

2026年03月27日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 硫磺涨价压制公司业绩，磷锂协同构筑成长曲线

## —云天化（600096.SH）公司事件点评报告 买入（维持）事件

买入（维持）

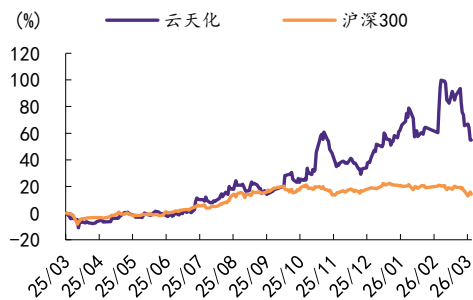
分析师：卢昊 S1050526020001  
luhao@cfsc.com.cn  
联系人：高铭谦 S1050124080006  
gaomq@cfsc.com.cn

### 基本数据

2026-03-26

当前股价（元）	33.97
总市值（亿元）	619
总股本（百万股）	1823
流通股本（百万股）	1823
52周价格范围（元）	21.22-44.55
日均成交额（百万元）	1356.18

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《云天化（600096）：磷矿资源高效开发，Q2 利润同环比提升》2025-08-22
- 《云天化（600096）：尿素与复合肥产品产销量同比增长，2024 年度业绩稳中有升》2025-03-27

云天化发布 2025 年年度报告：2025 年公司全年实现营业总收入 484.15 亿元，同比下滑 21.47%；实现归母净利润 51.56 亿元，同比下滑 3.40%。其中，公司 2025 年度实现营业收入 108.16 亿元，同比下滑 27.56%，下降比 4.21%；实现归母净利润 4.27 亿元，同比下滑 53.23%，环比下降 78.29%。

### 投资要点

#### ■ 营收受硫磺涨价压制、产销量整体增长

2025 年，公司核心原材料硫磺价格在年内几乎翻倍。根据百川盈孚，硫磺 4 季度均价较一季度提升 91% 至 3637 元/吨，形成拖累公司业绩的主因。叠加上尿素、聚甲醛等产品处于景气低谷，价格走低，两者叠加导致公司主要产品磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛产品毛利率分别同比下滑 1.87pct、10.62pct、0.34pct 和 5.18pct。从产销量上看，磷肥受限于高价硫磺产销有所缩减，其他产品均呈现“以量换价”。主要产品磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛产量分别为 464、289、203、12 万吨，分别同比 -8.22%、+2.43%、+14.15%、+4.54%；四产品分别达成销量 450、285、204、12 万吨，分别同比 -2.98%、+3.36%、+12.36%、+4.6%。

#### ■ 财务费用率下降，现金流充裕

期间费用方面，公司 2025 年着力强化可控费用的精细化管理，动态管控带息负债规模，财务费用有明显下降。从费用率上看，公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比变化 +0.22/+0.06/-0.20/+0.56pct。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为 90.87 亿元，较上年同期下降 15.44%，主要是年内公司加大了主要原材料战略采购力度。

#### ■ 磷矿增储扩能，锂电协同发展

公司作为磷化工行业领军企业，强调磷、锂协同发展。年内，公司 10 万吨磷酸铁产业化装置完成工艺升级，产能提升

至 85% 以上。公司另有 30 万吨电池新材料前驱体及配套项目在建，建成后将继续放大公司在锂侧产业优势。与此同时，公司正积极推动磷矿产能的进一步扩张，昆阳磷矿二号矿井项目，规划新增 200 万吨/年的磷矿石开采能力，预计将在 2026 年进入试生产阶段。公司磷、锂产业链齐头并进，有望打开增长新空间。

### ■ 盈利预测

公司是磷化工行业头部企业，强调磷锂协同发展，依靠磷酸铁等锂电产品开拓增长空间。预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 54.69、57.11、55.60 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.3、10.8、11.1 倍，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

磷矿石价格波动风险；项目推进不及预期风险；行业波动风险；汇率波动影响海外业务收益风险等。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	48,415	54,411	54,872	50,761
增长率（%）	-21.3%	12.4%	0.8%	-7.5%
归母净利润（百万元）	5,156	5,469	5,711	5,560
增长率（%）	-3.3%	6.1%	4.4%	-2.7%
摊薄每股收益（元）	2.83	3.00	3.13	3.05
ROE（%）	19.4%	19.2%	18.8%	17.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	4,981	8,209	11,725	15,257
应收款	884	993	1,002	927
存货	6,892	8,082	8,123	7,477
其他流动资产	2,059	2,313	2,333	2,158
流动资产合计	14,815	19,597	23,183	25,819
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1	1	1	1
固定资产	20,571	20,724	19,951	18,865
在建工程	2,539	1,016	406	163
无形资产	4,738	4,501	4,264	4,039
长期股权投资	3,709	3,709	3,709	3,709
其他非流动资产	3,969	3,969	3,969	3,969
非流动资产合计	35,527	33,919	32,300	30,745
资产总计	50,342	53,516	55,483	56,564
<b>流动负债:</b>				
短期借款	3,234	3,234	3,234	3,234
应付账款、票据	5,979	7,012	7,048	6,487
其他流动负债	5,683	5,683	5,683	5,683
流动负债合计	17,435	18,783	18,843	18,066
<b>非流动负债:</b>				
长期借款		4,286	4,286	4,286
其他非流动负债	2,026	2,026	2,026	2,026
非流动负债合计	6,312	6,312	6,312	6,312
负债合计	23,747	25,095	25,155	24,378
<b>所有者权益</b>				
股本	1,823	1,823	1,823	1,823
股东权益	26,595	28,421	30,329	32,185
负债和所有者权益	50,342	53,516	55,483	56,564

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	5498	5831	6090	5928
少数股东权益	342	362	378	368
折旧摊销	2492	1608	1607	1543
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	755	-207	-9	120
经营活动现金净流量	9087	7595	8066	7960
投资活动现金净流量	-1768	1371	1382	1330
筹资活动现金净流量	-4092	-4005	-4182	-4071
现金流量净额	3,227	4,962	5,265	5,219

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	48,415	54,411	54,872	50,761
营业成本	38,628	43,984	44,205	40,682
营业税金及附加	1,171	1,317	1,328	1,228
销售费用	704	791	797	738
管理费用	903	1,015	1,023	947
财务费用	287	92	-6	-105
研发费用	731	822	829	767
费用合计	2,625	2,720	2,644	2,346
资产减值损失	-119	-119	-119	-119
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	756	756	756	756
营业利润	6,595	6,989	7,294	7,103
加:营业外收入	50	50	50	50
减:营业外支出	150	150	150	150
利润总额	6,495	6,889	7,194	7,004
所得税费用	997	1,058	1,105	1,076
净利润	5,498	5,831	6,090	5,928
少数股东损益	342	362	378	368
归母净利润	5,156	5,469	5,711	5,560

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-21.3%	12.4%	0.8%	-7.5%
归母净利润增长率	-3.3%	6.1%	4.4%	-2.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.2%	19.2%	19.4%	19.9%
四项费用/营收	5.4%	5.0%	4.8%	4.6%
净利率	11.4%	10.7%	11.1%	11.7%
ROE	19.4%	19.2%	18.8%	17.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.2%	46.9%	45.3%	43.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	54.8	54.8	54.8	54.8
存货周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.83	3.00	3.13	3.05
P/E	12.0	11.3	10.8	11.1
P/S	1.3	1.1	1.1	1.2
P/B	2.5	2.4	2.2	2.1

## ■ 化工组介绍

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。