

导语：小纸杯里的大生意。

作者：市值风云 App：贝壳 XY

恒鑫生活：瑞幸库迪御用“杯王”，一年卖出 96 亿只！

近段时间，外卖市场烽火再燃，美团、京东、淘宝闪购三大平台纷纷放出大招，推出大量“满 25 减 21”“满 25 减 20”“满 16 减 16”等外卖红包券，展开了激烈的“消费者抢夺战”。



(来源：网络)

大战效果立竿见影，统计数据显示，7月5日晚，美团即时零售当日餐饮订单数成功突破 1 亿大关；淘宝闪购联合饿了么也宣布单日订单数超 8,000 万，日活跃用户超过 2 亿。

其中茶饮行业、咖啡行业表现尤为亮眼，外卖平台上一杯库迪咖啡最低只有三四块惊呆众人，“承包了整个夏天的奶茶量”、“暑假的第一冰箱奶茶”等话题刷屏社交平台，蜜雪冰城、茶百道、瑞幸、库迪等品牌门店也直接陷入“爆单”模式。



(来源：网络)

但“爆单”就等于“爆赚”吗？！

其实不然，不少茶饮商家反映，订单虽多，但配合平台补贴的钱也多了，奶茶店竞争又极其激烈，平均下来一杯可能赚不到1块钱，有些甚至是赔钱销售。

与茶饮品牌在前线的激烈厮杀不同，有一类玩家无需巨额营销投入，也无需在风口浪尖上直接拼杀，却能在背后稳如老狗、躺赢赚钱，那便是茶饮供应链上的企

业。

今天的主人公——恒鑫生活（301501.SZ），正是这样一位“躺赢党”，其股价在7月首周大涨近40%，最高触及70.8元/股，创下历史新高。而截止7月25日收盘，股价已回落至53.77元/股。



恒鑫生活

301501.SZ 已收盘



53.77

-0.98 ▼

-1.79%

融

开	55.05	高	55.27	低	53.57	市盈率 ^动	24.29
量	3.25万手	额	1.76亿	换	9.27%	总市值	79.53亿

实时吾股排名: 1249/5406

分时 5日 **日K** 周K 月K 年K ▼ 前复权

均线 ▼ MA5:56.10 10:56.78 20:57.09 30:54.56 前复权



(来源: 市值风云 APP)

一、小杯子里的大生意，茶饮巨头背后的“卖铲人”

或许你会对恒鑫生活这个名字感到陌生，但它的产品你一定常常接触——纸制餐饮具与塑料餐饮具，就是塑料或纸质的一次性杯子、杯盖、杯托、餐盒、吸管、刀叉等。

产品类别	产品明细	产品说明	图示	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		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	
	PE 淋膜纸杯				PP/PET/PS 等杯盖		
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		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			
其他纸制餐饮具	纸制杯托	纸制杯托产品用于饮品的包装及收纳，牢固耐用		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	
	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			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	

(来源：恒鑫生活招股书)

产品图片眼熟不？不就是我们点奶茶、点咖啡时必不可缺的容器和工具吗？

果不其然，翻开恒鑫生活的客户名单，遍地都是老熟人，比方说瑞幸、库迪、星巴克、喜茶、蜜雪冰城、Coco、麦当劳、汉堡王等，其中瑞幸更是在 2021 年-2024 年 6 月始终位列恒鑫生活的第一大客户。

2023 年度			
1	瑞幸咖啡（中国）有限公司	22,725.81	15.95%
2	深圳猩米科技有限公司	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%

(来源：恒鑫生活招股书)

有意思的是，瑞幸和库迪这两家咖啡店，明面上在 9.9/杯的价格战上和“你放心飞，我永相随”的选址战上打得不可开交，实际一看竟然采买的是同一家供应商的纸杯和吸管。

换句话说，无论茶饮品牌如何厮杀，但凡这些客户卖出一杯咖啡或奶茶，恒鑫生活都会从中获利，这不就是风云君一再称赞过的“卖铲子”商业模式吗？

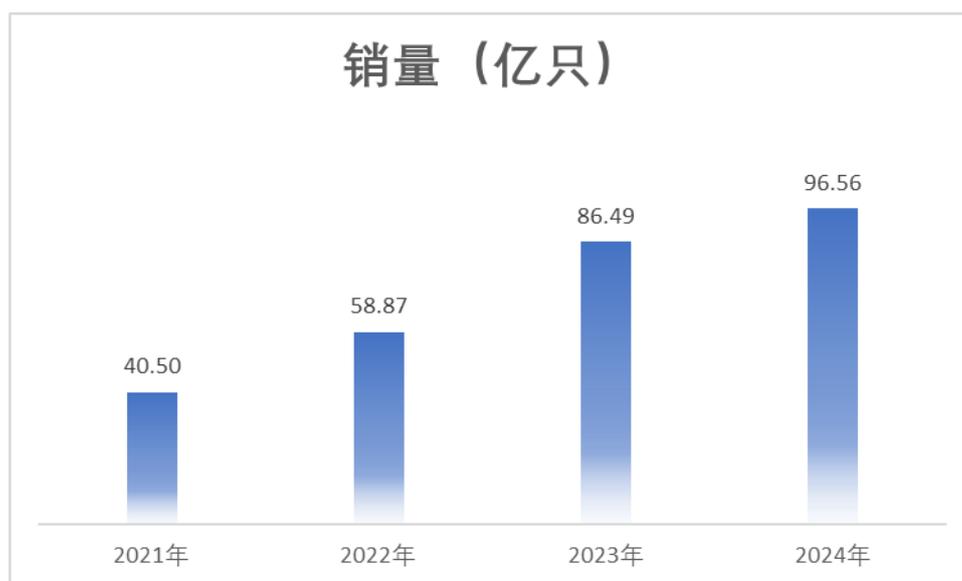
就像淘金热中，最终发财的往往是卖铲子的人；造车新势力卷生卷死，而上游锂矿企业都赚得盆满钵满；AI 大模型热潮汹涌，直接推高了核心供应商英伟达的股价。

所以说，作为“卖铲人”的恒鑫生活，别看卖的都是些不起眼的小玩意，单个产品的销售价格仅在几毛钱，但随着近几年我国茶饮行业的持续爆火，走量起来赚得也不少。

2024 年，恒鑫生活的纸制与塑料餐饮具销量达到 96.56 亿只，相较 2021 年增

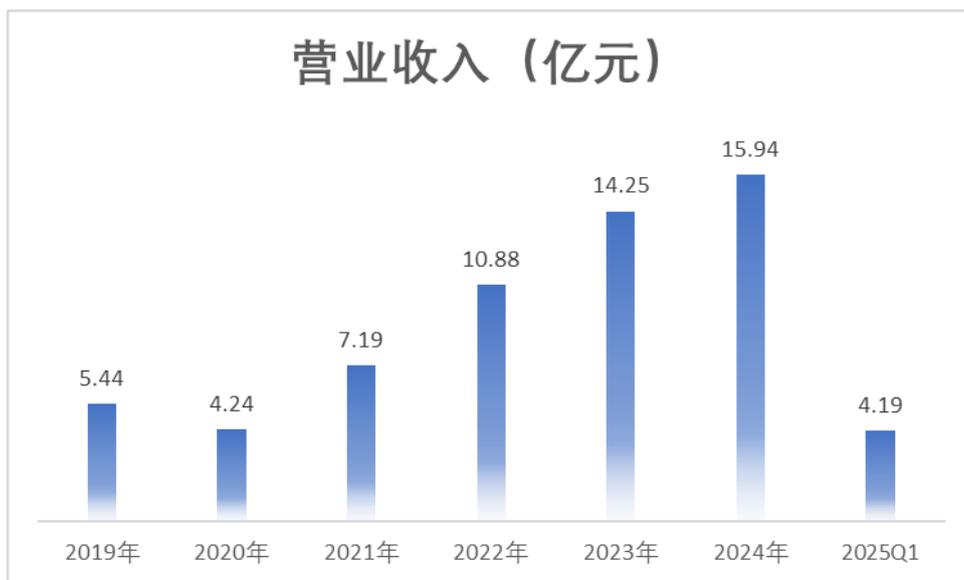
长接近 140%。

根据国盛证券数据，2023 年我国共销售现制茶饮、现制咖啡 234.7 亿杯，以恒鑫生活 2023 年销售纸杯和塑料杯 39.2 亿只粗略测算，其市占率能达到约 17%。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

反映在业绩层面，2024 年，公司靠着纸杯、吸管这些“小玩意”，实现营收 15.94 亿元，相较 2019 年近乎翻了三倍，年均复合增速达到 24%。2025 年一季度延续增势，同比增长 24.18%至 4.19 亿。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

归母净利润则在 2024 年达到 2.2 亿元，相较 2019 年复合增长超 25%，2025 年一季度更是增长提速，同比增长 79.8%至 0.82 亿元。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

对于恒鑫生活而言，其产品高度依赖我国茶饮行业、咖啡行业的发展，未来随着

下游景气度持续，产品市场仍有不错的增长潜力。

据国盛证券预测，2024 年我国现制饮品行业规模约 6,279 亿元，预计 2028 年将达到 11,634 亿元，年均复合增长率约 16.7%，这为身处产业链上游的恒鑫生活描绘了广阔的发展前景。



(来源：国盛证券)

二、可降解突围，高毛利领先

当然卖铲子也会有竞争，铲子得是物美价廉的好铲子，“卖铲子”的企业也需要有自己的规模优势、性价比优势等，才能吸引更多的“淘金者”来买“铲子”。

我们知道，一个奶茶店或咖啡店用的纸杯或塑料杯的单价仅有几毛钱，谈不上什么高科技和高附加值，行业门槛较低，整体竞争激烈且格局分散，面对下游的各大品牌商也实在难言有多高的话语权和定价权。

特别是随着茶饮行业价格战加剧，上游供应商在售价上更是持续承压，恒鑫生活也曾坦言因客户要求多次小幅降价。

3	境内主要客户 3	2021.11	PLA 吸管降价 13%-14%	PLA 市场价格下行,PLA 吸管价格下调。
		2021.12	PP 塑料杯降价 7%-8%	该客户 2021 年起开始向公司采购 PP 塑料杯, 客户向公司提出调价, 公司考虑其后续采购计划增长较多等因素, 与客户协商一致确定调价。
		2022.2	PP 塑料杯降价 4%-11%	
		2022.10	PET 波波瓶降价 4%-5%	客户向公司提出调价, 公司考虑原材料价格走势及客户采购量大等因素, 与客户协商一致确定调价。
			PLA 吸管降价 7%-8%	由于以下原因, 公司 PLA 吸管成本下降: 1、公司对 PLA 吸管进行了配方和生产工艺改进 2、原材料 PLA 价格下降 客户与公司协商一致后调价。
		2022.11	PLA 吸管降价 6%-7%	
		2023.1	PP 塑料杯降价 13%-20%	客户向公司提出调价, 公司考虑原材料价格走势及客户采购量大等因素, 与客户协商一致确定调价。
		2023.3	PP 塑料杯降价 7%-12%	
		2023.1	PLA 吸管降价 10%	客户向公司提出调价, 公司考虑原材料价格走势, 与客户协商一致确定调价。
		2023.3	PLA 吸管降价 4%左右	
		2020.1	PLA 淋膜纸杯涨价 2%-5%	PLA 供应紧张, 公司调升了 PLA 产品的销售价格。

(来源: 恒鑫生活公告 20230907)

“走量”，成为这类企业生存的核心模式。

在这一片红海中，恒鑫生活成功突围“走量”的关键，在于其率先并深度押注了可降解餐饮具这条赛道。

早在 2008 年国家推出“限塑令”并陆续出台多项环保法规时，恒鑫生活便较快捕捉到产业方向，自主研发可降解塑料粒子改性、淋膜、片材制备及成型等核心

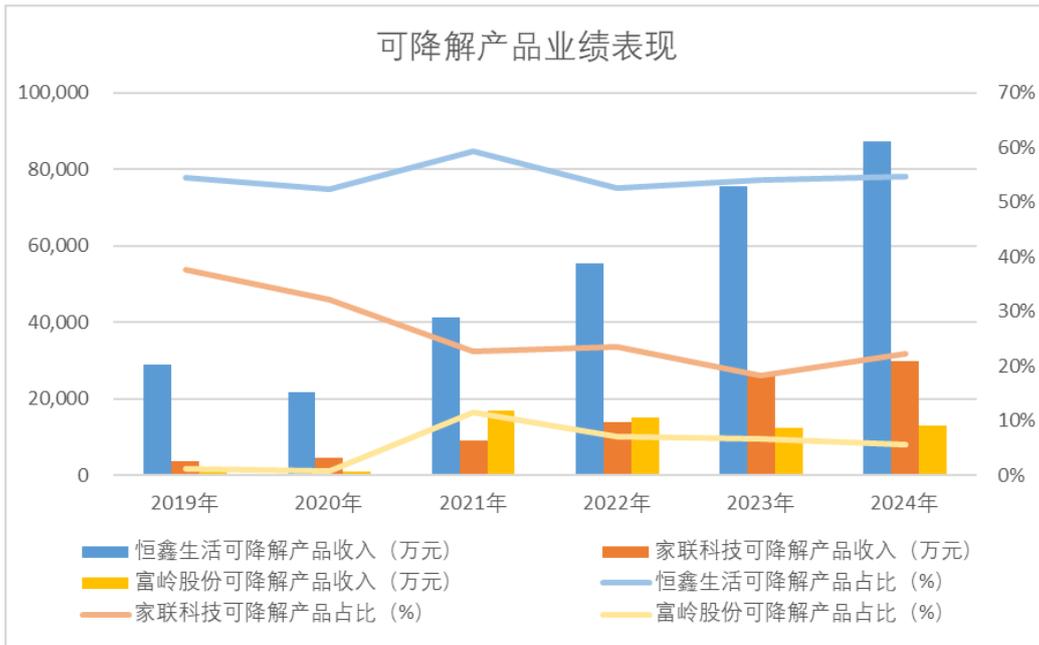
技术，成功开发出可替代传统不可降解餐饮具的 PLA 纸制及塑料餐饮具，也是国内较早具备全流程 PLA 纸杯生产能力的企业。

此后又通过收购+自研，在业内率先生产出可生物降解超高尺寸塑料杯，以及可生物降解的 CPLA 外卖盖、PLA 可弯曲吸管、CPLA 餐盒、CPLA 吸塑勺、CPLA 折叠叉等产品，拓宽了公司的产品线。

截至 2024 年末，恒鑫生活在可生物降解领域拥有超过 60 项专利技术，参与制定了可生物降解行业的数项国家标准。

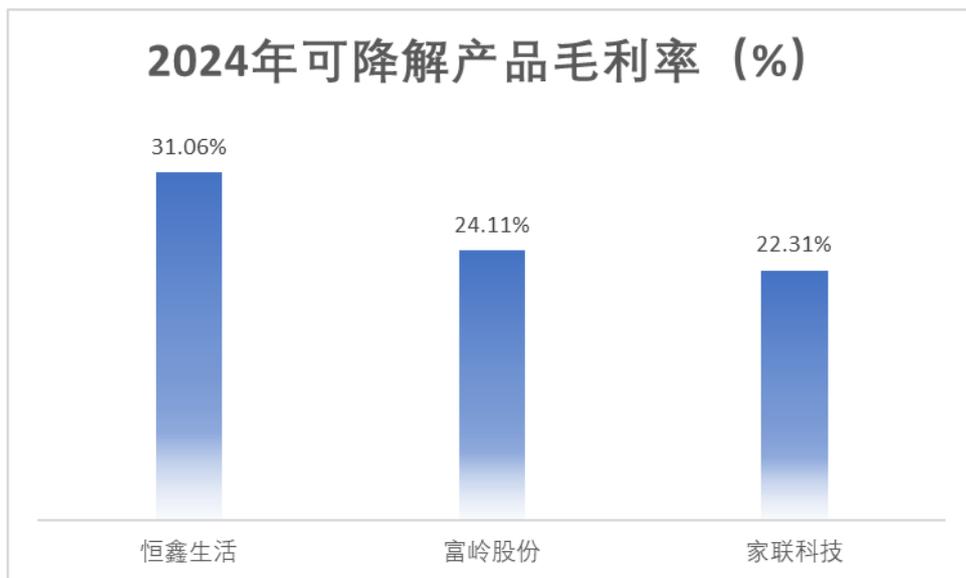
可生物降解餐饮具也成为恒鑫生活的营收主力军，近几年营收占比一直保持在五成以上，2024 年实现收入 8.7 亿元，同比增长 15.66%，这个增速要快于公司其他产品线。

与同业两大主要竞争对手富岭股份（001356.SZ）、家联科技（301193.SZ）相比，无论是收入体量还是收入占比，恒鑫生活在可生物降解餐饮具领域都保持遥遥领先。



(来源：恒鑫生活招股书)

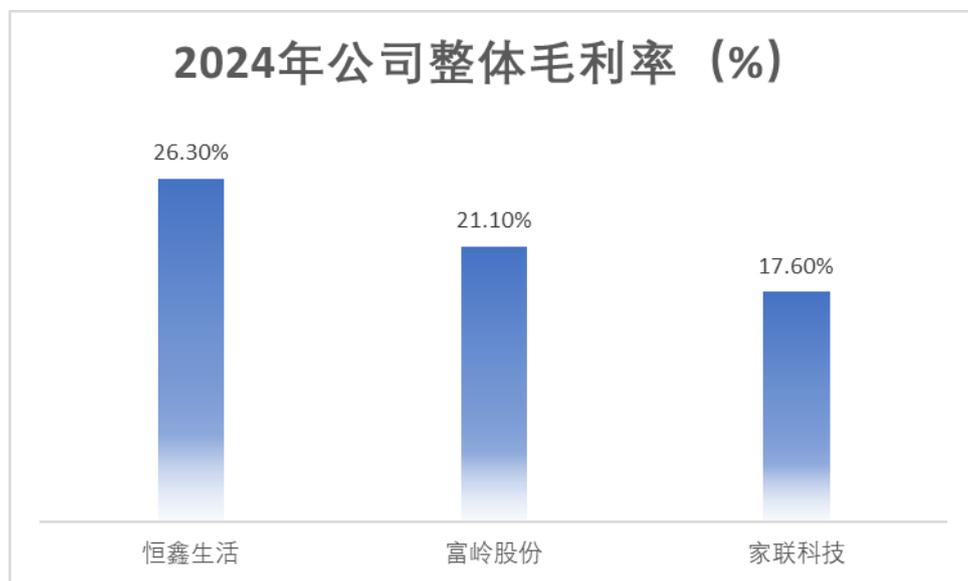
与此同时，恒鑫生活在可生物降解餐饮具领域具备的自研优势、规模优势等，也进一步奠定了其在盈利能力上的显著优势。2024年，恒鑫生活这块业务的毛利率达 31.06%，较两家同业公司高出 6-10 个百分点。



(来源：各公司财报，制图：市值风云 APP)

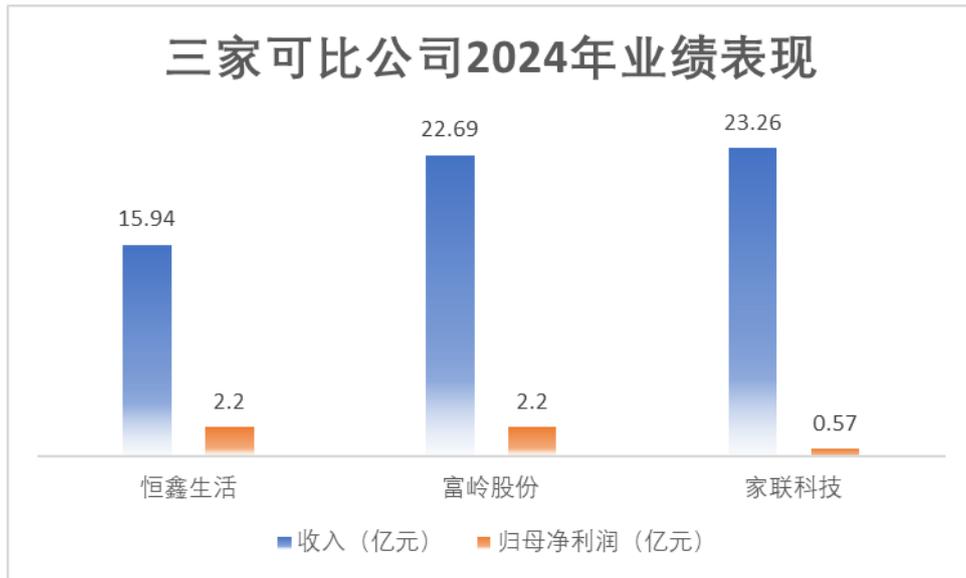
相比之下，恒鑫生活传统不可降解产品的毛利率仅为 18.04%，较可生物降解产品要低出 13 个百分点。

高毛利的可生物降解产品也有力拉动了公司的整体毛利率，2024 年为 26.3%，较同业也要高出 5-10 个百分点。



(来源：各公司财报，制图：市值风云 APP)

因此，尽管恒鑫生活在传统塑料餐饮具领域的收入规模上逊色于两家同业公司，导致整体收入低出 6-7 亿元左右，但其利润规模却毫不逊色，2024 年净利润约 2.2 亿元，基本与富岭股份持平，较家联科技反倒高出 1.6 亿元。



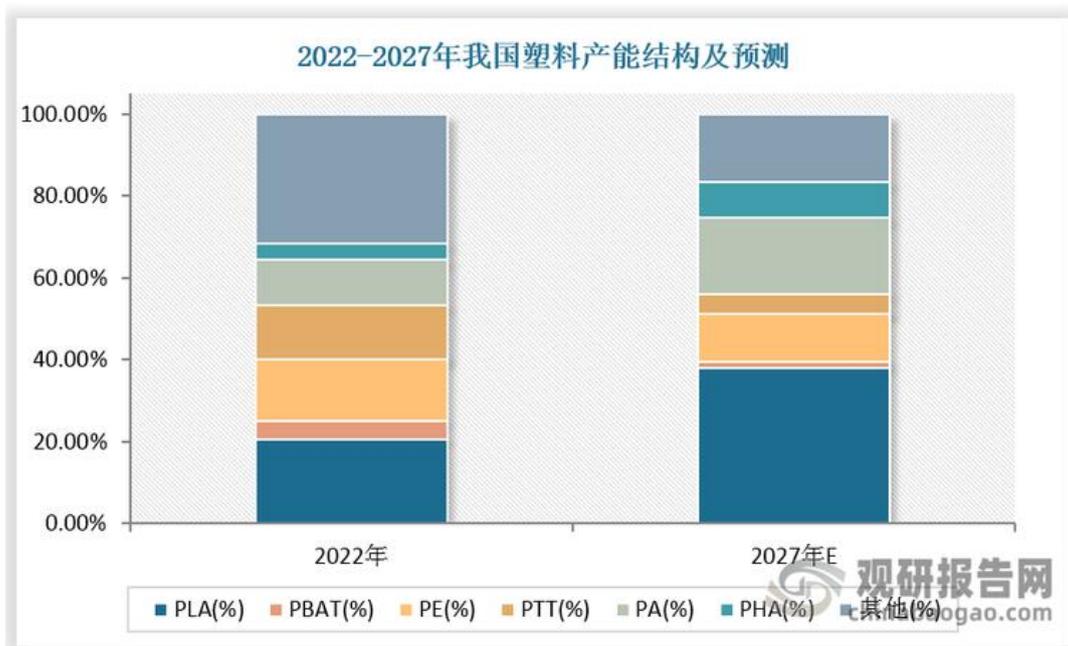
(来源：各公司财报，制图：市值风云 APP)

目前放眼整个餐饮具行业，不可降解塑料包装仍占据主导地位，可降解材质占比不足 30%。但 2025 年是“限塑令”的关键节点，国家明确要求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%。

2. 一次性塑料餐具。到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餐具。到2022年底，县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到2025年，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%。

(来源：国家发展改革委 生态环境部关于进一步加强塑料污染治理的意见)

政策驱动下，行业升级将加速，市场格局有望向头部企业集中。据观研天下预测，到 2027 年，PLA、PBAT、PHA 等可降解材料将逐渐取代 PE、PT、PAA 等不可降解材料的主导地位，产能占比有望接近 50%。



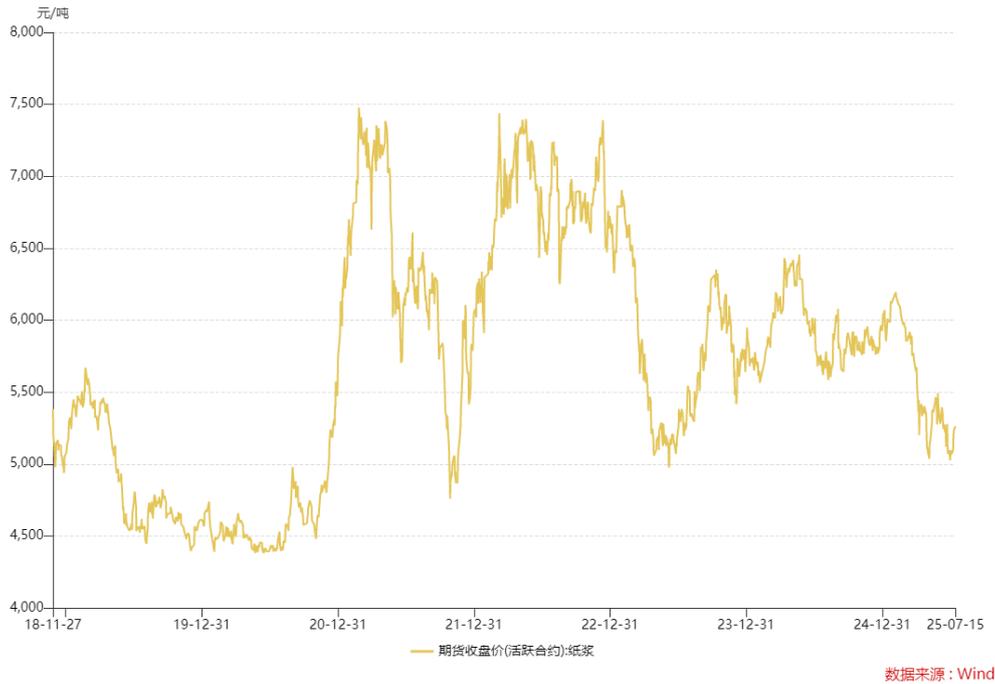
(来源：观研天下)

尝到了可降解产品甜头的恒鑫生活，未来也会继续深耕这一领域，待 IPO 募投资项目——年产 3 万吨 PLA 生产线建成投产后，有望进一步放大其在该领域的领先优势。

三、毛利率下滑，出海能否解困？

但其实，我们从上面的毛利率走势图也能看到，近些年恒鑫生活的盈利空间呈现明显收窄，2019-2024 年间下滑了近 17 个百分点，降幅远超两家同业。

这一方面，与上游纸浆、塑料等主要原材料价格的高位运行有关；另一方面，则要归因于国内茶饮行业竞争日趋“内卷”，不断向上游供应商施压。



为了减轻国内下游“卷”的束缚，恒鑫生活开始将视线瞄向海外市场，目前其产品已销往大洋洲、北美及欧洲，2024 年外销收入达 6.07 亿，占总营收的 38%。

3、泰国工厂的产能情况？

尊敬的投资者，您好！公司泰国工厂已于 2025 年 4 月进入常态化生产，主要承接美国市场订单，目前正处于产能快速爬坡阶段，公司会在 2025 年全力推进泰国生产基地的生产运营。感谢您对公司的关注！

(来源：恒鑫生活 2025 年 7 月调研纪要)

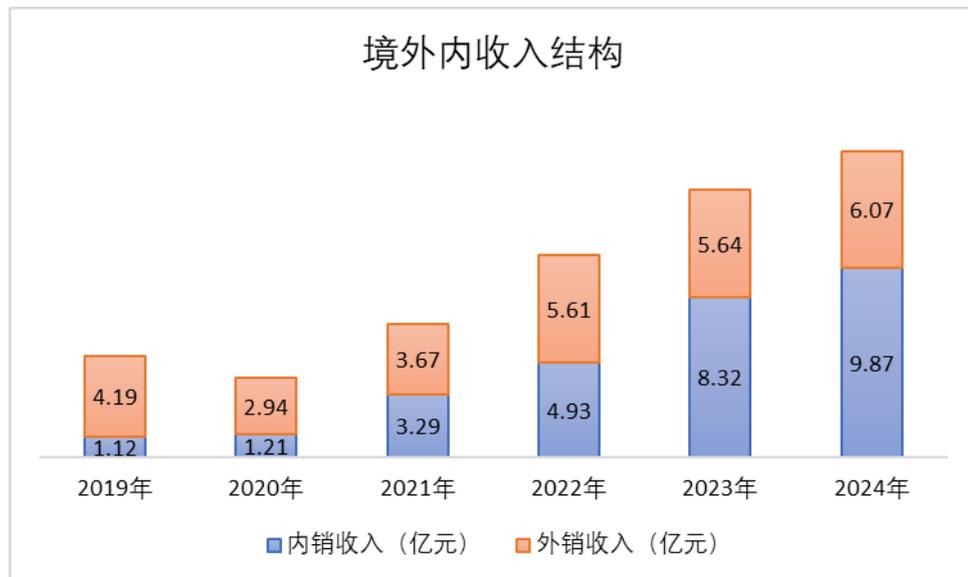
2025 年，“出海”战略持续发力，斥资 1.33 亿建设的泰国工厂已于 4 月份进入常态化生产，主要承接美国市场订单，以期减少关税对利润的影响，目前正处于产能快速爬坡阶段。

公司产品以外销为主，美国为公司最主要的销售市场，2023 年和 2024 年，公司对美国市场销售收入占营业收入的比例分别为 65.47%和 64.82%。自 2018 年 6 月以来，中美两国在贸易领域接连出台较为严苛的贸易政策并附以较高的关税壁垒。美方对部分中国输美商品加征了 25%的关税，公司的塑料吸管、杯盖和纸杯等产品也在上述加征关税范围内。公司已经通过美国、印尼和墨西哥生产基地的产能调配减少了上轮关税对公司的影响。但是公司的境外生产基地的产能和产量占比较低，公司向美国地区销售的产品仍然主要来自中国生产基地出口，美国的关税对公司的经营仍然具有较大影响。

(来源：富岭股份 2024 年报)

但“出海”就万事无忧了吗？

可以看到，近些年，在公司外销收入增长缓慢，连续三年徘徊在 5-6 亿元，增速明显落后内销。

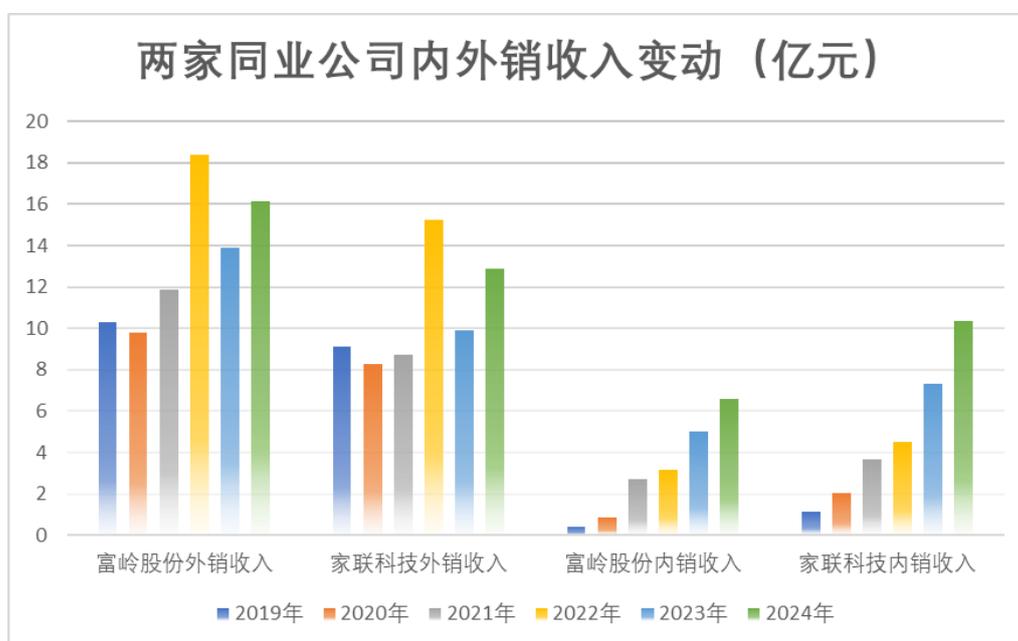


(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

主攻海外市场（特别是美国市场）的富岭股份（外销占比超 70%）、家联科技（外

销占比 55%), 近些年营收增势也不如恒鑫生活迅猛和稳定, 2019-2024 年的外销收入复合增长率均不超过 10%, 反倒是内销收入增速均是两位数。

特别是 2023 年, 富岭股份与家联科技的外销收入规模都出现了不小的下滑, 2024 年也未能恢复到 2022 年高点, 两家企业分别将其归因于“境外客户需求下降”、“国外客户去库存”, 这都在侧面印证了海外市场存在着不小的挑战。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

近些年尽管海外市场也在推行“限塑令”, 但从富岭股份与家联科技的收入结构以及可降解产品的业绩表现上不难看出, 一次性餐具领域可降解产品的渗透率并不算高。

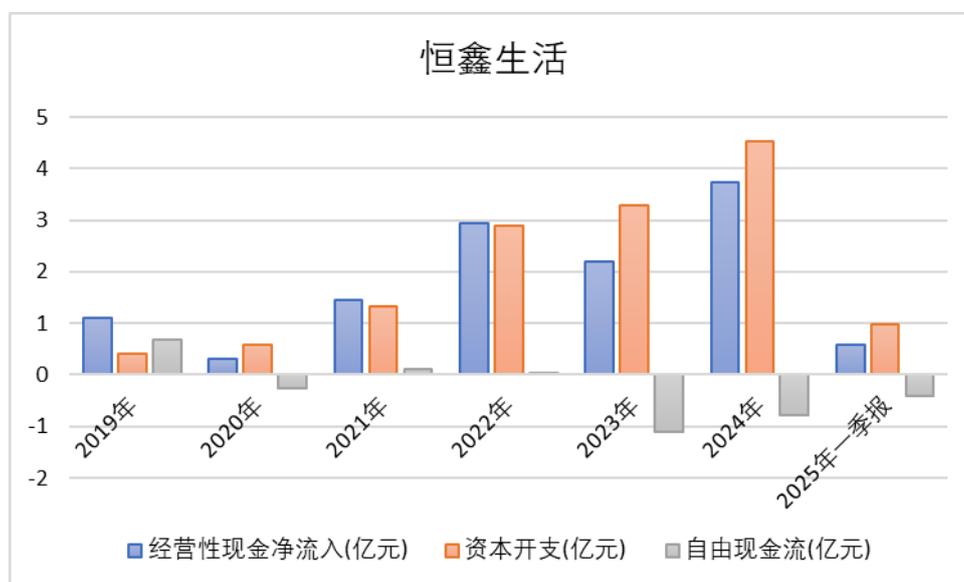
此外, 海外(尤其是美国)一次性餐饮具的核心应用场景, 是成熟但增速仅个位

数的快餐市场；而国内则是以两位数快速增长的茶饮市场，孰好孰坏一目了然。

四、现金流承压，客户出逃

近两年，随着国内外陆续建厂扩产，公司的资本开支明显增多，2023-2024 年连续两年超过当期经营性现金净流入，造成自由现金流为负的结果。

拉长时间线来看，2019-2024 年，公司靠着经营活动累计赚得现金 11.73 亿元，较当期利润总额足足高出 4 亿元，但扣除不菲的资本开支后，自由现金流合计-1.35 亿元，造血能力上尚有欠缺。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

另外需要担忧的是，来自下游茶饮品牌纷纷自建供应链的野心，以图降低对上游的依赖，进一步控制成本和产品质量。

举一个最典型的例子——蜜雪冰城 (02097.HK), 从原本单纯卖奶茶, 变成了如今的果酱、奶粉、吸管、纸杯、甚至是生产设备都“一网打尽”的选手, 除了外采茶叶和水果以外, 基本上能自己干的都自己干, 直接跳过中间商赚差价的环节。

2021 年, 蜜雪冰城靠着给门店卖杯子、吸管、包装袋等包装材料, 就创收 17.79 亿元, 扣除 12.12 亿营业成本, 净利润达到 5.67 亿元。

单位: 万元

业务类型	2022 年 1-3 月		2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
食材	175,591.06	72.16%	723,049.13	69.89%	326,320.25	69.76%	178,476.98	69.59%
包装材料	37,845.87	15.55%	177,880.52	17.19%	73,889.19	15.80%	42,776.51	16.68%
设备设施	11,639.77	4.78%	69,484.57	6.72%	40,337.16	8.62%	17,692.34	6.90%
营运物资及其他	10,512.24	4.32%	36,226.52	3.50%	10,608.75	2.27%	4,684.93	1.83%
加盟商管理	6,378.13	2.62%	19,574.30	1.89%	9,990.24	2.14%	5,996.10	2.34%
直营门店产品	1,362.43	0.56%	8,279.72	0.80%	6,612.14	1.41%	6,843.35	2.67%
合计	243,329.51	100.00%	1,034,494.77	100.00%	467,757.73	100.00%	256,470.20	100.00%

(来源: 蜜雪冰城招股书)

这对于恒鑫生活的直接影响就是, 曾在 2023 年位列其第四大客户的蜜雪冰城, 消失在了 2024 年上半年的前五大客户名单。

报告期内，公司向前五大客户销售情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2024年1-6月			
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%
合计		29,464.56	40.20%
2023年度			
1	瑞幸咖啡（中国）有限公司	22,725.81	15.95%
2	深圳猩米科技有限公司	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%

而其余茶饮品牌，虽未像蜜雪冰城一般在供应链端布局地如此广泛，但也都或多或少涉足果酱、奶精、固体饮料原浆等上游食材原料领域，不排除后续介入食品包装环节，这可能会对恒鑫生活带来一定的威胁。