

基础化工

2026年04月16日

云图控股 (002539)

——磷复肥销量持续提升，黄磷盈利提升，磷矿及合成氨资源一体化布局陆续落地

报告原因：有业绩公布需要点评

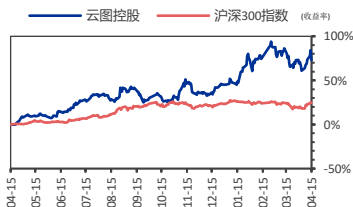
增持 (维持)

市场数据： 2026年04月15日	
收盘价(元)	14.54
一年内最高/最低(元)	17.27/7.46
市净率	1.9
股息率%(分红/股价)	0.69
流通A股市值(百万元)	12,938
上证指数/深证成指	4,027.21/14,498.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年12月31日	
每股净资产(元)	7.78
资产负债率%	65.45
总股本/流通A股(百万)	1,208/890
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

王瑞健 A0230526020001
wangrj@swsresearch.com

联系人

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报，业绩符合预期，25 年公司分红率约 29%。**25 年公司实现营业收入 214.00 亿元 (yoy+5%)，归母净利润 8.27 亿元 (yoy+3%)，扣非后归母净利润 8.03 亿元 (yoy+12%)，毛利率 11.84% (yoy+1.13 pct)，净利率 3.95% (yoy-0.07pct)，销售费用、管理费用同比分别增加 12%、14%至 3.28、6.47 亿元，业绩符合预期。其中 25Q4 公司实现营业收入为 55.30 亿元 (yoy+18%，QoQ+24%)，归母净利润为 1.52 亿元 (yoy+12%，QoQ-7%)，扣非后归母净利润为 1.41 亿元 (yoy+6%，QoQ-16%)，毛利率 11.00% (yoy+0.08 pct，QoQ-1.51 pct)，净利率 2.81% (yoy-0.12 pct，QoQ-0.96 pct)。25 年公司归母净利润同比增长的主要原因为：磷复肥销量同比提升，使用部分自产磷矿使得黄磷毛利率同比提升，磷矿石实现部分销售，磷酸铁量利齐升。预计 25Q4 归母净利润环比下滑的原因为：复合肥淡季销量下滑、氯化铵及纯碱价格下滑。公司公告 2025 年度利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)，25 年现金分红总额约 2.42 亿元 (含税)，占归母净利润的 29.20%。
- **磷复肥销量同比提升，头部企业强者恒强，由于原料上涨过快，毛利率略有下滑。合成氨项目建成试生产，进一步完善产业链配套。**25 年公司实现磷复肥收入 135.35 亿元 (yoy+18%)，其中新型肥料及磷肥实现营收 81.72 亿元 (yoy+22%)，产品结构继续高端化，磷复肥销量 460.17 万吨 (yoy+10%)，由于原料上涨过快，整体毛利率 12.73% (yoy-1.39 pct)，实现毛利 17.24 亿元 (yoy+7%)，其中常规复合肥、新型复合肥及磷肥毛利率分别下滑 0.24、2.39pct 至 9.2%、15.1%。25 年公司磷复肥年产能增加至超 940 万吨，新增产能集中在湖北应城(100 万吨)、山东平原(30 万吨)、湖北荆州(15 万吨)、新疆昌吉和阿克苏(20 万吨)，目前广西贵港在建 35 万吨，全国产能布局不断优化，夯实规模领先的优势。进一步完善产业链一体化建设，目前公司湖北应城基地 70 万吨合成氨项目已试生产，并满负荷稳定运行。同时下游复合肥配套的 47.59 万吨 95%浓度尿浆溶液于 3 月试生产，补齐公司尿素原料的产能空白，氮肥原料自给率进一步提升。
- **纯碱价格下跌致盈利承压，自产磷矿使黄磷毛利率提升，当前热法磷酸需求增长助推黄磷景气上行，磷酸铁业务量利齐升。**25 年公司实现纯碱收入 6.38 亿元 (yoy-34%)，销量 54.83 万吨 (yoy-6%)，销售均价 1164 元/吨 (yoy-30%)，毛利率 11.95% (yoy-3.70 pct)。25 年实现黄磷收入 12.31 亿元 (yoy-4%)，销量 5.98 万吨 (yoy-3%)，销售均价 2.06 万元/吨 (yoy-1%)，毛利率 30.44% (yoy+12.94 pct)。公司阿居洛磷矿基建过程中副产的矿石主要用于黄磷生产，使得公司黄磷产品毛利率同比提升。当前受原料硫磺价格大涨推动，湿法净化磷酸价格大幅上涨，已与热法呈现倒挂，热法磷酸纯度更高，因此替代需求拉升黄磷需求叠加 26 年以来黄磷库存持续下降，26 年 2 月下旬以来，黄磷价格快速上涨。截止 4 月 14 日，黄磷价格为 3.00 万元/吨，月环比上涨 15%，年内上涨 34%，公司具有 6 万吨/年黄磷产能，随行业景气上行，公司黄磷业绩弹性可期。25 年公司实现磷酸铁收入 5.99 亿元 (yoy+19%)，销量 6.4 万吨 (yoy+15%)，毛利率 7.72% (yoy+1.90 pct)，26 年以来受新能源需求大增带动，磷酸铁价格和盈利持续上行，公司的铁法工艺在产品品质和成本上具备一定优势，15 万吨新建产能顺利推进中。
- **千万吨级磷矿设计产能建设支撑公司中长期盈利，湿法、热法双线并举提高公司磷产业链发展韧性。**公司依托 5.49 亿吨磷矿石资源储量及 1,090 万吨/年磷矿采矿设计产能，布局湿法磷酸、热法磷酸两条技术路线。1) 公司阿居洛磷矿 290 万吨采选工程稳步实施，近年来预计陆续有工程矿产出；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；参股 49% 的二坝磷矿 50 万吨/年采矿工程改建项目于 2026 年 2 月顺利复工。上述项目投产后，将保障公司生产所需磷矿石的高度自给，强化磷产业链成本优势。2) 湿法磷酸：公司拥有 80 万吨湿法磷酸产能，公司打造了“磷矿——法磷酸——精制磷酸/工业一铵——磷酸铁/磷复肥”的磷酸分级利用产业链，实现磷资源的高效高值利用。3) 热法磷酸：积极布局中，进一步完善“磷矿——磷酸——磷酸铁/磷复肥”产业链。公司湖北荆州基地在建年产 7 万吨热法磷酸项目；湖北宜城基地加快推进磷化工绿色循环产业项目（一期），在建 15 万吨（热法）食品级精制磷酸、15 万吨纯铁法磷酸铁等项目，配套的 20 万吨磷系阻燃材料、60 万吨硫磺制酸项目已建成，都将成为公司后续发展的引擎。
- **投资分析意见：**公司作为产业链一体化的国内复合肥主流企业，向上布局磷矿和合成氨，向

下布局精制磷酸等磷矿分级利用项目、热法磷酸项目，开启新的成长。我们维持公司2026-2027年归母净利润预测为12.76、15.72亿元，并新增2028年预测为19.65亿元，对应的EPS为1.06/1.30/1.63元，对应当前PE为14X、11X、9X，维持增持评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；产品价格大幅下行；在建项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	20,380	21,400	23,909	26,162	26,452
同比增长率 (%)	-6.4	5.0	11.7	9.4	1.1
归母净利润 (百万元)	804	827	1,276	1,573	1,965
同比增长率 (%)	-9.8	2.8	54.3	23.2	25.0
每股收益 (元/股)	0.67	0.68	1.06	1.30	1.63
毛利率 (%)	10.7	11.8	12.5	13.8	15.4
ROE (%)	9.1	8.8	12.3	13.6	15.0
市盈率	22	21	14	11	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20,380	21,400	23,909	26,162	26,452
其中：营业收入	20,380	21,400	23,909	26,162	26,452
减：营业成本	18,197	18,866	20,911	22,552	22,368
减：税金及附加	87	113	120	131	132
主营业务利润	2,096	2,421	2,878	3,479	3,952
减：销售费用	293	328	362	391	400
减：管理费用	566	647	667	750	765
减：研发费用	337	356	379	427	430
减：财务费用	185	175	275	260	251
经营性利润	715	915	1,195	1,651	2,106
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	8	-42	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-43	-27	0	0	0
加：投资收益及其他	244	147	272	232	241
营业利润	914	972	1,468	1,883	2,345
加：营业外净收入	-2	-16	-15	-15	-15
利润总额	912	956	1,453	1,868	2,330
减：所得税	93	110	157	276	345
净利润	819	846	1,296	1,593	1,985
少数股东损益	15	19	20	20	20
归属于母公司所有者的净利润	804	827	1,276	1,573	1,965

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。