

云天化（600096.SH）

三季度归母净利润同环比提升，磷肥出口量价齐升

优于大市

核心观点

公司 2025 年三季度归母净利润同环比提升。2025 年三季度营收 126.1 亿元（同比-14.4%，环比+5.2%），归母净利润 19.7 亿元（同比+24.3%，环比+33.7%）；毛利率为 24.2%/净利率为 16.5%，总费用率 5.4%，均同环比提升。营收同比下滑主要受商贸业务规模缩减影响，盈利能力同环比提升，核心系磷肥海内外价差持续扩大带动出口量价齐升，叠加全产业链成本控制成效显著。

核心业务化肥板块，磷肥海外价差扩大。2025 年三季度，公司磷肥/尿素/复合（混）肥营收分别为 54.82/11.34/9.42 亿元，占总营收比例分别为 43%/9%/7%，其中磷肥为营收贡献最大的单一产品；不含税销售均价分别为 3764/1720/2836 元/吨，同比+16%/-13%/+1%，环比+15%/-4%/-20%；销量分别为 145.64/65.93/33.22 万吨，同比+20%/+6%/-14%，环比+54%/-7%/-28%。国内磷肥保供稳价政策下供应平稳，国际市场因区域供应缺口价差持续扩大，叠加三季度出口配额集中释放，出口量价齐升推动销售均价上涨；尿素市场受新增产能释放影响，价格延续低位波动；复合肥受三季度秋肥需求淡季影响，销量环比下滑，叠加产能过剩压力，价格环比下降。作为国内化肥总产能 1000 万吨的龙头企业，公司依托多地生产基地，三季度积极把握出口窗口期，助力利润增长。

磷矿石供需偏紧，价格中枢维持高位。国内磷矿石供需格局偏紧，资源稀缺属性日益凸显，价格高位运行。2025 年三季度公司磷矿成品矿产量 286 万吨，依托近 8 亿吨磷矿储量及 1450 万吨/年采选规模实现完全自给，叠加 270 万吨/年合成氨（自给率 97%以上）及内蒙古 400 万吨/年煤矿保障，全产业链成本控制能力显著。

磷化工及新材料业务分化，饲料级磷酸氢钙量价齐升。三季度饲料级磷酸氢钙受原料磷矿石价格高位支撑，叠加下游需求回暖带动销量及价格增长；聚甲醛受国内新增产能集中释放及淡季需求不足影响，销量及价格环比下降；黄磷因供应增速略超需求，叠加水电供应充足带来的成本下降，销量及价格下降。随着磷矿浮选项目投产及技术改造深化，将进一步释放产能，巩固细分领域优势。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；安全风险等。

投资建议：公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 55.23/55.74/57.09 亿元，对应 EPS 为 3.01/3.04/3.11 元，对应当前股价 PE 为 9.2/9.2/8.9 X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	69,060	61,537	52,553	53,236	54,034
(+/-%)	-8.3%	-10.9%	-14.6%	1.3%	1.5%
净利润(百万元)	4522	5333	5523	5574	5709
(+/-%)	-24.9%	17.9%	3.6%	0.9%	2.4%
每股收益(元)	2.47	2.91	3.01	3.04	3.11
EBIT Margin	11.4%	12.9%	13.1%	13.1%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	24.1%	23.9%	22.0%	20.0%	18.6%
市盈率 (PE)	11.3	9.6	9.2	9.2	8.9
EV/EBITDA	8.0	7.4	8.2	8.0	7.7
市净率 (PB)	2.72	2.28	2.03	1.83	1.66

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

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：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

优于大市(维持)

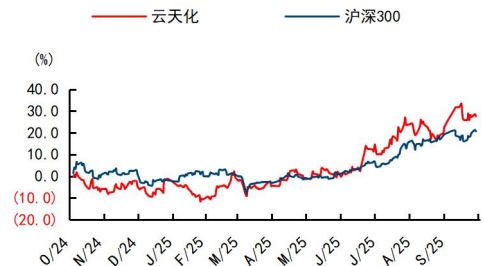
27.84 元

50752/50752 百万元

29.72/20.60 元

793.30 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

《云天化（600096.SH）-二季度归母净利润同环比提升，磷矿石保持高位》——2025-08-20

《云天化（600096.SH）-2024 年归母净利润预计增长 17.20%，公司经营韧性凸显》——2025-01-07

《云天化（600096.SH）-三季度归母净利润同比增长 54.16%，公司经营韧性持续凸显》——2024-10-15

《云天化（600096.SH）-上半年归母净利润同比增长 6.1%，经营韧性持续凸显》——2024-08-13

《云天化（600096.SH）-预计归母净利润同比增长 5.7%，经营韧性凸显》——2024-07-11

公司 2025 年三季度归母净利润同环比提升。2025 年三季度营收 126.1 亿元（同比-14.4%，环比+5.2%），归母净利润 19.7 亿元（同比+24.3%，环比+33.7%），扣非归母净利润 19.2 亿元（同比+23.7%，环比+34.9%）。毛利率为 24.2%（同比+6.4pct，环比+3.0pct），净利率为 16.5%（同比+5.1pct，环比+2.8pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.2%、1.8%、1.9%、0.4%，总费用率 5.4%（同比+1.0pct，环比+0.8pct）。营收同比下滑主要受商贸业务规模缩减影响，盈利能力同环比提升，核心系磷肥海内外价差持续扩大带动出口量价齐升，叠加全产业链成本控制成效显著。

图1：公司季度营业收入（亿元）



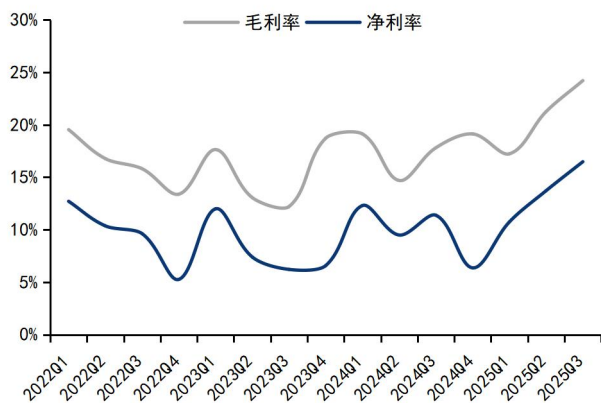
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润（亿元）



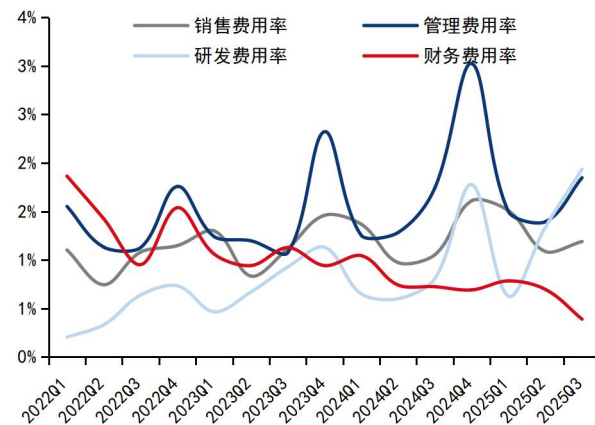
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司季度毛利率、净利率



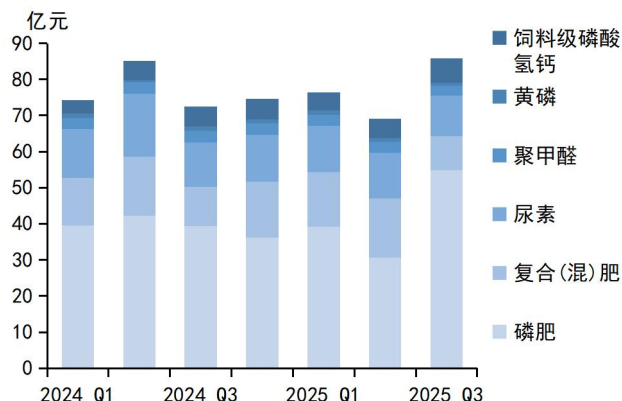
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度销售、管理、研发、财务费用率



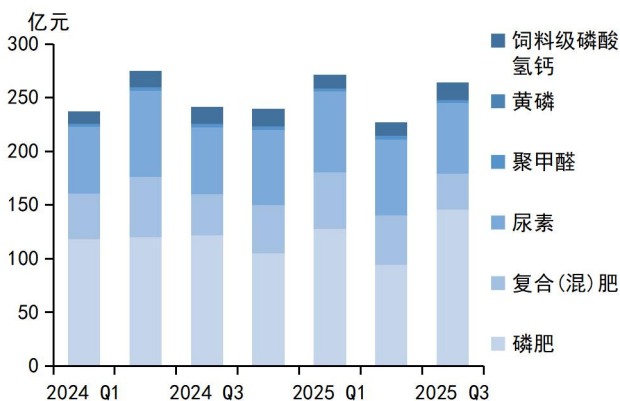
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司主营产品季度营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主营产品季度销量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

核心业务化肥板块, 磷肥海外价差扩大。2025 年三季度, 公司磷肥/尿素/复合(混)肥营收分别为 54.82/11.34/9.42 亿元, 占总营收比例分别为 43%/9%/7%, 其中磷肥为营收贡献最大的单一产品; 不含税销售均价分别为 3764/1720/2836 元/吨, 同比+16%/-13%/+1%, 环比+15%/-4%/-20%; 销量分别为 145.64/65.93/33.22 万吨, 同比+20%/+6%/-14%, 环比+54%/-7%/-28%。国内磷肥保供稳价政策下供应平稳, 国际市场因区域供应缺口价差持续扩大, 三季度磷酸一铵、磷酸二铵海内外平均价差分别约 1673、1497 元/吨, 叠加三季度出口配额集中释放, 出口量价齐升推动销售均价上涨; 尿素市场受新增产能释放影响, 价格延续低位波动; 复合肥受三季度秋肥需求淡季影响, 销量环比下滑, 叠加产能过剩压力, 价格环比下降。作为国内化肥总产能 1000 万吨的龙头企业, 公司依托多地生产基地, 三季度积极把握出口窗口期, 助力利润增长。

图7: 磷酸一铵价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图8: 磷酸二铵价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图9：磷酸一铵海内外价格、价差



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

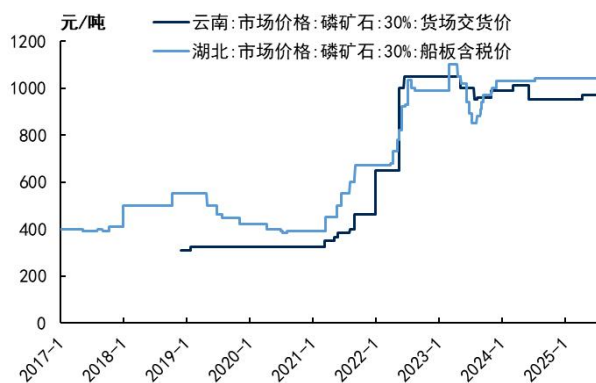
图10：磷酸二铵海内外价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

磷矿石供需偏紧，价格中枢维持高位。近两年来，我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，新增产能投放周期长，需求持续增长，供需格局偏紧，价格高位运行。据行业监测，截至2025年9月30日，湖北市场30%品位磷矿石船板含税价1040元/吨，云南市场30%品位磷矿石货场交货价970元/吨，均环比持平。三季度国内磷矿石价格延续高位持稳态势，行业景气度持续向好。2025年三季度公司磷矿成品矿产量286万吨，依托近8亿吨磷矿储量及1450万吨/年采选规模实现完全自给，叠加270万吨/年合成氨（自给率97%以上）及内蒙古400万吨/年煤矿保障，全产业链成本控制能力显著。

图11：磷矿石市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

磷化工及新材料业务分化，饲料级磷酸氢钙量价齐升。2025年三季度，饲料级磷酸氢钙/聚甲醛/黄磷价格分别为4367/9053/19762元/吨，同比+24%/-22%/-2%，环比+2%/-9%/-3%；销量分别为15.80/2.85/0.42万吨，同比+1%/+3%/-32%，环比+25%/-8%/-9%。三季度饲料级磷酸氢钙受原料磷矿石价格高位支撑，叠加下游需求回暖带动销量及价格增长；聚甲醛受国内新增产能集中释放及淡季需求不足影响，销量及价格环比下降；黄磷因供应增速略超需求，叠加水电供应充足带来的成本下降，销量及价格下降。随着磷矿浮选项目投产及技术改造深化，将进一步释放产能，巩固细分领域优势。

投资建议：公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 55.23/55.74/57.09 亿元，对应 EPS 为 3.01/3.04/3.11 元，对应当前股价 PE 为 9.2/9.2/8.9 X，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 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600141.SH	兴发集团	优于大市	27.34	30,163.02	1.45	1.73	1.95	18.9	15.8	14.0	1.4
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.42	14,604.29	0.61	1.32	1.42	22.0	10.2	9.5	2.5
002312.SZ	川发龙蟒	无评级	10.82	20,442.64	0.28	0.35	0.43	38.6	31.2	25.1	2.1
002539.SZ	云图控股	优于大市	9.91	11,968.54	0.67	0.83	1.00	14.8	11.9	9.9	1.3
600096.SH	云天化	优于大市	27.84	50,752.06	2.91	3.01	3.04	9.6	9.2	9.2	2.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 10 月 28 日，无评级公司盈利预测来源于 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6434	6937	9898	13089	16607	营业收入	69060	61537	52553	53236	54034
应收款项	1039	1750	1440	1459	1480	营业成本	58579	50767	43540	44112	44702
存货净额	7545	6070	5171	5219	5276	营业税金及附加	825	958	648	656	666
其他流动资产	2288	1884	1666	1694	1695	销售费用	800	760	595	603	612
流动资产合计	17311	16664	18199	21484	25082	管理费用	989	1111	895	903	913
固定资产	24036	22822	22985	23005	22893	财务费用	703	488	494	511	511
无形资产及其他	4565	4789	4549	4310	4070	投资收益	456	595	532	532	532
投资性房地产	3144	3556	3556	3556	3556	资产减值及公允价值变动	446	557	458	458	458
长期股权投资	3515	3649	3937	4175	4395	其他收入	(1243)	(1467)	0	0	0
资产总计	52571	51480	53226	56529	59997	营业利润	6825	7138	7370	7439	7619
短期借款及交易性金融负债	8318	6252	6000	6000	6000	营业外净收支	(245)	(89)	0	0	0
应付款项	4358	5070	4022	4059	4104	利润总额	6579	7049	7370	7439	7619
其他流动负债	5017	4364	3698	3732	3774	所得税费用	1086	1006	1106	1116	1143
流动负债合计	17692	15685	13720	13792	13877	少数股东损益	971	710	742	749	767
长期借款及应付债券	11180	9449	10149	10349	10549	归属于母公司净利润	4522	5333	5523	5574	5709
其他长期负债	1688	1769	1648	1518	1461						
长期负债合计	12868	11218	11797	11867	12010	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	30560	26903	25517	25659	25888	净利润	4522	5333	5523	5574	5709
少数股东权益	3268	2218	2589	2964	3347	资产减值准备	70	110	51	3	(2)
股东权益	18742	22358	25120	27907	30761	折旧摊销	2343	2529	2482	2675	2812
负债和股东权益总计	52571	51480	53226	56529	59997	公允价值变动损失	(446)	(557)	(458)	(458)	(458)
						财务费用	703	488	494	511	511
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1678	1008	(355)	(150)	(54)
每股收益	2.47	2.91	3.01	3.04	3.11	其它	188	207	320	372	386
每股红利	1.81	1.61	1.51	1.52	1.56	经营活动现金流	8355	8630	7563	8016	8392
每股净资产	10.22	12.19	13.69	15.21	16.77	资本开支	0	(1767)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	18%	19%	16%	17%	17%	其它投资现金流	20	(18)	0	0	0
ROE	24%	24%	22%	20%	19%	投资活动现金流	(272)	(1920)	(2288)	(2238)	(2220)
毛利率	15%	18%	17%	17%	17%	权益性融资	(37)	2	0	0	0
EBIT Margin	11%	13%	13%	13%	13%	负债净变化	2860	(1731)	700	200	200
EBITDA Margin	15%	17%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(3321)	(2947)	(2761)	(2787)	(2855)
收入增长	-8%	-11%	-15%	1%	2%	其它融资现金流	(8133)	3147	(252)	0	0
净利润增长率	-25%	18%	4%	1%	2%	融资活动现金流	(9093)	(6208)	(2313)	(2587)	(2655)
资产负债率	64%	57%	53%	51%	49%	现金净变动	(1010)	503	2962	3191	3518
息率	6.5%	5.8%	5.4%	5.5%	5.6%	货币资金的期初余额	7444	6434	6937	9898	13089
P/E	11.3	9.6	9.2	9.2	8.9	货币资金的期末余额	6434	6937	9898	13089	16607
P/B	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	0	8577	5971	6442	6827
EV/EBITDA	8.0	7.4	8.2	8.0	7.7	权益自由现金流	0	9993	5999	6207	6593

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

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