

公司研究

磷复肥销量稳增黄磷盈利改善，磷氮原料自给能力持续提升

——云图控股（002539.SZ）2025 年报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报。2025 年，公司实现营收 214.00 亿元，同比增长 5.01%；实现归母净利润 8.27 亿元，同比增长 2.81%；实现扣非后归母净利润 8.03 亿元，同比增长 11.99%。2025Q4，公司单季度实现营收 55.30 亿元，同比增长 18.09%，环比增长 23.73%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 12.46%，环比减少 7.18%。

磷复肥销量稳步提升，黄磷毛利率显著提升。2025 年，公司磷复肥业务实现营收 135.4 亿元，同比增长 18.4%，实现销量 460 万吨，同比增长 10.1%。其中，新型复合肥及磷肥实现营收 81.7 亿元，同比增长 22.2%；常规复合肥实现营收 53.6 亿元，同比增长 13.1%。然而，受上游硫磺、钾肥等原材料价格上涨影响，2025 年公司磷复肥毛利率同比下降 1.4pct 至 12.7%。公司黄磷业务实现营收 12.3 亿元，同比下降 3.7%，毛利率同比提升 12.9pct 至 30.4%，我们认为公司黄磷毛利率的提升主要得益于公司在建磷矿工程产出后磷矿自供比例的提升。磷酸铁业务实现营收 5.99 亿元，同比增长 19.3%，实现销量 6.45 万吨，同比增长 15.3%。纯碱业务实现营收 6.38 亿元，同比下降 34.2%，销量同比下降 5.8% 至 54.8 万吨。费用方面，2025 年公司销售期间费用率同比提升 0.26pct 至 7.04%，其中销售、管理、研发费用率同比分别增长 0.09pct、0.25pct、0.01pct，财务费用率同比下降 0.09pct。此外，2025 年公司经营活动现金流净额达 12.57 亿元，同比大幅增长 99.4%。

磷氮原料自给能力持续提升，夯实产业链一体化护城河。磷矿方面，公司旗下磷矿资源储量合计约 5.49 亿吨，磷矿石采矿设计产能共计 1,090 万吨/年，其中在建产能 690 万吨/年。具体来看，阿居洛呷磷矿 290 万吨/年采选工程稳步实施，巷道开拓、采准工程及辅助配套系统建设有序推进；牛牛寨东段磷矿 400 万吨/年采矿工程巷道建设按计划推进中；牛牛寨西段磷矿于 2026 年 4 月取得 400 万吨/年采矿许可证；参股 49%的二坝磷矿 50 万吨/年采矿工程改建项目于 2026 年 2 月复工。氮产业链方面，湖北应城基地 70 万吨合成氨项目已建成试生产，装置实现满负荷稳定运行，下游配套的 47.59 万吨 95%浓度尿浆溶液项目于 2026 年 3 月试生产，填补了公司尿素原料的产能空白，氮肥原料自给率进一步提升。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 12.32/14.26/16.62 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设进度不及预期，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	20,381	21,400	24,094	26,138	28,163
营业收入增长率	-6.37%	5.00%	12.59%	8.49%	7.74%
净利润（百万元）	804	827	1,232	1,426	1,662
净利润增长率	-9.80%	2.81%	48.99%	15.70%	16.53%
EPS（元）	0.67	0.68	1.02	1.18	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.12%	8.80%	11.86%	12.44%	13.08%
P/E	23	23	15	13	11
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-14

买入（维持）

当前价：15.64 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

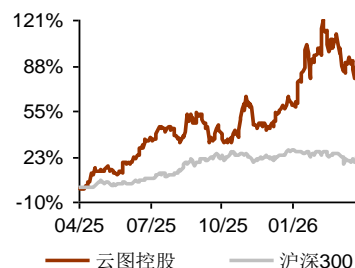
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.08
总市值(亿元)	188.89
一年最低/最高(元)	7.38/17.27
近 3 月换手率：	235.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.92	29.36	84.03
绝对	2.56	28.30	109.02

资料来源：Wind

相关研报

25H1 磷复肥营收稳定增长，持续推动氮、磷原料布局——云图控股（002539.SZ）2025 年半年报点评（2025-09-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,381	21,400	24,094	26,138	28,163
营业成本	18,199	18,866	21,048	22,771	24,368
折旧和摊销	963	1,037	1,370	1,506	1,619
税金及附加	87	113	128	139	149
销售费用	293	328	370	401	432
管理费用	566	647	723	732	789
研发费用	337	356	400	434	468
财务费用	185	175	202	231	269
投资收益	35	-29	10	10	10
营业利润	914	972	1,420	1,647	1,921
利润总额	912	956	1,415	1,639	1,911
所得税	93	110	163	189	220
净利润	819	846	1,252	1,451	1,692
少数股东损益	15	19	20	25	30
归属母公司净利润	804	827	1,232	1,426	1,662
EPS(元)	0.67	0.68	1.02	1.18	1.38

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	630	1,257	2,027	3,116	3,219
净利润	804	827	1,232	1,426	1,662
折旧摊销	963	1,037	1,370	1,506	1,619
净营运资金增加	402	-121	1,057	267	553
其他	-1,539	-486	-1,632	-83	-615
投资活动产生现金流	-2,068	-2,711	-643	-790	-590
净资本支出	-2,008	-2,332	-1,000	-800	-600
长期投资变化	21	-49	0	0	0
其他资产变化	-82	-331	357	10	10
融资活动现金流	1,307	2,498	-2,101	-2,121	-823
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,054	2,591	-1,658	-1,533	-140
无息负债变化	516	732	-183	413	92
净现金流	-127	1,041	-717	204	1,805

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	10.7%	11.8%	12.6%	12.9%	13.5%
EBITDA 率	10.7%	11.3%	12.4%	12.9%	13.5%
EBIT 率	5.7%	6.0%	6.7%	7.2%	7.8%
税前净利润率	4.5%	4.5%	5.9%	6.3%	6.8%
归母净利润率	3.9%	3.9%	5.1%	5.5%	5.9%
ROA	3.5%	3.1%	4.7%	5.4%	6.1%
ROE (摊薄)	9.1%	8.8%	11.9%	12.4%	13.1%
经营性 ROIC	6.0%	5.7%	6.9%	8.2%	9.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	62%	65%	61%	56%	54%
流动比率	0.94	1.01	1.30	1.75	2.32
速动比率	0.56	0.68	0.81	1.09	1.54
归母权益/有息债务	0.89	0.75	0.96	1.24	1.39
有形资产/有息债务	2.12	1.99	2.22	2.59	2.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	23,649	27,575	26,745	26,719	27,949
货币资金	2,947	3,127	2,409	2,614	4,419
交易性金融资产	25	0	0	0	0
应收账款	441	426	479	520	560
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	47	32	36	39	42
存货	3,847	3,369	3,764	4,076	4,364
其他流动资产	887	1,924	1,924	1,924	1,924
流动资产合计	9,586	10,195	10,080	10,760	13,009
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	8	57	57	57	57
固定资产	7,730	7,658	8,065	8,054	7,671
在建工程	1,830	5,414	4,586	3,859	3,210
无形资产	2,240	2,316	2,270	2,225	2,180
商誉	32	31	31	31	31
其他非流动资产	1,181	452	452	452	452
非流动资产合计	14,063	17,381	16,665	15,959	14,940
总负债	14,725	18,048	16,208	15,088	15,041
短期借款	3,922	2,581	423	640	0
应付账款	815	1,337	1,492	1,614	1,728
应付票据	1,381	636	710	768	822
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	164	236	236	236	236
流动负债合计	10,191	10,110	7,769	6,150	5,602
长期借款	4,284	7,632	8,132	8,632	9,132
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	201	266	266	266	266
非流动负债合计	4,534	7,938	8,438	8,938	9,438
股东权益	8,924	9,527	10,538	11,631	12,908
股本	1,208	1,208	1,208	1,208	1,208
公积金	3,356	3,449	3,572	3,581	3,581
未分配利润	4,233	4,731	5,598	6,657	7,905
归属母公司权益	8,816	9,401	10,391	11,460	12,707
少数股东权益	108	126	146	171	201

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.44%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
管理费用率	2.78%	3.03%	3.00%	2.80%	2.80%
财务费用率	0.91%	0.82%	0.84%	0.88%	0.96%
研发费用率	1.65%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
所得税率	10%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.10	0.20	0.30	0.34	0.40
每股经营现金流	0.52	1.04	1.68	2.58	2.66
每股净资产	7.30	7.78	8.60	9.49	10.52
每股销售收入	16.88	17.72	19.95	21.64	23.32

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	23	23	15	13	11
PB	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.3	13.1	10.0	8.4	7.0
股息率	0.6%	1.3%	1.9%	2.2%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼