

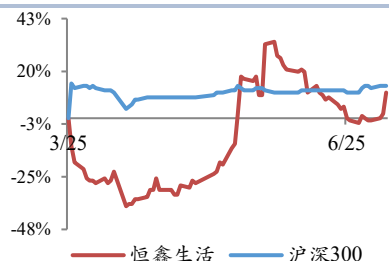
可生物降解餐饮具领军企业，助力环保减碳

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2025-07-03

收盘价 (元)	54.50
近 12 个月最高/最低 (元)	99.00/40.22
总股本 (百万股)	148
流通股本 (百万股)	35
流通股比例 (%)	23.71
总市值 (亿元)	81
流通市值 (亿元)	19

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 概况：可生物降解餐饮具领军企业，助力环保减碳目标

公司深耕一次性餐饮具生产，由纸制拓展至可降解塑料产品。公司主要运用原纸、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，提供给餐饮、商超、民航等下游行业赚取利润。公司经营稳定，业绩稳健增长，公司营业收入由 2020 年的 4.24 亿元增长至 2024 年的 15.94 亿元，CAGR 为 39%；归母净利润由 2020 年的 0.26 亿元增长至 2024 年的 2.20 亿元，CAGR 为 71%。

● 行业：环保趋势下，可生物降解餐饮具市场空间广阔

可降解餐饮具市场规模或将受益于以下驱动因素快速增长：1) 国内禁限塑政策逐渐推进，限制一次性塑料使用；国际各国限塑政策陆续落地，“限塑+推广可降解餐饮具”成为全球趋势。2) 可生物降解餐饮具具有环保优势，纸制品餐饮具降解难度更低，可生物降解塑料粒子中 PLA 的综合性能具有优势。3) 虽然当前，可降解塑料制品成本较高，但可降解塑料粒子中 PLA 结构占比持续提升，产能突破或带来成本下降，利好下游可降解餐饮具的生产。4) 下游应用场景广泛，餐饮及民航市场持续修复，将利好可降解餐饮具消费。

● 公司：深耕餐饮具行业，可降解领域优势明显

1) 研发：公司夯实研发人员队伍，自主研发掌握多项核心技术，专利数和研发投入均处于行业领先水平。能够解决下游客户对餐饮具产品质量、安全标准、材质类别等迭代速度较快的要求，同时满足下游客户的定制化需求。**2) 生产：**公司目前已发展成为知名的纸制与塑料餐饮具提供商，先后建设了多条先进的纸制与塑料餐饮具生产线，包括合肥、上海、海南等地，覆盖形成年 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力。此外，公司正积极建设泰国工厂，以应对国际贸易摩擦带来的经营风险和拓展海外客户。**3) 产品：**公司主要产品包括可生物降解的 PLA 淋膜纸杯/碗、PLA 淋膜纸餐盒，PLA 杯/盖、PLA 餐盒、PLA 刀叉勺、PLA 吸管，纸杯套等；以及 PE 淋膜纸杯/碗，PP/PET 杯/盖、餐盒，PS 杯盖等，产品系列多元全面。此外，公司积极布局纸包装、竹木制品等新产品，有望扩大新老客户销售额，从而推动公司业绩增长。**4) 销售：**公司主要产品以环保的特性、高端的品质和美观的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、益禾堂、麦当劳、德克士、蜜雪冰城、Manner 咖啡、汉堡王、Coco 都可茶饮、古茗、DQ 等众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具提供商。公司主要客户成长性佳，2020-2024 年公司前五大客户的销售收入的年复合增长率为 59.59%，增速明显。受益于下游客户的成长性良好，公司业绩持续增长。

● 投资建议

我们看好公司在可降解餐饮具领域的领先优势，随着环保政策的进一步推进，可降解餐饮具渗透率逐步提升，公司有望凭借其长期积累的技术、产品、客户、生产优势等，积极消化新增产能，推动业绩稳定增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 17.61/19.49/20.89 亿元，分别同比增长 10.5%/10.7%/7.2%，归母净利润分别为 2.64/2.80/3.01 亿元，分别同比增长 20.0%/6.1%/7.5%。截至 2025 年 7 月 2

日，EPS 分别为 1.78/1.89/2.04 元，对应 PE 分别为 30.54/28.79/26.78 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**宏观因素波动风险，原材料价格波动的风险，汇率波动风险，毛利率波动风险，政策变动风险，创新风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1594	1761	1949	2089
收入同比（%）	11.9%	10.5%	10.7%	7.2%
归属母公司净利润	220	264	280	301
净利润同比（%）	2.8%	20.0%	6.1%	7.5%
毛利率（%）	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
ROE（%）	21.0%	12.0%	11.6%	11.4%
每股收益（元）	2.87	1.78	1.89	2.04
P/E	0.00	30.54	28.79	26.78
P/B	0.00	3.67	3.34	3.05
EV/EBITDA	0.33	14.65	13.49	12.08

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 7 月 2 日收盘价计算）

正文目录

1 概况：可生物降解餐饮具领军企业，助力环保减碳目标	6
1.1 深耕一次性餐饮具生产，由纸制拓展至可降解塑料产品	6
1.2 股权结构稳定，核心管理层经验丰富	7
1.3 公司经营稳定，业绩稳健增长	9
2 行业：环保趋势下，可生物降解餐饮具市场空间广阔	11
2.1 纸制与塑料餐饮具处于产业链中游，行业集中度较低	11
2.2 环保驱动叠加技术产能突破，可降解餐饮具市场方兴未艾	14
2.3 下游应用场景广泛，餐饮及民航市场持续修复	19
3 公司：深耕餐饮具行业，可降解领域优势明显	22
3.1 研发：掌握可降解核心技术，迎合产业发展趋势	22
3.2 生产：规模化生产能力强，募投项目进一步夯实规模优势	26
3.3 产品：可生物降解塑料餐饮具高盈利、高增长，驱动业绩增长	29
3.4 销售：客户成长性佳、质量优，推动公司营收持续增长	31
4 盈利预测及投资建议	32
5 风险提示	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 公司主要产品展示	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司股权架构图（截至 2025Q1）	8
图表 4 公司高级管理人员情况	8
图表 5 公司近年营业收入（亿元）及同比增速（%）	9
图表 6 公司近年归母净利润（亿元）及同比增速（%）	9
图表 7 公司分产品营收（亿元）及增速（%）	10
图表 8 公司分地区营收构成（亿元）及增速（%）	10
图表 9 公司分产品毛利率情况（%）	10
图表 10 公司分地区毛利率情况（%）	10
图表 11 公司费用率情况（%）	11
图表 12 公司综合毛利率及归母净利率情况（%）	11
图表 13 餐饮具产业链情况	11
图表 14 纸制与塑料餐饮具材质对比	12
图表 15 2022 年全球塑料应用情况（%）	12
图表 16 餐具材质分布（%）	13
图表 17 餐盒材质分布（%）	13
图表 18 2020 年纸制品包装行业 CR5（%）	13
图表 19 2016-2023 中国塑料制品企业注册量	13
图表 20 恒鑫生活与同行业可比公司经营情况、市场地位及技术实力的比较	14
图表 21 2019-2024 中国造纸和纸制品行业累计营业收入	15
图表 22 2020-2024 年纸浆、纸及其制品月度出口金额	15
图表 23 2018-2023 年中国生物降解塑料产量规模及预测	15
图表 24 2019-2025 年中国可降解塑料市场规模及预测	15
图表 25 2021-2029 年全球生物塑料市场规模及预测	16
图表 26 全球生物降解塑料产能占比（%）	16
图表 27 国内主要法律法规及政策	16
图表 28 国外主要法律法规及政策	17
图表 29 常见塑料粒子及其分类	18
图表 30 PLA 在自然界循环过程	18
图表 31 几种常见可降解塑料粒子的性能对比	18
图表 32 2020-2024 纸浆价格走势	19
图表 33 PLA、PP、LDPE 价格走势（元/吨）	19
图表 34 2022 年和 2027 年塑料产能结构对比（%）	19
图表 35 2016-2024 年塑料制餐具出口市场规模	20
图表 36 2019-2023 年纸和纸板容器行业营业收入	20
图表 37 2015-2023 年社会消费品零售总额:餐饮收入	21
图表 38 2016-2025 快餐市场规模及预测	21
图表 39 2011-2023 年在线外卖用户注册规模	21
图表 40 2018-2025 年新中式茶饮市场规模	21
图表 41 2012-2023 年民用航空旅客运输量	22

图表 42 2012-2023 年旅客周转量	22
图表 43 民航行业塑料污染治理工作计划（2021-2025）	22
图表 44 2020-2023 年、2024 年 H1 现磨咖啡、新式茶饮及快餐等主要终端客户为公司带来的收入贡献和其占主营业务收入的比重	23
图表 45 2020-2025 年新茶饮市场规模和增长率	23
图表 46 2020-2025 年现磨咖啡市场规模和增长率	23
图表 47 公司核心技术的技术创新性和先进性	23
图表 48 2020-2024 年公司研发费用和研发费用率	25
图表 49 2021-2024 年公司研发人员数量和占总人数占比	25
图表 50 恒鑫生活与同行业可比公司经营情况、市场地位及技术实力的比较	25
图表 51 公司部分 PHA 淋膜纸制品	26
图表 52 PHA 聚羟基脂肪酸酯	26
图表 53 公司掌握生产纸制餐饮具的全步骤	27
图表 54 公司掌握生产塑料餐饮具的全步骤	27
图表 55 2020-2024H1 公司外协加工费和加工率变化	27
图表 56 纸制餐饮具的产能和利用率的变化	28
图表 57 塑料餐饮具的产能和利用率的变化	28
图表 58 恒鑫生活科技（泰国）有限公司基本情况	28
图表 59 公司募集资金的用途主要用于 PLA 绿色环保项目（万元）	29
图表 60 公司可生物降解餐饮具和不可生物降解餐饮具经营情况	29
图表 61 公司可生物降解餐饮具和不可生物降解餐饮具毛利率（%）	29
图表 62 公司主要原材料采购情况（%）	30
图表 63 PLA 粒子和原纸采购单价及同比变化	30
图表 64 全球 PLA 产能及规划产能	30
图表 65 2020-2024H1 可生物降解产品单价（元/只）	31
图表 66 2020-2023 可生物降解产品销量和增速	31
图表 67 公司向前五大客户销售情况	31
图表 68 公司向公司下游前 5 大客户的销售收入和占营业收入的比重	32
图表 69 公司下游 2022-2023 年前 5 大客户变化	32
图表 70 公司分业务收入预测（万元）	33
图表 71 盈利预测和估值	33
图表 72 可比公司估值	33

1 概况：可生物降解餐饮具领军企业，助力环保减碳目标

1.1 深耕一次性餐饮具生产，由纸制拓展至可降解塑料产品

深耕纸制与塑料餐饮具生产制造，可生物降解餐饮具领域行业领先。公司主要运用原纸、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，提供给餐饮、商超、民航等下游行业赚取利润。1) **研发**：经过多年发展，公司自主研发并掌握了 PLA 等塑料粒子改性技术、淋膜技术、塑型技术，具备根据客户个性化需求提供纸制与塑料餐饮具研发、制造一体化服务的能力，是国家级专精特新小巨人企业。2) **生产**：公司在合肥、上海、海南等地建立了多个生产基地，生产制造体系涵盖从塑料粒子改性、淋膜纸生产、柔性印刷到产品最终成型等阶段；公司主要产品包括可生物降解的 PLA 淋膜纸杯/碗、PLA 淋膜纸餐盒，PLA 杯/盖、PLA 餐盒、PLA 刀叉勺、PLA 吸管，纸杯套等；以及 PE 淋膜纸杯/碗，PP/PET 杯/盖、餐盒，PS 杯盖等。3) **销售**：公司主要产品以环保的特性、高端的品质和美观的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、益禾堂、麦当劳、德克士、蜜雪冰城、Manner 咖啡、汉堡王、Coco 都可茶饮、古茗、DQ 等众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具提供商。

图表 1 公司主要产品展示

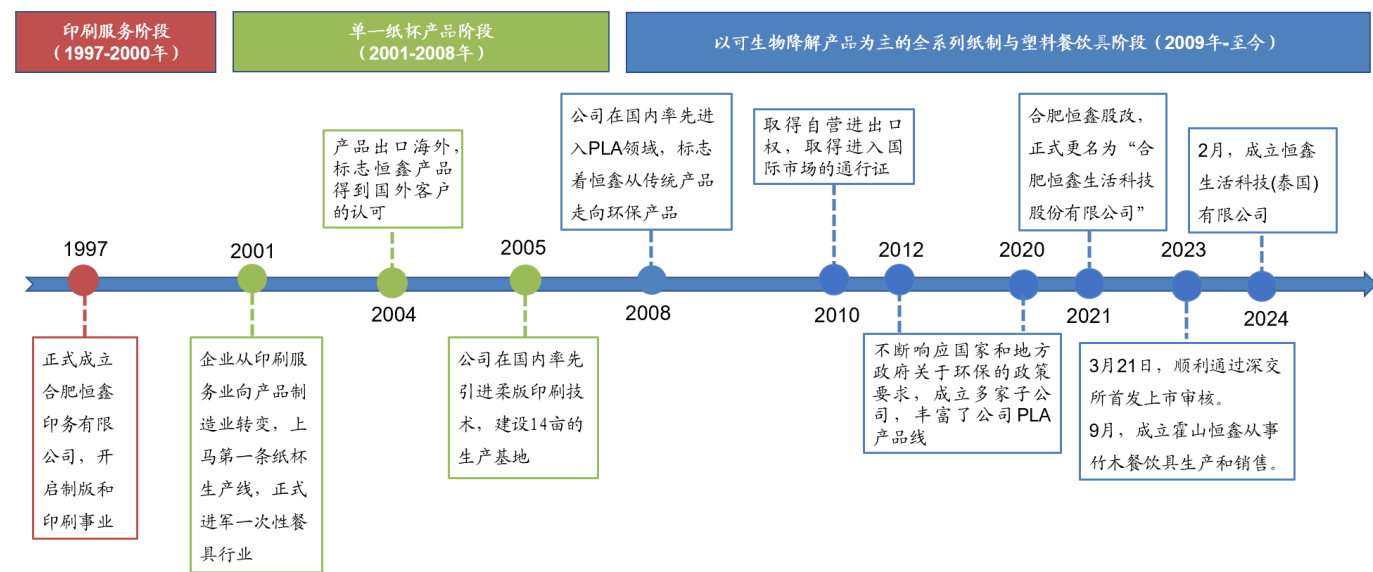


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

业务发展历经三大阶段，由纸制产品拓展至可降解塑料产品。1) **印刷服务阶段（1997-2000 年）**：公司于 1997 年正式成立，在该阶段主要从事制版和印刷业务，主要产品为宣传画册、资料等印刷品，奠定了纸制品印刷基础。2) **单一纸杯产品阶段（2001-2008 年）**：公司引入纸杯生产线，主营业务逐渐由印刷服务业向纸制餐饮具业务转型，2004 年公司产品出口至海外，2005 年成为国内较早将柔版印刷

应用到纸制餐饮具的企业。**3）以可生物降解产品为主的全系列纸制与塑料餐饮具阶段（2008年以来）：**随着2008年国家首次推出“限塑令”，公司自主开发定制PLA淋膜生产线用于生产PLA淋膜纸杯，成为国内较早具备全流程PLA纸杯生产能力的企业，可生物降解的PLA淋膜纸杯产销量上升，成为公司的拳头产品。2013年，公司收购罗宾生化科技（汕头）有限公司（后更名为安徽恒鑫），在吸收罗宾生化科技（汕头）有限公司原有注塑、吸塑等成型技术的基础上，结合公司可降解塑料粒子改性技术，安徽恒鑫在国内较早实现规模化生产PLA杯盖，并成功开发出PLA刀叉勺、吸管、塑料杯、搅拌棒、发泡餐盒和餐碟等产品，拓宽了公司的产品线。

图表 2 公司发展历程

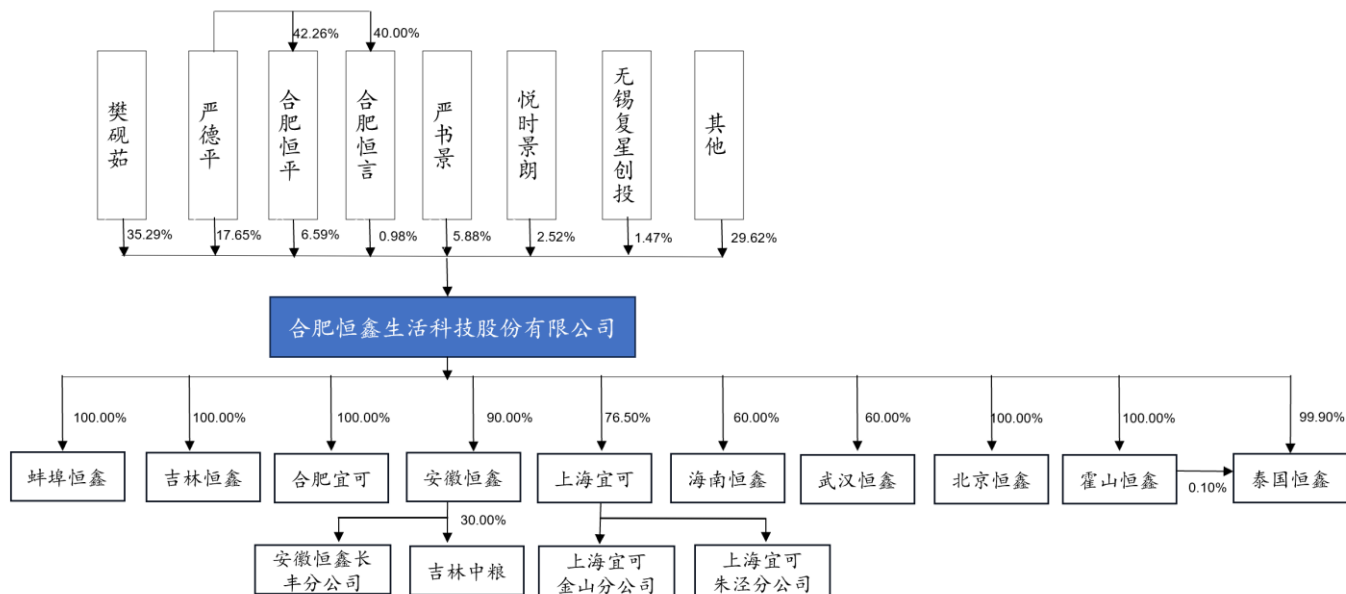


资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，核心管理层经验丰富

股权结构稳定。截至 2025Q1，公司实际控制人为樊砚茹、严德平夫妇及女儿严书景。严德平先生直接持有公司 17.65%股份，分别持有合肥恒平、合肥恒言 42.26%、40%份额。樊砚茹女士直接持有公司 35.29%股份，严书景女士直接持有公司 5.88%股份。

图表 3 公司股权架构图（截至 2025Q1）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

核心高管经验丰富，在公司任职时间长。公司核心管理层在公司任职时间都超过五年，董事长严德平同时是公司的创办者之一，在行业内积累了丰富的经验，有助于帮助公司持续把握行业发展方向，保持竞争优势。

图表 4 公司高级管理人员情况

姓名	职务	履历
严德平	董事长、总经理	1963 年 4 月出生，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，任恒鑫印务监事；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 年 6 月出生，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 年 3 月出生，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，任合肥创信广告有限公司主管；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 年 12 月出生，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有限公司工艺员，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，任恒鑫生活副总经理。
陈波	董事、财务总监	1986 年 7 月出生，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。
孙小宏	董事、董事会秘书	1982 年 12 月出生，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

许建 技术总监

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。

1979 年 8 月出生，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。

陈凤 行政人事总监

1983 年 10 月出生，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。

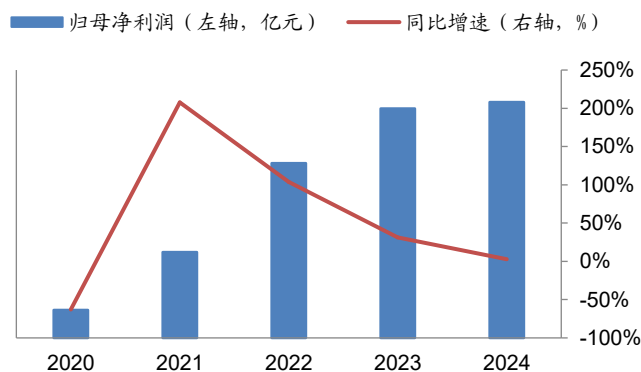
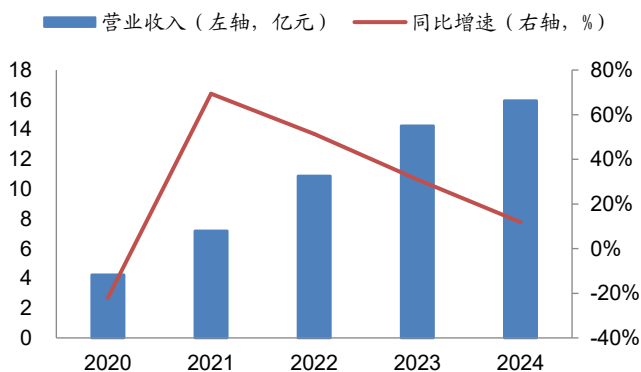
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所（恒鑫印务系恒鑫生活 1997 年 10 月 20 日成立至 2010 年 5 月 25 日期间使用的公司名称，恒鑫纸塑系恒鑫生活 2010 年 5 月 25 日至 2012 年 9 月 19 日期间使用的公司名称，恒鑫环保系恒鑫生活 2012 年 9 月 19 日至 2021 年 6 月 18 日期间使用的公司名称）

1.3 公司经营稳定，业绩稳健增长

公司经营稳定，业绩稳健增长。公司营业收入由 2020 年的 4.24 亿元增长至 2024 年的 15.94 亿元，CAGR 为 39%；归母净利润由 2020 年的 0.26 亿元增长至 2024 年的 2.20 亿元，CAGR 为 71%。2024 年，公司实现营业收入 15.94 亿元，同比增长 11.86%；实现归母净利润 2.20 亿元，同比增长 2.80%，2024 年以来，全国餐饮行业收入增速整体有所减缓，公司部分主要客户新增门店数量及销售规模增长亦有所减缓，公司业绩增速有所放缓但依旧稳健增长。2025Q1，公司实现营业收入 4.19 亿元，同比增长 24%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比增长 80%；实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 1%，主要系确认政府补助收入所致。

图表 5 公司近年营业收入（亿元）及同比增速（%）

图表 6 公司近年归母净利润（亿元）及同比增速（%）

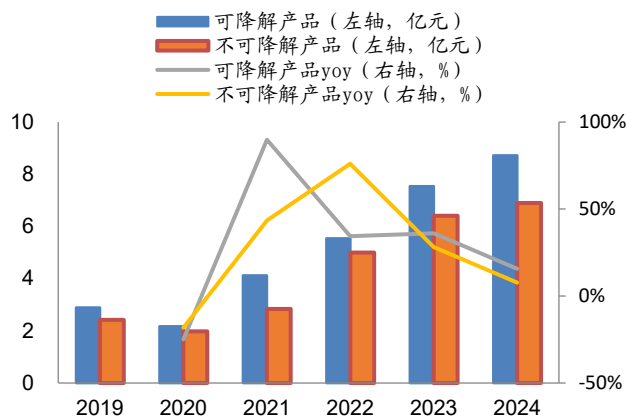


资料来源：iFind，公司招股说明书，华安证券研究所

资料来源：iFind，公司招股说明书，华安证券研究所

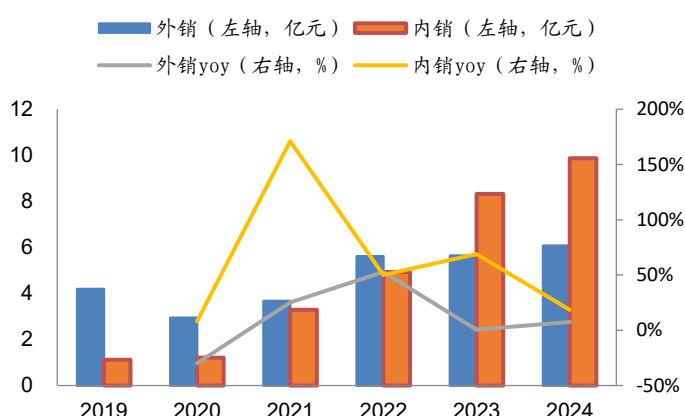
可生物降解产品收入增长，稳步开拓内销市场。分产品看，2019-2024 年公司可降解/不可降解产品营收 CAGR 分别为 25%/23%。近年来，环保趋势叠加快餐、外卖、现磨咖啡、新式茶饮等行业不断发展，可生物降解餐饮具的市场空间扩大，公司可降解产品收入增长较快。2024 年，公司可降解/不可降解产品营收分别为 8.72/6.93 亿元，占比分别为 55%/43%。**分地区看**，疫情前公司以外销市场为主，疫后公司大力开拓国内市场，瑞幸咖啡、深圳猩米科技等新式茶饮咖啡客户的销售规模扩大。2019-2024 年公司内销/外销营收 CAGR 分别为 55%/8%。2024 年，公司内销/外销市场营收分别为 9.87/6.07 亿元，占比分别为 62%/38%。

图表 7 公司分产品营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: iFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

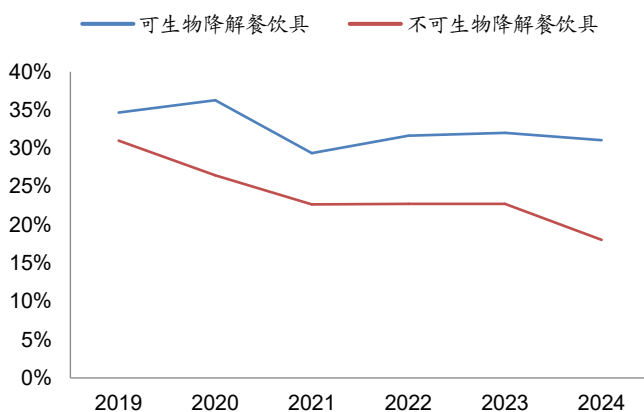
图表 8 公司分地区营收构成 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: iFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

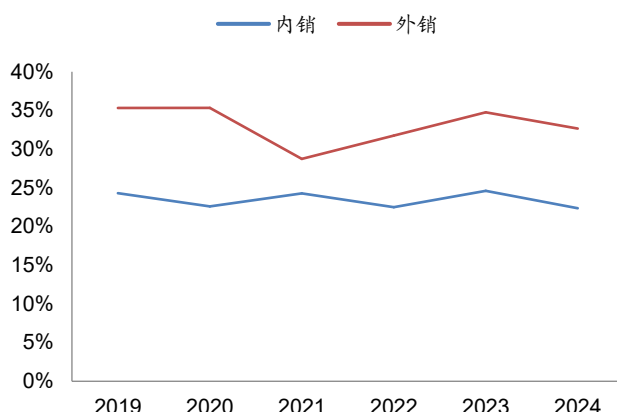
可生物降解餐饮具毛利率高于不可生物降解餐饮具毛利率, 外销毛利率高于内销毛利率。分产品看, 可生物降解餐饮具生产工艺难度较大、产品附加值较高, 毛利率亦更高。2024 年, 公司可生物降解/不可生物降解餐饮具的毛利率分别为 31.06%/18.04%, 分别-0.96/-4.70pct。分地区看, 公司产品在境外市场的价格和优势比较明显, 议价空间较大, 外销毛利率能保持在较高的水平。2024 年, 公司内销/外销的毛利率分别为 22.36%/32.66%, 分别-2.25/-2.10pct。

图表 9 公司分产品毛利率情况 (%)



资料来源: iFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所 (对招股书中 2019-2022 年分产品毛利率扣除包装运输费进行估算)

图表 10 公司分地区毛利率情况 (%)



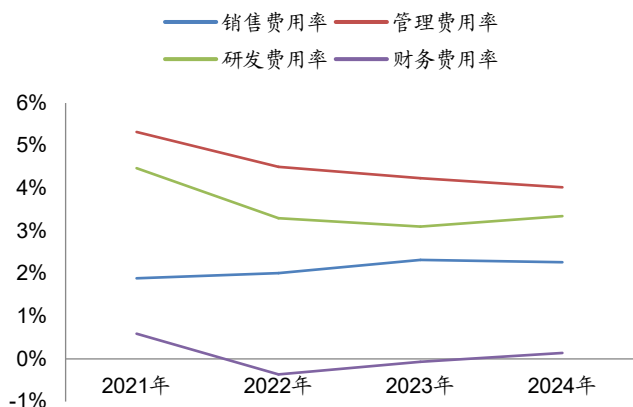
资料来源: iFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所 (对招股书中 2019-2022 年分地区毛利率扣除包装运输费进行估算)

重视研发投入, 研发费用不断增加。2020 年起公司执行新收入准则, 将运输费、包装费作为合同履行成本重分类至营业成本, 若考虑运输费、包装费后, 2021 年以来, 公司销售费用率 (包含运输费、包装费) 在 10%-11% 波动。公司管理费用率趋于下降, 主要系销售收入增长较快、规模效应提升。公司研发投入整体有所增长, 但由于业务规模快速增长, 使得研发费用率整体略有下降。财务费用率小幅波动, 财务费用主要包括利息支出、利息收入、汇兑净损益等。

综合毛利率及净利率较为稳定。公司毛利率的波动主要受原材料与制造费用等成本变动以及销售规模与销售结构变化等影响, 归母净利率的波动一方面受毛利率

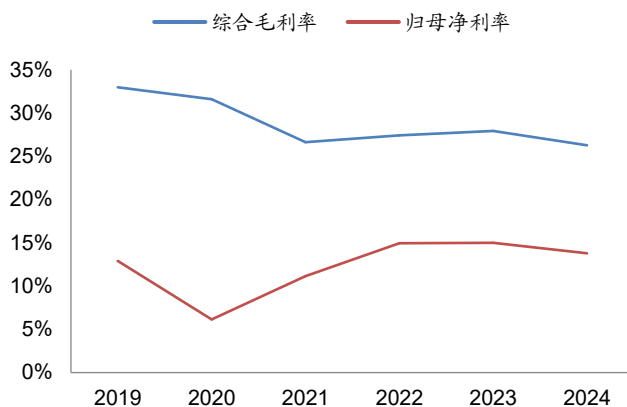
波动影响，另一方面受销售/管理/研发费用率波动及汇率波动导致的汇兑损益波动影响。2021 年以来，公司综合毛利率在 26%-29%波动，归母净利率在 11%-15%波动，较为稳定。

图表 11 公司费用率情况（%）



资料来源：iFind，公司招股说明书，华安证券研究所

图表 12 公司综合毛利率及归母净利率情况（%）



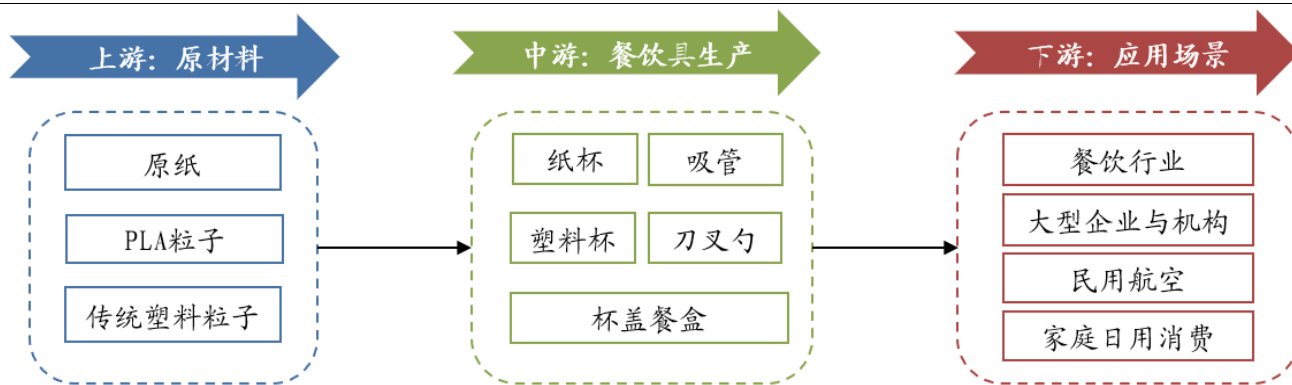
资料来源：iFind，公司招股说明书，华安证券研究所（对招股书中 2019-2022 年分地区毛利率扣除包装运输费进行估算）

2 行业：环保趋势下，可生物降解餐饮具市场空间广阔

2.1 纸制与塑料餐饮具处于产业链中游，行业集中度较低

纸制与塑料餐饮具生产处于餐饮具产业链中游，下游应用领域广泛。餐饮具行业的上游主要涉及原材料，包括原纸、PLA 粒子、传统塑料粒子等，下游主要应用于餐饮、大型企业及机构、民用航空、家庭日用消费等场景。根据材质的不同，餐饮具可以分为金属餐饮具、陶瓷餐饮具、玻璃餐饮具、纸制餐饮具、塑料餐饮具等，其中纸制与塑料餐饮具因为卫生、方便、价廉等优点，在餐饮具中占据流行地位。

图表 13 餐饮具产业链情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

纸制与塑料餐饮具主要分为不可生物降解制品和可生物降解制品两类。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，由于性价比高、供应链成熟，目前在餐饮具生产中占据重要定位。可生物降解制品又可细分为 PLA 等可降解塑料制品、淋膜纸类制品、纸浆模塑制品

三类。1) **PLA 等可降解塑料餐饮具**：由可降解塑料粒子经过技术改性后生产，与传统塑料相比性能接近，虽然具有更高的成本但同时具有可生物降解的环保优势；2) **淋膜纸类餐饮具**：主体由原纸加工生成，但为了增加制品的防水、防压等特性，有时会使用塑料进行覆膜或者淋膜；3) **纸浆模塑餐饮具**：原材料来源于木浆、蔗渣浆等天然植物纤维，通常采用纯物理过程对纸浆进行加工塑形，可以自然降解，是良好的绿色环保型包装产品。

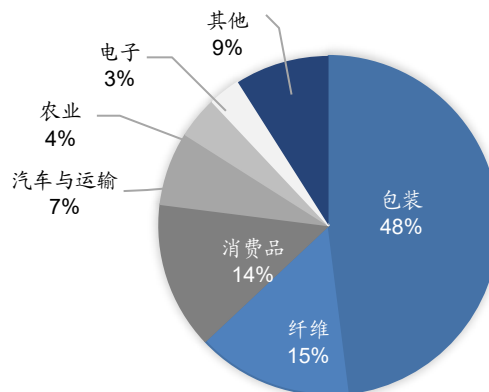
图表 14 纸制与塑料餐饮具材质对比

材料类别		原材料	涉及的重点工艺	优势	劣势	图片
不可生物降解制品		PE、PP等塑料粒子	塑料粒子改性技术	①性价比高； ②供应链成熟	不可降解，分解产生塑料微珠，污染环境	
可生物降解制品	PLA等可降解塑料产品	PLA、PBAT等塑料粒子	塑料粒子改性技术	①原材料可生物降解； ②性能与塑料接近	①降解条件严格，需要堆肥； ②原材料价格高； ③不耐储存，货架期短	
	淋膜纸类产品	原纸（主要）、塑料粒子	塑料粒子改性技术、纸张淋膜或覆膜	①工艺简单，自动化程度高； ②阻隔性好	①产品形态单一，难以制作立体产品； ②结构强度低； ③有时需覆膜，需要塑料粒子	
	纸浆模塑产品	木浆、蔗渣浆等天然植物纤维	纯物理工艺	①原材料天然，环境友好； ②模塑工艺为纯物理过程	①产品不透明； ②抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱	

资料来源：公司招股说明书，众鑫股份招股书，华安证券研究所

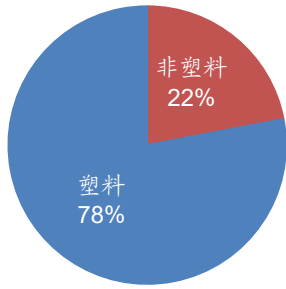
包装是塑料的主要应用领域，目前餐饮具中塑料材质占主流地位。餐饮具产品作为包装和日用消费的重要分支，是塑料应用的重要领域。根据 European Bioplastics 公布的塑料市场应用数据，2022 年全球生产的塑料约 48% 应用于包装领域，14% 用于消费品领域。相比纸制类餐饮具，塑料制品在餐饮具行业的应用占比更高。据美团研究院的报告《外卖行业环保洞察暨青山计划三周年进展报告》显示，外卖行业中塑料餐具、餐盒分别占比 78.0%、81.5%，餐盒中纸和纸板、纸浆模塑材质分别占比 9.2%、5.6%。

图表 15 2022 年全球塑料应用情况（%）



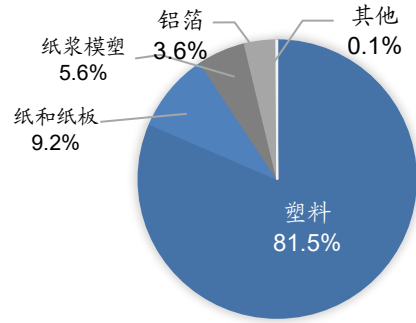
资料来源：European Bioplastics，华安证券研究所

图表 16 餐具材质分布（%）



资料来源：美团研究院，华安证券研究所

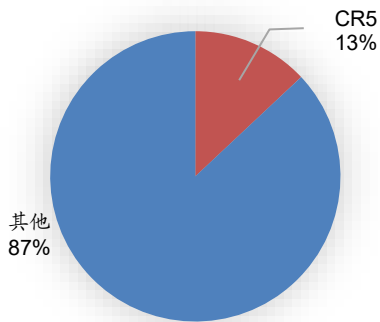
图表 17 餐盒材质分布（%）



资料来源：美团研究院，华安证券研究所

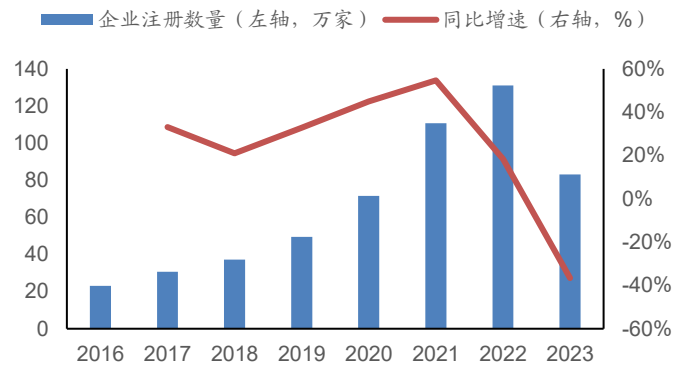
纸制和塑料餐饮具行业集中度较低，以中小规模企业为主。餐饮具生产行业进入门槛较低，在中低端产品领域，产品同质化严重，市场竞争激烈，在高端产品领域，少量大型企业拥有客户、技术等竞争优势保持较高的毛利率和利润水平。由于缺少相关数据，而纸制品包装及塑料制品包装行业与纸制与塑料餐饮具行业相关性较强，我们通过分析纸制品与塑料包装制造行业数据对其进行洞察。1) **纸制品包装行业**：据南王科技招股书，行业内前五大生产商销售收入合计占行业规模以上企业收入总额比例 2016 年为 5.4%，2020 年上升为 13.0%，但仍较为分散。2) **塑料制品包装行业**：据企查查数据，2023 年我国塑料制品相关企业注册数为 83.09 万家，而中国塑料加工协会在《2023 年我国塑料加工行业经济运行分析》中披露规模以上塑料企业数量仅超过两万家，规模以上企业占比约 2%。综合来看，纸制和塑料餐饮具生产行业集中度均较低。

图表 18 2020 年纸制品包装行业 CR5（%）



资料来源：南王科技招股书，华安证券研究所

图表 19 2016-2023 中国塑料制品企业注册量



资料来源：企查查，华安证券研究所

禁限塑政策的推进将加速中小企业出清，行业集中度或有提高趋势。纸制与塑料餐饮具行业的主要企业包括恒鑫生活、中船重工鹏力（南京）塑造科技有限公司、浙江庞度环保科技股份有限公司、家联科技、南王科技、泉舜纸塑、富岭股份等。相比传统纸制品、塑料制品餐饮具，生物可降解制品的制造技术要求更高，涉及的共混、聚合等多种工艺流程的参数不同将直接影响成品的功能指标和可降解性。随着双碳背景和限塑政策的推进，预计生物可降解餐饮具将成为餐饮具行业重点发力点，相较于过去传统的塑料餐饮具行业，行业壁垒有所提高，中小企业将加速出清，而行业内的优势头部厂商凭借长期的技术积累更容易跨越技术壁垒，预计能以先发优势扩大可降解餐具赛道市场份额，行业集中度或有提升的趋势。

图表 20 恒鑫生活与同行业可比公司经营情况、市场地位及技术实力的比较

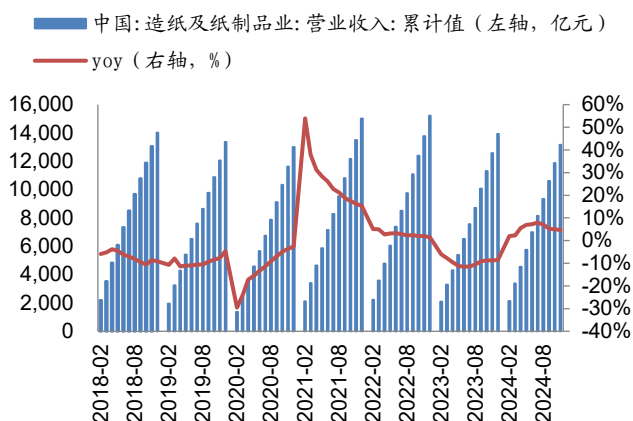
公司名称	主营业务	经营情况	市场地位	技术实力
家联科技	塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售	2023 年，塑料制品收入 130,099.30 万元，生物全降解制品收入 26,237.42 万元，植物纤维制品收入 9,392.53 万元，纸制品及其他收入 6,386.97 万元；2024 年，塑料制品收入 174,365.30 万元，生物全降解制品收入 29,818.19 万元	中国轻工业塑料行业（塑料家居）十强企业、中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业	拥有 190 余项国家及国际专利技术
南王科技	环保纸袋及食品包装等纸制品包装的研发、制造和销售	2023 年，环保纸袋收入 62,319.95 万元，食品包装收入 50,594.27 万元，其他产品收入 123.14 万元；2024 年，环保纸袋收入 65,335.61 万元，食品包装收入 53,486.20 万元，标签收入 2,091.67 万元，无纺布袋收入 16,779.69 万元	中国印刷包装企业 100 强	拥有已授权境内专利 66 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 56 项，外观设计专利 5 项，拥有已授权境外专利 5 项
泉舜纸塑	食品包装容器的研发、生产及销售	2022 年，普通纸杯纸碗收入 11,216.36 万元，纸塑组合碗收入 511.79 万元，纸片收入 490.19 万元，铝箔杯收入 11.07 万元	2020-2021 年度厦门市最具成长性企业	拥有发明专利 1 项、实用新型专利 19 项
富岭股份	塑料餐饮具及生物降解材料餐饮具的研发、生产和销售	2023 年，塑料餐饮具收入 143,599.42 万元，生物降解材料餐饮具收入 12,470.25 万元，纸制品及其他收入 32,009.74 万元；2024 年，塑料餐饮具收入 158,760.42 万元，生物降解材料餐饮具收入 12,807.33 万元，纸制品及其他收入 55,318.72 万元	环保塑料餐具国家级制品单项冠军企业，2022 年度中国轻工业塑料行业十强企业，2019 年、2020 年、2021 年和 2023 年该公司均为中国轻工塑料行业（塑料家居）十强企业，2022 年该公司为中国降解塑料行业十强企业	拥有境内专利 95 项，其中发明专利 20 项，实用新型专利 48 项；境外专利 3 项
恒鑫生活	纸制与塑料餐饮具的研发、生产和销售	2022 年，可生物降解餐饮具收入 55,419.70 万元，不可生物降解餐饮具收入 50,018.57 万元；2023 年，可生物降解餐饮具收入 75,411.23 万元，不可生物降解餐饮具收入 64,145.10 万元；2024 年，可生物降解餐饮具收入 87,220.15 万元，不可生物降解餐饮具收入 68,953.82 万元	2017-2022 年度中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业	拥有发明专利 5 项、实用新型专利 83 项、外观设计专利 19 项

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华安证券研究所

2.2 环保驱动叠加技术产能突破，可降解餐饮具市场方兴未艾

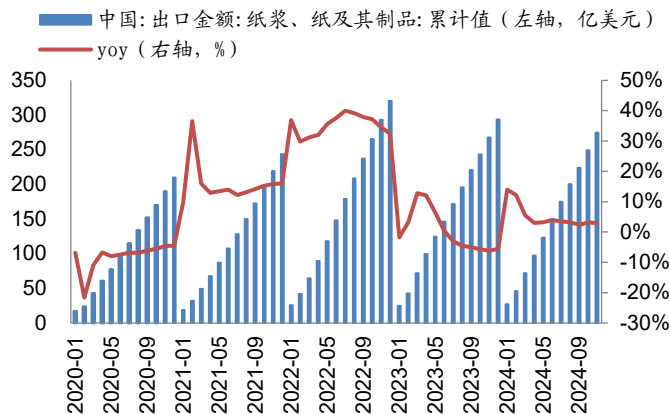
纸制餐具市场规模稳定增长。淋膜纸类餐具和纸浆模塑餐具的主要原材料都是天然植物纤维，属于纸制品。根据国家统计局数据，我国造纸和纸制品行业规模以上工业企业营收从 2019 年的 1.3 万亿元增长至 2023 年的 1.4 万亿元，CAGR 为 1%，整体呈稳定增长态势。根据海关总署数据，我国纸浆、纸及其制品出口金额从 2020 年的 210.05 亿美元增长至 2023 年的 293.63 亿美元，CAGR 为 12%，增长稳健。

图表 21 2019-2024 中国造纸和纸制品行业累计营业收入



资料来源: Wind, 国家统计局, 华安证券研究所

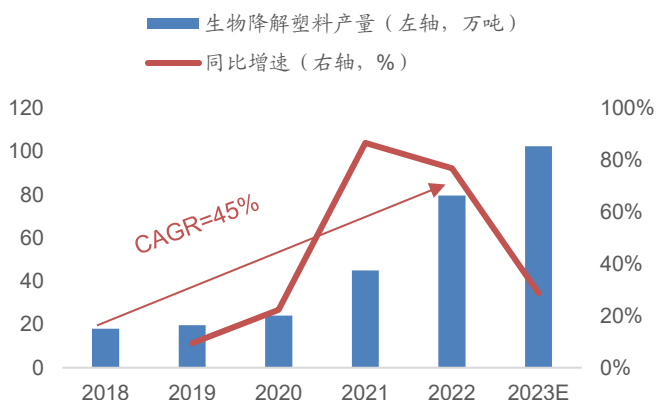
图表 22 2020-2024 年纸浆、纸及其制品月度出口金额



资料来源: Wind, 海关总署, 华安证券研究所

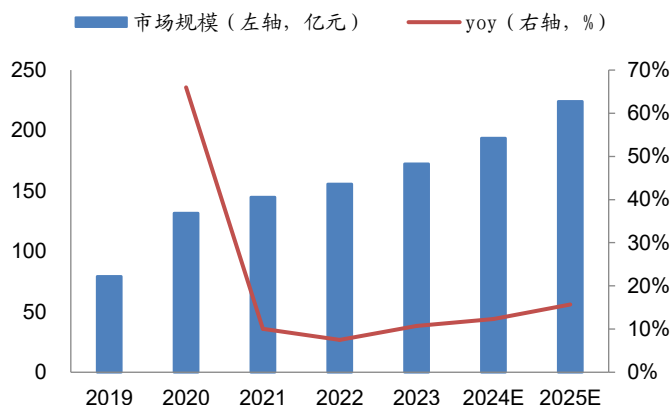
可降解塑料行业规模持续增长,亚洲是可降解塑料制品的重要供给地。生物降解塑料制品广泛应用于餐饮、包装、日常家居等领域,餐饮具是推动生物降解制品发展的重要驱动力。根据中商产业研究院数据,我国生物降解塑料产量规模从 2018 年的 18.0 万吨扩大至 2022 年 79.5 万吨, CAGR 为 45.0%, 市场规模保持较高的复合增速。根据观研天下和制造业排名数据库数据,我国可降解塑料行业规模从 2019 年的 79.3 亿元增长至 2023 年的 172.4 亿元, CAGR 为 21.43%, 预计 2024/2025 年的市场规模分别为 193.7/224.1 亿元, 分别同比增长 12%/16%。从全球看,根据 European Bioplastics 数据,2023 年,全球生物基-可降解塑料产能为 101 万吨,未来生物基-可降解塑料产能将进一步突破,2024 年全球生物基-可降解塑料产能为 139 万吨,2029 年将增长至 378 万吨,2024-2029 年 CAGR 为 22%。更详细地从供给地看,2022 年亚洲关于生物可降解塑料的产量贡献占总产量的比例为 41.4%,在供应链中占据重要地位。

图表 23 2018-2023 年中国生物降解塑料产量规模及预测



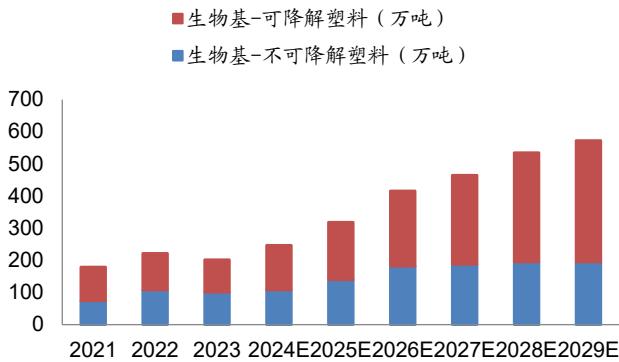
资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

图表 24 2019-2025 年中国可降解塑料市场规模及预测



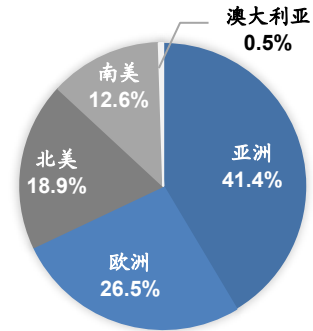
资料来源: 观研天下, 制造业排名数据库, 华安证券研究所

图表 25 2021-2029 年全球生物塑料市场规模及预测



资料来源：European Bioplastics，华安证券研究所

图表 26 全球生物降解塑料产能占比 (%)



资料来源：European Bioplastics，华安证券研究所

可降解餐饮具市场规模或将受益于以下驱动因素快速增长：

驱动因素一：国内禁限塑政策逐渐推进，限制一次性塑料使用。2020 年 1 月，国家发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，重点针对不可降解塑料袋、塑料餐具、宾馆和酒店塑料用品、快递塑料包装四个领域提出禁止、限制使用的要求和时间推进节点，展现出了限制不可降解塑料使用，以及推广可降解塑料使用趋势。其中《关于进一步加强塑料污染治理的意见》涉及餐饮具行业的政策：截至 2020 年底，全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料。截至 2022 年底，县城建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。截至 2025 年底，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。2024 年 2 月，国家发改委、工信部、中国证监会等十部门联合印发《绿色低碳转型产业指导目录（2024 年版）》，将可降解塑料制品生产和使用列入绿色低碳转型产业指导目录。

图表 27 国内主要法律法规及政策

名称	发布时间	主要内容
《绿色低碳转型产业指导目录（2024 年版）》	2024 年	将可降解塑料制品生产和使用列入绿色低碳转型产业指导目录
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	2024 年	明确我国产业结构调整的方向和重点，其中生物可降解塑料及其系列产品开发、生产和应用项目被列为鼓励类
《“十四五”生物经济发展规划》	2022 年	推广应用生物可降解材料制品，重点在日用制品、农业地膜、包装材料、纺织材料等领域应用示范，推动降低生产成本和提升产品性能，积极开拓生物材料制品市场
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019 年	明确我国产业结构调整的方向和重点，其中生物可降解塑料及其系列产品开发、生产和应用项目被列为鼓励类
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020 年	指出塑料制品生产企业要严格执行有关法律法规，推行绿色设计，提升塑料制品的安全性和回收利用性能。积极采用新型绿色环保功能材料，加强可循环、易回收、可降解替代材料的运用和产品研发，降低应用成本，有效增加绿色产品供给
《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》	2021 年	指出积极推行塑料制品绿色设计，持续推进一次性塑料制品使用减量，科学稳妥推广塑料替代产品等
《塑料加工业技术进步“十三五”发展指导意见》	2017 年	指出牢牢把握“功能化、轻量化、生态化、微成型”，其中生物基材料及制品被认定为“十三五”期间重点产品发展方向，突破生物全降解材料的合成、改性、加工核心关键技术，重点发展全生物降解高分子材料在各领域的应用
《新材料产业发展指南》	2016 年	指出加快推动先进基础材料工业转型升级，大力推进材料生产

《关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》	2020 年	过程中的智能化和绿色化改造，重点突破材料性能及成分控制、生产加工及应用等工艺技术，开发生物可降解材料
《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	2020 年	明确商务领域推进禁塑限塑的时间表和实施地区，对商场、超市、集贸市场、餐饮、住宿、展会、电子商务等重点领域提出了具体的禁塑要求
		明确对零售餐饮等领域禁限塑的监督管理，按照《关于进一步加强塑料污染治理的意见》规定期限停止使用一次性塑料吸管和一次性塑料餐具

资料来源：公司招股说明书、华安证券研究所

驱动因素一：国际各国限塑政策陆续落地，“限塑+推广可降解餐饮具”成为全球趋势。从国际来看，欧洲限塑政策开始较早、力度较大。欧盟 2019 年颁布《一次性塑料指令》，明确禁止餐具、盘子吸管等 10 种单一用途产品使用塑料。软质塑料瓶 0.25 欧元，硬质塑料瓶 0.15 欧元，所有瓶子投放完毕，顾客会收到一张超市代金券，空瓶回收政策已成为德国独具特色的循环经济范例。英国利用税收手段，明确规定 2022 年 4 月后对含量低于 30%回收塑料的塑料包装征税 200 英镑/吨。2023 年 1 月 1 日起，法国快餐店迎来“限塑”新规——必须将一次性塑料餐具更换为可重复使用的餐具。相较欧洲，美国目前并未有全国性的限塑政策，自 2018 年开始在西雅图市、加利福尼亚州等多个州通过了限制一次性塑料吸管使用的法案，政策环境相对宽松。在亚洲，2019 年 11 月底，泰国批准了自然资源与环境部提出的“禁塑”议案，从 2020 年 1 月 1 日开始禁止主要的购物中心、便利店等提供一次性塑料袋。

图表 28 国外主要法律法规及政策

国家/地区/国际组织	时间	主要内容
联合国	2022 年	2024 前制定全球“限塑令”，结束塑料污染治理全球塑料污染问题，讨论制定首个应对塑料危机的全球协定。
欧盟	2019 年	适用于一次性塑料制品，指令中明确逐步禁止使用的塑料产品包括：餐具、盘子、吸管、棉签、饮料搅拌器、气球支撑棒、由聚苯乙烯制成的食品容器和可氧化降解塑料制成的产品等。
	2022 年	欧盟气候法案明确地将生物塑料列为“绿色投资”。
俄罗斯	2025 年	俄罗斯将从 2025 年开始，逐步拒绝使用一次性塑料包装和制品，改为使用更环保的 100%可降解材料来取代不可降解的塑料制品。
英国	2021 年	2022 年 4 月起，英国开始向销售新“成品塑料包装”的生产商或进口商征收塑料包装税，对含量低于 30%回收塑料的塑料包装每吨征收 200 英镑。
法国	2020 年	2020 年 1 月 1 日起，禁止销售部分一次性塑料制品，包括一次性棉花棒、一次性杯子和盘子等塑料制品，并要求一次性餐具必须用基于生物的有机材料制作。
德国	2021 年	2022 年 1 月 1 日起禁止水果和蔬菜使用塑料包装，但也有部分果蔬在未来几年获得豁免。
加拿大	2022 年	2022-2025 年，分阶段逐步禁止餐具、吸管、搅拌棒等一次性塑料制品的制造、进口、销售、出口。其中餐具、吸管、搅拌棒等一次性塑料制品在 2022 年 12 月 20 日之后将禁止制造和进口、2023 年 12 月 20 日之后禁止销售。
意大利	2022	一次性餐盘、餐具、吸管、棉签、饮料搅拌棒、气球塑料杆和其他氧化降解塑料(氧化分解后会成为微塑料)、部分特殊聚苯乙烯泡沫体食品容器、饮料容器、杯子和盖子等都被禁止销售。
美国	2018-2021	加利福尼亚州、西雅图市、华盛顿特区、俄勒冈州、波特兰市自 2018

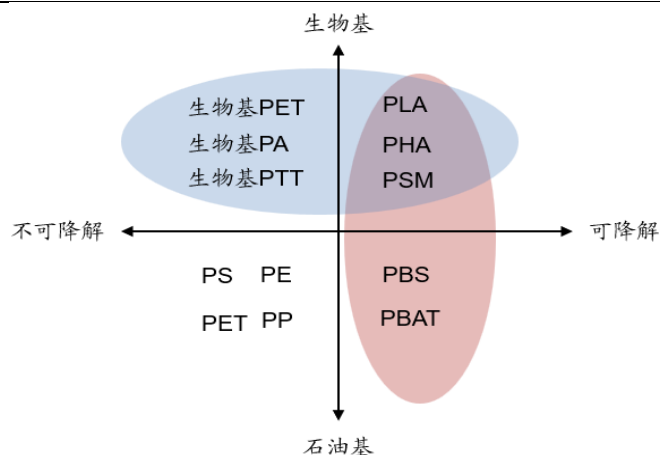
年起陆续禁止餐饮行业主动向顾客提供一次性吸管、餐具等塑料制品。

资料来源：公司招股说明书、众鑫股份招股书、华安证券研究所

驱动因素二：可生物降解餐饮具具有环保优势，纸制品餐饮具降解难度更低。

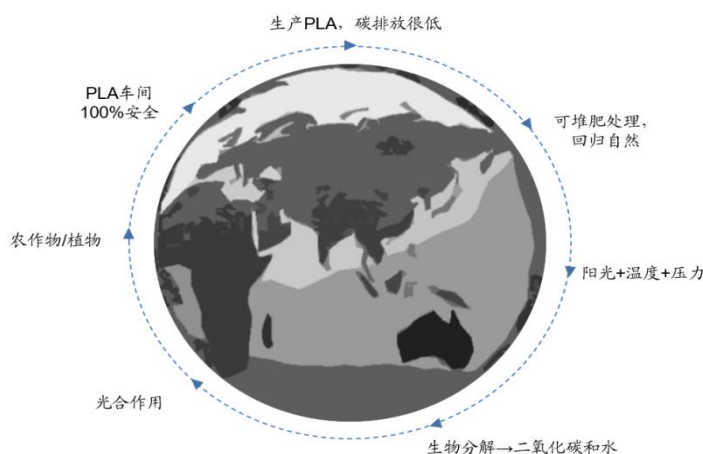
1) 淋膜纸类、纸浆模塑餐具可自主降解：纸浆模塑、淋膜纸类主体材料属于植物纤维，可以在自然环境中降解，但纸制主体本身防水、防油效果差，为了获得更好的性能，有可能会使用塑料进行覆膜或者淋膜，需要考虑塑料膜的降解；**2) 可生物降解塑料需要工业堆肥：**塑料粒子可分为可生物降解和不可生物降解两类，其中可生物降解塑料粒子中又可分为生物基、石油基两类。可生物降解塑料由可生物降解塑料粒子经过技术改性生产，降解时需要工业堆肥降解，生物基可生物降解塑料可通过“生物质-生物基产品-循环利用或燃烧-CO₂-生物质”形成完整闭环从而减少温室气体排放，常见的可生物降解生物基塑料粒子有 PLA、PHA、PSM 等。根据《中国塑料的环境足迹评估》的研究，以接近国内 PLA 的生产环境为前提，PLA 产品的碳排放系数远低于 PE、PP、PBS、PBAT 等石油基塑料产品，因此相较而言，生物基可生物降解塑料相比石油基可生物降解塑料有更低的碳排放。

图表 29 常见塑料粒子及其分类



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 30 PLA 在自然界循环过程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

驱动因素二：可生物降解塑料粒子中 PLA 的综合性能具有优势。淀粉基材料的机械性质较差且透明度较低，综合性能竞争力不强，其他比较常见的可生物降解材料有 PLA、PHA、PBS、PBAT 等，其中 PHA 具备良好的生物降解性能，但技术难度较高；PBS 受限于原材料丁二酸的产能，作为餐饮具生产原材料成本较高；PLA 和 PBAT 在性能上各有优势，两者都有较好的耐热性和耐水解性，适合应用于餐饮具的制作。

图表 31 几种常见可降解塑料粒子的性能对比

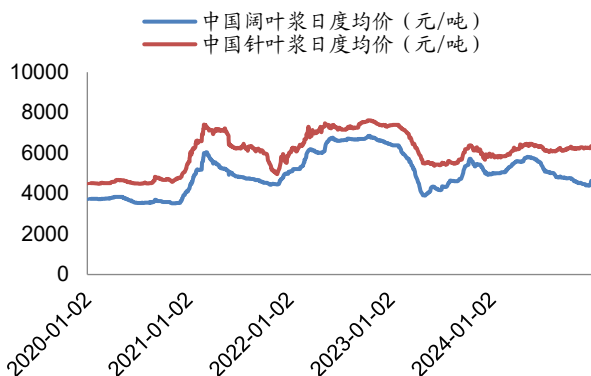
性能	PLA	PBS	PBAT	PHA
耐热性	高	较高	较高	高
拉伸强度	较高	适中	较低	较低
延伸率	低	较高	高	高
降解速率	适中	快	适中	快
透明性	高	较低	低	较高

资料来源：《几种可生物降解塑料的性能与应用比较研究》谢鸿洲著，华安证券研究所

驱动因素三：当前，可降解塑料制品成本较高。原材料是餐饮具生产成本的主

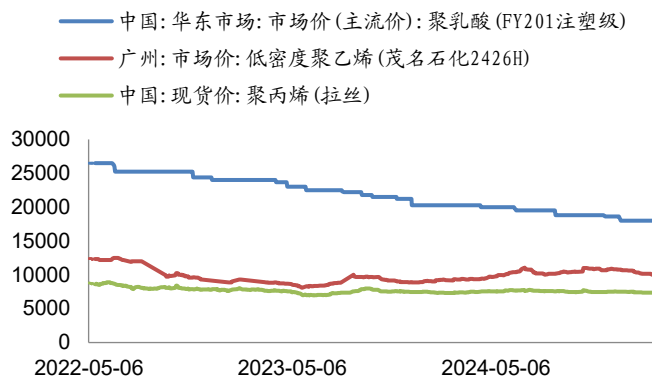
要组成部分，比较原材料成本的高低可近似比较三种材质餐饮具的成本。淋膜纸类制品和纸浆模塑制品原材料相似，但淋膜纸类制品加工工艺较简单，纸浆模塑制品需要对模具进行打样，成本相较更高。可降解塑料制品的原材料主要是可降解塑料粒子，当前，PLA 的均价高于 PP、LDPE 等经常用于生产传统塑料制品的塑料粒子的价格，同时 PLA 均价也高于纸浆价格。但是随着 PLA 等可生物降解塑料粒子产能的提高以及生产技术的升级，可降解塑料制品的原材料成本有望降低。

图表 32 2020-2024 纸浆价格走势



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

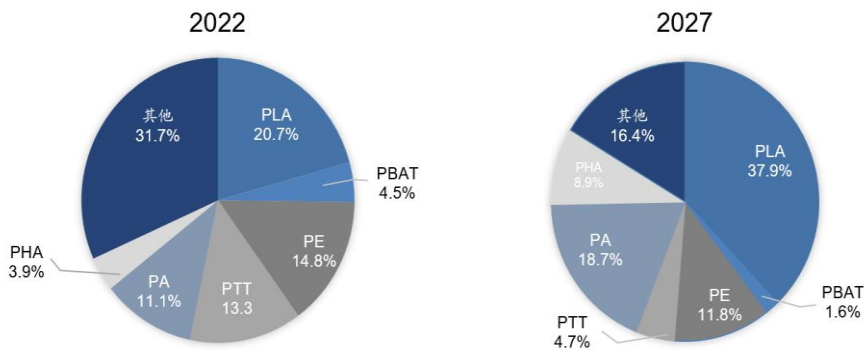
图表 33 PLA、PP、LDPE 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华安证券研究所

驱动因素三：可降解塑料粒子中 PLA 结构占比持续提升，产能突破或带来成本下降。纸制与塑料餐饮具行业上游原材料可降解粒子的供给受限于技术原因，曾经较为依赖于进口，随着相关技术壁垒的突破，如 PLA 相关的丙交酯合成技术，可降解粒子的产能得到突破。从产能结构看，PLA 的占比持续增长，2022 年占比达 20.7%，并且预计在 2027 年达到 37.9%。产能突破或带来 PLA 粒子价格下降，利好下游可降解餐饮具的生产。

图表 34 2022 年和 2027 年塑料产能结构对比（%）



资料来源：European Bioplastics，华安证券研究所

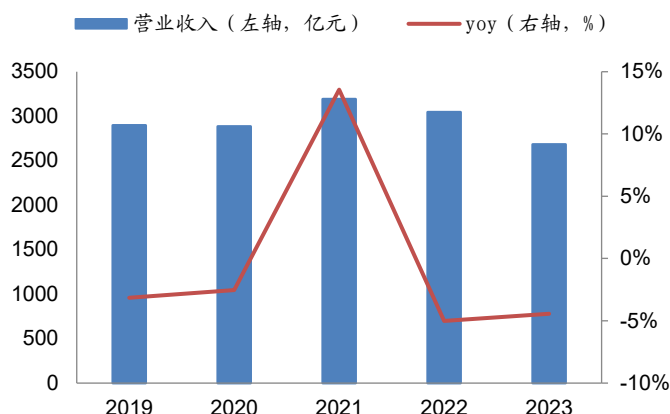
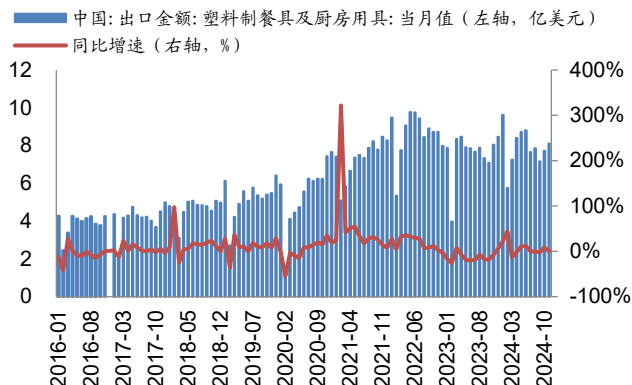
2.3 下游应用场景广泛，餐饮及民航市场持续修复

餐饮具市场规模总体呈增长趋势。一次性餐饮具主要由塑料餐饮具和纸制餐饮具组成，主要应用于餐饮行业、民用航空行业、大型企业与企业、生活日用等消费场景。塑料制品餐具的使用在过去 10 年内随着国民日用消费水平的提高而飞速增长，根据海关总署数据，从 2015 年到 2023 年，塑料制品餐具及厨房用具出口金额从 51.61 亿美元扩大至 84.62 亿美元，CAGR 达到 7.32%，增长速度在 2020 年公共卫生事件后有所下降，但随着外贸的恢复，增速有望进一步修复。纸制品餐具市

场也保持较高的市场规模，根据中国包装联合会数据，2023 年纸制品餐具所在行业纸和纸板容器行业中规模以上企业营收 2682.57 亿元。

图表 35 2016-2024 年塑料制餐具出口市场规模

图表 36 2019-2023 年纸和纸板容器行业营业收入



资料来源：Wind，中国海关总署，华安证券研究所

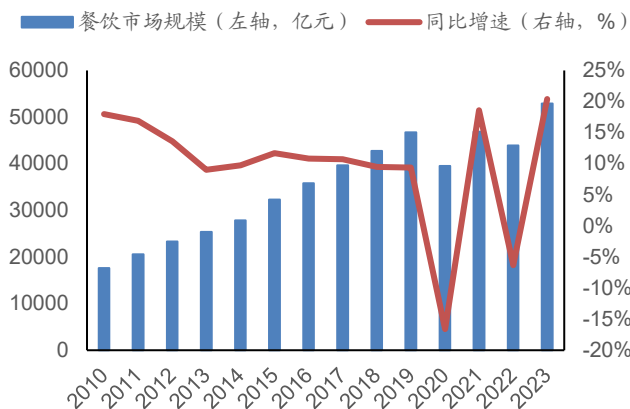
资料来源：中国包装联合会，华安证券研究所

餐饮行业：2020 年前市场规模以较高复合增速增长，疫后增速有望逐步修复。随着居民消费水平的不断提高，国内的餐饮行业市场高速成长，根据国家统计局数据，2023 年我国餐饮行业社会消费品零售总额达到 5.29 万亿元，2010-2023 年复合增长率为 8.8%。2020 年受公共卫生事件管控影响，餐饮行业社会消费品零售总额同比下降 16.6%，2021 年增速有所修复，2022 年受公共卫生事件反复影响增速有所回落，但伴随着公共卫生事件影响的消散，餐饮行业社会消费品零售总额有望进一步增长。其中，快餐、外卖、新中式茶饮作为使用一次性餐饮具的重要行业，其市场规模增长拉动纸制与塑料餐饮具的需求规模提升。

- **快餐：市场规模总体稳步扩张，预计维持稳健增长。**快餐是纸制和塑料餐饮具的重点消费领域，随着人们生活节奏加快，具有方便、标准化等特点的快餐文化开始流行，呈现出发展蓬勃的态势。根据智研咨询《2021-2027 年中国快餐行业供需策略分析及市场供需预测报告》数据显示，2016-2021 年快餐市场规模快速增长，CAGR 为 7.7%，2020 年受公共卫生事件影响，快餐需求减少，但公共卫生事件后增速逐步修复，2025 年市场规模或将达 1.8 万亿元。
- **外卖：近 10 年飞速发展，预计维持稳健增长。**得益于互联网技术的提高以及人民对便利生活的追求，外卖行业飞速发展，根据中国互联网络信息中心发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2023 年底，我国网上外卖用户规模达 5.4 亿，占网民整体的 49.9%，已达到较高的渗透水平，2011-2023 年在线外卖用户注册规模 CAGR 为 19.7%。随着餐饮行业数字化渗透程度的逐步提高，外卖市场或仍有增速空间，但基于过去的高基数使用人群，增速预计有所放缓。
- **饮品：市场规模维持在较高增速水平，预计仍有较高增速空间。**新式茶饮

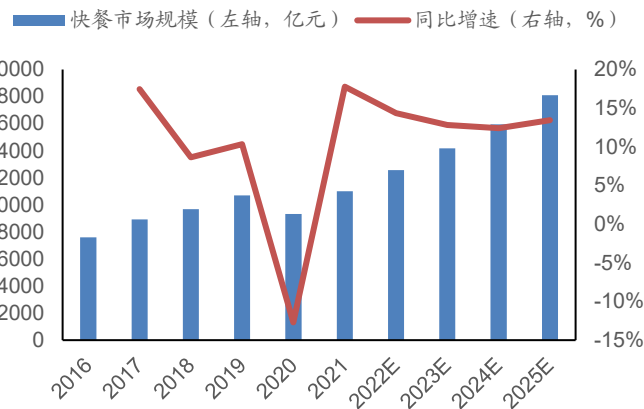
及咖啡领域是纸制与塑料餐饮具的主要应用领域，受益于外卖的普及，新茶饮的消费场景大幅拓宽，根据中国连锁经营会数据，新茶饮的市场规模由 2018 年的 534 亿元增长至 2022 年的 1038 亿元，2018-2022 年新茶饮市场规模 CAGR 达 18.1%，并且预计 2025 年达到 2015 亿元，随着新中式茶饮提供的社交属性愈加流行，如“奶茶”社交的兴起，预计新式茶饮领域保持较高的增速水平。

图表 37 2015-2023 年社会消费品零售总额:餐饮收入



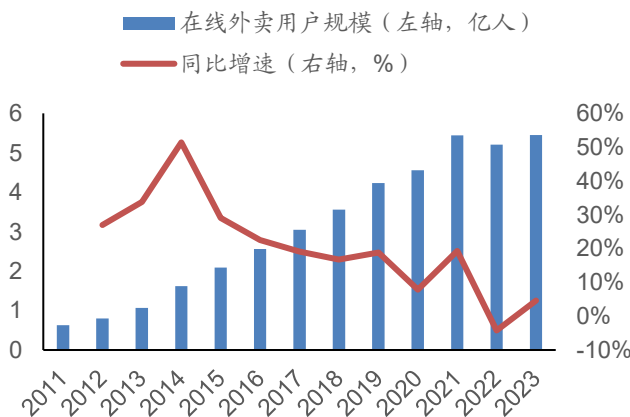
资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 38 2016-2025 快餐市场规模及预测



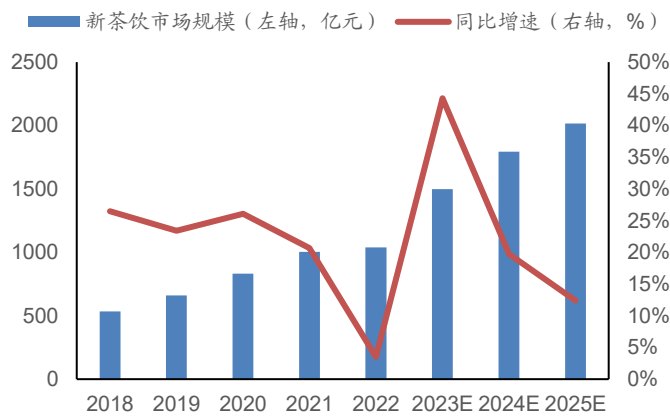
资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

图表 39 2011-2023 年在线外卖用户注册规模



资料来源: 中国互联网络信息中心, 华安证券研究所

图表 40 2018-2025 年新中式茶饮市场规模

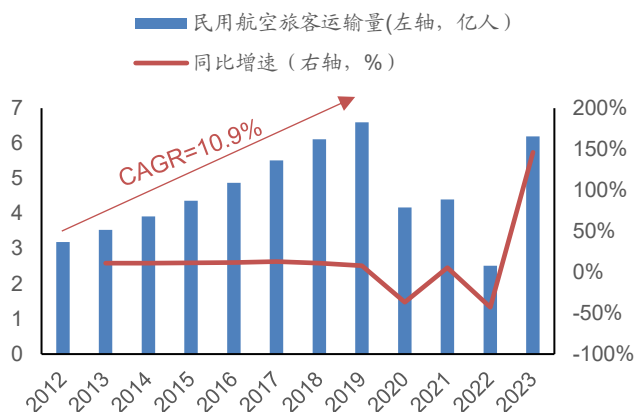


资料来源: 中国连锁经营会, 华安证券研究所

民用航空: 疫后客流量有望逐步修复, 政策收紧利好一次性可降解餐具。飞机是长途出行的重要交通工具, 得益于其便利、快捷的属性, 2019 年前民用航空市场规模保持着较高水平的增速, 旅客运输量从 2012 年的 3.2 亿人次增长至 2019 年的 6.6 亿人次, CAGR 达 10.9%。2020-2022 年后受到国内外公共卫生事件防控影响, 居民国内、国际长途出行意愿大幅度降低, 民航需求随之减少, 但随着公共卫生事件的结束居民外出意愿正逐步修复。一次性塑料餐饮具在民用航空领域有着重要应用, 如机场休息区、飞机餐等。2021 年 5 月, 中国民航局印发实施《民航行业塑料污染治理工作计划 (2021-2025 年)》, 该计划从机场、航班、民航直属单位三个方面提出了对一次性不可降解塑料制品的消费限制, 指出到 2025 年, 民航行业一次性不可降解塑料制品消费强度较 2020 年大幅下降, 替代产品应用水平明显

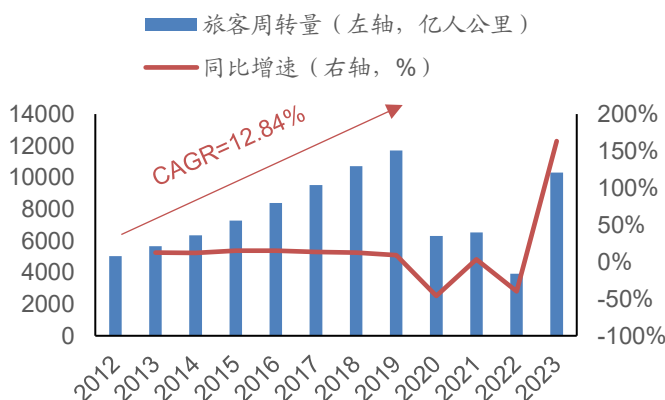
提升。

图表 41 2012-2023 年民用航空旅客运输量



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 42 2012-2023 年旅客周转量



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 43 民航行业塑料污染治理工作计划（2021-2025）

范围	主要内容
机场	2022 年起，年旅客吞吐量 200 万人次以上机场，①在航站楼、停车楼内不主动提供一次性不可降解塑料袋；②督导航站楼内商超、餐饮、旅客休息区等区域禁止提供一次性不可降解塑料吸管、搅拌棒、餐/杯具、包装袋。2023 年起，实施范围扩大至全国所有机场。
航班	2022 年起，①国内(含地区)客运航班停止提供一次性不可降解塑料吸管、搅拌棒、餐/杯具、包装袋；2023 年起实施范围逐步扩大至国际客运航班。②鼓励航空运输企业在相关机供品招标采购时，纳入禁限塑指标要求，优先采购“零塑”制品。
民航直属单位	2021 年 7 月起，民航各级党政机关等直属单位在相关建筑设施内禁止提供一次性塑料吸管、餐/杯具、搅拌棒包装袋。

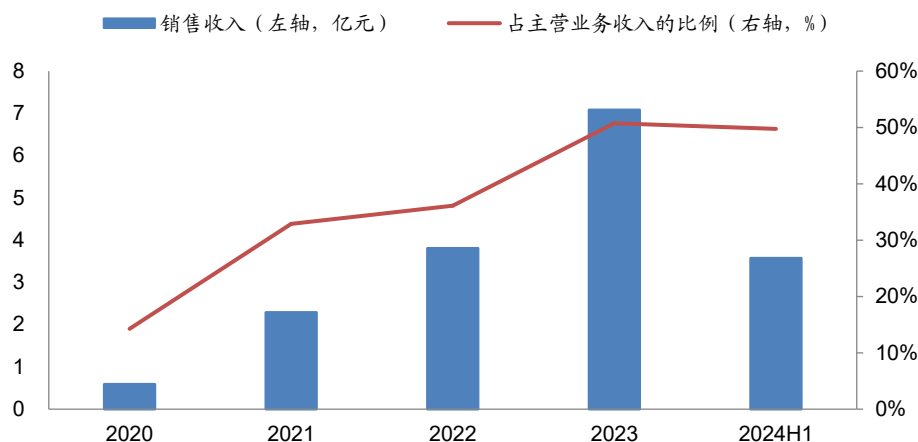
资料来源：中国民用航空局，华安证券研究所

3 公司：深耕餐饮具行业，可降解领域优势明显

3.1 研发：掌握可降解核心技术，迎合产业发展趋势

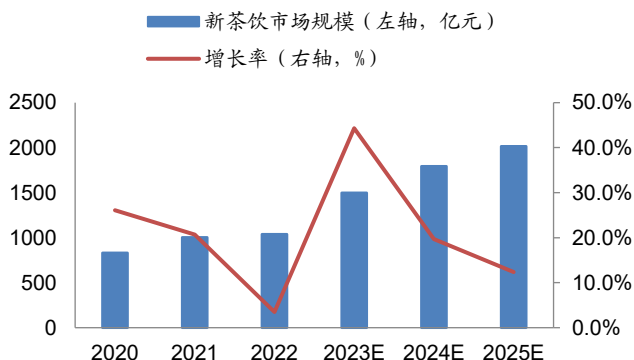
下游客户需求的快速发展对餐饮具行业提出新挑战。公司终端客户所处行业领域主要为现磨咖啡、新式茶饮及快餐客户占公司总终端客户收入的比重 2021-2023 年分别为 69.30%/66.76%/81.02%。公司下游市场，无论是茶饮还是现磨咖啡，市场的规模量大，增速快，纸制和塑料餐饮具使用量大。根据《2023 新茶饮研究报告》，新茶饮市场从 2020-2022 年的复合增长率为 11.8%，预计 2023-2025 年的复合增长率为 16.0%；根据头豹研究院数据，现磨咖啡市场 2020-2022 年的复合增长率为 38.8%，预计 2023-2025 年的复合增长率为 19.5%。此外，由于涉及餐饮安全，下游客户通常对于餐饮具产品质量、安全标准、材质类别等要求迭代速度较快，要求公司不断提高技术和产品创新能力，满足客户的需求。公司下游终端客户的快速发展和多样要求对产品的多维度快速迭代创新和生产技术提出了高要求。

图表 44 2020-2023 年、2024 年 H1 现磨咖啡、新式茶饮及快餐等主要终端客户为公司带来的收入贡献和其占主营业务收入的比重



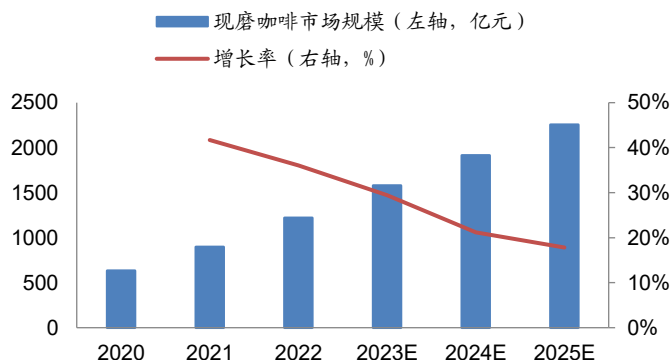
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 45 2020-2025 年新茶饮市场规模和增长率



资料来源：CCFA，华安证券研究所

图表 46 2020-2025 年现磨咖啡市场规模和增长率



资料来源：头豹，华安证券研究所

公司自主研发掌握多项核心技术，应用于公司多个产品。经过多年发展，公司自主研发并掌握了 1) PLA 等塑料粒子改性技术，重点改善了 PLA 粒子成膜的附着力、流动性、均匀性，改善了 PLA 粒子结晶速率、流动性等指标。2) PLA 纸张淋膜技术，提升了 PLA 纸张淋膜速度、降低了淋膜克重，解决了 PLA 双面淋膜结合力差的问题。3) PLA 片材制备技术，该技术使得片材均匀度的误差大幅缩减。4) PLA 成型技术，做到在保证产品品质优异的情况下，结晶速度得到了提升。通过这些技术，公司相继研发了多种产品。此外，公司积累了加工可生物降解材料应用的技术经验，并依据材料特性、产品特征及客户需求向设备厂商定制生产设备，可以同时满足下游厂商的需求和行政法律法规的要求。

图表 47 公司核心技术的技术创新性和先进性

核心技术	解决的技术难点	衡量核心技术先进性的关键指标	实现的具体功能或性能参数	技术创新性	同行业公司情况
PLA 粒子改性技术	解决 PLA 材料不耐热和韧性差的难点问题	热变形温度和抗冲击强度	(1) 耐温性（热变形温度），改性前：57 度；改性后：123.1 度 (2) 断裂伸长率，改性前：2.5%；改性后：5.9% (3) 弯曲模量，改性前：	通过物理和化学改性方法，创新添加不同材料，使改性的 PLA 粒子能够克服 PLA 材料在应用端	未经改性的 PLA 粒子在加工及成品端存在可用加工工艺少、熔指流动性受温度影响变化较大、耐冲击性较差等不足，导致其用

			3440MPa; 改性后: 4730MPa 以上 (4) 缺口冲击强度, 改性前: 1.7KJ/m2; 改性后: 3.3KJ/m2	的不足。	于淋膜时覆膜均匀度较差、生产效率较低; 用于以吸塑工艺制作耐热产品时, 结晶度、结晶速率低, 产品成型效果差; 用于以注塑工艺制作产品时, 流动性差、韧性差。
PLA 淋膜技术	解决 PLA 淋膜时熔膜均匀性差, 导致 PLA 淋膜和纸张的结合力低的难点	降低淋膜克重、提高 PLA 淋膜纸的粘合力	(1) 在保证纸张淋膜均匀度的情况下, 公司 PLA 淋膜纸克重由 37g±5 优化至 25g±3 (2) 粘合程度≥80%	通过优化设备和工艺, 提升了低克重 PLA 膜与纸张的结合力, 使双面淋膜的纸张具备较好的成型条件。	目前市场上在进行双淋膜的过程中, 一般是将两面对分开淋膜, 不利于提高效率, 且纸膜结合力相对较差。
纸杯高速成型技术	解决纸杯成型生产效率和成品率低的难点	单位时间的生产数量和合格率	公司改进定制的纸杯机生产效率可以达到 180 只/分钟以上, 成品率达到 99.9%。	通过设计独特的纸杯机扇片成型、输送、杯底纸冲压切和杯口卷边等机构, 使纸杯生产效率、成品率提高。	目前市场上使用的主流纸杯机, 以中速纸杯机为主, 其生产效率约为 80 只/分钟, 成品率约为 98%。
CPLA 杯盖成型技术	解决 CPLA 杯盖生产率和成品率低的难点	单位时间的生产数量和合格率	使用该技术生产 CPLA 杯盖, 可以达到 18 模/分钟以上, 成品率提升至 98%以上。	通过改进设备、优化成型结晶等工艺, 使 CPLA 杯盖生产效率和成品率大幅提升。	目前市面上 CPLA 杯盖生产效率约为 8-10 模/分钟, 成品率约为 90%。
CPLA 刀叉勺成型技术	解决 CPLA 刀叉勺耐热性差和加工效率低的难点	产品功能性和生产率	PLA 改性材料在熔体流动性、结晶速率提升, 使得产品成品率高、光滑无毛刺, 可以在 100℃ 的高温下正常使用且不变形。	通过研发专用模具, 优化工艺, 增强耐热性能, 提高加工效率。	目前市场上的 CPLA 刀叉勺, 普遍存在披锋、毛刺, 易脆、易变形、耐热性差, 且生产效率低下的情形。
CPLA 吸管耐热、稳定技术	解决 CPLA 吸管耐热性差和成型不稳定的难点	耐热温度和保质期	通过对材料进行改性、优化配方设计并改进工艺流程, 使生产出的吸管壁厚均匀、管径稳定、耐热性更好, 圆润、无毛刺, 消费者体验感更佳, 产品在 95℃ 的水温下仍保持较高的强度, 可以搅拌, 不弯曲、不变形, 保质期可以达到 12 个月以上。	通过优化配方设计并改进工艺流程, 使得 CPLA 吸管成型更稳定、耐热性更好。	市场上现有大多数 CPLA 吸管产品存在保质期较短、易老化、易水解和食品安全风险的问题。
高挺度、高克重、高拉伸 PLA 透明杯制备技术	解决高拉伸 PLA 透明杯挺度和稳定性差的难点	成型效率及产品稳定性	公司通过改造成型设备红外加热系统, 增加控制点, 使用高精度控制模块和配件, 并调整优化模具结构、改进拉伸工艺, 显著提升了产品成型效率及稳定性。	通过对生产设备、拉伸工艺的改造, 提升了产品成型效率及稳定性。	大多数企业难以控制 PLA 透明杯成型阶段物料的温度, 影响 PLA 透明杯成型后的长度、挺度、拉伸度等指标。
PLA 片材制备技术	解决 PLA 片材成型效果不佳的难点	片材横幅定量误差	使片材横幅定量误差范围由 ±0.03mm 降低到±0.01mm	通过优化 PLA 片材生产设备及挤出工艺, 使 PLA 片材具备更优异的成型效果。	市场上制备的片材横幅定量误差范围大多为 ±0.03mm。
CPLA 外卖盖成型技术	解决 CPLA 杯盖在外卖使用中易撒漏的难点	外卖盖渗漏	公司通过调整成型工艺, 添加双排气孔设计、二次迷宫结构, 使 CPLA 外卖盖达到替代传统不可降解外卖杯盖的效果。	通过优化杯盖结构, 调整成型工艺, 生产出适合外卖使用的杯盖。	截至目前, 市场上尚未发现同类产品。
PLA 淋膜纸印刷专用技术	解决 PLA 淋膜纸杯印刷后易迁移的难点	油墨迁移	通过改进印刷机预热工艺、低温固化工艺、电晕处理工艺, 防止 PLA 淋膜纸杯在运转和储存中因为堆叠而造成的油墨迁移。	改善淋膜纸印刷生产工艺, 解决油墨迁移问题。	市场上大多数 PLA 淋膜纸印刷后的油墨, 容易在纸杯成型阶段及淋膜纸杯运送、储存中出现油墨迁移。
PLA 注塑	解决 PLA 注塑	模具的适应	依据 PLA 材料的流体特性, 通过	提升模具精密密度、模	截至目前, 市场上尚未发

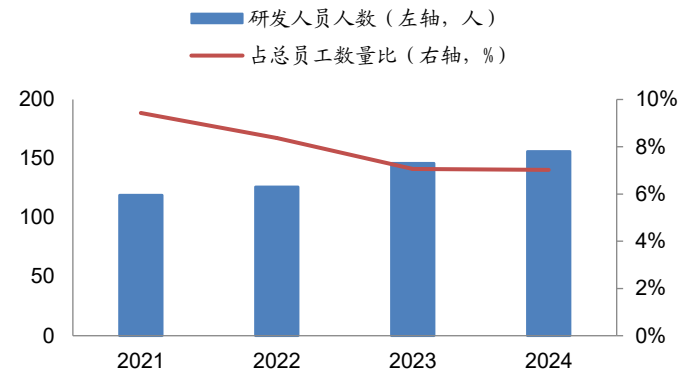
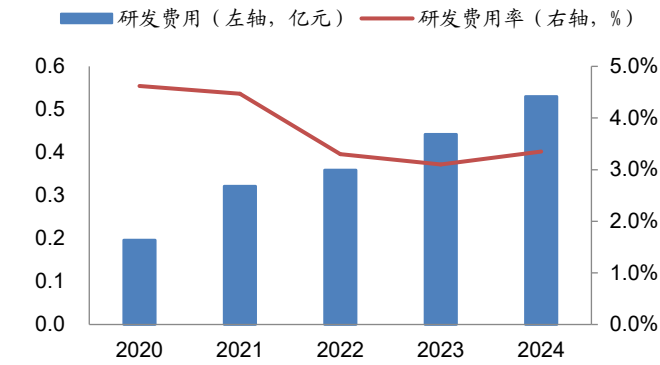
塑模具生产技术	塑模具精密程度低、模流平衡性差的难点	性和耐用性	提升 PLA 注塑模具的精密程度、模流平衡性等特性，使其适合注塑加工 PLA 餐饮具制品。	流平衡性，使其适合注塑加工 PLA 餐饮具制品。	现制造专用于 PLA 注塑模具的生产企业。
纸杯强化卷边技术	解决纸杯卷口紧实度不足和卷边角度不够的难点	纸杯配盖后的紧实度及渗漏	提升卷边角度至 360°+90°，误差范围从±0.5mm 降低至±0.2mm。	优化卷口结构，提升卷边角度至 360°+90°，提高卷口紧实度，提升纸杯配盖防渗功能。	目前行业内，纸杯卷口角度可以由 360 度调整到 450 度，但其纸杯外径偏差≤+0.3 毫米。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司加大研发投入，夯实研发人才队伍建设。面对需求端和供给端新的挑战，近几年公司加大研发投入，公司研发费用由 2020 年的 0.20 亿元增长至 2024 年的 0.53 亿元，CAGR 为 28.19%，研发费用率分别为 4.6%/4.5%/3.3%/3.1%/3.4%，整体较稳定。截至 2024 年，公司研发人员数量达 156 人，占公司总人数的 7.02%，高素质人才为公司创新提供持续动力。

图表 48 2020-2024 年公司研发费用和研发费用率

图表 49 2021-2024 年公司研发人员数量和占总人数占比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司专利数量和研发投入处于行业领先水平。截至 2024 年末，公司拥有发明专利 5 项、实用新型专利 83 项、外观设计专利 19 项。和同行业其他公司对比，恒鑫生活的实用新型数量和比例都处于行业领先地位。高强度的研发投入有利于进一步拓宽产品矩阵，体现出在需求和供给端的双重压力下，公司仍然具有较强的技术创新能力和市场竞争力。

图表 50 恒鑫生活与同行业可比公司经营情况、市场地位及技术实力的比较

公司名称	主营业务	经营情况	市场地位	技术实力
家联科技	塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售	2023 年，塑料制品收入 130,099.30 万元，生物全降解制品收入 26,237.42 万元，植物纤维制品收入 9,392.53 万元，纸制品及其他收入 6,386.97 万元；2024 年，塑料制品收入 174,365.30 万元，生物全降解制品收入 29,818.19 万元	中国轻工业塑料行业（塑料家居）十强企业、中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业	拥有 190 余项国家及国际专利技术
南王科技	环保纸袋及食品包装等纸制品包装的研发、制造和销售	2023 年，环保纸袋收入 62,319.95 万元，食品包装收入 50,594.27 万元，其他产品收入 123.14 万元；2024 年，环保纸袋收入 65,335.61 万元，食品包装收入 53,486.20 万元，标签收入 2,091.67 万元，无纺布袋收入 16,779.69 万元	中国印刷包装企业 100 强	拥有已授权境内专利 66 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 56 项，外观设计专利 5 项，拥有已授权境外专利 5 项
泉舜纸塑	食品包装容器的研发、生产及销售	2022 年，普通纸杯纸碗收入 11,216.36 万元，纸塑组合碗收入 511.79 万元，纸片收入	2020-2021 年度厦门市最具成长性企业	拥有发明专利 1 项、实用新型专利

	售	490.19 万元，铝箔杯收入 11.07 万元	19 项
富岭股份	塑料餐饮具及生物降解材料餐饮具的研发、生产和销售	2023 年，塑料餐饮具收入 143,599.42 万元，生物降解材料餐饮具收入 12,470.25 万元，纸制品及其他收入 32,009.74 万元；2024 年，塑料餐饮具收入 158,760.42 万元，生物降解材料餐饮具收入 12,807.33 万元，纸制品及其他收入 55,318.72 万元 2022 年，可生物降解餐饮具收入 55,419.70 万元，不可生物降解餐饮具收入 50,018.57 万元；2023 年，可生物降解餐饮具收入 75,411.23 万元，不可生物降解餐饮具收入 64,145.10 万元；2024 年，可生物降解餐饮具收入 87,220.15 万元，不可生物降解餐饮具收入 68,953.82 万元	环保塑料餐具国家级制品单项冠军企业，2022 年度中国轻工业塑料行业十强企业，2019 年、2020 年、2021 年和 2023 年该公司均为中国轻工塑料行业（塑料家居）十强企业，2022 年该公司为中国降解塑料行业十强企业 2017-2022 年度中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业
恒鑫生活	纸制与塑料餐饮具的研发、生产和销售		拥有境内专利 95 项，其中发明专利 20 项，实用新型专利 48 项；境外专利 3 项 拥有发明专利 5 项、实用新型专利 83 项、外观设计专利 19 项

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华安证券研究所

积极布局 PHA 技术，获全球首张认证证书。PHA 存在于微生物体内，是一种合成生物方式制造的天然高分子材料，其制成的产品不仅与传统化石基塑料在外观上一致、性能上类似，且具有更优异的 100%生物基、生物可降解、低碳排放特性，是“碳中和”背景下极具发展潜力的新材料。随着社会对环境问题的日益关注，PHA 有望成为市场和消费者全新的可持续选择，公司积极投身于 PHA 制品的研发、推广、量化生产工作。2024 年 6 月，公司获得了全球首张工业堆肥 PHA 淋膜纸制产品的 DIN 证书；2024 年 10 月，公司获得了全球首张家庭堆肥 PHA 淋膜纸制产品的 DIN 证书，本次获得认证的 PHA 淋膜纸制品，标志着公司依托在 PHA 生物材料领域的创新成就，持续推动新型生物材料产品市场化进程，未来将大量减少化石塑料废弃物的产生，改善环境并促进资源循环利用和社会的可持续发展。

图表 51 公司部分 PHA 淋膜纸制品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 52 PHA 聚羟基脂肪酸酯



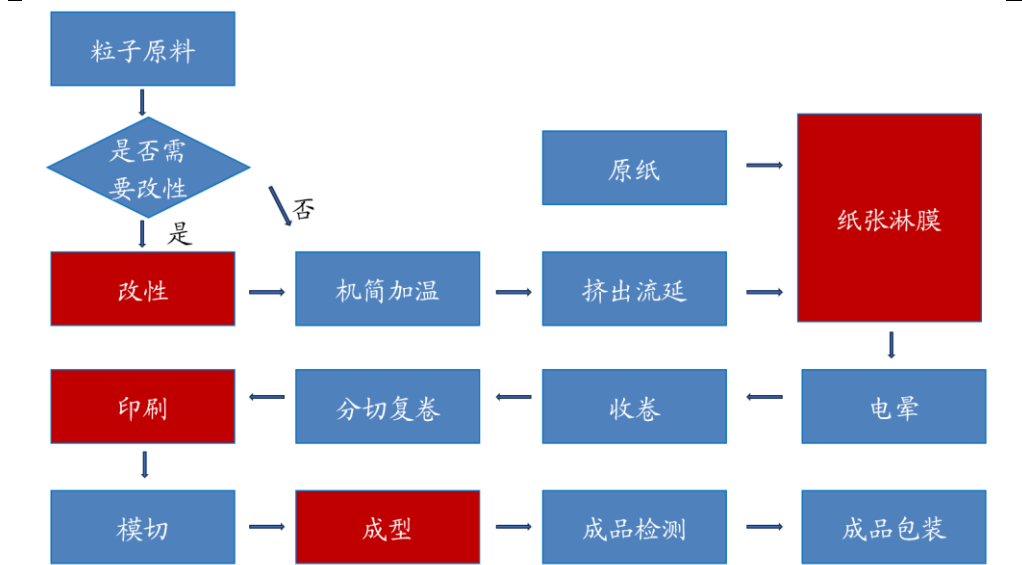
资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

3.2 生产：规模化生产能力强，募投项目进一步夯实规模优势

掌握核心生产过程，具备技术特点，独立自主性强。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，并且在淋膜、印刷、模切、成型、包装等过程中具有技术特点；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，并且在片材成型、热成型、吸管成型等方面具有技术特点。公司产品线齐全，能够生产各种规格

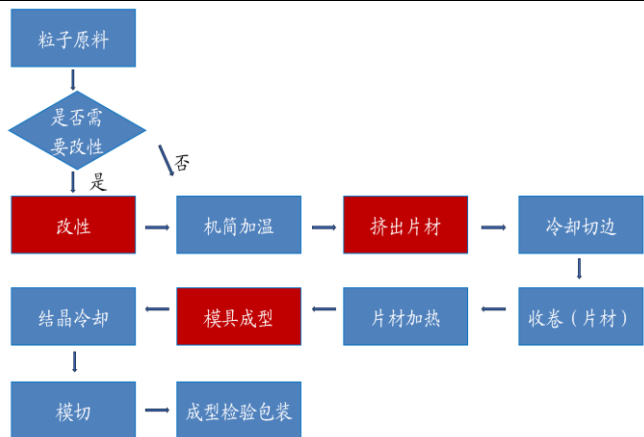
与式样的纸制餐饮具，包括纸杯、杯套、纸餐盒等；以及塑料餐饮具，包括塑料杯盖、塑料杯、刀叉勺、吸管。在少部分情况下，为了更快地响应客户的需求并及时交付产品，公司会将部分片材、成型等工序委外生产，但总体占比低，均为 1.5% 以下。

图表 53 公司掌握生产纸制餐饮具的全步骤



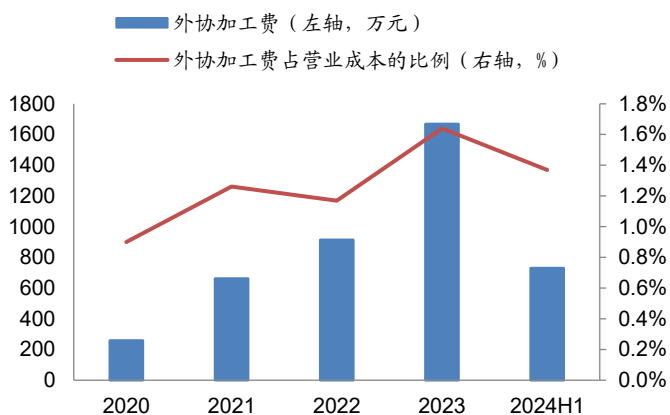
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所；注：红色方块标注的为公司核心技术应用步骤

图表 54 公司掌握生产塑料餐饮具的全步骤



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所；注：红色方块标注的为公司核心技术应用步骤

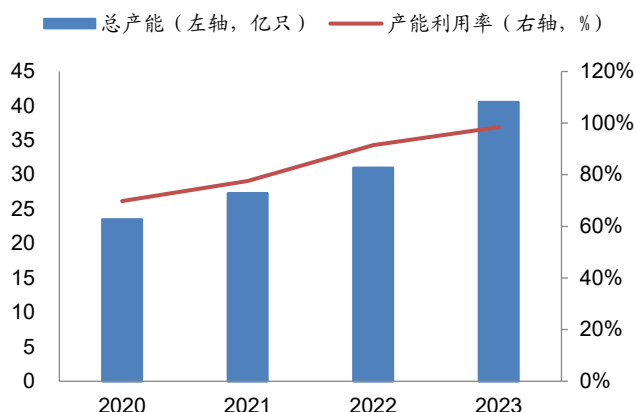
图表 55 2020-2024H1 公司外协加工费和加工率变化



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

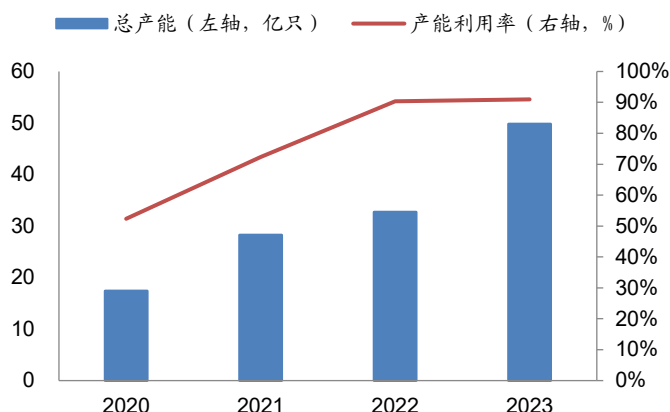
公司产能持续释放，推动业绩增长。公司目前已发展成为知名的纸制与塑料餐饮具提供商，先后建设了多条先进的纸制与塑料餐饮具生产线，包括合肥、上海、海南等地，覆盖形成年 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力。并且，无论是纸制餐饮具还是塑料餐饮具，公司产品的产能仍都保持增长。从 2020-2023 年，在纸制餐饮具行业，公司的产能从 23.5 亿只扩张到 40.5 亿只，年复合增长率为 20.00%；在塑料餐饮具行业，公司的产能从 17.4 亿只扩张至 49.8 亿只，年复合增长率为 41.98%。产能的持续释放也促进了公司营收增加，从 2020 年到 2024 年，公司营业收入从 4.2 亿元增长至 15.9 亿，年复合增长率为 39%。

图表 56 纸制餐饮具的产能和利用率的变化



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 57 塑料餐饮具的产能和利用率的变化



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

泰国基地首批货物生产，全球化生产步入新阶段。恒鑫生活科技(泰国)有限公司于 2024 年 2 月成立，泰国公司产品覆盖快餐、外卖、饮品等餐饮行业，以及大型企业或机构、民用航空、家庭日用消费等消费场景。2024H1，公司对美国的出口销售收入占主营业务收入的比例为 11.19%，美国政府自 2018 年 9 月起加征关税的中国商品清单涉及纸制与塑料餐饮具，建设泰国基地有助于公司应对国际贸易摩擦带来的经营风险和拓展海外客户。2025 年 4 月，泰国恒鑫投产并顺利装柜出货，标志着公司泰国生产基地正式投入运营，全球化布局初现成效。

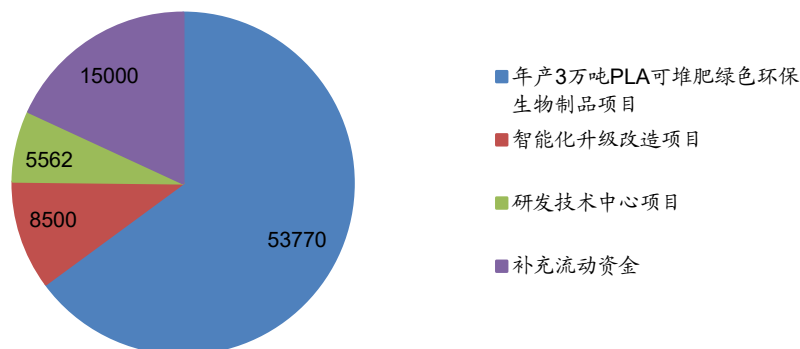
图表 58 恒鑫生活科技（泰国）有限公司基本情况

公司名称	恒鑫生活科技（泰国）有限公司
成立时间	2024-02-06
注册资本	72,498.00 万泰铢
实收资本	34,613.13 万泰铢
注册地和主要生产经营地	888 KM,Moo8,Highway 33,Borthong,Kabinburi,Prachinburi,Thailand
主营业务	纸制与塑料餐饮具相关业务，目前处于建设期
主要财务数据	2024H1，总资产为 2,130.54 万元，净资产为 2,130.54 万元

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

募投资金需求量大，产能扩张未来可期。公司拟公开发行 2,550.00 万股股票，募集资金投资额约 8.28 亿元，将投资于年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目、智能化升级改造项目、研发技术中心项目和补充流动资金。本次募集资金投资项目均围绕主营业务展开，与公司现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相匹配，并与国家产业政策和市场需求相适应。从募投资金的流向而言，65%的资金将会用于“年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目”，该项目的实施，配合公司的技术特点和完整的制作流程，将扩大公司 PLA 可降解餐饮具的产能，巩固公司在可生物降解餐饮具市场的优势地位。

图表 59 公司募集资金的用途主要用于 PLA 绿色环保项目（万元）

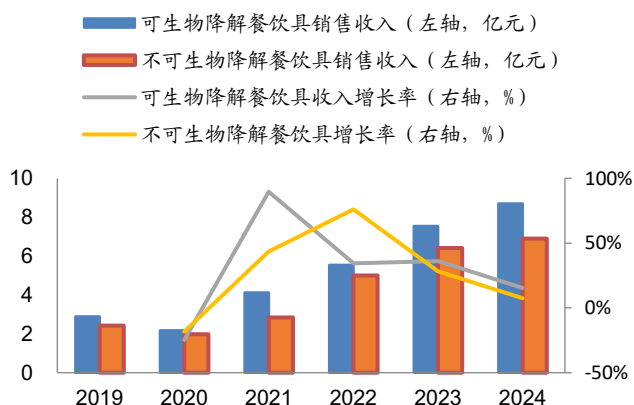


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.3 产品：可生物降解塑料餐饮具高盈利、高增长，驱动业绩增长

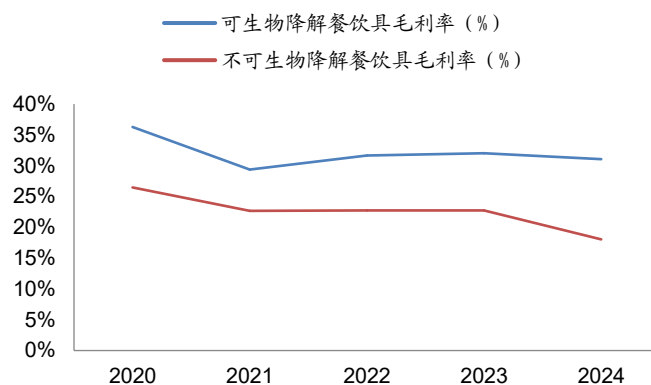
公司的餐饮具分为可生物降解产品和不可生物降解产品。营业收入方面，从 2019 年至 2024 年，可生物降解产品的销售收入先减少后增加，2019-2024 年销售变化的主要原因在于上游 PLA 厂商产能和公司产能的变化。2019-2020 年，由于上游 PLA 供给减少，导致公司原材料供给不足，造成收入下降。2020 年后，随着上游 PLA 供给的增加和公司生产线的建设，销售收入呈上涨趋势，2020-2024 年复合增长率为 41.46%。公司不可生物降解产品销售收入也呈先减少后增加的趋势，2020 年后，其销售收入增长的原因在于下游端茶饮、现磨咖啡餐饮销售规模的增加和国外市场公共卫生事件后的恢复。**毛利率方面**，2021-2023 年可生物降解餐饮具毛利率整体呈上升趋势，主要系 PLA 粒子采购价格的下降。可生物降解产品的毛利率大于不可降解产品的主要原因在于可生物降解塑料餐饮具生产工艺难度较大、产品附加值较高。

图表 60 公司可生物降解餐饮具和不可生物降解餐饮具经营情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 61 公司可生物降解餐饮具和不可生物降解餐饮具毛利率 (%)

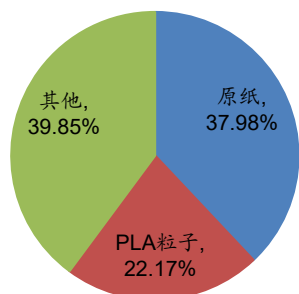


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

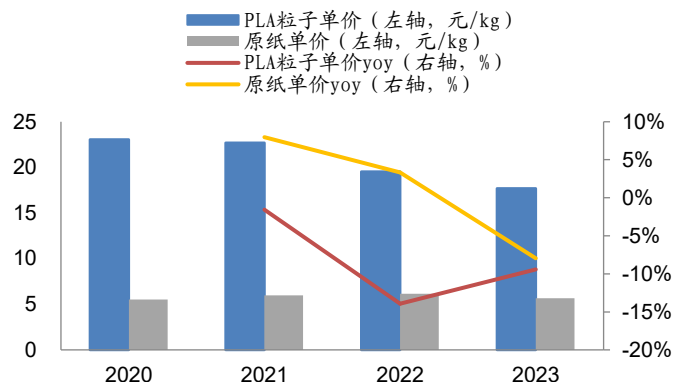
在成本端，PLA 粒子采购价格下降是目前公司原材料成本下降的重要因素。公司主要原材料是原纸和 PLA 粒子，两者 2023 年占原材料采购总额的比例分别为 37.98%/22.17%，合计超过 60%。由于上游 PLA 粒子生产企业产能扩张，PLA 粒

子价格从 2020 年的 23.1 元/kg 下降至 2023 年的 17.7 元/kg，而原纸的价格则由 2020 年的 5.5 元/kg 变化至 2023 年的 5.7 元/kg。

图表 62 公司主要原材料采购情况（%）



图表 63 PLA 粒子和原纸采购单价及同比变化



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

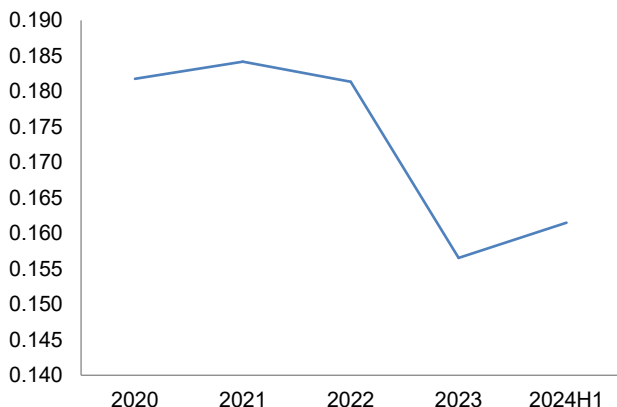
图表 64 全球 PLA 产能及规划产能

序号	聚乳酸生产企业	现有产能情况	新建产能情况
1	NatureWorksLLC	15 万吨/年	年产 7.5 万吨聚乳酸项目预计于 2024 年投产
2	TotalCorbionPLA	7.5 万吨/年	年产 10 万吨聚乳酸工厂预计于 2024 年投产
3	浙江海正生物材料股份有限公司	6 万吨/年	子公司海诺尔 2 万吨聚乳酸生产线进入调试及整改阶段；子公司海创达年产 15 万吨聚乳酸正在建设中
4	安徽丰原生物技术股份有限公司	10 万吨/年	将新建年产 30 万吨聚乳酸项目
5	会通股份（688219.SH）	-	设立联营企业，计划新建年产 35 万吨聚乳酸项目
6	金发科技（600143.SH）	3 万吨/年	/
7	中粮科技（000930.SZ）	3 万吨/年	3 万吨级丙交酯项目预计于 2023 年底投产
8	金丹科技（300829.SZ）	-	计划新建年产 7.5 万吨聚乳酸项目
9	联泓新科（003022.SZ）	-	预计在 2025 年前分两期建设 13 万吨聚乳酸项目

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

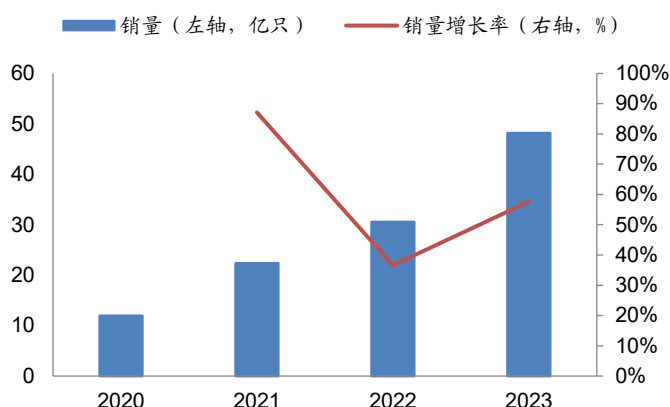
公司可生物降解产品的销售单价略微下降，销量保持较快增速。2020-2023 年，公司可生物降解餐饮具产品单价分别为 0.182/0.184/0.181/0.157 元/只，2023 年单价下滑幅度较大，主要系单价较低的 PLA 吸管销售收入占可生物降解餐饮具销售收入的比例提升，且 PLA 吸管的销售单价下降。可生物降解餐饮具产品的销量从 2020 年的 12 亿只扩大至 2023 年 48.2 亿只，年复合增长率为 59.14%，销量快速增长的主要原因在于产能的扩张和下游市场良好的吸收。

图表 65 2020-2024H1 可生物降解产品单价（元/只）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 66 2020-2023 可生物降解产品销量和增速



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

持续推出纸包装、竹木制品等新产品，有望带来新增长。2021 年，公司成立武汉恒鑫生活科技有限公司，公司位于武汉东西湖区，为合肥恒鑫生活科技股份有限公司控股子公司。武汉恒鑫生活是一家集研发、生产、销售于一体的现代化企业，以手捧袋、手提纸袋、轻食袋等为主营产品，产品以其环保的特性、高端的品质和美观的设计深受国内外客户的青睐，成为众多国内外知名企业的产品包装供应商。2023 年，公司成立霍山恒鑫竹木制品有限公司，主要负责竹制餐饮具相关业务。公司选址在安徽省六安市霍山县，属于安徽西部，大别山腹地，霍山是毛竹之乡，竹林总面积拥有 24 万亩，蓄积量 4000 万株，是江北毛竹第一大县，拥有丰富的竹资源，从而保证原材料的供应。公司积极布局纸包装、竹木制品等新产品，有望扩大新老客户销售额，从而推动公司业绩增长。

3.4 销售：客户成长性佳、质量优，推动公司营收持续增长

国内咖啡、茶饮客户增长较快，头部客户营收占比持续提升。2020 年主要受公共卫生事件影响出口受限，同时公司采取风险分散策略，大力开拓国内市场，客户集中度略有减少。2021 年以来，随着核心客户业务快速增长，头部客户自身减碳需求较高，对可生物降解 PLA 产品需求高，且公司可生物降解餐饮具的生产制造处于国内领先水平，与核心客户建立了长期的合作关系。公司前五大客户营收占比持续提升，2024 年达到 41.27%。**具体来看**，公司历年前五大客户大部分是涉及咖啡、茶饮、餐饮服务一次性用品销售等领域的企业。其中瑞幸自 2019 年与公司展开合作以来，从 2020 年起一直是公司的第一大客户，销售占比逐年提高，2024 年年占公司营业收入的比例为 17.15%。Biopak Pty Ltd.为澳大利亚公司，主要销售餐饮服务一次性用品，主要产品包括可生物降解纸杯、纸碗、餐盒等，公司与 Biopak Pty Ltd.通过阿里巴巴国际站接洽，2014 年开始合作，产品得到客户认可，销量增加快，进入 2022、2024 年公司前五大客户。四川茶姬所服务的品牌为霸王茶姬，是一家以原叶鲜奶茶为主打的茶饮品牌，2023 年四川茶姬企业管理有限公司开始与公司合作，截至 2024 年底，霸王茶姬全球门店数量为 6440 家。

图表 67 公司向前五大客户销售情况

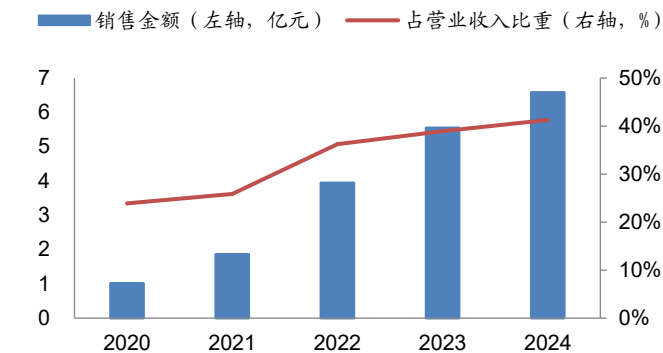
序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例（%）
2023 年度			
1	瑞幸咖啡（中国）有限公司	22,725.81	15.95%
2	深圳程米科技有限公司	12,623.99	8.86%

3	库迪咖啡有限公司	9,202.33	6.46%
4	蜜雪冰城股份有限公司	5,670.46	3.98%
5	Staples, Inc.	5,249.84	3.68%
	合计	55,472.43	38.93%
2022 年度			
1	瑞幸咖啡（中国）有限公司	14,816.72	13.61%
2	深圳程米科技有限公司	8,675.17	7.97%
3	Staples, Inc.	7,437.98	6.83%
4	Biopak Pty Ltd.	4,674.34	4.30%
5	Clark Associates, Inc.	3,825.85	3.52%
	合计	39,430.06	36.23%
2021 年度			
1	瑞幸咖啡（中国）有限公司	8,319.30	11.57%
2	安徽安粮国际发展有限公司	2,804.13	3.90%
3	深圳程米科技有限公司	2,733.14	3.80%
4	Staples, Inc.	2,655.12	3.70%
5	Innocent Packaging Limited	2,081.97	2.90%
	合计	18,593.67	25.86%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

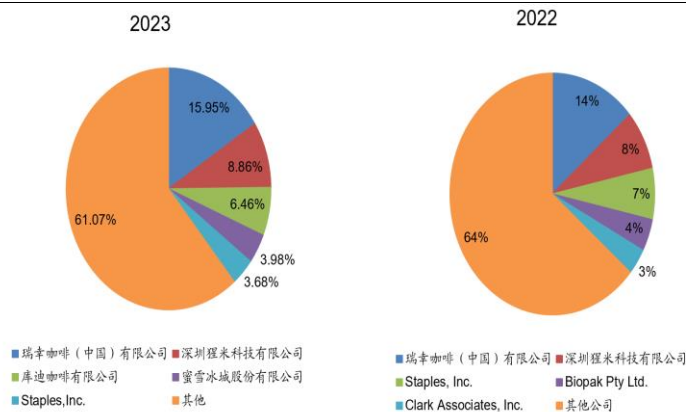
头部客户增长向好，与公司保持良好合作关系。2024 年公司前五大客户销售收入为 6.58 亿元，占年度销售总额的 41.27%。2020-2024 年公司前五大客户的销售收入的年复合增长率为 60%，增速明显，受益于下游客户的成长性良好，公司业绩持续增长，营业收入由 2020 年的 4.24 亿元增长至 2024 年的 15.94 亿元，CAGR 为 39%。

图表 68 公司向公司下游前 5 大客户的销售收入和占营业收入的比重



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 69 公司下游 2022-2023 年前 5 大客户变化



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

（1）可生物降解餐饮具业务：公司在可生物降解包装材料领域技术储备充足，研发能力较强，产品规格众多、质量稳定、品质优异，且建立了稳定的业务关系。随着禁限塑政策逐步推进，可生物降解的纸制与塑料餐饮具将迎来良好发展机遇，我们预计 2025-2027 年公司可生物降解餐饮具业务收入同比增速分别为 15.0%/15.0%。

0%/10.0%。

（2）不可生物降解餐饮具业务：公司的生产设备具有对可生物降解塑料及传统塑料加工的通用性与兼容性，能够灵活地根据国家政策、行业规范、客户需求改变。国内“限塑令”采取分阶段实施策略，因此公司通过双产品线满足客户的差异化需求，我们预计 2025-2027 年公司不可生物降解餐饮具业务收入同比增速分别为 5.0%/5.0%/3.0%。

图表 70 公司分业务收入预测（万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
可生物降解餐饮具	75,411.23	87,220.15	100,303.17	115,348.65	126,883.51
同比	36%	16%	15%	15%	10%
不可生物降解餐饮具	64,145.10	68,953.82	72,401.51	76,021.59	78,302.23
同比	28%	7%	5%	5%	3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们看好公司在可降解餐饮具领域的领先优势，随着环保政策的进一步推进，可降解餐饮具渗透率逐步提升，公司有望凭借其长期积累的技术、产品、客户、生产优势等，积极消化新增产能，推动业绩稳定增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 17.61/19.49/20.89 亿元，分别同比增长 10.5%/10.7%/7.2%，归母净利润分别为 2.64/2.80/3.01 亿元，分别同比增长 20.0%/6.1%/7.5%。截至 2025 年 7 月 2 日，EPS 分别为 1.78/1.89/2.04 元，对应 PE 分别为 30.54/28.79/26.78 倍。

图表 71 盈利预测和估值

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1594	1761	1949	2089
收入同比（%）	11.9%	10.5%	10.7%	7.2%
归属母公司净利润	220	264	280	301
净利润同比（%）	2.8%	20.0%	6.1%	7.5%
毛利率（%）	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
ROE（%）	21.0%	12.0%	11.6%	11.4%
每股收益（元）	2.87	1.78	1.89	2.04
P/E	0.00	30.54	28.79	26.78
P/B	0.00	3.67	3.34	3.05
EV/EBITDA	0.33	14.65	13.49	12.08

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 7 月 2 日）

公司产品为纸制和塑料餐饮具，所属行业分类为“轻工制造—包装印刷”，我们选取申万二级行业分类包装印刷的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 7 月 2 日收盘价，根据 Wind 一致预期，包装印刷公司的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 34.07/32.14/30.79 倍，恒鑫生活的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 31.46/30.54/28.79 倍，恒鑫生活的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 72 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2025E)	PE (2026E)
801141.SI	轻工制造—包装印刷（申万）	34.07	32.14	30.79
301501.SZ	恒鑫生活	31.46	30.54	28.79

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 7 月 2 日）

5 风险提示

- （1）**宏观因素波动风险。**美国“对等关税”、惩罚性关税等政策，以及未来各种关税的不确定性，对公司出口美国的业务产生一定的风险。
- （2）**原材料价格波动的风险。**公司的主要原材料包括原纸、PLA 粒子、PE 粒子等，受国际原油价格波动及生物基材料供需关系影响，PLA 等核心原材料成本可能存在不确定性，可能压缩公司利润空间。
- （3）**汇率波动风险。**公司外销业务主要以美元结算；在中美贸易摩擦持续反复背景下，人民币对美元汇率可能产生波动，人民币汇率波动对于公司的经营状况和盈利变动可能带来一定的影响。
- （4）**毛利率波动风险。**公司产品众多，包括可/不可生物降解塑料餐饮具、可/不可生物降解纸制餐饮具。公司产品结构的变化，主要受下游市场的客户需求变动以及禁限塑等政策的影响。由于下游市场需求变动以及行业政策的影响，具有不确定性，如果未来公司低毛利率产品销售占比上升，或客户由于下游市场增长放缓、竞争加剧、改善成本需求等因素与公司协商下调产品销售价格，且公司无法采取有效措施控制、降低成本，或推出高毛利率的新产品，则公司主营业务毛利率存在下降的风险。
- （5）**政策变动风险。**国内外“禁限塑”政策的推进速度和力度可能发生变化。如果政策调整过于频繁或突然，企业可能难以迅速适应，导致生产计划、市场布局等受到影响。
- （6）**创新风险。**近年来国内外出台多项法规、政策，促进纸制与塑料餐饮具向环保化、低碳化方向发展，行业需要继续研究与开发应用于纸制与塑料餐饮具的可降解基础材料与改性材料。虽然目前公司在 PLA 粒子改性及应用方面具有优势，但是公司亦必须持续加强新材料、新技术产品的应用开发，以把握行业发展趋势。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	717	1884	2204	2561	营业收入	1594	1761	1949	2089
现金	296	1427	1696	2021	营业成本	1175	1304	1443	1547
应收账款	173	184	210	223	营业税金及附加	11	12	14	15
其他应收款	2	2	3	3	销售费用	36	41	43	46
预付账款	11	12	14	15	管理费用	64	74	78	84
存货	203	225	249	266	财务费用	2	10	-1	-4
其他流动资产	32	33	34	33	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	1268	1315	1244	1163	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	859	990	984	947	营业利润	261	272	327	352
无形资产	63	62	60	58	营业外收入	1	42	5	5
其他非流动资产	345	263	201	158	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1985	3199	3448	3724	利润总额	261	314	332	357
流动负债	693	788	814	849	所得税	34	43	43	46
短期借款	259	259	259	259	净利润	227	271	289	310
应付账款	193	227	244	262	少数股东损益	7	8	9	9
其他流动负债	241	302	310	328	归属母公司净利润	220	264	280	301
非流动负债	176	138	138	138	EBITDA	342	481	502	534
长期借款	94	94	94	94	EPS (元)	2.87	1.78	1.89	2.04
其他非流动负债	82	44	44	44					
负债合计	869	926	951	987					
少数股东权益	69	76	85	94					
股本	77	148	148	148					
资本公积	346	1219	1219	1219					
留存收益	624	830	1045	1276					
归属母公司股东权	1046	2197	2412	2643					
负债和股东权益	1985	3199	3448	3724					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	374	462	441	502	成长能力				
净利润	227	271	289	310	营业收入	11.9%	10.5%	10.7%	7.2%
折旧摊销	79	156	171	181	营业利润	0.9%	4.3%	20.1%	7.5%
财务费用	5	13	13	13	归属于母公司净利润	2.8%	20.0%	6.1%	7.5%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	66	59	-26	3	毛利率(%)	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
其他经营现金流	157	175	309	301	净利率(%)	13.8%	15.0%	14.4%	14.4%
投资活动现金流	-453	-167	-94	-94	ROE(%)	21.0%	12.0%	11.6%	11.4%
资本支出	-453	-157	-94	-94	ROIC(%)	15.0%	10.5%	9.9%	9.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-10	0	0	资产负债率(%)	43.8%	28.9%	27.6%	26.5%
筹资活动现金流	143	834	-78	-83	净负债比率(%)	78.0%	40.7%	38.1%	36.0%
短期借款	164	0	0	0	流动比率	1.03	2.39	2.71	3.02
长期借款	-16	0	0	0	速动比率	0.68	2.05	2.35	2.65
普通股增加	0	71	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	873	0	0	总资产周转率	0.90	0.68	0.59	0.58
其他筹资现金流	-5	-111	-78	-83	应收账款周转率	9.69	9.86	9.89	9.65
现金净增加额	75	1131	269	325	应付账款周转率	6.43	6.21	6.13	6.11

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
每股收益	2.87	1.78	1.89	2.04	P/E	0.00	30.54	28.79	26.78
每股经营现金流	2.53	3.12	2.98	3.39	P/B	0.00	3.67	3.34	3.05
每股净资产	13.68	14.85	16.31	17.87	EV/EBITDA	0.33	14.65	13.49	12.08

资料来源:公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 7 月 2 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。