

云天化 (600096.SH)

原材料上涨短期影响业绩，看好长期磷矿石资源储备

核心观点

公司2025年四季度归母净利润同环比下滑，核心产品需求与价格承压。2025年四季度营收108.2亿元（同比-27.0%，环比-14.2%），归母净利润4.3亿元（同比-53.0%，环比-78.3%）；毛利率/净利率为18.0%/3.5%，总费用率7.7%（同比+0.6pct，环比+2.3pct）。营收同比下滑主要受商贸业务缩减影响，盈利能力同环比回落，核心系化肥需求淡季叠加磷肥出口窗口关闭而量价齐跌，以及成本端硫磺价格高涨压制盈利等。

核心业务化肥板块，需求淡季叠加出口收缩拖累业绩。2025年四季度公司磷肥/尿素/复合（混）肥营收分别为30.03/12.86/24.80亿元，占总营收比例分别为28%/12%/23%，磷肥为核心盈利贡献产品；不含税销售均价分别为3624/1783/3411元/吨，同比+5%/-2%/-2%，环比-4%/+4%/+20%；销量分别为82.86/72.13/72.72万吨，同比-21%/+2%/+63%，环比-43%/+9%/+119%。国内磷肥保供稳价政策持续，叠加出口窗口关闭后国际价差收窄，出口量缩减推动量价齐跌；尿素受新增产能影响供需宽松，价格低位波动；复合肥进入冬储旺季，下游备货带动量价上涨，成为板块盈利缓冲。作为化肥总产能1000万吨的国内龙头企业，公司依托多基地保障冬储供应，缓解业绩波动。

重要外购原料硫磺涨价压制利润。2025年公司采购硫磺203.7万吨，价格同比大涨84.6%；四季度国内固态硫磺均价约3698元/吨，环比涨幅达49%。OPEC暂停增产高硫原油、伊朗受制裁、俄罗斯炼厂受袭等导致硫磺全球供应偏紧，硫磺价格高位，对公司盈利形成一定拖累。

磷矿石供需偏紧，公司全产业链成本控制能力强。国内磷矿石供需格局偏紧，资源稀缺属性凸显，价格维持高位。2025年公司磷矿成品矿产量1173.75万吨，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，对冲部分产品价格下行压力。

磷化工及新材料业务分化，饲料级磷酸氢钙表现稳健。四季度饲料级磷酸氢钙/聚甲醛/黄磷不含税销售均价分别为4597/8647/20137元/吨，同比+31%/-25%/-3%，环比+5%/-4%/+2%；销量分别为17.96/3.17/0.29万吨，同比+10%/+10%/-40%，环比+14%/+11%/-31%。饲料级磷酸氢钙受原料支撑及下游需求稳定，量价齐升；聚甲醛受新增产能压力，价格下滑但需求略有回暖；黄磷供应增速超需求，量价双降。随着磷矿浮选项目释放及技术改造深化，将进一步巩固细分领域优势。

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，但受成本端硫磺价格高涨及化肥出口受限影响，我们下调公司2026-2027年归母净利润预测为52.46/54.39亿元（原值为55.74/57.09亿元），新增2028年归母净利润预测55.89亿元，即2026-2028年EPS为2.88/2.98/3.07元，对应当前股价PE为12.7/12.3/12.0X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	61,537	48,415	49,286	50,026	50,776
(+/-%)	-10.9%	-21.3%	1.8%	1.5%	1.5%
归母净利润(百万元)	5333	5156	5246	5439	5589
(+/-%)	17.9%	-3.3%	1.8%	3.7%	2.8%
每股收益(元)	2.91	2.83	2.88	2.98	3.07
EBIT Margin	12.9%	14.5%	12.0%	12.3%	12.4%

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

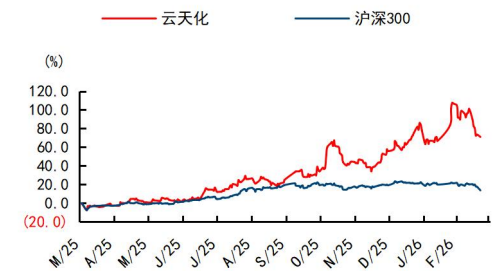
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	36.69元
总市值/流通市值	66886/66886百万元
52周最高价/最低价	45.62/20.80元
近3个月日均成交额	2652.48百万元

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)-子公司获云南镇雄磷矿采矿权，资源壁垒再加固》——2025-12-26
- 《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》——2025-10-28
- 《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

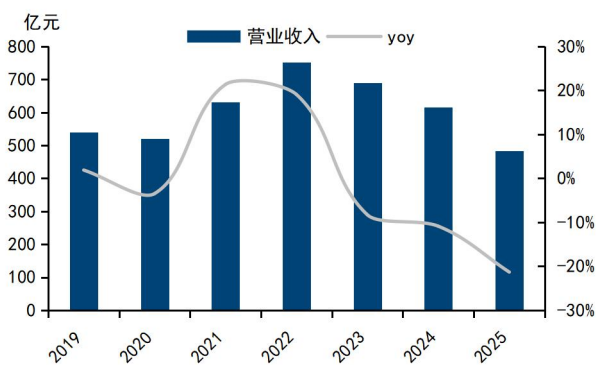
净资产收益率 (ROE)	23.9%	21.0%	20.1%	19.6%	19.0%
市盈率 (PE)	12.6	13.0	12.7	12.3	12.0
EV/EBITDA	9.0	9.5	10.8	10.1	9.8
市净率 (PB)	3.01	2.72	2.56	2.41	2.27

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

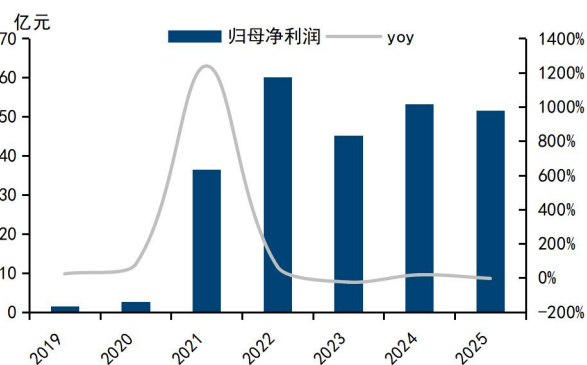
公司 2025 年四季度归母净利润同环比下滑，核心产品需求与价格承压。2025 年四季度营收 108.2 亿元（同比-27.0%，环比-14.2%），归母净利润 4.3 亿元（同比-53.0%，环比-78.3%），扣非归母净利润 3.9 亿元（同比-54.1%，环比-79.8%）；毛利率为 18.0%/净利率为 3.5%，总费用率 7.7%（同比+0.6pct，环比+2.3pct）。营收同比下滑主要受商贸业务缩减影响，盈利能力同环比回落，核心系化肥需求淡季叠加磷肥出口窗口关闭而量价齐跌，以及成本端硫磺价格高涨压制盈利等。

图1: 公司营业收入（亿元）



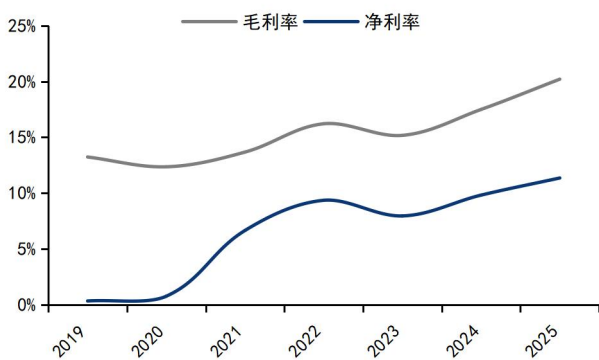
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润（亿元）



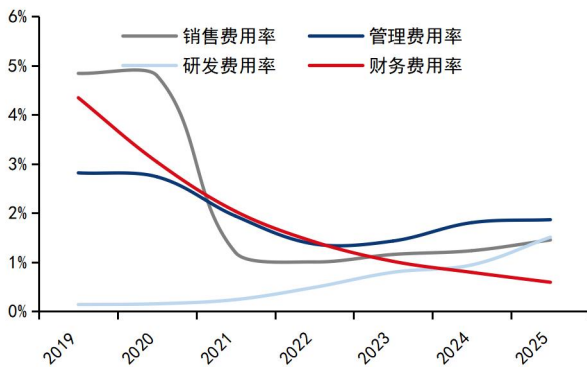
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率、净利率



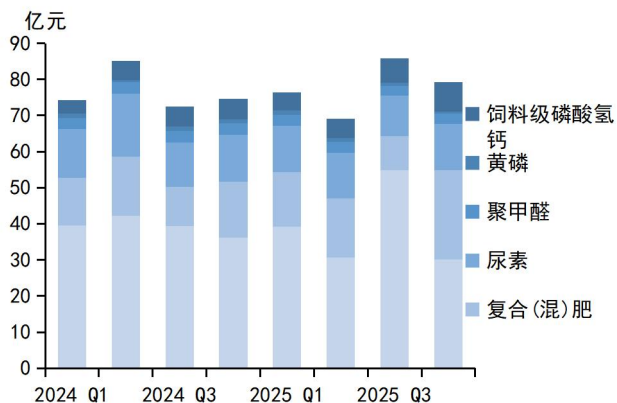
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司销售、管理、研发、财务费用率



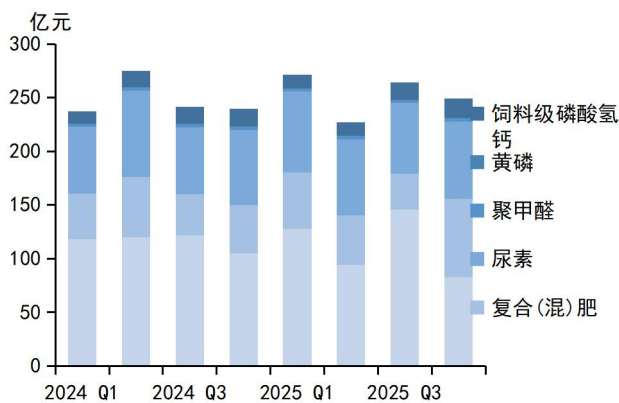
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

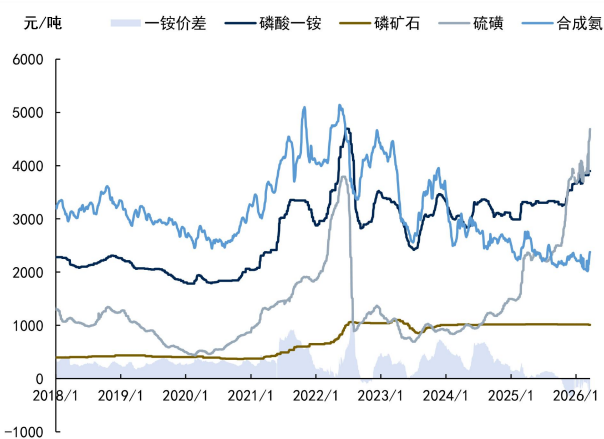
图6: 公司主营产品季度销量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

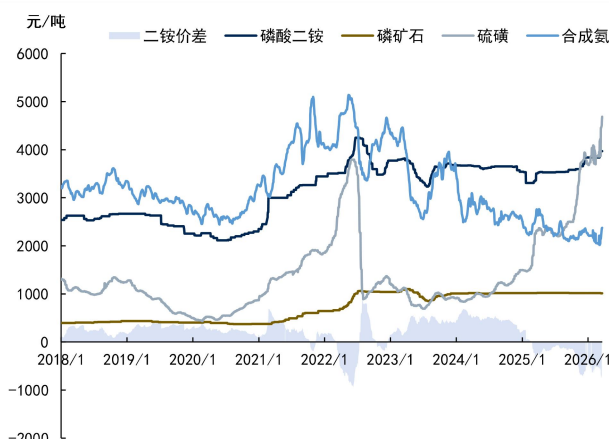
核心业务化肥板块，需求淡季叠加出口收缩拖累业绩。2025年四季度公司磷肥/尿素/复合(混)肥营收分别为30.03/12.86/24.80亿元，占总营收比例分别为28%/12%/23%，磷肥为核心盈利贡献产品；不含税销售均价分别为3624/1783/3411元/吨，同比+5%/-2%/-2%，环比-4%/+4%/+20%；销量分别为82.86/72.13/72.72万吨，同比-21%/+2%/+63%，环比-43%/+9%/+119%。国内磷肥保供稳价政策持续，叠加出口窗口关闭后国际价差收窄，出口量缩减推动量价齐跌；尿素受新增产能影响供需宽松，价格低位波动；复合肥进入冬储旺季，下游备货带动量价上涨，成为板块盈利缓冲。作为化肥总产能1000万吨的国内龙头企业，公司依托多基地保障冬储供应，缓解业绩波动。

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

重要外购原料硫磺涨价压制利润。据化工在线数据，2026年3月23日，中国固态硫磺现货价报5300元/吨，较上年同期同比大涨117%，较上月环比上涨28%，价格涨幅显著且仍维持高位区间。核心驱动因素在于全球硫磺供应端持续偏紧，OPEC决定2026年一季度暂停增产高硫原油且部分国家提出额外减产计划，伊朗受美国制裁导致原油产量不断下降，俄罗斯炼厂持续遭袭直接影响其硫磺生产与出口，叠加高硫原油作为硫磺主要伴生来源，其产量下滑直接导致全球硫磺产量增速放缓；而需求端则受益于硫酸制备及磷肥、磷酸铁、高压酸浸镍等下游行业需求稳步增长，进一步加剧供需失衡。2025年硫磺供需偏紧格局持续强化，四季度价格加速上行，从约2700元/吨快速拉升至4000元/吨，季度均价环比涨幅达49%，公司四季度生产成本压力大增。2025年公司共采购硫磺203.7万吨，全年采购价格同比大涨84.6%，作为公司磷肥生产的核心外购原料，硫磺持续涨价直接推高生产成本，对公司盈利形成明显拖累。

图11：中国固态硫磺现货价（元/吨）

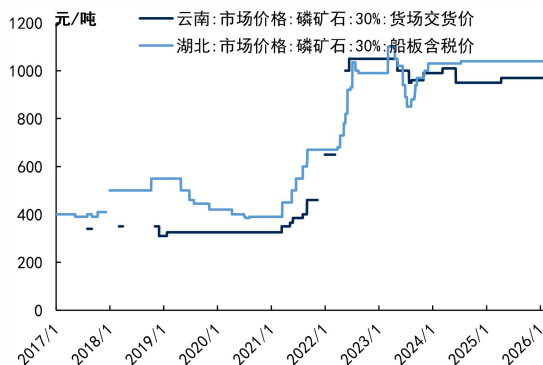


资料来源：化工在线，国信证券经济研究所整理

磷矿石供需偏紧，公司全产业链成本控制能力强。国内磷矿石供需格局偏紧，资源稀缺属性凸显，价格维持高位。2025年公司磷矿成品矿产量1173.75万吨，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，对冲部分产品价格下行压力。

图12: 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，饲料级磷酸氢钙表现稳健。四季度饲料级磷酸氢钙/聚甲醛/黄磷不含税销售均价分别为 4597/8647/20137 元/吨，同比+31%/-25%/-3%，环比+5%/-4%/+2%；销量分别为 17.96/3.17/0.29 万吨，同比+10%/+10%/-40%，环比+14%/+11%/-31%。饲料级磷酸氢钙受原料支撑及下游需求稳定，量价齐升；聚甲醛受新增产能压力，价格下滑但需求略有回暖；黄磷供应增速超需求，量价双降。随着磷矿浮选项目释放及技术改造深化，将进一步巩固细分领域优势。

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，但受成本端硫磺价格高涨及化肥出口受限影响，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测为 52.46/54.39 亿元（原值为 55.74/57.09 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 55.89 亿元，即 2026-2028 年 EPS 为 2.88/2.98/3.07 元，对应当前股价 PE 为 12.7/12.3/12.0X，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	
002895.SZ	川恒股份	优于大市	35.88	21,803.08	1.76	2.16	2.51	20.3	16.6	14.3	3.0
600141.SH	兴发集团	优于大市	32.10	38,575.85	1.45	1.73	1.95	22.1	18.6	16.5	1.8
002539.SZ	云天化	优于大市	14.05	16,968.52	0.67	0.76	1.00	21.0	18.5	14.1	1.8
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	17.05	18,554.64	0.61	1.32	1.42	27.9	12.9	12.0	3.1
002312.SZ	川发龙蟒	无评级	11.41	21,538.76	0.28	0.33	0.41	40.8	34.2	27.6	2.2
600096.SH	云天化	优于大市	36.69	66,885.53	2.91	2.83	3.04	12.6	13.0	12.1	2.8

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2026 年 3 月 23 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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6937	4981	6000	6053	8138	营业收入	61537	48415	49286	50026	50776
应收款项	1750	884	1350	1371	1391	营业成本	50767	38628	40982	41452	42007
存货净额	6070	6892	7057	7107	7183	营业税金及附加	958	1171	849	862	875
其他流动资产	1884	2057	1745	1809	1931	销售费用	760	704	632	641	651
流动资产合计	16664	14815	16154	16341	18645	管理费用	1111	903	906	916	927
固定资产	22822	23119	23270	23236	23066	财务费用	488	287	315	310	284
无形资产及其他	4789	4738	4501	4264	4027	投资收益	595	756	602	602	602
投资性房地产	3556	3961	3961	3961	3961	资产减值及公允价值变动	557	120	374	374	374
长期股权投资	3649	3709	3871	3990	4104	其他收入	(1467)	(1003)	0	0	0
资产总计	51480	50342	51757	51793	53803	营业利润	7138	6595	6579	6821	7010
短期借款及交易性金融负债	6252	7070	7882	6000	6000	营业外净收支	(89)	(100)	0	0	0
应付款项	5070	5979	5429	5467	5526	利润总额	7049	6495	6579	6821	7010
其他流动负债	4364	4386	3867	3895	3937	所得税费用	1006	997	987	1023	1051
流动负债合计	15685	17435	17177	15362	15463	少数股东损益	710	342	346	359	369
长期借款及应付债券	9449	4286	4286	4286	4286	归属于母公司净利润	5333	5156	5246	5439	5589
其他长期负债	1769	2026	2022	2134	2255						
长期负债合计	11218	6312	6308	6419	6541	现金流量表 (百万元)					
负债合计	26903	23747	23484	21781	22004	净利润	5333	5156	5246	5439	5589
少数股东权益	2218	2014	2117	2225	2336	资产减值准备	110	(437)	13	0	(1)
股东权益	22358	24581	26155	27787	29464	折旧摊销	2529	2492	2440	2644	2782
负债和股东权益总计	51480	50342	51757	51793	53803	公允价值变动损失	(557)	(120)	(374)	(374)	(374)
						财务费用	488	287	315	310	284
关键财务与估值指标						营运资本变动	1008	213	(1374)	44	4
每股收益	2.91	2.83	2.88	2.98	3.07	其它	207	528	91	107	111
每股红利	1.61	2.07	2.01	2.09	2.15	经营活动现金流	8630	7832	6041	7860	8112
每股净资产	12.19	13.48	14.35	15.24	16.16	资本开支	0	(2266)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	19%	17%	15%	15%	15%	其它投资现金流	(18)	22	0	0	0
ROE	24%	21%	20%	20%	19%	投资活动现金流	(152)	(2304)	(2162)	(2119)	(2114)
毛利率	18%	20%	17%	17%	17%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	14%	12%	12%	12%	负债净变化	(1731)	(5164)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	20%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(2947)	(3776)	(3673)	(3807)	(3913)
收入增长	-11%	-21%	2%	2%	2%	其它融资现金流	1376	10395	812	(1882)	0
净利润增长率	18%	-3%	2%	4%	3%	融资活动现金流	(7975)	(7484)	(2861)	(5689)	(3913)
资产负债率	57%	51%	49%	46%	45%	现金净变动	503	(1955)	1019	53	2085
息率	4.4%	5.6%	5.5%	5.7%	5.8%	货币资金的期初余额	6434	6937	4981	6000	6053
P/E	12.6	13.0	12.7	12.3	12.0	货币资金的期末余额	6937	4981	6000	6053	8138
P/B	3.0	2.7	2.6	2.4	2.3	企业自由现金流	0	6371	4095	5919	6155
EV/EBITDA	9.0	9.5	10.8	10.1	9.8	权益自由现金流	0	11603	4639	3774	5914

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 ±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 ±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