

2025 年 12 月 13 日

江天科技(920121.BJ): 食品饮料隐形冠军, 农夫山泉、联合利华等优质客户构筑护城河

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

相关研究报告

《北交所医药投资地图: 布局小而美的创新药、高端器械与稳健仿制三大方向——北交所行业主题报告》-2025.12.10

《布局减速机赋能机器人产业, 3D 打印+新能源高成长性赛道放量可期——北交所首次覆盖报告》-2025.12.10

《筑牢新三板“塔基”, 多角度发掘专精特新中小企业——新三板掘金双周报第一期》-2025.12.9

● **公司: 食品饮料、日用领域专精特新标签企业, 服务农夫山泉、联合利华等龙头**
江天科技专注于标签印刷产品的研发、生产与销售, 核心业务是为中高端消费品品牌提供标签一体化综合解决方案, 涵盖承印材料选取、工艺设计优化及稳定供应等全流程服务。公司主要产品包括薄膜类和纸张类不干胶标签, 广泛应用于饮料酒水、日化用品、食品保健品等领域, 其中薄膜类不干胶标签为核心营收来源, 2024 年营收占比达 79.58%, 当年销量 6385.30 万平方米, 2021-2024 年实现持续增长。客户涵盖农夫山泉、联合利华、宝洁、蓝月亮等国内外知名品牌, 2024 年前五大客户销售额占比 58.09%。2024 年公司实现营收 5.38 亿元, 归母净利润 1.02 亿元, 毛利率 29.97%。

● **行业: 国内标签市场较分散, 2023 年国内不干胶标签市场 319 亿元**
随着消费升级和功能性需求提升, 全球包装、标签印刷行业市场持续增长。全球包装印刷市场预计 2027 年规模 5513 亿美元, 亚太地区为最大市场; 2023 年全球标签印刷市场规模 461.40 亿美元, 预计 2028 年增至 640.10 亿美元。中国作为亚洲标签消费主力, 2022 年标签用量占亚洲市场 62%, 2023 年国内不干胶标签市场规模达 318.81 亿元, 2019-2023 年产量复合增长率 10.44%。行业竞争格局呈现“国际巨头垄断高端、国内市场分散”的特点, 国际上 CCL、MCC 等企业占据境外高端市场, 国内 6000 家左右销售额超千万的企业, 但营收 5 亿元以上企业占比仅 5.13%。根据智研咨询统计数据, 2023 年我国不干胶标签在食品饮料领域的市场规模 98.48 亿元, 在日化/个护/医药领域的市场规模为 60.73 亿元, 合计占比例约 50%。2019-2023 年, 我国不干胶标签市场规模, 及食品饮料领域、日化/个护/医药领域市场规模均保持了约 10% 的年均复合增长率。

● **公司优势: 连续四年中国标签印刷业品牌影响力 50 强, 共 124 项专利**
江天科技品牌影响力突出, 连续四年获评中国标签印刷业品牌影响力 50 强, 2024 年总榜位列第 6, 在日化、食品饮料、防伪标签等细分领域稳居全国 5 强, 2021-2022 年日化类标签市场占有率国内第 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。根据 2023 年数据计算, 公司在国内不干胶标签市场以及饮料酒水、日化用品等细分领域不干胶标签市场的市场占有率分别为 1.66%、3.54%、2.47%。技术实力雄厚, 掌握组合印刷、色彩管理等核心技术, 截至 2025H1, 公司拥有 124 项专利及 8 项软件著作权, 作为行业副理事长单位参与多项国家标准和行业标准制定, 获“国家印刷示范企业”等多项资质认证。客户资源优质且稳定, 是少数能进入联合利华、农夫山泉等知名品牌供应链的标签供应商之一。核心客户产品放量及新客户拓展持续带来营收增量。募投项目建成后将新增 8129 万平方米/年标签产品产能, 可比公司 PE 2024 均值 30X。

● **风险提示:** 原材料价格波动风险、对主要客户养生堂/农夫山泉的依赖风险、市场竞争风险、新股破发风险

目 录

1、 公司：农夫山泉为第一大客户， 餐饮、日用标签全国 5 强.....	4
1.1、 产品：薄膜类不干胶标签贡献八成收入，2024 年销量 6385 万平米.....	4
1.2、 商业模式：上游原油市场和木浆市场影响原料价格.....	9
1.3、 财务分析：2024 年营收 5.38 亿元，归母净利润 1.02 亿元.....	10
1.4、 中国标签印刷品牌影响力 50 强， 餐饮、日化等细分排名突出.....	12
1.5、 优质大客户稳定合作， 农夫山泉为第一大客户.....	13
1.6、 技术工艺优势：以柔性版印刷为主的组合印刷生产技术.....	16
2、 行业：国内标签市场较分散， 不干胶标签市场 CAGR 10%.....	18
2.1、 行业解析：包装、防伪、物流等行业对标签需求迅速增加.....	18
2.2、 包装印刷：2027 年全球规模有望达 5513 亿美元， 亚太为最大市场.....	21
2.3、 标签印刷：2023 年我国不干胶标签市场规模 319 亿元.....	22
2.4、 竞争格局：行业集中度较低， 高端标签印刷市场多为国际企业.....	25
3、 募投项目：每年新增约 8,129.00 万平方米标签产能.....	30
4、 估值与对比：可比公司 PE 2024 均值 30X.....	31
5、 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 薄膜类不干胶标签为公司主要营收来源.....	5
图 2： 2024 年公司薄膜类不干胶标签营收 4.28 亿元.....	5
图 3： 2022-2024 年， 公司薄膜类不干胶标签呈现销量快速增长.....	6
图 4： 薄膜不干胶标签平均销售价格呈现下滑趋势.....	6
图 5： 薄膜不干胶标签平均材料采购价格呈下滑趋势.....	6
图 6： 2024 年， 公司不干胶薄膜类不干胶标签营收主要来源于饮料酒水领域.....	7
图 7： 2024 年公司纸张类不干胶标签营收 7937.50 万元.....	7
图 8： 2022-2024 年公司纸张类不干胶标签销售量呈现缓坡增长.....	8
图 9： 2025H1 纸张类不干胶标签销售平均单价有所回升.....	8
图 10： 2025H1 纸张不干胶标签材料平均采购单价回升.....	8
图 11： 2024 年薄膜类不干胶标签毛利率为 27.78%（%）.....	9
图 12： 2024 年公司实现营收 5.38 亿元， 同比增长 6.00%.....	10
图 13： 2024 年营收占比最高的为第二季度 27.68%.....	11
图 14： 2024 年华东营收占比最高， 达到 45.96%.....	11
图 15： 2024 年归母净利润 1.02 亿元.....	11
图 16： 2024 年毛利率、净利率分别为 29.97%、18.92%.....	11
图 17： 2024 年， 公司期间费用 5563.41 万元， 占营收比例 10.34%.....	12
图 18： 2024 年管理费用率、研发费用率分别为 3.66%、5.52%.....	12
图 19： 部分客户及其产品系列的增长和放量， 带动了公司销售收入的增长.....	16
图 20： 农夫山泉长白山雪虎年限量版矿泉水标签.....	17
图 21： 联合利华力士洗发露标签.....	18
图 22： 我国标签产业的发展共经历了 4 个阶段.....	19
图 23： 标签功能性和承载信息愈加丰富， 市场存在较强增长潜力.....	19
图 24： 已配置数字印刷样本企业中数字印刷业务占比超过 50%的企业占比 20.93%.....	20

图 25: 不干胶产业下游应用广阔	20
图 26: 印刷效果精美、质感高级的标签助力消费品牌彰显品牌价值、突出品牌定位	21
图 27: 2028 年全球标签印刷市场规模有望达到 640.10 亿美元（亿美元）	22
图 28: 2022 年中国标签用量已占亚洲市场的 62.00%	23
图 29: 2019 年-2023 年中国不干胶标签产量逐渐增长（亿平方米）	23
图 30: 2019 年-2023 年我国人均居民消费支出和不干胶标签市场规模变化	24
图 31: 2023 年，我国不干胶标签下游 TOP3：食品饮料、运输物流、日化/个护/医药	25
图 32: 员工人数 100 人以下的小微企业在样本中占比 56.42%	26
图 33: 营收规模低于 1 亿元的标签印刷企业在样本中占比 73%	26
图 34: 近三年营收 CAGR 最高的为江天科技	28
图 35: 近三年归母净利润 CAGR 最高的为天元股份	28
图 36: 江天科技毛利率 2024 年仅次于柏星龙毛利率	28
图 37: 江天科技净利率水平高于可比公司	28
图 38: 江天科技期间费用率（不含研发）比可比公司低	29
图 39: 香江印刷研发费用率最高	29
图 40: 江天科技专利数和发明专利数量处于可比公司中间水平	29
图 41: 江天科技销售费用率低于可比公司均值	30
图 42: 江天科技管理费用率低于可比公司均值	30
表 1: 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	4
表 2: 公司采用“以产定购+合理库存”的采购模式	9
表 3: 公司采用直销模式	9
表 4: 2023 年，公司在国内不干胶标签市场市占率 1.66%	13
表 5: 江天科技实现对中高端消费品牌客户和产品系列较为全面的业务布局	14
表 6: 2024 年，公司向前五大客户销售额占比 58.09%	15
表 7: 江天科技公司为客户提供标签综合解决方案的典型案列	16
表 8: CCL、MCC、正美集团较大程度垄断境外高端标签印刷行业市场	25
表 9: 江天科技与可比公司业务关联度、产品竞争状况、印刷工艺及效果等方面对比	27
表 10: 公司拟投资 5.03 亿元建设包装印刷产品智能产线建设项目	30
表 11: 募投项目完全达产后预计新增标签收入 5.86 亿元	30
表 12: 同行业可比公司的 PE 2024 均值为 30X	31

1、公司：农夫山泉为第一大客户，餐饮、日用标签全国 5 强

公司成立于 1992 年，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。

公司产品聚焦于中高端消费品品牌标签，相较于普通外包装或标签产品，其对标签精美度、个性化、多样化以及标签印刷企业的技术工艺、场景应对、响应速度和稳定供应均有更高要求。凭借对承印材料的深度理解、印刷色彩精度的准确把控、复杂工艺组合的成熟应用、工艺方案设计反向输出等优势，公司能够持续满足终端品牌客户个性化、多样化的品牌标识需求；同时，公司依托深厚的技术储备和丰富的生产经验，建立了快速响应和稳定批量生产的供应体系。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、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。

1.1、产品：薄膜类不干胶标签贡献八成收入，2024 年销量 6385 万平米

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。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；公司产品主要系以高清柔性版印刷为主的组合印刷标签。

表1：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

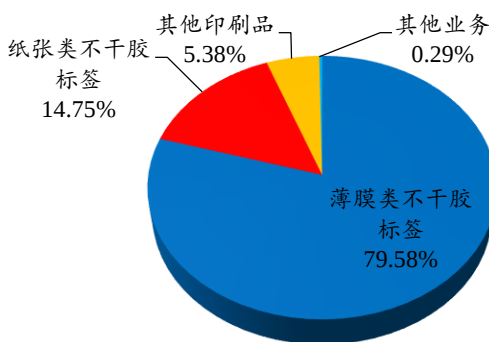
产品类别	特性	下游	图示
薄膜类不干胶标签	承印材料以 PP、PE、PET 等薄膜类不干胶材料为基材，公司通过在承印材料上进行多种印刷及装饰工艺处理，突出产品的个性和“高级感”。公司结合薄膜类不干胶材料柔韧性高、基材外观多样的特点，设计了适用于薄膜类不干胶标签的组合印刷技术，在保证产品外观精美度、突出产品品牌定位的前提下，实现了批量印刷和稳定生产的目的。	饮料酒水、日化用品等	     

产品类别	特性	下游	图示
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定套印要求。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。	日化用品、石化用品、食品保健品等	
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。	饮料酒水、日化用品、食品保健品等	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

营收占比来看，薄膜类不干胶标签为公司主要营收来源，2024 年营收中占比达到 79.58%；其次为纸张类不干胶标签，2024 年营收中占比 14.75%。

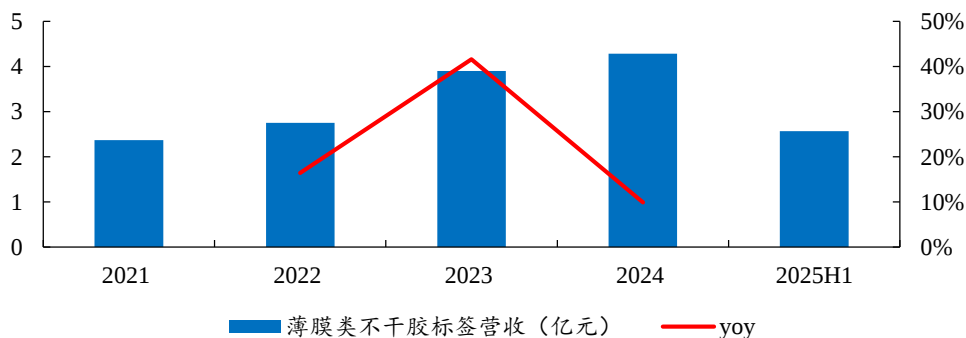
图1：薄膜类不干胶标签为公司主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品来看，公司薄膜类不干胶标签营收逐年增长，自 2021 年的 2.37 亿元，增长至 2024 年 4.28 亿元，2025H1 实现营收 2.57 亿元。

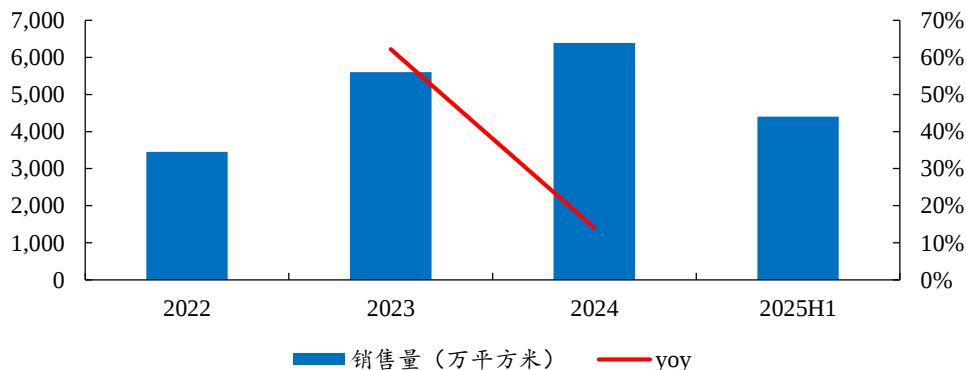
图2：2024 年公司薄膜类不干胶标签营收 4.28 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

分拆来看，公司 2022-2024 年薄膜类不干胶标签销售量呈现逐渐上升趋势，自 2022 年的 3,451.85 万平方米，增长至 2024 年的 6,385.30 万平方米，2025H1 实现销售量 4,399.78 万平方米。

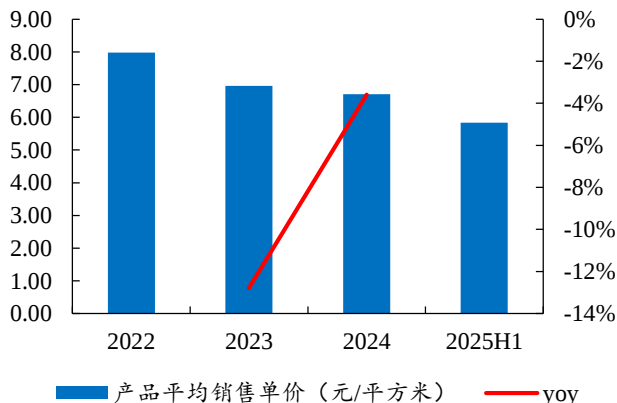
图3：2022-2024 年，公司薄膜类不干胶标签呈现销量快速增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

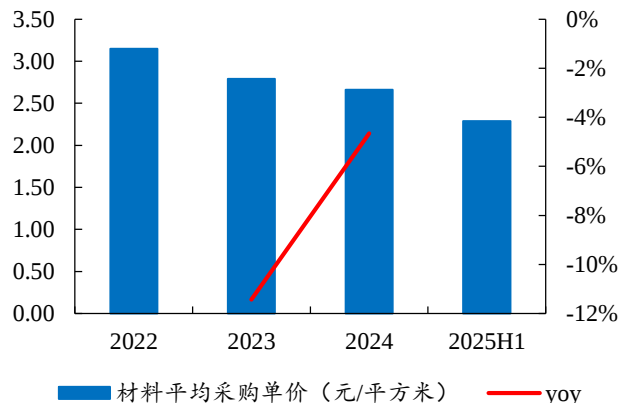
价格方面，公司薄膜类不干胶标签平均销售价格自 2022 年的 7.98 元/平方米，下降至 2024 年的 6.71 元/平方米。趋势上，产品平均销售单价与材料平均采购单价基本呈现相同趋势，材料平均采购单价自 2022 年的 3.15 元/平方米，下降至 2024 年的 2.66 元/平方米，下滑速度同样有所减慢。

图4：薄膜不干胶标签平均销售价格呈现下滑趋势



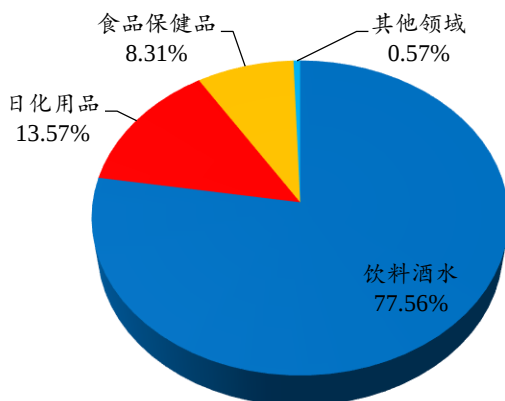
数据来源：公司二轮问询的回复、开源证券研究所

图5：薄膜不干胶标签平均材料采购价格呈下滑趋势



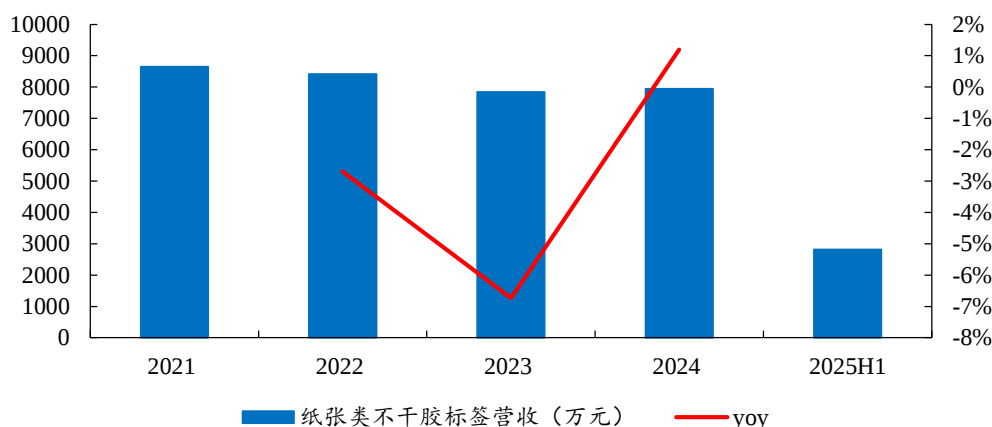
数据来源：公司二轮问询的回复、开源证券研究所

按照下游分类来看，2024 年公司不干胶薄膜类不干胶标签营收主要来源于饮料酒水领域，占比达到 77.56%；其次为日化用品，占比达到 13.57%。

图6：2024 年，公司不干胶薄膜类不干胶标签营收主要来源于饮料酒水领域


数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

公司纸张类不干胶标签 2021-2024 年营收呈现缓慢收缩的趋势，2024 年公司纸张类不干胶标签营收 7937.50 万元，主要由于石化用品标签采购需求下降与日化用品、食品保健品等标签销售规模增长综合作用。

图7：2024 年公司纸张类不干胶标签营收 7937.50 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

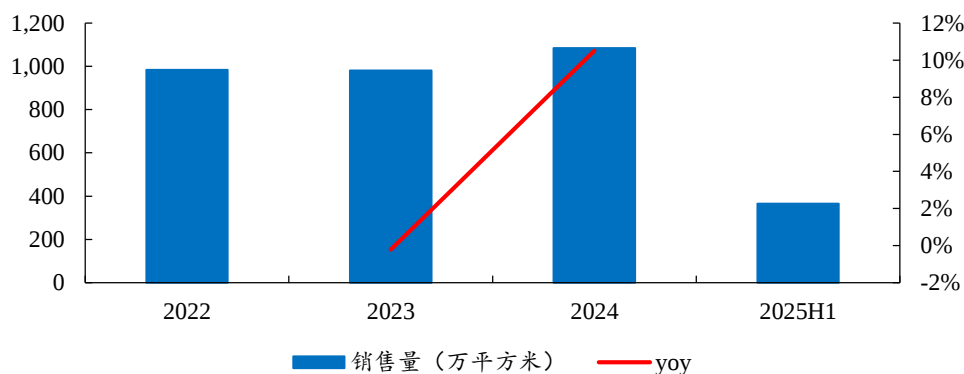
一方面，随着新能源汽车行业的快速发展，机油、润滑油等石化产品市场逐渐缩减，进而对公司标签产品需求减少，导致石化用品标签销售收入有较大规模下降。嘉亨家化、英发包装系壳牌长期合作的第三方容器生产商，受该因素影响，2022 年至 2024 年公司对嘉亨家化、英发包装的纸张类不干胶标签销售收入分别减少 742.77 万元、393.44 万元。

另一方面，随着国民经济持续稳定增长，我国居民收入和购买力水平不断提升，促使日化用品、食品保健品等日常消费品行业景气度上升，公司与蓝月亮、海天味业等行业龙头企业的业务合作经过导入培育之后陆续进入增长阶段，销售规模相应上升。公司与蓝月亮不断扩大合作范围，薰衣草、至尊系列洗衣液标签逐步导入并放量增长，带动 2022 年至 2024 年公司对蓝月亮的纸张类不干胶标签销售收入增长 1,115.91 万元；公司与海天味业陆续合作了酒醋、蚝油、酱油等系列标签，2023 年纸张类不干胶标签销售收入略有下降后，2024 年酱油系列标签放量增长，带动公司

对海天味业的纸张类不干胶标签销售收入增长 435.93 万元。

2022-2024 年公司纸张类不干胶标签销售量呈现缓坡增长趋势。销售量自 2022 年的 982.93 万平方米，提升至 2024 年的 1083.91 万平方米。

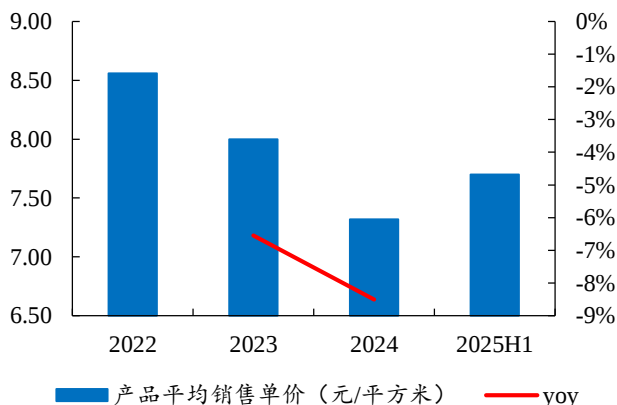
图8：2022-2024 年公司纸张类不干胶标签销售量呈现缓坡增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

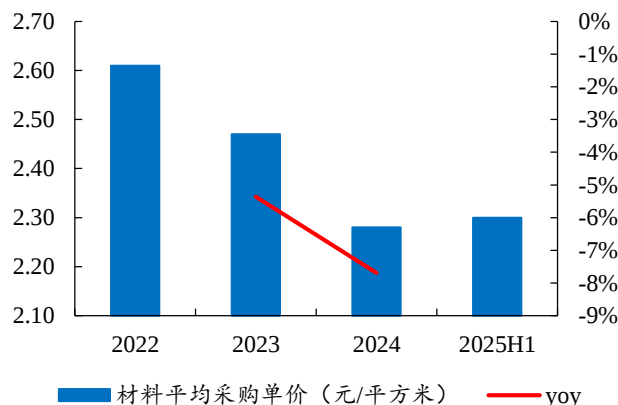
公司纸张类不干胶标签销售单价 2022-2024 年有所下滑，自 2022 年的 8.56 元/平方米，下滑至 2024 年的 7.32 元/平方米，2025H1 有所回升，为 7.70 元/平方米。材料采购平均单价方面有类似的趋势，2022 年为 2.61 元/平方米，2024 年为 2.28 元/平方米，2025H1 回升至 2.30 元/平方米。

图9：2025H1 纸张类不干胶标签销售平均单价有所回升



数据来源：公司二轮问询的回复、开源证券研究所

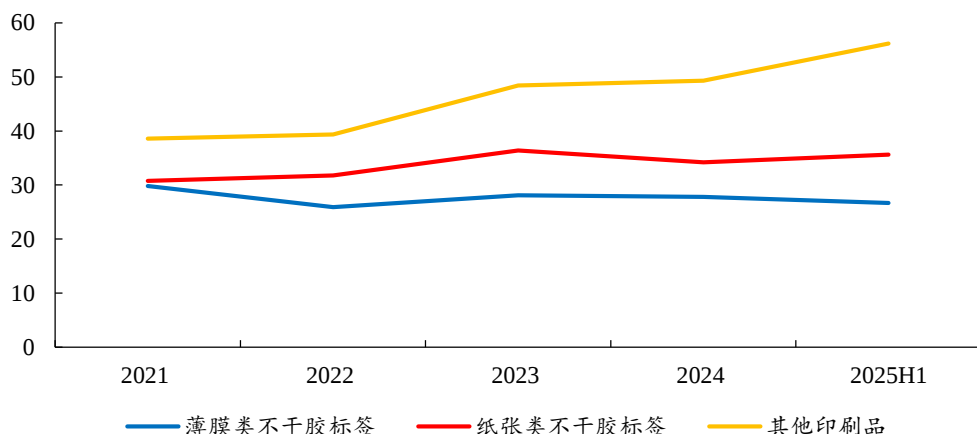
图10：2025H1 纸张不干胶标签材料平均采购单价回升



数据来源：公司二轮问询的回复、开源证券研究所

毛利率水平上，公司其他印刷品主要包含环绕标签、收缩套标、吊牌等产品，毛利率水平最高；营收占比最高的薄膜类不干胶标签毛利率水平较稳定，2024 年为 27.78%。

图11：2024 年薄膜类不干胶标签毛利率为 27.78%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、商业模式：上游原油市场和木浆市场影响原料价格

采购模式：公司采用“以产定购+合理库存”的采购模式，公司原材料主要包括薄膜类不干胶材料、纸张类不干胶材料、油墨和其他材料。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。根据公司招股书披露，假设在其他条件不变的情况下，若薄膜类不干胶材料价格上升或下降 10%，公司主营业务毛利率将下降或上升 4.22 至 4.97 个百分点；若纸张类不干胶材料价格上升或下降 10%，公司主营业务毛利率将下降或上升 0.46 至 1.10 个百分点。

表2：公司采用“以产定购+合理库存”的采购模式

原料	采购模式
使用量较大且通用性较强的常规标签材料和油墨	签订长期框架协议的方式与供应商建立合作，每月根据生产耗用、安全库存、市场供应等因素实施采购
定制化的标签材料和辅助材料	根据生产需求不定期实施采购

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

生产模式：公司产品主要为消费品品牌标签，定制化程度较高，因此采用以销定产加适度预生产相结合的生产模式。

销售模式：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。

表3：公司采用直销模式

客户类型	销售模式
品牌客户	签订年度或长期框架协议
品牌客户指定的或长期合作的第三	与品牌客户协商，或者公司与品牌客户、第三方容器生产商

客户类型	销售模式
方容器生产商	签订三方协议，由第三方容器生产商下达具体订单

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

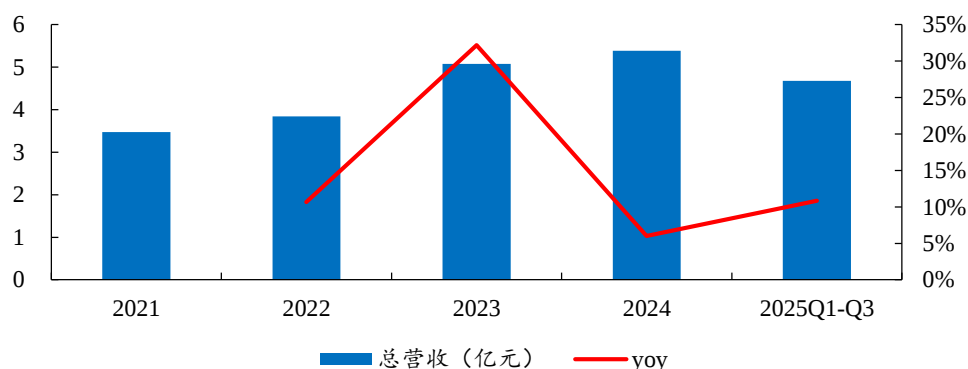
1.3、财务分析：2024 年营收 5.38 亿元，归母净利润 1.02 亿元

得益于国民经济持续稳定发展，居民收入水平和消费能力不断提升，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。尤其是饮料酒水、日化用品等行业的头部企业农夫山泉、联合利华等，其业务近年来保持了良好的快速增长趋势，带动对产品标签需求的快速增长。

饮料酒水行业，2022 年至 2024 年，农夫山泉茶饮料产品销售额年均复合增长率超过 50%，香飘飘即饮类饮料产品销售额年均复合增长率超 20%；日化用品行业，2021 年至 2024 年，联合利华销售额年均复合增长率近 5%。

公司作为国内标签印刷行业内的领先企业，具有良好的市场把握能力，业务规模随着下游需求和自身行业的增长而增长。2024 年，公司实现营收 5.38 亿元，同比增长 6.00%；2025Q1-Q3，公司实现营收 4.68 亿元，同比增长 10.85%。

图12：2024 年公司实现营收 5.38 亿元，同比增长 6.00%

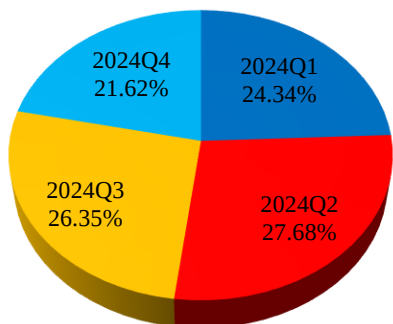


数据来源：Wind、开源证券研究所

从 2024 年营收的时间分布来看，公司第二季度与第三季度营收占比相对较高，分别为 27.68%、26.35%。

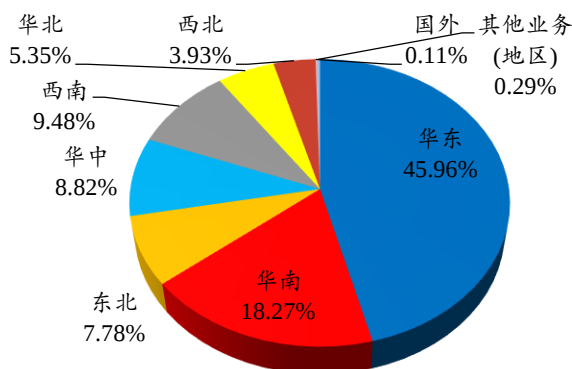
地域分布上，公司营收主要来自华东、华南，2024 年分别占比 45.96%、18.27%；国外营收占比 0.11%。

图13：2024 年营收占比最高的为第二季度 27.68%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年华东营收占比最高，达到 45.96%

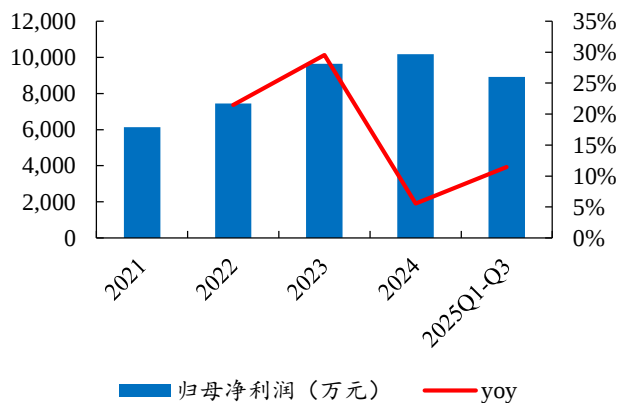


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年 9 月末，公司在手订单金额为 13,119.87 万元，同比增长 13.73%，环比增长 84.40%，环比增长比例较高主要由于客户订单周期性。下游客户大多在年初或上半年确定采购规划并陆续下达订单，年底新增采购计划及在执行订单规模较小。

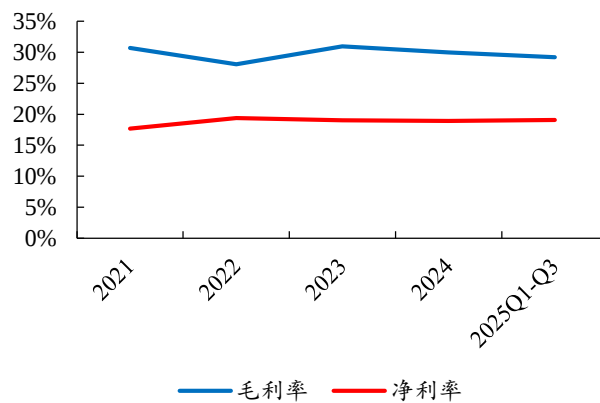
盈利能力上，公司 2022 年、2023 年归母净利润增速最快，分别达到 21.50%、29.56%。2024 年公司实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 5.55%；2025Q1-Q3，公司实现归母净利润 8,911.48 万元，同比增长 11.45%。2024 年毛利率、净利率分别为 29.97%、18.92%。

图15：2024 年归母净利润 1.02 亿元



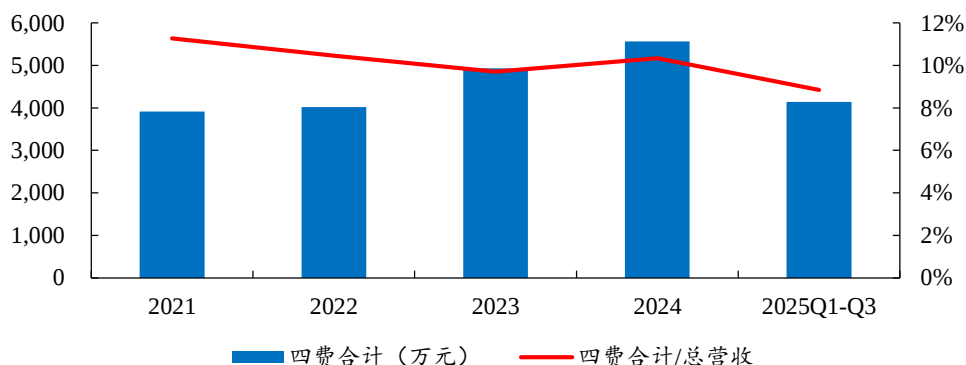
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024 年毛利率、净利率分别为 29.97%、18.92%



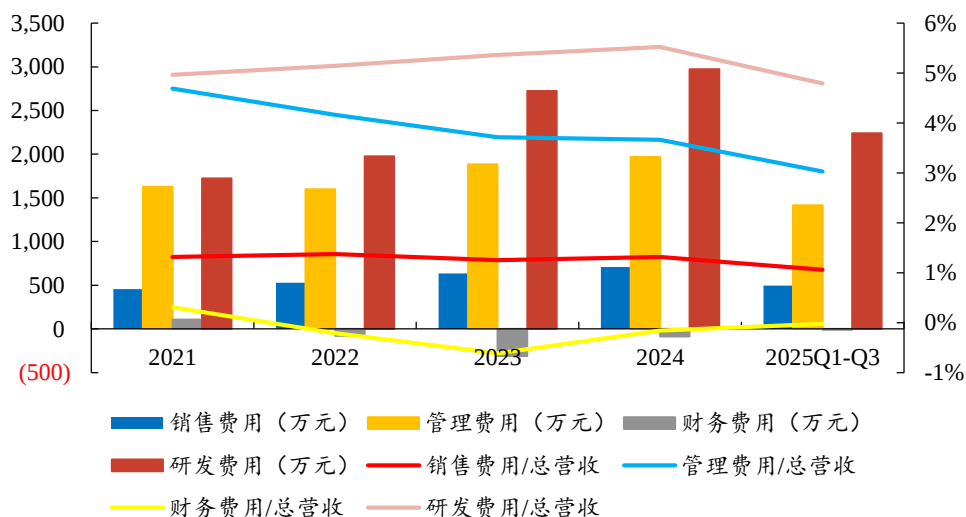
数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率方面，2021-2025Q1-Q3，公司期间费用率逐渐收缩后保持平稳。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。2024 年，公司期间费用 5563.41 万元，占营收比例 10.34%。

图17：2024 年，公司期间费用 5563.41 万元，占营收比例 10.34%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司管理费用与研发费用在期间费用中占比相对较高，2024 年公司分别投入管理费用与研发费用 1,970.42 万元、2,971.23 万元，分别占营收比例达到 3.66%、5.52%。

图18：2024 年管理费用率、研发费用率分别为 3.66%、5.52%


数据来源：Wind、开源证券研究所

研发方面，公司以自主研发为主，基于对行业和下游市场的深刻理解，调研未来市场的需求，确立研发方向，并立项实施。同时，公司与北京印刷学院、上海出版印刷高等专科学校、上海理工大学等高校开展了产学研合作，进行技术交流及科研项目合作，以及开展人才培养与研发队伍建设合作。

1.4、中国标签印刷品牌影响力 50 强，食品饮料等细分排名突出

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 2025 年 11 月 3 日，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。

公司凭借雄厚的技术实力和持续的创新能力，获得了主管部门和行业组织的高度认可，在标签印刷行业内具备领先的品牌影响力和较突出的行业地位。主管部门认定方面，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”“江苏省绿色工厂”等资质认定。行业组织认可方面，公司获得了 2024 年世界标签奖“柔印线条最佳印制奖”、2023 年世界标签奖“组合印刷彩色加网荣誉提名奖”，获得了中国包装联合会 2024 年“中国包装优秀品牌（示范）”；获得了美国国际数码企业联盟“G7 Master Facility Colorspace”认证；2021 年获评中国印刷业创新十强；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。

根据行业权威杂志《标签技术》组织的“2024 中国标签印刷业品牌影响力 50 强排行榜”，公司在上述排行榜总榜中位列第 6，前 5 名企业多为应用于服饰、箱包、电子消费品等领域的标签印刷企业，与公司产品应用领域、印刷工艺存在所区别；同时，公司在上述排行榜日化标签分榜、食品饮料分榜、防伪标签分榜中分别位列第 3、第 3、第 4。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。因此，公司在国内标签印刷行业内整体居于领先梯队，并在饮料食品、日化用品等细分领域排名突出。

根据 2023 年数据计算，公司在国内不干胶标签市场以及饮料酒水、日化用品等细分领域不干胶标签市场的市场占有率分别为 1.66%、3.54%、2.47%。

表4：2023 年，公司在国内不干胶标签市场市占率 1.66%

项目	市场空间（2023 年，亿元）	公司市占率
国内不干胶标签市场	318.81	以公司 2023 年不干胶标签销售额 4.68 亿元的含税金额计算，市场占有率为 1.66%
其中：饮料/酒水/食品领域不干胶标签	98.48	以公司 2023 年饮料、酒水、食品领域不干胶标签销售额 3.08 亿元的含税金额计算，市场占有率为 3.54%
日化/个护/医药领域不干胶标签	60.73	以公司 2023 年日化、保健品、医药领域不干胶标签销售额 1.33 亿元的含税金额计算，市场占有率为 2.47%

数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

1.5、优质大客户稳定合作，农夫山泉为第一大客户

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，通过众多下游客户严格的考核机制，成为国内少数能够与 CCL、正美集团等行业内领先企业同台竞争，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，在同行业竞争中具备的客户资源、技术工艺优势。公司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。

表5：江天科技实现对中高端消费品牌客户和产品系列较为全面的业务布局

细分行业	合作品牌		
饮料酒水			
日化用品			
			
			
			
食品保健品			
			
石化用品			

资料来源：江天科技招股书、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

公司的优质大客户优势为公司在行业竞争中带来有利条件：（1）扩大细分消费领域规模优势，建立自身品牌效应；（2）建立信息渠道优势，增强对消费市场的敏感性；（3）促进生产工艺与时俱进，保持领先地位。

2023 年-2025H1，公司前五大客户相对较稳定，合计销售金额占比分别为 57.90%、58.09%、63.99%。其中，第一大客户均为养生堂/农夫山泉，合作金额占比分别为 40.29%、35.33%、42.02%。

表6：2024 年，公司向前五大客户销售额占比 58.09%

年份	客户名称	销售金额（万元）	占营收比例
2025H1	养生堂/农夫山泉	12,807.58	42.02%
	新天力	3,247.83	10.66%
	蓝月亮	1,196.13	3.92%
	果子熟了	1,179.00	3.87%
	海天味业	1,073.66	3.52%
	合计	19,504.20	63.99%
2024	养生堂/农夫山泉	19,010.75	35.33%
	新天力	4,941.22	9.18%
	蓝月亮	3,701.42	6.88%
	海天味业	1,968.04	3.66%
	联合利华	1,641.51	3.05%
	合计	31,262.94	58.09%
2023	养生堂/农夫山泉	20,459.67	40.29%
	新天力	4,166.52	8.21%
	联合利华	1,681.98	3.31%
	蓝月亮	1,562.49	3.08%
	嘉亨家化	1,527.65	3.01%
	合计	29,398.31	57.90%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所（注：公司向新天力销售产品对应的主要品牌客户为香飘飘，向嘉亨家化销售产品对应的主要品牌客户为壳牌和上海家化）

部分客户及其产品系列的增长和放量，带动了公司销售收入的增长。例如，**农夫山泉东方树叶**，其产品因“零糖、零脂、零卡、零香精、零防腐剂”的健康消费理念受到市场欢迎，销售规模增长迅速。公司与农夫山泉东方树叶系列标签合作关系稳定，交易规模总体保持增长，销售量在 2023 年增加 1,607.96 万平方米，销售额相应增长 9,277.21 万元，2024 年保持相对稳定；奶茶品牌**香飘飘**，近几年不断发力“MECO 蜜谷”果汁茶产品，公司对其果汁茶系列标签销售量在 2023 年和 2024 年分别增加 297.14 万平方米和 117.31 万平方米，销售额分别增长 1,459.91 万元和 502.98 万元。同时，为应对日新月异的消费市场，下游消费品品牌企业不断进行创新，开发新的产品系列，公司凭借优质的产品和服务、综合的标签解决方案能力，积极与其开展业务合作。公司近年来陆续拓展了**蒙牛每日鲜语**、**喜茶茶饮**、**立白洗衣液**、**今麦郎饮品**、**果子熟了饮品**等系列标签产品，上述新的产品系列经过一段时间的导入培育之后陆续进入小幅增长或大幅放量增长阶段，为公司销售收入持续带来增量。上述产品系列 2023 年合计为公司带来销售收入 4,329.47 万元，同比增加 2,075.83 万元；2024 年，上述产品系列标签销售收入进一步增长，合计达到 4,903.31 万元。

图19：部分客户及其产品系列的增长和放量，带动了公司销售收入的增长



资料来源：淘宝、开源证券研究所

1.6、技术工艺优势：以柔性版印刷为主的组合印刷生产技术

经过三十余年的发展，公司在标签印刷领域积累了丰富的生产技术经验。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。

公司通过组合印刷技术可以提供多样化、个性化的印刷技术和工艺方案，满足客户各类消费场景的需求，提升产品外观效果，突出品牌定位。

江天科技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。

表7：江天科技公司为客户提供标签综合解决方案的典型案例

类型	经典产品	经典产品的综合解决方案体现
承印材料优化及选取	农夫山泉长白山天然雪山矿泉水标签	基于对柔印工艺、UV 油墨与不干胶材料附着力的深刻理解，经多次探索和尝试，提出创新性的涂层牵引力解决方案，委托材料供应商开发了新型抗水涂层不干胶材料，解决了 UV 油墨与不干胶材料附着力适配的痛点，实现了印刷后形成厚度均匀的墨层和厚实温润的触感，墨层厚度达到 10μm，是常规标签的五倍，体现了纯白如雪的质感氛围和高端定位，并满足在雪山泉水低温状态下进行贴标并冷链储运的需求
色彩方案及高清色彩数字化打样	果子熟了七夕定制款茶饮标签	基于对色彩管理的精准把控，利用公司开发的高清色彩数字化打样平台，在打印机端为客户呈现与预期上机印刷后效果高度一致的样品，获取客户签样确认，量产产品印刷色差控制在 $\Delta E \leq 2$
油墨方案定制	蒙牛每日鲜语迪士尼限定款、樱花限量款产品标签	建议客户使用夜光油墨、香味油墨的方案，在标签印刷过程中改良油墨干燥固化时间、转移效率，组合应用柔印和丝印工艺，使标签实现夜光效果、擦涂可产生香味的效果，营造浪漫的氛围，凸显限定款新奇独特的产品定位
工艺方案设计及优化	兰芳园太妃榛果鸳鸯奶茶标签	为客户提供“拆盲盒”标签方案，创造性地调试光油形成特殊阻隔层，采用局部高精度定位叠加的工艺方案，揭开上层标签后可实现拆盲盒、展现不同文案的效果，增强产品的互动性和体验感
工艺创新应用	联合利华多芬沐浴露标签	组合应用柔印、凹印、丝印、冷烫金、超级压光等工艺，使标签呈现文字立体、图文精美、色彩

类型

经典产品

经典产品的综合解决方案体现

浴露标签

饱满明亮的视觉美感和实物触感，体现高品质的品牌定位

资料来源：江天科技招股书、开源证券研究所

公司结合对下游应用场景和消费品牌的认知，通过印刷设备改造和生产工艺改进等方式对组合工艺持续创新，在保证外观效果的同时提升了生产效率。例如，公司通过对生产流程整合，有效减少不同工艺的切换，将产品损耗率从16%降低至10%以内；应用组合工艺联线一体化生产，将模切偏差和套印偏差均在原基础上降低0.2mm，使得公司对复杂工艺要求产品的生产效率明显提升。

以农夫山泉长白山虎年限量版矿泉水标签为例，公司应用柔印为主、凹印为辅的组合印刷技术，并结合轮廓素描、冷烫金色、上油（过哑油）、可变二维码喷码等工艺，实现了精美的印刷效果，突出了产品虎年定位、新颖独特的特点，同时还能够用于抽奖营销、防伪防串货等功能。

图20：农夫山泉长白山虎年限量版矿泉水标签



资料来源：公司招股书

以联合利华力士洗发露标签为例，公司根据产品容器的外观色彩和品牌定位，选取适用的透明承印材料，制定了专属的色彩和珠光油墨配方，通过采用柔印工艺、黑墨丝印工艺、局部冷烫金、冷烫透明镭射、珠光墨等组合工艺，突出了产品闪耀炫丽的外观特点和高端的产品定位。

图21：联合利华力士洗发露标签



资料来源：公司招股书

2、行业：国内标签市场较分散，不干胶标签市场 CAGR 10%

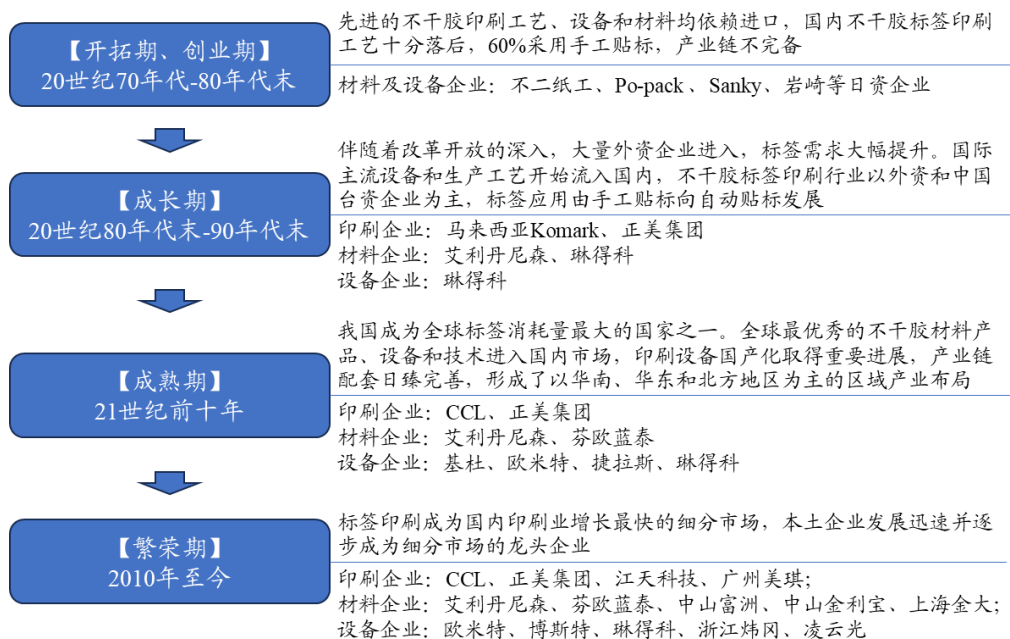
2.1、行业解析：包装、防伪、物流等行业对标签需求迅速增加

包装印刷也称为包装装潢印刷，是以各种包装材料为主要产品的印刷，是指在包装上印上装饰性花纹、图案或者文字，以此来使产品更有吸引力或更具说明性。包装印刷产品在商品流通和消费者之间的信息传递过程中扮演着重要角色。随着消费升级，消费者越来越追求商品的外观效果和个性化特点，使得品牌企业对包装印刷品的商品价值识别功能和品牌形象宣传作用越来越重视。

根据终端商品差异化的应用场景，包装印刷产品具有保护商品、方便储运、信息传递、广告宣传、防伪防假冒等功能。

我国不干胶标签印刷起步于 20 世纪 70 年代，最初不干胶标签印刷技术、设备和材料均依赖进口，国内不干胶标签印刷行业以外资企业为主。随着改革开放的不断深入和国内经济水平的持续提升，联合利华、宝洁等外资消费品巨头企业在国内市场的规模越来越大，使得其产品配套的标签产品逐步转移至由国内企业供应，有效促进了我国不干胶标签的生产需求。根据中国印刷技术协会的相关记载，我国标签产业的发展共经历了 4 个阶段。

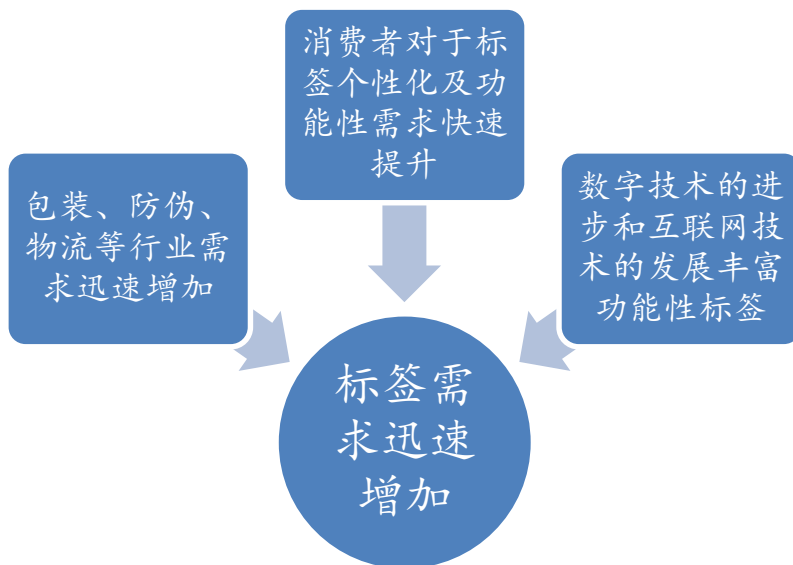
图22：我国标签产业的发展共经历了4个阶段



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

近年来，得益于包装、防伪、物流等行业对标签需求的迅速增加以及消费者对于标签个性化及功能性需求的快速提升，标签产品不断加速更新换代，全球标签市场持续增长。未来随着数字技术的进步和互联网技术的发展，标签的功能性和承载信息愈加丰富，行业市场存在较强的增长潜力。

图23：标签功能性和承载信息愈加丰富，市场存在较强增长潜力

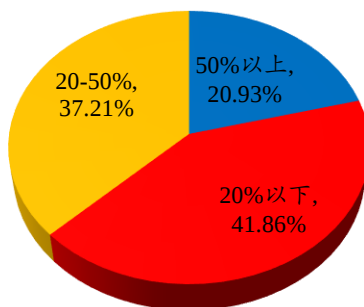


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

数字印刷以破竹之势，迅速跃升为行业内的耀眼焦点。根据标签印刷技术发布的《2024 中国标签产业发展报告》数据，在样本企业中，近年配置数字印刷机的企业数量在不断增加，2023 年占比已增加至 55.13%；在已经配置数字印刷机的样本企业中，尤其值得一提的是，复购数字印刷机的企业占比高达 74.42%。根在未来的几年里，数字印刷设备会保持强劲的发展势头。随着技术的不断进步和市场的不断扩

大，数字印刷将在标签领域展现出其独特的优势与价值。

图24：已配置数字印刷样本企业中数字印刷业务占比超过 50%的企业占比 20.93%



数据来源：标签印刷技术官方公众号《2024 中国标签产业发展报告》、开源证券研究所

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。

不干胶标签印刷处于不干胶标签产业链中游。不干胶标签产业链上游是基材（纸张、薄膜等）、涂层、粘胶、底纸等材料，以及油墨、印刷版材、印刷机和相关配套设备，中游是标签设计、印刷、装饰加工等制造行业，下游是饮料酒水、日化用品、石化用品、食品、医疗保健品、电子消费品等消费领域以及物流运输、仓储、零售等行业。

图25：不干胶产业下游应用广阔



资料来源：公司一轮问询的回复

不干胶标签下游应用领域几乎涵盖了居民日常生活的各个方面，其应用场景具有明显的多样性特点。不同领域、不同场景的商品属性特点、使用环境、储运要求、陈列方式等纷繁复杂，对不干胶标签印刷效果、功能属性等方面的要求较高。

印刷效果精美、质感高级的标签是下游消费品牌彰显品牌价值、突出品牌定位的重要方式，具有明显的附加值效果。在当前多元化的市场需求和日新月异的发展态势下，消费品尤其是中高端品牌消费品愈发重视产品的品质化、个性化。除产品本身品质属性、功能效果提升外，标签优化提质是消费品提升产品价值的有力手段。标签作为核心包装材料，通常是消费者的视觉焦点。消费品牌企业通过标签精美的图文、色彩以及个性化的样式、功能，可实现展示品牌形象、彰显品牌价值、传递品牌理念的功能，具有凸显品牌定位的效果。

例如，相较于农夫山泉普通饮用水，农夫山泉长白山雪矿泉水定位于饮用水中高端系列，除水质提升外，其虎形等动物轮廓素描、透明镂空效果、纯白无瑕底色、厚实温润触感的标签，有效体现了其中高端的品牌定位。535ml 长白山雪矿泉水零售单价约为 3-4 元/瓶，其标签单位价格约为 0.1 元/个，该款产品通过较低的标签成本支出，配合品牌形象宣传，可有效提升产品的品质层次和价值定位。

图26：印刷效果精美、质感高级的标签助力消费品牌彰显品牌价值、突出品牌定位



资料来源：公司一轮问询的回复

2.2、包装印刷：2027 年全球规模有望达 5513 亿美元，亚太为最大市场

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》，包装印刷的增长将一直持续到 2027 年，达到 5,513 亿美元。其中，随着以中国和印度为代表的新兴经济体的快速发展，亚洲印刷市场在全球印刷行业的占比不断提升，已成为全球最大的包装印刷市场。

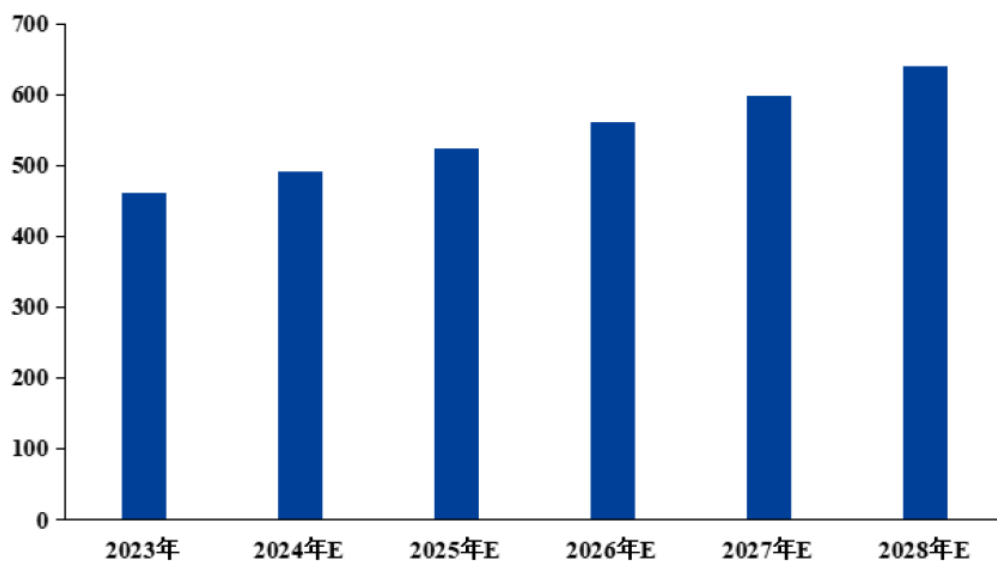
经过多年的快速发展，我国包装印刷工业总规模已跻身世界包装大国前列，并

已经成为世界上规模最大、发展速度最快并最具潜力的市场。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（年营业收入 2,000 万元及以上全部工业法人企业）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。随着国民经济的持续增长，我国包装行业规模将继续实现增长。

2.3、标签印刷：2023 年我国不干胶标签市场规模 319 亿元

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。The business Research Company 发布的《2024 年全球标签印刷市场报告》显示，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，其预测 2028 年全球标签印刷市场规模将达到 640.10 亿美元。

图27：2028 年全球标签印刷市场规模有望达到 640.10 亿美元（亿美元）

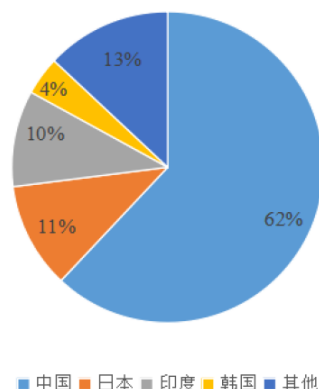


资料来源：公司招股书、The business Research Company

以中国、印度为代表的亚洲地区新兴经济体蓬勃发展，居民消费能力不断提升，对于标签的需求量也快速增长。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%。

我国标签印刷始于 20 世纪 70 年代末期，相比于西方国家起步较晚，但得益于国民经济的持续稳定增长，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%。

图28：2022 年中国标签用量已占亚洲市场的 62.00%



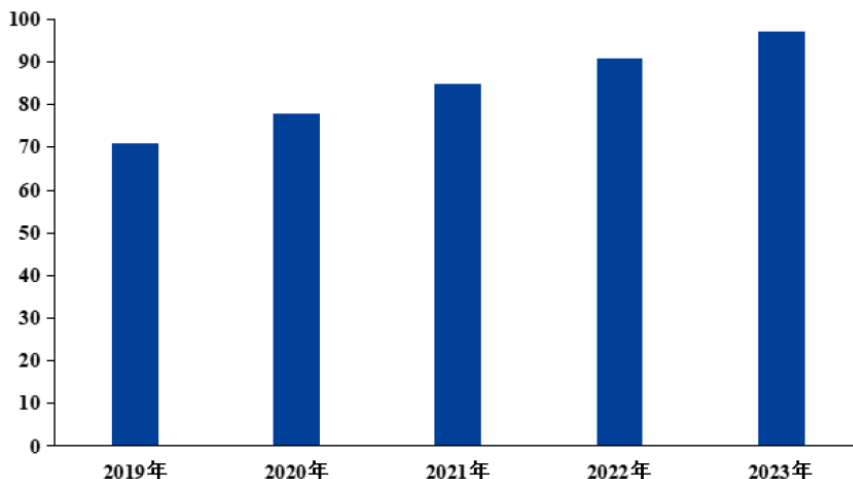
资料来源：公司招股书、《中国印刷年鉴（2023）》

然而，受我国人均消费水平仍然处于较低水平和居民消费习惯的影响，我国每年标签人均耗用量仍低于发达国家平均水平。根据中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会统计数据显示，欧洲人均标签消耗量为 15-20 平方米/年，美国人均消耗量 17 平方米/年，日本为 12.8 平方米/年，而中国人均仅为 9 平方米/年。未来，随着人均消费水平不断提升和国民消费习惯的转变，我国标签行业存在较大的增长空间。根据《中国印刷年鉴（2023）》数据，预计 2022-2026 年，中国标签的用量复合年增长率将达到 6.1%，销售额复合年增长率达 6.6%。

不干胶标签方面，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；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。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。

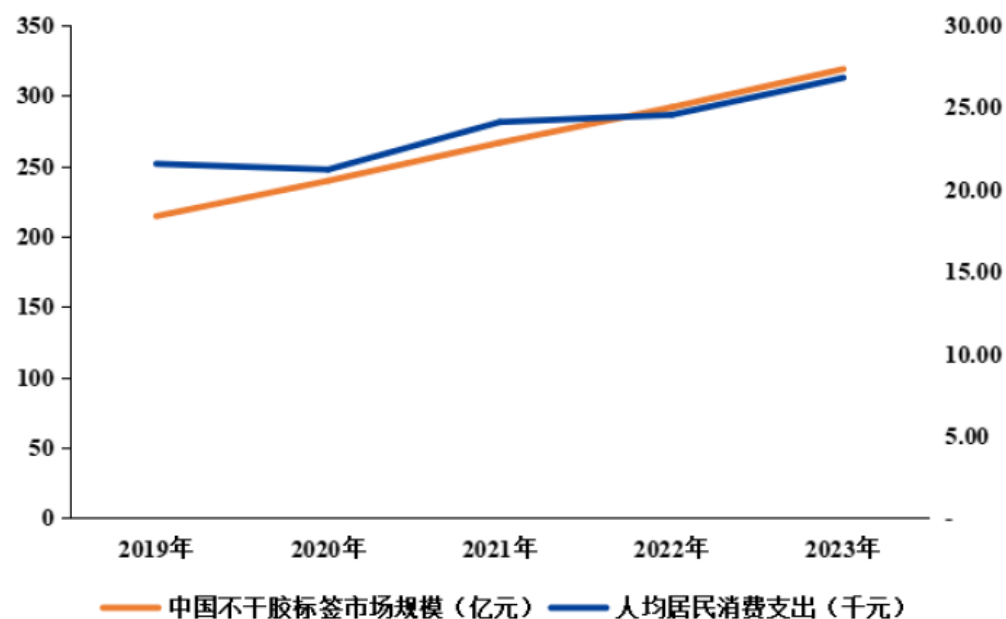
图29：2019 年-2023 年中国不干胶标签产量逐渐增长（亿平方米）



资料来源：公司招股书、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明显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，将为不干胶标签市场的稳定增长提供支持。

图30：2019年-2023年我国人均居民消费支出和不干胶标签市场规模变化

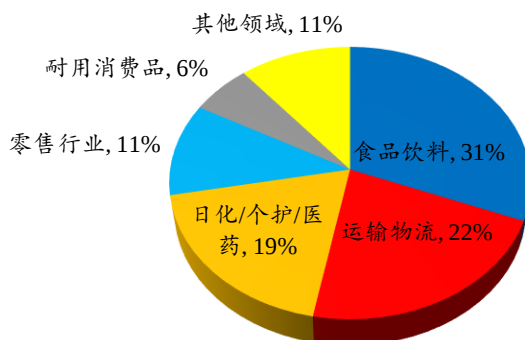


资料来源：公司招股书、国家统计局、智研咨询（左轴：中国不干胶标签市场规模；右轴：人均居民消费支出）

公司不干胶标签广泛应用于饮料酒水、日化用品、食品保健品等日常消费领域。根据智研咨询统计数据，2023年我国不干胶标签在食品饮料领域的市场规模为98.48亿元，在日化/个护/医药领域的市场规模为60.73亿元，二者合计159.21亿元，占全部不干胶标签市场规模的比例约为50%，是不干胶标签主要应用领域和重要发展方向。

自2019年至2023年五年期间，我国不干胶标签市场规模，以及在食品饮料领域、日化/个护/医药领域的市场规模均保持了约10%的年均复合增长率。未来，随着国民经济持续稳定增长，我国居民购买力水平不断提升，产品消费结构不断升级，饮料酒水、日化用品等下游消费市场持续增长，将带动不干胶标签市场进一步增长。智研咨询预测，我国不干胶标签市场规模将继续保持快速增长，2031年市场规模将突破600亿元。

图31：2023 年，我国不干胶标签下游 TOP3：食品饮料、运输物流、日化/个护/医药



数据来源：公司一轮问询的回复、智研咨询、开源证券研究所

2.4、竞争格局：行业集中度较低，高端标签印刷市场多为国际企业

经过多年的发展，标签印刷行业的市场容量越来越大，相关产业的发展较为成熟，从而形成了一批知名的国际企业，包括加 CCL Industries Inc. (CCL)、Multi-Color Corporation (MCC)、正美企业股份有限公司 (Cymmetrik 正美集团) 等。上述企业成立时间较早，在标签印刷领域深耕多年，凭借着雄厚的技术实力、强大的研发能力和成熟的销售网络，与联合利华、宝洁、壳牌等外资知名消费品客户建立了长期稳定的合作关系，形成产业配套，较大程度上垄断了境外高端标签印刷行业市场。

根据 The business Research Company 的数据显示，2023 年全球标签印刷市场规模已达到 461.40 亿美元。以该数据为基础进行测算，2023 年 CCL 和 MCC 在全球标签印刷市场的占有率为近 17%。

表8：CCL、MCC、正美集团较大程度垄断境外高端标签印刷行业市场

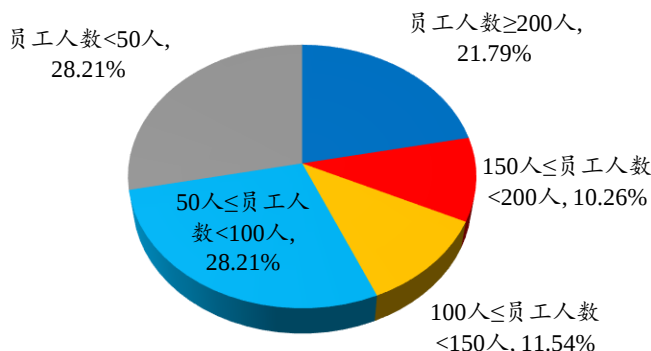
企业名称	简要情况	销售额
CCL	加拿大上市公司 (CCL.B)，总部位于加拿大，成立于 1951 年，在全球 40 多个国家/地区经营 200 多处生产设施，是全球最大的标签企业，为全球客户提供包装装饰解决方案和专业标签应用，下游客户包括宝洁、联合利华、强生、戴尔、惠普、联想、华为等；拥有 CCL、AVERY、Checkpoint、INNOVIA 四大业务板块，2023 年销售收入为 66.5 亿加元	41.05 亿加元 (标签业务板块)
MCC	总部位于美国，成立于 1916 年，在全球超过 30 个国家/地区拥有 90 多处生产设施，是全球领先的标签解决方案供应商，年收入约为 30 亿美元，服务于包括食品饮料、家居个人护理、葡萄酒和烈酒等多个领域的世界知名品牌	27.90 亿美元
正美集团	总部位于中国台湾，成立于 1969 年，在中国大陆、中国台湾、中国香港、越南、美国建有工厂和服务网点，是大中华区专业包材标签与印刷应用加工企业，服务于全球 500 强企业客户，覆盖医药、汽车、消费电子、食品、饮料、日化、衣物、家居等领域，年产标签出货量超过 120 亿张，是国际领先的行业内知名企业	无市场公开数据

资料来源：公司招股书、开源证券研究所（注：CCL 销售额为其 2023 年度标签业务板块的销售额；MCC 于 2019 年退市，上表列示财务数据为 statista 对其 2023 年全年业绩预测数据）

经过四十年的发展，我国已经成为世界上最大的标签生产国和消费国。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。

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》，小微企业（人数规模在 100 人以下）占比最多，为 56.42%。中型企业（人数规模在 100~200 人）占比 21.80%，大型企业（人数规模在 200 人以上）占比 21.79%。

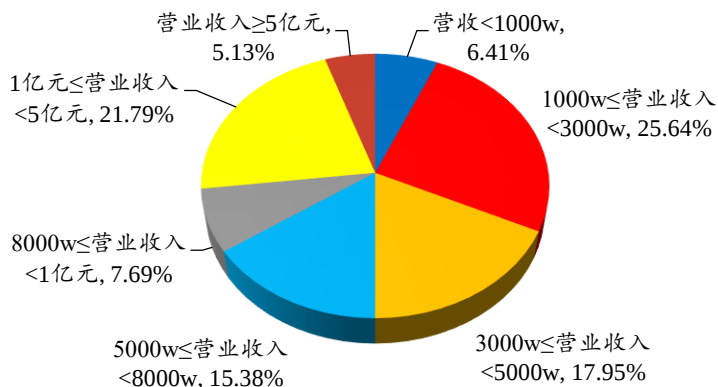
图32：员工人数 100 人以下的小微企业在样本中占比 56.42%



数据来源：标签印刷技术官方公众号《2024 中国标签产业发展报告》、开源证券研究所

标签印刷行业集中度较低，单个企业规模相对较小。根据《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%，低于 1 亿元营收规模的企业占比高达 73.07%。

图33：营收规模低于 1 亿元的标签印刷企业在样本中占比 73%



数据来源：标签印刷技术官方公众号《2024 中国标签产业发展报告》、开源证券研究所

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%。我国区域经济发展的不平衡发展使得包装印刷行业呈现分布不均衡的特点，其中东部沿海地区、长三角、珠三角地区经济发展较快，包装印刷发展较为繁荣，而内陆地区的包装印刷行业则较为落后。中国印刷及设备器材工业协会的统计显示，广东、福建、浙江、上海、江苏四省一市的包装印刷总产值约占全国包装印刷总产值的一半以上，而西北地区的陕西、甘肃、宁夏、青海、内蒙古、新疆等省区包装印刷总产值仅占全国

的 5%左右。

江天科技在不干胶标签领域的主要竞争对手包括 CCL 境内子公司、正美集团境内子公司、豪能科技（871091.NQ）、上海超级标贴系统有限公司（上市公司安妮股份 002235.SZ 下属子公司）、广州美祺智能印刷有限公司、苏州雅利印刷有限公司等。

表9：江天科技与可比公司业务关联度、产品竞争状况、印刷工艺及效果等方面对比

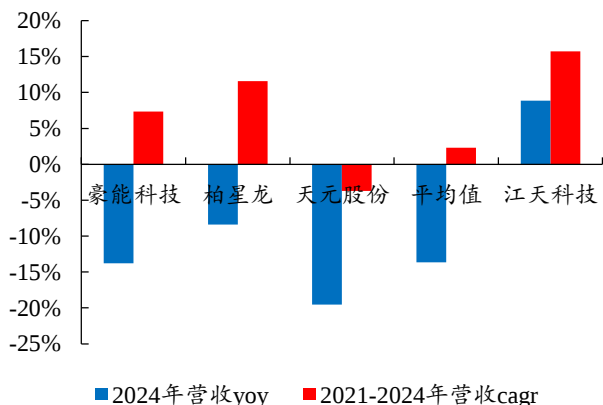
名称	主营业务	应用领域	竞争关系	市场地位
江天科技	标签印刷，薄膜类不干胶标签、纸张类不干胶标签，以及其他印刷产品	饮料酒水、日化用品、食品保健品、石化用品等日常消费品	-	公司业务规模较大，处于行业前列，在饮料酒水、日化用品等细分领域排名突出，是少数能够服务国内外知名中高端消费品牌客户的印刷企业，获得了较多的荣誉及资质认证，是中国标签业品牌影响力领先企业，参与起草了多项国家标准、行业标准及团体标准，并建立了全面的区域布局，在行业内居于优势地位
香江印制	不干胶标签和防伪标识	精密电子、高档日化、食品医药、快消品等	主营产品及应用领域与江天科技较相近；下游客户与江天科技重叠较少，竞争程度较弱	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
豪能科技	啤酒类标签、饮料牛奶包装和高档纸盒类，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	食品饮料等快速消费品制造	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	防伪溯源系统业务，润滑油标签、日化标签、酒水饮料标签、防伪标签等	饮料酒水、日化用品、石化用品等日常消费	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	高端包装印刷品和包装材料，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	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	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	烟标	卷烟	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异	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	快递电商包装印刷，电子标签、塑胶包装、快递封套、缓冲包装	快递物流和电子商务等	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异	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	烟标、医用及工业大麻	卷烟、酒水、药品等	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异	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	烟用接装纸、烟标、烟用封签纸及电化铝	卷烟	主营产品及应用领域与江天科技有较大差异	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	酒、化妆品、茶叶、食	酒、化妆品、茶叶、	主营产品及应用领域与江天科	为国内较早从事创意包装业务的企业，其创意设

名称	主营业务	应用领域	竞争关系	市场地位
龙	品等消费品包装、创意设计服务	食品等消费品	技有较大差异	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、各公司招股书、各公司公转书、各公司年度报告、企查查、开源证券研究所

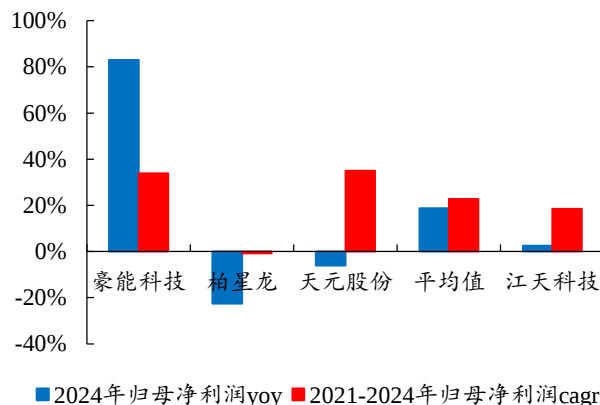
成长性方面，剔除营收规模低于 1 亿元的香江印刷后横向比较，江天科技近三年营收 CAGR、2024 年营收同比增速均在可比公司中位列第一。盈利方面，近三年归母净利润 CAGR 最高的为天元股份，其次为豪能科技，江天科技为第三。

图34：近三年营收 CAGR 最高的为江天科技



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：近三年归母净利润 CAGR 最高的为天元股份

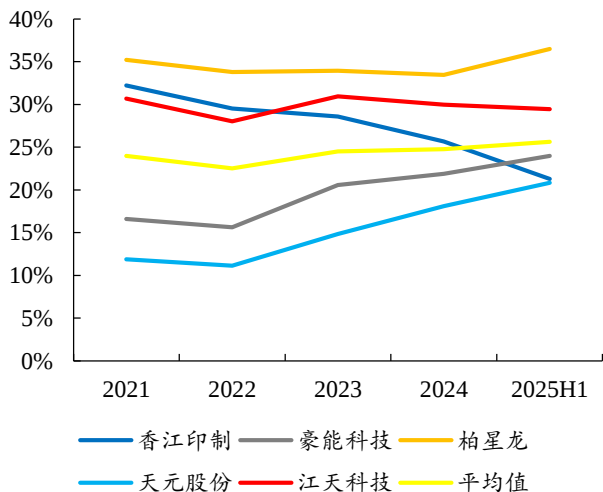


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率水平上，香江印制毛利率有下滑趋势，天元股份与豪能科技毛利率逐渐提升，江天科技毛利率水平较为平稳，2024 年仅次于柏星龙毛利率水平。

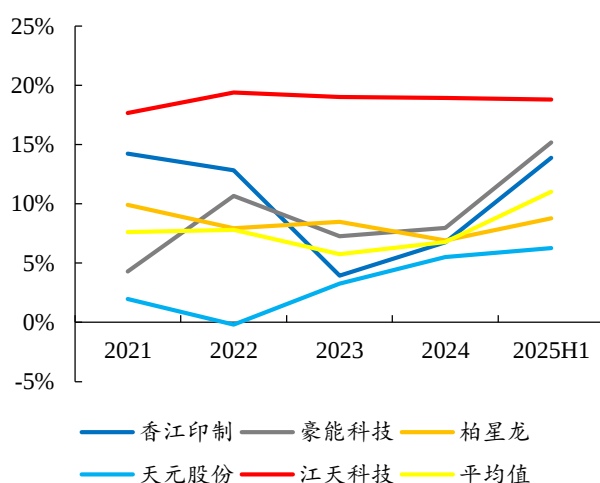
净利率方面，江天科技净利率水平高于可比公司。

图36：江天科技毛利率 2024 年仅次于柏星龙毛利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：江天科技净利率水平高于可比公司



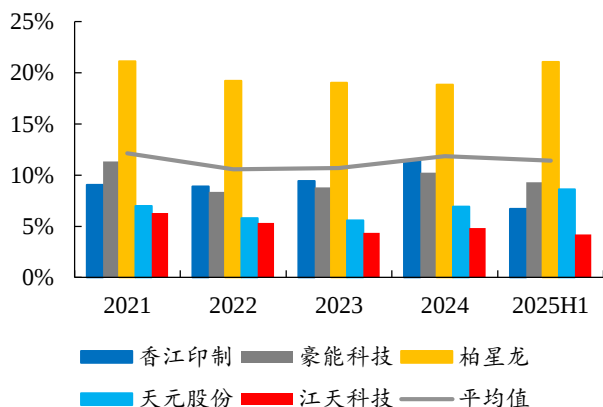
数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率方面，江天科技期间费用率（不包括研发）为可比公司中最低位，其中差异较大的为管理费用与销售费用。

研发费用率方面，香江印刷为可比公司中最高位，江天科技与可比公司均值较

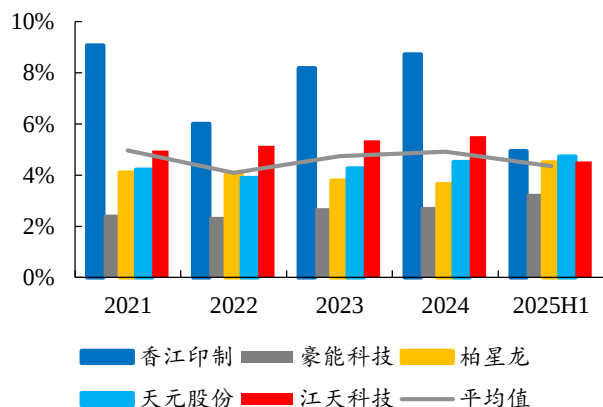
为相近。

图38：江天科技期间费用率（不含研发）比可比公司低



数据来源：Wind、开源证券研究所

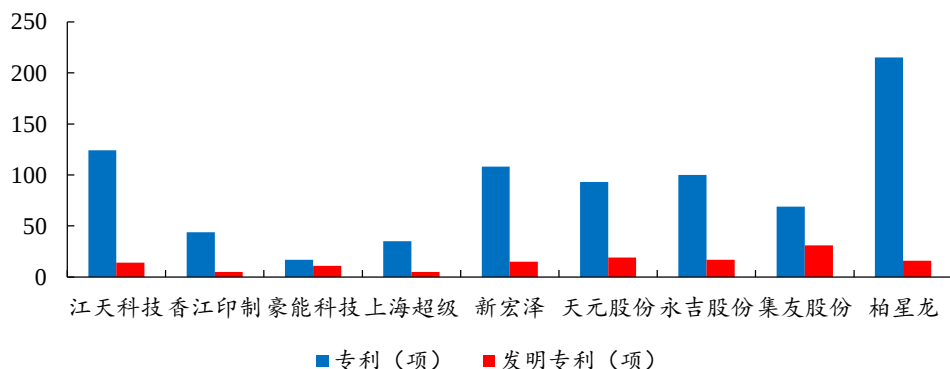
图39：香江印刷研发费用率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

专利方面，江天科技专利数和发明专利数量处于可比公司中间水平；与从事不干胶标签印刷业务的香江印制、豪能科技、上海超级等公司相比，江天科技专利总数和发明专利数量较多。

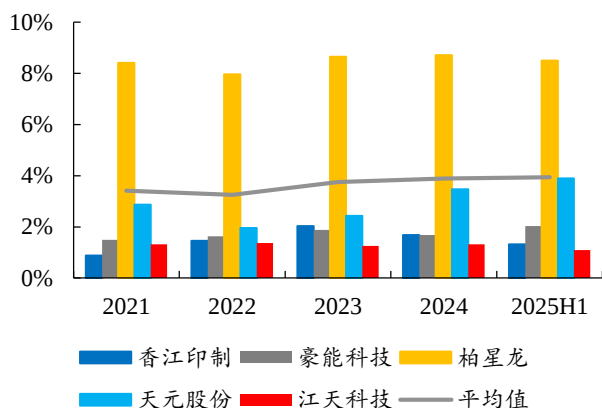
图40：江天科技专利数和发明专利数量处于可比公司中间水平



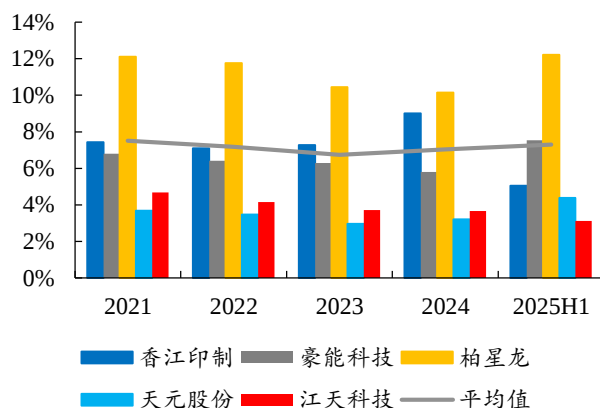
数据来源：公司一轮问询的回复、企查查、Wind、各公司公告、智研咨询

销售费用率方面，江天科技与香江印刷较相近，均属于可比公司中较低水平，柏星龙为可比公司中最高的。公司业务聚焦饮料酒水、日化用品等日常消费领域的不干胶标签，主要客户较为集中、稳定，销售团队较为精简且保持稳定，销售费用率处于较低水平。其他同行业公司市场开发、渠道运营或广告相关支出较多，销售费用率相对更高。

管理费用率方面，江天科技与天元股份较接近，柏星龙管理费用为可比公司中最高的。总体来看，公司管理费用率低于同行业公司平均值，公司为扁平化管理，组织结构及人员较为精简，管理成本相对较低。

图41：江天科技销售费用率低于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：江天科技管理费用率低于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、募投项目：每年新增约 8,129.00 万平方米标签产能

公司本次募集资金围绕主营业务建设江天研发制造综合基地建设项目，分贝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将新增约 8,129.00 万平方米/年的标签产品产能，公司规模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。

项目投资财务内部收益率 17.12%（税后），投资回收期为 10.09 年（税后，含建设期）。

表10：公司拟投资 5.03 亿元建设包装印刷产品智能产线建设项目

项目		总投资额（万元）	拟募集资金投资额（万元）
江天研发制造综合基地建设	(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：公司招股书、开源证券研究所

根据公司测算，本次募投项目实施前，以公司 2024 年标签销售收入 5.37 亿元的含税金额计算的在国内标签市场的占有率为 0.94%，以公司 2024 年不干胶标签销售收入 5.08 亿元的含税金额计算，在国内不干胶标签市场的占有率为 1.65%。本次募投项目完全达产后，预计每年将新增产能 8,129.00 万平方米，新增标签销售收入 5.86 亿元，国内标签市场的占有率将提升至 1.96%，国内不干胶标签市占率有望提升至 3.55%。

表11：募投项目完全达产后预计新增标签收入 5.86 亿元

项目	本次募投项目实施前-2024 年	本次募投项目完全达产后新增	本次募投项目完全达产合计
公司标签产能（万平方米）	8,135.04	8,129.00	16,264.04
国内标签市场规模（亿元）		647.49	
公司标签销售收入（亿元）	5.37	5.86	11.23

项目	本次募投项目实施前-2024 年	本次募投项目完全达产后新增	本次募投项目完全达产合计
公司标签市场占有率	0.94%	1.02%	1.96%
国内不干胶标签市场规模（亿元）	348.43		
公司不干胶标签销售收入（亿元）	5.08	5.86	10.94
公司不干胶标签市场占有率	1.65%	1.90%	3.55%

数据来源：公司二轮问询的回复、开源证券研究所

4、估值与对比：可比公司 PE 2024 均值 30X

江天科技有望通过本次募投项目产品进一步扩大业务规模，提高智能生产和数字化建设水平，提升盈利能力，整体上提高公司的核心竞争力，持续推动产品创新与技术创新，保持江天科技在行业内的市场竞争力，建议关注。

表12：同行业可比公司的 PE 2024 均值为 30X

公司简称	股票代码	市值（亿元）	PE 2024	2021-2024 年营收 CAGR	2021-2024 年归母净利润 CAGR	2024 年毛利率
香江印制	837733.NQ			-3.43%	-24.66%	25.67%
豪能科技	871091.NQ	6.98	11.91	7.36%	33.87%	21.87%
柏星龙	920075.BJ	16.59	40.23	11.59%	-0.79%	33.47%
天元股份	003003.SZ	24.18	37.85	-3.69%	35.04%	18.11%
均值		15.91	29.99	2.96%	10.87%	24.78%
中值		16.59	37.85	1.97%	16.54%	23.77%
江天科技	920121.BJ			15.74%	18.44%	29.97%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2024 年 12 月 11 日）

5、风险提示

原材料价格波动风险、对主要客户养生堂/农夫山泉的依赖风险、市场竞争风险、新股破发风险

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（underperform）	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（underperform）	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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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3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