莲花控股 20260903

莲花控股：调味品渠道转型驱动高增，算力与 ABF 膜构筑第二曲线

摘要

- 调味品主业：2026 年收入指引增长 15%-20%，利润增速 30%+，核心驱动力为渠道由农贸向商超转型及高毛利小包装产品占比提升。
- 渠道转型成效：商超网点从 2025 年底 3 万家拟增至 2026 年 6 万家，小包装味精年销额从 0.7 亿增至 7 亿元，C 端市占率超 30%。
- 算力业务上调：基于 2026 年 7-8 月近 20 亿元新增订单，2026 年收入指引上调至 2.5-3 亿元，净利润预期上调至 5,000-6,000 万元。
- ABF 载板膜国产替代：收购纽飞思 46%股权切入高壁垒 NBF 膜赛道，产品处于国内第一梯队，受益于味之素垄断下的供需趋紧与国产化加速。
- 新品放量：松茸鲜 2025 年销售额近 9,000 万元，2026 年目标高双位数增长；液态调味品依托线上渠道有望实现翻倍增长。
- 财务趋势：2022-2025 年收入 CAGR 近 30%，利润 CAGR 近 90%，521 战略驱动公司进入高增长困境反转期。

Q&A

请介绍一下莲花控股当前的业务构成、2026 年的业绩指引以及各业务板块的核心增长逻辑？

公司当前主营业务仍为调味品，其中味精收入占比约 66%，鸡精占比 13%。此外，以线上销售为主的新品液态调味品业务收入占比约 4%，算力业务收入占比也约为 4%。 各业务板块 2026 年业绩指引及核心逻辑如下：

1. 调味品主业：预计 2026 年整体收入将维持 15%至 20%的增长，利润增速预计在 30%以上。增长驱动力主要来自渠道拓展和新品推出。利润端的更高增速则得益于新渠道和新产品的毛利率远高于传统大包装味精。
- 味精业务：核心是渠道逻辑，即从传统的农贸市场转向现代零售商超渠道。商超渠道销售的 to C 小包装味精毛利率更高，能实现收入与盈利能力的同步提升。

- 鸡精业务：核心是新品逻辑。以松茸鲜为例，该产品 2024 年销售额约四五千万元，2025 年已接近 9,000 万元，2026 年目标是在此基础上实现高双位数增长。
- 液态调味品业务：主要依托线上渠道销售，凭借老国货品牌资产和灵活高效的新零售团队，预计 2026 年将维持高双位数增长，乐观情况下有望实现翻倍增长。

1. 算力业务：基于 2026 年 7 至 8 月新增的大额订单（合同金额合计接近 20 亿元），2026 年算力业务的收入指引已从原先的 1.5 亿至 2 亿元上调至 2.5 亿至 3 亿元。盈利预期也从微幅盈利上调至 5,000 万至 6,000 万元。
2. ABF 载板膜业务（纽飞思）：公司于 2026 年 4 月收购了纽飞思 46%的股权。在 AI 需求驱动下，ABF 膜行业供需趋紧，国产替代的必要性凸显。纽飞思在国内处于第一梯队，其产品研发、储备及客户订单进展顺利，在行业内具备领先水平。

味精行业近年来的发展趋势如何？莲花控股在该行业中的竞争地位和市场份额有何变化？

味精行业并非负增长，近年来整体年均复合增长率维持在 2%左右，是一个稳定增长的赛道。在竞争格局方面，莲花控股主要聚焦于 C 端市场，而梅花、阜丰等友商则更多地从事 To B 业务，因此在 C 端赛道，公司面临的直接竞争相对稳定明朗。目前，莲花控股在 C 端味精市场的占有率超过 30%，与 2020 年第一季度相比，市占率提升了近 8 个百分点。

公司自 2022 年底提出“521 战略”以来，经营层面发生了哪些核心变化？该战略对公司的财务表现有何具体影响？

公司在 2019 年底至 2020 年初完成破产重整，控股股东变更为联泰投资，实际控制人变更为李厚文先生。经营层面的转折点是 2022 年底提出的“521 战略”，该战略锚定了三个核心方向：

1. 业务拓展：在消费主业之外，开拓科技业务作为第二增长曲线。
2. 渠道转型：将销售重心从传统农贸市场的大包装味精，转向现代零售渠道的小包装味精。
3. 产品矩阵多元化：在传统味精、鸡精基础上，探索酱油等液态调味品、松茸鲜、西式调味料等新品类。

从财务表现来看，2022 年至 2025 年期间，公司整体收入的年均复合增长率接近 30%，利润的年均复合增长率接近 90%，证明了“521 战略”的成功。

在“521 战略”的渠道转型推动下，公司味精业务在商超网点覆盖、小包装产品销售额以及经销商管理方面取得了哪些量化成果？

公司味精业务的渠道转型取得了显著的量化成果：

1. 商超网点覆盖：改革前商超网点数量很少。到 2025 年底，已突破 3 万家；2026 年第一季度突破 4 万家，全年目标为 6 万家。与头部调味品企业五六十万家的覆盖量相比，未来拓展空间巨大。
2. 小包装产品销售额：在改革前，通过商超渠道销售的小包装味精年销售额约为 6,000 万至 7,000 万元。到 2025 年底，该数字已增长至近 7 亿元。小包装味精的毛利率比传统产品高出几十个百分点，实现了收入和利润的同步提振。
3. 经销商管理：公司通过专业化和精细化管理优化了经销商体系。从改革前后对比看，单个经销商的年销售额从 50 万元提升至 75 万元左右，单点销售能力得到明显提振。同时，公司对重点渠道的进场费用等方面也提供了一定的支持。

公司在鸡精和液态调味品等新品类的拓展上进展如何？以松茸鲜为代表的核心新品表现怎样？

公司在鸡精和液态调味品等新品类的拓展逻辑下，取得了超出预期的进展。核心新品松茸鲜的放量速度非常快，作为一款新品，上市第一年（2024 年）在全渠道的销售额就达到了 4,000 多万至 5,000 多万元。后续发展的酱油等其他调味品整体的放量节奏也优于预期。

请介绍一下公司 2025 年的算力业务收入、盈利状况以及 2026 年的业绩指引和战略方向？

公司 2025 年算力业务的整体收入为 1.2 亿元，同比增长 51%。表面上存在轻微亏损，这主要是由于对前期算力业务进行了正常的计提减值，并提前偿还了部分前期贷款的利息。进入 2026 年，公司最初的收入指引为 1.5 亿至 2 亿元。从中长期战略角度看，公司致力于实现盈利模式的转换，计划从重资产的裸金属租赁业务，升级到盈利能力更强或轻资产的业务方向，例如 deepseek 一体机、软件运维服务，以及更进一步的 B 端机器人和人工智能模式。因此，前期的战略定调是优先进行盈利模式升级，其重视程度高于单纯扩大裸金属租赁的规模。

公司 2026 年算力业务的业绩指引是否有调整？主要基于哪些新的变化？

是的，2026 年的业绩指引有所上调。今年以来，得益于行业整体景气度较高，公司成功接洽了一些大客户订单。具体而言，7 至 8 月份的大订单情况在每月的算力进展公告中均有体现。基于这些积极进展，公司将全年的收入预测从原先的

1.5 亿至 2 亿元上调至 2.5 亿至 3 亿元，同时净利润预测也上调至约 5,000 万至 6,000 万元。

请介绍一下 NBF 膜（类 ABF 膜）这一产品品类的主要用途、技术壁垒和验证壁垒？

NBF 膜，即类 ABF 膜，主要用作增层材料，应用于载板或 PCB 上，以实现线路的逐层叠加，是一种高性能的绝缘膜。该品类的壁垒主要体现在两个方面：首先是技术难点，NBF 膜需要同时满足信号传输快、线路精细、粘接牢固以及热匹配性好等多重性能要求。为降低信号损耗，其表面粗糙度需尽可能低，同时又要保证高水平的结合力。生产流程也相当复杂，涉及配方、涂布、干燥、半固化、分切和检测等多个环节，每个环节都存在壁垒。以配方环节为例，树脂体系的配方可能包含固化剂、无机填料、助剂等数十种原料，不同原料的配比会直接影响最终产品性能。其次是验证周期壁垒，每家客户都需要进行独立的验证，即使过程顺利，验证周期也需要数年时间，因此客户资源和客户认证构成了另一道重要壁垒。

NBF 膜的全球市场格局如何？公司在该领域的产品布局和进度是怎样的？

目前，全球 NBF 膜市场 95%以上的份额由日本味之素公司垄断。根据公开数据，2025 年味之素以 ABF 膜为主的功能材料业务收入为 6.7 亿美元，经营利润率高达 54%左右，显示出这是一个高盈利的赛道。公司在 NBF 膜领域的产品布局方面，在 DDF 路线上均有产品布局，且在偏高端产品上的进度处于国内替代厂商中的第一梯队。在 DCT 路线上，公司的产品布局则更为完备。

公司是如何通过纽菲斯切入 NBF 膜业务的？纽菲斯的客户认证进展和产能规划情况如何？

纽菲斯成立于 2020 年，总部位于深圳，工厂设在昆山。公司曾在 2025 年半年报中披露，联合浙江大学高分子实验室研发出了 AAB 类 ABF 膜。但最终决定投资纽菲斯，主要是看重其在技术、客户资源和认证方面已建立的领先优势。目前，纽菲斯的客户矩阵较为丰富，涵盖了大规模和小规模的客户，并且在许多客户处已处于获得认证、等待下单的状态。鉴于当前行业供需趋紧，预计订单落地进度可能快于预期。产能方面，纽菲斯现有一条装饰线产能，可满足当前客户需求。同时，公司为明后两年制定了明确的产能建设计划，预计 2027 年和 2028 年将陆续投产产能和产值更大的新产线，未来两年产能将处于显著扩张的过程中。

如何总结公司当前三大业务板块的投资逻辑和未来关注点？

公司的三大业务板块各有其投资逻辑。首先，调味品业务现金流稳健，在行业整体平稳增长的背景下，公司通过改革实现了收入增长 20%、利润增长 30%以上的业绩，呈现出典型的困境反转逻辑，其较快的增速理应获得比同业更高的估值。其次，算力业务原先预期较低，但今年凭借长期的技术和资源储备，成功承接了

超预期的大订单，成为今年发展亮眼的一块业务。最后，NBF 膜业务方面，公司通过纽菲斯占据了稀缺的产业卡位，产品储备处于行业第一梯队。未来，随着国产替代进程在当前供需环境下加速，该业务前景广阔。因此，建议重点关注三个方面：一是调味品业务的增长保障情况；二是算力业务新订单的实际执行进展；三是纽菲斯后续订单的落地进度，预计未来催化剂会比较多。

