

莲花控股 (600186)

从调味品到算力，莲花向“星”别样红

买入 (首次)

2025年04月21日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 戴晨

执业证书: S0600524050002

daichen@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,691	2,101	2,659	3,215	3,803
同比 (%)	(6.83)	24.23	26.55	20.94	18.29
归母净利润 (百万元)	46.20	129.93	206.74	269.14	338.86
同比 (%)	4.13	181.26	59.12	30.18	25.91
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.03	0.07	0.12	0.15	0.19
P/E (现价&最新摊薄)	248.94	88.51	55.62	42.73	33.94

投资要点

■ **公司盈利修复超预期，双主业布局亦已成型。**1998年公司登陆上交所，成为国内味精行业“第一股”。而后几经浮沉，至2019年进入债务重整，而后迎来营收和利润的强劲修复。公司2023年设立莲花紫星公司，进军算力以打造新增长曲线，我们预计2024年算力业务营收接近1亿元，在手待交付订单丰厚，莲花味精+紫“星”双主业布局已经初步成型。

■ **调味品业务拐点已现，势头仍劲。**“521”品牌复兴战略以来，公司积极有为：(1)产品创新，推出高毛利新品如松茸鲜、酱油、蚝油等，其中，莲花松茸鲜于2024年预计完成销售额近5000万元，势能仍足，我们预计2025年销售额有望维持高双位数增速。(2)设立专门的商超及新零售团队、招募经销商(2023年经销商数量同比增加235家)，积极与连锁大商超及餐饮企业洽谈进场，2024年新增商超网点超2000家(现存量约4000家左右)，同时积极拓展高校、政府等团餐领域，2024年前三季度线下渠道营收同比增长16%至18.23亿元。23Q1-24Q1公司味精于大卖场、大超市、小超市、便利店渠道的市占率同比分别提升5.1/5.9/5.6/3.9pct。同时，2024年开始搭建线上团队(抖音为主)，截至2024年双十一结束，线上渠道营收已超1亿元。随着新渠道+空白区域开拓，预计2025年调味品业务收入有望维持20%左右增速。

■ **算力业务在手订单充足，业绩有望迎来指数级增长。**我国算力业务蓬勃发展，2019-2023年行业规模复合增速高达19%。其中，受下游AI应用的拉动，智能算力增速更快，2019-2023年行业规模复合增速高达30%，高于行业平均水平。莲花紫星目前已部署8个智算中心(深圳、广州、上海、杭州、宁波、无锡、马鞍山、呼和浩特)，为客户提供算力服务及代运营、模型微调、行业方案、AI应用等服务。截至2025年3月，公司算力服务器租赁业务在手订单超16亿元。公司自2023年底切入算力业务，2024H1已实现收入0.22亿元，考虑到客户订单爬坡周期，预计2024全年算力收入近1亿元(据股权激励，公司对莲花紫星2024-2026年的考核目标值营业收入分别为1.2/4.0/6.0亿元，净利润0.15/0.8/1.5亿元)。展望未来，随着大模型应用普及、下游需求高企，公司有望凭借其资金、资源优势获得更多的市场份额。

■ **盈利预测与投资评级：**老牌味精企业重整换血，管理层积极谋变，运营提升逐步显效，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为2.07/2.69/3.39亿元，同比增速为59.12%/30.18%/25.91%，EPS分别为0.12/0.15/0.19元，对应当前PE为55.62x、42.73x、33.94x，鉴于公司有两大业务，调味品业务参考可比公司恒顺醋业、算力业务参考可比公司润建股份、润泽科技，综合对比，考虑到公司两大业务仍处成长期，给予一定的估值溢价，对标当下估值仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险、竞争加剧的风险、算力业务不达预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.41
一年最低/最高价	2.92/8.20
市净率(倍)	6.71
流通A股市值(百万元)	11,452.81
总市值(百万元)	11,499.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	0.96
资产负债率(%LF)	53.85
总股本(百万股)	1,794.00
流通A股(百万股)	1,786.71

相关研究

内容目录

1. 焕新传统调味品主业，打造第二增长曲线	4
1.1. 坚持产业创新，铸就民族品牌	4
1.2. 重整完成再出发，新股东新面貌	5
1.3. 调味品夯实基本盘，打造算力第二曲线	7
1.4. 淬火新生，渐入佳境	8
2. 调味品稳健徐行，算力正千帆竞发	9
2.1. 味精：行业规模稳健增长，隐形增鲜地位稳固	9
2.2. 算力行业蓬勃发展，算力租赁需求明确	11
2.2.1. 蓬勃发展，千帆竞发	11
2.2.2. 大厂与国家算力支出增加，算力租赁需求明确	12
2.2.3. 算力租赁的商业模式	13
3. 调味品业务：味精积极拓点，新品量价均佳	14
3.1. 味精拓点，拐点已现	14
3.2. 新品拓展顺利，提振盈利空间	16
4. 算力业务：在手订单充足，业绩有望迎来指数级增长	18
5. 盈利预测及风险提示	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 估值与投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构 (截至 2024 年三季报)	6
图 3:	味精收入占比高位平稳, 算力业务逐步贡献增量.....	7
图 4:	公司营收稳中有升.....	9
图 5:	521 战略后, 公司归母净利润进入上行期间.....	9
图 6:	我国味精行业市场规模 (以产量计)	10
图 7:	我国味精产量和表观需求量.....	10
图 8:	我国味精下游需求格局.....	10
图 9:	我国调味品增鲜剂用量-吨.....	10
图 10:	24Q1/25Q1 我国味精市场前八品牌份额.....	11
图 11:	算力行业市场规模, 2019-2023 年 CAGR=19%.....	11
图 12:	算力行业分类.....	11
图 13:	智能算力产业链.....	12
图 14:	中国人工智能服务器市场预测.....	13
图 15:	中国人工智能行业应用渗透度 (%)	13
图 16:	算力租赁厂商核心竞争力.....	14
图 17:	各业态品牌销额占比变化(占味精类目).....	15
图 18:	线上渠道营收维持高增.....	16
图 19:	2023 年各地区收入占比.....	16
图 20:	521 战略后经销商数量进入上行周期 (家)	16
图 21:	松茸鲜带动鸡精业务毛利率大幅提升.....	18
图 22:	研发人员数量占比持续提升.....	18
图 23:	莲花紫星智能体平台为企业提供更多样化解决方案.....	19
表 1:	公司现任管理层.....	6
表 2:	公司调味产品矩阵丰富.....	8
表 3:	松茸鲜健康性、经济性优势明显.....	17
表 4:	松茸鲜具备价格及健康优势.....	17
表 5:	截至 25 年 3 月公司算力服务器租赁业务开展情况.....	18
表 6:	算力业务股权激励目标值及触发值.....	19
表 7:	公司营收测算汇总 (百万元)	20
表 8:	可比公司估值对比 (估值日 2025/4/18)	21

1. 焕新传统调味品主业，打造第二增长曲线

公司为国内领先的包装味精品牌商，从传统调味品向新型复合调味品拓展。公司前身周口地区味精厂始建于1983年，1998年在上交所挂牌上市，素有“味精第一股”之称。主营产品莲花味精曾长期占据国内终端零售市场主导地位，莲花品牌被国家工商行政管理总局和河南省工商行政管理局认定为“驰名商标”和“河南省著名商标”，旗下有8款产品荣获iSEE全球美味奖。目前形成以味精、鸡精为主导，料酒、复合调味品等为辅的产品架构。公司的销售网络遍布全国各地，在各省市均设有销售分公司，同时出口至世界70多个国家和地区。

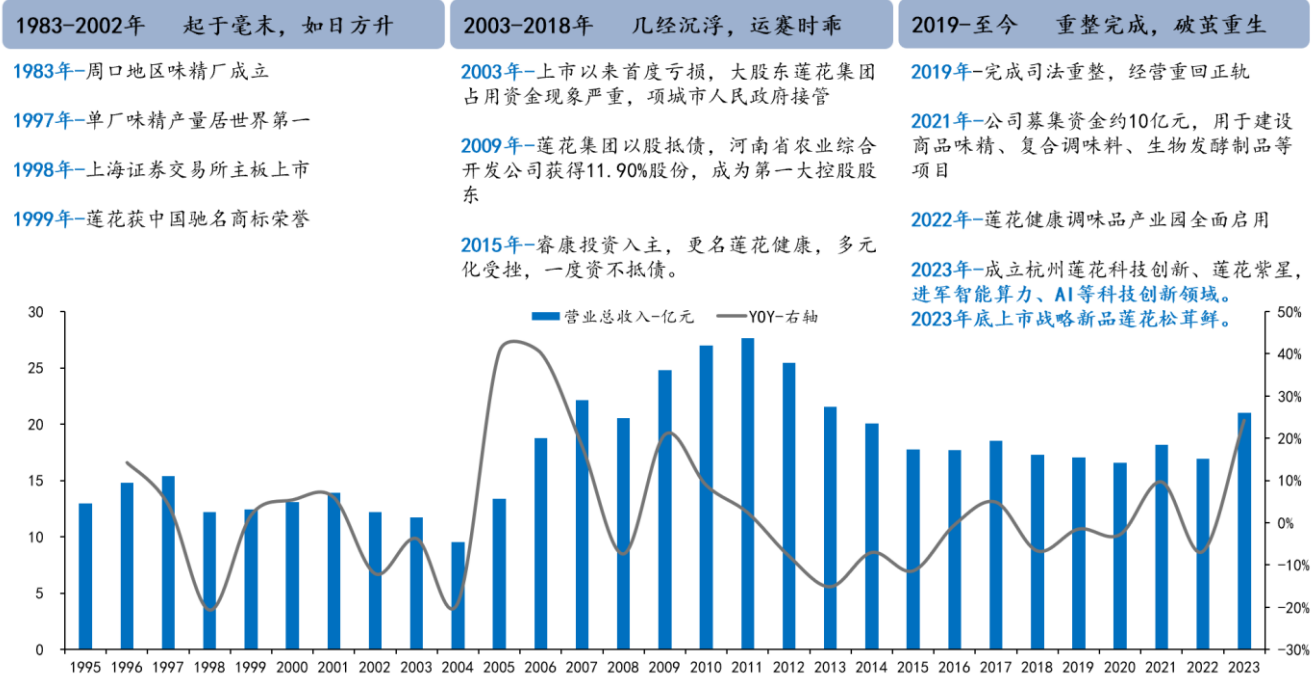
2019年推进重组，大股东变更为芜湖市莲泰投资管理，通过深化改革、固本创新，莲花控股经营发展持续向好，内生动力显著增强，盈利能力持续提升，已进入提速度、扩规模、提质量、增效益的新阶段。当前，公司正全面贯彻落实521品牌复兴战略，深入推进年轻化、数字化、国际化、智能化和场景化建设，加快新产品研发、新渠道建设、新机制实施、新人才引入，并在持续做强主业基础上，开辟第二增长曲线，进军智能算力等科技创新领域。

1.1. 坚持产业创新，铸就民族品牌

复盘公司40年发展历程，大致可分为三个阶段：

- (1) **生于毫末，如日方升** (1983-2002年)：前身为河南周口地区味精厂，创建于1983年，是中国最大的味精生产和出口基地。1994年，公司味精年产量达到10万吨，成为“中国第一，世界第二”；1997年公司单厂味精产量居世界第一，为1983年创办时期的236倍，国内市场占有率达43.4%，1998年公司登陆上交所，成为国内味精行业第一家上市公司。
- (2) **几经浮沉，运蹇时乖** (2003-2018年)：2003年因为快速扩张和“非典疫情”等因素，上市后一直盈利的莲花味精首度出现亏损，这也为其此后多年的蹉跎埋下伏笔。由于国内日趋严格的环保政策和激烈的行业竞争、味精食品安全性的误导性宣传，叠加公司冗杂产品结构、债务负担沉重等致长期亏损。
- (3) **完成重整，破茧重生** (2019年-至今)：2019年公司进入破产重整程序，迎来发展新曙光。2021年公司募集资金约10亿元，用于建设商品味精、复合调味料、生物发酵制品等项目。2022年8月莲花健康调味品产业园全面启用。公司味精主业收入已经从2018年的9.68亿元上升至2023年的16.23亿元，小包装市场占有率大幅回升，盈利也大幅修复。2023年底莲花紫星成立，公司开始跨界布局算力、AI等科技领域。2023年底-2024年上市战略新品松茸鲜、推广蚝油、酱油等产品，线上线下同步启航，终端表现亮眼。自此，公司转型升级成功已见，正继续乘风而上。

图1: 公司发展历程

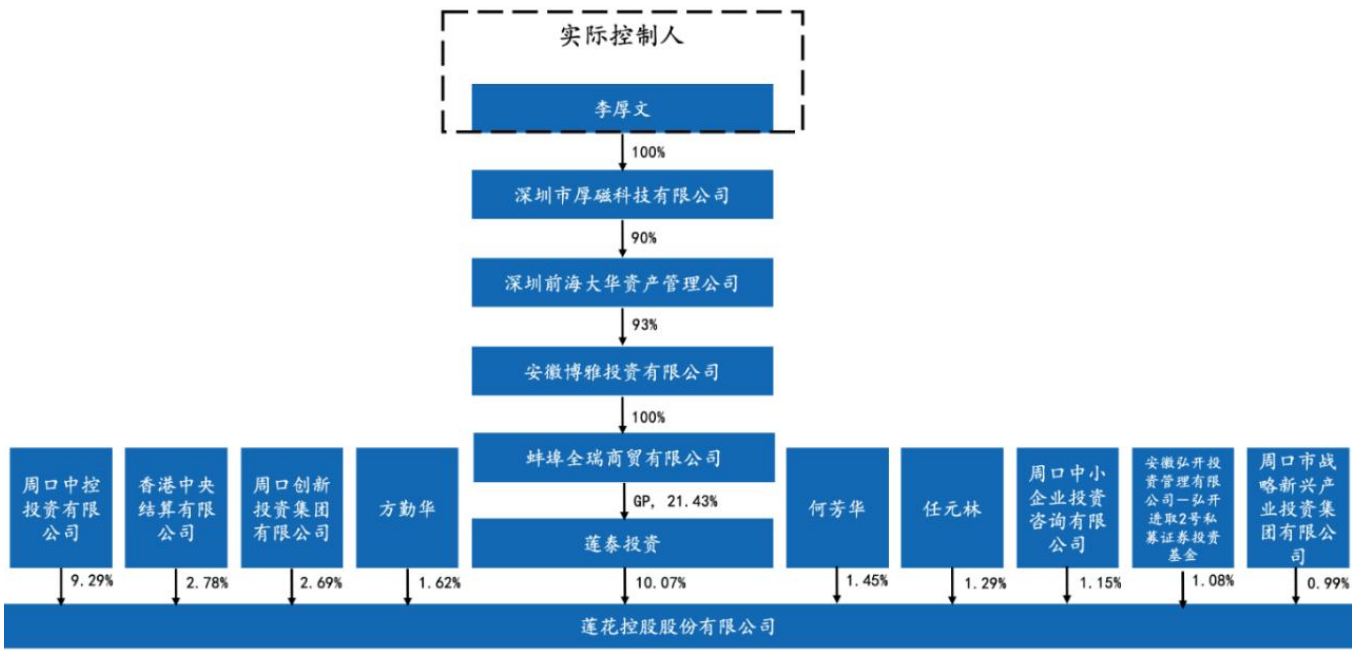


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 重整完成再出发，新股东新面貌

重整完成再出发，新股东新面貌。2019年11月28日，莲花健康管理人与芜湖市莲泰投资管理中心以及项城国控签署《莲花健康产业集团股份有限公司重整案投资框架协议》，确定莲泰投资和项城国控作为主要重整投资人参与莲花健康司法重整。在重整过程中，莲花健康的实际控制人也发生了变更，控股股东变更为莲泰投资，实际控制人变更为李厚文先生。

图2: 公司股权结构 (截至 2024 年三季报)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

管理团队履践致远, 公司发展稳中向好。自完成司法重整以来, 公司管理层在治理重塑、信用修复、战略重构、定向增发、机制改革、人才管理、产品创新等方面采取了一系列新的重大举措, 推动企业价值不断提升, 发展质量不断提高。

表1: 公司现任管理层

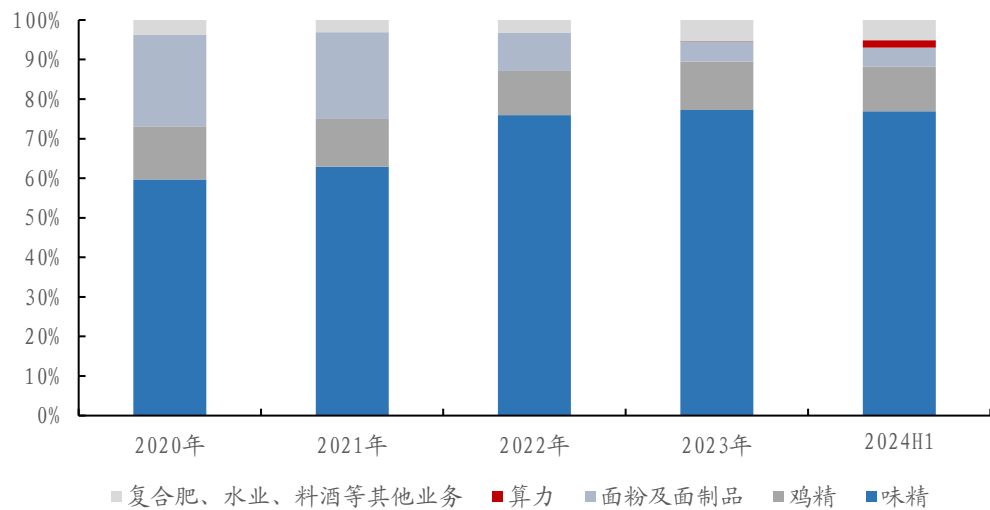
姓名	职务	年龄	履历
李厚文	董事长、董事	46	先后创立安徽博雅投资有限公司、安徽文峰置业有限公司、深圳前海大华资产管理有限公司和国厚资产管理股份有限公司。现任国厚资产管理股份有限公司法定代表人、董事长和长安责任保险股份有限公司副董事长。李厚文先生兼任安徽省工商联常委、省企业家联合会执行会长和长三角企业家联盟首批理事等社会职务。2021年4月至今任莲花健康产业集团股份有限公司第八、九届董事会董事; 2021年8月至2021年10月, 任莲花健康产业集团股份有限公司总裁; 2021年8月至今任莲花健康产业集团股份有限公司董事长。
李斌	副董事长、董事	54	1991年至1994年, 任霍邱县第一造纸厂厂长(法定代表人); 1994年至2003年, 先后担任安徽省经济贸易委员会副处长、副局长; 2003年至2006年, 任阜阳市食品药品监督管理局局长; 2007年至2015年, 任安庆市有关县区政府主要负责人; 2015年至2019年, 任中国国储能源化工集团有限公司副总经理; 2019年至2020年, 任北京帮瀛投资管理有限公司总裁、董事; 2020年7月至2022年8月, 任国厚资产管理股份有限公司副总裁; 2022年8月至今, 任公司董事、副董事长、首席执行官。
曹家胜	董事、副总裁	41	2013年7月至2016年1月, 任华安期货金融衍生品部总经理、资管产品部总经理; 2016年1月至2017年2月, 任安徽国厚投资管理有限公司副总经理; 2017年3月至2019年2月, 任国厚资产管理股份有限公司金融市场部总经理; 2019年3月至2020年3月, 任上海国锐股权投资基金管理有限公司总经理; 2017年6月至2021年8月, 任上海国锐股权投资基金管理有限公司董事; 2018年11月至今, 任河南国厚资产管理有限公司董事; 2020年6月至2021年10月任公司常务副总裁; 2021年10月至2022年8月任公司董事; 2021年10月至2023年12月任公司总裁; 2023年12月至今, 任公司董事、高级副总裁兼首席科技官。
曾彦硕	董事	49	2012年2月至2020年9月, 任安庆市文峰置业有限公司总经理; 2020年9月2024年3月, 任安徽文峰投资集团副总裁; 2024年4月至今, 任莲花健康产业集团股份有限公司非独立董事。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 调味品夯实基本盘，打造算力第二曲线

包装味精收入占比高位稳定，算力业务逐步贡献增量。随着公司经营步入正轨，经销网络建设和渠道下沉持续推进：（1）主业味精销售收入占比从2018年的56.04%增长至2023年/24H1的77%；（2）鸡精收入占比稳定，基本维持在11%-13%之间；（3）由于面粉及面制品业务盈利能力欠佳，近年来收入占比持续收缩；（4）2023年底莲花紫星成立，2024H1算力业务已实现收入0.22亿元，收入占比2%，预计2024全年收入接近1亿元，随着大客户订单逐步落地，公司算力业务收入有望呈指数级增长。

图3：味精收入占比高位平稳，算力业务逐步贡献增量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（1）调味品业务：以传统味精为基础，试水高毛利的新型复合调味品。公司调味品已形成以味精为主，以鸡精、面粉为辅的产品架构，2023年收入占比分别为77.25%/12.23%/5.19%。同时，公司通过OEM的方式积极试水料酒等液态调味品，以及火锅底料、酸菜鱼佐料等复合调味品赛道。

表2: 公司调味产品矩阵丰富

品类	产品	规格	价格(元)	产品图片	品类	产品	规格	价格(元)		产品图片	
液态调味品	莲花酱油	500ml	11.99		基础调味品	碳化白砂糖	400g	8.9			
		1000ml	17.99				100g	4.9	49.0/KG		
	莲花料酒	500ml	9.88				180g	8.8	48.9/KG		
复合调味品	松茸素蚝油	235g	15.99		氨基酸调味品	莲花味精	250g	11.1	44.4/KG		
	莲花松茸鲜	50g	7.99				400g	11	27.5/KG		
		100g	17.99				1000g	18.87	18.87/KG		
	莲花鸡精	454g	13.9				2000g	33.32	16.66/KG		

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所 (备注: 价格数据截至时间 2025 年 4 月 19 日)

(2) 算力业务: 莲花紫星凭借自主知识产权的核心技术, 成功打造了专业的 AI 算力云平台——莲花紫星云。该平台以稳定、可靠、易用、省钱的特点, 为用户提供卓越的 GPU 算力解决方案。作为行业内领先的技术提供商, 公司深度参与并推动多个区域算力中心的建设, 为各行业提供高效、稳定的算力支持。莲花紫星致力于以先进技术助力客户解决复杂问题, 拥有 AI Agent、AI 小程序以及数字人等领域的丰富解决方案。自成立以来, 莲花紫星已在模型训练、金融科技、先进制造、城市大脑、新零售等领域持续深耕, 赢得了中国联通、中国移动、中国电信、深信投、智谱华章、新华三等标杆客户的信赖。紫星总部位于杭州, 并在北京、深圳、上海等地设立分公司及办事处, 形成了覆盖全国的服务网络, 以全面推动 AI 与算力应用的落地和行业创新。

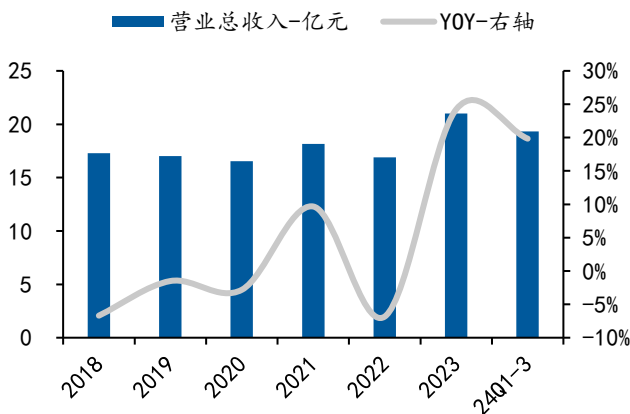
1.4. 淬火新生, 渐入佳境

公司重整完成后量利均向好。(1) 2018-2022 年公司营业收入基本保持在 16-18 亿元水平, 因味精在餐饮渠道的消费占比较高, 疫情期间表现略平淡; 但 2023 年以来公司通过加速推新 (松茸鲜、0 添加莲花腐乳等)、拓展渠道 (商超、大卖场等) 等措施, 2023 单年度营收同比增长 24.23% 至 21 亿元, 渠道渗透攻势已起、且气势如虹, **我们预**

计 2024 年公司收入增速仍有望维持在 20% 左右。

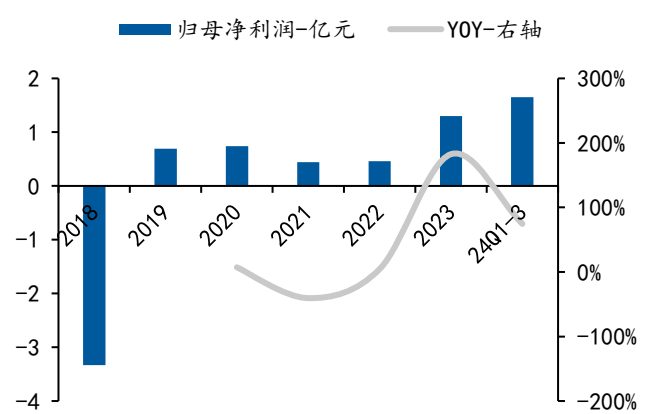
(2) 2019 年公司重整完成、扭亏为盈。2021 年因公司产品销售成本增加、工业园建设完工转固导致折旧摊销费用增加等因素，利润端有所回落。但随着 2022 年“521”品牌复兴战略(强调年轻化、数字化、国际化、智能化和场景化建设，加快新产品研发、新渠道建设、新机制实施、新人才引入。并在持续做强主业基础上，开辟第二增长曲线，进军智能算力、人工智能等科技创新领域)落地，老牌龙头扬帆起航：通过一系列①产品结构升级优化、②成本管控、③优化资产负债结构等措施，公司毛利率已由 2022 年的 14.11% 增至 24Q1-3 的 23.48%，销售净利率变化基本与毛利率同步，由 2022 年的 2.78% 提升至 24Q1-3 的 8.65%。2023 年公司实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 181.26%；**根据 2024 年业绩快报，预计 2024 年公司实现归母净利润 2.07 亿元，同增 59.12%。**

图4：公司营收稳中有升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：521 战略后，公司归母净利润进入上行期间



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 调味品稳健徐行，算力正千帆竞发

2.1. 味精：行业规模稳健增长，隐形增鲜地位稳固

味精化学成分为谷氨酸钠，是一类天然的非必需氨基酸，通常从小麦、玉米等粮食作物中经发酵加工而成，作为增鲜剂广泛运用于食品工业、餐饮业和家庭消费。

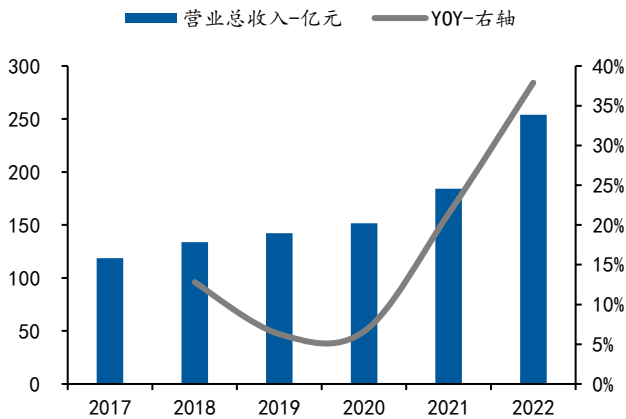
(1) 产量：近年来我国味精产量维持在 240 万吨以上，2023 年我国味精产量已达 266.5 万吨，同比增长 1.52%，2017-2023 年产量 CAGR 为 2%，稳健增长。

(2) 需求量：味精作为成熟的基础调味品，2017-2023 年(除 2021 年)，表观需求量呈稳定增长态势。2023 年我国味精的表观需求量已达 188 万吨，同比增加 1.08%，其中出口 78.6 万吨，同比增加 1.08%。

(3) 市场规模：以味精产量乘以价格计算，近年来我国味精行业市场规模呈稳定增长态势，2022 年因味精价格快速上行，叠加出口数量大幅上涨，我国味精市场规模达

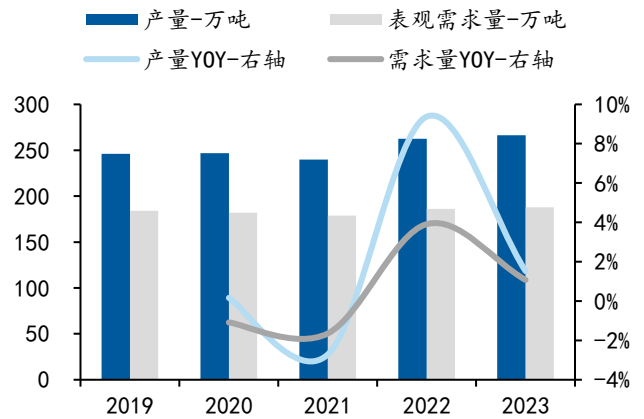
254 亿元，同比增长 37.89%。

图6：我国味精行业市场规模（以产量计）



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

图7：我国味精产量和表观需求量

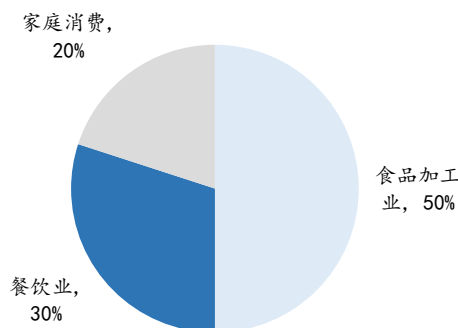


数据来源：智研咨询，华经产业研究院，东吴证券研究所

需求端，食品加工和餐饮消费占据主体。从消费结构上看，味精的下游需求主要分为三类：食品加工、家庭消费和餐饮业。家庭消费和餐饮业主要用于日常菜肴烹制，而在食品加工中作为食品添加剂使用，如添加于酱油、鸡精、方便面、肉制品等。按照消费量测算，食品加工业对味精的需求占比为 50%，餐饮业对味精的需求占比为 30%，家庭直接消费仅占 20%。

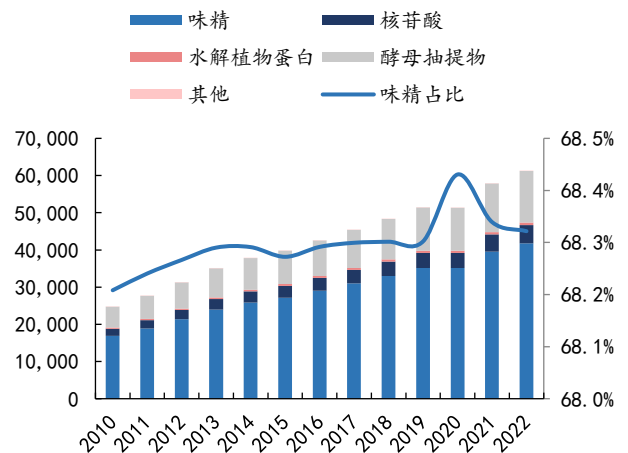
味精转向隐形消费，在调味品增鲜剂（食品工业）中的地位日益稳固。随着调味品销量增长，我国调味品增鲜剂用量也保持增长，据欧睿国际零售市场统计数据，我国调味品中增鲜剂用量从 2010 年的 2.47 万吨增长至 2022 年的 6.12 万吨，期间 CAGR 为 7.85%。其中味精的用量从 2010 年的 1.69 万吨增长至 2022 年的 4.18 万吨，期间 CAGR 为 7.86%，且味精在调味品增鲜剂中的占比（渗透率）始终保持在 68%以上，YE 排名第二，占比在 22%左右。

图8：我国味精下游需求格局



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图9：我国调味品增鲜剂用量-吨

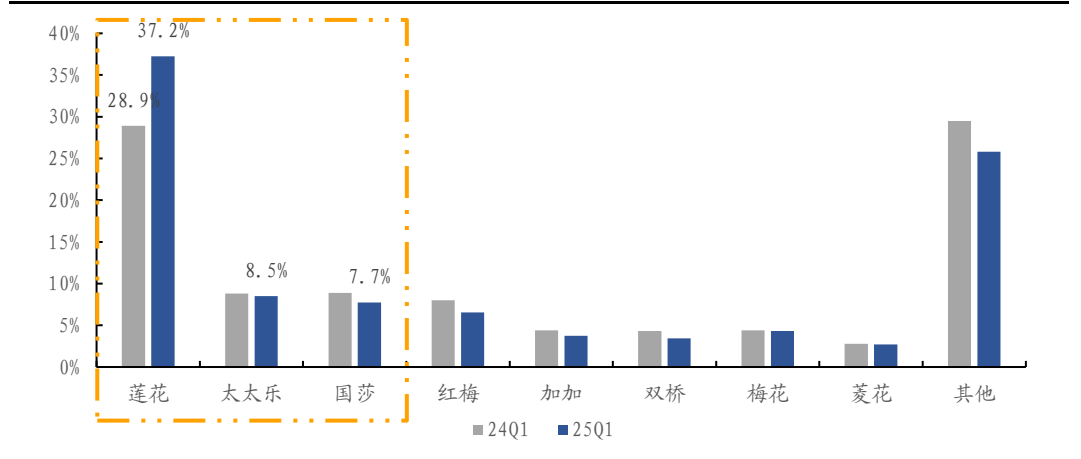


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

以销售额计，莲花味精市占率接近 30%。味精市场集中度较高，市场份额分布不均：

2025Q1 为例，莲花/太太乐/国莎市占率分别为 37.2%/8.5%/7.7%。随着渠道积极发力，叠加国货潮等情怀消费兴起，莲花味精表现亮眼，市占率同比提升 8.3pct，成为终端市场中实现增长的味精品牌之一。

图10: 24Q1/25Q1 我国味精市场前八品牌份额



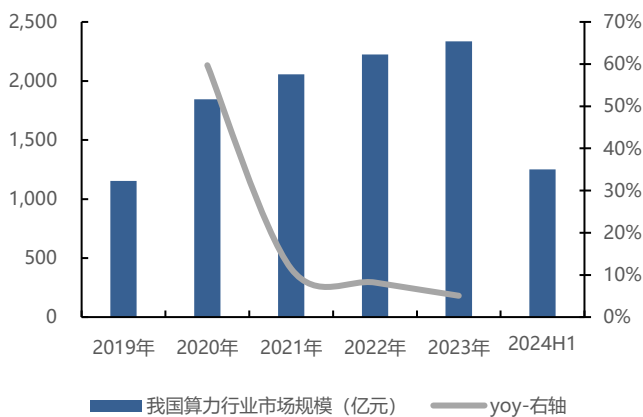
数据来源：马上赢（此处以销售额计算、非产能口径；由于莲花采取轻资产运营模式，产能计算份额或带来较大偏差），东吴证券研究所

2.2. 算力行业蓬勃发展，算力租赁需求明确

2.2.1. 蓬勃发展，千帆竞发

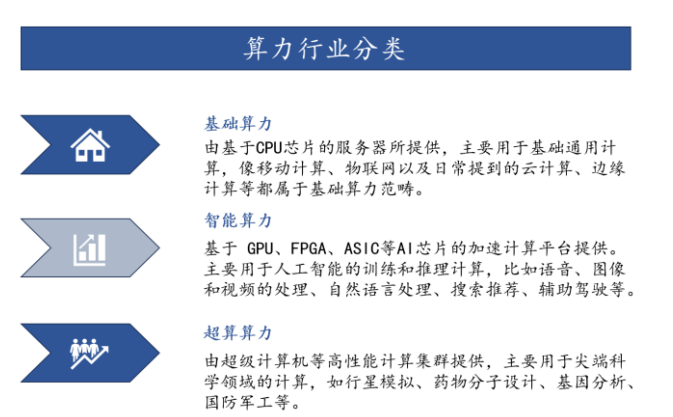
我国算力业务蓬勃发展，2019-2023 年行业规模的复合增速高达 19%。算力业务分为基于 CPU 的基础算力、基于 GPU 的智能算力及超算算力（主要应用于尖端科学领域），整体行业规模由 2019 年的 1154.3 亿元增至 2023 年的 2336.1 亿元，CAGR=19%。

图11: 算力行业市场规模，2019-2023 年 CAGR=19%



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图12: 算力行业分类

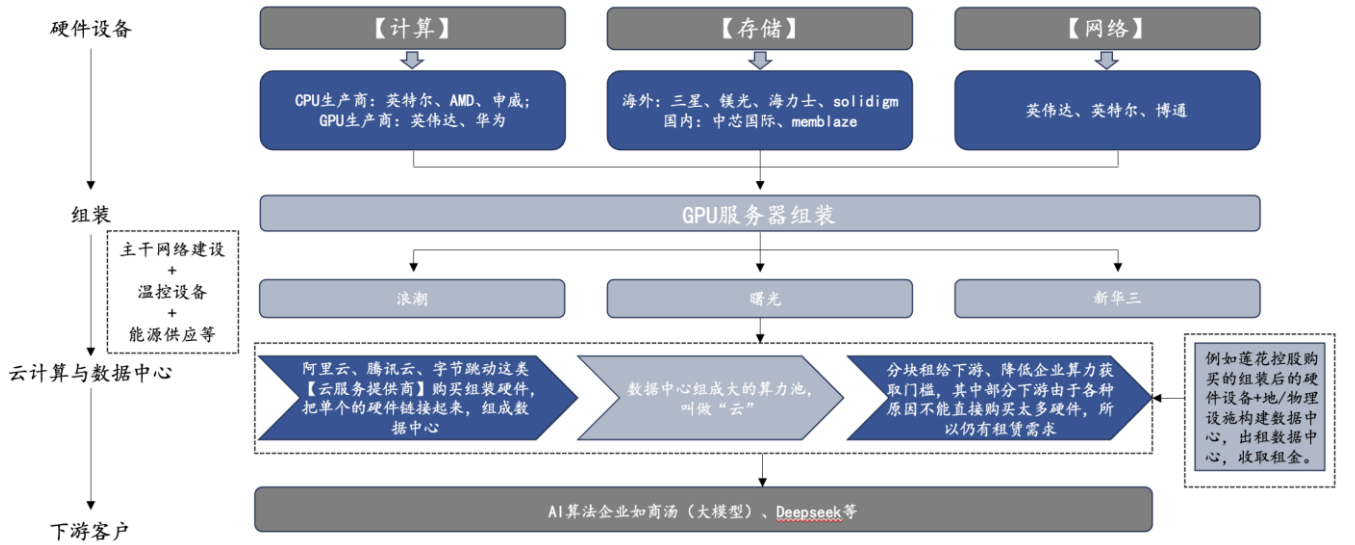


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

算力产业链大致分为设备（硬件设备/主干网络/温控设备/能源供应等）、组装、云计算与数据中心以及下游客户四个环节。部分下游客户受制于资金、资源限制，无法获取足够的硬件设备，以莲花控股为代表的企业通过服务器租赁的形式从中匹配供需，同时

辅之以公有云业务、私有化部署等高价值服务，不断提升盈利能力。

图13: 智能算力产业链



数据来源：南方财富网，东吴证券研究所

2.2.2. 大厂与国家算力支出增加，算力租赁需求明确

(1) 互联网大厂方面：

阿里巴巴 CEO 吴泳铭于 2025 年 2 月 24 日宣布，未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去 10 年总和。

字节也有望大幅增加资本开支。

腾讯接入 Deepseek。2025 年 2 月 22 日，苹果商店显示，腾讯元宝超越豆包，升至中国区苹果免费 APP 下载排行榜第二，DeepSeek 继续位居榜首。腾讯元宝使用 Deepseek 满血版十分流畅，可见其算力支持非常充足。

(2) 政府方面：

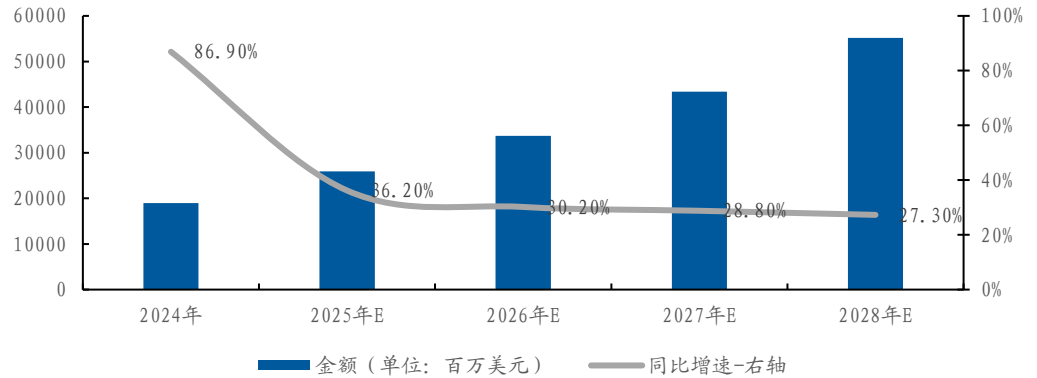
上海提出到 2025 年底，建成世界级人工智能产业生态，力争全市智能算力规模突破 100EFLOPS（一年半翻倍，已知截至 2024 年 6 月，上海智能算力总规模超过 54EFLOPS）。

中央层面，2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，全力推动中央企业融入国家算力布局，与龙头民企、科研机构深化合作，一批高价值行业应用场景落地，智能算力供给能力显著提升，数据集建设稳步推进，大模型构建加速追赶，在人工智能关键领域取得系列积极进展。

算力租赁市场空间广阔。根据 IDC 报告，2024 年中国人工智能算力市场规模达到

190 亿美元，2025 年将达 259 亿美元，同比增长 36.2%，2028 年将达到 552 亿美元。

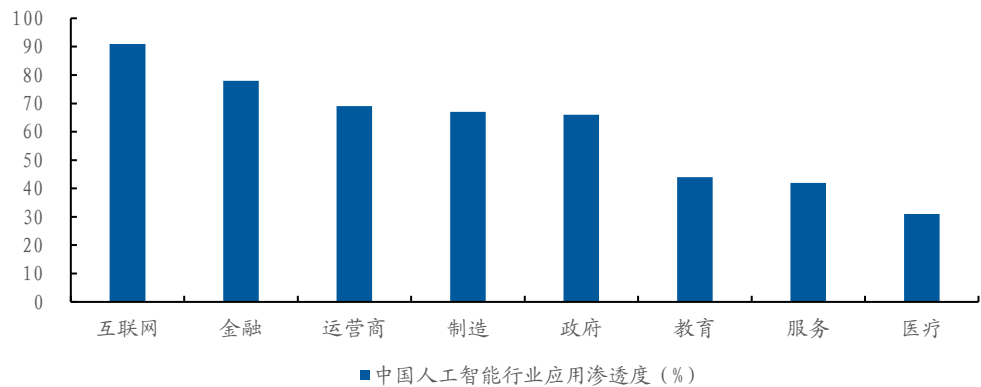
图14：中国人工智能服务器市场预测



数据来源：IDC，东吴证券研究所

互联网有望成为 AI 时代算力投入第一大行业。通过评估人工智能技术场景和应用场景成熟度、投资规模等维度，IDC 对人工智能的行业渗透度进行评估，排名前五的行业依次为：互联网、金融、运营商、制造和政府。互联网企业在大模型的研发、应用及推广过程中依旧起到了引领的作用，后续有望持续加大算力投入。

图15：中国人工智能行业应用渗透度 (%)



数据来源：IDC，东吴证券研究所

2.2.3. 算力租赁的商业模式

(1) 算力服务商服务内容。算力租赁厂商向甲方提供算力服务对应的服务器及组网配套，提供算力服务对应的服务器及组网配套经甲方验收后，按双方约定的价格和服务时间向甲方提供算力服务。

算力服务合同多为 3-5 年。根据客户要求不同，算力服务合同期限多为 3 年或者 5 年，合同金额先行定下，费用为按年或者按月支付。

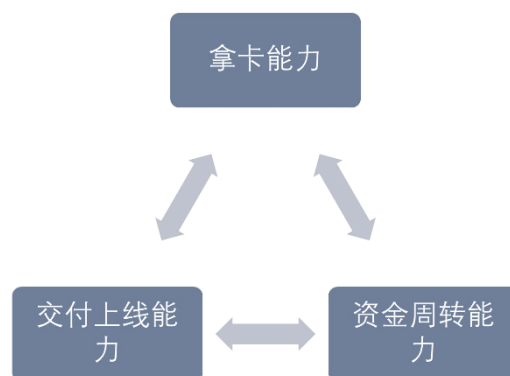
(2) 算力租赁厂商的核心竞争力

稳定的拿卡能力。互联网等客户对算力需求较大，单笔订单所需服务器数量较大，对供应商的供应能力有较强要求。如果不能按时交付，可能会有一定的处罚。

强力的交付、上线和后续运营能力。AI 算力服务器工作条件要求高，到货后需要调试、组网和调优，达到一定要求之后才能正常满足客户使用需求。同时，AI 算力服务器上线运营之后，需要专业团队维护和运营。较快的交付、上线时间，较少的损耗和故障情况，可以显著提升业务流畅性、降低运营成本，提升盈利能力。

资金周转能力。AI 算力服务订单金额较大，上市公司需要各种融资方式来完成订单要求。惟有较强的资金周转能力，方能支持公司按时完成客户的订单交付以及上线运营。

图16: 算力租赁厂商核心竞争力



数据来源：东吴证券研究所绘制

(3) 算力租赁厂商的盈利测算方法

算力租赁的盈利=租金收入-成本，成本主要包括固定资产折旧、IDC 机房租金、运维费用等。

AI 服务器的租金收入：受到市场供需关系变化和具体订单客户双方协商影响。

折旧：算力服务器的折旧的周期通常为 5 年。

机柜成本：由于 AI 服务器功耗较高，一台 8 卡 H100/H200 服务器通常需要 10kw 功率柜。

运维和管理成本：算力服务器运行过程中需要专业人员维护。

3. 调味品业务：味精积极拓点，新品量价均佳

3.1. 味精拓点，拐点已现

老牌龙头，国货之光。20 世纪 80-90 年代公司发展进入黄金时期，味精产量由 1983 年成立时的 400 吨增至 1997 年的 12 万吨，产值由 1983 年的 945 万元增至 1997 年的

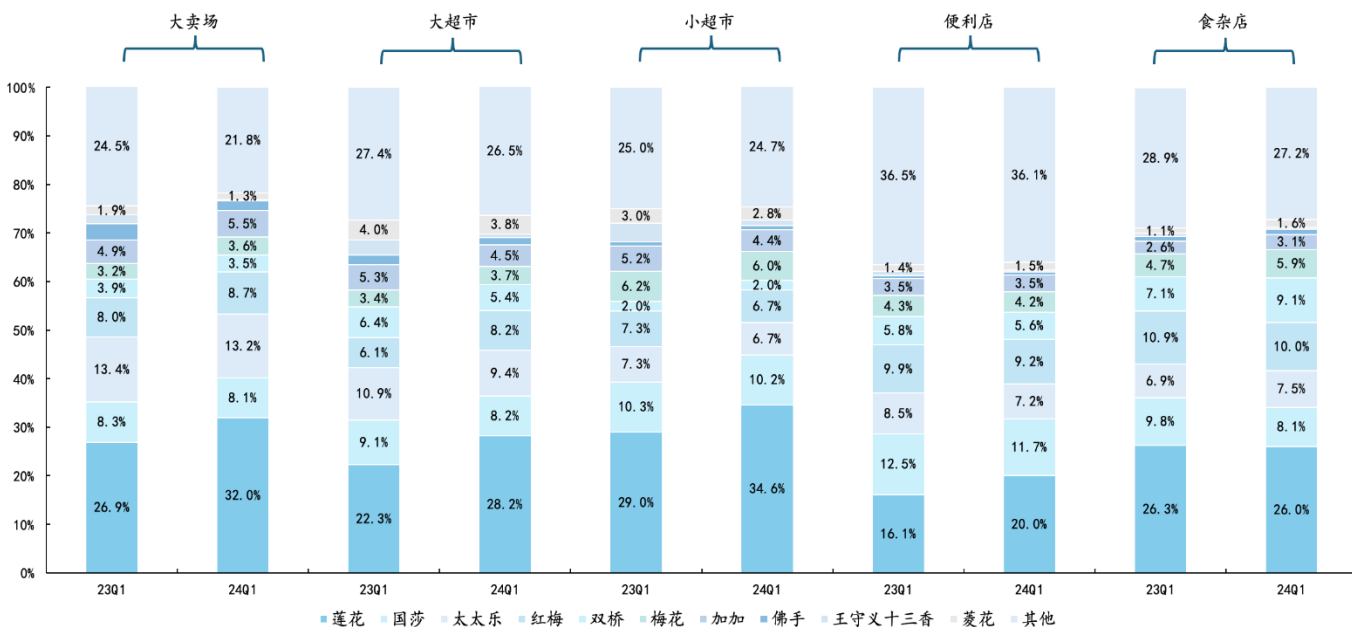
22.3 亿元，期间 CAGR 分别为 50%/48%。至 1997 年公司单厂味精产量已居世界第一，国内市场占有率高达 43.4%。主营味精产品的市场基础佳、国民品牌形象深入人心。

21 世纪初的商战中，莲花错失良机。受到海外舆论的影响，“味精含有大量食品添加剂和化学物质”、“味精致癌”、“味精脱发”等言论盛行，公司味精产品形象严重受损，叠加多次易主、内部管理混乱，跨界投资失败、错失行业整合良机，2018 年公司味精收入降至 9.69 亿元，同比-17.95%，毛利率低于 10%。

2022 年“521”品牌复兴战略以来，味精主业拐点已现。2023 年/24H1 莲花味精收入同比分别增长 26.38%/27.78%至 16.23/9.40 亿元，毛利率提升至 18.54%/24.01%，毛利率已与梅花相当（2024 年梅花氨基酸产品毛利率为 19.84%）。2023-2024 年餐饮行业整体平淡，公司味精业务收入逆势维持高双位数增速，我们认为主要系其渠道逻辑较强，营销团队加速覆盖空白渠道及非基地市场，渠道精细化、下沉化的成效逐步兑现：

(1) 分类型来看，2022 年之前农贸渠道占比较高，现代新零售（包括商超及线上等）及餐饮渠道开拓空间较大，近年来公司积极有为、逐步兑现。公司现已设有专门的商超及新零售团队，积极与连锁大商超及餐饮企业洽谈进场。2024 年公司新增商超网点超 2000 家（存量约 4000 家左右，产品由原先低价味精切换为高单价、渠道利润空间丰厚的新品如松茸鲜等），同时积极拓展高校、政府等团餐领域，2024Q1-3 线下渠道收入同比增长 16%至 18.23 亿元。其中，23Q1-24Q1 公司味精于大卖场、大超市、小超市、便利店渠道的市占率同比分别提升 5.1/5.9/5.6/3.9pct。

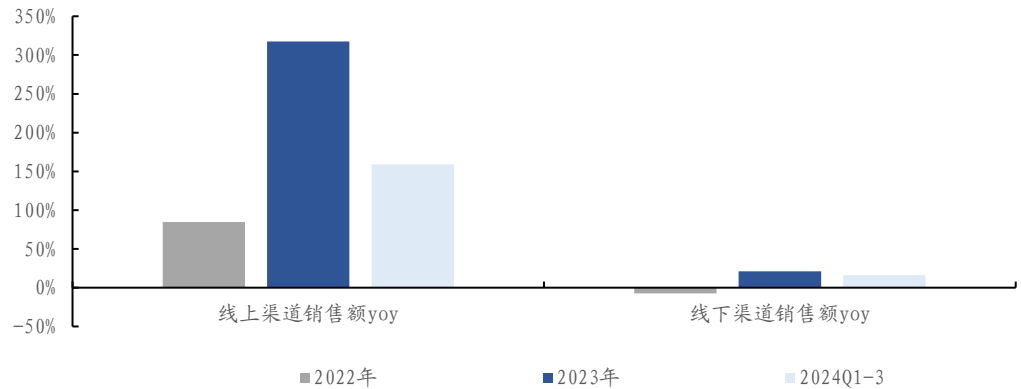
图17：各业态品牌销额占比变化(占味精类目)



数据来源：马上赢，东吴证券研究所

积极布局抖音等兴趣电商渠道：2024 年开始公司搭建线上团队，以抖音渠道销售为主，截至 2024 年双十一结束，公司于线上渠道营收已超 1 亿元。

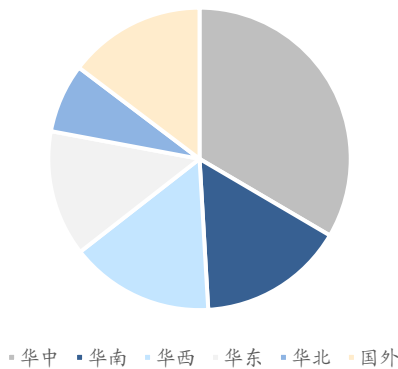
图18: 线上渠道营收维持高增



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

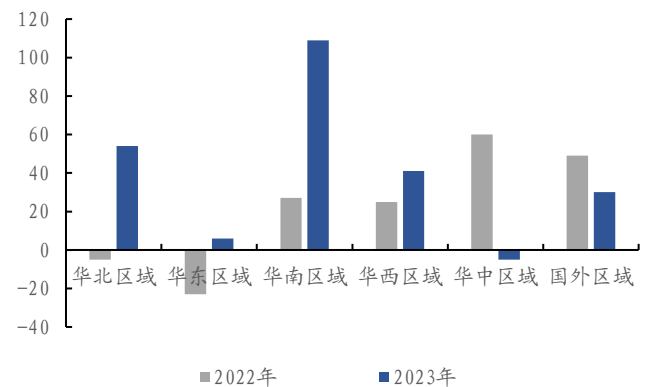
(2) 分区域来看, 由于公司地处河南, 华中、华南地区市场基础佳; 而西北、西南等味精消费量大的区域仍存在较多空白市场, 华东区域可挖潜空间同样较大, 公司积极拓展经销商, 补差费用投放: 2023 年公司经销商数量同比增加 235 家至 2736 家, 随着新渠道+空白区域开拓, 我们预计 2025 年公司主业味精收入有望维持 20% 左右增速。

图19: 2023 年各地区收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 521 战略后经销商数量进入上行周期 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(3) 此外, 公司调整生产模式, 对于味精、酱油、蚝油、火锅底料等产品 (鸡精、松茸鲜及面包糠仍自产) 采取轻资产化运营 (目前轻资产占比约达 80%-90%), 即从阜丰、梅花采购味精半成品, 经研磨、抛光、加工等工序, 再售出至终端客户, 公司则从中充分发挥品牌优势。2024H1 味精及鸡精毛利率分别为 24.01%/25.55%, 较 2022 年提升 8.72/9.36pct。

3.2. 新品拓展顺利, 提振盈利空间

松茸鲜试水顺利, 爆品打样成功。2023 年底公司上市高毛利新品松茸鲜, 品质优、价格低: (1) 与传统食盐+味精相比, 仅 100g 松茸鲜便可替代 100g 食盐+80g 味精, 保

持同样咸鲜度情况下，钠离子含量仅为后者的 43%。


表3: 松茸鲜健康性、经济性优势明显

松茸鲜与传统食盐加味精对照表			
序号	项目	Na 离子含量	咸度:鲜度
对照组 A	松茸鲜 100g	19.68g	1:1
对照组 B	100g 食盐+80g 味精	45.89g	1:1
A:B 比值		≤50%	≈100%
*结论: 同等咸度和鲜度,每 100g 松茸鲜约为 100g 食盐+80g 味精的咸鲜度,同时钠离子含量低于后者的一半, 健康性、经济性优势明显			

数据来源: 京东旗舰店, 京东自营店, 东吴证券研究所

(2) 与竞品松鲜鲜相比, 同口径下公司产品价格更实惠、减钠效果更优。

表4: 松茸鲜具备价格及健康优势

	松茸鲜	松鲜鲜
公司	莲花控股股份有限公司	杭州松鲜鲜自然调味品有限公司
产品图片		
零售价(元/100g 瓶装)	15.9	20.9
特点	50%减钠	29%减钠
是否零添加	均具备健康概念,“零添加”, 0 蔗糖、0 脂肪、0 色素、0 甜味剂、0 防腐剂	
应用场景	炒菜、煲汤、凉拌、焖炖	

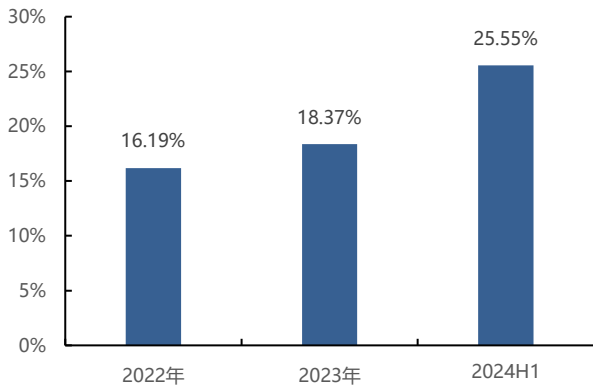
数据来源: 京东旗舰店, 京东自营店, 东吴证券研究所 (备注: 价格数据截至 2025 年 4 月 19 日)

基于上乘的产品质量, 2024 年公司于杭州成立新零售事业部, 通过 24 小时人工+AI 轮动直播推广新品松茸鲜, 反响较佳, 线上成为松茸鲜最主要的销售渠道; 由于相对味精而言单价高、经销商利润空间大, 线下渠道推力充足, **2024 年预计完成销售额近 5000 万元 (其中线上销售额超 3000 万元)**。产品势能仍足, **我们预计 2025 年莲花松茸鲜产品销售额有望维持高双位数增速。**

松茸鲜产品毛利率超过 50% (对比 2023 年味精毛利率仅 18.54%), 提振调味品业务盈利水平。在松茸鲜的带动下, 2024H1 鸡精业务的毛利率提升至 25.55%, 同期其他调味品如味精/料酒等液态调味品毛利率仅为 24.01%/22.82%。

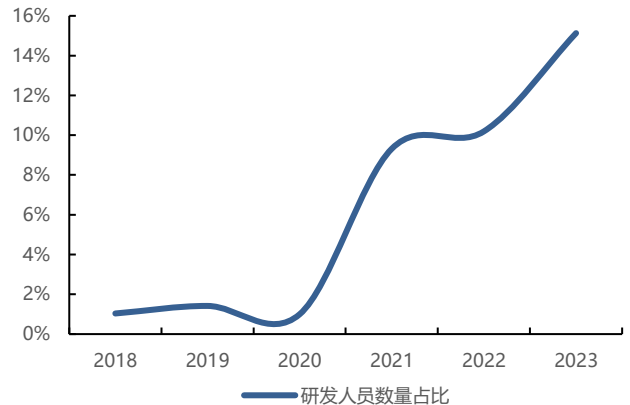
此外, 2024 年主推的高毛利产品酱油、蚝油表现同样可观, 酱油在抖音粮油米面/南北干货/调味品成交金额类目排名第一, 调味品组合套装排名第二。展望未来, 公司重视研发(2021-2023 年研发人员数量占比持续提升), 有望孵化更多高毛利新品。2025 年计划上市高毛利新产品, 期待后续市场表现。

图21: 松茸鲜带动鸡精业务毛利率大幅提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 研发人员数量占比持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 算力业务: 在手订单充足, 业绩有望迎来指数级增长

部署 8 大智算中心, 围绕算力开展多元化布局。莲花紫星目前已部署 8 个智算中心 (深圳、广州、上海、杭州、宁波、无锡、马鞍山、呼和浩特), 支持风冷与液冷机房, 为客户提供算力服务及代运营、模型微调、行业方案、AI 应用等服务。主营产品包括裸金属服务、云服务和云存储服务, 具备顶级硬件配置、个性化定制、灵活调度、高速互联、本地化部署和全托管服务等特点。技术能力涵盖云计算、算法算力底座、GPU 加速、AI 平台及应用开发、网络安全与防护, 配备专业团队提供全流程服务和售后保障, 确保项目快速落地的同时保持业务稳定运行。

在手订单充足。目前, 公司客户类型集中在以下 3 个行业: 一是互联网行业, 主要用于 AI 模型训练和大数据分析。二是金融行业, 主要用于风险建模和高频交易。三是智能制造, 主要用于工业仿真和智能质检。新兴行业中, 自动驾驶、生物医药领域的算力需求增长显著。这主要源于技术迭代、数据量激增以及算法复杂度的提升。截至 2025 年 3 月, 公司算力服务器租赁业务在手订单超 16 亿元。

表5: 截至 25 年 3 月公司算力服务器租赁业务开展情况

序号	合同签订时间	客户	合同内容	合同期限	合同金额 (万元)
1	2025.3.21	T 公司	1 台 DeepSeek 智能体一体机	2025.03.21-2026.03.20	33.60
2	2025.1.8	上海 X 国企	1545PFLOPS (BFLOAT16) 高性能算力服务及算力运维服务	整体服务期限为 5 年, 以《服务开通单》时间为准	55536.01
3	2024.12.25	BIX 公司	2 台 GPU 服务器算力服务	2024.12.20-2025.12.19	16.56
4	2024.11.29	BV 公司	64 台 GPU 服务器算力服务	自 GPU 服务器交付及验收后次日起算, 合同期限为 2 年	10905.60

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

算力租赁+公有云服务+私有化部署, 公司算力业务有望迎来指数级增长。公司自

2023 年底切入算力业务，2024H1 已实现收入 0.22 亿元，考虑到客户订单爬坡周期，预计 2024 全年算力收入近 1 亿元（据股权激励，公司对莲花紫星 2024-2026 年的考核目标值营业收入分别为 1.2/4.0/6.0 亿元，净利润 0.15/0.8/1.5 亿元）。展望未来，随着大模型应用普及、下游需求高企，公司有望凭借其资金、资源优势获得更多的市场份额。

表6: 算力业务股权激励目标值及触发值

(亿元)		2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	目标值	1.20	4.00	6.00
	触发值	0.96	3.20	4.80
净利润	目标值	0.15	0.80	1.50
	触发值	0.12	0.64	1.20

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，与国内芯片厂商紧密合作，推动自主可控的 AI 算力建设。3 月 10 日，据公司旗下孙公司莲花紫星公众号资讯，壁仞科技携手莲花紫星共同推出智能体 DeepSeek 一体机，采用全栈国产化 AI 解决方案，通过软硬件深度耦合，提供从模型库、知识库、模型训练、模型推理到智能体开发的端到端交付方案，推动企业智能生产力的快速升级，真正定义行业级 AI 应用的部署新范式。

DeepSeek 一体机基于壁仞科技八大自研技术，全面提升模型训练和推理效率，成功支撑 DeepSeek-V3/R1 等大模型在国产平台上的高性能运行。紫星提供从选型咨询、系统部署到后期运维的全栈服务，涵盖模型压缩、策略优化、PoC 算力验证等多环节，帮助企业验证效果、控制成本。在实际应用层面，DeepSeek 一体机已支持包括 AI 搜索、智能问答、业务流程编排等多个场景。凭借多模型融合能力与企业私域知识整合机制，DeepSeek 一体机为客户提供契合业务逻辑的智能化解决方案，加速企业在营销、客服、运营等环节的数字化转型，未来有望在政企、制造、零售等多个垂直行业实现广泛落地。

图23: 莲花紫星智能体平台为企业提供多样化解决方案



数据来源：莲花紫星公众号，东吴证券研究所

5. 盈利预测及风险提示

5.1. 盈利预测

收入预测：“521”品牌复兴战略以来，公司积极有为：（1）产品端：高毛利新品松茸鲜（以及酱油、蚝油等）打造成功且势能充足，更多创新品类有望面市；（2）渠道端：设立专门的商超及新零售团队，积极与连锁大商超及餐饮企业洽谈进场；同时搭建线上团队，截至2024年双十一，公司于线上渠道营收已超1亿元。（2）第二成长曲线：算力业务平稳启航，力求打造“味精+算力”双主业格局，我们看好公司未来发展，预计2024-2026年公司营收同比增速分别为26.55%/20.94%/18.29%，其中味精营收同比增速分别为21%/20%/19%，鸡精（包括松茸鲜）营收同比增速分别为42%/26%/17%，考虑到算力业务在手订单充足，发展进一步提速，我们预计2024-2026年算力营收同比增速分别为30%/350%/40%；其他业务内，复合肥预计进一步缩量、收入逐步下滑，水业、料酒等液态调味品保持增长，综合而言2024-2026年其他业务收入预计128%/32%/22%。

业绩预测：高毛利的产品如松茸鲜（蚝油、酱油等）、高毛利的业务如算力收入占比提升，有望提振公司整体的毛利率水平，我们预计2024-2026年公司毛利率分别为19.43%/20.17%/20.47%。2024-2026年归母净利润为2.07/2.69/3.39亿元，同比增速分别为59.12%/30.18%/25.91%。

表7：公司营收测算汇总（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	1,691.06	2,100.72	2,658.52	3,215.23	3,803.34
yoy	-6.83%	24.23%	26.55%	20.94%	18.29%
毛利率	14.11%	17.15%	19.43%	20.17%	20.47%
味精					
收入	1,284.16	1,622.89	1,966.94	2,364.06	2,809.22
YOY	12.38%	26.38%	21.20%	20.19%	18.83%
鸡精（包括松茸鲜）					
收入	189.42	256.83	364.06	458.71	538.07
YOY	-13.38%	35.59%	41.75%	26.00%	17.30%
面粉及面制品					
收入	163.17	108.98	73.24	52.73	40.50
YOY	-58.87%	-33.21%	-32.80%	-28.00%	-23.20%
算力					
收入		0.76	0.99	4.47	6.26
YOY			30.00%	350.00%	40.00%
其他（其他主营、复合肥、水业、料酒等液态调味品、其他业务、副产品）					
收入	54.30	111.26	253.29	335.25	409.29
YOY		105%	128%	32%	22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 26.59/32.15/38.03 亿元，同比增速分别为 26.55%/20.94%/18.29%，2024-2026 年归母净利润为 2.07/2.69/3.39 亿元，同比增速分别为 59.12%/30.18%/25.91%。

对应当前 PE 为 55.62x、42.73x、33.94x，鉴于公司有两大业务，调味品业务参考可比公司恒顺醋业、算力业务参考可比公司润建股份、润泽科技，考虑到：（1）公司算力业务仍处起步期，且在手订单充足，后续有望加速放量；（2）味精业务扬帆起航，渠道拓展、市场扩张在途，2025 年仍有望保持 20%左右的收入增速，仍处成长期。综合对比，考虑到公司两大业务仍处成长期，给予一定的估值溢价，对标当下估值仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值对比（估值日 2025/4/18）

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002929.SZ	润建股份	46.30	132	1.57	1.24	1.67	2.36	29.49	37.34	27.72	19.62
300442.SZ	润泽科技	52.21	899	1.02	1.28	1.87	2.36	51.19	40.79	27.92	22.12
	平均值							40.34	39.06	27.82	20.87
600305.SH	恒顺醋业	7.69	85	0.08	0.13	0.16	0.19	96.13	59.15	48.06	40.47
	平均值							96.13	59.15	48.06	40.47
600186.SH	莲花控股	6.41	115	0.07	0.12	0.15	0.19	88.51	55.62	42.73	33.94

数据来源：Wind、东吴证券研究所；其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

6. 风险提示

1) 食品安全风险: 公司已经建立了一套严格、完善、科学的评估与检验监督机制, 并有效实施, 同时主要供应商也均按公司要求建立了良好的质量控制体系, 但影响食品安全的因素较多, 采购、运输、生产、储存、销售过程中均可能产生涉及食品安全的随机因素。因此公司仍然存在质量安全控制潜在风险。

2) 市场竞争风险: 目前市场上调味品种类越来越丰富, 客户对产品的品质、口感等要求不断提高, 且部分网络和媒体对味精食品安全性存在误导性宣传, 如果公司不能较好的面对市场竞争, 将面临客户流失的风险。

3) 算力业务不达预期的风险: 算力业务蓬勃启航, 如若订单及客户开拓不及预期, 或对公司经营造成负面影响。

莲花控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,630	1,806	1,780	1,763	营业总收入	2,101	2,659	3,215	3,803
货币资金及交易性金融资产	1,253	1,388	1,288	1,190	营业成本(含金融类)	1,741	2,142	2,567	3,025
经营性应收款项	173	218	263	298	税金及附加	10	14	17	20
存货	139	135	165	208	销售费用	105	133	161	186
合同资产	0	0	0	0	管理费用	75	90	109	129
其他流动资产	65	66	64	67	研发费用	29	30	35	42
非流动资产	806	1,276	1,848	2,416	财务费用	(21)	(22)	(24)	(21)
长期股权投资	28	38	47	60	加:其他收益	44	20	31	48
固定资产及使用权资产	321	592	990	1,462	投资净收益	0	0	(1)	(1)
在建工程	39	270	435	517	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	121	114	106	101	减值损失	(7)	(8)	(7)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	0	8	15	21	营业利润	199	281	372	462
其他非流动资产	296	255	255	255	营业外净收支	(28)	(18)	(22)	(23)
资产总计	2,436	3,083	3,628	4,180	利润总额	171	264	350	439
流动负债	1,065	1,542	1,855	2,045	减:所得税	40	58	79	99
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	50	50	50	净利润	131	206	271	340
经营性应付款项	681	1,074	1,299	1,410	减:少数股东损益	1	(1)	2	1
合同负债	59	111	128	139	归属母公司净利润	130	207	269	339
其他流动负债	268	307	378	446	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.07	0.12	0.15	0.19
非流动负债	42	54	71	93	EBIT	177	242	326	418
长期借款	36	47	63	84	EBITDA	195	280	383	502
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.15	19.43	20.17	20.47
租赁负债	0	1	2	4	归母净利率(%)	6.18	7.78	8.37	8.91
其他非流动负债	7	5	5	5	收入增长率(%)	24.23	26.55	20.94	18.29
负债合计	1,107	1,597	1,927	2,139	归母净利润增长率(%)	181.26	59.12	30.18	25.91
归属母公司股东权益	1,538	1,697	1,910	2,249					
少数股东权益	(210)	(211)	(209)	(208)					
所有者权益合计	1,328	1,486	1,701	2,041					
负债和股东权益	2,436	3,083	3,628	4,180					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	74	753	595	561	每股净资产(元)	0.86	0.95	1.06	1.25
投资活动现金流	(130)	(571)	(652)	(676)	最新发行在外股份(百万股)	1,794	1,794	1,794	1,794
筹资活动现金流	97	(47)	(43)	18	ROIC(%)	10.34	12.57	14.83	16.19
现金净增加额	41	135	(100)	(97)	ROE-摊薄(%)	8.45	12.18	14.09	15.07
折旧和摊销	18	38	57	84	资产负债率(%)	45.47	51.79	53.11	51.17
资本开支	(110)	(553)	(635)	(657)	P/E (现价&最新股本摊薄)	88.51	55.62	42.73	33.94
营运资本变动	(124)	436	232	101	P/B (现价)	7.47	6.78	6.02	5.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>