

恒鑫生活 (301501)

证券研究报告

2025年07月19日

可降解餐饮具领军企业，全球化供应优势显现

国内领先的可降解餐饮具制造商，业绩稳健增长。公司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，在全国拥有多个生产基地，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、家庭日用消费等各类消费场景，具备产品全流程的生产能力。伴随限塑政策推进、下游咖啡茶饮等客户需求增加、公司产能逐步释放以及新品研发力度提升，公司业绩稳健增长，2020-2024 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 39.2%/70.6%。

行业：餐饮用具需求放量，可降解材料份额持续提升

餐饮行业需求增长具备较强韧性，根据国家统计局数据，2024 年我国餐饮行业社会消费品零售总额达到 5.57 万亿元，同比增长 5.3%；其中，新式茶饮、咖啡等细分行业增长明显（2019-2024 年 CAGR 为 11.5%）。当前可降解材料在餐饮具市场渗透率仍较低，伴随我国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，且有望助推头部企业市场份额提升，行业竞争格局有望向集约化、高附加值方向演进。

恒鑫生活：可降解生产实力完备，全球供应能力持续升级

1) 可降解技术优势领先，具备全产业链能力。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，有望在国内外禁限塑政策趋严的情况下抢占发展先机。

2) 下游优质客户众多，合作持续深化。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；以及麦当劳、汉堡王等为代表的全球连锁快餐品牌。公司积累的良好客户资源，有利于口碑宣传强化和品牌形象提升。

3) 产能扩张强化规模优势，泰国建厂优化全球布局。公司目前已形成年 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力；2025 年 4 月，公司泰国工厂完成首次发货，标志着公司在全球贸易环境不断变化下积极调整经营战略，全球化布局初现成效，我们预计可有效规避关税扰动。

首次覆盖，给予“增持”评级

公司在餐饮具行业具备领先的技术实力及丰富的客户资源，全球产能布局持续优化，有望受益于可降解产业发展方向。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.58、3.12、3.74 亿，对应 PE 为 34、28、24 倍。我们采用可比公司估值法，给予公司目标价区间 63.2-67.5 元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观因素波动；原材料价格波动；经营业绩波动；供应商集中；股价异常波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,425.07	1,594.12	1,900.67	2,261.23	2,598.22
增长率(%)	30.95	11.86	19.23	18.97	14.90
EBITDA(百万元)	352.65	377.99	390.02	510.89	588.43
归属母公司净利润(百万元)	213.86	219.89	257.77	312.04	374.29
增长率(%)	31.39	2.82	17.23	21.05	19.95
EPS(元/股)	2.80	2.87	1.74	2.11	2.53
市盈率(P/E)	21.31	20.72	34.18	28.24	23.54
市净率(P/B)	5.55	4.35	4.04	3.65	3.27
市销率(P/S)	0.00	0.00	4.64	3.90	3.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.38	15.35	13.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	59.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	147.90
流通 A 股股本(百万股)	35.07
A 股总市值(百万元)	8,810.40
流通 A 股市值(百万元)	2,088.96
每股净资产(元)	19.88
资产负债率(%)	27.56
一年内最高/最低(元)	99.00/40.22

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 国内领先的可降解餐饮具制造商	3
1.1. 专注餐饮具制造主业，发力可降解产品	3
1.2. 股权结构集中，管理层经验丰富	4
1.3. 财务概况：营收/业绩增长稳健，规模效益凸显	5
2. 可降解生产实力完备，全球供应能力持续升级	7
2.1. 可降解技术优势领先，具备全产业链能力	7
2.2. 下游优质客户众多，合作持续深化	7
2.3. 产能扩张强化规模优势，泰国建厂优化全球布局	7
3. 行业：餐饮用具需求放量，可降解材料份额持续提升	8
3.1. 禁塑政策稳步推进，可生物降解市场空间广阔	8
3.2. 餐饮行业需求放量，茶饮/咖啡等细分行业贡献增长	9
3.3. 餐饮具行业格局分散，政策有望助推集中度提升	11
4. 盈利预测与估值	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1：公司发展历程梳理	4
图 2：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 29 日）	5
图 3：公司 2020-2025Q1 营收及 YOY 表现	5
图 4：公司 2020-2025Q1 归母净利润及 YOY 表现	5
图 5：公司分行业营收拆分（亿元）	6
图 6：2024 年分产品占主营业务收入占比（%）	6
图 7：2024 年内外销收入构成（%）	6
图 8：2020-2024 年内外销收入及增速	6
图 9：2020-2025Q1 公司毛利率及净利率（%）	6
图 10：2020-2025Q1 公司四项费用率（%）	6
图 11：2010-2023 年餐饮收入社会消费品零售总额	9
图 12：全球现磨咖啡收入规模变化趋势	10
图 13：2011-2020 年中国餐饮在线外卖市场规模与外卖用户规模	10
表 1：公司主要产品	3
表 2：2024 年 1-6 月公司向五大客户销售情况	7
表 3：可降解行业主要法律法规及政策梳理	8
表 4：公司收入拆分与盈利预测（单位：亿元）	11
表 5：可比公司估值表	12

1. 国内领先的可降解餐饮具制造商

1.1. 专注餐饮具制造主业，发力可降解产品

公司是国内领先的可降解餐饮具制造商。公司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。在全国拥有多个生产基地，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、家庭日用消费等各类消费场景，具备产品全流程的生产能力。公司拥有丰富的产品线，产品质量优良，成为众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具供应商。

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。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，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。

表 1：公司主要产品

产品类别	产品明细	产品说明	图示
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	
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：招股说明书，天风证券研究所

公司业务发展经过三个阶段：印刷服务阶段、单一纸杯产品阶段、以可生物降解产品为主的全系列纸制与塑料餐饮具阶段。

1、印刷服务阶段：1997-2000 年

在该阶段，公司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。

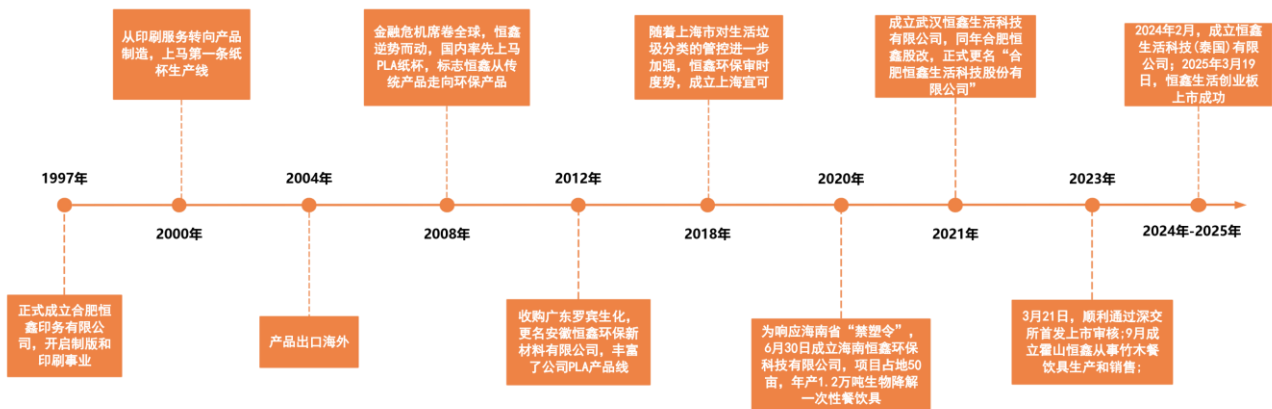
2、单一纸杯产品阶段：2001-2008 年

在该阶段，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。目前，公司的可生物降解产品从单一的 PLA 淋膜纸杯扩充到了包括塑料杯、刀叉勺、吸管、搅拌棒等可生物降解塑料制品，能够为下游客户提供全系列纸制与塑料餐饮具产品定制化供应服务。

图 1：公司发展历程梳理



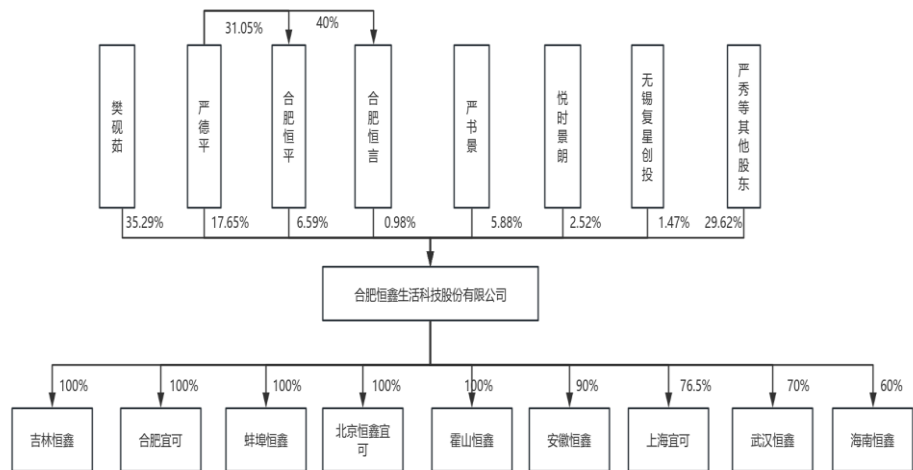
资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构集中，实控人持股比例 61.26%。樊砚茹、严德平、严书景为公司控股股东、实际控制人。樊砚茹与严德平系夫妻关系，严书景系樊砚茹、严德平之女，严德平担任恒鑫生活董事长兼总经理，系合肥恒平、合肥恒言份额最大的合伙人且担任合肥恒平、合肥恒言的执行事务合伙人，严书景担任恒鑫生活董事。截至 2025 年 6 月底，樊砚茹、严德平、严书景合计控制的公司表决权股份比例为 61.26%，表明公司股权高度集中在核心管理层及其关联方手中。这种股权结构有助于公司在战略方向和管理决策上保持一致性，减少外部干预，从而提高决策效率和执行力。

现任管理层拥有丰富的管理经验和深厚的技术积累，为公司在行业内的持续领先奠定了坚实基础。公司以董事长兼总经理严德平为核心，管理层成员包括董秘孙小宏、财务总监陈波、副总经理黄银、王春霞、张四化，以及行政人事总监陈凤等，核心团队构成清晰，职责分工明确。公司管理团队在可降解材料的研发、生产和市场应用方面具备多年实战经验。

图 2：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 6 日）

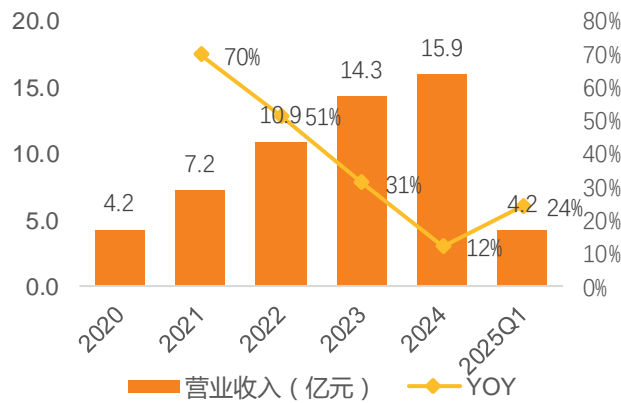


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 财务概况：营收/业绩增长稳健，规模效益凸显

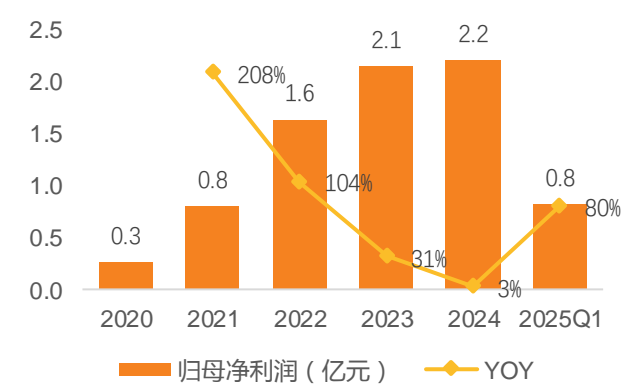
公司业绩稳健增长，2020-2024 年营收/归母净利润复合增长率分别为 39.2%/70.6%。公司营业收入从 2020 年的 4.2 亿增长至 2024 年 15.9 亿，4 年 CAGR 为 39.2%，伴随限塑政策推进、下游咖啡茶饮等客户需求增加、公司产能逐步释放、加大新品研发力度，公司收入维持较快增速。公司归母净利润从 2020 年 0.3 亿增长至 2024 年 2.2 亿，4 年 CAGR 为 70.6%，归母净利润随销售规模增加稳步提升。

图 3：公司 2020 年-2025Q1 营收及 YOY 表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司 2020 年-2025Q1 归母净利润及 YOY 表现



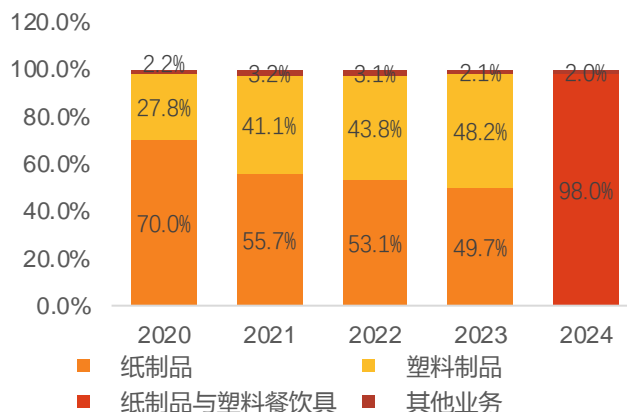
资料来源：wind，天风证券研究所

分产品：可生物降解产品占比逐年增加。按产品类型，公司主营业务收入包括纸制餐饮具收入和塑料餐饮具收入，具体又分为纸杯、杯盖、塑料杯等。2021-2023 年纸制餐饮具收入占营业收入的比例分别为 55.7%、53.1%、49.7%，塑料餐饮具收入占营业收入的比例分别为 41.1%、43.8%和 48.2%，占比逐年增加。按生物降解属性，2022-2024 年公司可生物降解餐饮具收入占主营业务收入的比例分别为 52.6%、54.0%以及 55.8%，主要包括 PLA 淋膜纸杯、PLA 杯盖、PLA 塑料杯等，占比不断提升。

分区域：国内外市场均衡布局。随着公司加大国内市场的开拓力度，以及部分海外市场的增长，2022 年-2024 年公司内销收入分别较上年增长了 50%、75%、15%，外销收入分别较上年增长了 53%、1%、8%，从而使公司整体销售规模增加，2024 年公司内/外销收入占比分别达 61.9%/38.1%。

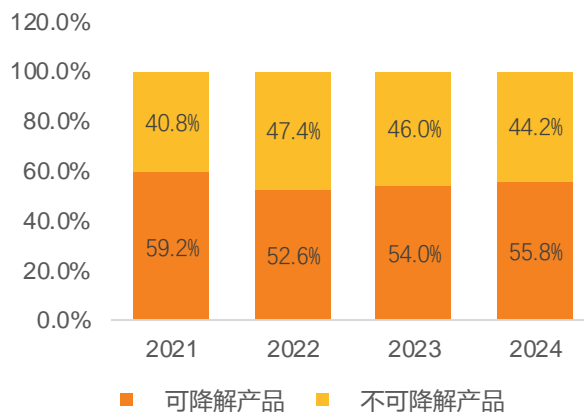
外销方面，根据公司今年 6 月披露的投资者关系活动记录表，公司对美国销售占比约 10%左右，为了应对潜在加征关税影响，一方面公司在泰国建厂承接美国市场订单，另一方面公司通过深化客户关系、商务洽谈、加强品牌建设、海外生产等多种举措积极应对。

图 5：公司分行业营收拆分（亿元）



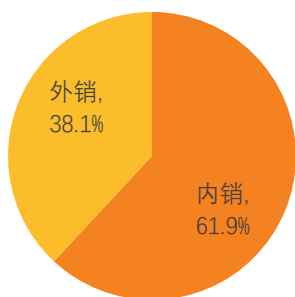
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2021-2024 年分产品占主营业务收入占比 (%)



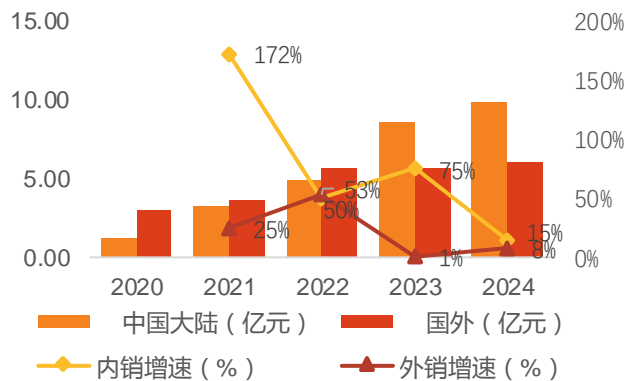
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2024 年内外销收入构成 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

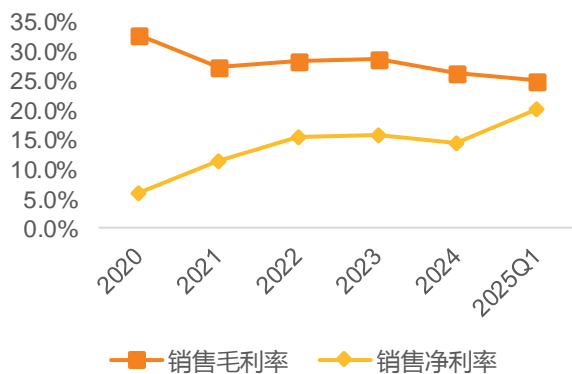
图 8：2020-2024 年内外销收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

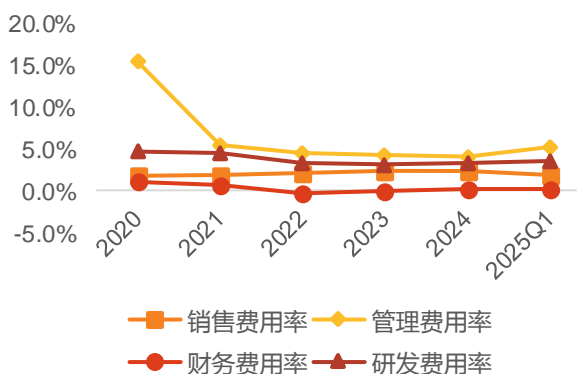
规模效应提升增强费用管控能力，公司净利率不断抬升。2021-2024 年公司毛利率从 27.2% 到 26.3%，整体保持稳定，净利率从 11.3% 到 14.2%，规模效应显著提升，2025Q1 公司毛利率为 24.92%、净利率为 19.98%；公司降本举措成效明显，综合费用率从 2021 年的 12.28% 下降到 2024 年的 9.78%。

图 9：2020-2025Q1 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2020-2025Q1 公司四项费用率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 可降解生产实力完备，全球供应能力持续升级

2.1. 可降解技术优势领先，具备全产业链能力

公司产业链完整，产品线齐全。公司具备从 PLA 粒子改性、淋膜、片材加工、印刷、成型的全流程加工生产能力，形成了公司核心竞争优势。掌握上述全流程的核心技术及生产工艺，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。公司产品线齐全，能够生产各种规格、样式、材质的纸制餐饮具及塑料餐饮具，包括塑料杯盖、塑料杯、刀叉勺、吸管等，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增强了公司的竞争力，为公司拓展国内外优质客户打下了坚实的基础。

公司始终坚持以市场需求为导向进行技术研发创新，培育了一支研发经验丰富、自主创新能力强的高新技术队伍。公司及子公司安徽恒鑫为国家高新技术企业，将技术研发能力视为增强公司市场竞争力的核心要素。经过多年的研发投入，公司积累了 PLA 粒子改性技术、PLA 淋膜技术、PLA 片材制备技术、PLA 成型技术以及纸杯高速成型技术等核心技术体系。公司连续 6 年被评为中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业，被评为安徽省“专精特新”中小企业、安徽省“专精特新”冠军企业、安徽省印刷优势企业、安徽省消费品工业“三品”示范企业，入选第四批专精特新“小巨人”企业名单。

2.2. 下游优质客户众多，合作持续深化

公司注重优质供应商品牌的塑造和推广。公司通过国内外专业展会、专业杂志、网络平台等各种平台进行品牌宣传，积极参与行业协会举办的各种活动，建设有中英文的企业宣传网站以介绍产品、宣传品牌，提高公司品牌在业内的知名度。

同时，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。公司积累的良好客户资源，有利于公司口碑宣传强化和品牌形象提升。

合作知名客户，巩固竞争优势。由于品牌客户具有较强的社会责任感，倡导绿色环保生活方式，优先选择具有可生物降解特性的餐饮具，与品牌客户合作提升了公司可生物降解产品的销量；同时，品牌客户具有较强的行业前瞻性，通过配合其对产品各异需求的开发，可以不断提升公司竞争优势。

表 2：2024 年 1-6 月公司向五大客户销售情况

序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
1	瑞幸咖啡（中国）有限公司	12,085.41	16.49%
2	深圳猩米科技有限公司	7,376.22	10.06%
3	Biopak Pty Ltd.	4,156.74	5.67%
4	Staples, Inc.	3,626.63	4.95%
5	四川茶姬企业管理有限公司	2,219.57	3.03%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 产能扩张强化规模优势，泰国建厂优化全球布局

纸制与塑料餐饮具产品的规格和品类众多，下游应用领域广阔且市场规模巨大。企业只有具备大规模的生产能力，才能提供不同规格和品类的产品，并根据下游客户的不同要求进行定制化生产，从而在激烈的市场竞争中占据优势地位。因此，规模化生产对纸制与塑

料餐饮具生产企业的发展至关重要。

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，形成年 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力。公司已在全国建立了多个生产基地，同时覆盖使用可降解餐饮具消费市场相对集中的区域市场，具备为国内外客户规模化定制产品及快速批量交货的能力。2025 年 4 月，公司泰国工厂完成首次发货，标志着公司在全球贸易环境不断变化下，积极调整经营战略，展现出较强韧性，全球化布局初现成效。

生产规模优势衍生出公司在采购、生产、销售环节的优势。在采购端，公司在采购原材料时，既可以保证主要原材料供应质量的稳定性，又具备相对较强的议价能力，从而在稳定产品质量的同时，可以控制好成本；在生产端，由于生产规模大、生产能力强，公司能充分发挥生产规模优势；在销售端，由于生产基地布局合理，公司具备较快的客户需求响应速度，提升了开拓与服务客户的能力。

3. 行业：餐饮用具需求放量，可降解材料份额持续提升

3.1. 禁塑政策稳步推进，可生物降解市场空间广阔

禁塑政策稳步推进有望加速可生物降解市场发展。近两年我国陆续推出治理塑料污染方面的政策法规，先后发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》、《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》、《关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》、《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》等文件，对塑料污染治理工作进行整体部署和安排。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，市场规模将持续增长。

表 3：可降解行业主要法律法规及政策梳理

序号	颁布时间	文件名称	发文单位	相关内容
1	2024 年	《绿色低碳转型产业指导目录(2024 年版)》	国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部、住建部、交通运输部、中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家能源局	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
2	2024 年	《产业结构调整指导目录(2024 年本)》	国家发改委	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
3	2024 年	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	国务院	参与引领全球绿色转型进程。秉持人类命运共同体理念，积极参与应对气候变化、海洋污染治理、生物多样性保护、塑料污染治理等领域国际规则制定，推动构建公平合理、合作共赢的全球环境气候治理体系。
4	2022 年	《“十四五”生物经济发展规划》	国家发改委	推广应用生物可降解材料制品，重点在日常制品、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
5	2021 年	《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》	国家发改委、生态环境部	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
6	2021 年	《中华人民共和国食品安全法》	全国人民代表大会常务委员会	从制度上保证食品安全，保障公众身体健康和生命安全，确立以食品安全风险监测

(2021 年修正)

和评估为基础的科学管理制度，明确食品安全风险评估结果作为制定、修订食品安全标准和对食品安全实施监督管理的科学依据

7 2020 年 《关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》 商务部办公厅

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

8 2020 年 《印刷业管理条例》 国务院

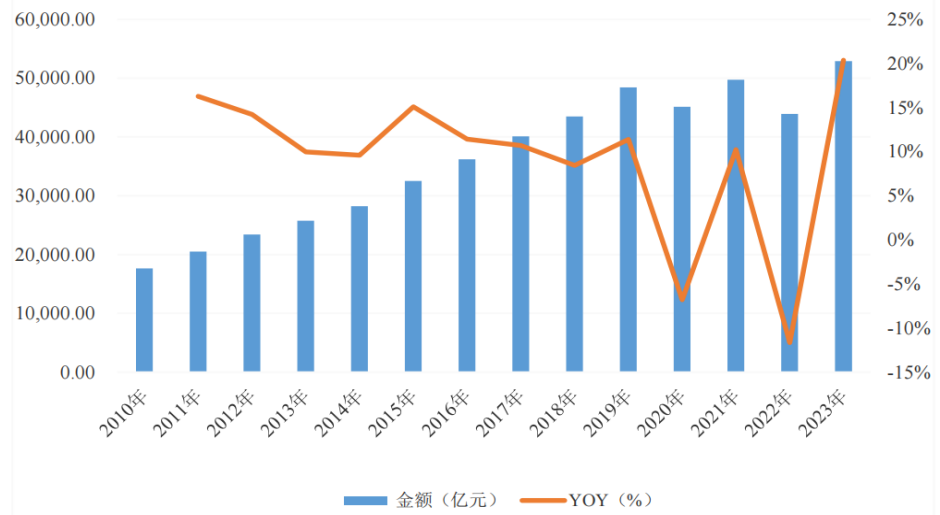
加强印刷业管理，维护印刷业经营者的合法权益和社会公共利益，促进社会主义精神文明和物质文明建设

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 餐饮行业需求放量，茶饮/咖啡等细分行业贡献增长

餐饮行业需求在较高的水平上保持增长。餐饮行业作为日常生活中不可或缺的消费领域，在宏观经济趋势偏弱的大环境下依然具备较强的经营韧性，随着居民消费水平的不断提高，国内的餐饮行业市场高速增长。根据国家统计局数据，2019 年我国餐饮行业规模达到 4.7 万亿，2010-2019 年复合增长率为 11.4%。2020 年餐饮行业市场规模较 2019 年有所下降；2021 年餐饮行业市场规模较 2020 年增长较快，并超过 2019 年的水平；2022 年餐饮行业市场规模下降至与 2020 年大体相当的水平，2024 年我国餐饮行业社会消费品零售总额达到 5.57 万亿元，同比增长 5.3%。同时，城镇化趋势下生活节奏加快、收入水平提升拉动外卖就餐消费群体扩大，消费能力提升带动了消费需求的升级。消费者对餐饮的需求由满足基本生理需求升级为对品质、环境、服务、安全、氛围、社交等全方位体验的需求，极大的推动了餐饮行业的发展，公司预计未来餐饮市场社会消费品零售额有望进一步增长。

图 11：2010-2023 年餐饮行业社会消费品零售总额



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

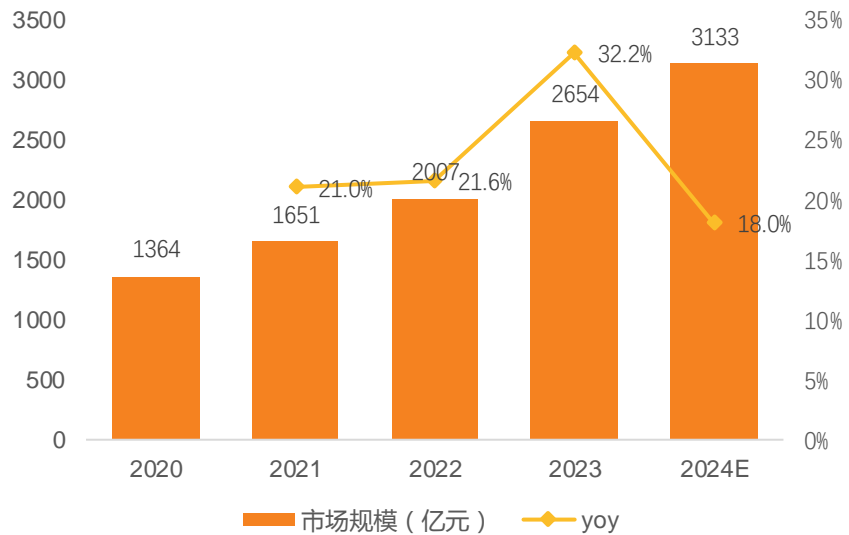
(1) 新中式茶饮及咖啡

新式茶饮及咖啡领域是纸制与塑料餐饮具重要应用领域，根据艾瑞咨询数据显示，中国茶饮市场规模从 2019 年的 4,748 亿元增长至 2024 年的 8,189 亿元，复合增长率达 11.5%；其中，现制茶饮市场增速最快，2019-2024 年复合增长率达 21.7%；根据《2024 中国城市咖啡发展报告》显示，2023 年中国咖啡产业规模达到 2654 亿元，近三年年均复合增长率达 17.14%，预计 2024 年将增至 3133 亿元。

2023 年，中国现制饮品在整体饮用水摄入结构中占比偏低，仅为 1.6%，与美国、欧盟等成熟市场存在显著差距。人均消费规模层面，中国消费者年均现制饮品饮用量为 22 杯，

而美国、欧盟及日本等发达经济体的年人均消费量分别为 323 杯、306 杯和 172 杯，相较之下，中国现制饮品仍具有较强的增长潜力。目前，新式茶饮及咖啡品牌正逐步向下沉市场渗透并开拓海外市场，随着现制饮品的平价化及不断扩张的门店网络带来的便利性，我国现制饮品市场有望进一步增长。

图 12：中国 2020-2024 年咖啡产业规模及变化趋势



资料来源：数局公众号，《2024 中国城市咖啡发展报告》，天风证券研究所

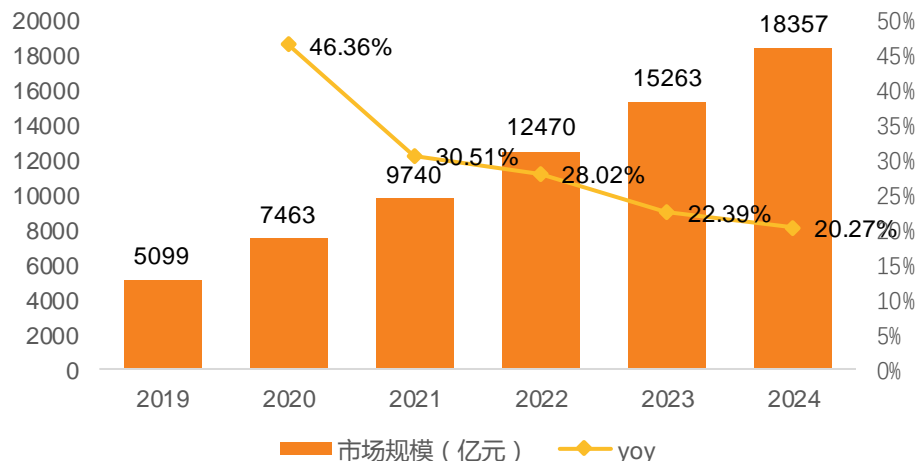
(2) 快餐

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。根据红餐产业研究院测算，2024 年小吃快餐市场规模已超过 1 万亿元，同比增长 7.5%，增速居餐饮各细分赛道前列，预计 2025 年小吃快餐市场规模将增长至 1.08 万亿元。

(3) 外卖

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》，截至 2024 年 12 月，我国网上外卖用户规模达 5.92 亿人，较 2023 年 12 月增长 4777 万人，占网民整体的 53.4%，同比增长 8.8%。据《2024 年度中国数字生活市场数据报告》显示，2024 年，在线外卖市场规模为 18357 亿元，同比增长 20.27%。随着餐饮行业数字化渗透程度的逐步提高，网络外卖技术发展效率提升，外卖市场仍有增长空间。

图 13：我国在线外卖市场规模与增速



资料来源：网经社，《2024 年度中国数字生活市场数据报告》，天风证券研究所

3.3. 餐饮具行业格局分散，政策有望助推集中度提升

当前，纸制与塑料餐饮具行业呈现分散化竞争格局，市场准入门槛相对较低，行业集中度仍有较大提升空间。在中低端产品领域，同质化竞争加剧，导致市场价格敏感度较高、盈利空间受限；而高端产品市场则呈现差异化竞争态势，少数头部企业凭借核心技术壁垒、规模化生产优势及全链条服务能力，深度绑定高端品牌客户资源，形成较高的毛利率水平和盈利稳定性。

随着全球“双碳”目标深化及禁限塑政策加速落地，叠加下游消费需求升级倒逼产业转型，具备技术储备、产能弹性及环保合规能力的优势企业，正通过创新研发驱动产品结构优化、工艺效率迭代升级，进一步强化客户黏性与市场渗透率。未来，依托政策红利释放与产业整合深化，市场份额将持续向头部企业集中，行业竞争格局有望向集约化、高附加值方向演进。

4. 盈利预测与估值

盈利预测及假设：

1) **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，考虑行业环保趋势以及禁塑政策趋严，公司积极发力可降解产品有望受益，我们预计 2025-2027 年公司可降解产品收入分别为 11.06、13.89、16.62 亿元，分别同比增长 27%、26%、20%；同时伴随下游新式茶饮等客户持续放量，不可降解产品有望保持稳定增长，预计 2025-2027 年公司不可降解产品收入分别为 7.58、8.32、8.90 亿元，分别同比增长 9.9%、9.7%、7.0%。

2) **毛利率预测：**短期产能爬坡阶段的固定成本分摊及效率波动或影响 25 年产品毛利率水平，同时考虑智能化建设带来的生产效率优化以及产能扩充带来的规模效益的提升，我们预计公司未来毛利率保持平稳提升，25-27 年整体毛利率水平为 25.9%、28.7%以及 29.0%。分品类看，我们预计可降解产品毛利率分别为 30.0%、34.8%以及 35.4%；预计公司不可降解产品毛利率分别为 17.8%、16.5%、14.8%。

综上，我们预计公司 25-27 年营收分别为 19.0、22.6、26.0 亿，同比分别增长 19.2%、19.0%、14.9%；预计 2025-2027 年归母净利分别为 2.58、3.12、3.74 亿，同比增长 17.2%、21.1%、20.0%。

表 4：公司收入拆分与盈利预测（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14.25	15.94	19.01	22.61	25.98
YOY	31.0%	11.9%	19.2%	19.0%	14.9%
毛利率	28.6%	26.3%	25.9%	28.7%	29.0%
归母净利润	2.14	2.20	2.58	3.12	3.74
YOY	31.4%	2.8%	17.2%	21.1%	20.0%
分产品拆分					
可降解产品	7.54	8.72	11.06	13.89	16.62
YOY	36.1%	15.6%	26.8%	25.6%	19.7%
毛利率	32.0%	31.1%	30.0%	34.8%	35.4%
不可降解产品	6.41	6.90	7.58	8.32	8.90
YOY	28.2%	7.6%	9.9%	9.7%	7.0%
毛利率	22.7%	18.0%	17.8%	16.5%	14.8%
其他业务	0.30	0.32	0.37	0.40	0.45
YOY	-11.8%	6.7%	14.2%	10.5%	12.3%
毛利率	70.0%	73.2%	72.6%	70.3%	71.3%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们采用可比公司估值法，根据招股说明书中披露的行业竞争情况，选取与公司主营业务相近的家联科技、南王科技作为可比上市公司。参考 2026 年可比公司 PE，给予公司 PE 区间 30-32x，对应目标价区间 63.2-67.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	PE		
			25E	26E	27E
301193.SZ	家联科技	38	138.0	35.68	-
301355.SZ	南王科技	24	30.9	26.73	-
	平均值		84.5	31.8	-
301501.SZ	恒鑫生活	88	-	-	-

资料来源：wind，天风证券研究所。注：可比公司总市值截取 2025 年 7 月 18 日收盘价；2025-2026 年 PE 采用 wind 一致预期计算。

5. 风险提示

宏观因素波动风险。近期，美国政府宣布实施“对等关税”、惩罚性关税等政策，对全球贸易伙伴加征关税，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。

原材料价格波动风险。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。

经营业绩波动风险。虽然公司与现磨咖啡、新式茶饮主要客户合作时间较长、合作稳定性较好，且不存在对单一客户销售占比较高的情况，但若未来下游现磨咖啡、新式茶饮行业竞争加剧、增速进一步放缓导致公司主要客户需求减少，且公司未能及时开发新客户或新产品，将可能导致公司来自现磨咖啡、新式茶饮的销售收入下降，从而对公司经营业绩造成不利影响。

供应商集中风险。公司产品所需的主要原材料为原纸和 PLA 粒子。公司向前五大供应商的采购占比较为集中。为保证原材料质量、供应渠道和生产工艺的稳定，公司对一种原材料一般会选择 1-2 家供应商作为长期合作伙伴。与主要供应商建立长期稳定的合作关系，有利于保证产品质量稳定，若未来公司主要供应商的生产经营发生波动，不能按时、保质、保量地供应原材料，有可能在短期内给公司经营带来不利影响。

股价异常波动风险。公司近期股价波动显著，公司股票曾在 2025 年 5 月 14 日和 15 日连续两天涨幅偏离值累计超过 30%，构成股票交易异常波动。公司近期接受了多家机构调研，市场关注度较高，若市场情绪发生变化，资金流动的不稳定性可能进一步加剧股价波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	225.31	295.71	1,192.16	1,286.61	1,279.12	营业收入	1,425.07	1,594.12	1,900.67	2,261.23	2,598.22
应收票据及应收账款	156.05	172.83	174.17	256.93	244.97	营业成本	1,017.12	1,175.16	1,408.40	1,612.26	1,844.74
预付账款	9.38	11.48	13.21	14.40	17.83	营业税金及附加	8.78	11.04	15.21	18.09	20.79
存货	217.31	202.51	357.31	265.09	436.39	销售费用	33.08	36.14	43.72	63.31	77.95
其他	35.71	34.21	37.73	38.48	46.60	管理费用	60.38	64.15	85.53	96.10	98.73
流动资产合计	643.77	716.74	1,774.58	1,861.51	2,024.91	研发费用	44.21	53.37	58.92	81.40	100.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.96)	2.23	5.45	(0.08)	(1.91)
固定资产	455.91	859.13	971.77	1,125.39	1,292.83	资产/信用减值损失	(9.55)	(3.61)	(6.66)	(13.66)	(11.37)
在建工程	319.72	259.59	282.92	294.92	286.66	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	49.06	63.36	71.57	79.64	88.16	投资净收益	(2.14)	(0.00)	(2.55)	(1.56)	(1.37)
其他	103.90	85.72	90.85	82.90	83.73	其他	8.09	12.70	1.50	2.50	7.78
非流动资产合计	928.59	1,267.80	1,417.12	1,582.84	1,751.39	营业利润	258.86	261.12	275.75	377.42	452.94
资产总计	1,572.36	1,984.54	3,191.70	3,444.36	3,776.30	营业外收入	2.48	0.99	45.00	3.16	3.16
短期借款	95.08	259.16	230.28	200.00	150.00	营业外支出	3.33	1.15	8.02	2.02	2.02
应付票据及应付账款	307.19	332.09	434.07	466.72	545.86	利润总额	258.01	260.95	312.73	378.56	454.08
其他	86.50	102.04	90.68	101.38	112.80	所得税	36.56	34.20	46.91	56.78	68.11
流动负债合计	488.77	693.29	755.03	768.10	808.66	净利润	221.46	226.75	265.82	321.78	385.97
长期借款	110.46	94.07	94.07	94.07	94.07	少数股东损益	7.59	6.86	8.04	9.74	11.68
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	213.86	219.89	257.77	312.04	374.29
其他	91.25	82.04	86.65	84.34	85.49	每股收益(元)	2.80	2.87	1.74	2.11	2.53
非流动负债合计	201.71	176.11	180.72	178.41	179.56						
负债合计	690.49	869.40	935.75	946.51	988.23	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	60.36	68.68	74.71	82.02	90.78	成长能力					
股本	76.50	76.50	147.90	147.90	147.90	营业收入	30.95%	11.86%	19.23%	18.97%	14.90%
资本公积	345.57	345.57	1,218.99	1,218.99	1,218.99	营业利润	38.08%	0.87%	5.60%	36.87%	20.01%
留存收益	399.44	619.33	812.66	1,046.69	1,327.41	归属于母公司净利润	31.39%	2.82%	17.23%	21.05%	19.95%
其他	0.00	5.06	1.69	2.25	3.00	获利能力					
股东权益合计	881.87	1,115.15	2,255.95	2,497.85	2,788.07	毛利率	28.63%	26.28%	25.90%	28.70%	29.00%
负债和股东权益总计	1,572.36	1,984.54	3,191.70	3,444.36	3,776.30	净利率	15.01%	13.79%	13.56%	13.80%	14.41%
						ROE	26.03%	21.01%	11.82%	12.92%	13.88%
						ROIC	45.48%	29.05%	21.19%	24.33%	26.48%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	43.91%	43.81%	29.32%	27.48%	26.17%
净利润	221.46	226.75	257.77	312.04	374.29	净负债率	1.09%	8.85%	-37.54%	-38.72%	-36.08%
折旧摊销	45.36	71.06	99.09	112.81	128.01	流动比率	1.32	1.03	2.35	2.42	2.50
财务费用	1.88	4.78	5.45	(0.08)	(1.91)	速动比率	0.87	0.74	1.88	2.08	1.96
投资损失	2.14	0.00	2.55	1.56	1.37	营运能力					
营运资金变动	(98.04)	77.17	(51.09)	52.19	(83.93)	应收账款周转率	10.92	9.69	10.96	10.49	10.35
其它	46.70	(5.93)	8.04	9.74	11.68	存货周转率	6.95	7.59	6.79	7.27	7.41
经营活动现金流	219.49	373.84	321.82	488.26	429.51	总资产周转率	1.02	0.90	0.73	0.68	0.72
资本支出	278.28	434.23	238.66	288.80	294.57	每股指标(元)					
长期投资	(2.15)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.80	2.87	1.74	2.11	2.53
其他	(606.11)	(886.77)	(484.47)	(576.85)	(591.66)	每股经营现金流	0.00	0.00	2.18	3.30	2.90
投资活动现金流	(329.98)	(452.54)	(245.81)	(288.06)	(297.09)	每股净资产	10.74	13.68	14.75	16.33	18.24
债权融资	76.84	157.22	(54.55)	(25.88)	(44.16)	估值比率					
股权融资	(1.15)	(45.93)	874.99	(79.88)	(95.74)	市盈率	21.31	20.72	34.18	28.24	23.54
其他	(17.97)	31.38	0.00	0.00	0.00	市净率	5.55	4.35	4.04	3.65	3.27
筹资活动现金流	57.72	142.67	820.44	(105.76)	(139.90)	EV/EBITDA	0.00	0.00	20.38	15.35	13.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	27.32	19.70	16.97
现金净增加额	(52.77)	63.97	896.45	94.44	(7.49)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com