

云天化（600096.SH）

二季度净利同环比提升，主营产品价格上行

优于大市

核心观点

公司2026年二季度归母净利润同环比增长。公司2026年二季度营收108.40亿元（同比-9.6%，环比-9.5%），归母净利润15.10亿元（同比+2.6%，环比+6.0%）；毛利率/净利率为22.4%/15.1%，同环比提升；总费用率4.15%，较为稳健。营收环比下滑主要系春耕旺季结束化肥需求季节性回落，盈利能力同环比改善核心系主营产品价格上行。

公司核心化肥板块，磷肥价格上行。二季度磷肥/尿素/复合（混）肥营收分别为35.79/12.13/21.17亿元，占总营收比例分别为33%/11%/20%；不含税销售均价分别为3904/1764/3393元/吨，同比+20%/-1%/-4%，环比+6%/+3%/+2%；销量分别为91.67/68.74/62.40万吨，环比-26%/-1%/+2%。

国内落实磷肥保供稳价政策，不过硫磺涨价显著抬升生产成本，行业开工率小幅下行，国际市场受地缘冲突、粮食安全等因素支撑价格高位震荡；春耕结束后国内需求回落，公司磷肥销量季节性下滑，但价格依旧具备较强韧性。尿素端新增产能集中投放，供给持续增加，二季度国内需求走弱带动价格小幅回调，国际尿素因地缘因素价格大幅波动。复合肥5月后跟随尿素行情走弱，下游采购趋于谨慎，行业普遍以销定产，价格中枢回落、步入震荡格局。

上半年原料价格结构性分化，全产业链优势对冲成本压力。2026年上半年公司主要原材料不含税采购均价分化明显，硫磺/原料煤/燃料煤采购均价分别为3461/791/509元/吨，天然气采购均价1.95元/立方米，同比+89%/-16%/-11%/+1%。硫磺作为磷肥制酸核心原料同比大幅抬升，叠加国内磷矿供需紧平衡，新能源需求推高高品位磷矿价格，共同推升生产成本；而原料煤、燃料煤价格同比下行。公司依托1450万吨/年采选规模实现磷矿完全自给，叠加270万吨/年合成氨（自给率97%以上）及内蒙古400万吨/年煤矿保障，辅以战略采购平滑原料价格波动，部分抵消硫磺涨价冲击，有力支撑毛利率修复。

磷化工及新材料产品价格以涨为主。二季度饲料级磷酸氢钙/聚甲醛/黄磷/磷酸铁不含税销售均价分别为5436/10135/26439/11422元/吨，同比+26%/+2%/+29%/-，环比+16%/+10%/+27%/+14%；销量分别为13.47/2.66/0.47/2.48万吨，环比+9%/-14%/+4%/-3%。饲料级磷酸氢钙受硫磺、硫酸涨价以及磷矿高位运行的成本驱动，叠加行业库存偏低、阶段性供应偏紧，价格持续走高并维持高位震荡；黄磷行业供需格局较2025年有所改善，湿法磷酸成本上行催生热法磷酸替代需求，带动黄磷需求抬升、价格震荡上行，但仍受水电周期、原料价格影响存在区间波动；动力电池、储能电池需求持续放量，磷酸铁行业开工率提升，需求回暖推动价格自低位震荡修复，公司产销维持高位。聚甲醛呈现明显的结构性行情，新增产能释放压制低端产品，竞争加剧、供大于求，而高端产品供给紧缺，上半年整体价格有所修复，但受甲醇原料扰动波动较大，二季度价格回暖的背景下，下游需求偏弱造成销量环比回落。随着磷矿浮选项目投产、技术改造深化，公司磷化工及新材料业务有望持续贡献增量。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；安全风险等。

投资建议：公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司2026-2028年归母净利润预测为52.46/54.39/55.89亿元，对应EPS为2.88/2.98/3.07元，对应当前股价PE为10.3/9.9/9.6X，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：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.54元
总市值/流通市值	53851/53851百万元
52周最高价/最低价	45.62/25.04元
近3个月日均成交额	1194.64百万元

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

- 《云天化（600096.SH）——一季度净利同环比提升，资源及规模优势稳固》——2026-04-28
- 《云天化（600096.SH）——原材料上涨短期影响业绩，看好长期磷矿石资源储备》——2026-03-24
- 《云天化（600096.SH）——子公司获云南镇雄磷矿采矿权，资源壁垒再加固》——2025-12-26
- 《云天化（600096.SH）——三季度归母净利同环比提升，磷肥出口量价齐升》——2025-10-28
- 《云天化（600096.SH）——二季度归母净利同环比提升，磷矿石保持高位》——2025-08-20

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	61,537	48,415	49,286	50,026	50,776
(+/-%)	-10.9%	-21.3%	1.8%	1.5%	1.5%
归母净利润(百万元)	5333	5156	5246	5439	5589
(+/-%)	17.9%	-3.3%	1.8%	3.7%	2.8%
每股收益(元)	2.91	2.83	2.88	2.98	3.07
EBIT Margin	12.9%	14.5%	12.0%	12.3%	12.4%
净资产收益率(ROE)	23.9%	21.0%	20.1%	19.6%	19.0%
市盈率(PE)	10.2	10.4	10.3	9.9	9.6
EV/EBITDA	7.7	8.2	9.3	8.6	8.3
市净率(PB)	2.42	2.19	2.06	1.94	1.83

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

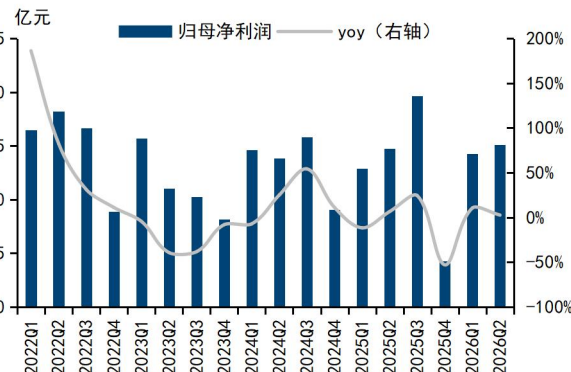
公司 2026 年二季度归母净利润同环比增长。公司 2026 年二季度营收 108.40 亿元（同比-9.6%，环比-9.5%），归母净利润 15.10 亿元（同比+2.6%，环比+6.0%）；扣非归母净利润 14.82 亿元（同比+3.9%，环比+6.4%）；毛利率/净利率为 22.4%/15.1%，同环比提升；总费用率 4.15%，较为稳健。营收环比下滑主要系春耕旺季结束化肥需求季节性回落，盈利能力同环比改善核心系主营产品价格上行。

图1：公司营业收入（亿元）



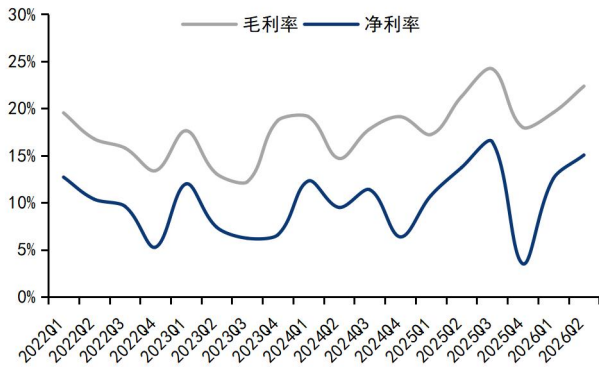
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（亿元）



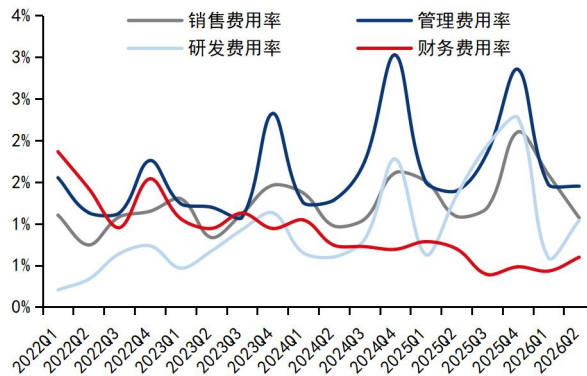
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、净利率



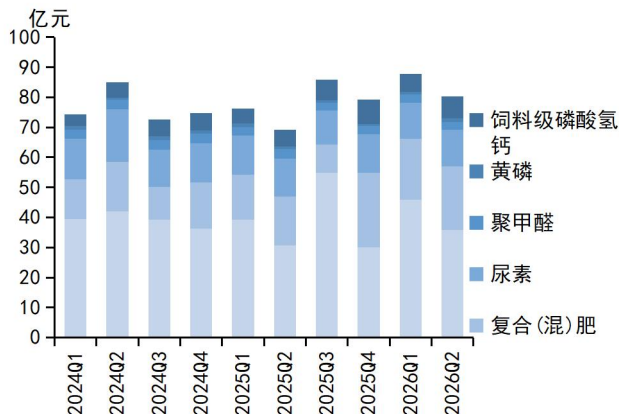
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售、管理、研发、财务费用率



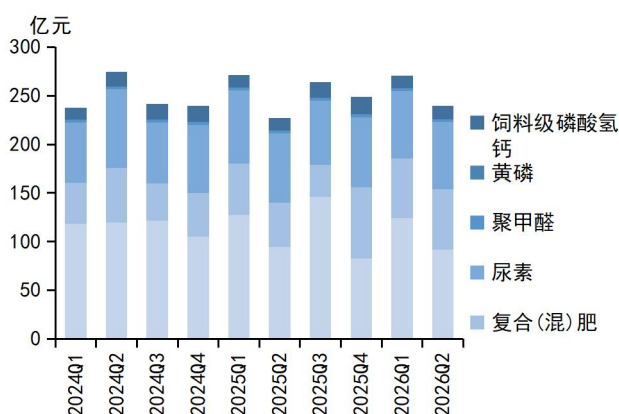
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司主营产品季度营收（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

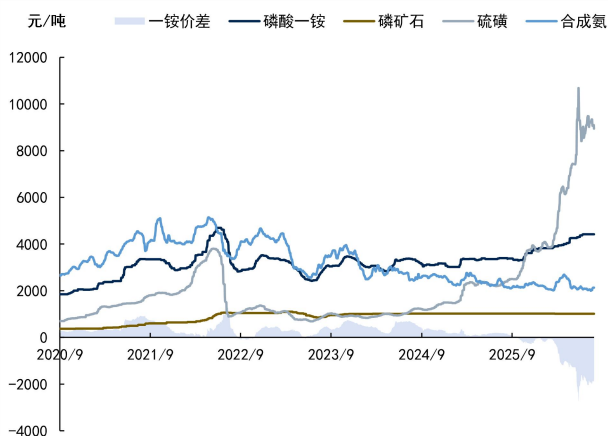
图6: 公司主营产品季度销量（万吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

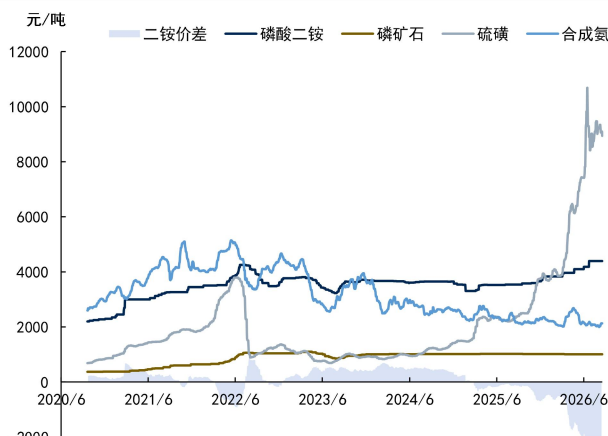
公司核心化肥板块，磷肥价格上行。二季度磷肥/尿素/复合（混）肥营收分别为35.79/12.13/21.17亿元，占总营收比例分别为33%/11%/20%；不含税销售均价分别为3904/1764/3393元/吨，同比+20%/-1%/-4%，环比+6%/+3%/+2%；销量分别为91.67/68.74/62.40万吨，环比-26%/-1%/+2%。国内落实磷肥保供稳价政策，不过硫磺涨价显著抬升生产成本，行业开工率小幅下行，国际市场受地缘冲突、粮食安全等因素支撑价格高位震荡；春耕结束后国内需求回落，公司磷肥销量季节性下滑，但价格依旧具备较强韧性。尿素端新增产能集中投放，供给持续增加，二季度国内需求走弱带动价格小幅回调，国际尿素因地缘因素价格大幅波动。复合肥5月后跟随尿素行情走弱，下游采购趋于谨慎，行业普遍以销定产，价格中枢回落、步入震荡格局。

图7: 磷酸一铵价格、价差



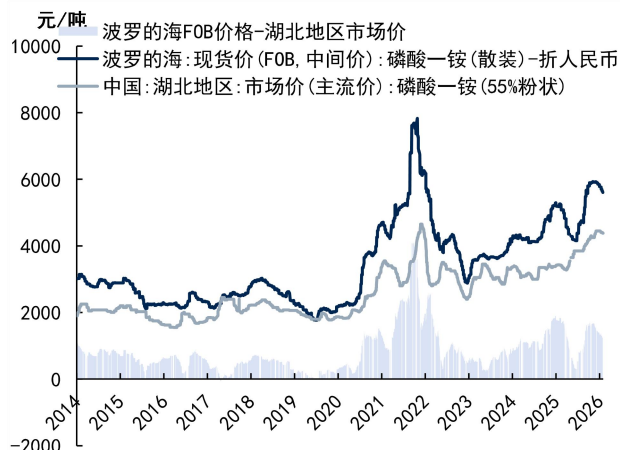
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图8: 磷酸二铵价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图9：磷酸一铵海内外价格、价差



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

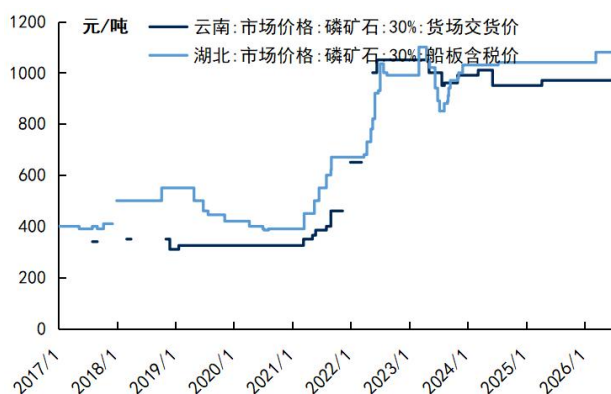
图10：磷酸二铵海内外价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

上半年原料价格结构性分化，全产业链优势对冲成本压力。2026年上半年公司主要原材料不含税采购均价分化明显，硫磺/原料煤/燃料煤采购均价分别为3461/791/509元/吨，天然气采购均价1.95元/立方米，同比+89%/-16%/-11%/+1%。硫磺作为磷肥制酸核心原料同比大幅抬升，叠加国内磷矿供需紧平衡，新能源需求推高高品位磷矿价格，共同推升生产成本；而原料煤、燃料煤价格同比下行。公司依托1450万吨/年采选规模实现磷矿完全自给，叠加270万吨/年合成氨（自给率97%以上）及内蒙古400万吨/年煤矿保障，辅以战略采购平滑原料价格波动，部分抵消硫磺涨价冲击，有力支撑毛利率修复。

图11：磷矿石市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

磷化工及新材料产品价格以涨为主。二季度饲料级磷酸氢钙/聚甲醛/黄磷/磷酸铁不含税销售均价分别为5436/10135/26439/11422元/吨，同比+26%/+2%/+29%/+16%，环比+16%/+10%/+27%/+14%；销量分别为13.47/2.66/0.47/2.48万吨，环比+9%/-14%/+4%/-3%。饲料级磷酸氢钙受硫磺、硫酸涨价以及磷矿高位运行的成本驱动，叠加行业库存偏低、阶段性供应偏紧，价格持续走高并维持高位震荡；黄磷行业供需格局较2025年有所改善，湿法磷酸成本上行催生热法磷酸替代需求，带动黄磷需求抬升、价格震荡上行，但仍受水电周期、原料价格影响存在区间波

动；动力电池、储能电池需求持续放量，磷酸铁行业开工率提升，需求回暖推动价格自低位震荡修复，公司产销维持高位。聚甲醛呈现明显的结构性行情，新增产能释放压制低端产品，竞争加剧、供大于求，而高端产品供给紧缺，上半年整体价格有所修复，但受甲醇原料扰动波动较大，二季度价格回暖的背景下，下游需求偏弱造成销量环比回落。随着磷矿浮选项目投产、技术改造深化，公司磷化工及新材料业务有望持续贡献增量。

投资建议：公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测为 52.46/54.39/55.89 亿元，对应 EPS 为 2.88/2.98/3.07 元，对应当前股价 PE 为 10.3/9.9/9.6 X，维持“优于大市”评级。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；安全风险等。

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 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
600141.SH	兴发集团	优于大市	33.02	39,681.45	1.35	1.64	1.83	24.5	20.1	18.0	1.6
002539.SZ	云图控股	优于大市	12.48	15,072.39	0.69	1.02	1.19	18.1	12.2	10.5	1.6
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	12.79	13,910.21	0.75	0.71	0.87	17.2	18.0	14.7	2.3
600096.SH	云天化	优于大市	29.54	53,851.15	2.83	2.88	2.98	10.4	10.3	9.9	2.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2026 年 8 月 17 日。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6937	4981	6000	6053	8138	营业收入	61537	48415	49286	50026	50776
应收款项	1750	884	1350	1371	1391	营业成本	50767	38628	40982	41452	42007
存货净额	6070	6892	7057	7107	7183	营业税金及附加	958	1171	849	862	875
其他流动资产	1884	2057	1745	1809	1931	销售费用	760	704	632	641	651
流动资产合计	16664	14815	16154	16341	18645	管理费用	1111	903	906	916	927
固定资产	22822	23119	23270	23236	23066	财务费用	488	287	315	310	284
无形资产及其他	4789	4738	4501	4264	4027	投资收益	595	756	602	602	602
投资性房地产	3556	3961	3961	3961	3961	资产减值及公允价值变动	557	120	374	374	374
长期股权投资	3649	3709	3871	3990	4104	其他收入	(1467)	(1003)	0	0	0
资产总计	51480	50342	51757	51793	53803	营业利润	7138	6595	6579	6821	7010
短期借款及交易性金融负债	6252	7070	7882	6000	6000	营业外净收支	(89)	(100)	0	0	0
应付款项	5070	5979	5429	5467	5526	利润总额	7049	6495	6579	6821	7010
其他流动负债	4364	4386	3867	3895	3937	所得税费用	1006	997	987	1023	1051
流动负债合计	15685	17435	17177	15362	15463	少数股东损益	710	342	346	359	369
长期借款及应付债券	9449	4286	4286	4286	4286	归属于母公司净利润	5333	5156	5246	5439	5589
其他长期负债	1769	2026	2022	2134	2255						
长期负债合计	11218	6312	6308	6419	6541	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	26903	23747	23484	21781	22004	净利润	5333	5156	5246	5439	5589
少数股东权益	2218	2014	2117	2225	2336	资产减值准备	110	(437)	13	0	(1)
股东权益	22358	24581	26155	27787	29464	折旧摊销	2529	2492	2440	2644	2782
负债和股东权益总计	51480	50342	51757	51793	53803	公允价值变动损失	(557)	(120)	(374)	(374)	(374)
						财务费用	488	287	315	310	284
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1008	213	(1374)	44	4
每股收益	2.91	2.83	2.88	2.98	3.07	其它	207	528	91	107	111
每股红利	1.61	2.07	2.01	2.09	2.15	经营活动现金流	8630	7832	6041	7860	8112
每股净资产	12.19	13.48	14.35	15.24	16.16	资本开支	0	(2266)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	19%	17%	15%	15%	15%	其它投资现金流	(18)	22	0	0	0
ROE	24%	21%	20%	20%	19%	投资活动现金流	(152)	(2304)	(2162)	(2119)	(2114)
毛利率	18%	20%	17%	17%	17%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	14%	12%	12%	12%	负债净变化	(1731)	(5164)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	20%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(2947)	(3776)	(3673)	(3807)	(3913)
收入增长	-11%	-21%	2%	2%	2%	其它融资现金流	1376	10395	812	(1882)	0
净利润增长率	18%	-3%	2%	4%	3%	融资活动现金流	(7975)	(7484)	(2861)	(5689)	(3913)
资产负债率	57%	51%	49%	46%	45%	现金净变动	503	(1955)	1019	53	2085
息率	5.5%	7.0%	6.8%	7.1%	7.3%	货币资金的期初余额	6434	6937	4981	6000	6053
P/E	10.2	10.4	10.3	9.9	9.6	货币资金的期末余额	6937	4981	6000	6053	8138
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	0	6371	4095	5919	6155
EV/EBITDA	7.7	8.2	9.3	8.6	8.3	权益自由现金流	0	11603	4639	3774	5914

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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