

# 莲花控股 (600186.SH)

## 调味老字号焕新，消费+科技双轮

**国民调味根基扎实，消费科技协同并进。** 1) **发展历史:** 莲花控股前身为周口地区味精厂，1984年成立以来，发展历程清晰划分为四大发展阶段：1983-2001年崛起为味精龙头、A股上市（强势崛起期）；2002-2018年受多重压力陷入困境（困境探索期）；2019-2022年重整后重回健康可持续发展轨道（破茧重生期）；2023年至今发力算力、半导体等科技创新领域，“消费+科技”双轮驱动（双轮驱动期）。公司以莲花味精起家，构筑起稳固的品牌根基，现已形成味精等氨基酸调味品、松茸鲜等复合调味品、液态调味品及健康调味食品构成的多元产品矩阵，公司在持续做强主业基础上，积极开辟第二增长曲线，进军智能算力等科技创新领域，全面确立“消费+科技”双轮驱动发展战略。2) **管理情况:** 公司为民营控股企业，李厚文通过蚌埠全瑞商贸、莲泰投资实现稳定控股；管理团队兼具产业经验与科技视野，为公司高质量发展提供坚实保障。3) **财务表现:** 公司自2019年破产重组以来，业绩增长势能强劲，盈利质量持续优化，2019-2025年营收CAGR为12.50%，2025年公司实现营收34.52亿元，同比+30.45%，实现归母净利润3.09亿元，同比+52.59%。

**调味品：调味主业根基稳固，一超多强势能凸显。** 1) **行业:** 中国调味品市场规模自2020年4510亿元扩大至2024年4981亿元，2020-2024年CAGR为2.5%，行业持续稳健扩容。2) **公司:** 莲花控股味精市场占有率保持大幅领先优势，近年来产品创新表现积极，2025年莲花松茸鲜市场占有率位居行业同类产品前三，酱油产品多次登上抖音平台调味品成交额类目排名榜首，以莲花味精、松茸鲜、酱油等产品构成的“一超多强”产品体系正进一步强化。

**第二增长曲线：科技版图持续扩张，新兴业务未来可期。** 1) **算力:** 公司2023年设立控股孙公司莲花紫星，正式进军智能算力领域，目前已完成9地智算中心服务器部署，上线莲花紫星云计算平台，推出端侧智能产品，并已构建起安全高效的算力服务生态。2025年算力服务实现营业收入1.22亿元，同比+51.13%，业务规模持续扩大。2) **半导体:** 公司2026年收购纽菲斯46%股权，依托其在半导体封装基板用多层胶膜领域的技术积累、相关专利优势及产业布局基础，深度切入类ABF膜核心赛道。公司将持续加大科技领域投入，全力推动第二增长曲线加速成型与放量增长。

**投资建议：消费筑基科技破局，双轮驱动蓄力远航。** 短期看，餐饮复苏与消费回暖带动调味品需求回升，公司依托味精龙头地位、松茸鲜等新品放量及线上线下渠道深化，传统主业增长动能充足；长期看，算力业务随智算网络完善与AI需求爆发将持续高增，半导体材料切入类ABF膜优质赛道打开成长空间，公司“消费+科技”双轮驱动战略明晰，调味品基本盘稳固，第二增长曲线加速成型，有望驱动营收与盈利持续增长。我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为4.34/6.04/8.33亿元，同比增速分别为+40.41%/+39.10%/+38.03%。考虑公司国民品牌壁垒坚实、双主业成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：** 行业竞争加剧风险，消费力恢复不及预期风险，食品安全风险，新业务拓展不及预期风险，数据滞后风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,646	3,452	4,323	5,349	6,522
增长率 yoy (%)	26.0	30.5	25.2	23.7	21.9
归母净利润(百万元)	203	309	434	604	833
增长率 yoy (%)	55.9	52.6	40.4	39.1	38.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.11	0.17	0.24	0.34	0.46
净资产收益率 (%)	11.9	15.8	19.8	22.4	23.6
P/E (倍)	105.0	68.8	49.0	35.2	25.5
P/B (倍)	12.5	10.8	9.7	7.9	6.0

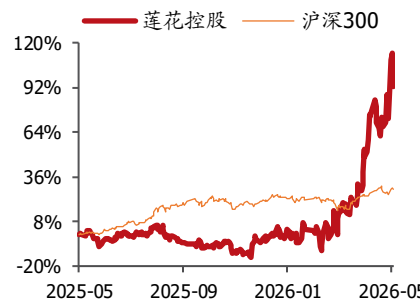
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年05月27日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	调味发酵品II
05月27日收盘价(元)	11.87
总市值(百万元)	21,280.12
总股本(百万股)	1,792.76
其中自由流通股(%)	99.80
30日日均成交量(百万股)	292.13

#### 股价走势



#### 作者

分析师	李梓语
执业证书编号:	S0680524120001
邮箱:	liziyu1@gszq.com
分析师	黄越
执业证书编号:	S0680525050002
邮箱:	huangyue1@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	2398	2626	3408	4375	5824
现金	1730	1646	2292	3101	4371
应收票据及应收账款	122	95	118	145	177
其他应收款	13	7	9	11	14
预付账款	98	280	345	418	501
存货	167	270	263	264	273
其他流动资产	267	328	381	435	488
<b>非流动资产</b>	1241	997	1156	1276	1382
长期投资	8	0	3	6	9
固定资产	855	610	733	837	921
无形资产	117	67	74	80	85
其他非流动资产	261	320	346	353	367
<b>资产总计</b>	3639	3623	4564	5650	7207
<b>流动负债</b>	1620	1530	1847	2208	2602
短期借款	140	223	323	423	523
应付票据及应付账款	720	325	401	486	582
其他流动负债	759	982	1124	1299	1497
<b>非流动负债</b>	504	289	671	871	1171
长期借款	443	172	572	772	1072
其他非流动负债	61	117	99	99	99
<b>负债合计</b>	2124	1819	2519	3080	3774
少数股东权益	-181	-158	-143	-121	-92
股本	1795	1793	1793	1793	1793
资本公积	1105	1119	1119	1119	1119
留存收益	-1093	-784	-558	-54	779
归属母公司股东权益	1697	1962	2188	2692	3525
<b>负债和股东权益</b>	3639	3623	4564	5650	7207

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	652	220	645	907	1161
净利润	200	320	449	625	863
折旧摊销	73	94	84	103	116
财务费用	32	41	36	59	55
投资损失	6	-10	-13	-16	-19
营运资金变动	271	-322	42	53	63
其他经营现金流	71	99	46	83	83
<b>投资活动现金流</b>	-755	82	-225	-239	-236
资本支出	-643	167	-232	-232	-232
长期投资	-112	-28	-23	-23	-23
其他投资现金流	0	-58	30	16	19
<b>筹资活动现金流</b>	591	-190	434	241	345
短期借款	90	83	100	100	100
长期借款	408	-271	400	200	300
普通股增加	1	-1	0	0	0
资本公积增加	22	13	0	0	0
其他筹资现金流	71	-13	-66	-59	-55
<b>现金净增加额</b>	488	110	854	909	1270

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	2646	3452	4323	5349	6522
营业成本	1977	2505	3090	3748	4485
营业税金及附加	15	21	26	32	39
营业费用	189	289	372	465	574
管理费用	110	111	134	160	189
研发费用	41	45	57	70	85
财务费用	10	29	14	27	10
资产减值损失	-11	-71	-80	-80	-80
其他收益	1	1	2	2	3
公允价值变动收益	-3	4	0	0	0
投资净收益	-6	10	13	16	19
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	278	396	564	783	1081
营业外收入	3	11	11	11	11
营业外支出	3	12	13	13	13
<b>利润总额</b>	278	395	562	781	1079
所得税	78	74	112	156	216
<b>净利润</b>	200	320	449	625	863
少数股东损益	-3	11	15	21	30
<b>归属母公司净利润</b>	203	309	434	604	833
EBITDA	382	575	660	911	1205
EPS (元/股)	0.11	0.17	0.24	0.34	0.46

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.0	30.5	25.2	23.7	21.9
营业利润(%)	40.2	42.0	42.5	39.0	37.9
归属母公司净利润(%)	55.9	52.6	40.4	39.1	38.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.3	27.4	28.5	29.9	31.2
净利率(%)	7.7	9.0	10.0	11.3	12.8
ROE(%)	11.9	15.8	19.8	22.4	23.6
ROIC(%)	10.0	15.2	14.0	15.7	16.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.4	50.2	55.2	54.5	52.4
净负债比率(%)	-67.1	-48.8	-50.8	-60.2	-70.4
流动比率	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.6	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	23.4	31.8	40.7	40.7	40.5
应付账款周转率	19.0	20.8	23.9	23.7	23.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.17	0.24	0.34	0.46
现金流(最新摊薄)	0.36	0.12	0.36	0.51	0.65
产(最新摊薄)	0.95	1.09	1.22	1.50	1.97
<b>估值比率</b>					
P/E	105.0	68.8	49.0	35.2	25.5
P/B	12.5	10.8	9.7	7.9	6.0
EV/EBITDA	24.1	17.1	30.6	21.7	15.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 27 日收盘价

## 内容目录

一、莲花控股：国民调味老字号，双轮驱动赴新途	4
1.1 历史复盘：涅槃重生焕新颜，双轮驱动谋长远	4
1.2 管理情况：股权结构稳固，激励体系完善	5
1.3 财务情况：业绩增长势能强劲，盈利质量持续优化	8
二、调味品：行业持续稳健扩容，产品品牌渠道三力齐发	11
2.1 调味品行业：调味市场持续扩容，味精供需格局优化	11
2.2 公司：一超多强格局成型，渠道结构持续优化	12
三、第二增长曲线：算力业务高速放量，半导体新域加速开拓	14
3.1 算力：算力版图落地，营收规模高增	14
3.2 半导体：布局半导体新域，产业版图持续扩张	15
四、盈利预测与估值	16
4.1 收入拆分及盈利预测	16
4.2 可比公司估值	18
五、风险提示	19

## 图表目录

图表 1: 公司历史发展阶段	4
图表 2: 公司股权架构稳定	6
图表 3: 公司管理层情况	7
图表 4: 公司历次股权激励情况	8
图表 5: 2019-2026Q1 公司营业收入情况 (亿元)	9
图表 6: 2019-2026Q1 公司归母净利润情况 (亿元)	9
图表 7: 2025 年公司营业收入分产品拆分 (亿元)	9
图表 8: 2019-2025 年公司主要产品营业收入情况 (亿元)	9
图表 9: 2019-2025 年公司主要产品毛利情况 (亿元)	10
图表 10: 2019-2025 年公司主要产品毛利率情况	10
图表 11: 公司毛利率、归母净利率持续优化	10
图表 12: 管理费用率保持低位，销售费用率有所回升	10
图表 13: 2020-2024 年全球调味品市场规模 (亿元)	11
图表 14: 2020-2024 年中国调味品市场规模 (亿元)	11
图表 15: 2020-2024 年中国味精产量及同比 (万吨)	12
图表 16: 2020-2024 年中国味精表观消费量 (万吨)	12
图表 17: 公司主要产品梳理	12
图表 18: 公司营销内容	13
图表 19: 官方自播+短视频	13
图表 20: 2025 年公司营业收入分地区拆分 (亿元)	13
图表 21: 2019-2025 年公司营业收入分销售模式拆分 (亿元)	13
图表 22: 莲一代端侧智能产品	14
图表 23: OpenClaw 正式上线	14
图表 24: 2023-2025 年公司算力服务业务营业收入 (亿元)	14
图表 25: 2023-2025 年公司算力服务业务毛利率	14
图表 26: 公司与纽菲斯股权合作关键事项梳理	15
图表 27: 莲花控股盈利预测部分拆分 (百万元)	17
图表 28: 莲花控股费用率预测 (%)	18
图表 29: 莲花控股可比公司估值表	18

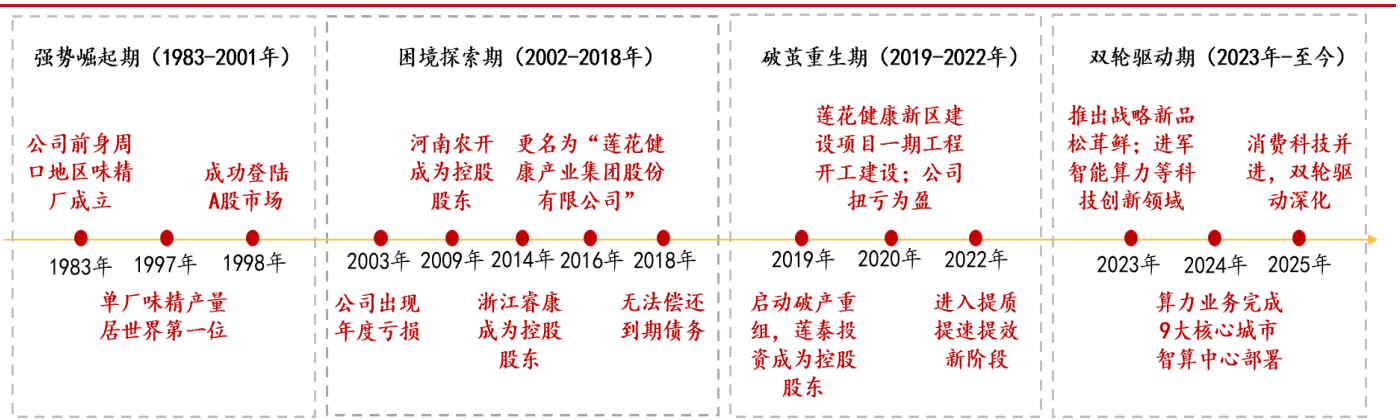
## 一、莲花控股：国民调味老字号，双轮驱动赴新途

**匠心调味四十载，拓域兴业启新程。**公司前身周口地区味精厂成立于1983年，经过四十余年的发展，现已成为国内调味品行业的主要标杆企业之一。公司主营业务为调味品与健康食品的研发、生产与销售，旗下“莲花”商标被认定为“中国驰名商标”，系国内终端零售市场全国性知名味精品牌，品牌知名度早已广为国内外消费者所认知、熟悉和接受。公司主导产品莲花味精长期占据中国家庭装市场主导地位，目前已形成味精等氨基酸调味品、松茸鲜等复合调味品、本酿酱油等液态调味品和健康调味食品构成的多元化产品体系，产品远销全球70余个国家和地区。公司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，着力把公司打造成为一家综合优势更加突出、核心竞争力更强、市场占有率更高的绿色智能型制造企业。2025年，公司实现营业收入34.52亿元，同比+30.45%，实现归母净利润3.09亿元，同比+52.59%。2019-2025年营收/归母净利润CAGR分别为12.50%/28.32%。

### 1.1 历史复盘：涅槃重生焕新颜，双轮驱动谋长远

回顾发展历史，我们认为莲花控股大致可以分为**强势崛起期（1983-2001年）、困境探索期（2002-2018年）、破茧重生期（2019-2022年）、双轮驱动期（2023年-至今）**四个发展阶段。

图表1：公司历史发展阶段



资料来源：公司招股书，公司官网，公司年报，公司公告，界面新闻，国盛证券研究所

#### 1) 强势崛起期（1983-2001年）

**筑牢产业根基，改制上市领航。**1983年，公司前身周口地区味精厂成立；1986年，公司荣获巴黎十二届国际食品博览会金奖；1996年，公司改制为国有独资公司，更名为河南省莲花味精集团有限公司；1997年，单厂味精产量居世界第一位，国内市场占有率达43.4%；1998年，由莲花集团独家发起，募集设立“河南莲花味精股份有限公司”，同年，公司于A股成功上市，成为中国调味品行业第一股；1999年，“莲花”获中国驰名商标荣誉；2001年，公司主要产品莲花味精首获中国名牌产品称号，味精产销排名居全国第一位，是国内规模最大的味精生产和出口基地。

#### 2) 困境探索期（2002-2018年）

**控股股东频繁更替，多重困境下转型收效甚微。**2002年，味精致癌相关谣言蔓延，加之公司小麦淀粉技术改造工期磨合周期超预期，成本费用攀升，公司业绩大幅下滑；2003年，公共卫生事件给公司生产经营造成初步困难，叠加小麦、玉米减产导致原料价格上涨，公司出现年度亏损，同年，控股股东莲花集团资金占用问题暴露，因其投资失利，债务高企，此后多年持续转让、减持所持上市公司股份以清偿各类到期债务；2009年，莲花集团将所持有的公司5400万股股份抵偿给债权人河南省农业综合开发公司，河南农开成为公司第一大股东；2014年，浙江睿康投资有限公司通过股权增持和一致行动安排，超越河南农开成为公司控股股东；2016年，公司更名为“莲花健康产业集团股份有限公司”，积极拓展新型健康调味品、健康食品等不同品类，但营收仍延续下滑趋势；2018年，公司经营持续承压，归母净利润亏损3.33亿元，经营性现金流量长期为负，无法偿还到期债务。

### 3) 破茧重生期（2019-2022年）

**股权格局企稳，主业克难拓进。**2019年，公司启动破产重整，重整完成后芜湖市莲泰投资管理中心（有限合伙）成为公司控股股东，李厚文先生为公司实际控制人；2020年，公司告别多年来连续经营性亏损的局面，实现扭亏为盈，莲花健康新区建设项目一期工程开工建设，公司生产经营重回健康可持续发展轨道；2021年，公司积极应对公共卫生事件、原材料价格上涨等各种内外部困难挑战，圆满完成了非公开发行股票，新厂区搬迁、投产等一系列重要工作；2022年，公司全面启用莲花健康调味品产业园，进入提质提速提效新阶段。

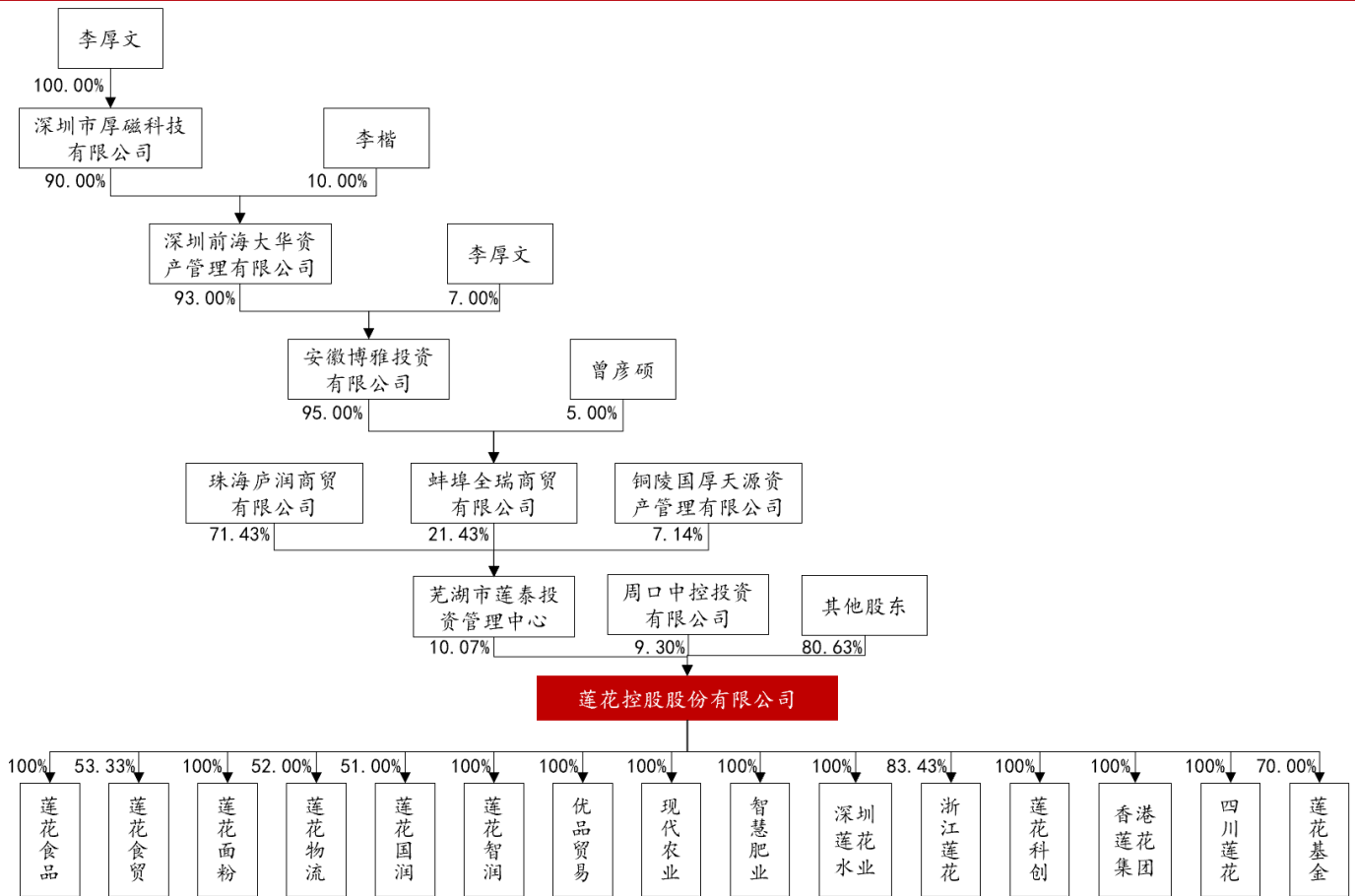
### 4) 双轮驱动期（2023年-至今）

**双轮协同发力，发展动能强劲。**2023年，公司推出战略新品松茸鲜，同年，公司启动双轮驱动战略，积极开辟第二增长曲线，正式注册成立全资子公司杭州莲花科技创新有限公司，莲花科创与杭州星临科技有限责任公司共同设立浙江莲花紫星智算科技有限公司，全面携手布局智能算力业务；2024年，公司更名为“莲花控股股份有限公司”，算力业务完成9大核心城市智算中心部署，“双轮驱动”发展格局已经成型；2025年，莲花味精市场占有率保持大幅领先优势，莲花松茸鲜市场占有率位居行业同类产品前三，同年，子公司莲花科创通过公开摘牌的方式取得深圳市纽菲斯新材料科技有限公司46%的股权，公司秉持“消费+AI科技”双轮驱动发展战略，持续巩固扩大综合优势。

## 1.2 管理情况：股权结构稳固，激励体系完善

**股权根基稳固，控制路径清晰。**截至2026年一季报，莲花控股第一大股东为芜湖市莲泰投资管理中心（有限合伙），持股比例达10.07%，该合伙企业由李厚文通过安徽博雅投资、蚌埠全瑞商贸层层控制的主体担任GP，系李厚文控制的核心持股平台；第二大股东为周口中控投资有限公司，持股比例达9.30%。子公司层面，公司全资控股莲花食品、莲花科创、优品贸易等主体，同时控股多家产业运营平台，围绕消费和AI科技两大核心赛道搭建业务体系。历经破产重整后，公司股权结构稳定、控制链条清晰，产业链布局完善，经营基本盘根基稳固。

图表2: 公司股权结构稳定



资料来源: iFinD, 公司年报, 国盛证券研究所 注: 截至 2025 年 12 月 31 日

**管理层背景多元, 人才梯队根基扎实。**公司董事长李厚文具备丰富产业投资与企业管理经验; 多位董事分别拥有经营管理、城投政务、食品营销、人工智能前沿科研等多元背景。公司各职能高管在财务风控、线上营销、人力资源等领域经验丰富, 团队专业背景多元互补、组织架构配置科学, 为公司业务高质量发展筑牢人才根基。

图表3: 公司管理层情况

姓名	职务	年龄	简介
李厚文	董事长、董事	48	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。兼任安徽省工商联常委、省企业家联合会执行会长、省国际商会副会长和长三角企业家联盟首批理事等社会职务。2021 年 4 月至今任本公司董事，2021 年 8 月至 2021 年 10 月任本公司总裁，2021 年 8 月至今任本公司董事长。
曾彦硕	副董事长、职工董事、首席执行官	50	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 月至 2024 年 3 月，任安徽文峰投资集团副总裁；2024 年 4 月至 2025 年 9 月，任本公司非独立董事；2025 年 9 月至今，任本公司职工代表董事；2026 年 5 月至今，任本公司副董事长、首席执行官。
朱银全	董事	48	1999 年 7 月至 2021 年 6 月，先后在项城市贾岭镇政府、项城市委办公室、周口市政府办公室工作。2021 年 6 月至 2022 年 12 月，任周口城投发展集团有限公司董事会秘书，党委办公室主任。2022 年 4 月至 2025 年 7 月，任周口城投人力资源公司董事长。2022 年 12 月至今，任周口城投发展集团有限公司党委委员。2024 年 9 月至今，任本公司董事。
梅申林	董事、首席运营官	50	1998 年至 2016 年，先后任南京雨润食品有限公司区域经理、分公司总经理、产销一体化经理、全国总监、销售总公司总经理等；2017 年 4 月至 2019 年 7 月，任大庄园集团副总兼营销中心总经理；10 月至 2021 年 8 月，任上海泛纳国际贸易有限公司总经理，2021 年 9 月至 2023 年 12 月任本公司副总裁；2023 年 12 月至 2024 年 4 月，任本公司首席销售官；2024 年 4 月至今，任本公司首席运营官、董事。
沙磊	董事	35	北京航空航天大学人工智能学院教授，博士生导师。主持国家自然科学基金、国自然优秀青年基金（海外）项目、北航概念验证项目、小米揭榜挂帅项目、北航敢为面上项目、郑州市揭榜挂帅重点研发专项项目等。曾于 2018 年从北京大学信息科学技术学院计算语言学研究所获得理学博士学位，之后在苹果公司 SiriNLP 组担任资深研究科学家。2025 年 7 月至今，任本公司董事。2020-2022 年在牛津大学智能系统组担任 Research Associate。主要研究方向是可解释大语言模型，可控大语言模型文本生成，大模型安全与数据增强，面向科学人工智能。曾在本领域顶级会议或期刊，如 ACL, NeurIPS, AACL, EMNLP, NAACL, Coling 上发表过多篇学术论文，Google 引用 1700+。成果曾成功落地苹果 Siri 项目、英国 Serein 公司的智能合同助手项目、Oxtium 多组学医学诊断大模型等。担任 IJCAI, AACL, ACL, ICML, NeurIPS, ICLR, EMNLP, Coling, NAACL 等领域国际会议程序委员会委员（担任 AACL, IJCAI 与 ACL 领域主席），以及 TAACL, CL, TASLP 等国际权威期刊审稿人。曾获得 EMNLP2020 杰出审稿人奖。
于腾	首席财务官	52	2015 年 7 月至 2016 年 2 月，任国厚资产管理股份有限公司芜湖业务总部机构业务部总经理；2016 年 3 月至 2022 年 6 月，任安徽文峰集团财务中心总经理；2020 年 2 月至 2022 年 6 月，任本公司第八届非职工代表监事；2022 年 6 月至 2023 年 3 月任本公司副总裁；2023 年 3 月至 2023 年 12 月任本公司财务总监；2023 年 12 月至今，任本公司首席财务官。
顾友群	董事会秘书	43	2021 年 9 月至今，历任本公司证券事务部总经理、证券事务代表、监事、董事会秘书。
钱程	首席合规官	43	2008 年 7 月至 2011 年 12 月任浙江融达企业管理有限公司业务经理；2011 年 12 月至 2019 年 7 月任上海东兴投资控股发展有限公司合规部总经理；2019 年 7 月至 2024 年 11 月任国厚资产管理股份有限公司副总裁、上海国锐股权投资基金管理有限公司董事长、上海厚有安资产管理有限公司董事；2024 年 11 月至今，任本公司首席合规官。
汤新宇	首席数字营销官	38	2018 年 1 月至 2021 年 5 月任四川天味食品股份有限公司电商事业部副总经理；2021 年 5 月至 2021 年 11 月任深圳金多多食品有限公司电商事业部副总经理；2021 年 11 月至 2022 年 9 月任四川麻辣空间食品有限公司电商事业部负责人；2022 年 10 月至今任本公司新零售业务部总经理；2025 年 4 月至今，任本公司首席数字营销官。
王进	首席人才官	40	2009 年 9 月至 2012 年 10 月，任安徽省恒泰房地产开发有限责任公司人力资源副经理；2012 年 11 月至 2014 年 11 月，任上海深喜企业（集团）有限公司安徽区域公司人力资源副经理；2014 年 11 月至 2020 年 6 月，就职于国厚资产管理股份有限公司，历任人力资源部经理、稽核审计部高级经理、法律合规部高级经理、风险合规管理部高级经理；2020 年 6 月至 2023 年 12 月任本公司总裁助理；2023 年 12 月至今，任本公司首席人才官。
田莉	首席制造官	41	2006 年 9 月至 2011 年 3 月，就职于莲花健康产业集团股份有限公司边区销售部；2011 年 3 月至 2011 年 11 月，任本公司发展计划部副部长；2011 年 12 月至 2013 年 8 月，任本公司市场部副部长；2013 年 8 月至 2015 年 7 月，任本公司驻外办副主任；2015 年 7 月至 2018 年 1 月，任本公司国贸中心马来西亚分部经理；2019 年 2 月至 2019 年 11 月，任本公司营销办公室主任、华南大区总监；2019 年 11 月至 2021 年 9 月，任本公司客户服务中心主任；2021 年 9 月至 2023 年 12 月任本公司销售管理部总经理；2023 年 9 月至 2023 年 12 月任本公司总裁助理；2023 年 12 月至今，任本公司首席制造官。

资料来源: iFinD, 公司公告, 国盛证券研究所

**激励体系持续完善, 筑牢长期发展根基。**2023 年, 公司推出重整后首次大规模股权激励, 通过股票期权与限制性股票工具, 夯实主营业务团队建设; 2024 年, 股权激励计划紧扣双轮驱动战略, 重点培育算力新业务团队; 2025 年, 公司升级长效激励布局, 推出员工持股计划, 激励覆盖面扩容至不超过 300 名董事、高管与核心骨干员工, 深化核心团队长期利益绑定。

图表4: 公司历史股权激励情况

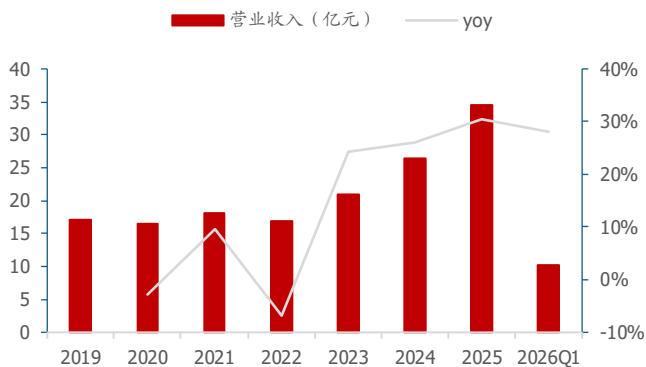
激励项目	2023 年股权激励计划	2024 年股权激励计划	2025 年员工持股计划
激励方式	股票期权+限制性股票	股票期权+限制性股票	员工持股
权益总数	首次: 股票期权 795 万份、限制性股票 795 万股 预留: 股票期权 174.07 万份、限制性股票 174.07 万股	首次: 股票期权 198.15 万份, 限制性股票 132.10 万股	计划不超过 885.00 万股
覆盖范围	首次授予 74 人; 预留授予 22 人 (公司董事、高管、中层管理人员、业务骨干)	首次授予 14 人 (董事、高管曹家胜; 核心骨干员工 13 人); 预留权益因超过 12 个月未明确激励对象失效	计划不超过 300 人 (董事、高管、核心骨干员工)
股票来源	已回购的 A 股普通股	定向发行公司 A 股普通股	已回购的 A 股普通股
公司层面业绩考核目标	以 22 年主营业务的营业收入为基数, 23/24/25 年主营业务营收增速分别不低于 15%/30%/45%; 触发值为年度目标值的 60% (即 23/24/25 年主营业务营业收入同比分别不低于 15%/13%/12%; 触发值同比分别为 9%/8%/8%); 或以 22 年主营业务的营业利润为基数, 23/24/25 年主营业务的营业利润增长率分别不低于 30%/60%/90%; 触发值为年度目标值的 60% (即 23/24/25 年主营业务的营业利润同比分别不低于 30%/23%/19%; 触发值同比分别为 18%/15%/13%)	24/25/26 年莲花紫星营业收入分别不低于 1.2/4.0/6.0 亿元, 触发值为 0.96/3.2/4.8 亿元 (即 24/25/26 年莲花紫星营业收入同比分别不低于 15594%/233%/50%, 触发值同比分别为 12456%/233%/50%); 或 24/25/26 年莲花紫星净利润分别不低于 0.15/0.8/1.5 亿元, 触发值分别为 0.12/0.64/1.2 亿元 (即 24/25/26 年莲花紫星净利润同比分别不低于 6960%/433%/88%, 触发值同比分别为 5588%/433%/88%)	25 年营业收入同比不低于 25%, 触发值为 20%; 或 25 年扣非后归属于上市公司股东净利润同比不低于 40%, 触发值为 32%
公司层面业绩达成情况	23 年业绩达标; 24 年业绩达标; 25 年业绩达标	莲花紫星 24 年营业收入 0.81 亿元、净利润-0.15 亿元, 未达标; 莲花紫星 25 年营业收入 1.22 亿元, 净利润-0.29 亿元, 未达标	25 年营收增长率为 30.45%、扣非归母净利润增长率为 45.42%, 业绩达标

资料来源: 公司公告, 公司年报, iFinD, 国盛证券研究所

### 1.3 财务情况: 业绩增长势能强劲, 盈利质量持续优化

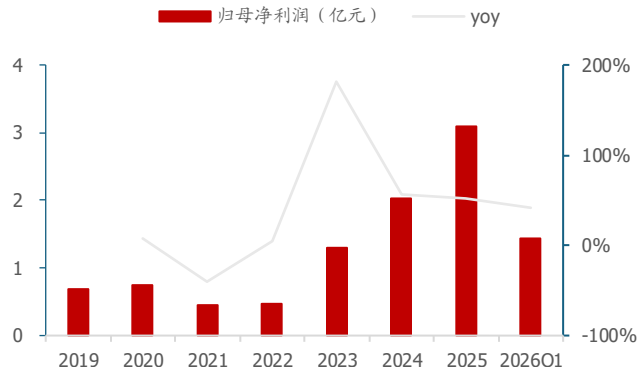
**营收持续扩张, 利润弹性释放。**收入端, 公司自 2019 年破产重整完成后, 营收稳健扩张, 自 2019 年 17.03 亿元营收增长至 2025 年 34.52 亿元, 2019-2025 年营收 CAGR 达 12.50%; 2026Q1 公司实现营收 10.16 亿元, 同比+28.01%。利润端, 2019-2022 年公司处于重整修复期, 受公共卫生事件、原材料涨价等因素影响, 归母净利润于 0.4-0.8 亿区间波动; 2023 年起, 公司经营成效显著释放, 归母净利润实现快速增长; 2019-2025 年归母净利润 CAGR 达 28.32%; 2026Q1 公司实现归母净利润 1.43 亿元, 同比+42.06%。

图表5: 2019-2026Q1 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

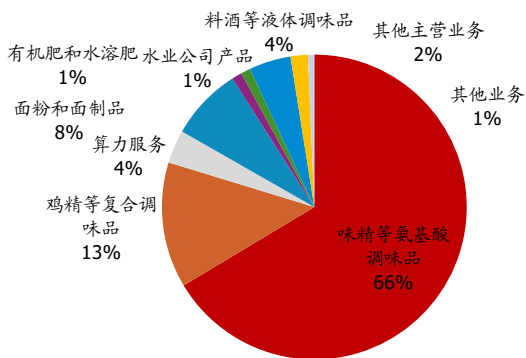
图表6: 2019-2026Q1 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

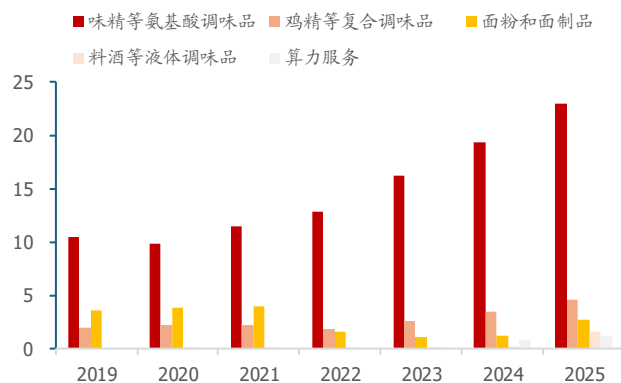
**主业根基稳固, 算力业务蓄力成长。**业务拆分来看, 2025 年味精等氨基酸调味品实现营收 22.92 亿元, 营收占比高达 66.40%, 传统主业收入基本盘稳固; 鸡精等复合调味品/面粉和面制品/料酒等液体调味品/有机肥和水溶肥/水业公司产品/其他主营业务分别以 13.32%/7.70%/4.44%/1.08%/1.01%/1.84% 的营收占比, 共同构筑公司多元产品矩阵, 为传统业务增长提供补充; 算力服务作为公司第二增长曲线, 2025 年实现营收 1.22 亿元, 同比+51.13%, 营收占比达 3.53%。

图表7: 2025 年公司营业收入分产品拆分 (亿元)



资料来源: 公司年报, iFinD, 国盛证券研究所

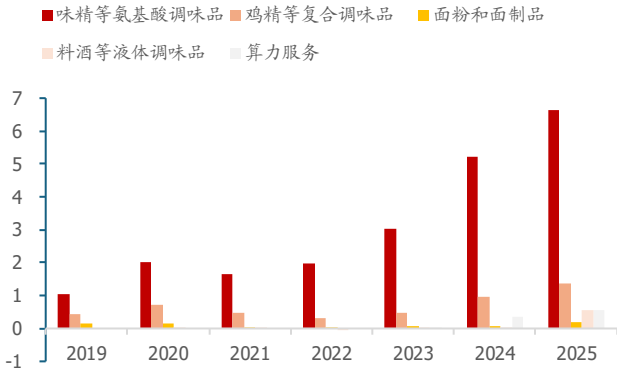
图表8: 2019-2025 年公司主要产品营业收入情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

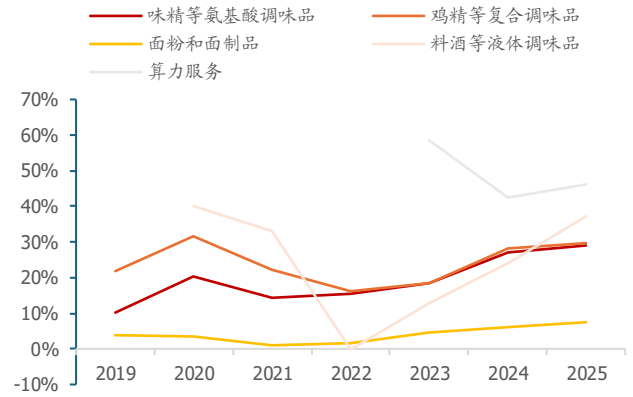
**传统调味提质增效, 新兴业务毛利突出。**2025 年味精等氨基酸调味品/鸡精等复合调味品/面粉和面制品/料酒等液体调味品/算力服务分别实现毛利 6.65/1.37/0.20/0.57/0.56 亿元, 毛利率分别为 29.02%/29.68%/7.49%/37.12%/46.02%。2023年起, 公司味精、鸡精、面粉和面制品、料酒等品类毛利率整体呈上行态势, 盈利持续优化; 算力服务毛利率 2023-2025 年于区间 40%-60% 波动, 维持较高盈利水平。

图表9: 2019-2025年公司主要产品毛利情况(亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

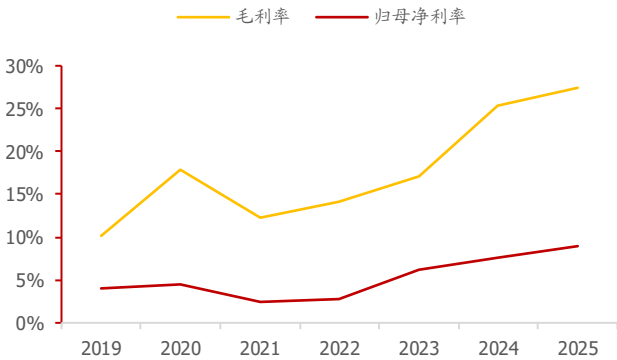
图表10: 2019-2025年公司主要产品毛利率情况



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

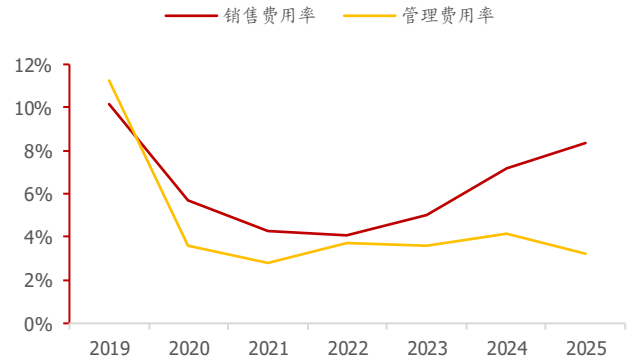
**经营效率持续优化, 盈利水平稳步提升。**毛利率方面, 公司自 2019 年重整后, 毛利率持续改善, 自 2019 年的 10.16% 提升至 2025 年的 27.43%, 盈利能力修复趋势明确; 归母净利率同步上行, 2019-2022 年归母净利润于 2%-5% 区间波动, 2023 年起随经营成效释放加速提升, 2025 年归母净利润达 8.95%; 管理费用率方面, 公司管理费用率自 2019 年 11.25% 高位压降, 2020-2025 年稳定在 2.5%-4.5% 低位; 销售费用率自 2019 年 10.16% 回落至 2022 年的 4.08%, 2023 年后, 营收利润增长带动销售人员薪酬上行, 叠加品牌宣传投入增加, 销售费用率有所回升。

图表11: 公司毛利率、归母净利率持续优化



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表12: 管理费用率保持低位, 销售费用率有所回升



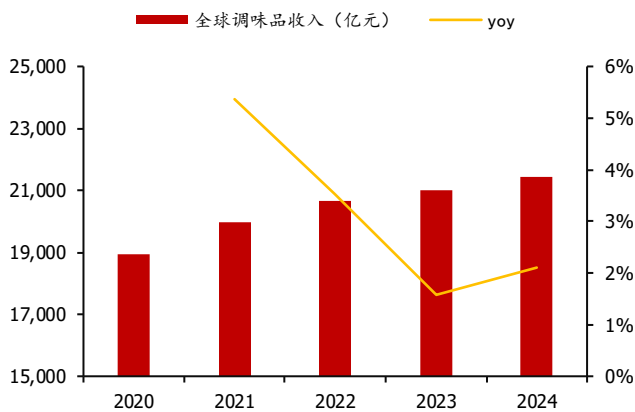
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 二、调味品：行业持续稳健扩容，产品品牌渠道三力齐发

### 2.1 调味品行业：调味市场持续扩容，味精供需格局优化

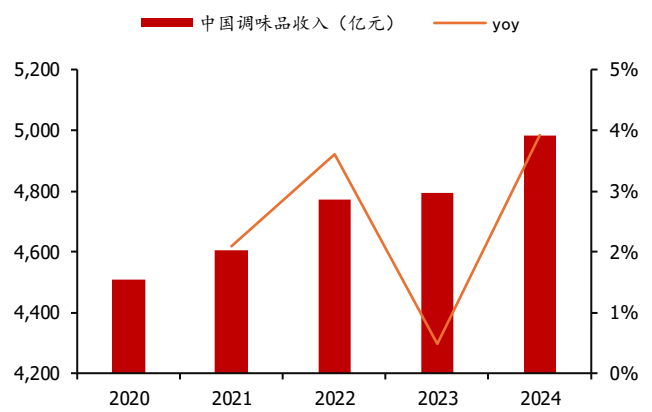
**调味品需求稳健，国内外市场稳步扩容。**调味品广泛应用于日常饮食、烹饪及食品加工，具有提鲜、增香、去腥的作用。据弗若斯特沙利文，按收入计，2024年全球调味品市场规模为21438亿元，2020-2024年CAGR达3.1%，保持稳定增长态势。中国为全球第二大调味品市场，2024年中国调味品行业的市场规模为4981亿元，2020-2024年CAGR达2.5%，受人均可支配收入增加、城镇化率提升、调味品品类多元化及销售渠道拓展等因素驱动，中国调味品市场有望继续保持积极增长趋势。

图表13: 2020-2024年全球调味品市场规模(亿元)



资料来源: 天味食品招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

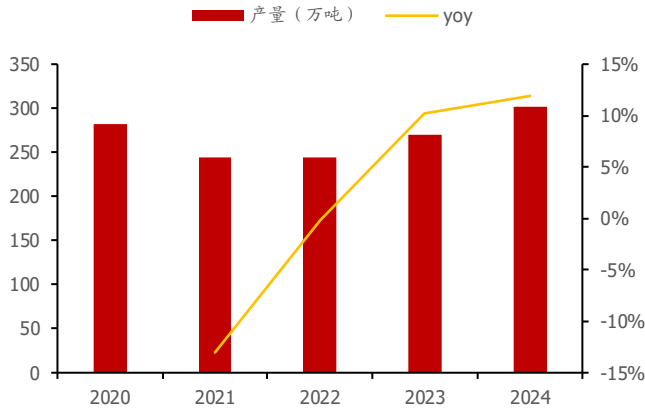
图表14: 2020-2024年中国调味品市场规模(亿元)



资料来源: 天味食品招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

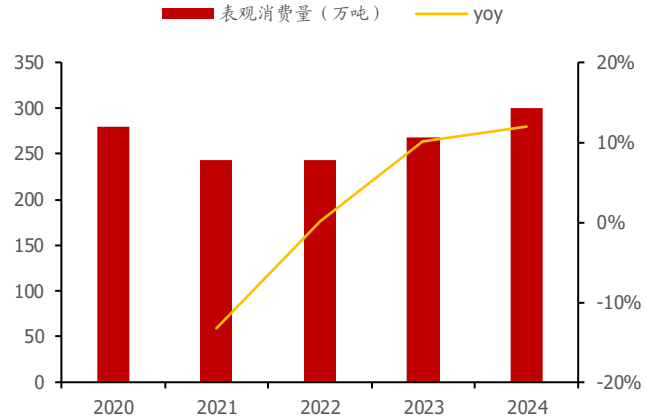
**味精品类稳健发展，供需格局持续优化。**单一调味品凭借其发展历史悠久、在日常烹饪中应用广泛的优势，仍占据中国调味品市场的主要份额，2024年单一调味品市场规模占调味品整体比重达74.6%。味精作为单一调味品的代表之一，能够有效提升食品口感、增加食品鲜味，被联合国粮农组织和世界卫生组织认定为安全食品。供给端，据观研天下，2020-2024年中国味精产量总体呈上升趋势，2020-2024年CAGR为1.74%，2024年总产量达301.48万吨，同比+11.91%；需求端，据百川盈孚，受益于食品加工产业扩容、居民调味消费需求升级，2020-2024年中国味精表观消费量CAGR为1.75%，2024年表观消费量达299.71万吨，同比+11.97%。

图表15: 2020-2024年中国味精产量及同比(万吨)



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表16: 2020-2024年中国味精表观消费量(万吨)



资料来源: 世经未来, 百川盈孚, 国盛证券研究所

## 2.2 公司: 一超多强格局成型, 渠道结构持续优化

**产品格局持续优化, 一超多强态势持续强化。**公司围绕经营主业, 巩固扩大核心竞争优势, 不断提升莲花味精等产品在终端市场的销售规模和占有率, 莲花味精市场占有率大幅领先; 莲花松茸鲜系列、莲花酱油系列等新产品已成为公司战略大单品, 2025年莲花松茸鲜市场占有率位居行业同类产品前三, 酱油产品多次登上抖音平台调味品成交金额类目排名榜首; 新推出的菜谱式调味料、番茄沙司等新产品体系, 不断受到更多消费者认可; 公司将继续发挥综合优势, 强化大单品为支撑的“一超多强”产品体系。

图表17: 公司主要产品梳理

产品名称	莲花味精	莲花松茸鲜	莲花0添加酿造酱油	莲花料酒	莲花鸡精	欧芹大蒜盐	番茄沙司	莲花生粉
对应产品图								
产品特点	以精致谷物淀粉为原料, 经发酵精制而成; 谷氨酸钠含量不低于99%; 鲜味突出, 口感纯正	0蔗糖、0脂肪、0色素, 老人小孩放心吃; 减钠50%, 减盐不减咸, 提味又增鲜; 可代替鸡精和盐; 严选产地、优质松茸, 均衡营养	经过28道工序, 历时180天足期发酵, 品质高, 口感醇香; 配料表纯净, 只用水、非转基因黄豆、小麦、食用盐(未加碘)四大常见原料打造	酒精度 ≥ 10%vol, 提味增香, 去腥解膻; 精选黄酒, 辅以多种香辛料复合风味, 滋味丰富; 增香、提鲜、去腥、解膻, 多场景适用	淡黄颗粒、鸡香自然不冲鼻、底味饱满; 科学配比, 味道更鲜美; 严格选取优质食材, 坚持真鸡熬制, 安心提鲜, 为菜肴加入鲜美鸡肉风味	科学配比, 料表干净, 只用欧芹、大蒜、食用盐三种原料; 浓郁蒜香搭配食用盐和欧芹带来浓郁的咸香口感; 一瓶多用, 万物皆可撒	优选新疆非转基因红熟沙瓤番茄, 自然成熟采摘; 口感柔和, 酸甜适中; 番茄红素含量 > 20mg/100g	选用优质饱满玉米为原料, 经优质工艺细细研磨而成; 色泽白亮, 粉质细腻, 纯净无杂质; 烘焙、烹饪、勾芡、糕点好帮手
单价(元/100g或100ml)	2.9	7.9	1.3	1.8	2.8	8.3	3.2	2.0

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

**老牌国货蝶变，跨越周期重生。**莲花控股始创于1983年，在改革开放背景下把握味精行业扩容红利，依托高效生产管理与品牌营销，迅速成长为国内味精行业龙头；2002年后，受味精致癌舆情谣言、原材料成本攀升、多元化投资失利等因素影响，公司经营承压，一度陷入困境濒临破产；破产重组后，公司启动“521品牌复兴战略”，推进品牌“年轻化、数字化、场景化、国际化”建设，当前莲花味精市占率位居国内第一，以莲花味精、松茸鲜、酱油等产品构成的“一超多强”产品体系正进一步强化。未来，公司将围绕国货品牌复兴和“安全、健康、美味”产品理念，通过线上线下媒介平台，传播品牌正能量，推动品牌美誉度持续提升。

图表18: 公司营销内容



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

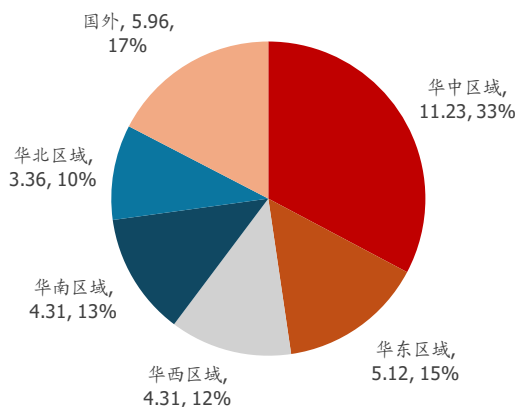
图表19: 官方直播+短视频



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

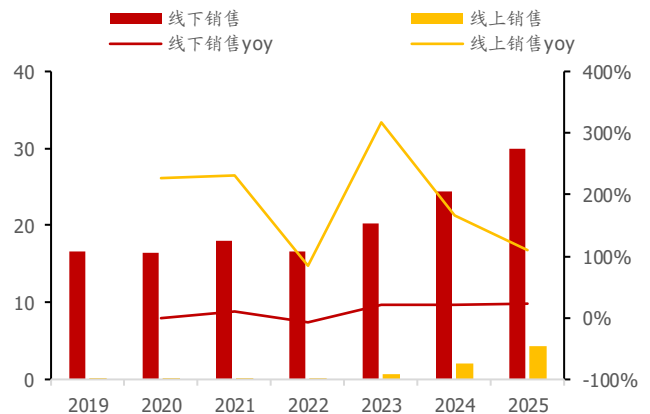
**主业经营韧性凸显，营收布局持续提质。**分区域来看，公司2025年于华中/华东/华西/华南/华北/国外分别实现营业收入11.23/5.12/4.31/4.31/3.36/5.96亿元，占营收比重分别为32.75%/14.92%/12.57%/12.58%/9.78%/17.39%；分销售模式来看，公司2025年线下/线上分别实现营业收入30.04/4.26亿元，占营收比重分别为87.59%/12.41%，线上营收保持高景气增长态势，2019-2025年CAGR达178.22%，渠道结构持续优化。

图表20: 2025年公司营业收入分地区拆分(亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表21: 2019-2025公司营业收入分销售模式拆分(亿元)



资料来源: 公司年报, iFinD, 国盛证券研究所

### 三、第二增长曲线：算力业务高速放量，半导体新域加速开拓

#### 3.1 算力：算力版图落地，营收规模高增

布局算力新赛道，智能生态持续完善。2023年，公司注册成立全资子公司莲花科创，同年设立控股孙公司莲花紫星，正式进军智能算力领域，并与相关领域巨头达成战略合作，高效共建一流智能算力中心，推进算力租赁业务的实施；2024年，完成广州、深圳、上海、东莞等9地智算中心的服务器部署，服务范围覆盖京津冀、长三角、珠三角、粤港澳大湾区，同年，莲花紫星云计算平台投入使用，可为政府、企业、个人客户提供高效、灵活的算力资源租赁服务；2025年，莲花紫星莲一代端侧智能产品莲小盒、莲小喵、莲小Ring正式发布；2026年，莲花紫星云算力平台接入开源AI智能体OpenClaw，面向企业及个人用户打造高并发、可执行的AI助手，构建全本地化智能办公生态，有效解决客户数据安全与隐私保护的核心痛点。

图表22: 莲一代端侧智能产品



资料来源：莲花紫星公众号，国盛证券研究所

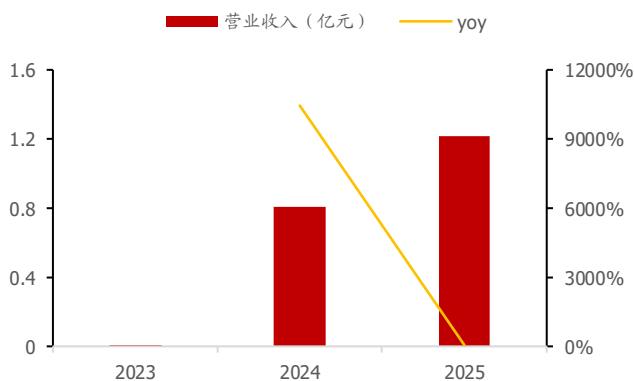
图表23: OpenClaw 正式上线



资料来源：莲花紫星官网，国盛证券研究所

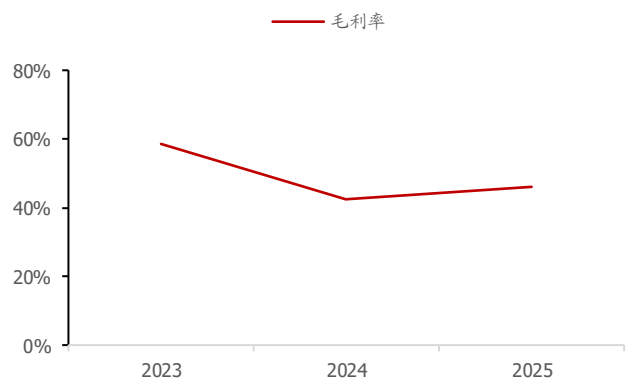
算力业务高速放量，盈利水平稳步回升。2023年，算力业务初步完成供应链体系搭建，服务器等专业设备采购，研发运维等相关团队组建和内部流程管理体系建设工作，落地多项算力服务业务；2024年公司算力服务实现营收0.81亿元，同比+10447%，毛利率达42.25%，同比-16.11pct；2025年算力服务实现营收1.22亿元，同比+51.13%，毛利率达46.07%，同比+3.62pct。

图表24: 2023-2025年公司算力服务业务营业收入(亿元)



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表25: 2023-2025年公司算力服务业务毛利率



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

### 3.2 半导体：布局半导体新域，产业版图持续扩张

**进军半导体赛道，投资并购完善产业版图。**在半导体材料领域，2025年，公司与浙江大学合作开展电子绝缘积层胶膜研发，并成功申请相关专利；2026年4月，莲花科创通过公开摘牌的方式取得深圳市纽菲斯新材料科技有限公司46%的股权，此次股权合作约定：纽菲斯承诺，若2031年12月31日前未完成合格上市申报或被收购，或2026-2028年合计主营业务收入低于8000万元，投资方有权要求以7%的年化利率回购投资款；若纽菲斯2026-2028年合计主营业务收入超1亿元，创始股东杨柳有权要求标的公司按相应价格向其定向增资，增发不超过668,182元注册资本。纽菲斯深耕电子绝缘积层胶膜领域，成功开发出具有自主知识产权的NBF系列胶膜产品，在技术性能、产品稳定性等方面达到国内领先水平，公司依托纽菲斯在半导体封装基板用增层胶膜领域的技术积累、相关专利优势及产业布局基础，深度切入类ABF膜核心赛道。在半导体设备领域，2025年，嘉兴莲花东证华泽股权投资合伙企业（有限合伙）间接投资国产半导体设备龙头企业XKL公司2000万元，其中公司出资1400万元。公司将持续坚守“消费+科技”双轮驱动战略，采用自主投资与产业基金联动并行的模式，持续加大科技领域投入，全力推动第二增长曲线加速成型与放量增长。

图表26：公司与纽菲斯股权合作关键事项梳理

<b>交易主体</b>	莲花控股全资子公司——杭州莲花科技创新有限公司（莲花科创）
<b>交易标的</b>	深圳市纽菲斯新材料科技有限公司（纽菲斯）
<b>股权比例</b>	46%（公开摘牌方式取得）
<b>标的核心业务</b>	深耕电子绝缘积层胶膜领域，自主研发NBF系列胶膜产品，技术性能、产品稳定性等方面达国内领先水平
<b>业绩与回购约定</b>	纽菲斯承诺，若未在2031年12月31日前完成合格上市申报或被收购，或2026-2028年合计主营业务收入低于8000万元，投资方有权要求其以7%年化利率回购投资款；若纽菲斯2026-2028年合计主营业务收入超10000万元，创始股东杨柳有权要求标的公司按相应价格向其定向增资，增发不超过668,182元注册资本。
<b>战略意义</b>	依托纽菲斯技术、专利与产业基础，深度切入类ABF膜核心赛道，完善科技业务版图，强化第二增长曲线

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 收入拆分及盈利预测

#### 1) 调味品:

餐饮行业整体景气度回升、消费市场稳步复苏，为公司调味品业务发展创造了良好外部环境。公司围绕经营主业持续巩固扩大核心竞争优势，不断提升莲花味精等主力产品终端销售规模与市场占有率，同时加快新品研发与市场转化，积极拓展销售新渠道、强化终端网络建设，深化线上线下一体化融合布局，我们预计 2026-2028 年味精等氨基酸调味品收入分别为 28.09/34.24/41.27 亿元，同比分别+22.6%/+21.9%/+20.5%；鸡精等复合调味品收入分别为 6.00/7.68/9.67 亿元，同比分别+30.4%/+28.1%/+25.8%；面粉和面制品收入分别为 3.15/3.74/4.43 亿元，同比分别+18.6%/+18.6%/+18.6%；料酒等液态调味品收入分别为 2.53/3.54/4.53 亿元，同比分别+65.0%/+40.0%/+28.0%。

#### 2) 算力服务:

AI 技术革命持续深化，算力与半导体行业成长空间广阔。公司积极培育并打造以新质生产力为核心的第二增长曲线，重点投向人工智能、半导体设备及材料、芯片设计等前沿领域，为公司高质量发展注入持久动能，我们预计 2026-2028 年算力服务收入分别为 1.71/2.35/3.18 亿元，同比分别+40.0%/+38.0%/+35.0%。

#### 3) 其他业务:

公司多元业务布局持续落地，其他业务板块成长动能充足，我们预计 2026-2028 年有机肥和水溶肥收入分别为 0.39/0.41/0.43 亿元，同比分别+5.0%/+5.0%/+5.0%；水业公司产品收入分别为 0.36/0.37/0.38 亿元，同比分别+3.0%/+3.0%/+3.0%；其他业务收入分别为 1.00/1.14/1.32 亿元，同比分别+15.0%/+15.0%/+15.0%。

综上所述，我们预计 2026-2028 年营业总收入分别为 **43.23/53.49/65.22** 亿元，同比分别 **+25.2%/+23.7%/+21.9%**，综合毛利率预计分别为 **28.5%/29.9%/31.2%**。

图表27: 莲花控股盈利预测部分拆分 (百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,646	3,452	4,323	5,349	6,522
YOY	26.0%	30.5%	25.2%	23.7%	21.9%
<b>味精等氨基酸调味品</b>					
收入 (百万元)	1,930	2,292	2,809	3,424	4,127
YOY	18.9%	18.8%	22.6%	21.9%	20.5%
销量 (万吨)	20	25	32	40	50
YOY	25.0%	28.3%	27.0%	25.0%	23.0%
价格 (元/吨)	9,739	9,019	8,703	8,486	8,316
YOY	-4.9%	-7.4%	-3.5%	-2.5%	-2.0%
毛利率	27.0%	29.0%	29.8%	31.2%	32.6%
<b>鸡精等复合调味品</b>					
收入 (百万元)	343	460	600	768	967
YOY	33.7%	34.0%	30.4%	28.1%	25.8%
销量 (万吨)	3	4	5	6	7
YOY	17.0%	23.4%	23.0%	22.0%	21.0%
价格 (元/吨)	11,143	12,104	12,830	13,472	14,010
YOY	14.3%	8.6%	6.0%	5.0%	4.0%
毛利率	28.1%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
<b>面粉和面制品</b>					
收入 (百万元)	123	266	315	374	443
YOY	12.8%	116.4%	18.6%	18.6%	18.6%
销量 (万吨)	3	4	5	6	7
YOY	21.5%	21.4%	21.0%	21.0%	21.0%
价格 (元/吨)	3,838	6,841	6,704	6,570	6,439
YOY	-7.2%	78.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率	6.2%	7.5%	8.0%	8.4%	8.9%
<b>料酒等液态调味品</b>					
收入 (百万元)	20	153	253	354	453
YOY	92.6%	661.8%	65.0%	40.0%	28.0%
毛利率	24.0%	37.1%	38.3%	39.1%	40.6%
<b>算力服务</b>					
收入 (百万元)	81	122	171	235	318
YOY	10447.1%	51.1%	40.0%	38.0%	35.0%
毛利率	42.5%	46.1%	48.0%	49.5%	50.3%
<b>有机肥和水溶肥</b>					
收入 (百万元)	36	37	39	41	43
YOY	25.3%	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	7.5%	8.9%	9.8%	10.6%	11.5%
<b>水业公司产品</b>					
收入 (百万元)	38	35	36	37	38
YOY	178.0%	-8.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	-12.1%	6.4%	6.8%	7.3%	7.7%
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	76	87	100	114	132
YOY	29.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	9.9%	7.8%	8.6%	9.4%	10.2%
综合毛利率	25.3%	27.4%	28.5%	29.9%	31.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

销售费用率方面, 由于公司持续深化渠道拓展、加强品牌建设并加大新品推广力度, 我们预计销售费用率将略微提升, 2026-2028 年分别为 8.60%/8.70%/8.80%, 同比分别 +0.22pct/+0.10pct/+0.10pct; 管理费用率方面, 公司致力于提升管理效率, 提高投入产出比, 预计 2026-2028 年管理费用率分别为 3.10%/3.00%/2.90%, 同比分别 -0.11pct/-0.10pct/-0.10pct。

综上所述, 我们预计 2026-2028 年公司实现营业总收入分别为 43.23/53.49/65.22 亿元, 同比分别 +25.2%/+23.7%/+21.9%; 归母净利润分别为 4.34/6.04/8.33 亿元, 同比增速分别为 +40.41%/+39.10%/+38.03%。

图表28: 莲花控股费用率预测(%)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
综合毛利率	25.3%	27.4%	28.5%	29.9%	31.2%
YOY(pct)		2.14	1.08	1.41	1.30
销售费用率	7.16%	8.38%	8.60%	8.70%	8.80%
YOY(pct)		1.22	0.22	0.10	0.10
管理费用率	4.15%	3.21%	3.10%	3.00%	2.90%
YOY(pct)		-0.94	-0.11	-0.10	-0.10
归母净利率	7.65%	8.95%	10.04%	11.29%	12.78%
YOY(pct)		1.30	1.09	1.25	1.49

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2 可比公司估值

**消费科技双轮驱动，成长势能持续释放。**公司依托国民调味主业筑牢基本盘，持续优化调味品业务盈利水平，同时布局算力、半导体等科技创新赛道，开辟第二增长曲线，双轮驱动下成长动能持续释放。选取的四家可比公司中，海天味业为酱油品类龙头、恒顺醋业为食醋品类龙头、梅花生物深耕氨基酸领域，与公司形成调味品业务形成对标，天娱数科布局数字科技业务，对标公司科技板块发展逻辑，上述企业在业务属性、盈利模式等维度均与公司具备较强可比性，可为公司发展提供重要参考。当前莲花控股的短期估值略高于可比公司均值，但随着算力、半导体业务逐步落地放量、盈利持续兑现，叠加“消费+科技”双轮驱动的稀缺成长属性，业绩增长有望逐步匹配估值水平，公司长期价值尚未充分体现。

我们预期 2026-2028 年公司归母净利润分别为 4.34/6.04/8.33 亿元，同比增速分别为 +40.41%/+39.10%/+38.03%，考虑公司国民品牌壁垒坚实、双主业成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

图表29: 莲花控股可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价 (人民币元)	EPS (元/股)				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603288.SH	海天味业	35.85	1.20	1.34	1.49	1.63	29.9	26.8	24.1	22.0
600305.SH	恒顺醋业	7.31	0.13	0.15	0.17	0.19	56.2	48.7	43.0	38.5
600873.SH	梅花生物	9.80	1.17	0.80	0.98	1.11	8.4	12.3	10.0	8.8
002354.SZ	天娱数科	7.07	-0.03	0.05	0.06	0.08	-235.7	141.4	117.8	88.4
可比公司平均值							-35.3	57.3	48.7	39.4
600186.SH	莲花控股	11.87	0.17	0.24	0.34	0.46	68.8	49.0	35.2	25.5

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 注: 可比公司 EPS 为 iFinD 预测或机构一致预测, 收盘价使用 2026 年 5 月 27 日, 收盘价为人民币元

## 五、风险提示

**行业竞争加剧风险。**调味品行业竞争格局激烈，味精、复合调味品、液态调味品等赛道均面临头部品牌挤压与中小品牌同质化竞争，若公司产品创新、渠道拓展、品牌推广不及预期，主力产品市场份额与盈利水平存在下行风险。同时算力、半导体材料领域技术迭代快、参与者持续增多，若公司竞争力不足，第二增长曲线放量节奏可能不及预期。

**消费力恢复不及预期风险。**若宏观经济复苏节奏放缓、居民可支配收入与消费信心修复不及预期，餐饮、家庭端调味品消费需求疲软，将影响公司主力产品终端销售与渠道拓展，进而使营收增速与盈利水平低于预期，对公司经营业绩产生不利影响。

**食品安全风险。**食品安全为调味品类企业经营底线，若原料采购、生产管控、仓储运输、成品检验任一环节出现疏漏，引发质量问题，将冲击品牌信誉与终端销售，甚至面临监管处罚。

**新业务拓展不及预期风险。**公司算力业务存在订单落地与回款不确定性，叠加 GPU 供给、算力价格波动、技术快速迭代等因素，可能导致营收与盈利不及预期。半导体材料领域研发、客户验证、量产爬坡周期较长，若技术突破或市场拓展滞后，将影响产业布局成效。

**数据滞后风险。**本文行业与公司盈利预测基于历史数据与合理假设，若消费复苏、行业格局、政策环境等发生超预期变化，可能导致盈利预测与估值结果出现偏差。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com