

## 方大新材 (838163.BJ) 包装材料热熔胶技术竞争力强，加码不干胶标签迎产能增长

2023 年 10 月 18 日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2023/10/17
当前股价(元)	5.45
一年最高最低(元)	6.44/5.25
总市值(亿元)	7.00
流通市值(亿元)	3.32
总股本(亿股)	1.28
流通股本(亿股)	0.61
近 3 个月换手率(%)	4.0

北交所研究团队

### ● 包装材料专精特新，物流行业起家不干胶标签广泛应用于各行各业

方大新材主营业务为物流快递包装的生产、销售以及胶黏材料研发，产品包括背胶袋、防水袋、气泡袋和可变信息物流标签。2019-2022 年营收 CAGR 为 16.73%，其中 2020 及 2021 的同比增长率均超过 20%。2023H1 实现营收 2.38 亿元，同比增长 21.39%。净利润方面 2019-2022 年 CAGR12.54%，2022 年同比增长 12.37%。2023H1 实现归母净利润 2147.05 万元。我们预计 2023-2025 年方大新材实现营业收入 5.19/8.53/9.71 亿元，归母净利润 4664/7161/8070 万元，对应 EPS 分别为 0.36/0.56/0.63 元，目前股价对应 PE 为 14.8/9.6/8.6 X。考虑到方大新材可变信息标签产能稳步放量，国内快递行业稳步向好发展，对标签等产品的需求量稳步上升，首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 在建标签项目产能稳步放量，推动可变信息标签营收占比上升至 64%

在建的可变信息标签生产建设项目，引进国际先进、自动化率高的智能化生产系统，按规划分批引进自动化热敏涂布生产线、自动化热熔胶复合涂布生产线、自动化水胶复合涂布生产线，首批生产线投产后，不干胶标签材料的产能可达 6 亿平方米。2021、2022 年标签销售额同比增长 50.29%、51.09%，营收占比在 2020-2022 年快速上升，2023H1 进一步上升至 64%；而毛利润则为 1,882.80 万元、3,018.82 万元，同比增长 14.22%、60.34%，贡献率 2022 年上升至 35.84%。

### ● 可变信息标签全行业应用，方大新材产品口碑良好客户全球覆盖

不干胶标签广泛应用于物流、日化、食品饮料、医疗等各个行业。2019 全球不干胶标签市场总需求中，食品和饮料市场需求分别占到 24%和 12%，新款不干胶可变信息标签基本实现行业全覆盖。方大新材自研热熔胶技术环保、温度、成本方面领先，在下游市场中形成了良好的口碑效应，品质通过了欧盟 REACH 认证。不干胶标签材料的目标客户为全球各地的包装公司、印刷公司、纸制品公司等，经过客户试用后，方大新材产品的性价比有一定的优势。

### ● 风险提示：原材料价格波动风险、汇率波动风险、存货减值风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	363	384	519	853	971
YOY(%)	21.9	5.9	35.0	64.4	13.8
归母净利润(百万元)	36	41	47	72	81
YOY(%)	-22.9	12.4	14.3	53.5	12.7
毛利率(%)	21.0	18.5	18.1	14.8	14.4
净利率(%)	10.0	10.6	9.0	8.4	8.3
ROE(%)	9.6	9.8	10.0	13.7	13.6
EPS(摊薄/元)	0.28	0.32	0.36	0.56	0.63
P/E(倍)	19.0	16.9	14.8	9.6	8.6
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 包装专精特新，标签应用广泛于各行各业.....	4
1.1、 产品结构：可变信息标签占 64%营收，背胶袋贡献 40%以上毛利 .....	5
1.2、 财务情况：持续稳定增长，2023H1 营收同比增长 21%.....	8
2、 快递业务量稳步增长，可变信息标签应用实现行业全覆盖.....	9
3、 标签产品受益热熔胶技术竞争力强，募投产能稳步放量.....	12
3.1、 自研热熔胶技术环保、温度、成本方面领先，标签产品保持竞争力 .....	12
3.2、 标签项目产能稳步放量，可变信息标签营收近两年增速均突破 50%.....	13
4、 PE 18.3X 低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级.....	13
5、 风险提示 .....	16
附：财务预测摘要 .....	17

## 图表目录

图 1： 杨志为方大新材的实际控制人与控股股东.....	4
图 2： 方大新材背胶袋具有优秀的粘贴效果.....	5
图 3： 可变信息标签主要用于记录快递收寄信等，为一次性消耗品.....	6
图 4： 快递袋、气泡袋同属快递行业广泛应用消耗性材料.....	6
图 5： 可变信息标签 2023H1 贡献 64%营收 .....	7
图 6： 背胶袋始毛利贡献率最高，保持在 40%以上 .....	7
图 7： 60%以上营收来自外销 .....	7
图 8： 前五大客户销售占比在 40%以下 .....	7
图 9： 背胶袋毛利率 2023H1 回升至 32.89%（%） .....	8
图 10： 2023H1 实现营收 2.38 亿元，同比增长 21.39% .....	8
图 11： 2022 年净利润 4,079.48 万元同比增长 12.37% .....	8
图 12： 2023H1 毛利率 17.76%，净利率 9.02%.....	9
图 13： 期间费用率快速下降至 6.48%.....	9
图 14： 研发费用规模逐年上升 .....	9
图 15： 纸浆总指数目前处于较高位置（点） .....	10
图 16： LLDPE 近期价格较稳定（元/吨） .....	10
图 17： 2023 年 3 月中国快递发展指数达到 307.7 点，同比提升达到 22.5%.....	10
图 18： 2022 年快递业务量累计完成 1105.8 亿件，同比增长 2.1%.....	10
图 19： 食品、饮料占据标签需求量的 36% .....	11
图 20： 可变信息标签占据不干胶标签市场 47%.....	11
图 21： 可变信息标签营收近两年均保持 50%增长 .....	13
图 22： 2022 年可变信息标签毛利润同比增长 60.34%.....	13
图 23： 艾利丹尼森股价自 2020 年 3 月 72.73 美元低点以来已上涨超 100%.....	15
表 1： 方大新材高级管理人员共 6 人，杨志任总经理产业经验丰富 .....	4
表 2： 永新股份、美盈森、上海艾录为同业可比公司.....	13
表 3： 2023H1 艾利丹尼森实现营收 41.56 亿美元，净利润 2.22 亿美元（百万美元） .....	14
表 4： 艾利丹尼森三年营收 CAGR 达到 8.53%，净利润 CAGR 则达到 35.61%.....	14
表 5： 目前方大新材 PE TTM 为 18.3X.....	15

表 6： 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.36/0.56/0.63 元，首次覆盖给予“增持”评级 .....	15
---	----

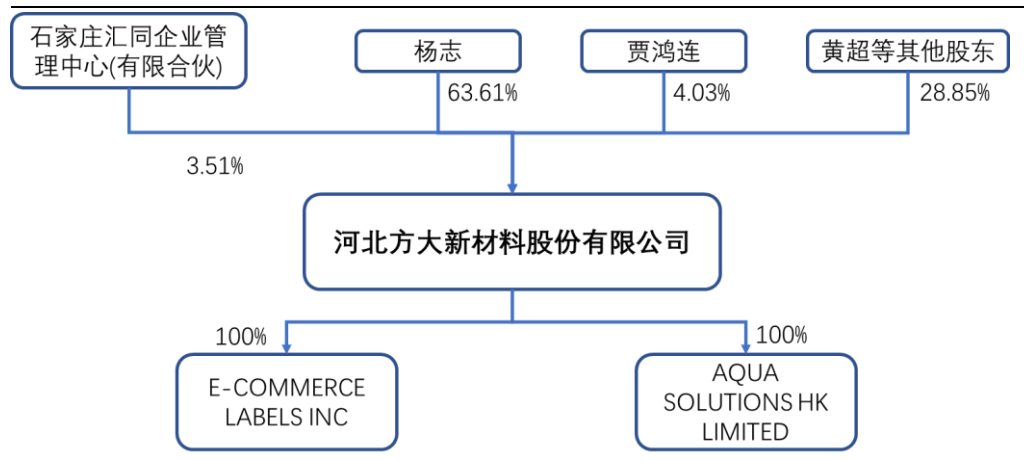
## 1、包装专精特新，标签应用广泛于各行各业

方大新材主营业务为物流快递包装的生产、销售以及胶黏材料研发，是一家及研发、生产与销售为一体的高新技术企业，荣获科技小巨人、河北省“专精特新”示范企业、河北省制造业单项冠军企业等称号。

产品包括背胶袋、防水袋、气泡袋和可变信息物流标（不干胶）。凭借独有的核心技术优势、研发实力以及亚太地区主要的背胶袋供应商的行业地位，为全球物流、快递、邮政等行业提供包装产品设计和制造，是中国早期自主研制物流快递行业配套塑料包装、胶黏制品的公司之一。

截至 2023 中报股权结构为杨志直接控股 63.61%，并通过石家庄汇同间接控股 3.51%，是方大新材的实际控制人与控股股东。

图1：杨志为方大新材的实际控制人与控股股东



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2023 中报）

方大新材高级管理人员共 6 人，杨志任总经理，对公司、产业认识深刻，马爱静任财务负责人，张伟任董秘。

表1：方大新材高级管理人员共 6 人，杨志任总经理产业经验丰富

序号	姓名	职务	经历简介
1	杨志	总经理	出生于 1966 年 5 月，本科学历，1987 年 6 月毕业于华东理工大学感光材料专业。1993 年 7 月至 1995 年 8 月，就职于河北华益特种纸有限公司，任总经理。1995 年 9 月至 2003 年 4 月，就职于石家庄森帝工贸有限公司，任总经理。2003 年 5 月至 2016 年 3 月，就职于方大包装任董事、执行董事、总经理；2016 年 3 月至今，就职于方大新材。
2	许硕	副总经理	女，1971 年 8 月出生，硕士研究生学历。1993 年 7 月至 2002 年 8 月，就职于河北华益特种纸有限公司，历任总经理秘书、办公室主任、销售部经理。2002 年 9 月至 2007 年 8 月，就职于山西临汾江南印务有限公司，任石家庄办事处销售经理。2009 年 7 月至 2016 年 3 月，就职于方大包装，任海外市场销售总监。2016 年 3 月至今，就职于方大新材。
3	安淑敬	副总经理	女，1973 年 6 月出生，高中学历，物流师。1993 年 10 月至 1995 年 9 月，就职于石家庄新华保健品厂，任实验员。1995 年 10 月至 2000 年 4 月，就职于新东纺织品（石家庄）有限公司，任生产助理。2000 年 5 月至 2004 年 7 月，自主创业。2004 年 8 月至 2016 年 3 月，就职于方大包装，任副总经理。2016 年 3 月至今，就职于方大新材。
4	田新生	副总经理	男，1962 年 5 月出生，本科学历，2000 年 10 月至 2007 年 2 月，就职于广州市新怡印务有限公司，历任

序号	姓名	职务	经历简介
			工程师、设备主管。2007年2月至2013年2月，就职于济南万昌印刷包装有限公司，任总工程师。2013年2月至2015年2月，就职于西安雄峰印刷包装有限公司，任总经理。2015年6月至2016年3月，就职于方大包装，任工程师。2016年3月至今，就职于方大新材。
5	马爱静	财务负责人	女，1977年7月出生，本科学历，2015年7月毕业于西安交通大学网络教育学院会计专业，初级会计师。2000年3月至2003年12月，就职于石家庄开发区新视科技有限公司，任会计。2004年2月至2016年3月，就职于方大包装，任财务经理。2016年3月至今，就职于方大新材。
6	张伟	董事会秘书	男，1984年4月出生，本科学历。曾任唐北电瓷、汉尧环保董事会秘书，2022年7月入职方大新材。

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.1、产品结构：可变信息标签占 64% 营收，背胶袋贡献 40% 以上毛利

方大新材主营业务为快递物流包装的生产、销售以及相关产品的研发，是一家集研发、生产与销售为一体的高新技术企业，专注于为世界不同地区的客户提供快递物流包装应用材料个性化产品解决方案。产品主要包括背胶袋、可变信息标签、防水袋、气泡袋。

**背胶袋**是一种袋身用 PE 或 PP 膜等材质制成，背面加上自粘胶及硅油纸的袋子，将硅油纸撕下后，袋子的背面可以贴到纸箱、纸盒、包裹的表面。背胶袋广泛应用于物流、快递、商超零售等行业，用于存放装运箱单、海关通关单、提货单、发票、安全数据单等。背胶袋可以保证文件在运输过程中的私密性、安全性。方大新材的背胶袋采用了自主研发的热熔压敏胶技术及专有生产工艺和设备，粘贴效果优秀。

图2：方大新材背胶袋具有优秀的粘贴效果



资料来源：招股说明书

**可变信息标签（热敏不干胶）**主要用于记录快递收寄信息、物流跟踪、产品价签等一次性消耗品。方大新材生产的可变信息标签采用自主研发热熔胶，具有胶粘性、低温粘贴性能稳定、适用温度范围广等特点。



图3：可变信息标签主要用于记录快递收寄信等，为一次性消耗品



资料来源：招股说明书

**防水袋**俗称快递袋，主材是吹塑 PE 膜，封口是破坏性强力粘胶。防水袋广泛应用于快递、物流、银行等行业，具有防潮、防磨损、抗冲击、耐负荷的特点。

**气泡袋**是以薄膜包含空气使之形成气泡来防止产品撞击，在产品受到震动时起保护作用，同时亦有保温隔热作用的塑料袋，其应用于各行各业的不同产品包装或周转之用。气泡袋具有隔音、隔热、防震、防潮、保温等作用。其广泛用于电子、仪表、陶瓷、工艺品等抗震性缓冲包装。

图4：快递袋、气泡袋同属快递行业广泛应用消耗性材料

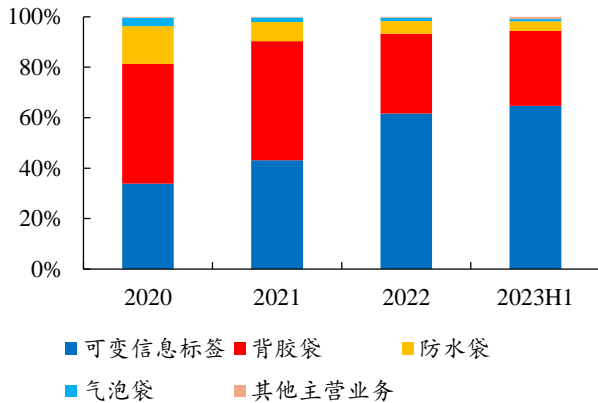


资料来源：招股说明书

从营收构成情况来看，方大新材近年的营业收入主要来源为可变信息标签以及背胶袋两大类产品，其中可变信息标签的营收占比在 2020-2022 年快速上升，2023H1 所占比重达到 64%。

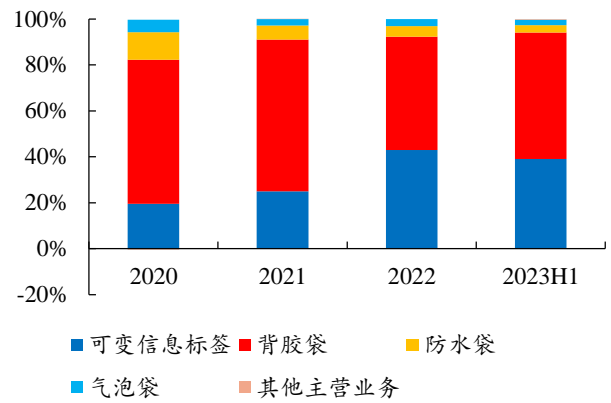
毛利贡献率方面，背胶袋始终是最大的毛利润贡献产品项，2021-2023H1 毛利贡献率分别为 65.08%、48.71%、54.51%。而随着收入占比的快速提升，可变信息标签的毛利贡献率也从 2020 年的 19.57% 上升至 2023H1 的 38.59% 的水平。

图5：可变信息标签 2023H1 贡献 64% 营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：背胶袋始毛利贡献率最高，保持在 40% 以上

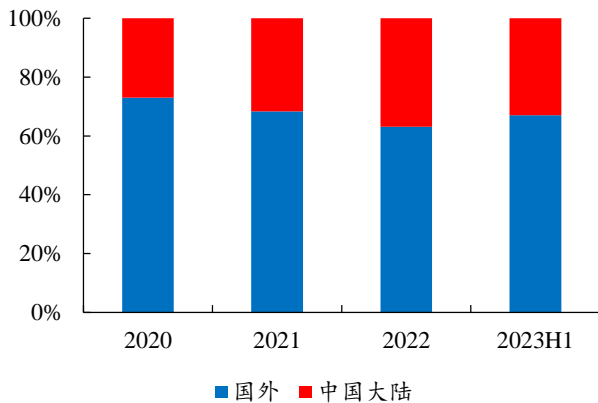


数据来源：Wind、开源证券研究所

从 2021、2022 年度报告披露中可见，可变信息标签产能按计划逐年释放，对这一产品分项的营业收入增长起到较重要的推动作用。

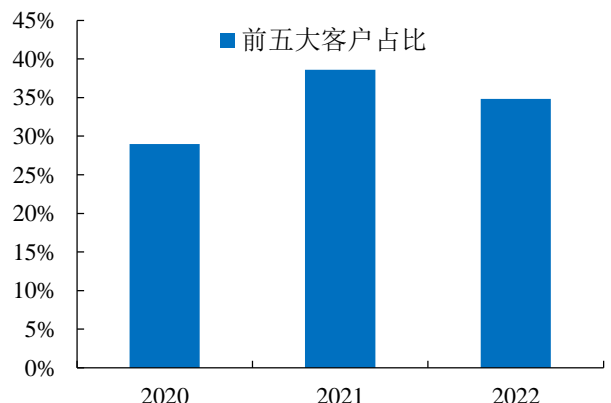
从收入地区来源来看，方大新材的收入来源主要来自于外销，2020-2023H1 来自外销的收入占比分别为 72.99%、68.31%、63.16%、67.01%；2020-2022 年来自前五大客户的营业收入分别占到 28.99%、38.61%、34.84%，第一大客户不超过 20%，营收来源较广泛。

图7：60% 以上营收来自外销



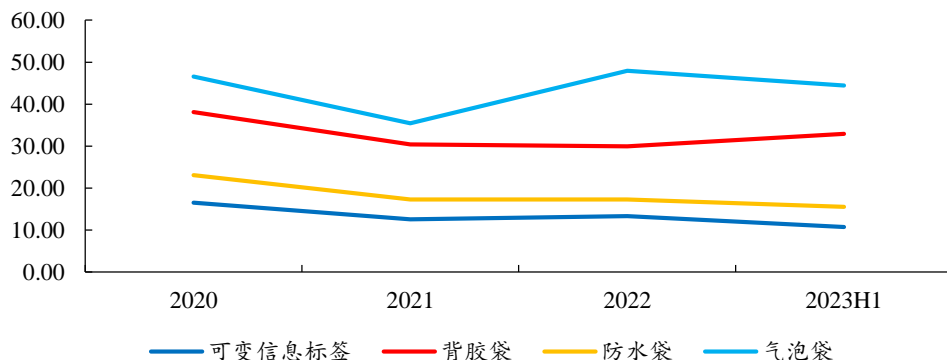
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：前五大客户销售占比在 40% 以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

从毛利率来看，背胶袋毛利率水平大幅高于可变信息标签，2023H1 回升至 32.89% 水平；可变信息标签 2022、2023H1 则仅有 13.36%、10.71%。气泡袋毛利率最高，2020-2022 年分别为 46.59%、35.45%、47.94%。

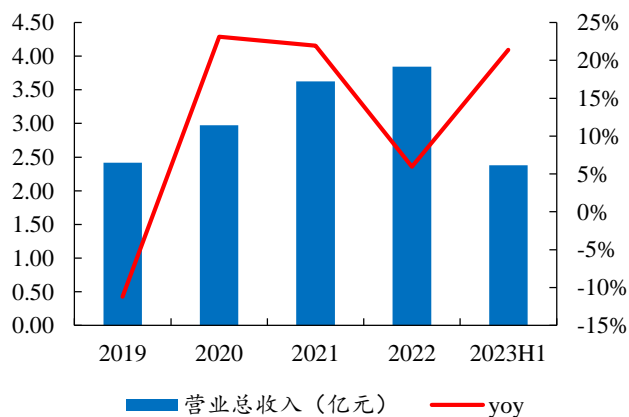
**图9：背胶袋毛利率 2023H1 回升至 32.89% (%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

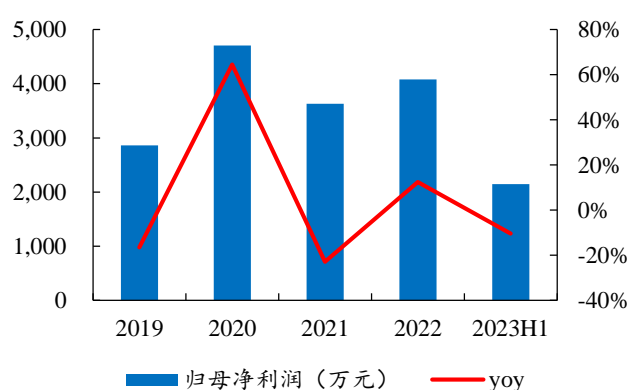
## 1.2、财务情况：持续稳定增长，2023H1 营收同比增长 21%

近年方大新材保持稳定增长。2019-2022 年营收分别为 2.42 亿、2.97 亿、3.63 亿、3.84 亿元，CAGR 为 16.73%，其中 2020 及 2021 的同比增长率均超过 20%。2023H1 实现营收 2.38 亿元，同比增长 21.39%。

净利润方面 2019-2022 年分别为 2,862.20 万、4,707.83 万、3,630.51 万、4,079.48 万元，CAGR12.54%，2022 年同比增长 12.37%。2023H1 实现归母净利润 2147.05 万元。

**图10：2023H1 实现营收 2.38 亿元，同比增长 21.39%**


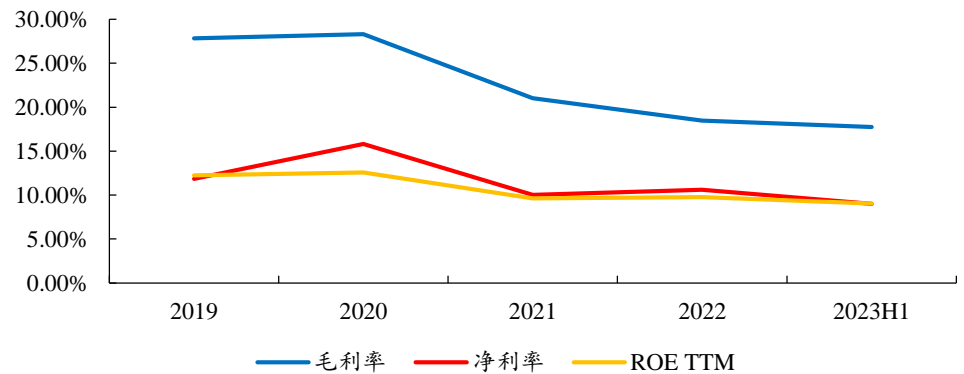
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：2022 年净利润 4,079.48 万元同比增长 12.37%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

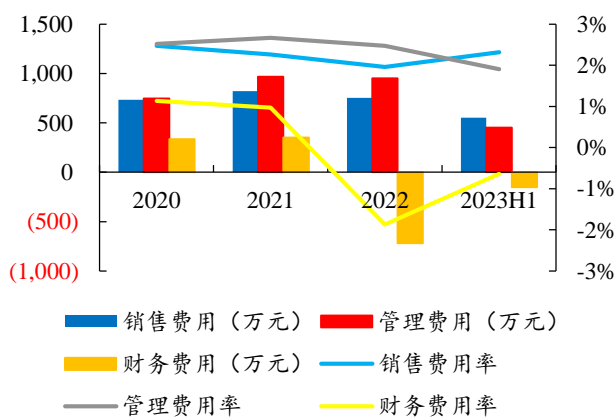
盈利能力方面，2020-2022 年方大新材的整体毛利率处于缓降区间，从 2020 年 28.32%下降至 18.48%；净利润率及 ROE 在 2022 年略有回升，分别为 10.62%、9.76%。整体盈利能力保持稳定。2023H1 毛利率 17.76%，净利率 9.02%。



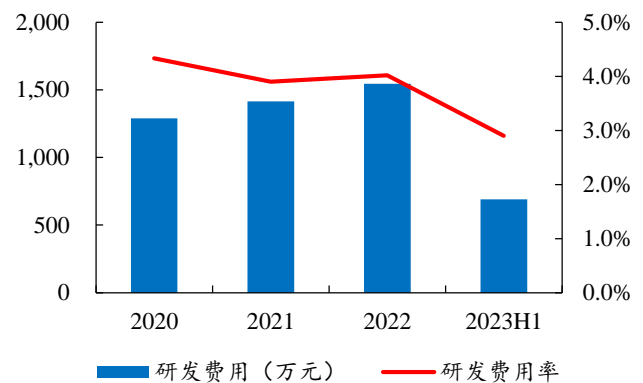
**图12：2023H1 毛利率 17.76%，净利率 9.02%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率快速下降，研发费用持续加码。期间费用率在 2019-2023H1 持续下降，从 13.20%下降至 6.48%；研发费用规模则逐年不断增加，从 2019 年 1,027.72 万元上升至 2022 年 1,544.21 万元。

**图13：期间费用率快速下降至 6.48%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：研发费用规模逐年上升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、快递业务量稳步增长，可变信息标签应用实现行业全覆盖

方大新材所生产的背胶袋和可变信息标签为纸和塑料的复合产品，防水袋和气泡袋为塑料包装产品。方大新材上游原材料主要为纸类（热敏纸、白色格拉辛纸等类型）、透明 PP 膜、化工材料（聚乙烯、石油树脂）。从具体原材料采购企业来看，由于之类、化工类产品种类丰富，对应的上游供应商数量较多，供应较为充足。

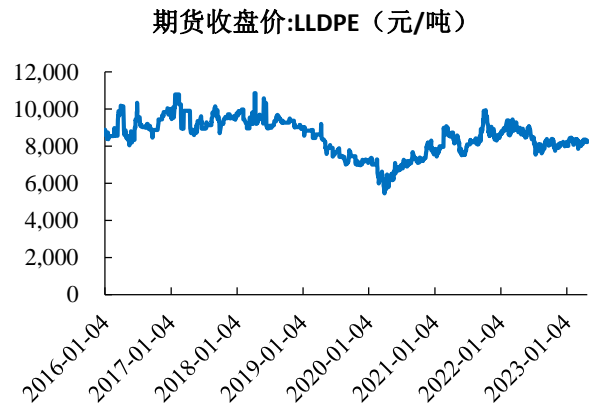
从价格指数来看，近期纸浆产品处于价格高位，而以 LLDPE（线性低密度聚乙烯）为代表的化工产品则价格表现较为稳定。

图15：纸浆总指数目前处于较高位置（点）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：LLDPE 近期价格较稳定（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从中国快递发展指数来看，我国快递行业发展整体处于稳步上升状态。2023 年 3 月指数达到 307.7 点，同比提升达到 22.5%。

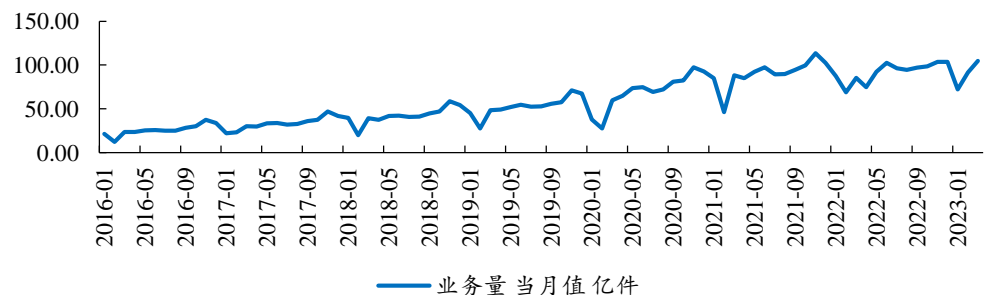
图17：2023 年 3 月中国快递发展指数达到 307.7 点，同比提升达到 22.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

国家邮政局统计数据显示,2022 年,邮政行业寄递业务量累计完成 1391.0 亿件,同比增长 2.7%。其中, 快递业务量累计完成 1105.8 亿件,同比增长 2.1%; 邮政寄递服务业务量累计完成 285.2 亿件,同比增长 5.0%。2023 年 1-3 月, 国内规模以上快递当月业务量分别达到 72.28 亿件、91.75 亿件、104.84 亿件。

图18：2022 年快递业务量累计完成 1105.8 亿件，同比增长 2.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

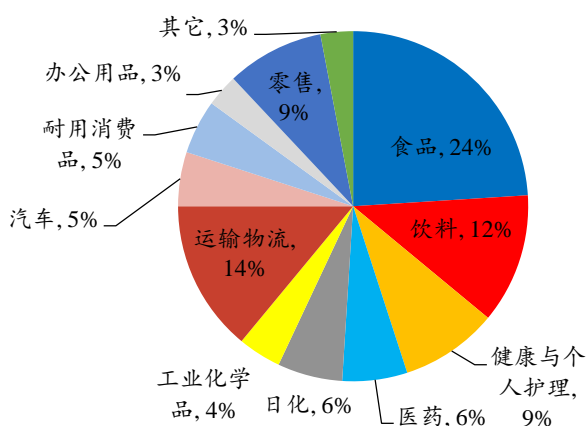
我国快递行业目前的发展水平尚不能满足经济发展的要求，我国快递市场增长空间仍然较大。“快递进村，特产进城”成果显著，截至 2022 年底，全行业拥有各类营业网点 43 万处，累计建成 990 个县级寄递公共配送中心、27.8 万个村级快递服务站点，全国 95% 的建制村实现快递服务覆盖，基本实现乡乡设所、村村通邮，快递网点乡镇全覆盖。随着中西部地区电子商务的崛起，快递物流服务网络向西向下拓展，进一步延伸至三线、四线城市，甚至农村的广大地区，并逐步加大运力和综合服务平台投入。而东部地区快递服务基数较大，目前正着力提升发展水平、竞争层次和科技含量，其增速虽然有所放缓，但仍保持较高的增长速度。

不干胶标签广泛应用于物流、日化、食品饮料、医疗等各个行业，发挥着物品信息标示、商品宣传促销、产品防伪等作用。近年来，得益于包装、防伪、物流等行业对标签需求的增加，以及人们对于标签的个性化及功能性需求提升而导致标签产品加速更新换代，标签市场需求持续增长。

而从全球市场来看，标签印刷市场有望以 4% 的年复合增长率持续增长，到 2024 年总产值有望达到 499 亿美元。从地区市场来看，亚洲市场增势强劲，且市场容量与潜力大，继续占据全球最大的标签市场份额，预计到 2022 年底达到 45%。我国标签产业虽然起步较晚，但行业产值增长率一直保持较高水平，是全球标签增速最快的市场之一。根据中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会的数据，2013 年至 2018 年，我国标签印刷工业总产值由 300 亿元增长至 468.7 亿元，CAGR 为 9.33%。

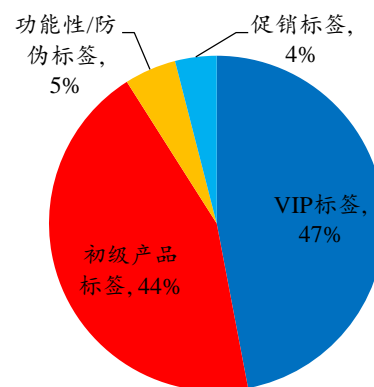
从终端市场来看，在 2019 年全球不干胶标签 264.89 亿平方米的市场总需求中，食品和饮料市场需求最大，分别占到 24% 和 12%，随后是健康与个人护理、零售、医药和日化用品等领域。物流业的迅速发展，带动热敏打印的不干胶标签需求增长。新冠疫情推动了消费者购物行为由实体店转向线上，这一转变拉动了物流标签的快速增长，进而带动了不干胶市场的总体快速增长。随着不干胶标签在物流领域的广泛运用，VIP（Variable information printing 可变信息印刷）标签进一步增长。且相比过去的无碳纸运单，新款不干胶可变信息标签（俗称“电子面单”）具备出单效率高、方便物流监控等特点，基本实现行业全覆盖。

图19：食品、饮料占据标签需求量的 36%



数据来源：2022 年报、开源证券研究所

图20：可变信息标签占据不干胶标签市场 47%



数据来源：2022 年报、开源证券研究所

### 3、标签产品受益热熔胶技术竞争力强，募投产能稳步放量

#### 3.1、自研热熔胶技术环保、温度、成本方面领先，标签产品保持竞争力

热熔胶是生产快递包装耗材的主流胶黏材料，其胶黏性能是客户判断快递包装耗材优劣的主要指标之一。如果胶粘性出现问题会产生大量运转单据脱落、丢失，造成物流快递转运、投送混乱。基于提高产品质量以及降低用胶成本两方面因素，方大新材自设立以来一直坚持对热熔胶技术进行自主研发。

目前，方大新材自主研发了背胶袋专用热熔压敏胶、冷冻（-20℃）环境贴标用低温热熔压敏胶、广泛用途的全温胶、快递物流用低成本胶等多个热熔胶系列，可以满足冷库贴标、低成本、环保等特殊要求。

**（1）背胶袋专用热熔压敏胶：**采用增塑剂保证橡胶相的弹性和塑料相内聚性的性能统一，具有初粘性好、剥离强度大、不溢胶、产品不黏连的优点，具有广泛的适应背贴物的特性，克服了行业质量较差的背胶袋用热熔压敏胶失粘、黏连、适应范围窄的缺点。

**（2）冷冻（-20℃）环境贴标用低温热熔压敏胶：**采用二嵌段含量高的 SIS 为基体橡胶来保证体系的弹性；采用 Tg 点低的液体碳五树脂降低体系的 Tg 点；采用中等 Tg 点的增粘树脂提高胶黏剂的 90 度剥离强度；采用萘烯酚类树脂提高体系的极性，增加被贴物的附着力。性能优异性体现在极低的贴标温度（-20℃），能够满足冬季室外和一般的冷库贴标要求。

**（3）广泛用途的全温胶：**选用合适的 SIS 型号合理的配比，保证了胶粘剂的广泛的适应温度；不同增粘树脂的搭配使用有利于发挥各自特点的协同作用；它的优势在于能在 0℃~65℃ 的广泛温度范围可靠使用，克服了热熔压敏胶使用温度区间小的固有缺陷。

**（4）快递物流用低成本胶：**结合快递物流行业产品使用周期短、对胶黏剂的初粘力要求高的特点，使用具有环保特性的天然松香树脂而非石化石油树脂，保证了胶黏剂的低成本和环保性；较高比例添加了增塑剂，既提高了胶黏剂的初粘性又保证了胶黏剂的低成本、粘接可靠性高的特点，从而避免性能过剩造成的浪费。

**（5）自主研发的胶黏剂符合欧盟 REACH 法规要求，**开发了一些符合绿色环保要求的可替代其它胶粘剂的技术。包括但不限于：热熔压敏胶自交联技术替代溶剂型丙烯酸胶粘剂，有效的消除了 VOC 的排放，更环保；替代 UV 交联胶粘剂，成本更低、更节能；开发可降解的胶黏剂，降低了快递包装的处理难度，与合适的基材配合可以直接丢弃，丢弃后在自然界微生物环境中降解为二氧化碳和水，对环境无害。

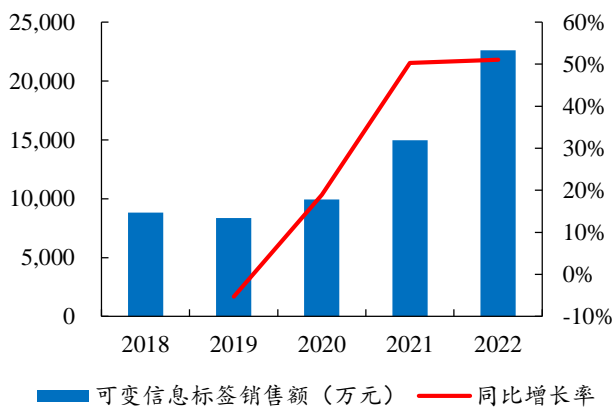
2021 年之前，方大新材自产的热熔胶不对外出售，仅用于自用生产背胶袋、可变信息标签等最终面向市场的产品。2021 年，方大新材已经开始试销售自制半成品包括不干胶及自产热敏纸等。从方大新材稳定的背胶袋、可变信息标签产品销售规模和行业发展趋势，以及开拓不干胶热敏纸等半成品销售的发展战略来看，自研热熔胶的质量受到市场的认可，使用自研热熔胶的产品有望继续保持竞争力。

### 3.2、标签项目产能稳步放量，可变信息标签营收近两年增速均突破 50%

目前方大新材在建的可变信息标签生产建设项目，作为河北省工业互联网创新发展试点项目，引进国际先进、自动化率高的智能化生产系统，包括工业机器人自动化流水线、自动化立体仓储系统、智能化仓储物流系统、机器人码垛系统、自动视觉识别系统等。项目将按规划分批引进自动化热敏涂布生产线、自动化热熔胶复合涂布生产线、自动化水胶复合涂布生产线，首批生产线投产后，不干胶标签材料的产能可达 6 亿平方米。目前项目主体工程建设已基本完工，智能化生产系统及首批自动化生产线安装调试完成后将投产使用。

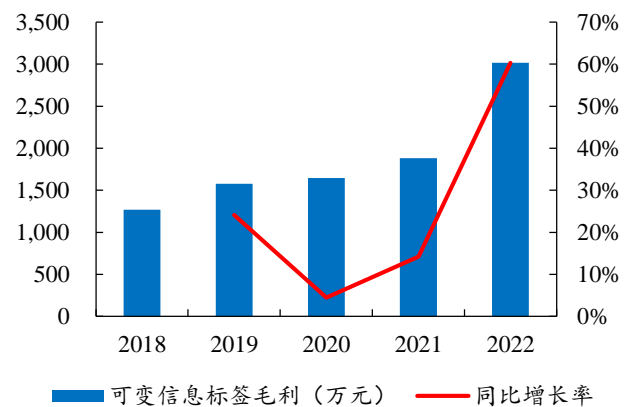
从方大新材 2019-2022 实际的可变信息标签销售情况来看，募投项目产能的释放带动了这一产品分项的销售收入的提升。2021、2022 年标签销售额分别为 14,956.43 万元、22,597.53 万元，同比增长 50.29%、51.09%；而毛利润则为 1,882.80 万元、3,018.82 万元，同比增长 14.22%、60.34%。

图21：可变信息标签营收近两年均保持 50%增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2022 年可变信息标签毛利润同比增长 60.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、PE 18.3X 低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级

考虑到方大新材目前主要产品包括可变信息标签、背胶袋、气泡袋等包装用品，我们在国内选择永新股份、美盈森、上海艾录、冠豪高新作为同业可比公司。

表2：永新股份、美盈森、上海艾录为同业可比公司

证券代码	证券简称	公司简介
002014.SZ	永新股份	主要生产经营真空镀膜、塑胶彩印复合软包装材料，生产和销售自产的新型药品包装材料、精细化工产品等高新技术产品，主要用于食品、日化、医药等领域。通过国家企业技术中心、博士后科研工作站、安徽省工程技术中心、安徽省 115 产业创新团队、安徽省企业技术中心等平台，与国内诸多科研机构以及国际上著名包装公司开展深层次技术合作。专注塑料软包装行业，凭借技术积累、产品创新、产业链协同配套以及品牌等核心竞争优势，与下游行业中龙头企业、品牌企业建立了长期稳定的合作关系。
301062.SZ	上海艾录	主要从事工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统的研发、设计、生产、销售以及服务，为埃克森(Exxon)、陶氏(Dow)、巴斯夫(BASF)、沈阳化工、圣戈班(Saint-Gobain)、东方雨虹、立邦、雀巢(Nestle)、菲仕兰(Friesland)、嘉吉(Cargill)、妙可蓝多等 400 多家国内外知名工业及消费类企业客户提供包装解决方案所需的相关产品。在上海市拥有 2 个智能化制造基地，下设工业用纸包装、塑料包装、智能包装系统 3 个生产板块，已获得 20 项发明专利和 95 项实用新型专利及外观设计专利。
002303.SZ	美盈森	高端环保包装一体化综合服务商。公司主要从事轻重型环保包装、电子标签及 RFID 产品的研发、生产与销售。



证券代码	证券简称	公司简介
600433.SH	冠豪高新	<p>售，并为客户提供包装产品设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理、辅助包装作业、电子标签及 RFID 解决方案。公司主要客户覆盖电子通讯、智能终端、食品饮料、保健品、家具家居、快递速运、新能源汽车产业链、家用电器、机械制造等多个行业。</p> <p>大型无碳复写纸、不干胶标签材料、热升华转印纸生产基地。自主研发的三防特种热敏纸应用于中国体育彩票、中国福利彩票、民航登机卡及铁路列车票等；不干胶标签材料广泛应用于物流、医药、日化、食品、酒类等行业的可变信息标签、防伪标签及基础标签；热升华转印纸应用于数码印花加工。</p>

资料来源：Wind、开源证券研究所

同时国际市场上，艾利丹尼森（AVY.N）和方大新材同样具有较强的业务可比性。艾利丹尼森公司是全球压敏技术、用于消费者产品的不干胶解决方案、标签系统和扣件产品的领导者，全球首屈一指的不干胶标签材料生产商，为各种消费产品及标签材料提供创新的不干胶解决方案。是财富 500 强企业，负责研制、生产、销售各类消费产品及工业产品，其中包括艾利牌办公用品、法森牌不干胶标签材料、即粘式邮票、道路反光产品、自动零售标牌及标签系统、特殊胶带和化学产品。2023H1 艾利丹尼森实现营收 41.56 亿美元，净利润 2.22 亿美元，PE TTM 为 26.0X。

艾利丹尼森作为全球不干胶标签材料行业内领军企业，保持稳增长势头，三年营收 CAGR 达到 8.53%，净利润 CAGR 则达到 35.61%。而从股价表现来看，自 2020 年 3 月 72.73 美元低点以来已上涨超 100%。

表3：2023H1 艾利丹尼森实现营收 41.56 亿美元，净利润 2.22 亿美元（百万美元）

	2019	2020	2021	2022	2023H1
总营业收入	7,070.10	6,971.50	8,408.30	9,039.30	4,155.50
同比(%)	-1.24	-1.39	20.61	7.5	-11.52
营业利润	823.7	862.8	1,064.30	1,073.40	441.7
同比(%)	4.53	4.75	23.35	0.85	-26.03
净利润	303.6	555.9	740.1	757.1	221.6
同比(%)	-35.04	83.1	33.14	2.3	-46.3

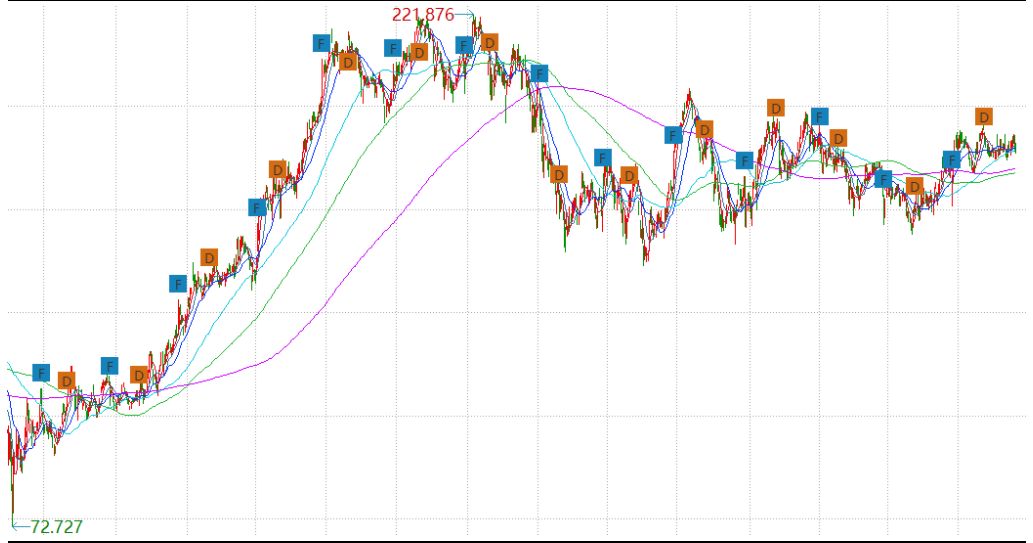
数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：艾利丹尼森三年营收 CAGR 达到 8.53%，净利润 CAGR 则达到 35.61%

复合增长率	1 年	3 年	5 年
营业收入	7.5%	8.53%	6.45%
净利润	2.3%	35.61%	21.85%
EBIT	1.07%	59.36%	11.13%
总资产	-0.26%	13.15%	9.13%
自由现金流	0.84%	-0.19%	23.15%

数据来源：Wind、开源证券研究所



**图23：艾利丹尼森股价自 2020 年 3 月 72.73 美元低点以来已上涨超 100%**


资料来源：Wind

从国内估值情况来看，目前方大新材 PE TTM 为 18.3X，相较于行业平均 31.9X 的水平处于较低水平。

**表5：目前方大新材 PE TTM 为 18.3X**

公司名称	股票代码	PE TTM	市值/亿元	2022 年归母净利润/百万元	2022PE	PS TTM	PB LF
永新股份	002014.SZ	13.46	52.80	362.83	14.55	1.56	2.39
美盈森	002303.SZ	30.87	51.61	134.63	38.33	1.34	1.03
上海艾录	301062.SZ	49.18	40.84	106.28	38.43	3.86	3.65
冠豪高新	600433.SH	34.13	63.90	387.11	16.51	0.83	1.34
均值		31.91			26.95	1.90	2.10
方大新材	838163.BJ	18.33	7.02	40.79	17.21	1.65	1.66

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 10 月 13 日）

我们预计 2023-2025 年方大新材实现营业收入 5.19/8.53/9.71 亿元，归母净利润 4664/7161/8070 万元，对应 EPS 分别为 0.36/0.56/0.63 元，目前股价对应 PE 为 14.8/9.6/8.6X。考虑到方大新材可变信息标签产能稳步放量，国内快递行业稳步向好发展，对标签等产品的需求量稳步上升，首次覆盖给予“增持”评级。

**表6：预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.36/0.56/0.63 元，首次覆盖给予“增持”评级**

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
永新股份	002014.SZ	8.62	52.80	0.70	0.79	0.90	12.37	10.91	9.56
美盈森	002303.SZ	3.37	51.61	-	-	-	-	-	-
上海艾录	301062.SZ	10.20	40.84	0.24	0.33	0.46	41.79	30.57	22.19
冠豪高新	600433.SH	3.46	63.90	0.19	0.29	0.35	17.85	12.09	9.85
均值				0.38	0.47	0.57	24.00	17.86	13.87
方大新材	838163.BJ	5.47	7.02	0.36	0.56	0.63	14.81	9.64	8.56

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除方大新材外，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期；数据截至 2023 年 10 月 13 日）

## 5、风险提示

原材料价格波动风险、汇率波动风险、存货减值风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	292	238	305	330	286
现金	123	40	73	43	49
应收票据及应收账款	50	59	70	81	87
其他应收款	0	1	1	1	1
预付账款	2	1	3	4	4
存货	111	131	152	194	139
其他流动资产	6	7	7	7	7
<b>非流动资产</b>	164	272	397	550	553
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	123	111	216	369	402
无形资产	26	32	36	41	47
其他非流动资产	14	128	145	140	105
<b>资产总计</b>	455	510	703	880	840
<b>流动负债</b>	66	79	125	270	186
短期借款	0	0	0	119	33
应付票据及应付账款	52	58	83	98	109
其他流动负债	15	20	42	53	44
<b>非流动负债</b>	12	13	113	88	62
长期借款	0	2	102	76	51
其他非流动负债	12	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	78	92	238	357	248
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	126	126	126	126	126
资本公积	151	152	152	152	152
留存收益	100	140	171	224	293
<b>归属母公司股东权益</b>	377	418	465	523	592
<b>负债和股东权益</b>	455	510	703	880	840

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	37	30	54	80	183
净利润	36	41	47	72	81
折旧摊销	16	16	18	33	46
财务费用	4	-7	4	5	5
投资损失	-2	1	-0	-0	-0
营运资金变动	-19	-23	-13	-28	52
其他经营现金流	2	2	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	32	-126	-142	-185	-48
资本支出	21	125	143	185	49
长期投资	50	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-0	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-45	9	122	-44	-43
短期借款	-10	0	0	119	-86
长期借款	0	2	100	-25	-25
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-35	6	22	-137	69
<b>现金净增加额</b>	22	-83	33	-149	92

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	363	384	519	853	971
营业成本	286	313	425	727	831
营业税金及附加	1	1	2	3	3
营业费用	8	8	9	10	12
管理费用	10	10	11	11	12
研发费用	14	15	16	17	17
财务费用	4	-7	4	5	5
资产减值损失	-0	0	0	0	0
其他收益	1	3	1	2	2
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
投资净收益	2	-1	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	42	47	54	83	93
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	42	47	54	83	93
所得税	6	6	7	11	13
<b>净利润</b>	36	41	47	72	81
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	36	41	47	72	81
EBITDA	54	62	72	121	144
EPS(元)	0.28	0.32	0.36	0.56	0.63

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.9	5.9	35.0	64.4	13.8
营业利润(%)	-23.1	12.2	14.6	53.4	12.6
归属于母公司净利润(%)	-22.9	12.4	14.3	53.5	12.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.0	18.5	18.1	14.8	14.4
净利率(%)	10.0	10.6	9.0	8.4	8.3
ROE(%)	9.6	9.8	10.0	13.7	13.6
ROIC(%)	8.8	9.5	7.9	10.2	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.2	18.0	33.9	40.6	29.5
净负债比率(%)	-32.6	-9.0	11.8	34.0	10.2
流动比率	4.4	3.0	2.4	1.2	1.5
速动比率	2.6	1.3	1.1	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	7.2	7.1	8.1	11.3	11.5
应付账款周转率	5.1	5.7	6.0	8.0	8.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.32	0.36	0.56	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.23	0.42	0.62	1.42
每股净资产(最新摊薄)	2.94	3.26	3.62	4.07	4.61
<b>估值比率</b>					
P/E	19.0	16.9	14.8	9.6	8.6
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.2	10.3	10.2	7.1	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn