

2026 年 06 月 05 日

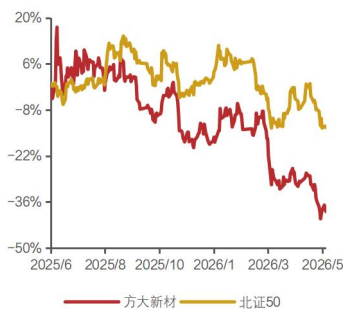
投资评级： 增持（首次）

证券分析师

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

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 06 月 03 日

收盘价（元）	10.74
一年内最高/最低（元）	22.46/10.24
总市值（百万元）	1,382.40
流通市值（百万元）	651.72
总股本（百万股）	128.72
资产负债率（%）	47.33
每股净资产（元/股）	4.01

资料来源：聚源数据

方大新材 (920163. BJ)

——全产业链铸就成本壁垒，产能+市场双扩张开启成长

投资要点：

- **2025 年中国不干胶标签市场规模增长至 450 亿元，下游需求有望带动包装材料行业增长。**根据 Fortune Business Insights 数据，2025 年全球不干胶标签市场规模为 537.3 亿美元，预计到 2034 年将达到 924.8 亿美元，2026-2034 年复合年增长率为 6.10%。亚太地区在不干胶标签市场上占据主导地位，2025 年市场份额或达到 39.40%。智研咨询统计数据显示，2019 年至 2025 年，我国不干胶标签产量由 71 亿平方米增至 99.8 亿平方米，复合增长率达到 5.70%；预计到 2031 年我国不干胶标签产量将达到 155 亿平方米。**不干胶材料及标签广泛应用于消费领域，行业整体呈现出新的发展态势。**2019 年至 2025 年，我国人均居民消费支出由 2.16 万元增长至 2.95 万元，复合增长率为 5.54%，我国不干胶标签市场规模由 214.34 亿元增长至 450 亿元，复合增长率为 13.07%，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。
- **实际控制人合计控制方大新材 71% 股份，2025 年不干胶材料占公司营收的 43%。**公司实际控制人为杨志，一致行动人为杨志、杨华、石家庄汇同企业管理中心(有限合伙)和河北汇合丰企业管理有限公司，截至 2025 年 12 月 31 日，杨志直接间接合计控制方大新材 71.32% 股份。公司的主营业务是高分子复合材料、自粘信息记录材料等新材料的科技创新与研发。公司的主要产品是不干胶材料、可变信息标签、背胶袋。2025 年公司营收为 8.13 亿元（yoy+16.37%），主要原因是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市场需求；公司归母净利润为 4438.41 万元（yoy-0.78%），主要是高毛利制袋系列产品收入同比下滑 15.41%，低毛利业务营收占比增长等原因。
- **新质生产力赋能智能制造，方大二期项目释放产能，有望促进行业集中度持续提升。**公司在不干胶材料领域有一定的技术优势，产品品质通过了欧盟 REACH 认证，截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有专利数量 33 项，其中发明专利数量为 17 项，核心技术储备持续优化。公司积极践行生产经营的数字化转型，随着方大二期生产线的投产，困扰公司多年的产能受限问题或得到缓解；2025 年 8 月公司通过收购的方式成立了全资子公司方大（惠州）新材料有限公司，筹建公司的华南生产基地，国内重点开拓华南及华东区域市场，国外筹建了加拿大和美国的合资工厂。公司前五大客户营收占比从 2023 年的 31.64% 逐步降至 2025 年的 21.56%，在一定程度上可以降低对大客户的依赖程度，降低公司的经营风险。根据公司公众号，公司目前已成为 UPS、Fedex、DHL、顺丰、京东等全球物流巨头的核心供应商。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.53/0.61/0.71 亿元，对应的 PE 分别为 26/23/20 倍。我们选取永新股份、冠豪高新、美盈森为可比公司，鉴于公司产能扩张的规模优势、全产业链成本优势，我们认为其有望在行业分散的格局中稳步提升市占率，首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ **风险提示：原材料价格波动的风险、公司对海外市场存在一定的依赖的风险、市场竞争风险、国内快递物流行业波动的风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	699	813	1,004	1,150	1,322
同比增长率（%）	39.78%	16.37%	23.43%	14.60%	14.96%
归母净利润（百万元）	45	44	53	61	71
同比增长率（%）	13.62%	-0.78%	18.39%	15.87%	16.05%
每股收益（元/股）	0.35	0.34	0.41	0.47	0.55
ROE（%）	9.62%	8.86%	9.78%	10.50%	11.22%
市盈率（P/E）	30.90	31.15	26.31	22.70	19.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.53/0.61/0.71 亿元，对应的 PE 分别为 26/23/20 倍。我们选取永新股份、冠豪高新、美盈森为可比公司，鉴于公司产能扩张的规模优势、全产业链成本优势，我们认为其有望在行业分散的格局中稳步提升市占率，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合对不干胶标签行业的快速发展以及公司产能扩张与成本控制能力的积极预期，我们对其业务假设如下：

（1）不干胶材料：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +35.00%/+20.00%/+20.00%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 4.68/5.61/6.74 亿元；

（2）可变信息标签：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +22.00%/+13.00%/+12.00%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 3.74/4.23/4.74 亿元；

（3）制袋系列：预计逐步恢复增长，假设 2026-2028 年营业收入同比持平/+2.00%/+5.00%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 1.48/1.51/1.59 亿元。

投资逻辑要点

行业层面，不干胶材料下游覆盖消费包装、快递物流、外卖封签等高频应用场景，受消费升级与物流需求增长带动，行业仍处于扩容阶段。国内不干胶标签市场规模增长明显快于居民消费支出，说明行业具备较强成长性。

公司层面，公司技术储备、智能制造和产能扩张构成后续业绩释放的核心支撑。随着方大二期投产、惠州基地推进及海内外市场拓展，公司有望依托产能释放、客户结构优化和行业集中度提升，实现收入规模与市场份额进一步增长。

核心风险提示

原材料价格波动的风险、公司对海外市场存在一定的依赖的风险、市场竞争风险、国内快递物流行业波动的风险

内容目录

1. 2025 年中国不干胶标签市场规模 450 亿元，下游需求有望带动包装材料行业增长	6
2. 实际控制人合计控制方大新材 71%股份，2025 年不干胶材料占公司营收的 43%	12
3. 新质生产力赋能智能制造，方大二期项目释放产能，有望促进行业集中度持续提升	15
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1： 不同印刷标签比较分析	6
图表 2： 不干胶标签材料是由五部分组成的功能性复合材料	6
图表 3： 不干胶标签行业产业链	7
图表 4： 2025 年全球不干胶标签市场价值为 537.3 亿美元	7
图表 5： 2019-2025 年中国不干胶标签产量 CAGR 约 6%	8
图表 6： 2019-2025 年我国人均居民消费支出变化	8
图表 7： 2019-2025 年我国不干胶标签市场规模变化	8
图表 8： 2024 年全球快递包裹业务量约 2679 亿件，业务收入约 46037 亿元	9
图表 9： 2025 年我国邮政行业寄递业务量完成 2165.1 亿件，同比增长 11.8%	9
图表 10： 我国外卖订单量从 2015 年的 17 亿单增至 2023 年的 230 亿单	10
图表 11： 方大新材主要可比公司包括江天科技、香江印制等	10
图表 12： 杨志直接和间接合计控制方大新材 71.32% 股份	12
图表 13： 不干胶材料是方大新材 2025 年最大收入来源	12
图表 14： 2025 年不干胶材料占总营收的 42.62%	13
图表 15： 2025 年制袋系列的毛利率为 32.76%	13
图表 16： 2025 年公司外销占营收比例 51.63%	14
图表 17： 2025 年公司外销毛利率 25.19%	14
图表 18： 2025 年公司营收达 8.13 亿元（yoy+16.37%）	14
图表 19： 公司“一种抗热胶油渗热敏纸的研制”等多个项目已结案投产	15
图表 20： 截至 2025 年末，公司拥有专利数量 33 项，其中发明专利数量为 17 项	16
图表 21： 智能码垛系统图示	16
图表 22： 智能运输轨道图示	16
图表 23： 2025 年公司前五大客户营收占比为 21.56%	17
图表 24： 可比公司估值表（截至 20260603）	18

1. 2025 年中国不干胶标签市场规模 450 亿元，下游需求有望带动包装材料行业增长

参考华经产业研究院，标签印刷以商标标识、信息传递、品牌文化宣传为核心内容，区别于普通包装的保护和方便储运等功能，标签印刷聚焦于信息传递和品牌效果展现，对印刷的清晰度、精美度和表面装饰多样性要求较高。根据承印材料，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。

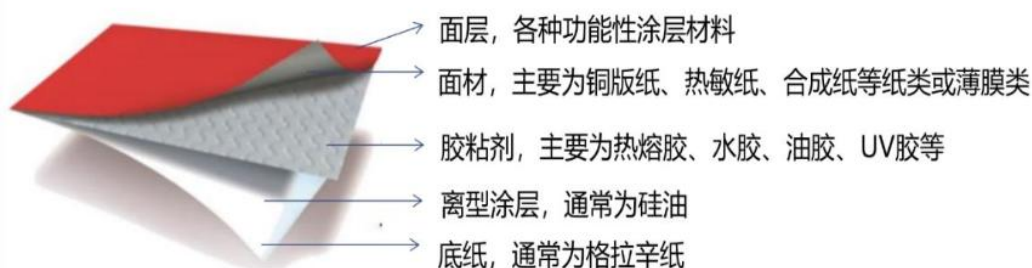
图表 1：不同印刷标签比较分析

种类	承印材料	适用性
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
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
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
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
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

资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

参考方大新材 2025 年年报，不干胶材料(也称为“压敏标签材料”、“自粘标签材料”)是以纸张、薄膜或特种材料为面料，背面涂有胶粘剂，以涂硅保护纸为底纸的功能性复合材料。使用时，移除底纸后，黏贴在被贴物表面。由于易于应用且无需胶粘剂活化，与其他需要热活化或湿活化胶粘剂的材料相比，不干胶材料不仅节省成本，同时更美观、使用更便捷。不干胶标签分为印刷标签和打印标签。印刷标签广泛应用于食品、医药、饮料、酒水、日化、家居等消费品的包装装饰，精美印刷的标签可以提高产品的视觉吸引力，有助于提高所应用产品销量；打印标签也称为可变信息标签，通过条形码、二维码和 RFID 嵌体等数字触发器传递物品品类、价格、重量等可变信息，提高供应链效率，广泛应用于快递、仓储、奶茶、食品称重、物品吊牌等众多领域。

图表 2：不干胶标签材料是由五部分组成的功能性复合材料



资料来源：方大新材公司公告、华源证券研究所

参考智研咨询信息，**从产业链来看**，不干胶标签行业**上游**领域主要包括原材料和生产设备，其中原材料包括纸张、薄膜材料、特殊材料、胶粘剂等，这些材料的质量和价格直接影响

到不干胶标签的制造成本和性能；生产设备包括印刷机、切割机等。**中游**是指不干胶标签的生产制造。**下游**是指不干胶标签的主要应用领域，包括食品饮料、运输物流、医疗、电子、日化用品等。随着我国居民生活水平不断提高，不干胶标签在这些领域的需求或将不断增长。

图表 3：不干胶标签行业产业链



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

根据 Fortune Business Insights 数据，2025 年全球不干胶标签市场规模为 537.3 亿美元，预计 2026 年市场规模将达 570.6 亿美元，到 2034 年将达到 924.8 亿美元，2026-2034 年复合年增长率为 6.10%。亚太地区在不干胶标签市场上占据主导地位，2025 年市场份额或达到 39.40%。此外，在消耗品、即食食品、包装食品和饮料需求增长的推动下，美国不干胶标签市场规模或将大幅增长，到 2032 年预计将达到 94.7 亿美元。

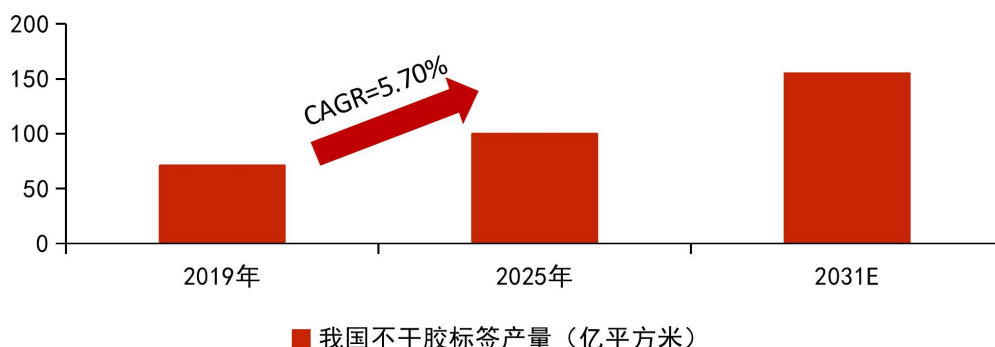
图表 4：2025 年全球不干胶标签市场价值为 537.3 亿美元



资料来源：Fortune Business Insights、华源证券研究所

参考方大新材 2025 年年报，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。智研咨询统计数据显示，2019 年至 2025 年，我国不干胶标签产量由 71 亿平方米增至 99.8 亿平方米，复合增长率达到 5.70%；预计到 2031 年我国不干胶标签产量将达到 155 亿平方米。

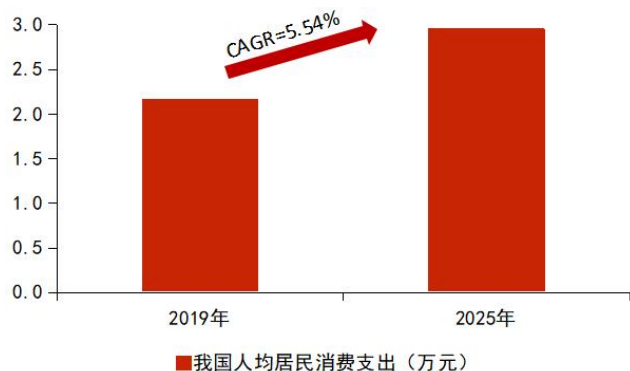
图表 5：2019-2025 年中国不干胶标签产量 CAGR 约 6%



资料来源：方大新材公司公告、智研咨询、华源证券研究所

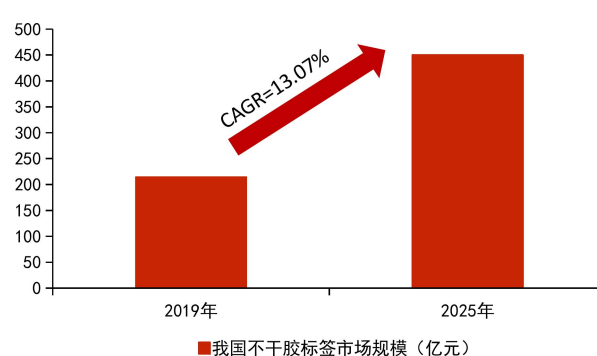
不干胶材料及标签广泛应用于消费领域，行业整体呈现出新的发展态势。参考方大新材 2025 年年报，国内居民消费习惯的改变和消费结构的转型，促使消费品品质不断提升，有效增强了对不干胶标签的需求。从我国人均居民消费支出和不干胶市场规模的变化来看，2019 年至 2025 年，我国人均居民消费支出由 2.16 万元增长至 2.95 万元，复合增长率为 5.54%，我国不干胶标签市场规模由 214.34 亿元增长至 450 亿元，复合增长率为 13.07%，不干胶标签市场规模的增长速度明显高于人均居民消费支出。未来，我国对于高品质消费需求的持续提升，或将为不干胶标签市场的稳定增长提供支持。随着“双碳”政策的持续推进，国民环保意识的提高，可降解、可回收的不干胶材料需求增长，行业向绿色、环保方向加速发展。此外，消费者对个性化产品的需求推动了不干胶标签定制化需求的增长。

图表 6：2019-2025 年我国人均居民消费支出变化



资料来源：方大新材公司公告、华源证券研究所

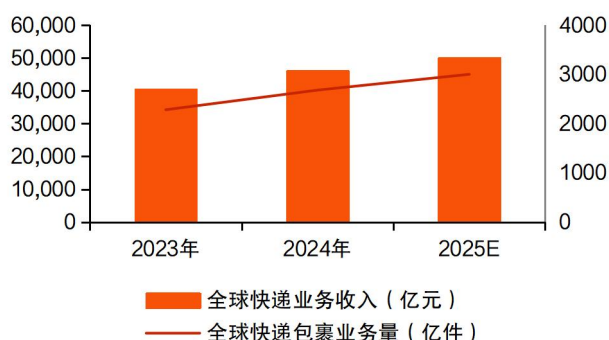
图表 7：2019-2025 年我国不干胶标签市场规模变化



资料来源：方大新材公司公告、华源证券研究所

全球范围内快递物流行业的迅猛增长，预计将带动快递运单标签、快递袋、背胶袋等快递物流包装产品使用量的增长。参考国际海事信息网公众号，《全球快递发展报告（2025）》数据显示，2024年，全球快递包裹业务量约2,679亿件，同比增长17.49%；业务收入约46,037亿元，同比增长14.05%。其中，我国快递包裹业务量为1,750.8亿件，同比增长21.5%；业务收入为14,033.5亿元，同比增长13.8%。我国快递包裹市场规模连续11年保持全球第一，实现月均百亿件跨越式发展，彰显了中国市场的强大韧性和发展潜力。报告预计，2025年全球快递市场业务量有望突破3,000亿件，业务收入有望突破50,000亿元。根据国家邮政局公布的2025年邮政行业运行情况显示，2025年，我国邮政行业寄递业务量完成2,165.1亿件，同比增长11.8%。其中，快递业务量完成1,989.5亿件，同比增长13.6%。根据方大新材2025年年报，2026年行业或仍将保持稳步上升态势，预计邮政行业寄递业务量完成2,300亿件，同比增长6%左右；其中快递业务量完成2,140亿件，同比增长8%左右。邮政行业业务收入、快递业务收入稳步提升。

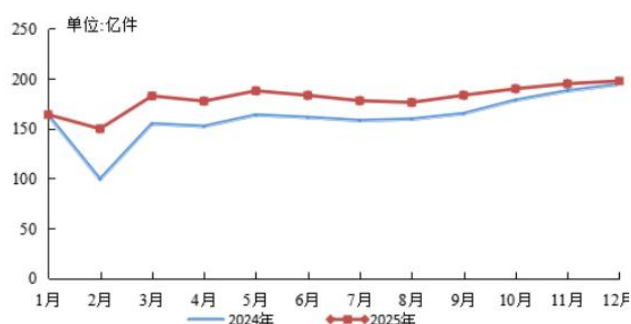
图表8：2024年全球快递包裹业务量约2679亿件，业务收入约46037亿元



资料来源：《全球快递发展报告（2025）》、国际海事信息网公众号、华源证券研究所

注：2025年数据为预测性描述；左轴对应全球快递业务收入

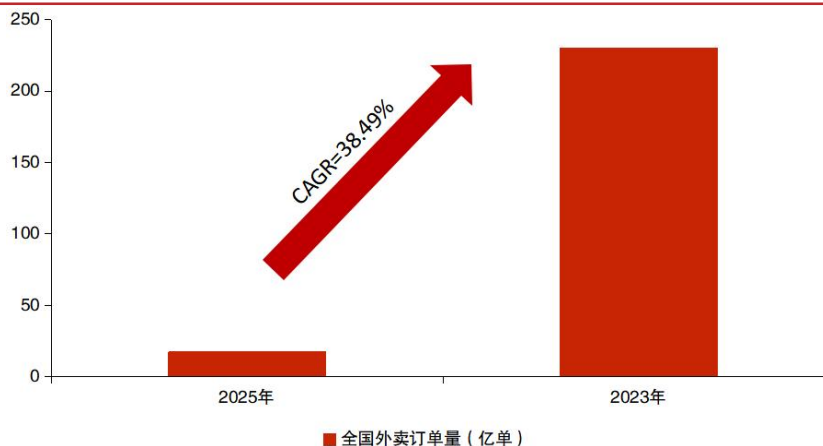
图表9：2025年我国邮政行业寄递业务量完成2165.1亿件，同比增长11.8%



资料来源：国家邮政局、方大新材公司公告、华源证券研究所

近年来，我国网络餐饮市场规模持续扩大。参考全国食品安全监管信息发布公众号，截至2024年12月，我国外卖用户规模达5.92亿人，外卖订单量从2015年的17亿单增至2023年的230亿单，年复合增长率达到38.49%。上海作为超大型城市，每天外卖订单量近300万单，从事网络餐饮服务的单位达6万余家，占全市餐饮单位总数的60%，其中80%为中小型商户。外卖食品在便利生活的同时，也面临配送环节污染风险、责任界定不清、消费者信任不足等突出问题。因此，参考中国经济网公众号，近些年来，全国多地都在探索和推广使用外卖“食安封签”，以保障外卖食品安全的最后一公里，该“食安封签”为不干胶封签，一旦撕开即刻损毁，无法重复使用。比如，2020年，上海市先后发布了《一次性食品安全封签管理技术规范》、《上海市餐饮外卖食品封签使用管理办法（试行）》。有的地方还推行了升级版的“食安封签”，随餐打出溯源二维码，实现一餐一码，消费者扫码后，可以看到商户证照信息、餐品出品信息、厨师和骑手当日健康情况等。

图表 10：我国外卖订单量从 2015 年的 17 亿单增至 2023 年的 230 亿单



资料来源：全国食品安全监管信息发布公告号、华源证券研究所

方大新材主要可比公司包括江天科技、香江印制和豪能科技。香江印制总体规模较小；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。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。

图表 11：方大新材主要可比公司包括江天科技、香江印制等

公司名称	主营业务	应用领域	市场地位
方大新材	主要从事高分子复合材料、自粘信息记录材料等新材料的科技创新与研发，公司的主要产品是不干胶材料、可变信息标签、背胶袋	主要应用于食品、医药、饮料、酒水、日化、家居	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企业“领跑者”、石家庄市创新型企业等资质荣誉
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	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行业	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	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

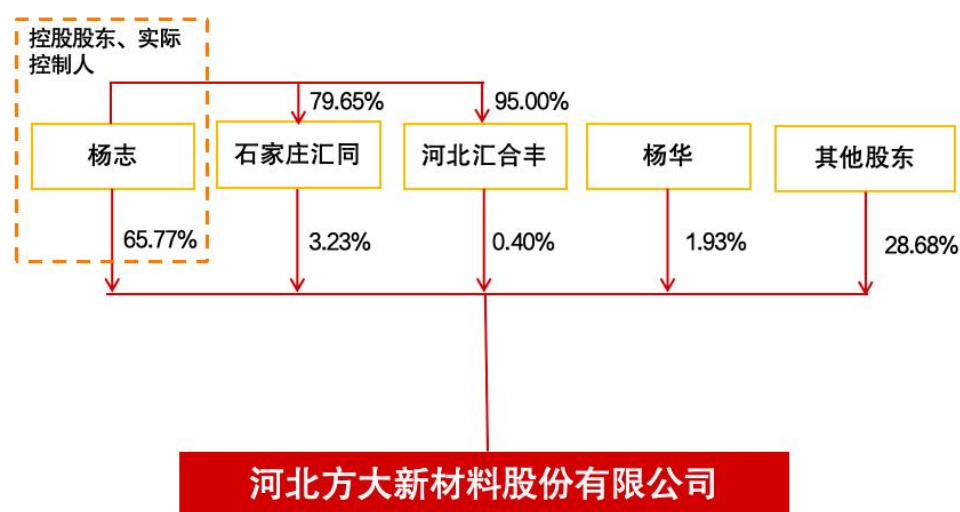
劲嘉股份	主要从事高端包装印刷品和包装材料的研究生产，产品主要包括烟标、中高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸、新型烟草制品	主要应用于高端卷烟、酒品、消费电子产品、电子烟、化妆品和食品保健品等	为全国 50 多家大中型卷烟厂累计开发、设计、印制了 100 多个品牌 400 多个规格的烟标，烟标的销售量位居全国第一。在烟标包装印刷领域处于领先地位
新宏泽	主要从事烟标的设计、生产及销售	主要应用于卷烟领域	为国内优秀的专业烟标印刷整体服务供应商，在烟标印刷行业中占有一定的市场份额
天元股份	主要从事快递电商包装印刷业，主要产品包括电子标签、塑胶包装、快递封套、缓冲包装	主要应用于快递物流和电子商务等领域	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	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	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	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、方大新材公司公告、华源证券研究所

2. 实际控制人合计控制方大新材 71%股份，2025 年不干胶材料占公司营收的 43%

公司实际控制人为杨志，一致行动人为杨志、杨华、石家庄汇同企业管理中心(有限合伙)和河北汇合丰企业管理有限公司。杨志为石家庄汇同执行事务合伙人，为河北汇合丰控股股东，截至 2025 年 12 月 31 日，直接间接合计控制方大新材 71.32%股份，为方大新材控股股东及实际控制人；自然人股东杨华是杨志之妹。

图表 12：杨志直接和间接合计控制方大新材 71.32%股份



资料来源：方大新材 2025 年年报、华源证券研究所

河北方大新材料股份有限公司的主营业务是高分子复合材料、自粘信息记录材料等新材料的科技创新与研发。公司的主要产品是不干胶材料、可变信息标签、背胶袋。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，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。

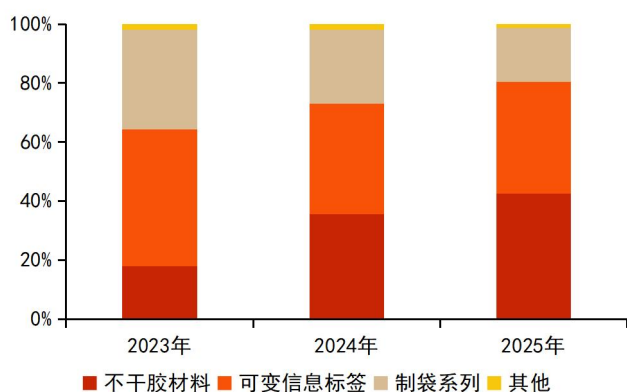
图表 13：不干胶材料是方大新材 2025 年最大收入来源



资料来源：方大新材公司公告、华源证券研究所 注：数据为 2025 年营收占比

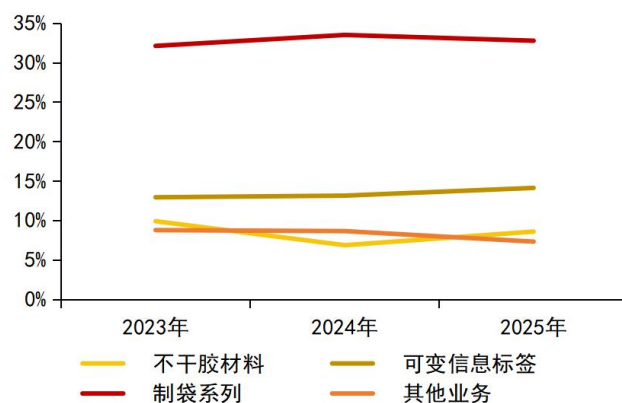
不干胶材料、可变信息标签与制袋系列是公司的三大核心业务。2023-2025 年不干胶材料占营业收入比例分别为 17.92%、35.61%、42.62%，占比快速提升，2025 年已成为公司第一大业务。可变信息标签业务占比从 2023 年的 46.35%降至 2025 年的 37.75%，为第二大业务板块。制袋系列业务占比呈持续下降趋势，从 2023 年的 33.68%降至 2025 年的 18.26%。2025 年，不干胶材料产品收入同比增长 39.28%，营业成本同比增长 37.96%，主要系在二期项目增加的 3 条自动化生产线达产的情况下，又新投产 2 条自动化不干胶生产线，不干胶材料产品的产能持续增加并释放，同时公司将不干胶材料产品作为市场推广重点，努力将产能转化为销量；其他纸制品收入同比下降 89.02%，主要原因为热敏收银纸等其他纸制品类产品未作为公司推广重点，只为个别客户配套销售。**从毛利率来看，制袋系列业务毛利率显著高于其他板块，2025 年达 32.76%；可变信息标签业务毛利率 2023 年以来基本在 13%-14%区间，盈利表现稳健；不干胶材料业务 2025 年毛利率为 8.57%，毛利率相对较低。**

图表 14：2025 年不干胶材料占总营收的 42.62%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

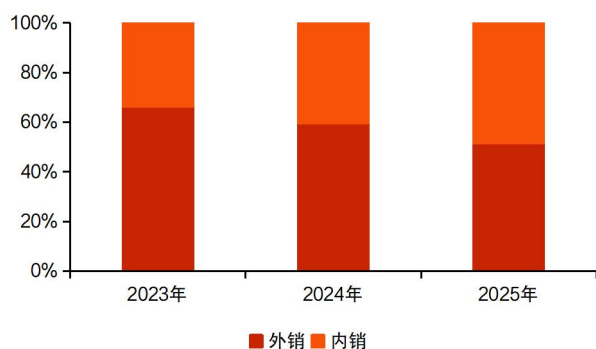
图表 15：2025 年制袋系列的毛利率为 32.76%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

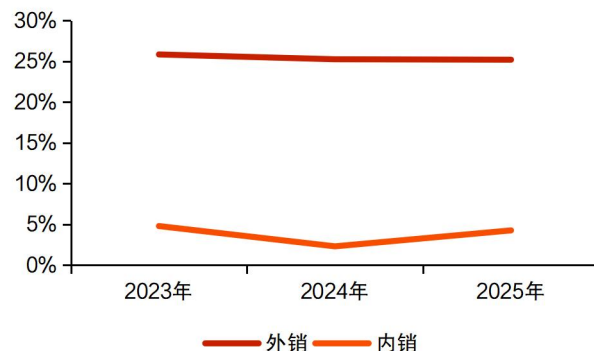
公司 2025 年外销收入占比 51.63%。外销营收从 2023 年的 3.32 亿元增长到 2025 年的 4.20 亿元，复合增速为 12.52%。内销营收从 2023 年的 1.68 亿元增长到 2024 年的 3.93 亿元，复合增速为 52.88%。2025 年，内销营业收入同比增长 39.38%；外销收入占营业收入的比重为 51.63%，内销收入占营业收入的比重为 48.37%，内销与外销营业收入趋于平衡。主要为在复杂的国际政治经济形势等不可控因素影响下，公司在全力维持外销客户的同时，大力开拓国内市场，使内销营业收入较大幅度增长。**从毛利率来看，2023-2025 年，公司外销毛利率分别为 25.84%、25.25%、25.19%，整体较为稳定；内销毛利率分别为 4.77%、2.29%、4.24%，有所波动。**

图表 16: 2025 年公司外销占营收比例 51.63%



资料来源: iFinD、华源证券研究所

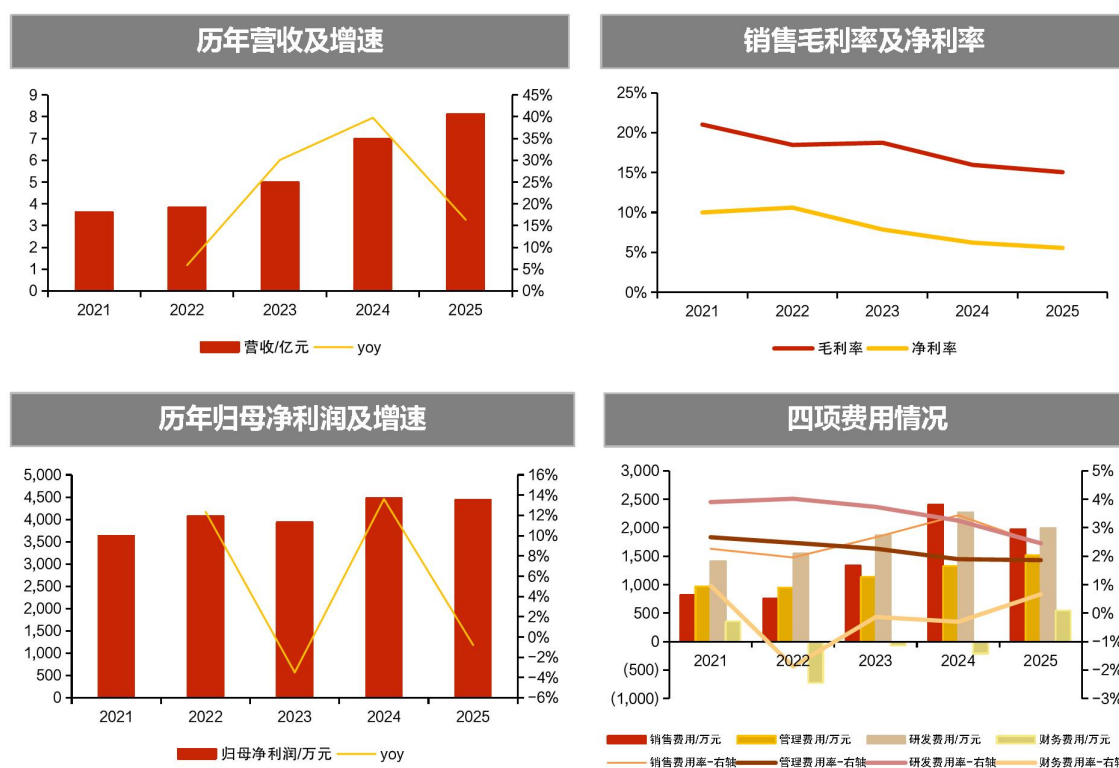
图表 17: 2025 年公司外销毛利率 25.19%



资料来源: iFinD、华源证券研究所

2021-2025 年公司营收分别为 3.63 亿元、3.84 亿元 (yoy+5.95%)、5.00 亿元 (yoy+30.10%)、6.99 亿元 (yoy+39.78%)、8.13 亿元 (yoy+16.37%)。2021-2025 年公司毛利率和净利率水平总体均呈下降趋势, 2025 年公司归母净利润为 4438.41 万元, 同比下降 0.78%, 主要原因是高毛利制袋系列产品收入同比下滑 15.41%, 低毛利业务营收占比增长; 2025 年公司财务费用同比增加 750.83 万元, 主要系银行贷款利息增加以及汇兑收益减少所致。

图表 18: 2025 年公司营收达 8.13 亿元 (yoy+16.37%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

3. 新质生产力赋能智能制造，方大二期项目释放产能，有望促进行业集中度持续提升

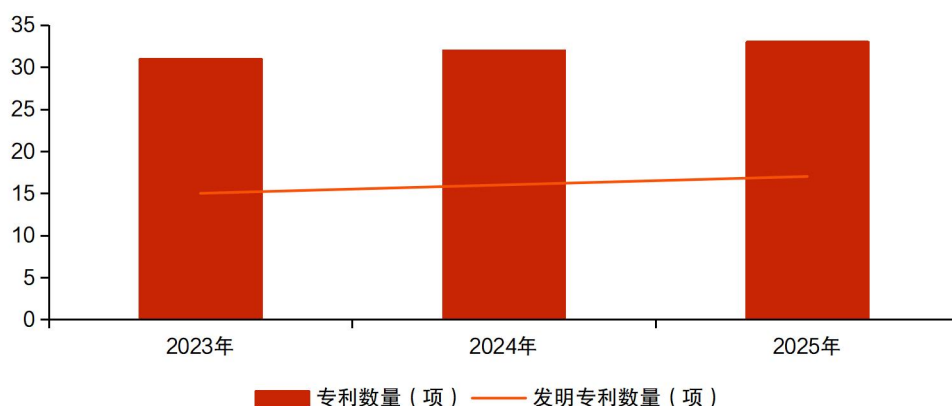
随着市场竞争的加剧，优秀企业逐渐向上游延伸，加强原材料的掌控，向下游拓展服务范围，提高产品的附加值和市场竞争力。公司在不干胶材料领域有一定的技术优势，产品品质通过了欧盟 REACH 认证。拥有河北省工业企业研发机构 A 级技术研发中心，石家庄市物流、快递专用信息记录材料技术创新中心，并荣获河北省“专精特新”示范企业、河北省制造业单项冠军企业、河北省县域特色产业集群企业“领跑者”、石家庄市创新型企业等资质荣誉。同时，公司从成品标签向上游不干胶材料领域进行延伸，实现了从行业前端的热熔胶、功能性涂层涂料制备到中游的不干胶材料生产，再到成品可变信息标签的深加工的全产业链。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有专利数量 33 项，其中发明专利数量为 17 项，核心技术储备持续优化。

图表 19：公司“一种抗热胶油渗透热敏纸的研制”等多个项目已结案投产

研发项目名称	项目目的	所处阶段/ 项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
一种抗热胶油渗透热敏纸的研制	本项目目的在于开发一种抗热熔压敏胶中的小分子物质迁移到热敏层影响热敏纸发色的热敏纸。涉及到热敏纸背面涂层配方的研制使其具有一定的阻隔小分子的作用。	项目已结案，产品已批量生产	实现抗热胶油渗透热敏纸的生产，且产品有良好的抗渗透性、印刷适应性，满足不干胶标签的应用。	进一步拓展公司产品多样性，扩大公司不干胶产品的生产规模，将对提高生产效率、稳定产品的质量起到至关重要的作用。将会大幅度提高顾客的满意度，增强客户对我公司产品的信心，增加客户订单。同时增加市场占有率，为企业的长远发展奠定基础。
一种防止热熔胶溶胀的薄膜的研制	本项目旨在通过对涂层配方，设备工艺的研究开发出一款具有阻隔特性的薄膜涂层，从而阻止热熔胶与基材薄膜的直接接触，因此溶胀的问题得以解决，满足产品长时间的储存性能及保证产品的使用不受影响。	项目已结案，产品已批量生产	通过涂层的设计开发避免热熔压敏胶和薄膜的直接接触，解决热熔压敏胶对薄膜的溶胀和破坏，进而解决热熔压敏胶薄膜材料翘标的问题。	解决了薄膜类不干胶标签使用热熔压敏胶时，因胶粘剂中的小分子物质（如增粘树脂、油）对薄膜基材产生溶胀、导致标签翘曲的行业难题；提高了公司产品竞争力。
水胶涂布动态表面张力活性平衡项目改造	本项目通过升级改造 AD 模数转换器、压力传感器、以及控制系统；同时改进加工工艺或表面处理来提高涂布辊的表面平整度；加强张力辊的内部结构，在辊身内部加强筋或者加厚辊身厚度提高其强度；增加帘头真空吸附装置移动行程；复合前、收卷前增加除静电装置；以改进水胶涂布动态表面张力活性平衡的问题。从而解决目前水胶涂布线存在涂布辊跳动，造成压力控制不稳定、纸面平整度不足、涂料粘度不均匀等问题。	项目已结案，设备已投入使用，达到预期	实现水胶涂布线精益生产，达到满足 600 米/分钟，连续运转 48 小时不出现张力不稳状况，满足生产要求。	在高速精密涂布的过程控制领域实现了系统性创新，技术集成度高，解决了行业高端制造的共性关键技术难题，处于国内领先水平。标志着公司在高速精密涂布工艺控制领域达到了新的高度。它不仅是“制造”能力的提升，更是“智造”解决方案的输出能力的体现。

资料来源：方大新材 2025 年年报、华源证券研究所

图表 20：截至 2025 年末，公司拥有专利数量 33 项，其中发明专利数量为 17 项



资料来源：方大新材年报、华源证券研究所

公司积极践行生产经营的数字化转型，引进国际先进的自动化涂布生产线、高速数字分切机、高速在线检测系统等智能生产系统，以及自动化立体仓储系统、智能化仓储物流系统、机器人码垛系统、自动视觉识别系统等配套辅助系统，升级金蝶云星空系统，将采购、仓储、生产、研发、品控、销售、财务等各经营环节一体化，并与智能生产系统、配套辅助系统互联互通，形成数字化动态控制，打造方大新材的“新质生产力”，使公司迈向高质量发展之路。随着方大二期生产线的投产，困扰公司多年的产能受限问题预计将得到缓解，未来有望充分发挥公司的产品品质优势及智能制造的效率优势，将不干胶材料作为推广重点，在满足外销业务的前提下，富余产能充分参与国内市场竞争，淘汰不干胶材料行业低品质的落后产能，促进行业集中度的提升。2025 年 8 月公司通过收购的方式成立了全资子公司方大（惠州）新材料有限公司，筹建公司的华南生产基地，翻新改造其原有的工业厂房和综合楼，有序安装自动化不干胶生产线及可变信息标签模切机，在 2025 年底开始部分试机。同时，在既有产品稳定增长的基础上，公司将不干胶材料的推广作为工作重点，国内重点开拓华南及华东区域市场，国外筹建了加拿大和美国的合资工厂。

图表 21：智能码垛系统图示



资料来源：方大新材公众号、华源证券研究所

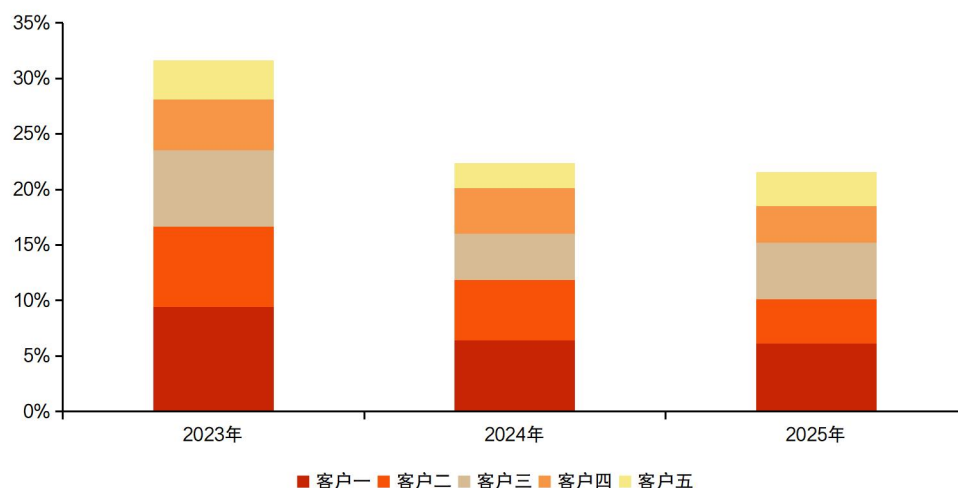
图表 22：智能运输轨道图示



资料来源：方大新材公众号、华源证券研究所

2023-2025年前五大客户营收占比逐年下滑。2023-2025年前五大客户营收占比从2023年的31.64%逐步降至2025年的21.56%。其中，第二大客户占比下降较为明显，从2023年的7.22%降至2025年的3.96%。公司前五大客户占营收比的下降，在一定程度上可以降低对大客户的依赖程度，降低公司的经营风险。根据公司公众号，公司产品远销欧洲、美洲、亚洲、大洋洲、非洲等数十个国家或地区，服务网络覆盖全球。目前已成为UPS、Fedex、DHL、顺丰、京东等全球物流巨头的核心供应商。

图表 23：2025 年公司前五大客户营收占比为 21.56%



资料来源：方大新材年报、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合对不干胶标签行业的快速发展以及公司产能扩张与成本控制能力的积极预期，我们对其业务假设如下：

（1）不干胶材料：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +35.00%/+20.00%/+20.00%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 4.68/5.61/6.74 亿元；

（2）可变信息标签：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +22.00%/+13.00%/+12.00%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 3.74/4.23/4.74 亿元；

（3）制袋系列：预计逐步恢复增长，假设 2026-2028 年营业收入同比持平/+2.00%/+5.00%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 1.48/1.51/1.59 亿元。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.53/0.61/0.71 亿元，对应的 PE 分别为 26/23/20 倍。我们选取永新股份、冠豪高新、美盈森为可比公司，鉴于公司产能扩张的规模优势、全产业链成本优势，我们认为其有望在行业分散的格局中稳步提升市占率，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 24：可比公司估值表（截至 20260603）

公司名称	股票代码	最新收盘价（元/股）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
永新股份	002014.SZ	10.35	63.39	0.80	0.89	0.97	13.0	11.6	10.7
冠豪高新	600433.SH	3.85	67.39	0.23	0.21	0.14	16.5	18.7	27.4
美盈森	002303.SZ	3.28	50.23	0.26	0.32	0.33	12.8	10.3	10.0
均值							14.1	13.6	16.0
方大新材	920163.BJ	10.74	13.82	0.41	0.47	0.55	26.3	22.7	19.6

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；方大新材盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动的风险：公司的主营业务为可变信息标签、不干胶材料、制袋系列等产品的研发、生产与销售。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，预计将对公司盈利水平和生产经营产生较大影响。

公司对海外市场存在一定的依赖的风险：公司自成立以来以外销为主，公司境外收入保持较高占比。如果境外市场出现不可预测的变化，如贸易摩擦、境外需求变化等，预计将对公司的收入规模带来不利的影响。

市场竞争风险：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。快递物流包装产品种类较为丰富，主要产品包括标签、塑胶包装、快递封套、票据产品、缓冲包装等。随着快递物流行业的发展，快递物流企业对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。随着市场竞争加大，如果未来客户加大对采购成本的控制，公司未能有效降低成本，预计将对公司生产经营及盈利能力产生不利影响。

国内快递物流行业波动的风险：根据中国快递发展指数报告，国内业务量突破千亿件，千亿时代正式启航，预计快递服务业将平稳开局，从资本市场预期来看，行业格局持续优化，市场潜力仍然可期。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，预计将对未来的公司业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	87	75	95	119
应收票据及账款	100	124	143	167
预付账款	1	1	1	2
其他应收款	1	1	1	1
存货	166	207	230	261
其他流动资产	20	25	29	33
流动资产总计	376	433	499	583
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	410	396	386	377
在建工程	61	66	54	30
无形资产	51	59	71	77
长期待摊费用	1	1	4	8
其他非流动资产	24	34	28	35
非流动资产合计	546	555	543	527
资产总计	922	989	1,042	1,110
短期借款	40	50	54	59
应付票据及账款	155	191	217	252
其他流动负债	72	81	94	106
流动负债合计	267	323	365	417
长期借款	139	113	81	49
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	154	128	96	63
负债合计	421	451	461	480
股本	129	129	129	129
资本公积	168	168	168	168
留存收益	204	241	283	333
归属母公司权益	501	537	580	630
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	501	538	581	630
负债和股东权益合计	922	989	1,042	1,110

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	45	53	61	71
折旧与摊销	40	46	51	58
财务费用	5	8	8	5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1	-24	-8	-13
其他经营现金流	8	0	0	0
经营性现金净流量	97	82	113	122
投资性现金净流量	-119	-55	-40	-43
筹资性现金净流量	19	-39	-54	-54
现金流量净额	-1	-12	19	25

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	813	1,004	1,150	1,322
营业成本	691	859	986	1,136
税金及附加	2	2	2	3
销售费用	20	24	27	31
管理费用	15	19	21	24
研发费用	20	24	28	33
财务费用	5	8	8	5
资产减值损失	-2	-2	-1	-2
信用减值损失	-4	-4	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	0	-1	-1
其他收益	1	1	1	1
营业利润	54	62	72	83
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	53	62	71	83
所得税	8	9	10	12
净利润	45	53	61	71
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司股东净利润	44	53	61	71
EPS(元)	0.34	0.41	0.47	0.55

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	16.37%	23.43%	14.60%	14.96%
营业利润增长率	7.17%	14.30%	16.01%	16.19%
归母净利润增长率	-0.78%	18.39%	15.87%	16.05%
经营现金流增长率	75.74%	-15.38%	36.71%	7.77%
盈利能力				
毛利率	15.06%	14.43%	14.24%	14.10%
净利率	5.56%	5.24%	5.29%	5.34%
ROE	8.86%	9.78%	10.50%	11.22%
ROA	4.82%	5.31%	5.85%	6.37%
估值倍数				
P/E	31.15	26.31	22.70	19.56
P/S	1.70	1.38	1.20	1.05
P/B	2.76	2.57	2.38	2.20
股息率	0.93%	1.14%	1.32%	1.53%
EV/EBITDA	21	13	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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，需在允许的范围内使用，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）。