

主业经营韧性强劲，25H1 业绩符合预期

2025 年 8 月 20 日

核心观点

- 事件** 公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 249.92 亿元，同比下滑 21.88%；实现归母净利润 27.61 亿元，同比下滑 2.81%。分季度来看，公司 25Q2 实现营业收入 119.88 亿元，同比下滑 33.90%、环比下滑 7.82%；实现归母净利润 14.72 亿元，同比增长 6.52%、环比增长 14.15%。分红方面，2025 半年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。
- 主业经营韧性尽显，25H1 业绩符合预期。**报告期内，公司聚焦主业，持续优化产业布局，业绩表现整体符合预期。25H1 营收同比显著下滑，主要系公司根据市场情况主动压缩大豆贸易业务规模所致。25H1 公司商贸物流业务营收同比减少 54.05 亿元。25H1 公司销售毛利率、销售净利率分别为 19.16%、12.17%，同比分别增长 2.55、1.46 个百分点。公司利润率同比小幅改善，主要系磷铵、复合肥、饲料级磷酸氢钙等主营业务毛利率同比增长所致。25H1 上述三个产品毛利率分别为 39.20%、14.18%、34.45%，分别同比增长 4.84、1.20、0.66 个百分点。受今年以来国内市场尿素价格持续表现疲软影响，25H1 公司尿素销售单价同比下滑 19.39%、营收同比下滑 17.12%、销售毛利率同比下滑 10.26 个百分点。分季度来看，公司 25Q2 营收同比、环比均有不同程度下滑，主要系磷铵、复合肥销量同比、环比有所回落。25Q2 公司销售毛利率、销售净利率分别为 21.25%、13.71%，同比分别增长 6.56、4.23 个百分点，环比分别增长 4.02、2.98 个百分点。25Q2 公司利润率增长，一是 25Q2 开始国内磷铵出口有所放松，公司磷铵销售单价随之提升；二是 25Q2 复合肥销售单价同比、环比改善；三是 25Q2 尿素销售单价环比小幅改善。
- 昆阳磷矿项目试运行，公司资源优势不断夯实。**报告期内，公司子公司磷化集团昆阳磷矿二矿地采项目进入试运行阶段，450 万吨/年磷矿浮选项目按计划施工建设，参股公司聚磷新材镇雄磷矿探转采工作快速推进。根据云天化集团承诺，聚磷新材取得云南省镇雄县碗厂磷矿合法有效的采矿许可证后 3 年内，其控制权将优先注入上市公司。中长期来看，在磷矿石供需紧平衡、行业监管趋严、新产能建设成本及磷矿开采成本趋于提升的行业背景下，公司磷资源保障能力不断强化，将有助于进一步夯实公司磷化工产业链一体化优势和竞争优势。
- 投资建议** 一是考虑到公司上半年贸易业务规模显著收窄，二是 25Q3 磷铵出口占比预期环比提升，我们修改公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 57.84、58.50、59.17 亿元，同比分别变化 8.45%、1.14%、1.14%；对应 PE 分别为 8.12、8.03、7.94 倍，我们持续看好公司作为磷化工一体化龙头企业的竞争优势，维持“推荐”评级。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	61536.94	52591.07	53097.36	53249.79
增长率(%)	-10.89	-14.54	0.96	0.29
归母净利润(百万元)	5332.96	5783.77	5849.96	5916.85
增长率(%)	17.93	8.45	1.14	1.14
摊薄 EPS(元)	2.91	3.15	3.19	3.23
PE	7.67	8.12	8.03	7.94

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

云天化（股票代码：600096.SH）

推荐 维持评级

分析师

孙思源

✉: sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070004

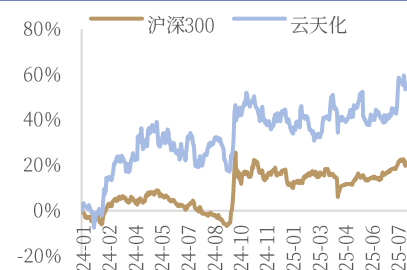
市场数据

2025-08-20

股票代码	600096.SH
A 股收盘价(元)	26.95
上证指数	3766.21
总股本(万股)	182299
实际流通 A 股(万股)	182299
流通 A 股市值(亿元)	491.30

相对沪深 300 表现图

2025-08-20



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

风险提示

1. 下游需求不及预期的风险；
2. 原材料价格大幅波动的风险；
3. 行业政策变动的风险等。

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16663.96	17078.79	17529.37	18060.01
现金	6936.85	7778.18	8107.39	8628.47
应收账款	1669.11	1440.85	1454.72	1458.90
其它应收款	86.69	86.45	88.15	85.88
预付账款	305.25	253.74	288.45	273.33
存货	6069.77	6140.70	6202.30	6222.20
其他	1596.29	1378.87	1388.36	1391.24
非流动资产	34815.56	34889.49	34825.20	34715.38
长期投资	3648.86	3448.86	3448.86	3448.86
固定资产	20625.83	20566.20	20436.13	20250.25
无形资产	4788.66	4788.66	4788.66	4788.66
其他	5752.21	6085.78	6151.56	6227.60
资产总计	51479.52	51968.28	52354.57	52775.39
流动负债	15685.12	15455.31	13712.75	12128.92
短期借款	4068.80	5068.80	4068.80	3068.80
应付账款	5011.50	4634.49	4095.86	3522.00
其他	6604.82	5752.02	5548.09	5538.13
非流动负债	11217.91	8321.41	6821.41	5321.41
长期借款	9449.16	6549.16	5049.16	3549.16
其他	1768.75	1772.25	1772.25	1772.25
负债合计	26903.02	23776.71	20534.15	17450.33
少数股东权益	2218.24	2860.89	3639.78	4427.57
归属母公司股东权益	22358.25	25330.68	28180.64	30897.49
负债和股东权益	51479.52	51968.28	52354.57	52775.39

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10752.13	7366.95	7313.89	7606.77
净利润	6042.75	6426.41	6628.85	6704.65
折旧摊销	3034.41	1618.52	1664.29	1709.83
财务费用	567.41	501.33	402.38	304.88
投资损失	-594.99	-578.50	-520.35	-521.85
营运资金变动	1194.32	-802.43	-863.93	-593.39
其它	508.24	201.63	2.65	2.66
投资活动现金流	-1287.50	-1316.10	-1082.30	-1080.81
资本支出	-1746.04	-1802.63	-1502.65	-1502.66
长期投资	-117.69	8.03	0.00	0.00
其他	576.23	478.50	420.35	421.85
筹资活动现金流	-8936.35	-5209.53	-5902.38	-6004.88
短期借款	-1814.12	1000.00	-1000.00	-1000.00
长期借款	-1731.27	-2900.00	-1500.00	-1500.00
其他	-5390.96	-3309.53	-3402.38	-3504.88
现金净增加额	534.55	841.33	329.21	521.08

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	61536.94	52591.07	53097.36	53249.79
营业成本	50767.35	42289.69	42713.95	42850.97
营业税金及附加	957.56	894.05	902.66	910.57
营业费用	759.62	683.68	716.81	729.52
管理费用	1110.96	762.57	796.46	814.72
财务费用	488.32	398.81	288.30	176.00
资产减值损失	-556.08	-199.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	594.99	578.50	520.35	521.85
营业利润	7137.87	7560.48	7798.65	7887.82
营业外收入	40.62	0.00	0.00	0.00
营业外支出	129.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	7048.96	7560.48	7798.65	7887.82
所得税	1006.20	1134.07	1169.80	1183.17
净利润	6042.75	6426.41	6628.85	6704.65
少数股东损益	709.79	642.64	778.89	787.80
归属母公司净利润	5332.96	5783.77	5849.96	5916.85
EBITDA	10537.08	9053.68	9100.79	9121.34
EPS（元）	2.91	3.15	3.19	3.23

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-10.89%	-14.54%	0.96%	0.29%
营业利润	4.59%	5.92%	3.15%	1.14%
归属母公司净利润	17.93%	8.45%	1.14%	1.14%
毛利率	17.50%	19.59%	19.56%	19.53%
净利率	8.67%	11.00%	11.02%	11.11%
ROE	23.85%	22.83%	20.76%	19.15%
ROIC	15.91%	15.00%	14.61%	14.23%
资产负债率	52.26%	45.75%	39.22%	33.07%
净负债比率	36.24%	21.88%	10.49%	0.90%
流动比率	1.06	1.11	1.28	1.49
速动比率	0.65	0.69	0.80	0.95
总资产周转率	1.20	1.01	1.01	1.01
应收账款周转率	36.87	36.50	36.50	36.50
应付账款周转率	12.28	11.35	12.96	15.12
每股收益	2.91	3.15	3.19	3.23
每股经营现金	5.86	4.02	3.99	4.15
每股净资产	12.19	13.81	15.36	16.84
P/E	7.67	8.12	8.03	7.94
P/B	1.83	1.85	1.67	1.52
EV/EBITDA	4.73	5.87	5.53	5.18
P/S	0.76	0.89	0.88	0.88

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙思源，化工行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn