

2026年04月04日

云天化(600096.SH)

投资评级: 买入(首次)

——高价硫磺及税补计提影响公司全年利润, 公司长期成长趋势仍强

证券分析师

李佳骏
SAC: S1350526010004
lijiajun@huayuanstock.com
李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年04月03日

收盘价(元)	31.44
一年内最高/最低(元)	45.62/20.80
总市值(百万元)	57,314.83
流通市值(百万元)	57,314.83
总股本(百万股)	1,822.99
资产负债率(%)	47.17
每股净资产(元/股)	13.48

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- **报告导读:** 云天化3月23日发布2025年年度报告, 公司实现营收484.15亿元, 同比下降21.47%, 实现归母净利润51.56亿元, 同比下降3.40%, 扣非后归母净利润50.07亿元, 同比下降3.60%。Q4单季度实现营收108.16亿元, 同比下降27.56%, 环比下降14.2%, 实现归母净利润4.27亿元, 同比下降53.2%, 环比下降78.3%, 扣非后归母净利润3.88亿元, 同比下降54.1%, 环比下降79.8%。公司业绩符合预期。
- **产品经营稳定, 夯实公司业绩。** 根据公司公告, 2025年全年磷肥/复合肥/尿素/聚甲醛/黄磷/饲钙产量分别达463.88/203.42/289.21/11.52/3.05/59.29万吨, 销量分别达450.41/204.27/284.55/11.60/1.79/59.05万吨, 公司经营稳中向好。
- **产品价格有所波动, 毛利整体呈现下滑趋势。** 根据公司2025年年度报告, 全年磷肥/尿素/复合肥/聚甲醛/饲钙营业收入分别为154.79/49.90/65.48/11.26/25.52亿元, 营业成本分别为98.97/43.72/56.30/8.63/15.77亿元。经测算, 上述各产品单吨毛利分别为1,239/217/449/2,267/1,651元/吨。受原材料硫磺价格大幅上涨影响, 磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛单吨毛利同比出现不同程度下滑, 而饲钙受益于价格高位或成本控制, 单吨毛利维持较高水平。公司全年业绩受硫磺高价、资源税补缴及信用减值等因素影响, 但仍然表现出高业绩韧性。
- **年度利润分配预案发布, 明确派息及股本变动规则。** 根据公司2025年度利润分配预案公告, 公司计划以实施权益分派股权登记日当天登记的总股本为基数, 向全体股东实施每10股派发现金红利12元(含税)。截至2025年12月31日, 公司总股本为1,822,990,731股, 据此计算, 拟派发现金红利总额达2,187,588,877.20元(含税)。加上2025年半年度已派发现金红利364,598,146.20元, 公司2025年度共计派发现金红利2,552,187,023.40元, 占2025年归属于上市公司股东净利润的49.50%。高分红提振市场信心, 积极回报广大投资者。
- **参股公司取得磷矿采矿权证, 资源保障能力进一步夯实。** 根据公司公告, 参股子公司云南云天化聚磷新材料有限公司完成云南省镇雄县碗厂磷矿采矿权办证手续, 并于2025年12月23日取得云南省自然资源厅颁发的《不动产权证书(采矿权)》和《采矿许可证》。碗厂磷矿矿区面积23.1564平方公里, 资源量24.38亿吨, 平均品位22.54%, 权利期限自2025年12月19日至2040年12月18日。公司持有聚磷新材35%股权, 公司控股股东云天化集团承诺, 待聚磷新材取得合法有效的采矿许可证后3年内, 将聚磷新材的控制权优先注入公司。取得采矿权证后, 聚磷新材将打造磷基新材料产业园区, 充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链等环节的竞争优势, 实现磷资源高值高效利用, 对公司长期可持续发展具有积极影响。
- **子公司补缴资源税及滞纳金, 2025年净利润减少。** 根据公司2025年年度报告披露, 全资子公司云南磷化集团有限公司于报告期内开展了涉税事项自查。经查确认, 2022

年至 2025 年 10 月期间需补缴资源税 29,342.17 万元,并产生滞纳金 9,264.55 万元,合计金额 38,606.72 万元。

- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 47.27/53.13/56.28 亿元,同比增速分别为 -8.31%/12.38%/5.93%,当前股价对应的 PE 分别为 12.12/10.79/10.18 倍。公司是磷化工行业龙头企业之一,未来看点丰富,分红力度大,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。产能投放不及预期;产品价格大幅波动;全球政策变动风险;新产品开发风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	61,654	48,415	48,357	49,195	51,338
同比增长率 (%)	-10.72%	-21.47%	-0.12%	1.73%	4.36%
归母净利润 (百万元)	5,337	5,156	4,727	5,313	5,628
同比增长率 (%)	18.02%	-3.40%	-8.31%	12.38%	5.93%
每股收益 (元/股)	2.93	2.83	2.59	2.91	3.09
ROE (%)	23.85%	20.98%	17.00%	16.90%	15.95%
市盈率 (P/E)	10.74	11.12	12.12	10.79	10.18

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

附录：财务预测
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,981	6,607	13,825	19,400
应收票据及账款	1,761	1,817	1,849	1,929
预付账款	430	367	374	390
其他应收款	55	77	78	81
存货	6,892	5,576	5,576	5,804
其他流动资产	696	456	463	484
流动资产总计	14,815	14,900	22,165	28,088
长期股权投资	3,709	4,228	4,747	5,265
固定资产	21,305	19,946	18,850	18,002
在建工程	2,539	2,360	1,846	1,000
无形资产	4,738	4,679	4,753	4,668
长期待摊费用	1,870	1,980	1,780	1,269
其他非流动资产	1,365	1,555	1,387	1,269
非流动资产合计	35,527	34,747	33,363	31,474
资产总计	50,342	49,647	55,528	59,563
短期借款	3,234	2,734	3,734	2,934
应付票据及账款	5,979	4,296	4,296	4,472
其他流动负债	8,222	6,144	6,181	6,439
流动负债合计	17,435	13,174	14,212	13,846
长期借款	4,392	4,092	4,592	4,392
其他非流动负债	1,920	1,920	1,920	1,920
非流动负债合计	6,312	6,012	6,512	6,312
负债合计	23,747	19,186	20,724	20,158
股本	1,823	1,823	1,823	1,823
资本公积	7,055	7,055	7,055	7,055
留存收益	15,703	18,931	22,557	26,399
归属母公司权益	24,581	27,809	31,435	35,277
少数股东权益	2,014	2,652	3,369	4,128
股东权益合计	26,595	30,460	34,804	39,405
负债和股东权益合计	50,342	49,647	55,528	59,563

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	5,498	4,829	5,492	5,843
折旧与摊销	3,241	3,807	4,202	4,607
财务费用	287	319	319	309
投资损失	-756	-602	-602	-602
营运资金变动	368	-2,220	-10	86
其他经营现金流	449	626	633	633
经营性现金净流量	9,087	6,758	10,035	10,875
投资性现金净流量	-1,768	-2,513	-2,311	-2,205
筹资性现金净流量	-9,332	-2,619	-505	-3,095
现金流量净额	-2,016	1,625	7,218	5,576

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	48,415	48,357	49,195	51,338
营业成本	38,628	39,186	39,186	40,786
税金及附加	1,171	833	847	884
销售费用	704	620	631	658
管理费用	903	823	837	873
研发费用	731	525	534	557
财务费用	287	319	319	309
资产减值损失	-119	-289	-294	-307
信用减值损失	-228	-56	-57	-59
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	756	602	602	602
公允价值变动损益	1	-5	-3	5
资产处置收益	6	6	6	6
其他收益	188	175	175	175
营业利润	6,595	6,485	7,270	7,692
营业外收入	50	37	37	37
营业外支出	150	182	182	182
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,495	6,340	7,125	7,548
所得税	997	975	1,096	1,161
净利润	5,498	5,365	6,030	6,387
少数股东损益	342	638	717	759
归属母公司股东净利润	5,156	4,727	5,313	5,628
EPS(元)	2.83	2.59	2.91	3.09

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-21.47%	-0.12%	1.73%	4.36%
营业利润增长率	-7.72%	-1.66%	12.11%	5.81%
归母净利润增长率	-3.40%	-8.31%	12.38%	5.93%
经营现金流增长率	-15.44%	-25.63%	48.49%	8.37%
盈利能力				
毛利率	20.21%	18.97%	20.35%	20.55%
净利率	11.36%	11.10%	12.26%	12.44%
ROE	20.98%	17.00%	16.90%	15.95%
ROA	10.24%	9.52%	9.57%	9.45%
估值倍数				
P/E	11.12	12.12	10.79	10.18
P/S	1.18	1.19	1.17	1.12
P/B	2.33	2.06	1.82	1.62
股息率	0.64%	2.62%	2.94%	3.12%
EV/EBITDA	7	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。