道恩股份（002838.SZ）

强烈推荐（维持）

三季报业绩同比大幅增长，DVA 产品待规模化投放

公司发布 2026 年三季报，2026 年前三季度营收 62.50 亿元，同比增长 40.26%；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 158.26%；扣非净利润 2.88 亿元，同比增长 136.73%。Q3 单季营收 22.72 亿元，同比增长 44.30%；归母净利润 1.00 亿元，同比增长 115.51%。

- **盈利能力与运营效率显著提升，三季报业绩同比大幅增长。**2026 年前三季度，公司面对复杂多变的市场环境与行业竞争充分的现实挑战，紧密围绕提升盈利能力与运营效率两大核心目标，筑牢高质量发展坚实底座，实现经营业绩大幅增长。2026 年前三季度，道恩股份实现营业收入 62.50 亿元，同比增长 40.26%；归母净利润为 3.37 亿元，同比增长 158.26%；扣非净利润为 2.88 亿元，同比增长 136.73%。2026 年第三季度，道恩股份实现营业收入 22.72 亿元，同比增长 44.30%，环比基本持平；归母净利润为 1.00 亿元，同比增长 115.51%，环比下降 15.25%；扣非净利润为 0.98 亿元，同比增长 132.58%，环比下降 14.04%。公司三季度净利润环比下滑主要受两方面因素影响：一是宁波爱思开工厂停产检修影响。今年三季度，公司对宁波爱思开工厂实施停产检修，停产检修费用与生产影响对公司当季利润造成了一定的拖累。二是原材料价格持续上涨影响。受国际地缘政治等多重因素影响，三季度化工原料价格持续攀升，对公司生产成本形成一定压力，不过公司已于 2026 年 10 月 8 日发布了产品调价函，每吨拟提价 1500 元至 3000 元，以对冲原材料成本上升影响。
- **核心产品开辟多个高增长的新兴市场，宁波 SK 收购增厚业绩。**2026 年上半年，（1）公司弹性体业务板块实现营业收入 8.91 亿元，同比增长 136.22%。公司不仅巩固了在传统优势领域的引领地位、成功开辟了多个高增长的新兴市场，并布局未来的新应用市场，如新能源汽车 TPV 系列研发落地，多款新品实现主机厂批量供货，人形机器人仿生弹性体研发全面突破，3D 打印人工肌肉材料实现技术领跑。2026 年 2 月公司完成宁波 SK80%股权交割并实现并表，对业绩有显著贡献，承接钒系溶液聚合 EPDM 全套研发与生产技术，成为国内唯一兼具 EPDM 聚合+TPV 动态硫化完整研发能力的民营材料企业。（2）公司改性塑料业务板块实现营业收入 24.04 亿元，同比上升 12.95%。重点开发了特殊功能化聚烯烃材料，阻燃材料，工程塑料，特殊共聚酯材料及低碳化系列产品。
- **当前，公司 DVA 产品生产车间已完成全面改造升级，现正与合作轮胎厂推进规模化投放前的各项准备工作。后续若实现规模化市场投放，预计将对公司业绩形成积极贡献。**（1）公司联合国内头部轮胎企业完成轮胎成型工艺适配性优化及多规格成品胎路跑验证。上半年持续优化 DVA 流变、挤出成型配方，解决薄型气密层加工稳定性问题，已在头部轮胎企业多轮小批量压延、贴合、制胎验证，实现与现有轮胎成型工艺路线完全适配；气密性达传统丁基橡胶 7–10 倍，气密层厚度减半、重量降低 60%、滚动阻力大幅优化，路跑测试各项耐久性指标全部达标，标志着公司 DVA 完全具备产业化的技术条件。（2）产学研联合。完善知识产权体系联合北京化工大学完成橡塑动态硫化合金底层机理研究，自创双连续非均相新型微观相结构设计，从底层逻辑

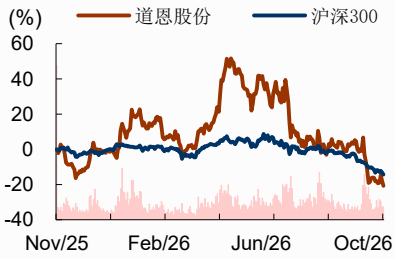
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：19.04 元

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）	9.1
流通市值（十亿元）	8.0
每股净资产（MRQ）	8.2
ROE（TTM）	10.1
资产负债率	51.1%
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	-21	-37	-28
相对表现	-12	-20	-13



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《道恩股份（002838）—盈利能力显著提升，DVA 进展顺利》2026-08-26
2、《道恩股份（002838）—业绩快速增长，DVA 商业化落地可期》2026-04-28
3、《道恩股份（002838）—业绩增长强劲，产品结构优化有望增强盈利能力》2026-04-09

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
沈敏迪 S1090524110002
shenmindi@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

攻克适合现有轮胎成型工艺路线的 DVA 研究的技术瓶颈，形成完整知识产权壁垒，未来随着合作轮胎厂同步规模化投放，将开辟轮胎市场全新弹性体赛道。

- **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，除了持续稳步增长的改性塑料业务，TPV 和 EPDM 等毛利率较高的业务将进一步提供业绩增量，因此我们推测 2026 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。公司主业稳健，技术领先，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 2026/2027/2028 年分别实现收入 84.08/96.77/109.38 亿元，同比增速分别为 39%/15%/13%；归母净利润 4.82/5.91/7.02 亿元，同比增速分别为 155%/23%/19%，分别对应 18.9/15.4/13.0 倍估值。
- **风险提示：宏观经济环境变化引发的风险、主要产品原材料价格波动的风险、募集资金投资项目新增产能的市场开拓风险、核心技术失密和核心技术人员流失的风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5301	6056	8408	9677	10938
同比增长	17%	14%	39%	15%	13%
营业利润(百万元)	155	235	604	775	919
同比增长	-9%	51%	157%	28%	19%
归母净利润(百万元)	141	189	482	591	702
同比增长	1%	34%	155%	23%	19%
每股收益(元)	0.29	0.39	1.01	1.24	1.47
PE	64.6	48.2	18.9	15.4	13.0
PB	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

一、主营业务盈利能力增强，宁波 SK 收购增厚业绩 4
二、向创新、重研发，打造长期核心竞争优势 7
1、弹性体业务 7
2、改性塑料板块 10
三、盈利预测 11
四、风险提示 12

图表目录

图 1：公司主要业务 4
图 2：公司主要业务 4
图 3：公司 2016-2026Q1-3 营收及同比增速 4
图 4：公司 2016-2026Q1-3 归母净利润及同比增速 4
图 5：公司 2016-2026Q1-3 毛利率及净利润 6
图 6：公司 2016-2026Q1-3 费用率情况 6
图 7：道恩股份历史 PE Band 11
图 8：道恩股份历史 PB Band 11

附：财务预测表 13

仅供内部参考，请勿外传！

一、主营业务盈利能力增强，宁波 SK 收购增厚业绩

公司是一家集研发、生产、销售弹性体、改性塑料、色母粒、可降解材料和共聚酯材料等功能性高分子复合材料的国家高新技术企业，致力于高分子新材料的进口替代及消费升级，产品广泛应用于汽车交通、家电通讯、医疗卫生、航天航空、大消费等领域。

图 1：公司主要业务



资料来源：公司公告、招商证券

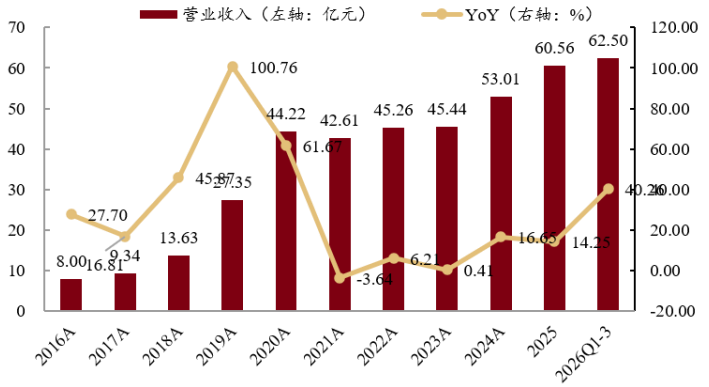
图 2：公司主要业务



资料来源：公司公告、招商证券

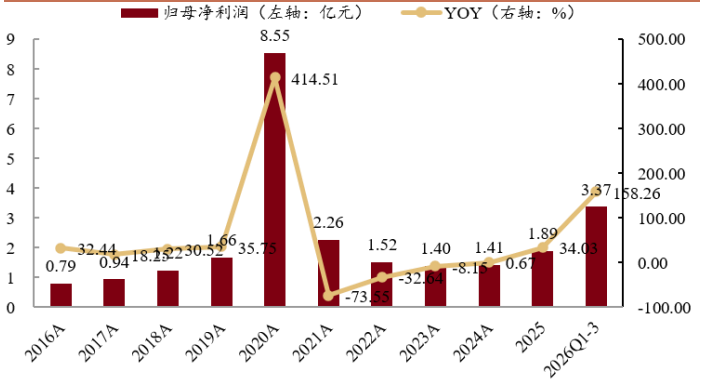
2026 年前三季度，公司面对复杂多变的市场环境与行业竞争充分的现实挑战，紧密围绕提升盈利能力与运营效率两大核心目标，筑牢高质量发展坚实底座，实现经营业绩大幅增长。2026 年前三季度，道恩股份实现营业收入 62.50 亿元，同比增长 40.26%；归母净利润为 3.37 亿元，同比增长 158.26%；扣非净利润为 2.88 亿元，同比增长 136.73%。2026 年第三季度，道恩股份实现营业收入 22.72 亿元，同比增长 44.30%，环比基本持平；归母净利润为 1.00 亿元，同比增长 115.51%，环比下降 15.25%；扣非净利润为 0.98 亿元，同比增长 132.58%，环比下降 14.04%。

图 3：公司 2016-2026Q1-3 营收及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

图 4：公司 2016-2026Q1-3 归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

分业务来看：截至 2026 年三季度，公司改性塑料业务收入占比约为 62%，色母料业务占比约为 3%，二者合计占比约为 65%，较 2026 年上半年提升近 1 个百分点；弹性体类业务占比约为 26%，较 2026 年上半年提升近 3.5 个百分点。

截止 2026 年三季度，公司弹性体类业务收入占比约为 26%，随着公司 2025 年新投产的 5 万吨 TPV 产能逐步释放，以及高端牌号产品占比持续提升，公司高毛利业务占比呈持续提升趋势。

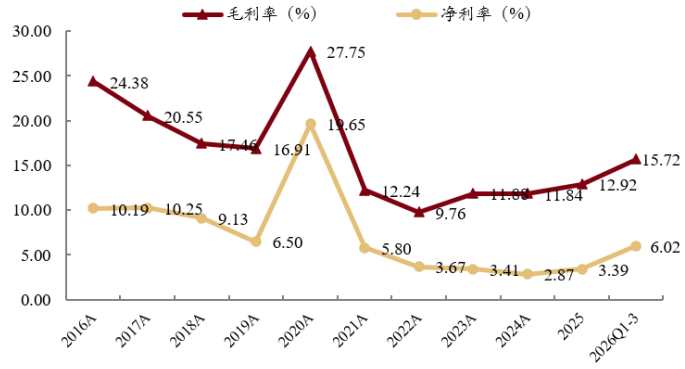
今年前三季度，宁波爱思开工厂实现营业收入 7.71 亿元，净利润 1.42 亿元；其中，上半年实现营业收入 5.35 亿元，净利润 1.10 亿元。据此计算，宁波爱思开工厂三季度实现营业收入 2.36 亿元，净利润 0.32 亿元。四季度，随着生产经营活动再次恢复至满产满销状态，叠加产品销售价格整体调整，宁波爱思开工厂经营效益有望快速恢复。

公司三季度净利润环比下滑主要受两方面因素影响：一是宁波爱思开工厂停产检修影响。2026 年 2 月，公司完成宁波爱思开 80%股权交割并实现并表，公司成为国内唯一兼具 EPDM 聚合+TPV 动态硫化完整研发能力的民营材料企业，彻底解决长期外购 EPDM 导致的配方迭代受限、原料性能不可控痛点。今年三季度，公司对宁波爱思开工厂实施停产检修，停产检修费用与生产影响对公司当季利润造成了一定的拖累。二是原材料价格持续上涨影响。受国际地缘政治等多重因素影响，三季度化工原料价格持续攀升，对公司生产成本形成一定压力，不过公司已于 2026 年 10 月 8 日发布了产品调价函，每吨拟提价 1500 元至 3000 元，以对冲原材料成本上升影响。

改性塑料行业品种多、下游分散，不同企业在产品结构、客户群和应用领域上差异较大，不宜简单以行业景气度一概而论。据弗若斯特沙利文，全球改性塑料市场规模约 2000 亿元，中国是全球最大的生产与消费国，但国内改性塑料企业单体占比普遍较小，每家企业都有自己的应用领域和客户群。面对大宗商品价格剧烈波动、行业竞争日趋白热化、下游需求分化明显的形势，具备技术优势与产品特色的企业，经营韧性相对更强。公司是国内领先的绿色轻量化材料解决方案提供商，自主研发打造的“高分子合金技术”平台，可为客户提供高质量特异性的弹性体、改性塑料、色母粒、聚酯材料解决方案，一站式满足客户多样性材料需求。公司改性塑料业务在持续转型发展，深耕存量市场、开拓增量市场，依托道恩高分子合金技术平台，持续研发布局有差异化竞争壁垒的产品，构筑公司核心竞争力。

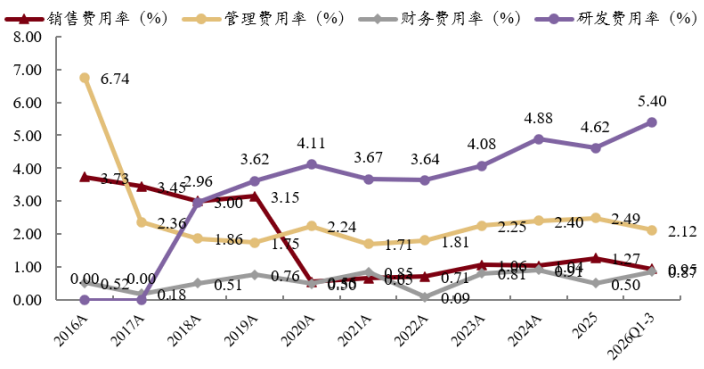
仅供内部参考，请勿外传！

图 5：公司 2016-2026Q1-3 毛利率及净利润



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

图 6：公司 2016-2026Q1-3 费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

二、向创新、重研发，打造长期核心竞争优势

1、弹性体业务

2026 年上半年，公司弹性体业务板块实现营业收入 89,050.54 万元，同比增长 136.22%。 弹性体研发体系在面对地缘性冲突特殊国际背景下展现了强大的战略韧性与创新活力。在前沿技术产学研布局、打通高端关键原材料供应链自主可控化、颠覆性技术推向产业化、成熟产品技术迭代、研发重心拓展延伸五个维度的持续发力，不仅巩固了公司在传统优势领域的引领地位、成功开辟了多个高增长的新兴市场，并布局未来的新应用市场，为企业可持续高质量发展注入了强劲动力。

1.打通基础机理和前沿技术研究，形成产学研创新特色

上半年，道恩依托动态硫化、EPDM 聚合、氢化合成三大弹性体技术平台，持续深化与北京化工大学、华南理工大学、浙江大学、西安交通大学及海外科研机构多层次产学研协同，围绕 DVA 轮胎气密合金、人形机器人仿生弹性体、可逆交联新一代 TPV、鞋材中底高性能弹性体、EPDM 高端聚合改性五大方向落地联合攻关项目，既解决行业底层理论瓶颈，又快速实现新品定型与客户批量认证，形成“基础研究补短板、工程化落地出产品、标准专利筑壁垒”的产学研创新特色。

与华南理工大学、北京化工大学分别联合在可逆交联新一代热塑性弹性体前沿技术布局，承担了山东省技术创新引导计划项目和烟台市重大科技创新工程项目，瞄准 5-10 年行业下一代弹性体技术，形成“高校基础理论+企业产业化转化”分工模式。与浙江大学、贝欧亿、特步等单位联合承担国家科技重大专项《发泡用 POE 产品开发及应用验证》，旨在打破发泡用高性能 POE 国外长期垄断，实现自主可控。

依托山东省新型热塑性弹性体材料制备及应用重点实验室，申报《高端装备动态密封用超软发泡级 TPV 关键技术制备及应用研究》，旨在突破现有 TPV 的性能天花板，开启 TPV 动态密封应用篇章。

2.颠覆性 DVA 轮胎气密层弹性体研发进入商业化前夜

DVA 动态硫化高性能轮胎气体阻隔层合金材料，由埃克森美孚首家推出，公司首家突破适配现有成型工艺路线新一代产品，上半年研发推进实现关键里程碑：

（1）联合国内头部轮胎企业完成轮胎成型工艺适配性优化及多规格成品胎路跑验证。 上半年持续优化 DVA 流变、挤出成型配方，解决薄型气密层加工稳定性问题，已在头部轮胎企业多轮小批量压延、贴合、制胎验证，实现与现有轮胎成型工艺路线完全适配；气密性达传统丁基橡胶 7-10 倍，气密层厚度减半、重量降低 60%、滚动阻力大幅优化，路跑测试各项耐久性指标全部达标，标志着公司 DVA 完全具备产业化的技术条件。当前，公司 DVA 产品生产车间已完成全面改造升级，现正与合作轮胎厂推进规模化投放前的各项准备工作。后续若实现规模化市场投放，预计将对公司业绩形成积极贡献。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

（2）产学研联合完善知识产权体系

联合北京化工大学完成橡塑动态硫化合金底层机理研究，自创双连续非均相新型微观相结构设计，从底层逻辑攻克适合现有轮胎成型工艺路线的 DVA 研究的技术瓶颈，形成完整知识产权壁垒。

3.上游 EPDM 聚合研发闭环突破，从源头重塑 TPV 核心技术体系

2026 年 2 月完成宁波 SK80%股权交割并实现并表，承接钒系溶液聚合 EPDM 全套研发与生产技术，成为国内唯一兼具 EPDM 聚合+TPV 动态硫化完整研发能力的民营材料企业，彻底解决长期外购 EPDM 导致的配方迭代受限、原料性能不可控痛点。上半年研发团队完成 EPDM 牌号与 TPV 配方协同匹配研发，开发低充油、超高分子量耐候 EPDM 专用牌号，配套产出高耐臭氧、低析出高端 TPV，已在汽车密封、线缆客户批量验证交付。

宁波工厂扩产 EPDM 项目，同步配套研发高门尼、耐低温的差异化 EPDM 新品，定向匹配高弹性、耐低温 TPV，解决国内高端 EPDM 长期国外品牌依赖问题，从上游原料端支撑弹性体业务高端化迭代。自研 EPDM 可精准调控分子结构，缩短高性能 TPV 开发周期，实现“原料研发-弹性体研究-下游应用”一体化技术迭代。

4.新能源汽车 TPV 系列研发落地，多款新品实现主机厂批量供货

上半年汽车弹性体研发聚焦新能源轻量化、环保化和热管理两大刚需，攻克多项进口替代技术瓶颈，成果直接转化订单：

（1）单层冷却液管路硬质 TPV

突破传统 TPV 低温脆裂、高温抗蠕变短板，自研高刚性动态硫化 TPV 合金，替代尼龙多层管路，简化挤出工艺、减重 30%、降低管路综合成本 40%；上半年完成头部新势力、自主品牌车企全车型认证，实现规模批量配套，成为上半年弹性体业务增量核心产品。

（2）汽车内饰与功能件用 TPE 获得技术和市场双重突破

在汽车脚垫材料领域实现全面技术突破，攻克了软质材料在熔体强度、耐磨、耐脏污、耐划伤等方面的长期痛点，满足整车厂车内气味管控标准，上半年已在国内半数以上标杆汽车脚垫企业定点批量应用。

（3）自润滑接角料攻克技术瓶颈，实现突破性技术迭代

汽车门窗、天窗、导槽密封条接角是整车密封系统关键部件，传统普通 TPV 接角料普遍存在摩擦系数高、车窗升降异响，市场常用自润滑接角料虽有效弱化了上述问题，却存在润滑助剂迁移发白、与 EPDM、挤出 TPV 粘接强度不足、润滑持久性不足等痛点。2026 上半年，道恩依托自产 EPDM 聚合+动态全硫化一体化平台，升级反应型长效内外润滑和接合强度的长效自润滑接角 TPV，同步解决润滑持久性、界面粘接、低气味环保、注塑加工适配四大核心矛盾，完成全系列牌号定型、主机厂全套验证，实现进口高端自润滑接角料国产化替代。

仅供内部参考，请勿外传！

5.人形机器人仿生弹性体研发全面突破，3D 打印人工肌肉材料实现技术领跑

在全球地缘冲突导致传统汽车、民用弹性体市场价格内卷、供应链波动加剧的背景下，道恩弹性体研发依托公司弹性体研发平台的技术优势，前瞻布局人形机器人柔性仿生材料赛道，围绕仿生皮肤、人工肌肉、柔性传感、轻量化成型四大方向布局技术攻关，开辟第二增长曲线对冲行业周期风险的新路径。

上半年成功研发适配光固化工艺的可 3D 打印弹性体，兼顾高断裂伸长、高抗疲劳、低残余变形；并开发适合机器人不同部位的 3D 拓扑晶格结构仿真设计，制备出高回弹、高亲肤仿生柔性结构体，专门用于机器人关节、仿生手、柔性抓取结构的快速试样开发，大幅缩短机器人结构迭代验证周期。材料兼顾韧性与弹性，既可以做柔性缓冲部件，也可实现软硬一体复合打印，成型后兼具仿肌肉伸缩、弯曲力学特性，适配科研院所、机器人初创企业小批量原型试制需求，已与人形机器人头部企业开展样品测试对接，拓宽道恩弹性体在智能制造、高校科研领域的客户渠道。依托公司四大研发平台的材料仿真数据库，实现材料力学参数数字化匹配，可根据机器人仿真模拟数据定向调校打印弹性体的硬度、模量、回弹指标，实现材料研发与机器人结构设计协同赋能。

6.电缆料技术和产能迭代，完善高端工业弹性体布局

2025 年下半年完成安徽博斯特全资收购后，道恩形成热塑性弹性体+硅烷交联电缆料+热塑性聚丙烯电缆料三线缆材料研发平台。2026 上半年硅烷交联聚烯烃电缆料围绕接枝分子调控、产能迭代、生产质控和产业链协同四大方向实现集中技术突破，解决行业普遍存在的预交联、交联不均匀行业痛点，建成两步法硅烷交联聚烯烃绝缘电缆料产线并投入量产应用，产品完全满足 10kV 中压电力电缆绝缘洁净度要求，代表行业最高单线产能水平。

7.研发重心逐步向鞋材、热力、电子电器等方向延伸

2026 年上半年，公司研发继续向热力、鞋材等非车用赛道延伸。先后推出 FIPP 专用高柔性 TPV 合金、鞋材抗皱发泡弹性体、鞋材用减震弹性体等多款新产品，实现新材料突破。

（1）FIPP 专用高柔性 TPV 推出，开辟 TPV 在地下管网修复全新应用赛道

FIPP 原位热塑成型内衬是市政、化工管网非开挖修复主流技术，传统基材以 PVC、HDPE 为主，普遍存在弯折易裂、耐磨差、异形管道贴合不足、低温脆性大、不可回收等短板。2026 上半年道恩依托自产 EPDM 聚合+动态全硫化 TPV 一体化技术平台，针对性开发 FIPP 专用高柔性 TPV 合金，产品具备高低温宽域稳定性、优异耐高温蒸气性能、超高折叠回弹（可反复折叠成 U 型、W 型卷材长期仓储和远距离运输）等优异性能，攻克行业现有内衬材料核心痛点，完成配方定型、挤出工艺匹配、市政/化工管道工况全验证，开辟 TPV 在地下管网修复全新应用赛道。

（2）鞋材中底产品专攻差异化功能创新

2026 上半年依托酯化合成和动态硫化两大弹性体技术平台，叠加上游 EPDM 原料自主配套优势，道恩聚焦超临界发泡中底、低收缩中底、抗皱中底、减震中

仅供内部参考，请勿外传！

底和高透装饰等五大方向完成集中配方迭代与下游批量验证形成具有竞争力的差异化功能产品系列。与某国际大品牌鞋厂最大配套商联合开发，超临界发泡成核、低收缩弹性体、减震弹性体均完成整鞋应用验证，产品性能表现符合预期。

2、改性塑料板块

2026 年上半年，公司改性塑料业务板块实现营业收入 240,438.54 万元，同比上升 12.95%。重点开发了特殊功能化聚烯烃材料，阻燃材料，工程塑料，特殊共聚酯材料及低碳化系列产品。

特殊功能化聚烯烃材料主要在导热、发泡以及超耐候方面进行深入研发，布局在新能源汽车三电系统，动力电池以及极端环境使用的聚烯烃耐候材料；针对环保法规要求开发满足 PFAS 的阻燃 ABS 材料，实现“0“氟，开发的无卤阻燃免喷涂 PC/ABS 减少喷涂工序，降低环境污染，在家电行业进行应用；在工程塑料方面，针对新能源汽车水冷系统、动力结构件长期湿热老化失效难题，完成玻纤增强 PA66 耐水解配方体系迭代优化，材料长期湿热老化后拉伸、冲击强度保留率提升 40%以上，耐高温热变形温度显著提升，有效解决传统增强尼龙吸水变形、高温水解脆裂痛点。适配车载水冷接头、电机安装支架等核心零部件。面向 5G 通信配件、车载精密塑料件高精度成型需求，对短玻纤增强尼龙玻纤体系进行界面的研究，有效降低材料注塑成型后的翘曲变形与尺寸偏差，同时保持高刚性、高抗冲综合力学性能，可满足薄壁、复杂结构精密部件的注塑生产要求，适配毫米波雷达外壳、车载精密支架等高端零部件。功能化 PC 合金材料布局在 3C 以及人行机器人等领域。

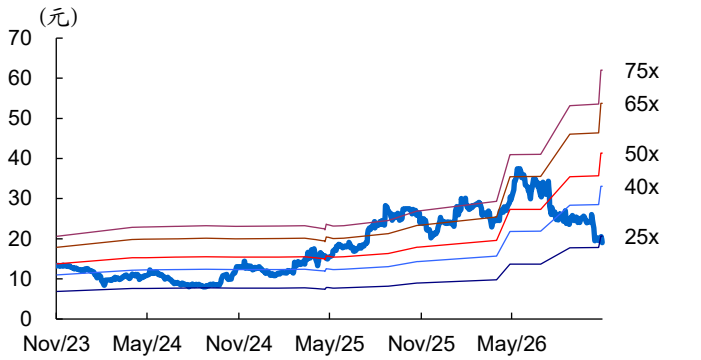
依托研发体系的酯化合成平台，开发耐化学，耐热以及耐低温系列改性共聚酯材料，其中耐化学共聚酯材料满足消毒杀菌的苛刻要求，在医疗领域进行应用；可生物降解材料优化保水性能，在地膜上使用大大提升农作物的亩产量同时保证使用寿命，得到客户认可。在低碳化方面，依托合资公司的 PCR 上游资源，继续加大开发在汽车与家电用 PCR 材料，通过材料与成品实验，多款牌号成功进入量产阶段，达到减碳要求，并在要求苛刻的领域进行再生材料高值化的开发，持续践行绿色低碳发展。

仅供内部参考，请勿外传！

三、盈利预测

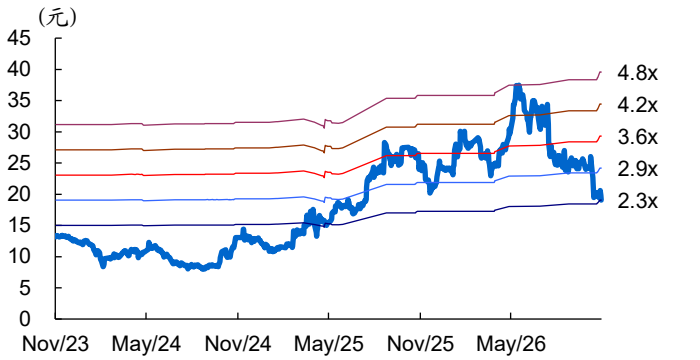
在暂不考虑 DVA 放量的情况下，公司产能正有序扩张，除了持续稳步增长的改性塑料业务，TPV 和 EPDM 等毛利率较高的业务将进一步提供业绩增量，因此我们推测 2026 年业绩将显著增长，若 DVA 实现规模化放量，业绩增速将在此基础上进一步提升。公司主业稳健，技术领先，新产品研发多线并行，落地放量后将对产品结构和利润结构带来大幅优化。我们预期公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 84.08/96.77/109.38 亿元，同比增速分别为 39%/15%/13%；归母净利润 4.82/5.91/7.02 亿元，同比增速分别为 155%/23%/19%，分别对应 18.9/15.4/13.0 倍估值。

图 7：道恩股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：道恩股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

四、风险提示

1、宏观经济环境变化引发的风险

公司主要从事弹性体、改性塑料等产品的生产，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。从目前经济发展势头来看，国内经济仍面临较大的增速放缓压力，国际经济形势复杂多变，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家电、汽车等行业造成压力，从而传导至公司，进一步加剧市场竞争，有可能对公司的经营业绩造成较大不利影响。

2、主要产品原材料价格波动的风险

本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。合成树脂是原油经过裂解、重整形成基本的化工原料，再经过聚合得到。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。

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。虽然，公司在项目选择时已进行了充分市场调研及可行性论证评估，项目均具备良好的市场前景和经济效益。但在实际运营过程中，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、核心技术失密和核心技术人员流失的风险

高分子复合新材料行业是涉及多门学科的高技术产业，是技术密集行业，新技术、新工艺和新产品的开发和应用是本公司赢得市场的关键。公司近年来取得了大量的研发成果，多数研发成果已经通过申请专利的方式获得了保护，部分研发成果尚处于专利的申请过程中，还有部分研发成果和工艺诀窍是公司多年来积累的非专利技术。如果该等研发成果失密或受到侵害，将给公司生产经营带来不利影响。同时，在市场竞争日益激烈的行业背景下，不排除核心技术人员流失的可能性，若核心技术人员流失，公司技术保密和生产经营将受到不利影响。

仅供内部参考，请勿外传！

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4040	4800	6437	7431	8376
现金	502	661	744	893	995
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1112	1364	1894	2180	2464
应收款项	1283	1498	2079	2393	2705
其它应收款	7	8	11	12	14
存货	786	879	1175	1341	1508
其他	349	391	534	612	690
非流动资产	2298	2580	2557	2626	2688
长期股权投资	141	187	187	187	187
固定资产	1409	1747	1864	1968	2061
无形资产商誉	365	363	327	294	265
其他	384	283	180	178	176
资产总计	**6338**	**7380**	**8994**	**10058**	**11064**
流动负债	2422	3053	4156	4678	5046
短期借款	888	1241	1909	2127	2190
应付账款	456	475	635	725	815
预收账款	52	37	50	57	64
其他	1026	1299	1562	1769	1977
长期负债	618	496	496	496	496
长期借款	162	372	372	372	372
其他	456	124	124	124	124
负债合计	**3040**	**3548**	**4652**	**5173**	**5542**
股本	448	478	478	478	478
资本公积金	844	1198	1198	1198	1198
留存收益	1827	1964	2389	2835	3360
少数股东权益	178	192	277	373	487
归属于母公司所有者权益	3120	3640	4065	4511	5036
负债及权益合计	**6338**	**7380**	**8994**	**10058**	**11064**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(301)	(76)	(247)	348	486
净利润	152	206	567	687	816
折旧摊销	140	164	223	231	238
财务费用	38	40	22	19	16
投资收益	(8)	(6)	(46)	(46)	(46)
营运资金变动	(620)	(469)	(1014)	(543)	(538)
其它	(4)	(10)	0	0	0
投资活动现金流	(183)	(202)	(154)	(254)	(254)
资本支出	(235)	(136)	(200)	(300)	(300)
其他投资	52	(66)	46	46	46
筹资活动现金流	405	525	484	54	(131)
借款变动	537	548	564	218	63
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	(68)	353	0	0	0
股利分配	(29)	(43)	(57)	(145)	(177)
其他	(34)	(363)	(22)	(19)	(16)
现金净增加额	(79)	248	83	149	101

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5301	6056	8408	9677	10938
营业成本	4673	5274	7048	8043	9048
营业税金及附加	16	24	33	38	43
营业费用	55	77	110	125	140
管理费用	127	151	190	225	260
研发费用	259	280	430	480	540
财务费用	48	31	22	19	16
资产减值损失	(17)	(39)	(18)	(18)	(18)
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	42	47	40	40	40
投资收益	8	6	6	6	6
营业利润	155	235	604	775	919
营业外收入	6	1	38	1	1
营业外支出	1	6	6	6	6
利润总额	160	230	636	770	914
所得税	8	24	68	83	98
少数股东损益	11	17	85	96	114
归属于母公司净利润	141	189	482	591	702

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	17%	14%	39%	15%	13%
营业利润	-9%	51%	157%	28%	19%
归母净利润	1%	34%	155%	23%	19%
获利能力					
毛利率	11.8%	12.9%	16.2%	16.9%	17.3%
净利率	2.7%	3.1%	5.7%	6.1%	6.4%
ROE	4.5%	5.6%	12.5%	13.8%	14.7%
ROIC	4.7%	4.7%	9.2%	10.1%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	48.1%	51.7%	51.4%	50.1%
净负债比率	17.9%	23.3%	25.4%	24.8%	23.2%
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	6.9	6.3	6.9	6.4	6.4
应收账款周转率	2.7	2.3	2.5	2.3	2.2
应付账款周转率	11.5	11.3	12.7	11.8	11.8
每股资料(元)					
EPS	0.29	0.39	1.01	1.24	1.47
每股经营净现金	-0.63	-0.16	-0.52	0.73	1.02
每股净资产	6.52	7.61	8.50	9.43	10.53
每股股利	0.06	0.12	0.30	0.37	0.44
估值比率					
PE	64.6	48.2	18.9	15.4	13.0
PB	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	40.1	32.2	15.7	13.0	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

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。