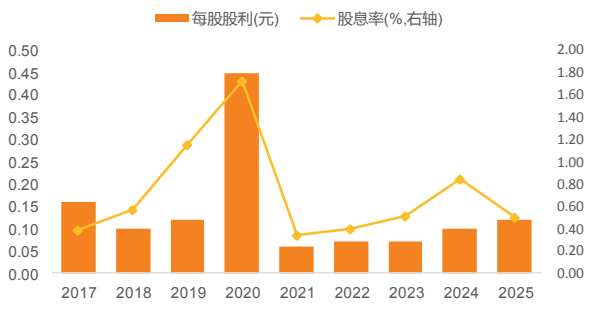
公司重视对投资者的合理投资回报，利润分配政策应保持连续性和稳定性，同时兼顾公司的可持续发展。根据《未来三年(2024-2026 年)股东分红回报规划》，公司主要采取现金分红的股利分配政策；公司当年度实现盈利，在依法提取法定公积金、盈余公积金后进行利润分配。可根据公司实际盈利情况和资金需求状况进行中期分红。在公司当年实现的净利润为正数且公司累计未分配利润为正数的情况下，公司应当进行现金分红。公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 20%，或公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 60%。2025 年公司每股分红 0.12 元，分红比例达 30.1%，近两年分红维持在 30%+水平。

图 20：2025 年公司分红比例为 30.1%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：公司每股股利在 2021 年下降后恢复增长



资料来源：Wind，天风证券研究所
备注：股息率按照当年最后一个交易日计算

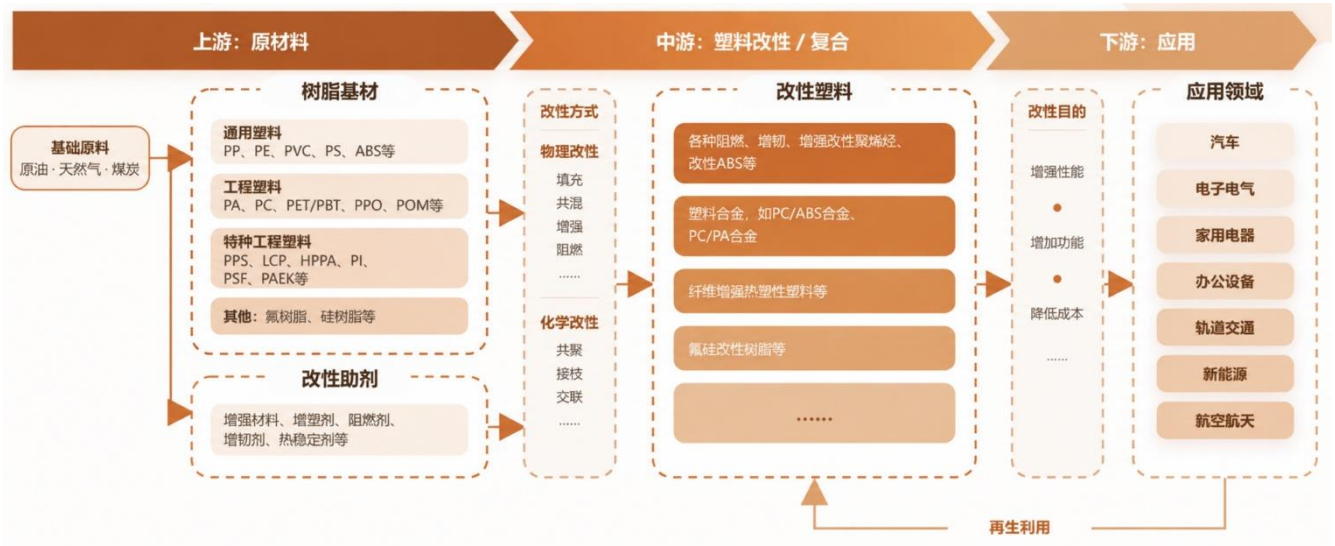
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 改性塑料业务：深度挖掘下游客户需求，持续拓宽下游领域

改性塑料指通过对塑料进行改性，提高阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能。塑料是二十世纪新兴材料，属于无污染清洁生产加工行业，并替代其他高耗能、高污染材料，减少木材等生态材料使用量，但由于塑料在耐热性及荷载方面存在不足，需要对塑料进行改性后应用。塑料的改性是在基础材料的基础上，通过添加合适的改性剂，经过填充、共混、增强等方法提高塑料的各类性能，加工获得的改性塑料克服了普通塑料耐热性差、强度和韧度低、耐磨抗冲性弱的缺陷，提高了阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能。

合成树脂作为改性塑料的基础，按用途及特点可分为普通塑料、通用工程塑料、特种工程塑料三类。通用塑料树脂是指产量大、用途广、价格低、影响面宽的塑料树脂品种，其产量占塑料行业的 90%以上，其中聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、聚苯乙烯（PS）和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物（ABS）被称为五大通用塑料。工程塑料树脂是指产量大、价格高、性能优于通用塑料、更适用于工程用途的塑料，其中聚碳酸酯（PC）、聚酰胺（PA）、聚甲醛（POM）、聚酯（PBT 和 PET）和聚苯醚（PPO）被称为五大工程塑料。特种工程塑料树脂指物理及化学性能更优于工程塑料、技术标准更严的产品，主要应用于电子电气、特种工业等特殊领域。

图 22：改性塑料产业链一览

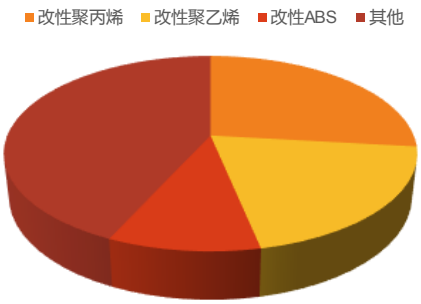


资料来源：中国化工信息周刊公众号，天风证券研究所

国内改性塑料主要应用于家电、汽车等领域。改性塑料是高分子材料中应用最广泛的品类之一，根据材想社公众号发布的数据，2025 年中国改性塑料市场规模约 3489 亿元，其中改性聚丙烯产量占比最高，达 26.82%，其次为改性聚乙烯（19.92%）和改性 ABS（10.06%）。从下游消费情况来看，根据普华有策公众号，改性塑料作为关键的高分子改性材料，广泛应用于家电、汽车、电子电气、轨道交通、医疗防护、航空航天及军工等多个重要领域，其中家电和汽车是占比最大的两大应用市场，在“碳达峰、碳中和”政策推动和新能源产业快速发展的背景下，改性塑料凭借其轻量化、耐腐蚀、阻燃、绝缘等优良特性，助力相关产业实现“以塑代钢”、减重降耗和绿色转型。

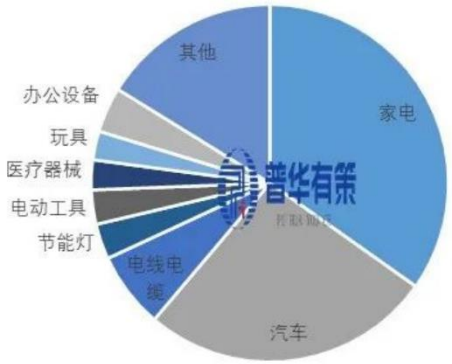
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：2025 年中国改性塑料中改性聚丙烯产量占比最高，达 26.82%，其次为改性聚乙烯（19.92%）和改性 ABS（10.06%）



资料来源：材想社公众号，天风证券研究所

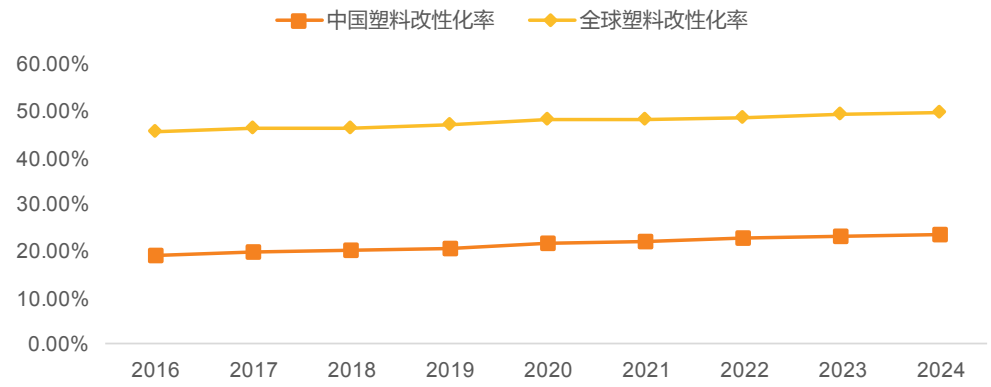
图 24：改性塑料广泛应用于家电、汽车、电子电气等领域



资料来源：普华有策公众号，天风证券研究所

随着新能源汽车、5G 通信、低空经济等新兴领域对材料性能要求的提升，高端改性塑料需求有望快速增长。改性塑料最早起源于国外，国际上通常使用改性化率（改性塑料产量/塑料产量）来衡量改性塑料行业在塑料工业中的地位。据智研咨询数据统计显示，2016 年至 2024 年我国塑料改性化率从 18.81%增长至 23.54%，整体呈现较好的发展趋势，但相较于全球近 50%改性化率仍有较大提升空间，未来随着我国改性塑料终端应用需求进一步发展，国内改性塑料或将迎来长期市场扩容的红利周期。当前中国改性塑料以中低端产品为主，高端产品仅占 25%，但随着新能源汽车、5G 通信、低空经济等新兴领域对材料性能要求的提升，高端改性塑料需求快速增长。在新能源汽车领域，改性塑料用于电池包外壳、充电桩部件等，满足轻量化和阻燃需求；在低空经济领域，轻量化材料为无人机结构件提供解决方案；在 AI 服务器领域，特种工程塑料应用于液冷系统管路。

图 25：我国塑料改性化率较全球水平偏低

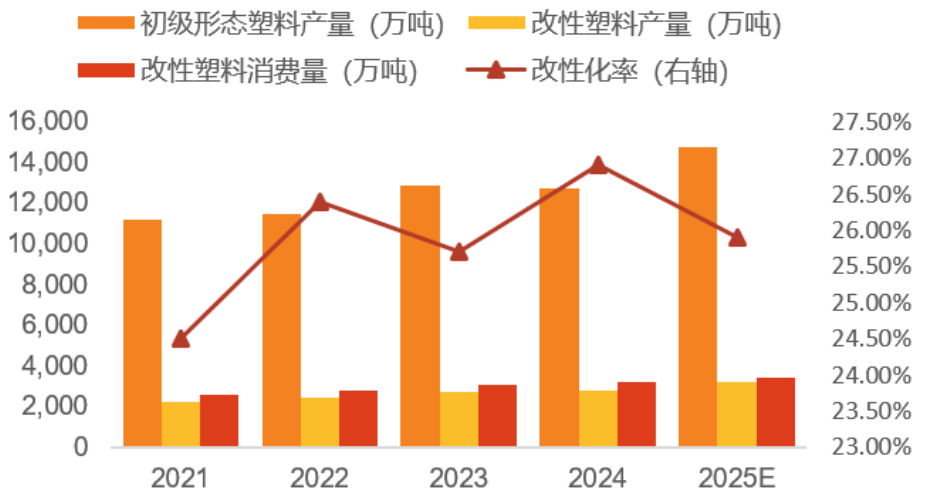


资料来源：智研咨询，中塑股份招股说明书，天风证券研究所

从竞争格局来看，我国改性塑料行业集中度仍然偏低。根据中国化工信息周刊公众号发布的数据，目前我国改性塑料生产企业超过 3000 家，其中上市企业超 30 家，2024 年 10 家龙头企业总产能约 675 万吨/年，仅占全国总产能的 15%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：2025 年我国改性塑料产量预计 3200 万吨，消费量预计 3450 万吨



资料来源：中国化工信息周刊公众号，天风证券研究所

公司通过深度挖掘下游用户及客户的实际需求与痛点，聚焦新产品、新领域、新工艺研究开发，打造高竞争力产品体系，持续拓宽产品市场应用领域。目前公司拥有改性塑料产能 50 万吨，同时 10 万吨改性塑料产能正在扩建中，未来公司改性塑料产能有望达 60 万吨。其中青岛海尔新材料研发有限公司（公司控股 80%，海尔参股 20%）由海尔集团与道恩集团合资成立，主营高性能工程塑料改性、特殊性能改性工程塑料等产品的研发、生产和销售，年产能 20 万吨，2025 年实现营业收入 27.5 亿元、实现净利润 0.87 亿元。公司在改性塑料、热塑性弹性体、色母粒行业耕耘多年，与比亚迪、蔚来、小鹏、零跑、岚图、长城汽车、吉利汽车、一汽集团、上海大众、美国库博、韩国和仁宝利得、日本鬼怒川、日本井上华翔等国内外汽车制造企业及汽车零部件配套厂商，以及海尔、九阳、小米、利仁、美的、美菱、松下、三星等家电、通信制造企业建立了业务关系，优质客户能为公司持续提供订单，支撑公司稳定发展，与优质企业的合作，也提高了公司知名度，有利于新客户开拓。

图 27：公司改性塑料业务发展情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：公司改性塑料业务经营数据

	单位	2023A	2024A	2025A
设计产能	万吨	40	50	50
产能利用率	%	92.00%	85.31%	98.96%
生产量	万吨	36.80	42.65	49.48
销售量	万吨	32.18	38.80	47.49
库存量	万吨	2.31	3.30	3.97
营业收入	万元	319,329.36	380,585.41	439942.78
营业成本	万元	286,118.25	340,405.03	392826.90
毛利	万元	33211.11	40180.38	47115.88
毛利率	%	10.4%	10.6%	10.7%
单吨售价	元/吨	9924.46	9807.65	9264.38
单吨成本	元/吨	8892.29	8772.20	8272.21
单吨毛利	元/吨	1032.17	1035.44	992.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 热塑性弹性体业务：TPV 筑牢基本盘，DVA 锻造新增长

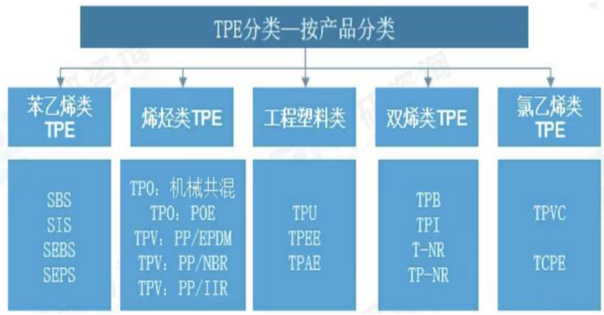
根据智研咨询，热塑性弹性体（TPE）是一种特殊类型的材料，同时具备热塑性塑料和弹性橡胶特性的特点。根据智研咨询，TPE 可以在一定温度范围内被加工、成型和回收，类似于传统的热塑性塑料，但在室温下表现出类似弹性橡胶的弯曲和回弹特性。这种组合使得 TPE 在各种应用中都具有广泛的用途，应用范围从汽车零件到鞋类、医疗设备等。TPE 通常由两种或更多种不同的聚合物组成，以获得其独特的特性。根据其化学组成、结构和性能，TPE 可以分为多个主要类别：热塑性弹性体共混物、热塑性弹性体共聚物、弹性体-热塑性塑料嵌段共聚物、弹性体合金。按照产品可分为：氯乙烯类、工程塑料类、苯乙烯类、烯烃类、双烯类等。

图 28：TPE 分类（按化学组成分类）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 29：TPE 分类（按产品分类）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：公司热塑性弹性体业务经营数据

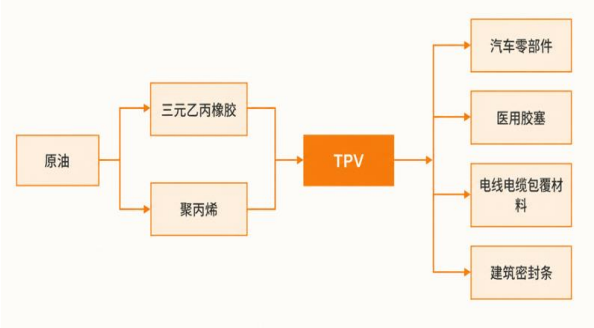
	单位	2023A	2024A	2025A
设计产能	万吨	4	5	9
产能利用率	%	97.05%	97.19%	64.00%
生产量	万吨	3.88	4.86	5.76
销售量	万吨	3.71	4.72	5.26
库存量	万吨	0.35	0.28	0.36
营业收入	万元	63,296.00	76,803.05	83,199.57
营业成本	万元	50,224.34	62,013.83	63,609.67
毛利	万元	13071.66	14789.22	19589.90
毛利率	%	20.7%	19.3%	23.6%
单吨售价	元/吨	17045.94	16286.17	15816.72
单吨成本	元/吨	13525.67	13150.10	12092.57
单吨毛利	元/吨	3520.26	3136.07	3724.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. TPV：国内 TPV 龙头制造商，多重催化行业需求有望稳健增长

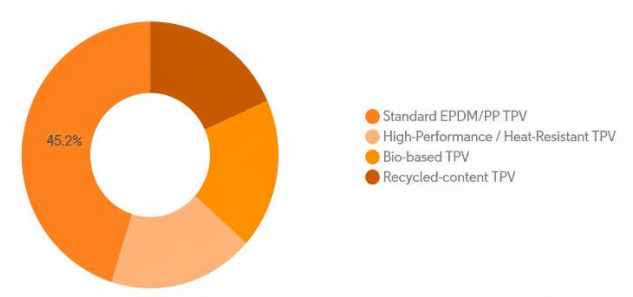
TPV 是一类替代传统橡胶的新型高分子材料，是传统橡胶的升级品种。热塑性硫化橡胶（TPV）是以动态硫化技术将橡胶相（EPDM、NBR 等）微米级交联并均匀分散于热塑性塑料基体（PP、PA、TPU 等）中制成的“可热塑加工、常温弹性”复合材料：常温表现橡胶高弹、耐油、耐热，加热又可注塑/挤出/吹塑回收，实现“硫化弹性 + 热塑效率”一体化，是替代传统热固橡胶的轻量化、可回收绿色弹性体。从产品类型来看，TPV 市场主要包括传统 EPDM/PP 型 TPV、生物基 TPV、高性能耐热型 TPV 以及再生材料型 TPV 等。其中，根据 Mordor Intelligence 发布的数据，传统 EPDM/PP 型 TPV 仍占据市场主导地位，2025 年市场份额约为 45.15%。

图 30：TPV 产业链图示



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：2025 年标准 EPDM/PP 型 TPV 全球产量占比达 45.2%



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

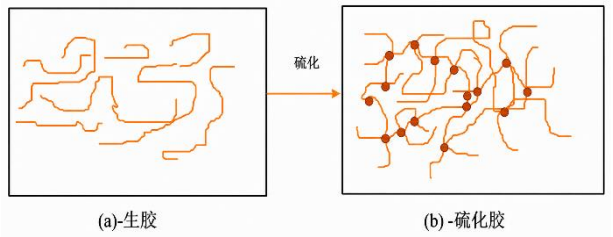
表 4：不同系列 TPV 关键性能对比

分类维度	主要系列	典型组成	关键性能
基体树脂	PP-TPV	EPDM 交联微粒 + PP	密度 0.90-0.97g · cm^{-3}，-60℃仍柔韧，耐水、耐酸碱
	PA-TPV	交联 EPDM/ACM+PA12/PA6	耐油、耐温 150℃，拉伸强度≥25MPa
	TPU-TPV	交联 NBR+TPU	耐磨、耐动态曲挠，撕裂强度≥40kN · m^{-1}
交联橡胶相	EPDM-TPV	三元乙丙橡胶 + PP	耐候、耐臭氧、绝缘，体积电阻率 > 10^{14} Ω · cm
	NBR-TPV	丁腈橡胶 + PVC 或 TPU	耐油溶胀≤5%（IRM903 油，100℃×70h）
	ACM-TPV	丙烯酸酯橡胶 + PA	耐热 175℃，耐 ATF 油
硫化体系	酚醛树脂硫化	酚醛树脂 + $SnCl_2$催化剂	交联密度高，压缩永久变形 15-25%
	过氧化物硫化	DCP 等引发	低气味、低 VOC，变形 < 20%
	硅烷/铂硫化	硅烷交联 EPDM	更洁净，可用于医疗级 TPV

资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

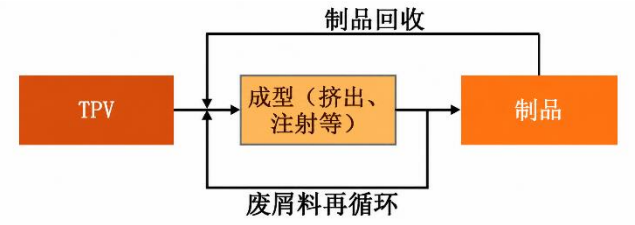
TPV 具有简单、高效、低加工能耗和可重复加工性。传统橡胶加工成型必须通过克服自身具有的高弹性能，使自己具有一定的塑性，同时必须混入大量的填充剂和软化剂，来达到降低半成品和成品的弹性收缩、提高尺寸稳定性、降低成本、改善性能的目的，同时橡胶材料必须交联（即硫化）才具有使用价值，交联仍旧需要大量的热能和庞杂的附加设备，消耗大量的加工能量。相比之下，TPV 兼备了热固性橡胶的高弹性以及热塑性树脂优良的加工性能，可反复加工和循环使用，可从根本上解决传统的热固性橡胶的回收与再利用问题，同热固性橡胶加工成型相比，热塑性弹性体的加工成型能耗低、程序简单。

图 32：橡胶分子链硫化前后的网络结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：TPV 成型加工流程图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

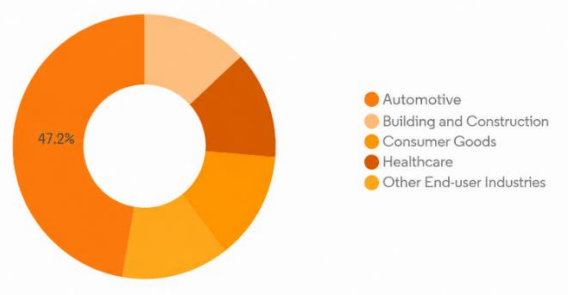
汽车行业是 TPV 最大的终端应用领域。TPV 下游主要用于汽车密封、建筑、线缆、医疗等应用领域，其中，根据 Mordor Intelligence 发布的数据，汽车行业仍是 TPV 最大的终端应用领域，2025 年占据 47.24%的全球市场需求，主要原因在于全球轻型汽车产量已超过 8500 万辆，同时汽车制造商持续采用 TPV 密封材料，以满足降低碳排放目标。具体来看，密封系统和汽车密封条占 2025 年全球 TPV 需求量的 41.88%。

图 34：TPV 下游应用场景



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：汽车行业是 TPV 最大的终端应用领域



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

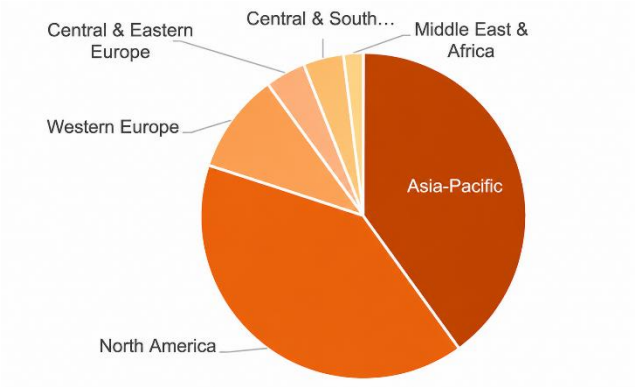
汽车轻量化、电动汽车电池包密封、汽车整车回收、消费电子产品等领域为未来 TPV 需求的主要增量。2025 年全球 TPV 市场规模 20 亿美元，根据 Fact.MR 预测，2026 年 TPV 市场规模将达到 21 亿美元，2036 年市场规模预计达到 33.9 亿美元，2026-2036 年间 CAGR 为 4.9%。从地区角度来看，据 PRISMANE CONSULTING 预测，北美和亚太地区合计约占全球 TPV 市场份额的 80%，预测未来将继续保持主导地位；西欧约占全球 TPV 市场的 10%，其中德国和法国合计占西欧地区 TPV 市场的约 60%；其余约 10%的市场份额由中东欧、中南美洲以及中东和非洲等地区构成。据 Mordor Intelligence 预测，到 2031 年亚太地区 TPV 需求将以 6.18%的速度增长，全球 TPV 市场需求量有望从 2026 年的 50.4 万吨增长至 2031 年的 65.3 万吨，2026-2031 年 CAGR 达 5.32%，其中汽车轻量化、电动汽车电池包密封、汽车整车回收、消费电子产品等领域为 TPV 需求的主要增量。

图 36：2026-2036 年全球 TPV 市场规模预计以 4.9%的复合年增长率增长



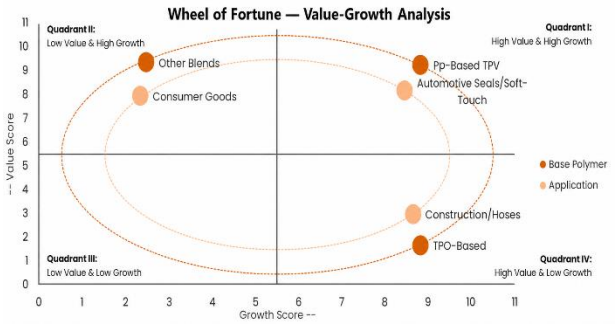
资料来源：Fact.MR，天风证券研究所

图 37：北美和亚太地区合计占据全球 TPV 约 80%的市场份额



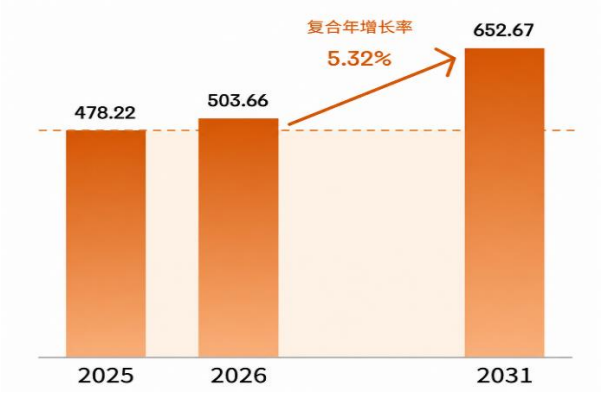
资料来源：PRISMANE CONSULTING，天风证券研究所

图 38：未来 TPV 下游应用中汽车密封件及软触感具有高价值、高成长的市场机会



资料来源：Fact.MR，天风证券研究所

图 39：全球 TPV 市场需求量有望从 2026 年的 50.4 万吨增长至 2031 年的 65.3 万吨



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所 单位：千吨

增量一：全球汽车整车厂轻量化需求持续增长。汽车轻量化目标已由车身主体金属结构逐步延伸至弹性体零部件。根据 Mordor Intelligence 发布的数据，在无需重新设计零部件结构的情况下，TPV 应用于车门密封条和玻璃导槽时，相较热固性橡胶可实现约 20%-24%的减重优势，而整车整备重量每降低 10%，纯电动汽车的续航里程可提升约 6%-8%。目前比亚迪、蔚来等国内汽车制造商已在大批量生产的电动汽车车型中采用多材料组合式 TPV 密封件。

增量二：消费电子领域 TPV 软触感部件需求激增。智能手机、平板电脑及可穿戴设备制造商正越来越多地在聚碳酸酯（PC）和丙烯腈—丁二烯—苯乙烯共聚物（ABS）外壳上采用

下载日志已记录，仅供内部参考

肖氏 A 硬度为 60—80 的 TPV 包覆成型材料。该工艺可省去二次喷涂环节，并使废品率较硅橡胶方案降低约 12%—15%。2025 年为三星和小米提供配套服务的越南及韩国成型加工企业，其 TPV 用量同比增长 18%，这一增长主要受到折叠屏手机铰链保护套和智能手表表带需求的推动，此类部件通常需要具备较高的耐弯曲疲劳性能。

增量三：整车厂加速转向可回收弹性体材料。我国每年报废车辆规模庞大，在车辆生产、使用和报废等阶段，如不当处理可能导致车辆中含有的铅、汞、镉、六价铬等有害物质与人体接触或进入环境，对人体健康和生态环境安全构成严重威胁，而 TPV 无需经过脱硫处理即可进行破碎和重新造粒，具备明显优势。2026 年 3 月 12 日《中华人民共和国生态环境法典》颁布，“绿色低碳发展”编第九百七十二条作出明确规范：“电器电子、机动车等产品的设计，应当考虑其在生命周期中对人体健康和生态环境的影响，优先选择无毒无害、易于降解或者便于回收利用的方案，按照国家规定加强有害物质源头减量和替代”，进一步强化了汽车行业 ELV 管理的上位法依据。2026 年 7 月 24 日，欧盟官方公报正式发布新 ELV 条例，这是欧盟自 2000 年以来对报废车辆管理法规进行的最大幅度修订，新规是一套覆盖"设计-生产-使用-报废"全生命周期的强制合规体系，标志着"循环经济"从倡议性目标正式升级为汽车全产业链的强制性合规要求。

增量四：电动汽车电池包密封应用持续拓展。根据 Mordor Intelligence 发布的数据，过氧化物交联型 TPV 在 85℃、相对湿度 85%的环境下连续老化 1000 小时后，仍可将压缩永久变形率控制在 25%以内，能够满足严苛的 CTP（电芯直接集成至电池包）密封垫片技术要求。比亚迪刀片电池平台采用 TPV 压缩密封件，可承受铝制电池包托盘与钢制电池模组之间±2 毫米的膨胀位移差。采用可焊接 TPV 一体成型的冷却液歧管，可替代多个软管与卡箍连接节点，使装配时间缩短 30%，并将泄漏风险降低两位数百分比。

图 40：全球 TPV 需求量 CAGR 驱动全景图



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所

道恩股份于 2006 年建立了国内第一条拥有自主知识产权的 TPV 生产线，成为国内第一家使用“完全预分散——动态全硫化”技术生产 TPV 的企业，成功替代进口材料，国内 TPV 的市场占有率约有 50%。TPV 生产对于设备及生产工艺要求较高，经过多年技术攻关，公司自主研发的“完全预分散—动态全硫化制备 TPV 的成套工业化技术”于 2008 年被国务院授予“国家科学技术奖技术发明二等奖”，关键核心设备动态硫化反应成套装置是公司根据动态硫化反应及其工艺特殊性，按照自行设计的工艺流程和设备参数要求，委托德国著名机械制造企业定制生产，具有原创性和唯一性，不易被竞争对手复制，在生产效率和性能稳定性方面比国内其他 TPV 生产设备有明显优势。

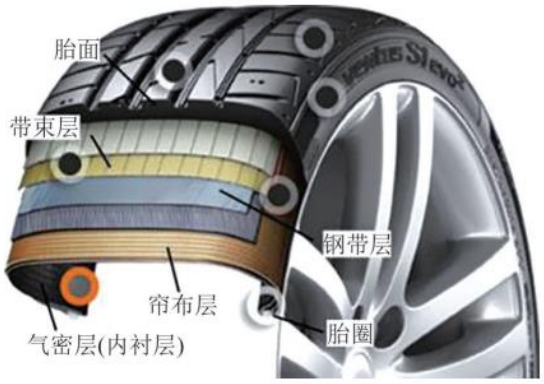
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. DVA：联合国内轮胎大厂开展研发测试，2026H2 有望推进商业化应用

聚酰胺柔性合金（DVA）是将聚酰胺（PA）与溴化丁基橡胶（BIIR）共混，采用动态硫化加工技术制备的热塑性硫化胶。自上世纪 70 年代，美国 ExxonMobil AES 公司率先实现了 EPDM/PP 型 TPV 的工业化，该类 TPV 至今仍是工业应用最成熟、产能最大的 TPV 品种。在此之后的几十年里，为了实现 TPV 满足不同领域不同功能等需求，科研人员将多种不同热塑性塑料和多种不同橡胶进行橡塑配选和动态硫化，不断开发出一系列不同类型满足不同用途的 TPV 体系。其中 DVA 通过动态硫化加工技术，将少量聚酰胺与大量 BIIR 熔融共混，得到以少量聚酰胺为连续相、大量交联的 BIIR 微粒为分散相的共混合金。这类合金不同于传统橡塑共混技术（橡胶相不交联，橡胶与塑料简单共混）制备的增韧改性聚酰胺工程塑料，由于其中的橡胶相充分交联，因此材料的强度、弹性、耐热性、抗压缩变形性、耐疲劳性和耐化学品性都得到显著提高，而硬度明显降低，其既具有类似传统硫化胶的柔软性和弹性，又具有热塑性塑料的成型加工简单以及可反复加工和回收利用的特点。

由于 DVA 具有优异的气密性及可加工性能，使其在轮胎气密层和软管等诸多领域逐渐代替 BIIR。轮胎从结构上可以分为胎面、胎体层、带束层、冠带层、胎圈、气密层等部分，其中气密层代替内胎用在无内胎轮胎中，密封内部空气，控制内部压力，减少空气和湿气渗入胎体层。随着汽车行业大发展，轮胎行业轻量化、高气密性成为该行业的发展趋势，开发使用于无内胎轮胎气体阻隔层的热塑性弹性体材料成为该领域的研究热点。气密层的传统配方以低透气率的卤化丁基橡胶（HIIR）为主体，或以 HIIR/天然橡胶（NR）并用。根据道恩股份发布的公司公告数据，与传统硫化丁基橡胶轮胎气密层相比，采用 DVA 制备的轮胎，其气体阻隔层厚度可降低 50%、重量减少 80%、气密性提高 7-10 倍、轮胎持久性提升 50%，滚动阻力也显著优于传统气体阻隔层材料。这意味着应用 DVA 的轮胎更轻量化、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。

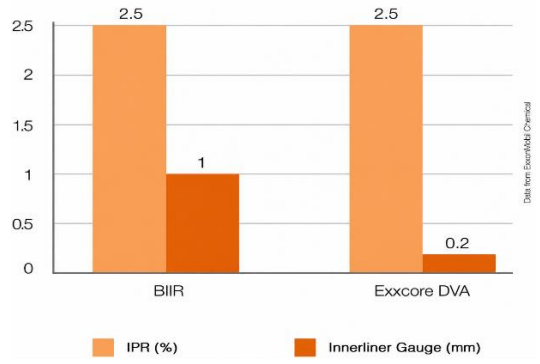
图 41：子午线轮胎结构



资料来源：《基于 LCA 的轮胎制造过程碳足迹分析》沙泓宇、姜兴宇等，天风证券研究所

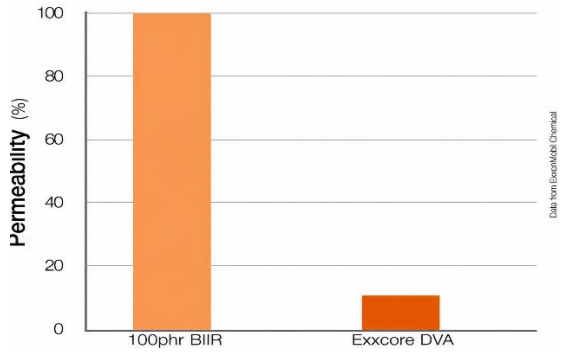
下载日志已记录，仅供内部参考

图 42：在同等的保压条件（2.5%）下同等膜的厚度使用动态硫化技术生产的高气体阻隔性热塑性弹性体用于轮胎的气密层比使用纯的溴化丁基橡胶所做的轮胎的气密性高接近 5 倍



资料来源：《动态硫化 IIR/PA TPV 的制备与研究》张建，天风证券研究所

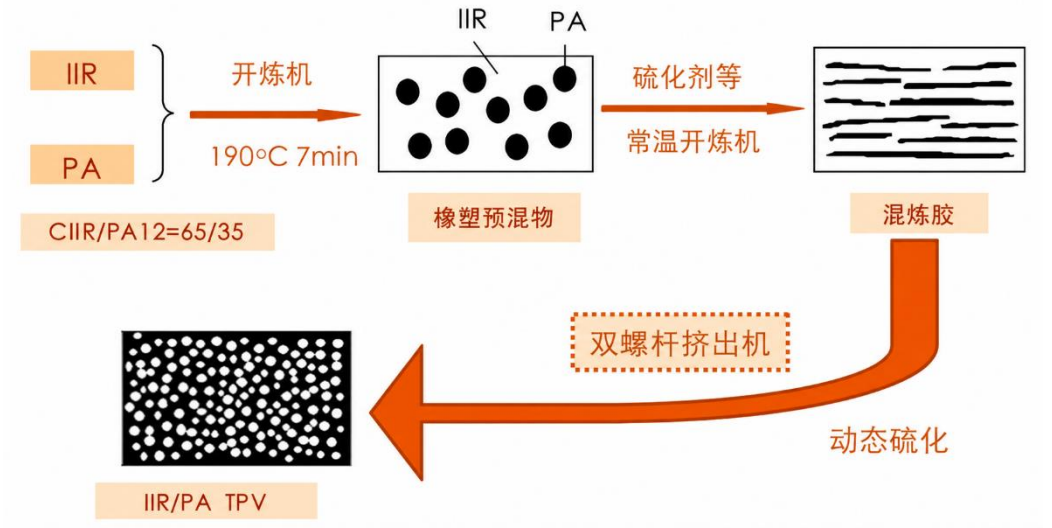
图 43：同等温度、同等厚度下，使用动态硫化技术制备高气体阻隔性热塑性弹性体制备的轮胎气密层比纯的溴化丁基橡胶做的轮胎气密层的气密性高 10 倍



资料来源：《动态硫化 IIR/PA TPV 的制备与研究》张建，天风证券研究所

丁基橡胶与尼龙材料相容性较差是 DVA 生产技术攻关的难点。目前人们对于气体阻隔性优异的 TPV 材料，大多集中在丁基橡胶与尼龙塑料的体系。但是由于丁基橡胶为非极性橡胶，尼龙塑料为极性塑料，另一方面由于两者的溶解度参数相差较大，所以丁基橡胶和尼龙塑料基体两者的相容性较差，进一步影响到 TPV 材料中丁基橡胶分散相在尼龙塑料基体中的粒径尺寸较大且分布不均匀，由此影响到丁基橡胶与尼龙塑料体系的 TPV 材料的气密性、机械力学性能及弹性性能等性能。两者相容性较差，一直以来是丁基橡胶尼龙塑料 TPV 材料产品工业化难以实现的重要难题。因此，如何制备出微观相态结构精细的丁基橡胶尼龙塑料的 TPV 材料，一直是人们研究高气体阻隔特性丁基橡胶尼龙塑料体系 TPV 材料的重点和难点所在。

图 44：IIR/PA TPV 制备过程示意图



资料来源：《动态硫化 IIR/PA TPV 的制备与研究》张建，天风证券研究所

DVA 概念自 2008 年提出以来，该材料因表面过于光滑、难以与轮胎内层稳固粘合的工艺难题，始终未能实现规模化生产。根据胶东在线官网发布的数据，2008 年埃克森美孚研发的新一代气阻材料 DVA，阻气效果是传统材料的 7-10 倍，可让一条轮胎减重近 1 公斤，在此之前，轮胎行业上一次的“公斤级”跨越还是 80 年前子午线轮胎的诞生。此后近 20 年，DVA 并未真正走向市场，应用该技术的轮胎短暂上市又彻底消失，主要是传统的丁基橡胶材料像一张有黏性的胶布，能平整贴在半成品轮胎的内壁，但 DVA 光滑得像一张塑料布，要想贴合就必须先预制成一个“圆筒”套进成品轮胎并撑贴在内壁上，这意味着要生产 DVA 气阻层，轮胎厂必须更换产线，以适应气阻层铺贴方式的改变，在行业经历下行周期的大背景下，让轮胎企业为一项未经大规模验证的技术投入巨资改造产线较为困难。

下载日志已记录，仅供内部参考

近年来，道恩与玲珑轮胎合作，通过在线贴膜与成型工艺实现关键突破，将 DVA 材料规模化生产的最后一道障碍清除。在 2008 年埃克森美孚成功研发 DVA 后，公司联手北京化工大学这座国内高分子材料领域的顶尖高校，确定了一条逆向攻关的路径：以公开的 DVA 性能指标为终点，反向推导可能的分子结构与配方组合，到 2020 年道恩样品性能曲线与埃克森美孚的样品已几乎完全重合。为将 DVA 技术从实验室植入产业链，2020 年公司与玲珑轮胎的 DVA 合作正式启动，凭借几十年轮胎制造的经验积淀，玲珑团队向道恩精准指出了关键所在："问题不在于 DVA 材料本身，而在于缺少一套能使其真正'抓住'轮胎内壁的独特工艺"，双方调整思路，从单一的"优化材料配方"升级为共同研发一套"驯服 DVA 的独门工艺体系"——以"在线贴膜"为代表的创新技术应运而生。这项技术从根本上解决了 DVA 在成型过程中的粘合瓶颈，使其在充分发挥卓越气密功能的同时，也能与其他部件紧密融合。随着在线贴膜与成型工艺实现关键突破，DVA 材料规模化生产的最后一道障碍被清除。

公司 DVA 现有 5000 吨中试线，并已着手建设 2 万吨 DVA 专用产线以匹配未来的需求，目前 DVA 已进入小批量生产状态，计划 2026 年下半年推进商业化应用。2025 年起，搭载公司与玲珑轮胎共同研发的 DVA 材料的轮胎正式进入批量路跑测试阶段。2025 年 12 月及 2026 年 1 月初的多次测试数据均稳定达到预期指标——这意味着 DVA 技术正式跨越了从实验室到市场的关键门槛。2025 年度，道恩股份"高端轮胎阻隔材料 DVA"成功入选山东省十大科技创新成果，成为橡胶新材料领域唯一上榜项目，使中国成为全球第二个掌握该技术的国家。目前公司 DVA 现有 5000 吨中试线，并已着手建设 2 万吨 DVA 专用产线以匹配未来的需求。公司与玲珑合作开发的 DVA 项目已进入到小批量生产阶段，玲珑轮胎长期与主机厂保持密切沟通，正在积极推进部分项目的对接和测试。

图 45：公司 DVA 研发与产业落地历程



资料来源：橡塑装备公众号，胶东在线官网，废轮网公众号，Wind，公司公告，天风证券研究所

根据卓创资讯数据，传统的丁基橡胶主要用于轮胎生产，2025 年需求保持稳步增长。2025 年中国丁基橡胶市场呈现"供给扩容、需求温和增长、进口依存度维持高位"的运行特征。根据卓创资讯数据，从供给端来看，2025 年国内丁基橡胶产能增至 46.5 万吨，同比+12.0%，产量为 36.78 万吨，同比+0.9%，表明新增产能尚处于释放阶段，行业供给能力的提升尚未完全转化为实际产出。从需求端来看，国内丁基橡胶下游消费结构较为集中，其中轮胎领域占比达 91%，其他橡胶制品和医药瓶塞分别占 5%和 4%，因此轮胎行业景气变化仍是影响丁基橡胶需求的核心因素，2025 年国内丁基橡胶表观消费量达 54.13 万吨，同比+3.5%，在 2024 年同比大幅+36.7%的高基数下仍保持正增长，反映国内需求总体延续扩张态势。从进出口来看，2025 年国内丁基橡胶进口量同比+5.8%至 32.14 万吨，出口量同比+1.8%至 14.79 万吨，进口依存度由 58.08%升至 59.37%，显示国内市场对进口产品仍具有较高依赖。

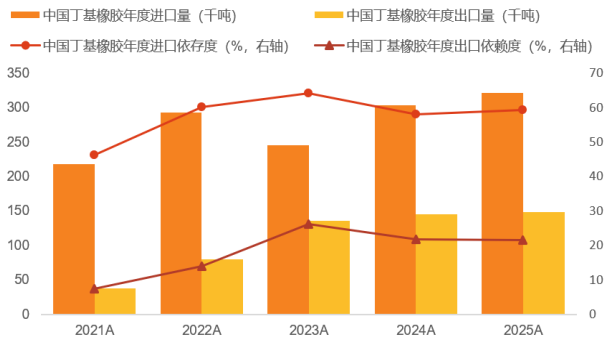
下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：国内丁基橡胶供需平衡表

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
中国丁基橡胶年度行业产能（千吨）	415.0	415.0	415.0	415.0	465.0
YoY		*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*12.0%*
中国丁基橡胶年度产量（千吨）	290.6	273.2	272.8	364.5	367.8
YoY		*-6.0%*	*-0.1%*	*33.6%*	*0.9%*
中国丁基橡胶年度进口量（千吨）	217.7	292.4	245.8	303.8	321.4
YoY		*34.3%*	*-15.9%*	*23.6%*	*5.8%*
中国丁基橡胶年度出口量（千吨）	37.7	79.3	135.9	145.2	147.9
YoY		*110.3%*	*71.5%*	*6.9%*	*1.8%*
中国丁基橡胶年度表观消费量（千吨）	470.6	486.3	382.7	523.1	541.3
YoY		*3.3%*	*-21.3%*	*36.7%*	*3.5%*

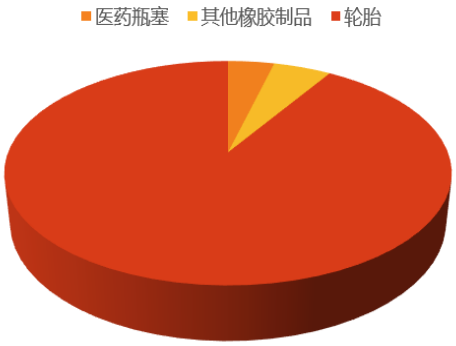
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 46：2025 年中国进口丁基橡胶 32.1 万吨，进口依存度 59.4%



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 47：2025 年国内丁基橡胶下游消费中轮胎消费占比达 91%

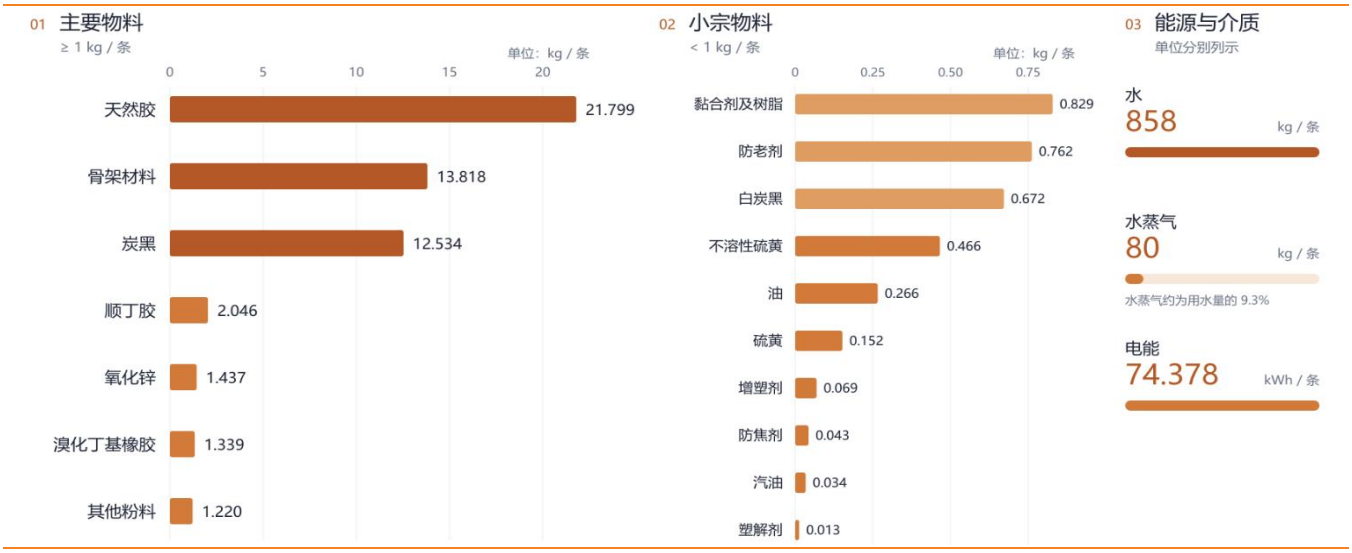


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

DVA 需求空间广阔，未来若实现产业化推广替代，公司盈利水平有望提升。据《基于 LCA 的轮胎制造过程碳足迹分析》（沙泓宇、姜兴宇等）资料，生产 1 条子午线轮胎需要消耗约 1.339kg 溴化丁基橡胶。DVA 能够在降低重量的同时提高气密性，在当前国内轮胎厂气密层普遍采用丁基橡胶制造的情况下，想要实现 DVA 的产业化推广，需要保证在以 DVA 为主体的气密层气密性不降低的同时，DVA 的使用成本不高于传统的 IIR 使用成本，只有满足以上条件，轮胎厂才有意愿进行材料替换。换而言之，对于轮胎企业而言，在能够实现相同的气密效果的情况下，如果 DVA 的用量是 IIR 的 1/X，那么 DVA 价格只要不超过 IIR 的 X 倍，下游在从使用 IIR 切换到 DVA 的过程中轮胎制造的原材料成本才不会提高。基于此，我们将 DVA 用量划分为不同情形，对国内 DVA 需求量及市场规模、公司 DVA 产线预计贡献营收规模进行了测算（结果详见表 6）。如果假设为实现相同的气密效果，DVA 用量是 IIR 的 1/3，在这种情形下，预计单胎 DVA 用量为 0.45kg，DVA 单价上限预计为 48.9 元/kg，而在国内 DVA 对 IIR 有 30%的替代下，预计国内 DVA 需求量为 4.7 万吨/年，预计国内 DVA 每年营收规模为 22.9 亿元。对于公司而言，目前公司有 5000 吨中试线，并已着手建设 2 万吨 DVA 专用产线以匹配未来的需求，假设为实现相同的气密效果，DVA 用量是 IIR 的 1/3，在这种情形下，预计单胎 DVA 用量为 0.45kg，DVA 单价上限预计为 48.9 元/kg，按此假设，两条产线分别有望为公司贡献 2.5、9.8 亿元营业收入。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 48：生产 1 条子午线轮胎需要消耗约 1.339kg 溴化丁基橡胶



资料来源：《基于 LCA 的轮胎制造过程碳足迹分析》沙泓宇、姜兴宇等，天风证券研究所

表 6：国内 DVA 需求量及市场规模、公司 DVA 产线预计贡献营收规模测算

原料名称	IIR（丁基橡胶）	DVA（IIR/PA型动态硫化橡胶）（X代表：为实现相同的气密效果，DVA用量是IIR的1/X）									
		X=1	X=2	X=3	X=4	X=5	X=6	X=7	X=8	X=9	X=10
DVA需求量测算											
单胎用量（kg）	1.34	1.34	0.67	0.45	0.33	0.27	0.22	0.19	0.17	0.15	0.13
单价（元/kg）	16.30	16.30	32.61	48.91	65.21	81.52	97.82	114.13	130.43	146.73	163.04
单胎价值量（元/条）	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83
2025年国内丁基橡胶消费量（千吨）	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40	514.40
2025年国内丁基橡胶下游中轮胎制造消费占比	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%
2025年国内丁基橡胶下游中轮胎制造消费量（万吨）	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81	46.81
国内10%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	4.68	2.34	1.56	1.17	0.94	0.78	0.67	0.59	0.52	0.47
国内20%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	9.36	4.68	3.12	2.34	1.87	1.56	1.34	1.17	1.04	0.94
国内30%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	14.04	7.02	4.68	3.51	2.81	2.34	2.01	1.76	1.56	1.40
国内40%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	18.72	9.36	6.24	4.68	3.74	3.12	2.67	2.34	2.08	1.87
国内50%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	23.41	11.70	7.80	5.85	4.68	3.90	3.34	2.93	2.60	2.34
国内60%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	28.09	14.04	9.36	7.02	5.62	4.68	4.01	3.51	3.12	2.81
国内70%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	32.77	16.38	10.92	8.19	6.55	5.46	4.68	4.10	3.64	3.28
国内80%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	37.45	18.72	12.48	9.36	7.49	6.24	5.35	4.68	4.16	3.74
国内90%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	42.13	21.06	14.04	10.53	8.43	7.02	6.02	5.27	4.68	4.21
国内100%替代：IIR/PA型动态硫化橡胶用量（万吨/年）	-	46.81	23.41	15.60	11.70	9.36	7.80	6.69	5.85	5.20	4.68
DVA营收空间测算											
公司：DVA现有中试线产能（吨/年）	-	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
公司：现有DVA中试线满产满销营业收入（亿元）	-	0.82	1.63	2.45	3.26	4.08	4.89	5.71	6.52	7.34	8.15
公司：着手建设DVA专用产线产能（吨/年）	-	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000
公司：着手建设DVA专用产线满产满销营业收入（亿元）	-	3.26	6.52	9.78	13.04	16.30	19.56	22.83	26.09	29.35	32.61
国内10%替代：营业收入空间（亿元）	-	7.63	7.63	7.63	7.63	7.63	7.63	7.63	7.63	7.63	7.63
国内20%替代：营业收入空间（亿元）	-	15.26	15.26	15.26	15.26	15.26	15.26	15.26	15.26	15.26	15.26
国内30%替代：营业收入空间（亿元）	-	22.90	22.90	22.90	22.90	22.90	22.90	22.90	22.90	22.90	22.90
国内40%替代：营业收入空间（亿元）	-	30.53	30.53	30.53	30.53	30.53	30.53	30.53	30.53	30.53	30.53
国内50%替代：营业收入空间（亿元）	-	38.16	38.16	38.16	38.16	38.16	38.16	38.16	38.16	38.16	38.16
国内60%替代：营业收入空间（亿元）	-	45.79	45.79	45.79	45.79	45.79	45.79	45.79	45.79	45.79	45.79
国内70%替代：营业收入空间（亿元）	-	53.42	53.42	53.42	53.42	53.42	53.42	53.42	53.42	53.42	53.42
国内80%替代：营业收入空间（亿元）	-	61.05	61.05	61.05	61.05	61.05	61.05	61.05	61.05	61.05	61.05
国内90%替代：营业收入空间（亿元）	-	68.69	68.69	68.69	68.69	68.69	68.69	68.69	68.69	68.69	68.69
国内100%替代：营业收入空间（亿元）	-	76.32	76.32	76.32	76.32	76.32	76.32	76.32	76.32	76.32	76.32

资料来源：卓创资讯，《基于 LCA 的轮胎制造过程碳足迹分析》沙泓宇、姜兴宇等，天风证券研究所

4. 外延并购项目拓疆，实现核心原料 EPDM 自主生产

公司收购宁波爱思开，实现动态硫化平台产品核心原料 EPDM 自主生产。2025 年 12 月 10 日，公司与爱思开致新投资香港有限公司签署《关于宁波爱思开合成橡胶有限公司之股权转让协议》，收购宁波爱思开合成橡胶有限公司 80%股权。宁波爱思开是专业的三元乙丙橡胶（EPDM）生产企业，而 EPDM 是公司动态硫化平台产品的核心原料，本次收购实现了核心原材料的自主生产，从根本上解决动态硫化平台产品产业链上游“卡脖子”问题，显著降低原材料对外依赖风险，同时让公司“聚合-改性-应用”的产业链条更趋完整，为

下载日志已记录，仅供内部参考

公司高质量发展奠定坚实基础。

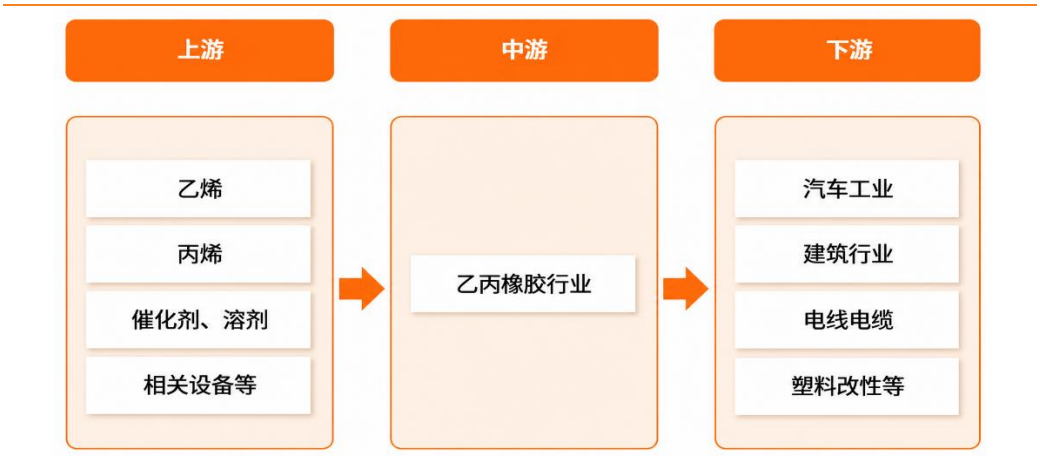
表 7：宁波爱思开财务数据（单位：万元）

项目	2025 年 6 月 30 日	2024 年 12 月 31 日
资产总额	78,300.36	75,722.57
负债总额	43,917.06	52,008.37
资产负债率	56.1%	68.7%
净资产	34,383.31	23,714.19
应收账款	11,348.31	10,047.97
项目	2025 年 1-6 月	2024 年度
营业收入	56,854.28	90,082.15
营业利润	14,243.33	10,032.77
净利润	10,669.11	7,348.32
净利润率	18.8%	8.2%
经营活动产生的现金流量净额	18,834.62	20,523.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据卓创资讯，三元乙丙橡胶是乙烯、丙烯和少量的非共轭二烯烃的共聚物，是乙丙橡胶的一种，以 EPDM 表示，因其主链是由化学稳定的饱和烃组成，只在侧链中含有不饱和双键，故其耐臭氧、耐热、耐候等耐老化性能优异。根据卓创资讯，当前行业工艺分为溶液法、悬浮法及气相法，其中溶液聚合工艺是最为成熟的生产工艺。根据产品指标划分为密实胶、充油胶、发泡胶三大类，适用于密封制品、耐油胶管及海绵材料等不同下游领域。从产业链结构来看，三元乙丙橡胶的主要原料为乙烯、丙烯及第三单体，通常采用溶液聚合工艺生产。成品通过生产企业直销或经销商分销至下游用户，后者通过混炼、挤出和模压等工序制成各类终端产品，再应用于不同领域。作为石油衍生产品，三元乙丙橡胶位于产业链中下游。

图 49：乙丙橡胶行业产业链



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

国内三元乙丙橡胶需求维持稳定增长，但高端牌号供应由跨国巨头主导，进口依存度仍较高。据卓创资讯发布的数据，国内三元乙丙橡胶行业 2021-2024 年产能维持 39.5 万吨，2025 年新增产能至 43.5 万吨，同比增长 10.1%。国内产量持续上行，由 2021 年 27.06 万吨增长至 2025 年 34.38 万吨，2022-2025 年产量同比分别为-0.6%、7.1%、7.8%、10.8%，本土供给能力稳步提升。根据中国化工信息周刊公众号，截至 2025 年底，全球三元乙丙橡胶（EPDM）总产能约 225 万吨/年，呈现亚太主导、欧美支撑、中东崛起的区域格局，行业集中度高，前五大企业控制约 60%全球产能，但高端牌号供应由跨国巨头主导，因此国内市场仍高度依赖进口，国内进口量自 2021 年 16.848 万吨增长至 2025 年 20.049 万吨，2025 年进口同比 19.1%，2025 年进口依存度维持 39.39%较高水平。从消费端来看，国内三元乙丙橡胶的

下载日志已记录，仅供内部参考

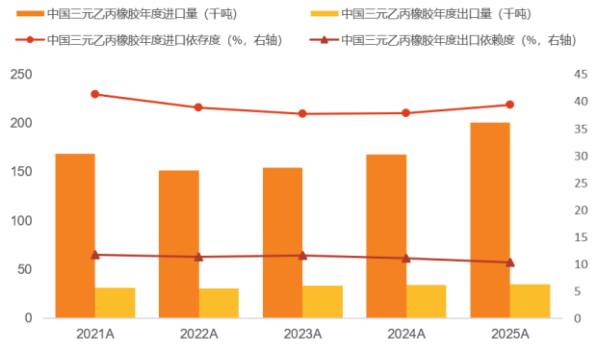
表观消费量由 2021 年 40.736 万吨提升至 2025 年 50.894 万吨，2022-2025 年表观消费同比依次为-4.3%、4.8%、8.6%、14.6%，国内需求总体保持扩张。从下游结构看，汽车橡胶制品为第一大消费领域，占比 51%，建筑领域占 15%，下游需求主要由汽车、建筑两大板块驱动。

表 8：国内三元乙丙橡胶供需平衡表

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
中国三元乙丙橡胶年度行业产能（千吨）	395	395	395	395	435
YoY		*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*10.1%*
中国三元乙丙橡胶年度产量（千吨）	270.6	268.9	287.9	310.4	343.8
YoY		*-0.6%*	*7.1%*	*7.8%*	*10.8%*
中国三元乙丙橡胶年度进口量（千吨）	168.48	151.76	154.29	168.36	200.49
YoY		*-9.9%*	*1.7%*	*9.1%*	*19.1%*
中国三元乙丙橡胶年度出口量（千吨）	31.73	30.63	33.29	34.54	35.35
YoY		*-3.5%*	*8.7%*	*3.8%*	*2.3%*
中国三元乙丙橡胶年度表观消费量（千吨）	407.36	390.03	408.9	444.22	508.94
YoY		*-4.3%*	*4.8%*	*8.6%*	*14.6%*

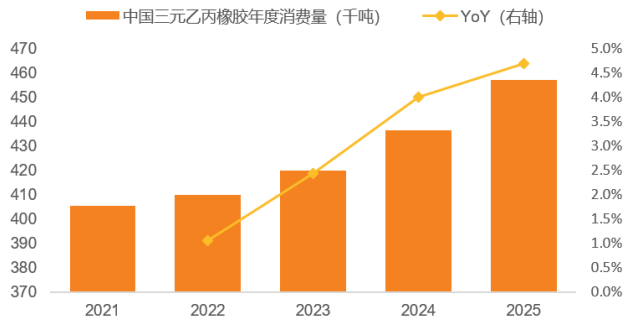
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 50：2025 年中国三元乙丙橡胶进口依存度为 39.4%



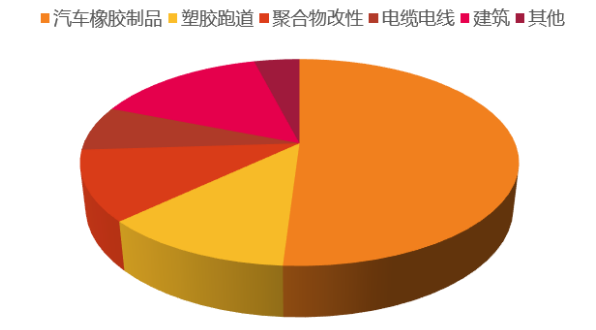
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 51：2025 年国内三元乙丙橡胶消费量 45.7 万吨，同比+4.7%



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

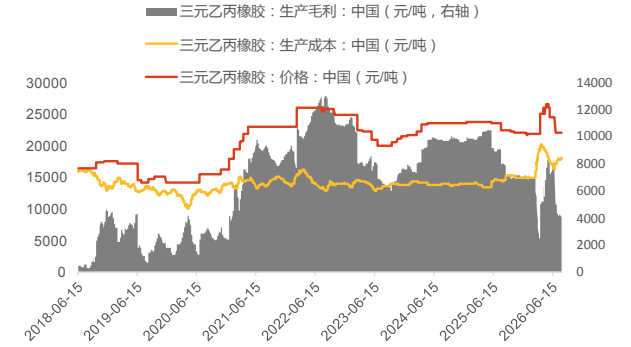
图 52：汽车橡胶制品为国内三元乙丙橡胶主要下游消费



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

备注：以上为 2025 年数据

图 53：近年来三元乙丙橡胶价格、成本及毛利走势



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

公司扩建 2.5 万吨 EPDM 项目，项目建成后 EPDM 产能将从 6.5 万吨/年提升至 9 万吨/年。宁波爱思开运营乙丙橡胶项目有超过 10 年的成功经验，在工厂运营产品研发方面经验丰富。基于宁波爱思开乙丙橡胶项目运营经验，公司在现有工厂预留土地内通过扩建新

下载日志已记录，仅供内部参考

增 2.5 万吨每年乙丙橡胶产能，从而提高自身竞争力。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

核心假设如下：

1）公司热塑性弹性体目前主要为 9 万吨 TPV 业务，其中 2025 年投产的 5 万吨 TPV 产能正在爬坡阶段，导致产能利用率低；

2）2024 年 5 月公司审议通过《关于全资子公司投资建设新材料扩产项目（二期）的议案》，拟建设 10 万吨 TPU 和 6 万吨多元醇建设项目，截至 2025 年末厂房及部分生产线已达到可使用状态转固，生产线设备陆续投入中。我们假设项目 2027 年开始投产贡献产量，产量缓慢爬坡。

3）2026 年受中东冲突影响，公司主要产品价格受原材料成本涨价驱动或有上行，2027-2028 年地缘局势或缓和，成本及价格或下降，整体毛利率维持近几年水平。

表 9：预计 26/27/28 年公司归母净利润 4.7/6.0/7.1 亿元

	单位	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
改性塑料业务							
设计产能	万吨	40	50	50	50	60	60
产能利用率	%	92.00%	85.31%	98.96%	98.96%	91.67%	98.96%
生产量	万吨	36.80	42.65	49.48	49.48	55	59.376
销售量	万吨	32.18	38.80	47.49	47.50	52.80	57.00
产销比	%	87.44%	90.98%	95.97%	96.00%	96.00%	96.00%
营业收入	万元	319,329.36	380,585.41	439942.78	480991.58	523958.09	559989.64
营业成本	万元	286,118.25	340,405.03	392826.90	434194.80	468154.66	500348.71
毛利	万元	33211.11	40180.38	47115.88	46796.78	55803.43	59640.92
毛利率	%	10.4%	10.6%	10.7%	9.7%	10.7%	10.7%
单吨售价	元/吨	9924.46	9807.65	9264.38	10125.97	9923.45	9824.21
单吨成本	元/吨	8892.29	8772.20	8272.21	9140.79	8866.57	8777.90
单吨毛利	元/吨	1032.17	1035.44	992.17	985.18	1056.88	1046.31
热塑性弹性体业务							
设计产能	万吨	4	5	9	15.5	25.5	28
产能利用率	%	97.05%	97.19%	64.00%	97.00%	78.57%	90.98%
生产量	万吨	3.88	4.86	5.76	15.04	20.04	25.48
销售量	万吨	3.71	4.72	5.26	14.28	19.03	24.20
产销比	%	95.66%	97.04%	91.33%	95.00%	95.00%	95.00%
营业收入	万元	63,296.00	76,803.05	83,199.57	178,101.08	232,583.31	292,778.10
营业成本	万元	50,224.34	62,013.83	63,609.67	117,648.08	152,069.63	191,426.71
毛利	万元	13071.66	14789.22	19589.90	60,453.00	80,513.68	101,351.39
毛利率	%	20.7%	19.3%	23.6%	33.9%	34.6%	34.6%
单吨售价	元/吨	17045.94	16286.17	15816.72	12469.23	12219.84	12097.64
单吨成本	元/吨	13525.67	13150.10	12092.57	8236.79	7989.68	7909.79
单吨毛利	元/吨	3520.26	3136.07	3724.15	4232.44	4230.16	4187.86
色母粒类业务							
设计产能	万吨	2.7	3	4	4	4	4
产能利用率	%	99.43%	100.91%	90.52%	97.00%	97.00%	97.00%
生产量	万吨	2.68	3.03	3.62	3.88	3.88	3.88
销售量	万吨	2.26	2.60	2.86	3.10	3.14	3.18
产销比	%	84.19%	85.72%	78.94%	80.00%	81.00%	82.00%
营业收入	万元	20,774.73	24,709.92	27,373.66	32,582.23	32,329.71	32,401.56

下载日志已记录，仅供内部参考

营业成本	万元	17728.67	21607.26	22,388.23	27,766.63	26,989.16	27,049.14
毛利	万元	3046.06	3102.66	4985.43	4,815.60	5,340.55	5,352.42
毛利率	%	14.7%	12.6%	18.2%	14.8%	16.5%	16.5%
单吨售价	元/吨	9191.58	9522.03	9577.42	10496.85	10286.91	10184.04
单吨成本	元/吨	7843.88	8326.41	7833.13	8945.43	8587.62	8501.74
单吨毛利	元/吨	1347.70	1195.62	1744.29	1551.42	1699.30	1682.30
其他产品							
营业收入	万元	28,659.05	40,924.96	52,525.21	88403.88	91056.00	91966.56
YoY	%		42.8%	28.3%	68.3%	3.0%	1.0%
营业成本	万元	24827.15	37153.34	47,363.56	82447.24	84920.66	85769.86
YoY	%		49.6%	27.5%	74.1%	3.0%	1.0%
毛利	万元	3831.90	3771.62	5161.65	5956.64	6135.34	6196.69
毛利率	%	13.4%	9.2%	9.8%	6.7%	6.7%	6.7%
其他业务							
营业收入	万元	22347.65	7052.32	2551.11	18134.94	18678.99	18865.78
YoY	%		-68.4%	-63.8%	610.9%	3.0%	1.0%
营业成本	万元	21537.06	6116.28	1176.65	7391.66	7613.41	7689.54
YoY	%		-71.6%	-80.8%	528.2%	3.0%	1.0%
毛利	万元	810.59	936.04	1374.46	10743.28	11065.58	11176.23
毛利率	%	3.6%	13.3%	53.9%	59.2%	59.2%	59.2%
盈利预测							
营业收入	万元	454406.78	530075.66	605592.34	798213.70	898606.09	996001.62
YoY	%		16.7%	14.2%	31.8%	12.6%	10.8%
营业成本	万元	400435.47	467295.75	527365.01	669448.41	739747.52	812283.97
YoY	%		16.7%	12.9%	26.9%	10.5%	9.8%
毛利	万元	53971.31	62779.92	78227.32	128765.30	158858.57	183717.65
毛利率	%	11.9%	11.8%	12.9%	16.1%	17.7%	18.4%
归母净利润	百万元	140.0	140.94	188.90	465.47	599.38	711.63
YoY	%		0.7%	34.0%	146.41%	28.77%	18.73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 可比公司估值

我们预测 26/27/28 年公司归母净利润 4.7/6.0/7.1 亿元，EPS 分别为 0.97/1.25/1.49 元。我们选取金发科技、会通股份、国恩股份、沃特股份作为可比公司，公司估值具有一定优势。通过“内生增长+外延并购”双轮驱动，打破地域限制，同时加快 DVA、TPU 等重大项目建设，2026 年下半年有望进行 DVA 的商业化推广，有望为公司打开新的成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：公司估值方面具备可比优势（收盘价单位：元/股，EPS 单位：元/股，PE 及 PB 单位：倍）

	收盘价	EPS				PE				PB（LF）
		25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	2026/10/12
金发科技	13.01	0.44	0.65	0.84	1.05	29.57	20.02	15.49	12.39	1.80
会通股份	10.15	0.35	0.39	0.44	0.49	29.00	26.03	23.07	20.71	1.85
国恩股份	68.79	3.10	2.73	3.40	4.14	22.19	25.20	20.23	16.62	4.30
沃特股份	21.05	0.24	0.37	0.61	0.81	87.71	56.89	34.51	25.99	2.99
平均		1.03	1.04	1.32	1.62	42.12	32.03	23.32	18.93	2.73
道恩股份	23.75	0.39	0.97	1.25	1.49	60.15	24.41	18.96	15.97	2.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：可比公司盈利预测取自 wind 一致预期，PE 及 PB（LF）估值按 2026 年 10 月 12 日收盘价进行计算

6. 风险提示

1）原材料价格超预期上涨风险：公司生产主要依赖 PP、EPDM、ABS、丙烯等石化基核心原料，上游与国际原油价格高度挂钩，若原油及石化大宗原料价格大幅上行，而下游产品价格传导存在滞后，将直接抬升公司生产成本，挤压产品盈利空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）产品价格超预期下跌风险：公司改性塑料、TPV 热塑性弹性体、色母粒等产品实行市场化定价，价格受上游原料成本、汽车、家电、轮胎等下游行业景气度、行业新增供给冲击、行业竞争格局变化共同影响。若下游汽车消费、家电需求走弱，或行业新增产能集中释放，市场竞争加剧，产品价格存在大幅下行风险，进而拖累公司营收与利润表现。

3)拟建及在建产能投放不及预期风险等：公司当前布局 2 万吨 DVA 专用产线、EPDM 扩产、TPU、共聚酯等多个拟建和在建项目，部分新材料尚处于产业化验证阶段。项目建设过程中可能受环保审批、设备调试、供应链配套、技术工艺优化等因素干扰，存在投产延期风险；同时 DVA、HNBR 等创新材料还面临下游客户认证周期长、下游导入进度慢、客户导入不及预期等不确定性。

4）股价大幅波动风险：公司股价除受基本面运行影响外，亦受市场情绪和资金面的影响，存在股价大幅波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	502.37	660.89	638.57	718.88	796.80
应收票据及应收账款	2,395.02	2,861.60	3,357.91	3,833.99	4,291.82
预付账款	145.41	164.51	251.22	175.73	307.81
存货	786.27	879.17	1,084.73	1,130.88	1,329.46
其他	210.74	233.88	233.50	227.35	235.91
流动资产合计	**4,039.81**	**4,800.05**	**5,565.93**	**6,086.83**	**6,961.80**
长期股权投资	140.75	186.61	186.61	186.61	186.61
固定资产	1,408.63	1,747.04	1,583.19	1,419.35	1,255.50
在建工程	274.88	115.99	115.99	115.99	115.99
无形资产	324.39	322.90	312.27	301.63	291.00
其他	149.29	207.55	159.15	163.36	166.50
非流动资产合计	**2,297.93**	**2,580.08**	**2,357.21**	**2,186.93**	**2,015.60**
资产总计	**6,337.75**	**7,380.13**	**7,923.14**	**8,273.77**	**8,977.40**
短期借款	888.06	1,241.37	1,189.69	1,464.34	1,391.89
应付票据及应付账款	455.96	475.05	701.86	597.41	832.16
其他	1,077.71	1,336.29	1,087.33	1,138.06	1,283.53
流动负债合计	**2,421.74**	**3,052.71**	**2,978.87**	**3,199.81**	**3,507.58**
长期借款	162.36	371.60	359.96	94.67	0.00
应付债券	338.68	0.00	219.97	186.21	135.39
其他	116.94	124.03	121.63	120.87	122.18
非流动负债合计	**617.97**	**495.63**	**701.56**	**401.75**	**257.57**
负债合计	**3,039.71**	**3,548.34**	**3,680.43**	**3,601.56**	**3,765.15**
少数股东权益	178.44	191.67	216.99	248.48	288.50
股本	448.05	478.40	478.40	478.40	478.40
资本公积	847.94	1,246.83	1,246.83	1,246.83	1,246.83
留存收益	1,832.36	1,960.92	2,297.25	2,715.67	3,218.50
其他	(8.75)	(46.02)	3.25	(17.17)	(19.98)
股东权益合计	**3,298.04**	**3,831.79**	**4,242.71**	**4,672.20**	**5,212.25**
负债和股东权益总计	**6,337.75**	**7,380.13**	**7,923.14**	**8,273.77**	**8,977.40**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	152.01	205.59	465.47	599.38	711.63
折旧摊销	140.01	163.81	174.48	174.48	174.48
财务费用	38.42	39.76	40.28	45.35	50.27
投资损失	(8.18)	(6.18)	(8.55)	(7.64)	(7.46)
营运资金变动	(191.28)	(333.44)	(726.03)	(518.72)	(418.50)
其它	(432.45)	(145.32)	34.95	45.11	56.64
经营活动现金流	**(301.47)**	**(75.78)**	**(19.39)**	**337.96**	**567.06**
资本支出	365.91	375.43	2.39	0.77	(1.31)
长期投资	6.47	45.86	0.00	0.00	0.00
其他	(555.47)	(623.21)	6.32	6.87	8.77
投资活动现金流	**(183.09)**	**(201.92)**	**8.71**	**7.64**	**7.46**
债权融资	594.03	211.79	77.95	(50.29)	(268.37)
股权融资	(118.72)	335.13	(89.60)	(215.00)	(228.23)
其他	(70.24)	(21.51)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**405.07**	**525.42**	**(11.64)**	**(265.28)**	**(496.60)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(79.49)**	**247.72**	**(22.32)**	**80.31**	**77.92**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,300.76**	**6,055.92**	**7,982.14**	**8,986.06**	**9,960.02**
营业成本	4,672.96	5,273.65	6,694.48	7,397.48	8,122.84
营业税金及附加	16.06	23.75	25.54	28.76	35.86
销售费用	54.94	77.01	89.61	114.12	126.49
管理费用	127.18	150.82	190.02	224.65	249.00
研发费用	258.93	279.57	361.29	422.34	468.12
财务费用	48.45	30.56	40.28	45.35	50.27
资产/信用减值损失	(16.70)	(37.48)	(23.89)	(26.02)	(29.13)
公允价值变动收益	(0.38)	0.02	(0.08)	0.00	0.00
投资净收益	8.18	6.18	8.55	7.64	7.46
其他	41.54	45.36	37.64	41.51	41.50
营业利润	**154.89**	**234.64**	**603.11**	**776.48**	**927.27**
营业外收入	6.28	1.42	2.80	3.50	2.57
营业外支出	1.33	6.25	2.89	3.49	4.21
利润总额	**159.84**	**229.82**	**603.02**	**776.50**	**925.63**
所得税	7.83	24.22	102.51	132.00	157.36
净利润	**152.01**	**205.59**	**500.51**	**644.49**	**768.27**
少数股东损益	11.07	16.69	35.04	45.11	56.64
归属于母公司净利润	**140.94**	**188.90**	**465.47**	**599.38**	**711.63**
每股收益（元）	0.31	0.39	0.97	1.25	1.49

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	16.65%	14.25%	31.81%	12.58%	10.84%
营业利润	-8.67%	51.49%	157.03%	28.75%	19.42%
归属于母公司净利润	0.67%	34.03%	146.41%	28.77%	18.73%
获利能力					
毛利率	11.84%	12.92%	16.13%	17.68%	18.45%
净利率	2.66%	3.12%	5.83%	6.67%	7.14%
ROE	4.52%	5.19%	11.56%	13.55%	14.45%
ROIC	5.59%	5.70%	11.31%	12.82%	14.33%
偿债能力					
资产负债率	47.96%	48.08%	46.45%	43.53%	41.94%
净负债率	29.48%	27.56%	28.20%	23.79%	15.64%
流动比率	1.67	1.57	1.87	1.90	1.98
速动比率	1.34	1.28	1.50	1.55	1.61
营运能力					
应收账款周转率	2.65	2.30	2.57	2.50	2.45
存货周转率	7.84	7.27	8.13	8.11	8.10
总资产周转率	0.93	0.88	1.04	1.11	1.15
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.39	0.97	1.25	1.49
每股经营现金流	-0.67	-0.16	-0.04	0.71	1.19
每股净资产	6.75	7.61	8.42	9.25	10.29
估值比率					
市盈率	75.50	60.15	24.41	18.96	15.97
市净率	3.52	3.12	2.82	2.57	2.31
EV/EBITDA	10.86	17.58	15.49	12.66	10.68
EV/EBIT	14.20	22.58	19.70	15.36	12.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com