

强烈推荐（首次）

周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 15.05 元

25 年开始业绩将快速增长，高壁垒 DVA 产品待规模化放量

公司改性塑料和热塑性弹性体产能正有序扩张，除了稳定增长的改性塑料和快速增长的 TPV 等业务，共聚酯等产品有望在 25 年进一步提供业绩增量，因此我们推测 25 年业绩将显著增长，若 DVA 规模化放量，业绩增速将在此基础上进一步提升。公司主业抗周期能力强，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，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

□ **国内 TPV 龙头公司，改性塑料业务提供安全垫。**公司自成立以来聚焦热塑性弹性体（主要为 TPV）、改性塑料和色母粒产品的研发、生产、销售和专业服务，目前是国内 TPV 产量第一的生产企业。公司 2016-2024 年收入复合增速达 26.7%，归母净利润复合增速 7.5%。收入的快速增长主要与熔喷料需求增长、改性塑料大客户战略推进、产能有序扩张等因素有关。分业务来看，公司改性塑料业务起到压舱石作用，贡献七成左右收入；毛利率相对更高的热塑性弹性体业务则为公司主要利润来源，具有较大弹性；色母粒业务经过多年的技术积累与市场开拓，市场竞争力不断提升。

□ **热塑性弹性体逐步国产替代，改性塑料平稳发展。**（1）热塑性弹性体是高性能材料，其在汽车和医疗、建筑等行业的应用正在迅速增加。热塑性弹性体市场集中度较高，主要参与者包括杜邦、巴斯夫等，我国热塑性弹性体的研发能力和生产水平还落后于国外先进企业，近年来，以道恩股份为代表的国内企业在热塑性弹性体的部分细分领域取得了长足技术进步，具备了与国际巨头直接竞争，获取国内市场份额的能力，热塑性弹性体产品已逐步实现国产替代。热塑性硫化橡胶（TPV）市场集中度较高，道恩为国内 TPV 龙头公司，也是该产品国产替代的先驱，热塑性弹性体中的“明星品种”TPV 拥有性能、成本、环保优势，由于对豪华、低排放、安全和高性能车辆的需求不断增长，汽车轻质材料在过去几年中强劲增长，我们认为未来汽车领域有望主导 TPV 应用市场，根据 Freedonia 数据，预计 2024 年全球 TPV 需求达到 51.55 万吨。（2）改性塑料市场规模仍然有较大提升空间。根据华经产业研究院数据，国内改性塑料市场规模逐年攀升，2014 年中国改性塑料市场规模约为 1014 亿元，2023 年增长至 2832.16 亿元，期间复合年增长率达 12.1%。增长主要源于初级形态的塑料产量及塑料改性化率均呈稳步提升的态势，此外，我们认为随着家电消费升级和换新需求落地，家电用改性塑料的需求还有望继续呈现上升趋势。与热塑性弹性体不同的是，改性塑料市场集中度较低，而近几年随着科技进步和消费升级，推动家电、汽车、通信、精密仪器新品开发力度加大，产品更新换代速度加快，下游行业对改性塑料的需求量会持续增加。这些领域需用的改性塑料技术和资金壁垒较高，规模小，技术水平落后、创新能力薄弱的生产企业将无法进入，面临被淘汰或整合的境况，因此集中度逐步提升。对于规模大、技术水平领先的头部企业来说将会受益。

□ **DVA 等高壁垒产品待放量，紧抓塑料再循环趋势。**（1）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，与传统硫化丁基橡胶轮胎气密层相比，DVA 制备的轮胎可使气体阻隔层重量显著减少，而其气密性却提高 7~10 倍，我们认为公司 DVA 产品不断实现技术突破后，若产品

基础数据

总股本（百万股）	448
已上市流通股（百万股）	390
总市值（十亿元）	6.7
流通市值（十亿元）	5.9
每股净资产（MRQ）	7.0
ROE（TTM）	4.5
资产负债率	48.0%
主要股东	道恩集团有限公司
主要股东持股比例	44.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	74	43
相对表现	25	48	32



资料来源：公司数据、招商证券

能成功落地，预计市场空间广阔。我们测算了不同渗透率及单轮胎添加量下在制备轮胎时添加 DVA 的市场规模，可得有望开拓百亿市场。且当前 DVA 渗透率为 0，若产品能成功放量，由于技术壁垒较高，公司具有竞争优势，未来市场空间广阔。（2）公司酯化合成及氢化反应平台产品不断迭代，不断挖掘新增长点，2019 年道恩股份实现了氢化丁腈橡胶项目装置顺利开车并产出合格产品，提高了公司的整体竞争能力，后续正加快产能填平补齐，大力开发高端客户。我国 PCT、PETG/PCTG 市场国产化率较低，供需存在缺口，进口替代发展空间较大，我们认为 2023 年公司与浙江合复、邹湘坪、蒋红亮共同投资设立合资公司，由合资公司作为项目主体建设共聚酯材料项目，进入该领域符合市场发展趋势，后续有望为公司带来新的利润增长点。（3）公司顺应大势，与海尔合力推进 PCR 塑料再循环业务。目前，全球循环新材料产业规模处于快速增长阶段，其中再生塑料是重点发展产业之一，是大势所趋。我国也出台多项政策，鼓励支持再循环产业的发展，家电、汽车、包装等多领域切入加大再生塑料应用比例要求，推动强制添加再生塑料已经成为全球大趋势。我们认为公司与海尔旗下再循环业务平台合作，共同推进 PCR 塑料再循环材料业务将充分发挥双方在塑料循环利用领域的优势，实现资源共享、优势互补，为道恩股份增加新的利润增长点。

- **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**公司改性塑料和热塑性弹性体产能正有序扩张，除了稳定增长的改性塑料和快速增长的 TPV 等业务，共聚酯等产品有望在 25 年进一步提供业绩增量，因此我们推测 25 年业绩将显著增长，若 DVA 规模化放量，业绩增速将在此基础上进一步提升。公司主业抗周期能力强，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。我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 60.04/67.92/74.80 亿元，同比分别增长 13%/13%/10%，实现归母净利润 1.78/2.29/3.13 亿元，分别同比增长 26%/29%/36%，对应 PE 分别为 38.0/29.4/21.6 倍，考虑到未来 DVA、共聚酯及 PCR 塑料等产品如果能顺利量产并且推广，存在较大空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：主要产品原材料价格波动的风险、宏观经济环境变化引发的风险、募集资金投资项目新增产能的市场开拓风险、新产品能否完成推广和放量的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4544	5301	6004	6792	7480
同比增长	0%	17%	13%	13%	10%
营业利润(百万元)	170	155	197	255	350
同比增长	1%	-9%	27%	30%	37%
归母净利润(百万元)	140	141	178	229	313
同比增长	-8%	1%	26%	29%	36%
每股收益(元)	0.31	0.31	0.40	0.51	0.70
PE	48.2	47.8	38.0	29.4	21.6
PB	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、国内 TPV 龙头公司，改性塑料业务提供安全垫.....	5
1、国内 TPV 龙头公司，产品研发多点开花.....	5
2、产能有序扩张，公司经营稳健.....	6
二、热塑性弹性体逐步国产替代，改性塑料平稳发展.....	8
1、热塑性弹性体正逐步实现国产替代.....	8
（1）热塑性弹性体需求保持稳定增长，国内研发水平暂落后于海外.....	8
（2）“明星品种”TPV 拥有性能、成本、环保优势，道恩为国产替代先驱.....	9
2、改性塑料市场平稳增长.....	11
（1）改性塑料市场规模仍然有较大提升空间.....	11
（2）低集中度情况逐步优化，后续市场规模有望随家电需求增长.....	12
三、DVA 等高壁垒产品待放量，紧抓塑料再循环趋势.....	13
1、DVA 产品不断实现技术突破，市场空间广阔.....	13
2、酯化合成及氢化反应平台产品不断迭代，不断挖掘新增长点.....	15
（1）率先完成 HNBR 技术工艺突破，处于市场领先的地位.....	15
（2）与浙江合复优势互补，布局共聚酯.....	17
3、顺应大势，与海尔合力推进 PCR 塑料再循环业务.....	18
四、盈利预测及投资评级.....	19
五、风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司主要产品.....	5
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司 2016 年-2024 收入及同比增速.....	6
图 4：公司 2016 年-2024 归母净利润及同比增速.....	6
图 5：公司 2016 年-2024 营收分业务比例.....	7
图 6：公司 2016 年-2024 毛利率及净利率.....	7
图 7：公司 2016 年-2024 费用率水平.....	7
图 8：公司股权结构.....	8
图 9：热塑性弹性体市场主要参与者.....	9

图 10: 道恩股份 TPV 产品应用	10
图 11: 全球汽车产量及同比增速	11
图 12: 中国汽车产量及在全球汽车产量中的占比	11
图 13: TPV 市场主要参与者	11
图 14: 我国初级形态的塑料产量及同比增速	12
图 15: 我国主要类型改性塑料产品产量占比	12
图 16: 2023 年改性塑料行业主要公司市占率估算	13
图 17: 2019-2024 全国家电行业生产情况 (单位: 万台)	13
图 18: 子午轮胎结构图	14
图 19: 公司不断攻克 DVA 研发过程中难点	14
图 20: HNBR 外观图片	16
图 21: 公司共聚酯产品布局	18
图 22: 道恩股份历史 PE Band	21
图 23: 道恩股份历史 PB Band	21
表 1: 公司 2024 年各项产品产销情况	7
表 2: 改性塑料应用	12
表 3: DVA 产品市场规模测算 (亿元)	15
表 4: 公司 HNBR 产品应用场景	16
表 5: 道恩 HNBR 系列产品	16
表 6: 我国出台多项政策鼓励支持再循环产业的发展	18
表 7: 收入构成表	20
表 8: 估值对比表	20
附: 财务预测表	23

一、国内 TPV 龙头公司，改性塑料业务提供安全垫

1、国内 TPV 龙头公司，产品研发多点开花

公司是一家研发、生产、销售热塑性弹性体、改性塑料、色母粒、可降解材料和共聚酯材料等高性能高分子复合材料的国家高新技术企业和工信部认定的专精特新“小巨人”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，其中以汽车和家电为主：母公司汽车领域收入约占 35%，家电领域收入约占 55%，其他领域约占 10%。

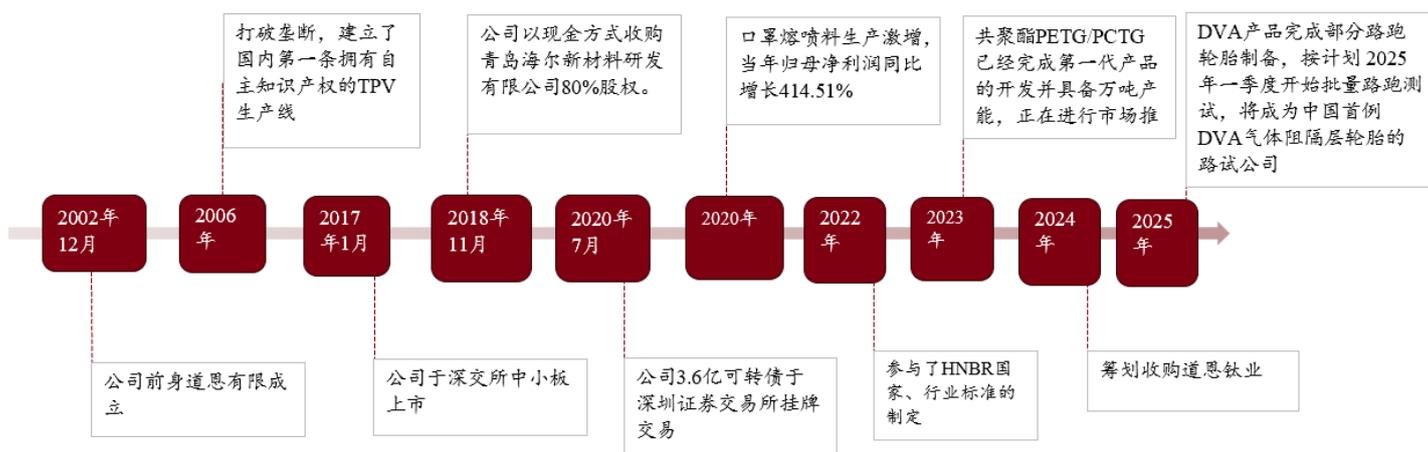
图 1：公司主要产品



资料来源：公司官网、公司 2024 年半年报、公司 2024 年报，招商证券

公司热塑性弹性体 TPV2008 年获得国家技术发明二等奖，目前是国内 TPV 产量第一的生产企业，公司凭借在 TPV 产品上的价格优势和服务优势，逐渐形成了对国际竞争对手企业产品的市场替代。公司目前是国内主要的改性塑料的生产企业，公司自设立以来一直从事新型改性塑料的研发、生产与销售。经过多年的技术创新，公司诸多改性塑料核心技术达到国内领先或先进水平，并受邀主持或参与制定多项行业标准。公司是江北地区最大的色母粒生产企业，经过多年的技术积累与市场开拓，公司色母粒产品工艺、技术不断改进，市场竞争力不断提升。扭转了海尔集团和海信集团对色母粒产品的进口依赖局面。

图 2: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 招商证券

公司自成立以来聚焦热塑性弹性体(主要为TPV)、改性塑料和色母粒产品的研发、生产、销售和专业服务, 于2006年打破垄断, 建立了国内第一条拥有自主知识产权的TPV生产线。近年来陆续在HNBR、DVA、共聚酯、IMSS汽车软质注塑表皮材料、可降解材料(PLA发泡片材)、生物降解PLA/PBAT薄膜改性料等产品研发上获得突破。

2、产能有序扩张, 公司经营稳健

近年来公司改性塑料(24年扩产前)和色母粒业务接近满产, 热塑性弹性体产能利用率快速攀升至2024年接近满产, 目前在建产能达4万吨。公司2016-2024年收入复合增速达26.7%, 归母净利润复合增速7.5%。收入的快速增长主要与熔喷料需求增长、改性塑料大客户战略推进、产能有序扩张等因素有关。2024年公司弹性体业务板块实现营业收入76,803.05万元, 同比增长21.34%。其中TPV产品产销量大幅增长, 公司借助动态硫化平台的技术优势和长期积累的TPV制备经验, 在众多应用领域开发高性价比材料, 下游进口品牌国产化替代方面获得更高的市场份额。积极开拓了新能源汽车行业头部企业, 大力拓展海外客户取得了成效, 销量持续增长。2024年公司营收达53.01亿元, 归母净利润1.41亿元。

图 3: 公司 2016 年-2024 收入及同比增速

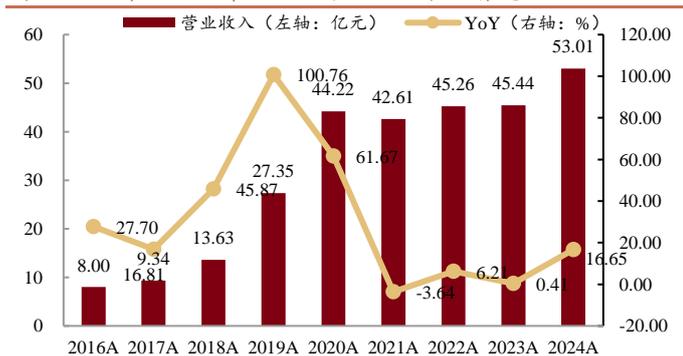


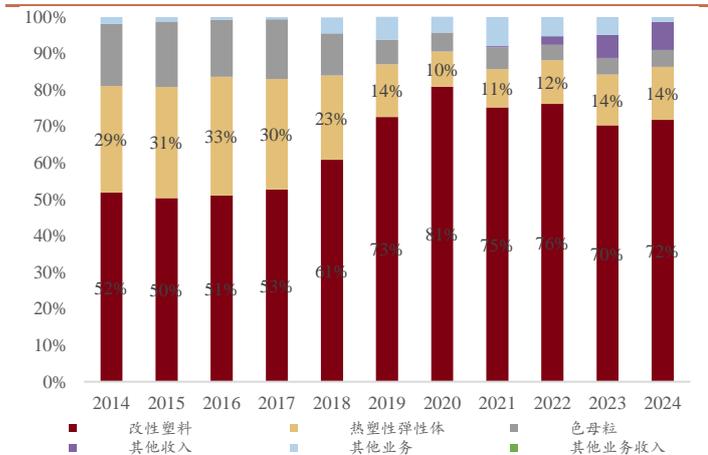
图 4: 公司 2016 年-2024 归母净利润及同比增速



资料来源：wind、招商证券

资料来源：wind、招商证券

图 5：公司 2016 年-2024 营收分业务比例



资料来源：wind、招商证券

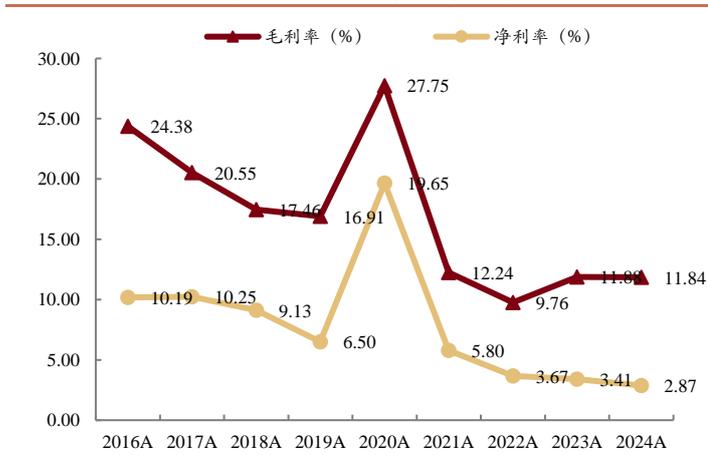
表 1：公司 2024 年各项产品产销情况

主要产品	实际收入 (亿元)	设计产能 (万吨)	产能利用率	在建产能	销量 (吨)	销售单价 (万元/吨)	毛利率 (%)
热塑性弹性体	7.68	5	97.19%	4 万吨	47158.45	1.63	19.26
改性塑料	38.06	50	85.31%		388049.7	0.98	10.56
色母粒	2.47	3	100.91%		25950.3	0.95	12.56

资料来源：公司 2024 年年报、招商证券

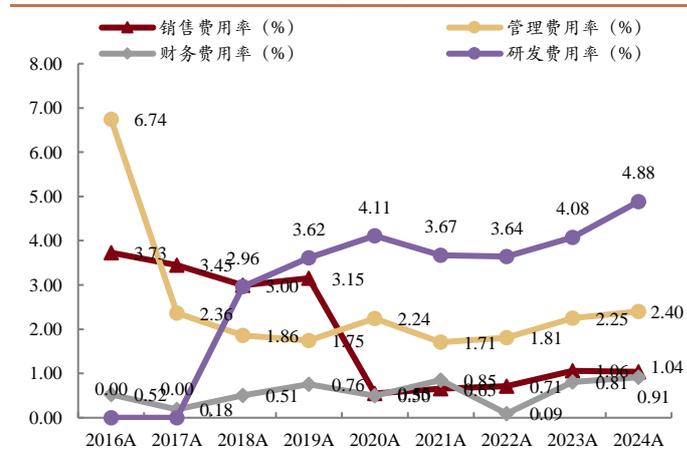
1) 公司目前是国内主要的改性塑料的生产企业，公司改性塑料业务起到压舱石作用，贡献七成收入，2024 年 3 月起山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）投产后产能有序扩张至 50 万吨，随着产能释放，有望进一步夯实公司业绩基本盘。2) 毛利率相对更高的热塑性弹性体业务则为公司主要利润来源，具有较大弹性：公司为 TPV 国内龙头，预计该业务有望保持稳定增长；此外不断研发新产品，如 DVA 等。公司热塑性弹性体业务收入占比整体呈稳步攀升态势，有望对收入和利润增速产生正面影响。3) 公司是江北地区最大的色母粒生产企业，经过多年的技术积累与市场开拓，公司色母粒产品工艺、技术不断改进，市场竞争力不断提升。扭转了海尔集团和海信集团对色母粒产品的进口依赖局面。持续坚持大客户战略，通过战略合作逐步提升供货份额。4) 共聚酯完成了柔性产线的改造，正在加快优化生产工艺，PETG 收缩膜成功量产销售，PCTG 主要开拓电子烟专用料和食品料理领域应用市场。

图 6：公司 2016 年-2024 毛利率及净利率



资料来源：wind、招商证券

图 7：公司 2016 年-2024 费用率水平

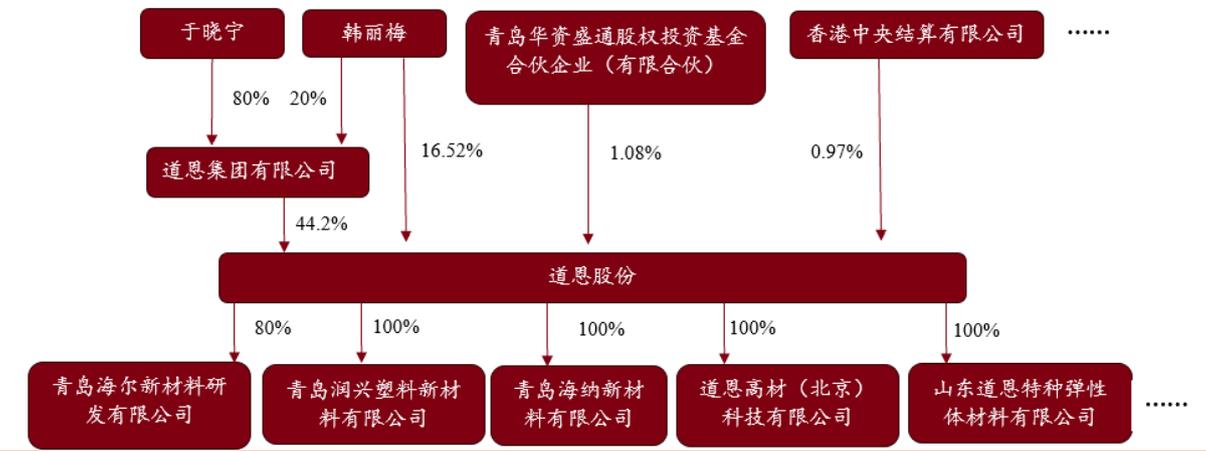


资料来源：wind、招商证券

公司费用管理得当，近年来销售费用率、管理费用率保持较为稳定水平，研发费

用不断增长。公司紧跟市场需求，加大研发力度，大力开发高毛利的产品，研发项目包括智能穿戴用 TPU 材料、PEEK 材料、人工皮肤用热塑性弹性体材料的开发等。公司毛利率由于原材料价格波动、产品结构波动等因素存在一定波动。预计随着高毛利率水平的热塑性弹性体业绩贡献增长，毛利率有望进一步优化。

图 8: 公司股权结构



资料来源: wind、公司公告, 招商证券

公司实际控制人对于晓宁和韩丽梅，于晓宁为道恩集团创始人，目前任中国塑料加工工业协会副理事长，中国合成橡胶工业协会副会长、中国合成橡胶工业协会热塑性弹性体分会理事长，中塑协阻燃材料及应用专委会主任，公司控股股东为道恩集团有限公司，持有公司 44.20%的股权，于晓宁先生持有道恩集团有限公司 80%的股权，韩丽梅女士持有道恩集团有限公司 20%的股权，并持有公司 16.52%的股权。

二、热塑性弹性体逐步国产替代，改性塑料平稳发展

1、热塑性弹性体正逐步实现国产替代

(1) 热塑性弹性体需求保持稳定增长，国内研发水平暂落后于海外

热塑性弹性体 (TPE, Thermoplastic elastomers) 被称为第三代橡胶，是一种兼具橡胶的高弹性、压缩永久变形特性和塑料的加工热塑性，工艺简单特征，在常温显示橡胶高弹性，高温下又可进行塑性加工，技术门槛高、附加值高的环保低碳性高分子复合材料。当前市场上的热塑性弹性体主要分为：苯乙烯嵌段共聚物、热塑性聚氨酯、热塑性硫化橡胶、热塑性聚烯烃、共聚酯弹性体等种类。

热塑性弹性体是高性能材料，其在汽车行业的应用正在迅速增加。汽车工业对所用材料提出了特别高的要求。在极端应力下，即使面临巨大的温度变化，材料也必须尺寸稳定且不能变形，这反过来又满足了对 TPE 的需求。TPE 服务于汽车行业的众多应用，包括制造高品质汽车仪表板、轮罩、仪表板组件、立柱装饰、门衬和把手、座椅靠背和安全带组件。由于消费者需求的不断增长，汽车产量的增加是推动市场增长的关键因素。TPE 重量轻，可提高车辆的燃油效率。据估计，车辆重量每减少 10%，燃料使用量就会减少 5-7%。高性能热塑性弹性体

为制造商提供了设计优势和与钢相当的强度，有助于减轻重量并控制温室气体排放。

热塑性弹性体市场集中度较高。该市场的主要参与者(排名不分先后)包括杜邦、巴斯夫、科思创、李长荣集团和科腾公司等。我国热塑性弹性体的研发能力和生产水平还落后于国外先进企业，中高端产品主要依赖进口。近年来，以道恩股份为代表的国内企业在热塑性弹性体的部分细分领域取得了长足技术进步，具备了与国际巨头直接竞争，获取国内市场份额的能力；下游客户出于降低成本和服务优势的考虑，亦有寻求国内产品替代进口的强烈需求。这对促进我国热塑性弹性体行业快速发展有重要意义，热塑性弹性体产品已逐步实现国产替代。

图 9：热塑性弹性体市场主要参与者



资料来源：MordorIntelligence，招商证券

（2）“明星品种” TPV 拥有性能、成本、环保优势，道恩为国产替代先驱

道恩股份的热塑性弹性体产品以完全硫化热塑性硫化胶（TPV，Thermoplasticvulcanizate）为主，TPV 被称作热塑性弹性体领域皇冠上的明珠，技术壁垒较高，相关设备、配方、硫化体系选择以及硫化工序参数设置都属于核心商业秘密。TPV 因具有出色的生产、性能和环保优势，已在汽车零部件、建筑、电子电气、航运、流体处理、医用材料、日用品、运动器材、电动工具、玩具等领域得到应用。根据 Freedonia 数据，预计 2024 年全球 TPV 需求达到 51.55 万吨。根据 MordorIntelligence 数据，热塑性硫化橡胶（TPV）市场规模预计将从 2023 年的 41.71 万吨增长到 2028 年的 55.81 万吨，预测期内（2023-2028 年）复合年增长率为 6%。

图 10: 道恩股份 TPV 产品应用

汽车 零 部 件			
			
			
家 用 电 器			
建 筑 及 其 他			

资料来源：公司招股说明书，招商证券

TPV 优势在于价格和性能。热塑性弹性体较好地解决了传统橡胶制品加工高能耗、高污染、高残留、需模具、低效率、难回收等问题，是非轮胎用橡胶制品的有效替代品。我国是汽车、家电生产大国，树脂以及工程塑料的改性具有很大发展潜力，热塑性弹性体用于树脂以及工程塑料改性的优势明显，是全新增量市场。随着高分子材料加工设备进步和增容技术手段提高，越来越多的共混体系可采用动态硫化技术进行加工，这将推动一系列性能优良、加工方便、设计灵活的热塑性硫化胶出现，传统硫化胶在更多应用领域被热塑性硫化胶取代的趋势已不可逆转。价格和性能是 TPV 应用成功的驱动力，随着环保意识增强，传统热固性橡胶和 PVC 存在的局限性，使 TPV 成为理想的替代材料，其在工业和消费领域的应用必将得到更大范围拓展，市场需求潜力大。

未来汽车领域有望主导 TPV 应用市场：由于对豪华、低排放、安全和高性能车辆的需求不断增长，汽车轻质材料在过去几年中强劲增长。TPV 在汽车行业的主要应用包括软管覆盖层、进气管盖、垫圈、密封件、波纹护套、减振器、支柱盖、点火组件、衬套和车窗密封件等。成本是 TPV 最大的优势，TPV 成本比 EPDM 低 10-30%，重量更轻，设计灵活性更高，可回收性也更高。此外，TPV 的轻量化使得车辆更加省油。根据国际机动车辆制造商组织（OICA）的数据，由于全球私人出行需求不断增加，2023 年全球汽车产量比上年增长 10%。中国 2023 年汽车总产量为 3016 万辆，较 2022 年增长 12%，中国的汽车产量几乎是排名第二的美国汽车产量的近 3 倍，2023 年中国汽车产量占全球汽车产量的比例高达 32.2%，连续四年超过 30%，中国汽车市场现有规模和增长潜力可观。

图 11: 全球汽车产量及同比增速



资料来源: OICA、招商证券

图 12: 中国汽车产量及在全球汽车产量中的占比



资料来源: OICA、招商证券

热塑性硫化橡胶 (TPV) 市场集中度较高, 道恩为国产厂商龙头。顶级厂商占据了 70% 左右的市场份额。主要公司 (排名不分先后) 包括埃克森美孚公司、三井化学公司、Teknor Apex、道恩股份和 KUMHO POLYCHEM。其中道恩股份是仅有的国产厂商, 也是国内在 TPV 行业的国产替代先驱。

图 13: TPV 市场主要参与者



资料来源: MordorIntelligence, 招商证券

2、改性塑料市场平稳增长

(1) 改性塑料市场规模仍然有较大提升空间

塑料改性即向合成树脂中添加合适的改性剂, 采用一定的加工成型工艺, 从而制得具有新颖结构特征、能够满足各种不同使用性能要求的新型塑料材料的方法, 由此获得的材料称为改性塑料。通过改性, 普通塑料可达到性能增强、功能增加、成本降低等目的。传统塑料不足之处包括: 耐热性差; 热膨胀系数大, 容易受温度变化而影响尺寸的稳定性; 在大气、阳光、长期的压力或某些介质作用下会发生老化, 使性能变差等。塑料的这些缺点或多或少地影响或限制了它的应用, 而改性塑料很好地弥补了这些缺陷。

表 2: 改性塑料应用

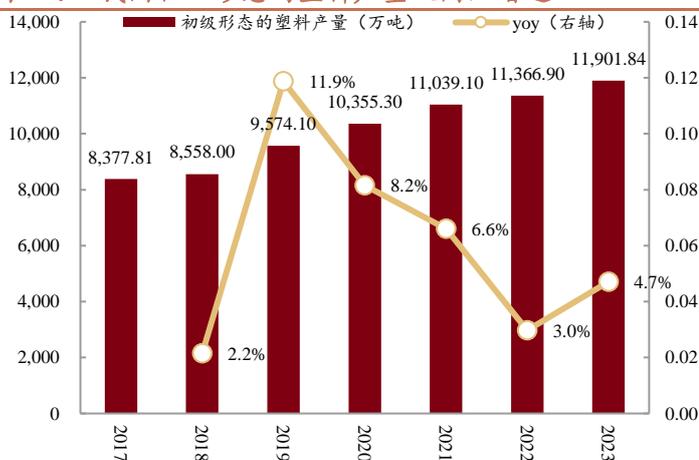
改性作用	应用举例
性能增强	提高塑料制品的硬度、硬性模量、尺寸稳定性和热稳定性等物理机械性能
功能增加	使普通塑料具有原先不具备的特殊功能，如：阻燃、耐高温或低温、抗冲击、高韧性、易加工、光降解性、生物降解性等
降低成本	如对聚丙烯或聚氯乙烯加入矿物质进行增强增韧改性，可使塑料成本有所降低

资料来源：公司招股说明书、招商证券

根据华经产业研究院数据，国内改性塑料市场规模逐年攀升，2014 年中国改性塑料市场规模约为 1014 亿元，2023 年增长至 2832.16 亿元，期间复合年增长率达 12.1%。增长主要源于初级形态的塑料产量及塑料改性化率均呈稳步提升的态势。随着全球改性塑料应用范围不断广泛，改性塑料的市场规模也不断扩大。2023 年全球改性塑料市场规模约为 4285 亿美元，同比上升 4.6%。北美仍是全球最大的改性塑料市场，2023 年北美改性塑料市场规模占全球比重达 32.1%，其次是欧盟和亚洲地区。根据中商产业研究院数据，全球塑料改性化率近 50%，我国塑料改性化率已由 2011 年的 16.3% 提升至 2022 年的 23.5%，相比全球水平仍有巨大提升空间。

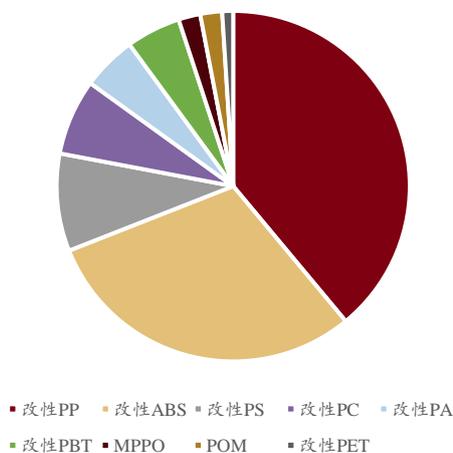
从不同型号的改性塑料产品占比来看，我国改性塑料产品主要以改性 PP 和改性 ABS 为主，其中改性 PP 产量占比 39%，改性 ABS 产量占比 30%。

图 14: 我国初级形态的塑料产量及同比增速



资料来源：国家统计局、招商证券

图 15: 我国主要类型改性塑料产品产量占比



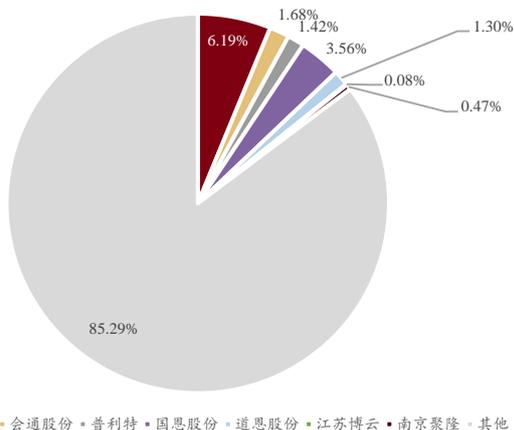
资料来源：中商情报网、招商证券

(2) 低集中度情况逐步优化，后续市场规模有望随家电需求增长

改性塑料市场格局变化：集中度有望不断提升。改性塑料竞争力的核心在于配方。一些通用型大品种改性塑料的原始配方市场公开，在包装、办公用品、餐具等领域应用的改性塑料技术壁垒较低，进入厂商较多，这使得我国改性塑料行业的市场集中度很低，2019 年、2020 年我国产量排名前五改性塑料企业占全国总产量的比例仅分别为 12.57%、12.63%。随着科技进步和消费升级，推动家电、汽车、通信、精密仪器新品开发力度加大，产品更新换代速度加快，下游行业对改性塑料的需求量会持续增加。这些领域需用的改性塑料技术和资金壁垒较高，规模小，

技术水平落后、创新能力薄弱的生产企业将无法进入，面临被淘汰或整合的境况。届时改性塑料市场份额将持续向业务规模大、技术水平高、研发能力强的企业集中。假设根据前文提及的华经产业研究院数据：预计 2023 年中国改性塑料市场规模为 2832.16 亿元，以行业主要参与公司 2023 年产量水平计算，可得大致市占率情况（注：仅大致估算，其中国恩股份产量为有机高分子改性材料产量），其中产能前五的企业市占率合计已近 15%，相比于 2020 年显著提升。

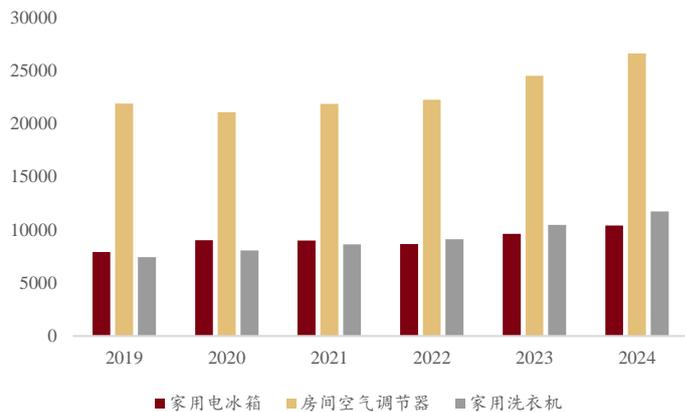
图 16: 2023 年改性塑料行业主要公司市占率估算



资料来源：公司公告、招商证券

家用电器为改性塑料行业最重要的下游产业之一，被广泛应用于洗衣机、冰箱、电饭煲、电视机、空调、微波炉等各类家电产品的罩盖、壳体、配件、外饰等配件，主要材料类型为矿物填充改性塑料、耐候改性塑料、阻燃改性塑料和玻纤增强改性塑料等。根据国家统计局，2024 年 1-12 月，全国家用电冰箱产量 10395.7 万台，同比增长 8.3%；房间空气调节器产量 26598.4 万台，同比增长 9.7%；家用洗衣机产量 11736.5 万台，同比增长 8.8%。未来随着家电消费升级和换新需求落地，家电用改性塑料的需求有望继续呈现上升趋势。

图 17: 2019-2024 全国家电行业生产情况（单位：万台）



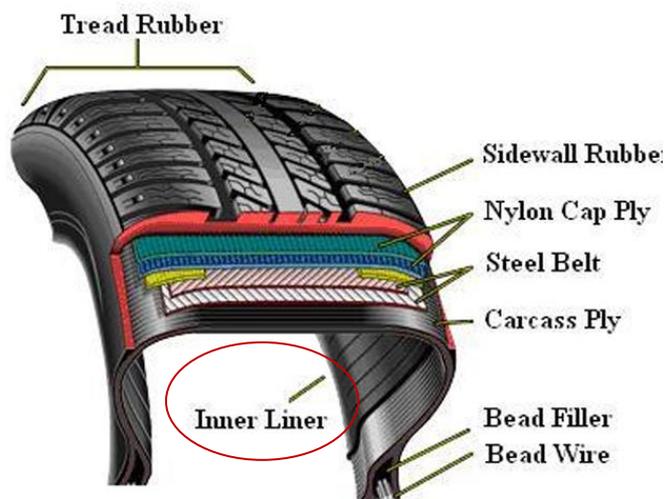
资料来源：中华人民共和国工业和信息化部、招商证券

三、DVA 等高壁垒产品待放量，紧抓塑料再循环趋势

1、DVA 产品不断实现技术突破，市场空间广阔

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。该材料主要用于无内胎轮胎的内衬气密层（Inner Liner），其粘附到轮胎内部起到气体阻隔层的作用。该材料替代热固性硫化丁基橡胶制备无内胎轮胎气体阻隔层，不仅使轮胎气体阻隔层重量大幅减轻，而且其气密性也大幅提高。

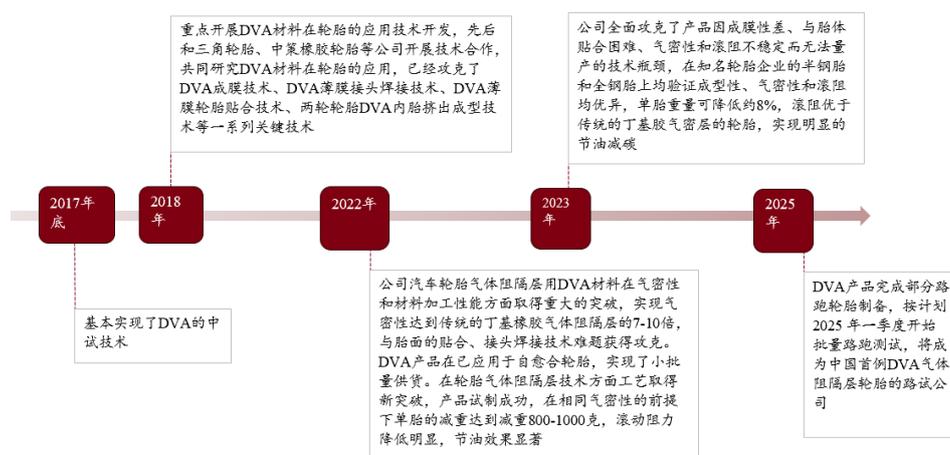
图 18: 子午轮胎结构图



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

道恩股份 2017 年底基本实现了 DVA 的中试技术, 2018 年重点开展 DVA 材料在轮胎的应用技术开发, 先后和三角轮胎、中策橡胶轮胎等公司开展技术合作, 共同研究 DVA 材料在轮胎的应用, 已经攻克了 DVA 成膜技术、DVA 薄膜接头焊接技术、DVA 薄膜轮胎贴合技术、两轮轮胎 DVA 内胎挤出成型技术等一系列关键技术, 为 DVA 的应用奠定了坚实的基础。2022 年公司汽车轮胎气体阻隔层用 DVA 材料在气密性和材料加工性能方面取得重大的突破, 实现气密性达到传统的丁基橡胶气体阻隔层的 7-10 倍, 与胎面的贴合、接头焊接技术难题获得攻克。DVA 产品在已应用于自愈合轮胎, 实现了小批量供货。在轮胎气体阻隔层技术方面工艺取得新突破, 产品试制成功, 在相同气密性的前提下单胎的减重达到减重 800-1000 克, 滚动阻力降低明显, 节油效果显著。

图 19: 公司不断攻克 DVA 研发过程中难点



资料来源: 公司公告, 招商证券

2023 年公司全面攻克了产品因成膜性差、与胎体贴合困难、气密性和滚阻不稳定而无法量产的技术瓶颈, 在知名轮胎企业的半钢胎和全钢胎上均验证成型性、

气密性和滚阻均优异，单胎重量可降低约 8%，滚阻优于传统的丁基胶气密层的轮胎，实现明显的节油减碳。公司已完成部分路跑轮胎制备，按计划 2025 年一季度开始批量路跑测试，将成为中国首例 DVA 气体阻隔层轮胎的路试公司。

2024 年，中国橡胶轮胎外胎产量 11.9 亿条，同比增长 9.2%，假设按照年产 12 亿条轮胎，DVA 单价约为 5 万元/吨（含税价）计算，由于单轮胎添加量由于轮胎本身情况有所不同，我们进行弹性测算：我们测算了不同单轮胎添加 DVA 重量及渗透率下在制备轮胎时添加 DVA 的市场规模，可得有望开拓百亿市场。且当前 DVA 渗透率为 0，若产品能成功放量，由于技术壁垒较高，公司具有竞争优势，未来市场空间广阔。

表 3: DVA 产品市场规模测算（亿元）

渗透率	单轮胎添加量 (kg)		
	0.4	0.5	0.6
10%	24	30	36
20%	48	60	72
30%	72	90	108
40%	96	120	144
50%	120	150	180
60%	144	180	216
70%	168	210	252
80%	192	240	288
90%	216	270	324
100%	240	300	360

资料来源：招商证券

2、酯化合成及氢化反应平台产品不断迭代，不断挖掘新增长点

（1）率先完成 HNBR 技术工艺突破，处于市场领先的地位

随着油田采油技术的发展、现代军工和汽车工业提出的特殊要求，橡胶部件需要经受耐热、耐高温、耐高压、耐氧化燃油和耐腐蚀环境等条件越来越苛刻。普通的丁腈橡胶由于分子中含有不饱和双键，使橡胶的耐热性、耐臭氧老化等性能已经远远不能满足这些苛刻的条件。氢化丁腈橡胶(HNBR)是通过有选择地使丁腈橡胶(NBR)中的碳-碳双键产生氢化作用而获得，由于 HNBR 在继承了丁腈橡胶(NBR)耐油性等优点的同时，又可获得良好的耐热、耐臭氧老化、耐硫化氢、耐化学介质腐蚀性能，并且有较好的低温性能、高拉伸强度、高耐磨性、较小的长期压缩永久变形及良好的老化后屈挠性能。因而可以代替价格昂贵的氟橡胶以及其他特种橡胶，在航空航天、汽车工业、石油钻井、机械制造、纺织印刷等行业领域应用广泛，主要用于汽车燃油系统零部件、汽车传动带、钻井保护罩、油井封隔器胶筒、超深井用潜油泵电缆护套、防喷器、定向采油用定子电机、海洋石油钻井平台配套软管、航空航天用密封件、坦克履带衬垫、发泡减震材料、核工业密封件、液压管、空调密封制品、纺织印刷胶辊等方面。

图 20: HNBR 外观图片



资料来源: 公司官网、招商证券

HNBR 由于配方及生产工艺较复杂, 技术壁垒较高, 全球主要生产商为瑞翁化工和阿朗新科, 全球行业集中度较高, 国内主要参与方为赞南科技和道恩股份。道恩股份于 2018 年 3 月 23 日召开了第三届董事会第十次会议, 审议通过了《关于全资子公司投资建设氢化丁腈橡胶项目的议案》, 同意公司全资子公司山东道恩特种弹性体有限公司建设特种氢化丁腈橡胶项目, 该项目投资 1.1 亿, 建设完成 3000 吨/年特种氢化丁腈橡胶(一期 1000 吨)项目。截止 2019 年 3 月 26 日已提交试生产备案手续, 公司氢化丁腈橡胶项目符合试生产要求, 进行试生产。2019 年 6 月 17 日道恩股份实现了氢化丁腈橡胶项目装置顺利开车并产出合格产品, 提高了公司的整体竞争能力。2022 年, 公司参与了 HNBR 国家、行业标准的制定, 后续正加快产能填平补齐, 大力开发高端客户。

表 4: 公司 HNBR 产品应用场景

行业	应用
汽车	同步带、燃油系统零部件等 同步带、动态密封制品等 新能源电机密封、垫片
航空航天	高压胶管、耐油密封件等
纺织印刷	胶辊、胶带等
石油钻井	钻井保护罩、油井封隔器胶筒、超深井用潜油泵电缆护套等
机械制造	密封制品、液压管、履带衬垫等 减震皮碗、工业密封、O 型圈、油封
其他行业	发泡减震材料、防护涂层等

资料来源: 公司官网、招商证券

表 5: 道恩 HNBR 系列产品

品牌号	丙烯腈含量, %	门尼粘度	碘值	饱和度典型值	特性及用途
DN3406	34	60-70	≤ 10	99	具有优异的耐热性、耐介质性、加工性和挤出性能, 可广泛应用于同步带、多楔带、O 型圈、垫片和密封件等。
DN3408	34	80-95	≤ 10	99	耐热性优异, 适用于同步带、多楔带、O 型圈、垫片和密封件等。
DN3418	34	80-95	10-18	97	标准中高腈牌号, 动态性能和加工性能优异, 适用于同

DN3428	34	80-95	18-38	94
DN3448	34	80-95	46-60	88

步带、O型圈、垫片、油封及石油工业配件等。
 优异的低温压缩永久变形和耐油性能，适用于耐油密封件、胶辊和动态油田组件等。
 低饱和度牌号，适用于动态环境，胶辊或动态密封制品等。

资料来源：公司官网、招商证券

(2) 与浙江合复优势互补，布局共聚酯

高温聚酯 PCT 是具有高附加值的基础化工树脂原料，可广泛用制备工程塑料合金、薄膜、纤维等产品。随着中国产业升级和经济持续稳定发展，PCT 高温聚酯产品在相关产业发挥了越来越重要的作用。由于该材料耐高温、高韧性、耐刮擦、抗黄变、抗水解、耐化学开裂，以及低介电损耗的特性等，主要应用于半导体 LED 发光体封装器件、5G 通讯、电子元器件，汽车组件、太阳能背板膜和高温纤维的应用等领域。

共聚酯 PETG/PCTG 是环保型新材料，随着全球性的在食品领域限制双酚 A、塑化剂的健康安全法规驱动下，PCTG 作为最佳替代 PC 树脂的材料之一，广泛应用于健康安全饮料容器和光学片材等。针对含卤素的 PVC 材料在回收利用中存在严重的环境污染风险，在欧美日等发达国家，基本上已将 PVC 收缩膜，证件卡片用 PVC 片材采用 PETG 取代，化妆品等透明溶剂也采用 PETG 树脂材料。

我国 PCT、PETG/PCTG 市场国产化率较低，供需存在缺口，进口替代发展空间较大，公司进入该领域符合市场发展趋势。目前，高温聚酯 PCT、共聚酯 PETG/PCTG 产品全球主要以美国 EASTMAN (Tritan)，韩国 SK Chemical 公司产品为主，属于金字塔顶端性能的高分子材料。2023 年 6 月，公司与浙江合复新材料科技有限公司（以下简称“浙江合复”）、邹湘坪、蒋红亮签署《山东道恩高分子材料股份有限公司与邹湘坪、蒋红亮和浙江合复新材料科技有限公司之合作协议》，共同投资设立合资公司，由合资公司作为项目主体建设共聚酯材料项目，包含 PCT 项目、PETG/PCTG 项目、CHDM 项目，从事上述材料的研发、生产和销售。合资公司 PCT、PCTG 技术填补了国内空白，继承了浙江合复高温聚酯、共聚酯技术，结合公司酯化平台工程化技术。浙江合复已完成了小试、中试，部分产品已取得客户验证，具备批量生产的基础。合资公司掌握了高温聚酯 PCT、共聚酯 PETG/PCTG 核心技术，拥有高温聚酯 PCT、共聚酯 PETG/PCTG 研发体系。

截至 2024 年年报，公司聚酯业务围绕 PBAT、PETG、PCTG 和 TPU 等产品进行重点攻关，PETG 收缩膜成功量产销售，PCTG 主要开拓电子烟专用料和食品料理领域应用市场，TPU 开发差异化产品，加快推进建设 10 万吨 TPU、6 万吨多元醇新型高温共聚酯材料（一期）项目。

图 21: 公司共聚酯产品布局

● 共聚酯PETG/PCTG

- ✓ 独立自主开发,已获得/申请7项发明专利, PCTG为国内首家
- ✓ 不含双酚A、满足FDA/食品接触/医疗*标准
- ✓ 不结晶,具有高透明性、韧性、抗化性及低雾度
- ✓ 可广泛应用于化妆容器、食品容器、电子烟、小家电、医疗等领域



资料来源: 公司 2023 年报, 招商证券

3、顺应大势，与海尔合力推进 PCR 塑料再循环业务

道恩股份与海尔旗下再循环业务平台合作，共同推进 PCR 塑料再循环材料业务。

2024 年 10 月 11 日，山东道恩高分子材料股份有限公司（以下简称“公司”）召开第五届董事会第十五次会议，审议通过了《关于对外投资参股合作的议案》。公司拟与青岛瑞博生态环保科技有限公司（以下简称“青岛瑞博”）共同投资设立青岛海尔环保材料科技有限公司（暂定名，具体以工商登记为准，以下简称“目标公司”），从事 PCR 塑料再循环材料业务的研发、生产、销售。

目前，全球循环新材料产业规模处于快速增长阶段，其中再生塑料是重点发展产业之一，是大势所趋。PCR 是指通过回收和再加工废弃塑料制品，将其转化为新的产品或材料。这种材料通常经过一系列的处理过程，包括收集、分选、清洗、破碎、熔融和再造粒等步骤。循环塑料经过 GRS 认证后，环境经济价值远远高于原生塑料。全球政策要求驱动加快循环布局，我国也出台多项政策，鼓励支持再循环产业的发展，家电、汽车、包装等多领域切入加大再生塑料应用比例要求，推动强制添加再生塑料已经成为全球大趋势。

表 6: 我国出台多项政策鼓励支持再循环产业的发展

时间	标题	相关内容
2024.10	习近平就组建中国资源循环集团有限公司作出重要指示强调：打造全国性功能性资源回收再利用平台 推动国民经济循环质量和水平持续提升	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日就组建中国资源循环集团有限公司作出重要指示强调，组建中国资源循环集团有限公司，是党中央着眼健全绿色低碳循环发展经济体系，全面推进美丽中国建设作出的重要决策部署。中国资源循环集团有限公司要完整、准确、全面贯彻新发展理念，深入落实全面节约战略，坚持循环利用、变废为宝，坚持创新驱动、开放合作，着力畅通资源循环利用链条，打造全国性、功能性的资源回收再利用平台，推动国民经济循环质量和水平持续提升，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业作出积极贡献。
2024.8	中共中央 国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见	大力发展循环经济。深入推进循环经济助力降碳行动，推广资源循环型生产模式，大力发展资源循环利用产业，推动再制造产业高质量发展，提高再生材料和产品质量，扩大对自然资源的替代规模。推进生活垃圾分类，提升资源化利用率。健全废弃物循环利用体系，强化废弃物分类处置和回收能力，提升再生利用规模化、规范化、精细化水平。到 2030

2024.2	国务院办公厅关于加快构建废弃物循环利用体系的意见	年，大宗固体废弃物年利用量达到 45 亿吨左右，主要资源产出率比 2020 年提高 45% 左右。 加强再生资源高效利用。鼓励废钢铁、废有色金属、废纸、废塑料等再生资源精深加工产业链合理延伸。支持现有再生资源加工利用项目绿色化、机械化、智能化提质改造。鼓励企业和科研机构加强技术装备研发，支持先进技术推广应用。
2021.9	国家发展改革委 生态环境部关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知	加大塑料废弃物再生利用。支持塑料废弃物再生利用项目建设，发布废塑料综合利用规范企业名单，引导相关项目向资源循环利用基地、工业资源综合利用基地等园区集聚，推动塑料废弃物再生利用产业化、规模化、规范化、清洁化发展。（国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部按职责分工负责）加强塑料废弃物再生利用企业的环境监管，加大对小散乱企业和违法违规行为的整治力度，防止二次污染。（生态环境部负责）完善再生塑料有关标准，加快推广应用废塑料再生利用先进适用技术装备，鼓励塑料废弃物同级化、高附加值利用。（市场监管总局、工业和信息化部按职责分工负责）

资料来源：中国政府网、招商证券

根据 PolarisMarketResearch 相关报告，2023 年全球消费后再生塑料市场价值约 110.9 亿美元；预计在 2024-2032 年，全球消费后再生塑料市场价值将以 10.60% 的复合年增长率增长，到 2032 年，全球消费后再生塑料市场规模预计将达到 273.4 亿美元。目前我国再生塑料行业呈现高端产品供应不足、低端产品产能过剩局面，稳定的供应链能力和技术壁垒将成为未来竞争的关键因素，能生产出理化性能高、纯净度高并满足高端应用领域使用标准的再生塑料企业将在竞争中脱颖而出。

本次合作将利于双方优势互补，共同推动 PCR 塑料再循环材料业务的快速发展。道恩股份是国内改性塑料领域的领军企业之一。公司深耕改性塑料行业数十年，掌握了改性塑料的核心技术，为市场提供了高性能、环保型塑料材料，是海尔智家等家电企业的重要供应商。青岛瑞博作为海尔智家旗下的环保科技公司，拥有丰富的环保项目经验和强大的技术研发能力。我们认为，此次合作将充分发挥双方在塑料循环利用领域的优势，实现资源共享、优势互补，为道恩股份增加新的利润增长点。

四、盈利预测及投资评级

- 1) 考虑到山东道恩高分子材料西南总部基地项目（一期）已于 2024 年初达到预定可使用状态，公司改性塑料产能增加 10 万吨，加之行业处于相对稳健增长阶段，我们预期公司改性塑料业务 2025/2026/2027 年分别实现收入 41.58/44.00/46.00 亿元（暂未考虑 PCR 塑料再循环业务贡献），同比分别增长 9%/6%/5%，毛利率维持在相对稳健水平，大约为 10-11%。
- 2) 考虑到公司 TPV 产品已在国内汽车零部件产业链得到应用，未来市场份额有望继续增长，我们预估公司热塑性弹性体业务 2025/2026/2027 分别实现收入 9.78/12.69/16.26 亿元，同比分别增长 27%/30%/28%，考虑到部分新产品毛利率水平较高，预估毛利率略有提升。
- 3) 我们预估公司色母粒业务 2025/2026/2027 分别实现收入 2.87/3.20/3.40 亿元，分别同比增长 16%/11%/6%，毛利率保持稳定。

表 7: 收入构成表

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	42.61	45.26	45.44	53.01	60.04	67.92	74.80
yoy	-3%	6%	0%	17%	13%	13%	10%
营业成本	37.39	40.84	40.04	46.73	52.57	59.03	64.41
毛利	5.22	4.42	5.40	6.28	7.47	8.89	10.39
毛利率	12%	10%	12%	12%	12%	13%	14%
改性塑料							
收入 (亿元)	32.04	34.49	31.93	38.06	41.58	44.00	46.00
增速	-10%	8%	-7%	19%	9%	6%	5%
毛利率	11%	8%	10%	11%	10%	10%	10%
热塑性弹性体							
收入 (亿元)	4.49	5.41	6.33	7.68	9.78	12.69	16.26
增速	5%	20%	17%	21%	27%	30%	28%
毛利率	20%	18%	21%	19%	21%	22%	23%
色母粒							
收入	2.51	1.90	2.08	2.47	2.87	3.20	3.40
增速	13%	-24%	9%	19%	16%	11%	6%
毛利率	-	-	15%	13%	13%	13%	13%
其他收入							
收入 (亿元)	0.17	1.08	2.87	4.09	5.11	7.20	8.30
增速	466.67%	535.29%	165.74%	42.51%	24.94%	40.90%	15.28%
毛利率	-	-	13%	9%	12%	16%	19%
其他业务							
收入 (亿元)	3.40	2.37	2.23	0.71	0.70	0.83	0.84
增速	75%	-30%	-6%	-68%	-1%	19%	1%
毛利率	0%	0%	0%	13%	12%	12%	12%

资料来源: wind, 招商证券

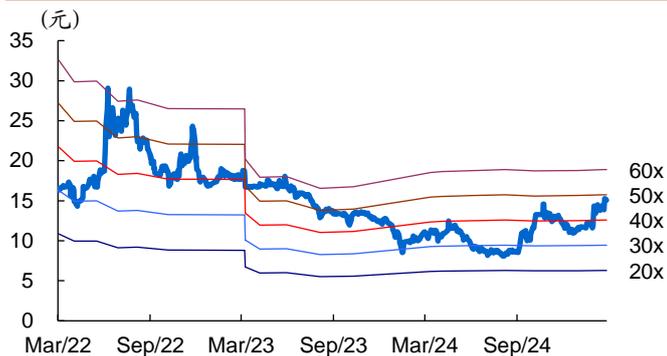
公司产能正有序扩张,除了稳定增长的改性塑料和快速增长的 TPV 等业务,共聚酯等产品有望在 25 年进一步提供业绩增量,因此我们推测 25 年业绩将显著增长,若 DVA 规模化放量,业绩增速将在此基础上进一步提升。公司主业抗周期能力强,新产品研发多线并行,落地放量后将对产品结构和利润结构带来大幅优化。我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 60.04/67.92/74.80 亿元,同比分别增长 13%/13%/10%,实现归母净利润 1.78/2.29/3.13 亿元,分别同比增长 26%/29%/36%,对应 PE 分别为 38.0/29.4/21.6 倍,考虑到未来 DVA、共聚酯及 PCR 塑料等产品如果能顺利量产并且推广,存在较大空间,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 8: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (十亿元)
		23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E			
002838.SZ	道恩股份	0.31	0.31	0.40	-8.15	0.67	25.94	48	48	38	2.23	4.52	6.74
688219.SH	会通股份	0.33	0.42	0.53	148.43	32.00	27.00	45	34	27	3.46	7.67	6.62
600143.SH	金发科技	0.12	0.34	0.59	-84.10	184.32	73.43	100	35	20	1.81	1.94	31.59
002768.SZ	国恩股份	1.72	2.11	2.66	-29.67	22.84	26.04	16	13	10	1.52	10.41	7.25
平均		0.72	0.96	1.26	11.55	79.72	42.16	53	27	19	2.26	6.67	15.15

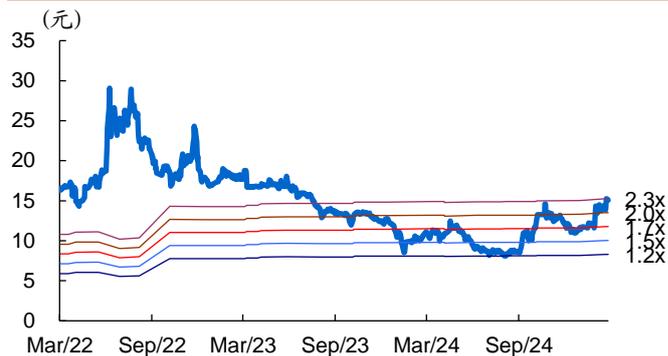
资料来源: wind, 招商证券 (注: 其中道恩股份、会通股份盈利预测采用招商化工团队预测数值)

图 22: 道恩股份历史 PE Band



资料来源: wind、招商证券

图 23: 道恩股份历史 PB Band



资料来源: wind、招商证券

五、风险提示

1、主要产品原材料价格波动的风险

公司主要产品改性塑料等在油价快速上涨时可能面临成本增加的风险。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。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。

2、宏观经济环境变化引发的风险

公司主要从事改性塑料、热塑性弹性体和色母粒的生产，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。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电器、汽车等行业造成压力，从而传导至公司，并进一步加剧市场竞争，有可能对上市公司的经营业绩造成较大不利影响，将导致我们的业绩假设出现偏差。

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。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、新产品能否完成推广和放量的风险

公司布局新产品部分还未正式量产，如 DVA 还未通过半钢胎批次路试，此外新产品完成技术突破后还存在客户拓展和产能消化不及预期的风险，尤其下游汽车客户等需要经历验证周期。