

磷复肥主业经营稳健，现金流大幅改善，持续完善原料及资源端布局

核心观点

2025年度在复杂多变的外部环境下，公司坚持稳中求进，统筹推进磷复肥、磷化工、新能源材料和纯碱业务稳步发展，在灵活调整经营策略以应对原料价格波动的同时，深入推进“资源+产业链”布局，加快合成氨、磷矿、热法磷酸等重要项目落地。我们看好公司持续完善原料及资源端布局，夯实产业链一体化护城河，实现经营韧性及行业综合竞争力的稳步提升。

事件

公司2025年实现营收214.00亿元，同比+5.01%；归母净利润8.27亿元，同比+2.81%；经营活动现金流净额12.57亿元，同比+99.36%。其中，25Q4实现营收55.30亿元，环比+23.73%；归母净利润1.52亿元，环比-7.18%；经营活动净现金流7.01亿元，环比均实现转正。

简评

磷复肥业务奠定公司业绩基本盘。2025年公司磷复肥业务实现收入135.35亿元，yoy+18.4%；销量460.17万吨，yoy+10.10%；产量471.44万吨，yoy+7.44%，产销平稳运行。截至2025年报公司磷复肥产能已超940万吨，规模优势进一步强化，并通过多基地布局、渠道下沉和品牌运营积累，保证了稳定的盈利。2025年板块录得毛利率12.73%，同比-1.39PCT，主要受到原料成本上涨挤压。其中，新型复合肥及磷肥营收占比已由2024年的32.8%提升至38.2%，毛利率录得15.05%，同比-2.39PCT。

化工板块呈现分化，黄磷盈利能力改善明显，磷酸铁延续增长，纯碱继续承压。2025年公司黄磷/纯碱/磷酸铁产品分别实现营收12.31/6.38/5.99亿元，yoy-3.66%/-34.15%/+19.30%；毛利率30.44%/11.95%/7.72%，yoy+12.94/-3.70/+1.90PCT。报告期内黄磷价格虽波动较大但公司出货稳定，后续自有磷矿建设的稳步推进有望进一步带动盈利提升；磷酸铁景气度提升，公司产品持续迭代升级，盈利处恢复阶段；纯碱销售策略灵活调整，行业承压之下公司仍保持盈利，70万吨合成氨的建成投产将有效降低联碱业务的成本。

云图控股(002539.SZ)

调升

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

郑轶

zhengyil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030007

发布日期：2026年04月19日

当前股价：14.32元

目标价格6个月：18.00元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-6.10/-5.28	18.94/20.17	89.42/65.75
12月最高/最低价(元)		16.60/7.53
总股本(万股)		120,772.38
流通A股(万股)		88,979.36
总市值(亿元)		172.95
流通市值(亿元)		127.42
近3月日均成交量(万)		3656.96
主要股东		
宋睿		25.55%

股价表现



公司持续完善原料及资源端布局。1) 报告期内应城 70 万吨合成氨项目已满负荷稳定运行，后续剩余配套项目陆续投运将助力公司进一步提升氮肥原料的自给率，深化成本护城河。2) 4 月 13 日公司公告近日已取得雷波牛牛寨西段磷矿 400 万吨/年采矿权，进而自有磷矿采矿设计产能提升至 1090 万吨/年。西段磷矿当前探明资源量 2.29 亿吨，平均 P₂O₅ 品位 19.15%。我们看好公司依托丰富的磷矿资源，不断完善磷复肥全产业链配置，实现资源的高效转化及产业链附加值的提升。

盈利预测及核心投资观点：我们预测公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 12.02/15.17/18.02 亿元，EPS 分别为 1.00/1.26/1.49 元，对应当前 PE 分别为 14.4x/11.4x/9.6x。我们看好公司深入推进“资源+产业链”布局，伴随合成氨、磷矿、热法磷酸等重要项目的落地，产业链一体化护城河将进一步得到夯实，有望实现经营韧性及行业综合竞争力的稳步提升。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,381.18	21,399.88	23,772.08	25,738.50	26,722.93
YoY(%)	-6.37	5.00	11.09	8.27	3.82
净利润(百万元)	804.47	827.08	1,202.12	1,516.63	1,801.91
YoY(%)	-9.80	2.81	45.35	26.16	18.81
毛利率(%)	10.71	11.84	12.90	13.51	14.10
销售净利率(%)	3.95	3.86	5.06	5.89	6.74
ROE(%)	9.12	8.80	11.52	12.92	13.56
EPS(摊薄/元)	0.67	0.68	1.00	1.26	1.49
P/E(倍)	21.50	20.91	14.39	11.40	9.60
P/B(倍)	1.96	1.84	1.66	1.47	1.30

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

(1) 产品及原材料价格波动超预期风险：公司核心收入及利润来源为复合肥、磷酸一铵、黄磷、纯碱等产品，这些大宗化学品价格受全球宏观经济、粮食价格、能源成本（如硫磺、合成氨）及供需关系影响显著，具有强周期性。如公司复合肥产品的成本中有 80% 以上系原材料成本，因此，原材料价格波动对复合肥成本的影响较大。若原材料及产品价格大幅波动，可能影响公司部分板块的盈利能力。

(2) 安全环保政策趋严风险：当前，我国大力推动节能减排、环境保护及农业可持续发展，并发布水土气固废“十条”、“三磷整治”、“双碳”目标以及磷资源高效高值利用等一系列政策，引导化肥、化工行业加快绿色转型升级。随着国家对安全生产和环保的不断重视，有关标准和要求可能进一步提高，公司可能面临资金和技术投入增加，经营成本上升的压力，若公司不能及时适应政策变化，生产和发展将会受到限制。

(3) 产能扩张导致的市场风险：截至报告披露日，公司磷复肥年产能超 940 万吨，产能规模的扩大对公司产供销协同能力以及市场开拓能力提出了更高要求，若市场发生重大变化或者市场拓展不理想，可能出现产能扩张导致的市场风险。

分析师介绍

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

郑轶

石化能源及化工团队分析师，清华大学化学工程与工业生物工程学士、英国伦敦大学学院金融工程硕士。曾任职于西部证券、华创证券研究所，2026 年加入中信建投证券研究发展部石化能源及化工团队，研究领域包括轮胎、化肥、磷化工、煤化工、氯碱、合成生物学等方向。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员），2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员）。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk