

2025 年 12 月 14 日

# 江天科技(920121): 行业领先的消费品标签印刷商, 募投扩产能

## ——北交所新股申购策略报告之一百五十二

### 相关研究

### 证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com

### 研究支持

吕靖华 A0230124070002  
lvjh@swsresearch.com

### 联系人

吕靖华 A0230124070002  
lvjh@swsresearch.com

- **基本面: 行业领先的消费品标签印刷商。**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。**品牌影响力强, 行业地位突出。**公司在国内标签印刷行业中位于前列, 并在饮料食品、日化用品等细分领域排名突出。根据中国包装联合会出具的证明, 2021 年、2022 年公司日化类标签市场占有率稳居国内第 2、江苏省内第 1, 2022 年饮料酒水类标签市场占有率位居国内前 4、江苏省内第 1。**客户资源优质稳定。**公司产品聚焦于中高端消费品品牌标签, 目前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、道达尔、惠氏、亿滋等全球知名品牌客户, 以及农夫山泉、香飘飘、喜茶、伊利、蒙牛、海天、蓝月亮等国内知名品牌客户。**营收和盈利稳健增长。**2024 年实现营收 5.38 亿元, 近 3 年 CAGR 为+18.36%; 2024 年实现归母净利润为 10181.46 万元, 近 3 年 CAGR 为+16.94%。
- **发行方案:**本次新股发行采用直接定价方式, 并采用战略配售与网上发行结合方式, 申购日期 2025 年 12 月 16 日, 申购代码“920121”。初始发行规模 1321 万股, 占发行后公司总股本的 20%, 预计募资 2.8 亿元, 发行后公司总市值 14.01 亿元。新股发行价格 21.21 元/股, 发行 PE(TTM)为 12.63 倍, 可比上市公司 PE (TTM) 中值为 49.08 倍。网上顶格申购需冻结资金 1261.1466 万元, 网下战略配售共引入战投 3 名, 包括 1 家资管计划, 1 家券商, 1 家地方国资平台。
- **行业情况: 全球不干胶标签印刷市场迎来快速发展。**根据 AWA 亚历山大沃森协会最新全球不干胶印刷市场预测研究报告, 2023-2026 年间, 全球不干胶印刷市场将保持 3.3% 的年复合增长率。从不干胶市场的地区分布来看, 2023 年亚洲不干胶标签市场份额达到 44%, 是全球最大的不干胶标签市场。**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。智研咨询统计数据显示, 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将达到 155 亿平方米。**行业规模庞大, 但集中度较低。**据统计, 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%。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将难以满足下游消费市场需求。
- **申购分析意见:**积极参与。公司系行业领先的中高端消费品不干胶标签印刷商, 品牌影响力强、行业地位突出, 积累众多知名品牌客户, 如养生堂/农夫山泉、联合利华、蓝月亮等。当前, 标签印刷行业竞争格局分散, 公司募投扩产能巩固优势地位, 关注行业集中度提升机遇。新股首发博弈面来看, 首发估值低、可流通比例低、流通盘小、无老股, 建议积极参与。
- **风险因素:** 1) 市场竞争风险; 2) 原材料价格波动的风险; 3) 对主要客户养生堂/农夫山泉的依赖风险; 4) 对主要供应商艾利丹尼森的依赖风险等。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

1. 行业领先的消费品标签印刷商，募投扩产能 ..... 4
2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较高 5
3. 行业情况：市场规模庞大，竞争格局分散 ..... 6
4. 竞争优势：优质大客户、技术工艺、综合解决方案、快速规模化生产等优势 ..... 7
5. 主要风险：市场竞争、原材料价格波动、主要客户依赖、主要供应商依赖等风险 ..... 7
6. 可比公司：体量小，毛利率处行业中游..... 8
7. 申购分析意见：积极参与..... 8

## 图表目录

---

图 1：公司 2024 年主营构成（按产品类型） .....	4
图 2：公司 2024 年主营构成（按销售区域） .....	4
表 1：募投项目情况（单位：万元） .....	5
表 2：江天科技重要发行要素一览 .....	5
表 3：江天科技可比公司收入结构 .....	8
表 4：江天科技可比公司财务对比 .....	8
表 5：江天科技可比上市公司情况 .....	9

# 1. 行业领先的消费品标签印刷商，募投扩产能

**行业领先的消费品标签印刷商。**公司成立于 1992 年，位于江苏省苏州市，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。

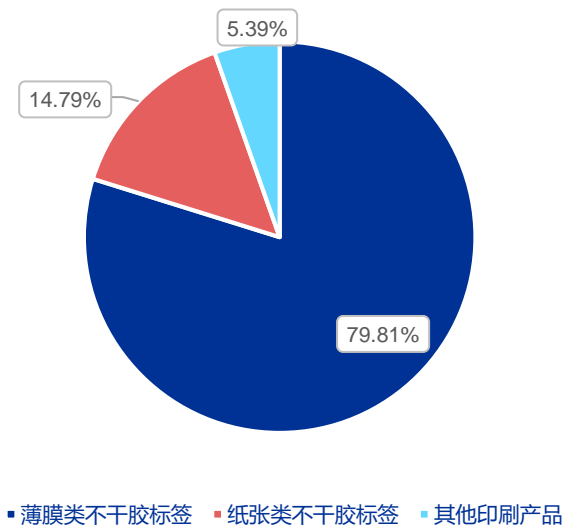
**专注技术研发创新与产业化应用。**公司已掌握组合印刷技术、色彩管理技术、精准裁边及减废排版工艺、浮雕和定位冷烫工艺等核心技术或工艺。截至报告期末，公司拥有专利 124 项，其中发明专利 14 项；拥有软件著作权 8 项。公司获得了“国家印刷示范企业（专业特色类）”、“江苏省省级企业技术中心”、“江苏省专精特新中小企业”等荣誉奖项，参与制定了多个重要国家标准、行业标准及团体标准。

**品牌影响力强，行业地位突出。**公司在国内标签印刷行业中位于前列，并在饮料食品、日化用品等细分领域排名突出。2022 年至 2025 年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，根据中国包装联合会出具的证明，2021 年、2022 年公司日化类标签市场占有率稳居国内第 2、江苏省内第 1，2022 年饮料酒水类标签市场占有率位居国内前 4、江苏省内第 1。

**客户资源优质稳定。**公司产品聚焦于中高端消费品品牌标签，目前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、道达尔、惠氏、亿滋等全球知名品牌客户，以及农夫山泉、香飘飘、喜茶、伊利、蒙牛、海天、蓝月亮等国内知名品牌客户。

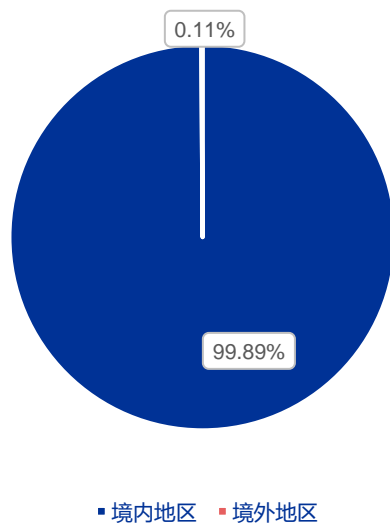
**营收和盈利稳步增长。**2024 年实现营收 5.38 亿元，近 3 年 CAGR 为+18.36%；2024 年实现归母净利润为 10181.46 万元，近 3 年 CAGR 为+16.94%。2024 年毛利率 29.97%，较 2023 年减少 0.98pct；净利率 18.92%，较 2023 年减少 0.08pct。

图 1：公司 2024 年主营构成（按产品类型）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 2：公司 2024 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**募投扩产能，巩固公司行业优势地位。**公司将引进国内外高端的印刷设备，进一步扩大以柔性版印刷为主的组合印刷生产规模，本项目建成达产后，公司规模化生产优势将进一步提升，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。

**表 1：募投项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资额	拟使用募集资金投入金额	预计达产后年产能
包装印刷产品智能化生产线 建设项目	50,307.30	50,307.30	8,129 万 m <sup>2</sup> /年
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：招股说明书，申万宏源研究

## 2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较高

### 发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 21.21 元/股。初始发行规模 1,321.3637 万股，占发行后总股份的 20%。发行后预计可流通比例为 18%，老股占可流通比例为 0%，无老股。

(2) 3 家机构投资者参与战略配售，包括 1 家资管计划，1 家券商，1 家地方国资平台。网上顶格申购量 59.46 万股，需冻结资金 1,261.1466 万元，顶格门槛较高。

**表 2：江天科技重要发行要素一览**

基本信息	股票代码	920121.BJ	所属申万一级行业	轻工制造
	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	主承销商	国投证券
	初始发行股份数量 (万股)	1,321.3637	占发行后总股本比例	20.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	日期与申购限制	路演日	2025/12/15	申购日
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 年收入 (万元)	53,815.34	2024 年净利润 (万元)	10,181.46
	2024 年综合毛利率%	29.97	2024 年加权 ROE%	26.22
	2024 年收入增长率%	6.00	2024 年归母净利润增长率%	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	18.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	12.63	发行 PE (LYR) (倍)	13.76
	停牌前 60 天交易均价	无	停牌收盘价 (元)	无

资料来源：Choice，公司公告，申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2. 发行 PE (TTM) 按发

行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3.发行 PE (LYR) 按 2024 年归母净利计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

### 3. 行业情况：市场规模庞大，竞争格局分散

**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。适用性较广，**下游**广泛用于食品、饮料、医药、日化、物流等行业。

**全球不干胶标签印刷市场迎来快速发展。**根据 AWA 亚历山大沃森协会最新全球不干胶印刷市场预测研究报告，2023-2026 年间，全球不干胶印刷市场将保持 3.3% 的年复合增长率。从不干胶市场的地区分布来看，AWA 亚历山大沃森协会的数据显示，2023 年亚洲不干胶标签市场份额达到 44%，是全球最大的不干胶标签市场。

**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。智研咨询统计数据显示，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将达到 155 亿平方米。

#### 标签印刷行业的发展与居民消费水平密切相关，

**1) 饮料市场需求：**根据中商产业研究院报告数据显示，2019 年至 2023 年我国软饮料行业市场规模已从 7,784 亿元增长至 9,092 亿元，并且预测 2024 年我国软饮料行业销售额将达到 9,663 亿元。以饮料行业龙头企业农夫山泉为例，2021 年至 2024 年其营业收入持续增长，复合增长率达到 13.04%。

**2) 日化用品市场需求：**根据国家统计局数据显示，2019 年至 2023 年，我国日用品及化妆品零售额由 9,103 亿元增长至 11,718 亿元，2024 年进一步增长至 12,448 亿元，年均复合增长率为 6.46%。

**3) 医药保健品市场需求：**数据显示，近年来中国居民人均医疗保健消费支出呈快速增长的趋势，由 2019 年的 1,902.00 元增长至 2024 年的 2,547.00 元，复合增长率为 6.01%，居民人均医疗保健消费支出占人均可支配收入比重处于 6.00% 以上的较高水平。

**行业规模庞大，但集中度较低。**我国已经成为世界上最大的标签生产国和消费国，但行业整体较为分散，集中度较低。据统计，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%。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将难以满足下游消费市场需求。

## 4. 竞争优势：优质大客户、技术工艺、综合解决方案、快速规模化生产等优势

**(1) 优质大客户优势。**凭借稳定优异的产品质量、高效快速的应对能力、专业的标签印刷综合解决方案能力,公司积累了丰富的标签方案设计和优化经验,是国内少数能够与 CCL、正美集团等行业内领先企业同时进入联合利华、宝洁、壳牌、农夫山泉、香飘飘、喜茶等国内外知名消费品牌企业供应链体系的标签供应商。

**(2) 技术工艺优势。**凭借着深厚的技术积淀和持续的创新,目前公司已熟练掌握较为先进的以柔性版印刷为主的组合印刷生产技术,能够熟练使用先进印刷设备,综合运用各类印刷工艺和装饰工艺,为客户提供综合性的标签解决方案。公司丰富的生产经验和工艺技术优势,为各类应用场景的有效应对、高效稳定的生产提供了有力保障。

**(3) 综合解决方案优势。**公司在标签印刷领域积累了丰富的生产技术经验,并持续对生产工艺和流程进行创新、改进,已具备在承印材料选取、色彩和油墨方案定制、工艺方案设计及优化、消费场景应对等方面的综合服务能力,可以根据客户需求为其提供一体化的标签综合解决方案。

**(4) 快速规模化生产优势。**一方面,印前处理流程优化,公司将数字印刷技术与其他印刷技术相结合,将从接到客户图样到提出工艺设计方案、形成规模化量产的产品开发周期缩短至 1 周以内,最快 3 天即可达到量产条件,开发效率相比于传统模式显著提升。另一方面,生产工艺及工序优化,以产品备线换线为例,通过建立标准化操作规范,公司将不同产品线开机调试和产品切换的时间由原先的近 2 个小时降低至 40 分钟,有效提升了整体生产效率。

## 5. 主要风险：市场竞争、原材料价格波动、主要客户依赖、主要供应商依赖等风险

- (1) 市场竞争风险;
- (2) 原材料价格波动的风险;
- (3) 对主要客户养生堂/农夫山泉的依赖风险;
- (4) 对主要供应商艾利丹尼森的依赖风险等。

## 6. 可比公司：体量小，毛利率处行业中游

表 3：江天科技可比公司收入结构

代码	简称	2024 年收入结构
920075.BJ	柏星龙	产品包装业务:93.02%,设计业务:6.36%,其他业务:0.62%
002235.SZ	安妮股份	商务信息用纸:42.75%,防伪标签:30.31%,票据印刷:19.25%,非业务:4.25%,版权技术及保护业务:2.12%,其他主营业务:1.24%,互联网数字营销:0.08%
603058.SH	永吉股份	烟标:65.54%,纸品:40.14%,医药大麻:15.73%,酒盒:10.25%,铝纸及框架纸:3.97%,其他主营业务:3.31%,药盒:1.2%,内部抵销:-40.14%
603429.SH	集友股份	烟标:41.25%,烟用接装纸:34.24%,社会包装印刷品:22.02%,其他业务:1.51%,其他主营业务:0.99%
002191.SZ	劲嘉股份	精品纸包装:60.72%,镭射包装材料:27.32%,其他主营业务:21.43%,新型烟草制品:8.33%,内部抵销:-17.8%
002836.SZ	新宏泽	烟标:99.29%,其他业务:0.71%
003003.SZ	天元股份	塑胶包装系列:27.81%,电子标签系列:27.65%,其他主营业务:18.36%,快递封套系列:12.54%,缓冲包装系列:4.57%,塑胶料、纸类及油品贸易业务:4.23%,票据系列:2.41%,缠绕膜系列:1.66%,其他业务-其他:0.77%
920121.BJ	江天科技	薄膜类不干胶标签:79.81%,纸张类不干胶标签:14.79%,其他印刷产品:5.39%

资料来源：Choice，申万宏源研究

表 4：江天科技可比公司财务对比

代码	简称	2024 收入 (百万元)	2024 归母净利润 (百万元)	2024 年收入增长率 (%)	2024 年归母净利润增长率 (%)	2024 年毛利率 (%)	2024 年研发支出占比 (%)	2024 年应收账款周转天数 (天)
920075.BJ	柏星龙	592.41	41.23	10.21	-10.53	33.47	3.65	80
002235.SZ	安妮股份	344.02	28.15	-6.50	110.12	20.21	3.09	104
603058.SH	永吉股份	905.13	160.02	10.69	59.77	40.17	5.12	117
603429.SH	集友股份	457.98	-72.46	-30.87	-162.10	34.64	5.20	38
002191.SZ	劲嘉股份	2,857.16	71.99	-27.58	-39.19	26.95	5.52	140
002836.SZ	新宏泽	366.96	62.50	107.19	220.99	36.72	4.01	25
003003.SZ	天元股份	1,151.47	63.87	-18.72	27.40	18.11	4.51	63
920121.BJ	江天科技	538.15	101.81	6.00	5.55	29.97	5.52	88

资料来源：Choice，申万宏源研究

## 7. 申购分析意见：积极参与

公司系行业领先的中高端消费品不干胶标签印刷商，品牌影响力强、行业地位突出，积累众多知名品牌客户，如养生堂/农夫山泉、联合利华、蓝月亮等。当前，标签印刷行业竞争格局分散，公司募投扩产能巩固优势地位，关注行业集中度提升机遇。

新股首发博弈面来看，首发估值低、可流通比例低、流通盘小、无老股，建议积极参与。

**表 5：江天科技可比上市公司情况**

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
920075.BJ	柏星龙	16.3	61
002235.SZ	安妮股份	74.5	-
603058.SH	永吉股份	38.1	29
603429.SH	集友股份	50.1	-
002191.SZ	劲嘉股份	59.4	-
002836.SZ	新宏泽	39.9	70
003003.SZ	天元股份	23.6	37
<b>均值</b>		<b>39.5</b>	<b>49</b>
<b>中值</b>		<b>39.0</b>	<b>49</b>
<b>920121.BJ</b>	<b>江天科技</b>	<b>14.0</b>	<b>13</b>

资料来源：Choice，申万宏源研究

注：股价为 2025/12/12 收盘价格；均值/中值计算剔除负值和极端值安妮股份、集友股份、劲嘉股份

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。