

轻工制造

2025 年 06 月 27 日

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据： 2025 年 06 月 27 日

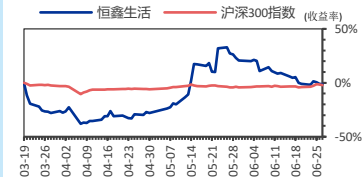
收盘价（元）	48.28
一年内最高/最低（元）	99.00/40.22
市净率	3.5
股息率%（分红/股价）	1.04
流通 A 股市值（百万元）	1,693
上证指数/深证成指	3,424.23/10,378.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	19.88
资产负债率%	27.56
总股本/流通 A 股（百万）	148/35
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003

tuyt@swsresearch.com

庞盈盈 A0230522060003

pangyy@swsresearch.com

联系人

庞盈盈

(8621)23297818x

pangyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

恒鑫生活 (301501)

——深耕纸质与塑料餐饮用具，可降解产品打开成长空间

投资要点：

- **恒鑫生活：深耕餐饮用具市场，积极发力可降解产品。**公司始建于 1997 年，为纸质与塑料餐饮用具供应商，产品覆盖下游饮品、快餐、外卖等餐饮行业，以及民用航空等消费场景，销售区域覆盖国内、北美洲、大洋洲、欧洲等。公司全流程、一站式供应链优势显著，顺应行业发展趋势积极发力可降解产品，绑定丰富优质客户资源，成为瑞幸咖啡、史泰博、亚马逊、喜茶、星巴克、蜜雪冰城、Manner 咖啡等众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具提供商。公司业绩稳步增长，2021-2024 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 30.4%、40.1%。
- **行业：餐饮用具受益于下游需求放量，供应可降解产品企业份额提升。**纸制与塑料餐饮具优势显著，可细分为可降解与不可生物降解制品。下游市场需求旺盛，为纸制与塑料餐饮具行业带来持续增长动力，2024 年我国餐饮业社会消费品零售总额为 5.57 万亿元，同比增长 5.3%。**尤其我国现制咖啡、新式茶饮市场快速扩容**，根据餐宝典（NCBD）预测，2024 年我国现制咖啡市场规模为 1930 亿元，预计 2025 年为 2238 亿元，2017-2025 年 CAGR 为 17.7%；近年来新式茶饮发展迅速，以喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等品牌为代表深受年轻消费者的喜爱。根据艾媒咨询预测，2024 年我国新式茶饮市场规模为 3547 亿元，预计 2028 年市场规模将达 4015 亿元，2024-2028 年 CAGR 为 3.1%。餐饮用具市场较为分散，优质企业凭借产品、技术、客户等优势份额有所提升。
- **公司：全流程供应链铸就竞争力，优质客户资源驱动增长。**公司掌握全流程核心技术及工艺，具备从 PLA 粒子改性、片材加工、成型、印刷的全流程加工生产能力，且产品线丰富，满足客户多样化需求。公司积极发力可降解产品，**2024 年公司可降解产品收入占比为 54.7%**。公司境内、境外齐发力，2023 年境内收入占比为 61.9%。凭借产品、技术等综合优势，绑定丰富优质客户资源，2024 年前五大客户收入占比为 41.3%，主要客户包括瑞幸咖啡、星巴克、Manner 咖啡等知名咖啡品牌；喜茶、蜜雪冰城、Coco 都可茶饮等极具影响力的茶饮品牌；以麦当劳、汉堡王等为代表的全球连锁快餐品牌。公司境内基地布局全国提升交付能力，泰国基地投产加速全球布局，具备年产 90 亿只纸制与塑料餐饮具产能。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.62、3.21、3.90 亿元，分别同比增长 19.4%、22.4%、21.5%，当前市值（2025/6/27）为 71 亿，对应 2025-2027 年 PE 分别为 27、22、18 倍。可比公司估值法下，首次覆盖，给予恒鑫生活“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,594	419	2,008	2,449	2,939
同比增长率（%）	11.9	24.2	26.0	22.0	20.0
归母净利润（百万元）	220	82	262	321	390
同比增长率（%）	2.8	79.8	19.4	22.4	21.5
每股收益（元/股）	2.87	1.07	1.77	2.17	2.64
毛利率（%）	26.3	24.9	26.0	26.2	26.4
ROE（%）	21.0	4.0	20.1	19.7	19.3
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

恒鑫生活：深耕餐饮用具市场，积极发力可降解产品。公司始建于 1997 年，为纸质与塑料餐饮用具供应商，产品覆盖下游饮品、快餐、外卖等餐饮行业，以及民用航空等消费场景，销售区域覆盖国内、北美洲、大洋洲、欧洲等。公司全流程、一站式供应链优势显著，顺应行业发展趋势积极发力可降解产品，绑定丰富优质客户资源，成为瑞幸咖啡、史泰博、亚马逊、喜茶、星巴克、蜜雪冰城、Manner 咖啡等众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具提供商。公司业绩稳步增长，2021-2024 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 30.4%、40.1%。

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.62、3.21、3.90 亿元，分别同比增长 19.4%、22.4%、21.5%，当前市值（2025/6/27）为 71 亿，对应 2025-2027 年 PE 分别为 27、22、18 倍。可比公司估值法下，首次覆盖，给予恒鑫生活“增持”评级。

关键假设点

按量价拆分：2024 年公司纸质与塑料餐饮用具收入为 15.62 亿元，其中销量为 96.56 亿只，平均售价为 0.16 元/只。考虑公司产能扩充、客户资源丰富，尤其现磨咖啡、新式茶饮、快餐等客户快速增长，假设 2025-2027 年纸质与塑料餐饮用具销量分别同比增长 26%、22%、20%；2023 年公司产品价格有所下调，2024 年以来价格有所修复，考虑公司高价格的可降解产品占比提升，假设 2025-2027 年纸质与塑料餐饮用具平均售价分别同比提升 0.3%、0.2%、0.2%。经测算，预计 2025-2027 年公司纸质与塑料餐饮用具收入分别为 19.74、24.13、29.01 亿元，分别同比增长 26.4%、22.2%、20.2%。

有别于大众的认识

看好可降解餐饮用具市场放量，公司凭借全流程供应链、丰富客户资源，有望持续稳健增长。下游餐饮用具市场需求旺盛，为纸制与塑料餐饮具行业带来持续增长动力，2024 年我国餐饮业社会消费品零售总额为 5.57 万亿元，同比增长 5.3%，尤其我国现制咖啡、新式茶饮市场快速扩容。公司全流程、一站式供应链优势显著，2024 年公司可降解产品收入占比为 54.7%，绑定丰富优质客户资源，有望打开成长空间。

股价表现的催化剂

禁限塑令政策加码，核心咖啡、茶饮大客户快速放量

核心假设风险

行业竞争加剧，下游需求不及预期

目录

1. 恒鑫生活：深耕餐饮用具市场，积极发力可降解产品	6
1.1 纸质与塑料餐饮用具供应商，多品类、境内外齐发力	6
1.2 管理层运营稳定，员工持股激发团队活力	7
1.3 业绩稳健增长，盈利能力优势显著	9
2. 行业：餐饮用具受益于下游需求放量，供应可降解产品企业	
份额提升	9
2.1 下游需求驱动餐饮用具市场扩容，可降解为发展趋势	10
2.2 市场较为分散，优质企业份额提升	12
3. 公司：全流程供应链铸就竞争力，优质客户资源驱动增长	13
3.1 全流程、一站式供应链优势显著，可降解产品占比过半	14
3.2 境内外市场齐发力，绑定优质客户资源	16
3.3 境内产能全国化布局，泰国基地提升国际竞争力	18
4. 盈利预测与估值分析	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值	20
5. 风险提示	21
附录	22

图表目录

图 1：恒鑫生活发展历程.....	6
图 2：2024H1 公司分业务收入占比.....	6
图 3：2024 年公司分产品收入占比	6
图 4：公司股权结构图	8
图 5：2024 年收入同比增长 11.9%	9
图 6：2024 年归母净利润同比增长 2.8%	9
图 7：2024 年毛利率、净利率分别为 26.3%、14.2%	9
图 8：2024 年公司期间费用率为 9.7%.....	9
图 9：纸质与塑料餐饮具产业链	10
图 10：2015-2024 年我国餐饮业社会消费品零售总额 CAGR 为 6.2%	11
图 11：预计 2025 年中国现制咖啡市场规模为 2238 亿元	11
图 12：预计 2025 年中国新式茶饮市场规模为 3749 亿元	11
图 13：主要公司 2024 年收入情况.....	13
图 14：主要公司 2024 年归母净利润情况	13
图 15：恒鑫生活毛利率优势显著	14
图 16：恒鑫生活净利率优势显著	14
图 17：公司分产品收入情况	14
图 18：公司可降解与不可降解产品收入情况.....	15
图 19：2024 年公司可降解产品收入占比为 54.7%	15
图 20：公司可降解纸杯售价高于不可降解纸杯	15
图 21：公司可降解塑料杯售价高于不可降解塑料杯	15
图 22：公司可降解杯盖售价高于不可降解杯盖	15
图 23：公司可降解产品毛利率高于不可降解产品.....	15
图 24：公司内外销收入情况	16
图 25：2024 年公司内销、外销收入占比分别为 61.9%、38.1%	16
图 26：2024H1 公司分区域收入占比.....	16
图 27：2024 年公司前五大客户收入占比为 41.3%	17
图 28：2023 年公司纸质餐饮具产能为 41 亿只.....	18
图： 年公司塑料餐饮具产能为 亿只.....	

表 1：公司主要产品布局	7
表 2：公司高管团队介绍	8
表 3：可降解与不可降解塑料制品划分	10
表 4：国内外禁限塑限制地区/行业	12
表 5：行业内主要企业介绍	13
表 6：2024H1 公司细分产品收入占比	14
表 7：2023、2024H1 公司前五大客户情况	17
表 8：公司分客户类型拆分	18
表 9：公司募投资金使用规划	19
表 10：恒鑫生活收入拆分及预测	19
表 11：恒鑫生活及可比公司估值对比	20
表 12：恒鑫生活利润表	22
表 13：恒鑫生活资产负债表	23
表 14：恒鑫生活现金流量表	24

1. 恒鑫生活：深耕餐饮用具市场，积极发力可降解产品

1.1 纸质与塑料餐饮用具供应商，多品类、境内外齐发力

深耕纸质与塑料餐饮用具市场，下游覆盖饮品、快餐、外卖等消费场景。公司始建于1997年，是一家致力于可生物降解制品研发、生产、销售于一体的高新技术企业，公司产品覆盖饮品、快餐、外卖等餐饮行业，以及大型企业、民用航空、家庭日用消费等消费场景；销售区域覆盖国内、亚洲其他、北美洲、大洋洲、欧洲等国家和地区；生产基地布局合肥、上海、海南、武汉等地，并在泰国建立海外生产基地。公司主要产品以环保特性、高端品质和美观设计深受国内外客户的青睐，成为瑞幸咖啡、史泰博、亚马逊、喜茶、星巴克、蜜雪冰城、Manner 咖啡等众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具提供商。

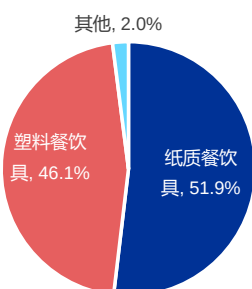
图 1：恒鑫生活发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

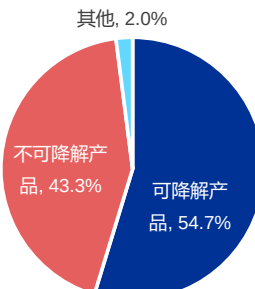
产品涵盖纸质餐饮具与塑料餐饮具，其中2024年可降解产品收入占比已过半。按照产品材质、生产工艺划分，公司产品分为纸质餐饮具与塑料餐饮具，2024H1公司纸质餐饮具、塑料餐饮具收入占比分别为51.9%、46.1%，按照降解性能，可分为可降解产品与不可降解产品，2024年公司可降解产品、不可降解产品收入占比分别为54.7%、43.3%。公司的纸制餐饮具主要包括纸杯/碗、纸杯配套产品、其他产品，纸制餐饮具分为可生物降解纸制品（PLA淋膜纸杯、纸杯配套产品等）、不可生物降解纸制品（PE淋膜纸杯等）。公司的塑料餐饮具主要包括杯盖、塑料杯、刀叉勺、吸管等，其中可生物降解塑料杯盖、塑料杯、刀叉勺、吸管，以PLA为主要原材料生产，具备生物降解特性，不可生物降解塑料制品主要包括PP/PET/PS杯盖，系PE淋膜纸杯及PP/PET塑料杯的配套产品。

图 2：2024H1 公司分业务收入占比



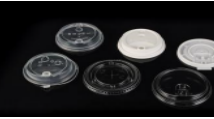
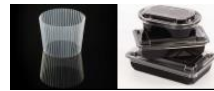
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024 年公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司主要产品布局

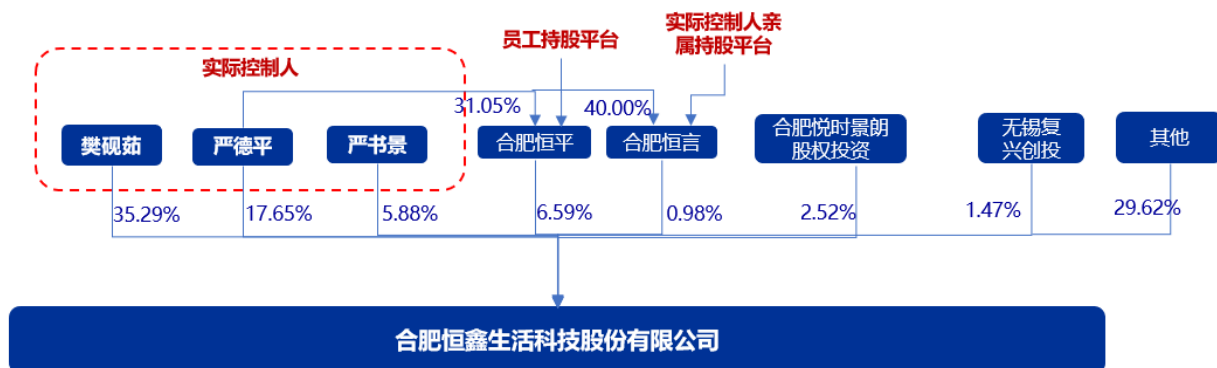
	产品类别	产品明细	产品说明	图示
纸质餐饮具	纸杯	PLA淋膜纸杯	纸杯产品为自主淋膜；规格覆盖全面，包含2oz-50oz、单层杯、双层杯、瓦楞杯等市场主流规格；材质涵盖PLA单双面淋膜、PE单双面淋膜；拥有良好的印刷品质、隔热性能、食品接触级安全等优点	
		PE淋膜纸杯		
	其他纸制餐饮具	纸制杯套	杯套产品主要用于防止顾客手持热饮杯被烫伤；客户可以通过在杯套上印刷广告或LOGO起到品牌宣传的效果	
		纸制杯托	纸制杯托产品用于饮品的包装及收纳，牢固耐用	
		餐盒、薯条杯等	公司根据客户需求，提供用于不同应用场景的定制化纸制餐饮用品	
塑料餐饮具	杯盖	PLA杯盖	根据客户需求提供具备不同降解特性的产品；公司生产的杯盖具有较好的使用性能及贴合度，其与纸杯、塑料杯产品具有较好的配套性，能够使顾客获得较好的饮用体验	
		PP/PET/PS等杯盖		
	塑料杯	PLA塑料杯	根据客户需求提供具备不同降解特性的产品，公司生产的塑料杯除作为饮水用具外，还可以通过印刷技术，为客户起到品牌宣传效果	
		PP/PET等塑料杯		
	其他塑料餐饮具	PLA刀叉勺	根据客户需求定制化生产不同规格的刀叉勺、搅拌棒等，该产品具有良好的生物降解性能、使用性能	
		PLA吸管	根据客户需求定制化生产不同规格的吸管，该产品具有良好的生物降解性能、使用性能	
		塑料杯套、餐盒等	根据客户需求提供用于不同应用场景的定制化塑料餐饮具及配套产品	

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

1.2 管理层运营稳定，员工持股激发团队活力

高管团队运营稳定，员工持股激发团队活力。公司实际控制人为樊砚茹、严德平、严书景，实控人直接持股比例合计为 58.82%，其中严德平担任恒鑫生活董事长兼总经理。合肥恒平持股比例为 6.59%，为员工持股平台，合肥恒言持股比例为 0.98%，为实际控制人亲属持股平台。公司高管团队运营稳定，为公司战略的稳定实施保驾护航，员工持股平台激发团队活力，增强团队士气，助力公司业绩持续稳健增长。

图 4：公司股权结构图



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

注：持股比例截止至 25Q1

表 2：公司高管团队介绍

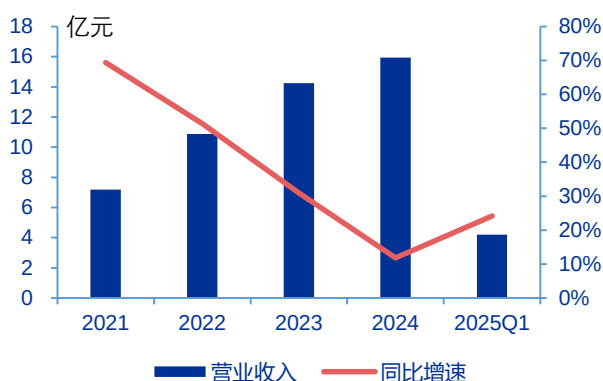
姓名	职务	出生年份	个人简历
严德平	董事长、总经理	1963	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1986年7月至1997年10月，于合肥林业职业技术学校任教；1997年10月至2010年5月，任恒鑫环保监事；2010年5月至2012年9月，任恒鑫纸塑监事；2012年9月至2017年8月，任恒鑫环保监事；2017年8月至2018年6月，任恒鑫环保经理；2018年6月至2021年6月，任恒鑫环保执行董事、经理；2021年6月至今，任恒鑫生活董事长兼总经理。严德平先生同时担任合肥恒言执行事务合伙人，合肥恒平执行事务合伙人，安徽川鼎监事，上海川鼎监事
张四化	副总经理	1980	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2003年3月至2021年6月，任恒鑫环保副总经理；2021年6月至今，任恒鑫生活副总经理
王春霞	副总经理	1986	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年9月至2006年3月，任合肥创信广告公司主管；2006年3月至2021年6月历任恒鑫环保部门经理、副总经理；2016年3月至今，任安徽恒鑫总经理；2021年6月至今，任恒鑫生活副总经理
黄银	副总经理	1983	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年8月至2003年9月任东莞昆盈电脑制品公司工艺员，2004年3月至2021年6月曾任安徽川鼎执行董事兼总经理、上海川鼎执行董事、恒鑫环保副总经理。2021年6月至今，任恒鑫副总经理
陈波	财务总监	1986	中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。2006年3月至2010年4月，任合肥飞鹤汽车配件制造有限公司财务科副科长；2010年5月至2012年9月，任合肥车桥有限责任公司飞鹤汽配分公司财务科副科长；2012年9月至2014年12月，任合肥盛景汽车配件制造有限公司财务部负责人；2015年4月至2021年6月，任恒鑫环保财务部副经理、会计机构负责人；2021年6月至今，任恒鑫生活董事、财务总监
许建	技术总监	1979	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2000年5月至2021年6月，任恒鑫环保技术部经理；2021年6月至今，任恒鑫生活技术总监
孙小宏	董事会秘书	1982	中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2005年7月至2006年1月，任TCL家用电器（合肥）有限公司销售专员；2008年9月至2014年5月，任安徽旅游职业学院旅游系副主任兼教务处副处长；2014年6月至2015年12月，任安徽格义循环经济产业园有限公司行政人事经理；2016年1月至2016年12月，任安徽外国语学院教师；2017年1月至2021年6月，任恒鑫环保总经办主任；2021年6月至今，任恒鑫生活董事、董事会秘书、总经办主任
陈凤	行政人事总监	1983	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年7月至2003年9月，任杭州影天快速印务有限公司跟单员；2003年9月至2005年9月，任浙江新华彩色印刷有限公司销售跟单员；2005年9月至2007年11月，任杭州大洋包装印务有限公司办公室主任；2008年3月至2021年6月，任恒鑫环保行政人事总监；2021年6月至今，任恒鑫生活行政人事总监

资料来源：同花顺 ifind，公司公告，申万宏源研究

1.3 业绩稳健增长，盈利能力优势显著

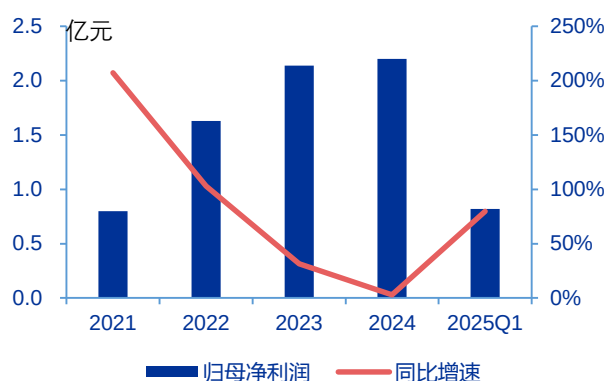
业绩稳步增长，2021-2024 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 30.4%、40.1%。2024 年公司收入为 15.94 亿元，同比增长 11.9%，2021-2024 年收入 CAGR 为 30.4%，2024 年归母净利润为 2.20 亿元，同比增长 2.8%，2021-2024 年归母净利润 CAGR 为 40.1%。2025Q1 公司收入为 4.19 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润为 0.82 亿元，同比增长 79.8%。从盈利能力分析看，2021-2023 年毛利率呈上升趋势，2023 年下半年起与主要客户协商一致下调了产品销售单价，2024 年毛利率降至 26.3%，同比下滑 2.4pct，2024 年净利率为 14.2%，同比下滑 1.3pct。

图 5：2024 年收入同比增长 11.9%



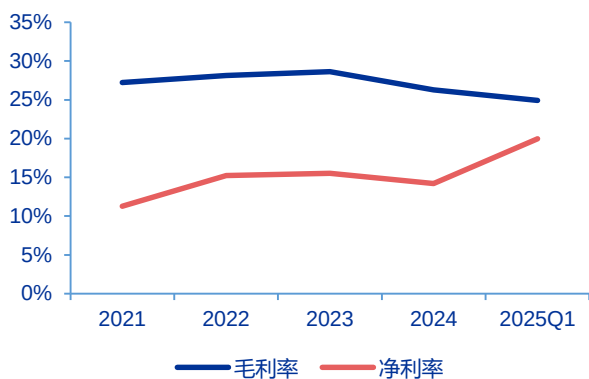
资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

图 6：2024 年归母净利润同比增长 2.8%



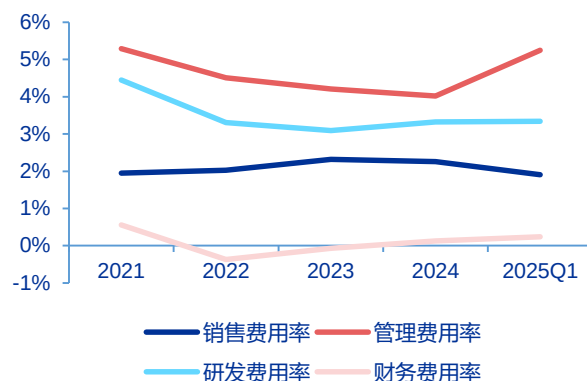
资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

图 7：2024 年毛利率、净利率分别为 26.3%、14.2%



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

图 8：2024 年公司期间费用率为 9.7%



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

2. 行业：餐饮用具受益于下游需求放量，供应可降解产品企业份额提升

2.1 下游需求驱动餐饮用具市场扩容，可降解为发展趋势

包装行业细分品类多，其中纸质包装占比超 20%。根据包装材料不同，包装行业分为纸制包装、塑料包装（含塑料薄膜）、金属包装和玻璃包装等其他包装，其中纸制包装在包装行业中一直占据主要地位。根据中国包装联合会数据，2023 年纸和纸板容器制造收入占我国包装行业总收入的 23.25%，是包装行业较大的细分领域。随着新工艺、新技术、新设备的发展，纸制包装成为当前世界节约能源与防治环境污染形势下的“绿色包装”，相比传统塑料包装、金属包装具有更为广阔的空间。

按降解性能不同，塑料制品可细分为可降解与不可降解塑料制品。塑料制品是指以塑料为原材料，采用挤塑、注塑、吹塑、压延、层压等工艺加工成型的各种制品，按照降解性能不同，塑料分为可生物降解塑料、不可生物降解塑料；按照合成单体的不同，塑料分为生物基塑料、石油基塑料。

表 3：可降解与不可降解塑料制品划分

类别	生物基塑料	石油基塑料
可生物降解塑料	PLA（聚乳酸）	PBS（聚丁二酸丁二醇酯）
	PHA（聚羟基脂肪酸酯）	PBAT（聚己二酸/对苯二甲酸丁二醇酯）
	PSM（淀粉与可生物降解塑料共	
不可生物降解塑料	生物基PET（生物基聚酯）	PP（聚丙烯）
	生物基PA（生物基聚酰胺）	PS（聚苯乙烯）
	生物基PTT（聚对苯二甲酸-丙二	PET（聚对苯二甲酸乙二醇

资料来源：公司公告，申万宏源研究

纸制与塑料餐饮具优势显著，可细分为可降解与不可生物降解制品。根据材质的不同，餐饮具分为金属餐饮具、陶瓷餐饮具、玻璃餐饮具、纸制餐饮具、塑料餐饮具等。纸制与塑料餐饮具具有卫生、方便、可靠、安全、质轻、美观、价廉等优点。根据原材料来源、生产工艺、降解方式、回收水平的不同，纸制与塑料餐饮具主要分为以下两类：①可生物降解制品，如纸制品（含纸浆模塑型、纸板涂膜型）、PLA 类制品等；②不可生物降解制品，通常通过物理回收的方法进行再利用，如 PP 类、PS 类、PE 类、PET 类制品等。

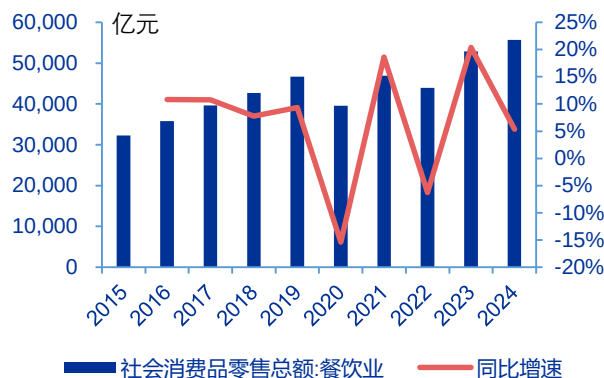
图 9：纸质与塑料餐饮具产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

下游餐饮用具市场需求旺盛，为纸制与塑料餐饮具行业带来持续增长动力。纸制与塑料餐饮具的主要应用场景包括餐饮行业、大型企业及机构定制、民用航空领域、家庭日用消费领域等。2024 年我国餐饮业社会消费品零售总额为 5.57 万亿元，同比增长 5.3%，2015-2024 年 CAGR 为 6.2%，预计未来餐饮市场整体将会趋于稳定向好的方向。

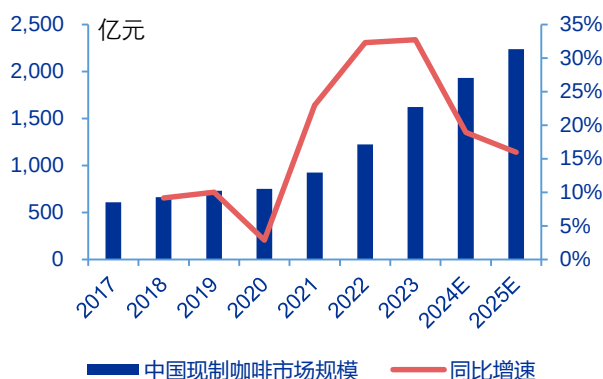
图 10：2015-2024 年我国餐饮业社会消费品零售总额 CAGR 为 6.2%



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

我国现制咖啡、新式茶饮市场快速扩容，驱动餐饮用具增长。根据公司招股书，我国大陆地区现磨咖啡占咖啡饮用品的比例为 25%，低于日本、美国的 63%和 87%。随着咖啡文化的普及，中国消费者对咖啡的需求正在逐步转变，从以雀巢、麦斯威尔等速溶咖啡为代表的尝鲜体验，逐渐向以星巴克、瑞幸咖啡为代表的精品咖啡及线下社交转变。根据餐宝典 (NCBD) 预测，2024 年我国现制咖啡市场规模为 1930 亿元，预计 2025 年为 2238 亿元，2017-2025 年 CAGR 为 17.7%。新式茶饮是指采用优质茶叶、鲜奶、新鲜水果等天然、优质的食材，通过更加多样化的茶底和配料组合而成的中式饮品。近年来新式茶饮发展迅速，以喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等品牌为代表深受年轻消费者的喜爱。根据艾媒咨询预测，2024 年我国新式茶饮市场规模为 3547 亿元，预计 2028 年市场规模将达 4015 亿元，2024-2028 年 CAGR 为 3.1%。

图 11：预计 2025 年中国现制咖啡市场规模为 2238 亿元



资料来源：餐宝典 (NCBD)，申万宏源研究

图 12：预计 2025 年中国新式茶饮市场规模为 3749 亿元



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

以纸代塑、以可降解塑料代替不可降解塑料为发展趋势。1) **以纸代塑**：当前的食品包装纸，尤其是白卡纸具有防油耐温、无污染、可降解等特性，且原料单吨价格仅为可降解塑料的三分之一左右，成本优势明显且绿色环保，对传统不可降解塑料制品具备较强的替代性。目前星巴克、麦当劳、喜茶等国内外领先餐饮企业已逐渐减少对塑料吸管的使用，采用纸吸管、PLA 可降解吸管来代替。2) **以可降解塑料代替不可降解塑料**：传统废弃塑料制品难以分解，构成了日益严重的“白色污染”，可生物降解塑料是指在特定环境下，通过光、生物等途径将塑料大分子链切断变成小分子，最终变成水和二氧化碳完成碳循环、消失在自然界的塑料。

表 4：国内外禁限塑限制地区/行业

国内禁限塑限制地区/行业			
地区/行业	禁限起始时间	禁限范围	涉及公司现有产品情况
海南省	2020.12.1	全省范围内禁止提供	PE淋膜纸杯、PET/PP塑料杯、PET/PP/PS杯盖
吉林省	2015.1.1	全省范围内禁止提供	PET/PP塑料杯、PET/PP/PS杯盖
民航领域	2022年起	2022 年起，年旅客吞吐量200万（含）人次以上机场相关区域、国内客运航班，禁止提供不可降解塑料餐饮具。2023 年起，范围扩大至全国所有机场	PET/PP塑料杯、PET/PP/PS杯盖
国外禁限塑限制地区/行业			
地区/行业	禁限起始时间	禁限范围	涉及公司现有产品情况
欧美	2021.7	限制使用场景（随餐售卖、附带标识），未禁止使用	PLA/PE淋膜纸杯、PLA/PET/PP/PS杯盖、PLA/PET/PP塑料杯
	2021.7	禁止提供给消费者	PLA刀叉勺、PLA吸管
加拿大	2022.12	禁止使用	不可生物降解塑料杯、PLA刀叉勺、PLA吸管

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 市场较为分散，优质企业份额提升

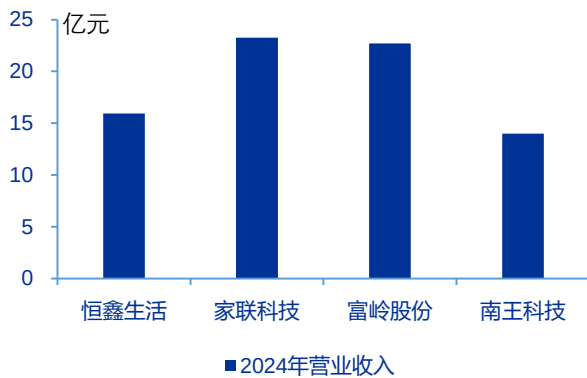
行业较为分散，优质企业凭借产品、技术、客户等优势份额有所提升。目前，纸制与塑料餐饮具行业进入门槛较低，行业集中度低。在中低端产品领域，普遍存在产品同质化严重的情况，导致中低端市场竞争激烈、利润水平较低；在高端产品领域，少量大型企业拥有高端品牌客户、高精度生产技术、大规模生产能力、全方位服务能力，导致高端市场保持较高的毛利率和利润水平。随着环保政策的进一步推进，下游行业消费升级以及新技术、新工艺的推出，行业内的优势厂商将凭借其长期积累起来的技术优势、产品优势、客户优势、生产优势等，继续扩大其市场份额，行业集中度有提升的趋势。

表 5：行业内主要企业介绍

主要企业	企业介绍
中船重工鹏力（南京）塑料科技有限公司	公司成立于2006年，是一家为全球食品餐饮行业提供各种品类包装耗材的整体解决方案的供应商，主要产品包括全降解材料产品、环保纸产品、纤维混合物产品、木质产品等环保系列产品，乳饮系列产品，餐饮和零售产品，外带食物产品
浙江庞度环保科技股份有限公司	公司成立于2014年，是一家专注于纸质食品包装的专业服务型制造商，主要产品为纸杯、纸碗、纸桶、纸盒、纸袋、纸吸管等
家联科技（301193.SZ）	公司成立于2009年，是一家从事塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售的高新技术企业，主要产品包括餐饮具、耐用性家居用品等多种产品，广泛应用于家居、快消、餐饮、航空等领域
南王科技（301355.SZ）	公司成立于2010年，是一家从事环保纸袋及食品包装等纸制品包装的研发、制造和销售的企业，主要产品为环保纸袋及食品包装
泉舜纸塑	公司成立于2002年，是一家从事纸塑食品包装容器研发、生产、销售的企业，主要产品为纸杯、纸碗、纸塑组合碗等纸塑包装容器
SOLO Cup Company	公司成立于1936年，20世纪70年代初期进入日用塑料制品生产领域，致力于研发和生产纸杯及塑料杯，并逐步将产品线拓展至碗、盘等其他餐具；2008年推出了以Bare为代表的一系列可降解、可再生材质的环境友好型塑料餐具制品；2012年被Dart Container Corporation收购，并依托其技术与品牌背景极大地丰富了产品线
富岭股份（001356.SZ）	公司成立于1992年，是一家主要从事塑料餐饮具及生物降解材料餐饮具研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品为一次性餐饮具，包括刀叉勺、吸管、水杯、小量杯、盘、杯盖、打包盒、打包碗等

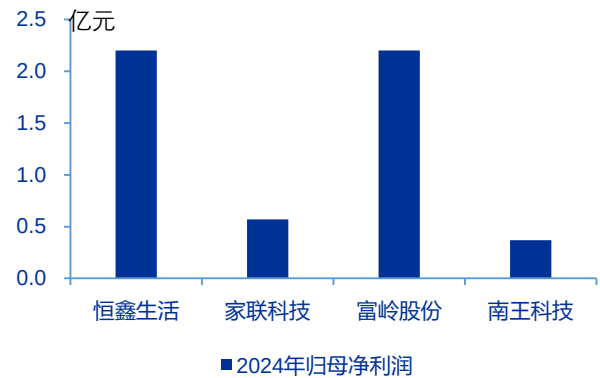
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：主要公司 2024 年收入情况



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

图 14：主要公司 2024 年归母净利润情况



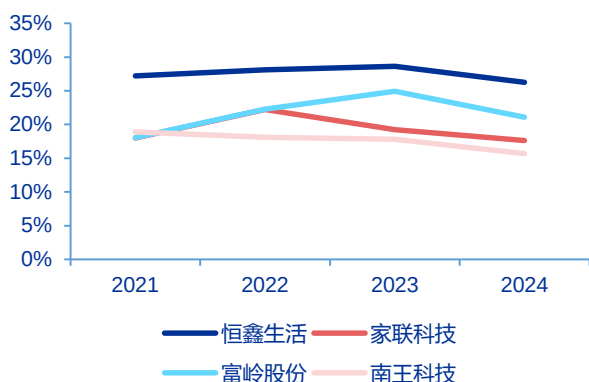
资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

3. 公司：全流程供应链铸就竞争力，优质客户资源驱动增长

3.1 全流程、一站式供应链优势显著，可降解产品占比过半

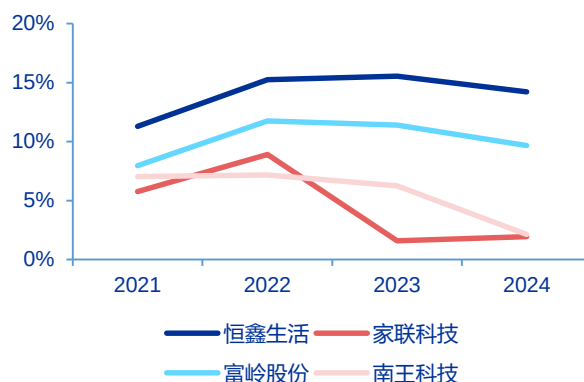
掌握全流程核心技术及工艺，铸就生产制造竞争力。公司以原纸、PLA 粒子、传统塑料粒子等原材料，研发、生产和销售纸制与塑料餐饮具。在生产纸制餐饮具方面，公司具备从 PLA 粒子改性、淋膜、印刷、成型的全流程加工生产能力；在生产塑料餐饮具方面，公司具备从 PLA 粒子改性、片材加工、成型、印刷的全流程加工生产能力，形成了公司核心竞争优势。掌握全流程的核心技术及生产工艺，使公司提升了应对客户个性化需求的响应能力，缩短了产品试样周期，保证了大规模生产时的产品品质，并可以有效控制生产成本，提高盈利能力。与行业内公司比较，公司毛利率及净利率优势显著。

图 15：恒鑫生活毛利率优势显著



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

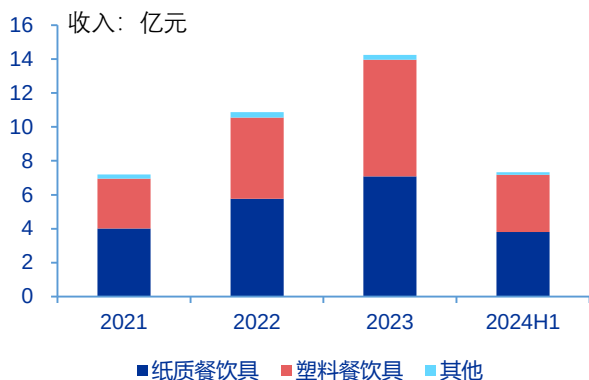
图 16：恒鑫生活净利率优势显著



资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

产品线丰富，充分满足客户多样化需求。公司产品线齐全，能够生产各种规格与式样的纸制与塑料餐饮具，2024H1 公司纸质餐饮具、塑料餐饮具收入占比分别为 51.9%、46.1%。其中纸质餐饮具包括纸杯、杯套、纸餐盒等；塑料餐饮具包括塑料杯盖、塑料杯、刀叉勺、吸管等，还可以根据客户的个性化需求进行定制。公司丰富的产品类型提升竞争力，为公司实现业绩持续稳定增长打下了坚实的基础。

图 17：公司分产品收入情况



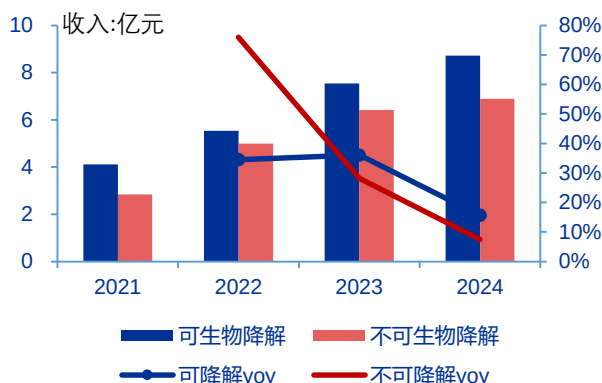
资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：2024H1 公司细分产品收入占比

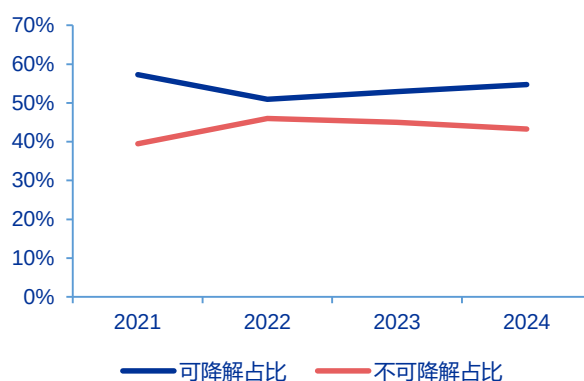
分类	细分产品	2024H1收入占比
纸质餐饮具	PLA淋膜纸杯	21.8%
	PE淋膜纸杯	20.6%
	纸质其他	9.4%
	合计	51.9%
塑料餐饮具	PLA杯盖	10.5%
	PET/PP/PS杯盖	7.8%
	PLA塑料杯	6.9%
	PET/PP塑料杯	13.1%
	塑料其他	7.8%
	合计	46.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

顺应行业趋势，积极发力可降解产品。在国内外禁限塑政策趋严的情况下，具备可生物降解产品开发、生产能力的餐饮具企业，能够在未来的竞争中占得先机。公司在国内较早开展 PLA 材料应用于餐饮具的研发工作，在 PLA 粒子改性技术、PLA 淋膜技术、PLA 片材制备技术、PLA 成型技术等方面建立了雄厚的技术体系，形成了较强的核心竞争力。公司 PLA 餐饮具为行业内代表性的可生物降解产品，成为国内咖啡、茶饮等众多知名企业可生物降解餐饮具的优选产品。2024 年公司可降解产品收入为 8.72 亿元，同比增长 15.7%，2024 年可降解产品收入占比为 54.7%。

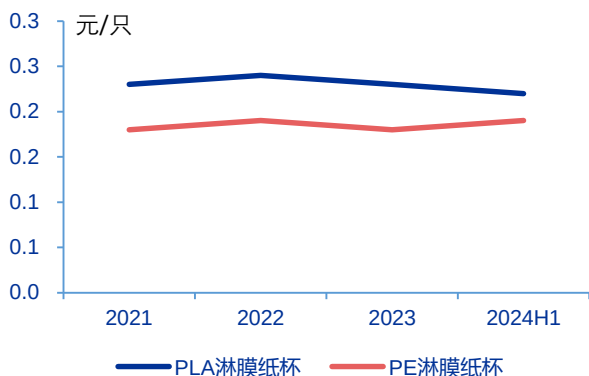
图 18：公司可降解与不可降解产品收入情况

资料来源：公司公告，申万宏源研究

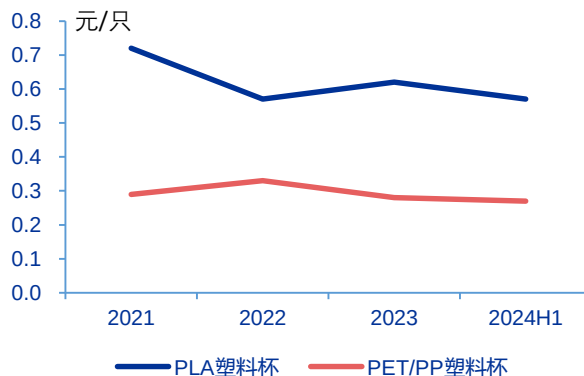
图 19：2024 年公司可降解产品收入占比为 54.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

可降解产品售价较高，盈利优势显著。从产品售价看，可降解产品售价高于不可降解产品，2024H1 公司 PLA 淋膜纸杯平均售价为 0.22 元/只，比 PE 淋膜纸杯价格高 15.8%；2024H1 公司 PLA 塑料杯平均售价为 0.57 元/只，PET/PP 塑料杯平均售价仅为 0.27 元/只，2024H1 公司 PLA 杯盖平均售价为 0.16 元/只，PET/PP 塑料杯平均售价仅为 0.08 元/只。从毛利率看（不含运输、包装费），2024H1 公司可降解产品毛利率为 39.4%，不可降解产品毛利率为 29.3%，毛利率差为 10.1%，可降解产品盈利优势显著。

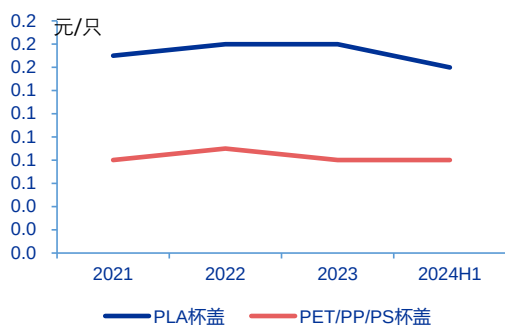
图 20：公司可降解纸杯售价高于不可降解纸杯

资料来源：公司公告，申万宏源研究

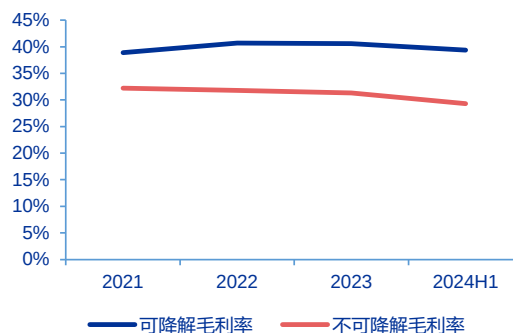
图 21：公司可降解塑料杯售价高于不可降解塑料杯

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司可降解杯盖售价高于不可降解**杯盖****图：公司可降解产品毛利率高于不可降解产品**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

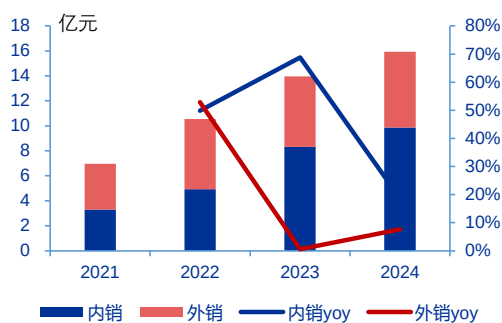


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 境内外市场齐发力，绑定优质客户资源

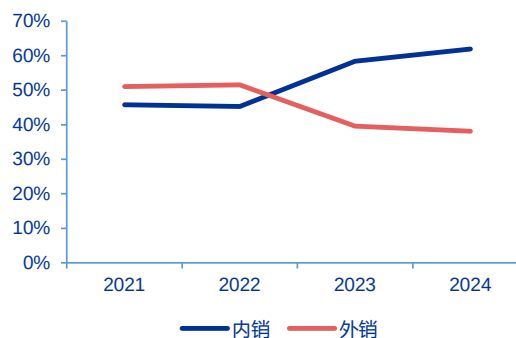
境内、境外齐发力，2023 年境内收入占比为 61.9%。2024 年公司内销收入为 9.87 亿元，同比增长 18.6%，2021-2024 年内销收入 CAGR 为 44.2%，2024 年内销收入占比提升至 61.9%。公司境外市场覆盖大洋洲、北美洲、欧洲等市场，2024 年公司外销市场收入为 6.07 亿元，同比增长 7.7%，2021-2024 年外销收入 CAGR 为 18.3%，2024 年外销收入占比为 38.1%。2024H1 公司外销收入占比为 40.0%，其中大洋洲、北美洲、欧洲收入占比分别为 13.8%、19.8%、5.0%。

图 24：公司内外销收入情况



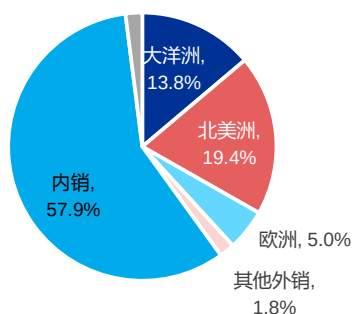
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：2024 年公司内销、外销收入占比分别为 61.9%、38.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

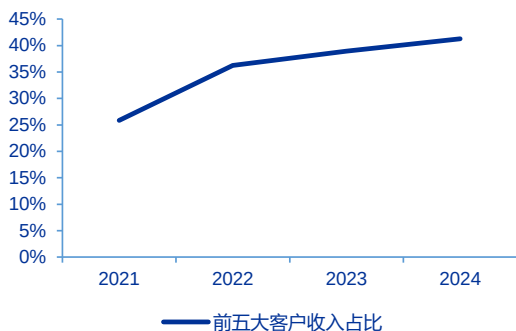
图 26：2024H1 公司分区域收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

产品、技术等综合优势显著，绑定丰富优质客户资源。凭借较强的研发创新能力、生产制造能力以及可靠的产品品质等，公司与众多终端客户形成了稳定的业务合作关系，包括瑞幸咖啡、星巴克、Manner 咖啡等知名咖啡品牌；喜茶、蜜雪冰城、Coco 都可茶饮等极具影响力的茶饮品牌；以麦当劳、汉堡王等为代表的全球连锁快餐品牌。近年来公司大客户快速放量，如瑞幸咖啡（中国）2021 年为公司贡献收入为 0.83 亿元，收入占比为 11.6%，2023 年贡献收入为 2.3 亿元，收入占比为 16.0%。受益于大客户快速放量，公司前五大客户收入占比趋势提升，2024 年前五大客户收入占比为 41.3%。

图 27：2024 年公司前五大客户收入占比为 41.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：2023、2024H1 公司前五大客户情况

2023年前五大客户情况		2024H1前五大客户情况	
客户名称	收入占比	客户名称	收入占比
瑞幸咖啡（中国）有限公司	15.95%	瑞幸咖啡（中国）有限公司	16.49%
深圳猩米科技有限公司	8.86%	深圳猩米科技有限公司	10.06%
库迪咖啡有限公司	6.46%	Biopak Pty Ltd.	5.67%
蜜雪冰城股份有限公司	3.98%	Staples, Inc.	4.95%
Staples, Inc.	3.68%	四川茶姬企业管理有限公司	3.03%
合计	38.93%	合计	40.20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

境内客户以咖啡、茶饮、快餐为主，境外客户以贸易商、商超为主。公司客户分为终端客户、贸易商客户两大类，受益于现磨咖啡、新式茶饮、快餐等客户快速放量，近年来终端客户收入占比趋势提升，2024H1 公司终端客户收入占比提升至 63.1%，其中现磨咖啡+新式茶饮+快餐客户收入占比为 49.8%，商超客户收入占比为 10.5%。分内外销看，公司内销客户以磨咖啡、新式茶饮、快餐客户为主，外销客户以贸易商客户、商超客户为主。

表 8：公司分客户类型拆分

		销售区域	2021年收入 (万元)	收入占比	2022年收入 (万元)	收入占比	2023年收入 (万元)	收入占比	2024H1收入 (万元)	收入占比
终端客户	现磨咖啡、新式茶饮、快餐	内销	22,410	32.2%	37,673	35.7%	70297	50.4%	35,512	44.4%
		外销	490	0.7%	398	0.4%	528	0.4%	224	0.3%
		小计	22,900	32.9%	38,071	36.1%	70825	50.8%	35,736	49.8%
	商超	内销	333	0.5%	292	0.3%	375	0.3%	168	0.2%
		外销	7,652	11.0%	16,349	15.5%	12965	9.3%	7,339	10.2%
		小计	7,986	11.5%	16,641	15.8%	13341	9.6%	7,507	10.5%
	其他	内销	1,611	2.3%	1,464	1.4%	2516	1.8%	1,757	2.5%
		外销	547	0.8%	847	0.8%	731	0.5%	284	0.4%
		小计	2,158	3.1%	2,311	2.2%	3247	2.3%	2,041	2.8%
		合计	33,043	47.5%	57,023	54.1%	87413	62.6%	45,284	63.1%
贸易商客户		内销	8,514	12.2%	9,885	9.4%	9971	7.1%	5,032	7.0%
		外销	28,058	40.3%	38,530	36.5%	42173	30.2%	21,508	30.0%
		合计	36,572	52.5%	48,415	45.9%	52144	37.4%	26,540	37.0%
主营业务收入合计			69,615.07	100.0%	105,438	100.0%	139556	100.0%	71,824	100.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 境内产能全国化布局，泰国基地提升国际竞争力

境内基地布局全国提升交付能力，泰国基地投产加速全球布局。公司国内生产基地布局合肥、上海、海南、武汉、霍山等地，覆盖使用可降解餐饮具消费市场相对集中的区域市场，具备为客户规模化定制产品及快速批量交货的能力。2024 年公司在泰国成立子公司建立海外生产基地，2025 年 4 月泰国工厂完成首次发货，2025 年公司将全力推进泰国生产基地的生产运营，实现满负荷生产。未来，公司将以泰国工厂为起点进一步加速全球化布局，提升公司国际竞争力。

年产 90 亿只纸制与塑料餐饮具产能，募投项目持续扩产。公司先后建设了多条先进的纸制与塑料餐饮具生产线，形成年产 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力。2023 年公司纸质餐饮具产能为 41 亿只，产能利用率为 98.5%，塑料餐饮具产能为 50 亿只，产能利用率为 91.0%。公司产能利用率水平较高，为满足销售增长使用募投资金持续扩充，其中“年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目”生产产品包括 PLA 纸杯、杯盖、杯套、纸碗、刀叉勺、吸管等，“智能化升级改造项目”计划改造升级现有生产和仓储物流系统，建设涵盖生产物流、包装、仓储物流等环节的智能化体系，将大幅公司现有生产线的智能化水平，提高生产效率。

图 28：2023 年公司纸质餐饮具产能为 41 亿只

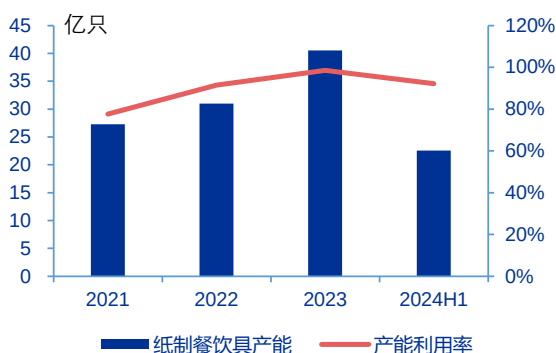
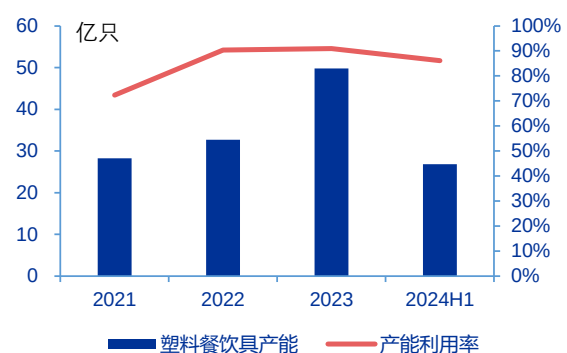


图 29：2023 年公司塑料餐饮具产能为 50 亿只



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：公司募投资金使用规划

项目名称	投资总额（亿元）	募投资金投资额（亿元）
年产3万吨PLA可堆肥绿色环保生物制品项目	6.00	5.38
智能化升级改造项目	0.85	0.85
研发技术中心项目	0.56	0.56
补充流动资金	1.50	1.50
合计	8.91	8.28

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

盈利预测及假设：

我们对公司收入进行拆分：

1)按量价拆分：2024 年公司纸质与塑料餐饮用具收入为 15.62 亿元,其中销量为 96.56 亿只，平均售价为 0.16 元/只。考虑公司产能扩充、客户资源丰富，尤其现磨咖啡、新式茶饮、快餐等客户快速增长，假设 2025-2027 年纸质与塑料餐饮用具销量分别同比增长 26%、22%、20%；2023 年公司产品价格有所下调，2024 年以来价格有所修复，考虑公司高价格的可降解产品占比提升，假设 2025-2027 年纸质与塑料餐饮用具平均售价分别同比提升 0.3%、0.2%、0.2%。经测算，预计 2025-2027 年公司纸质与塑料餐饮用具收入分别为 19.74、24.13、29.01 亿元，分别同比增长 26.4%、22.2%、20.2%。

2) 按产品类型拆分：2024 年公司可降解产品与不可降解产品收入分别为 8.72、6.90 亿元，考虑行业限塑趋势下下游客户逐步切换可降解产品，公司积极发力可降解产品，预计可降解产品收入占比持续提升。假设 2025-2027 年公司可降解产品收入分别为 11.34、14.29、17.43 亿元，分别同比增长 30%、26%、22%。测算 2025-2027 年公司不可降解产品收入分别为 8.40、9.84、11.58 亿元，分别同比增长 21.8%、17.2%、17.7%。

表 10：恒鑫生活收入拆分及预测

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14.25	15.94	20.08	24.49	29.39
同比增速	31.0%	12.0%	26.0%	22.0%	20.0%
毛利率	29.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
业务拆分					
纸质与塑料餐饮具收入	13.95	15.62	19.74	24.13	29.01
同比增速	32.2%	11.9%	26.4%	22.2%	20.2%
毛利率	27.8%	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%
销量 (亿只)	86.49	96.56	121.66	148.42	178.11
销量增速	46.9%	11.6%	26.0%	22.0%	20.0%
平均售价 (元/只)	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
单价增速	-10.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
分类型拆分					
可生物降解餐饮具收入	7.54	8.72	11.34	14.29	17.43
同比增速	36.1%	15.7%	30.0%	26.0%	22.0%
收入占比	52.9%	54.7%	56.5%	58.3%	59.3%
不可生物降解餐饮具收入	6.41	6.90	8.40	9.84	11.58
同比增速	28.2%	7.5%	21.8%	17.2%	17.7%
收入占比	45.0%	43.3%	41.8%	40.2%	39.4%

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 20.08、24.49、29.39 亿元，同比增速分别为 26.0%、22.0%、20.0%；预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.62、3.21、3.90 亿元，分别同比增长 19.4%、22.4%、21.5%。

4.2 估值

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.62、3.21、3.90 亿元，分别同比增长 19.4%、22.4%、21.5%，当前市值 (2025/6/27) 为 71 亿，对应 2025-2027 年 PE 分别为 27.2、22.2、18.3 倍。

我们采用可比公司估值法，选取家联科技（塑料制品及生物全降解制品）、南王科技（环保纸袋及食品包装等纸制品包装）作为可比公司，考虑恒鑫生活于 2025 年上市为次新股，参考可比公司 2026 年 PE 均值 27.6 倍，首次覆盖，给予恒鑫生活“增持”评级。

表 11：恒鑫生活及可比公司估值对比

证券代码	企业名称	市值 (2025/6/27)	归母净利润			归母净利润同比增速			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301193.SZ	家联科技	30	0.27	1.01		-52.6%	274.1%		109.9	29.4	
301355.SZ	南王科技	23	0.78	0.90		108.7%	15.7%		29.9	25.8	
均值										27.6	
301501.SZ	恒鑫生活	71	2.62	3.21	3.90	19.4%	22.4%	21.5%	27.2	22.2	18.3

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

注释：家联科技、南王科技为同花顺 ifind 一致预测

5. 风险提示

行业竞争加剧。若纸质与塑料餐饮用具行业竞争加剧，价格竞争激励，则会影响公司利润率。

下游需求不及预期。若纸质与塑料餐饮用具下游需求不及预期，则会影响公司经营业绩

附录

表 12：恒鑫生活利润表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,425	1,594	2,008	2,449	2,939
营业收入	1,425	1,594	2,008	2,449	2,939
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	1,163	1,342	1,712	2,086	2,496
营业成本	1,017	1,175	1,486	1,807	2,163
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	9	11	14	17	20
销售费用	33	36	48	64	76
管理费用	60	64	86	108	132
研发费用	44	53	70	86	103
财务费用	-1	2	8	5	2
其他收益	8	12	15	18	20
投资收益	-2	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-3	-1	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-6	-3	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	259	261	311	381	463
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	258	261	311	381	463
所得税	37	34	41	50	61
净利润	221	227	271	331	403
持续经营净利润	221	227	271	331	403
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	8	7	8	10	12
归属于母公司所有者的净利润	214	220	262	321	390

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

表 13：恒鑫生活资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	225	296	350	609	950
交易性金融资产	0	0	0	0	0
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	172	187	230	273	327
应收票据、应收账款及应收	159	173	216	258	309
应收账款	156	173	216	258	309
应收票据及应收款项融资	3	0	0	0	0
其他应收款	3	2	2	2	2
预付款项	9	11	12	13	15
存货	217	203	248	301	360
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	29	32	35	38	40
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0
流动资产合计	644	717	863	1,221	1,677
固定资产	456	859	1,043	1,107	1,106
在建工程	320	260	260	260	310
无形资产类	49	63	63	63	63
无形资产	49	63	63	63	63
商誉	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	8	7	7	7	7
递延所得税资产	21	25	25	25	25
其他非流动资产	41	32	32	32	32
使用权资产及其他	34	21	21	21	21
非流动资产合计	929	1,268	1,452	1,516	1,565
资产总计	1,572	1,985	2,315	2,737	3,242
短期借款	124	300	260	260	260
短期借款	95	259	219	219	219
一年内到期的非流动负债	29	41	41	41	41
交易性金融负债	0	0	0	0	0
经营性应付款项	351	379	495	602	721
合同负债	8	9	9	9	9
其他应付款	5	5	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0	0
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	489	693	770	877	995
长期借款	110	94	78	61	45
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	63	63	63	63
递延所得税负债	9	6	6	6	6
租赁负债及其他	25	13	13	13	13
非流动负债合计	202	176	160	143	127
负债合计	690	869	929	1,020	1,122
股本	77	77	148	148	148
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	346	346	274	274	274
减：库存股	0	0	0	0	0
其他综合收益	0	5	5	5	5
盈余公积	36	38	41	45	50
未分配利润	364	581	840	1,158	1,543
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合	822	1,046	1,309	1,630	2,021
少数股东权益	60	69	77	87	99
股东权益合计	882	1,115	1,386	1,717	2,120
负债和股东权益总计	1,572	1,985	2,315	2,737	3,242

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

表 14：恒鑫生活现金流量表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	221	227	271	331	403
计提的资产减值准备	10	4	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
固定资产折旧	42	66	116	136	151
无形资产摊销	1	1	0	0	0
长期待摊费用摊销	3	3	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	0	-1	-1	-1	-1
财务费用（收益以“—”号列示）	2	5	8	5	2
投资损失（收益以“—”号列示）	2	0	0	0	0
递延所得税资产减少（增加以“—”号列示）	-10	-3	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”号列示）	3	-3	0	0	0
存货的减少（增加以“—”号列示）	-31	12	-45	-54	-59
经营性应收项目的减少（增加以“—”号列示）	-72	-17	-44	-43	-54
经营性应付项目的增加（减少以“—”号列示）	38	70	117	107	119
其他-经营活动现金流	11	10	-3	-3	-2
经营活动产生的现金流量净额	219	374	418	479	558
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	0	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	0	0	1	1	1
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	0	0	1	1	1
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所	330	453	300	200	200
投资所支付的现金	0	0	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0			
投资活动现金流出小计	330	453	300	200	200
投资活动产生的现金流量净额	-330	-453	-299	-199	-199
吸收投资收到的现金	13	1	0	0	0
取得借款收到的现金	154	279	25	25	25
收到其它与筹资活动有关的现金	17	13	0	0	0
筹资活动现金流入小计	184	294	25	25	25
偿还债务支付的现金	83	119	81	41	41
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8	11	8	5	2
支付的其它与筹资活动有关的现金	36	21	0	0	0
筹资活动现金流出小计	126	151	89	46	43
筹资活动产生的现金流量净额	58	143	-64	-21	-18
现金及现金等价物净增加额	-50	75	55	259	341
货币资金的期初余额	192	143	296	350	609
货币资金的期末余额	143	217	350	609	950

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

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 索取有关披露资料或登录 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

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

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”）在中华人民共和国境内（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。

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。