

2026年04月20日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 磷化工景气度改善，资源+出海构筑新增长极

## —云图控股（002539.SZ）公司事件点评报告

### 买入(首次)

### 事件

分析师：卢昊 S1050526020001  
luhao@cfsc.com.cn  
联系人：高铭谦 S1050124080006  
gaomq@cfsc.com.cn

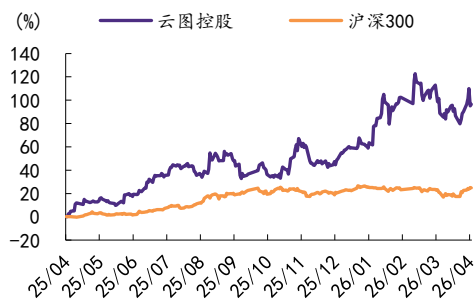
云图控股发布2025年年度报告：2025年公司实现营业总收入214.00亿元，同比增长5.00%；实现归母净利润8.27亿元，同比增长2.81%。其中，公司2025Q4单季度实现营业收入55.30亿元，同比增长18.09%，环比增长23.73%；实现归母净利润1.52亿元，同比增长12.46%，环比下降7.18%。

### 基本数据

2026-04-17

当前股价(元)	14.32
总市值(亿元)	173
总股本(百万股)	1208
流通股本(百万股)	890
52周价格范围(元)	7.54-16.6
日均成交额(百万元)	305.3

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

## 投资要点

### ■ 磷复肥量利双增，黄磷盈利修复

2025年公司营业收入与归母净利润实现双增长，核心驱动力来自磷复肥主业的量利扩张与黄磷业务盈利能力的显著修复。具体来看，磷复肥业务作为公司基本盘，2025年实现销量460.17万吨，同比增长10.10%，销售均价受原料价格上涨同步上行，呈现“量增为纲、价为辅”的增长结构。黄磷板块2025年实现营业收入12.31亿元，同比下降3.66%，但毛利率同比跃升12.94个百分点至30.44%，盈利能力实现明显改善，核心驱动力在于自有磷矿资源建设稳步推进，原材料自给率提升有效对冲外购磷矿价格波动风险，单位生产成本显著优化，该业务已从“增收不增利”转向“利增收稳”，成为公司利润端的重要边际贡献来源。

### ■ 费用率基本平稳，经营现金流同比倍增

期间费用率方面，2025年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为1.53%/3.03%/0.82%/1.66%。四项费用率分别同比+0.09/+0.25/-0.09/+0.01pct。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为12.57亿元，同比增长99.36%，主要系销售回款增加，叠加票据保证金收回所致。

### ■ 一体化战略纵深推进，资源+出海双轮筑护城河

公司坚定践行“资源+产业链”一体化发展战略。公司合成氨年产能已由25万吨大幅扩增至70万吨，同时下游复合肥配套的47.59万吨95%浓度尿浆溶液于2026年3月试生产，历史性补齐尿素原料产能空白，氮肥原料自给率实现实质性跃升，成本护城河属性持续强化。依托自主盐矿资源（井盐储量2.5亿吨，开采规模250万吨/年），公司纵向延伸“盐—

碱—肥”盐化循环产业链，实现资源梯级利用与循环经济模式下的综合降本。资源端层面，公司磷矿资源储量达 5.49 亿吨，采矿设计规模 1090 万吨/年，保障磷肥原料充分自给，赋予显著的成本安全边际与供应链自主可控优势。国际化布局方面，公司以东南亚为战略支点，在马来西亚建设生产基地实现产能前置，并在越南、泰国、马来西亚自建营销网络，以本地化自主运营模式深耕自有品牌，成为磷复肥行业率先“走出去”的标杆企业之一，有效规避贸易壁垒并贴近需求增长极，国际化第二增长曲线清晰可期。

### ■ 盈利预测

公司磷化工产品带动业绩高增，资源加出海构筑长期成长空间。预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 11.95、15.92、18.27 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.5、10.9、9.5 倍，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

产品价格不及预期；产品需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业政策变化等风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入（百万元）	21,400	24,667	27,481	29,941
增长率（%）	5.0%	15.3%	11.4%	9.0%
归母净利润（百万元）	827	1,195	1,592	1,827
增长率（%）	2.8%	44.5%	33.2%	14.8%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.99	1.32	1.51
ROE（%）	8.7%	12.0%	15.2%	16.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>21,400</b>	<b>24,667</b>	<b>27,481</b>	<b>29,941</b>
现金及现金等价物	3,127	3,810	4,864	6,063	营业成本	18,866	21,320	23,515	25,570
应收款	458	528	588	640	营业税金及附加	113	131	146	159
存货	3,369	3,831	4,226	4,595	销售费用	328	378	422	459
其他流动资产	3,241	3,736	4,162	4,534	管理费用	647	746	831	906
流动资产合计	10,195	11,904	13,839	15,833	财务费用	175	340	310	277
<b>非流动资产:</b>					研发费用	356	410	457	498
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,506	1,875	2,020	2,140
固定资产	7,658	10,396	11,002	10,788	资产减值损失	-27	-27	-27	-27
在建工程	5,414	2,166	866	347	公允价值变动	-23	-23	-23	-23
无形资产	2,316	2,200	2,085	1,975	投资收益	-29	-29	-29	-29
长期股权投资	57	57	57	57	<b>营业利润</b>	<b>972</b>	<b>1,397</b>	<b>1,856</b>	<b>2,128</b>
其他非流动资产	1,935	1,935	1,935	1,935	加:营业外收入	18	18	18	18
非流动资产合计	17,381	16,754	15,945	15,102	减:营业外支出	35	35	35	35
资产总计	27,575	28,658	29,785	30,935	<b>利润总额</b>	<b>956</b>	<b>1,381</b>	<b>1,840</b>	<b>2,112</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	110	159	212	243
短期借款	2,581	2,581	2,581	2,581	<b>净利润</b>	<b>846</b>	<b>1,222</b>	<b>1,628</b>	<b>1,869</b>
应付账款、票据	1,973	2,244	2,475	2,691	少数股东损益	19	27	37	42
其他流动负债	2,950	2,950	2,950	2,950	<b>归母净利润</b>	<b>827</b>	<b>1,195</b>	<b>1,592</b>	<b>1,827</b>
流动负债合计	10,110	10,778	11,352	11,868					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
长期借款	7,632	7,632	7,632	7,632	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	307	307	307	307	营业收入增长率	5.0%	15.3%	11.4%	9.0%
非流动负债合计	7,938	7,938	7,938	7,938	归母净利润增长率	2.8%	44.5%	33.2%	14.8%
负债合计	18,048	18,717	19,290	19,806	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	11.8%	13.6%	14.4%	14.6%
股本	1,208	1,208	1,208	1,208	四项费用/营收	7.0%	7.6%	7.4%	7.1%
股东权益	9,527	9,942	10,494	11,128	净利率	4.0%	5.0%	5.9%	6.2%
负债和所有者权益	27,575	28,658	29,785	30,935	ROE	8.7%	12.0%	15.2%	16.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	资产负债率	65.5%	65.3%	64.8%	64.0%
净利润	846	1222	1628	1869	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	19	27	37	42	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
折旧摊销	1037	626	803	838	应收账款周转率	46.7	46.7	46.7	46.7
公允价值变动	-23	-23	-23	-23	存货周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
营运资金变动	-622	-358	-307	-279	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	1257	1495	2138	2447	EPS	0.68	0.99	1.32	1.51
投资活动现金净流量	-2711	511	693	733	P/E	20.9	14.5	10.9	9.5
筹资活动现金净流量	2138	-807	-1076	-1235	P/S	0.8	0.7	0.6	0.6
现金流量净额	683	1,198	1,755	1,946	P/B	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 化工组介绍

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。