2025 年 09 月 05 日
公司研究●证券研究报告

云图控股（002539.SZ）

公司快报

磷复肥拉动业绩增长，持续完善产业链布局

基础化工 | 复合肥III

投资评级	买入(维持)
股价(2025-09-04)	11.04 元

交易数据

总市值（百万元）	13,333.27
流通市值（百万元）	9,728.47
总股本（百万股）	1,207.72
流通股本（百万股）	881.20
12 个月价格区间	11.34/6.96

一年股价表现

资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.06	21.4	20.52
绝对收益	3.18	34.23	54.75

分析师 骆红永
SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

云图控股：盈利承压，强化氮磷产业链和资源布局-华金证券-化工-公司快报-云图控股 2025.4.24

投资要点

- **事件：**云图控股发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 114.00 亿元，同比增长 3.59%；归母净利润 5.11 亿元，同比增长 12.60%；扣非归母净利润 4.95 亿元，同比增长 12.10%；毛利率 11.99%，同比提升 1.45pct；净利率 4.58%，同比提升 0.39pct。单季度看，25Q2 实现营收 56.89 亿元，同比下降 5.99%，环比下降 0.40%；归母净利润 2.57 亿元，同比增长 6.94%，环比增长 1.32%；扣非归母净利润 2.45 亿，同比下降 14.54%，环比下降 1.92%；毛利率 12.29%，同比提升 0.97pct，环比提升 0.60pct；净利率 4.61%，同比提升 0.54pct，环比提升 0.05pct。

- **磷产业链日趋完善，充分释放磷复肥产能价值。**25H1 磷复肥业务实现营业收入 72.22 亿元，同比增长 21.55%，占营业收入的 63.35%，销量保持稳定增长。常规复合肥、新型复合肥及磷肥的收入分别为 32.41、39.81 亿元，同比分别增长 10.36%、32.50%。公司凭借资源优势，不断完善磷产业链，打造更强大的产能规模，截止 2025H1，公司磷复肥年产能已近 800 万吨，处于国内领先地位。国内市场来看，公司布局了广西贵港、新疆阿克苏两大战略基地，解决区域产能空白的痛点，进一步扩大服务半径，提升市场覆盖面和区域竞争力；海外市场来看，公司深耕东南亚核心市场，开拓缅甸、印度尼西亚等新市场，国际贸易布局进一步扩大，推动海外销量保持稳健增长，全球化战略取得积极进展。未来，公司不断完善氮、磷产业链，应城合成氨、雷波磷矿石等产能陆续释放，氮、磷产业链实现闭环，磷复肥原料自给率提高，形成向上提高原料自给能力，向下有序扩张产能态势，公司产品成本将进一步下降，打开新的增长空间，巩固国内领先地位。

- **纯碱行业持续低迷，受政策影响行业竞争激烈。**25H1 纯碱业务实现营业收入 3.23 亿元，同比下降 34.55%。纯碱市场供应维持在高位，叠加需求增速放缓，价格低位运行，波动幅度收窄，2025 年 6 月轻质纯碱市场均价为 1272.67 元/吨，较去年 6 月 2057.30 元/吨同比下降 38.14%。需求端来看，2025 年上半年纯碱下游需求分化明显，重碱消费量显著降低，碳酸锂产量的扩张带动轻碱需求增加；外需方面，2025 年 H1 我国出口纯碱达 99.26 万吨，同比增长 121.38%，国内价格低迷的情况下，出口市场需求有望延续增长，缓解国内供给压力。随着国家“反内卷”政策密集出台，纯碱行业供给侧改革有望加速推进，落后产能加速出清，行业竞争格局有望改善。

- **黄磷需求回暖，盈利能力提升。**2025H1 公司黄磷业务实现销售收入 6.20 亿元，同比下降 1.50%；毛利率 19.87%，同比提升 6.32 个百分点，盈利能力有所回升。2025 年上半年，部分黄磷产能检修、水电供应波动及下游需求分化，推动黄磷市场价格频繁波动，整体呈现先涨后跌趋势，4 月，黄磷月均价格达到最高值 24470.67 元/吨，之后持续下降，至 6 月最低点 21961 元/吨。供给端，1-3 月受春节假期、枯水期限电等影响，部分黄磷装置检修或减产，短期内黄磷市场供需紧平衡，5 月西南地区逐步进入丰水期电价下调，检修装置复产提速，行业开工率提升，黄磷供应量呈递增趋势。下游市场需求则呈结构性分化，草甘膦下游需求好转，行业开工率稳定，对黄磷需求形成有力支撑；湿法磷酸成本高企背景下，热法磷酸保持较高开工

率，尤其是进入平水期后对黄磷需求进一步释放；三氯化磷行业随液氯价格波动，对黄磷消耗量起伏明显，成为黄磷供需关系频繁调整的主要扰动因素之一。截至2025H1，公司拥有黄磷年产能6万吨。经过多年发展，公司已成为我国黄磷行业主要供应商之一，也是全国商品黄磷实际产量最大的单体企业之一，未来雷波磷矿采选项目陆续建成投产，公司磷矿石原料自给自足，黄磷成本进一步降低，市场竞争力将有效提升。

◆ **投资建议：**云图控股沿着复合肥氮、磷产业链进行深度开发和市场拓展，现已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游除尿素以外氮肥、磷肥完整产业链，同时向下延伸拓展了电池正极材料前驱体磷酸铁，持续产能加码和深化产业链布局，提升公司盈利能力和竞争力。我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年收入分别为223.64/245.83/271.60亿元，同比分别增长9.7%/9.9%/10.5%，归母净利润分别为9.14/10.76/12.85亿元，同比分别增长13.7%/17.7%/19.5%，对应PE分别为14.6x/12.4x/10.4x；维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；行业政策变化；贸易摩擦风险；项目进度不确定性；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,767	20,381	22,364	24,583	27,160
YoY(%)	6.2	-6.4	9.7	9.9	10.5
归母净利润(百万元)	892	804	914	1,076	1,285
YoY(%)	-40.2	-9.8	13.7	17.7	19.5
毛利率(%)	10.2	10.7	11.0	11.5	12.0
EPS(摊薄/元)	0.74	0.67	0.76	0.89	1.06
ROE(%)	10.5	9.2	9.4	10.3	11.1
P/E(倍)	15.0	16.6	14.6	12.4	10.4
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
净利率(%)	4.1	3.9	4.1	4.4	4.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8201	9586	10216	11020	12269
现金	2595	2947	3164	3245	3446
应收票据及应收账款	396	441	478	532	583
预付账款	1187	1392	1437	1673	1832
存货	3291	3847	4112	4594	5363
其他流动资产	733	960	1026	976	1044
非流动资产	12298	14063	14368	14693	15116
长期投资	30	8	8	8	8
固定资产	7177	7731	8003	8208	8395
无形资产	2109	2240	2471	2740	3073
其他非流动资产	2982	4083	3886	3737	3639
资产总计	20499	23649	24584	25713	27385
流动负债	9415	10191	10314	11075	12333
短期借款	4262	3922	3922	3922	3922
应付票据及应付账款	1876	2196	2431	2516	2795
其他流动负债	3277	4073	3961	4638	5617
非流动负债	**2740**	**4534**	**5874**	**6549**	**7329**
长期借款	2540	4284	5624	6299	7079
其他非流动负债	200	250	250	250	250
负债合计	12155	14725	16188	17625	19663
少数股东权益	67	108	124	144	168
股本	1208	1208	1208	1208	1208
资本公积	2986	2972	2972	2972	2972
留存收益	4054	4617	5268	6035	6951
归属母公司股东权益	8276	8816	8272	7944	7555
负债和股东权益	20499	23649	24584	25713	27385

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	656	630	659	879	971
净利润	873	819	931	1096	1309
折旧摊销	780	1035	1043	1189	1347
财务费用	132	185	199	232	263
投资损失	-113	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	-1148	-1488	-1490	-1613	-1923
其他经营现金流	131	115	10	10	10
投资活动现金流	-3574	-2068	-1324	-1489	-1745
筹资活动现金流	1636	1307	882	692	975
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.67	0.76	0.89	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.52	0.55	0.73	0.80
每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.30	8.06	8.72	9.61

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21767	20381	22364	24583	27160
营业成本	19552	18199	19896	21764	23898
营业税金及附加	94	87	96	106	117
营业费用	340	293	322	352	388
管理费用	559	566	581	627	693
研发费用	315	337	369	406	449
财务费用	132	185	199	232	263
资产减值损失	-35	-35	-39	-42	-47
公允价值变动收益	-5	-10	-10	-10	-10
投资净收益	113	35	35	35	35
营业利润	1017	914	1095	1289	1540
营业外收入	28	21	0	0	0
营业外支出	26	23	0	0	0
利润总额	1020	912	1095	1289	1540
所得税	147	93	164	193	231
税后利润	873	819	931	1096	1309
少数股东损益	-19	15	17	20	24
归属母公司净利润	892	804	914	1076	1285
EBITDA	1965	2156	2282	2636	3055

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	-6.4	9.7	9.9	10.5
营业利润(%)	-42.9	-10.1	19.8	17.7	19.5
归属于母公司净利润(%)	-40.2	-9.8	13.7	17.7	19.5
获利能力					
毛利率(%)	10.2	10.7	11.0	11.5	12.0
净利率(%)	4.1	3.9	4.1	4.4	4.7
ROE(%)	10.5	9.2	9.4	10.3	11.1
ROIC(%)	6.2	5.3	5.0	5.4	5.7
偿债能力					
资产负债率(%)	59.3	62.3	65.8	68.5	71.8
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	43.9	48.7	48.7	48.7	48.7
应付账款周转率	9.4	8.9	8.6	8.8	9.0
估值比率					
P/E	15.0	16.6	14.6	12.4	10.4
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.6	9.5	9.4	8.6	7.8

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
办公地址：
上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层
北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层
深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn