

## 化肥销量平稳, 分红维持较高水平

### 投资要点:

- **事件:** 云天化发布2025年年报, 2025年公司实现营业收入484.15亿元, 同比减少21.47%, 实现归母净利润51.56亿元, 同比减少3.40%; 2025年四季度实现营业收入108.16亿元, 同比减少27.56%, 环比减少14.21%, 实现归母净利润4.27亿元, 同比减少53.23%, 环比减少78.29%。
- **化肥销量平稳, 磷酸氢钙价格明显修复。** 根据公司公告, 2025年全年公司磷肥、复合(混)肥、尿素、聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸氢钙均价分别为3437元/吨、3206元/吨、1754元/吨、9710元/吨、20394元/吨、4321元/吨, 分别同比+1.45%、+4.43%、-14.15%、-16.05%、-0.20%、+25.07%; 销量分别为450.41万吨、204.27万吨、284.55万吨、11.60万吨、1.79万吨、59.05万吨, 分别同比-2.98%、+12.36%、+3.36%、4.60%、-9.60%、+0.41%。在新能源材料领域, 2025年公司磷酸铁产销量分别为7.08万吨、7.04万吨, 销售均价为8877元/吨, 同比增长25.72%。整体来看, 磷肥、复合肥销量保持稳健, 价格同比小幅上涨; 尿素、聚甲醛价格同比承压; 饲料级磷酸氢钙、磷酸铁价格修复及增长显著, 新能源材料业务展现成长能力。
- **磷矿资源壁垒深厚, 磷矿有望维持高景气。** 公司是国内磷矿龙头企业, 现有磷矿储量近8亿吨, 原矿生产能力1450万吨/年, 擦洗选矿、浮选生产能力分别达618万吨/年、750万吨/年, 2025年生产成品矿1173.75万吨, 磷矿自给率高。2025年12月, 公司参股35%的聚磷新材取得镇雄县碗厂磷矿采矿权, 新增矿产资源量24.38亿吨, 进一步夯实中长期资源储备。2025年我国磷矿石产量达1.21亿吨, 同比增长近7%, 但受新增产能有限、投放周期较长及市场流通量偏小影响, 整体供应仍维持偏紧态势, 价格围绕高位中枢平稳波动, 体现出较强的价格韧性。
- **分红维持高水平, 持续回报股东。** 公司拟向全体股东每10股派发现金红利12.00元(含税), 以2025年12月31日总股本18.23亿股为基数, 合计派发现金红利约21.88亿元(含税); 叠加2025年半年度每10股派2.00元(含税)的约3.65亿元, 2025年度累计现金分红总额约25.52亿元, 占2025年归属于上市公司股东净利润比例为49.50%。公司最近三个会计年度累计现金分红约69.27亿元, 分红回报力度突出。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国内磷化工龙头企业, 磷肥、尿素产能规模靠前, 矿肥一体化具备成本优势。公司注重股东回报, 分红率维持较高水平。预计2026-2028年EPS分别为2.83元、3.15元、3.41元, 对应PE分别为12倍、11倍、10倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 磷矿价格下跌风险; 尿素价格下跌风险; 极端天气风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	484.15	503.03	522.78	543.45
增长率	-21.32%	3.90%	3.93%	3.95%
归属母公司净利润(亿元)	51.56	51.62	57.35	62.25
增长率	-3.32%	0.11%	11.11%	8.53%
每股收益EPS(元)	2.83	2.83	3.15	3.41
净资产收益率ROE	20.67%	18.49%	18.22%	17.64%
PE	12	12	11	10
PB	2.48	2.23	1.98	1.77

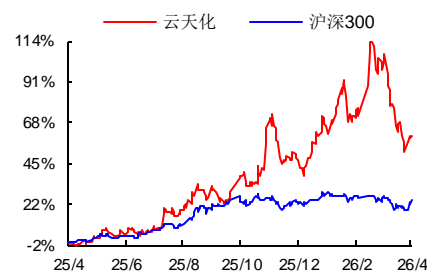
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 钱伟伦  
执业证号: S1250525070005  
电话: 13122028826  
邮箱: qwl@swsc.com.cn

分析师: 甄理  
执业证号: S1250525050004  
电话: 021-68413856  
邮箱: zhli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.23
流通A股(亿股)	18.23
52周内股价区间(元)	21.72-44.55
总市值(亿元)	609.97
总资产(亿元)	503.42
每股净资产(元)	13.48

### 相关研究

1. 云天化(600096): 2025年上半年经营稳健, 增加中期分红重视股东回报 (2025-08-25)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：成本支撑，需求刚性，磷铵、尿素价格坚挺，产销相对平稳，假设 2026-2028 年化肥原料以及产品营收分别为 287.05 亿元、301.40 亿元、316.47 亿元，分别同比+5.00%、+5.00%、+5.00%；毛利率分别为 25.5%、25.0%、25.0%。

假设 2：公司业务涵盖化肥与硫磺贸易、粮食（含大豆）国际贸易及物流仓储，其中化肥贸易依托大宗采购与全链条供应链服务，假设 2026-2028 年商品粮食营收分别为 56.66 亿元、57.23 亿元、57.80 亿元，分别同比+1.00%、+1.00%、+1.00%；毛利率分别为 0.25%、0.25%、0.25%。

假设 3：公司是国内磷肥、尿素龙头企业，在国内化肥保供中起到至关重要作用，预计 2026-2028 年营收分别为 52.64 亿元、54.22 亿元、55.85 亿元，分别同比+3.00%、+3.00%、+3.00%；毛利率分别为 2.00%、2.00%、2.00%。

表 1：业务拆分

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>合计</b>				
营业收入	484.1	503.0	522.8	543.5
yoy	-21.3%	3.9%	3.9%	4.0%
营业成本	386.3	403.9	420.5	436.3
毛利率	20.2%	19.7%	19.6%	19.7%
<b>化肥原料以及产品</b>				
营收，亿元	273.38	287.05	301.40	316.47
yoy		5.00%	5.00%	5.00%
成本，亿元	201.86	213.85	226.05	237.35
毛利率，%	26.16	25.50	25.00	25.00
毛利，亿元	71.52	73.20	75.35	79.12
<b>商品粮食</b>				
营收，亿元	56.10	56.66	57.23	57.80
yoy		1.00%	1.00%	1.00%
成本，亿元	55.94	56.52	57.08	57.66
毛利率，%	0.28	0.25	0.25	0.25
毛利，亿元	0.16	0.14	0.14	0.14
<b>化肥销售</b>				
营收，亿元	51.11	52.64	54.22	55.85
yoy		3.00%	3.00%	3.00%
成本，亿元	50.04	51.59	53.14	54.73
毛利率，%	2.10	2.00	2.00	2.00
毛利，亿元	1.07	1.05	1.08	1.12
<b>化工</b>				
营收，亿元	26.57	27.90	29.29	30.76
yoy		5.00%	5.00%	5.00%

	2025A	2026E	2027E	2028E
成本, 亿元	18.34	19.53	20.51	21.53
毛利率, %	30.96	30.00	30.00	30.00
毛利, 亿元	8.23	8.37	8.79	9.23
<b>磷酸氢钙</b>				
营收, 亿元	25.52	26.80	28.14	29.54
yoy		5.00%	5.00%	5.00%
成本, 亿元	15.77	17.15	18.01	18.91
毛利率, %	38.20	36.00	36.00	36.00
毛利, 亿元	9.75	9.65	10.13	10.64
<b>其他</b>				
营收, 亿元	51.47	51.98	52.50	53.03
yoy		1.00%	1.00%	1.00%
成本, 亿元	44.33	45.23	45.68	46.14
毛利率, %	13.88	13.00	13.00	13.00
毛利, 亿元	7.14	6.76	6.83	6.89

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	484.15	503.03	522.78	543.45	净利润	54.98	55.04	61.15	66.37
营业成本	386.28	403.87	420.46	436.31	折旧与摊销	31.02	31.95	32.50	32.85
营业税金及附加	11.71	12.17	12.65	13.15	财务费用	2.87	3.38	1.98	-0.43
销售费用	7.04	6.04	6.27	6.52	资产减值损失	-3.47	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	16.34	13.58	14.12	14.67	经营营运资本变动	5.82	-9.12	-1.39	0.31
财务费用	2.87	3.38	1.98	-0.43	其他	-0.35	1.57	-4.38	-4.28
资产减值损失	-3.47	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	90.87	82.61	89.67	94.62
投资收益	7.56	0.10	4.72	4.58	资本支出	-7.03	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	-10.65	0.00	4.62	4.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17.68	-1.00	3.62	3.48
营业利润	65.95	64.30	72.22	78.00	短期借款	-8.34	-16.19	-16.05	0.00
其他非经营损益	-1.00	0.45	-0.28	0.09	长期借款	-51.64	0.10	0.10	0.10
利润总额	64.95	64.75	71.95	78.08	股权融资	-2.38	0.00	0.00	0.00
所得税	9.97	9.71	10.79	11.71	支付股利	-29.24	-23.20	-23.23	-25.81
净利润	54.98	55.04	61.15	66.37	其他	-1.71	-41.82	-1.93	0.44
少数股东损益	3.42	3.42	3.80	4.12	筹资活动现金流净额	-93.32	-81.12	-41.11	-25.27
归属母公司股东净利润	51.56	51.62	57.35	62.25	现金流量净额	-20.16	0.49	52.18	72.83
资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	49.81	50.30	102.48	175.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	13.14	17.63	18.77	18.50	销售收入增长率	-21.32%	3.90%	3.93%	3.95%
存货	68.92	57.54	60.66	63.84	营业利润增长率	-7.61%	-2.50%	12.32%	7.99%
其他流动资产	16.28	7.29	7.58	7.88	净利润增长率	-9.02%	0.11%	11.11%	8.53%
长期股权投资	37.09	37.09	37.09	37.09	EBITDA 增长率	-5.36%	-0.21%	7.11%	3.48%
投资性房地产	2.50	2.50	2.50	2.50	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	231.11	209.23	186.90	164.31	毛利率	20.21%	19.71%	19.57%	19.71%
无形资产和开发支出	48.25	41.05	33.75	26.36	三费率	5.42%	4.57%	4.28%	3.82%
其他非流动资产	36.33	34.56	32.79	31.02	净利率	11.36%	10.94%	11.70%	12.21%
资产总计	503.42	457.19	482.51	526.81	ROE	20.67%	18.49%	18.22%	17.64%
短期借款	32.34	16.15	0.10	0.10	ROA	10.92%	12.04%	12.67%	12.60%
应付和预收款项	68.88	71.91	74.88	77.72	ROIC	17.68%	18.49%	21.89%	25.28%
长期借款	42.86	42.96	43.06	43.16	EBITDA/销售收入	20.62%	19.80%	20.41%	20.32%
其他负债	93.39	28.53	28.87	29.64	<b>营运能力</b>				
负债合计	237.47	159.55	146.90	150.61	总资产周转率	0.95	1.05	1.11	1.08
股本	18.23	18.23	18.23	18.23	固定资产周转率	2.35	2.50	2.78	3.20
资本公积	70.55	70.55	70.55	70.55	应收账款周转率	28.96	39.28	36.08	36.26
留存收益	155.23	183.65	217.77	254.21	存货周转率	5.84	6.25	6.93	6.84
归属母公司股东权益	245.81	274.08	308.26	344.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.11%	—	—	—
少数股东权益	20.14	23.56	27.36	31.48	<b>资本结构</b>				
股东权益合计	265.95	297.64	335.62	376.19	资产负债率	47.17%	34.90%	30.44%	28.59%
负债和股东权益合计	503.42	457.19	482.51	526.81	带息债务/总负债	31.67%	37.05%	29.38%	28.72%
					流动比率	0.85	1.38	2.27	3.05
					速动比率	0.45	0.78	1.54	2.31
					股利支付率	56.71%	44.95%	40.50%	41.46%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	99.83	99.62	106.70	110.42	每股收益	2.83	2.83	3.15	3.41
PE	11.83	11.82	10.64	9.80	每股净资产	13.48	15.03	16.91	18.91
PB	2.48	2.23	1.98	1.77	每股经营现金	4.98	4.53	4.92	5.19
PS	1.26	1.21	1.17	1.12	每股股利	1.60	1.27	1.27	1.42
EV/EBITDA	6.50	5.96	4.92	4.10					
股息率	4.79%	3.80%	3.81%	4.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---