

云图控股 (002539.SZ)

公司业绩稳步增长，产业链建设不断完善

优于大市

核心观点

公司业绩稳步增长，磷复肥业绩稳步提升。2025年公司营业收入为213.99亿元，同比增长5.01%，归母净利润为8.27亿元，同比增长2.81%。2025年公司毛利率为11.84%，较去年提高1.13个百分点，净利率为3.95%，较去年略降0.07个百分点。公司第四季度营业收入为55.31亿元，同比增长18.09%，归母净利润为1.52亿元，同比增长12.46%。磷复肥作为公司主业，实现销量460.17万吨，同比增长10.10%，营收占比持续提升。

磷复肥业务是公司的核心业务，逐步构建起“资源+产业链”竞争壁垒。2025年公司实现磷复肥销量460.17万吨，同比增长10.10%，实现营业收入135.35亿元，同比增长18.42%。复合肥方面，公司在全国布局多个生产基地，同时深度布局海外市场。2025年由于单质肥价格走高，复合肥价格保持温和上涨趋势，行业利润承压。磷酸一铵方面，公司主要生产水溶性及工业级磷酸一铵。受硫磺价格上涨及下游需求旺盛影响，2026年以来，磷酸一铵价格同样保持了上涨趋势。

2025年纯碱价格大幅下跌，公司可通过低成本合成氨降低纯碱成本。2025年中国轻质纯碱现货均价为1338.5元/吨，较2024年大幅下降31.3%。2026年以来纯碱价格保持相对平稳。预计2026年地产玻璃需求仍较为疲软，光伏玻璃行业下游需求预计也较为弱势，纯碱整体需求增长乏力，纯碱价格预期维持低位震荡。2026年一季度，公司的70万吨合成氨项目建成投运，将有效降低联碱业务的能耗和成本，提升公司纯碱的盈利能力。

公司自产磷矿持续释放，黄磷价格有望上涨。公司自有磷矿采矿设计产能合计1090万吨/年，磷矿项目逐步投产后将有效保障公司生产所需磷矿石的自给，强化磷产业链成本优势。2026年在硫磺供应紧缺背景下，热法磷酸及黄磷价格实现了快速上涨。2026年4月15日，黄磷税前价格为26593元/吨，较年初上涨33.26%；黄磷单吨毛利为9950元/吨，较年初上涨了306%。黄磷价格有望维持高位，甚至继续冲高。

公司持续完善产业链建设，增加优势产品产能。氮产业链方面，公司合成氨年产能从25万吨提升70万吨；磷产业链方面，布局湿法磷酸、热法磷酸两条技术路线，并不断完善磷复肥上游磷矿石、硫酸和磷酸的产能配置。同时公司在积极建设磷复肥、磷酸铁锂产能，增强公司盈利能力。

投资建议：公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥产销量有望持续增长，磷矿石及尿素等产品贡献业绩增量。我们微调2026-2027年业绩预期，并新增2028年业绩预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为12.31/14.32/15.44亿元，对应EPS分别为1.02/1.19/1.28元，对应当前股价PE为14.3/12.3/11.4。维持“优于大市”评级。

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：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.54元
总市值/流通市值	17560/12938百万元
52周最高价/最低价	17.27/7.46元
近3个月日均成交额	537.00百万元

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

- 《云图控股(002539.SZ)-磷复肥景气度有望回升，硫铁矿制酸优势突出》——2025-12-23
- 《云图控股(002539.SZ)-短期业绩承压，长期发展向好》——2025-10-29
- 《云图控股(002539.SZ)-磷复肥业务收入占比提升，磷矿项目进展顺利》——2025-08-28
- 《云图控股(002539.SZ)-2025年一季度业绩高增，拟投建贵港项目填补华南产能空白》——2025-04-27
- 《云图控股(002539.SZ)-磷复肥业务稳健发展，一体化布局不断完善》——2025-03-23

盈利预测和财务指标

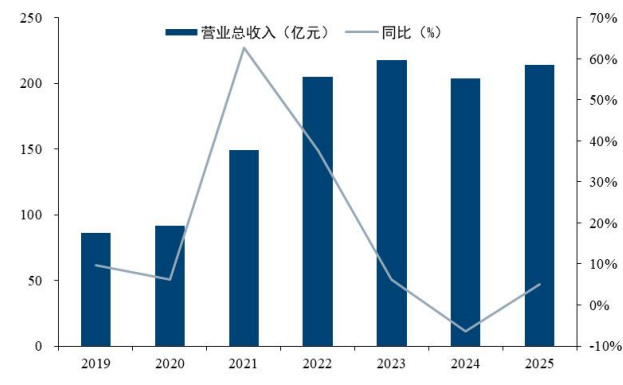
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,381	21,400	24,780	25,865	26,820
(+/-%)	-6.4%	5.0%	15.8%	4.4%	3.7%
归母净利润(百万元)	804	827	1231	1432	1544
(+/-%)	-9.8%	2.8%	48.9%	16.3%	7.8%
每股收益(元)	0.67	0.68	1.02	1.19	1.28
EBIT Margin	6.1%	6.8%	9.2%	9.7%	9.7%
净资产收益率(ROE)	9.1%	8.8%	12.1%	12.9%	12.7%
市盈率(PE)	21.8	21.2	14.3	12.3	11.4
EV/EBITDA	14.7	14.3	10.9	9.4	8.8
市净率(PB)	1.99	1.87	1.72	1.58	1.45

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

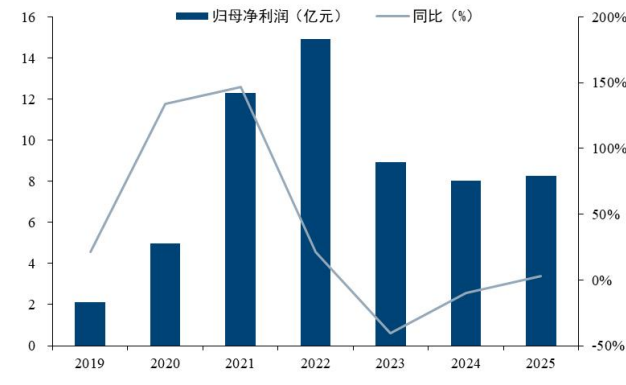
公司业绩稳步增长，产业链建设不断完善。2025 年公司营业收入为 213.99 亿元，同比增长 5.01%，归母净利润为 8.27 亿元，同比增长 2.81%。2025 年公司毛利率为 11.84%，较去年提高 1.13 个百分点，净利率为 3.95%，较去年略降 0.07 个百分点。公司第四季度营业收入为 55.31 亿元，同比增长 18.09%，归母净利润为 1.52 亿元，同比增长 12.46%。磷复肥作为公司主业，实现销量 460.17 万吨，同比增长 10.10%，营收为 135.35 亿元，营收占比稳步提升。

图1：云图控股营业收入及增速



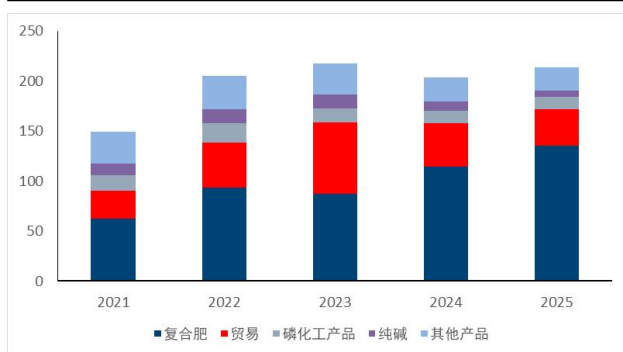
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：云图控股归母净利润及增速



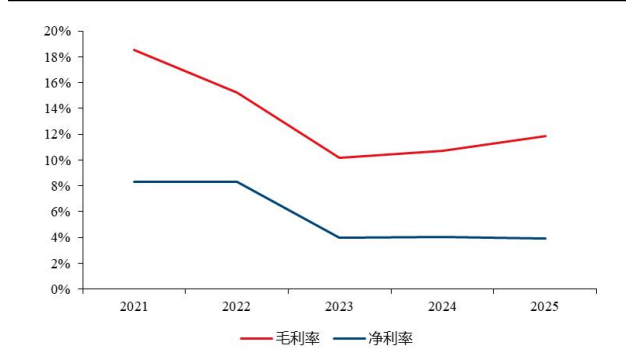
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：云图控股分版块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

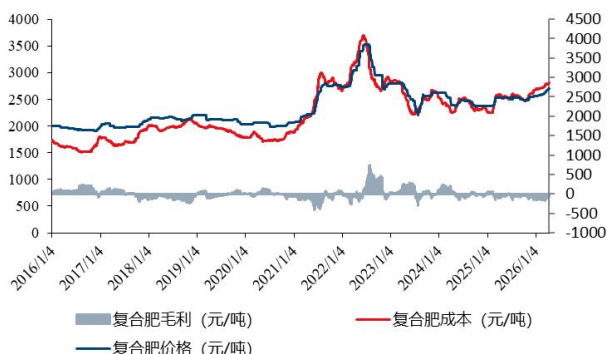
图4：云图控股毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

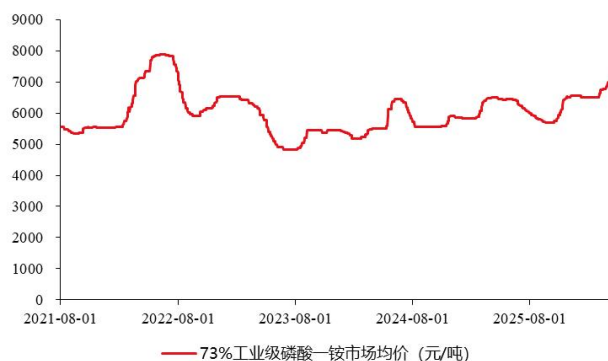
磷复肥业务是公司的核心业务，逐步构建起“资源+产业链”竞争壁垒。2025 年公司实现磷复肥销量 460.17 万吨，同比增长 10.10%，实现营业收入 135.35 亿元，同比增长 18.42%。复合肥方面，公司本着“靠近资源，靠近市场”原则，在全国布局多个生产基地，同时深度布局海外市场。2025 年由于单质肥价格走高，复合肥价格保持温和上涨趋势，行业整体利润承压。磷酸一铵方面，公司主要生产水溶性及工业级磷酸一铵。农业端，作为高效水溶肥，受益于水肥一体化政策推进，水溶性及工业级磷酸一铵在我国新疆等灌溉技术成熟、设施农业发达的区域，市场需求有望进一步提升。工业端，工业级磷酸一铵作为磷酸铁锂电池前驱体磷酸铁的重要原料，受益于新能源产业快速发展，需求有望随磷酸铁锂电池市场份额扩大而持续增长。受硫磺价格上涨及下游需求旺盛影响，2026 年以来，磷酸一铵价格同样保持了上涨趋势。

图5：我国复合肥价格、利润、成本走势（元/吨）



资料来源：卓创咨询，国信证券经济研究所整理

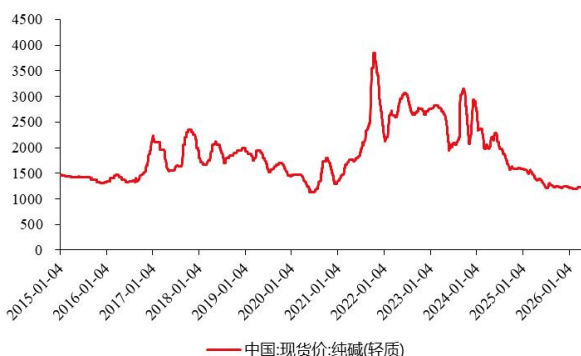
图6：73%工业级磷酸一铵价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

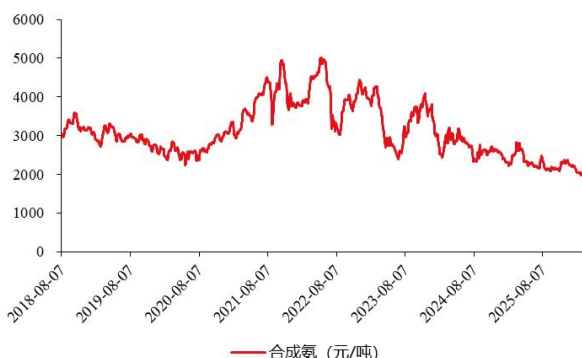
2025 年纯碱价格大幅下跌，公司可通过低成本合成氨降低纯碱生产成本。2025 年中国轻质纯碱现货均价为 1338.5 元/吨，较 2024 年均价 1949.3 元/吨大幅下降 31.3%。2026 年 4 月 15 日中国轻质纯碱现货价格为 1230 元/吨，与 2025 年底基本持平。2026 年预计地产需求较为疲软，光伏玻璃行业需求也较为弱势，纯碱整体需求增长乏力，纯碱价格预期维持低位震荡。2026 年一季度，公司的 70 万吨合成氨项目建成投运，可有效降低联碱业务的能耗和成本，提升公司纯碱的盈利能力。

图7：中国轻质纯碱现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

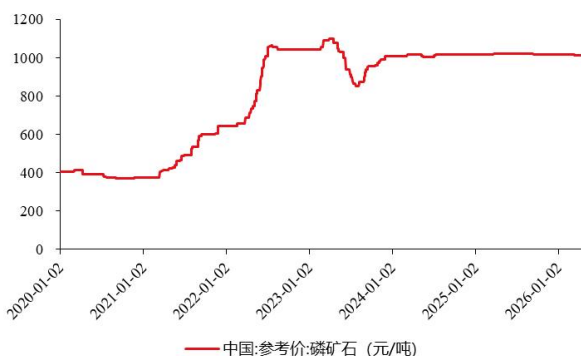
图8：中国合成氨价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

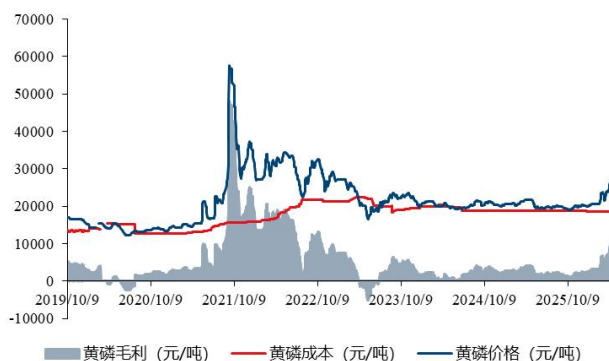
公司自产磷矿持续释放，黄磷价格有望持续上涨。公司自有磷矿采矿设计产能合计 1090 万吨/年：阿居洛呷磷矿 290 万吨采选工程稳步实施，工程矿产量逐步增加；牛牛寨东段磷矿 400 万吨采矿工程巷道建设按计划推进中；牛牛寨西段磷矿于 2026 年 4 月取得 400 万吨/年采矿许可证，夯实公司磷矿资源储备。目前磷矿价格维持 1000 元/吨的高位，以上项目逐步投产后将有效保障公司生产所需磷矿石的自给，强化磷产业链成本优势。黄磷最主要下游应用为热法磷酸、草甘膦、三氯化磷等，由于热法磷酸可以在一定程度上与湿法磷酸替代，而湿法磷酸的重要原料硫磺价格快速上涨，所以热法磷酸及黄磷价格实现了快速上涨。2026 年 4 月 15 日，黄磷税前价格为 26593 元/吨，较年初上涨 33.26%；黄磷单吨毛利为 9950 元/吨，较年初上涨了 306%。在硫磺供应紧缺背景下，黄磷价格有望维持高位，甚至继续冲高。

图9：中国磷矿石参考价格



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：黄磷出厂价格、成本及毛利变化



资料来源：卓创咨询，国信证券经济研究所整理

公司持续完善产业链建设，增加优势产品产能。公司秉承“资源+产业链”战略，持续完善氮、磷产业链，一体化优势逐步显现。氮产业链方面，公司合成氨年产能从 25 万吨提升 70 万吨，完成了复合肥上游氮肥原料布局，形成完整的氮肥产业链，并延伸了“盐—碱—肥”一体化链条；磷产业链方面，布局湿法磷酸、热法磷酸两条技术路线，并不断完善磷复肥上游磷矿石、硫酸和磷酸的产能配置，拓展出水溶性及工业级磷酸一铵、黄磷、磷酸铁等精细化、高附加值产品。同时公司在积极建设磷复肥、磷酸铁锂产能，增强公司盈利能力。

投资建议：公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥产销量有望持续增长，磷矿石及尿素等产品持续贡献业绩增量。我们微调 2026-2027 年业绩预测，并新增 2028 年业绩预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.31/14.32/15.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.19/1.28 元，对应当前股价 PE 为 14.3/12.3/11.4。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 (亿元)	EPS			PE			PB
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
600141.SH	兴发集团	优于大市	31.73	381	1.35	1.64	1.83	23.5	19.3	17.3	1.55
600096.SH	云天化	优于大市	32.96	601	2.83	2.88	2.98	11.6	11.4	11.1	2.56
002539.SZ	云图控股	优于大市	14.54	176	0.68	1.02	1.19	21.2	14.3	12.3	1.72

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2026 年 4 月 15 日。

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	2947	3127	2500	2500	2500	营业收入	20381	21400	24780	25865	26820
应收款项	488	458	562	586	597	营业成本	18199	18866	21220	22039	22826
存货净额	3847	3369	4461	4372	4420	营业税金及附加	87	113	115	122	131
其他流动资产	2280	3241	2866	3267	3517	销售费用	293	328	375	387	406
流动资产合计	9586	10195	10388	10725	11033	管理费用	566	647	786	818	847
固定资产	9583	13155	14153	14874	15448	财务费用	185	175	734	749	724
无形资产及其他	2240	2316	2274	2232	2190	投资收益	35	(29)	(50)	(0)	(0)
投资性房地产	2231	1852	1852	1852	1852	资产减值及公允价值变动	33	4	0	0	0
长期股权投资	8	57	57	57	57	其他收入	(205)	(274)	0	0	0
资产总计	23649	27575	28725	29741	30580	营业利润	914	972	1501	1749	1886
短期借款及交易性金融负债	5587	4830	5052	4591	4072	营业外净收支	(2)	(16)	0	(3)	(3)
应付款项	2196	1973	2273	2422	2421	利润总额	912	956	1501	1746	1882
其他流动负债	2408	3306	3015	3290	3521	所得税费用	93	110	240	279	301
流动负债合计	10191	10110	10340	10302	10014	少数股东损益	15	19	30	35	37
长期借款及应付债券	4284	7632	7732	7832	7932	归属于母公司净利润	804	827	1231	1432	1544
其他长期负债	250	307	307	307	307						
长期负债合计	4534	7938	8038	8138	8238	现金流量表 (百万元)					
负债合计	14725	18048	18378	18441	18253	净利润	804	827	1231	1432	1544
少数股东权益	108	126	146	168	193	资产减值准备	8	(16)	19	4	2
股东权益	8816	9401	10201	11132	12135	折旧摊销	963	1037	1025	1317	1466
负债和股东权益总计	23649	27575	28725	29741	30580	公允价值变动损失	(33)	(4)	0	0	0
						财务费用	185	175	734	749	724
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1152)	642	(794)	91	(75)
每股收益	0.67	0.68	1.02	1.19	1.28	其它	(3)	22	0	19	22
每股红利	0.43	0.46	0.36	0.41	0.45	经营活动现金流	587	2508	1482	2863	2959
每股净资产	7.30	7.78	8.45	9.22	10.05	资本开支	0	(4548)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	7%	7%	9%	9%	9%	其它投资现金流	(25)	25	0	0	0
ROE	9%	9%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(4)	(4571)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	11%	12%	14%	15%	15%	权益性融资	4	20	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	9%	10%	10%	负债净变化	1744	3348	100	100	100
EBITDA Margin	11%	12%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(522)	(559)	(431)	(501)	(540)
收入增长	-6%	5%	16%	4%	4%	其它融资现金流	(2679)	(3355)	222	(462)	(519)
净利润增长率	-10%	3%	49%	16%	8%	融资活动现金流	(231)	2243	(109)	(863)	(959)
资产负债率	63%	66%	64%	63%	60%	现金净变动	352	180	(627)	0	0
息率	3.0%	3.2%	2.5%	2.9%	3.1%	货币资金的期初余额	2595	2947	3127	2500	2500
P/E	21.8	21.2	14.3	12.3	11.4	货币资金的期末余额	2947	3127	2500	2500	2500
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(1590)	151	1507	1583
EV/EBITDA	14.7	14.3	10.9	9.4	8.8	权益自由现金流	0	(1597)	(143)	516	557

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