

# 食品饮料

## 盐为百味源，改革塑新机

### 投资要点：

本文就盐改催生的供需变局，探讨了C端小包盐市场机会、当前的竞争格局以及竞争突围的能力抓手，同时本文进一步梳理了区域龙头推动省外市场扩张的具体路径与发展阶段，并推演了区域龙头在全国化扩张过程中小包盐业务的盈利趋势或节奏。

#### ➤ 盐改催生行业供需变局，小包盐迎健康化、高端化机遇

盐改政策落地，驱动食盐业供需优化升级，其中需求端朝着全国统一大市场发展，同时食盐需求端呈现健康化、高端化趋势，故品类创新、结构升级系小包盐市场核心逻辑。尤其在核废水等事件深化下，“少吃盐、吃好盐”或成为食盐消费趋势；且鉴于我国中高端食盐份额低于海外，预计小包盐中长期以价增为扩容抓手。而食品加工盐销量大，但产品附加值低，受减盐运动影响较大。

#### ➤ 小包盐格局优化空间大，龙头竞争优势凸显

盐业改革以来，食盐市场集中度在不断提升；其中，C端小包盐市场结构升级、整合空间更大；而产销一体、品牌势能、渠道优势以及整合能力共同构成小包盐市场竞争突围的核心抓手。因此，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。

#### ➤ 小包盐省外扩张路径，盈利能力释放节奏推演

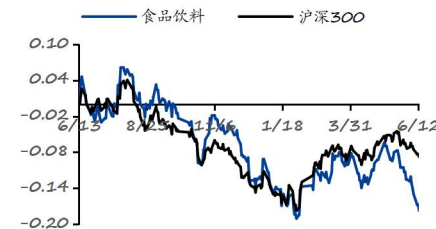
区域龙头推动小包盐省外扩张具有四条典型路径，其中内生性增长模式包括率先在相对优势的区域建渠道、打品牌、做市场，线上电商以及出口贸易。最后，对于市场空间最大的线下省外扩张路径，公司小包盐业务盈利能力或许面临先降后升的发展周期，尤其在省外扩张初期，毛利率或许面临较大挑战，但随着省外销售爬坡、规模效应出现，省外业务将逐步跨越盈亏平衡；随后的渠道向上补能、产品结构优化，将推动小包盐业务整体跨越盈利能力拐点，进入上升周期。

#### ➤ 风险提示

国内需求复苏不及预期风险，食盐产品推广及渠道建设不及预期，竞争格局恶化风险，食品质量安全

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 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

- 1、古茗招股书梳理：拓店提速稳固市场规模基本盘，深耕下沉市场发展动能强劲——2024.06.10
- 2、周观点 | 暑季酒类赛事催化，餐饮关注边际改善——2024.06.09
- 3、低估值、高报表端增长韧性，把握白酒修复机会——2024.06.02



## 正文目录

1 盐为百味源头、改革塑新机，盐业龙头结构升级、省外扩张双轮驱动 .....	3
1.1 盐改催生行业供需变局，食盐市场进入发展新周期 .....	3
1.2 小包盐迎健康化、高端化机遇，价值提升引领市场扩容 .....	4
1.3 小包盐格局优化空间大，龙头竞争优势凸显 .....	7
1.4 小包盐省外扩张路径，盈利能力释放节奏推演 .....	11
2 风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 盐改政策梳理 .....	4
图表 2: 我国食盐产能富足 .....	5
图表 3: 我国食盐市场总量趋于饱和 .....	5
图表 4: 食用盐主要产品结构 .....	5
图表 5: 食用盐销量分类情况 .....	5
图表 6: 小包盐销量整体稳定 .....	6
图表 7: 食盐零售月均价整体呈上升趋势 (元/kg) .....	6
图表 8: 价格带，中高端代表品牌 .....	6
图表 9: 国内食盐行业竞争格局梳理 .....	8
图表 10: 食盐市场竞争格局呈金字塔 .....	9
图表 11: 注册盐企、定点生产企业数量以及平均产能 (万吨) .....	9
图表 12: C 端小包盐市场核心竞争抓手 .....	10
图表 13: 2020 年部分省份原盐产量差异大，盐矿资源不平衡 .....	10
图表 14: 盐业公司省外扩张路径梳理 .....	11
图表 15: 省外市场空间更大，省内结构升级进度更好 .....	12
图表 16: 小包盐低端、中端、高端市场批发价对比 .....	12
图表 17: 小包盐全国化扩张期间，对应盈利能力的释放节奏 .....	13



## 1 盐为百味源头、改革塑新机，盐业龙头结构升级、省外扩张双轮驱动

盐是我国饮食文化中的瑰宝，并塑造出国人“五味之中，以咸为首”的饮食习惯。作为生活中的刚需品，食盐不仅提供调味功能，而且是维持人体健康所必不可少的营养物质。因此，千百年来食盐行业一直实行国家专营制度，即食盐的生产、运输、销售、定价等均由国家政府统一管理。随着2017年盐业改革正式落地，行业供需端迎来发展新机遇。其中小包盐在放开价格管控与区域销售限制后，需求端呈现健康化、高端化趋势，尤其在日本核废水催生品牌化、差异化机遇下；同样，小包盐供给端存在较大整合空间，各省区龙头在巩固省内份额同时积极抢占省外市场。

然而，我国食盐产能富足，供给弹性大，在盐改放开省区销售限制后，市场一度出现价格战等恶性竞争现象，并造成许多盐业公司阶段性盈利下滑；同时，部分区域仍存在一定地方保护主义，也影响盐业公司进行省外扩张；还有在消费力承压下，食盐结构升级或高端化趋势又该如何延续深化。对此，本文就盐改催生的供需变局，探讨了C端小包盐市场机会、当前的竞争格局以及竞争突围的能力抓手，同时本文进一步梳理了区域龙头推动省外市场扩张的具体路径与发展阶段，并推演了区域龙头在全国化扩张过程中小包盐业务的盈利趋势或节奏。

### 1.1 盐改催生行业供需变局，食盐市场进入发展新周期

盐改政策落地，驱动食盐业供需优化升级，其中需求端朝着全国统一大市场发展，并迎来品类多元化、品牌差异化发展机遇；供给端同样存在较集中化、并购整合机遇。

- **食盐专营时代（1949-2016）**：新中国成立以来，食盐行业历经数十年的专营期，期间食盐的生产、运输以及销售等环节均受到严格的限制，包括生产端在1996年实行定点生产资质管理，运输端需要许可证，销售端由地方食盐专营公司负责，定价方面也主要由地方政府决定，故呈现出较强的区域保护主义。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。
- **盐业改革落地（2017-至今）**：2017年，我国食盐业开启全面市场化改革历程：其中，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；企业治理端，明确允许社会资本参与食盐业兼并重组、鼓励跨区域经营，提升盐业集团市场竞争力与行业整体集中度。此外，国家放开食盐产品价格管制，同时鼓励食盐供给差异化（除了加碘盐，还有无碘盐、低钠盐、加



钙盐、竹盐、风味盐等），以匹配消费者需求多元化趋势、形成市场需求的高中低三级价格体系。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 1: 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：雪天公司公告，华福证券研究所

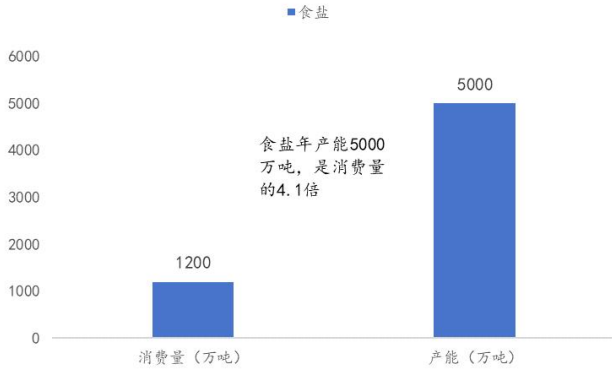
## 1.2 小包盐迎健康化、高端化机遇，价值提升引领市场扩容

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对食盐品类、品牌的认知。

我国食盐产能富足，需求端平稳微增，但盐矿资源分布高度不均衡催生市场机遇。从供给端来看，我国是全球原盐产能和产量最大的国家，食盐产能富足，全年约 5000 万吨，是消费量的 4.1 倍。尽管国内食盐整体产能充沛，但盐矿分布极不均衡，主要集中于新疆、青海、四川、云南、湖北五个省；同样，2022 年山东、湖南、四川、江苏、湖北五省合计食盐产量占全国的 64%。需求端，我国居民食盐消费量趋于饱和，尤其伴随国内人口总量阶段性见顶以及饮食习惯逐步改变，我国食盐产销稳定在 1200 万吨左右；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%。按产品结构划分，井矿盐、海盐、湖盐分别占比 61%/22%/17%，其中，像广东等东部地区以海盐消费居多。根据用途分类，食盐行业可分为食品加工盐（大包盐）、食用小包盐及其他，2022 年三者分别占 45.8%/44.4%/9.8%，其中小包装盐销售渠道一般包含终端零售以及餐饮流通等。

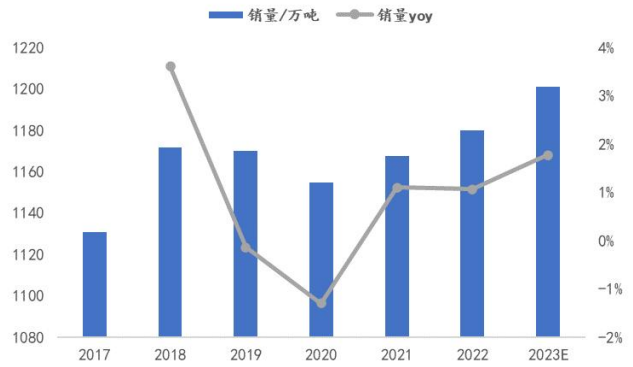


图表 2: 我国食盐产能富足



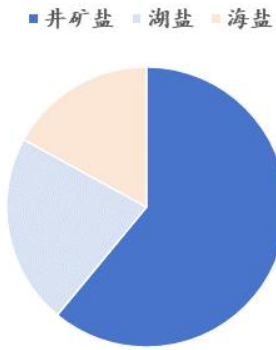
数据来源: 广州日报, 华福证券研究所

图表 3: 我国食盐市场总量趋于饱和



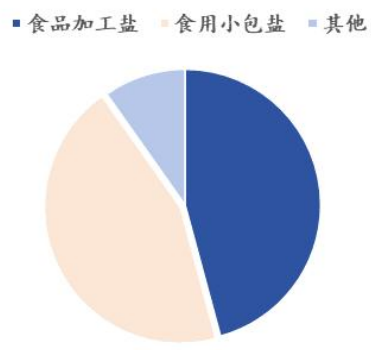
数据来源: 华经产业研究院, 中商情报网, 华福证券研究所

图表 4: 食用盐主要产品结构



来源: 中商产业研究院, 华福证券研究所

图表 5: 食用盐销量分类情况



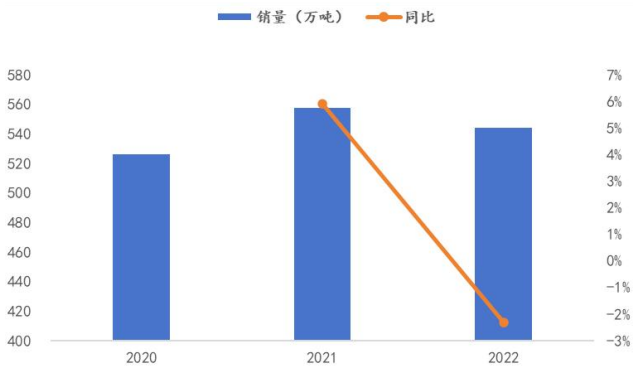
来源: 中国盐业协会, 华福证券研究所

品类创新、结构升级系小包盐市场核心逻辑。尤其在核废水等事件深化下,“少吃盐、吃好盐”或成为食盐消费趋势;且鉴于我国中高端食盐份额低于海外,预计小包盐中长期以价增为扩容抓手。

近年,全国小包食盐市场销量整体稳定在 550 万吨左右,2020-22 年 CAGR 约 1.7%,23 年预计在囤盐事件催化下进一步增长;分地区看,湖北、江苏、湖南、四川、山东是食盐销量排名前五的省份,22 年合计占全国销量的 62.9%。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。同时,伴随需求多元、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,进而带动中高端食盐(如生态井矿盐等)持续渗透、促进龙头企业全国扩张。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;且对比海外发达国家中高端食盐市场占比约 8%-10%,我国中高端盐份额低、未来提升空间大。总之,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

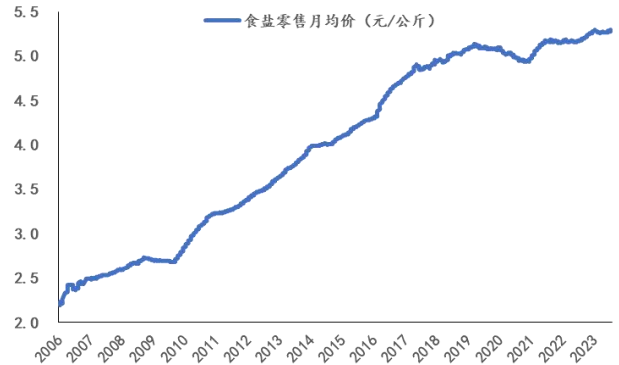
增为抓手。

图表 6: 小包盐销量整体稳定



来源: 中国盐业协会, 华福证券研究所

图表 7: 食盐零售月均价整体呈上升趋势 (元/kg)



来源: ifind, 商务部, 华福证券研究所

图表 8: 价格带, 中高端代表品牌

中高档食盐					
品牌	代表产品名称	产品种类	价格带(元/每包)	特点	产品图例
中盐	无碘天山湖盐	生态湖盐	5 (280g/包) -16元 (680g/包)	天然开采, 保留了天然特性和成分; 富含矿物质; 无污染, 富营养, 产品纯度高, 杂质少	
雪天	松德997系列	生态井矿盐	25 (300g/包)	氯化钠纯度达99.7% (超出国家对高端盐标准); 颗粒度细达到0.5-0.85毫米; 更美观、更不易结块、轻奢包装	
雪涛	澳洲雪花盐	生态海盐	4 (260g/包) -25 (220g/包)	产自澳洲鲨鱼湾优质盐源地; 传统制盐, 保留天然特性和成分; 品质高, 工艺好, 口感优	
粤盐	生态海盐	生态海盐	4 (225g/包) -31 (368g/包)	原料海区水源清洁、无污染; 传统工艺, 无化学清洁剂处理; 纯天然、零添加、未添加抗结剂 (亚铁氰化钾); 富含多种营养元素	
雅布赖	大青盐	生态湖盐	4 (400g/包) -9 (350g/包)	富含微量元素; 无添加, 口味纯正; 具备药用价值	
黄羊	天山晶系列	生态湖盐	4 (300g/包) -9 (300g/包)	盐源地为国内唯一天然含碘盐矿; 无添加剂; 色白, 颗粒均匀, 流动性好	
鲁晶	盐之花	生态海盐	5.5 (252g/包) -33 (120g/包)	与法国盐之花同纬度; 产量稀少, 每50平方公尺仅产不到500g; 味道层次丰富	

多品牌的高端产品特点反映了消费者追求健康化、0添加的消费趋势: 天然的开采方式可以最大限度的保留产品的天然成分及特性, 丰富的微量元素可以通过长期食用提升人体对于部分疾病的免疫能力; 最重要的口感纯正, 风味良好是食用盐品类的基本竞争力。

来源: 中盐上海, 搜狐, 阳江盐业, 雅布赖湖盐, 宏达盐业, 百家号, 经济导报, 天猫, 调料家, 华福证券研究所

食品加工盐销量大, 但产品附加值低, 受减盐运动影响较大; 龙头企业凭借优质产品与客户结构, 经营稳健性更强。大包食盐主要应用于下游调味品、肉类腌制、方便面以及零食等食品加工领域, 故又称食品加工盐。2022 年我国食品加工用盐销量 561 万吨, 略高于小包盐销量, 但产品附加值更低, 盈利能力相对更弱。且伴随



消费者的健康化意识全面觉醒，加上“三减”政策影响，各品类“减盐革命”一触即发。且相对于家庭饮食口味、烹饪习惯的稳定性，下游食品调味业正积极推动“减盐不减咸”等产品创新，故预计减盐运动主要对当前大包盐销量产生一定影响。另一方面，盐业龙头往往与全国优质客户合作，小包盐业务相对更稳健；以雪天盐业为例，公司在全国合作的客户已拓展至 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。

### 1.3 小包盐格局优化空间大，龙头竞争优势凸显

盐业改革以来，食盐市场集中度在不断提升；其中，C 端小包盐市场结构升级、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；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（含多品种食盐定点生产企业 36 家），平均产能 30 多万吨，产能超 200 万吨的仅 5 家。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。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。核心盐业上市公司梳理如下：

- **中盐股份**系盐业唯一一家央企控股公司，食盐产销实力雄厚，产销量居世界第一，年产能超过 1000 万吨。且作为行业龙头，中盐在全国有完善销售体系，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%。同时，公司品牌实力雄厚，并连续四年获得食盐 C-BPI 第一品牌，品牌估值 100 亿元以上。此外，2019 年公司混改募集资金 30.6 亿元，将进一步强化基本盘；目前公司处于上市辅导阶段。
- **雪天盐业**作为“市场追赶者”，2011 年由湖南、广西、江苏、贵州等多省盐业公司联合成立，并率先开启市场布局、产品研发、产业升级等“三大转变”，2014 年并购江西九二盐业开始向省外布局产能，2018 年作为“盐改第一股”上市并持续加码食盐升级，尤其小包盐高端产能扩充与全国销售网络、品牌心智搭建。目前公司食盐营收约 10-20 亿元，其中湖南省内份额不断恢复、省外市场不断突破（如广东等）；23 年小包盐销量超 50 万吨（省外销量已成功超越省内），全国市占率已提升至 10%。未来随着公司不断夯实高端化、全国化战略，雪天食盐市场地位有望进一步提升。
- **鲁银投资**同样是一家老牌、由山东省国资委控股的上市公司，2023 年食盐营收规模超 10 亿元，同比增长逾 7%。作为山东知名食盐品牌，公司鲁晶牌食盐在



省内地位牢固，市场份额超 80%，同时公司不断加强省外市场乃至海外地区扩张，全国市场占比接近 10%。

- **苏盐井神**是江苏省内知名盐企，2015 年上市，旗下井神品牌系为江苏省著名商标，淮牌更是被国家认定为中华老字号，并通过美国“FDA”认证，成为内地首个在香港销售的食盐品牌。盐改后，公司通过资产重组并入食盐批发零售业务，完成产销一体化。目前公司食盐业务立足省内、辐射华东，年产能达 150 万吨，营收规模接近 7 亿元；同时，公司持续拓展省外销售半径，例如 2023 年公司省外小包盐销售同增 25%、出口总量同增 11%。
- **江盐集团**是近年上市、由江西省国资委控股的知名盐企。虽然整体食盐销量不足 60 万吨，营收规模接近 4.5 亿，但公司作为区域性龙头，增长弹性更大，23 年食盐营收、销量分别同增 13%/26%。具体而言，公司在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。此外，公司食盐出口份额全国领先，占全国总出口量 30%+，尤其出口香港、越南市场，分别占出口量的 80%+/70%+。

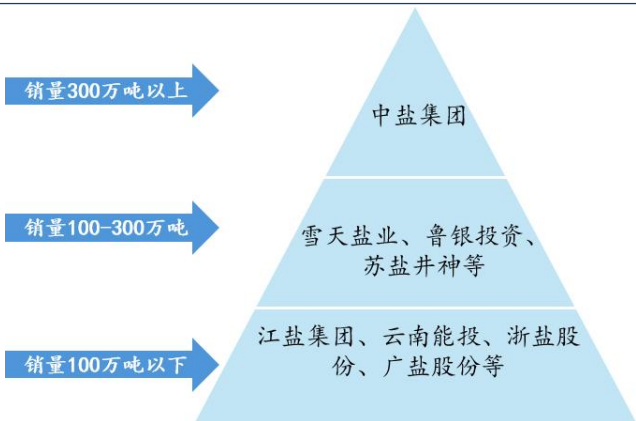
图表 9：国内食盐行业竞争格局梳理

盐企	大股东背景	混改&投融资	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 年非公开发行股票，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

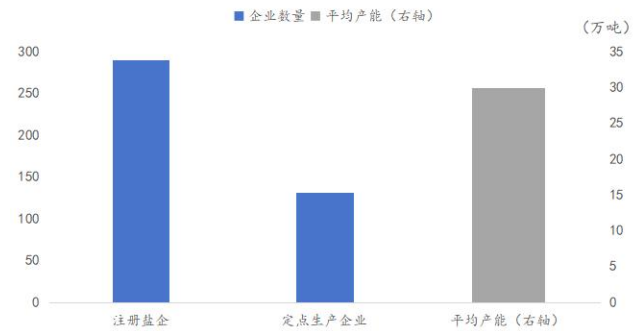


图表 10: 食盐市场竞争格局呈金字塔



来源: 投资界, 浙江国资运营, 广东国资, 上述上市公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 注册盐企、定点生产企业数量以及平均产能 (万吨)



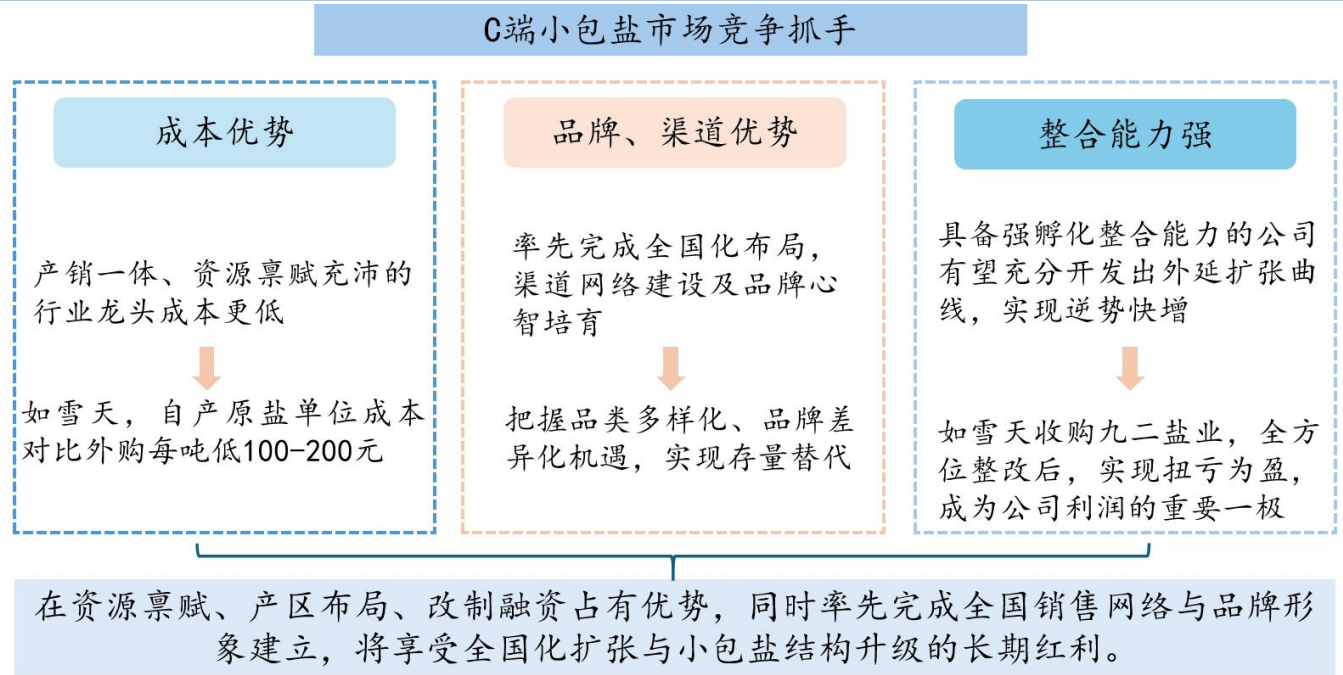
来源: 中国盐业协会, 华福证券研究所

相较于食品加工盐, C 端小包盐结构升级、整合空间更大。而产销一体、品牌势能、渠道优势以及整合能力共同构成小包盐市场竞争突围的核心抓手。

首先, 尽管我国食盐整体产能充沛, 但盐矿分布极不均衡, 部分省份盐业资源匮乏。因此, 相较于缺乏盐矿、产销分离的地方盐业公司, 产销一体、资源禀赋充沛的行业龙头具备较强的成本优势; 以雪天盐业为例, 公司自产原盐单位成本对比外购原盐成本每吨低 100-200 元左右。其次, 盐改后小包盐市场迎来品类多样化、品牌差异化等机遇; 故能否率先完成全国市场布局、渠道网络建设以及品牌心智培育将成为把握市场机遇、实现存量替代的胜负手。另外, 盐改还鼓励盐业加速内部整合做强, 尤其在存量竞争的市场中, 具备强孵化整合能力的公司有望充分开发出外延扩张曲线, 进而实现逆势快增; 以雪天盐业为例, 公司 2014 年收购九二盐业后, 进行人员、技术、投入等全方位整改, 使得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, 22 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。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。

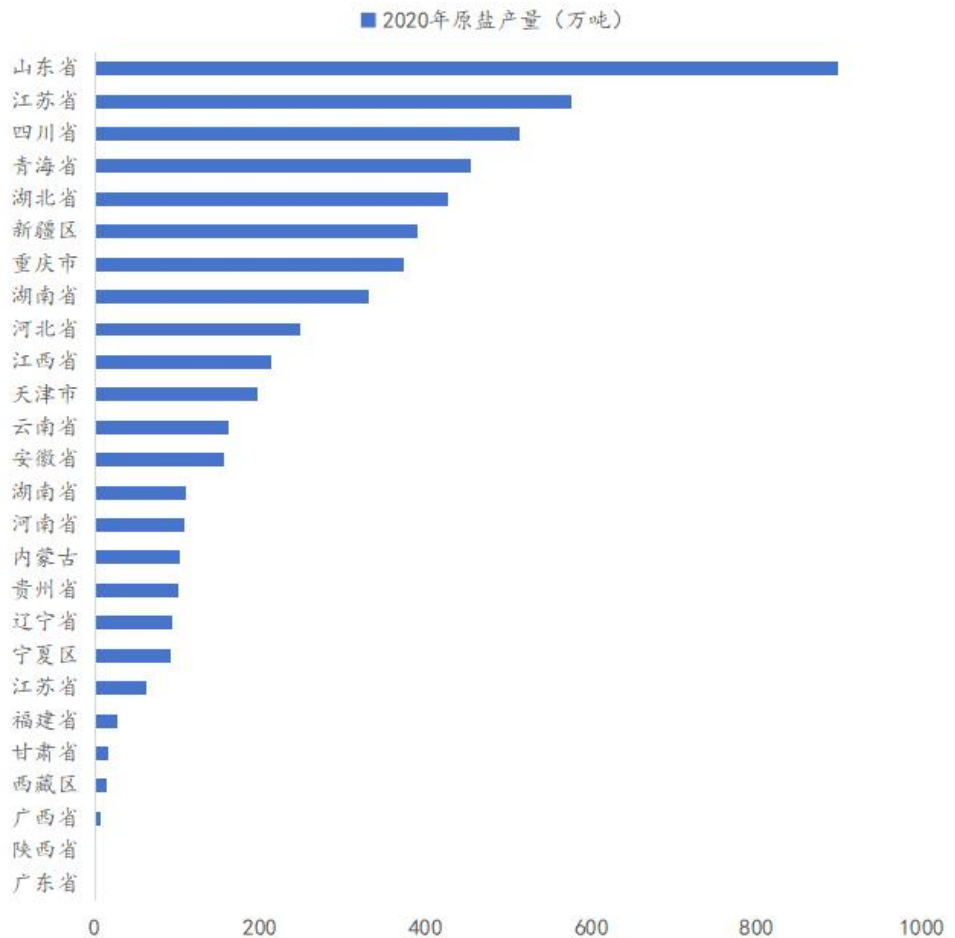


图表 12: C 端小包盐市场竞争抓手



数据来源：雪天公司公告，华福证券研究所

图表 13: 2020 年部分省份原盐产量差异大，盐矿资源不平衡



来源：财经头条，中商情报网，华福证券研究所

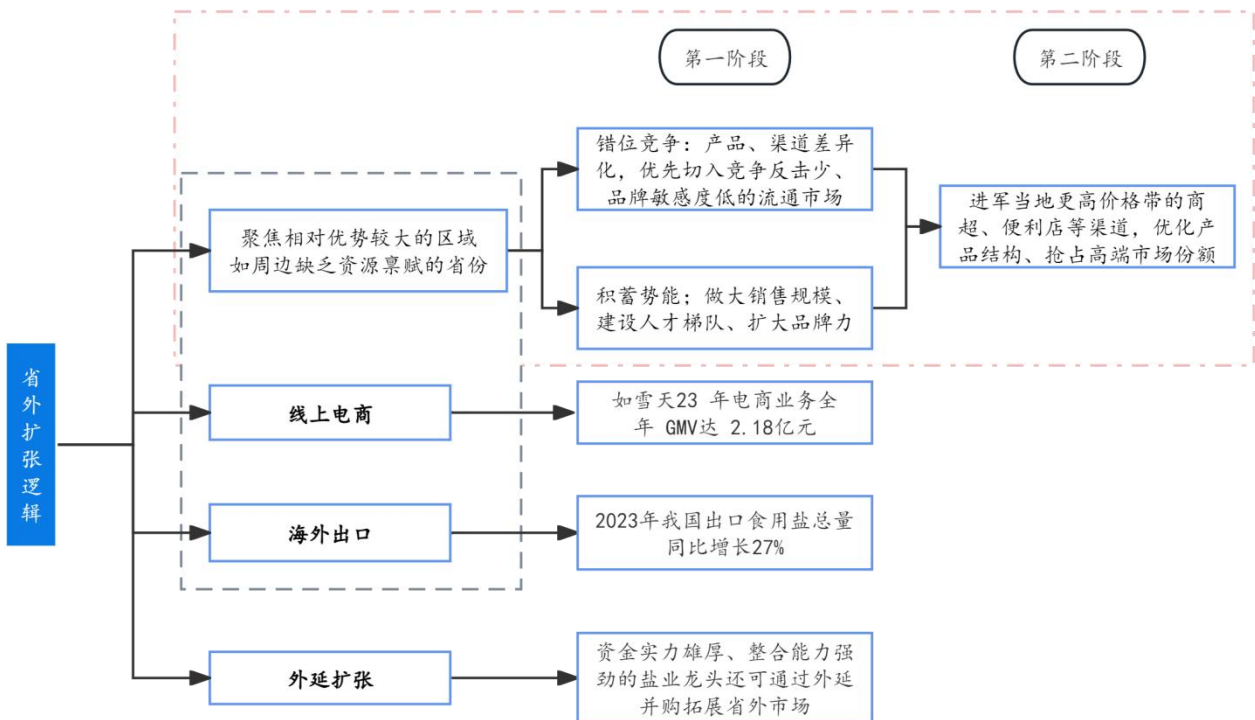


### 1.4 小包盐省外扩张路径，盈利能力释放节奏推演

上文提及盐业公司销量增长除了推动高端产品放量外，还需要靠存量替代，即抢占省外市场份额。那么，在食盐供给充沛、地方保护主义仍有余温的大环境下，我们进一步剖析盐业公司省外扩张路径以及发展阶段。

首先，参与“逐鹿全国”的盐业公司大多在省内市场地位牢固，份额增长面临天花板，故积极走出省外、抢占市场；而省外发力方向一般先聚焦相对优势更大的区域，例如矿区销售半径内、缺乏资源禀赋的省份。其次，错位竞争、积蓄势能是夯实省外扩张、站稳脚跟的关键一步，其中错位竞争包括产品、渠道差异化，例如先切入竞争反击少、品牌敏感度低的流通市场，而积蓄势能主要是做大销售规模、建设人才梯队、扩大品牌影响力等。随着省外充分蓄势、销售规模达到一定市占率，省外扩张便开启第二阶段，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、抢占高端市场份额等。与此同时，资金实力雄厚、整合能力强劲的盐业龙头还可通过外延并购拓展省外市场。此外，线上电商等新兴渠道虽然整体体量不大，但增长快、新消费代际聚集多、有助于拔高品牌形象，故同样是省外扩张不可忽视的着力点；以雪天为例，公司成立单独事业部运作，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，出口也可以是盐业龙头销量增长、盈利提升的重要来源，根据盐业协会统计，2023年我国出口食用盐总量超81万吨，同比增加约27%。

图表 14: 盐业公司省外扩张路径梳理



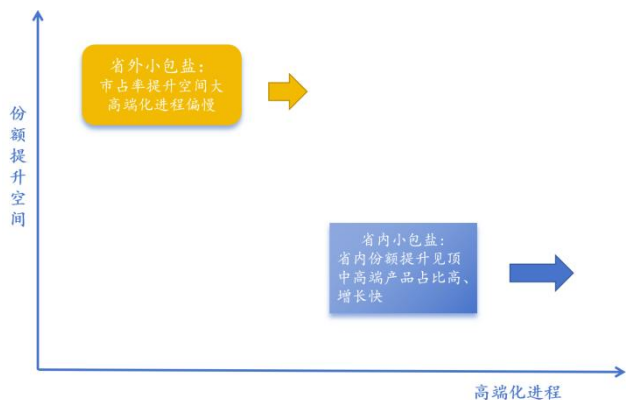
来源：雪天公司公告，中国盐业协会，华福证券研究所



对于谋求全国扩张的区域龙头而言，小包盐业务盈利能力或许面临先降后升的发展周期，尤其在省外扩张初期，毛利率或许面临较大挑战，但随着省外销售爬坡、规模效应出现，省外业务将逐步跨越盈亏平衡；随后的渠道向上补能、产品结构优化，将推动小包盐业务整体跨越盈利能力拐点，进入上升周期。

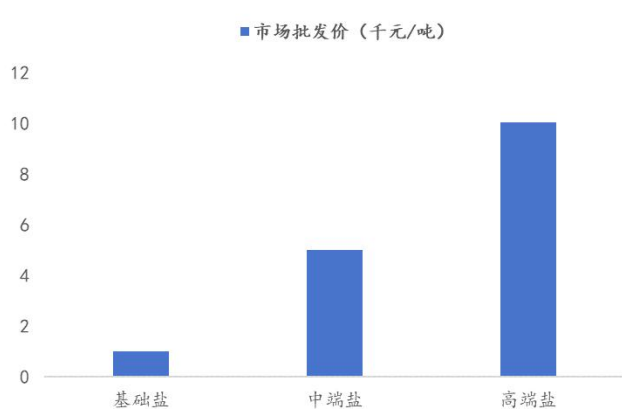
首先，小包盐分为基础盐、中端盐、高端盐，其中基础盐价格相对稳定，市场批发价 1000 元以上/吨，不同品牌的区别不大；而中高端盐价格差异大、盈利能力强，中端盐的批发价格一般是基础盐的 3~4 倍，市场批发价在 5000 元以上/吨，高端盐更是达到 1 万元/吨以上。其次，出口食盐 2023 年平均单价 82.92 美元/吨。对区域龙头而言，省内市场地位牢固、高端化进度好，即中高端产品占比高，故呈现较强的盈利能力；而省外扩张初期由于销售规模小、刚性成本大，叠加渠道让利、错位竞争以及费用投入，故预计盈利能力表现一般，早期甚至出现亏损。但随着龙头省外实现规模爬坡、站稳脚跟，分公司在这阶段往往做到盈亏平衡；而当品牌红利呈现、拳头产品凸显、团队蓄势充分，省外业务毛利率也伴随渠道向上补能、产品结构优化而持续改善。期间，公司小包盐业务正式迈出盈利能力拐点，进入省内、外高端化共同引领毛利率提升阶段；以雪天为例，预计小包盐整体毛利率在 40% 以上。

图表 15: 省外市场空间更大，省内结构升级进度更好



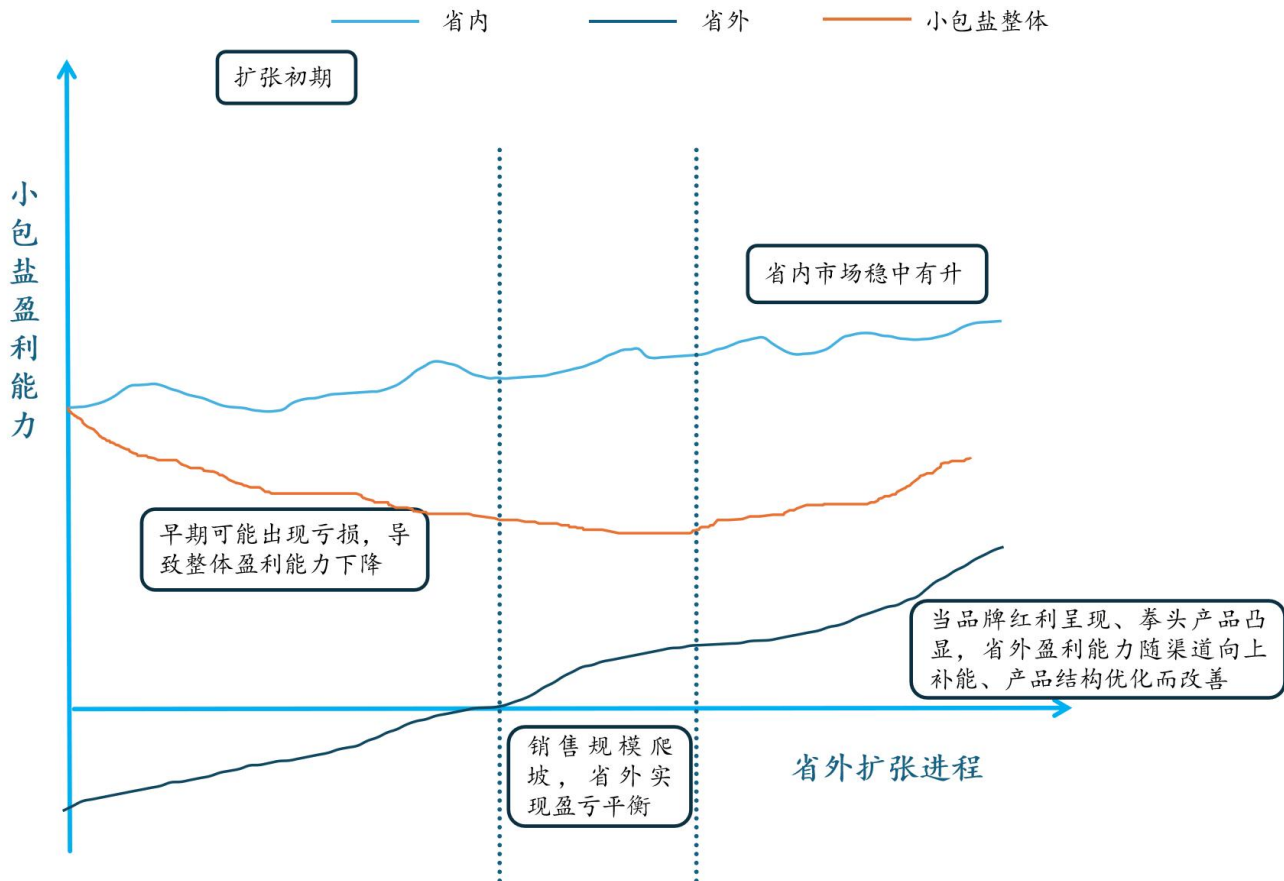
来源: 华福证券研究所自制

图表 16: 小包盐低端、中端、高端市场批发价对比



来源: 粮油调味营销, 华福证券研究所

图表 17: 小包盐全国化扩张期间, 对应盈利能力的释放节奏



来源: 华福证券研究所自制

总结: 盐改政策落地, 驱动食盐业供需两端优化升级, 其中需求端朝着全国统一大市场发展, 小包盐市场迎来品类多元化、品牌差异化机遇; 尤其在核废水等事件深化下, 品类创新、结构升级系小包盐市场核心逻辑。供给端同样存在较集中化、并购整合机遇; C端小包盐市场结构升级、整合空间更大, 而且产销一体、品牌势能、渠道优势以及整合能力共同构成小包盐市场竞争突围的核心抓手。因此, 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。此外, 区域龙头推动小包盐省外扩张具有四条典型路径, 其中内生性增长模式包括率先在相对优势的区域建渠道、打品牌、做市场, 线上电商以及出口贸易。最后, 对于市场空间最大的线下省外扩张路径, 企业小包盐业务盈利能力或许面临先降后升的发展周期, 但随着跨越省外销售爬坡、规模效应出现以及渠道向上补能、产品结构优化两大阶段, 其小包盐业务将跨越盈利能力拐点, 进入上升周期。

## 2 风险提示

国内需求复苏不及预期风险, 食盐产品推广及渠道建设不及预期, 竞争格局恶化风险, 食品质量安全



## 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：hfys@hfzq.com.cn