

2025 年 10 月 08 日

中小盘研究团队

## 次新股说（2025 第 6 期）：本批恒鑫生活、悍高集团、技源集团等值得重点跟踪

——中小盘次新股说

周佳（分析师）

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790523070004

赵晨旭（联系人）

zhaochenxu@kysec.cn

证书编号：S0790124120019

### ● 恒鑫生活：可生物降解餐饮具行业领先企业，深度绑定全球头部餐饮品牌

公司是可生物降解餐饮具行业领先企业，为国内许多知名餐饮具企业的优选产品。产能方面，公司已形成年 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力。一方面，公司在境内建立了多个生产基地，可根据下游客户的不同要求进行定制化、规模化生产并快速批量交货；另一方面，公司积极开展全球化布局，2025 年 4 月，公司泰国工厂完成首次发货。客户方面，公司深度绑定全球头部餐饮品牌，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。展望未来，城镇化趋势下生活节奏加快、收入水平提升导致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。

### ● 悍高集团：国内家居五金行业标志性品牌，多元渠道深度渗透加快份额提升

公司专业从事家居五金和户外家具的研发、设计、制造及销售。经过近 20 年的品牌打造，公司在市场上积累了良好的品牌声誉，“悍高”品牌已成为中国家居五金和户外家具市场知名品牌。凭借产品研发和设计上的突出优势，以及覆盖全国、深度渗透的经销网络，公司国内市场的占有率逐步扩大。一方面，公司持续进行产品创新迭代，为消费者提供集品质、美感与体验于一体的产品，在功能体验上能够媲美国际知名品牌，打造拥有“高端性价比”的产品；另一方面，公司通过线上线下渠道融合、境内境外市场协同，构建起了全方位、多层次的营销网络。线下通过终端形象升级及线下服务能力赋能，经销商数量稳步增长，截至 2025 年 6 月，公司已拥有 381 家经销商。线上通过精准营销、直播带货、打造爆款产品等营销策略，实现销售额持续增长。自建云商平台加速市场下沉，覆盖区域超过 100 个地级市，并通过各项政策赋能云商核心大客户做大做强，实现了持续增长。

### ● 技源集团：拥有全链路业务能力，众多知名膳食营养补充品牌核心供应商

公司深耕全球膳食营养补充行业二十余年，是行业内相对稀缺的兼具营养原料和制剂生产商角色定位的企业。长期以来，公司在全球范围内建立了广泛和优质的客户资源网络，与雅培集团、Blackmores（澳佳宝）、Nutramax、PharmaCare、蒙牛集团等国内外众多品牌客户建立起合作关系。从产品层面看，公司是全球最大的 HMB 供应商，占据全球超 50% 的市场份额，并积极配合、赋能客户推出针对不同应用场景和不同目标消费者的 HMB 产品。公司也是全球氨糖产业的核心供应商以及硫酸软骨素市场的重要参与者。在此基础上，公司储备了 ATP、2-HOBA、PXE 和创新型肌酸等一系列创新营养原料。例如，公司近期推出的创新型肌酸定位中高端细分领域，未来有望成为具有较大潜力的业务增长点。

### ● 风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化

相关研究报告

## 目 录

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 1、 恒鑫生活（301501.SZ）：国内纸制与塑料餐饮具领先企业，深度绑定全球头部餐饮品牌.....       | 5  |
| 1.1、 可生物降解餐饮具行业领先企业，积极拓展应用边界.....                         | 5  |
| 1.2、 下游餐饮用具市场需求旺盛，可降解餐饮具前景广阔.....                         | 7  |
| 1.2.1、 纸制与塑料餐饮具具有卫生、价廉等优点，可降解餐饮具前景广阔.....                 | 7  |
| 1.2.2、 下游餐饮用具市场需求旺盛，可降解餐饮具渗透率提升.....                      | 9  |
| 1.2.3、 头部企业优势显著，餐饮行业壮大促进餐饮具需求.....                        | 12 |
| 1.3、 聚焦可生物降解产业，深度绑定全球头部餐饮品牌.....                          | 13 |
| 1.3.1、 聚焦可生物降解产业，坚定推动可生物降解新材料的多元化应用.....                  | 13 |
| 1.3.2、 多元产品线满足个性化需求，全流程加工保障快速响应.....                      | 14 |
| 1.3.3、 具备规模化定制产品快速交付能力，深度绑定全球头部餐饮品牌.....                  | 15 |
| 1.4、 风险提示.....                                            | 16 |
| 2、 悍高集团（001221.SZ）：国内家居五金和户外家具领先企业，创新性设计理念助力民族品牌推广.....   | 17 |
| 2.1、 家居五金和户外家具行业领跑者，业绩增速远超可比公司平均.....                     | 17 |
| 2.2、 消费和技术升级驱动行业向中高端转型，家居五金和户外家具前景广阔.....                 | 20 |
| 2.2.1、 家居五金和户外家具应用场景丰富，未来市场空间广阔.....                      | 20 |
| 2.2.2、 消费升级、家居智能化和房地产政策托举驱动市场发展.....                      | 22 |
| 2.2.3、 行业集中度将逐步提升，国内厂商加速向高端市场突破.....                      | 26 |
| 2.3、 爆款产品纵深突破，多元互补销售渠道助力业绩增长.....                         | 27 |
| 2.3.1、 研发设计能力出色，利用爆款产品实现纵深突破.....                         | 27 |
| 2.3.2、 潜心打造行业领先的品牌力，在消费者群体中知名度显赫.....                     | 29 |
| 2.3.3、 积极开拓多渠道营销模式，业绩发展速度和销量增长为行业突出.....                  | 30 |
| 2.4、 风险提示.....                                            | 31 |
| 3、 技源集团（603262.SH）：同时布局营养原料与营养制剂业务，众多知名膳食营养补充品牌核心供应商..... | 32 |
| 3.1、 膳食营养补充技术领先，积极拓展市场地位.....                             | 32 |
| 3.2、 消费者营养健康意识增强，膳食营养补充行业前景广阔.....                        | 34 |
| 3.2.1、 膳食营养补充剂：人体必需营养素的有力补充，健康消费热潮助推行业发展.....             | 34 |
| 3.2.2、 直接关乎机体的行动能力，肌肉和关节健康市场发展迅猛.....                     | 36 |
| 3.2.3、 行业专业化分工趋势显著，国内企业加速追赶.....                          | 41 |
| 3.3、 全球膳食营养领军企业，全产业链布局捕捉行业痛点.....                         | 42 |
| 3.3.1、 全球 HBM 产业领军企业，氨糖领域核心供应商.....                       | 42 |
| 3.3.2、 行业内少有的产业链垂直整合产业，持有特色自有品牌.....                      | 43 |
| 3.3.3、 面向全球膳食营养行业，已成为国内外众多知名品牌核心供应商.....                  | 44 |
| 3.4、 风险提示.....                                            | 45 |
| 4、 风险提示.....                                              | 45 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1： 纸制餐饮具产品营收占比最高(万元).....   | 5 |
| 图 2： 纸制餐饮具产品毛利率最高.....        | 5 |
| 图 3： 恒鑫生活营业收入持续增长.....        | 6 |
| 图 4： 近年来恒鑫生活净利润持续增长.....      | 6 |
| 图 5： 恒鑫生活盈利能力维持较高水平.....      | 6 |
| 图 6： 恒鑫生活管理费用率下降、整体费用率较低..... | 6 |

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 7: 纸制与塑料餐饮具行业产业链 .....                            | 8  |
| 图 8: 2022 年以来, 餐饮业呈现显著复苏态势.....                     | 10 |
| 图 9: 近年来外卖行业保持快速发展趋势 .....                          | 10 |
| 图 10: 预计到 2029 年全球一次性餐具市场规模将增长到 439.5 亿美元.....      | 10 |
| 图 11: 预计 2034 年全球可生物降解一次性餐具市场规模将达到 186 亿美元 .....    | 12 |
| 图 12: 恒鑫生活已在合肥、上海、海南、武汉、霍山等全国多地建设生产基地.....          | 16 |
| 图 13: 基础五金营收占比逐年增高, 近年达到最高(万元).....                 | 18 |
| 图 14: 收纳五金和户外家具毛利率最高(%).....                        | 18 |
| 图 15: 悍高集团营业收入稳步增长 .....                            | 18 |
| 图 16: 近年来悍高集团净利润快速增长 .....                          | 18 |
| 图 17: 悍高集团盈利能力维持较高水平 .....                          | 19 |
| 图 18: 悍高集团销售费用率水平较高 .....                           | 19 |
| 图 19: 悍高集团收纳五金产品图示 .....                            | 20 |
| 图 20: 悍高集团基础五金产品图示 .....                            | 20 |
| 图 21: 悍高集团厨卫五金产品图示 .....                            | 21 |
| 图 22: 悍高集团户外家具产品图示 .....                            | 21 |
| 图 23: 家居五金和户外家具产品行业产业链.....                         | 21 |
| 图 24: 中国家居五金市场规模预计将稳步增长.....                        | 22 |
| 图 25: 预计 2025 年国内户外家具市场规模将达到 63.1 亿元.....           | 22 |
| 图 26: 2014 年至 2024 年, 全国居民人均消费支出年均复合增长率为 6.89%..... | 23 |
| 图 27: 悍高智能水槽产品效果图 .....                             | 23 |
| 图 28: 国家老旧小区改造政策的实施助力家居五金需求增长.....                  | 24 |
| 图 29: 全球户外家具市场规模有望稳定增长.....                         | 25 |
| 图 30: 目前家居五金行业进入创新发展、重视研发阶段.....                    | 26 |
| 图 31: 悍高明星产品-希勒 4.0 系列拉篮 .....                      | 28 |
| 图 32: 悍高明星产品-天翼系列户外家具 .....                         | 28 |
| 图 33: 悍高集团长期签约甄子丹成为代言人, 大力推广品牌知名度.....              | 29 |
| 图 34: 悍高集团主要销售渠道为线下经销, 线上电商云商补充扩大销售覆盖面(万元) .....    | 31 |
| 图 35: 营养原料产品营收占比最高(万元).....                         | 32 |
| 图 36: 营养原料产品毛利率最高 .....                             | 32 |
| 图 37: 近年来技源集团营业收入规模明显提升.....                        | 33 |
| 图 38: 近年来技源集团净利润持续增长 .....                          | 33 |
| 图 39: 技源集团盈利能力维持较高水平 .....                          | 33 |
| 图 40: 2022-2024 年, 技源集团期间费用率小幅提升 .....              | 33 |
| 图 41: 膳食营养补充行业产业链上、中、下游.....                        | 35 |
| 图 42: 预计 2050 年, 全球人口老龄化趋势将进一步深化.....               | 36 |
| 图 43: HMB 可有效改善由肌肉减少和功能衰退引发的一系列健康问题.....            | 37 |
| 图 44: 肌肉随年龄提升而逐步流失 .....                            | 38 |
| 图 45: 预计 2030 年全球 HMB 产量可达 3,571.69 吨 .....         | 39 |
| 图 46: 氨糖对骨关节健康 .....                                | 40 |
| 图 47: 技源集团获得了多个全球权威机构颁发的质量体系认证.....                 | 43 |
| 图 48: 技源集团在产品形态上进行全面尝试.....                         | 44 |
| 图 49: 技源集团与多名知名客户建立长期稳定合作关系 .....                   | 44 |

|                                                             |   |
|-------------------------------------------------------------|---|
| 表 1: PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目、智能化升级改造项目和研发技术中心为恒鑫生活核心 IPO 项目 ..... | 7 |
|-------------------------------------------------------------|---|

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 表 2: 2024 年恒鑫生活多项关键财务指标处于可比公司前列.....                       | 7  |
| 表 3: 各类餐饮具产品情况对比 .....                                     | 8  |
| 表 4: 2020 年至 2024 年出台的有关塑料制品政策.....                        | 11 |
| 表 5: 高端市场由少数龙头主导, 头部企业优势显著.....                            | 12 |
| 表 6: 恒鑫生活在可生物降解领域专利数量位居行业前列.....                           | 14 |
| 表 7: 恒鑫生活拥有齐全的产品线 .....                                    | 14 |
| 表 8: 智慧家居五金自动化制造基地项目、研发中心基地建设项目和信息化建设项目为悍高集团 IPO 核心募投项目 .. | 19 |
| 表 9: 2024 年悍高集团多项关键财务指标处于可比公司前列.....                       | 20 |
| 表 10: 悍高集团专利数量明显高于可比公司平均、在外观设计分类上处于绝对领先 .....              | 28 |
| 表 11: 悍高集团以经销和直销相结合、线上和线下相补充的方式进行产品销售 .....                | 30 |
| 表 12: 营养健康原料生产基地建设项目、启东营养健康食品生产线扩建项目和启东技术创新中心为核心募投项目 ....  | 34 |
| 表 13: 2024 年技源集团多项关键财务指标处于可比公司前列.....                      | 34 |
| 表 14: HMB 获批进入更多区域性市场 .....                                | 38 |
| 表 15: 预计 2027 年全球氨糖原料市场规模达到 24,568 吨.....                  | 41 |
| 表 16: 行业内企业通常聚焦于某一运营业态, 覆盖多业态的复合型企业相对较为稀缺 .....            | 41 |

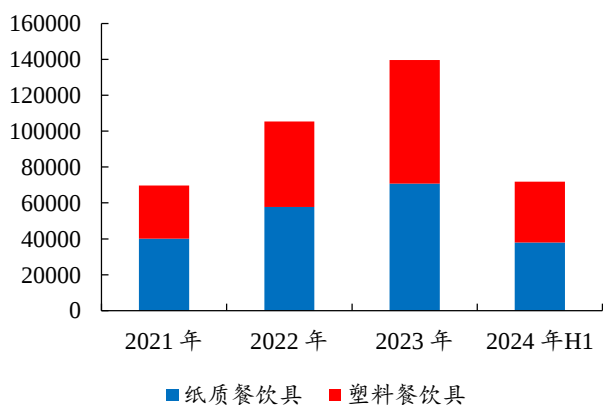
## 1、恒鑫生活(301501.SZ):国内纸制与塑料餐饮具领先企业，深度绑定全球头部餐饮品牌

### 1.1、可生物降解餐饮具行业领先企业，积极拓展应用边界

恒鑫生活科技股份有限公司是面向全球的餐饮具研发制造商，是国内可生物降解餐饮具产品行业的领先企业。公司主要生产和销售可生物降解或不可生物降解餐饮具产品。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，目前的代表性产品有 CPLA 杯盖、PLA 淋膜纸杯、纸杯配套产品、PP/PET/PS 杯盖，PLA 淋膜纸杯及 PP/PET 塑料杯的配套产品等。目前，公司在可降解领域积累了较多核心技术，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。在客户方面，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。展望未来，随着城镇化趋势下生活节奏加快、收入水平提升，餐饮行业需求有望在较高的水平上保持增长，下游客户收入增长将带动公司业绩持续提升。

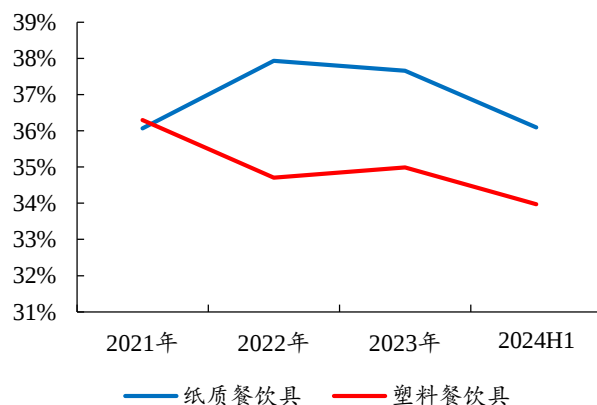
纸制餐饮具产品营收占比最高，且盈利能力最强。具体来看，（1）公司纸制餐饮具产品从可生物降解与不可生物降解，可分为 PLA 淋膜纸杯和 PE 淋膜纸杯。其中，通过自主开发定制并改进 PLA 淋膜设备，显著提升 PLA 淋膜纸杯的制造速度并降低了成本。2024 年上半年，公司 PLA 淋膜纸杯产品营收达到 16,001.98 万元，占比达 22.28%；PE 淋膜纸杯则属于传统不可生物降解式传统纸杯，产品营收达到 15,123.39 万元，占比达 21.06%。综上，纸制餐饮具是公司营收占比最高，且盈利能力最强的产品，综合营收占比达到 52.94%，毛利率达到 36.09%；（2）塑料餐饮具产品也由可生物降解与不可生物降解区分。该大类系列产品可分为 PLA 系列和 PET/PP/PS 系列，主要生产塑料杯、杯盖及其他产品。近年来，公司扩充 PLA 材质并从单一淋膜纸杯研发出了可生物降解塑料杯等产品。由此，公司拥有了传统不可生物降解塑料餐饮具与新晋可生物降解塑料餐饮具。综合塑料餐饮具毛利率水平也较高，2024 年 H1 塑料餐饮具毛利率达 33.97%。

图1：纸制餐饮具产品营收占比最高(万元)



数据来源：恒鑫生活招股书、开源证券研究所

图2：纸制餐饮具产品毛利率最高

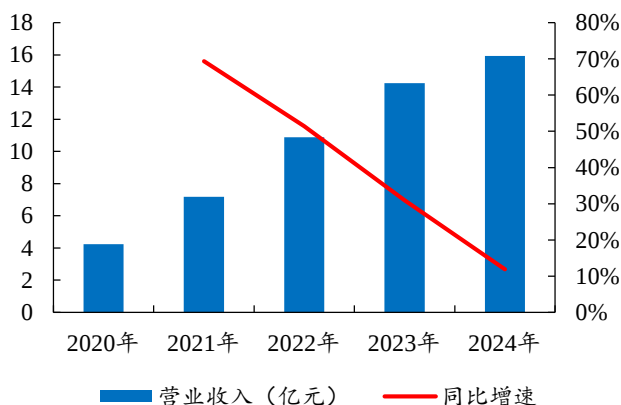


数据来源：恒鑫生活招股书、开源证券研究所

公司营收呈现高速增长态势，毛利率维持高位。受益于公司创新产品体系的丰富，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

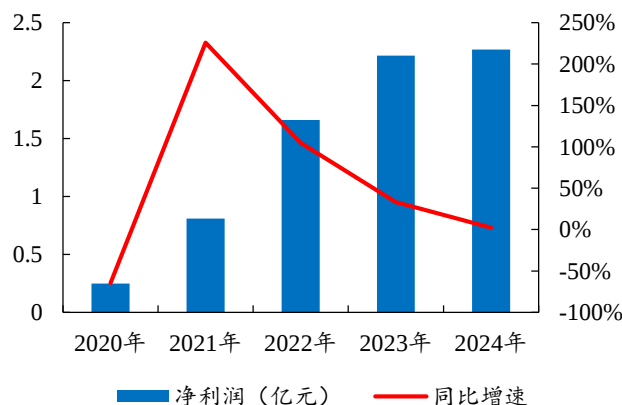
富及迭代、销售区域的拓展、下游应用领域的扩展以及新老客户的需求的开拓，公司营收显著增长，由 2020 年的 4.24 亿元增长至 2024 年的 15.94 亿元，年复合增长率达 39.21%；净利润由 2020 年的 0.25 亿元增长至 2024 年的 2.27 亿元，年复合增长率为 73.76%。2025 年上半年，虽然受到中美关税等因素影响，但公司营业收入和净利润依然呈现增长态势，实现营收 8.71 亿元，同比+18.81%；归母净利润 1.25 亿元，同比+19.7%。毛利率方面，得益于公司拥有高端品牌客户、高精度生产技术、大规模生产能力、全方位服务能力，毛利率较高且较为稳定，2022-2024 年毛利率分别为 28.12%、28.63%、26.28%。期间费用方面，近三年（2022-2024 年）公司期间费用率整体平稳。伴随着公司销售规模的增加，规模效应逐步显现，管理费用率持续下降。

图3：恒鑫生活营业收入持续增长



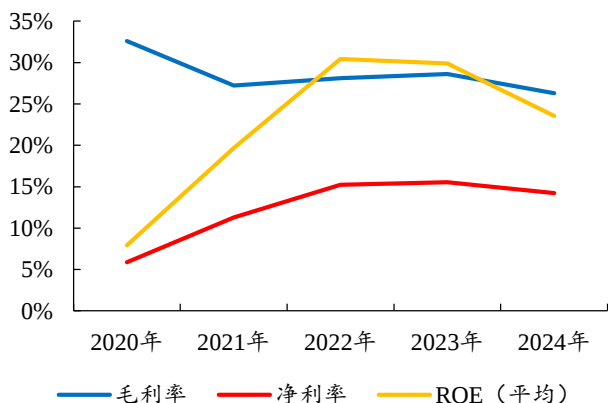
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：近年来恒鑫生活净利润持续增长



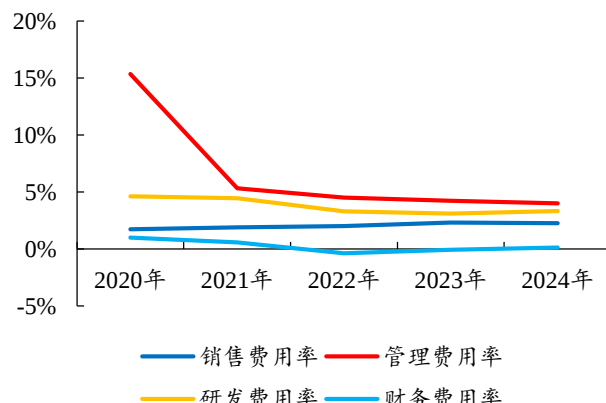
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：恒鑫生活盈利能力维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：恒鑫生活管理费用率下降、整体费用率较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

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和研发中心项目为公司核心 IPO 项目。公司 IPO 共募集资金净额 89,891.47 万元，将主要用于扩充产能和提升自身研发水平。公司现产可生物降解餐具体量有限，项目计划增产全系列 PLA 餐饮具，公司拟投入募集资金金额 53,770 万元推进生产全系列具有可生物降解环保餐具能力的智能工厂，有效提升公司现有可生物降解产品的生产规模，满足客户需求，增强公司产品的市场竞争力，提升公司市场占有率并巩固公司在市场中的优势地位。同时，为了提高生产物流、自动包装、仓储物流效率，降低人工成本，公司拟投入募集资金金额 8,500 万元购置纸杯全自动包装线、智能物流系统等智能生产物流、包装、仓储物流一体化设备，改造现有厂房的生产物流、

包装和仓储物流区域，建设涵盖生产物流、包装自动化、仓储物流等环节的智能化体系优化生产线。最后，公司拟投入募集资金金额 5,562 万元用于引进高水平研发人才，结合现有的技术能力和储备，加大对 PLA 材料性能及应用领域的研究和开发，抓住行业发展机遇，满足公司业务发展需求，提升公司的市场竞争力。

表1: PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目、智能化升级改造项目 and 研发技术中心为恒鑫生活核心 IPO 项目

| 序号  | 项目名称                      | 总投资金额（万元） | 拟投入募集资金金额（万元） |
|-----|---------------------------|-----------|---------------|
| 1   | 年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目 | 60,000.00 | 53,770.00     |
| 2   | 智能化升级改造项目                 | 8,500.00  | 8,500.00      |
| 3   | 研发技术中心项目                  | 5,562.00  | 5,562.00      |
| 4   | 补充流动资金                    | 15,000.00 | 15,000.00     |
| 合 计 |                           | 89,062.00 | 82,832.00     |

资料来源：恒鑫生活招股书、开源证券研究所

公司近年来业绩增速较快，盈利能力优于可比公司平均。由于公司部分主营产品基可生物降解材料 PLA 研发，对比传统工艺柔韧性及耐热性较传统塑料差，且加工精度要求高，对 PLA 进行改性、淋膜、片材制备等需要长时间的技术积累和持续不断的技术创新，具有较高的技术壁垒。同时，公司根据客户需求、生产计划、采购价格、交期等因素择优选择原材料供应商采购，同时积极寻找新的原材料供应商，不断拓展采购渠道，对供应商具有一定的议价能力；且当原材料价格等发生较大波动时，公司通过与客户积极沟通，协商调整销售价格，因此公司毛利率水平显著优于可比公司平均。同时，公司可降解餐饮具属于餐饮具领域较为新兴的技术路线，尚未完全在市场普及，近年来公司持续迭代新产品，并积极拓展下游应用领域和应用场景。随着下游行业的消费升级以及行业内长期累积的客户优势，公司业绩增长迅速，营收和净利润复合增速显著优于可比公司平均。

表2: 2024 年恒鑫生活多项关键财务指标处于可比公司前列

| 公司名称 | 股票代码      | 营业收入(万元)    | 净利润(万元)  | 2022-2024 年营收 CAGR (%) | 2022-2024 年净利润 CAGR (%) | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | ROE(平均) | 研发费用率 (%) |
|------|-----------|-------------|----------|------------------------|-------------------------|---------|---------|---------|-----------|
| 家联科技 | 301193.SZ | 232623.7163 | 4545.116 | 23.4%                  | -7.15%                  | 17.62%  | 1.95%   | 3.37%   | 3.02%     |
| 南王科技 | 301355.SZ | 140026.8007 | 2993.031 | 5.4%                   | -23.72%                 | 15.66%  | 2.14%   | 2.45%   | 3.46%     |
| 富岭股份 | 001356.SZ | 226886.4676 | 21893.67 | 15.87%                 | 23.68%                  | 21.11%  | 9.65%   | 18.14%  | 2.77%     |
| 平均值  |           | 199845.6615 | 9810.606 | 14.89%                 | -2.4%                   | 18.13%  | 4.58%   | 7.99%   | 3.09%     |
| 恒鑫生活 | 301501.SZ | 159412.3422 | 22675.13 | 30.40%                 | 39.98%                  | 26.28%  | 14.22%  | 23.54%  | 3.35%     |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：如未特殊说明，财务数据对应年份为 2024 年）

1.2、下游餐饮用具市场需求旺盛，可降解餐饮具前景广阔

1.2.1、纸制与塑料餐饮具具有卫生、价廉等优点，可降解餐饮具前景广阔

纸制与塑料餐饮具具有卫生、方便、可靠、安全、质轻、美观、价廉等优点，近年来其下游餐饮行业需求在较高的水平上保持增长。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 5.62 万亿元，同比增长 6.22%。快餐、外卖、新中式茶饮及咖啡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。从产业链来看，纸制与塑料餐饮具行业的主要上游主要包括原材料供应商，包括原纸和 PLA 粒子、传统塑料粒子供应商等。其中，PLA 粒子主要生产聚乳酸，是提升与产业升级是发展重点之一，国内一些深加工企业和生物化工企业开始投资进入 PLA 产业，PE、PP 等行业主要生产不可生物降解的传统

塑料；中游为餐饮具生产企业，主要生产纸杯、餐盒、刀叉勺、吸管等；下游主要为餐饮行业、民用航空等大型企业或家庭日用消费。

图7：纸制与塑料餐饮具行业产业链



资料来源：恒鑫生活招股书

为了解决塑料制品带来的“白色污染”问题，世界各国都在努力探求，研发、生产在环境中可降解的新材料来代替对环境造成污染的传统塑料制品。根据下游应用场景的不同要求，纸制与塑料餐饮具产品主要下游应用可分为可生物降解产品与不可生物降解产品。可生物降解塑料是指在特定环境下，通过光、生物等途径将塑料大分子链切断变成小分子，最终变成水和二氧化碳完成碳循环、消失在自然界的塑料。相比于传统塑料，可生物降解塑料能得到全面回收，从而减少环境污染。可降解塑料餐饮具主要由可降解粒子改性的过程制造，具有环保且安全的特点。其中，PLA 是以乳酸为主要原料聚合得到的聚合物，是一种新型的生物基可生物降解材料，也是业内主流的可生物降解技术原材料。可生物降解塑料制品包括餐饮具、包装袋、服装、农用薄膜、3D 打印材料、医药材料等，涉及领域包括包装、电子、汽车&运输、消费品、纺织、农业、涂料、3D 打印、现代医药、建筑建造等。随着禁限塑等一系列环保法规政策推出，可生物降解塑料逐渐成为未来塑料工业发展的大趋势，可生物降解塑料在餐饮具市场的应用也随之进一步扩大。然而，由于可降解材料还未完全占领市场，部分产品依然依赖传统塑料来达成市场需求。

表3：各类餐饮具产品情况对比

| 材料类别    | 原材料         | 优势         | 劣势           | 图片                                                                                    |
|---------|-------------|------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 不可生物降解类 | PP、PET、PS 等 | 价格低廉，供应链成熟 | 不可降解，污染环境    |  |
| 可生物降解类  | PLA 等       | 环保、可生物降解   | 原材料价格高昂，不易储存 |  |

| 材料类别   | 原材料 | 优势        | 劣势     | 图片                                                                                  |
|--------|-----|-----------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 可生物降解类 | 原纸  | 工艺简单，阻隔性好 | 产品形态单一 |  |

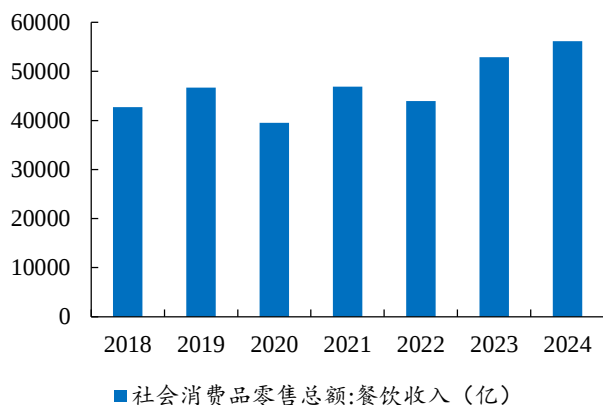
资料来源：恒鑫生活招股书、开源证券研究所

### 1.2.2、下游餐饮用具市场需求旺盛，可降解餐饮具渗透率提升

#### 下游餐饮用具市场需求旺盛，纸制与塑料餐饮具行业增长动能强劲

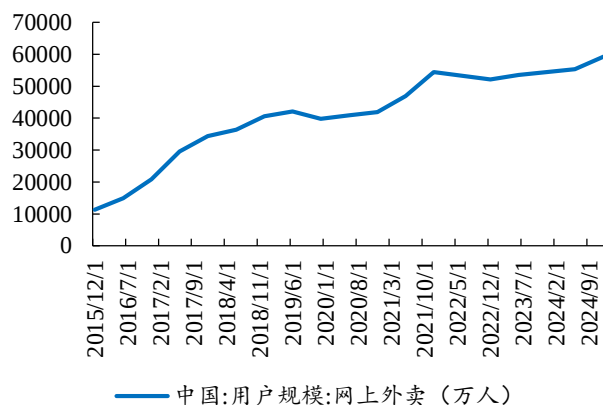
随着餐饮行业规模壮大，下游快餐、外卖等行业蓬勃发展，现磨咖啡、新式茶饮等饮品行业产品品类不断创新拓宽将带动纸制与塑料餐饮具需求增长。城镇化趋势下生活节奏加快、收入水平提升拉动外卖就餐消费群体扩大，消费能力提升带动了消费需求的升级。消费者对餐饮的需求由满足基本生理需求升级为对品质、环境、服务、安全、氛围、社交等全方位体验的需求，极大的推动了餐饮行业的发展。根据国家统计局数据，2022 年以来，餐饮业呈现显著复苏态势，餐饮行业社会消费品零售总额由 2022 年的 4.39 万亿提升至 2024 年的 5.62 万亿。而纸制与塑料餐饮具凭借卫生、方便、可靠、安全、质轻、美观、价廉等优点将充分受益于下游餐饮业的快速复苏，以及外卖、快餐、现磨咖啡、新式茶饮等细分行业需求增长。**（1）外卖：互联网技术发展以及人民对便利生活的追求推动外卖行业飞速发展。**2011 年至 2020 年，中国餐饮在线外卖市场规模从 216.8 亿元增至 6,646.2 亿元，年均复合增长率为 46.27%，中国餐饮在线外卖用户规模从 0.63 亿人增至 4.56 亿人，2024 年达到 5.9 亿人；根据国家信息中心数据，2017 年至 2022 年，中国在线外卖收入占全国餐饮业收入比重由 7.6%提升至 25.4%。未来随着互联网技术进一步成熟、餐饮外卖场景的拓展、居民购买力的提升以及餐饮物流的持续优化，预计餐饮外卖能够保持持续增长。外卖行业的快速发展将带动纸制与塑料餐饮具的增长。**（2）现磨咖啡、新式茶饮行业：市场规模处于增长阶段。**近年来消费者对现磨咖啡、新式茶饮等饮品行业的热情持续上升，现磨咖啡、新式茶饮等市场规模随之增长。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，2021-2023 年均复合增长率达 17.14%，预计 2024 年将增至 3133 亿元。另外，根据奈雪的茶招股说明书披露，2020 年新式茶饮行业市场规模为 1,136 亿元，2015 年-2020 年复合增长率为 21.9%，预计 2025 年新式茶饮的市场规模将达到 3,400 亿元；**（3）快餐：“快餐文化”和“速食主义”助推快餐业迅猛发展。**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。**（4）家庭日用消费领域需求快速增长。**纸制与塑料餐饮具作为餐饮具的重要组成部分，成为居民生活中的重要采购物资。大型超市、百货商店、便利店、电商为居民采购纸制与塑料餐饮具的主要渠道。纸制与塑料餐饮具作为居民日用品，市场规模较大，随着社会消费水平的提高，纸制与塑料餐饮具市场规模有望保持增长。

图8：2022 年以来，餐饮业呈现显著复苏态势



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

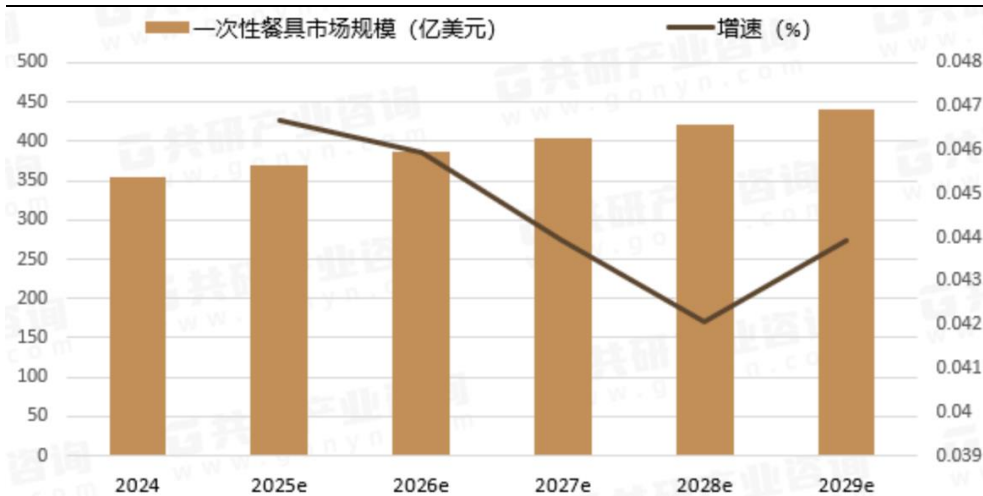
图9：近年来外卖行业保持快速发展趋势



数据来源：中国互联网络信息中心、Wind、开源证券研究所

国家和政府系列政策文件的出台和落实，为餐饮行业发展提供持续利好的政策环境，餐饮行业社会消费品零售总额有望进一步增长。快餐、外卖、新中式茶饮及咖啡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。在上述因素驱动下，根据共研网数据，2024 年，全球一次性餐具市场规模为 353.5 亿美元，预计到 2029 年一次性餐具市场规模将增长到 439.5 亿美元。

图10：预计到 2029 年全球一次性餐具市场规模将增长到 439.5 亿美元



资料来源：共研网

### 禁限塑政策逐步推进，可降解餐饮具渗透率提升

随着塑料的大规模使用和缺位的塑料回收体系，“白色污染”成为全球公认的环境问题。可降解塑料通过光、生物等途径转化为二氧化碳和水完成碳循环，是解决“白色污染”的理想替代品。可降解餐饮具市场前景广阔。

**驱动因素一：随着禁限塑政策逐步的推进，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。**境内外各级政府出于环保考虑，逐步推进禁限塑政策的实施。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。2020 年 7 月，国家发改委、生态环境部等九部委联合印发《关于扎实推进塑料污染治理工作

的通知》明确指出，2021 年 1 月 1 日起，将禁用不可降解的塑料袋、塑料餐具及塑料吸管等。2021 年 9 月，国家发改委、生态环境部发布《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》明确指出，科学稳妥推广塑料替代产品。根据国家发改委、生态环境部发布的《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，各省区纷纷出台政策限制不可回收塑料的生产与使用。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。这些政策直接促使市场对可生物降解产品的需求增加，推动了 PLA 淋膜纸杯、PLA 塑料餐饮具等环保产品的销售增长。

**表4：2020 年至 2024 年出台的有关塑料制品政策**

| 时间         | 出台政策                     | 政策内容                                                   |
|------------|--------------------------|--------------------------------------------------------|
| 2020 年 1 月 | 《关于进一步加强塑料污染治理的意见》       | 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 |
| 2020 年 7 月 | 《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》      | 2021 年 1 月 1 日起，将禁用不可降解的塑料袋、塑料餐具及塑料吸管等                 |
| 2021 年 9 月 | 《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》 | 科学稳妥推广塑料替代产品                                           |
| 2024 年 2 月 | 《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                            |

资料来源：恒鑫生活招股书、开源证券研究所

### 驱动因素二：受益于“双碳”目标逐步推进，生物基可降解制品需求得到提升。

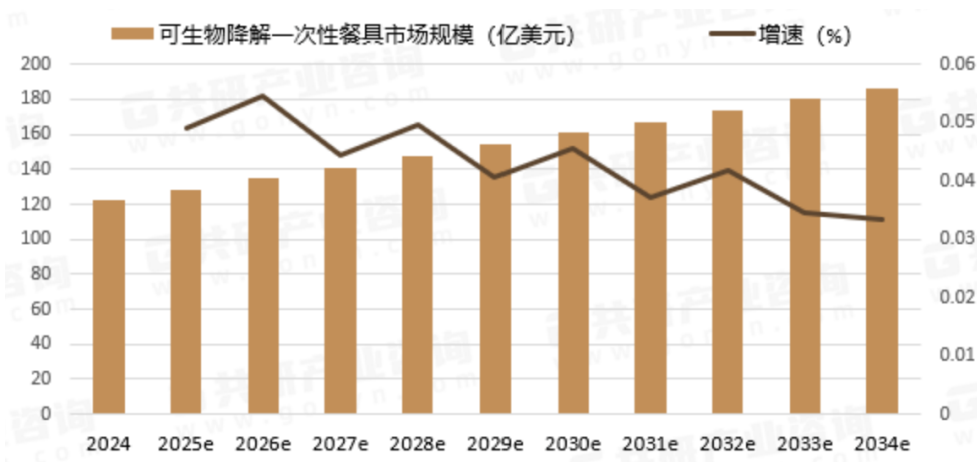
随着“碳达峰”及“碳中和”目标设立，低碳经济成为未来趋势。生物基可降解塑料通过“生物质—生物基产品—循环利用或燃烧—CO<sub>2</sub>—生物质”可以形成完整闭环从而减少温室气体排放，大幅减少当前石油路线生产塑料的碳排放。根据《中国塑料的环境足迹评估》的研究，以接近国内 PLA 的生产环境为前提，PLA 产品的碳排放系数远低于 PE、PP、PBS、PBAT 等石油基塑料产品。随着“双碳”目标逐步推进，可降解塑料制品将能够有效替代以石油基传统塑料构成的高碳产品，市场空间广阔。恒鑫生活等行业头部企业掌握了以 PLA 材料为主的生物基可降解材料的改性、淋膜及塑型技术，具备较强的新型生物基可降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。

**驱动因素三：可生物降解塑料产能提升为可生物降解产品的生产和推广提供基础。**随着禁限塑政策推进，PLA 的下游应用领域及应用场景持续拓展，PLA 的供给侧出现了短暂紧张的情形，且成本较传统塑料高。目前，国内已颁布支持新兴可生物降解材料发展的政策，可生物降解材料新增规划产能较多。随着规划产能的落地、材料制备生产工艺的成熟，可生物降解材料的供需关系已得到改善，产品质量将进一步提升，材料成本将逐渐降低，从而满足市场对可降解塑料的需求。例如，《中国制造 2025》将 PLA 列入高分子材料重点发展对象，科技部《“十三五”材料领域创新专项规划》明确提出将耐高温 PLA 技术提升与产业升级作为发展重点之一，国内一些玉米深加工企业和生物化工企业开始投资进入 PLA 产业。截至 2022 年末，丰原福泰来、浙江海正分别拥有年产 10 万吨和 4 万吨的 PLA 产能，中粮科技、金发科技等也在积极布局产线，国内在建和规划产能达到 160 万吨。因此，未来几年国内 PLA 的供给将逐步增加。生产技术的改进，规模效应的提升将推动可降解塑料市场规模的扩大。

随着许多国家和地区禁塑政策的颁布与实施，以及可降解塑料产能的快速提升，可生物降解餐饮具市场规模将持续扩大。根据共研网数据，2024 年，全球可生物降

解一次性餐具市场规模为 122 亿美元；预计 2034 年可生物降解一次性餐具市场规模将达到 186 亿美元。

图11：预计 2034 年全球可生物降解一次性餐具市场规模将达到 186 亿美元



资料来源：共研网

### 1.2.3、头部企业优势显著，餐饮行业壮大促进餐饮具需求

目前，纸制与塑料餐饮具行业进入门槛较低，行业集中度低但高端市场和国内龙头集中度偏高。在中低端产品领域，普遍存在产品同质化严重的情况，导致中低端市场竞争激烈、利润水平较低。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。随着环保政策的进一步推进，下游行业消费升级以及新技术、新工艺的推出，行业内的优势厂商将凭借其长期积累起来的技术优势、产品优势、客户优势、生产优势等，继续扩大其市场份额，行业集中度有提升的趋势。高端市场对产品性能、环保标准要求较高，拥有 PLA 改性技术、淋膜工艺等核心技术的企业能够提供更优质的产品，形成竞争壁垒，从而挤压中小企业的生存空间。

表5：高端市场由少数龙头主导，头部企业优势显著

| 序号 | 公司   | 主营业务                     | 技术实力                   | 市场地位                                                           |
|----|------|--------------------------|------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 1  | 家联科技 | 塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售    | 拥有 190 余项国家及国际专利技术     | 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                        |
| 2  | 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 | 拥有已授权境内专利 66 项         | 中国印刷包装企业 100 强                                                 |
| 3  | 泉舜纸塑 | 食品包装容器的研发、生产及销售          | 拥有发明专利 1 项、实用新型专利 19 项 | 2020-2021 年度厦门市最具成长性企业                                         |
| 4  | 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 | 拥有境内专利 95 项            | 环保塑料餐具国家级制品冠军企业，2022 年度中国轻工业塑料行业十强企业，2019 至 2021 和 2023 年为中国轻工 |

| 序号 | 公司   | 主营业务              | 技术实力                               | 市场地位                            |
|----|------|-------------------|------------------------------------|---------------------------------|
|    |      |                   |                                    | 塑料行业十强企业，2022 年中国降解塑料行业十强企业     |
| 5  | 恒鑫生活 | 纸制与塑料餐饮具的研发、生产和销售 | 拥有发明专利 5 项、实用新型专利 83 项、外观设计专利 19 项 | 2017-2022 年度中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业 |

资料来源：恒鑫生活招股书、开源证券研究所

行业头部由少数拥有技术、规模及品牌客户资源的企业主导，其竞争优势主要体现在技术研发、规模化生产、客户资源和政策适应性等方面。恒鑫生活等行业头部企业掌握可降解材料、高精度生产工艺等核心技术，同时拥有优质客户资源如星巴克、瑞幸咖啡、喜茶等咖啡或新式茶饮品牌并与这些品牌保持紧密合作。同时，头部企业顺应“以纸代塑”和“可降解塑料”发展趋势，产品结构优化，与环保趋势契合。许多企业在境外市场受欧盟 BPI 认证、美国 FDA 标准等严格法规限制，通过认证的头部企业能进入供应链，间接表明全球市场由合规头部企业主导。随着行业消费升级以及新技术、新工艺的推出，行业内的优势厂商将凭借其长期积累起来的技术优势、产品优势、客户优势、生产优势等，继续扩大其市场份额。

### 1.3、聚焦可生物降解产业，深度绑定全球头部餐饮品牌

#### 1.3.1、聚焦可生物降解产业，坚定推动可生物降解新材料的多元化应用

公司是行业内具有优势地位的、以可生物降解餐饮具为主的生产企业，有望在未来的竞争中占得先机。公司是国内较早从事可生物降解餐饮具研发、生产和销售的企业，在原有传统纸杯业务的基础上，公司逐步突破了 PLA 粒子改性、淋膜技术及 PLA 纸杯成型技术，具备产业链和产品线优势、技术优势、可生物降解系列产品优势、生产规模优势、质量控制优势、品牌及客户优势等。在技术方面，公司注重技术研发，在可生物降解领域专利数量位居行业前列，参与了多数标准制定工作。截至 2024 年，公司在可生物降解领域拥有超过 60 项专利技术，在可生物降解领域专利数量位居行业前列。公司 PLA 材料改性技术，使改性的 PLA 粒子能够克服 PLA 材料在应用端的不足，并规模化稳定生产。首先，公司重点改善了 PLA 粒子成膜的附着力、流动性、均匀性，使公司纸张淋膜的生产效率显著提高，减少了单位纸张淋膜的 PLA 克重，降低了 PLA 淋膜纸的成本。其次，重点改善了 PLA 粒子结晶速率和结晶度等指标，使 PLA 改性粒子在生产吸塑类产品时具有更好的性能与效果。以公司的 CPLA 杯盖产品为例，其具有优异的耐热度指标，同时可以实现高效生产。再次，重点改善了 PLA 粒子流动性指标，使 PLA 改性粒子在生产注塑类产品时，具有更好的加工性能及产品性能。以生产 CPLA 刀叉勺产品为例，在保证产品成型品质的情况下，降低注射压力，有效延长模具的使用寿命，并解决了成品的披锋、毛刺、脆性大等问题。最后，重点改善了 PLA 粒子韧性、抗老化性等指标，使 PLA 改性粒子在生产吸管类产品时，能够稳定连续生产，产品外观更为精美、保质期更长；在生产工艺方面，公司可在各个生产环节中保证产品生产的高效率及高质量。公司依据多年对可生物降解材料改性的研究，在生产工艺的控制中，依据改性粒子的特性在各个生产环节建立了严格的生产操作规范，满足产品的高品质要求。PLA 材料存在质脆的特点，导致其成膜难度高，同时由于 PLA 材料分子结构特点，加工 PLA 材料对温度、湿度的控制要求较高。公司经过大量研究，已经能够熟练掌握 PLA 材料的淋膜工艺、成型工艺，在各个生产环节中保证产品生产的高效率及高质量，

产品质量得到客户的高度认可；在生产规模方面，募投项目巩固行业优势地位。公司募投项目“年产3万吨PLA可堆肥绿色环保生物制品项目”的实施，将扩大公司PLA可降解餐饮具的产能，提高公司在可生物降解餐饮具市场的占有率。随着未来禁限塑政策的推进，公司将凭借既有优势并不断加大投入，保持并持续提升公司在可生物降解系列产品领域的优势地位。

表6：恒鑫生活在可生物降解领域专利数量位居行业前列

| 公司名称           | 生物降解领域现行有效专利数量（项） | 参与生物降解领域标准制定数量（项） | 获得中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业次数（次） |
|----------------|-------------------|-------------------|----------------------------|
| 恒鑫生活           | 57                | 18                | 5                          |
| 家联科技           | 27                | 15                | 3                          |
| 富岭股份           | 8                 | 5                 | 1                          |
| 浙江鹿度           | 8                 | 3                 | 0                          |
| 深圳光华伟业股份有限公司   | 16                | 9                 | 3                          |
| 常州龙骏天纯环保科技有限公司 | 7                 | 3                 | 3                          |

资料来源：《恒鑫生活：首次公开发行股票并在创业板上市申请文件的第二轮审核问询函的回复》、开源证券研究所（注：数据截至2023年6月）

### 1.3.2、多元产品线满足个性化需求，全流程加工保障快速响应

公司凭借产业链完整和产品线齐全的优势，可以快速响应客户的个性化需求。一方面，公司具备全流程加工生产能力，是行业内少数同时具备原材料粒子改性、纸张淋膜、纸制品成型及可生物降解塑料制品成型能力的企业。凭借完整的产业链优势，公司对可生物降解材料的特性具备更深的理解，能够根据客户对产品性能、样式的需求，系统性进行材料改性、纸张淋膜、设备改进并完成产品生产，缩短了产品研发周期且能保证产品质量及稳定性，从而具备更快速的市场反应能力、更优秀的客户服务能力，并可以有效控制生产成本，提高盈利能力；另一方面，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、吸管等，还可以根据客户的个性化需求进行定制。由于纸制餐饮具与塑料餐饮具在生产流程、技术要点、质量控制等方面存在较大差异，导致市场上主要的餐饮具供应商通常以一种业务方向为主。在多数应用场景下，纸制餐饮具及塑料餐饮具常以搭配、封合方式出现，例如纸杯配塑料杯盖、纸碗配塑料刀叉勺、纸杯配塑料吸管。公司经过不断的研发，同时拥有生产可生物降解及传统纸制、塑料餐饮具的能力，形成了覆盖纸制、塑料餐饮具的核心技术，具备为客户提供一体化解决方案的服务能力。公司丰富的产品类型增强了公司的竞争力，为公司实现业绩持续稳定增长打下了坚实的基础。

表7：恒鑫生活拥有齐全的产品线

| 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                                                       |    |
| 杯盖      | 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 杯盖<br>PP/PET/PS 等杯盖 | 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 |    |
| 塑料杯     | PLA 塑料杯<br>PP/PET 等塑料杯  | 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                |   |
|         | 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                                |  |
| 其他塑料餐饮具 | 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: 恒鑫生活招股书、开源证券研究所

### 1.3.3、具备规模化定制产品快速交付能力, 深度绑定全球头部餐饮品牌

产能方面, 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。公司已在合肥、上海、海南、武汉、霍山等全国多地建设生产基地, 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。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, 又具备成本控制能力。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。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。同时，由于餐饮具直接接触食品，为保障食品安全，公司和公司主要产品通过了 BRC 认证、FDA 认证、LFGB 测试，以及国内食品接触材料及制品的相关标准，满足高端餐饮企业对供应商提出的认证和测试要求。在环境保护方面，公司的可生物降解产品通过了 DIN 和 BPI 等堆肥认证，产品的生物降解性能获得权威机构认可。公司根据各产品特点，制定了严格的全工序质量控制措施，从原料进厂到生产制造过程，再到成品检验等，严格规范生产和检验人员作业标准，通过生产端和检验端的严格管控来提高并稳定良品率使得公司产品良品率稳定在 99.9% 以上。

**客户方面，公司依托垂直整合的研发制造体系与全品类柔性供应能力，深度绑定全球头部餐饮品牌，构建覆盖咖啡、茶饮、快餐等行业客户群体。**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。与知名客户合作，公司可以进一步巩固和提升竞争优势：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；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。

**图12：恒鑫生活已在合肥、上海、海南、武汉、霍山等全国多地建设生产基地**



资料来源：恒鑫生活官网

## 1.4、风险提示

**(1) 主要原材料价格波动风险：**PLA 以可再生的植物资源，如玉米、木薯等为主要原材料，相关原材料的价格走势对 PLA 价格有较大影响；另外，随着禁限塑政策推进，PLA 的需求将增加，亦可能推动 PLA 价格上升。

**(2) 境外经营的风险：**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。若中美贸易摩擦持续，或未来其他国家或地区与中国的贸易政策发生重大不利变化，将可能会对公司出口业务产生影响。

**(3) 上游供应商集中风险：**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，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。

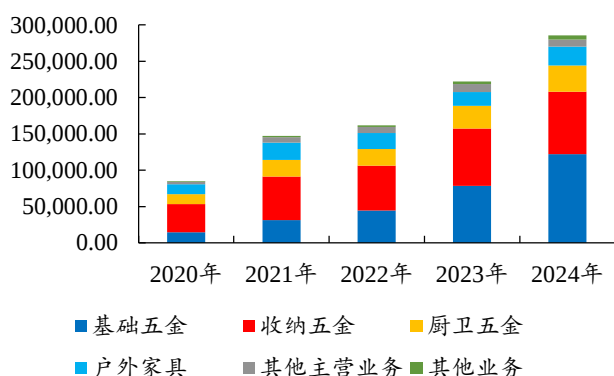
## 2、悍高集团（001221.SZ）：国内家居五金和户外家具领先企业，创新性设计理念助力民族品牌推广

### 2.1、家居五金和户外家具行业领跑者，业绩增速远超可比公司平均

悍高集团是面向全球的家居五金及户外家具的生产商，同时也是国内家居五金及户外家具行业的领先企业，专注于行业相关产品的研发、设计、生产和销售，将多元化的原创设计与高品质产品有机融合，致力于为客户提供外观精致、用材考究、实用性强的家居收纳五金、基础五金、厨卫五金以及户外家具等产品。目前公司产品主要覆盖家居五金和户外家具两大赛道，其主要产品希勒系列拉篮、宾尼斯水龙头以及 Onda 系列户外家具等产品获得了德国红点奖、德国 IF 设计奖、中国设计红星奖等知名奖项，同时在下消费者群体中也受到广泛认可。在家居五金和户外家具行业，悍高集团有着显著的市场地位。公司拥有较高的品牌影响力和较广的渠道资源，其销售网络已覆盖国内 191 个地级市，并逐步向欧洲、北美、亚太、拉美等地区延伸，并与金牌厨柜、现代筑美、全友家私以及德国麦德龙等国内外知名企业保持友好合作关系；展望未来，公司欲将其在家居五金和户外家具领域积累的优秀设计研发能力作为基础，配合先进设备和人才的引进，以强化公司生产能力和效率，在大规模扩大产能的同时进一步强化研发能力，从而满足未来消费者对产品的多样化需求以打开公司长期市场空间。

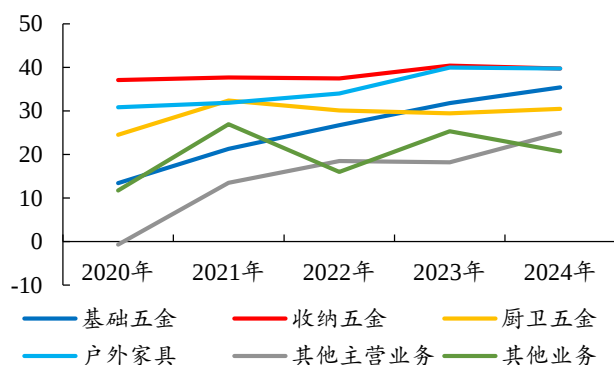
**家居五金营收占比最高，户外家具盈利能力更强。具体来看，（1）家居五金产品**按产品性能和功能划分可以分为基础五金、收纳五金和厨卫五金。其中，基础五金指固定在两个物体之间，可以承重、并协助物体滑动和转动的五金配件，而公司的基础五金自产产品包括铰链、导轨、骑马抽以及气撑等。2024 年公司基础五金产品营收占比达 42.84%，毛利率达 35.41%，是公司营收占比最高，且盈利能力较强的产品。同时，基础五金的营收从 2020 年的占比 17.28% 快速提升至 2024 年的 42.84%，其毛利率也从 2020 年的 13.41% 稳步提升至 2024 年的 35.41%，是公司营收方面增速最快，且毛利率上升幅度最大的产品。收纳五金指的是广泛应用于厨房、客厅、卧室等，可用来分门别类的摆放各种物品，达到节省空间、方便寻找以及提高整洁度的金属制品，2024 年公司收纳五金产品营收占比达 30.00%，毛利率达 39.72%，是公司营收占比次高，且盈利能力最强的产品。厨卫五金是指以不锈钢、铝等金属为主要原材料，主要用于厨房烹制、清洗、盛放以及浴室淋浴的金属制品，2024 年营收占比 12.65%，毛利率为 30.50%，其表现也呈稳健增长趋势。**（2）户外家具**是指在开放或半开放性户外空间中，为方便人们健康、舒适、高效的公共性户外活动而设置的用具，未来国内外市场潜力极大，2024 年公司户外家具产品营收占比达 9.18%，而毛利率则高达 39.71%，为公司盈利能力次强的产品。

图13：基础五金营收占比逐年增高，近年达到最高(万元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

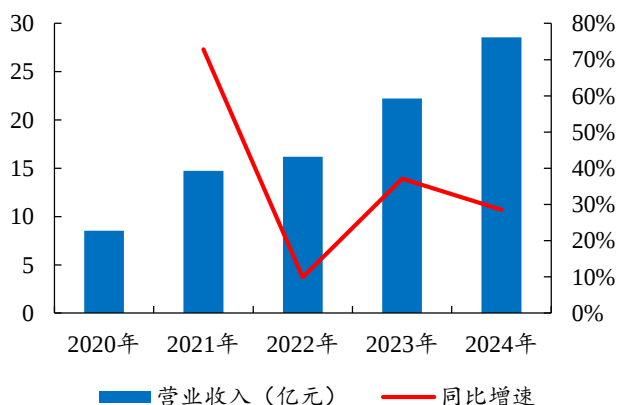
图14：收纳五金和户外家具毛利率最高(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

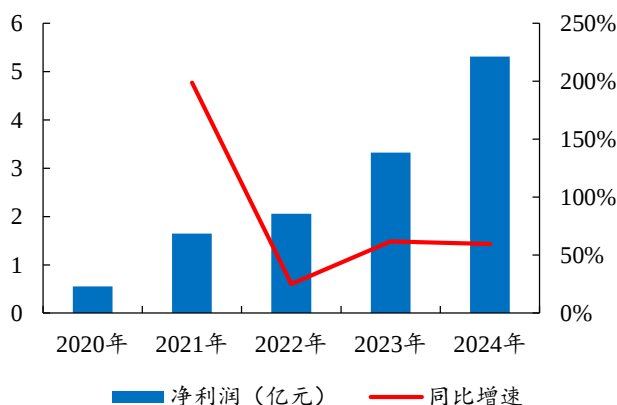
公司业绩呈现高速增长态势，毛利率稳健提升，费用率优化凸显规模效应。受益于公司创新的多元化产品矩阵、多渠道营销体系以及自动化生产线升级,2020-2024年公司营收由 8.53 亿元增长至 28.57 亿元，年复合增长率达 35.27%；净利润由 2020 年的 0.55 亿元迅速增长至 2024 年的 5.31 亿元，年复合增长率高达 76.27%。此外，由于公司实行以成本加成为基础的定价策略，结合愈发成熟的多渠道营销体系和规模效应，公司毛利率稳步上涨，在同业公司中享有较高的毛利率。2020-2024 年，公司毛利率由 28.14% 上升至 35.84%，净利率也同样上升，由 2020 年的 6.45% 上升至 2024 年的 18.60%，盈利能力逐年提高。期间费用方面，由于公司近年来积极开辟和推行多渠道营销体系，形成了经销和直销相结合、线上和线下相补充的混合业务模式，期间广告投入和员工薪资成本较高，因此公司销售费用率属于业内较高水平。不过，近年来由于营收上升和规模效应，销售费用率也呈现下降趋势，由 2020 年的 10.73% 下降到 2024 年的 7.53%。

图15：悍高集团营业收入稳步增长



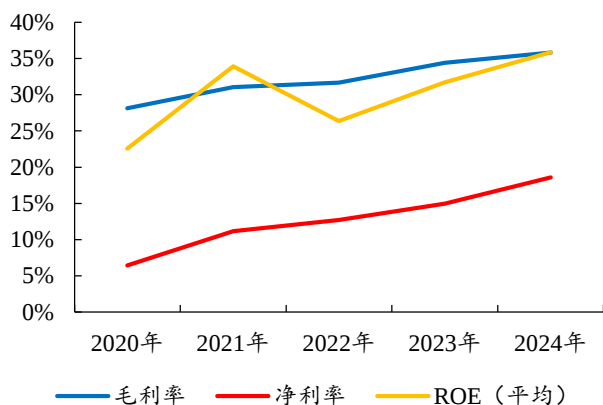
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：近年来悍高集团净利润快速增长



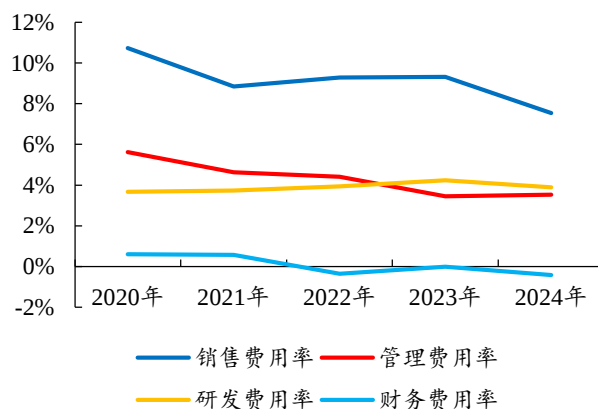
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：悍高集团盈利能力维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：悍高集团销售费用率水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

**智能家居五金自动化制造基地项目、研发中心建设项目和信息化建设项目为公司 IPO 核心募投项目。**公司 IPO 共募集资金净额 51,062.26 万元，将主要用于巩固和提升公司主营业务生产和盈利能力。一方面，公司现有生产规模对业务承接的限制日益凸显，规模经济效应不够显著。为进一步扩大生产规模以承接未来不断增长的市场订单，公司预计使用募集资金 37,000.00 万元用于悍高智能家居五金自动化制造基地项目以提升公司的生产能力和生产效率。该项目通过在佛山市顺德区杏坛镇光华村德彦大道 2 号建立制造基地，并引进先进的设备及信息化系统，以搭建智能化的家居五金生产线，增强公司自动化和智能化水平，满足不断增长的市场需求和产销量需求。另一方面，为进一步提升公司研发设计能力，加强公司技术水平，公司预计使用募集资金 3,000.00 万元用于悍高集团研发中心建设项目，该项目投资资金将用于引进先进设备和人才，改善提升公司研发环境和效率，为后续业务规模扩张提供保障。最后，为适配家居五金和户外家具行业公司向高度信息化发展的趋势，公司预计使用募集资金 2,000.00 万元用于悍高集团信息化建设项目，通过将多个公司治理模块信息整合的方式，加强公司内部管理流程的高效运作，实现人流、资金流、信息流的有效衔接，实现公司、经销商以及终端客户等的多级协同，满足公司未来发展需要，促进信息共享及工作协同，从而提升工作效率。

表8：智能家居五金自动化制造基地项目、研发中心基地建设项目和信息化建设项目为悍高集团 IPO 核心募投项目

| 序号  | 项目名称            | 总投资金额 (万元) | 拟投入募集资金金额 (万元) | 项目建设周期 |
|-----|-----------------|------------|----------------|--------|
| 1   | 悍高智能家居五金自动化制造基地 | 56,116.61  | 37,000.00      | 3 年    |
| 2   | 悍高集团研发中心建设项目    | 5,226.25   | 3,000.00       | 3 年    |
| 3   | 悍高集团信息化建设项目     | 3,004.04   | 2,000.00       | 3 年    |
| 合 计 |                 | 64346.90   | 42000.00       |        |

资料来源：悍高集团招股书、开源证券研究所

**公司近年来业绩增速较快，盈利能力明显优于可比公司平均。**近年来，得益于公司大力发展多渠道营销体系打造爆款产品，结合公司核心产品的迅速迭代，公司在收纳五金和户外家具产品线的高单价产品销量明显上涨，致使公司毛利率上升，在 2024 年达到了一众可比公司中最高毛利率水平。同时，公司营收的大量上升和产品销售的结构性变化也一并带动了净利率上升，在 2024 年的净利率和 ROE 也达到了一众可比公司中的最高水平。在多数可比公司业绩增速颓势明显的背景下（可比公司平均 2022-2024 年营收与净利润复合增长率为-3.90%、-34.21%），公司业绩仍能保持迅速增长，2022 至 2024 年营收和净利润复合增速远高于可比公司平均（悍高集

团 2022-2024 年营收与净利润复合增长率为 24.54 %、47.84%), 可见公司盈利能力优秀, 成长确定性凸显。

表9：2024 年悍高集团多项关键财务指标处于可比公司前列

| 公司名称 | 股票代码      | 营业收入(万元)   | 净利润(万元)    | 2022-2024 年营收 CAGR (%) | 2022-2024 年净利润 CAGR (%) | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | ROE(平均) | 研发费用率 (%) |
|------|-----------|------------|------------|------------------------|-------------------------|---------|---------|---------|-----------|
| 图特股份 | 874697.BJ | 90,883.74  | 13,146.99  | 12.14%                 | 26.89%                  | 29.63%  | 14.47%  | 26.61%  | 4.05%     |
| 坚朗五金 | 002791.SZ | 663,758.09 | 12,124.58  | -9.01%                 | -53.40%                 | 31.65%  | 1.83%   | 1.67%   | 4.03%     |
| 海鸥住工 | 002084.SZ | 285,395.75 | -13,670.88 | -11.56%                | -213.08%                | 14.06%  | -4.79%  | -7.97%  | 3.24%     |
| 松霖科技 | 603992.SH | 301,498.96 | 44,641.50  | 0.38%                  | 14.00%                  | 35.37%  | 14.81%  | 15.54%  | 7.47%     |
| 浙江永强 | 002489.SZ | 567,549.91 | 47,233.90  | -11.44%                | 54.54%                  | 20.63%  | 8.32%   | 11.97%  | 2.57%     |
| 平均值  |           | 381,817.29 | 20,695.22  | -3.90%                 | -34.21%                 | 26.27%  | 6.93%   | 9.56%   | 4.27%     |
| 悍高集团 | 001221.SZ | 285,677.03 | 53,137.11  | 24.54%                 | 47.84%                  | 35.84%  | 18.60%  | 35.88%  | 3.88%     |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：如未特殊说明，财务数据对应年份为 2024 年）

## 2.2、消费和技术升级驱动行业向中高端转型，家居五金和户外家具前景广阔

### 2.2.1、家居五金和户外家具应用场景丰富，未来市场空间广阔

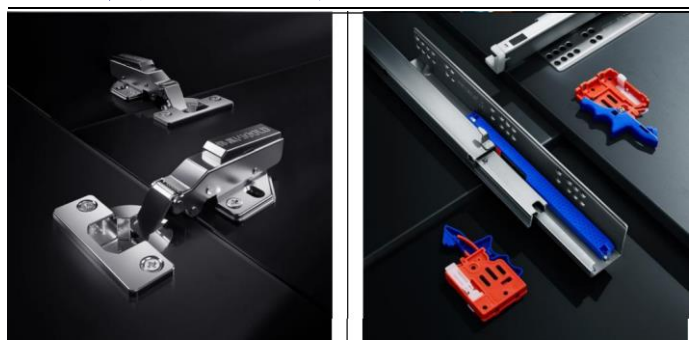
家居五金是指广泛应用于厨房、浴室、卧室等居家场景的各类五金产品，是现代家居用品的重要组成部分，具有耐用、防锈、防潮等特征，下分类别包括**收纳五金、基础五金、厨卫五金等**。收纳五金主要包括拉篮、抽屉、挂衣架、裤架、置物架、杯架等具备收纳功能的五金制品，具有将物品有序分类、储存并有效利用拐角空间和高层空间，使家居生活更加便捷舒适的功能。基础五金是起到支撑、连接、固定等功能的五金零配件，主要包括铰链、拉手、滑轨、骑马抽、吊码、阻尼等。厨卫五金主要包括水槽、厨房水龙头、刀具、沥水篮、浴室架、角阀等，目前现代厨房已由生存型逐渐向文明型、舒适型过渡，兼具烹饪、洗涤、储藏等多项功能，水槽、橱柜、灶具等都是厨房中最常见也是必备的五金制品。**户外家具指在开放或半开放性户外空间中，为方便人们健康、舒适、高效的公共性户外活动而设置的用具**。户外家具主要包括椅、凳、沙发、床榻、吊床、遮阳伞等，是人们拓展活动边界、调节生活情趣、陶冶情操、享受生活的重要工具，体现了人们对时尚休闲生活的追求，具有实用、舒适、安全、耐久、美观等特征，应用场景主要包括庭院、阳台、阳光房、公园、广场、酒店、度假区以及餐厅等。

图19：悍高集团收纳五金产品图示



资料来源：悍高集团招股书

图20：悍高集团基础五金产品图示



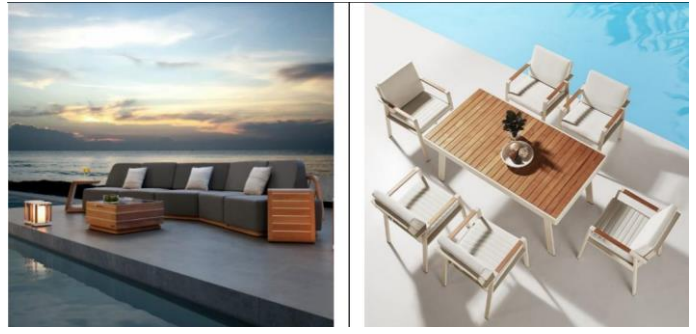
资料来源：悍高集团招股书

图21：悍高集团厨卫五金产品图示



资料来源：悍高集团招股书

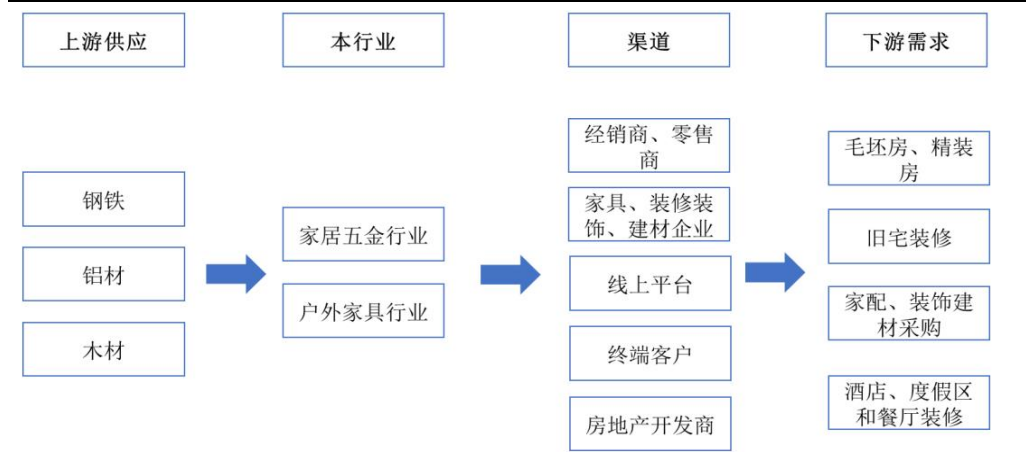
图22：悍高集团户外家具产品图示



资料来源：悍高集团招股书

家居五金和户外家具行业的产业链上游主要为原材料开采及加工行业，包括钢铁、铝材以及木材等行业。上游供给的原材料主要包括铁型材、铝型材、不锈钢以及木材等，均为大宗商品，市场供应充足。因此，中游行业对上游行业单一供应商的依赖性较小。产业链中游为家居五金和户外家具生产企业，是产业链当中重要环节。中游企业主要通过研发设计各类家居五金和户外家具产品，对原材料加工组装以生产核心产品，再通过橱衣柜工厂和门店、线上平台等渠道最终销售给家庭业主、酒店公寓等下游企业。产业链下游主要面向新房装修、存量房二次装修的需要购置家具及五金配件产品的家具行业、装修装饰行业、房地产行业以及终端消费者等，中游企业所生产的家居五金和户外家具是房屋、酒店、餐厅以及度假区装修所需的重要组成部分，因此家居五金和户外家具行业发展高度受下游房地产行业发展影响。

图23：家居五金和户外家具产品行业产业链

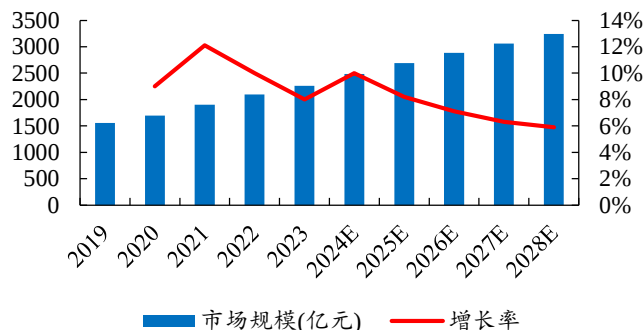


资料来源：悍高集团招股书

家居五金市场发展正盛，户外家具市场蓄势待发，成长空间广阔。家居五金作为建筑及房屋装修中的必要消费品，在消费者对中高端家居五金产品的需求不断提升的背景下，我国家居五金行业的市场规模不断扩大。根据中国五金制品协会发布的《2024 中国家具五金行业发展报告》，2022 年至 2024 年，中国家具五金行业的市场规模分别为 2,093.60 亿元、2,261.10 亿元以及 2,487.20 亿元，呈稳步上升趋势，预计 2028 年中国家居五金市场规模将达到 3,244.50 亿元，行业具有较大发展潜力。户外家具市场发源于欧美国家，因此在全球市场规模较大，但随着国产替代、消费升级、房地产需求多样性等趋势显现，中国户外家具市场正迅速扩张。2020 年我国户外家具市场规模已达到 33.2 亿元，同比增长 18.15%，增速高于全球户外家具市场。

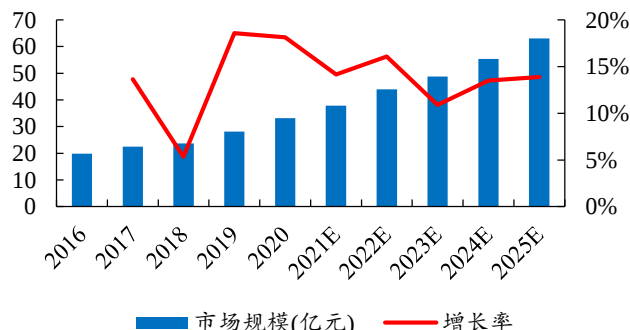
随着收入水平的提高以及生活理念的变化，国内户外家具市场空间进一步扩大，预计 2025 年行业市场规模将达到 63.1 亿元。

图24：中国家居五金市场规模预计将稳步增长



数据来源：中国五金制品协会官网、国家统计局等、开源证券研究所

图25：预计 2025 年国内户外家具市场规模将达到 63.1 亿元



数据来源：悍高集团招股书、智研咨询、开源证券研究所

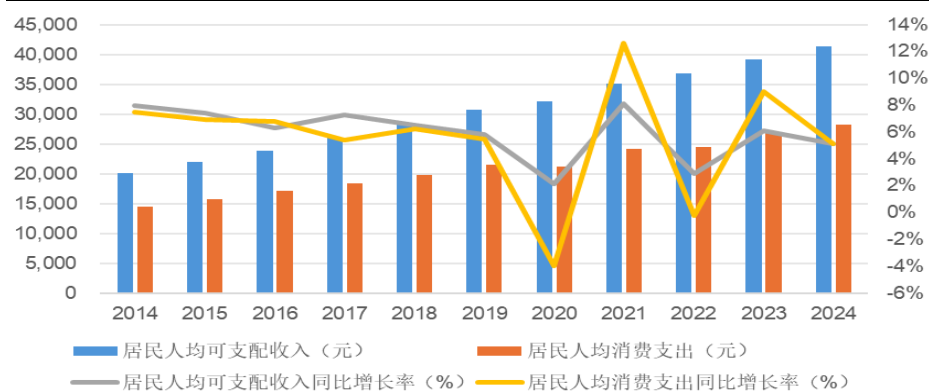
## 2.2.2、消费升级、家居智能化和房地产政策托举驱动市场发展

家居五金和户外家具行业下游应用领域广泛、市场需求旺盛，未来增长潜力大，且具有较强的持续性。其中，家居五金行业存在以下需求驱动因素。

**(1) 居民消费升级以及对精致生活的追求助力家居五金行业发展。**中国消费市场整体增长前景广阔，同时结构性变化也成为各消费产业发展的重要特征，其中，消费升级伴随着中国经济水平的增长和人们消费观念的变化，成为驱动行业变革的核心因素之一。据中国国家统计局数据，2014 年至 2024 年，全国居民人均可支配收入由 20,167.10 元增长到 41,314.00 元，年均复合增长率为 7.43%；全国居民人均消费支出从 14,491.40 元增长到 28,227.00 元，年均复合增长率为 6.89%。

伴随着居民收入水平的增长以及对精致生活的追求，**更稳定的产品质量、更优质的产品材质和更时尚的设计元素**已经成为消费决策的重要考量因素。根据《2023 中国家居装修行业发展研究报告》，普通家庭住宅装修周期在 8-10 年左右，家居五金系家庭业主日常生活中更换频次较高的产品，业主可自行采购安装，完成局部装修改造或零配件更换，消费决策周期相对较短，市场需求较为稳定。同时，设计精美、品质优良的五金产品将极大的提升家居产品的质量与档次。因此，具有稳定质量以及时尚外观设计的中高端家居五金产品会日益受到消费者的青睐。随着消费升级、产业发展以及行业标准完善，低端家居五金市场的发展遇到瓶颈，而处于中高端市场的家居五金企业，由于产品品质高，拥有原创设计，注重品牌的打造和营销在行业中将具有更强的竞争力和话语权。

图26：2014 年至 2024 年，全国居民人均消费支出年均复合增长率为 6.89%



资料来源：悍高集团招股书、国家统计局

(2) 科技进步带动家居五金的制造与应用智能化，互联网技术进步拓宽家居产品曝光率。新一轮科技革命和产业变革推动了新一代信息技术和制造业深度融合发展，随着智能装备、智能工厂、工业软件和人工智能等相关技术体系的开发与应用，家居五金产品的生产制造也逐渐从劳动密集型生产转向智能化、自动化和信息化生产。智能化的家居五金是打造智能家居生态的重要一环，以往的传统五金件只具有单一功能或者装饰作用，随着行业智能化升级的转变，人性化以及互联互通的家居五金产品正不断的发展。其中，智能水槽、智能门锁和智能晾衣机的发展较为迅速。以往功能单一的传统水槽，已发展为具有远程操控、自动清洗排水、超声波净化、烘干杀菌等功能的智能水槽；门锁已由传统的钥匙开锁、密码解锁，逐步拓展到指纹解锁、人脸识别解锁；晾衣机从传统的机械式操作，已发展为通过动力系统、控制系统、升降系统实现自动升降，并兼具照明、消毒、干衣等功能。未来，随着智能家居生态的完善，家居五金产品会加速向智能化方向发展。同时，信息技术的进步使五金产品的销售渠道更加多样化，为行业发展提供了有力支撑。具体来说，互联网技术进步促进了电商模式的发展，在电商平台销售、自营商城销售以及直播带货销售等线上销售业态的推动下，越来越多的消费者接触并了解中高端的家居五金和户外家具产品，消费需求进一步增长。

图27：悍高智能水槽产品效果图



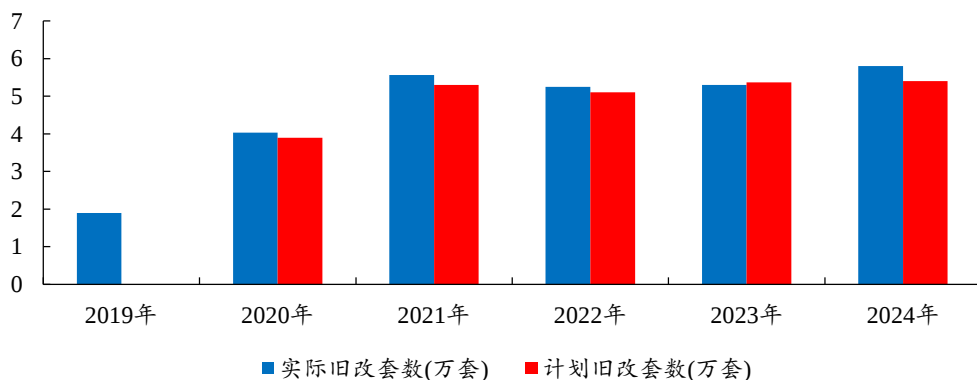
资料来源：悍高官网

智能化家居成就整装大家居时代，未来系统化家居五金解决方案需求提升。当前，随着人们生活节奏越来越快，家居行业的分工更加细化，大部分年轻人没有过多时间对家庭装饰的每个单品进行单独采购，而整装大家居模式可以很好的解决消费者这一痛点，整装大家居业务模式也得到迅速推广。与传统标准成品家具行业不同，消费者只需要选择自己喜欢的风格、品牌、颜色、尺寸等，其他环节可以由全屋定制家居企业或家装公司完成。在此背景下，越来越多的五金产品生产和服务商开始注重“系统化解决方案”，围绕同一类家居产品或同一类生活场景提供系统化五金配套方案，配套产品既包括铰链、滑轨等基础五金，也包括拉篮、水槽、水龙头等收纳和厨卫五金。系统化的家居五金解决方案有利于增强客户满意度并提升产品市场竞争力，未来市场空间广阔。

(3) 随着利好房地产消费相关政策不断出台，预计房地产行业发展将带动家居五金行业发展。2024 年以来，为了稳定房地产行业发展，中央和国家有关部门持续释放积极信号。需求端方面，通过下调房地产最低首付款比例、取消商贷利率下限、下调公积金贷款利率等政策进一步支持刚性和改善性住房需求。融资端方面，通过项目融资白名单、保障性住房再贷款等政策进一步满足不同所有制房地产企业的合理融资需求。同时，各地方政府因城施策，接连推出包括降低首付、放松贷款资格、降低贷款利率、降低贷款条件和购房补贴退税等各种地方针对性购房刺激政策。同时，多省市亦出台家电家居消费补贴政策，涵盖智能马桶、龙头花洒等家居产品，补贴比例高达 15%-20%。因此，各类房地产维稳政策以及消费补贴政策预计将有效提升家具以及家居五金的消费需求。

存量房装修市场规模扩大，消费者对家居产品需求持续提升。根据证券市场周刊的数据显示，国内存量商品房住宅面积由 2000 年的 2.70 亿平方米增长至 2024 年的 350.00 亿平方米，年复合增长率达到 22.47%；根据家电家居行业咨询机构奥维云网的数据显示，国内存量房家装市场需求规模从 2020 年的 883 万户增长至 2025 年的 1,369 万户，年均复合增长率达 9.17%，其中自住老房翻新市场从 2020 年的 582 万户提升至 2025 年的 1,054 万户，年均复合增长率达 12.61%，相较而言，新房装修规模从 2020 年的 928.80 万户下降至 2025 年的 619.70 万户，存量房装修需求逐步增长并成为主要家装需求。因此，随着存量房装修市场规模扩大，消费者对家具产品的需求不断提升，并带动家居五金市场规模的持续增长。

图28：国家老旧小区改造政策的实施助力家居五金需求增长



数据来源：悍高集团招股书、住建部、开源证券研究所

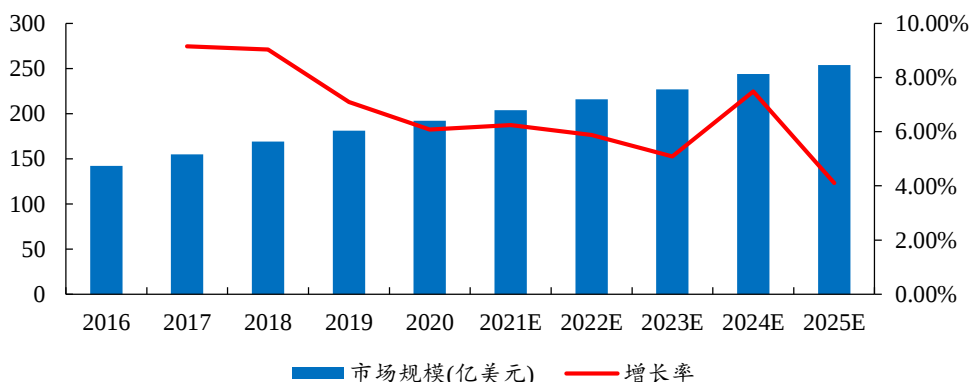
响应国家老旧小区改造政策，居民对家居五金行业需求不断。为改善居民居住条件，国家推出了老旧小区改造政策。根据住建部统计，2019-2024 年期间，我国老

旧小区改造数量逐年提升，由 2019 年的 1.9 万套，增长至 2024 年的 5.8 万套。在国务院办公厅发布的《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》中指出“到‘十四五’期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务”，可见“十四五”期间老旧小区改造工程仍会稳步推进。老旧小区改造涉及房屋修缮、节能改造等多项内容，会拉动家居五金行业需求上涨；同时改造过程会带动部分居民进行户内二次装修，这也将为家居五金行业提供广阔的市场空间。

此外，户外家具行业存在以下驱动因素。

(1) 国际市场上，休闲生活理念的流行致使户外家具市场稳健增长。户外家具市场成长、发展于欧美等发达国家，欧美市场目前仍是户外家具的主要市场。在欧美国家，随着休闲生活理念逐渐成为主流生活理念，追求自我、追求美好生活品质的理念深入人心，户外家具逐渐成为人们的日常生活家具。户外家具及用品由简单的桌椅板凳，逐步发展成为多种类、多款式的产品。根据 Statista 数据统计，2016 年全球户外家具市场规模为 142 亿美元，2020 年市场规模达到了 192 亿美元 2016-2020 年全球户外家具市场规模的复合增长率为 7.83%，并预计到 2025 年规模将达到 254 亿美元，市场规模呈现稳步上升的趋势。

图29：全球户外家具市场规模有望稳定增长



数据来源：悍高集团招股书、Statista、开源证券研究所

(2) 国内市场上，户外家具应用场景愈发广泛，预计其市场将在消费升级的背景下快速增长。生活节奏放缓使得人们的居家时间变长，对门前庭院或者阳台进行改造的需求增加，预计户外家具市场规模也会持续增长。中国是全球户外家具及用品的制造中心，产业配套完整，随着文旅、娱乐、休闲行业的发展，户外家具在国内的应用场景将越来越广泛，包括各种特色小镇、酒店、度假村、餐厅、住宅阳台、别墅花园等。同时，伴随着消费升级的持续推进，具备雄厚原创设计实力的行业品牌企业将有望不断做大做强、进一步提高市场份额。综上所述，预计国内的户外家具市场将持续扩大。

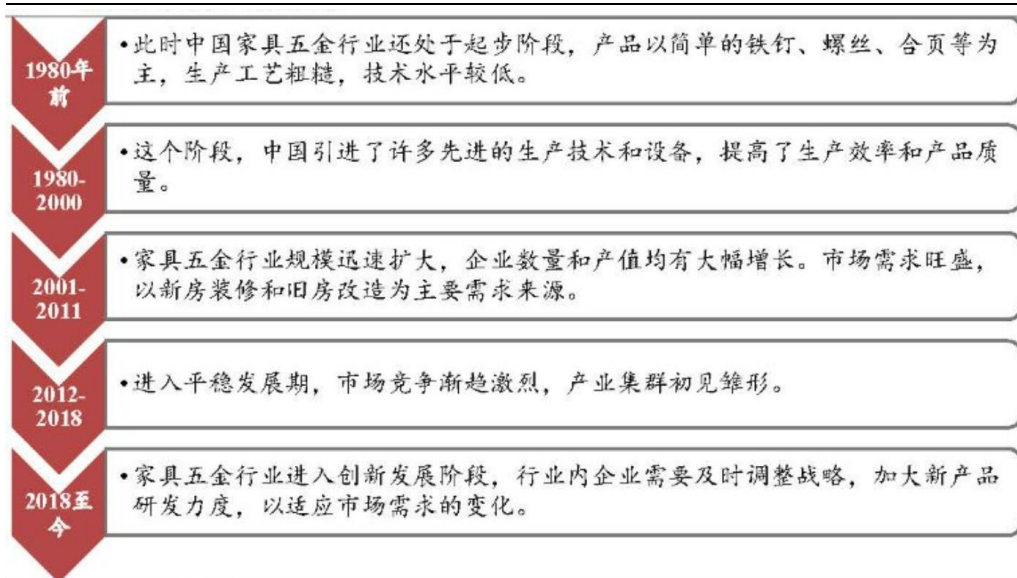
同时，绿色健康的生活方式在国内也逐渐流行，户外家具的行业空间也将因此扩大。户外家具的消费者集中在 26-40 岁人群中，这类群体注重对生活品质的追求，并且现代社会高强度、快节奏的工作方式也使人们越来越渴望在工作之余能处在轻松、绿色和健康的生活之中，因此户外家具行业的发展空间较大。同时，随着国内经济不断发展，中产阶级的群体规模不断扩大，根据 CREDIT SUISSE AG 发布的

《Global Wealth Report》显示，中国拥有 1-10 万美元财富的成年人数占比从 2010 年的 31.8% 提升至 2022 年的 65.60%，崇尚自然、健康生活方式的中产阶级群体不断增长为户外家具产品的销售提供了重要支撑。

### 2.2.3、行业集中度将逐步提升，国内厂商加速向高端市场突破

目前家居五金和户外家具市场集中度较低，且存在同质化竞争，重视研发并向中高端市场转型为行业领先企业的发展趋势。由于国内家居五金和户外家具行业发展时间较短，目前市场集中度较低且企业设计研发水平参差不齐。其中，家居五金产品种类繁多、档次差异较大，大部分家居五金企业规模较小，市场整体较为零散。规模较小的企业以代工和模仿为主，研发能力十分有限，品牌意识也相对较弱，因此低端市场上的产品同质化严重，企业多以无序的低价竞争获取生存空间。然而，在产业结构优化和市场消费升级的大环境下，行业领先的企业往往更加重视研发投入，以求通过产品的差异化外观设计、结构、材质、制造工艺等要素推广打造爆款产品，从而在中高端市场开拓市场空间，通过核心产品质量、品牌、渠道、技术、管理及规模等优势抢占市场份额。户外家具行业方面，国内的户外家具企业主要是通过为国外品牌商和连锁超市等代工或贴牌生产来参与市场竞争，业务基本以出口为主，行业进入门槛不高，国内的户外家具企业众多，集中度相对较低，竞争较为激烈。

图30：目前家居五金行业进入创新发展、重视研发阶段



资料来源：中国五金制品协会官网

国产替代趋势明显，预计未来行业集中度将逐步提升。家居五金方面，境外知名企业如百隆、海蒂诗、凯斯宝玛、格拉斯等较早进入了市场，但由于其国内销售网络布局不够完备，普遍存在着本地化经营能力不足的问题。我国本土家居五金企业通过坚持研发与自主创新，市场竞争力不断提高，出现了以悍高集团、东泰五金、图特股份、汇泰龙、雅洁五金等为代表的本土家居五金品牌。相对于国际品牌，本土企业在价格、渠道等方面具备优势，并通过研发投入不断追赶国外厂商的品牌和技术积累。近年来，国内品牌厂商通过技术创新、品牌宣传等手段，逐步向高端市场突破，产品结构也由中低端为主逐渐向外资品牌主导的高端领域扩张。随着行业标准的完善、劳动力成本的上升以及市场竞争的加剧，依靠低质低价竞争获取市场空间的无品牌、无自主研发能力、低附加值的家居五金企业将逐步被淘汰，行业逐

步向标准化、品牌化方向发展，龙头企业的领军地位将会不断强化，市场集中度也伴随着行业洗牌的进程逐步提高。**户外家具方面**，目前国内户外家具市场还处于早期发展阶段，国内已形成一批具有自主研究开发能力以及高效生产能力的大中型户外家具企业，如浙江永强、正特股份、中艺实业、锡山集团以及悍高集团等，上述公司凭借产品质量、销售渠道、生产规模、工艺设计等方面的优势，取得了相对领先的行业地位。未来，随着竞争的不断深入，拥有自主专利、设计研发和规模化生产能力出色企业将逐渐扩大市场份额，户外家具行业集中度逐步提高。

**行业领先企业发展方向主要集中在品牌运营、材料工艺环保化和生产制造方面。**  
**品牌运营方面**，行业领先企业往往凭借长期持续的高投入和洞察市场潮流发展趋势，通过打造爆款产品的方式建设企业品牌力。品牌的知名度和美誉度凝聚了外观设计、产品质量、用户口碑、配套服务等多维度信息，知名品牌已逐渐成为高质量、高品位、优质服务的象征，因此具有强大品牌力的企业会具有显著的竞争优势。**材料工艺方面**，近年来随着消费者节能环保意识的不断提高，以及我国推进产业升级、实现绿色发展相关政策的实施，企业在原材料选择、生产工艺等方面越来越关注节能环保性能，如新型节能环保材料的选择、无酸清洗技术和无氰电镀技术的运用、环保型涂层的应用等。因此，家居五金和户外家具企业需要不断提高原材料标准，开发新技术工艺，研发新的节能环保材料以适应日益提高的绿色发展要求。**生产制造方面**，由于家居五金和户外家具种类繁多，且产品的外观、功能、规格等各不相同，所以头部企业愈发重视发展柔性化、自动化的生产制造能力，具体体现运用现代信息技术以达成降本增效的目的。头部企业通过将 MES、WMS、QMS 等各类信息化管理系统与企业的 ERP 和 OA 系统联结，使信息流涵盖接受订单、原材料采购、生产计划制定、排产、生产制造、半成品/成品检验、产品入库、出货等各经营环节，逐步建立起符合企业自身发展需求的信息化管理体系，并实时掌握核心生产信息，以实现减少现场物料呆滞、生产资源合理分配的目标，降低产品库存管理成本，及时出货，提升整体运营效率和公司盈利水平。

## 2.3、爆款产品纵深突破，多元互补销售渠道助力业绩增长

### 2.3.1、研发设计能力出色，利用爆款产品实现纵深突破

公司持续注重中高端产品研发设计，明星产品设计在兼顾时尚感的同时能直击消费者痛点，进而在潜在客户群体中实现单点突破。公司通过内部培养和外部引进建立了覆盖产品结构、外观设计、精益生产、样板和安装工程等领域的专业研发设计团队，创建了省级工业设计中心，并配备了专业、先进的研发设备。同时，公司积极组织研发部、各事业部的市场部门对消费者需求充分调研，进行针对性的研发，力求紧跟市场需求和提升用户体验的研发理念。因此，公司的核心家居五金产品能够直击消费者核心痛点，设计生产出如希勒 4.0 系列拉篮的明星产品。该产品以将橱柜拉篮分成主篮体和上层滑动拉篮两层结构为核心设计创新点，在最大限度满足拉篮空间利用率的同时，为消费者从下层拉篮取物时提供了相当的便利性，其综合性能领先于市场上大部分拉篮系产品。在户外家具方面，悍高的天翼系列户外家具基于天使羽翼的轻盈和力量感，运用折叠的铝框架造型，配合几何造型的线条，充分凸显了家居设计的现代时尚感。由于客户通常对家居五金具有多品类需要，以满足全屋五金需求。公司通过爆款产品取得客户信任后，再为其提供一站式的全屋家居五金采购服务，涵盖收纳五金、厨卫五金、基础五金等多个品类，降低客户通过多个供应商采购的繁琐性，多品类产品互为补充，在面对潜在客户在厨房、浴室、卧室、庭院、阳台等不同需求时，能够产生协同作用，有利于公司开拓各具需求的

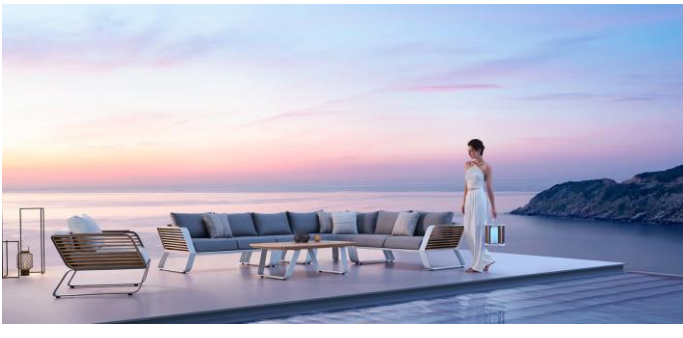
客户群体。

图31：悍高明星产品-希勒 4.0 系列拉篮



资料来源：悍高官网

图32：悍高明星产品-天翼系列户外家具



资料来源：悍高官网

公司研发成果丰富，核心产品斩获多项国内外设计奖项，取得专利数量领先于可比公司平均。截至 2025 年 3 月 4 日，悍高集团公司及其子公司拥有多达 1173 项专利，其中发明专利 18 项，实用新型专利 237 项，外观设计专利 918 项，多次获得喜马拉雅设计之巅大奖、德国红点设计大奖、德国 IF 设计大奖、广交会出口产品设计奖（CF 奖），并被授予中国红棉奖-产品设计奖以及美国尖峰亚太奖等设计奖项。在同业可比公司中，公司的总专利数量明显高于可比公司平均，且在外观设计专利类别中，专利数量处于行业最高水平，且领先于排名第二位将近一倍的专利数量，充分体现了公司重视创新和时尚感的设计理念，该理念也与未来消费者倾向选择外观具有高度时尚感的行业发展趋势高度吻合。

表10：悍高集团专利数量明显高于可比公司平均、在外观设计分类上处于绝对领先

| 公司名称 | 专利数量（个） |      |      |      |
|------|---------|------|------|------|
|      | 发明专利    | 实用新型 | 外观设计 | 合计   |
| 图特股份 | 39      | 91   | 19   | 149  |
| 坚朗五金 | 98      | 639  | 101  | 838  |
| 海鸥住工 | 99      | 348  | 273  | 720  |
| 松霖科技 | 422     | 756  | 159  | 1337 |
| 浙江永强 | 18      | 402  | 530  | 950  |
| 平均值  | 135     | 447  | 216  | 799  |
| 悍高集团 | 18      | 237  | 918  | 1173 |

资料来源：悍高集团招股书、开源证券研究所（注：上表所列公司的专利数量系截至 2025 年 3 月 4 日的专利情况）

公司引入高度自动化的生产线与智能化的信息管理系统，能高效生产高质量产品。公司通过定制整体产线升级方案，引进先进的自动化设备以及对特定设备的定制化改造，实现多个生产工序的自动化作业，显著缩短了产品交货周期。同时，为顺应生产信息管理系统智能化趋势，公司在引进智能化生产设备的基础上，将 ERP、MES、WMS、QMS、OA 等信息系统打通，借助信息化、智能化生产线的订单跟踪、生产任务分配、物料领用、扫码报工、数据统计和可视化等功能，实时掌握各订单的生产和销售状况以大幅减少由于信息沟通不及时所产生的库存呆滞、排产不合理等问题，并合理规划产能的利用，提高生产效率和物料运转速度。最后，公司高度重视产品质量，建立了一套覆盖产品设计、研发、生产、销售全流程的质量管理制度，对于检验不合格的成品、半成品，通过信息化系统及时上报，快速处理和总结问题。公司目前已通过 ISO9001:2015 质量管理体系认证、ISO 14001:2005 和 GB/T

24001-2016 环境管理体系认证，并获取了安全生产标准化证书。公司优秀的产品质量把控也为其获得了中国质量检验协会颁发的“全国产品和服务质量诚信示范企业”和“全国五金建材行业质量领先企业”，2021 年度沸腾质量金奖等荣誉。

### 2.3.2、潜心打造行业领先的品牌力，在消费者群体中知名度显赫

公司深耕于家居五金多年，过往荣誉铸就强大品牌力。公司自成立之初便专注于家居五金和户外家具的研究，致力于研发和生产高品质的家居五金和户外家具产品，并针对市场需求变化和客户偏好变化持续迭代产品。凭借多年积累的行业经验、优质的产品与服务，公司获得了多项由相关政府部门和行业协会颁发的奖项及荣誉，包括“中国家居制造业五金行业 10 强”、“2020 中国家居制造业 500 强”、“广东省名牌产品”、“佛山高新区制造业单打冠军企业”、“中国家居业高质量发展示范企业”、“广州设计周推荐品牌”等。此类荣誉为公司打造品牌效应打下了坚实的基础，以便公司顺应行业发展趋势，提升核心品牌力以获取竞争优势。

公司注重品牌传播，在消费者群体内享有较高知名度。在品牌传播方面，公司通过传统营销媒介和互联网推广的方式进行品牌宣传，以拉近与消费者的距离，加深消费者对公司品牌文化的认知。在传统营销媒介上，公司通过参与各类家具和建材博览会、在全国重点城市聚焦投放高速公路 T 牌或者公交车等户外广告、签约甄子丹为品牌代言人、设立悍高品牌体验店、在重点城市举办新品发布会等方式推广公司品牌；在互联网推广上，公司通过参与电商平台的各类推广活动，设立“8.8 超级品牌日”等方式，加大品牌传播力度。公司多年的品牌推广收效显著，根据中国五金制品协会发布的《2024 中国家具五金行业发展报告》，公司在行业竞争中脱颖而出，成为行业排名前五的龙头企业，在消费者群体中较高的知名度也帮助公司销量实现持续增长，其明星拉篮产品在主要电商平台的销售排名连续三年位居第一，因此公司具有较强品牌影响力。

图33：悍高集团长期签约甄子丹成为代言人，大力推广品牌知名度



资料来源：悍高官网

公司提供全屋家居采购服务，以丰富的产品线助力品牌推广。得益于公司长期以来在家居五金和户外家具行业的积累和对业务线的不断拓展，公司目前的产品线丰富，涵盖收纳五金、厨卫五金、基础五金、户外家具以及其他家居五金产品，且各个产品线涵盖众多的产品种类和规格型号。公司凭借出色的生产设计水平，快速响应的生产管理能力和能够为客户提供一站式的全屋家居五金采购服务，降低客户通过多个供应商采购的繁琐性，满足其全屋五金需求，有利于深化客户合作关系并

打造全屋家居五金特色的品牌知名度，并顺应未来的智能大家居时代发展趋势，致力于在消费者群体中成为行业领先的系统化家居五金解决方案品牌。

### 2.3.3、积极开拓多渠道营销模式，业绩发展速度和销量增长为行业突出

公司通过多渠道营销渠道布局，实现了产品市场覆盖率的显著提升。多渠道营销模式具体指通过线下经销、线下直销、电商以及云商渠道将产品销往全国各地以及荷兰、加拿大、德国、沙特阿拉伯等超过 90 个国家和地区。公司多年来通过对其营销网络不断建设和完善，积累了深厚的营销管理经验，能确保对经销商的营销推广、服务质量、网络布局等业务的把控。目前公司具有较强推广和服务能力的全国化经销网络已经初步搭建完成，截至 2024 年 12 月 31 日，公司国内经销网络已覆盖中国大陆 31 个省、自治区及直辖市，以及 191 个地级市，同时公司不断开拓海外市场，经销网络覆盖了欧洲、北美、亚太、拉美等地区。依托日益壮大的优质经销商队伍，公司市场渗透能力和品牌影响力不断提升，近年来订单规模也呈现明显增长趋势。

表11：悍高集团以经销和直销相结合、线上和线下相补充的方式进行产品销售

| 销售模式 | 销售方法                                                                                       |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 线下经销 | 终端客户通过网络系统提交采购订单，销售业务部门在接到订单后审核处理、安排发货。                                                    |
| 线下直销 | 公司直接对接定制家居和厨卫企业、房地产开发及配套工程企业、建材企业等客户，双方在洽谈协商一致的基础上签订合同，客户下达销售订单，由公司直接发货。                   |
| 电商模式 | 终端消费者根据需求在天猫、京东等电商平台的公司自营店铺选购产品并提交订单，或是在其他经销店铺选购产品并提交订单，随后公司或经销店铺进行发货。                     |
| 云商模式 | 通过业务员主动拜访、客户自行推介等方式，发掘无经销商入驻或市场渗透率较低区域的客户资源成为云商客户，云商客户可在公司自建的云商商城下单完成采购需求，由公司统一发货。         |
| 出口销售 | 公司通过展会、行业内企业推荐等方式与大型商超集团、零售商以及海外经销商等建立联系，以电子邮件等方式与客户进行询价报价，客户下达销售订单后，公司主要采用 FOB 模式将产品销往境外。 |

资料来源：悍高集团招股书、开源证券研究所

线下经销是公司营收占比最大的销售模式，近年来保持高速增长。得益于公司持续拓展国内经销网络，并格外注重培育优质经销商，淘汰营销能力和合作能力欠佳的经销商，联合经销商在主要经销区域举办新品发布会，成立主动营销团队，向当地门店推介悍高产品，加之悍高品牌影响力的不断提升，产品的消费需求增加并带动境内线下经销收入金额以及占比的逐年增长。具体来看，公司 2022 年至 2024 年线下经销销售收入分别为 7.96、12.72、16.09 亿元，呈快速增长状态。

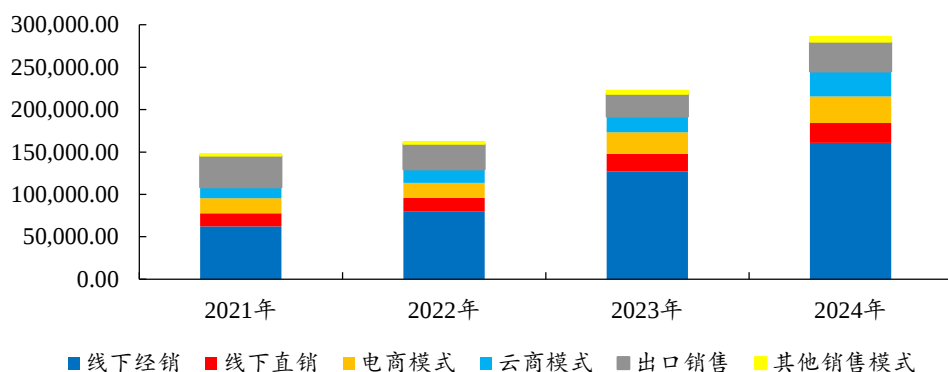
直销渠道上，公司不断与多家下游行业头部企业展开直销合作关系。得益于公司近年来业绩持续上涨所带来的规模效应、生产制造迭代所成就的优秀产品质量、多渠道营销所获得的强大品牌知名度，公司已与金牌厨柜、全友家私、现代筑美以及 ABYAT MEGASTORE CO. 等等下游头部企业开展了长期稳定的直销合作关系。公司紧跟住宅精装修和全装修、全屋定制和一站式采购的发展趋势，依托规模化制造、精细化管理和及时响应订单的优势，推出大客户服务战略，与多家大家居行业头部企业、品牌地产商以及国外大型零售商等取得合作关系，壮大公司直销渠道，通过承接大客户集中采购订单，加快公司市场份额的提升。近年来公司在线下直销渠道上的销量稳步增长，2022 年至 2024 年度销售收入分别为 1.63、2.08、2.33 亿元。

电商和云商渠道上，公司通过自建平台和官方网点不断提升产品全国覆盖率。得益于公司近二十年的品牌运营和积极的人才招纳，为渠道的拓展奠定了基础，公

司自建云商平台，加速对主要城市偏远地区以及三、四线城市的市场下沉与拓展，云商业务覆盖区域超过 100 个地级市，同时在天猫、京东等主流电商平台开设直营店和授权经营店，开拓线上渠道。公司培养了专业的电子商务运营团队，通过互联网营销策划、线上品牌推广和直播带货、消费者服务等方式全面提升公司线上业务质量。通过线上渠道的拓展，公司触及了传统线下渠道无法及时覆盖到的客户资源，扩大客户群体规模。近年来公司在电商和云商渠道上的销售收入快速增长，分别由 2022 年的 1.77、1.58 亿元上升至 2024 年的 3.12、2.94 亿元。

出口销售渠道上，公司通过积极开拓境外市场新客户的方式保持出口销售的稳定。近年来公司在出口销售上的收入较为稳定，2022 年至 2024 年的销售收入分别为 3.04、2.70、3.52 亿元，期间波动主要系受到全球经济增速放缓以及中美贸易博弈等的大环境因素影响。由于国外户外家具行业稳定发展和国产替代等因素，结合公司先进的产品设计、与国外同类产品相比性价比更高、全球化的营销和品牌推广等特质，未来预计公司在出口销售渠道的覆盖率和销售量将会实现增长。

图34：悍高集团主要销售渠道为线下经销，线上电商云商补充扩大销售覆盖面(万元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4、风险提示

**(1) 品牌、产品设计被仿冒的风险：**公司现为家居五金行业头部品牌，并积极采取多种措施保护自主知识产权，但仍无法及时获取所有侵权信息，如果部分中小企业仿冒销售公司产品，将导致公司品牌形象、经济利益和生产经营受到影响。

**(2) 经销商管理的风险：**目前公司主营业务收入约有一半来自于经销商，随着公司业务规模的扩张，对经销商的管理难度也将加大，若个别经销商未按照合作协议的约定进行产品的销售和服务，或未能按计划完成业绩目标，则公司的市场形象和经营业绩将会受到负面影响。

**(3) 线上销售模式的风险：**公司的线上销售主要通过天猫、京东等第三方电商平台和线上自营的云商，如果电商平台对平台卖家的店铺注册管理政策、销售政策、结算政策、平台费用率等发生重大不利变化，而公司不能及时应对相关变化并采取有效的调整措施，亦会对公司收入及盈利水平产生负面影响。

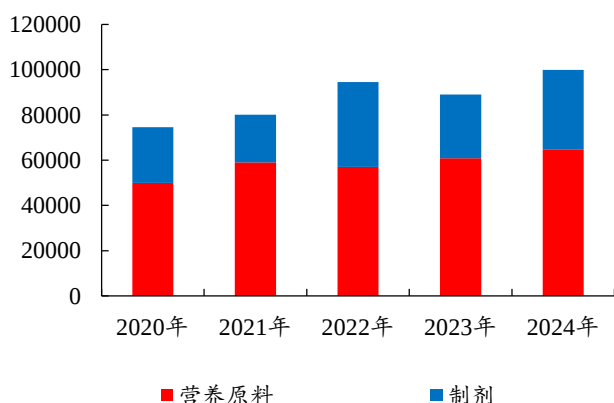
### 3、技源集团（603262.SH）：同时布局营养原料与营养制剂业务，众多知名膳食营养补充品牌核心供应商

#### 3.1、膳食营养补充技术领先，积极拓展市场地位

技源集团科技股份有限公司是一家主要从事营养原料的研发创新及产业化的国际化企业集团。在膳食营养补充领域，技源集团有着显著的市场地位。公司现已发展成为全球 HMB 原料最大供应商和高品质氨糖、制剂等产品核心供应商，产品覆盖亚洲、美国、欧洲等主要市场，并与雅培集团、雀巢、强生等国内外众多龙头企业有着稳定的合作关系。公司主要收入来自于营养原料产品以及制剂产品，目前的代表性产品有制剂产品、HMB、氨基葡萄糖等营养原料产品。凭借在 HMB、氨基葡萄糖等细分市场的领先地位与市场认可度，公司主力产品有望持续获益于肌肉健康及关节健康领域不断扩张的市场需求。同时，公司在 HMB 新应用场景的持续探索，以及在创新营养素研发方面的坚定投入，将有助于拓展新利润增长点，打开公司长期成长空间。

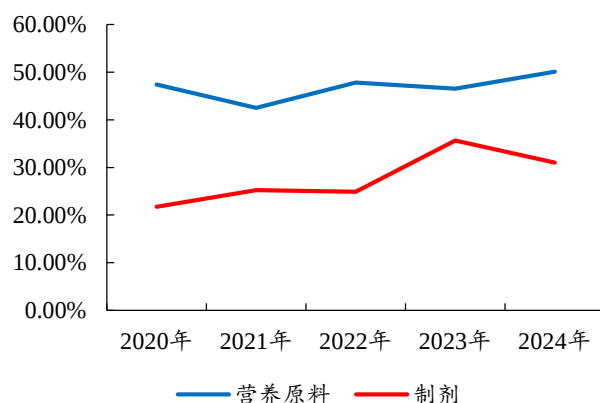
**营养原料产品营收占比最高，且盈利能力最强。**具体来看，（1）公司营养原料产品可分为 HMB、氨基葡萄糖与其他产品。其中，公司系全球 HMB 营养素产业化最主要的技术创新推动者以及全球高品质氨糖产品的核心供应商，并与 Nutramax、Blackmores、Royal Canin 等国内外知名品牌客户建立了长期稳定的业务合作关系。2024 年，公司 HMB 产品营收达到 29345.84 万元，占比达 29.37%；氨基葡萄糖产品营收达到 17697.72 万元，占比达 17.71%。综上，营养原料是公司营收占比最高，且盈利能力最强的产品，综合营收占比达到 64.80%，毛利率达到 50.06%；（2）公司制剂产品可分为片剂、胶囊以及粉剂产品。2023 年，因具体规格型号产品结构变化、运费成本下降、与部分客户协商调增产品价格等因素影响，各细分产品毛利率均有所提升，加之制剂产品结构方面，毛利率相对较高的粉剂产品收入占比相对提高，引致制剂产品毛利率相比 2022 年度增长 10.72pct，达到 35.63%。

图35：营养原料产品营收占比最高(万元)



数据来源：技源集团招股书、开源证券研究所

图36：营养原料产品毛利率最高

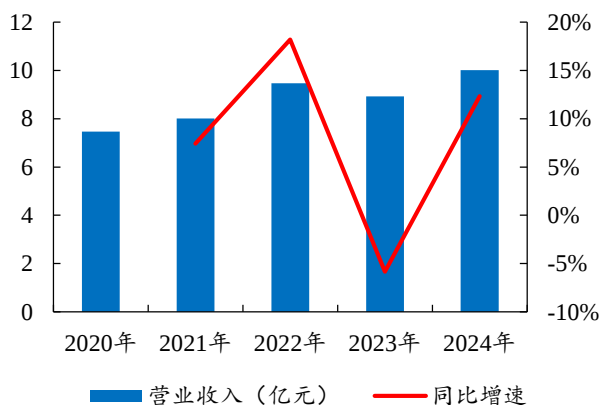


数据来源：技源集团招股书、开源证券研究所

**公司净利润持续增长，毛利率维持高位。**受益于膳食营养补充行业的快速发展及下游客户需求的不断提升，近年来公司营业收入及利润规模整体呈现稳步增长趋势，由 2022 年的 94,724.39 万元上升至 2024 年的 100,185.74 万元。同时，公司的净利润也由 2022 年的 14,360.82 万元上升至 2024 年的 17,534.41 万元。2025 年，公司

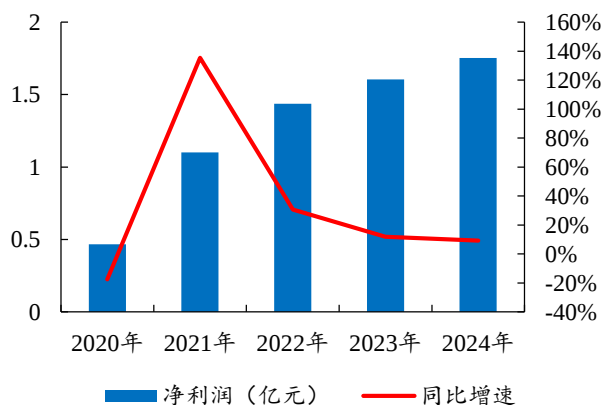
继续聚焦和贯彻赋能 B 端客户为 C 端消费者提供高品质、创新性的膳食营养补充产品的发展战略，加速推进“OneTSI”战略性组织变革和数字化转型，充分挖掘和释放内部协同价值，进一步提升研发、运营、客户开发和服務的能力与效率。2025 年上半年，公司实现营业收入 56,303.20 万元，同比增长 15.65%；实现归母净利润 9770.83 万元，同比+3.99%。毛利率方面，公司凭借在行业中的竞争优势地位，特别是创新原料、创新制剂产品方面拥有较强的市场竞争力，在客户处拥有相对较强的销售议价能力，公司对主要客户的原币销售价格整体稳定。随着结算货币美元、欧元等兑人民币汇率的提升带来公司产品人民币销售价格的增长，加之原材料采购价格下降、运费价格下降等成本端因素影响，引致公司主营业务毛利率呈现提升趋势。公司毛利率由 2020 年的 38.94% 提升至 2024 年的 43.5%，毛利率水平明显提升。期间费用方面，2022-2024 年，公司各项期间费用合计分别为 19,228.33 万元、20,075.26 万元和 23,044.90 万元，占各期营业收入的比例分别为 20.30%、22.51% 和 23.00%。随着公司经营规模的扩大，公司期间费用金额呈现逐年增长趋势。

图37：近年来技源集团营业收入规模明显提升



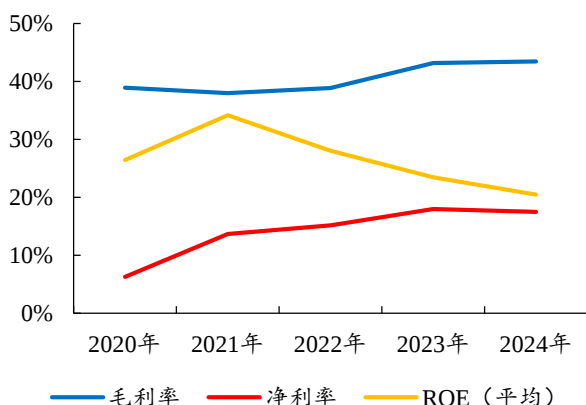
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：近年来技源集团净利润持续增长



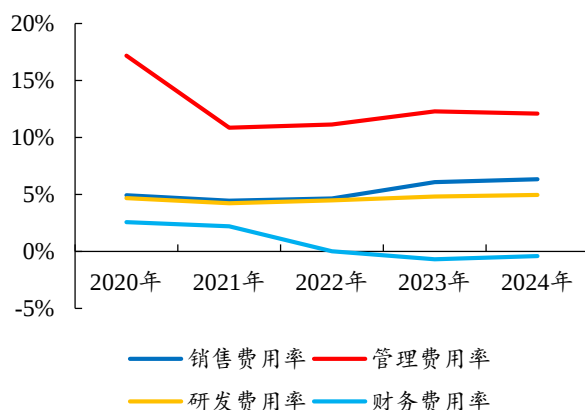
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：技源集团盈利能力维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2022-2024 年，技源集团期间费用率小幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

技源集团营养健康原料生产基地建设项目、启东技源营养健康食品生产线扩建项目和启东技源技术创新中心项目为公司核心募投项目。技源集团营养健康原料生产基地建设项目拟新增年产 1,200 吨 HMB、300 吨硫酸软骨素、10 吨 7-Keto 和 100 吨 N-乙酰氨基葡萄糖的生产设施，来满足膳食营养补充行业不断扩张的下游市场需求。启东技源营养健康食品生产线扩建项目将通过在现有厂区内购置先进的生产设

备，拟新增年产片剂 20 亿片、胶囊 2 亿粒、粉剂 200 吨、吸管产品 1.5 亿支、精准营养及其他益生菌类产品 100 万盒的产能，从而突破企业产能瓶颈。启东技源技术创新中心项目拟通过添置先进高效可靠的设备，构建包括“化学室、分析室、制剂室、植物化学室、药理、毒理室、细胞分子学室”在内的综合技术创新中心。项目建成后将大幅提高公司产品研发、检测和实验能力，有助于扩充企业的研发内容，丰富产品结构，加速企业科技成果的转化。以上项目的建设将为公司膳食营养补充制产品的生产产能规模、基础研究能力、核心技术水平带来显著提升，可满足日益增长的市场需求。

**表12：营养健康原料生产基地建设项目、启东营养健康食品生产线扩建项目和启东技术创新中心为核心募投项目**

| 序号 | 项目名称               | 总投资金额（万元） | 拟投入募集资金金额（万元） |
|----|--------------------|-----------|---------------|
| 1  | 技源集团营养健康原料生产基地建设项目 | 20,628.68 | 20,628.68     |
| 2  | 启东技源营养健康食品生产线扩建项目  | 14,730.50 | 14,730.50     |
| 3  | 启东技源技术创新中心项目       | 9,913.75  | 9,913.75      |
| 4  | 补充流动资金             | 15,000.00 | 15,000.00     |
|    | 合 计                | 60,272.93 | 60,272.93     |

资料来源：技源集团招股书、开源证券研究所

公司近年来业绩增速较快，盈利能力优于可比公司平均。公司专业从事膳食营养补充产品的研发创新及产业化，主要面向全球膳食营养补充品牌客户提供原创性和定制化的营养原料及制剂产品。随着近年来的快速发展，公司所处的膳食营养补充行业专业化分工及竞争的趋势日益明显，已形成了营养原料供应商、制剂生产商、终端品牌企业三种主要的角色定位，行业内企业基于自身技术能力特点、运营效率、规模化生产等因素考虑，通常聚焦于其中一种角色定位，类似于技源集团覆盖多种业态的复合型企业相对稀缺。目前 A 股已上市公司中不存在与公司在具体产品、客户构成、业务模式等方面完全一致的上市公司。公司 2024 年毛利率与 2021 年至 2024 年年均净利润复合增长率明显高于可比公司平均，高出平均值 10.17 与 11.88 个百分点。

**表13：2024 年技源集团多项关键财务指标处于可比公司前列**

| 公司名称 | 股票代码      | 营业收入（万元）    | 净利润（万元）  | 2021-2024 年<br>营收 CAGR<br>（%） | 2021-2024 年<br>净利润<br>CAGR（%） | 毛利率<br>（%） | 净利率<br>（%） | ROE(平<br>均) | 研发费用率<br>（%） |
|------|-----------|-------------|----------|-------------------------------|-------------------------------|------------|------------|-------------|--------------|
| 嘉必优  | 688089.SH | 55559.34023 | 12013    | 16.71%                        | -1.14%                        | 43.61%     | 21.62%     | 8.19%       | 8.62%        |
| 华恒生物 | 688639.SH | 217794.0839 | 18455.79 | 31.69%                        | 4.05%                         | 24.92%     | 8.47%      | 8.63%       | 5.70%        |
| 仙乐健康 | 300791.SZ | 421106.3837 | 28201.79 | 21.09%                        | 11.93%                        | 31.46%     | 6.70%      | 13.28%      | 2.99%        |
| 平均值  |           | 231486.6026 | 19556.86 | 23.16%                        | 4.94%                         | 33.33%     | 12.26%     | 10.03%      | 5.77%        |
| 技源集团 | 603262.SH | 100185.7413 | 17534.41 | 7.72%                         | 16.82%                        | 43.50%     | 17.50%     | 20.52%      | 4.96%        |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：如未特殊说明，财务数据对应年份为 2024 年）

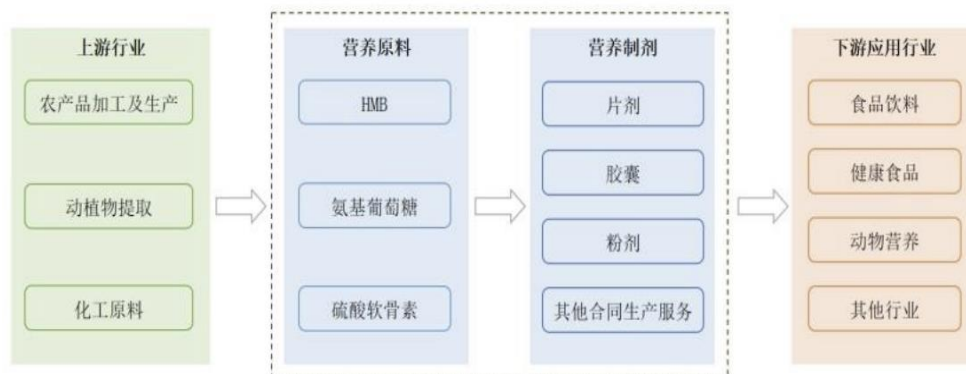
## 3.2、消费者营养健康意识增强，膳食营养补充行业前景广阔

### 3.2.1、膳食营养补充剂：人体必需营养素的有力补充，健康消费热潮助推行业发展

膳食营养补充剂是一种旨在弥补人类正常膳食中可能摄入不足，同时又是人体所必需的营养素为目的所生产的某些含有特定营养素的食品。常见的营养补充剂可能含有以下一种或多种膳食成分：维生素、矿物质、氨基酸、不饱和脂肪酸等，或是以上成分的浓缩品、代谢物、提取物或组合产品等。可以以丸剂、胶囊、片剂或

液态等形态口服，但不能代替普通食物或作为膳食的替代品。从产业链环节来看，上游行业主要为农产品加工及生产、动植物提取、化工原料等行业，中游主要为营养原料和营养制剂企业，下游根据不同的应用领域主要面向食品饮料、健康食品、动物营养等行业。

图41：膳食营养补充行业产业链上、中、下游

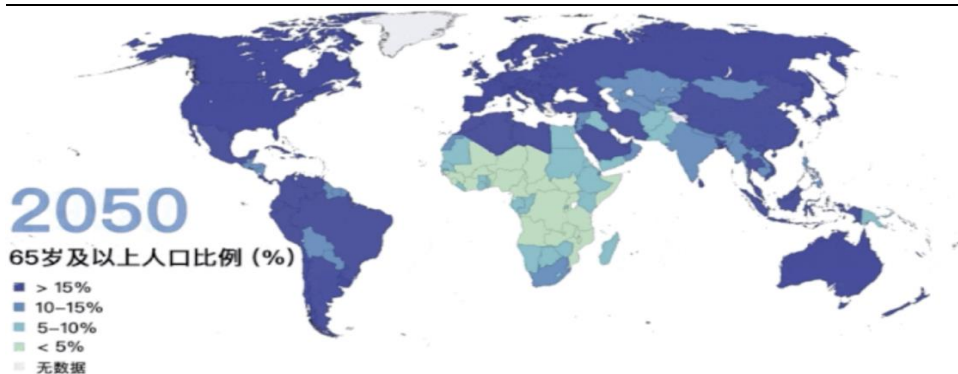


资料来源：技源集团招股书

目前，膳食营养补充行业存在以下需求驱动因素。**（1）人口增长及老龄化趋势带来膳食营养补充市场消费的持续增长。**随着社会经济的快速发展和变革，全球人口数量、平均寿命不断提高，且人口老龄化趋势明显。据联合国发布的《2019 年世界人口展望》的统计数据显示，预计至 2050 年 65 岁及以上人口占全球总人口的比重将达到六分之一。全球人均预期寿命到 2050 年可能增加到 77.1 岁。人口增长、老龄化趋势及人们健康意识的不断增强将促使膳食营养补充行业保持持续稳健的增长。

**（2）消费者需求不断细化，产品应用持续拓展，市场需求前景广阔。**随着行业供应能力的不断提升和居民生活水平的提高，健康消费理念不断兴起，并呈现出消费意识健康化、消费主力年轻化、消费场景多元化、消费形式便利化等特点。膳食营养补充行业发展进入了满足消费者更高需求的市场升级、细分新阶段。创新营养素及应用不断涌现，新兴应用领域、应用范围不断拓展，行业需求持续增长，市场需求前景愈发广阔，促进人体健康、增强免疫力和抵抗力的膳食营养补充产品面临较大的市场机会。**（3）国内膳食营养补充行业渗透率提升空间广阔。**相比于国外成熟市场，国内膳食营养补充行业仍处于新兴发展阶段，根据前瞻产业研究院数据，相较于美国和日本超过 67% 的民众日常食用膳食营养补充产品，中国民众食用比例低于 20%。然而，中国拥有最广大的膳食营养补充消费人群，其中 2.6 亿 60 岁以上老龄群体，健康消费需求旺盛，2.6 亿以上的 Z 世代消费群体，健康消费购买力强，当前中国膳食营养补充行业面临难得的发展机遇。

图42：预计 2050 年，全球人口老龄化趋势将进一步深化



资料来源：联合国《2019 年世界人口展望》

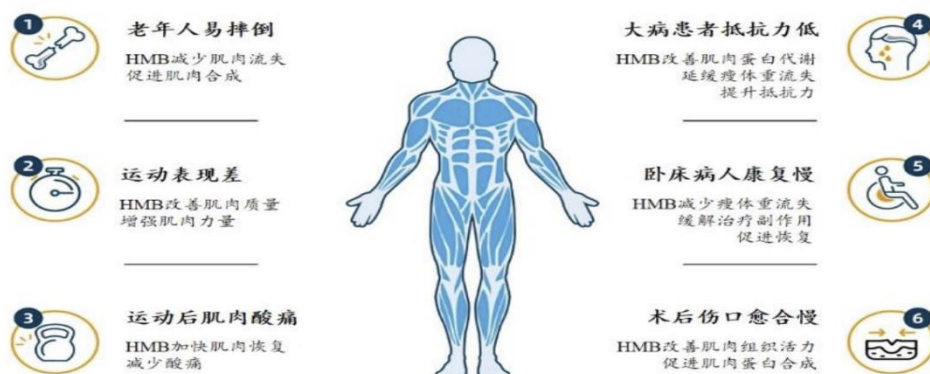
在多重因素驱动下，根据欧睿数据，预计 2026 年全球膳食营养补充产品销售规模将达 2,230 亿美元。Nutrition Business Journal 数据显示，2017 年全球膳食营养补充行业消费规模为 1,283.61 亿美元，2022 年已增至 1,761.70 亿美元，行业发展态势良好，将继续保持增长，预计 2025 年膳食营养补充剂接近 2,000 亿美元。根据欧睿数据，2023 年全球膳食营养补充产品销售规模超过 1,870 亿美元，预计未来三年将保持 6% 的稳健增速，到 2026 年全球规模将达 2,230 亿美元。从国家和区域分布来看，膳食营养补充产品的消费地区主要分布在美国、欧洲、澳大利亚、拉美及亚洲地区。其中美国、欧洲、澳大利亚膳食营养补充行业发展较早，市场较为成熟，需求较为稳定。拉美、亚洲地区作为膳食营养补充产品的新兴市场，近年来增速较快。从国内市场看，根据欧睿数据，2023 年中国膳食营养补充产品销售规模达到 2,253 亿元，较 2022 年增长 11.6%，行业发展迅速。

### 3.2.2、直接关乎机体的行动能力，肌肉和关节健康市场发展迅猛

#### (1) 肌肉健康市场：HMB 可双向调节肌肉，广泛应用于肌肉健康领域

HMB 可以双向调节肌肉，是维持肌肉健康的基础及核心营养素。肌肉是人体第二大器官，直接决定了机体的运动能力和行动能力，是影响人体代谢率的唯一主因，与体重管理、胰岛素抵抗相关性极高。科学的营养摄入是保障肌肉量和肌肉质量、延缓肌肉减少的必要条件，因此近年来肌肉健康产品需求快速提升。以 HMB 为代表的营养素可以有效预防肌肉萎缩，并有助于塑形增肌，近年来增长十分迅速。HMB 学名  $\beta$ -羟基- $\beta$ -甲基丁酸，是人体内所必需的支链氨基酸亮氨酸的活性代谢产物，是维持肌肉健康的基础及核心营养素。经过广泛的临床医学研究证实，与其他单一改善肌肉蛋白合成的营养素相比，HMB 可以双向调节肌肉，在增加肌肉蛋白合成的同时，减少肌肉蛋白分解流失，有助于改善人体健康和生活状态，提升机体功能和生活自理能力，并具有加速康复及促进伤口愈合等作用。

图43: HMB 可有效改善由肌肉减少和功能衰退引发的一系列健康问题

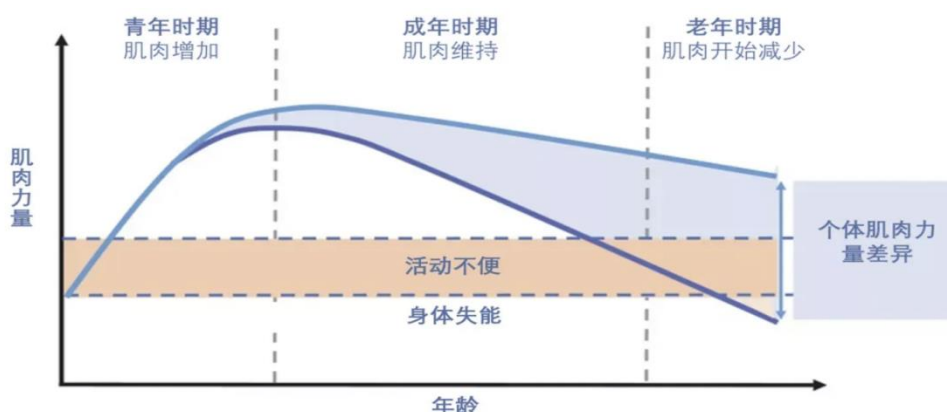


资料来源：技源集团招股书

随着 HMB 应用范围的拓宽，以及人口老龄化的加深，HMB 市场规模将持续扩大，QY Research 预计 2030 年全球 HMB 产量可达 3,571.69 吨。具体来看，HMB 需求量增长将受益于以下驱动因素：

驱动因素一、肌肉健康意识的提升以及老龄化趋势为市场发展带来强劲的增长潜力。(1) 人口老龄化及老年人肌肉健康意识的提升带动 HMB 等膳食营养补充品需求高速增长。根据世界卫生组织统计，2015 年至 2050 年间，世界 60 岁以上人口的比例将从 12% 增加到 22%。人口老龄化的速度持续加快，中老年的营养健康问题日益成为社会发展的主要关注点之一。肌肉与心脏健康、呼吸问题、住院并发症、跌倒等中老年问题高度相关。研究发现，女性在 35 岁、男性在 40 岁左右开始出现肌肉量的减少，并以每年 1%~2% 的速度下降，50 岁后下降速度开始加速，60 岁后进展加速，75 岁后下降速度达到顶峰。通过改善生活方式、科学摄入以 HMB 为代表的营养素来预防肌肉萎缩和减少失能的发生，成为越来越多中老年人的选择。随着老龄人口生活水平的提高，越来越多老年人开始重视营养健康与保健，HMB 等膳食营养补充品的需求空间将被打开。(2) 随着消费者寻求更主动的运动营养摄入，以 HMB 为代表的新兴运动营养产品增长空间庞大。运动人群为增加肌肉质量、提升力量等目的，一般会在日常饮食中加入较多的肌酸、ATP 或蛋白质等营养成分。由于 HMB 具有双向调节肌肉的作用，可以在增加肌肉蛋白合成的同时，减少肌肉蛋白分解，因此在摄入肌酸、ATP 或蛋白质的同时服用 HMB，将显著提升增肌的效果。目前全球运动营养市场产品结构相对较为单一，蛋白质类产品占据了全球运动营养市场的主要份额。但是随着消费者寻求更健康的生活方式和更主动的运动营养摄入，运动营养产品品类逐渐丰富，以 HMB 产品为代表的塑形增肌类运动营养产品需求将快速增长。(3) 中国运动营养起步较晚，市场正处于高速成长期，运动营养市场需求增长将拉动国内 HMB 需求量提升。运动营养市场地域发展差异较大，根据欧睿国际数据，2019 年，整个亚太市场需求占比仅为 14%，但增长迅速。欧睿数据显示，2015-2020 年中国运动营养市场的复合年均增长率高达 40%，是全球增速最快的市场之一。中国政府提出全民健身计划十余年，“十四五”《全民健身计划》将继续进一步推进国家体育产业发展，拉动运动营养市场的增长，HMB 作为重要的运动营养产品品类也将因此受益。

图44：肌肉随年龄提升而逐步流失



资料来源：丁香医生公众号、The developmental origins of sarcopenia

**驱动因素二、HMB 应用领域及应用场景不断增加，国内外知名品牌加速布局打开 HMB 产品需求空间。**除了在运动营养和中老年健康方面的应用外，HMB 在体重管理和动物营养保健等其他应用场景需求量也在加速拓展。例如，在体重管理方面，当前 GLP-1 减肥疗法风靡全球，但消费者在使用 GLP-1 产品进行减重时，往往同时面临肌肉快速流失的副作用。HMB 可以配合 GLP-1 产品使用，从而减少减肥过程导致的肌肉流失。同时，国内外行业知名品牌企业对 HMB 关注度快速提升。雅培已在全球范围内推出 Juven、Ensure Nutrivigor、Ensure Gold 等多个 HMB 产品系列，PharmaCare、Blackmores、Iovate Health、Formulife、Now Foods、GNC、Nirvana Water、蒙牛、元气森林、赫利昂等众多海内外品牌已陆续布局 HMB 产品。

**驱动因素三、HMB 获批进入更多区域性市场，国内批准将 HMB 的推荐食用量由≤3 克/天提高至≤6 克/天。**在市场范围方面，除已广泛使用 HMB 的欧美市场外，中国、东南亚、巴西、澳大利亚等主要市场也已为 HMB 提供准入资质。随着 HMB 获批进入更多区域性市场，更多国内外行业知名品牌对其关注度的提升，以及 HMB 应用领域不断增加，HMB 市场增长潜力将被进一步扩大。国内方面，HMB 在中国已经获批为新食品原料，政策支持力度不断加大。2024 年 4 月，中国食品科学技术学会发布《关于 β-羟基-β-甲基丁酸钙(CaHMB)应用的科学共识》进一步指出，即：a.通过新食品原料 CaHMB（HMB 的钙盐形式）补充 HMB，是促进肌肉蛋白合成和减缓肌肉蛋白分解的一个重要途径；b.补充 CaHMB 有利于纠正负氮平衡，有利于老年人群、多类患病人群（如肌肉衰减综合征、肿瘤等）的肌肉健康；c.CaHMB 的安全性被广泛认可，适当提高其每日最大食用限量，将更好地助力目标人群健康获益和产业应用发展。2025 年 2 月，国家卫生健康委员会下属食品安全标准与检测评估司发布公告，已批准将 HMB 的推荐食用量由≤3 克/天提高至≤6 克/天，有助于进一步扩大 HMB 在中国市场的需求。

表14：HMB 获批进入更多区域性市场

| 国家/地区 | 批准情况                                                                                                                                                                             |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中国    | 原卫生部 2011 年第 1 号公告，批准 CaHMB 作为新资源食品用于运动营养食品、特殊医学用途配方食品。每日食用量为≤3g/d；原卫生和计划生育委员会 2017 年第 7 号公告，批准 CaHMB 可以作为新食品原料，用于饮料、乳及乳制品、可可制品、巧克力及巧克力制品、糖果、烘焙食品、运动营养食品、特殊医学用途配方食品中。每日食用量为≤3g/d |
| 欧盟    | CaHMB 在欧盟有很长的食用历史（早于 1997 年），因此在欧盟批准 CaHMB 可作为普通食品原料直接在膳食补充剂（Food supplement）和特殊医学用途配方食品中使用，没有摄入量的限制。目前通过审批并已上市的产品每日最大摄                                                          |

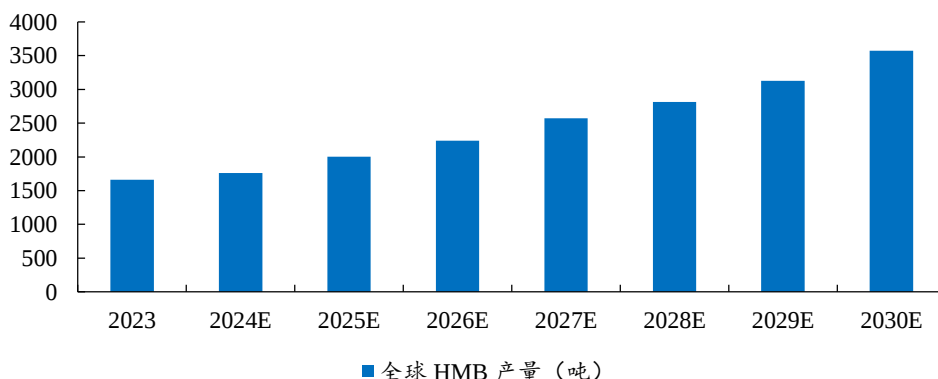
入量为 6g/d

|       |                                                                                                    |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 美国    | 2005 年，用于医用食品和普通食品的 CaHMB 被确定为一般公认安全（Generally recognized as safe, GRAS）物质，其摄入量 3g/d 物质，其摄入量为 3g/d |
|       | 2009 年，扩大了其在医用食品、特殊膳食用食品和普通食品中的用量，至最高 6g/d                                                         |
| 加拿大   | 2014 年，加拿大卫生部批准 CaHMB 作为新资源食品，用于特殊膳食用食品中，包括可全部替代膳食的全营养食品、营养补充剂等，每份用量不超过 1.5g，每天食用不超过 6g            |
| 日本    | 2010 年，日本批准小林 HMB Powder 为功能个性食品。该批准的安全评估部分指出每天可食用 1.6-4.8gHMB，换算成 CaHMB 即每天可摄入 2-6g               |
| 印度尼西亚 | 2019 年，印度尼西亚批准雅培的 Ensure Nutrivigor 作为特殊膳食用食品。根据该产品的推荐食用量，CaHMB 的每日摄入量 1.18-6g                     |

资料来源：《关于 β-羟基-β-甲基丁酸钙（CaHMB）应用的科学共识》中国食品科学技术学会、开源证券研究所

在上述因素驱动下，预计 2024 年至 2030 年年均复合增长率约 11.54%，2030 年全球 HMB 产量可达 3,571.69 吨，目前中国占据全球 HMB 原料市场 90% 以上的份额。根据庶正康讯发布的《2022 泛骨关节营养健康发展研究报告》显示，2022 年中国 HMB 出口量 1,427 吨。目前中国作为 HMB 的主要生产国，占据了全球 HMB 原料市场 90% 以上的份额，以此推算，2022 年，全球 HMB 市场需求为 1,586 吨。根据 QY Research 发布的《2024 全球 HMB 市场研究报告》数据显示，2023 年，全球 HMB 产量约为 1,662.43 吨。随着人们对健康生活方式的关注度不断提升，运动人群的增多，对能够增强运动表现、促进肌肉生长和恢复的膳食营养补充产品需求也在不断增长，自 2024 年至 2030 年，HMB 市场规模将持续扩大，至 2030 年全球 HMB 产量预计可达 3,571.69 吨，年均复合增长率约 11.54%。随着 HMB 进一步拓展至体重管理、动物营养等应用场景，预计将迎来更大的需求空间。

图45：预计 2030 年全球 HMB 产量可达 3,571.69 吨



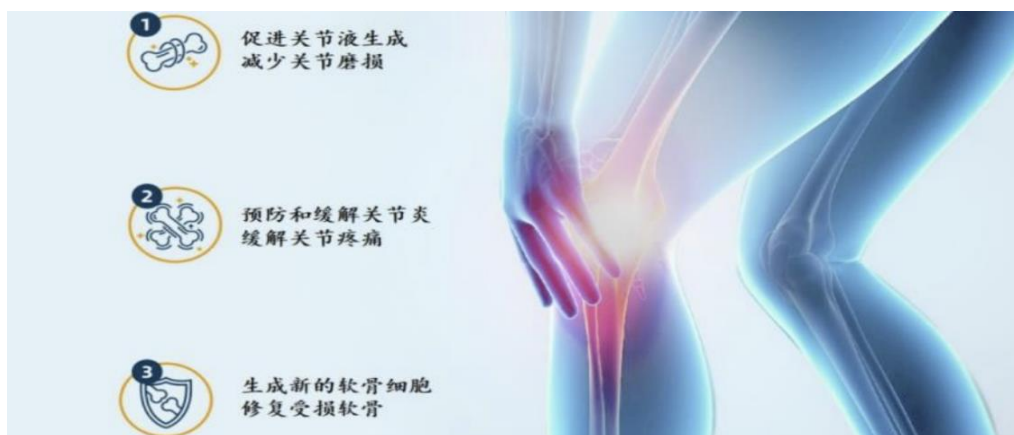
数据来源：QY Research、技源集团招股书、开源证券研究所

## （2）关节健康市场：有效补充氨糖、硫酸软骨素是保持关节健康的主要方式

硫酸软骨素和氨糖是生产具有增加骨密度功效的膳食营养补充产品的主要原料，具有止痛、促进软骨再生的功效。关节为骨骼之间的连接，可以支撑机体的软组织并实现运动。无论是人体关节还是宠物关节，有效地补充氨糖、硫酸软骨素等营养素是保持关节健康的主要方式。其中，氨基葡萄糖为人体关节软骨基质中合成蛋白聚糖所必需的物质。它参与构造人体组织和细胞膜，是蛋白多糖大分子合成的中间物质，可合成关节软骨以及滑液分子的中间物。经过广泛的临床医学研究证实，氨基葡萄糖能够刺激软骨细胞的生长、抑制关节软骨的分解，同时还具有抗炎作用，

可缓解骨关节炎的疼痛症状，改善关节功能，是关节健康领域最为广泛使用的营养素之一。硫酸软骨素是共价连接在蛋白质上形成蛋白聚糖的一类糖胺聚糖，广泛分布于软骨、肌腱、韧带等结缔组织中。经过广泛的临床医学研究证实，硫酸软骨素能够将水分吸入蛋白多糖分子内，使软骨变厚，并增加关节内的滑液量，提供衬垫作用，缓和行动时的冲击和摩擦；同时作为输送管道，可以为软骨输送重要的氧供和营养素，有利于延缓关节老化变形，改善关节疼痛，促进软骨再生。

图46：氨糖对骨关节健康



资料来源：技源集团招股书

硫酸软骨素和氨糖是主流的骨关节炎治疗药物和骨健康营养补充产品，在人口老龄化、骨关节炎年轻化趋势下，这两类营养原料市场发展前景广阔。一方面，骨关节疾病的高危人群也随之增加，带动相关膳食营养补充产品的需求上升。骨关节炎是一种常见疾病，表现为关节疼痛、僵硬。特别是长时间活动后，会不同程度地伤害中老年患者的运动能力与生活质量，在全球发病率约占世界人口的 4%~13%。根据中国流行病学研究数据显示，中国双膝关节关节炎患病率达 15.6%。在各类膳食营养补充产品中，氨糖和硫酸软骨素将首先受益于社会老龄化。ReportLinker 发布的市场数据显示，预计 2027 年全球骨骼关节补充剂市场规模将达到 147 亿美元，2020-2027 年期间年均增长率为 5.8%；另一方面，随着养宠人群的不断扩大，宠物关节健康市场快速发展拉动硫酸软骨素和氨糖需求增长。近年来，宠物消费市场快速发展。同时，随着宠物主的可支配收入增加、保健意识增强以及对宠物健康的重视程度不断提高，宠物主对骨关节健康、肠胃健康、皮毛健康等类型的保健产品需求也在显著提升。在养狗的宠物主中，超过 70% 的宠物主购买过骨关节健康类产品，超过 60% 的宠物主购买过肠胃调理、补充维生素和皮毛健康产品。氨糖具有天然的抗炎特性，并可延缓宠物关节的老化过程，对于肠道健康也有益处。基于当前宠物消费的持续增长和宠物主对于宠物关节健康关注的持续提升，氨糖等骨关节健康类产品在宠物保健品市场的需求量也将随之增长。

在人口老龄化、骨关节炎年轻化趋势及宠物消费带动下，预计 2027 年全球氨糖原料市场规模达到 24,568 吨，2030 年全球硫酸软骨素市场规模达到 16.5 亿美元。氨糖方面，中国是世界上第一大氨糖供应国，约占全球氨糖产量的 80%，近年的原料出口量保持在 1.2 万吨至 1.3 万吨，此外还有 3,000 吨至 4,000 吨以膳食营养补充制剂成品和半成品形式出口。根据庶正康讯及技源集团招股书，预计 2022 至 2027 年氨糖原料市场规模将保持 4.2% 的年复合增长率，2027 年达到 24,568 吨。硫酸软骨素方面，根据新思界产业研究中心数据显示，现阶段，我国已成为全球最大的硫酸

软骨素生产、出口国。根据 Grand View Research 数据，2022 年全球硫酸软骨素市场规模为 12.5 亿美元，将在 2030 年达到 16.5 亿美元，2023 至 2030 年复合增长率预期为 3.5%。

表15：预计 2027 年全球氨糖原料市场规模达到 24,568 吨

| 项目            | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国氨糖出口规模（吨）   | 12,916 | 13,560 | 12,948 | 13,492 | 14,058 | 14,649 | 15,264 | 15,905 |
| 占比            | 65%    | 65%    | 65%    | 65%    | 65%    | 65%    | 65%    | 65%    |
| 全球氨糖原料市场规模（吨） | 19,951 | 20,945 | 20,000 | 20,840 | 21,715 | 22,627 | 23,578 | 24,568 |

数据来源：庶正康讯、技源集团招股书、开源证券研究所（注：依据庶正康讯数据推算中国氨糖出口规模占全球氨糖原料市场的比例约为 65%，因供需状况较为稳定，假定 2020 至 2027 年占比保持不变，以此推算全球氨糖原料各年度市场规模情况）

### 3.2.3、行业专业化分工趋势显著，国内企业加速追赶

行业内企业专业化分工明显，行业主要由营养原料供应商、制剂生产商、终端品牌商等组成，覆盖多业态的复合型企业相对较为稀缺。随着行业整体快速发展壮大，行业内企业专业化分工明显，已发展形成三种运营业态：即营养原料供应商、制剂生产商、品牌运营商。营养原料供应商注重于营养素分子的研发及产业化应用、功效的开发及拓展、市场合规准入、原料产品的制备技术等；制剂生产商注重于成品制剂的配方设计、产品生产、质量控制以及供应链管理等；品牌运营商则注重品牌运营及终端销售，通过经销商、线下直供、线上直供等方式直接面对终端消费。行业内企业基于自身技术能力特点、运营效率、规模化生产等因素考虑，通常聚焦于某一运营业态，覆盖多业态的复合型企业相对较为稀缺。

表16：行业内企业通常聚焦于某一运营业态，覆盖多业态的复合型企业相对较为稀缺

| 运营业态    | 公司名称     | 主要产品                                                      |
|---------|----------|-----------------------------------------------------------|
| 营养原料供应商 | 帝斯曼      | DHA 海藻油、母乳低聚糖、维生素等                                        |
|         | 嘉必优      | 多不饱和脂肪酸 ARA、藻油 DHA 及 SA、天然 $\beta$ -胡萝卜素等多个系列产品           |
|         | 华恒生物     | 丙氨酸系列产品（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、 $\beta$ -丙氨酸）、D-泛酸钙和 $\alpha$ -熊果苷等 |
|         | 润科生物     | 微藻 DHA 粉剂、ARA 粉剂、微藻 DHA 油剂、ARA 油剂等                        |
|         | 技源集团     | HMB、氨糖、硫酸软骨素等                                             |
| 制剂生产商   | 仙乐健康     | 软胶囊、软糖、片剂、粉剂等                                             |
|         | 艾兰得      | 片剂、粉剂、软胶囊、硬胶囊、凝胶糖果、益生菌、软糖以及液体制剂等                          |
|         | 技源集团     | 片剂、粉剂、胶囊等多种剂型                                             |
| 终端品牌企业  | 雅培集团     | 主营诊断、医疗器械、营养健康产品和药品领域产品                                   |
|         | 汤臣倍健     | 蛋白质粉、多种维生素系列、牛初乳钙片、骨胶原高钙片、红葡萄籽片、小麦胚芽油软胶囊、深海鱼油软胶囊          |
|         | Nutramax | 人体健康：心脏、免疫健康、关节健康和排毒补充剂等<br>宠物健康：肝脏、关节、消化及整体健康补充剂         |

资料来源：技源集团招股书、开源证券研究所

从细分市场看，技源集团占据了全球 HMB 市场的主要份额，同时也是全球氨糖产业的核心供应商之一。在 HMB 市场，技源集团是全球 HMB 行业领军企业，占据了 HMB 市场的主要份额，是全球最大的 HMB 供应商，市占率超过 50%。从事 HMB 营养原料业务的其他企业相对较少，且销售规模相对偏小。在氨基葡萄糖市场，我国聚集了全球最多的氨基葡萄糖生产企业，但生产规模偏小的企业数量较多。生产规模较大的主要有技源集团、浙江澳兴生物科技有限公司、浙江金壳药业股份有

限公司、浙江丰润生物科技股份有限公司等。其中，技源集团全球市占率超过 10%，是全球氨糖产业的核心供应商之一。

**国内企业快速发展，与欧美企业的差距正在不断缩小。**全球膳食营养补充行业起步于欧美地区，欧美企业进入行业时间相对较早，已积累了较为丰富的产品研发经验，并形成广泛的品牌知名度，处于行业领导地位。为了在全球市场中获得更高的市场份额，中国企业不断加大对于膳食营养补充产品的研发投入，针对不同的消费者需求进行精细化产品设计、研发复合型膳食补充剂、提升产品功效，越来越多的新技术被运用在膳食营养补充产品中。国家科技部发布的《“十三五”食品科技创新专项规划》指出，“积极推进公众营养健康的全面改善，不断增强健康食品精准制造技术水平和开发能力，在营养均衡靶向设计与健康干预定向调控以及功能保健型营养健康食品与特殊膳食食品开发等方面迫切需要科技引领。”中国企业不断吸引大量高技术人才、加大研发投入是未来行业发展的必然趋势，国内企业与欧美企业的差距正在不断缩小。

### 3.3、全球膳食营养领军企业，全产业链布局捕捉行业痛点

#### 3.3.1、全球 HMB 产业领军企业，氨糖领域核心供应商

公司专业从事膳食营养补充产品的研发创新及产业化，主要面向全球膳食营养补充行业客户提供 HMB、氨糖等营养原料产品和制剂产品。公司在研发过程中针对未来具有商业化前景的创新营养素分子，提前规划并加以专利保护以抢占先机，持续构建技术研发及专利壁垒。产品方面，**公司是全球 HMB 产业领军企业，是全球最大的 HMB 供应商。**2022 年至 2024 年，公司 HMB 产品在全球范围内的市场份额分别约为 65.80%、52.27%和 53.34%，占据了全球 HMB 市场的主要份额。与此同时公司不断加大新产品开发力度，针对产品功效、生产工艺、产品剂型以及应用配方等方面，公司持续进行科学研究、临床试验及研发创新，并在全球范围内多个国家及地区申请了专利保护。公司已获专利授权的“HMB+维生素 D3”营养组合方案，系 HMB 应用领域最为主流的产品方案。公司 myHMB®品牌原料已在全球拥有多项核心专利及丰富的临床数据积累，并入选无锡市重点培育和发展的国际知名品牌名单。**同时，公司是全球氨糖产业的核心供应商之一。**2022 年至 2024 年，公司氨糖产品在全球范围内的市场份额分别约为 11.92%、13.85%和 12.61%，在全球氨糖市场竞争中，已取得较为稳固的行业地位。公司借助自主开发的氨糖原料精细加工及定制化处理的关键技术，为全球品牌客户提供高可靠性、高生产效率的定制化原料产品方案，公司 GlucosaGreen®品牌原料已逐步成长为全球知名、市场认可度较高的氨糖品牌。此外，公司制剂业务包括合同生产以及自有品牌产品销售，其中主要以合同生产模式为主。制剂合同生产服务行业全球市场规模较大，参与者数量众多，公司一直以来坚持差异化竞争路线，以产品质量为核心，主要面向澳大利亚、北欧市场。公司制剂业务主要采用合同生产模式，借助先进的生产工艺和完善的质量控制体系，通过了行业内监管严苛的 TGA GMP 认证。

图47：技源集团获得了多个全球权威机构颁发的质量体系认证



资料来源：技源集团官网

### 3.3.2、行业内少有的产业链垂直整合产业，持有特色自有品牌

公司是国内少数从营养原料最前端到成品制剂生产后端垂直整合的企业。公司一直以来专注于膳食营养补充产业链关键环节的研发创新及产业化落地，经过多年持续研发及积累，在功效宣称、营养素合成、营养原料定制化处理、制剂配方设计及生产等关键业务环节形成多项核心技术。通过布局全产业链同时具备营养原料研发和成品制剂生产经验，公司得以深刻理解下游客户需求及行业痛点。不同于行业内一般企业，公司积极布局从营养素分子筛选及评估、功效研究、功能声称及专利申请、市场准入与推广、原料生产到制剂加工的全产业链，拥有 HMB 等创新营养素核心专利技术，同时在产品制备技术、生产工艺控制方面积累深厚，从而为下游客户创造较高的附加价值，并赚取较高的毛利，具有较强的差异化竞争优势。公司不断优化原料及制剂生产工艺、提升产品质量，为客户提供高可靠性、高生产效率的定制化产品方案。以氨糖原料产品为例，借助自身丰富的制剂加工经验，分析总结下游客户在使用原料时可能遇到的各种问题，持续研发精细加工及定制化处理关键技术，显著提高氨糖原料的可压片性及一致性，从而有利于提升下游客户的生产效率、降低生产成本、提高产品质量，建立起较高的生产工艺优势。

此外，公司在膳食营养补充终端品牌领域进行少量尝试，推出了 AgelessLX 等 HMB 自有品牌系列产品并在 Amazon 等互联网平台销售。为更好地推动 HMB 的产业化进程，公司创立了 Ageless LX、诺锐金、愈硕、红斗士等自有品牌，通过上海技源、Nourigen 等子公司运营。其中 Ageless LX 品牌系列产品是公司最主要的自有品牌。Ageless LX 系列产品系围绕 HMB 在促进降脂减重等方面的功效，主要针对 40 岁以上的女性群体专门设计开发，以满足目标消费者减脂塑形、体重管理、减肥过程中减少肌肉流失等多方面的需求，并在产品配方、产品形态上进行了全面的尝试，研发了 HMB 与维生素 D3、植物提取物、生物素等多种营养成分的组合配方，并推出了包括胶囊、液体饮料、粉剂在内的多种产品形式。销售模式上，由于自有品牌产品业务并非公司业务发展的主要方向，为有效控制市场营销、渠道运营方面的投入需求，Ageless LX 系列产品主要采用了电商销售模式，通过 Amazon 等互联网平台及公司自营网站进行线上推广及销售。2021 至 2024 年上半年，公司自有品牌产品收入分别为 244.02 万元、1,422.50 万元、2,103.91 万元、1,945.31 万元，占营业收入的比例分别为 0.33%、1.77%、2.22%、4.25%，呈上升趋势。

图48：技源集团在产品形态上进行全面尝试

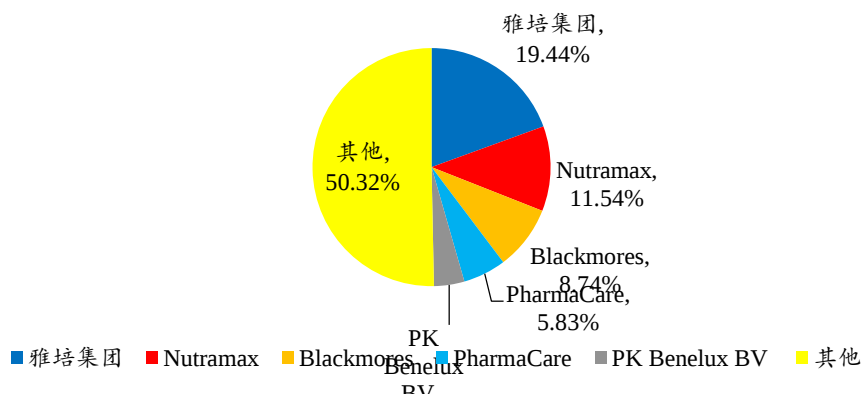


资料来源：技源集团招股书

### 3.3.3、面向全球膳食营养行业，已成为国内外众多知名品牌核心供应商

凭借技术研发及专利优势、可靠的产品质量和较高的品牌认可度，公司与行业领先客户建立起长期稳定的合作关系，已成为国内外众多知名膳食营养补充品牌企业核心供应商。公司系全球 HMB 产业最主要的技术创新推动者之一，针对产品功效、生产工艺、产品剂型以及应用配方等方面，公司持续进行科学研究、临床试验及研发创新，并在全球范围内多个国家及地区申请了专利保护。公司已获专利授权的“HMB+维生素 D3”营养组合方案，系 HMB 应用领域最为主流的产品方案，同时公司针对 HMB 有益于术后康复、降低脂肪量、促进创伤恢复等核心功效宣称均已取得专利保护。客户销售层面，雅培集团旗下的 Ensure®、Juven®系列产品是 HMB 终端消费市场上最受欢迎的产品之一，公司系雅培集团 HMB 原料产品的首选供应商，并已与雅培集团签署长期供货协议，雅培集团承诺就其 HMB 原料产品需求优先全额向公司采购。同时，公司致力于为客户提供高可压性、高一致性、高附加值的氨糖原料产品，经过多年的持续研发和技术积累，公司已掌握对氨糖进行精细加工和定制化处理的关键技术，从原料端解决下游客户生产过程中的痛点，提升下游客户的生产效率、降低生产成本、提高产品质量。与此同时，多年来公司始终重视产品品质和品牌建设，公司 GlucosaGreen®品牌已逐步成长为全球知名、市场认可度高、行业内代表性的高端氨糖原料品牌之一，并与 Nutramax、Blackmores、Royal Canin 等知名客户建立起长期稳定的业务合作关系。

图49：技源集团与多名知名客户建立长期稳定合作关系



数据来源：技源集团招股书、开源证券研究所（注：数据为 2024 年各大客户销售金额占比）

### 3.4、风险提示

**(1) 新产品开发风险风险：**若未来公司不能持续进行技术创新，开发出更具竞争力的产品，或者新产品研发成功后的市场反应未达预期，将会影响公司的市场地位和持续盈利能力。

**(2) 技术人员流失风险：**随着行业竞争加剧，若公司不能根据行业特点不断健全人才培养和储备机制，提供更具市场竞争力的薪酬待遇以及更完善的研发条件，将无法持续吸引高层次的技术人才，或面临现有技术人员流失的风险。

**(3) 产品质量管理风险：**随着公司业务规模快速增长，产品不断推陈出新，公司如果不能及时有效地评估和改进质量控制体系并贯彻执行，则可能面临产品质量管理能力无法满足持续扩大的经营规模和日益严格的监管要求的风险。

## 4、风险提示

宏观经济风险、新股发行制度变化。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn