证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

纸包装

方大股份（838163） 无评级

重大事件快评

2020 年 07 月 07 日

精于快递物流包装材料制造，与全球客户共同成长

证券分析师： 彭若恒 pengruoheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司于 2020 年 7 月 3 日进行了公开发行网上申购，发行成功后将挂牌精选层。公司本次申请选择以净利润为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1,500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2,500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”，公司市值按发行价格 8.38 元/股、全额发行后 1.26 亿股计算为 10.56 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 2858/3428 万元，加权平均净资产收益率 12.43/16.07%。公司本次拟公开发行不超过 1510.5 万股，募集资金 1.68 亿元，投入“可变信息标生产线建设项目”项目。

国信新三板观点：1）公司为物流包装材料领域具有较强创新研发能力的优质企业； 2）公司下游客户主要为物流行业企业，可与行业共同成长 3）2019/2020Q1 年实现收入 2.42/0.51 亿元，同比-11.19/-23.74%，归母净利润 0.29/0.09 亿元，同比-16.51/19.15%， 2019 年 EPS 为 0.26 元，PE 为 34.87 倍；4）风险提示：市场集中度低竞争加剧；环保政策倒逼产品变革；贸易局势再升级；首次发行失败。5）投资建议：公司在研发与技术创新方面具有较强优势，带来性能质量突出的产品。公司凭借规模化生产优势，可提供品类及规格丰富的产品，满足快递物流企业等各类客户极为多样化的需求，并降低采购和单位产品生产成本，形成规模经济效应。另一方面，公司产品远销海外多国，在下游市场中形成了良好的口碑，行业知名度不断提高，客户群不断扩大，并与知名客户形成了较长期的稳定合作关系。而此次募投项目建设可进一步扩充公司产能并实现产品及工艺升级，提升竞争优势。总体来看公司为物流包装材料领域优质创新型企业，建议持续关注。

评论：

■ **主攻快递物流包装材料的高新技术企业，全球积累优质客户**

公司成立于 2003 年，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。

公司拥有经验丰富的研发技术团队、精密的实验设备以及自主研发的数十种技术配方，公司掌握了生产热熔胶、热敏纸、PE 膜、特种不干胶信息记录材料等前端工序的生产工艺，实现了产业链的延伸，成为国内快递物流包装行业内少数自主生产热熔胶、热敏纸等原材料的企业之一。

凭借核心技术优势、研发实力、高性价比的产品和多年积累的行业经验，公司已在全球范围内积累了庞大的客户群体，其中包括苏宁、天天快递、京东、顺丰、日本凸版、UPS、Fedex、DHL 等大型知名企业，主营产品远销欧洲、美洲、亚洲、大洋洲、非洲等数十个国家或地区，形成了良好的口碑和一定的行业影响力。

■ **股权高度集中，控股股东、实际控制人杨志为公司重要技术负责人**

公司控股股东、实际控制人为杨志，直接持有公司股份 73.63%并通过一致行动协议控制公司股份共计 83.09%，其余股东持股均不超 5%。杨志在公司任董事长兼总经理，具有材料科学相关专业背景，是公司核心技术人员之一，参与了背胶袋连续热合装置、热熔压敏胶及其制备方法、塑料保安袋、双螺杆挤出机生产热熔压敏胶方法等诸多项目的研发，并以公司名义申请发明和实用新型专利。除杨志外公司核心高管还包括刘燮、许硕、安淑敬、田新生等 4 人，在所负责领域皆有较丰富的专业经验背景，总体较为年轻，皆直接持有一定数量公司股份。

表 1：公司实控人、核心高管情况

人员	公司职务	个人履历
杨志	董事长、总经理	1966 年出生，本科学历，毕业于华东理工大学感光材料专业。曾就职于石家庄电力局；任河北华益特种纸有限公司总经理；石家庄森帝工贸有限公司总经理。2003 年开始任公司前身方大包装董事、执行董事、总经理；
刘燮	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	1976 年出生，大专学历，毕业于石家庄经济学院会计专业，中级会计师。曾任石家庄焦化集团财务部副处长；河北搜才人力资源股份有限公司财务总监、董事会秘书。2015 进入方大包装任财务总监。
许硕	董事、副总经理	1971 年出生，硕士研究生学历，毕业于对外经济贸易大学 MBA 专业（全日制）。曾任就职于河北华益特种纸有限公司总经理秘书、办公室主任、销售部经理；山西临汾江南印务有限公司石家庄办事处销售经理。2009 进入方大包装，任海外市场销售总监。
安淑敬	董事、副总经理	1973 年出生，高中学历，物流师。曾任包头康益科技有限公司实验员；新河县橡胶厂任业务内勤；石家庄新华保健品厂实验员；新东纺织品（石家庄）有限公司生产助理，后自主创业。2004 年进入方大包装，任副总经理。
田新生	副总经理	1962 年出生本科学历，毕业于河北工业大学（原河北工学院）机械制造专业，助理工程师。曾就职于河北装潢印刷机械厂，历任助理工程师、技术主任；后任石家庄市东大印刷机械厂长；广州市新怡印务有限公司工程师、设备主管；济南万昌印刷包装有限公司总工程师；西安雄峰印刷包装有限公司总经理。2015 年开始进入公司前身，任工程师。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营业务分析：背胶袋和可变信息标签为最主要产品，工艺优势突出受客户认可，收入以境外为主

公司主要产品为在物流快递过程中使用的各类包装材料，具体产品种类达到上千种，可定制化的满足客户的不同需求，主要包括背胶袋、可变信息标签、防水袋和气泡袋等。其中背胶袋和可变信息标签为最主要产品，前者为欧美快递物流行业多年习惯使用的一个产品。主要产品的功能用途等具体情况如下表所示：

表 2：公司主要产品具体情况

产品名称	功能用途	产品图片样例
背胶袋	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。背胶袋可以很好的保证文件在运输过程中的私密性、安全性。	
可变信息标签	可变信息标签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。公司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。	
防水袋	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	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、家用电器、自行车、厨房、家具和油漆制品、玻璃制品及精密仪器等抗震性缓冲包装。	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

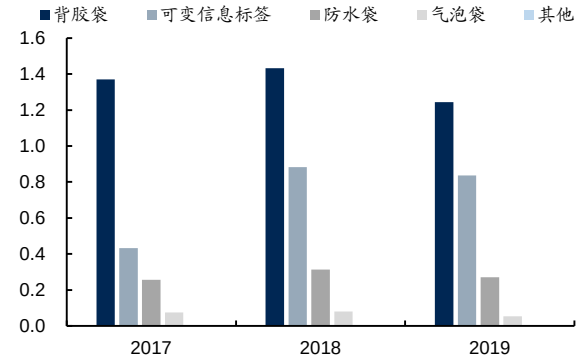
良好的工艺技术使公司主要产品具备突出的质量性能。例如公司生产的背胶袋采用了自主研发的热熔压敏胶技术及专有生产工艺和设备，具有优异的粘贴效果，既能防灰尘和水分，同时还能够适应全球各地温差的变化，达到了欧盟 REACH 法规的要求，满足了海外高端客户的进口需求。

从产品收入结构来看，2019 年公司主营业务收入总额为 2.41 亿元（-11.10%），其中销售占比过半的背胶袋为 1.24 亿元（-13.11%，占比 51.7%）、第二大产品可变信息标签为 0.84 亿元（-5.27%，占比 34.7%）、防水袋为 0.27 亿元（+14.02%，占比 11.2%），气泡袋 0.05 亿元（-34.28%，占比 2.2%），其他产品 0.01 亿元。

从毛利润结构来看，2019 年背胶袋毛利贡献最大达 66.6%（毛利率 35.9%），可变信息标签毛利润占比 23.5%（毛利率而毛利率 18.9%），防水袋毛利润占比 6.2%（毛利率 15.5%）气泡袋毛利润占比 3.6%（毛利率 45.8%），其他产品贡献

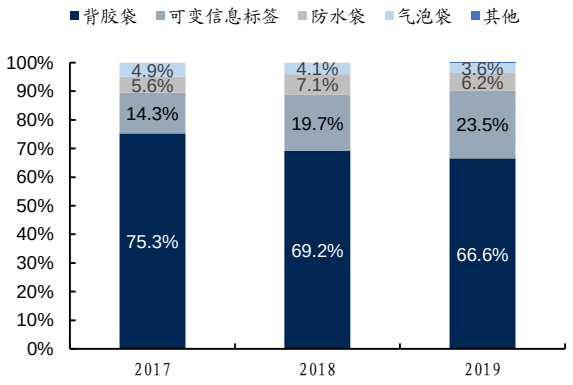
毛利润 0.02%。

图 1：2017-2019 公司分产品主营收入（亿元）



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

图 2：2017-2019 公司分产品毛利润占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司客户类型既包括快递物流公司，也有生产或销售包装材料的企业，主要客户包括苏宁、天天快递、京东、顺丰、日本凸版、UPS、Fedex、DHL 等知名企业。大型知名企业对供应商的选择一般较为严格、谨慎，而一旦建立了合作关系，通常将为长期合作并且很少更换供应商。2017-2019 年前五大客户的销售贡献分别为 25.5/38.4/35.4%左右，包括天天快递、日本凸版、Southgate Packaging、UPS 等，具体情况如下：

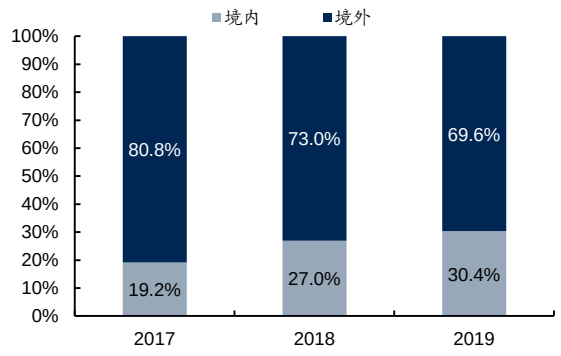
表 3：公司前五大客户情况

排序	2019 客户名称	占营收比例	2018 客户名称	占营收	2017 客户名称	占营收
1	天天快递有限公司/江苏苏宁贸易有限公司	14.23%	天天快递有限公司/江苏苏宁贸易有限公司	18.66%	UPS	7.80%
2	日本凸版	6.55%	UPS	5.33%	Southgate Packaging Limited	5.98%
3	Thermal Media Inc.	5.63%	日本凸版	5.05%	天天快递有限公司/江苏苏宁贸易有限公司	4.07%
4	Southgate Packaging Limited	5.43%	Southgate Packaging Limited	4.79%	KALENA Polska Sp. z o. o. Sp. k.	3.97%
5	Laddawn Inc.	3.55%	BOX	4.60%	BOX	3.73%
	合计	35.39%	合计	38.43%	合计	25.55%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

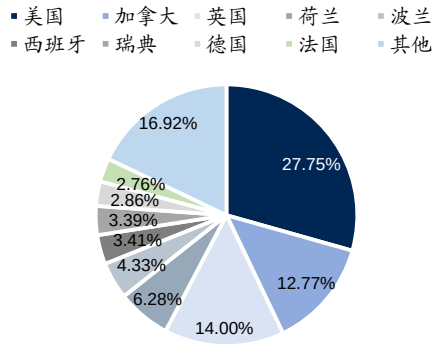
按销售区域来划分，境外销售是公司主要收入来源，2017-2019 年境外主营收入占比分别为 80.8/73.0/69.6%，从具体国家来看，2019 年对美国销售额最，占比 27.7%，其次为加拿大、英国和德国，分别占 12.8%、14.0%和 6.3%，其余国家销售占比皆不足 5%。

图 3：2017-2019 公司主营收入分地区占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

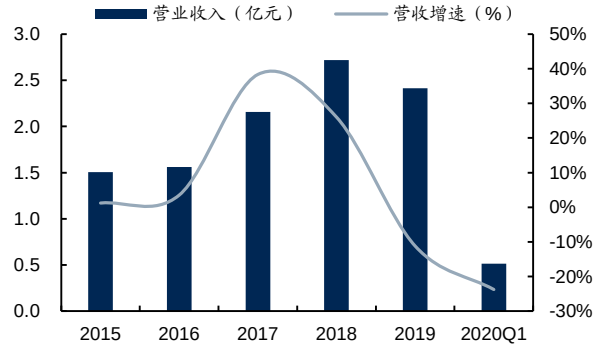
图 4：公司境外主营收入分国家占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

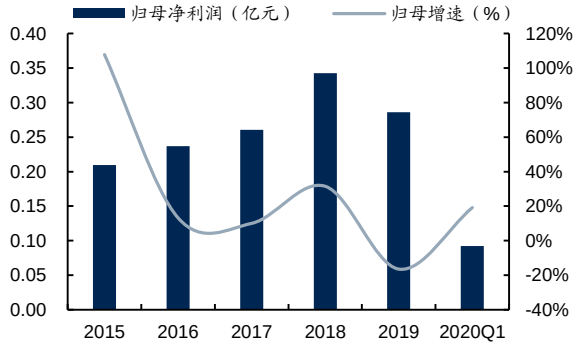
■ 公司财务情况

图 5： 2015-2020Q1 营业收入及增速



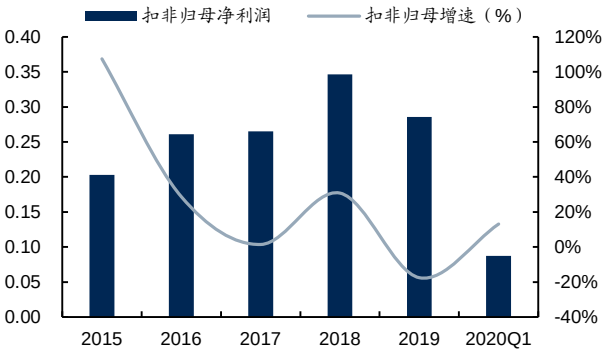
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6： 2015-2020Q1 归母净利润及增速



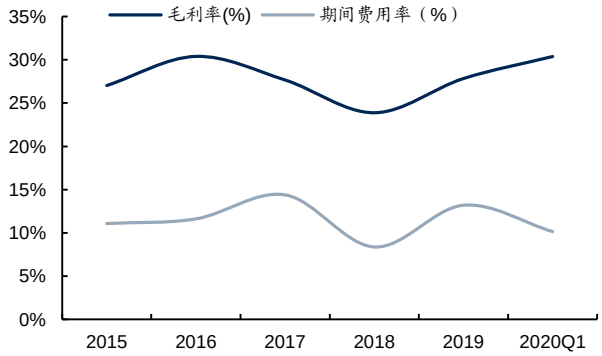
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2015 年增速为 305.69%

图 7： 2015-2020Q1 扣非归母及增速



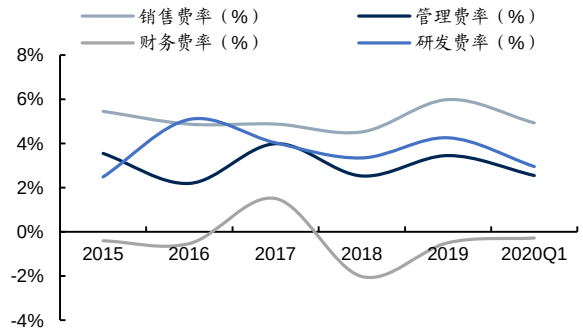
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2015 年增速为 409.98%

图 8： 2015-2020Q1 毛利率及期间费用率



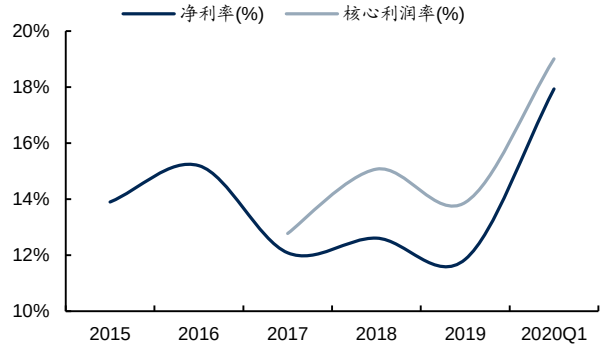
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9： 2015-2020Q1 四项期间费用率



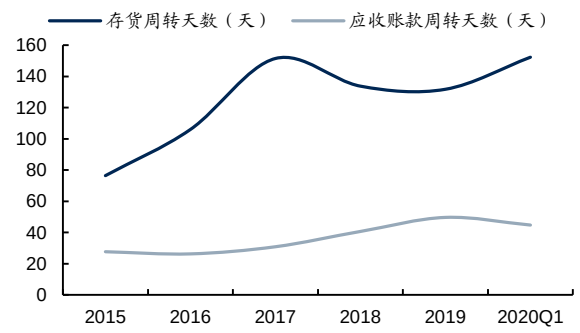
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10： 2015-2020Q1 净利率及核心利润率



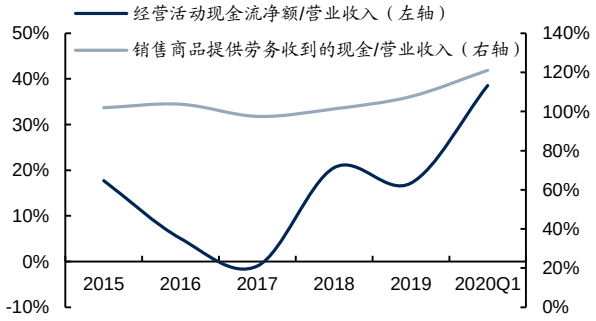
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
核心利润率：毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 11： 2015-2020Q1 存货及应收周转天数



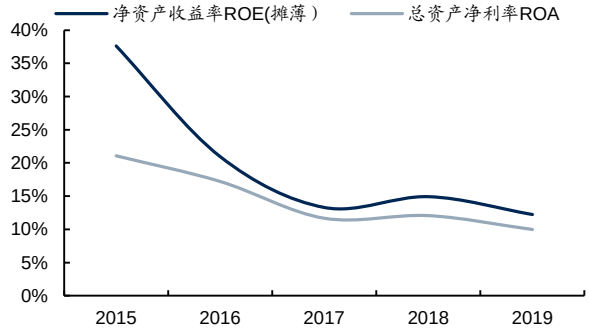
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12： 2015-2020Q1 现金流情况



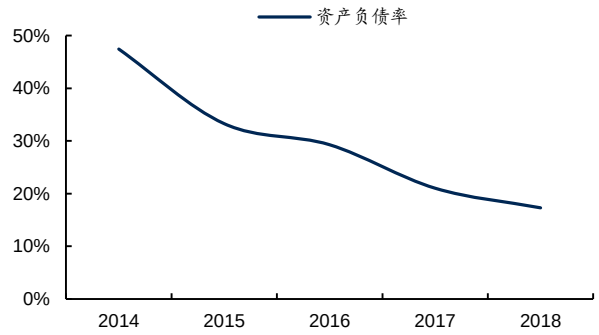
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13： 2015-2020Q1 净资产收益率及总资产净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14： 2015-2020Q1 资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 募投项目：扩大公司可变信息标签产品生产能力，发挥规模化竞争优势，实现产品及工艺升级

公司本次拟募集资金 16,808.20 万元，将全部投入可变信息标生产线建设项目，解决当前产能难以满足下游大客户需要的问题，并更好发挥规模优势。同时本次募投项目建设将引进国外先进的自动化生产、测试装备，科提升自动化制造水平和产品工艺水平，有助于丰富产品线和加快产品升级，促进公司生产适应未来行业更严格的技术标准的产品，提升公司产品市场竞争力。

表 4：募投项目情况

项目序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（万元）	备案、环评情况	拟建设周期
1	可变信息标生产线建设项目	17,237.20	16,808.20	元经审备字[2020]2 号、元行审环批[2020]21 号	2 年

资料来源:公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 投资建议

公司在研发与技术创新方面具有较强优势，带来性能质量突出的产品。凭借规模化生产优势，公司可提供品类及规格丰富的产品，满足快递物流企业等各类客户极为多样化的需求，并降低采购和可单位产品生产成本，形成规模经济效应。另一方面，公司产品远销海外多国，在下游市场中形成了良好的口碑，行业知名度不断提高，客户群不断扩大，并与知名客户形成了较长期的稳定合作关系。而此次募投项目建设可进一步扩充公司产能并现产品及工艺升级，提升竞争优势。总体来看公司为物流包装材料领域优质创新型企业，建议持续关注。。

■ 风险提示：市场集中度低竞争加剧；环保政策倒逼产品变革；贸易局势再升级；首次发行失败

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032