

2024年01月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

老树新花焕发第二春，品牌筑基路径清晰

—莲花健康（600186.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

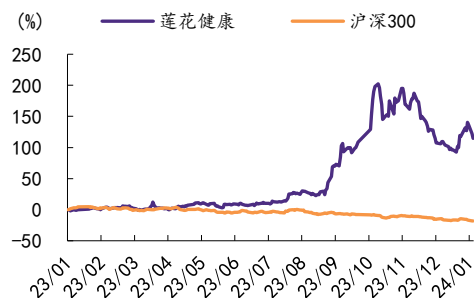
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2024-01-10

当前股价（元）	5.65
总市值（亿元）	101
总股本（百万股）	1794
流通股本（百万股）	1786
52周价格范围（元）	2.56-7.89
日均成交额（百万元）	337.39

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《莲花健康（600186）：全年圆满收官，改革效果显著》2024-01-10
- 《莲花健康（600186）：收购味之力加快海外布局，组织架构调整明确分工》2023-12-28
- 《莲花健康（600186）：季报业绩超预期，关注第二增长曲线》2023-10-16

卸下历史债务包袱，国厚操盘下焕发新生

公司1998年作为“味精第一股”成功上市，但由于多次易主致使战略动荡，2019年在国厚系操盘下破产重整，并于2020年解决历史债务问题轻装上阵，主业重启良性增长。目前公司形成以味精、鸡精为主导，以其他复调、小麦面粉系列、水业为组合的产品结构，并开启算力第二增长曲线。

味精行业竞争格局稳定，各梯次企业错位竞争

1) 中国味精产能占全球70%以上，2021年市场规模为184亿元，主要出口至东南亚国家，伴随着海外味精产能转移，味精出口需求有望进一步拉动。2) 味精生产端经历三轮产能整合，阜丰/梅花/伊品三家头部味精生产厂家垄断全国89%的产能，与以莲花健康为代表的第二梯队公司在下游客户端形成错位竞争态势，在味精原料与渠道端互相赋能。3) 行业整体供需两旺，供给端头部味精厂家持续扩产能，需求端食品工业端与餐饮端味精需求偏刚性，随着预制菜与复调市场规模扩容、海外布局完善，味精需求天花板被进一步打开，预计2023-2029年国内味精市场增速高于5.7%。

内部改革红利释放，品牌筑基主业升级路径明确

1) **品牌上**，“莲花”品牌拥有深厚消费者认知基础，2022年以来公司以“国货之光”形象重回消费者视线。**组织上**，重整上市后公司启动内部组织改革，通过优化冗杂员工/改革薪酬体系/建立“赛马机制”促进存量业务提质增效。**供应链上**，公司开启原料战略储备/优化物流线路进一步降低生产成本，并通过营销团队快速响应渠道布局，从而获得高渠道粘性。2) **味精主业**：公司在家庭端与餐饮端渠道挖掘存量市场/开拓空白市场获取增量，通过上下游议价能力保证毛利空间，并推升产品提档升级，完成量价双增。3) **复调与水产品**：复调借助味精协同优势，毛利率稳定在20%左右，并通过渠道复用导入终端市场，承接味精消费升级，同时公司从线上切入包装水细分赛道，寻找新业绩增长点。4) **算力业务**：2023年公司瞄准算力供需错配机会，布局算力租赁业务，目前采购稳定开展。

盈利预测

我们看好大股东入主公司以来，持续进行内部改革，解决历史包袱，轻装上阵，积极开拓第二增长曲线。预计2023-2025年EPS为0.07/0.12/0.19元，当前股价对应PE分别为80/47/30倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、主业增长不及预期、新业务进展不及预期、成本上涨风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	1,691	2,162	3,451	5,010
增长率（%）	-6.8%	27.9%	59.6%	45.2%
归母净利润（百万元）	46	127	217	341
增长率（%）	4.1%	174.7%	70.9%	57.4%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.07	0.12	0.19
ROE（%）	3.9%	9.9%	14.7%	19.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 重整摆脱历史债务包袱，国厚操盘下焕发新生.....	6
1.1、 历史沿革：内外交困下经营受阻，重整上市后焕发新生	6
1.2、 组织架构：多次易主致使战略动荡，国厚操盘公司稳健发展.....	7
1.3、 经营数据：摆脱历史包袱轻装上阵，盈利能力持续攀升	10
1.4、 业务范围：夯实味精主业基础，布局多元化调味品	12
2、 味精行业竞争格局稳定，各梯次企业错位竞争.....	15
2.1、 中国为全球核心味精产地，市场规模稳定提升	15
2.2、 头部企业垄断产能，各梯次企业错位竞争	17
2.3、 味精供需两端稳增，复调与预制菜提供行业扩容空间	22
3、 内部改革红利释放，品牌筑基主业升级路径明确.....	25
3.1、 品牌认知基础深厚，内部改革红利持续释放	25
3.2、 味精短板逐渐补齐，主业有望量价齐升	29
3.3、 复调与主业协同优势明显，水业持续培育市场认知	33
3.4、 布局算力租赁业务，开启第二增长曲线	38
4、 股价顺周期属性明显，算力业务抬升估值.....	39
5、 盈利预测.....	40
6、 风险提示.....	40

图表目录

图表 1：公司历史营收与盈利情况.....	7
图表 2：公司股权结构.....	8
图表 3：公司组织改制历史.....	8
图表 4：公司管理层介绍.....	9
图表 5：2023 年股票期权与限制性股票激励计划行权要求.....	10
图表 6：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司毛利率.....	11
图表 7：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司净利率.....	11
图表 8：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司销售费用率.....	11
图表 9：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司管理费用率.....	11
图表 10：公司资产负债结构.....	12
图表 11：莲花健康主要产品结构.....	12
图表 12：公司分产品营收情况（亿元）.....	13
图表 13：味精、鸡精营收占主营业务比例情况.....	13
图表 14：公司国外营收占比回升.....	14
图表 15：公司加大研发费用投放力度.....	14
图表 16：公司算力中心项目投资规划.....	14

图表 17: 味精生产流程	15
图表 18: 2018-2021 年中国味精产能占全球比重	16
图表 19: 全球味精产能分布	16
图表 20: 2017-2022 年中国味精产量	16
图表 21: 2017-2023E 中国味精市场规模	16
图表 22: 2013-2023 年中国味精出口量及出口单价变化	17
图表 23: 中国味精出口均价远低于进口均价	17
图表 24: 2021 年中国味精出口量分布	17
图表 25: 味精行业上下游产业链	18
图表 26: 2017-2023 年味精上游原材料价格与味精价格变化	18
图表 27: 味精行业共经历三次整合	19
图表 28: 味精产能出清相关政策	19
图表 29: 2017-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花味精销售收入 (亿元)	20
图表 30: 2017-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花味精销售收入增速 (%)	20
图表 31: 2016-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花营收情况	21
图表 32: 2016-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花营收同比情况	21
图表 33: 我国主要味精企业经营情况对比	21
图表 34: 味精企业错位竞争	22
图表 35: 2020-2022 阜丰/梅花/伊品/莲花味精毛利率	22
图表 36: 国内味精头企业生产基地分布	23
图表 37: 环保“新国标”涉及的味精生产环保指标	23
图表 38: 2016-2022 年我国味精行业产能分布	23
图表 39: 阜丰集团味精产能利用率高于行业	23
图表 40: 天味食品 2018 年味精采购金额占比营业成本 3%	24
图表 41: 中国餐饮收入额稳定上涨	24
图表 42: 2021 年中国味精表观需求量为 235 万吨	24
图表 43: 2014-2022 年我国复调规模占调味品规模比例	24
图表 44: 2023 年以来味精出口金额单月同比增加	25
图表 45: 我国主要味精企业出口布局	25
图表 46: 莲花健康相关品牌荣誉	26
图表 47: 莲花健康因配料表干净而引起关注	26
图表 48: 抖音上线 79 元套餐火爆出圈	26
图表 49: 公司 2020 年至 2022 年组织架构变动情况	27
图表 50: 公司于 2019 年大幅裁员	28
图表 51: 重整上市后的内部改革措施	28
图表 52: 员工薪酬福利待遇显著提升	28

图表 53: 人均创收/人均创利 2019 年后大幅提升	28
图表 54: 根据味精价格周期波动做战略储备	29
图表 55: 募投产能预计投产时间	29
图表 56: 2014-2023Q1-Q3 公司味精营收及同比情况	30
图表 57: 2014-2023Q1-Q3 味精营收占比情况	30
图表 58: 莲花健康 1984-2022 年味精产量变化趋势	31
图表 59: 公司产品营收分渠道分布	32
图表 60: 2019-2023Q1-Q3 味精线上营收占比情况	32
图表 61: 莲花健康产品国内区域分布情况	32
图表 62: 公司味精成本价格相对市场价有优势	33
图表 63: 公司调味品升级趋势	34
图表 64: 公司水业发力儿童水/苏打水/定制水三个板块	34
图表 65: 2021 年我国复合调味品市场结构分布	34
图表 66: 鸡精鸡粉/火锅底料/中式复调 CR3 占比	34
图表 67: 莲花健康通过渠道复用、平台+等多种方式赋能复调发展	35
图表 68: 2023 年中国消费者认可调味品类型	36
图表 69: 酱油品类份额占比变化趋势	36
图表 70: 中国饮用水产业现状	37
图表 71: 2023Q2/2023Q3 公司矿泉水业务营收分别为 0.18/0.38 亿元	37
图表 72: 产品微量元素含量丰富/定位差异化	37
图表 73: 算力租赁使得下游灵活使用算力的门槛降低	38
图表 74: 算力租赁模式的优势	38
图表 75: 公司目前签订的算力采购设备	38
图表 76: 公司上市以来股价波动复盘	40
图表 77: 盈利预测	40

1、重整摆脱历史债务包袱，国厚操盘下焕发新生

1.1、历史沿革：内外交困下经营受阻，重整上市后焕发新生

公司前身为 1983 年成立的河南省周口地区味精厂，此后生产规模不断扩大，巅峰时期单厂味精产量位居世界第一，并于 1998 年成功上市。后续公司受历史债务拖累，2019 年实施司法重整，重振之后的公司在“品牌复兴”战略指引下加快体制改革、聚焦主业，目前形成以味精、鸡精为主导，以其他调味品系列、小麦面粉系列产品组合的绿色产品结构，在餐饮、零售端市场拥有绝对优势，同时布局算力业务，积极探索第二增长曲线。

1983-2001 年：曾经的味精市场龙头，“味精第一股”成功上市。1983 年公司前身河南周口味精厂成立后，业务快速扩张，公司名为“莲花味精”，1996 年，经河南省体改委和周口地区行政公署联合批准味精厂改制为国有独资公司，成为中国最大的味精生产基地。1998 年公司成功在主板上市，成为“味精第一股”，一度占据国内味精市场份额之首。

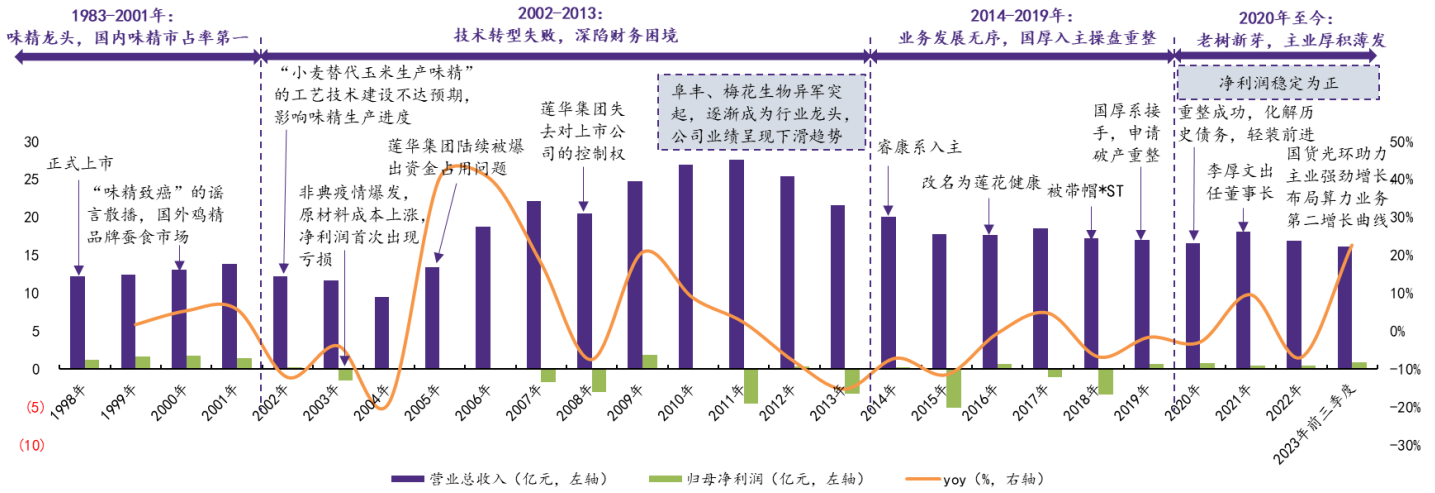
2002-2013 年：生产技术转型不利，公司深陷财务困境。2000 年公司计划采用“小麦替代玉米生产味精”，但公司转型过于激进，小麦原料产线尚未稳定而玉米原料产线已被关停，导致味精产量迅速下跌，与此同时，外资鸡精企业助推“味精致癌”等谣言，趁机蚕食国内味精市场。2003 年受“非典疫情”影响，小麦和玉米大幅度减产，原料成本上涨，内外交困下，公司归母净利润首次出现亏损。2005 年起，控股股东莲花集团陆续爆出对上市公司的资金占用行为，在持续的债务纠纷下，莲花集团于 2009 年失去对公司的控制权。在此期间，味精行业竞争日渐激烈，阜丰、梅花异军突起，市场出清下公司规模逐渐下滑。

2014-2019 年：业务发展无序拖累主业，国厚入主操盘破产重整。2014 年睿康系入主，并于 2016 年将公司改名为“莲花健康”，此后展开一系列操作，将公司战略方向转型至智慧农业和大健康领域，进军金融业等板块，但这一系列改革并未给公司业绩带来起色，由于业务发展无序且主营业务受拖累，2019 年公司被实施退市风险警示。2017 年国厚资本逐渐入局，后逐渐掌握公司控制权，操盘公司于 2019 年申请破产重整。

2020-2022 年，成功解决历史遗留问题，老树新芽迎来健康发展。2020 年 4 月 30 日，公司成功化解退市风险，股票实现*ST 的摘帽。主营业务上，公司在味精、鸡精、面粉等产品的基础上新增料酒等业态调味品，实现对整体毛利率的拉升。2021 年 8 月，李厚文成为公司董事长与公司实际控制人，2020-2022 年公司净利率稳定为正，甩掉历史债务包袱后，公司生产经营重回健康发展轨道。2022 年公司提出 521 品牌复兴战略（十四五期间实现营收 50 亿元、市值 200 亿元、品牌价值回归第一梯队），此后公司管理层围绕战略指引，聚焦主业发展，迈入新发展阶段。

2023 年至今，主业厚积薄发，布局算力业务瞄准新蓝海。2023 年以来，公司基于传统味精产品的扎实生产基础，借助国货之光的品牌推力实现主业高速增长，抓住复合调味品市场机遇，前三季度实现营收同增 23%，归母净利润同增 94%。9 月 28 日，公司公告称，子公司莲花科技向新华三采购 330 台英伟达 H800 GPU 算力服务器，正式涉足算力租赁寻求第二增长曲线。

图表 1：公司历史营收与盈利情况

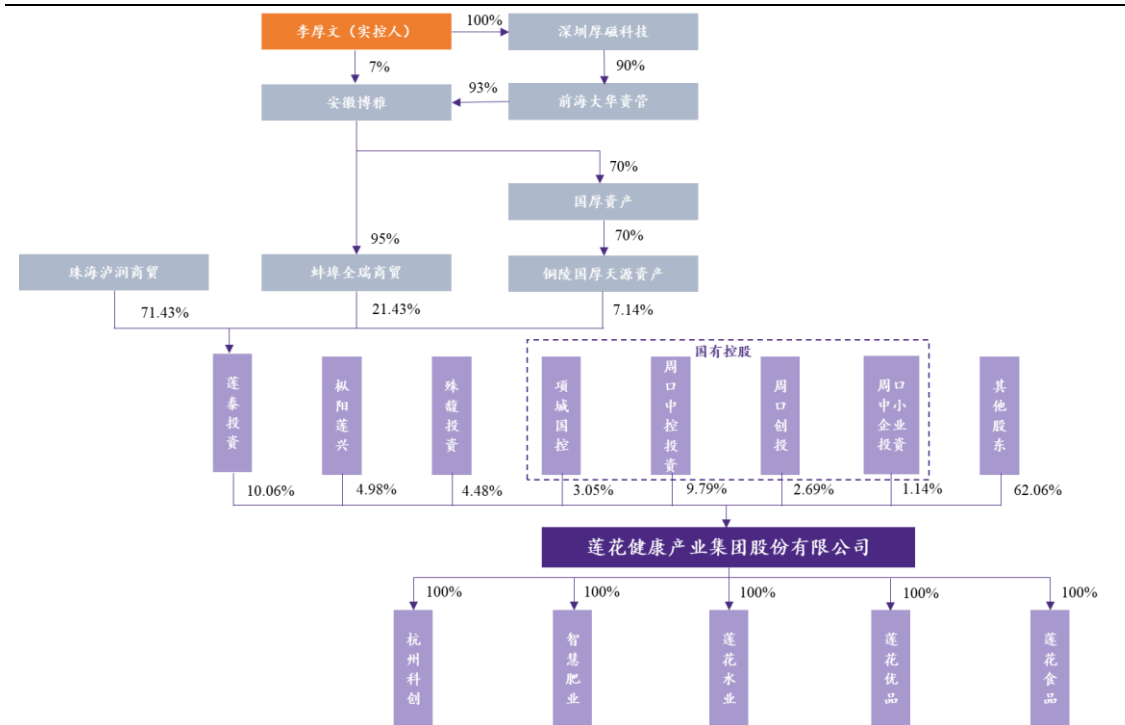


资料来源：WIND，莲花健康招股说明书，莲花健康公司公告，调味家，华鑫证券研究

1.2、组织架构：多次易主致使战略动荡，国厚操盘公司稳健发展

李厚文为实际控制人，借助子公司拓展产品布局。莲花健康第一大股东为莲泰投资，属于国厚资产旗下公司，持股比例为 10.06%，而李厚文通过安徽博雅、厚磁科技等公司持有莲泰投资 19.83%的股份，从而间接持有公司股份近 2%，是公司的实际控制人。控股分布上，公司旗下拥有智慧肥业、莲花水业、莲花食品等多家子公司，通过子公司布局矿泉水系列、复合调味品系列等多元产品，同时于 2023 年 6 月成立杭州莲花科创公司，正式布局算力租赁业务。

图表 2：公司股权结构

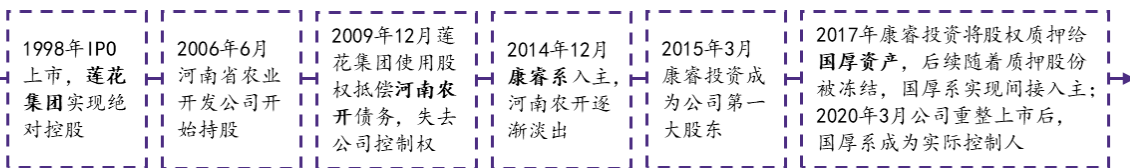


资料来源：WIND，华鑫证券研究

公司历史上多次易主，国厚系入主后开启良性发展。莲花健康历史上经过多次易主，1998 年 IPO 上市时，莲花集团以 66.67% 的持股比例实现绝对控股，而 2004 年莲花集团被爆占用公司巨额资金，此后项城市政府成立莲花国资监管、清欠、改制三个领导小组对其进行调差与清退。2009 年莲花集团因债务纠纷而彻底失去对公司的控股权，河南农开成为公司第一大股东，但由于行业竞争加剧，公司经营积重难返。2014 年浙江睿康投资正式入主，成为新一任实控人，但多元化的发展使得公司主业根基垮塌，一度面临退市风险警示。2018 年开始，国厚资产作为债权人入场，申请公司破产重整，2020 年 3 月，公司重整计划执行完毕后李厚文成为公司实控人。

图表 3：公司组织改制历史

持股比例 (%)	1998年12月	2006年6月	2009年12月	2014年12月	2015年3月	2018年3月	2020年3月
莲花味精集团	66.67%	54.90%	4.30%	-	-	-	-
河南省农业开发公司	-	0.63%	11.90%	11.90%	7.20%	2.30%	1.77%
项城市天安科技	-	-	7.37%	0.90%	0.90%	0.90%	0.69%
康睿投资	-	-	-	10.36%	10.36%	11.78%	-
安徽博雅(国厚)	-	-	-	-	-	1.14%	-
芜湖蓬泰(国厚)	-	-	-	-	-	-	10.04%
其他	33.33%	44.47%	76.43%	76.84%	81.54%	83.88%	87.50%



时间： 公司控制权：	1998-2008 莲花集团	2009-2013 河南农开	2014-2018 康睿系	2019至今 国厚系
---------------	-------------------	-------------------	------------------	---------------

资料来源：WIND，莲花健康公司公告，调味家，华鑫证券研究

管理层大多有国厚背景，董事长操盘经验丰富。李厚文于 2021 年 8 月出任公司董事长职位，也是安徽博雅投资、国厚资产等公司的创始人，与此同时，副董事长李斌、总裁曹家胜、副总裁罗贤辉、副总裁于腾均有国厚背景。国厚资产有着丰富的不良资产处置经验，曾深度参与在华昌高科、康美药业等重整项目，在 2020 年顺利帮助公司摘帽。国厚系入主后，在组织上，减少管理层级，推进组织扁平化；在产品上，坚持“新品与味精并重”产品方针；在产能建设上，全力推行退城入园，提高生产效率，在一系列的深入改革措施推动下，公司主业实现稳定盈利，开启新一轮业绩增长周期。

图表 4：公司管理层介绍

姓名	职务	任职日期	主要履历
李厚文	董事长、董事，代理董秘	2021/8	北京大学硕士研究生，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，董事长等职务。2021 年至今任公司第八届董事会董事，2021 年至今任公司董事长。
李斌	副董事长、董事、首席执行官	2022/8	2020 年至 2022 年，任国厚资产管理股份有限公司副总裁；2022 年至今任公司第八届董事会董事，副董事长。
曹家胜	董事，首席科技官、高级副总裁	2021/10	2017 年至 2019 年，任国厚资产管理股份有限公司金融市场部总经理；2018 年至今，任河南国厚资产管理有限公司董事；2021 年至今任公司总裁。
罗贤辉	董事，首席运营官	2020/2	2014 年至 2020 年 2 月就职于国厚资产管理股份有限公司，历任公司风险管理部及战略投资与发展部经理，并购重组部副总经理等职位；2018 年 5 月至今，任公司第七，八届董事会董事。
郑德州	董事	2020/2	2010 年至 2013 年，任河南莲花味精股份有限公司副总经理；2013 年至 2015 年，任河南莲花味精股份有限公司董事，副总经理；2015 年至 2019 年，任莲花健康产业集团股份有限公司董事长助理；2020 年至今，任公司第八届董事会董事。
邓同森	董事	2021/10	2022 年至今，任周口市交通物流投资集团监事会主席；2021 年至今，任公司第八届董事会董事。
郭剑	董事	2021/10	2017 年至今任莲花味精集团董事长兼莲花健康产业集团股份有限公司党委书记；2021 年至今，任公司第八届董事会董事。
梅申林	首席销售官	2021/9	2017 年至 2019 年，任大庄园集团副总兼营销中心总经理；2019 年至 2021 年，任上海泛纳国际贸易有限公司总经理职务；2021 年至今担任莲花健康副总裁。
于腾	首席财务官	2022/6	2019 年至今，任芜湖市莲泰投资管理中心(有限合伙)执行事务合伙人委托代表；2020 年至 2022 年，任公司第八届监事会非职工代表监事；2022 年至今，任公司副总裁。
李涛	高级副总裁，首席数字营销官	2023/12	2018 年至 2019 年，任中信国安集团国安社区(北京)科技公司副董事长兼 COO 等；2019 年至 2020 年，任中民石材产业集团副总裁；2020 年至 2022 年，任深圳柔数科技有限公司董事长，深圳柔数信息技术有限公司董事长。

资料来源：WIND，华鑫证券研究

注：任职日期来源于 WIND 数据，同一管理层任职不同岗位时，以较早任职岗位的时间为准。

发布股权与限制性股票激励计划，为公司发展提供长效助力。2023 年 8 月 31 日，公司正式发布 2023 年股票期权与限制性股票激励计划，拟针对公司董事、高级管理人员、中层管理人员和业务骨干等 75 人授予 1938.14 万份权益，占总股本的 1.08%。此次激励计划在 2023-2025 年会计年度中，分三期对营收和利润指标进行考核，考核目标为 2023-2025 年营收不低于 19.45/21.98/24.52 亿元，或营业利润不低于 0.95/1.07/1.19 亿元。公司通过激

励计划进一步完善公司法人治理结构，充分调动公司管理层和员工的积极性，将核心团队个人利益与公司利益绑定，提升公司的市场竞争力与可持续发展能力。

图表 5：2023 年股票期权与限制性股票激励计划行权要求

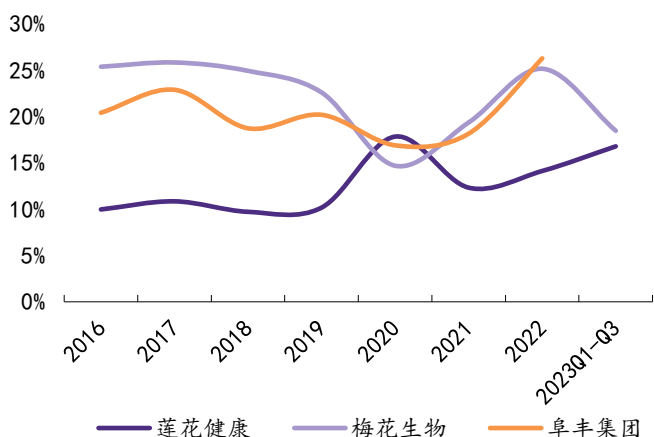
	考核目标（满足两个条件之一）	触发值	解除限售/行权比例	可归属比例
第一期	1、2023 年营业收入不低于 19.45 亿元；2、2023 年营业利润不低于 0.95 亿元		40%	1、高于目标值：100%； 2、低于目标值，高于触发值：“实际营业收入增长率/营业收入增长率目标”与“实际营业利润增长率/营业利润增长率目标”取较高值；
第二期	1、2024 年营业收入不低于 21.98 亿元；2、2024 年营业利润不低于 1.07 亿元	年度目标值的 60%	30%	3、低于触发值：0%
第三期	1、2025 年营业收入不低于 24.52 亿元；2、2025 年营业利润不低于 1.19 亿元		30%	

资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究

1.3、经营数据：摆脱历史包袱轻装上阵，盈利能力持续攀升

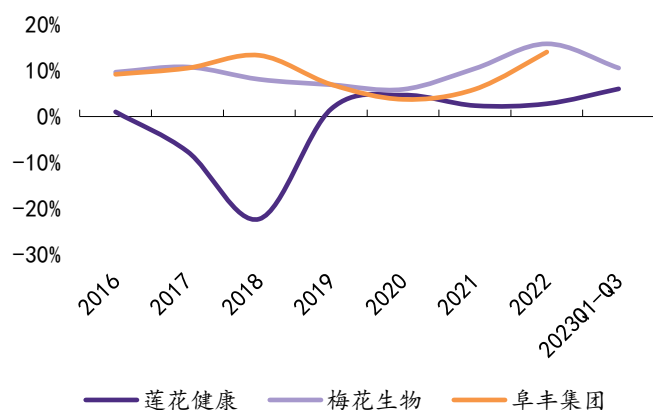
毛利率稳中有升，净利率扭亏为盈。 毛利率上，2019 年之前，公司毛利率稳定在 10% 左右，在可比公司中处于较低水平，2020 年公司重整上市之后毛利率同比+7.66pct 至 17.82%，主要系公司核心产品家庭装味精实现量价齐升，拉动毛利率上涨，2021 年由于原材料价格上涨，毛利率同比出现下滑，但随着公司不断优化产品结构，2021 年至 2023 年前三季度毛利率呈现逐步回升趋势，2023Q1-Q3 毛利率上升至 16.76%。净利率上，公司过去经营效率低下，净利率一度跌为负值，2019 年公司通过土地置换、资金注入等一系列举措实现净利率扭亏为盈，实现净利率 1.65%，此后 2020 年至 2023 年前三季度均实现稳定盈利，在毛利率拉动下，2023Q1-Q3 净利率达到 6.00%，2023 年净利率提升确定性强。未来随着产品结构进一步升级/高毛利水业稳定放量，公司盈利能力将进一步提升。

图表 6：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司毛利率 (%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

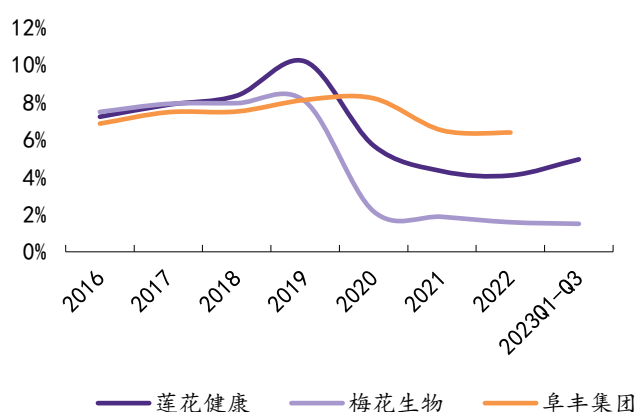
图表 7：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司净利率 (%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

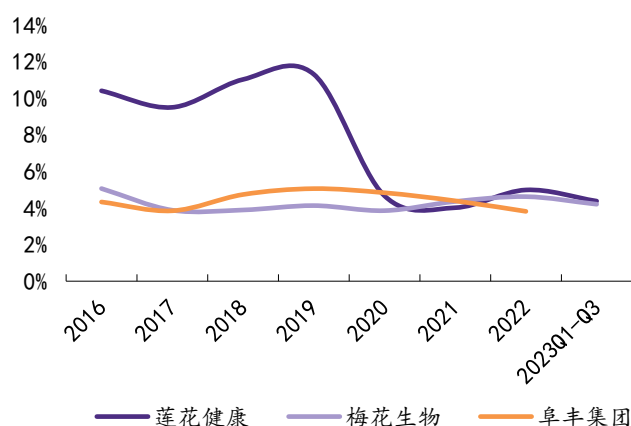
2023 年同比加大销售费用投放，人员优化大幅降低管理费用率水平。销售费用上，2019 年之前，公司销售费用率稳定在 8%左右，2020 年销售费用率同比下降 4.49pct 至 5.67%，主要系会计准则变动，销售相关运费被列入合同履行成本，计入主营业务成本。2023 年前三季度公司增加线上平台推广费用，销售费用率同比增加 0.76pct 至 4.93%。管理费用上，2019 年之前，公司管理费用率稳定在 10%上下，2020 年管理费用率同比下降 6.64pct 至 4.67%，主要系公司完成司法重整后，员工数量大幅下降，同时公司全面推进组织结构扁平化，提高管理效率所致，2020 年-2023 年前三季度公司管理费用率稳定在 5%上下。未来公司将严格把控费用投入，继续推进降本增效，费用率整体保持稳定。

图表 8：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司销售费用率 (%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 9：2016-2023 前三季度莲花健康及可比公司管理费用率 (%)

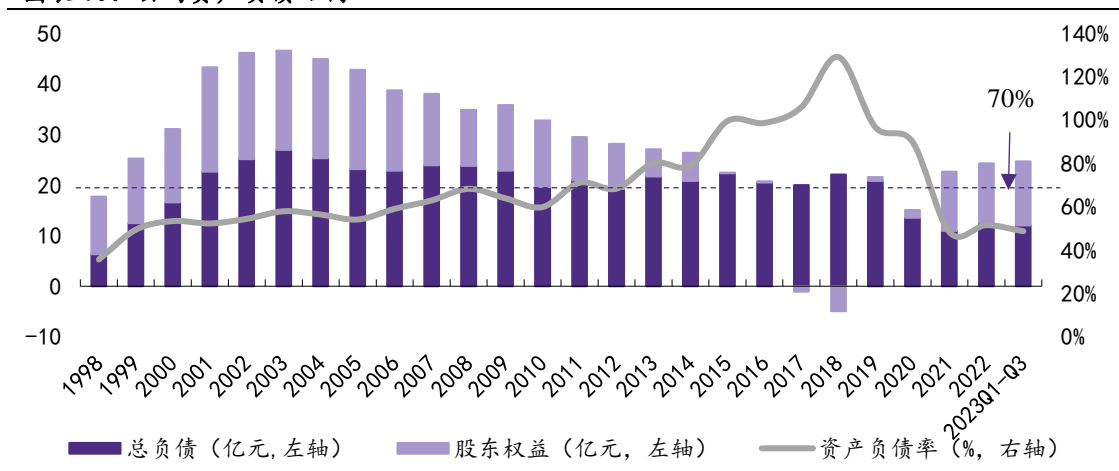


资料来源：WIND，华鑫证券研究

债务重组后，公司资产负债率维持在 50%的良性水平。由于上市后莲花集团一度占用公司资金超过 10 亿元，加上经营压力不断累积，2011 年公司资产负债率攀升至 70%的高位。

后由于公司业务无序扩张、开展各类项目建设，2017/2018 年公司资产负债率达到了 106%/129%，一度出现资不抵债的情况。直到 2019 年底，公司通过债务重组实现年末净资产转正，并于 2021 年 8 月成功完成股票定向增发，业务迈入健康发展阶段，2021 年至 2023 年前三季度公司资产负债率回归至 50%左右的良性水平。

图表 10：公司资产负债结构



资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.4、业务范围：夯实味精主业基础，布局多元化调味品

公司主营食品调味品，重点面向终端零售消费者。公司专注食品与调味品的研发、生产与销售，已经形成以味精、鸡精为主导，以其他调味品系列、小麦面粉系列产品组合的绿色产品结构，涉及的产品主要有味精、鸡精和其他调味料、面粉、面包糠及其他面制品、调味酱、饮用水等。近年来，味精业务板块已向购买半成品加工方向转变；鸡精、复调、面粉、面包糠等产品基本保持全产业链生产模式；料酒等液态调味品及其他新产品采用 OEM 生产模式。由于公司产品主要面向终端消费市场大众消费者，因此产品规格大多较小，而公司也在针对零售、餐饮等不同场景推出不同规格的包装，不断拓宽产品适用场景。

图表 11：莲花健康主要产品结构

品类	产品	规格	价格(元/包)	图片
味精	莲花味精	100g	4.9	
		200g	6.9	
		25kg	293	
鸡精	鸡味鲜	100g	4.5	
		200g	7.9	
		908g	24.9	
复合调味品	松茸鲜	50g	6	
	白胡椒粉	30g	6.9	

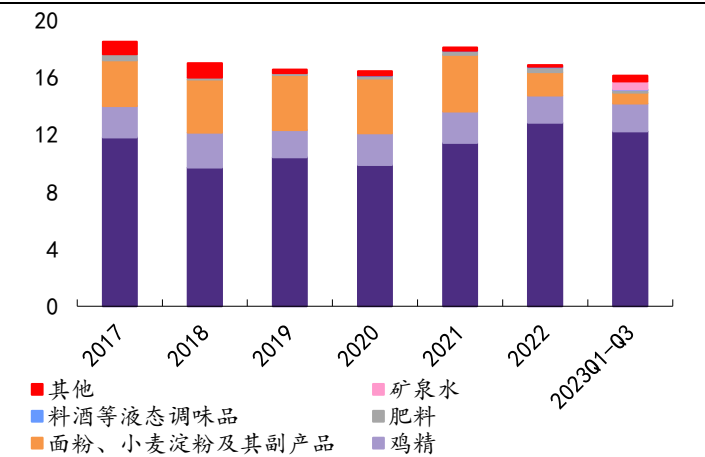
请阅读最后一页重要免责声明

面粉和面制品	黑胡椒粉	30g	6.9	
	花椒粉	30g	7.9	
	金汤酸菜鱼调料	220g	10.9	
	酸汤肥牛调料	100g	8.9	
	莲花淀粉	200g	5.9	
	花生粉	200g	5.9	
液态调味品	食用小苏打	200g	5.9	
	莲花黄面包糠	200g	6.9	
	1kg	15.9		
糖类	特级酿造酱油	1L	16.0	
	芝麻酱	248g	15.9	
	黑芝麻油	1L	6.9	
饮用水	碳化白砂糖	400g	8.9	
	绵白糖	400g	7.9	
	单晶体冰糖	400g	8.5	
	多晶体黄冰糖	400g	8.5	
饮用水	苏打天然泉水	380ml	1.9	
	泰迪儿童低钠水	238ml	2.1	
	泰迪儿童天然泉水	360ml	3.3	
	泰迪儿童苏打天然泉水	238ml	2.8	

资料来源：莲花健康公司公告、淘宝莲花健康官方旗舰店，华鑫证券研究
注：价格数据为截至 2023 年 12 月 15 日淘宝官方旗舰店价格

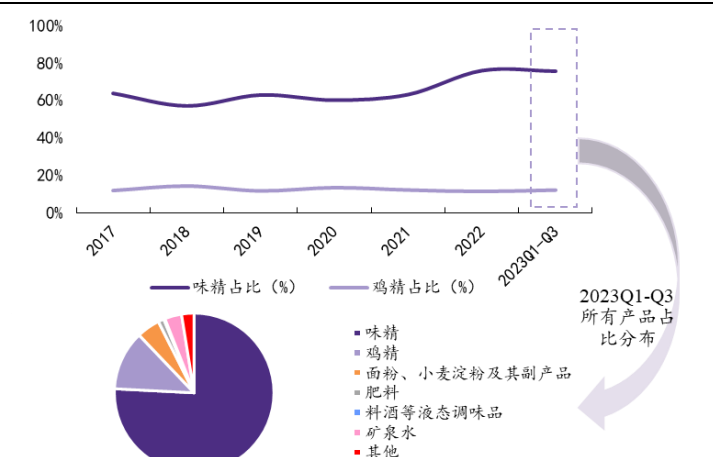
味精、鸡精为公司主导产品，高端水饮贡献业绩增量。1) **味精与复调**，公司味精与鸡精等复调产品营收稳定占比主营业务收入的 70%以上，是公司的主导产品，其中鸡精等复调营收占比稳定在 12%上下，味精营收总量与营收占比近年来均有上升趋势，2023 年前三季度公司味精营收达 12.23 亿元，占比提升至 76%。2) **面粉业务**，公司面粉业务 2021 年之前占比主营业务收入超过 20%，但从 2022 年开始收缩，2023 年前三季度面粉业务占比降至 4.72%，主要系国际粮食价格上涨，小麦原材料成本上涨所致。3) **水业**，2023 年公司正式进军健康水市场，推出电解质水、儿童水等产品，该新增业务于前三季度贡献营收增量 0.55 亿元，占比 3.44%。

图表 12：公司分产品营收情况（亿元）



资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究
注：2017-2018年肥料种类为复合肥，2019年至2023年前三季度肥

图表 13：味精、鸡精营收占主营业务比例情况

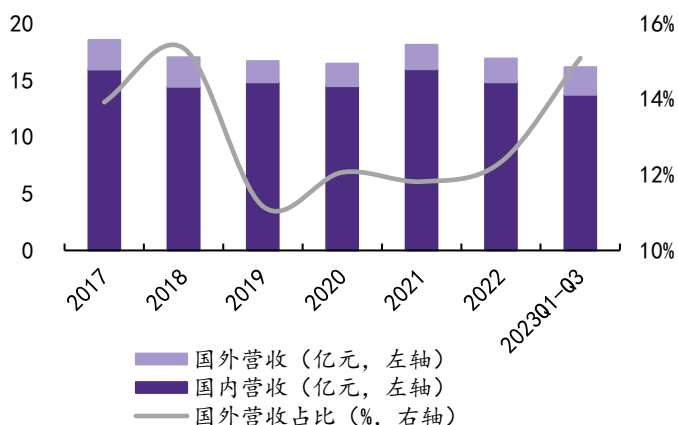


资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究
注：2019年后鸡精营收为鸡精与其他复调产品营收之和

料种类为有机肥和水溶肥；2019年后鸡精营收为鸡精与其他复调产品营收之和

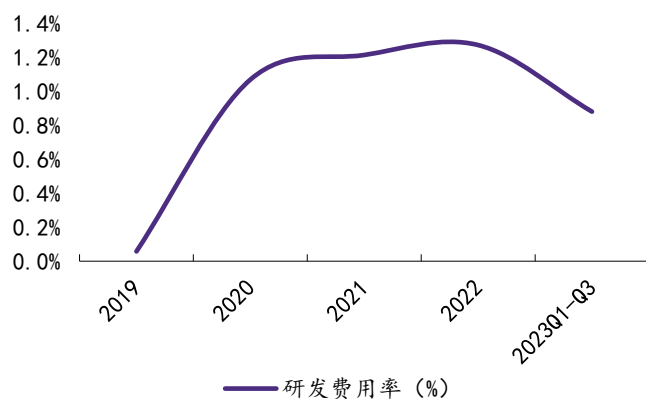
出口业务占比回升，不断加强产品研发投入力度。公司产品出口业务自 2019 年之后占比逐渐回升，2023 年前三季度出口业务营收占比 15%，出口产品主要为味精与鸡精汤块，其中味精已出口至 70 多个国家，出口鸡精汤块包含鸡肉、牛肉、虾、番茄等多种口味，并且销售区域从单一的尼日利亚市场开发至加纳、尼日尔、南非等 20 多个国家。近年来，公司不断加大新品研发力度，从产品风味、功效、原料等方面进行迭代更新，研发投入从 2019 年的 0.06% 上升 0.82pct 至 2023 年前三季度的 0.88%，公司通过新品研发抓住行业的发展风向，不断夯实主营业务的竞争优势。

图表 14：公司国外营收占比回升



资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究

图表 15：公司加大研发费用投放力度



资料来源：WIND，华鑫证券研究

成立子公司莲花科创采购 GPU 设备，正式布局算力租赁第二增长曲线。2023 年 6 月 30 日，公司成立莲花科创全资子公司，聚焦探索科技创新业务，9 月 28 日，莲花科创与新华三信息公司签署采购合同，使用 6.93 亿元资金采购 330 台英伟达 H800 GPU 系列算力服务器，正式布局算力租赁业务，随着 AI 大模型发展，自动驾驶、机器人、元宇宙、游戏等应用行业存在大量算力需求，但中小企业普遍面临算力紧缺，为减少设备投入而“由买转租”，公司紧抓市场机遇布局第二增长曲线，同时利用算力业务为主业生产智能化发展赋能。

图表 16：公司算力中心项目投资规划

项目阶段	投资规划
第一阶段	在 2024 年底之前（力争在 2024 年上半年内），在国内若干算力节点投资建设 5000 PetaFlops 规模的智能算力中心
第二阶段	在 2026 年底之前，累计投资建设约 30000 PetaFlops 的智能算力集群（其中 2025 年新增投资 10000 PetaFlops，2026 年新增投资 15000 PetaFlops）

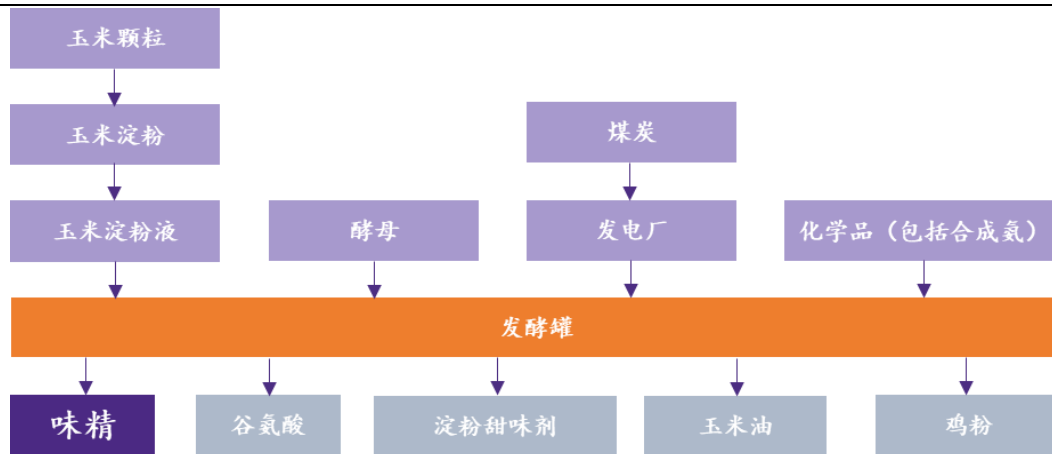
资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究

2、味精行业竞争格局稳定，各梯次企业错位竞争

2.1、中国为全球核心味精产地，市场规模稳定提升

味精生产方式经历三次迭代，发酵法沿用至今。味精最早由日本东京大学教授于 1908 年在海带中提取，并将其命名为“味之素”，成分为谷氨酸钠，后续“味之素”传入中国，国内消费量逐渐上升。1923 年中国创办上海天厨味精厂，通过水解法降低味精生产成本，通过更低的价格与出色的广告策略逐渐占领中国市场。1965 年后我国味精厂采用粮食（玉米淀粉、小麦等）为原料，通过微生物发酵、提取、精制得到味精，发酵法操作简单、成本降低、纯度提升，国内沿用至今。

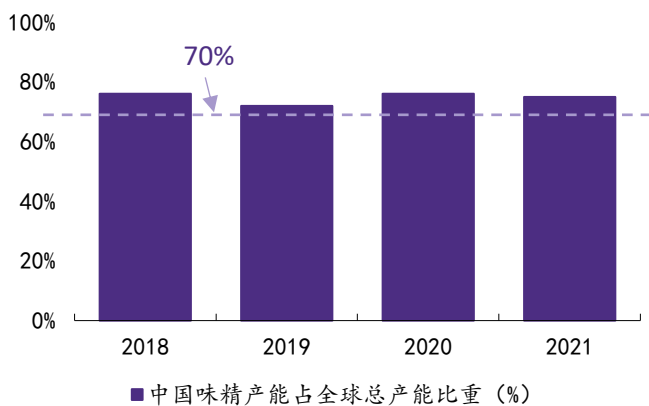
图表 17：味精生产流程



资料来源：华经产业研究院，阜丰集团公司公告，华鑫证券研究

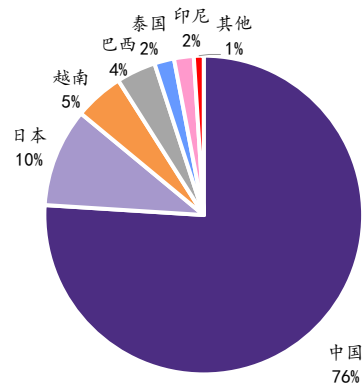
中国味精产能占全球比重稳定在 70%以上，2022 年国内味精产量达到 263 万吨。伴随着中国改革开放，工业化迅速发展，城镇化率快速提升，1988 年，中国宣布取消味精食用限制，国内味精需求量快速提升，国际巨头纷纷在国内山东、天津、沈阳、连云港、成都等地建厂，国产味精品牌西湖、莲花、菱花也相继成立，1992 年莲花味精厂通过厂房扩建、引进先进生产设备等方式不断占据市场份额，产量达到 6 万吨，位居世界第二，此后中国逐渐掌握全球大部分味精产能，成为全球味精定价中心。2018-2021 年，中国味精产能稳定占比全球总产能的 70%以上，截至 2021 年，我国味精市场规模为近 184 亿元，2022 年，我国味精总产能约 313 万吨，总产量达到 263 万吨，总体保持稳定增长趋势。

图表 18: 2018-2021 年中国味精产能占全球比重



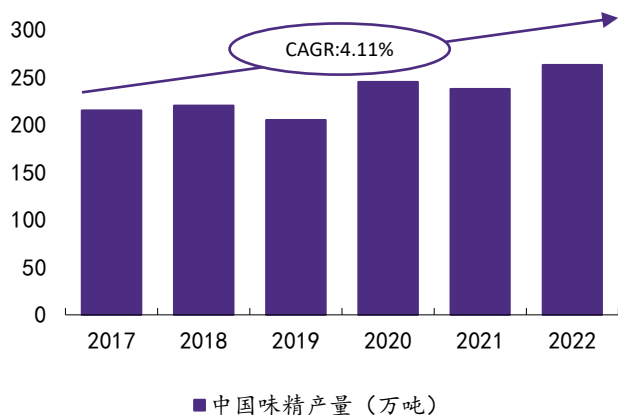
资料来源: 头豹研究院, 华鑫证券研究

图表 19: 全球味精产能分布



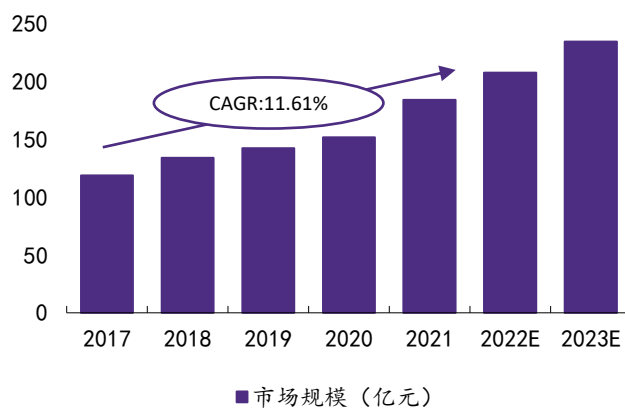
资料来源: 华经产业研究院, 华鑫证券研究

图表 20: 2017-2022 年中国味精产量



资料来源: 华经产业研究院, 华鑫证券研究

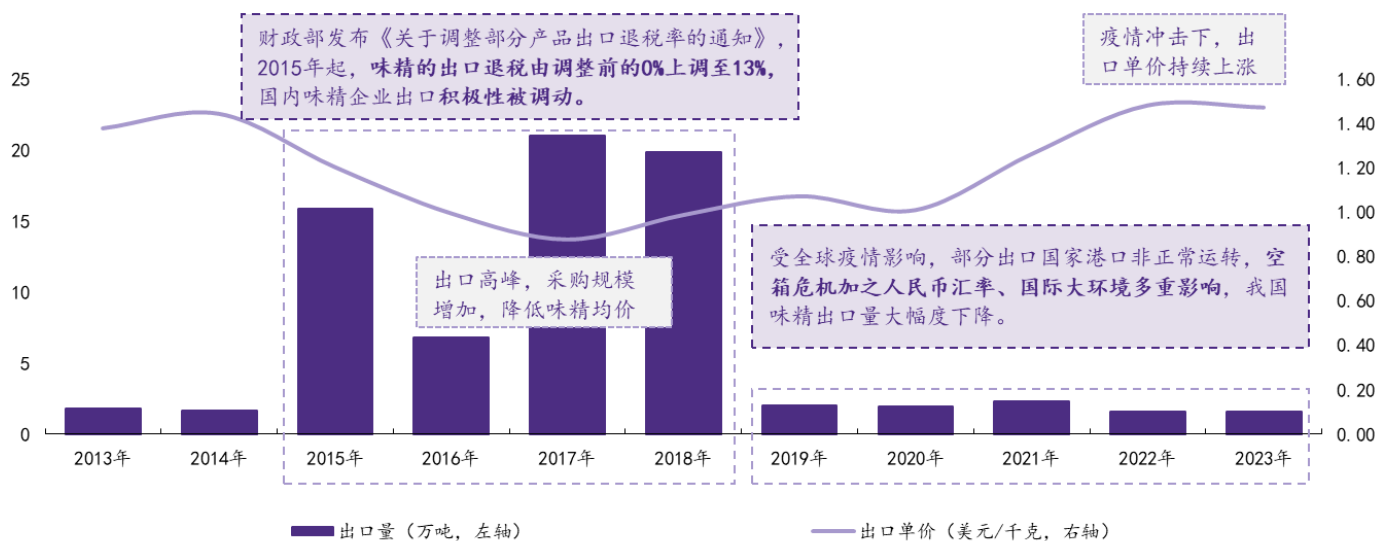
图表 21: 2017-2023E 中国味精市场规模



资料来源: 头豹研究院, 华鑫证券研究

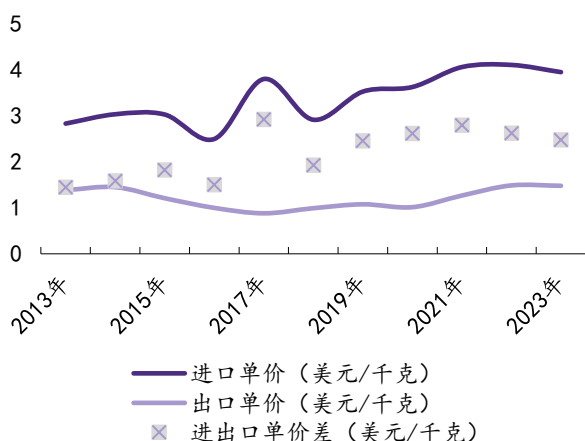
中国味精主要出口至东南亚, 出口单价自底部上涨。中国味精消费量占全球比例为 70%, 为味精主要出口国之一, 全球贸易竞争主要中国企业与味之素的市场争夺。由于国内味精规模优势显著, 产品价格存在优势, 导致欧美地区启动贸易保护措施, 2007 年以来, 欧盟反复对华启动反倾销调查, 并于 2008 年仲裁征收 33.8%-39.7% 的从价反倾销税, 2014 年美国商务部终裁中国和印尼味精存在倾销行为, 同时征收反倾销税, 严重影响国内针对欧美味精的出口贸易, 因此中国主要出口至东南亚、非洲、中南美等区域。目前中国味精出口量稳定在 2 万吨上下, 伴随着海外味精产能转移, 味精出口需求有望进一步拉动。

图表 22：2013-2023 年中国味精出口量及出口单价变化



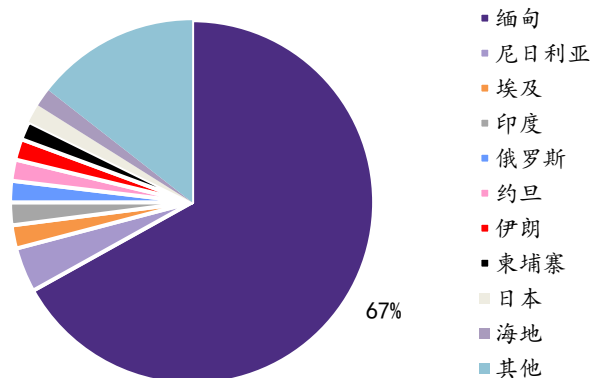
资料来源：WIND，华经产业研究院，华鑫证券研究
2023年数据为截至2023年11月数据

图表 23：中国味精出口均价远低于进口均价



资料来源：WIND，华鑫证券研究
2023年数据为截至2023年11月数据

图表 24：2021 年中国味精出口量分布



资料来源：智研咨询，WIND，华鑫证券研究

2.2、头部企业垄断产能，各梯次企业错位竞争

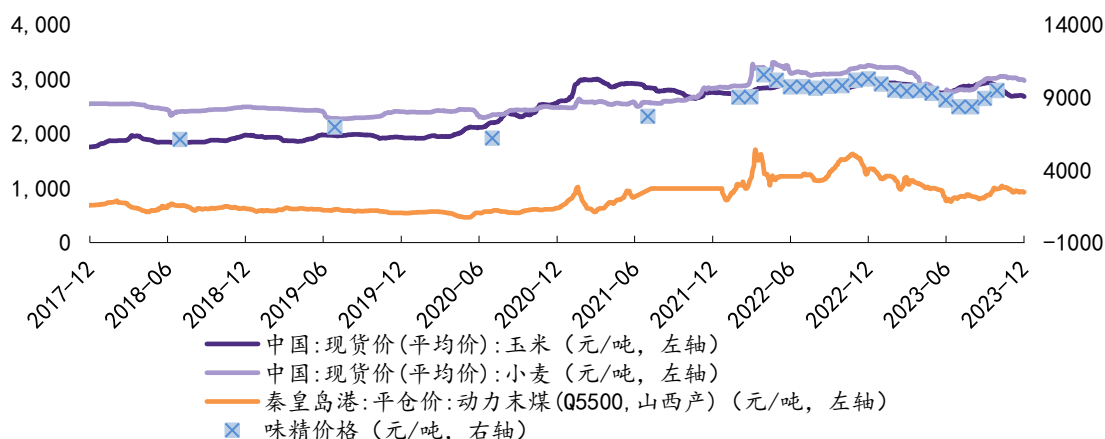
味精主要原材料与能源价格上涨，企业转移成本拉升味精价格。我国味精行业产业链分为上游原材料供应企业、味精制造企业、下游食品工业和餐饮业等业态。上游味精制造包括玉米、小麦、淀粉等原材料和煤炭、电力等能源，上游原材料与能源的平稳供给将直接决定味精行业的产能稳定性。2019 年以来，由于供需缺口问题，玉米、小麦、煤炭价格均呈现上行趋势，味精制造企业通过提升味精价格转嫁成本，2017-2023 年前 9 月，味精价格自 5907 元/吨上涨至 9051 元/吨，6 年 CAGR 为 7%。

图表 25: 味精行业上下游产业链



资料来源: 头豹研究院, WIND, 华鑫证券研究

图表 26: 2017-2023 年味精上游原材料价格与味精价格变化



资料来源: wind, 观研天下, 智研咨询, 各公司公告, 卓创农业, 华鑫证券研究
注: 2017-2021 年行业味精价格数据为根据阜丰集团与梅花生物鲜味剂吨价测算

味精生产端历经三次整合, 行业集中度极高。自 20 世纪 80 年代开始, 中国味精行业进入高速发展阶段, 2001-2013 年中国味精需求量 CAGR 为 7%, 地方性味精生产企业加速组建, 但产能扩张速度大于市场需求增速, 产能过剩现象严重, 故 2002 年至今, 行业先后经历三轮整合。

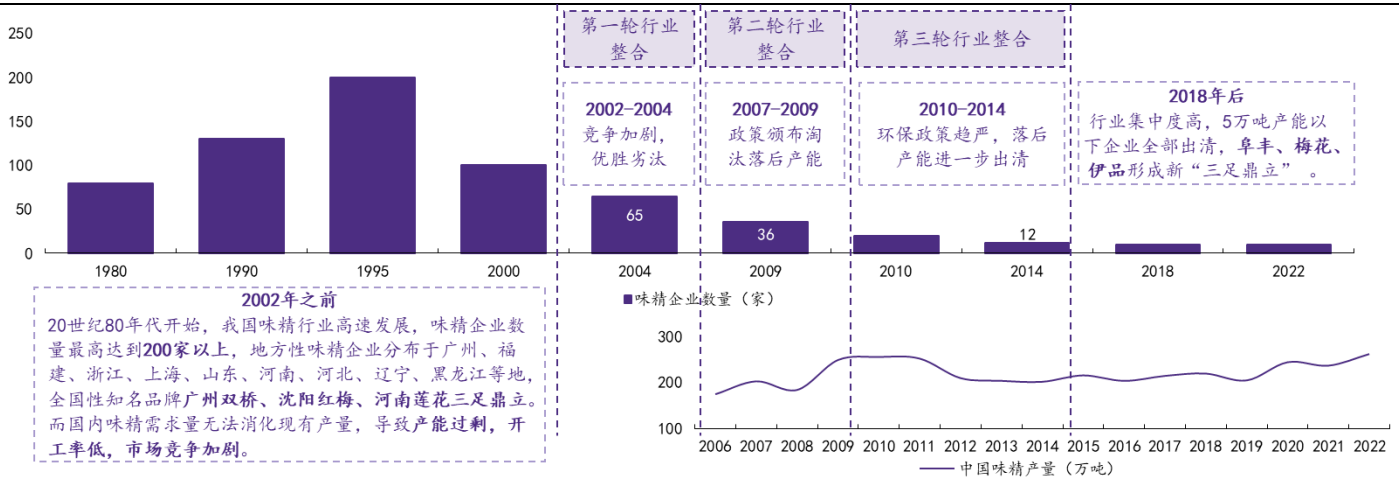
- **2002-2004 年**, 受环境保护、能源消耗等压力, 华东、华南、西南等地的味精生产企业发酵设备陆续关停, 部分企业通过采购半成品, 保留精制设备与原有的品牌, 进行生产与销售。
- **2007-2009 年**, 国家发改委、国家环保总局发布关于淘汰四类落后产业的通知, 味精行业位列其中, 在政策推进下, 小型味精厂被逐步淘汰, 优势企业顺势发起价格战, 引导行业重组和洗牌, 南方味精企业因利润损失, 由单一采购麸酸, 变成同时采购大包味精, 保留原有品牌困难经营。至 2009 年, 产能 10 万吨以下的

味精厂退出市场，行业出清落后味精产能共 17.2 万吨，集中度明显提升。

- **2010-2014 年**，环保部持续下达多项淘汰产能指标，工业废水处理指标严格化，期间淘汰落后产能 75 万吨，产能 5 万吨以下的味精厂全部出清，味精生产企业被压缩至 10 家上下，阜丰、梅花等头部企业借势扩产能、切割市场。

后续随着环境政策调整以及“双碳”政策，部分企业关停产线，目前味精企业压缩至 10 家以下，头部企业优势进一步提升。

图表 27：味精行业共经历三次整合



资料来源：华经产业研究院，调料家，各公司公告，食品加工包装在线，工信部，华鑫证券研究

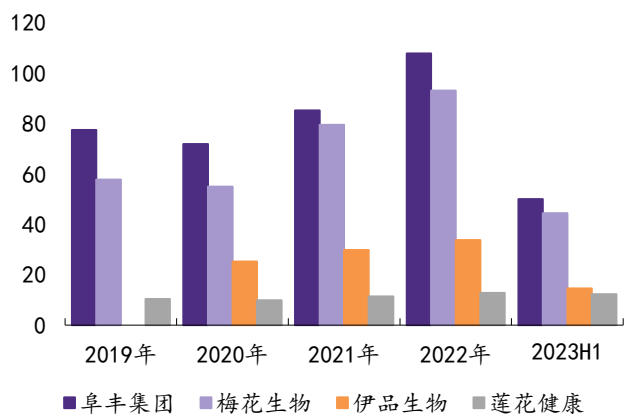
图表 28：味精产能出清相关政策

时间	出清原因	影响	企业数量
第一轮行业出清 2002-2004	高峰拉电、污染限产不利于发酵，味精制造成本上涨幅度大于价格上调幅度，消化能力不强的企业大额亏损，供需关系调整下，味精行业经济效益下降。	部分中小企业被迫关停	65
第二轮行业出清 2007 2008 2009	《关于做好淘汰落后造纸、酒精、味精、柠檬酸生产能力工作的通知》	出清味精产能 5 万吨 出清味精产能 8.7 万吨 出清味精产能 3.5 万吨	36
第三轮行业出清 2010 2011 2012 2013-2014	《关于下达 2010 年 18 行业淘汰落后产能目标任务》 《关于下达 2011 年工业行业淘汰落后产能目标任务》 《关于下达 2012 年 19 个工业行业淘汰落后产能目标任务》 《关于下达 2013 年 19 个工业行业淘汰落后产能目标任务》 《味精工业废水治理工程技术规范》	出清味精产能 23.4 万吨 出清味精产能 8.3 万吨 出清味精产能 14.3 万吨 出清味精产能 29 万吨	12
2018 年后 2018	《排污许可证申请与核发技术规范食品制造工业——调味品、发酵制品制造工业》	制定具有针对性的调味品、发酵制品制造工业排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限值确定、实际排放量核算和合规判定的方法	集中度极高
2021	《环境保护综合名录（2021 年版）》	将味精等 210 余项高水污染物排放产品纳入。	

资料来源：工信部，国家环保总局，华鑫证券研究

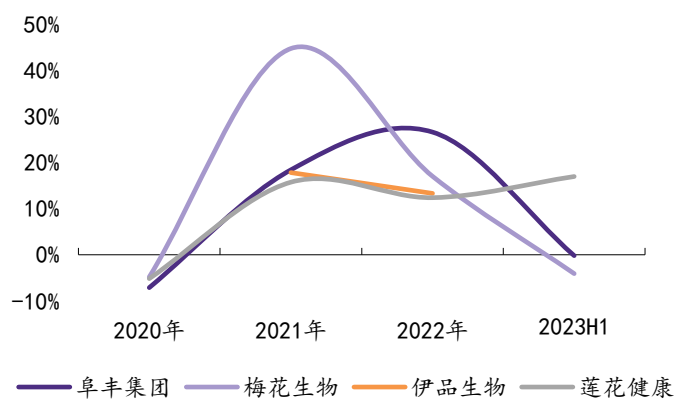
行业竞争格局“三足鼎立”，味精销售收入稳步提升。2022Q4 星湖科技正式收购伊品生物，国内味精制造行业形成阜丰集团、梅花生物、星湖科技的新“三足鼎立”格局，从产能分布来看，2022 年阜丰/梅花/星湖味精产能分别为 133/105/42 万吨，CR3 达到 89%，行业集中度高，莲花健康、菱花味精、宁夏可可美等企业为行业第二梯队，竞争格局相对稳定。2020 年疫情导致下游食品行业及餐饮行业需求减弱，对味精销售及价格带来压力，阜丰/梅花/莲花的味精销售收入均有不同程度的下降。2021 年玉米等原材料价格延续上升态势，而由于龙头企业拥有较强议价权，通过上调味精价格成功向下游转嫁部分成本压力，伴随市场需求逐渐恢复，2020-2022 年，阜丰/梅花/伊品/莲花味精销售收入稳步提升。

图表 29：2017-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花味精销售收入（亿元）



资料来源：WIND，各公司公告，华鑫证券研究
注：梅花生物数据为鲜味剂营收，伊品生物2022年后数据数据为通过阜丰、梅花生物味精收入占比测算

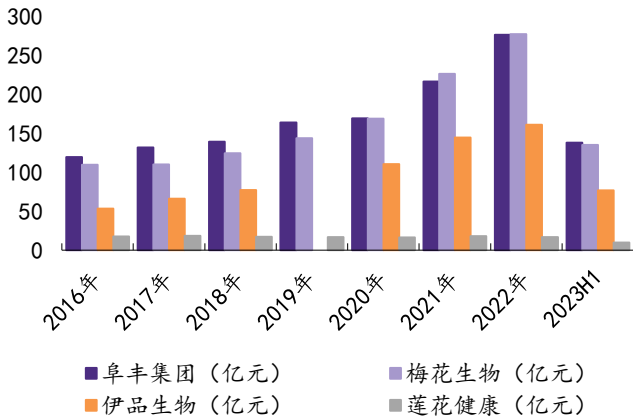
图表 30：2017-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花味精销售收入增速（%）



资料来源：WIND，各公司公告，华鑫证券研究
注：梅花生物数据为鲜味剂营收，伊品生物2022年后数据数据为通过阜丰、梅花生物味精收入占比测算

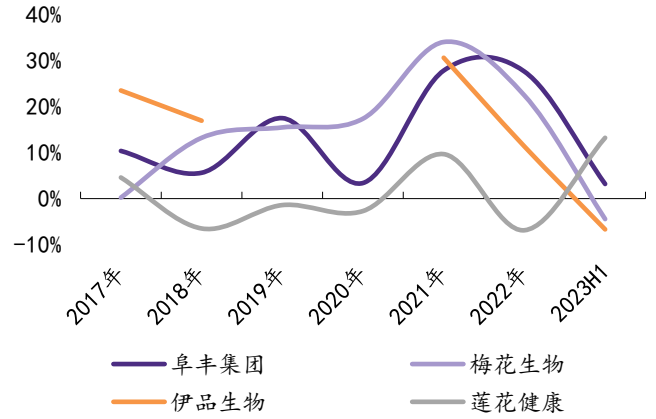
头部味精企业倾向于多元化产品经营，莲花健康营收起速势头明显。国内味精主要企业中，头部三家企业主营产品种类分布相对多元化，除味精外，包含苏氨酸、黄原胶、赖氨酸等产品。在营收端，2022 年阜丰/梅花/伊品/莲花的味精营收占比为 39%/34%/21%/76%，2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花营收分别为 137.90/134.70/76.41/9.69 亿元，分别同比+3%/-4%/-7%/+13%，除莲花健康外营收增速均有放缓趋势，主要是由于动物营养类产品（苏氨酸、赖氨酸、玉米提炼产品）供应过剩导致出口同比减少、价格偏弱调整所致。在生产端，阜丰/梅花/伊品均为全产业链生产味精，因此固定资产占比较高，相对重资产，生产成本受玉米、煤炭等原材料价格影响。而莲花健康通过外采味精半成品（谷氨酸钠）进行二次加工的方式生产味精，固定资产占比较低，相对轻资产，产业结构调整更为灵活。在销售端，头部企业借助规模优势开展出口业务，出口营收占比稳定在 30%左右。

图表 31：2016-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花营收情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 32：2016-2023H1 阜丰/梅花/伊品/莲花营收同比 (%)



资料来源：WIND，各公司公告，华鑫证券研究

图表 33：我国主要味精企业经营情况对比

		阜丰集团	梅花生物	伊品生物	莲花健康
基本信息	成立时间	2005年6月	1995年	2003年8月	1998年7月
产品	主要产品构成	<ul style="list-style-type: none"> 味精 玉米提炼产品 苏氨酸 黄原胶 赖氨酸 淀粉甜味剂 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 鲜味剂 饲料氨基酸 医药氨基酸 大原料副产品 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 赖氨酸 味精 苏氨酸 有机胺 赖氨酸 调味品 副产品 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 味精 鸡精 面粉 复合肥
	味精产能 (万吨)	133	105	42	外采加工, 产量12吨
资产规模	总资产及固定资产	<p>总资产 (亿元) 固定资产 (亿元)</p>	<p>总资产 (亿元) 固定资产 (亿元)</p>	<p>总资产 (亿元) 固定资产 (亿元)</p>	<p>总资产 (亿元) 固定资产 (亿元)</p>
	国内外销售占比	<p>2021年 2022年</p> <p>国内占比 海外占比</p>	<p>2021年 2022年</p> <p>国内占比 海外占比</p>	<p>2021年 2022年</p> <p>国内占比 海外占比</p>	<p>2021年 2022年</p> <p>国内占比 海外占比</p>
销售与生产	生产模式		全产业链生产; 市场需求决定产量		味精: 购买半成品加工; 鸡精、复调、面包糠: 全产业链; 料酒等液态调味品: OEM代工。
	主要客户类型		食品工业、连锁餐饮客户		餐饮/家庭客户

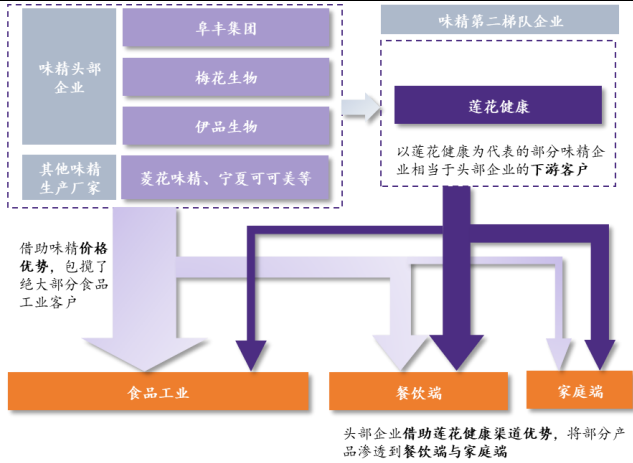
资料来源：WIND，各公司公告，华经产业研究院，华鑫证券研究

注：产能数据、产品构成数据更新至2022年12月31日，总资产及固定资产数据更新至2023年6月30日。伊品生物总资产数据、2022年及以后资产负债率、2022年国内外销售占比均为星湖科技整体数据。阜丰集团固定资产数据口径为物业、厂房及设备。

味精企业形成错位竞争态势，不同梯次企业互相赋能。阜丰/梅花/伊品借助产品价格优势在食品加工端垄断绝大部分客户资源，味精产品以大包装为主，而餐饮与家庭市场客户相对分散、单体规模较小，相对于头部企业来说开拓性价比不高。而以莲花健康为代表的第二梯队企业在餐饮与家庭端拥有较为深厚的品牌基础，通过二次分装将小包装味精导

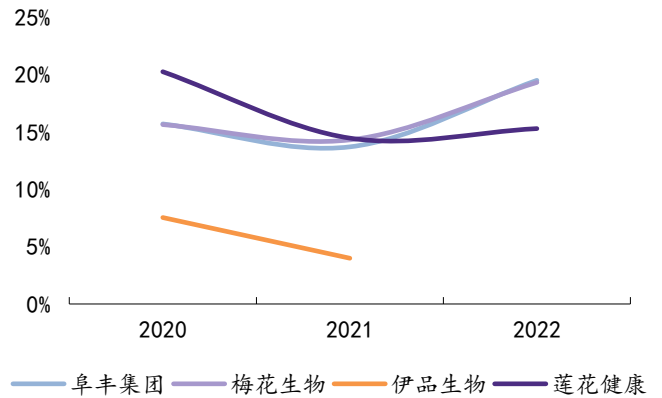
入家庭与餐饮渠道，通过渠道优势补充头部企业的销售网络。整体来看，头部企业与第二梯队企业在原料与渠道端相互补充、呈现出错位竞争的态势，同时，由于餐饮与家庭端味精溢价相对较高，莲花健康的味精产品毛利率 2020-2022 年维持在 14% 以上，相对头部企业的味精毛利率仍保持相对优势。

图表 34：味精企业错位竞争



资料来源：华鑫证券研究

图表 35：2020-2022 年阜丰/梅花/伊品/莲花味精产品毛利率 (%)



资料来源：WIND，各公司公告，华鑫证券研究
注：阜丰集团为食品添加剂毛利率，梅花生物为鲜味剂毛利率

2.3、味精供需两端稳增，复调与预制菜提供行业扩容空间

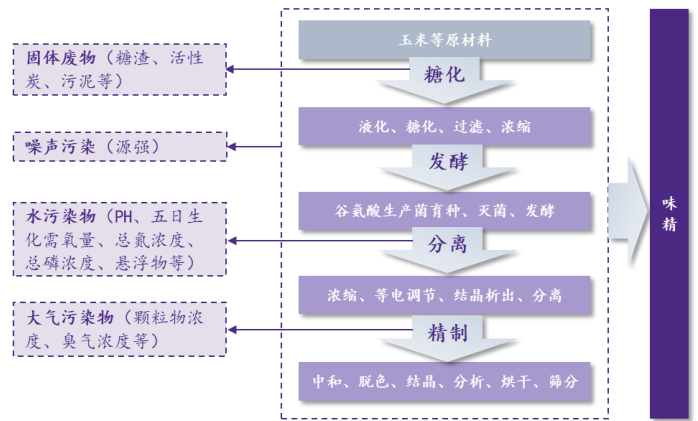
供给端：味精竞争格局基本稳定，新玩家进入门槛高。我国味精产业竞争格局基本稳定，2020 年中国具备味精生产能力的企业仅剩余 6 家，而在资金门槛高、优势地带被占据、环保要求严等不利因素影响下，味精新玩家进入难度极大。1) **资金门槛**：目前国内味精全产业链生产厂家产能基本在 10 万吨以上，根据星湖科技披露，新建 10 万吨味精生产线的资金投入约在 10 亿元以上，资金门槛较高。2) **资源地带**：阜丰/梅花/伊品三家龙头已经在内蒙古、新疆、宁夏、陕西、黑龙江等玉米、煤炭资源集中地带提前布局，具备较为明显的区位先发优势。3) **环保要求**：2023 年 7 月 10 日，调味品环保“新国标”颁布，针对味精等众多调味品收紧污染物指标限值，经营风险进一步提高。4) **市场竞争**：在市场同质化竞争加剧的情况下，投入及摊销成本增加，原料发酵环节利润水平受压缩，同时餐饮端与渠道端对品牌营销与渠道渗透能力要求高，新进入者在味精二次加工环节亦难存在竞争优势。

图表 36: 国内味精头企业生产基地分布



资料来源: 各公司公告, 华鑫证券研究

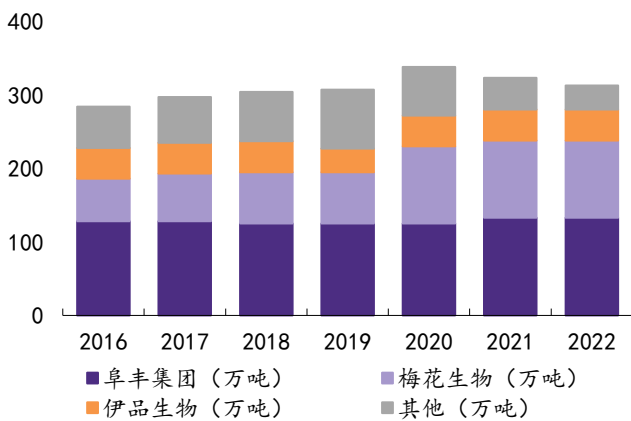
图表 37: 环保“新国标”涉及的味精生产环保指标



资料来源: 国家环保总局, 华鑫证券研究

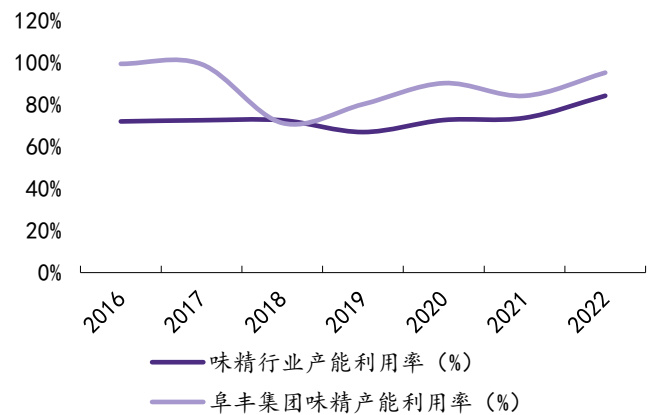
味精龙头推进扩产计划, 行业集中度预计持续提升。我国味精企业 2016-2020 年中小企业稳定扩产能, 但 2020 年梅花生物吉林白城基地 25 万吨正式投产挤压了部分中小企业份额, 叠加 2021 年双碳目标的提出, 出于环保达标和降耗要求, 中小型味精厂商不断出清, 味精行业平均产能利用率自 2016 年的 72% 提升至 2022 年的 84%。展望未来供应端趋势, 由于行业壁垒高, 新玩家进入难度大, 梅花生物新产能投产后, 短期内再次扩产概率较低, 而阜丰集团借助规模优势常年保持产能利用率高于行业平均, 并在 2023 年半年报中披露将于呼伦贝尔基地增加 40 万吨味精产能, 预计投产后, 国内味精产能将进一步增加, 同时市场集中度也将持续提升。

图表 38: 2016-2022 年我国味精行业产能分布



资料来源: 粮油调味营销, 各公司公告, 华经产业研究院, 经济观察报, 华鑫证券研究

图表 39: 阜丰集团味精产能利用率高于行业

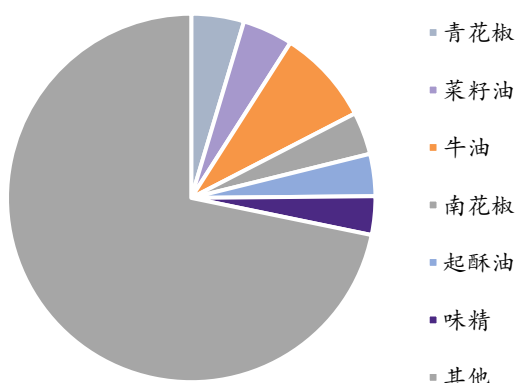


资料来源: 粮油调味营销, 阜丰集团公司公告, 华经产业研究院, 经济观察报, 华鑫证券研究

需求端: 味精下游食品工业与餐饮端需求偏刚性, 未来持续受益于预制菜与复调发展。味精作为基础调味品, 是众多调味品的原料之一, 其在鸡精、蚝油、汤料、腌制品等复调中均存在广泛应用, 因此味精除本身的烹饪需求外, 其增长也依附于调味品市场规模的发

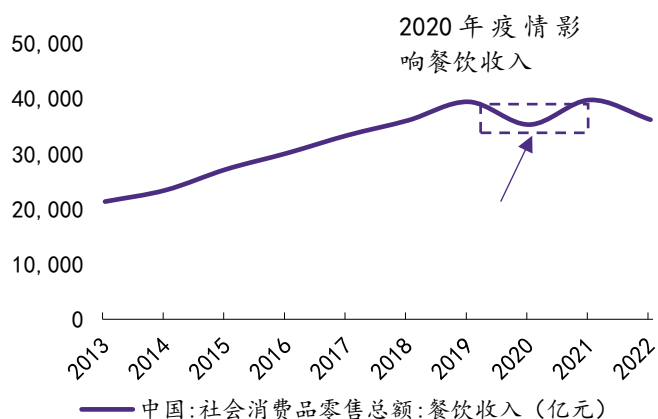
展。疫情放开后，餐饮业迎来持续复苏，由于餐饮渠道调味品使用量为 7.19g/kg，是家庭烹饪的 1.56 倍，因此餐饮端提速将直接拉动调味品消费需求。而在疫情催化下，预制菜在 C 端迎来消费加速，2022 年中国预制菜市场规模达 4196 亿元，2019-2022 年 CAGR 近 20%，直接带动上游复调赛道景气度持续向上，2022 年我国复合调味品市场规模为 1800 亿元，市场渗透率稳定提升，预计预制菜与复调的快速增长将明显提振单位味精用量需求。根据 Global Info Research 测算，2023 至 2029 年全球味精收入 CAGR 为 5.7%，考虑国内预制菜与复调红利拉动，国内味精市场规模增速将高于 5.7%。

图表 40：天味食品 2018 年味精采购金额占比营业成本 3%



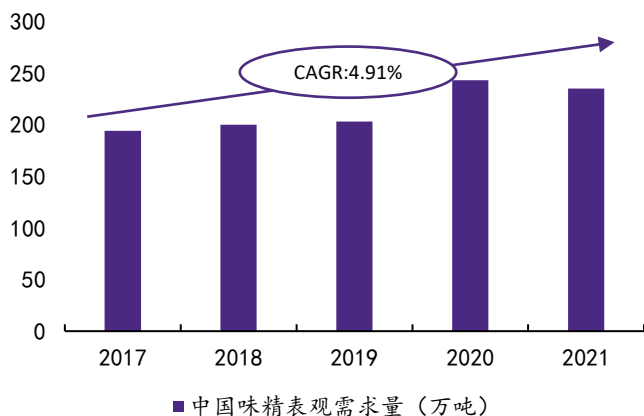
资料来源：天味食品招股说明书，华鑫证券研究

图表 41：中国餐饮收入额稳定上涨



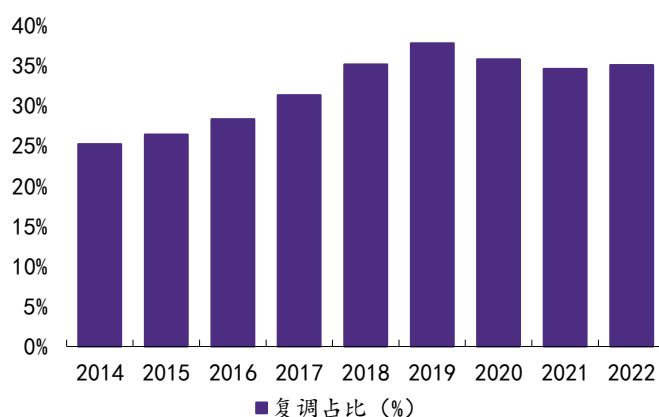
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 42：2021 年中国味精表观需求量为 235 万吨



资料来源：观研报告网，华鑫证券研究

图表 43：2014-2022 年我国复调规模占调味品规模比例

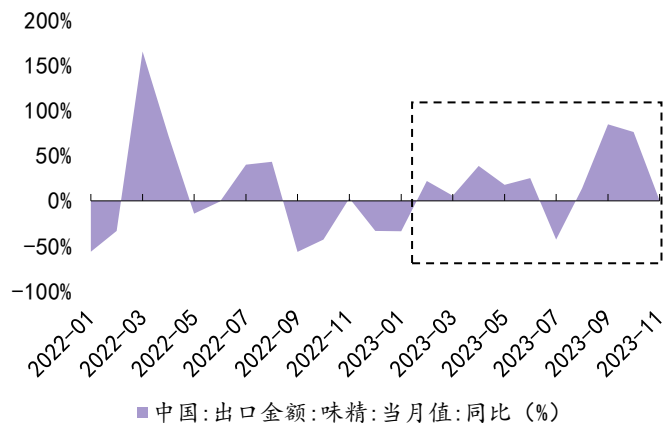


资料来源：艾媒咨询，中商情报网，华鑫证券研究

随着海外布局的完善，味精市场需求天花板被进一步打开。由于国内味精生产具备成本、规模优势，因此中国味精出口量位居世界首位，而通过前文分析可知，2019-2021 年在疫情、汇率、国际大环境等多重影响下，我国味精出口量大幅下降。2023 年以来，国际贸易环境逐渐好转，味精出口金额同比呈现改善态势，国内味精企业开始积极探索出口业务布局，阜丰集团在 2023 年中期报告中披露正在推进美国及欧洲建设生产基地的可行性研究，

莲花健康于 2023 年 12 月 27 日发布公告承拟收购马来西亚味之力公司为控股子公司，借此加快公司海外布局步伐。预计在出口业务拉动下，我国味精市场规模天花板将进一步打开。

图表 44：2023 年以来味精出口金额单月同比增加



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 45：我国主要味精企业出口布局

公司	海外布局
阜丰集团	推进美国、欧洲生产基地建设可行性研究
星湖科技	出口至欧洲、东南亚、韩国、美洲
莲花健康	拟收购马来西亚味之力

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

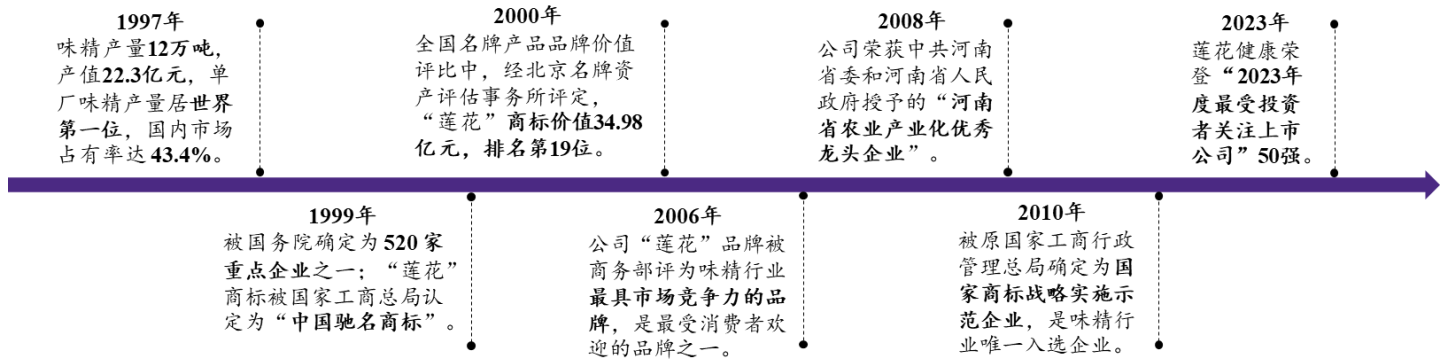
3、内部改革红利释放，品牌筑基主业升级路径明确

3.1、品牌认知基础深厚，内部改革红利持续释放

品牌：拥有消费者认知，借助“国货”热潮重回消费者视线

“莲花”品牌底蕴深厚，拥有消费者认知基础。公司曾经是国务院确定的 520 家重点企业之一，拥有中原经济区和国家农业产业化产业政策优惠优势，在财税、项目资金倾斜等方面享有便利条件，1998 年以“调味品第一股”的身份登陆上海证券交易所。巅峰时期，公司核心产品“莲花味精”的产量和出口量位居全球第一，远销世界 70 多个国家和地区，凭借原料价格低、售价高、品质好等优势快速扩大规模，国内味精市场占有率达 43.4%，被誉为“味精大王”，在国内市场建立起深厚的品牌认知度。

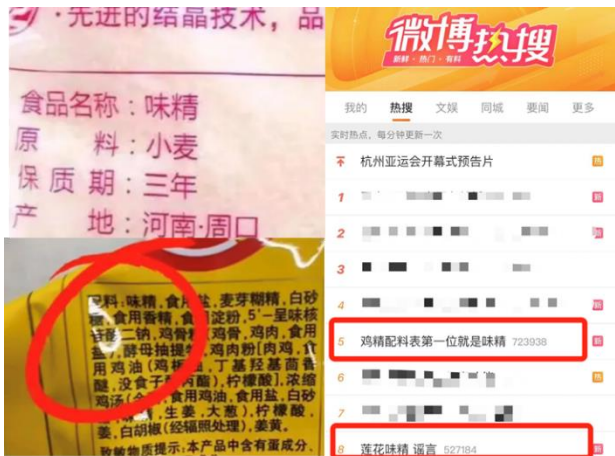
图表 46: 莲花健康相关品牌荣誉



资料来源: 莲花健康公司公告, WIND, 新京报, 《工程机械与维修》, 莲花健康公众号, 华鑫证券研究

味精舆论危机严重压缩家庭消费市场, 借“国货之光”形象重回消费者视线。由于 21 世纪开始, 味精行业外部环保指标收紧叠加莲花健康内部技改升级失败, 内外交困下公司经营进入动荡期, 其中, 舆论催化助推公司家庭端市场衰落。2000 年“味精致癌”舆论在国内不胫而走, 莲花味精作为国内味精第一品牌首当其冲, 而外资鸡精企业借此契机以“升级版味精”的形象占领家庭消费市场。在历经十几年低谷后, 公司近年来不断迎来新发展机遇, 2020 年公司成功破产重整, 消除历史债务包袱后轻装上路, 2022 年酱油添加剂争议事件中, 莲花味精因“配料表简单干净”引起关注, 公司借此机会通过数字新媒体渠道通过短视频矩阵等形式重塑品牌, 2023 年 9 月, 公司借助抖音直播上线的“79 元套餐”在社交平台翻红, 以“国货之光”的形象重回消费者视线。

图表 47: 莲花健康因配料表干净而引起关注



资料来源: 五味参考, 华鑫证券研究

图表 48: 抖音上线 79 元套餐火爆出圈



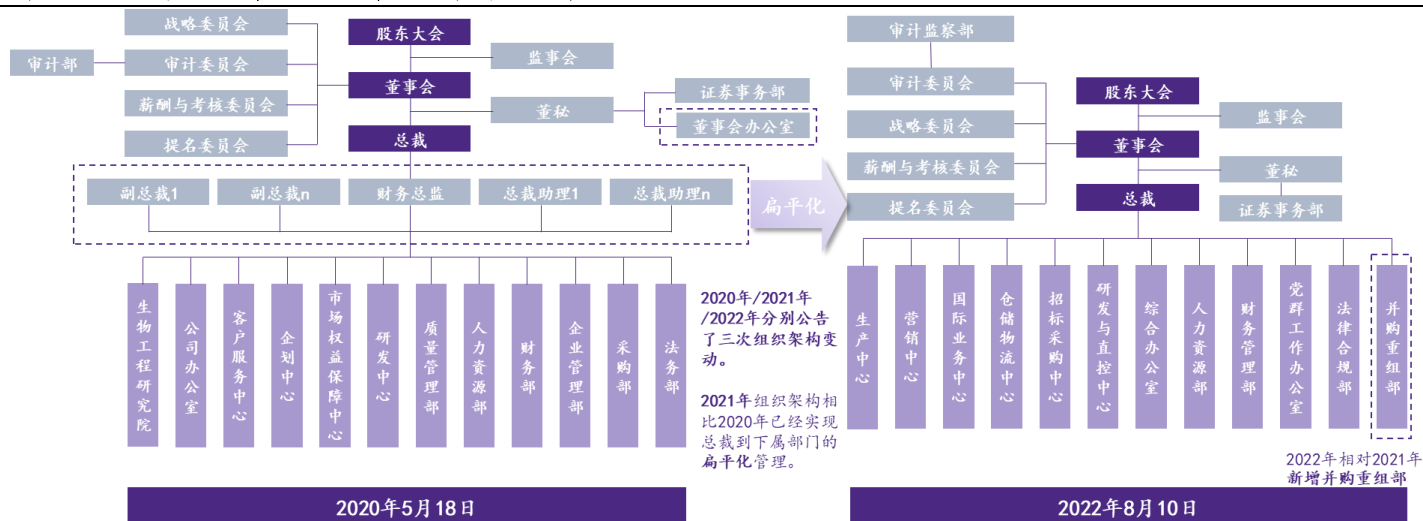
资料来源: 粮油调味营销, 华鑫证券研究

组织: 重整后立即启动内部改革动作, 组织活力释放实现业务提质增效

重整上市后三次调整组织架构, 实现扁平化管理。公司重整上市后, 分别于 2020/2021/2022 年三次调整组织架构, 2020 年新增企划中心, 2021 年由总裁通过副总裁、

总监、总监助理管理下属机构的方式改为总裁直接对接下属机构的方式，实现组织架构扁平化，提高管理效率。在“521”战略指导下，公司开始考虑外延并购的方式实现业绩增长，2022年公司新增并购重组部，通过为后续业务开展奠定基础，其中营销中心下属按照省级设立分公司，国际业务中心在海外设立办事处，辅助出口业务开拓。

图表 49：公司 2020 年至 2022 年组织架构变动情况

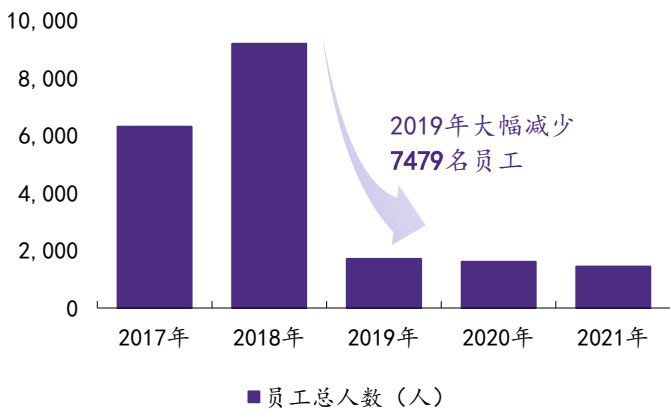


资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究

2020-2022 年推行三年内部改革，存量业务提质增效。公司在 90 年代初期规模庞大，吸纳大量劳动力就业，而大额的员工薪酬支出给公司造成巨大成本压力，因此公司改革大方向可以划分为解决历史遗留问题、优化内部组织活力两个方向来推进：

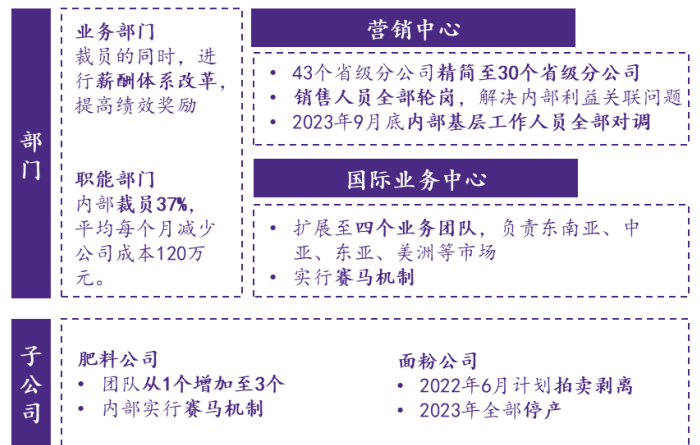
- **裁员优化成本压力，加强员工培训提高人效。**国厚系入主后，着力解决人员冗杂问题，2019 年通过买断工龄的方式大幅裁员 7479 名员工，实现轻装上阵，针对剩余员工，公司加大教育研发投入、组织员工培训，提升员工的素质与工作效率。
- **薪酬体系改革，激发内部组织活力。**由于公司部分区域团队长期稳定，滋生内部利益关联问题，因此公司实施销售人员轮岗制，推进员工内部流转频率，除此之外，公司在国际业务板块与部分子公司增加业务团队数量，实行赛马机制，提高业务人员积极性。与此同时，公司建立起与竞争强度相匹配的薪酬与激励机制，针对管理层推出股权激励，针对基层人员，增厚其收入分配占比，加大教育、医疗、餐饮和交通补贴等福利，提高绩效奖励，调动员工积极性。

图表 50: 公司于 2019 年大幅裁员



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

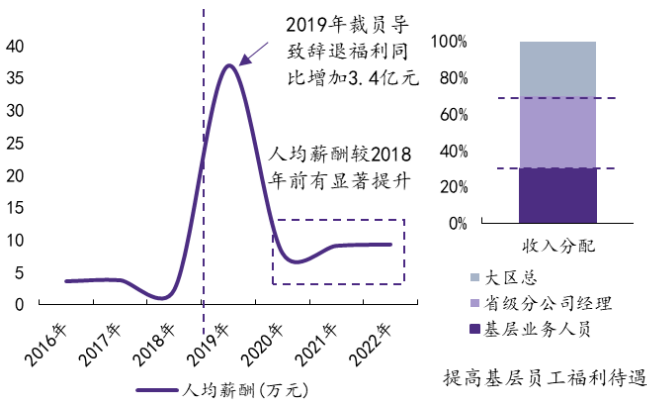
图表 51: 重整上市后的内部改革措施



资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

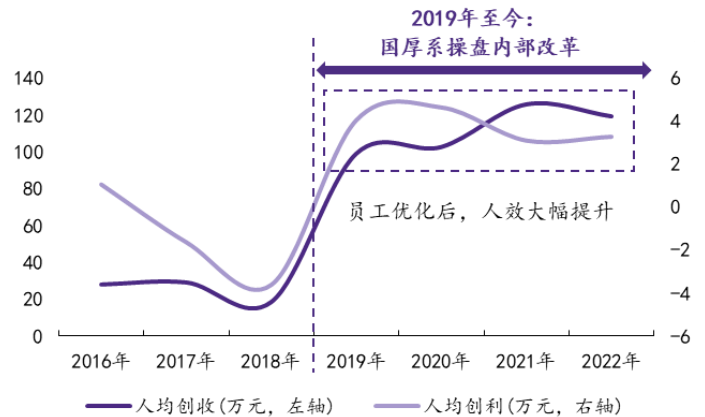
改革红利持续释放, 人效数据显著提升。2020-2022 年的一系列组织改革取得显著成效, 除 2019 年由于支付辞退福利导致员工薪酬异常增长外, 2020 年后公司人均薪酬稳定上涨, 2022 年人均薪酬达到 9.35 万元/年, 公司人效数据相对改革前也有明显提升。从 2023 年前三季度业绩情况来看, 达成第一个行权期的业绩增速目标确定性较强。

图表 52: 员工薪酬福利待遇显著提升



资料来源: WIND, 渠道调研, 华鑫证券研究

图表 53: 人均创收/人均创利 2019 年后大幅提升

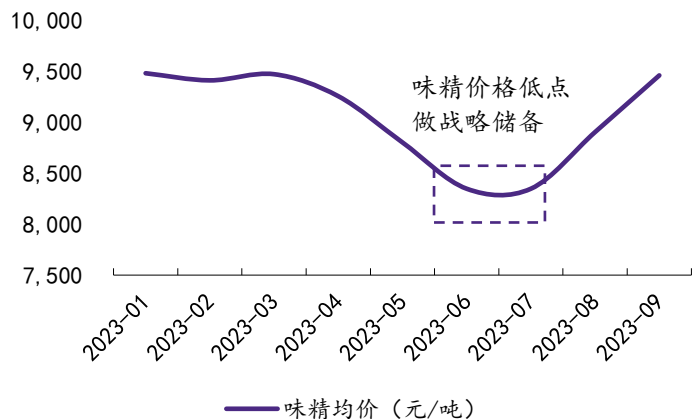


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

供应链: 释放生产与物流端成本压力, 增加品牌露出发力消费者培育。

出厂口径持续控制生产成本, 增强盈利能力。在生产端, 由于味精价格具有一定的周期性, 主要受到上游玉米、煤炭等原材料价格的影响, 公司今年通过市场研判, 结合资金情况做原料战略储备, 并在价格高点适当卖出, 中和原料成本压力, 预计 2024H1 一期技改项目建成投产后, 生产成本将进一步降低。在仓储物流端, 公司终端市场范围较广, 因此公司持续优化物流配送线路, 并结合工厂位置积极调研适配的运输方式, 物流成本有望进一步降低。

图表 54：根据味精价格周期波动做战略储备



资料来源：卓创农业，中国淀粉工业协会，华鑫证券研究

图表 55：募投产能预计投产时间

项目名称	预定建成状态时间
年产 10 万吨商品味精及 5 万吨复调技改项目	2024 年 6 月 30 日
小麦面粉系列制品项目	2024 年 12 月 31 日

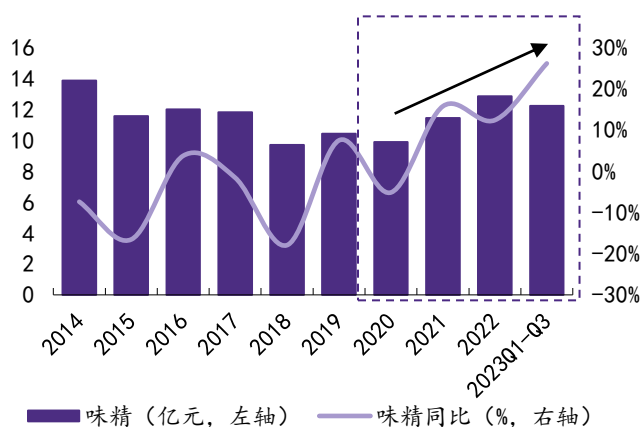
资料来源：WIND，华鑫证券研究

一站式服务增强渠道粘性，加大终端营销投入做消费者培育。线下经销商渠道为公司重点渠道，公司在每个省、市以及重点县城建立分公司，营销团队深入市场一线，快速响应经销商客户市场需求，通过一站式辅助获得高于竞品的服务增值，同时，给客户预留充足利润空间，从而增强渠道粘性。针对终端营销，公司通过线上线下结合做品牌露出，除公众号、抖音等渠道持续投入产品宣传外，公司探索松茸鲜等新产品在餐饮门店、农贸批发市场与商超等场景做产品展示，逐步培育消费者的品牌认知。

3.2、味精短板逐渐补齐，主业有望量价齐升

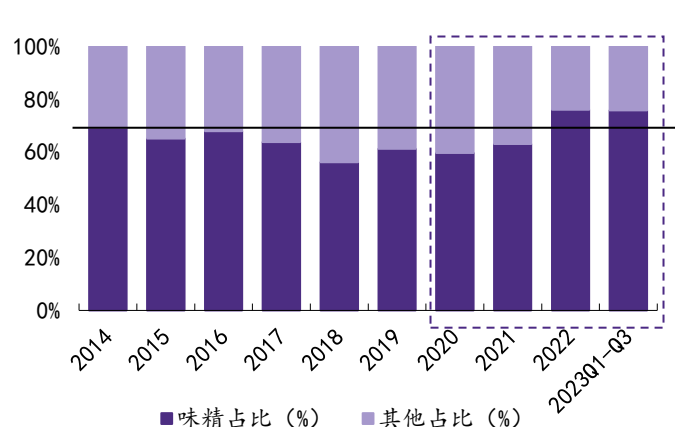
味精产品为公司主营业务，重整上市后主业回归快速增长。公司主营业务围绕味精展开，康睿系入主期间，多元化业务拖累主业增长，重整上市后，公司调整战略重新聚集主业，味精产品营收重回快速扩张，2019-2022 年味精营收分别为 10.41/9.87/11.43/12.84 亿元，分别同比+7.47%/-5.17%/+15.74%/+12.38%/+26.12%，且 2023Q1-Q3 味精实现同比增长 26.12%至 12.23 亿元。在此期间，公司味精营收占比从 2018 年的 56%增长至 2023Q1-Q3 的 76%，时隔多年，味精占比重回 70%以上。

图表 56: 2014-2023Q1-Q3 公司味精营收及同比情况



资料来源: 莲花健康公司公告, 华鑫证券研究

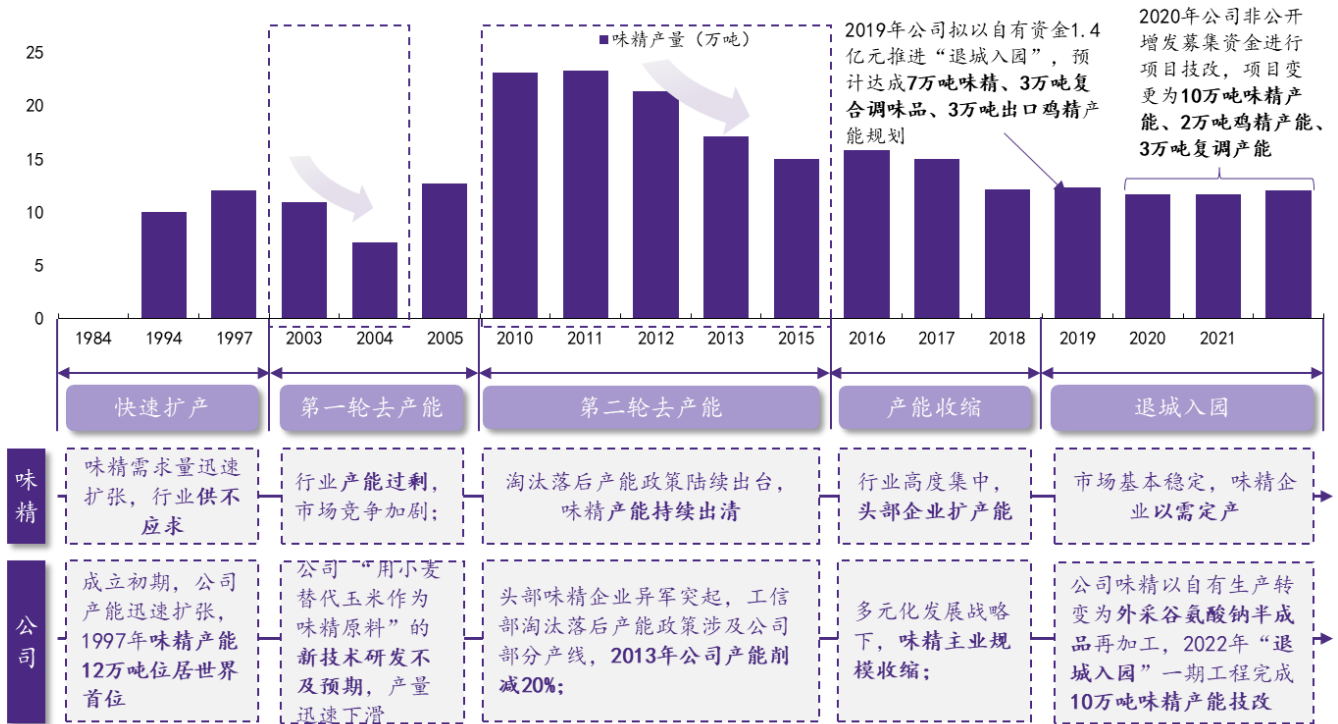
图表 57: 2014-2023Q1-Q3 味精营收占比情况



资料来源: 莲花健康公司公告, 华鑫证券研究

味精产能历经两次大幅缩减, 技改项目完成后有望进一步降本增效。公司建立之初通过自筹资金扩建厂房、引进国外生产设备等方式迅速扩大味精产能, 建厂一年后达到产销 400 吨, 1997 年公司年产量达 12 万吨, 位居世界首位, 而公司上市后“用小麦替代玉米作为味精原料”的技术改造不及预期, 叠加 2003 年非典疫情导致原料大幅涨价, 味精产能快速缩减。此后公司味精产能进入恢复性增长期, 但伴随国家环保政策收紧, 行业产能历经多轮出清, 在 2013 年工信部名单中涉及公司多条味精产线, 淘汰现有产能的 20%, 伴随阜丰与梅花等厂家迅速起势, 公司失去规模优势, 2020 年开始由全产业链生产改为购买半成品包装。2019 年公司开始筹划“退城入园”项目, 并于 2020 年推出股票增发募集资金, 进行 10 万吨味精产能技改, 2022 年新区一期工程建设完成, 莲花健康调味品产业园全面启用, 目前共配置全自动与半自动味精产线共 10 万吨, 根据公司公告披露, 预计 2024 年上半年味精技改项目完成后, 产线自动化程度进一步提高, 降本增效效果持续释放。

图表 58: 莲花健康 1984-2022 年味精产量变化趋势



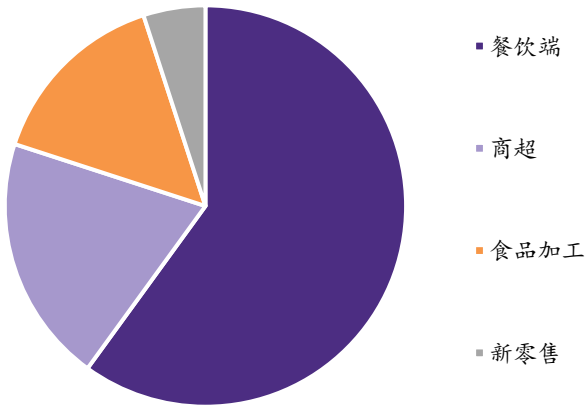
资料来源: 莲花健康公司公告, 快刀财经, 36氪, 北京商报, 华鑫证券研究

量: 发挥家庭端与餐饮端渠道优势, 通过挖掘存量市场/开拓空白市场获取增量

公司产品下游客户主要分布在餐饮端与家庭端, 其中味精产品在小 B 端与家庭端市占率超过 40%, 拥有深厚的市场基础。在具体打法上:

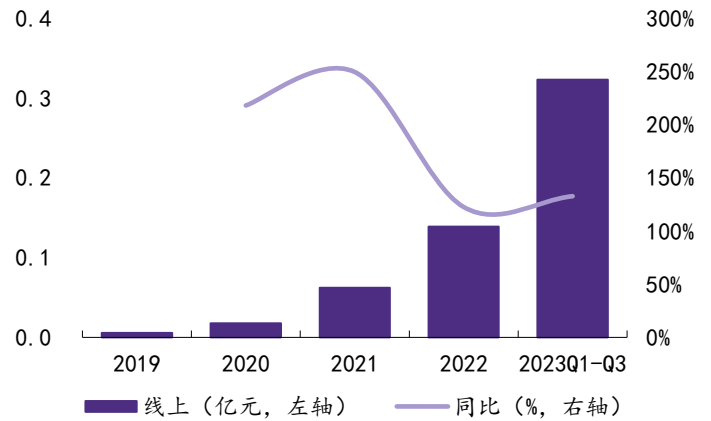
- **开展品牌正名。**公司借助前期“添加剂”风波加大投入市场营销, 通过微信视频号、抖音、微博等平台宣传, 强化味精“零添加”的产品特质, 使得消费者的固有印象得到极大程度的改善, 做大家庭端市场的蛋糕, 由于消费者拥有对于莲花味精的品牌记忆, 因此味精市场接受度提高后, 公司将首先收益。
- **拓展新零售渠道。**疫情催化线上新零售的发展, 公司紧抓市场机遇, 提前布局抖音、天猫等直播平台, 借助舆论机遇扩大平台关注度, 2023Q1-Q3 新零售渠道营收实现同比增长 282%, 同时公司“退城入园”二期工程计划设立新零售车间以匹配市场需求, 后续通过加大杭州新零售基地资金支持, 全力推进新渠道拓展。

图表 59：公司产品营收分渠道分布



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

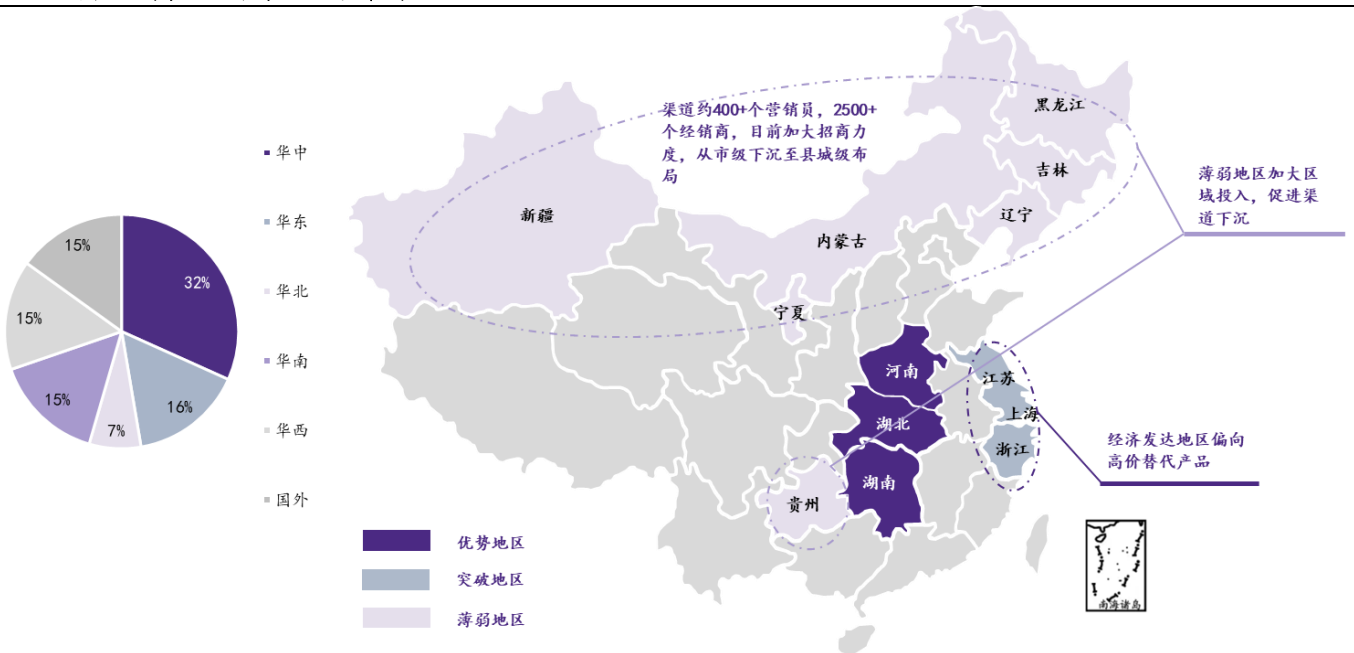
图表 60：2019-2023Q1-Q3 味精线上营收占比情况



资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究
注：根据公司线上营收与味精营收占比测算得

- 国内渠道下沉。**2023Q1-Q3 公司华中/华东/华北/华南/华西地区营收占比分别为 31.71%/15.63%/7.14%/15.27%/15.17%，优势区域集中于华中等地，而在东北等薄弱地区产品铺货主要集中在市级市场，县级市场相对空白，因此公司加大边远地区渠道投入、加快招商节奏并加以培训。目前公司味精产品基本下沉至县级市层级，预计 2024 年即可释放业绩增长，同时为导入复调产品建立渠道优势。
- 开拓海外市场。**欧美反倾销政策对国内味精出口造成较大打击，目前国外市场目前仍存较大开发潜力，2023 年 12 月 27 日，公司公告称拟收购马来西亚味之力公司不少于 50% 股权，布局全球化发展，目前公司味精已出口至 70 多个国家，预计味之力公司收购完成后，公司品牌影响力将进一步扩大。

图表 61：莲花健康产品国内区域分布情况

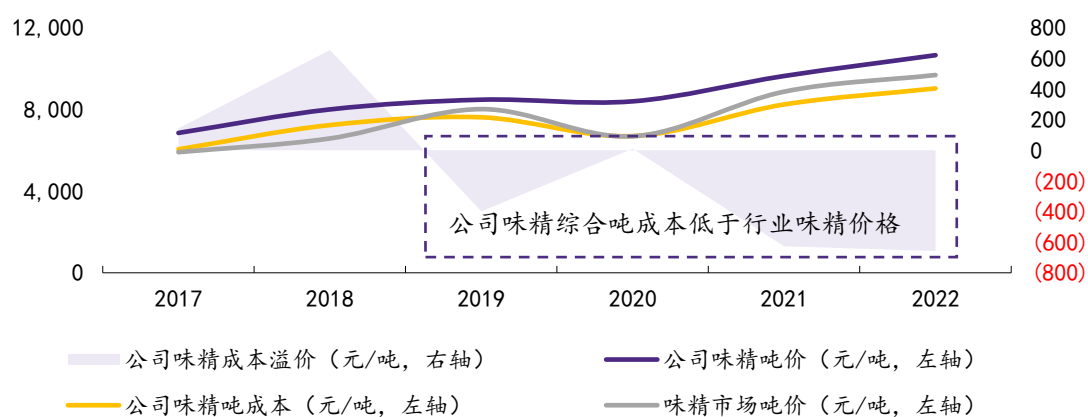


资料来源：莲花健康公司公告，渠道调研，华鑫证券研究

价：公司强势渠道具备高毛利特点，结合强话语权保证价格体系优势

两端议价能力强保证稳定毛利，产品升级进一步推升价格体系。1) 在上游市场，由于公司从上游企业采购味精份额较大，因此在上游议价能力强，公司味精产品综合吨成本整体低于味精市场吨价，同时公司根据市场行情酌情做战略储备，平滑原材料价格波动风险。2) 在下游市场，餐饮端与家庭端市场相对食品工业毛利率更高，而公司凭借自身品牌效应与产品品质保障实现高毛利渠道的市场占位，使得味精产品获得高于竞品的稳定溢价。与此同时，公司着力借助味精渠道打通市场，并进一步导入复调产品来进行渠道提档升级，推出松茸鲜等产品作为味精健康升级产品，满足调味品健康化的消费需求。

图表 62：公司味精成本价格相对市场价有优势



资料来源：莲花健康公司公告，卓创农业，广州日报，华鑫证券研究
注：2017-2021 年味精市场价格数据为根据阜丰集团与梅花生物鲜味剂吨价测算；公司味精成本溢价为公司味精吨成本与味精市场吨价之差。

公司充分挖掘自身优势，看好味精主业量价双增。公司对自身优势挖掘充分，在下游食品工业端与长期客户建立稳定供应关系，同时利用品牌优势深耕餐饮、家庭端市场，通过长期合作优势获取高于竞对的产品溢价。近年来，公司抓住新零售发展强化线上渠道运营能力，在线下通过渠道下沉获取县级空白市场增量，进一步扩大终端市占率，市场运作思路清晰，随着马来西亚味知力的并购稳定开展，海外业务将为公司国际化发展进一步助力，我们预计味精产品中长期仍为公司提供主力业绩支撑。

3.3、复调与主业协同优势明显，水业持续培育市场认知

开拓复调产品承接味精消费升级，布局水业务寻找业务新增长点。公司借助基础调味品味精主业优势赋能复合调味品开发，形成以鸡精为主的复调格局，为响应国家提倡的“三减三健”（减盐、减脂、减糖）专项行动，公司从口味升级转向产品功效升级，推出

减盐减钠的松茸鲜调味料以及零添加特级酿造酱油等健康调味品，同时顺应餐饮市场赛道细分化趋势，公司推出火锅底料、中式复调等产品，丰富复调产品矩阵。2023年4月，莲花健康水业开始营业，公司瞄准市场潜力巨大的饮用水板块，在儿童水系列、苏打水系列、定制水系列集中发力，打造多元产品线，提前布局健康水饮新潮流。

图表 63：公司调味品升级趋势



资料来源：莲花健康官网，华鑫证券研究

图表 64：公司水业发力儿童水/苏打水/定制水三个板块

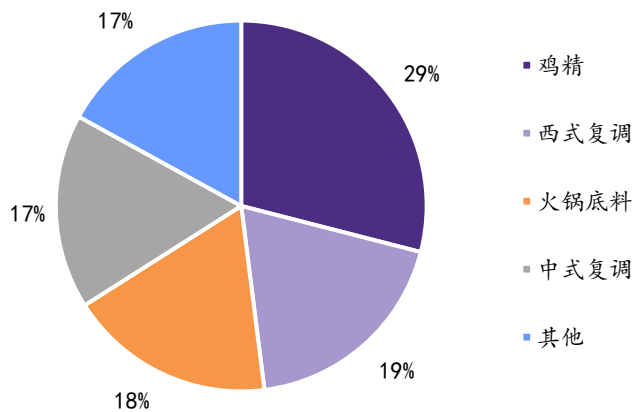


资料来源：莲花健康官网，华鑫证券研究

复合调味品：借助味精主业协同优势导入市场，目前已初步显示高势能

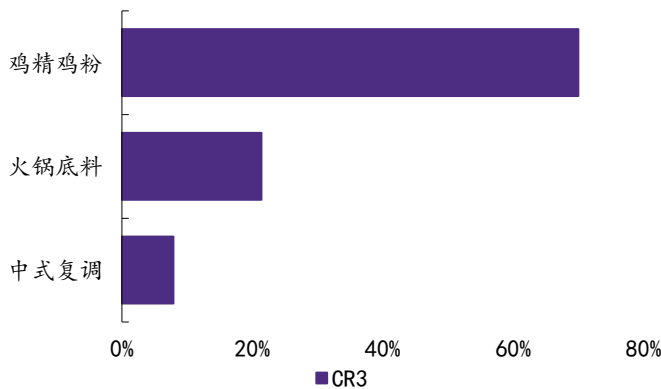
复调赛道集中度低，掌握成本/渠道/效率优势的企业可以在市场竞争中脱颖而出。根据华经产业研究院数据，2021年我国复合调味品市场中鸡精/火锅底料/中式复调占比分别为29%/18%/17%，其中，除鸡精鸡粉市场集中度较高外，中式复调、火锅底料市场均较为分散，CR3分别为21.4%/7.9%，市场差异化需求下赛道参与者众多，消费者并未形成对于头部品牌的认知，因此在激烈的市场竞争环境中，能否控制生产成本、是否有成熟的渠道体系、运营效率的高低就决定了复调企业的核心竞争力。

图表 65：2021年我国复合调味品市场结构分布



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 66：鸡精鸡粉/火锅底料/中式复调 CR3 占比

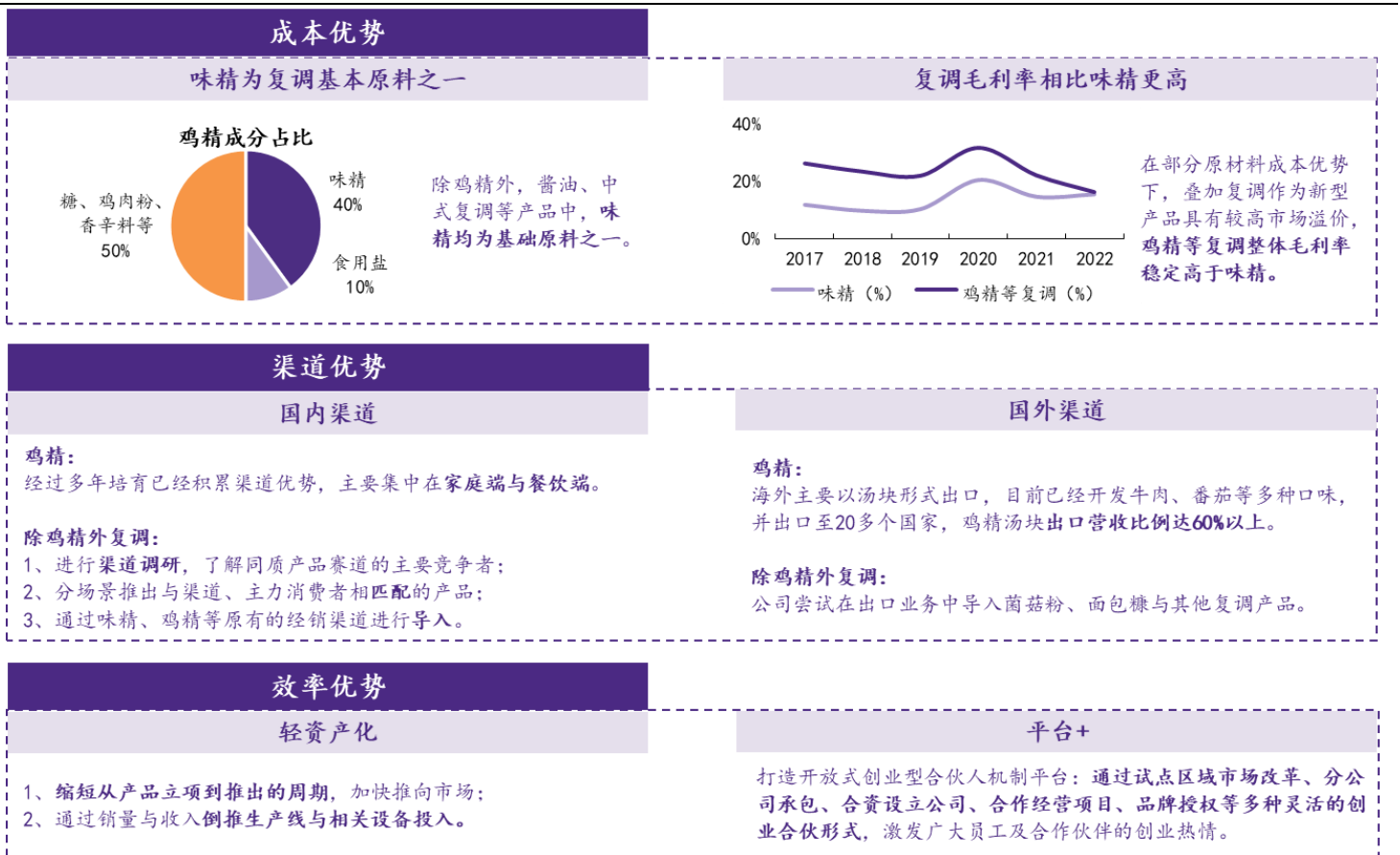


资料来源：调料家，华经产业研究院，北京商报，华鑫证券研究

复调可借助味精主业的协同作用，在产品起步期快速占领优势地位。公司 2003 年正式推出鸡精产品，经过多年培育，目前已成为仅次于味精的第二大单品，而其他复调及液态调味品推出时间较短，体量较小，但在公司三大优势助推下顺利起步：

- **成本优势：**鸡精主要成分的 40%为味精，且除鸡精外的其他复调也不同程度的需要以味精为原料进行提鲜，因此开展复调业务为味精主业的合理延伸，同时鸡精等复调产品通过差异化定位可获得更高市场溢价，成本优势叠加优势终端价格带来复调产品的高毛利率表现。
- **渠道优势：**由于国内味精拥有深厚渠道优势，且在不断延伸下沉市场布局，公司可根据不同优势渠道导入相匹配的复调产品，同时公司 2023Q1-Q3 鸡精汤块出口营收约 1.46 亿元，海外布局已初具规模，目前公司在开发不同口味的产品系列并尝试导入菌菇粉等复调产品，实现出口产品多样化布局。
- **效率优势：**公司采取轻资产模式，缩短产品上市周期，同时积极与其他平台合作进行新品研发，并通过产品表现倒推产线建设，通过该模式可以实现在产品起步期快速探取市场风向，降低试错成本。

图表 67：莲花健康通过渠道复用、平台+等多种方式赋能复调发展

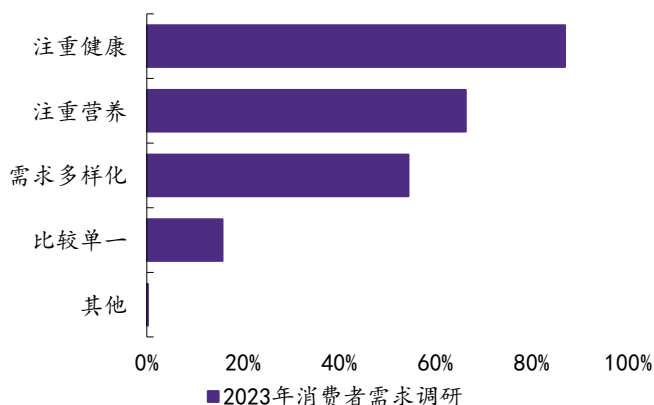


资料来源：莲花健康公司公告，河南卫视，生活中的化学，华鑫证券研究

松茸鲜与零添加酱油迎合调味品健康化红利实现放量，预计未来公司通过提供解决方

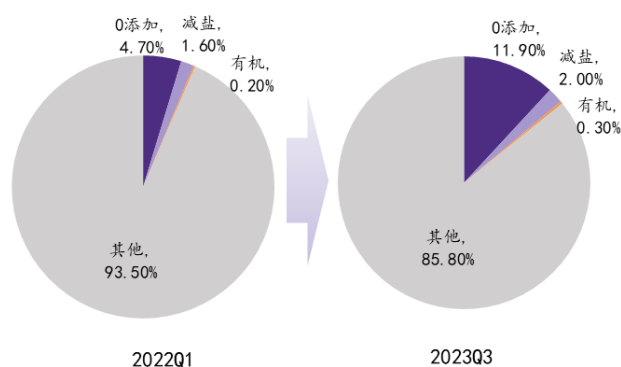
案的方式参与预制菜赛道。在内部运营优势托底下，公司分产品差异化运作：1) 鸡精产品，近年来，公司针对鸡精产品重点开发海外市场，通过汤块形式出口的鸡精产品市场接受度提升，成为公司新业绩增长点。2) 其他复调，除鸡精外的其他复调产品为公司下一步国内发展重心，目前已通过把握调味品健康化趋势获得初步放量，根据艾媒咨询数据，2023年消费者需求调研显示绝大部分消费者注重调味品的健康/营养特点，根据马上赢情报站统计，0添加酱油市场份额从2022Q1的4.7%增长至2023Q3的11.9%，因此公司围绕健康角度做产品攻克，在市场中投放定位低盐减钠且营养丰富的松茸鲜产品，承接味精的消费升级，同时2023年上市的零添加特级酿造酱油迎合“零添加”风口，渠道上市后市场表现突出。3) 定制化餐调，预制菜发展带动复调的定制化、差异化趋势，公司除围绕菜谱式复调开发了火锅底料、酸菜鱼、小龙虾、红烧肉料包，下一步公司计划通过为预制菜企业提供解决方案，实现从原料、料包角度的深度合作，未来有望享受预制菜规模高增红利。

图表 68：2023 年中国消费者认可调味品类型



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 69：酱油品类份额占比变化趋势



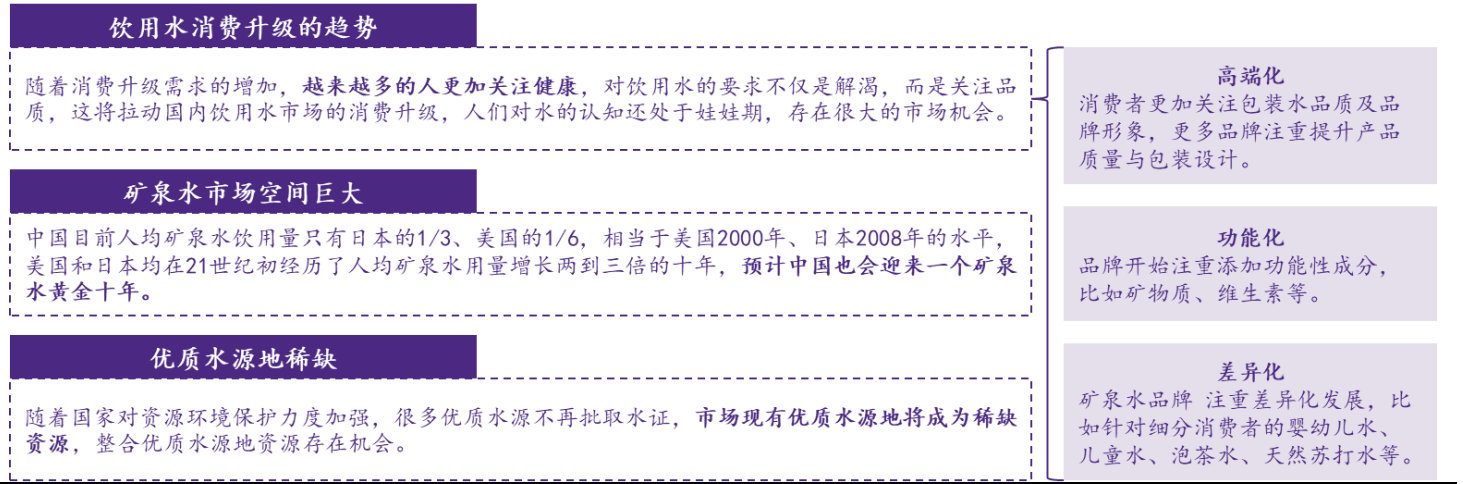
资料来源：马上赢情报站，华鑫证券研究

水业：从线上渠道切入细分赛道，2024 年业绩势能释放可期

中国饮用水规模仍有提升空间，公司瞄准细分赛道切入。随着人们对健康和生活品质追求的提高，我国包装水消费总体保持向上的增长态势，根据智研咨询数据，2022 年我国包装饮用水产量达到 1.17 亿吨，销售规模为 2300 亿元，包装水人均消费量从 2021 年的 34 升/人增长至 2022 年的 36.95 升/人，相对发达国家仍处于较低水平，预计 2025 年我国包装水人均消费量将达到 45.8 升/人，且未来包装水将围绕高端化、功能化、差异化路径发展。目前我国常规矿泉水品类相对寡头垄断，因此公司选择从苏打水、儿童水、定制水等细分赛道切入，由于市场认知正处于起步阶段，公司可通过营销优势拉动品类热度，品牌认知度提升后动销有望快速增长。

图表 70：中国饮用水产业现状

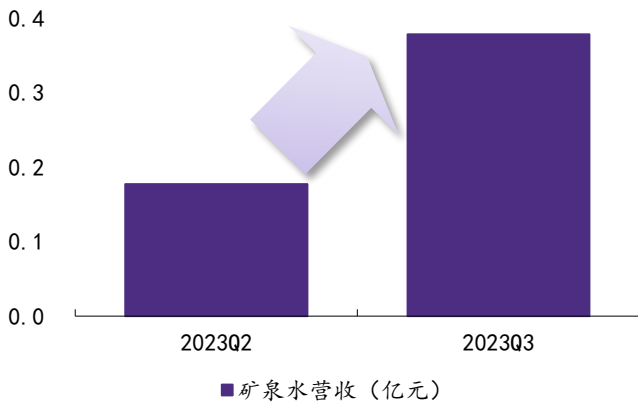
根据《食品生产许可分类目录》，包装饮用水包括饮用天然矿泉水、饮用纯净水、饮用天然泉水、饮用天然水、其他饮用水。



资料来源：莲花健康水业公众号，智研咨询，华鑫证券研究

线上线下一体化经销商模式保障充足渠道利润，招商签约为 2024 年增长提供保障。在营销方式上，公司借助 AI 进行产品设计和开发，通过高质量短视频内容进行线上营销，同时 2023 年莲花矿泉水积极赞助各大行业盛事，成为 2023 安徽民宿大会、2023 国潮大会，广州夜间消费指定用水供应商，实现线上线下双轮驱动模式。在渠道布局上，公司推出“水润莲花”区域经销商计划和“泉为健康”城市合伙人计划全流程赋能经销商，构建线上线下一体化的经销模式，保障优厚的渠道利润。根据公司公告披露，2023 年 4 月开始布局水业以来，公司 2023Q2/2023Q3 矿泉水营收分别为 1768.63/3780.80 万元，2023Q3 矿泉水环比增速为 113.77%，目前主要集中在线上渠道。在 2023 年底的招商大会中，公司成功签约 24 名合作伙伴，其中经销/技术/战略合作伙伴分别为 16/4/4 名，涵盖传统商贸、AI、数字经济、网红等领域，此次招商后，公司 2024 年水业规模增长确定性加强。

图表 71：2023Q2/2023Q3 公司矿泉水业务营收分别为 0.18/0.38 亿元



资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究

图表 72：产品微量元素含量丰富/定位差异化

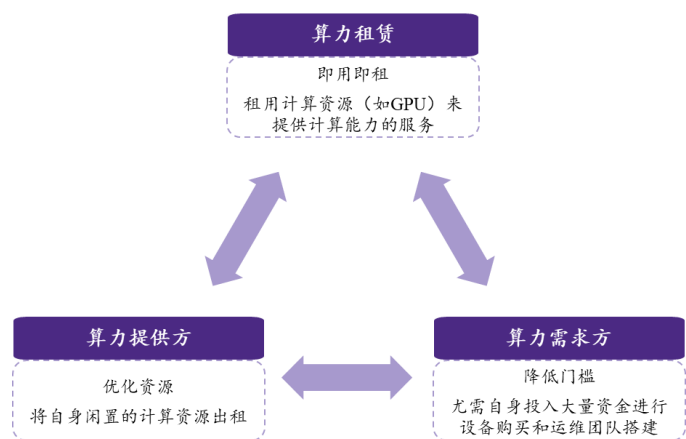


资料来源：莲花健康水业公众号，莲花健康公众号，华鑫证券研究

3.4、布局算力租赁业务，开启第二增长曲线

国内大数据发展需求与算力资源供给严重错配，算力租赁处于卖方市场。在人工智能的快速发展下，大模型训练、研发的算力需求在大幅提升，但目前高端 GPU 产品基本被以英伟达为首的国外厂商垄断，美国对英伟达算力出口受限，导致国内 AI 芯片短缺且价格高涨，国内算力需求与供给缺口逐渐增加。由于算力资源配置成本增加，因此算力租赁业务进入快速发展通道，具体方式为将计算能力、存储和网络资源整合并封装，以服务的形式（如 API 接口）提供给客户，显著降低企业的前期投资与运营成本。由于算力供给错配严重，目前算力租赁业务处于卖方市场，随着技术的不断进步和市场需求的不断增长，算力租赁行业预计将迎来更广阔的发展前景。

图表 73：算力租赁使得下游灵活使用算力的门槛降低



资料来源：观研报告网，华鑫证券研究

图表 74：算力租赁模式的优势

优势	分析
成本效益	按需租用算力，企业可以根据需求灵活调整资源规模，避免了固定成本的承担。根据统计数据，通过算力租赁，企业可以将IT运营成本降低30%至50%。
灵活性和可扩展性	算力租赁允许企业灵活地调整和扩展其计算资源，而不需要等待硬件设备的采购和部署。
时间和效率	企业只需要少量的时间来启动和配置租用的计算资源，大大提高了开发和创新的效率。数据显示，通过算力租赁，企业可以将大型应用程序的部署时间从几周缩短至几天甚至几小时。
技术更新	算力租赁使企业能够始终处于技术的前沿，租用最新的高性能硬件，而不需要承担由于技术更新而导致的昂贵的硬件更换成本。
专业支持	租用算力通常配备了专门的技术团队，可以提供24/7的技术支持和监控，确保客户的计算资源始终稳定运行。

资料来源：观研报告网，华鑫证券研究

公司定期披露算力业务采购数据，第二增长曲线稳定展开。新华三为全球 ICT 领域的先行者，拥有计算、存储、网络、安全等全方位的数字化基础设施整体能力，莲花科创计划以 210 万元的采购单价向新华三采购 330 台英伟达 H800 GPU 系列算力服务器，根据公司发布的算力业务进展公告数据，截至 2023 年 12 月 29 日新华三已向公司交付 12 台 H800 GPU 系列服务器，同时孙公司莲花紫星已收到其他公司交付的 10 台英伟达 GPU、80 块英伟达 GPU 显卡（A800 80G PCIe）、16 台英伟达 4090 GPU 等算力设备，业务开展较为顺利，第二增长曲线逐渐明晰。

图表 75：公司目前签订的算力采购设备

公司	合同	进度
莲花科创	与新华三信息签订 330 台英伟达 H800 GPU 系列服务器	新华三已交付 12 台英伟达 H800 GPU 系列服务器。
莲花紫星	向 A 公司采购 80 块英伟达 GPU 显卡（型号 A800 80G PCIe）	80 块英伟达 GPU 显卡已全部到货并完成验收。

向 B 公司采购 H800 80G PCIE 合计 36 块 GPU 显卡， A800 80G PCIE 合计 26 块 GPU 显卡，L40S 48G PCIE 合 计 68 块 GPU 显卡，A8008-GPU 80GB Delta 合计 1 块 GPU 显卡，合计 131 块 GPU 显卡。	全部验收完毕
与 C 公司签订 16 台英伟达 4090 GPU 服务器	C 公司已交付 16 台英伟达 4090 GPU 服务器
与 D 公司签订 10 台英伟达 GPU 服务器采购合同	已支付预付款，尚未交付
与 E 公司签订 1 台英伟达 GPU 服务器采购合同	尚未付款、交货
与 F 公司签订 10 台英伟达 GPU 服务器采购合同	F 公司已交付 10 台英伟达 GPU 服务器。

资料来源：莲花健康公司公告，华鑫证券研究
注：数据为截至 2023 年 12 月 29 日

4、股价顺周期属性明显，算力业务抬升估值

公司股价顺周期属性明显，每轮股权架构变动均带来上涨周期。通过复盘莲花健康上市以来的股价表现，可以发现公司 2016 年之前具有比较明显的顺周期属性，股价波动与市场走势高度重合，受宏观环境影响较为明显，2016 年后股价与宏观经济走势产生一定分化，且股价有较为明显的变化周期：

- **莲华集团控股：**“莲花味精”上市后主业经营状况良好，收购“项城热电”等企业完善上下游市场布局，2000 年成功完成公开股票增发，味精产能进一步扩张，公司估值实现稳定抬升。但自 2003 年公司业绩首次出现亏损后，债务问题逐渐凸显，控股股东莲花集团前后占用上市公司 10 亿元资金，后续在监管下莲花健康以股权等抵债，股价以低位收尾。
- **河南国开控股：**2019 年河南国开接过控股权时，股价出现短期拉升，但公司债务问题仍较为严峻，盈利能力较弱，经营状况积重难返，因此后续股价回归至历史低位。
- **康睿系控股：**2015 年康睿投资接管公司，开启“大健康”业务，设立莲花金融开展金融股权投资业务，并将公司名称改为“莲花健康”，一系列操作提振市场信心。但 2016 年后，多元化业务发展不及预期，拖累主业发展，随着经营情况逐渐恶化，2019 年公司被“*ST”，面临退市风险。
- **国厚系控股：**2019 年后国厚系以债权人身份申请重整，经过人员优化、处理闲置土地等方式解决历史债务，成功化解退市风险，股价自底部回升。在“521”战略指引下，公司主业稳步回升，基本面逐渐改善，2023 年 6 月 30 日，公司成立子公司莲花科创，探索第二发展曲线，2023 年 9 月 28 日，公司公告称莲花科创拟与新华三签订算力服务器采购合同，引起资本市场关注。

在股价表现上，公司自 1998 年上市至今每次股权/组织架构变动都会带来新一轮股价上涨周期，而公司主业基本面表现走弱为股价下行的主要诱因，预计后续随着基本面改善，算力业务稳定开展，公司估值将稳定反映内部价值。

图表 76：公司上市以来股价波动复盘



资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、盈利预测

我们看好大股东入主公司以来，持续进行内部改革，解决历史包袱，轻装上阵，积极开拓第二增长曲线。预计 2023-2025 年 EPS 为 0.07/0.12/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 77/45/29 倍，维持“买入”投资评级。

图表 77：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	1,691	2,162	3,451	5,010
增长率 (%)	-6.8%	27.9%	59.6%	45.2%
归母净利润 (百万元)	46	127	217	341
增长率 (%)	4.1%	174.7%	70.9%	57.4%
摊薄每股收益 (元)	0.03	0.07	0.12	0.19
ROE (%)	3.9%	9.9%	14.7%	19.2%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 食品安全风险；

- (3) 主业增长不及预期；
- (4) 新业务进展不及预期；
- (5) 成本上涨风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	1,691	2,162	3,451	5,010
现金及现金等价物	1,380	1,622	2,246	3,014	营业成本	1,452	1,842	2,934	4,238
应收款	107	124	180	247	营业税金及附加	10	14	21	30
存货	74	92	138	187	销售费用	69	82	128	180
其他流动资产	147	173	259	351	管理费用	63	65	100	140
流动资产合计	1,708	2,011	2,822	3,799	财务费用	-13	-45	-62	-84
非流动资产:					研发费用	22	28	45	65
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	140	131	211	302
固定资产	247	242	231	218	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	20	8	3	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	124	118	112	106	投资收益	-1	1	1	1
长期股权投资	8	8	8	8	营业利润	82	176	286	443
其他非流动资产	320	320	320	320	加:营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	720	697	675	653	减:营业外支出	23	12	7	5
资产总计	2,427	2,708	3,497	4,452	利润总额	60	165	281	441
流动负债:					所得税费用	13	36	60	94
短期借款	20	20	20	20	净利润	47	129	221	347
应付账款、票据	908	1,068	1,620	2,222	少数股东损益	1	2	4	6
其他流动负债	217	217	217	217	归母净利润	46	127	217	341
流动负债合计	1,230	1,400	1,999	2,651					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	20	20	20	20	营业收入增长率	-6.8%	27.9%	59.6%	45.2%
非流动负债合计	20	20	20	20	归母净利润增长率	4.1%	174.7%	70.9%	57.4%
负债合计	1,250	1,420	2,019	2,671	盈利能力				
所有者权益					毛利率	14.1%	14.8%	15.0%	15.4%
股本	1,794	1,794	1,794	1,794	四项费用/营收	8.3%	6.0%	6.1%	6.0%
股东权益	1,178	1,288	1,478	1,780	净利率	2.8%	6.0%	6.4%	6.9%
负债和所有者权益	2,427	2,708	3,497	4,452	ROE	3.9%	9.9%	14.7%	19.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.5%	52.4%	57.7%	60.0%
净利润	47	129	221	347	营运能力				
少数股东权益	1	2	4	6	总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.1
折旧摊销	17	23	22	21	应收账款周转率	15.8	17.4	19.2	20.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	19.6	20.3	21.5	22.8
营运资金变动	-10	109	412	444	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	55	263	658	818	EPS	0.03	0.07	0.12	0.19
投资活动现金净流量	-42	16	16	15	P/E	219.5	79.9	46.8	29.7
筹资活动现金净流量	228	-19	-30	-44	P/S	6.0	4.7	2.9	2.0
现金流量净额	242	261	644	789	P/B	7.2	6.7	5.9	5.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。