

云图控股 (002539.SZ)

优于大市

2025年一季度业绩高增，拟投建贵港项目填补华南产能空白

核心观点

2025年一季度为复合肥传统旺季，公司营收及归母净利润同比增长明显。公司2025年一季度报显示，当期公司实现营业收入57.12亿元（同比+15.28%），归母净利润2.54亿元（同比+18.99%），毛利率及净利率分别为11.69%和4.56%，同比分别上升2.1个百分点及0.23个百分点。扣非归母净利润为2.50亿元，同比大幅增长61.44%。由于春耕备肥需求，一季度为传统复合肥消费旺季，公司主营业务盈利能力显著提升。

2025年一季度复合肥、磷酸一铵及黄磷等价格均有不同程度上升，拉动公司业绩上行，二季度公司主营产品有望维持小幅涨价趋势。2025年一季度，氨基复合肥市场均价为2394元/吨，环比上涨2.48%，硫基复合肥市场均价为2813元/吨，环比上涨2.89%；磷酸一铵55%粉状市场均价为3126元/吨，环比提升0.94%；黄磷平均价格为23283元/吨，环比上涨0.84%；纯碱一季度平均价格为1410元/吨，环比下跌3.22%。公司大部分主要产品一季度价格上行带动业绩上行。截至4月25日，氨基复合肥价格为2560元/吨；硫基复合肥价格为2985元/吨；磷酸一铵55%粉状市场均价为3276元/吨；黄磷价格为24519元/吨；轻质纯碱市场均价为1319元/吨。进入二季度后公司主要产品价格保持上行，涨价趋势有望维持。

公司拟在广西贵港投资建设绿色化工新能源材料项目，以填补华南地区产能空白。公司与广西贵港市人民政府、贵港市覃塘区人民政府签署了合作协议，拟在广西贵港市投资建设云图智领绿色化工新能源材料项目。该项目分三期建设，主要建设年产120万吨高效复合肥、200万吨合成氨、300万吨尿素、50万吨液体及颗粒硝铵、42万吨硝酸、30万吨磷酸铁、15万吨磷酸铁锂、25万吨精制酸、60万吨尾气清洁剂、21万吨双氧水、25万吨空分液体产品、25万吨液体CO₂、6万吨硫酸等装置，并配套建设相关辅助设置。该项目可填补公司在华南地区的产能空白，扩大产业规模，提升公司的盈利能力和抗风险能力。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司目前复合肥产能745万吨，同时配套磷酸一铵产能，产能较为领先。公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。目前复合肥成本支撑明显，下游需求刚性，公司复合肥产销量有望持续增长，后续利润空间预期回升，但受纯碱价格预期承压，我们维持公司2025-2027年盈利预测，分别为8.53/9.72/11.19亿元，同比增长6.0%/14.0%/15.1%，对应EPS分别为0.71/0.80/0.93元，对应当前股价PE为11.2/9.8/8.5。维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.90元
总市值/流通市值	9541/6977百万元
52周最高价/最低价	9.22/6.40元
近3个月日均成交额	110.52百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《云图控股 (002539.SZ) - 磷复肥业务稳健发展，一体化布局不断完善》——2025-03-23
- 《云图控股 (002539.SZ) - 公司三季度业绩稳健，看好公司一体化布局》——2024-10-28
- 《云图控股 (002539.SZ) - 阿居洛钾磷矿获批，助力磷矿自给提升》——2024-10-15
- 《云图控股 (002539.SZ) - 二季度净利同环比提升，主营产品复合肥销量增长》——2024-08-30

盈利预测和财务指标

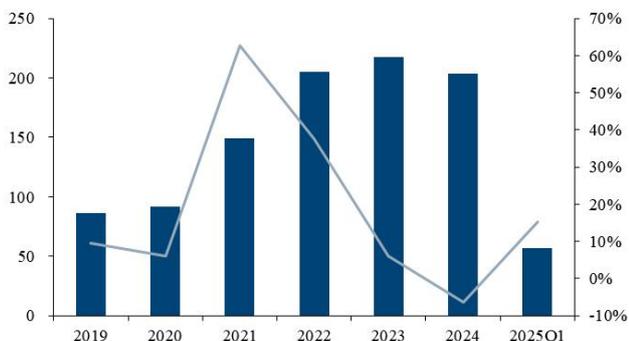
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,767	20,381	23,579	25,409	27,270
(+/-%)	6.2%	-6.4%	15.7%	7.8%	7.3%
归母净利润(百万元)	892	804	853	972	1119
(+/-%)	-40.2%	-9.8%	6.0%	14.0%	15.1%
每股收益(元)	0.74	0.67	0.71	0.80	0.93
EBIT Margin	5.6%	6.1%	6.7%	7.0%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	9.1%	9.1%	9.7%	10.4%
市盈率 (PE)	10.7	11.8	11.2	9.8	8.5
EV/EBITDA	11.2	11.0	9.9	8.8	8.2
市净率 (PB)	1.15	1.08	1.02	0.95	0.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

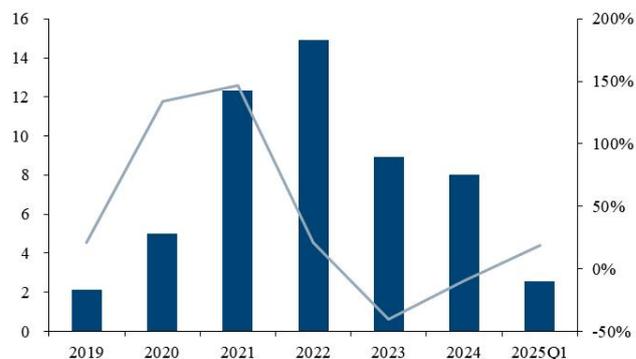
一季度为复合肥传统旺季，公司营收及归母净利润同比增长明显。公司 2025 年一季度报显示，当期公司实现营业收入 57.12 亿元（同比+15.28%），归母净利润 2.54 亿元（同比+18.99%），毛利率及净利率分别为 11.69%和 4.56%，同比分别上升 2.1 个百分点及 0.23 个百分点。扣非归母净利润为 2.50 亿元，同比大幅增长 61.44%，主营业务盈利能力显著提升。

图1：云图控股营业收入及增速



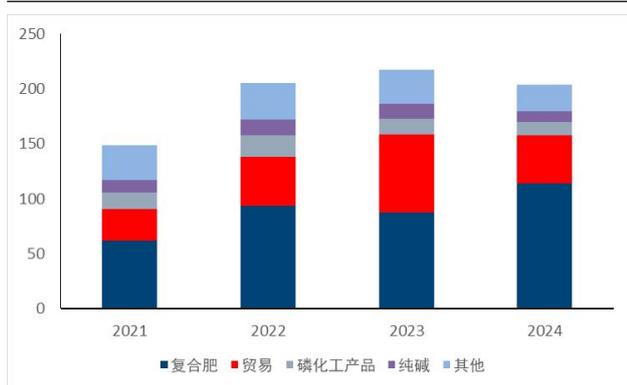
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：云图控股归母净利润及增速



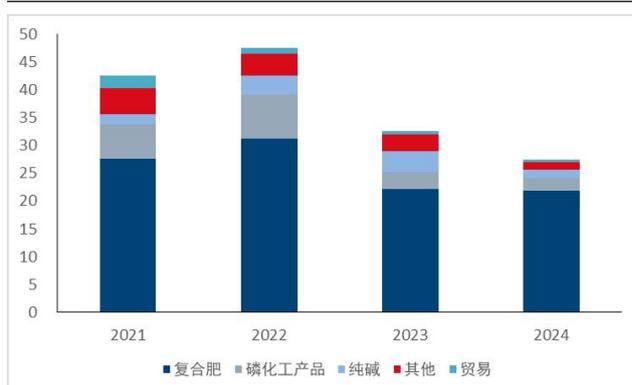
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：云图控股分板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：云图控股分板块毛利润（亿元）

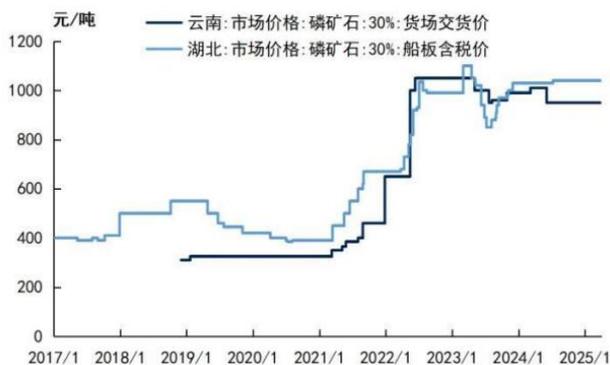


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

磷化工行业的景气度取决于磷矿石价格的景气度，看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至 2025 年 4 月 25 日，30%品位磷矿石市场均价 1020 元/吨，28%品位磷矿石市场均价 949 元/吨，30%品位磷矿石市场价格在 900 元/吨的高价区间运行时间已超 2 年。我们认为 2025 年，新增磷矿石产能较少，磷矿石价格预计继续在高位运行。

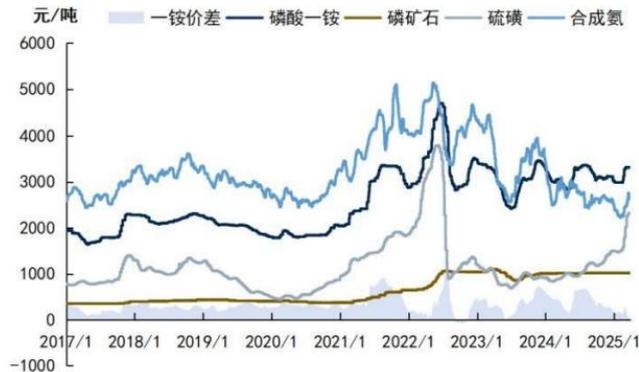
成本端及需求端共同提振，2025 年一季度磷酸一铵价格有所提升。据百川盈孚，2025 年一季度以来受硫磺及合成氨涨价及春季备肥需求提振影响，磷酸一铵 55%粉状市场均价为 3126 元/吨，环比提升 0.94%。4 月 25 日磷酸一铵 55%粉状市场均价为 3276 元/吨。工业一铵方面，上游硫磺、硫酸价格高位运行，成本面存利好支撑，需求端磷酸铁对工铵保持稳定消耗，且 3 月正值农需传统旺季，西北地区水溶肥需求提升，对工铵价格形成提振。工业级磷酸一铵价格上涨。我们预计 2025 年 4 月一铵和二铵价格和盈利水平有望进一步修复，化肥产业链表现有望逐渐升温。

图5: 我国复 30%磷矿石市场均价 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图6: 磷酸一铵价格、利润、成本走势 (元/吨)

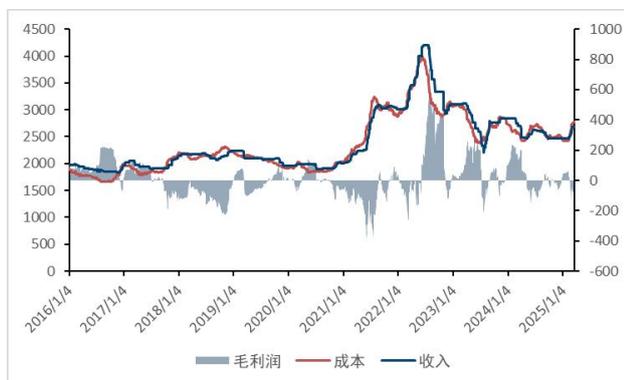


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

2025 年一季度, 春季备肥背景下复合肥价格小幅上涨, 毛利润受成本压缩。据百川盈孚数据, 2025 年一季度, 氨基复合肥市场均价为 2394 元/吨, 环比上涨 2.48%, 硫基复合肥市场均价为 2813 元/吨, 环比上涨 2.89%。从成本构成来看, 用作原料的氮磷钾三大基础肥料占复合肥生产成本的 90%左右, 直接影响复合肥价格。2025 年以来, 尿素及钾肥价格持续上涨, 磷肥价格高位震荡。成本上涨支撑复合肥价格上涨, 但同时压缩复合肥毛利, 2025 年一季度复合肥毛利润为 193 元/吨, 环比降低 9.02%。截至 4 月 25 日, 氨基复合肥价格为 2560 元/吨, 硫基复合肥价格为 2985 元/吨。截至 4 月 25 日当周, 复合肥加工毛利恢复至 231 元/吨。展望未来复合肥由于成本支撑明显, 下游需求较为刚性, 价格有望小幅上涨。

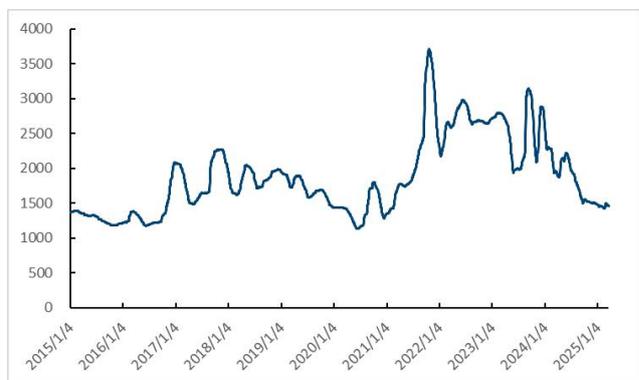
纯碱供需矛盾仍在, 2025 年价格预期承压。据百川盈孚数据, 2024 年纯碱均价为 1882 元/吨, 较 2023 年的 2525 元/吨下降了 25.49%, 2025 年一季度纯碱价格为 1410 元/吨, 环比下跌 3.22%。2025 年 4 月 25 日, 轻质纯碱市场均价为 1319 元/吨。2025 年以来纯碱价格略有下调, 变动不大。展望 2025 年纯碱或新增 300 万吨产能, 产能增速约 7%。2025 年房地产新开工面积及新竣工面积仍预期同比下滑, 玻璃作为纯碱最大下游, 需求压力较大, 碳酸锂用电池级纯碱、光伏玻璃用纯碱等新兴需求有望持续带动纯碱消费, 缓解供需矛盾。2025 年纯碱市场主基调预计为“供大于求”。纯碱价格预计维持在联碱法成本至氨碱法成本之间, 部分落后产能或持续出现亏吨。

图7: 我国复合肥价格、利润、成本走势 (元/吨)



资料来源: 卓创咨询, 国信证券经济研究所整理

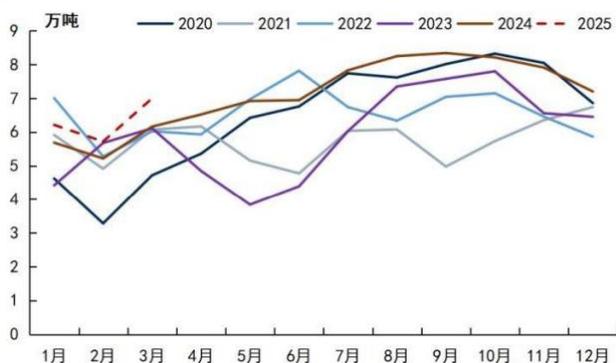
图8: 轻质纯碱市场均价 (元/吨)



资料来源: 卓创咨询, 国信证券经济研究所整理

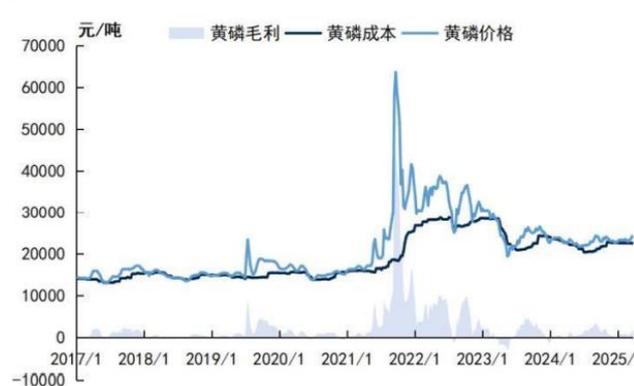
2025年3月黄磷价格小幅上升，黄磷单吨毛利明显扩大。据百川盈孚，2025年前三个月黄磷月均价为23113元/吨、23101元/吨和23619元/吨，黄磷单吨毛利分别为644元/吨、635元/吨及1213元/吨。2025年一季度平均价格为23283元/吨，环比上涨0.84%，截至4月25日黄磷价格为24519元/吨，毛利恢复至2213元/吨。产量与开工率方面，3月国内黄磷产量约7万吨，同比增长13.59%，环比增长22.33%。据百川盈孚不完全统计，3月全国黄磷企业装置开工率为56.66%，环比提升10.35pcts。目前西南地区处于枯水期，多数企业在成本线附近运行，随着下游企业陆续恢复开工，对黄磷消耗增加，有望对黄磷价格形成支撑作用。由于目前由于严控新增黄磷产能，预期随着下游需求提升，黄磷价格有望上升。

图9：近年来黄磷月度产量变化（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10：2023年至今黄磷出厂价格、成本及毛利周度变化



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司拟在广西贵港投资建设绿色化工新能源材料项目，以填补华南地区产能空白。公司与广西贵港市人民政府、贵港市覃塘区人民政府签署了合作协议，公司拟在广西贵港市投资建设云图智领绿色化工新能源材料项目。该项目分三期建设，主要建设年产120万吨高效复合肥、200万吨合成氨、300万吨尿素、50万吨液体及颗粒硝铵、42万吨硝酸、30万吨磷酸铁、15万吨磷酸铁锂、25万吨精制酸、60万吨尾气清洁剂、21万吨双氧水、25万吨空分液体产品、25万吨液体CO₂、6万吨硫酸等装置，并配套建设相关辅助设置。该项目可填补公司在华南地区的产能空白，扩大产业规模，提升公司的盈利能力和抗风险能力。

投资建议：公司目前复合肥产能745万吨，同时配套磷酸一铵产能，产能较为领先。公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。目前复合肥成本支撑明显，下游需求刚性，公司复合肥产销量有望持续增长，后续利润空间预期回升，但受纯碱价格预期承压，我们维持了公司2025-2027年盈利预测，分别为8.53/9.72/11.19亿元，同比增长6.0%/14.0%/15.1%，对应EPS分别为0.71/0.80/0.93元，对应当前股价PE为11.2/9.8/8.5。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600141.SH	兴发集团	优于大市	20.35	224.51	1.24	1.45	1.63	16.41	14.03	12.48	1.14
600096.SH	云天化	优于大市	22.53	413.27	2.47	2.93	3.01	9.12	7.69	7.49	1.82
002539.SZ	云图控股	优于大市	7.90	95.41	0.74	0.67	0.71	10.68	11.79	11.13	1.08

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年4月25日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2595	2947	2500	2500	2500	营业收入	21767	20381	23579	25409	27270
应收款项	495	488	647	628	692	营业成本	19552	18199	20785	22349	23922
存货净额	3291	3847	4383	4380	4915	营业税金及附加	94	87	102	109	117
其他流动资产	1821	2280	2291	2479	2787	销售费用	340	293	352	381	403
流动资产合计	8201	9586	9846	10011	10918	管理费用	559	566	748	803	859
固定资产	8596	9583	10681	11612	12414	财务费用	132	185	556	584	607
无形资产及其他	2109	2240	2200	2159	2118	投资收益	113	35	0	(0)	(0)
投资性房地产	1563	2231	2231	2231	2231	资产减值及公允价值变动	22	33	0	0	0
长期股权投资	30	8	8	8	8	其他收入	(208)	(205)	0	0	0
资产总计	20499	23649	24966	26022	27690	营业利润	1017	914	1035	1183	1362
短期借款及交易性金融负债	5277	5587	5464	5778	5993	营业外净收支	3	(2)	0	(3)	(3)
应付款项	1876	2196	2401	2463	2754	利润总额	1020	912	1035	1180	1358
其他流动负债	2262	2408	2979	2915	3235	所得税费用	147	93	166	189	217
流动负债合计	9415	10191	10844	11155	11982	少数股东损益	(19)	15	17	19	22
长期借款及应付债券	2540	4284	4384	4484	4584	归属于母公司净利润	892	804	853	972	1119
其他长期负债	200	250	250	250	250						
长期负债合计	2740	4534	4634	4734	4834	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12155	14725	15477	15889	16815	净利润	892	804	853	972	1119
少数股东权益	67	108	118	131	145	资产减值准备	(2)	8	14	5	4
股东权益	8276	8816	9371	10003	10730	折旧摊销	713	963	929	1104	1234
负债和股东权益总计	20499	23649	24966	26022	27690	公允价值变动损失	(22)	(33)	0	0	0
						财务费用	132	185	556	584	607
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1099)	(1152)	82	(162)	(291)
每股收益	0.74	0.67	0.71	0.80	0.93	其它	(5)	(3)	(3)	8	10
每股红利	0.48	0.43	0.25	0.28	0.32	经营活动现金流	478	587	1875	1926	2076
每股净资产	6.85	7.30	7.76	8.28	8.88	资本开支	0	(1946)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	7%	7%	7%	8%	8%	其它投资现金流	1	(25)	0	0	0
ROE	11%	9%	9%	10%	10%	投资活动现金流	1	(1950)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	10%	11%	12%	12%	12%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%	7%	负债净变化	837	1744	100	100	100
EBITDA Margin	9%	11%	11%	11%	12%	支付股利、利息	(576)	(522)	(298)	(340)	(392)
收入增长	6%	-6%	16%	8%	7%	其它融资现金流	(2025)	(729)	(123)	314	215
净利润增长率	-40%	-10%	6%	14%	15%	融资活动现金流	(1498)	1715	(322)	74	(76)
资产负债率	60%	63%	62%	62%	61%	现金净变动	(1019)	352	(447)	0	0
息率	6.1%	5.5%	3.1%	3.6%	4.1%	货币资金的期初余额	3614	2595	2947	2500	2500
P/E	10.7	11.8	11.2	9.8	8.5	货币资金的期末余额	2595	2947	2500	2500	2500
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	企业自由现金流	0	(1026)	348	426	597
EV/EBITDA	11.2	11.0	9.9	8.8	8.2	权益自由现金流	0	(12)	(142)	350	402

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032