

雪天盐业 (600929.SH)

强“钠”战略，双轮驱动的持续深化

买入 (首次评级)

当前价格: 5.70元

投资要点:

➤ 公司以盐为轴、持续进化，并通过内生、外延双轮驱动，持续深化“盐+食品、化工、新能源”的产业布局

公司于2011年成立，深耕湖南、面向全国，系盐行业第一家产销一体、跨省联合的现代股份制企业。公司盐矿资源充沛，战略端以盐为轴，并通过内生、外延等策略持续深化盐产业链布局；其中，食盐业务通过全国化扩张、高端化升级实现稳健增长，盐化工在并购整合湘渝盐化后顺势快速发展，其中纯碱成为公司近年业绩增长的重要来源，23年毛利占比达38%。

➤ 盐改催生供需机遇，公司食盐高端化、全国化有条不紊

盐改政策落地，驱动食盐业供需两端优化升级，其中需求端迎来健康化、高端化机遇；尤其核废水事件进一步催化消费者对食盐品类、品牌认知。同时盐改加速行业内部整合趋势，市场集中度也在不断提升；其中，C端小包盐升级、整合空间更大，率先布局的行业龙头有望享受到全国化扩张与结构升级的红利。对此，公司率先开启并坚定高端化、全国化战略，推动食盐业务量价齐增；其中，省内加速结构升级，省外持续全国化扩张。

➤ 供需变局下，两碱进入发展新周期；公司以纯碱为主，扩产、并购把握区域市场机遇同时释放业绩潜力

尽管近年天然碱产能扩张使得我国纯碱市场呈现供大于求态势，但光伏等新能源行业快速发展提供了需求支撑，叠加行业集中度高、头部企业存在一定价格默契度；因此，预计纯碱行业进入发展新周期。而公司纯碱产能集中在华南、西南片区，覆盖区域存在460万吨纯碱外采需求，公司积极扩产同时深化成本优势；预计衡碱项目投产后将提振整体业绩表现。此外，公司采取联碱工艺，衡碱项目促进氯化铵产能扩张；而烧碱业务增长主要靠拓展新客户与市场价格改善。最后，公司积极布局盐穴储能，跻身高附加值储能赛道。

➤ 盈利预测与投资建议

预计公司2024-26年归母净利润将达到7.8/8.8/10亿元，分别同增10%/13%/13%。考虑到公司盐矿资源充沛、治理能力强、发展势能高，预计公司可通过内生、外延等实现稳健快增。故首次覆盖给予“买入”评级。

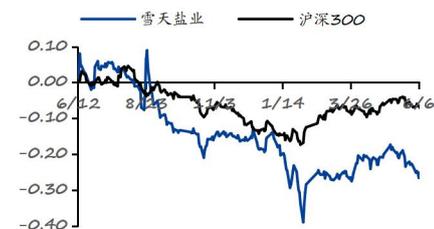
➤ 风险提示:

盐化工产品价格下行；盐化工板块新增产能不及预期；食盐产品推广及渠道建设不及预期；食品质量安全风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,659.17/1,238.16
流通A股市值(百万元)	7,057.51
每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	26.95
一年内最高/最低价(元)	8.78/4.53

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人: 周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,441	6,262	6,853	7,360	7,892
增长率	35%	-3%	9%	7%	7%
净利润(百万元)	769	709	777	878	995
增长率	91%	-8%	10%	13%	13%
EPS(元/股)	0.46	0.43	0.47	0.53	0.60
市盈率(P/E)	12.3	13.3	12.2	10.8	9.5
市净率(P/B)	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 优质的治理结构，放大公司资源优势	4
2 食盐为百味之首，高端化与扩品类同时发力	6
2.1 盐业改革启动产业升级，需求健康化、高端化趋势	6
2.2 食盐格局持续优化，公司竞争优势凸显	8
2.3 高端升级与品类拓展并举，雪天全国化扩张有条不紊	10
3 钠为化工之母，以盐化工为轴，拓宽基石延伸链条	12
3.1 供需变局下，纯碱等盐化工产品进入发展新周期	12
3.1.1 监管政策优化供给格局，两碱进入发展新周期	12
3.1.2 盐化工区域市场优势大，并购整合能力强	14
3.2 新能源市场空间广阔，公司以盐为轴、加速布局	16
4 盐化工扩产释放业绩潜力，小包盐快增拔高盈利能力	17
4.1 纯碱扩产为主、氯铵烧碱为辅，盐化工提振业绩弹性	18
4.2 小包盐全国化扩张、高端化升级，提振整体盈利能力	19
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	22
6 风险提示	22

图表目录

图表 1: 雪天盐业的历史沿革	4
图表 2: 公司营收规模及增长	5
图表 3: 公司归母净利润及同比变化	5
图表 4: 2022 年公司纯碱、氯化氨、烧碱产品在营收增量中的占比	5
图表 5: 2021-2023 年公司各类盐、纯碱、氯化铵、烧碱等主要产品毛利率变化	5
图表 6: 以盐为轴，一体三翼拓宽产业格局	6
图表 7: 盐改政策梳理	7
图表 8: 我国食盐市场总量趋于饱和	8
图表 9: 食盐零售月均价整体呈上升趋势（元/kg）	8
图表 10: 国内食盐行业竞争格局梳理	9
图表 11: 雪天食盐业务竞争优势	9
图表 12: 中高端盐销量增长情况	10
图表 13: 省内高端化进度好、省外仍处发展阶段	10
图表 14: 公司雪天食盐系列主要产品矩阵	10
图表 15: 19-23 年省外小包盐销量持续增长	11
图表 16: 大包食盐客户结构好，经营稳健	11
图表 17: 限制纯碱产能等政策法规	12
图表 18: 23 年我国纯碱产能结构	12
图表 19: 2023 年我国纯碱下游消费结构占比（%）	13
图表 20: 全球光伏装机总量及增长情况（GW）	13
图表 21: 我国烧碱下游消费结构占比（%）	14
图表 22: 2018-2023 年中国烧碱表观消费量及同比增速	14
图表 23: 华南、西南等市场存在产能缺口，公司成本优势较大	15
图表 24: 九二盐业收购以来利润增长情况	16
图表 25: 湘渝盐化收购后利润表现大幅超越承诺	16
图表 26: 我国非化石能源消费量比重及目标（%）	16
图表 27: 我国新型储能市场累计装机规模（万千瓦）	16
图表 28: 雪天盐业储能及新能源电池材料行业布局	17
图表 29: 重质纯碱近年价格走势	19
图表 30: 2023 年重质、轻质纯碱在各区域价格对比（元/吨）	19
图表 31: 小包盐低端、中端、高端市场批发价对比	20



图表 32: 20-22 年雪天中高端、普通小包盐销售单价	20
图表 33: 公司业绩拆分预测表	21
图表 34: 可比公司估值表	22
图表 35: 财务预测摘要	23

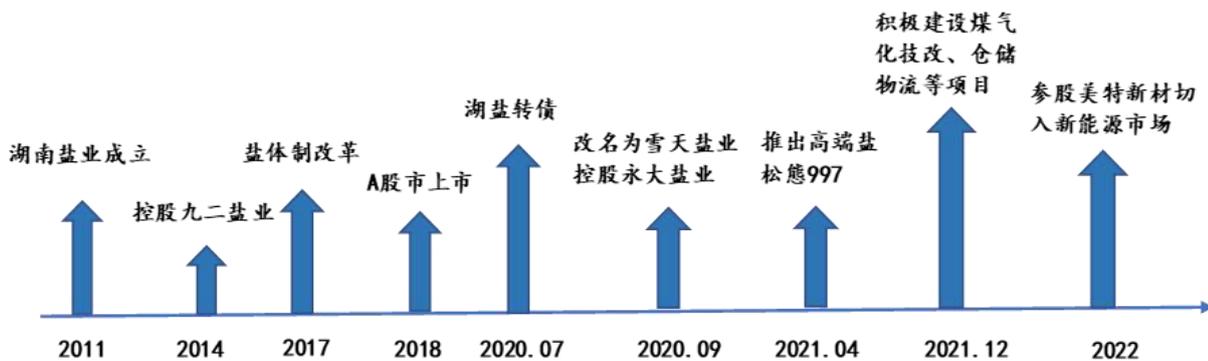


1 优质的治理结构，放大公司资源优势

公司以盐为轴、坚持市场导向，并通过内生、外延等发展路径，持续深化盐链布局。雪天盐业成立于2011年，由母公司湖南省轻盐集团联合贵州盐业、江苏盐业、广西盐业、湖南财信等战略投资者发起组建，系全国盐业第一家产销一体、跨省联合的现代股份制企业。2018年公司成功在上交所挂牌上市，目前已建立相对完善的盐产业链，主要业务涵盖盐及食品、盐及化工、盐及新能源，主要产品包括食盐、纯碱、烧碱、氯化铵等。近十年来，公司以盐为轴，内生、并购双轮驱动。其中，公司食盐主业在盐改后焕发成长新机，如公司积极拥抱市场化，加速全国化市场网络建设与全国型品牌形象宣传，推动小包食盐品类教育与品牌心智占领等。同时，公司通过外延并购，深化盐产业链布局；具体外延并购过程如下：

2014年收购江西九二盐业，率先走出省外，覆盖江西、辐射两广及福建地区；2020年，公司控股河北永大食盐，在东北及华北市场强化了海盐基地布局；2021年底公司收购湘渝盐化，进一步向盐化工板块延伸；次年底公司参股湖南美特新，布局高附加值的电池级纯碱以及钠电池正极材料等领域，初步形成盐及新能源业务。2023年，公司盐穴储能项目取得实质性进展，包括开创我国新型储能和盐穴资源再利用耦合的新路径新模式，成立湖南省首家钠电研究院，主导制定的《电池级碳酸钠》团体标准系国内钠离子电池中使用碳酸钠产品的第一个团体标准；目前公司已经初步搭建起了盐化工，电池级纯碱，钠、锂电池正极材料，储能全产业链条。

图表 1: 雪天盐业的历史沿革



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

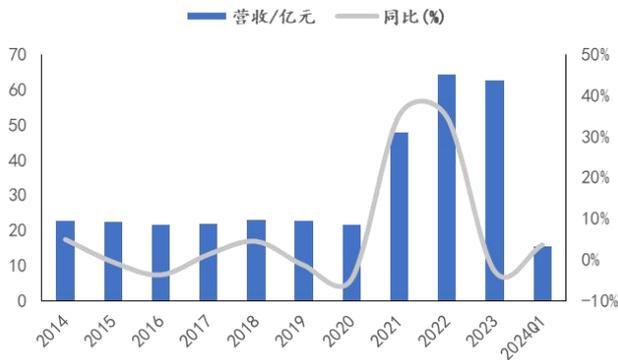
公司盐矿资源充沛、盐产业链布局日拱一卒；其中，食盐业务通过全国化扩张、高端化升级而稳健增长，盐化工在并购整合湘渝盐化后顺势快速发展，其中纯碱成为公司近年业绩增长的重要支撑。

首先，公司拥有湘衡盐化、湘澧盐化、湘渝盐化、九二盐业等重要矿区的采矿权，可采面积共计15.84平方公里；其中氯化钠储量超13.15亿吨，芒硝储量为3.33亿吨，矿产资源充沛。产能方面，23年末公司各类盐及盐化产品产能800万吨/年，



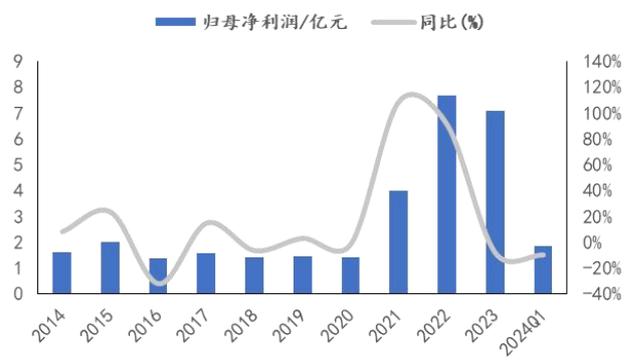
资产规模和综合实力稳居全国盐行业前三；其中，湘渝盐化纯碱、氯化铵产能今年预计达到 100 万吨，且其控股子公司索特盐化拥有 120 万吨/年的井矿盐产能。其次，湘渝盐化被并购后实现有效整合、重塑发展势能；叠加下游需求催化，21 年湘渝并表后带动公司盐化工板块跨越式发展，并贡献公司业绩增长弹性；如 22 年公司营收、归母净利润同比+34.74%/+91.48%，其中纯碱、氯化铵、烧碱产品营收增量占比合计为 65%，毛利润增量占比为 53%。尽管 23 年工业盐、烧碱、氯化铵等产品价格下降影响营收、归母净利润，分别同比下降 2.77%/7.86%，但纯碱产品凭借更强的价格韧性，叠加动力煤等原料价格大幅回落，实现毛利率逆势提升（42%），同年毛利润占比达 38%。

图表 2：公司营收规模及增长



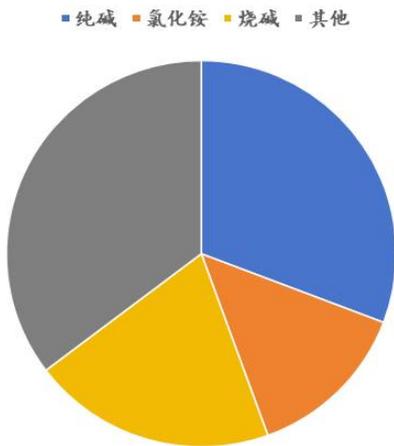
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 3：公司归母净利润及同比变化



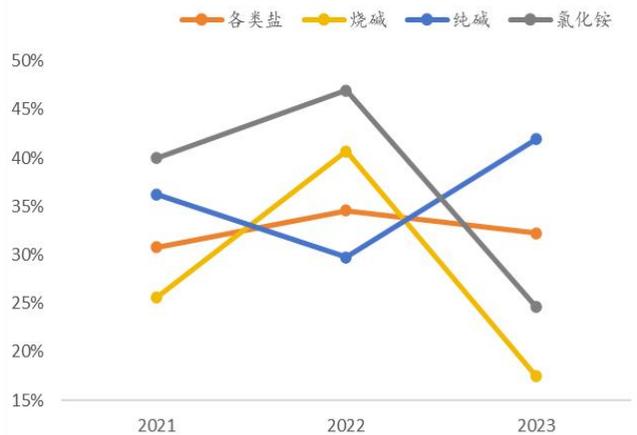
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 4：2022 年公司纯碱、氯化铵、烧碱产品在营收增量中的占比



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 5：2021-2023 年公司各类盐、纯碱、氯化铵、烧碱等主要产品毛利率变化



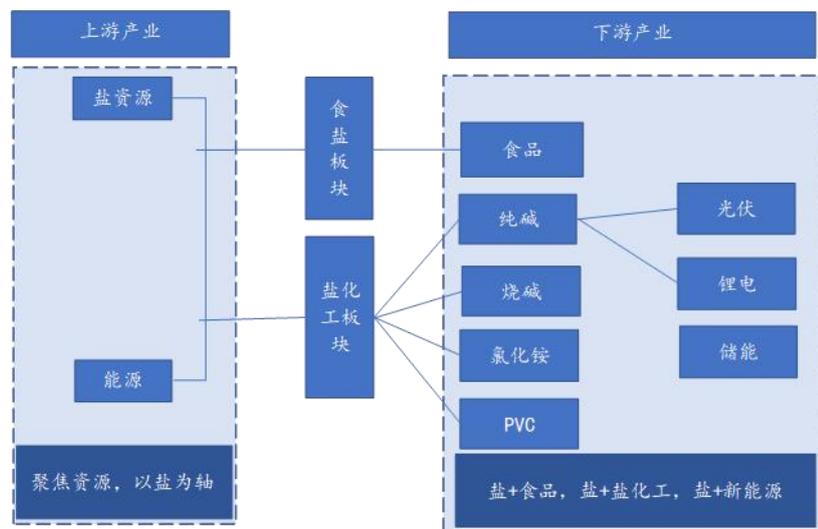
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

强大的股东背景与优质的治理结构为公司市场化改革奠定基石，同时管理层高瞻远瞩，夯实“一体三翼”的产业布局。首先，公司大股东为湖南省轻盐集团，实控人系省国资委；依托强大的股东背景，公司不断优化治理结构，包括积极推进混合所有制改革，引进具有管理优势、资源优势或资金实力的战略投资者，允许公司

核心管理团队和核心技术骨干持股，通过转换经营机制、盘活企业资产有效激发内生增长动力等。同时，公司完善产业布局、扩大产销规模以及不断提质提效；例如，公司 22 年实现营收、利润高速增长，同时人均创收、人均创利分别同增 38%/95%；23 年，公司以“精益管理提效益”为抓手，并通过全面预算管理、严控生产成本等方式节约成本超 2 亿元，其中盐化工主要产品综合能耗同降 6.85%，煤炭采购价格同降 24%，吨产品物流费用同降 15.4%等。此外，公司在 23 年完成全国营销区域改革，其中年初以来省内改革成效显著，包括劳动生产率提升、盈利能力显著增长；省外高效完成分公司大片区制改革，持续推进食用盐招商拓市、深度下沉等策略。

建立、健全公司长效激励考核机制，积蓄内部发展势能。2023 年，公司对旧股权激励草案进行新一步的升级，完善多元激励机制。具体而言，公司对 272 名高管层与核心骨干授予 1765 万股限制性股票，每股实际发行价格为 4 元；考核方面，2023-25 年解除限售的考核目标为期间扣非归母净利润分别不低于 7.95/8.75/9.63 亿元；目前 23 年扣非归母净利润明显低于考核目标。此外，公司全面推行聘任制和契约化管理，从内而外发挥干部人才队伍作用，激发内部改革势能，助力公司建立起现代化盐产业集群，食盐全品类和全国性的现代化国企。

图表 6：以盐为轴，一体三翼拓宽产业格局



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 食盐为百味之首，高端化与扩品类同时发力

2.1 盐业改革启动产业升级，需求健康化、高端化趋势

盐改政策落地，驱动食盐业供需优化升级，其中需求端迎来品类多元化、品牌差异化发展机遇。2017 年前，我国食盐业曾经历了数十年的专营期，期间食盐的生



产、运输和销售环节均受到严格限制，包括像定价端也主要由政府负责，销售端地区保护主义明显。然而，行业多年封闭式发展导致了食盐消费品类单一、制盐技术停滞、市场发展缓慢以及竞争格局松散等问题。而伴随我国盐业迎来全面市场化改革，近年行业进入发展新时代：首先，供给端不再核准新增食盐定点生产企业，并严控资质管理，确保企业数量只减不增，同时明确允许社会资本参与食盐业兼并重组、鼓励跨区经营；其次，市场端放开食盐产品价格，鼓励食盐品类多样化，匹配需求多元化发展；最后，运输端放开许可证，进一步促进产业要素资源自由流动。

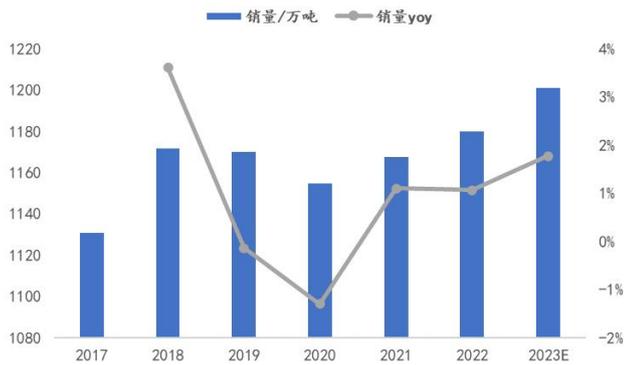
图表 7：盐改政策梳理

环节	盐改前	盐改后
股权结构	中央、地方政府专营	鼓励社会资本参与兼并重组食盐生产批发企业，推动盐企混合制改革
生产	1996年开始实行食盐定点生产，非食盐定点生产企业不得生产食盐	延续非食盐定点生产企业不得生产食盐；明确食盐定点生产企业只减不增
销售	按计划采购，在规定范围内销售	盐厂可自主构建产销等环节；建设销售渠道；以自有品牌跨区经营；省级品牌可跨省经营
定价	政府定价，按照生产、销售环节制定出厂价、批发价、零售价	由企业根据经营成本、产品品质、市场供求状况制定价格
运输	2017年以前运输受限，需持有许可	取消准运许可；食盐定点生产企业进入流通销售环节，食盐批发企业可跨区域经营
盐改后	统一大市场逐步成型，食盐业集中度逐渐提高；产品丰富度不断提升，价格层次逐步出现，零售价格稳步上涨	

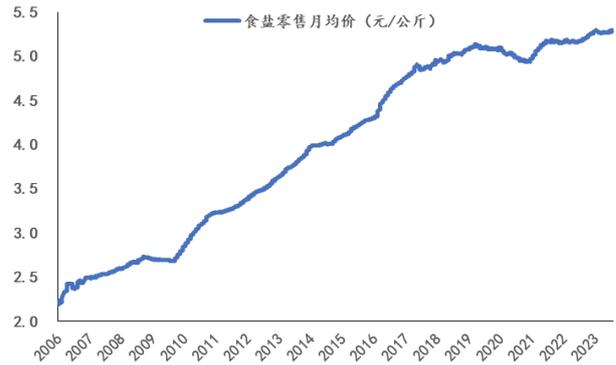
数据来源：公司公告，华福证券研究所

食盐消费呈现健康化、高端化趋势，尤其核废水事件进一步催化消费者品类、品牌认知；中长期看，在品类结构升级驱动下，预计小包盐市场扩容以价增为抓手。

伴随国内人口总量见顶、饮食习惯改变，居民食盐消费量趋于饱和，盐业整体产销稳定在 1200 万吨左右，其中根据华经产研院等统计，2017-2023E 年国内食盐表观消费量 CAGR 约 1%；其中，小包食盐的全国总销量大概 500-600 万吨。价格方面，食用盐系家庭刚需调味品，按 250g/包规格估算两口之家消费频次约 20-30 天/包，且由于零售价远低于其他液态调味品，预计消费者对其价格敏感度较其他调味品更低。尤其伴随消费多元、场景细分、健康意识觉醒，食盐品类创新机遇凸显，结构性增长或为需求缓慢扩容下的主旋律。此外，日本核废水事件进一步催化消费者对食盐品类、品牌的认知，进而带动安全健康的中高端食盐（如生态井矿盐等）快速发展。根据中研普华咨询研究报告统计，中高端食盐消费在全球范围内呈现上升趋势，食盐消费高端化、健康化趋势显现；其中，对比海外发达国家中高端食盐市场占比约 8%-10%，我国中高端盐市场仍有较大提升空间。此外，我国食盐终端零售价整体呈上行趋势，未来在中高端品类升级引领下，预计小包盐扩容或以价增为抓手。


图表 8: 我国食盐市场总量趋于饱和


数据来源：华经产业研究院，中商情报网，华福证券研究所

图表 9: 食盐零售月均价整体呈上升趋势 (元/kg)


数据来源：ifind，商务部，华福证券研究所

2.2 食盐格局持续优化，公司竞争优势凸显

盐业改革以来，食盐市场集中度在不断提升；其中，C端小包盐升级、整合空间更大，率先布局的行业龙头有望享受到全国化扩张与结构升级的红利。

2017年盐业改革前，销售端专营导致区域竞争、地方保护等问题，行业格局整体呈现“多、小、散、弱”格局，具有核心竞争力的企业集团不多。但随着盐改放开市场管控、明确企业数量只减不增、鼓励社会资本进入，行业整合趋势逐步显露；截止22年末，我国注册的盐企大约有290家，其中食盐定点生产企业达131家。尤其在行业龙头借助社会资本扩充整体经营实力的背景下，市场份额有望持续向头部企业集中。其中，中盐股份食盐产销量居世界第一，食盐产能超过1000万吨/年，连续四年获得食盐C-BPI第一品牌，品牌估值100亿元以上，19年混改募集资金30.6亿元，目前处于上市辅导阶段；雪天盐业则是“盐改第一股”，并率先开启市场布局、产品研发、产业升级等“三大转变”，持续推动湘盐崛起；其他食盐上市企业还包括苏盐井神、鲁银投资、江盐集团以及云南能投等。

聚焦竞争格局，中盐股份作为行业龙头，在全国有完善的产销企业布局，2017年食盐销量达305万吨，全国食盐市场占有率约30%，其中小包盐目前市场份额约15%；而雪天作为“市场追赶者”，2018年上市后持续加码食盐业务，尤其小包盐高端产能扩充与全国销售网络搭建，目前公司小包盐销量超50万吨，且省外销量已成功超越省内，全国市占率已提升至10%+。总之，部分头部玩家在资源禀赋、产区布局、改制融资等占得先机，有望率先完成全国销售网络与品牌形象的建立，并将享受到全国化扩张与食盐结构升级的长期红利。



图表 10: 国内食盐行业竞争格局梳理

盐企	大股东背景	混改&融投资	食盐营收、销量	行业地位	覆盖市场、区域	23年食盐毛利率
中盐股份	母公司中盐集团, 唯一的盐业央企	混改引入战投, 募资30.6元	2017年生产各类盐1800万吨, 约占全国总产量20%; 销量305万吨; 市占率约30%	全国食盐龙头	由广东、安徽、重庆、山西、天津、浙江、江西7家省级盐司发起, 产品、渠道辐射全国市场	/
雪天盐业	母公司轻盐集团, 湖南省国资委实控	11年混改成立, 14年省外并购扩张, 18年上市, 完成食盐提质升级	22年食用盐销售约150万吨; 23年预计食盐营收在10-20亿元	向全国化龙头追赶进化	以湖南为主的全国各地市场, 出口香港及海外14国; 23年省外小包盐销量29.33万吨, 同增13%, 全国市占率约10%	预计小包盐40%+
鲁银投资	山东省国资委实控	1996年上市, 21年非公开发行, 募资4.5亿	23年食用盐销量147万吨, 营收规模约10.21亿元, 同比+7.1%	区域龙头, 全国化扩张	山东省内市场占比超80%, 亦销往全国二十几个省区, 市场占比接近10%, 同时远销欧美、日韩、印巴、东盟、非洲等地区	31.51%
苏盐井神	江苏省国资委实控	2015年底上市, 19年资产重组注入食盐批发零售业务, 完成产销一体化	23年食用盐销量115万吨, 同增8%, 营收6.95亿元, 同比-4.4%	区域龙头, 全国化扩张	以江苏为主(省内生产、生活用食盐需求量约66万吨)、辐射华东, 省外销售半径持续拓展, 如23年省外小包盐销售同增25%, 出口总量同增11%	22.85%
江盐集团	江西省国资委实控	23年募资9.5亿元用于年产60万吨的盐产品的技改等	23年食用盐销量57.5万吨, 同增26%; 23年营收规模约4.44亿元, 同增12.7%	区域龙头	23年江西省内小包装盐销量超10万吨, 市占率超70%, 创盐改以来历史新高; 省外销往广东、浙江、福建等工业和人口大省, 出口份额全国领先, 占全国总出口量30%+, 尤其出口香港、越南市场, 分别占80%/70%+	40.98%
云南能投	云南省国资委实控	2006年上市	23年食盐销量36万吨, 同增10%	区域龙头	以云南省内为主	/

数据来源: 投资界, 粮油调味营销, 鲁银投资, 前瞻产业研究院, 鲁银投资公众号, 食品饮料绿皮书, 山东国惠投资官网, 调味品商界, 中国江苏网, 上述上市公司公告, 华福证券研究所

雪天食盐业务不仅具备产销一体化、产区辐射全国优势, 而且经过数年培育, 公司食盐规模跃居行业前列, “雪天”品牌的市场影响力持续提升。首先, 公司积极拥抱食盐市场化改革, 并借助资本杠杆持续强化产销能力与品牌影响力。其中, 公司“雪天”牌食盐商标成为我国盐业首家全国型驰名商标, 2023年品牌估值达104亿元, 较上年增值40余亿元, 同时公司凭借优质的产品、服务荣获23年中国顾客满意度指数中盐行业满意度第1名。其次, 公司旗下拥有湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、雪天技术、永大食盐、湘渝盐化6家国家食盐定点生产企业, 产区分布湖南、江西、重庆、河北等地, 具备辐射全国市场的实力; 其中, 湘澧盐矿系亚洲数一数二的单体矿, 产能端以井矿盐为主, 尤其是公司主打的高端产品生态井矿盐, 产能具备一定稀缺性。

图表 11: 雪天食盐业务竞争优势



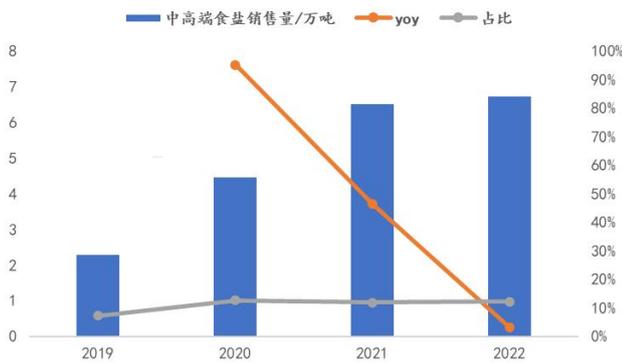
数据来源: 公司公告, 雪天盐, 中国日报, 中国财富网, 华福证券研究所

2.3 高端升级与品类拓展并举，雪天全国化扩张有条不紊

在创新驱动下，公司不断夯实高端化、全国化战略，推动食盐业务量价齐增；其中，省内加速结构升级，省外持续铺市扩张、渠道补能。

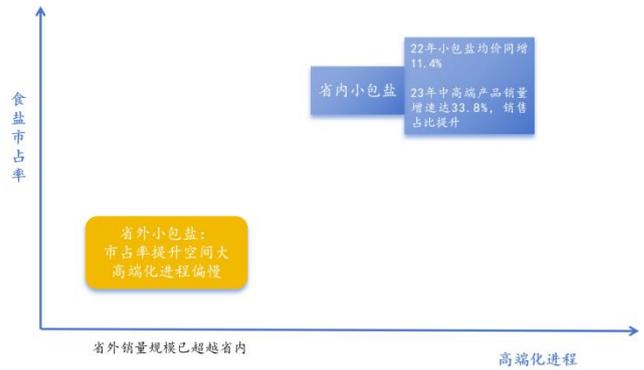
为把握满足多元需求、结构增长机遇，公司以产品创新为驱动，加速食盐高端化布局；具体而言，公司以“松態 997”作为主打的高端盐产品，2021 年销量约 4000 吨，持续推出“多品种、多用途、多功能”产品系列（累计研发 40 余个系列，240 余个品种），例如 23 年公司推出盐焗海鲜调味盐、牛乳钙盐、佐餐调味等新品，并上市生态井矿盐、南岳寿山盐、草原大青盐等中高端产品。而从高端化落地看，公司凭借品牌势能、渠道匹配、价盘管控等在省内推进较好，如 22 年省内小包盐实现均价同增 11.4%，23 年省内中高端产品销量增速达 33.8%，销售占比持续提升；而省外由于品牌基础弱、消费者认知不足等因素，高端化节奏滞后于省内，这也导致公司 2022 年中高端食盐在食盐提质升级技改项目中的销售占比仅提升至 12%左右，未达起初预期的 46.67%；但伴随公司夯实高端品牌心智与品类教育、加码零售渠道，持续优化产品结构和价格管控，全国中高端盐销量占比有望持续提升。

图表 12: 中高端盐销量增长情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13: 省内高端化进度好、省外仍处发展阶段



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 14: 公司雪天食盐系列主要产品矩阵



来源：公司公告，华福证券研究所

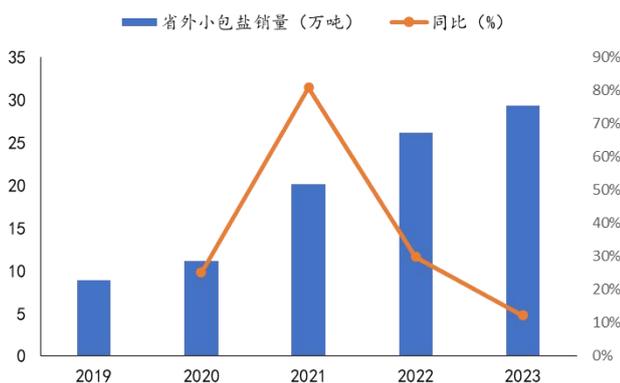


小包盐在省内“收复失地”，同时省外扩张进入第二阶段：流通铺货拓市场+渠道补能发力高端化并举；23年公司还成立进出口贸易公司，加码国际市场。而大包盐客户质量优，经营相对稳健。

盐改之初，省外低价食盐一度冲击公司在湖南省内的市场份额，但随着公司推动省内营销区域改革、凸显强化产销一体化、品牌心智、渠道粘性等优势，预计公司在省内份额有所提升，其中省内营销机构调整为长沙、湘东、湘中、湘南、湘北、大湘西6家区域营销公司，省内终端触达网点16万家。其次，伴随公司加快全国扩张、渠道变革与市场下沉（例如省外调整为10家区域营销公司，经销商数量1万余家，线下市场已渗透到县级地带），省外扩张第一阶段基本完毕，小包盐销量也从2019年8.9万吨增长至23年的29.33万吨，期间CAGR约35%；全国市占率超10%。而当省外流通市场、营销团队搭建完毕以及品牌声量显著提升，公司省外扩张开启第二阶段，即进军当地更高价格带的商超、便利店等渠道，优化产品结构、增强品牌粘性，例如22年全国各地新增商超门店近1500家，23年全国配送商数量同比增长超20%。此外，公司积极发力线上渠道，22年直营电商线上交易总额同比+210%，23年电商业务全年GMV达2.18亿元，其中直营电商GMV达1.69亿元，居行业第二。最后，公司23年成立湖南雪天进出口贸易公司，积极走向国际市场。

在食品加工盐方面，公司全国合作客户已拓展至1.7万余家，其中涵盖海天味业、李锦记、东古、顶益、统一、厨邦、克明面业、双汇、海底捞等优质客户，经营端相对稳健。

图表 15: 19-23 年省外小包盐销量持续增长



数据来源：中宏网，公司公告，华福证券研究所

图表 16: 大包食盐客户结构好，经营稳健



数据来源：公司公告，华福证券研究所

横向延伸附加值高、市场空间大的复调业务，打造增长新曲线。22年初，公司与新农垦（上海）农业发展公司签订战略合作协议，朝着复合调味品领域进军。近年来，在B端门店连锁化、食材预制化与C端便捷化需求拉动下，复合调味品市场保持快增。根据艾媒数据显示，复合调味品市场规模从2018年的1133亿元增长至

2022 年的 1786 亿元，近五年 CAGR 达 12%；且相较美日韩 60%+ 的渗透率仍有较大提升空间。对此，公司立足盐业，积极开拓复调业务，提升食盐产品附加值。

3 钠为化工之母，以盐化工为轴，拓宽基石延伸链条

我国是全球原盐产能和产量最大的国家；根据百川盈孚数据显示，2023 年我国原盐产能达 11682 万吨，同年产量达 9126 万吨。而原盐产业链下游主要以化工产品为主，具体包括纯碱、氯碱（含烧碱）、金属钠等。例如，在 23 年 9959 万吨的全国年原盐表观消费量中，纯碱（碳酸钠；又称苏打、碱灰、碱面）、烧碱（氢氧化钠）分别占 39.06%/56.08%。

3.1 供需变局下，纯碱等盐化工产品进入发展新周期

3.1.1 监管政策优化供给格局，两碱进入发展新周期

纯碱素有“化工之母”的美称，广泛应用于建材、化工、冶金、纺织、食品、国防、医药等国民经济诸多领域。按生产工艺划分，纯碱的生产可以分为天然碱法和合成碱法，而后者又分为氨碱法和联碱法；其中天然碱法成本、环保等优势突出，但受限于资源分布不均，目前全球多数国家仍以合成碱法为主。从供需结构变化看，纯碱行业近年步入发展新周期，行业集中度提升同时价格波动周期被进一步拉长。

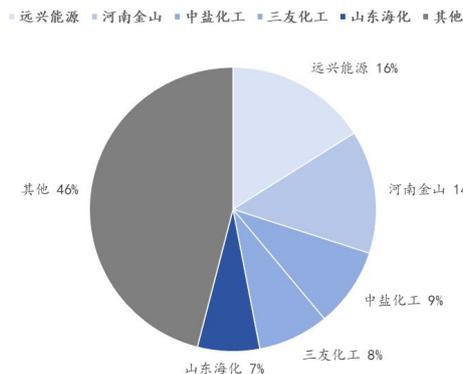
- **环保法等限制合成碱，但伴随头部企业大幅扩充天然碱产能，我国纯碱业呈现供给呈现逐步宽松化、头部集中化等趋势。**2016-2022 年期间，受限于行业高准入门槛及环保高标准等，我国纯碱产能增长缓慢；但随着远兴能源阿拉善天然碱项目逐步投产（一期年产能 500 万吨），纯碱产能显著提升至 23 年末 4165 万吨；且预计行业未来新增产能以天然碱为主。同时，我国纯碱产量在产能扩张和需求扩容等拉动下持续增长，2023 年约 2982 万吨。竞争端，纯碱行业整体集中度较高，尤其在 23 年头部碱厂扩产能下，行业 CR5 达 54%。

图表 17: 限制纯碱产能等政策法规

时间	政策法规
2010 年	工信部印发《纯碱行业准入条件》，要求中、东部地区，西南地区不再审批新建、扩建氨碱项目，西北地区不再审批新建、扩建联碱项目等。
2016 年	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，明确纯碱等行业新增产能实行等量或减量置换，严格控制新增产能规模。
2019 年	国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，新建纯碱(井下循环制碱、天然碱除外)属于“限制类”项目，基本不允许新建，对现有生产能力根据各地具体政策允许企业在一定期限内采取措施改造升级或等量置换；而天然碱属于“允许类”项目。

数据来源：中国工信部，人民网，流程工业，华福证券研究所

图表 18: 23 年我国纯碱产能结构

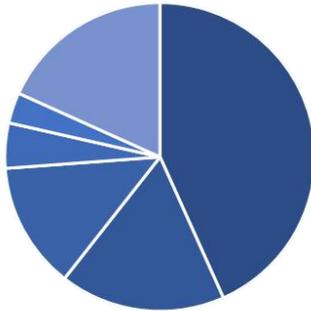


数据来源：远兴、中盐、三友、山东公司公告，观研报告网，华福证券研究所；其中，远兴计入一期所有产能

- **建筑、汽车业支撑，新能源引领，预计纯碱需求端保持稳步增长。**2023年我国纯碱表观消费量为2901万吨，同比增长9.16%，73%主要应用在玻璃领域，包括平板玻璃、光伏玻璃、日用玻璃，三者消费占比分别为43%/17%/13%。随着近年光伏产业快速发展、锂电池渗透催生碳酸锂需求等，国内纯碱需求持续扩张。其中，光伏玻璃2023年已超过日用玻璃成为纯碱下游第二大应用领域；而平板玻璃的需求景气度主要受到房地产和汽车行业影响。整体来看，平板玻璃支撑纯碱基础需求，同时新能源应用快速提升，带动纯碱需求呈上升趋势，预计2030年光伏和锂电行业有望形成约千万吨以上的纯碱需求增量。

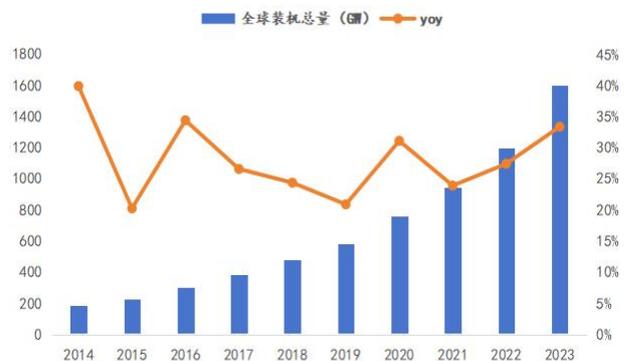
图表 19: 2023 年我国纯碱下游消费结构占比 (%)

■ 平板玻璃 ■ 光伏玻璃 ■ 日用玻璃 ■ 硅酸盐 ■ 焦亚硫酸钠 ■ 其他



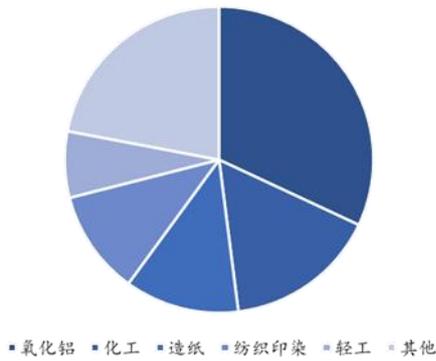
来源: 百川盈孚 BAIINFO, 华福证券研究所

图表 20: 全球光伏装机总量及增长情况 (GW)

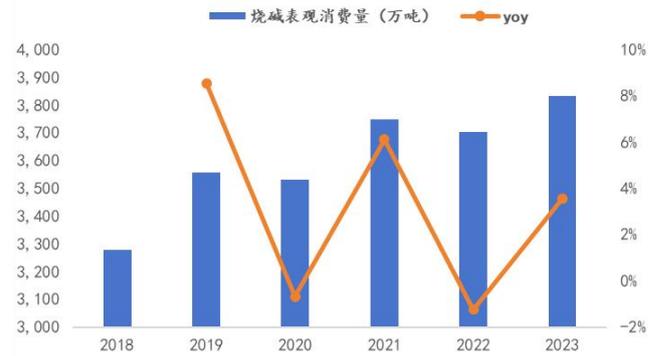


来源: 中玻网, 光伏专委会 CPVS, 华夏能源网, 中国电力报, 坎德拉光伏, 艾邦光伏网, 光伏們, 华福证券研究所

氯碱平衡将优化烧碱供给格局，氧化铝有望拉动烧碱需求持续增长。一方面，烧碱是重要的基础化工原料，下游主要应用在氧化铝，化纤印染，化工行业等领域。近年来随着氧化铝、纸浆、化纤等行业景气度的上升，烧碱的需求量也在逐年增加；同时，造纸与锂电行业进一步拉动烧碱需求增长。例如2023年，我国烧碱总消费量达3832万吨，同比增长5.83%。另一方面，目前我国烧碱总产能达到4088万吨/年，是全球烧碱产能最大国家。作为高耗能行业，烧碱的用电成本较大，而截至2020年底，我国烧碱行业能效优于标杆水平的产能约占15%，能效低于基准水平的产能约占25%；未来无论是氯碱用电价格上调加大企业生存运营压力，还是“双碳”政策执行（到2025年，烧碱领域能效标杆水平以上产能比例达到40%，能效基准水平以下产能基本清零），行业将不断淘汰落后产能，同时新产能落地难度加大。从竞争格局看，当前我国烧碱行业的产能分布较为分散，行业集中度仍有较大提升空间。


图表 21: 我国烧碱下游消费结构占比 (%)


数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

图表 22: 2018-2023 年中国烧碱表观消费量及同比增速


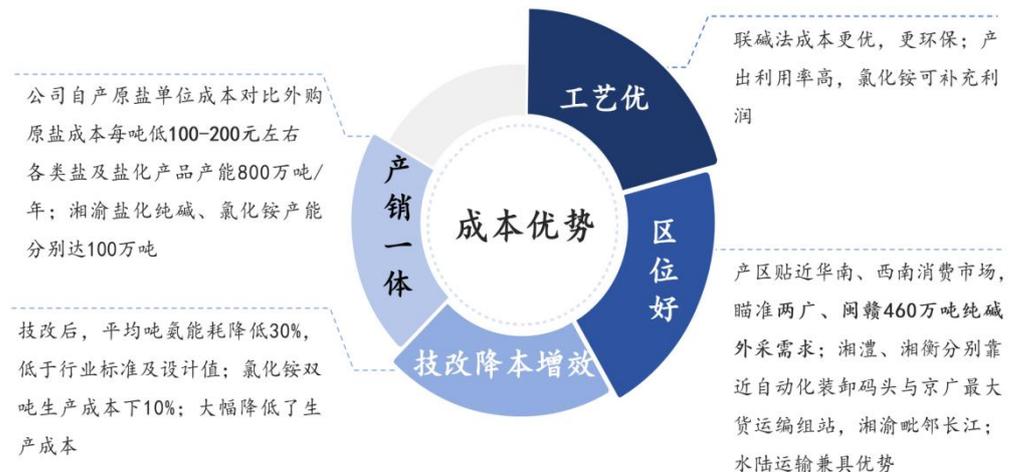
数据来源: 公司公告, 观研天下网, 中国化工报, 期货日报, 期货日报产业服务联盟, 华福证券研究所

3.1.2 盐化工区域市场优势大, 并购整合能力强

立足充沛的矿产资源、独特的区位布局以及优质的治理结构, 公司持续强化盐化工业务的成本优势。

首先, 公司具备充足的盐矿资源、产销一体构筑原盐端成本优势, 各类盐及盐化产品产能 800 万吨/年, 其中湘渝盐化纯碱、氯化铵年产能预计在今年达到 100 万吨; 且在盐产业链延伸扩张中积累了技术创新优势, 例如公司 23 年新增授权专利 105 项, 累计授权专利 353 项。其次, 公司采用联碱法工艺, 相比氨碱法, 在环保和成本方面具有一定竞争优势; 同时, 联碱工艺的副产品氯化铵也有助于公司补充利润。另外, 公司通过技改等项目持续强化自身成本优势, 例如湘渝盐化煤气化节能技术升级改造项目节能降耗效果明显, 平均吨氨能耗同比下降约 30%, 显著降低了生产成本, 最终技改后纯碱氯化铵双吨直接生产成本同比下降 10% 以上。最后, 覆盖区域内两广、福建及江西等省纯碱外采需求达 460 万吨, 同时两碱用盐及两碱产品均具有一定的销售半径; 而公司盐矿生产基地贴近西南、华南等消费市场, 如湘澧公司具备自动化装卸的水运码头, 年吞吐量过百万吨; 湘衡地处京广线最大的货运编组站且拥有铁路栈桥专线, 向下覆盖两广乃至东南亚; 湘渝盐化可覆盖西南市场, 且毗邻长江, 水陆交通便利, 故相较其他北方纯碱企业具备较强的价格优势。

图 23: 华南、西南等市场存在产能缺口, 公司成本优势较大

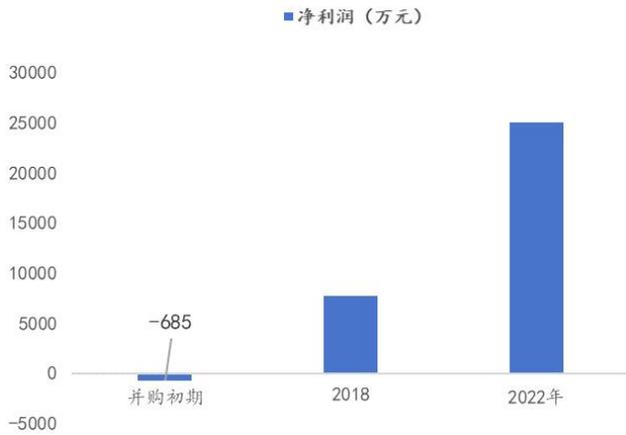


数据来源: 公司公告, 粮油调味营销, 调味多多, 华福证券研究所

公司秉持“敢为人先”的发展精神, 多次并购成功案例已充分说明公司具备强大的整合孵化能力。

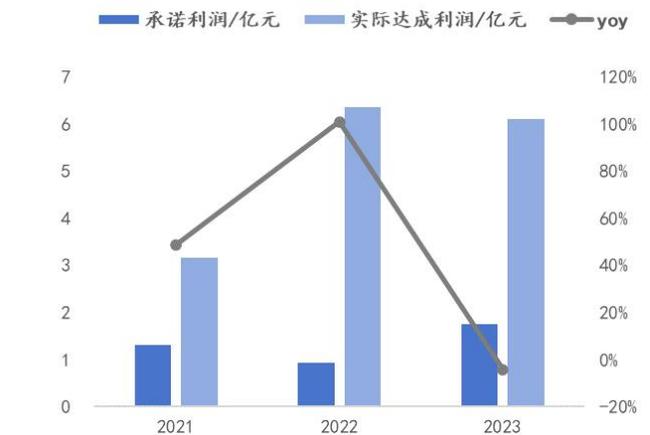
公司率先开启省外并购扩张道路, 例如公司在盐改前收购江西的九二盐矿(曾亏损严重的国有企业, 在轻盐集团收购前, 已连续亏损了多年), 14年收购后公司从湘衡子公司调派大量经验丰富的技术人员, 对九二盐业进行升级整改, 同时围绕九二盐业进行盐化工延伸, 包括建设年产30万吨烧碱、18万吨双氧水等产线。随后, 九二盐业从并购之初的亏损685万, 迅速扭亏为盈, 并在2018年烧碱景气期为雪天盐业贡献的利润超7681万元; 尤其在21年发布可转债推动技改后, 次年九二盐业实现利润约2.5亿元, 已成为公司利润增长的重要一极。而经过并购九二项目后, 公司积累了充足的前期探索和实践经验; 这也为公司2018年收购重庆盐化(湘渝盐化前身)、帮助其扭亏为盈乃至成为公司利润高增的核心驱动力奠定基础。具体而言, 湘渝盐化在收购之初不过是一家亏损高达1.8亿元的老化工企业, 但在公司的加持、孵化下, 包括引战投、强管理和搞技改等全面革新, 湘渝盐化在收购第二年扭亏为盈, 利润超8000万元, 随后2020-2023湘渝利润持续高速增长至6.7亿元, 远超业绩承诺要求的1.76亿元; 同时资产负债率从111.15%下降至38.3%。

图表 24: 九二盐业收购以来利润增长情况



数据来源: 公司公告, 中国财富网, 华福证券研究所

图表 25: 湘渝盐化收购后利润表现大幅超越承诺

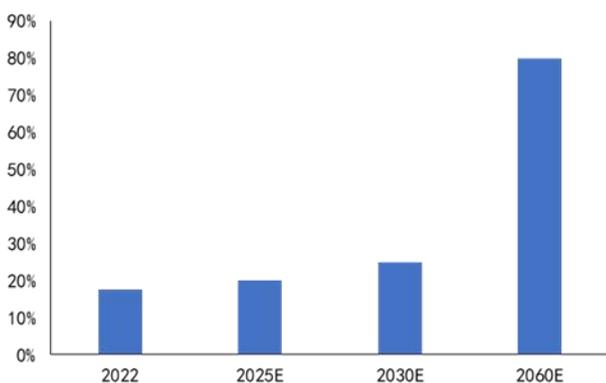


数据来源: 公司公告, 证券市场周刊, 华福证券研究所

3.2 新能源市场空间广阔, 公司以盐为轴、加速布局

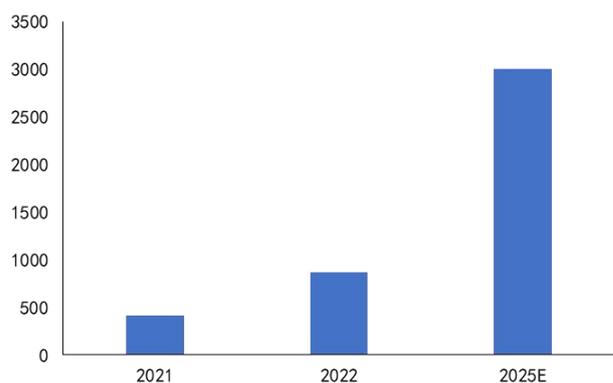
双碳政策催生储能等新能源发展机遇。双碳政策是我国的重大战略决策, 旨在 2030 年前实现碳达峰, 2060 年前实现碳中和, 是破解资源约束, 实现高质量可持续发展的重要战略选择。国家能源局发布的《新型电力系统发展蓝皮书》指出, 到 2030 年我国非化石能源消费比重达到 25%左右, 到 2060 年达到 80%以上。储能将成为新型电力系统中的重要环节。新型储能项目包括新型锂离子电池、压缩空气、液流电池等。以盐穴储能为例, 其基本原理是将被压缩的空气储存到巨大的盐穴当中, 等到需要使用电力时再将这部分被压缩的空气从盐穴中释放出来, 利用压力释放时产生的能量来进行发电; 同时, 盐穴的石壁相对光滑, 形态比较稳定且密封性良好, 符合压缩空气储能的要求。截至 2022 年底, 我国新型储能项目装机规模达到 870 万千瓦, 同比增长 110%, 据国务院通知数据显示, 预计到 2025 年新型储能市场装机规模达 3000 万千瓦以上。总之, 在“双碳”等政策鼓励下, 锂电、储能等新能源迎来加速发展; 而后者崛起也为公司盐化工板块发展创造际遇。

图表 26: 我国非化石能源消费量比重及目标 (%)



数据来源: 中国财经, 新华报业网, 华福证券研究所

图表 27: 我国新型储能市场累计装机规模 (万千瓦)



数据来源: 新华网, 中国储能网, 华福证券研究所



“盐+新能源”方面，公司持续发力盐穴储能等下游领域。在盐矿资源优势的加持下，公司聚焦盐资源，深度开拓延伸产业链同时提升盐化工产品附加值。具体而言，公司顺应双碳战略决策下的能源转型需求，积极探索新能源产业，为延长公司产业链赋能。例如，公司旗下的湘衡盐化具备实施盐穴储能的基本条件，根据测试407-408井组腔体物理体积约为25万立方米；同时，公司与中国电力、清华大学合作，打造湖南省首个压缩空气储能示范项目，助力“宁电入湘”以及湖南省千万千瓦能源基地的规划。

公司积极向现代盐化工业转变，在盘活自身资源和发挥产业优势的基础上，通过纯碱-电池级纯碱-钠、锂离子电池正极材料产业链的延伸，切入高附加值行业。具体而言，碳酸锂是制作锂电池正极材料的关键原料，基于纯碱产品自身附加值较低的特点，且纯碱在碳酸锂制程当中必不可少（生产1吨碳酸锂约消耗1.8-2吨纯碱），公司发展电池级纯碱对提升盐化工板块产品附加值具有重要意义。此外，相比锂离子电池，钠离子电池具备安全性高、低温性能佳、倍率性好等优势，钠离子电池在电动车、储能等应用场景具备较大市场空间，应用钠离子电池代表未来储能的趋势。对此，公司以美特新材为平台，战略布局延伸至“钠”电池正极材料行业；其中，23年公司成立湖南省首家钠电研究院，并发布合作开发4款钠电正极产品，锂离子电池正极材料智能生产线项目即将建成投产；湘渝盐化首期1万吨电池级纯碱项目建设正在推进中。

图表 28：雪天盐业储能及新能源电池材料行业布局

项目	内容
盐穴储能	与中国电力、清华大学合资成立中雁清盐储能科技股份有限公司，打造国家新型储能创新示范高地。
电池级纯碱	与电池材料企业进行合作测试，打造杂质更少、纯度更高的电池级纯碱产品。
钠电池正极材料	参股美特新材，进军新能源电池正极材料行业，与国内领先的电池和材料研发领域科研院所合作延伸至钠离子电池正极材料行业。

数据来源：公司公告，证券时报网，华福证券研究所

4 盐化工扩产释放业绩潜力，小包盐快增拔高盈利能力

公司坚定推进“盐+食品”、“盐+化工”以及“盐+新能源”的一体三翼战略，并以盐为轴，持续双轮驱动。其中，食盐板块一方面持续推进产品升级与全国化扩张，另一方面加强与下游食品、调味品企业等合作，开辟新赛道、进军复调业等。而纯碱等盐化工产品充分发挥自身区位、工艺等形成的成本优势，积极扩产把握行业结构性机遇。此外，公司战略性布局储能、钠离子电池等新能源业务，为持续扩张奠定基础、打开空间。



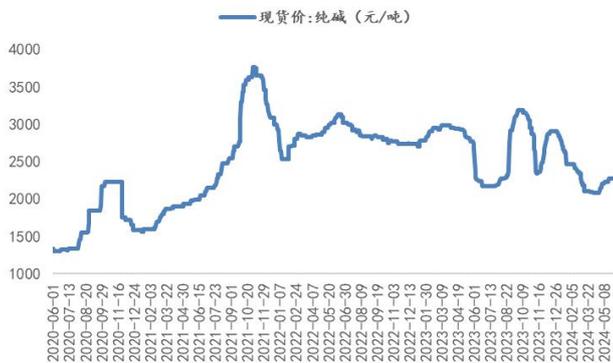
4.1 纯碱扩产为主、氯铵烧碱为辅，盐化工提振业绩弹性

近年来，盐化工板块在公司营收、利润占比持续提升，尤其纯碱产品的规模扩张与盈利提升，对公司经营业绩影响较大。虽然近年天然碱产能扩张使得我国纯碱市场维持供大于求态势，但光伏等新能源行业快速发展提供了需求支撑，叠加行业集中度高、头部企业存在一定价格默契度；因此，纯碱行业进入发展新周期。公司纯碱产能集中在华南、西南片区。为满足覆盖区域所存在的460万吨纯碱外采需求，公司积极扩产同时深化成本优势。预计衡碱项投产后可迅速抢占市场份额，从而贡献营收规模增长、提升公司在纯碱行业中的话语权。

- **湘渝盐化在西南市场基本盘牢固，系公司营收、利润重要来源；同时湘渝通过技改扩充产能、强化成本优势。**公司自并购、孵化湘渝盐化以来，纯碱业务实现规模跃迁、质效双升。具体而言，湘渝盐化地处重庆万州，毗邻长江、交通便利，在生产端采用的是联碱工艺；目前纯碱等产品辐射西南区域及周边市场，客户基础牢固。尤其23年经过增设联碱改造装置以及煤气化节能技术升级后，湘渝盐化将纯碱、氯化铵产能扩充至百万吨级同时降低了生产成本，目前双吨成本低于联碱工艺标杆。相应地，湘渝盐化主要采取现款现货的销售模式，对贸易商采用先款后货的销售方式，良好的现金流印证公司在西南区域市场的产品竞争力。此外，从全国市场看，2023年西南区域纯碱产品价格较高，有助于提振公司盈利能力。
- **衡碱项目落地有助于满足优势区域内的外采需求、扩充营收规模，同时促进公司向纯碱行业头部企业进化。**2024年2月，公司披露新建衡阳绿色低碳盐碱产业基地，总投资约88亿元（资金来源：银行贷款50%，自有资金占25.5%，其余通过股权募资解决），计划于2024年6月开工，2026年6月完工，根据当前已取得的批复规划，建成后预计形成产能合成氨60万吨/年、纯碱80万吨/年、氯化铵80万吨/年、工业盐150万吨/年。考虑到项目所在地650公里区域范围内纯碱市场外采需求较大，产品主要销往省内及华南区域，未来将凭借区位、运输等成本优势迅速抢占市场份额。总之，项目完工后，公司纯碱产能预计达到行业头部水平。



图表 29: 重质纯碱近年价格走势



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 30: 2023 年重质、轻质纯碱在各区域价格对比 (元/吨)



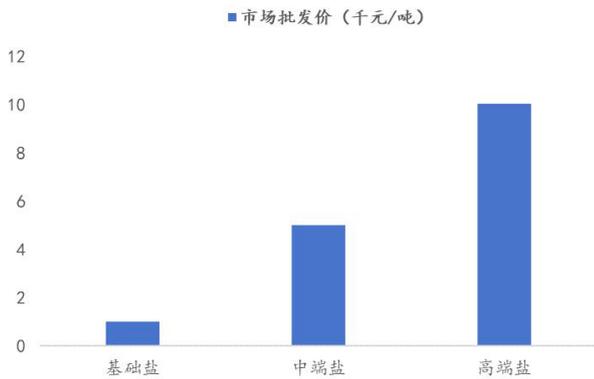
数据来源: 玻多多《2023 年中国纯碱产业年度报告》, 华福证券研究所

4.2 小包盐全国化扩张、高端化升级, 提振整体盈利能力

小包盐高端化升级、全国化扩张带动食盐业务量价齐增, 进而提振公司整体盈利能力。食用盐按渠道可划分为 B、C 端产品, 其中 C 端是指家庭、餐饮企业使用的小包食盐; 小包盐分为基础盐、中端盐、高端盐, 其中基础盐价格相对稳定, 市场批发价 1000 元以上/吨, 不同品牌的区别不大, 而中高端盐价格差异大、盈利能力强, 中端盐的批发价格一般是基础盐的 3~4 倍, 市场批发价在 5000 元以上/吨, 高端盐更是达到 1 万元/吨以上。相应地, 以公司食用盐提质升级技术改造项目为例, 2020-22 年中高端小包盐销售单价均显著高于普通小包盐, 两者三年平均每吨价格分别为 4030/1307 元, 均明显高于大包盐售价。同时, 公司 2021 年披露大小包食用盐毛利率约 30%; 考虑到小包盐溢价更高, 预计其盈利能力更强, 整体毛利率高于 40%。

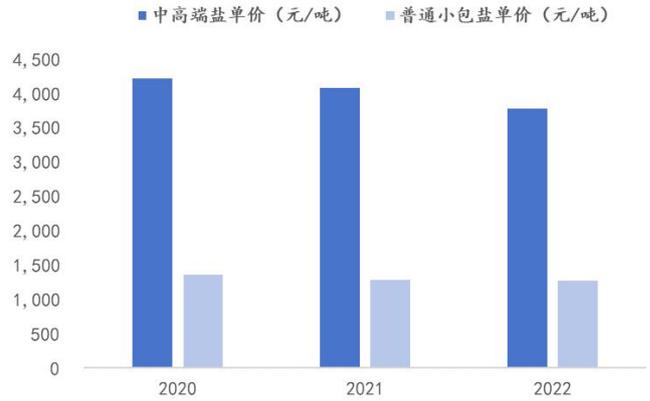
未来在创新驱动下, 公司不断夯实高端化、全国化战略, 进一步驱动食盐业务量价齐增。其中, 小包盐在省内市场覆盖率几乎见顶, 目前加速结构升级; 而省外扩张进入第二阶段: 流通铺货拓市场+渠道补能发力高端化并举。而且截止 2023 年, 公司各类盐毛利率为 32.2%, 整体毛利率 31.1%; 未来随着食盐需求分层, 消费高端化及健康化崛起, 小包盐加速高端化升级、全国化扩张, 从而提振公司整体盈利能力, 释放利润增长弹性。

图表 31: 小包盐低端、中端、高端市场批发价对比



数据来源: 粮油调味营销, 华福证券研究所

图表 32: 20-22 年雪天中高端、普通小包盐销售单价



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对未来业绩做出以下假设:

盐产品板块: 消费升级契机下, 高端化、品质化、差异化、健康化等消费趋势应运而生。而公司具备产品品质优、研发强、品牌势能高, 并初步建立起全国化销售网络。未来随着公司小包盐高端化、全国化战略的稳步推进, 预计公司各类盐业务实现量价齐增, 预计 2024-26 年吨价增速分别为 1.2%/1%/0.8%, 销量增速分别为 8%/7%/7%, 营收增速分别为 9.3%/8.1%/7.9%。

纯碱板块: 尽管近年天然碱产能扩张使得我国纯碱市场维持供大于求态势, 但光伏等新能源行业快速发展提供了需求支撑, 叠加行业集中度高、头部企业存在一定价格默契度; 因此, 纯碱行业进入发展新周期。公司纯碱产能集中在华南、西南片区, 覆盖区域存在 460 万吨纯碱外采需求, 公司积极扩产同时深化成本优势; 预计衡碱项目投产后将提振整体业绩表现。预计 24-26 年纯碱吨价增速分别为 0%/0.5%/0.5%, 销量增速分别为 6%/9%/8%, 营收增速分别为 6%/9.5%/8.5%。

氯化铵和烧碱板块: 氯化铵主要应用于化肥, 与尿素存在替代关系, 近期尿素涨价有助于促进氯化铵销量、价格提升。同时, 公司采取联碱工艺, 湘渝项目扩产与衡碱项目规划均有助于氯化铵产能扩张, 匹配下游需求增长。故预计 24-26 年氯化铵吨价增速分别为 5%/0.5%/0.5%, 销量增速分别为 20%/5%/6%, 营收增速分别为 26%/5.5%/6.5%。而烧碱业务增长主要靠拓展新客户与市场价格改善; 故预计 24-26 年烧碱业务吨价增速分别为 1%/1%/1%, 销量增速分别为 6%/6%/6%, 营收增速分别为 7.1%/7.1%/7.1%。

毛利率: 2023 年纯碱与各类盐在公司毛利润占比达 77%, 而两者分别占 39%/38%;



故公司毛利率主要受到纯碱以及各类盐产品价格影响。其中，小包盐高端化升级、全国化扩张带动食盐业务量价齐增，进而提振公司整体盈利能力。而纯碱产品也进入行业新周期，整体价格韧性较高，叠加公司通过技改等措施持续改善自身成本，故预计纯碱毛利率呈持续改善态势。因此预计公司 24-26 年毛利率为 31.1%/32.4%/33.5%。其中，各类盐毛利率分别为 32.8%/33.4%/34%，纯碱板块毛利率分别为 36.7%/39.9%/42.4%。

图表 33: 公司业绩拆分预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
各类盐业务				
收入 (百万元)	2357.44	2576.58	2784.51	3003.26
yoy	-11.2%	9.3%	8.1%	7.9%
销量 (万吨)	433	467	500	535
yoy	0.4%	8%	7%	7%
吨价 (元/吨)	545	551	557	561
yoy	-11.5%	1.2%	1.0%	0.8%
毛利率	32.21%	32.8%	33.4%	34.0%
业务比例	37.65%	37.60%	37.83%	38.06%
纯碱业务				
收入 (百万元)	1768.02	1874.10	2052.98	2228.30
yoy	-0.6%	6.0%	9.5%	8.5%
销量 (万吨)	80	85	92	100
yoy	6.7%	6%	9%	8%
吨价 (元/吨)	2213	2213	2224	2235
yoy	-6.9%	0.0%	0.5%	0.5%
毛利率	41.93%	36.7%	39.9%	42.4%
业务比例	28.23%	27.35%	27.89%	28.24%
氯化铵				
收入 (百万元)	823.08	1037.08	1094.38	1165.84
yoy	-2.2%	26.0%	5.5%	6.5%
销量 (万吨)	92	110	116	123
yoy	19.7%	20%	5%	6%
吨价 (元/吨)	897	942	947	951
yoy	-18.4%	5.0%	0.5%	0.5%
毛利率	24.64%	30.0%	30.5%	31.0%
业务比例	13.14%	15.13%	14.87%	14.77%
烧碱				
收入 (百万元)	527.96	565.23	605.14	647.86
yoy	-22.9%	7.1%	7.1%	7.1%
销量 (万吨)	59	63	66	70
yoy	20.1%	6%	6%	6%
吨价 (元/吨)	894	903	912	921
yoy	-35.8%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	17.50%	18.0%	18.5%	19.0%
业务比例	8.43%	8.25%	8.22%	8.21%



合计				
收入 (百万元)	6262.05	6853.19	7359.84	7891.86
yoy	-2.77%	9.44%	7.39%	7.23%
毛利率	31.13%	31.11%	32.41%	33.54%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5.2 投资建议

公司处于盐产业链，主要业务包括各类盐、盐化工等，其中盐化工板块近年营收、利润贡献占比较大。而公司各类盐业务以食盐为主，后者属于调味品赛道；故选取化工龙头中盐化工，食盐区域龙头云南能投以及调味品龙头海天味业作为可比公司。其中，2024-2026年可比公司平均PE分别为18/15/14倍。预计公司24-26年归母净利润将达到7.8/8.8/10亿元，分别同增10%/13%/13%。考虑到公司盐矿资源充沛、治理能力强、发展势能高等优势，预计公司可通过内生、外延等路径实现稳健快增。因此，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 34：可比公司估值表

公司	市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
云南能投	120	13.02	0.52	0.88	1.05	1.28	25	15	12	10
中盐化工	108	7.35	0.79	1.03	1.33	1.48	9	7	6	5
海天味业	1,972	35.46	1.01	1.12	1.25	1.39	7	32	28	26
平均值			0.65	0.96	1.19	1.38	17	18	15	14
雪天盐业	95	5.70	0.43	0.47	0.53	0.60	13	12	11	10

数据来源：ifind，华福证券研究所；可比公司一致预期选取时间为2024/6/10

6 风险提示

盐化工产品价格下行风险：公司盐化工板块，纯碱、烧碱等大宗商品价格存在一定周期性，公司业绩会受到产品价格波动影响。

盐化工板块新增产能不及预期风险：公司未来业绩增长与盐化工板块（纯碱、氯碱）新增产能关联度高，若项目建设不及预期，则会影响未来公司业绩。

食盐中高端产品推广、全国渠道建设不及预期：全国化及高端化为公司食盐板块发展的重要战略，目前来看食盐板块业务仍占较高比重，公司业绩易受到食盐板块产品推广及渠道建设影响。

食品质量安全风险：食盐等产品若出现质量安全问题，将严重影响公司知名品牌形象，并进一步造成销量大幅下滑。



图表 35: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,360	3,952	4,984	5,625	营业收入	6,262	6,853	7,360	7,892
应收票据及账款	449	428	445	398	营业成本	4,313	4,721	4,974	5,245
预付账款	60	117	122	131	税金及附加	121	132	142	152
存货	430	634	752	670	销售费用	412	425	442	466
合同资产	0	0	0	0	管理费用	398	425	442	458
其他流动资产	762	961	941	997	研发费用	230	240	250	260
流动资产合计	4,060	6,093	7,245	7,821	财务费用	-13	0	58	105
长期股权投资	123	120	100	100	信用减值损失	-1	-3	-1	-1
固定资产	5,152	5,117	5,484	5,913	资产减值损失	-15	-3	-5	-3
在建工程	405	905	1,405	1,905	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	815	850	817	795	投资收益	1	1	1	1
商誉	105	105	105	105	其他收益	65	50	40	30
其他非流动资产	551	558	568	568	营业利润	868	957	1,089	1,234
非流动资产合计	7,151	7,655	8,479	9,386	营业外收入	38	14	14	14
资产合计	11,211	13,748	15,723	17,207	营业外支出	33	12	20	20
短期借款	164	0	0	0	利润总额	873	959	1,083	1,228
应付票据及账款	963	1,140	1,202	1,238	所得税	143	158	178	202
预收款项	0	0	0	0	净利润	730	801	905	1,026
合同负债	210	445	442	474	少数股东损益	21	24	27	31
其他应付款	1,002	800	700	600	归属母公司净利润	709	777	878	995
其他流动负债	399	420	435	451	EPS (按最新股本摊薄)	0.43	0.47	0.53	0.60
流动负债合计	2,739	2,806	2,779	2,763					
长期借款	115	2,115	3,615	4,615					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	182	182	182	182					
非流动负债合计	297	2,297	3,797	4,797					
负债合计	3,036	5,103	6,576	7,560					
归属母公司所有者权益	7,655	8,102	8,577	9,046					
少数股东权益	519	543	570	601					
所有者权益合计	8,174	8,645	9,147	9,647					
负债和股东权益	11,211	13,748	15,723	17,207					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,045	1,219	1,446	1,845
现金收益	1,213	1,429	1,592	1,797
存货影响	106	-205	-118	82
经营性应收影响	165	-34	-17	41
经营性应付影响	552	-25	-38	-64
其他影响	-991	54	27	-11
投资活动现金流	-916	-1,130	-1,453	-1,574
资本支出	-984	-1,127	-1,463	-1,573
股权投资	-119	3	20	0
其他长期资产变化	187	-6	-10	-1
融资活动现金流	1,010	1,504	1,039	369
借款增加	-176	1,836	1,500	1,000
股利及利息支付	-398	-473	-685	-869
股东融资	1,097	0	0	0
其他影响	487	141	224	238

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-2.8%	9.4%	7.4%	7.2%
EBIT 增长率	-12.8%	11.5%	19.0%	16.8%
归母公司净利润增长率	-7.9%	9.7%	12.9%	13.4%
获利能力				
毛利率	31.1%	31.1%	32.4%	33.5%
净利率	11.6%	11.7%	12.3%	13.0%
ROE	8.7%	9.0%	9.6%	10.3%
ROIC	10.8%	9.4%	9.4%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	27.1%	37.1%	41.8%	43.9%
流动比率	1.5	2.2	2.6	2.8
速动比率	1.3	1.9	2.3	2.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	5	2	0	0
存货周转天数	40	41	50	49
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.47	0.53	0.60
每股经营现金流	0.63	0.73	0.87	1.11
每股净资产	4.61	4.88	5.17	5.45
估值比率				
P/E	13	12	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	30	25	23	20

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn