

复合肥产能领先，磷矿资源巩固成本优势

投资要点:

- 事件:** 云图控股发布2025年年报，2025年公司实现营业收入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%；2025年四季度实现营业收入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%，环比减少7.18%。
- 全产业链布局完善，核心业务优势凸显。** 公司专注于复合肥研发、生产和销售，并沿上游氮、磷元素深度布局产业链，形成磷复肥、磷化工、新能源材料和联碱业务协同发展的产业格局，主要产品包括复合肥、磷肥（磷酸一铵）、黄磷、磷酸铁、纯碱（联产氯化铵）等，各产品应用场景广泛，覆盖农业、新能源、玻璃制造等多个领域。其中，磷复肥业务作为核心业务，公司布局全国多省市生产基地，并以东南亚为起点深耕海外市场，在马来西亚建设生产基地，公司磷复肥年产能超940万吨。
- 磷矿资源储备夯实成本优势，黄磷业务盈利能力有望提升。** 公司旗下拥有雷波牛牛寨东段、西段及阿居洛呷磷矿，磷矿石资源储量合计约5.49亿吨，采矿设计产能共计1090万吨/年（其中在建产能690万吨），公司二坝磷矿（49%权益）在建磷矿产能50万吨/年，已于2026年2月复工，未来磷矿石自给率有望显著提升，强化磷产业链成本优势。此外，公司依托当地丰富磷矿、水电资源及便利水运，打造一体化磷化工基地，具有黄磷年产能6万吨，随着公司磷矿产量释放，黄磷产品盈利能力有望提升。
- 磷酸铁行业景气提升，联碱业务稳健。** 新能源材料业务方面，公司拥有磷酸铁产能5万吨/年，在建产能15万吨/年，产品品质优良、客户认可度高，与当升科技、中创新航、蜂巢能源等主要客户保持稳定合作。联碱业务方面，拥有合成氨年产能70万吨，纯碱、氯化铵60万双吨等产能，依托自有井盐资源（储量约2.5亿吨，开采规模250万吨/年）保障原料供应，联产氯化铵可用于复合肥生产，实现资源高效利用。
- 盈利预测与投资建议。** 公司是国内复合肥龙头企业，磷矿资源丰富，成本优势明显，公司黄磷、纯碱以及磷酸铁等产品盈利有望改善。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为29.84%，考虑到公司具有雷波牛牛寨东段、西段及阿居洛呷磷矿，磷矿石资源储量合计约5.49亿吨，采矿设计产能共计1090万吨/年，有望在未来逐步放量贡献利润，具有成长性，因此较行业平均给予适当溢价，给予2026年18倍PE，目标价18.00元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 复合肥采购不及预期的风险；原材料成本上涨风险；极端天气风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	214.00	235.35	259.14	285.64
增长率	5.00%	9.98%	10.10%	10.23%
归属母公司净利润(亿元)	8.27	12.03	14.59	18.10
增长率	2.81%	45.41%	21.31%	24.09%
每股收益EPS(元)	0.68	1.00	1.21	1.50
净资产收益率ROE	8.88%	11.56%	12.69%	14.08%
PE	21	14	12	9
PB	1.83	1.66	1.50	1.34

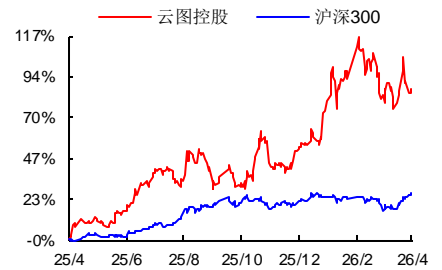
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 钱伟伦
执业证号: S1250525070005
电话: 13122028826
邮箱: qwl@swsc.com.cn

分析师: 甄理
执业证号: S1250525050004
电话: 021-68413856
邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.08
流通A股(亿股)	8.90
52周内股价区间(元)	7.72-16.6
总市值(亿元)	171.74
总资产(亿元)	275.75
每股净资产(元)	7.78

相关研究

目 录

1 云图控股：复合肥产能领先，磷矿资源巩固成本优势.....	1
1.1 复合肥主业稳固，产业链布局完善.....	1
1.2 2025 年业绩稳步增长，新项目未来可期.....	2
2 盈利预测与估值.....	3
2.1 盈利预测.....	3
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司主要业务和产业链.....	1
图 2：公司生产基地.....	1
图 3：公司矿产资源.....	2
图 4：营业收入.....	3
图 5：归母净利润.....	3
图 6：各项费用率.....	3
图 7：公司毛利率、净利率.....	3

表 目 录

表 1：公司主要产品产能情况（2025 年年报）.....	2
表 2：业务拆分.....	4
表 3：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值.....	6

磷矿资源储备夯实成本优势，黄磷业务盈利能力有望提升。公司旗下拥有雷波牛牛寨东段、西段及阿居洛呷磷矿，磷矿石资源储量合计约 5.49 亿吨，采矿设计产能共计 1090 万吨/年（其中在建产能 690 万吨），公司二坝磷矿（49%权益）在建磷矿产能 50 万吨/年，已于 2026 年 2 月复工，未来磷矿石自给率有望显著提升，强化磷产业链成本优势。此外，公司依托当地丰富磷矿、水电资源及便利水运，打造一体化磷化工基地，具有黄磷年产能 6 万吨，随着公司磷矿产量释放，黄磷产品盈利能力有望提升。

磷酸铁行业景气提升，联碱业务稳健。新能源材料业务方面，公司拥有磷酸铁产能 5 万吨/年，在建产能 15 万吨/年，产品品质优良、客户认可度高，与当升科技、中创新航、蜂巢能源等主要客户保持稳定合作。联碱业务方面，拥有合成氨年产能 70 万吨，纯碱、氯化铵 60 万双吨等产能，依托自有井盐资源（储量约 2.5 亿吨，开采规模 250 万吨/年）保障原料供应，联产氯化铵可用于复合肥生产，实现资源高效利用。

图 3：公司矿产资源



数据来源：公司公告，西南证券整理

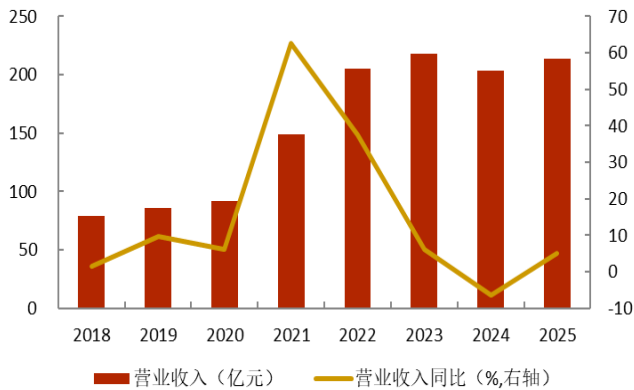
表 1：公司主要产品产能情况（2025 年年报）

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
磷复肥	793 万吨/年	59.45%	35 万吨/年	广西新材料公司正在推进一期 35 万吨复合肥生产线建设。
黄磷	6 万吨/年	103.91%	无	已建设完成，正常运行中。
纯碱	60 万吨/年	96.26%	无	已建设完成，正常运行中。
磷酸铁	5 万吨/年	128.83%	15 万吨/年	宜城嘉施利公司正在推进 15 万吨磷酸铁项目。

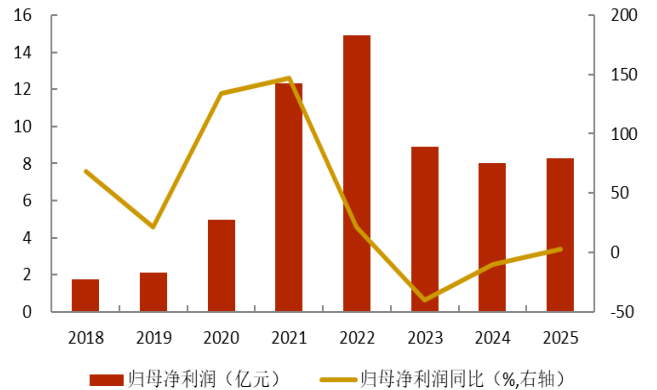
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 2025 年业绩稳步增长，新项目未来可期

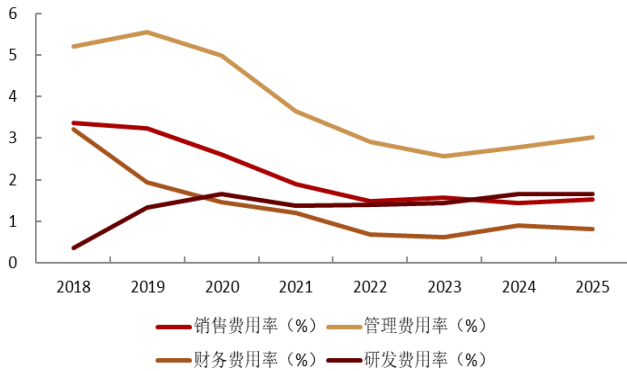
营收利润稳健，费用率维持低位。2025 年公司实现营业收入 214.00 亿元，同比增长 5.01%，实现归母净利润 8.27 亿元，同比增长 2.81%。2025 年公司销售、研发、管理、财务费率分别为 1.53%、1.66%、3.03%、0.82%，毛利率、净利率分别为 11.84%、3.95%。未来，随着雷波磷矿采选在建项目投产、磷酸铁新增产能逐步释放，公司磷矿石自给率有望进一步提升，持续巩固成本优势；同时，海外市场的持续深耕及全产业链协同效应的不断释放，将推动公司持续提升核心竞争力。

图 4：营业收入


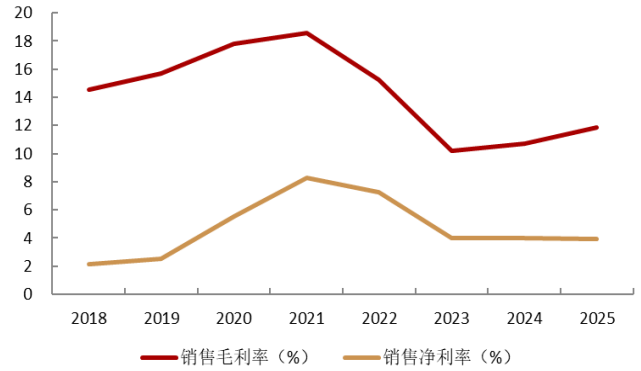
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：归母净利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：各项费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司毛利率、净利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：粮食作物需求刚性，常规复合肥产、销量有望保持稳定增长，叠加公司合成氨以及磷矿项目投产，毛利率有望上行，预计 2026-2028 年营收分别为 59.0 亿元、64.9 亿元、71.4 亿元，分别同比+10.0%、+10.0%、+10.0%；毛利率分别为 12.0%、13.0%、13.5%。

假设 2：经济作物需求稳步增长，有望带动新型复合肥产、销量保持较快增长，叠加公司合成氨以及磷矿项目投产，毛利率有望上行，预计 2026-2028 年营收分别为 93.2 亿元、106.2 亿元、121.1 亿元，分别同比+14.0%、+14.0%、+14.0%；毛利率分别为 18.5%、19.0%、19.5%。

假设 3：黄磷是农药、新能源材料的重要原料，黄磷在产能、能耗方面受到限制，供需格局有望优化，预计 2026-2028 年营收分别为 12.9 亿元、13.6 亿元、14.3 亿元，分别同比+5.0%、+5.0%、+5.0%；毛利率分别为 33.0%、33.0%、33.0%。

表 2：业务拆分

	2025A	2026E	2027E	2028E
合计				
营业收入（亿元）	214.0	235.4	259.1	285.6
yoy	5.0%	10.0%	10.1%	10.2%
营业成本（亿元）	188.7	202.0	221.0	242.3
毛利率	11.8%	14.2%	14.7%	15.2%
常规复合肥				
收入（亿元）	53.6	59.0	64.9	71.4
yoy		10.0%	10.0%	10.0%
成本（亿元）	48.7	51.9	56.5	61.7
毛利率	9.2%	12.0%	13.0%	13.5%
新型复合肥				
收入（亿元）	81.7	93.2	106.2	121.1
yoy		14.0%	14.0%	14.0%
成本（亿元）	69.4	75.9	86.0	97.5
毛利率	15.1%	18.5%	19.0%	19.5%
黄磷				
收入（亿元）	12.3	12.9	13.6	14.3
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	8.6	8.7	9.1	9.5
毛利率	30.4%	33.0%	33.0%	33.0%
纯碱				
收入（亿元）	6.4	7.0	7.7	8.5
yoy		10.0%	10.0%	10.0%
成本（亿元）	5.6	6.2	6.8	7.5
毛利率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
磷酸铁				
收入（亿元）	6.0	6.6	7.2	8.0
yoy		10.0%	10.0%	10.0%
成本（亿元）	5.5	6.1	6.7	7.3
毛利率	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
其他				
收入（亿元）	54.0	56.7	59.5	62.5
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	50.8	53.3	55.9	58.7
毛利率	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取化肥行业的 3 家公司进行对比，2025 年平均 PE 为 17 倍，根据 wind 一致预期，2026 年平均 PE 为 13 倍。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600096	云天化	34.00	2.83	2.89	3.10	3.24	12.02	11.75	10.96	10.49
002170	芭田股份	13.61	0.94	1.31	1.52	1.78	14.48	10.43	8.98	7.63
600141	兴发集团	32.72	1.35	1.84	2.17	2.47	24.19	17.77	15.08	13.27
平均值							16.90	13.31	11.67	10.46
002539	云图控股	14.22	0.68	1.00	1.21	1.50	20.76	14.28	11.77	9.49

数据来源：Wind，截至 2026/4/23，西南证券整理

公司是国内复合肥龙头企业，磷矿资源丰富，成本优势明显，公司黄磷、纯碱以及磷酸铁等产品盈利有望改善。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 29.84%，考虑到公司具有雷波牛牛寨东段、西段及阿居洛呷磷矿，磷矿石资源储量合计约 5.49 亿吨，采矿设计产能共计 1090 万吨/年，有望在未来逐步放量贡献利润，具有成长性，因此较行业平均给予适当溢价，给予 2026 年 18 倍 PE，目标价 18.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

复合肥采购不及预期的风险；原材料成本上涨风险；极端天气风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	214.00	235.35	259.14	285.64	净利润	8.46	12.13	14.73	18.30
营业成本	188.66	202.00	220.97	242.29	折旧与摊销	11.20	10.06	11.10	11.68
营业税金及附加	1.13	1.13	1.26	1.40	财务费用	1.75	5.07	5.23	4.66
销售费用	3.28	3.54	3.91	4.27	资产减值损失	-0.69	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	10.03	10.30	11.66	12.91	经营营运资本变动	1.81	-27.21	-2.90	-6.75
财务费用	1.75	5.07	5.23	4.66	其他	-9.96	-0.07	0.02	-0.01
资产减值损失	-0.69	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	12.57	-0.23	27.97	27.68
投资收益	-0.29	0.10	0.28	0.31	资本支出	-36.85	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	-0.23	0.00	0.00	0.00	其他	9.74	0.00	0.18	0.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-27.11	-1.00	-0.82	-0.79
营业利润	9.72	13.61	16.59	20.61	短期借款	-13.41	18.46	-16.07	-15.29
其他非经营损益	-0.16	0.17	0.01	0.09	长期借款	33.48	0.10	0.10	0.10
利润总额	9.56	13.79	16.59	20.70	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	1.10	1.66	1.87	2.40	支付股利	-2.42	-2.48	-3.61	-4.38
净利润	8.46	12.13	14.73	18.30	其他	7.27	-22.58	-5.20	-4.68
少数股东损益	0.19	0.10	0.14	0.20	筹资活动现金流净额	24.98	-6.50	-24.77	-24.25
归属母公司股东净利润	8.27	12.03	14.59	18.10	现金流量净额	10.41	-7.73	2.38	2.65
资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	31.27	23.54	25.91	28.56	成长能力				
应收和预付款项	17.73	19.54	21.28	23.29	销售收入增长率	5.00%	9.98%	10.10%	10.23%
存货	33.69	37.86	41.24	46.37	营业利润增长率	6.34%	40.02%	21.85%	24.27%
其他流动资产	19.26	13.08	14.40	15.87	净利润增长率	3.28%	43.33%	21.45%	24.26%
长期股权投资	0.57	0.57	0.57	0.57	EBITDA 增长率	6.21%	26.82%	14.52%	12.29%
投资性房地产	0.15	0.15	0.15	0.15	获利能力				
固定资产和在建工程	130.72	124.60	117.55	110.00	毛利率	11.84%	14.17%	14.73%	15.18%
无形资产和开发支出	23.47	20.87	18.17	15.37	三费率	7.04%	8.03%	8.03%	7.65%
其他非流动资产	18.89	18.65	18.40	18.16	净利率	3.95%	5.15%	5.68%	6.41%
资产总计	275.75	258.85	257.69	258.36	ROE	8.88%	11.56%	12.69%	14.08%
短期借款	25.81	44.26	28.20	12.91	ROA	3.07%	4.68%	5.72%	7.08%
应付和预收款项	21.60	20.53	23.91	25.43	ROIC	5.74%	8.05%	9.12%	10.66%
长期借款	76.32	76.42	76.52	76.62	EBITDA/销售收入	10.59%	12.21%	12.70%	12.94%
其他负债	56.76	12.74	13.01	13.44	营运能力				
负债合计	180.48	153.95	141.64	128.40	总资产周转率	0.84	0.88	1.00	1.11
股本	12.08	12.08	12.08	12.08	固定资产周转率	2.78	2.71	2.59	2.78
资本公积	29.77	29.77	29.77	29.77	应收账款周转率	42.61	43.06	42.71	43.32
留存收益	52.02	61.57	72.55	86.27	存货周转率	5.17	5.59	5.54	5.49
归属母公司股东权益	94.01	103.54	114.55	128.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.17%	—	—	—
少数股东权益	1.26	1.36	1.50	1.70	资本结构				
股东权益合计	95.27	104.90	116.05	129.96	资产负债率	65.45%	59.48%	54.96%	49.70%
负债和股东权益合计	275.75	258.85	257.69	258.36	带息债务/总负债	56.58%	78.39%	73.93%	69.72%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	流动比率	1.01	1.26	1.66	2.34
EBITDA	22.66	28.74	32.91	36.96	速动比率	0.68	0.75	0.99	1.39
PE	20.76	14.28	11.77	9.49	股利支付率	29.20%	20.63%	24.73%	24.18%
PB	1.83	1.66	1.50	1.34	每股指标				
PS	0.80	0.73	0.66	0.60	每股收益	0.68	1.00	1.21	1.50
EV/EBITDA	10.99	8.97	7.27	5.99	每股净资产	7.78	8.57	9.48	10.62
股息率	1.41%	1.44%	2.10%	2.55%	每股经营现金	1.04	-0.02	2.32	2.29
					每股股利	0.20	0.21	0.30	0.36

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
