

# 雪天盐业 (600929.SH)

## Q2 营收增长放缓，盈利同比改善

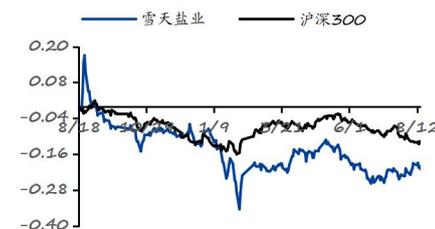
### 买入 (维持评级)

当前价格: 5.39 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,659.17/1,241.29
流通 A 股市值(百万元)	6,690.57
每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	26.49
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

1. 强“钠”战略，双轮驱动的持续深化——2024.06.11

**事件:** 公司披露 24 年半年报: 24 年 H1 公司实现营收 30.18 亿元, 同比+2.71%; 归母净利润 3.29 亿元, 同比-1.3%; 扣非归母净利润 2.67 亿元, 同比-14.3%。其中, 24Q2 营收 14.62 亿元, 同比+1.75%; 归母净利润 1.42 亿元, 同比+12.16%; 扣非归母净利润 1.28 亿元, 同比+1.06%。公司 Q2 营收增长放缓, 利润迎来改善, H1 整体平稳收官。

#### ➤ 纯碱等 Q2 有所承压, 而小包盐持续升级、放量, 同时氯化铵增长较好

分业务看, Q2 公司各类盐/纯碱/烧碱/氯化铵业务营收分别同比-5%/-9%/+6%/+152%, 其中纯碱业务主要受市场价格压力影响较大, 而对于食盐业务, 公司持续推进高端化、全国化战略, H1 小包盐销量增速 16.4%, 其中省内中高端小包盐同增 16.05%, 省外小包盐同增 16.46%。分渠道看, Q2 直销/经销渠道分别同比-19.6%/+28.2%, 其中直销下滑主要系公司深化渠道改革并将直配客户调整给大型配送商; 分区域看, Q2 省内/省外营收分别同比-43.9%/+25.3%, 对应经销商数量分别-2093/+1681 家, 主要系渠道改革所致。

#### ➤ Q2 毛利率、净利率整体有所改善

具体而言, Q2 公司毛利率为 29.94%, 同比+1.76pct, 主要系公司推动食盐高端化同时持续优化成本结构等, 例如公司实现纯碱氯化铵双吨直接生产成本同比-10%以上。费用端整体有所抬升, Q2 四项费率合计同比+2.45pct, 同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.06/+2.82/-0.33/-0.1pct, 其中管理费率抬升主要系职工薪酬、折旧与摊销、信息维护费同比增加所致。此外, Q2 公司归母净利率为 9.71%, 同比+0.9pct, 而 Q2 公司扣非归母净利率为 8.76%, 同比-0.06pct。

#### ➤ 上半年经营平稳收官, “盐+食品、化工、新能源”布局持续深化

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。尽管 H1 纯碱主业受市场价格压力等影响增长承压, 但需求支撑有望拉长本轮周期; 而且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。另一方面, 公司食盐业务持续推进高端化发展与小包盐全国化扩张, H1 进度符合预期, 预计 H2 保持省内加速结构升级, 省外持续全国化扩张的趋势。最后, 公司持续推动新能源战略。

**盈利预测与投资建议:** 考虑到 Q2 营收增长放缓, 我们下调了盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润为 7.5/8.5/9.6 亿元 (原 24-26 年为 7.8/8.8/10 亿元), 分别同增 6%/13%/13%。考虑到公司盐矿资源充沛、治理结构较优, 未来可通过内生、外延等实现稳健快增, 故维持“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

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,441	6,262	6,765	7,248	7,759
增长率	35%	-3%	8%	7%	7%
净利润 (百万元)	769	709	754	851	963
增长率	91%	-8%	6%	13%	13%
EPS (元/股)	0.46	0.43	0.45	0.51	0.58
市盈率 (P/E)	11.6	12.6	11.9	10.5	9.3
市净率 (P/B)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 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	4,267	5,271	5,876	营业收入	6,262	6,765	7,248	7,759
应收票据及账款	449	423	439	392	营业成本	4,313	4,688	4,927	5,187
预付账款	60	116	121	129	税金及附加	121	131	140	150
存货	430	630	745	663	销售费用	412	419	435	458
合同资产	0	0	0	0	管理费用	398	419	435	450
其他流动资产	762	949	926	980	研发费用	230	237	246	256
流动资产合计	4,060	6,385	7,503	8,041	财务费用	-13	-4	53	100
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	5,116	5,484	5,914	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	<b>营业利润</b>	<b>900</b>	<b>922</b>	<b>1,048</b>	<b>1,186</b>
非流动资产合计	7,151	7,654	8,479	9,388	营业外收入	38	14	14	14
<b>资产合计</b>	<b>11,211</b>	<b>14,039</b>	<b>15,982</b>	<b>17,428</b>	营业外支出	33	12	20	20
短期借款	164	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>905</b>	<b>924</b>	<b>1,042</b>	<b>1,180</b>
应付票据及账款	963	1,132	1,191	1,225	所得税	143	146	165	187
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>762</b>	<b>778</b>	<b>877</b>	<b>993</b>
合同负债	210	440	435	466	少数股东损益	21	23	26	30
其他应付款	1,002	800	700	600	<b>归属母公司净利润</b>	<b>741</b>	<b>755</b>	<b>851</b>	<b>963</b>
其他流动负债	399	417	431	446	EPS (按最新股本摊薄)	0.43	0.45	0.51	0.58
流动负债合计	2,739	2,789	2,757	2,736					
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					
<b>负债合计</b>	<b>3,036</b>	<b>5,086</b>	<b>6,554</b>	<b>7,533</b>					
归属母公司所有者权益	7,655	8,411	8,859	9,297					
少数股东权益	519	542	569	598					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,174</b>	<b>8,954</b>	<b>9,428</b>	<b>9,895</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,211</b>	<b>14,039</b>	<b>15,982</b>	<b>17,428</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,045</b>	<b>1,197</b>	<b>1,412</b>	<b>1,804</b>
现金收益	1,245	1,401	1,559	1,759
存货影响	106	-200	-116	82
经营性应收影响	135	-28	-15	41
经营性应付影响	552	-34	-41	-66
其他影响	-993	57	25	-13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-916</b>	<b>-1,130</b>	<b>-1,453</b>	<b>-1,574</b>
资本支出	-984	-1,127	-1,465	-1,575
股权投资	-119	3	20	0
其他长期资产变化	187	-6	-8	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,010</b>	<b>1,840</b>	<b>1,045</b>	<b>375</b>
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	477	230	244

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-2.8%	8.0%	7.1%	7.1%
EBIT 增长率	-10.8%	3.1%	19.1%	16.9%
归母公司净利润增长率	-7.9%	6.4%	12.8%	13.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.1%	30.7%	32.0%	33.1%
净利率	12.2%	11.5%	12.1%	12.8%
ROE	9.1%	8.4%	9.0%	9.7%
ROIC	11.2%	8.7%	8.8%	9.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.1%	36.2%	41.0%	43.2%
流动比率	1.5	2.3	2.7	2.9
速动比率	1.3	2.1	2.5	2.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.4
应收账款周转天数	5	2	0	0
存货周转天数	40	41	50	49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.43	0.45	0.51	0.58
每股经营现金流	0.63	0.72	0.85	1.09
每股净资产	4.61	5.07	5.34	5.60
<b>估值比率</b>				
P/E	13	12	11	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	28	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