

云天化 (600096.SH)

一季度销量持续提升，迈向世界级磷化工巨头

事件：公司发布 2025 年一季报，公司 2025 年一季度实现营收 130.04 亿元，同比下降 6.16%，归母净利润 12.89 亿元，同比下降 11.65%，扣非归母净利润 12.7 亿元，同比下降 11.5%。

□ 2024 年，公司进一步聚焦主业，持续发挥“矿化一体”和全产业链运营优势，始终坚持“满负荷、快周转、低库存、防风险”的运营策略，化肥、聚甲醛、饲料钙等主要产品继续保持较好盈利。公司持续强化精益生产管理，主要生产装置保持长周期、高负荷运行，主要产品产量同比增加；有效统筹好国内、国际两个市场，做好国内化肥保供稳价，主要产品销量同比增加；积极优化采购管理体系，科学部署战略采购，硫磺、煤炭等主要大宗原材料采购成本同比下降；持续加强可控费用控制，强化母子公司资金协同和管控，带息负债规模和财务费用同比进一步降低；完成子公司磷化集团少数股权回购，归母净利润同比增加；参股公司经营业绩提升，投资收益同比增加。

□ 财务状况进一步改善，销量持续增长。一季度公司利润有所下滑，主要原因是主要产品价格有所下降，分产品来看，尿素均价下跌比例最大，达 21.06%，磷肥均价下跌 6.74%，复合肥均价下跌 7.03%，但产品销量仍然保持正增长，磷铵、复合肥、尿素主要产品销量分别为 127.73 万吨、52.53 万吨、75.35 万吨，同比增长分别为 4.2%、67.45%、60.25%，营收分别为 39.23 亿元、15.01 亿元、12.99 亿元，同比增长-8.77%、32.66%、5.67%。从财务上来看，公司一季度资产负债率进一步下降，达到近十年最低，跌破 50%，达到 49.96%，带息负债规模和财务费用同比进一步降低，充分说明公司管理层经营水平高超，未来将轻装上阵，朝着世界级磷化工巨头前进。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 621.52 亿元、652.6 亿元和 685.23 亿元，归母净利润分别为 55.23 亿元、59.98 亿元和 62.63 亿元，EPS 分别为 3.01 元、3.27 元和 3.41 元。当前股价对应 PE 分别为 7.4 倍、6.8 倍和 6.5 倍。

□ 风险提示：原材料价格波动风险、项目进度不及预期风险、市场需求风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	69060	61537	62152	65260	68523
同比增长	-8%	-11%	1%	5%	5%
营业利润(百万元)	6825	7138	7393	8031	8386
同比增长	-20%	5%	4%	9%	4%
归母净利润(百万元)	4522	5333	5523	5998	6263
同比增长	-25%	18%	4%	9%	4%
每股收益(元)	2.47	2.91	3.01	3.27	3.41
PE	9.0	7.7	7.4	6.8	6.5
PB	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

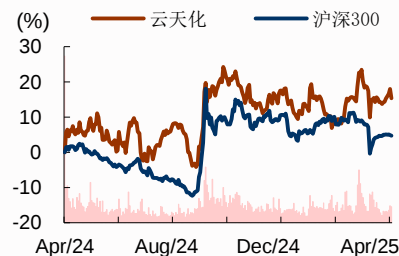
当前股价：22.28 元

基础数据

总股本（百万股）	1834
已上市流通股（百万股）	1834
总市值（十亿元）	40.9
流通市值（十亿元）	40.9
每股净资产（MRQ）	12.9
ROE（TTM）	21.8
资产负债率	50.0%
主要股东	云天化集团有限责任公司
主要股东持股比例	38.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-5	18
相对表现	-1	-0	12



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《云天化（600096）一季报大超预期，财务数据持续改善》2024-10-20
- 《云天化（600096）一核心产品销量稳步增长，继续保持磷化工行业龙头地位》2024-08-13
- 《云天化（600096）一二季度利润超预期，公司继续保持稳定增长》2024-07-09

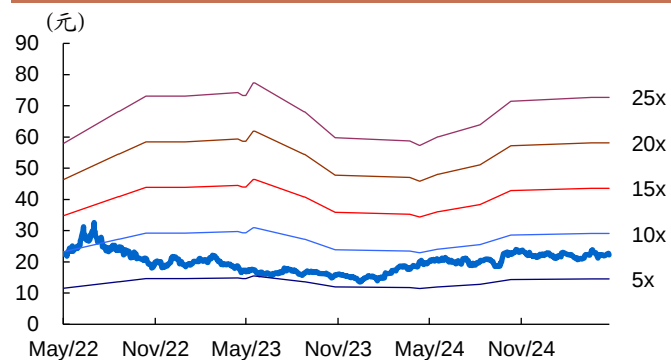
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

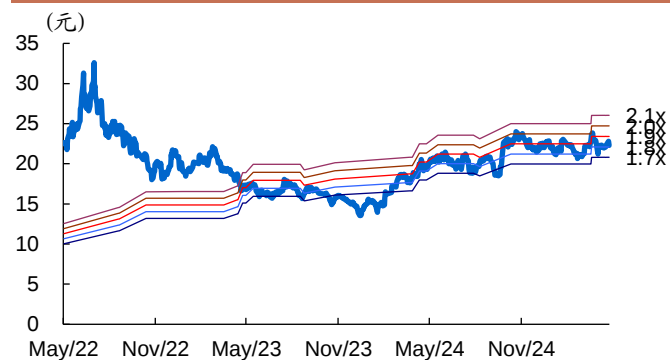
✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 云天化历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 云天化历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17311	16664	16559	23177	29890
现金	6434	6937	6680	12820	19007
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	903	1669	1686	1770	1859
其它应收款	153	87	87	92	96
存货	7545	6070	6183	6476	6808
其他	2277	1901	1923	2018	2119
非流动资产	35259	34816	32310	30089	28116
长期股权投资	3515	3649	3649	3649	3649
固定资产	22550	20626	18899	17350	15959
无形资产商誉	4677	4885	4397	3957	3561
其他	4518	5655	5365	5133	4947
资产总计	52571	51480	48869	53265	58007
流动负债	17692	15685	9568	9919	10316
短期借款	5883	4069	0	0	0
应付账款	4358	5070	5164	5409	5686
预收账款	2735	2086	2125	2226	2340
其他	4716	4460	2279	2284	2289
长期负债	12868	11218	11218	11218	11218
长期借款	11180	9449	9449	9449	9449
其他	1688	1769	1769	1769	1769
负债合计	30560	26903	20786	21137	21534
股本	1834	1834	1834	1834	1834
资本公积金	6994	7082	7082	7082	7082
留存收益	9914	13442	16213	19460	22971
少数股东权益	3268	2218	2953	3752	4585
归属于母公司所有者权益	18742	22358	25130	28377	31888
负债及权益合计	52571	51480	48869	53265	58007

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9437	10752	8741	8728	8726
净利润	5493	6043	6258	6797	7096
折旧摊销	2661	2922	2895	2611	2361
财务费用	839	567	363	205	156
投资收益	(456)	(595)	(758)	(758)	(758)
营运资金变动	775	1822	(17)	(127)	(130)
其它	125	(7)	0	0	0
投资活动现金流	(2917)	(1287)	369	369	369
资本支出	(1943)	(1759)	(389)	(389)	(389)
其他投资	(975)	471	758	758	758
筹资活动现金流	(6233)	(8936)	(9367)	(2957)	(2908)
借款变动	659	(4207)	(6252)	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	(300)	88	0	0	0
股利分配	(5357)	(4402)	(2751)	(2751)	(2751)
其他	(1235)	(415)	(363)	(205)	(156)
现金净增加额	287	528	(257)	6140	6187

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	69060	61537	62152	65260	68523
营业成本	58579	50767	51711	54166	56943
营业税金及附加	825	958	967	1015	1066
营业费用	800	760	767	806	846
管理费用	989	1111	1122	1178	1237
研发费用	550	581	587	616	647
财务费用	703	488	363	205	156
资产减值损失	(421)	(492)	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	173	163	163	163	163
投资收益	456	595	595	595	595
营业利润	6825	7138	7393	8031	8386
营业外收入	21	41	41	41	41
营业外支出	266	130	130	130	130
利润总额	6579	7049	7304	7942	8297
所得税	1086	1006	1046	1145	1201
少数股东损益	971	710	735	798	834
归属于母公司净利润	4522	5333	5523	5998	6263

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-8%	-11%	1%	5%	5%
营业利润	-20%	5%	4%	9%	4%
归母净利润	-25%	18%	4%	9%	4%
获利能力					
毛利率	15.2%	17.5%	16.8%	17.0%	16.9%
净利率	6.5%	8.7%	8.9%	9.2%	9.1%
ROE	25.8%	26.0%	23.3%	22.4%	20.8%
ROIC	14.9%	15.7%	16.8%	17.6%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	58.1%	52.3%	42.5%	39.7%	37.1%
净负债比率	37.1%	30.5%	19.3%	17.7%	16.3%
流动比率	1.0	1.1	1.7	2.3	2.9
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.7	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2
存货周转率	7.6	7.5	8.4	8.6	8.6
应收账款周转率	37.0	47.8	37.1	37.8	37.8
应付账款周转率	14.0	10.8	10.1	10.2	10.3
每股资料(元)					
EPS	2.47	2.91	3.01	3.27	3.41
每股经营净现金	5.14	5.86	4.77	4.76	4.76
每股净资产	10.22	12.19	13.70	15.47	17.38
每股股利	1.00	1.40	1.50	1.50	1.50
估值比率					
PE	9.0	7.7	7.4	6.8	6.5
PB	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.0	5.8	5.4	5.3	5.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。