

2025 年 12 月 14 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

江天科技(920121.BJ)

——聚焦于中高端消费品品牌标签，在餐饮、日化等细分领域排名前列

投资要点：

- **发行价格 21.21 元/股，发行市盈率 13.76X，申购日为 2025 年 12 月 16 日。**江天科技本次发行价格 21.21 元/股，发行市盈率 13.76X，申购日为 2025 年 12 月 16 日。本次公开发行股份数量 13,213,637 股，发行后总股本为 66,068,183 股，发行数量占发行后总股本的 20%，不采用超额配售选择权。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 20%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 1,321,363 股，占本次发行总股数的 10%，有 3 家机构参与公司的战略配售。募集资金在扣除发行费用后拟用于投资“包装印刷产品智能化生产线建设项目”、“技术研发中心建设项目”。
- **中国标签印刷业品牌影响力 50 强，2025 年扣非归母净利润预计超 1 亿元。**公司主要从事标签印刷产品的研发、生产与销售，致力于为客户提供承印材料选取、色彩和油墨方案定制、工艺方案设计和优化，以及高效稳定生产供应的标签一体化综合解决方案。2022 年至 2025 年公司连续四年获评中国标签印刷业品牌影响力 50 强，并在日化标签、食品饮料标签、酒类标签、防伪标签分榜中荣获全国 5 强。公司系中国印刷技术协会标签与特种印刷分会副理事长单位，参与起草和制定了多项重要国家标准、行业标准及团体标准。公司拥有联合利华、宝洁、壳牌等全球知名品牌客户，以及农夫山泉、香飘飘、喜茶、伊利、蒙牛等国内知名品牌客户，2025H1 前五大客户销售额占比达 64%。2025 年公司预计实现营业收入同比增长 12.24%至 15.95%；扣非归母净利润 10,300 万元至 11,200 万元，同比增长 6.58%至 15.89%。
- **2024 年中国包装行业规上企业营收超 2 万亿，行业整体集中度较低。**我国包装印刷工业总规模已跻身世界包装大国前列，近年来我国包装行业规模以上企业数量和营业收入保持增长趋势，2024 年我国包装行业规模以上企业数量达到 19,473 家，营业收入达到 20,686.59 亿元。根据中国印刷技术协会组织编写的《中国印刷年鉴（2023）》，2022 年中国标签用量已占亚洲市场的 62.00%，预计到 2026 年，中国标签的用量复合年增长率或将达到 6.1%，销售额复合年增长率达 6.6%。参考智研咨询和江天科技招股书，2019 年至 2023 年，我国不干胶标签产量由 71 亿平方米增至 97 亿平方米，复合增长率达 8.11%；预计到 2031 年我国不干胶标签产量达 155 亿平方米。近年来国内标签印刷企业的数量和规模不断增加，但行业整体较为分散，集中度较低。根据行业权威杂志《标签技术》发布的《2024 中国标签产业发展报告》，印刷企业中标签印刷业务收入规模不低于 5 亿元的企业仅占总调研样本的 5.13%，不低于 1 亿元的企业仅占 21.79%。
- **申购建议：建议关注。**公司产品聚焦于中高端消费品品牌标签，依托雄厚的技术实力和持续的创新能力，获得了主管部门、行业组织以及下游客户的高度认可，在标签印刷行业内具备领先的品牌影响力和突出的行业地位。公司凭借技术壁垒、客户资源壁垒以及规模化生产能力，有望进一步扩大市场占有率。截至 2025 年 12 月 12 日，可比公司 PE TTM 均值达 53X，建议关注。
- **风险提示。市场竞争风险、原材料价格波动的风险、产品销售价格进一步下降风险**

内容目录

1. 初始发行 1321 万股，申购日为 2025/12/16	4
1.1. 发行情况：发行价格 21.21 元/股，发行市盈率 13.76X	4
1.2. 募投：包装印刷产品项目完成后预计新增约 8129 万 m ² /年的标签产品产能	5
2. 中国标签印刷业品牌影响力 50 强，起草多项国家和行业标准	6
2.1. 业务：2025Q1-Q3 薄膜类不干胶标签业务营收同比+18%，占总收入 85%	6
2.2. 模式：拥有农夫山泉、联合利华等客户，2025H1 前五大客户收入占比约为 64% ..	8
2.3. 财务：2025Q1-Q3 公司营收和归母净利润均同比+11%	9
3. 行业：2024 年中国包装行业规上企业营收超 2 万亿，行业整体集中度较低	11
4. 申购建议：建议关注	15
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1：江天科技本次发行价格 21.21 元/股	4
图表 2：战略配售发行数量为 132 万股	4
图表 3：公司募投项目拟投资总额达 5.3 亿元	5
图表 4：滕琪、黄延国两人合计控制公司 88.70%的表决权，为实际控制人	6
图表 5：公司主要产品包括薄膜类不干胶标签、纸张类不干胶标签和其他印刷产品	7
图表 6：薄膜类不干胶标签业务营收占比最高（单位：万元）	8
图表 7：2025Q1-Q3 薄膜类不干胶标签业务的毛利率为 26.78%	8
图表 8：2023-2025H1 农夫山泉、新天力等为前五大客户	8
图表 9：2025Q1-Q3 公司营收 4.68 亿元（yoy+10.85%）	10
图表 10：2024 年中国包装行业规上企业营收超 2 万亿	11
图表 11：中国人均包装消费量对比海外仍有增长空间	11
图表 12：全球标签印刷行业总产值及预测（单位：亿美元）	12
图表 13：2022 年亚洲标签材料市场份额（按用量）	12
图表 14：不干胶标签具有承印材料多样、适用性广等优点	12
图表 15：2019-2023 年中国不干胶标签产量统计（单位：亿平方米）	13
图表 16：2019-2023 年我国人均居民消费支出和不干胶标签市场规模变化	13
图表 17：江天科技主要可比公司包括豪能科技、香江印制等	14
图表 18：可比公司 PE TTM 均值达 53X	15

1. 初始发行 1321 万股，申购日为 2025/12/16

1.1. 发行情况：发行价格 21.21 元/股，发行市盈率 13.76X

江天科技本次发行价格 21.21 元/股，发行市盈率 13.76X，申购日为 2025 年 12 月 16 日。本次公开发行股份数量 13,213,637 股，发行后总股本为 66,068,183 股，发行数量占发行后总股本的 20.00%，不采用超额配售选择权。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 20%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：江天科技本次发行价格 21.21 元/股

基本信息	股票代码	920121.BJ	所属国民经济行业	印刷和记录媒介复制业
	股票简称	江天科技	发行代码	920121
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	21.21
	募集金额(万元)	28,026.12	主承销商	国投证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,321.36	占发行后总股本比例	20.00%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2025-12-15	申购日	2025-12-16
	申购款退回日	2025-12-18	网上最高申购量(万股)	59.46
基本面信息	2024年总营收(亿元)	5.38	2024年归母净利润(万元)	10,181.46
	2024年毛利率	29.97%	2024年加权ROE%	26.22%
	2024年营收增速	6.00%	2024年归母净利润增速	5.55%
股本信息	发行前总股本(万股)	5,285.45	发行前限售股(万股)	5,285.45
	发行后预计可流通比例	20.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	13.76	发行后2024EPS(元)	1.54

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 1,321,363 股，占本次发行总股数的 10.00%。网上发行数量为 11,892,274 股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 132 万股

序号	战略投资者的名称	承诺认购股数 (股)	限售期安排
1	中信建投基金-共赢 61 号员工参与战略配售集合资产管理计划	1,160,863	12 个月
2	国投证券投资有限公司	127,500	12 个月
3	江苏省大运河文化旅游投资管理有限公司	33,000	6 个月
	合计	1,321,363	/

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：包装印刷产品项目完成后预计新增约 8129 万 m²/年的标签产品产能

募集资金在扣除发行费用后拟用于投资“包装印刷产品智能化生产线建设项目”、“技术研发中心建设项目”。“包装印刷产品智能化生产线建设项目”建成后预计新增约 8129 万 m²/年的标签产品产能，公司规模化生产优势或将进一步提升，有利于公司提高智能化生产能力，巩固和提高公司产品的竞争力，为公司未来可持续发展奠定基础。同时“技术研发中心建设项目”进一步改善公司的研发环境，引进技术研发人员，延伸技术链条，有望全面提升公司技术研发及创新能力。

图表 3：公司募投项目拟投资总额达 5.3 亿元

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	包装印刷产品智能化生产线建设项目	50,307.30	50,307.30
2	技术研发中心建设项目	2,764.89	2,764.89
	合计	53,072.19	53,072.19

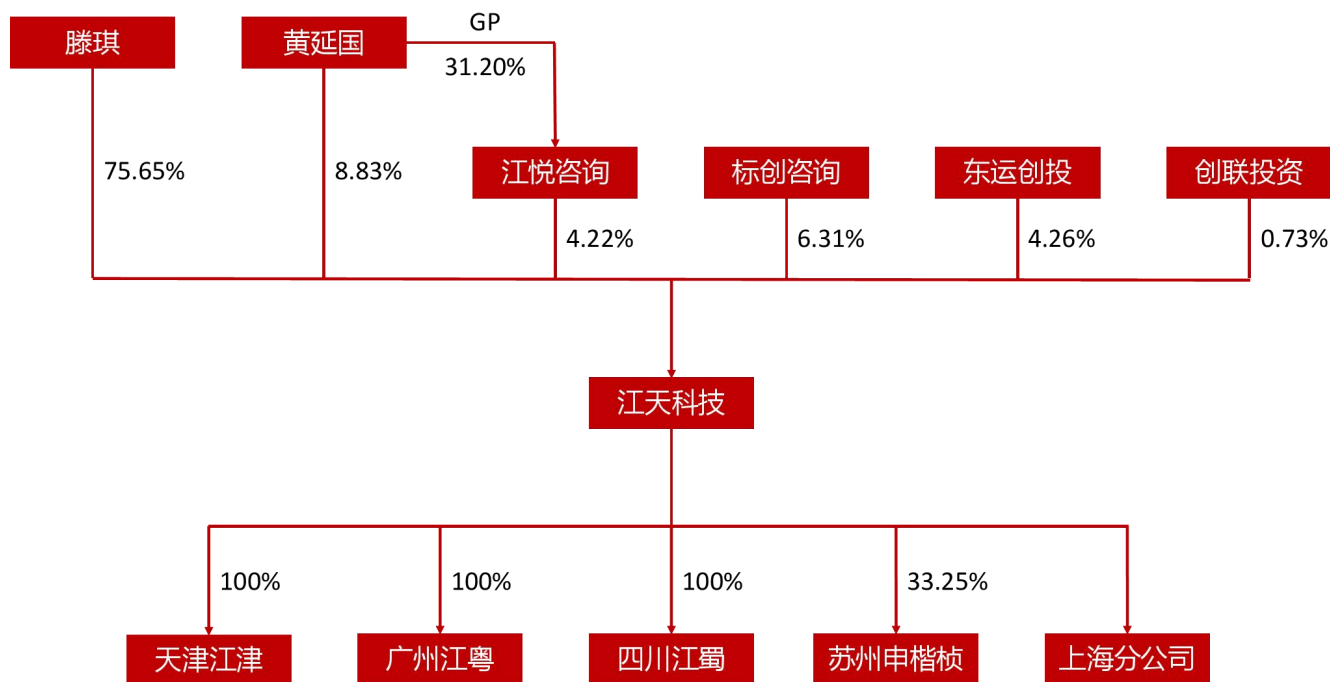
资料来源：江天科技招股书、华源证券研究所

2. 中国标签印刷业品牌影响力 50 强，起草多项国家和行业标准

公司主要从事标签印刷产品的研发、生产与销售，致力于为客户提供承印材料选取、色彩和油墨方案定制、工艺方案设计和优化，以及高效稳定生产供应的标签一体化综合解决方案。公司主要产品包括薄膜类和纸张类的不干胶标签，广泛应用于饮料酒水、日化用品、食品保健品、石化用品等日常消费领域。目前公司产品及工艺已通过众多国内外知名消费品牌客户的认证，与其建立了长期合作关系，包括联合利华、宝洁、壳牌等全球知名品牌客户，以及农夫山泉、香飘飘、喜茶、伊利、蒙牛等国内知名品牌客户。2022 年至 2025 年公司连续四年获评中国标签印刷业品牌影响力 50 强，并在日化标签、食品饮料标签、酒类标签、防伪标签分榜中荣获全国 5 强。此外，公司产品及工艺多次在行业协会组织的国内顶尖标签大奖赛、中华印制大奖、包装印刷与标签精品大赛、全国柔印产品质量评比等赛事中取得多项荣誉奖项。

截至 2025 年 12 月 12 日，滕琪直接持有公司 75.65% 股份，系公司控股股东；黄延国直接持有公司 8.83% 股份，且为江悦咨询（持有公司 4.22% 股份）的执行事务合伙人。滕琪和黄延国系夫妻关系，二人合计控制公司 88.70% 的表决权；滕琪担任公司董事长，黄延国担任公司董事兼总经理，二人共同负责公司经营管理。因此，滕琪、黄延国为公司实际控制人。

图表 4：滕琪、黄延国两人合计控制公司 88.70% 的表决权，为实际控制人



资料来源：江天科技招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2025/12/12

2.1. 业务：2025Q1-Q3 薄膜类不干胶标签业务营收同比+18%，占总收入 85%

按照印刷工艺角度划分，产品品牌标签主要分为凸印标签、胶印标签、凹印标签、柔印标签和组合印刷标签；公司产品系以高清柔性版印刷为主的组合印刷标签。公司主要产品包括薄膜类不干胶标签、纸张类不干胶标签和其他印刷产品，以薄膜类不干胶材料、纸张类不干胶材料、非涂胶薄膜材料等为基材，采用 UV 油墨、水性油墨，通过柔印、胶印、凹印、凸印、丝印等多种印刷工艺，结合冷烫、热烫、上油、压凹凸、覆膜、模切等装饰工艺进行组合印刷的产品。根据江天科技招股书，薄膜类不干胶标签是公司最主要且占比最高的产品品类，纸张类不干胶标签则具有成本低、环保程度高、可折叠、透气性好、平滑度高、光泽度好的特点。

图表 5：公司主要产品包括薄膜类不干胶标签、纸张类不干胶标签和其他印刷产品

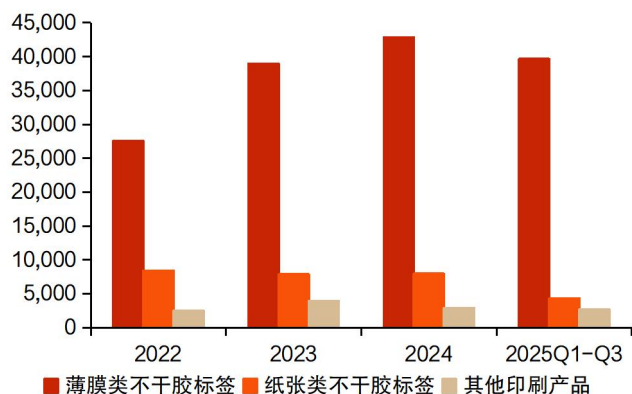
产品类别	产品特性	下游主要应用领域
薄膜类不干胶标签	承印材料以 PP、PE、PET 等薄膜类不干胶材料为基材，公司通过在承印材料上进行多种印刷及装饰工艺处理，突出产品的个性和“高级感”。公司结合薄膜类不干胶材料柔韧性高、基材外观多样的特点，设计了适用于薄膜类不干胶标签的组合印刷技术，在保证产品外观精美度、突出产品品牌定位的前提下，实现了批量印刷和稳定生产的目的	主要应用于饮料酒水、日化用品等领域
纸张类不干胶标签	承印材料主要以铜版纸等不干胶材料为基材，具有成本低、环保程度高、可折叠、透气性好、平滑度高、光泽度好的特点，能够更好地实现精确套印要求。公司通过热烫、上油、压凹凸、覆膜等工艺，提高标签产品的耐磨性和防水性，以满足下游应用场景的需求	主要应用于日化用品、石化用品、食品保健品等领域
其他印刷产品	承印材料无需背胶，油墨环保程度较高，印刷后具有贴合度较好、色彩鲜明清晰、外观整体性较强等特点	主要应用于饮料酒水、日化用品、食品保健品等领域

资料来源：江天科技招股书、华源证券研究所

收入情况：2022-2025 前三季度，公司营业收入分别为 38,413.46 万元、50,771.36 万元、53,815.34 万元与 46,756.49 万元，同比+10.68%、+32.17%、+6.00%与+10.85%。2022-2025 前三季度，公司薄膜类不干胶标签业务营收分别为 27,534.46 万元、38,971.14 万元、42,824.99 万元与 39,642.31 万元，同比+16.42%、+41.54%、+9.89%与+17.70%，占总收入比例分别为 71.68%、76.76%、79.58%、84.78%，主要系下游饮料酒水、日化用品等市场需求持续增长，带动了不干胶标签市场规模的整体增长；2022-2025 前三季度，纸张类不干胶标签业务营收分别为 8,409.69 万元、7,843.71 万元、7,937.50 万元与 4,318.54 万元，同比-2.69%、-6.73%、+1.20%与-26.69%，占总收入比例分别为 21.89%、15.45%、14.75%与 9.24%；2022-2025 前三季度，其他印刷产品业务营收分别为 2,463.86 万元、3,949.78 万元、2,894.76 万元、2,645.17 万元，同比+3.23%、+60.31%、-26.71%、+5.90%。

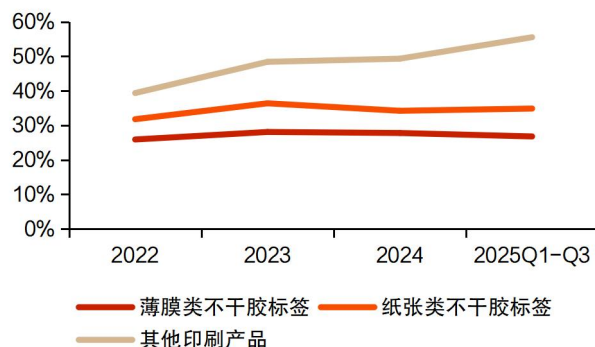
毛利率情况：2022-2025 前三季度，公司薄膜类不干胶标签业务毛利率分别为 25.90%、28.08%、27.78%及 26.78%，同比-3.95pcts、+2.18pcts、-0.29pcts 和-0.77pcts；纸张类不干胶标签业务毛利率分别为 31.78%、36.39%、34.22%及 34.87%，同比+1.03pcts、+4.61pcts、-2.17pcts 和+0.14pcts。由于薄膜类不干胶标签产品收入占比较高，公司主营业务毛利率变动主要受薄膜类不干胶标签毛利率变动影响。

图表 6：薄膜类不干胶标签业务营收占比最高（单位：万元）



资料来源：iFind、华源证券研究所

图表 7：2025Q1-Q3 薄膜类不干胶标签业务的毛利率为 26.78%



资料来源：iFind、华源证券研究所

2.2. 模式：拥有农夫山泉、联合利华等客户，2025H1 前五大客户收入占比约为 64%

公司采用直销模式，通过客户推荐或业内推荐、自主开发、参加行业展会等方式获取销售订单，由销售部负责市场开拓、产品销售、售后服务等工作。根据品牌客户产品生产和贴标模式的不同，公司的直接下游客户主要分为品牌客户和品牌客户指定的或长期合作的第三方容器生产商。①对于品牌客户，公司一般通过签订年度或长期框架协议的方式，与其就订货方式、货物交付与签收、质量保证、产品价格、结算方式和违约责任等条款进行约定，后续再根据客户实际下达的采购订单或其他形式的通知安排生产发货，与其进行款项结算。②对于品牌客户指定的或长期合作的第三方容器生产商，公司通常与品牌客户协商，或者公司与品牌客户、第三方容器生产商签订三方协议，就订货方式、货物交付、质量保证、产品价格、结算方式和违约责任等条款进行约定，由第三方容器生产商下达具体订单，公司按照相关指令安排生产发货，并与第三方容器生产商进行款项结算。

2023-2025H1，公司前五大客户销售占比分别为 57.90%、58.09%和 63.99%，其中第一大客户养生堂/农夫山泉的销售金额占比分别为 40.29%、35.33%和 42.02%，占比较高。

图表 8：2023-2025H1 农夫山泉、新天力等为前五大客户

2025H1			
序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
1	养生堂/农夫山泉	12,807.58	42.02%
2	新天力	3,247.83	10.66%
3	蓝月亮	1,196.13	3.92%
4	果子熟了	1,179.00	3.87%
5	海天味业	1,073.66	3.52%
	合计	19,504.20	63.99%
2024 年			
序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
1	养生堂/农夫山泉	19,010.75	35.33%
2	新天力	4,941.22	9.18%
3	蓝月亮	3,701.42	6.88%
4	海天味业	1,968.04	3.66%
5	联合利华	1,641.51	3.05%

合计		31,262.94	58.09%
2023 年			
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
1	养生堂/农夫山泉	20,459.67	40.29%
2	新天力	4,166.52	8.21%
3	联合利华	1,681.98	3.31%
4	蓝月亮	1,562.49	3.08%
5	嘉亨家化	1,527.65	3.01%
合计		29,398.31	57.90%

资料来源：江天科技招股书、华源证券研究所

公司坚持以标签印刷行业的前沿技术、材料和工艺的创新应用作为研发重点，经过多年持续研发创新及产业化应用，掌握了组合印刷技术、色彩管理技术、精准裁边及减废排版工艺、浮雕和定位冷烫工艺等核心技术和工艺，形成了较为雄厚的技术实力，以及较为丰硕的知识产权成果。**截至 2025H1，公司拥有专利 124 项，其中发明专利 14 项；拥有软件著作权 8 项。**公司系中国印刷技术协会标签与特种印刷分会副理事长单位，参与起草和制定了《机组式柔性版印刷机》《电化铝烫印箔》《模内标签》《柔性版印刷紫外光固化油墨使用要求及检验方法》《标签外观质量智能化视觉检测系统构建指南》《热收缩标签》《绿色设计产品评价技术规范无溶剂不干胶》《外卖食品包装用封口标签》等重要国家标准、行业标准及团体标准。

2.3. 财务：2025Q1-Q3 公司营收和归母净利润均同比+11%

营收方面，2022-2025 前三季度公司营收呈稳步上升的趋势，2024 年营收达 5.38 亿元（yoy+6.00%），2025Q1-Q3 营收达 4.68 亿元（yoy+10.85%）。一方面下游饮料酒水、日化用品等市场需求持续增长，带动了不干胶标签市场规模的整体增长，另一方面系公司实行与现有优质客户加深合作、同时积极开拓新客户新市场的经营策略，实现了对中高端消费品牌客户和产品系列较为全面的业务布局。

利润方面，公司归母净利润从 2022 年的 7,445.40 万元上升至 2025 前三季度的 8,911 万元（yoy+11.45%），主要系公司业务规模不断扩大，收入增长，同时通过优化材料结构、压降主要材料采购成本、扩大产能提升规模化效应等方式进行降本增效所致。

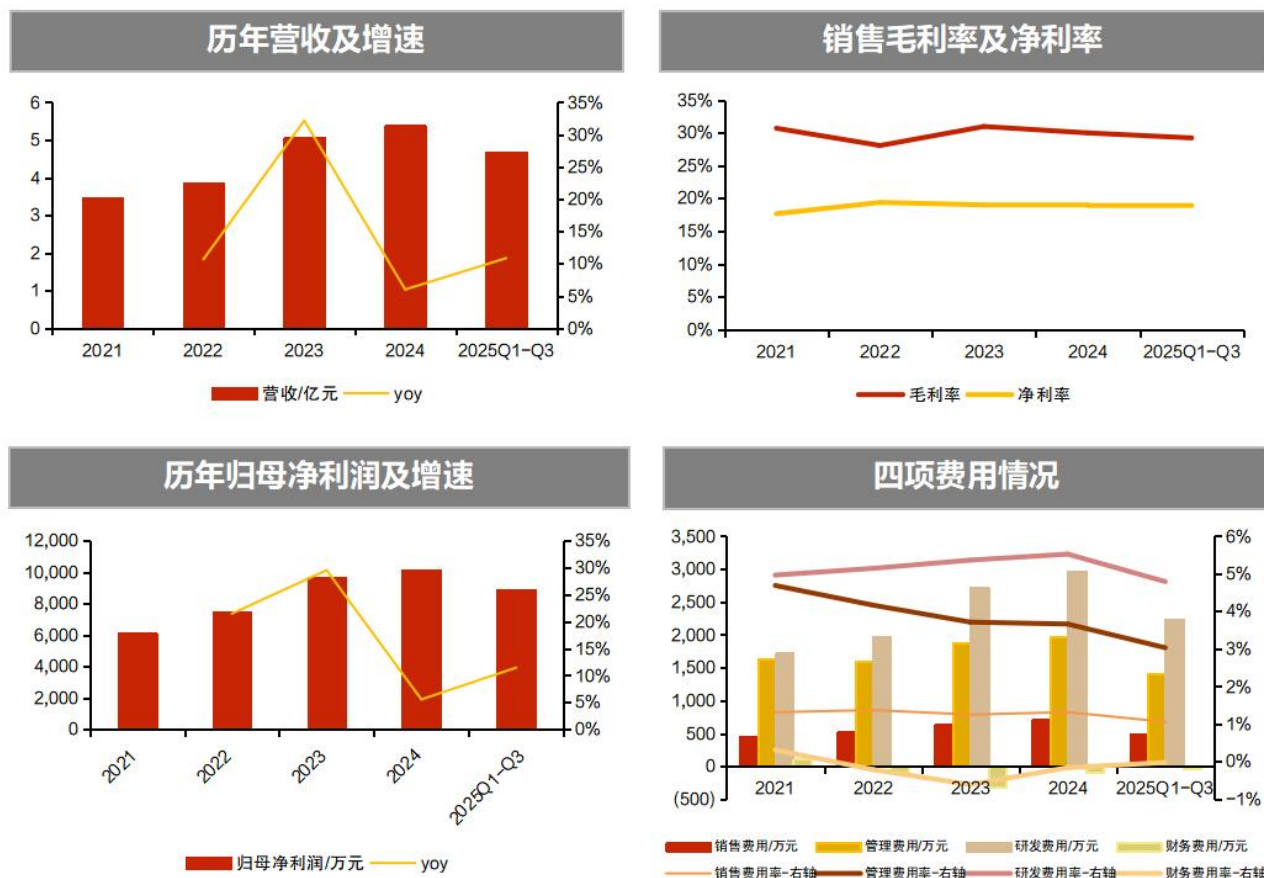
盈利能力方面，2022-2025 前三季度公司销售毛利率分别为 28.05%、30.95%、29.97% 和 29.21%。

成本管控方面，2022-2025 前三季度期间费用率分别为 10.47%、9.71%、10.34% 和 8.85%，随着公司业务规模的扩大和营业收入规模的增长，公司期间费用也相应有所增长，期间费用率波动较小。

2025 年 1-12 月，公司预计实现营业收入 60,400.00 万元至 62,400.00 万元，同比增长 12.24% 至 15.95%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 10,300.00 万元至

11,200.00 万元，同比增长 6.58%至 15.89%。公司预计 2025 年度业绩增长，主要系下游市场需求增长，以及公司持续加强与现有优质客户合作并积极拓展新客户新市场所致。

图表 9：2025Q1-Q3 公司营收 4.68 亿元 (yoy+10.85%)

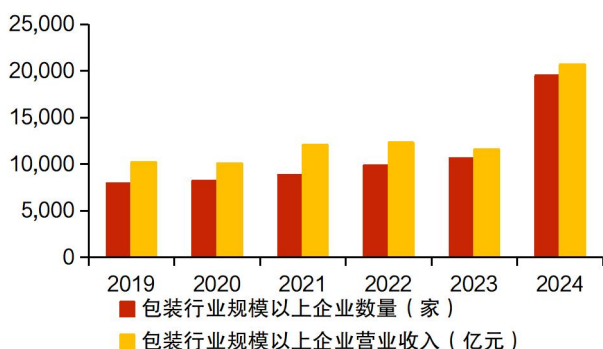


资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 行业：2024 年中国包装行业规上企业营收超 2 万亿，行业整体集中度较低

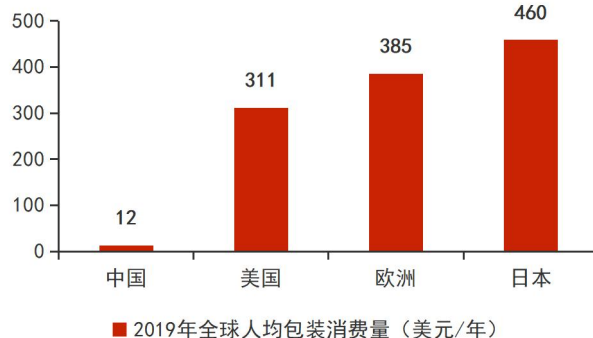
根据江天科技招股书，随着全球印刷技术的持续发展，日益多元化的消费市场催生了对包装印刷、宣传品印刷不断增长的需求和更高的品质要求，从而带动全球印刷行业的快速发展。根据 Smithers 市场研究报告《到 2027 年的包装印刷的未来》，全球包装印刷的增长或将一直持续到 2027 年，达到 5,513 亿美元。经过多年的快速发展，我国包装印刷工业总规模已跻身世界包装大国前列，并已经成为世界上规模大、发展速度快并具备潜力的市场。根据中国包装联合会发布的数据显示，近年来我国包装行业规模以上企业数量和营业收入保持增长趋势，2024 年我国包装行业规模以上企业数量达到 19,473 家，营业收入达到 20,686.59 亿元。从行业整体情况来看，我国包装印刷行业依然存在行业集中度低，市场竞争较为激烈，企业规模差异较大等问题。据《印刷经理人》杂志调查统计，2025 中国印刷包装企业 100 强销售总收入为 1,480 亿元，在行业规模中占比 7.15%。

图表 10：2024 年中国包装行业规上企业营收超 2 万亿



资料来源：历年《中国包装行业年度运行报告》、中国包装联合会、江天科技招股说明书、华源证券研究所

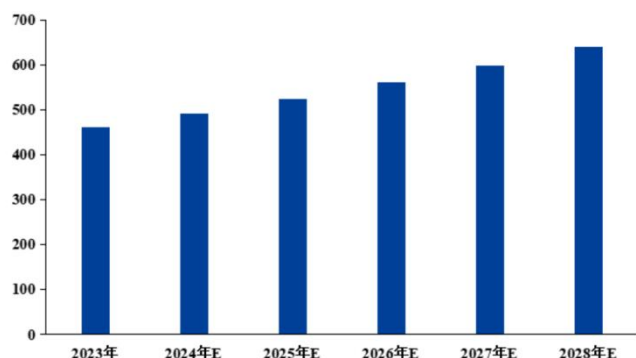
图表 11：中国人均包装消费量对比海外仍有增长空间



资料来源：柏星龙招股说明书、智研咨询、华源证券研究所

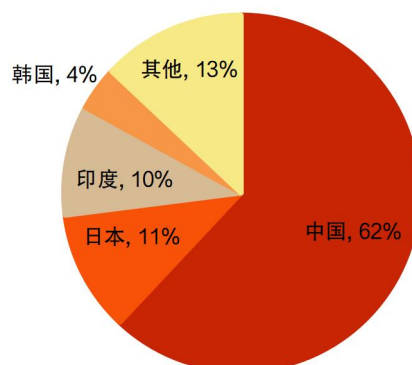
参考江天科技招股书，近年来，随着全球经济水平的持续发展，标签印刷市场呈现出稳定增长的态势。根据 The business Research Company 发布的《2024 年全球标签印刷市场报告》，2023 年全球标签印刷市场规模已达到 461.40 亿美元，并且由于近年来全球标签印刷市场的快速发展，预计 2028 年全球标签印刷市场规模达到 640.10 亿美元。根据 AWA 亚历山大沃森协会发布的市场调查结果显示，亚洲标签市场增势强劲，市场容量和潜力较大，2023 年继续占据全球标签最大的市场份额，占比达到 49%。我国标签市场的增长率一直保持在较高水平，是全球标签增速最快的市场之一。根据中国印刷技术协会组织编写的《中国印刷年鉴（2023）》，2022 年中国标签用量已占亚洲市场的 62.00%，预计到 2026 年，中国标签的用量复合年增长率或将达到 6.1%，销售额复合年增长率或达 6.6%。

图表 12：全球标签印刷行业总产值及预测(单位:亿美元)



资料来源：The business Research Company、江天科技招股书、华源证券研究所

图表 13：2022 年亚洲标签材料市场份额（按用量）



资料来源：江天科技招股书、《中国印刷年鉴（2023）》、华源证券研究所

参考江天科技招股书，根据承印材料、标签外观、贴标方式等方面的不同，标签印刷产品可分为不干胶标签、湿胶标签、模内标签、收缩套标和环绕标签。其中，不干胶标签是以纸张、薄膜或者其他特种材料为面料，背面涂有粘胶剂，以涂硅保护纸为底纸的一种复合材料，经过印刷、模切等加工后成为成品标签。相比于其他标签，不干胶标签具有承印材料多样、适用性广、贴合度好、美观度高、贴标效率高等优点。

图表 14：不干胶标签具有承印材料多样、适用性广等优点

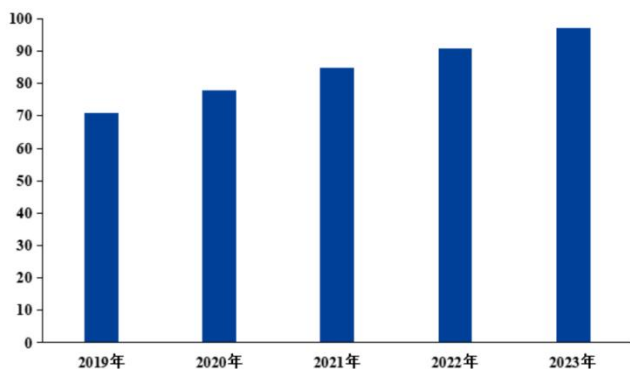
种类	承印材料	适用性	贴合度	美观度	贴标便捷性	价格	工艺设计方案	印刷工艺要求
不干胶标签	相对较广，包括纸张及 PP、PE、PVC 等各种薄膜材料	适用性较广，广泛用于食品、饮料、医药、日化、物流等行业	贴合度较好，不易起翘或脱落	印刷图案精美，色彩表现力较强	直接粘贴，贴标效率较高	适中	可选材料范围广，工艺方案丰富，可通过对标签材料和工艺设计实现对标签的整体装饰效果	以柔印、凸印、胶印为主，可应用各类组合工艺
湿胶标签	相对单一，主要为纸张	适用性一般，通常要求贴标物表面干燥	低温时干燥太慢易变形或起翘	胶水溢出容易影响美观	需要刷胶，贴标便捷性较差	低	工艺方案较为单一，大多以单一印刷方式为主	胶印和凹印为主
模内标签	相对较少，通常为 PP	适用性较差，适合库存保有单位较少的场景	标签与容器融为一体，镶嵌牢固	印刷图案精美，色彩表现力较强	需要昂贵的模具及特殊的吹塑或注塑设备	高	由于生产过程中需要经过高温处理，丝印等工艺的应用具有局限性	胶印、凹印为主
收缩套标	相对较少，通常为 PVC 或 PS	适用性一般，通常要求商品具有曲线轮廓	贴合度较好，但挤压后易起皱	标签经过热收缩后易导致图案失真	需要专门的贴标设备，对温度要求较高	较低	低端日化品和饮料标签主要以单一工艺方案为主；部分中高端日化标签使用组合印刷技术，工艺方案较为丰富	凹印为主
环绕标签	相对较少，通常为 PP	适用性一般，通常要求商品具有曲线轮廓	贴合度较差，容易脱落	印刷图案精美，色彩表现力较强	需要通过热熔胶搭边粘接	低	以饮料标签为主，工艺方案较为单一；部分中高端环绕标签使用组合印刷技术	凹印为主

资料来源：江天科技招股书、华源证券研究所

参考江天科技招股书，作为全球第二大经济体，我国在全球不干胶标签市场占据重要的角色。根据 AWA 亚历山大沃森协会的研究数据，中国不干胶标签市场规模持续增加，占整个亚洲市场的 60%，是亚太地区最大的不干胶标签市场。在国内消费品市场结构不断优化和消费结构逐步升级的大背景下，我国市场对不干胶标签的需求持续增长。参考智研咨询统计数据，2019 年至 2023 年，我国不干胶标签产量由 71 亿平方米增至 97 亿平方米，复合增长率达到了 8.11%；预计到 2031 年我国不干胶标签产量达到 155 亿平方米。

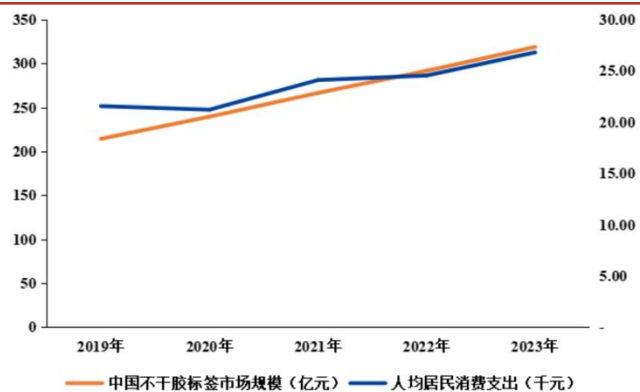
参考江天科技招股书和智研咨询，国内居民消费习惯的改变和消费结构的转型，促使消费品品质不断提升，有效增强了对不干胶标签的需求。从我国人均居民消费支出和不干胶市场规模的变化来看，2019 年至 2023 年，我国人均居民消费支出由 2.16 万元增长至 2.68 万元，复合增长率为 5.59%，我国不干胶标签市场规模由 214.34 亿元增长至 318.81 亿元，复合增长率为 10.44%，不干胶标签市场规模的增长速度高于人均居民消费支出。未来，在整体经济增速放缓的大背景下，我国对于高品质消费需求的持续提升，或将为不干胶标签市场的稳定增长提供支持。

图表 15：2019-2023 年中国不干胶标签产量统计（单位：亿平方米）



资料来源：江天科技招股书、智研咨询、华源证券研究所

图表 16：2019-2023 年我国人均居民消费支出和不干胶标签市场规模变化



资料来源：江天科技招股书、国家统计局、智研咨询、华源证券研究所

注：左轴对应中国不干胶标签市场规模

参考江天科技招股书，随着市场需求的不断提升，近年来国内标签印刷企业的数量和规模不断增加，但行业整体较为分散，集中度较低。我国销售收入在 1,000 万元以上的标签印刷企业数量在 6,000 家左右。根据行业权威杂志《标签技术》发布的《2024 中国标签产业发展报告》，印刷企业中标签印刷业务收入规模不低于 5 亿元的企业仅占总调研样本的 5.13%，不低于 1 亿元的企业仅占 21.79%。我国标签印刷行业起步较晚，在过去较长的期间内，国内中高端消费品市场主要由 CCL、正美集团等外资、中国台资优势企业所占据。但部分领先的内资企业凭借灵活高效的运作机制、市场化的经营理念和相对较低的管理成本，近年来通过不断引入先进技术、提升产品质量、拓展客户渠道，加上对终端消费市场营销经验的积累，逐步打开了部分中高端产品细分市场，并形成了自主品牌优势和本土化优势，为潜在竞争者设立了较高的进入壁垒。行业内大量的中小民营企业，由于经营规模较小，印刷技术能力较弱，缺乏国内外知名品牌的客户和业务资源，主要依靠产品成本和价格优势参与中低端市场的竞争，市场竞争激烈。未来，随着我国消费水平的持续提升，品牌消费的不断升级和个性

化定制消费的加速普及，规模较小、工艺单一的标签印刷企业或将难以满足下游消费市场需求。

江天科技主要可比公司包括香江印制、豪能科技和上海超级（安妮股份子公司）。香江印制总体规模较小，江天科技资产总额、营业收入、净利润均显著高于香江印制；豪能科技除不干胶标签业务外还从事湿强纸、镀铝纸啤酒标签、纸盒包装及覆膜产品、镀铝纸等业务，业务种类较多，规模相对较大；安妮股份除从事防伪溯源系统业务外还从事商务信息用纸业务、版权综合服务等业务，业务类别较多。劲嘉股份、新宏泽等其他公司主要从事烟标包装印刷、快递电商包装印刷、包装礼盒产品等业务，与江天科技业务及产品类别存在差异。

图表 17：江天科技主要可比公司包括豪能科技、香江印制等

公司名称	主营业务	应用领域	与江天科技的业务关联度、产品竞争状况	市场地位
江天科技	主要从事标签印刷产品的研发、生产及销售，主要产品包括薄膜类不干胶标签、纸张类不干胶标签，以及其他印刷产品	主要应用于饮料酒水、日化用品、食品保健品、石化用品等日常消费领域	/	公司业务规模较大，处于行业前列，在饮料酒水、日化用品等细分领域排名突出，是少数能够服务国内外知名中高端消费品牌客户的印刷企业，获得了较多的荣誉及资质认证，是中国标签业品牌影响力领先企业，参与起草了多项国家标准、行业标准及团体标准，并建立了全面的区域布局，在行业内居于优势地位
香江印制	主要从事各种不干胶标签和防伪标识的设计、生产和销售，为企业提供识别标识的解决方案	主要应用于精密电子、高档日化、食品医药、快消品等行业	主营产品及应用领域与江天科技较为相近；业务规模总体较小，下游客户与江天科技重叠较少，竞争程度较弱	具备稳定的原材料供应、较高的设计能力、先进的机器设备、专业的加工技术和完备的售后服务体系，主要专注于精密电子、高档日化、食品医药、快消品等领域
豪能科技	主要从事啤酒类标签、饮料牛奶包装和高档纸盒类的研发、生产和销售，主要产品包括啤酒封口铝箔顶标、湿强纸及镀铝纸啤酒标签、不干胶标签、纸盒包装及覆膜产品、镀铝纸等	主要应用于食品饮料等快速消费品制造业	主营产品中应用于食品饮料领域的不干胶标签与江天科技产品相近；与江天科技在饮料、食品等应用领域的标签业务中存在竞争	先后成功研发铝箔标签、镀铝纸、可洗不干胶标签等，改变了对相关产品进口的依赖性，逐步成为国内重要的啤酒标签供应商。现已完成在亚欧地区建立跨国生产基地的布局，在中国、比利时、波兰等地设有工厂，可以为世界各地的客户提供服务
上海超级（安妮股份子公司）	主要从事防伪溯源系统业务，产品包括润滑油标签、日化标签、酒水饮料标签、防伪标签等	主要应用于饮料酒水、日化用品、石化用品等日常消费领域	主营产品及应用领域与江天科技较为相近；与江天科技在饮料、食品、日化等应用领域的标签业务中存在竞争	防伪溯源系统业务经过十几年的发展，形成了润滑油标签、日化标签、酒水饮料标签、防伪标签等诸多优势产品，为天猫国际、嘉实多、RIO、BOSCH、TOTAL、SK、龙蟠、卢克伊尔、固特异、耐克、福斯、农夫山泉、联合利华、燕之屋、华祥苑等诸多企业提供产品
劲嘉股份	主要从事高端包装印刷品和包装材料的研究生产，产品主要包括烟标、中高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸、新型烟草制品	主要应用于高端卷烟、酒品、消费电子产品、电子烟、化妆品和食品保健品等	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异；与江天科技产品及业务基本不存在竞争	为全国 50 多家大中型卷烟厂累计开发、设计、印制了 100 多个品牌 400 多个规格的烟标，烟标的销售量位居全国第一。在烟标包装印刷领域处于领先地位
新宏泽	主要从事烟标的设计、生产及销售	主要应用于卷烟领域	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异；与江天科技产品及业务基本不存在竞争	为国内优秀的专业烟标印刷整体服务供应商，在烟标印刷行业中占有一定的市场份额

天元股份	主要从事快递电商包装印刷业，主要产品包括电子标签、塑胶包装、快递封套、缓冲包装	主要应用于快递物流和电子商务等领域	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异；与江天科技产品及业务基本不存在竞争	在现代物流业包装印刷领域的技术实力较强，2019 年被国家邮政局认定为邮政行业技术研发中心的包装印刷企业
永吉股份	主要从事烟标和其他包装印刷品的设计、生产和销售及医用及工业大麻种植及研发	主要应用于卷烟、酒水、药品等领域	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异；与江天科技产品及业务基本不存在竞争	贵州省内规模最大的专业烟标印刷企业，在贵州区域市场具有明显的领先优势
集友股份	主要从事烟用接装纸、烟标、烟用封签纸及电化铝的研发、生产及销售	主要应用于卷烟领域	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异；与江天科技产品及业务基本不存在竞争	为国内较早烟用接装纸专业生产厂商之一，在行业中处于领先地位
柏星龙	主要从事酒、化妆品、茶叶、食品等消费品包装的研发、生产与销售，并提供创意设计服务	主要应用于酒、化妆品、茶叶、食品等消费品领域	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异；与江天科技产品及业务基本不存在竞争	为国内较早从事创意包装业务的企业，其创意设计能力突出，具有一定的市场地位

资料来源：江天科技招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司产品聚焦于中高端消费品品牌标签，依托雄厚的技术实力和持续的创新能力，获得了主管部门、行业组织以及下游客户的高度认可，在标签印刷行业内具备领先的品牌影响力和突出的行业地位。公司凭借技术壁垒、客户资源壁垒以及规模化生产能力，有望进一步扩大市场占有率。截至 2025 年 12 月 12 日，可比公司 PE TTM 均值达 53X，建议关注。

图表 18：可比公司 PE TTM 均值达 53X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率	2024 年研发费用率
柏星龙	920075.BJ	16.31	60.74	5.92	4,123.22	33.47%	6.92%	3.65%
永吉股份	603058.SH	38.15	29.21	9.05	16,001.58	40.17%	18.74%	5.12%
新宏泽	002836.SZ	39.91	70.02	3.67	6,249.72	36.72%	17.03%	4.01%
均值		31.45	53.32					
中值		38.15	60.74					
江天科技	920121.BJ	-	-	5.38	10,181.46	29.97%	18.92%	5.52%

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：数据截至 2025/12/12

5. 风险提示

市场竞争风险：标签印刷行业集中度低，行业竞争较为激烈。我国作为具有发展潜力的消费市场，消费品牌标签市场需求强劲。一方面，CCL、正美集团等行业内领先的标签印刷企业将进一步加大对中国大陆市场的投入，对国内标签印刷企业形成压力；另一方面，随着柔性版印刷、数字印刷等印刷技术的应用日渐广泛，国内标签印刷企业纷纷引入先进的印刷设备、学习先进的印刷技术，市场竞争程度日益加剧。若公司未来技术水平、响应能力和服

务水平不能随着行业整体发展而相应提升，或者落后于主要竞争对手，将会导致公司市场竞争力下降，从而存在公司现有市场份额被抢占、经营业绩下滑的风险。

原材料价格波动的风险：2022-2025H1，公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为 77.75%、79.81%、79.55%和 79.88%。公司生产所用主要原材料为薄膜类和纸张类不干胶材料，其中薄膜类不干胶材料主要为聚丙烯、聚乙烯等进一步加工涂布背胶后的材料，纸张类不干胶材料主要为铜版纸。上游原油市场和木浆市场的波动对公司主要材料采购价格影响较大，从而对主要产品的生产成本产生一定影响。如未来主要原材料价格大幅上涨，公司难以及时通过成本管控措施以及产品价格调整消化上述影响，将对公司的盈利水平及经营业绩产生不利影响。

产品销售价格进一步下降风险：2022-2025H1，公司主要产品薄膜类不干胶标签的平均销售单价分别为 7.98 元/平方米、6.96 元/平方米、6.71 元/平方米和 5.84 元/平方米，纸张类不干胶标签的平均销售单价分别为 8.56 元/平方米、8.00 元/平方米、7.32 元/平方米和 7.70 元/平方米，整体呈下降趋势。受市场竞争情况、对客户的议价能力、产品结构、原材料采购成本等因素的影响，公司产品销售价格可能存在波动。以 2024 年收入和成本结构为基础，假设在成本等其他条件不变的情况下，薄膜类不干胶标签产品销售价格上升或下降 5%，公司利润总额将上升或下降 18.64%；纸张类不干胶标签产品销售价格上升或下降 5%，公司利润总额将上升或下降 3.46%；全部主营业务产品销售价格上升或下降 5%，公司利润总额将上升或下降 23.36%。如未来主要产品销售价格出现大幅下滑，公司难以及时通过成本管控措施消化上述影响，将对公司的盈利水平产生不利影响，可能导致经营业绩下滑。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。