

2025 年 11 月 04 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邱达治

SAC: S1350525050001

qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 11 月 03 日

收盘价（元）	10.67
一年内最高/最低（元）	12.79/9.15
总市值（百万元）	8,340.29
流通市值（百万元）	8,293.23
总股本（百万股）	781.66
资产负债率（%）	38.47
每股净资产（元/股）	7.87

资料来源：聚源数据

苏盐井神(603299.SH)

——周期底部业绩承压，盐穴储气利润释放可期

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报。**2025Q1-3**，公司实现营业收入 33.6 亿元，同比-17.0%；实现归母净利润 4.1 亿元，同比-37.5%；实现扣非后归母净利润 3.0 亿元，同比-51.1%。**2025 年 Q3**，公司实现营业收入 10.0 亿元，同比-18.1%，环比-8.4%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比-62.2%，环比-64.0%；实现扣非后归母净利润 0.3 亿元，同比-79.7%，环比-72.9%。
- **行业下行业绩承压，降本增量对冲影响。盐及纯碱价跌：**2025Q1-3，公司盐类/碱类产品价格同比-13.3%/-32.6%，相较华东市场价-29.8%/-33.9%的跌幅，公司盐产品价格较为坚挺。**产量逆市增长：**通过制盐系统优化，2025Q1-3 盐及盐化产品产量 696 万吨，同比+6.8%，其中盐产品增产 43.6 万吨，同比+7.6%。**上游采购降本：**充分利用原材料下跌传导产品价格压力，Q1-3 实现煤炭采购均价同比-18.7%。
- **所得税影响前置拖累 Q3 业绩。**2025Q3 公司所得税环比+0.33 亿元，若以 Q2 实际税率计算，考虑 Q3 利润基数较低，实际所得税增加或为 0.47 亿元，主因或为出售资产导致的所得税一次性计提，暂时拖累当期业绩，与出售资产相关的利润或将在未来财年中逐年冲回并体现在合并报表中。
- **行业底部业绩具有韧性。**三季度新华两碱工业盐价格指数均值报 973.5 点，较二季度指数均值+0.2%，行业显示底部企稳迹象。2025Q1-3 可比公司雪天盐业、江盐集团归母分别为 0.3、2.0 亿元，部分盐企接近盈亏平衡点，公司仍保有 4.1 亿元归母，行业底部公司业绩韧性凸显。
- **盐化主业具有成本优势，盐穴储气进入落地阶段。华东龙头优势显著。**公司为华东盐业龙头，拥有丰富优质盐矿资源覆盖华东庞大化工市场，背靠运河自有码头实现盐产品低成本供应，并下循环制碱绿色工艺打造一体化循环经济降本增效。**盐穴储气下半年有望增厚利润。**据公司公告，截至 2025 年 8 月底，张兴储气库项目一期已累计注气 14870 万方、采气 1230 万方，我们预计储气库业务 2025Q4 开始贡献利润，开启新的业绩增长极。盐穴资源综合利用筚路蓝缕，苏盐井神连通井储气库技术进入落地阶段，业务久期长，业绩回报清晰，有望迎来利润和估值双击。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.6/6.6/7.7 亿元，同比增速分别为 -27.7%/+18.1%/+17.8%，当前股价对应的 PE 分别为 15.0/12.7/10.8 倍。公司传统业务具备成本优势；盐穴储气等综合利用手段，为公司打开第二成长曲线，从周期化工领域进入公用事业运营领域，且具备持续增长空间，天花板较高，有望给公司带来业绩和估值的双增。**维持“买入”评级。**
- **风险提示。**盐价格超预期下跌，纯碱价格超预期下跌，储气库建设进度不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,682	5,344	5,092	6,053	6,958
同比增长率（%）	-4.80%	-5.95%	-4.72%	18.87%	14.95%
归母净利润（百万元）	738	769	556	656	773
同比增长率（%）	-8.15%	4.15%	-27.74%	18.09%	17.77%
每股收益（元/股）	0.94	0.98	0.71	0.84	0.99
ROE（%）	13.31%	12.70%	8.74%	9.77%	10.82%
市盈率（P/E）	11.30	10.85	15.01	12.71	10.79

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,606	2,018	2,136	2,318
应收票据及账款	805	802	953	1,096
预付账款	24	26	30	35
其他应收款	19	18	21	24
存货	452	519	614	701
其他流动资产	101	75	89	102
流动资产总计	4,007	3,456	3,843	4,276
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	3,080	3,200	3,521	4,033
在建工程	1,440	1,666	1,660	1,420
无形资产	642	642	663	684
长期待摊费用	7	5	3	1
其他非流动资产	470	467	442	416
非流动资产合计	5,809	6,150	6,458	6,724
资产总计	9,817	9,607	10,301	10,999
短期借款	265	0	0	0
应付票据及账款	1,354	1,215	1,439	1,642
其他流动负债	1,051	990	1,174	1,341
流动负债合计	2,670	2,205	2,613	2,983
长期借款	651	593	510	402
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	690	631	548	441
负债合计	3,360	2,837	3,162	3,424
股本	782	782	782	782
资本公积	1,728	1,729	1,729	1,729
留存收益	3,543	3,849	4,209	4,634
归属母公司权益	6,053	6,359	6,720	7,144
少数股东权益	403	411	420	431
股东权益合计	6,457	6,770	7,140	7,575
负债和股东权益合计	9,817	9,607	10,301	10,999

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	780	393	495	613
折旧与摊销	389	404	437	480
财务费用	-11	28	19	14
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	104	-236	139	120
其他经营现金流	26	103	103	103
经营性现金净流量	1,283	686	1,187	1,324
投资性现金净流量	-442	-672	-672	-672
筹资性现金净流量	-1,322	-602	-398	-470
现金流量净额	-479	-588	117	183

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,344	5,092	6,053	6,958
营业成本	3,440	3,550	4,206	4,799
税金及附加	122	116	138	159
销售费用	432	397	472	543
管理费用	330	295	351	404
研发费用	239	228	266	299
财务费用	-11	28	19	14
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
信用减值损失	-8	-8	-9	-9
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	42	100	100	100
其他收益	99	99	99	99
营业利润	928	671	792	932
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	6	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	926	669	790	931
所得税	147	106	125	147
净利润	780	563	665	783
少数股东损益	11	8	9	11
归属母公司股东净利润	769	556	656	773
EPS(元)	0.98	0.71	0.84	0.99

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.95%	-4.72%	18.87%	14.95%
营业利润增长率	2.37%	-27.71%	18.06%	17.74%
归母净利润增长率	4.15%	-27.74%	18.09%	17.77%
经营现金流增长率	-1.10%	-46.51%	73.00%	11.57%
盈利能力				
毛利率	35.63%	30.28%	30.51%	31.02%
净利率	14.59%	11.06%	10.99%	11.26%
ROE	12.70%	8.74%	9.77%	10.82%
ROA	7.83%	5.78%	6.37%	7.03%
估值倍数				
P/E	10.85	15.01	12.71	10.79
P/S	1.56	1.64	1.38	1.20
P/B	1.38	1.31	1.24	1.17
股息率	4.15%	3.00%	3.54%	4.17%
EV/EBITDA	6	7	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。