

方大新材 (838163)

高分子复合材料单项冠军,核心技术+产能释放迎来高质量发展空间

买入 (首次)

2024年05月20日

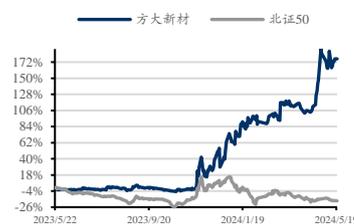
证券分析师 朱洁羽
执业证书: S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书: S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
研究助理 钱尧天
执业证书: S0600122120031
qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
执业证书: S0600123070027
xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	384.19	499.84	885.21	1,107.91	1,326.88
同比	5.95%	30.10%	77.10%	25.16%	19.76%
归母净利润 (百万元)	40.80	39.37	70.01	87.61	105.17
同比	12.37%	-3.49%	77.81%	25.15%	20.04%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.32	0.31	0.54	0.68	0.82
P/E (现价&最新摊薄)	49.33	51.12	28.75	22.97	19.14

投资要点

- **高分子复合材料单项冠军,核心生产工艺带来行业壁垒:** (1) 方大新材在生产工艺上具备核心竞争力,拥有较强技术壁垒。公司是业内少数能自主生产热熔胶等新材料的“专精特新”企业,目前已掌握数十种热熔胶产品配方及生产工艺,拥有31项专利,其中有15项发明专利。(2) 核心技术+销售策略积极,公司经营稳健,业绩持续增长。销售践行“请过来”和“走出去”的营销策略,参加行业展会,使客户覆盖了五大洲,公司业绩稳步增长。2023年营收再创新高,2017-2023年公司营收从2.16亿增至5.00亿元,CAGR达15.01%。(3) 研发费用连续7年不断增长,提升公司产品的核心工艺,提高产品的核心竞争力,公司核心技术产品收入占比超八成。
- **产品广泛应用于全行业,下游需求增长促进放量:** (1) 可变信息标签可应用于全行业,全球标签市场需求预计持续增长。标签使用场景广泛,Smithers Pira 预计2019-2024年标签市场将以4%的年复合增长率持续增长,2024年总产值达到499亿美元。(2) 我国标签市场具备充足的增长空间。2021年欧美成熟市场的人均不干胶标签使用量已达到10平米/年,我国的使用量只有5.7平米/年。公司在国内占有率持续升高,有望迎来第二增长曲线。(3) 全球快递物流包裹量快速增长,应用材料市场需求庞大。“包裹运输指数”预计2025年全球包裹总量将达2000亿件。全球物流行业迅猛增长为快递物流应用材料带来了庞大的市场需求。公司坚持国际路线,海外客户众多,预计海外市场大幅受益。
- **产能释放在即,打开发展天花板:** (1) 2024年进入产能释放周期,有望推动业绩放量。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。8条产线投产后产能大幅提升,将是现有的8~10倍,预计可变信息标签的收入将大幅增长。新工厂规划的8条大型的产线,不仅能解决产能受限的问题,而助推公司由终端产品向中游的不干胶材料领域延伸。(2) 预计新产线的产能利用率和产销率接近100%。目前三条产线的产能以欧美出口为主,富余产能充分参与国内市场竞争,提升行业集中度,24年业绩确定性高。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为0.70/0.88/1.05亿元,对应EPS分别为0.54/0.68/0.82元/股,对应当前股价的PE分别为29/23/19倍;我们选择业务类似的公司上海艾录、合兴包装作为可比公司。2024年可比公司平均PE为29倍,基于方大新材产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景规模持续扩容,有望推动业绩放量,打开发展天花板,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、汇率波动风险、物流行业波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.60
一年最低/最高价	5.33/17.78
市净率(倍)	4.37
流通A股市值(百万元)	952.92
总市值(百万元)	2,012.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.57
资产负债率(% ,LF)	43.34
总股本(百万股)	129.01
流通A股(百万股)	61.08

相关研究

内容目录

1. 高分子复合材料单项冠军，掌握核心生产工艺	4
1.1. 包装材料领域领导者，专精特新“小巨人”	4
1.2. 股权结构集中、稳定，管理层经验丰富	5
1.3. 公司经营稳健，营收稳步增长，盈利能力企稳	6
1.4. 产品结构：可变信息标签将成为业绩的核心增长点	8
2. 快递与标签行业业务量稳步增长，市场不断扩容	11
2.1. 下游需求旺盛，标签市场不断扩容	11
2.2. 快递物流包裹量快速增长，包装材料市场需求日益增加	12
2.3. 市场竞争加剧，包装行业市场化程度高	14
3. 产能释放+坚持国际化，双轮驱动	15
3.1. 标签产能将均匀释放，迎来业绩增长新周期	15
3.2. 发展战略：立足国际化，坚持市场化	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测拆分	16
4.2. 投资建议及估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

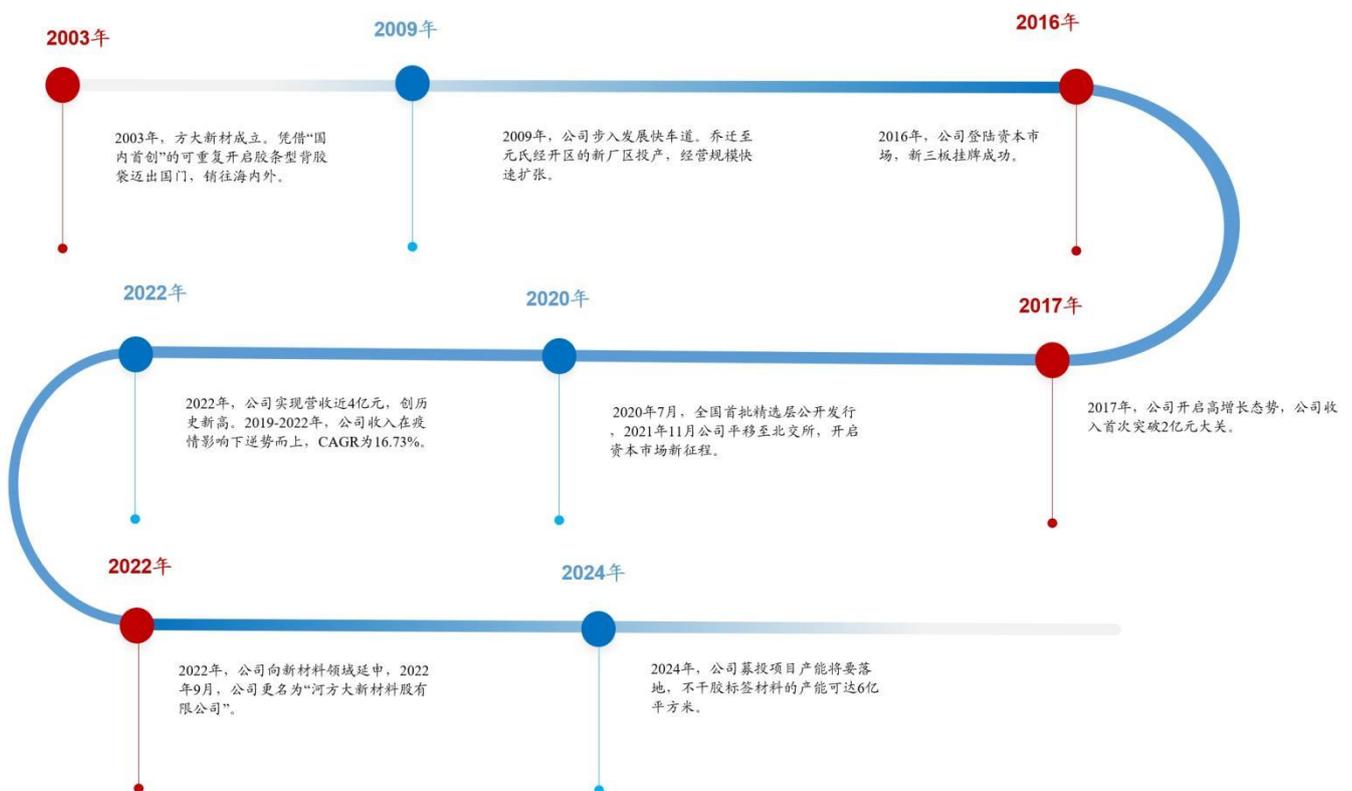
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 股权结构 (截至 2024 年 4 月 26 日)	5
图 3: 公司高管介绍.....	5
图 4: 公司营收和归母净利润变化.....	6
图 5: 公司毛利率、净利率变化.....	7
图 6: 公司研发费用及研发费用率变化.....	7
图 7: 红色带印刷背胶袋.....	8
图 8: A5 背胶袋.....	8
图 9: 铜版标签.....	9
图 10: 定制标签.....	9
图 11: 气泡袋.....	10
图 12: 防水袋.....	10
图 13: 公司不同产品的营收占比变化.....	10
图 14: 2019 年不干胶标签终端市场细分图.....	11
图 15: 2019 年全球不干胶标签主要应用领域.....	11
图 16: 中国快递业务量情况.....	13
图 17: 中国快递营业网点数 (万处)	13
图 18: 中国快递发展指数.....	13
图 19: “十四五”时期快递业发展主要指标.....	14
图 20: 分业务盈利预测.....	16
图 21: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 5 月 20 日)	17

1. 高分子复合材料单项冠军，掌握核心生产工艺

1.1. 包装材料领域领导者，专精特新“小巨人”

(1) 公司致力于高分子复合材料、自粘信息记录材料等新材料的科技创新与研发。公司掌握了热熔胶、热敏纸、PE膜、特种不干胶信息记录材料等前端工序的核心生产工艺和数十种技术配方，成为行业内少数自主生产热熔胶等新材料的高新技术企业。(2) 公司主要产品包括可变信息标签、背胶袋、防水袋和气泡袋等，产品主要采取“以销定产”的订单式生产方式。公司对于常规通用的空白标签等产品通常会综合考虑框架合同、库存情况等要素持有一定的备货量。销售是公司生产经营的中心环节，采购、研发及生产环节均围绕销售展开。(3) 公司拥有河北省工业企业研发机构A级技术研发中心，石家庄市物流、快递专用信息记录材料技术创新中心，并荣获科技小巨人、河北省“专精特新”示范企业、河北省制造业单项冠军企业、河北省县域特色产业集群振兴发展龙头企业、河北省重点产业链供应链“白名单”企业、石家庄市创新型企业等资质荣誉。公司于2016年8月登陆资本市场，新三板挂牌，于2020年7月，全国首批精选层公开发行，于2021年11月平移至北交所，开启资本市场新征程。

图1：公司发展历程

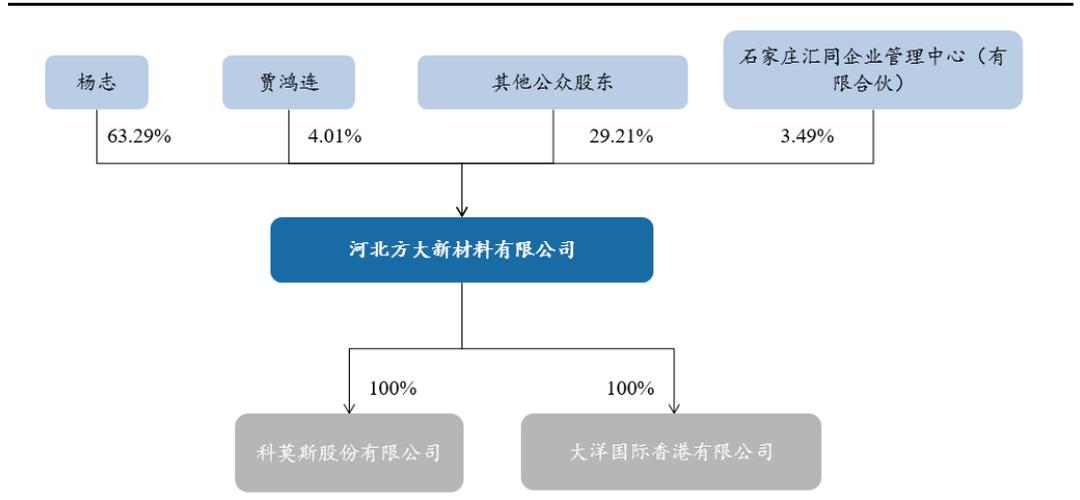


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中、稳定，管理层经验丰富

股权结构稳定，较为集中。根据 Wind 统计，截至 2024 年 4 月 26 日，公司的董事长杨志持股 63.29%，贾鸿连持股 4.01%，石家庄汇同持股 3.39%。其他股东持股 29.21%，股权比较集中，为公司未来进行再融资或者并购资本运作等留足了充足的弹药。

图2：股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

方大新材高级管理人员共 6 人，华东理工材料学科出身的杨志任总经理，不干胶材料行业龙头艾利丹尼森的中国区前任高管杨凯任副总经理，对公司、产业认识深刻。各高管们各司其职，相关经历、经验丰富。

图3：公司高管介绍

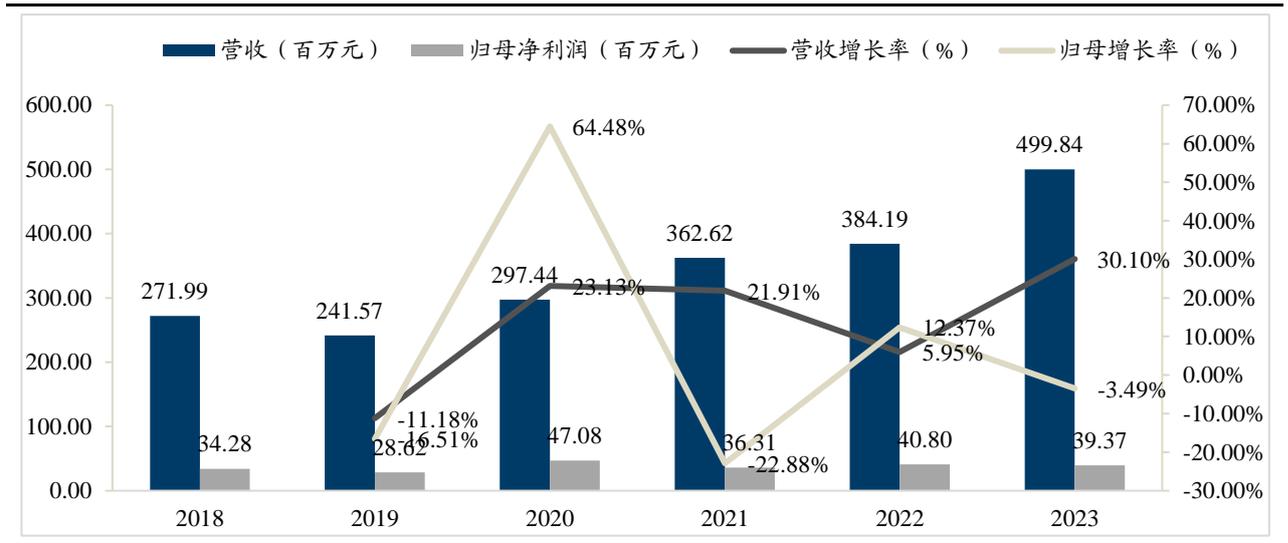
姓名	职务	履历
杨志	总经理	出生于1966年5月，本科学历，1987年6月毕业于华东理工大学感光材料专业。1993年7月至1995年8月，就职于河北华益特种纸有限公司，任总经理。1995年9月至2003年4月，就职于石家庄森帝工贸有限公司，任总经理。2003年5月至2016年3月，就职于方大包装任董事、执行董事、总经理；2016年3月至今，就职于方大新材。
许硕	副总经理	女，1971年8月出生，硕士研究生学历。1993年7月至2002年8月，就职于河北华益特种纸有限公司，历任总经理秘书、办公室主任、销售部经理。2002年9月至2007年8月，就职于山西临汾江南印务有限公司，任石家庄办事处销售经理。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。
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。
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。
杨凯	副总经理	男，出生于1975年8月，研究生学历，1998年7月毕业于南通工学院(现南通大学)工业外贸专业，2008年12月毕业于上海财经大学MBA专业。1998年9月至2000年12月，任华茂工具昆山有限公司销售经理。2000年12月至2002年12月，任华达利家具(中国)有限公司国际采购主管。2003年1月至2007年1月，任艾利(昆山)有限公司采购经理。2007年1月至2010年3月，任大亚(江苏)地板有限公司供应链总监。2010年4月至2023年1月，先后担任艾利丹尼森高级采购经理，采购总监，商务总监，产品总监等职务，为中国管理层团队成员。2023年10月至今，就职于方大新材。
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。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司经营稳健，营收稳步增长，盈利能力企稳

(1) 公司经营稳健，营收稳步上升。2017-2023 年公司营收从 2.16 亿增至 5.00 亿元，CAGR 达 15.01%。销售人员积极践行“请过来”和“走出去”的营销策略，积极参加全球行业展会，走访国内外客户，主动对接潜在客户，促成双方合作，使得近五年营收稳步上升。**(2) 2023 年公司业绩再创新高。**2023 年报披露，营收 5 亿元，同比+30.10%；归母净利润 0.39 亿元，同比-3.49%。营收同比增长 30.10%，主要系通过公司既定营销策略的有效实施，以及不干胶材料等产品的有效市场推广，国内外销售收入较上年同期均保持了稳定增长所致。**(3) 公司业务能力和抗风险能力强。**从 2020 年新冠疫情阶段到 2024 年，公司营业收入取得四连增，扣非归母净利润创下历史新高。

图4：公司营收和归母净利润变化

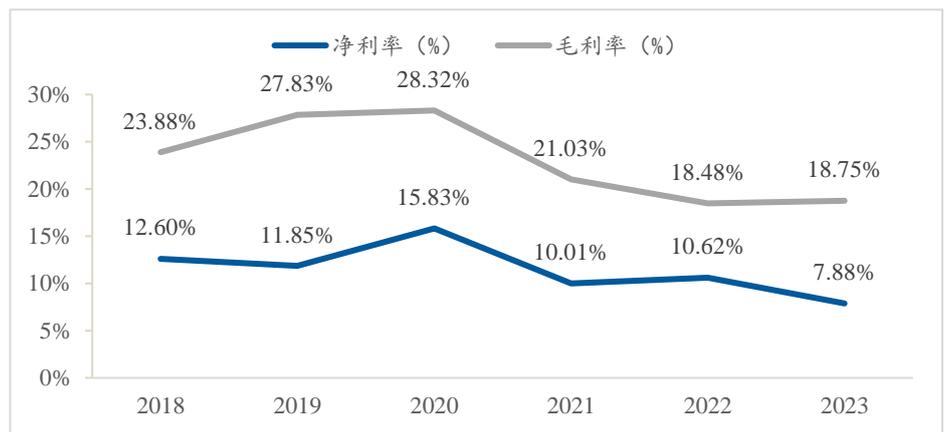


数据来源：Wind，东吴证券研究所

(1) 盈利能力方面，2020-2023 年方大新材的整体毛利率呈现降低再企稳的趋势。根据 Wind 统计，销售毛利率从 2020 年的 28.32% 下降至 2022 年的 18.48%，销售净利率在 2022 年略有回升，分别为 10.62%。整体盈利能力保持稳定。2023 销售毛利率 18.75%，毛利率逐渐企稳回升。**(2) 利润率降低是因为公司销售产品结构变化导致。**随着公司对可变信息标签的有效推广，可变信息标签的销售收入增幅及营收占比均高于背胶袋等产品，但由于可变信息标签的毛利率低于背胶袋的毛利率，导致公司整体毛利率下降。

研发费用持续增加。研发费用规模逐年不断增加，从 2019 年 1027.72 万元上升至 2023 年 1866.69 万元，自新三板挂牌以来，已经实现研发费用 8 年连续增长。截至 2023 年末，方大新材共拥有 31 项专利，其中发明专利有 15 项。

图5：公司毛利率、净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司研发费用及研发费用率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 产品结构：可变信息标签将成为业绩的核心增长点

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。公司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。

公司的核心产品之一是背胶袋，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。为解决产品可降解难题，公司已成功研发出纸背胶袋，并申请了专利保护。

图7：红色带印刷背胶袋

图8：A5 背胶袋



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

可变信息标签是以纸、薄膜或其他特殊材料为面材，背面涂有胶粘剂，以涂硅保护纸为底纸的复合材料，经过印刷，模切和其他加工之后成为成品标签，是一种低值易耗高频消费的产品。广泛应用于物流、医药、日化、食品以及酒类等行业，发挥着物品信息标示、商品促销宣传、产品防伪等作用。方大新材生产的可变信息标签采用自主研发热熔胶，具有胶粘性强、低温粘贴性能稳定、适用温度范围广等特点。

图9：铜版标签

图10：定制标签



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

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11: 气泡袋



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

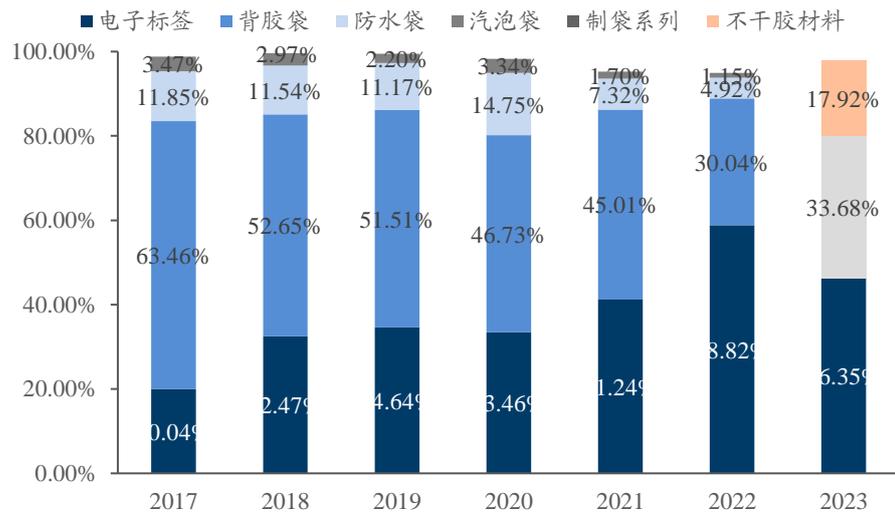
图12: 防水袋



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

(1) 营收结构：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。(2) 可变信息标签的营收占比近5年快速上升。2022年可变信息标签的收入首次超过了背胶袋，占营收占比是58.82%，2023H1可变信息标签所占比重达到了64%。从2017年到2022年，可变信息标签收入翻了5.23倍，复合增长率将近40%，预计后续将成为公司规模增长的核心动力。

图13: 公司不同产品的营收占比变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

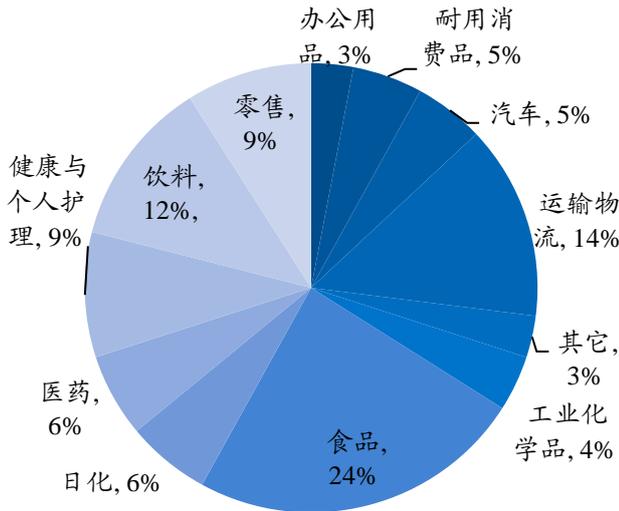
2. 快递与标签行业业务量稳步增长，市场不断扩容

2.1. 下游需求旺盛，标签市场不断扩容

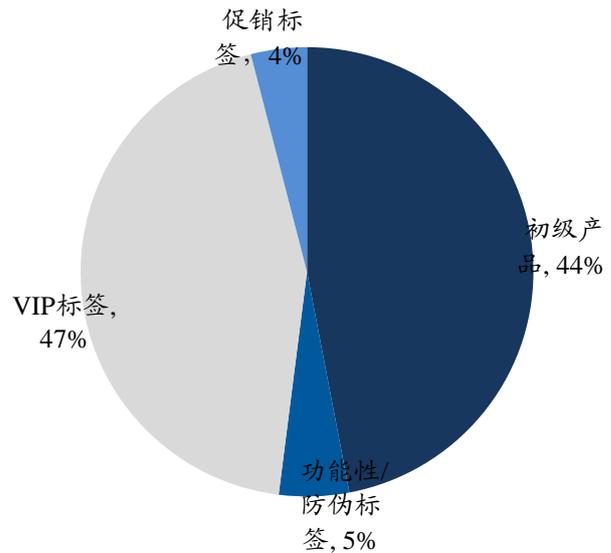
全球标签市场不断扩容，增长空间大。（1）包装、防伪、物流等行业对标签需求的增加，全球标签市场需求持续增长。根据 Smithers Pira 公司发布的《标签印刷的未来 2024》显示，2019 年全球标签市场规模达到 410.2 亿美元，预计 2019-2024 年标签印刷市场以 4% 的年复合增长率持续增长，预计 2024 年总产值将达到 499 亿美元。（2）亚洲标签市场涨势强劲，增量空间大。根据 Alexander Watson Associates（亚历山大·沃森协会，简称：AWA）的研究数据，亚洲市场增势强劲，且市场容量与潜力巨大，继续占据全球最大的标签市场份额，数据显示 2022 年亚洲标签市场份额占全球市场份额的 49%。（3）我国标签产业虽起步晚，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%。

图14：2019年不干胶标签终端市场细分图

图15：2019年全球不干胶标签主要应用领域



数据来源：公司年报，东吴证券研究所



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我国不干胶标签的使用需求预计将进一步提升。（1）**快递电子面单普及，加速不干胶标签行业发展。**快递电子面单不仅能替代人工快速录入快递物流信息，还能通过自动分拣线识别电子面单信息，分拣效率进一步提高。随着居民线上购物消费习惯的养成，以及直播带货方兴未艾，直播电商产业蓬勃发展和快递物流体系的成熟，带动快递业务量的持续增长的同时，拉动可变信息标签需求增长。（2）**我国不干胶标签使用量远低于欧美，国内市场具备充足的增长空间。**随着国内不干胶标签的技术不断提高，各种高等标签都可以在中国加工，预计国内不干胶标签市场将保持稳健发展。2021年欧美发达国家的人均不干胶标签使用量已达到10平方米/年，我国人均不干胶标签使用量只有5.7平方米/年，对标欧美市场来看，我国不干胶标签市场仍具备充足的增长空间。（3）**未来政策、法规将促进不干胶标签市场的需求进一步提升。**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。随着各国政府加紧对医疗、药品的跟踪以及相关法律法规的实施，未来不干胶标签市场的需求还将进一步增加。

2.2. 快递物流包裹量快速增长，包装材料市场需求日益增加

全球快递物流行业发展迅速。（1）**我国邮政行业寄递业务量持续增长，包裹量位居全球首位。**根据国家邮政局统计，2023年邮政行业寄递业务量累计完成1624.8亿件，同比增长16.8%。其中，快递业务量累计完成1320.7亿件，同比增长19.4%。截至2022年，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。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382.2点，同比提升达到24.21%。根据Pitney Bowes发布的“包裹运输指数” (Parcel

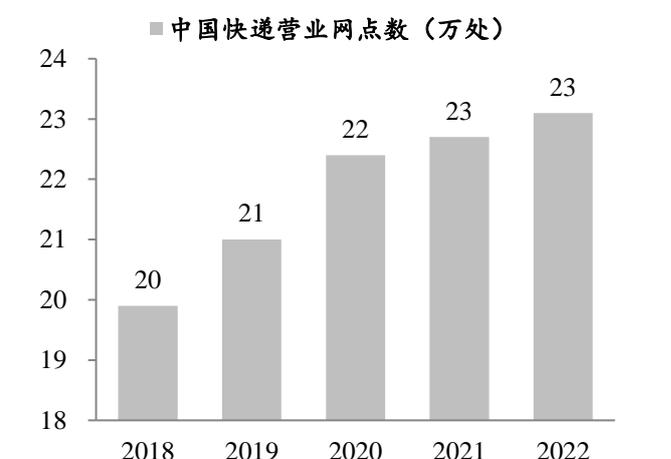
Shipping index): 中国快递物流包裹量居全球首位。(2)当前我国经济处在温和复苏中,随着中西部地区电子商务的崛起,快递物流服务网络将向西向下拓展。进一步延伸至三线、四线城市,甚至农村的广大地区,并逐步加大运力和综合服务平台投入。而东部地区快递服务基数较大,目前正着力提升发展水平、竞争层次和科技含量,其增速虽然有所放缓,但仍保持较高的增长速度。(3)13个主要国家物流包裹量持续增长态势,全球市场广阔。根据 Pitney Bowes 发布的“包裹运输指数”(Parcel Shippingindex): 全球 13 个主要国家快递物流包裹量从 2014 年的 430 亿件增长至 2018 年的 870 亿件,增长了 104% 呈快速增长态势。同时,其预计到 2025 年全球包裹总量将达到 2000 亿件。全球快递物流行业的迅猛增长,为快递物流应用材料带来了庞大的市场需求。

图16: 中国快递业务量情况



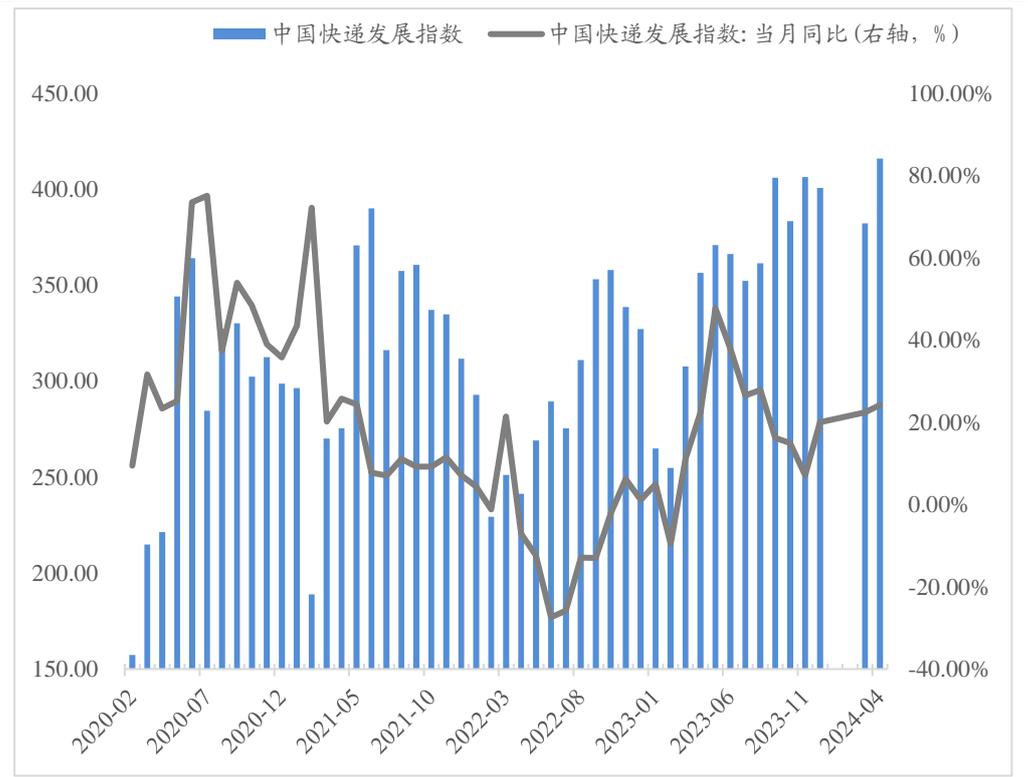
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图17: 中国快递营业网点数 (万处)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图18: 中国快递发展指数



数据来源：国家邮政网，Wind，东吴证券研究所

2.3. 市场竞争加剧，包装行业市场化程度高

行业壁垒不断提高，行业发展存在四大趋势。（1）**产业链一体化**：市场竞争的加剧，优秀企业逐渐向上游延伸加强原材料的掌控，向下游拓展服务范围，提高产品的附加值和市场竞争力。（2）**生产智能化**：随着数字化技术的不断创新和快速发展，不干胶标签行业也在逐渐实现智能化生产和数字化管理这将提高企业的生产效率和降低成本。（3）**产品环保化**：消费者对环境友好产品的需求日益增长，环保型不干胶标签正成为该市场的一个重要趋势。（4）**行业集中化**：随着行业的快速发展，竞争力弱的中小企业将逐步被兼并或转型。

快递物流包装行业市场化程度高，集中度较低，行业竞争激烈、天花板不断抬高。快递物流企业对于快递物流包装的品质、服务、规模等都提出了更高的要求，从而加剧快递物流包装生产企业之间的竞争。同时，“十四五”规划提出包装治理换挡升级，至2025年，可循环包装快递保有量将超1000万个，对绿色环保化产品提出高质高量新要求，抬高行业天花板。

图19：“十四五”时期快递业发展主要指标

类别	指标	2020年	2025年	年均增速/增量[累计]
规模实力	1.快递业务量(亿件)	834	1500	12.50%
	2.快递业务收入(亿元)	8795	15000	11.30%
服务深度	3.建制村快递服务通达率(%)	50	>90	[>40]
服务水平	4.快递服务总体满意度(分)	76.7	≥80	[≥3.3]
	5.重点地区快递服务72小时准时率(%)	77.1	80	[2.9]
绿色发展	6.可循环包装快递保有量(万个)	200	>1000	[>800]
安全发展	7.邮件快件生产安全事故发生率(起/亿件)	-	-	[-15.0%]

注: []为五年累计数

数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

3. 产能释放+坚持国际化, 双轮驱动

3.1. 标签产能将均匀释放, 迎来业绩增长新周期

新增产能将在2024年逐步释放。(1)受厂区面积限制, 产能瓶颈限制了公司业绩的快速成长, 为了满足行业长期增长的需求, 公司于2022年启动了“可变信息标签生产建设项目”的建设工作。投产后, 生产效率得到大幅度提升。(2)该项目由方大新材自主规划, 属于业内“首创”, 为公司现象级的生产水平革新。公司充分利用“信息化、智能化、互联网+”等新技术, 参与设计并订制引进国际一流水平的自动化产业生产线及自动化生产系统国际先进的涂硅涂胶复合线、高速模切机等生产测试设备, 大幅度提高公司产品的质量及精度水平。未来, 方大新材将继续研发创新, 优化生产线并不断迭代技术。这些举措预计将进一步提高产品质量和生产效率, 增强市场竞争力, 扩大公司在行业中的影响力。(3)首批3条生产线及配套辅助系统已经安装调试完毕, 进入试生产阶段, 另有1条生产线正在安装中。目前属于人机磨合、软硬件交互磨合的产能爬升期, 首批3条生产线投产后, 不干胶材料的年产能将达到6亿平方米以上。

进入产能释放周期, 产销利用率高, 预计可变信息标签的收入将大幅增长。(1)8条产线都投产后, 产能大幅提升, 将是现有的8~10倍。新工厂规划的8条大型的产线, 不仅能解决产能受限的问题, 而且可以助推公司由可变信息标签终端产品向产业中游的不干胶材料领域进行延伸, 产品在满足国内市场的同时, 争取在国际市场的竞争中取得更大的突破。(2)产能利用率、产销率高。预计新产线的产能利用率和产销率接近100%。目前三条产线的产能以欧美出口为主, 多余的产能再投到国内。

3.2. 发展战略: 立足国际化, 坚持市场化

公司继续深耕海外市场。(1)公司经营发展20余年, 积累了庞大的外贸客户数量, 公司的产品在境外有着更强的竞争优势和盈利能力。公司未来计划在我国华东、华南区域及东南亚、美洲、欧洲通过兼并或利用招商政策建设分厂及中转仓库, 且公司位于石

家庄，处在中国的交通枢纽，地理位置上来看，无论是汽运、铁路运输还是海运都很有优势。（2）公司利用现有的海外销售渠道，依托背胶袋的销售成功推动可变信息标签的海外需求。公司还通过参加大型展会获取新的客户，公司已经积累了日本凸版、UPS、Fedex、DHL 等众多知名客户。未来，随着跨境电商的发展和电子面单系统在东南亚地区的加速建设，预计公司的产品在海外推广将会得到加速，进一步满足海外市场的电子面单需求。（3）公司的产品在境外盈利能力显著高于境内。2023H1，公司内销和外销占总收入比例分别为 32.99%和 67.01%，毛利率分别为 2.80%和 25.13%。出口客户溢价高，欧美客户对产品品质的要求高，因此附加值相对较高。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测拆分

公司新建产能释放在即，有望推动业绩放量，打开发展天花板。（1）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。8 条产线投产后产能大幅提升，将是现有的 8~10 倍，预计可变信息标签的收入将大幅增长。（2）标签产品应用场景众多，整体需求旺盛，预计新产线的产能利用率和产销率接近 100%。目前三条产线的产能已经被全部预定，以欧美出口为主，2024/2025 年业绩确定性高。

毛利率假设：

电子标签：公司后续订单充沛，24 年新建产线的产能也已基本被全部预定，我们预计随着产能增加带来毛利率的边际改善，预计 2024/2025/2026 年毛利率为 13.5%/14%/15%。

制袋系列：背胶袋：公司核心专利的纸背胶袋的市场占有率稳步提高，公司议价能力强，我们预测公司背胶袋产品毛利率逐渐提高，预计 2024/2025/2026 年毛利率为 28%/28%/30%；气泡袋：公司产品中毛利最高的产品，毛利率近年来较为稳定，维持在 45%左右，我们预计 2024/2025/2026 年毛利率为 43%/43%/45%；防水袋：公司产线变化，且该市场供给过于旺盛，预计该业务将收缩规模，我们预计 2024/2025/2026 年毛利率水平为 17%/17%/20%。综合来看，我们预计制袋系列 2024/2025/2026 年毛利率为 33%/33%/34%

其他业务：我们预计 2024/2025/2026 年毛利率为 9%/9%/9%。

不干胶材料：我们预计不干胶材料 2024/2025/2026 年毛利率为 11%/12%/12%

图20：分业务盈利预测

分业务盈利预测						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
可变信息标签						
收入(百万元)	149.56	225.98	231.67	509.67	662.58	795.09
增长率(%)	50.30%	51.10%	2.52%	120.00%	30.00%	20.00%
毛利率(%)	12.59%	13.36%	12.91%	13.50%	14.00%	15.00%
其他业务						
收入(百万元)	16.21	17.97	10.24	12.29	13.52	14.87
增长率(%)	295.37%	10.86%	-43.02%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	6.41%	5.02%	8.65%	9.00%	9.00%	9.00%
制袋系列						
收入(百万元)	195.94	138.73	168.37	202.04	222.25	244.47
增长率(%)	1.64%	-29.20%	21.37%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	28.78%	28.81%	32.10%	33.00%	33.00%	34.00%
不干胶材料						
收入(百万元)			89.56	161.21	209.57	272.44
增长率(%)			-	80.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)			9.89%	11.00%	12.00%	12.00%
总计(百万元)	362.62	384.19	499.84	885.21	1107.91	1326.88
总增速(%)	21.91%	5.95%	30.10%	77.10%	25.16%	19.76%
整体毛利率(%)	21.03%	18.50%	18.75%	17.43%	17.37%	17.82%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

4.2. 投资建议及估值

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.70/0.88/1.05 亿元, 对应 EPS 分别为 0.54/0.68/0.82 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 29/23/19 倍; 我们选择业务类似的公司上海艾录、合兴包装作为可比公司, 公司业务均涉及包装材料的生产 and 供应。2024 年可比公司平均 PE 为 29 倍, 基于方大新材产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景规模持续扩容, 有望推动业绩放量, 打开发展天花板。公司专利众多, 产品具有核心竞争力, 同时, 公司持续以海外业务为主, 海外业务处于行业领先地位, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图21: 可比公司估值对比(截至 2024 年 5 月 20 日)

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	股价(元/股)	归母净利润(亿元)		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
301062.SZ	上海艾录	44.04	11.00	1.20	1.63	37	27
002228.SZ	合兴包装	35.55	2.87	1.67	1.95	21	18
平均						29	23
838163.BJ	方大新材	20.13	15.60	0.70	0.88	29	23

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 除方大新材外各公司盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、**原材料价格波动的风险。**公司主营业务成本以原材料为主。原材料采购价格的波动对公司的主营业务成本和盈利水平具有较大影响。近年来受供给侧改革和环保政策趋严因素影响，上游造纸厂和石化企业生产成本波动，并将价格波动的压力传导至下游行业，造成公司原材料市场价格的波动。未来如果公司的原材料采购价格出现较大幅度波动，将对公司盈利水平和生产经营产生较大影响。

2、**汇率波动风险。**公司主营业务收入来源中外销业务占比较大，境外销售收入占营业收入的 66.34%。结算币种主要为美元，当汇率出现较大波动时，汇兑损益会对公司的经营业绩造成一定影响。

3、**快递物流行业波动的风险。**如果未来下游行业出现波动，或发生重大不利变化，导致市场容量萎缩，且公司未能及时调整发展战略，将对未来的公司业绩产生不利影响。

方大新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	305	536	668	834	营业总收入	500	885	1,108	1,327
货币资金及交易性金融资产	89	100	125	188	营业成本(含金融类)	406	731	915	1,090
经营性应收款项	85	139	174	208	税金及附加	1	2	2	3
存货	118	284	356	424	销售费用	13	19	24	29
合同资产	0	0	0	0	管理费用	11	20	25	31
其他流动资产	13	13	13	13	研发费用	19	33	41	49
非流动资产	433	457	463	451	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	4	5	0
固定资产及使用权资产	138	119	102	86	投资净收益	(5)	0	0	0
在建工程	247	287	307	307	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	34	35	37	38	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	45	84	105	125
其他非流动资产	15	16	18	20	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	739	993	1,131	1,284	利润总额	45	84	105	125
流动负债	140	205	252	297	减:所得税	5	11	14	16
短期借款及一年内到期的非流动负债	17	17	17	17	净利润	39	73	91	109
经营性应付款项	103	152	191	227	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	4	9	11	13	归属母公司净利润	39	70	88	105
其他流动负债	15	26	33	39	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.54	0.68	0.82
非流动负债	153	267	267	267	EBIT	49	85	105	125
长期借款	137	237	237	237	EBITDA	66	104	122	141
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.75	17.43	17.37	17.82
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.88	7.91	7.91	7.93
其他非流动负债	16	30	30	30	收入增长率(%)	30.10	77.10	25.16	19.76
负债合计	292	472	519	564	归母净利润增长率(%)	(3.49)	77.81	25.15	20.04
归属母公司股东权益	446	517	605	710					
少数股东权益	0	3	7	10					
所有者权益合计	446	521	612	721					
负债和股东权益	739	993	1,131	1,284					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	84	(48)	49	68	每股净资产(元)	3.46	4.01	4.69	5.51
投资活动现金流	(169)	(42)	(24)	(4)	最新发行在外股份(百万股)	129	129	129	129
筹资活动现金流	135	99	(1)	(1)	ROIC(%)	8.45	10.69	11.11	11.81
现金净增加额	50	11	25	63	ROE-摊薄(%)	8.82	13.53	14.48	14.81
折旧和摊销	17	19	17	16	资产负债率(%)	39.57	47.53	45.89	43.90
资本开支	(165)	(44)	(24)	(4)	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.12	28.75	22.97	19.14
营运资本变动	18	(155)	(60)	(58)	P/B(现价)	4.51	3.89	3.33	2.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>