

恒鑫生活 (301501.SZ)

持有 (首次评级)

纸塑餐饮具龙头，新消费客户共成长

投资要点:

➤ 公司是纸制与塑料餐饮具龙头企业，业绩稳健发展。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，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，是众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具供应商。2024 年公司实现营收 15.9 亿元、同比+11.86%，实现归母净利 2.2 亿元、同比+2.82%，2019-2024 年营收、归母净利 CAGR 分别为 24%、25.6%，整体保持稳健增长态势。25H1 公司实现营收 8.71 亿元，同比增长 18.81%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 19.7%。同时，随着近年公司持续发力国内市场，内销贡献持续增加，内销收入占比从 2019 年的 20.6%升至 2024 年的 61.9%。

➤ 丰富产品线、绑定优质客户、规模优势打造核心竞争力。公司核心竞争力有三：1) 产业链和产品线优势。公司凭借在生产纸制与塑料餐饮具的全流程加工生产能力，形成了丰富产品线，可根据客户的个性化需求进行定制。2) 品牌及客户优势。公司与众多优质客户形成了稳定的业务合作关系，2024 年公司前五大客户销售金额占比 41.27%，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。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，不断提升公司竞争优势。3) 生产规模优势。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 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力；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。

➤ 全球化布局加速，PHA 技术有望成为新增长引擎。为应对贸易摩擦风险，公司于 2024 年 2 月成立泰国子公司，开启全球化布局。目前公司原有美国客户订单已逐步转移至泰国工厂，泰国工厂满产后，可承接更多海外客户和增量订单。新材料 PHA 技术突破，打开远期成长空间。相对于其他可降解材料，PHA 在降解性及应用面上均更优。公司获得全球首张 PHA 淋膜纸制品 DIN 证书，在 PHA 材料应用上取得突破。公司还将携手微构工场深耕 PHA 生物材料领域，持续推动相关产品的研发与市场拓展。

➤ 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.78/21.25/23.15 亿元，归母净利润分别为 2.46/2.80/3.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.67/1.89/2.14 元。公司为国内可降解餐饮具龙头，在全球“禁塑”浪潮下的可降解龙头将享受行业渗透率提升红利，同时公司开启全球化产能布局，深度服务国际大客户，远期 PHA 有望成为新的增长引擎。首次覆盖，给予恒鑫生活“持有”评级。

风险提示：贸易政策波动，原材料价格波动、下游需求不及预期、供应商集中等风险

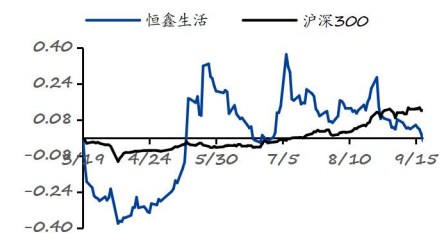
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,425	1,594	1,878	2,125	2,315
增长率	31%	12%	18%	13%	9%
净利润（百万元）	214	220	246	280	317
增长率	31%	3%	12%	14%	13%
EPS（元/股）	1.45	1.49	1.67	1.89	2.14
市盈率（P/E）	33.4	32.5	29.0	25.5	22.6
市净率（P/B）	8.7	6.8	3.4	3.1	2.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-09-19
收盘价:	48.35 元
总股本/流通股本(百万股)	147.90/36.98
流通 A 股市值(百万元)	1,787.74
每股净资产(元)	13.55
资产负债率(%)	24.13
一年内最高/最低价(元)	99.00/40.22

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

正文目录

1 恒鑫生活：纸制与塑料餐饮具龙头	3
2 丰富产品线、绑定优质客户、规模优势打造核心竞争力	8
3 全球化布局加速，PHA 技术有望成为新增长引擎	10
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议	13
5 风险提示	14

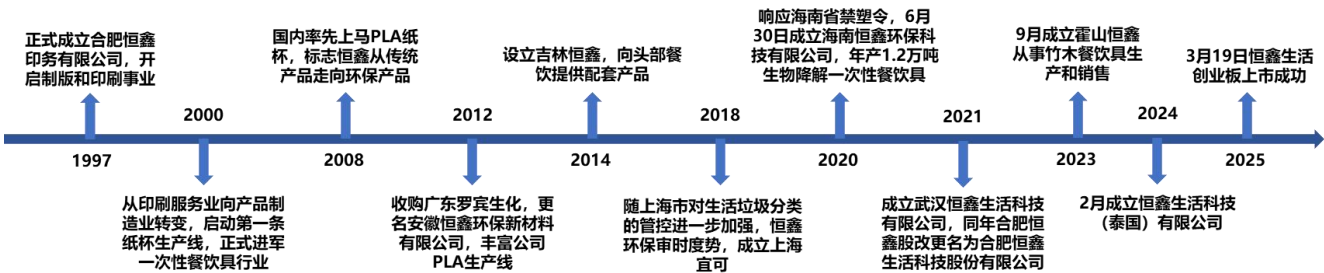
图表目录

图表 1: 公司主要发展历程	3
图表 2: 公司纸制餐饮具产品	3
图表 3: 公司塑料餐饮具产品	4
图表 4: 股权结构图（截至 2025/06/30）	5
图表 5: 公司核心管理层介绍	5
图表 6: 公司营业收入及增速	6
图表 7: 公司归母净利及增速	6
图表 8: 公司分地区营收占比情况	6
图表 9: 公司分产品营收占比情况	6
图表 10: 公司不同产品毛利率情况	7
图表 11: 公司内外销毛利率情况	7
图表 12: 公司综合销售毛利率及净利率	7
图表 13: 公司历年期间费用率	7
图表 14: 公司处于产业链中游	8
图表 15: 近年相关限塑政策	9
图表 16: 2023 年前五大客户明细	9
图表 17: 公司来自瑞幸的营收持续增长	9
图表 18: 募投项目计划表	10
图表 19: 相较于改性淀粉、PBAT、PLA 等可降解材料，PHA 综合性能更好	11
图表 20: 我国 PHA 产量	11
图表 21: 我国 PHA 市场规模	11
图表 22: 公司 PHA 淋膜纸制品证书	11
图表 23: 公司部分 PHA 淋膜纸产品	11
图表 24: 业绩拆分预测表	12
图表 25: 可比公司估值表	13
图表 26: 财务预测摘要	15

1 恒鑫生活：纸制与塑料餐饮具龙头

公司成立于1997年，业务主要为以原纸、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，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，是众多国内外知名企业的纸制与塑料餐饮具供应商。

图表 1：公司主要发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司始终以提升用户体验为理念和目标，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。公司建立了完善的生产制造体系，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；配置了多条全自动高速淋膜生产线，柔性版印刷生产线，纸杯成型生产线，注塑、吸塑生产线及配套产品生产线，形成了完整的产业链、丰富的产品线并可以实现柔性化生产，具备为国内外客户提供规模化定制服务并快速批量交货的能力，获得了国内外知名客户的一致认可。

图表 2：公司纸制餐饮具产品

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	
--	---------	-------------------------------	---

数据来源：公司公告，华福证券研究所

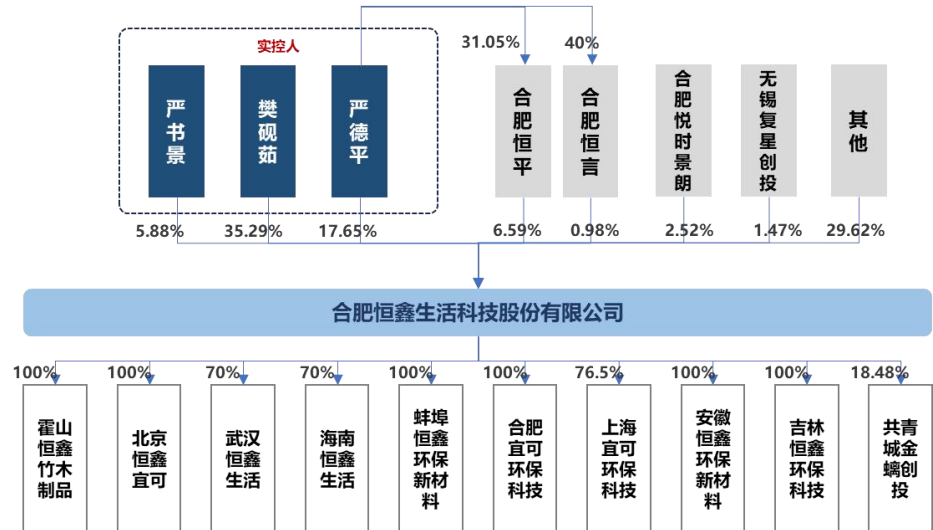
图表 3：公司塑料餐饮具产品

产品类别	产品明细	产品说明	图示
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	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司股权结构集中，公司实际控制人为樊砚茹、严德平、严书景，实控人及一致行动人持股比例合计为 68.18%。合肥恒平为员工持股平台，持股比例 6.59%，合肥恒言为实际控制人亲属持股平台，持股比例为 0.98%。公司核心高管经验丰富，团队稳定。

图表 4: 股权结构图 (截至 2025/06/30)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 公司核心管理层介绍

姓名	职务	个人简历
严德平	董事长、董事、总经理	1963 年 4 月出生, 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, 任合肥恒鑫印务有限责任公司监事; 2010 年 5 月至 2012 年 9 月, 任合肥恒鑫纸塑制品有限公司监事; 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。
严书景	董事	1992 年 9 月出生, 本科学历。2012 年 6 月至 2012 年 9 月, 任合肥恒鑫纸塑制品有限公司执行董事; 2012 年 9 月至 2018 年 6 月, 任恒鑫环保执行董事; 2018 年 6 月至 2021 年 6 月任职于恒鑫环保总经办; 2021 年 6 月至今, 任恒鑫生活董事。
孙小宏	董事、董秘	1982 年 12 月出生, 硕士研究生学历。2005 年 7 月至 2006 年 1 月, 任合肥 TCL 电器销售有限公司销售专员; 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。
陈波	董事、财务总监	1986 年 7 月出生, 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。
张四化	副总经理	1980 年 6 月出生, 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, 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, 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 月曾任安徽川鼎水处理设备有限公司执行董事兼总经理、上海川鼎国际贸易有限公司执行董事、恒鑫环保副总经理。2021 年 6 月至今, 任恒鑫生活副总经理。
许建	技术总监	1979 年 8 月出生, 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

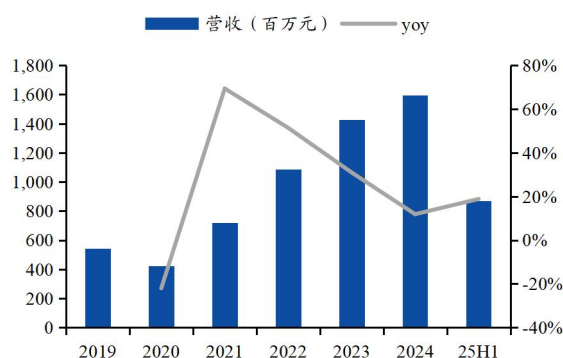
行政人事
总监

1983 年 10 月出生，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。

数据来源：ifind，华福证券研究所

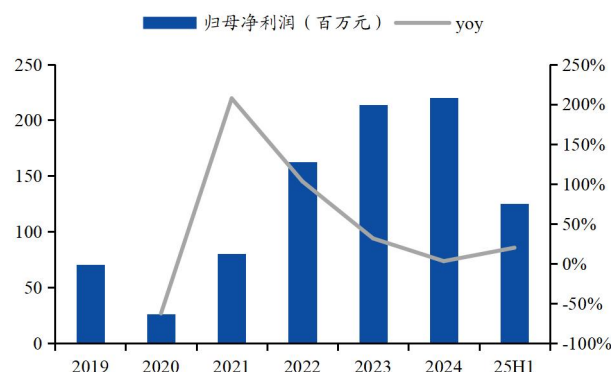
2024 年公司实现营收 15.9 亿元、同比+11.86%，实现归母净利 2.2 亿元、同比+2.82%，2019-2024 年营收、归母净利 CAGR 分别为 24%、25.6%，整体保持稳健增长态势。公司 25H1 实现营收 8.71 亿元，同比增长 18.81%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 19.7%。利润高增主要系当期确认了 4423 万元的政府补助所致。扣非归母净利润为 9094 万元，同比-12.82%。

图表 6：公司营业收入及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 7：公司归母净利润及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

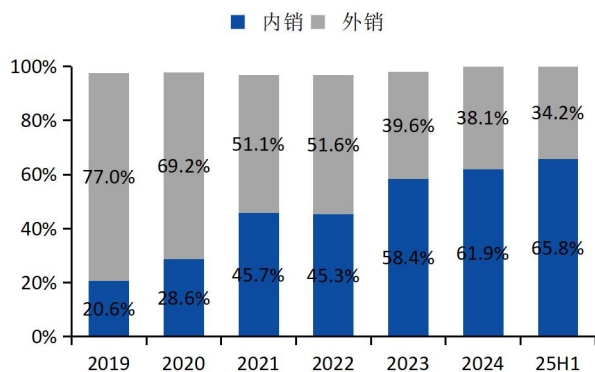
公司主营业务为纸制与塑料餐饮具的研发、生产和销售，按产品降解属性可分为可生物降解产品和不可生物降解产品。可生物降解产品是公司当前收入占比最大、毛利率最高、过去三年增速最快的业务板块。主要产品包括 PLA 淋膜纸杯/碗、PLA 杯/盖、PLA 刀叉勺、PLA 吸管等。2024 年实现收入 8.72 亿元，毛利率为 31.06%。受益于全球禁塑政策和下游客户的环保需求，该板块是公司未来核心的增长驱动力。

不可生物降解产品主要为满足部分客户的混合采购需求，产品包括 PE 淋膜纸杯/碗、PP/PET 塑料杯、PS 塑料杯盖等。2024 年实现收入 6.90 亿元，毛利率为 18.04%。公司的生产设备具有通用性和兼容性，可根据市场需求灵活调整产能。

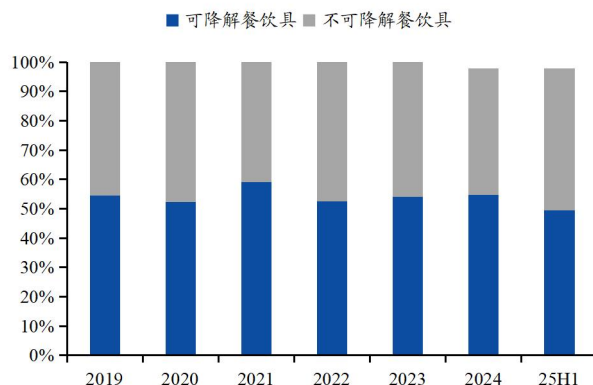
此外，随着近年公司持续发力国内市场，内销贡献持续增加，内销收入占比从 2019 年的 20.6% 升至 2024 年的 61.9%，2025 年上半年内销占比进一步提升至 65.8%。

图表 8：公司分地区营收占比情况

图表 9：公司分产品营收占比情况

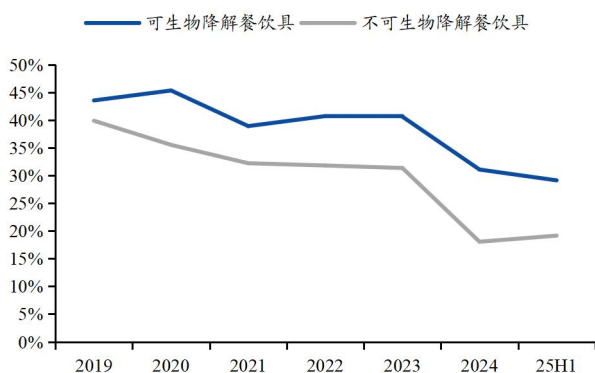


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



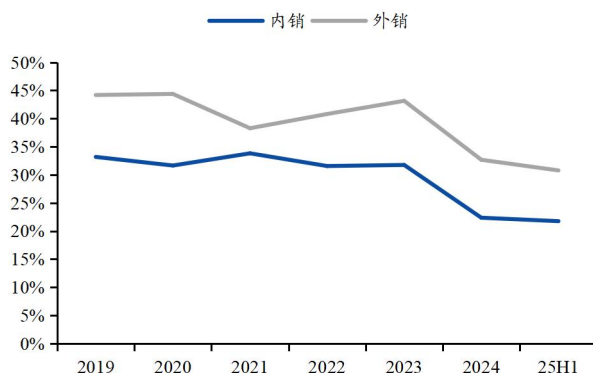
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 公司不同产品毛利率情况



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所; 注: 2019-2023 年扣除了包装运输费用

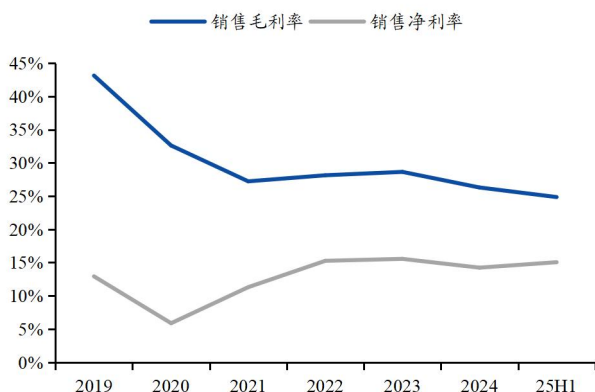
图表 11: 公司内外销毛利率情况



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所; 注: 2019-2023 年扣除了包装运输费用

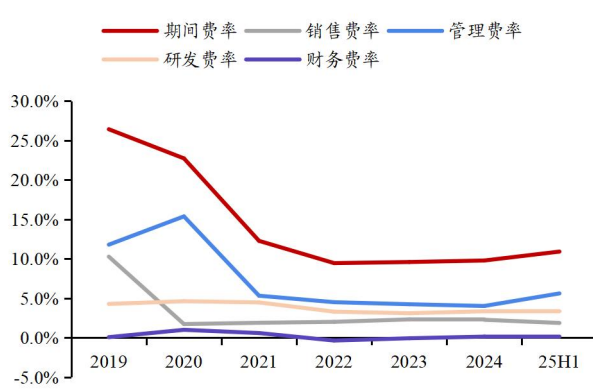
2021 年以来公司销售毛利率基本保持稳定, 2024 年公司销售毛利率、净利率分别为 26.3%和 14.2%, 同比分别-2.4pct 和-1.3pct。其中, 高毛利的可降解产品 (2024 年毛利率 31.06%) 毛利率相对稳定, 仅微降 0.96pct; 而不可降解产品 (2024 年毛利率 18.04%) 我们预计受降价等因素影响, 毛利率下滑 4.70pct。25H1 毛利率、净利率分别为 24.84%和 15.04%。公司费用管控良好, 降本举措成效明显, 期间费用率从 2021 年的 12.28%下降到 2024 年的 9.78%。

图表 12: 公司综合销售毛利率及净利率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 公司历年期间费用率

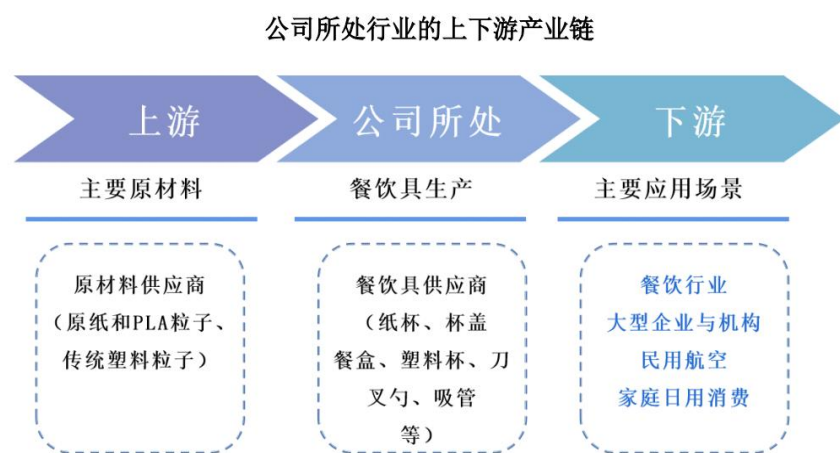


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 丰富产品线、绑定优质客户、规模优势打造核心竞争力

纸制与塑料餐饮具处于产业链中游，上游行业主要为原纸和 PLA 粒子、传统塑料粒子等行业，下游行业主要为餐饮行业、大型企业与机构、民用航空、家庭日用消费等，相关行业的发展状况对公司所处行业发展均有影响。采购模式方面，公司产品所需的主要原材料为原纸和 PLA 粒子。公司根据生产计划、销售订单、库存情况以及原材料的市场情况进行原材料采购。公司目前与主要供应商形成了稳定的合作关系，采购渠道稳定，可以满足公司生产经营需要。

图表 14：公司处于产业链中游



数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们认为，公司核心竞争力主要包括丰富产品线、品牌及客户优势、以及生产规模优势三个方面。

1) 产业链和产品线优势：公司凭借在生产纸制与塑料餐饮具的全流程加工生产能力，形成了丰富产品线，可根据客户的个性化需求进行定制。同时，随着禁限塑政策的逐步推进，可生物降解纸制与塑料餐饮具将迎来良好的发展机遇。公司主要产品将能够有效替代以石油基传统塑料构成的高碳产品，市场空间广阔。公司掌握了以 PLA 材料为主的生物基可降解材料的改性、淋膜及塑型技术，具备较强的新型生物基可降解材料餐饮具制品研发能力，能够有效将低碳材料应用在一次性餐饮具市场，对推广 PLA 材料的应用及对“碳达峰”及“碳中和”目标的实现有着积极的意义。

图表 15: 近年相关限塑政策

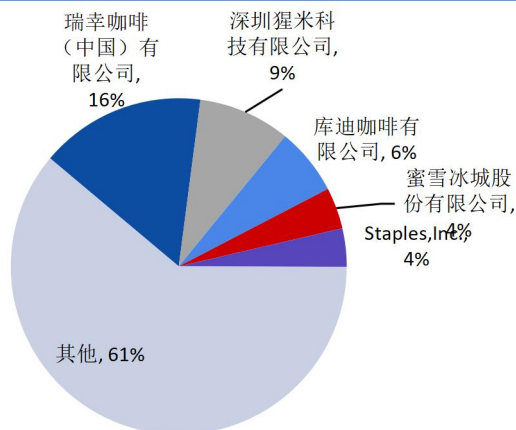
颁布时间	文件名称	发文单位	相关内容
2024 年	《绿色低碳转型产业指导目录（2024 年版）》	国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部、住建部、交通运输部、中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家能源局	将可降解塑料制品生产和使用列入绿色低碳转型产业指导目录
2024 年	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	国家发改委	明确我国产业结构调整的方向和重点，其中生物可降解塑料及其系列产品开发、生产和应用项目被列为鼓励类
2022 年	《“十四五”生物经济发展规划》	国家发改委	推广应用生物可降解材料制品，重点在日用制品、农业地膜、包装材料、纺织材料等领域应用示范，推动降低生产成本和提升产品性能，积极开拓生物材料制品市场
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
2021 年	《中华人民共和国食品安全法》（2021 年修正）	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
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
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
2020 年	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	国家发改委、生态环境部、工信部等九部门	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
2020 年	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	国家发改委、生态环境部	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

数据来源：公司公告，华福证券研究所

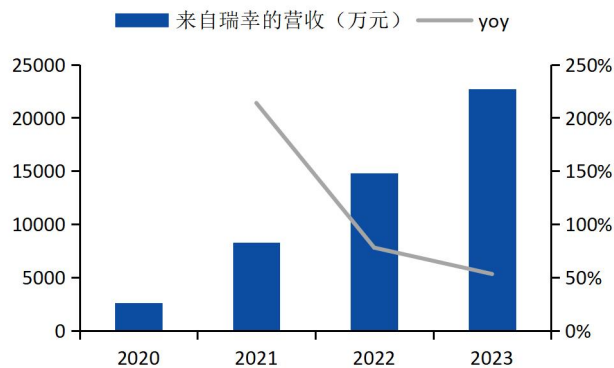
2) 品牌及客户优势。公司与众多优质客户形成了稳定的业务合作关系，2024 年公司前五大客户销售金额占比 41.27%，主要客户包括瑞幸咖啡、星巴克、Manner 咖啡等知名咖啡品牌；喜茶、蜜雪冰城、Coco 都可茶饮等极具影响力的茶饮品牌；以麦当劳、汉堡王等为代表的全球连锁快餐品牌。品牌客户具有较强的行业前瞻性，通过配合其对产品各异需求的开发，不断提升公司竞争优势。

图表 16: 2023 年前五大客户明细

图表 17: 公司来自瑞幸的营收持续增长



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3) 生产规模优势。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 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力；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。

本公司募投项目主要包括：1) “年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目”计划建设年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品的智能工厂，生产产品包括 PLA 纸杯、杯盖、杯套、纸碗、刀叉勺、吸管等。2) “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。3) “研发技术中心项目”是在公司现有核心技术的基础上，重点研发 PLA 材料的性能及应用，改进 PLA 产品的工艺和回收方法，为公司产品改进和升级提供技术支持。4) “补充流动资金”有助于缓解公司未来生产经营中的流动资金压力，优化资本结构，降低财务费用，提高抗风险能力，保障主营业务的平稳运行。

图表 18: 募投项目计划表

项目名称	总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)
年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目	60000	53770
智能化升级改造项目	8500	8500
研发技术中心项目	5562	5562
补充流动资金	15000	15000

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 全球化布局加速，PHA 技术有望成为新增长引擎

泰国工厂投产，全球化布局有效对冲贸易风险。为应对贸易摩擦风险，公司于 2024 年 2 月成立泰国子公司，开启全球化布局。随着美国对华关税政策变化，公司原有美国客户订单已逐步转移至泰国工厂，目前正处于产能快速爬坡阶段，公司也

将会在 2025 年全力推进泰国生产基地的生产运营。泰国工厂满产后，可承接更多海外客户和增量订单。

新材料 PHA 技术突破，打开远期成长空间。相对于其他可降解材料，PHA 在降解性及应用面上均更优：降解性能上，PHA 的降解范围更广，可以在淡水、海水、土壤、堆肥、甚至有机污泥中生物降解，还可以通过与其他材料共混来提高终产品的可降解性；物理性能上，PHA 是系列聚合物，既可以对共聚物的单体结构进行选择搭配，亦可以与其他可降解材料复配，提升共混物的物理机械性能。

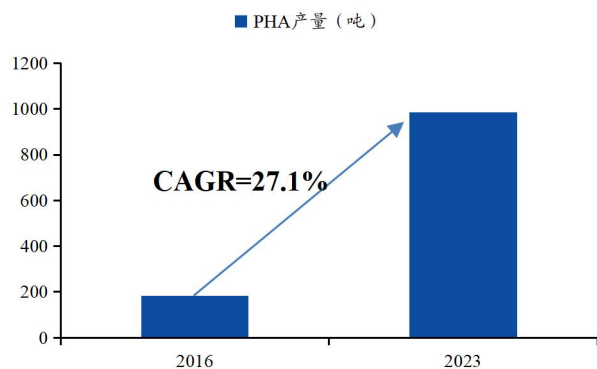
根据智研咨询统计，2023 年我国 PHA 产量由 2016 年的 184 吨提升至为 985 吨，需求量为 950 吨，市场规模为由 2016 年的 1170 万元提升至 2023 年的 7125 万元。

图表 19：相较于改性淀粉、PBAT、PLA 等可降解材料，PHA 综合性能更好

项目	淀粉基	PBAT	PLA	PHA
资源利用	生物基	石油基	生物基	生物基
生产方法	化学改性	化学合成	化学合成	生物合成
材料主要性质	强度	一般	较高	高
	韧性	差	好	较好
	阻隔性	差	差	一般
	其他	不耐水解	柔软单一	透明性好、脆性较大
加工性能	差	较好	较好	较好
储存性能	差	一般	差	较好
降解性能	堆肥	√	√	√
	土壤	√	×	√
	水体	×	×	√

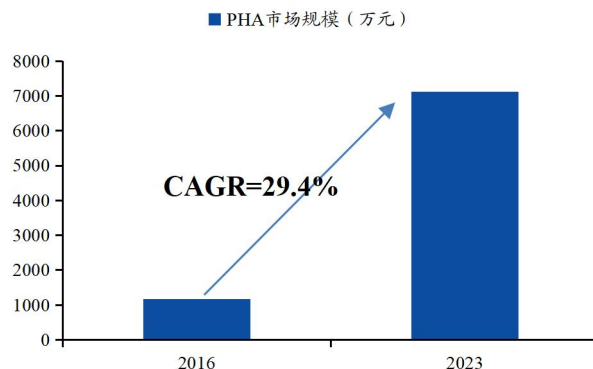
数据来源：普华永道《PHA 生物可降解塑料产业白皮书》，华福证券研究所

图表 20：我国 PHA 产量



数据来源：智研咨询，智研钧略，华福证券研究所

图表 21：我国 PHA 市场规模



数据来源：智研咨询，智研钧略，华福证券研究所

公司在 PHA（可家庭堆肥/海水降解）材料应用上取得突破，获得全球首张 PHA 淋膜纸制品 DIN 证书。这标志着公司依托在 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，下一步，公司还将携手微构工场深耕 PHA 生物材料领域，持续推动相关产品的研发与市场拓展。

图表 22：公司 PHA 淋膜纸制品证书

图表 23：公司部分 PHA 淋膜纸产品



数据来源：公司官方公众号，华福证券研究所



数据来源：公司官方公众号，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

1) 可降解餐饮具：25 年在各外卖平台补贴下，新式茶饮需求爆发，我们假设公司 25 年销量提升，但由于短期爆发较快，而可降解一般用于中高端餐饮茶饮场景，故我们假设增速慢于不可降解餐饮具。26-27 年则受益于可降解塑料餐饮具渗透率提升，公司作为头部企业将享受行业扩容带来的红利，增速恢复正常双位数增长。销售单价方面，2025-2027 年，随着公司客户结构的丰富，以及募投项目和泰国基地逐步投产爬坡，公司泰国基地拥有相对的关税优势+产能稀缺性，我们假设产品售价高于国内，未来还有 PHA 等新型环保材料的使用，我们假设单价每年小幅提升。

2) 不可降解餐饮具：2025 年新式茶饮、咖啡等需求增长较快，将带动不可降解餐饮具销量快速增长，26-27 年假设维持正常增长，不可降解餐饮具由于技术成熟，产能较为充足，假设价格每年小幅下滑。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.78/21.25/23.15 亿元，归母净利润分别为 2.46/2.80/3.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.67/1.89/2.14 元。

图表 24：业绩拆分预测表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	544.36	424.44	718.9	1088.27	1425.07	1594.12	1877.80	2125.17	2314.74
yoy		-22.0%	69.4%	51.4%	30.9%	11.9%	17.8%	13.2%	8.9%
营业成本	309.63	286.07	523.32	782.25	1017.12	1175.01	1423.71	1588.02	1714.25
yoy		-7.6%	82.9%	49.5%	30.0%	15.5%	21.2%	11.5%	7.9%
毛利	234.73	138.37	195.58	306.02	407.95	419.11	454.10	537.15	600.49
毛利率	43.1%	32.6%	27.2%	28.1%	28.6%	26.3%	24.2%	25.3%	25.9%
可降解餐饮具									
营收	288.89	217.28	412.02	554.20	754.11	872.20	956.37	1132.82	1283.48

	yoy	-24.8%	89.6%	34.5%	36.1%	15.7%	9.7%	18.5%	13.3%	
	营收占比%	53.1%	51.2%	57.3%	50.9%	52.9%	54.7%	50.9%	53.3%	55.4%
成本		163.14	118.81	251.75	328.64	512.65	601.30	688.09	780.27	860.92
毛利率		43.53%	45.32%	38.90%	40.70%	32.02%	31.06%	28.05%	31.12%	32.92%
不可降解餐饮具										
营收		242.22	197.81	284.13	500.19	641.45	689.54	887.44	956.66	993.77
	yoy		-18.3%	43.6%	76.0%	28.2%	7.5%	28.7%	7.8%	3.9%
	营收占比%	44.5%	46.6%	39.5%	46.0%	45.0%	43.3%	47.3%	45.0%	42.9%
成本		145.67	127.56	192.64	341.18	495.59	565.15	726.62	798.31	843.41
毛利率		39.86%	35.51%	32.20%	31.79%	22.74%	18.04%	18.12%	16.55%	15.13%
其他										
收入		13.25	9.35	22.75	33.89	29.51	32.38	34.00	35.70	37.48
	yoy		-29.4%	143.3%	49.0%	-12.9%	9.7%	5.0%	5.0%	5.0%
成本		0.82	1.33	10.39	13.89	8.89	8.57	9.00	9.45	9.92
	yoy		61.3%	682.3%	33.7%	-36.0%	-3.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率		93.79%	85.80%	54.34%	59.02%	69.87%	73.54%	73.54%	73.54%	73.54%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

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）、众鑫股份（可降解纸浆模塑餐饮具）作为可比公司。当前公司 EPS 对应 26 年估值为 26X，与可比公司接近，公司为国内可降解餐饮具龙头，在全球“禁塑”浪潮下的可降解龙头，享受行业渗透率提升红利，同时全球化产能布局，深度服务国际大客户。首次覆盖，给予恒鑫生活“持有”评级。

图表 25: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2025/9/21	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301193.SZ	家联科技	19.44	0.29	0.14	0.53		66.57	138.86	36.68	-
603091.SH	众鑫股份	77.92	3.17	3.14	5.39	6.82	24.60	24.84	14.45	11.43
	平均值						45.58	81.85	25.56	11.43
301501.SZ	恒鑫生活	48.35	1.49	1.67	1.89	2.14	32.52	29.02	25.53	22.57

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所

5 风险提示

贸易政策波动风险。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。

下游需求不及预期风险。目前公司与新式茶饮、咖啡类头部客户合作时间较长，合作稳定性较好，但若未来下游新式茶饮、咖啡行业竞争加剧、增速放缓将导致公司下游客户盈利下滑，继而对公司盈利造成波动，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。若未来公司主要供应商的生产经营发生波动，将在短期内给公司经营带来不利影响。

图表 26: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	296	1,070	1,115	1,329
应收票据及账款	173	198	218	231
预付账款	11	14	16	17
存货	203	279	311	336
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	34	47	53	58
流动资产合计	717	1,609	1,713	1,972
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	859	1,153	1,317	1,484
在建工程	260	160	140	40
无形资产	63	69	74	79
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	86	88	89	89
非流动资产合计	1,268	1,469	1,619	1,693
资产合计	1,985	3,077	3,332	3,664
短期借款	259	100	100	100
应付票据及账款	332	456	507	536
预收款项	0	0	0	0
合同负债	9	34	38	42
其他应付款	5	5	5	5
其他流动负债	88	94	98	101
流动负债合计	693	688	747	783
长期借款	94	104	84	134
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	176	186	166	216
负债合计	869	874	913	999
归属母公司所有者权益	1,046	2,127	2,333	2,570
少数股东权益	69	76	85	95
所有者权益合计	1,115	2,204	2,418	2,665
负债和股东权益	1,985	3,077	3,332	3,664

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	374	387	409	454
现金收益	300	351	408	462
存货影响	15	-77	-32	-25
经营性应收影响	-16	-23	-18	-9
经营性应付影响	24	123	52	29
其他影响	51	12	-1	-2
投资活动现金流	-453	-300	-276	-217
资本支出	-428	-293	-274	-215
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-24	-7	-2	-2
融资活动现金流	143	687	-89	-23
借款增加	159	-149	-20	50
股利及利息支付	-11	-89	-92	-99
股东融资	1	878	0	0
其他影响	-7	48	23	26

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,594	1,878	2,125	2,315
营业成本	1,175	1,424	1,588	1,714
税金及附加	11	12	13	15
销售费用	36	43	48	52
管理费用	64	75	83	89
研发费用	53	63	71	77
财务费用	2	3	-5	-7
信用减值损失	-1	-2	-1	-3
资产减值损失	-3	-5	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	-5	-1	-1
其他收益	12	8	8	8
营业利润	261	255	330	374
营业外收入	1	40	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	261	294	334	378
所得税	34	40	45	51
净利润	227	254	289	327
少数股东损益	7	8	9	10
归属母公司净利润	220	246	280	317
EPS (按最新股本摊薄)	1.49	1.67	1.89	2.14

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	11.9%	17.8%	13.2%	8.9%
EBIT 增长率	2.4%	12.9%	10.7%	12.9%
归母公司净利润增长率	2.8%	12.0%	13.7%	13.2%
获利能力				
毛利率	26.3%	24.2%	25.3%	25.9%
净利率	14.2%	13.5%	13.6%	14.1%
ROE	19.7%	11.2%	11.6%	11.9%
ROIC	17.4%	10.5%	12.3%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	43.8%	28.4%	27.4%	27.3%
流动比率	1.0	2.3	2.3	2.5
速动比率	0.7	1.9	1.9	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	37	36	35	35
存货周转天数	64	61	67	68
每股指标 (元)				
每股收益	1.49	1.67	1.89	2.14
每股经营现金流	2.53	2.62	2.76	3.07
每股净资产	7.08	14.38	15.78	17.38
估值比率				
P/E	33	29	26	23
P/B	7	3	3	3
EV/EBITDA	78	66	57	51

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn