

云图控股（002539.SZ）

产业链建设不断完善，黄磷、磷酸铁等有望维持高景气

优于大市

核心观点

公司业绩大幅增长，产业链建设快速完善。2026年上半年公司营业收入为117.15亿元，同比增长2.76%，归母净利润为7.08亿元，同比增长38.61%。2026年上半年公司毛利率为14.38%，同比提高2.39个百分点，净利率为6.26%，较去年提升1.68个百分点。公司第二季度营业收入为56.13亿元，同比下降1.32%，归母净利润为4.0亿元，同比增长57.34%。公司充分发挥“资源+产业链”一体化优势，经营韧性不断增强：公司应城70万吨合成氨改扩建项目稳定运行，配套100万吨复合肥等项目陆续建成投运；磷矿资源开发全力推进，磷矿采矿设计产能从690万吨/年提升至1090万吨/年。

磷复肥业务是公司的核心业务，产品结构不断优化。2026年上半年，公司磷复肥销售收入为72.15亿元，同比微减0.09%；毛利率为14.35%，同比下降0.63个百分点。公司常规复合肥销售收入28.86亿元，同比减少10.95%，新型复合肥和磷肥销售收入为43.29亿元，同比增加8.76%。2026年上半年，原材料价格波动频繁，磷复肥行业竞争加剧，公司增效肥销量保持增长。磷肥方面，公司依托湿法磷酸分级利用优势，重点发展水溶性、工业级磷酸一铵产品，增强经营韧性。

受益于低成本自产合成氨，联碱板块毛利率逆势提升。2026年上半年公司联碱业务营收为5.49亿元，同比增长69.79%。受益于上游70万吨合成氨项目建成投运，产业链协同效应显现，生产成本进一步优化。2026年上半年联碱板块毛利率为19.53%，同比提升7.21个百分点。

公司磷矿设计产能持续增加，黄磷及磷酸铁景气度提升带动板块毛利率上升。2026年上半年，公司黄磷板块收入为6.51亿元，毛利率38.83%，同比提升18.96个百分点，磷酸铁收入3.89亿元，毛利率为17.83%，同比提升8.57个百分点。2026年上半年，自有磷矿采矿设计产能从690万吨/年提升至1090万吨/年，进一步夯实磷产业链的资源基础。受上游硫磺等原料价格上涨及下游新能源汽车、储能领域需求增长共同推动，黄磷、磷酸铁价格预计仍将维持在景气区间。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥业务保持韧性，磷矿石及尿素等产品持续贡献业绩增量，黄磷及磷酸铁有望维持高景气度。我们维持此前预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为12.31/14.32/15.44亿元，对应EPS分别为1.02/1.19/1.28元。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,381	21,400	24,780	25,865	26,820
(+/-%)	-6.4%	5.0%	15.8%	4.4%	3.7%
归母净利润(百万元)	804	827	1231	1432	1544
(+/-%)	-9.8%	2.8%	48.9%	16.3%	7.8%
每股收益(元)	0.67	0.68	1.02	1.19	1.28
EBIT Margin	6.1%	6.8%	9.2%	9.7%	9.7%
净资产收益率(ROE)	9.1%	8.8%	12.1%	12.9%	12.7%
市盈率(PE)	21.8	21.2	14.3	12.3	11.4
EV/EBITDA	14.7	14.3	10.9	9.4	8.8
市净率(PB)	1.99	1.87	1.72	1.58	1.45

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：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.39元
总市值/流通市值	16171/11914百万元
52周最高价/最低价	17.27/9.52元
近3个月日均成交额	268.60百万元

市场走势



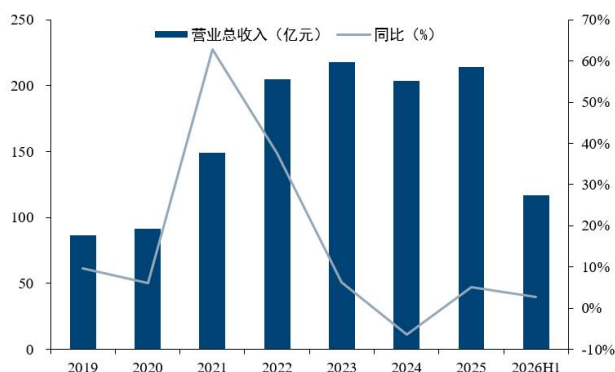
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《云图控股（002539.SZ）-公司业绩稳步增长，产业链建设不断完善》——2026-04-16
- 《云图控股（002539.SZ）-磷酸铁景气度有望回升，硫铁矿制酸优势突出》——2025-12-23
- 《云图控股（002539.SZ）-短期业绩承压，长期发展向好》——2025-10-29
- 《云图控股（002539.SZ）-磷复肥业务收入占比提升，磷矿项目进展顺利》——2025-08-28
- 《云图控股（002539.SZ）-2025年一季度业绩高增，拟投建贵港项目填补华南产能空白》——2025-04-27

公司业绩大幅增长，产业链建设快速完善。2026 年上半年公司营业收入为 117.15 亿元，同比增长 2.76%，归母净利润为 7.08 亿元，同比增长 38.61%。2026 年上半年公司毛利率为 14.38%，同比提高 2.39 个百分点，净利率为 6.26%，较去年提升 1.68 个百分点。公司第二季度营业收入为 56.13 亿元，同比下降 1.32%，归母净利润为 4.0 亿元，同比增长 57.34%。公司充分发挥“资源+产业链”一体化优势，经营韧性不断增强：公司应城 70 万吨合成氨改扩建项目稳定运行，配套 100 万吨复合肥等项目陆续建成投运；磷矿资源开发全力推进，磷矿采矿设计产能从 690 万吨/年提升至 1090 万吨/年。

图1：云图控股营业收入及增速



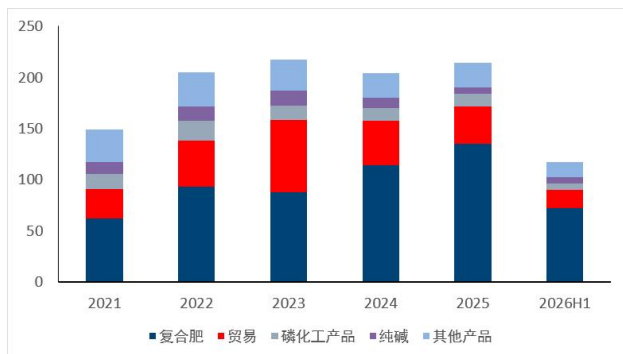
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：云图控股归母净利润及增速



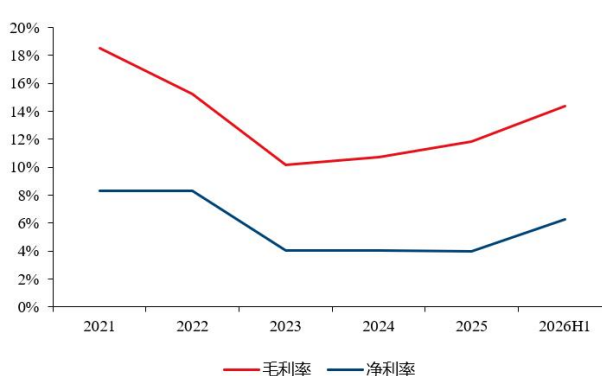
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：云图控股分版块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

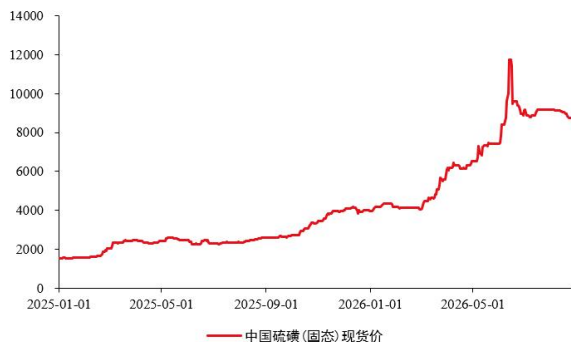
图4：云图控股毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

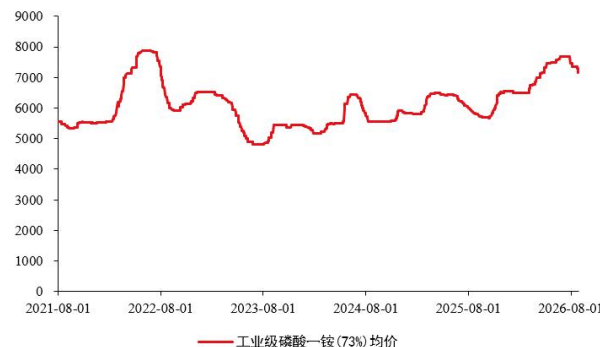
磷复肥业务是公司的核心业务，产品结构不断优化。2026 年上半年，公司磷复肥销售收入为 72.15 亿元，同比微减 0.09%；毛利率为 14.35%，同比下降 0.63 个百分点。公司常规复合肥销售收入 28.86 亿元，同比减少 10.95%，新型复合肥和磷肥销售收入为 43.29 亿元，同比增加 8.76%。2026 年上半年，原材料价格波动频繁，磷复肥行业竞争加剧。公司紧扣增产增效、土壤健康等政策导向，推动复合肥产品向高效化、专用化、功能化迭代升级。同时，公司推出九大增效肥子品牌，精准匹配不同作物、不同区域需求，增效肥销量保持增长。磷肥方面，公司依托湿法磷酸分级利用优势，重点发展水溶性、工业级磷酸一铵产品，增强经营韧性。

图5: 我国固态硫磺现货价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

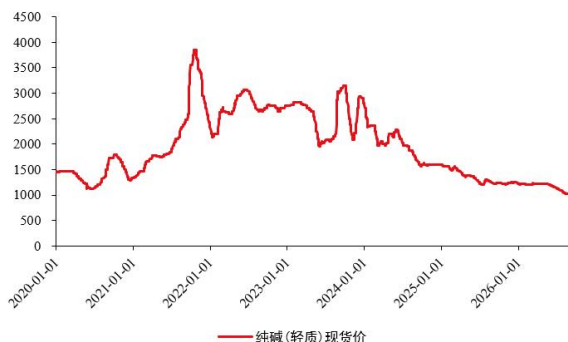
图6: 73%工业级磷酸一铵价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

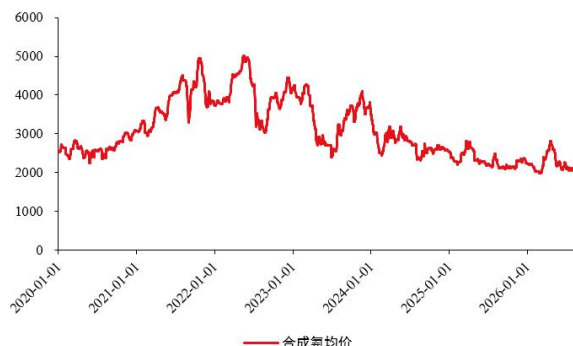
受益于低成本自产合成氨，联碱板块毛利率逆势提升。2026 年上半年公司联碱业务营收为 5.49 亿元，同比增长 69.79%。受益于上游 70 万吨合成氨项目建成投运，产业链协同效应显现，生产成本进一步优化。2026 年上半年联碱板块毛利率为 19.53%，同比提升 7.21 个百分点。中国轻质纯碱现货均价为 1208.8 元/吨，同比 2025 年上半年均价 1443.5 元/吨，下降 16.26%。2026 年 8 月 27 日中国轻质纯碱现货价格为 1035 元/吨，较年初下降 185 元/吨，与去年同期相比下降 210 元/吨。2026 年预计地产需求较为疲软，光伏玻璃行业需求也较为弱势，纯碱整体需求增长乏力，纯碱价格预期维持低位震荡。公司的 70 万吨合成氨项目建成投运，可有效降低联碱业务的能耗和成本，提升公司纯碱的盈利能力。

图7: 中国轻质纯碱现货价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8: 中国合成氨价格（元/吨）

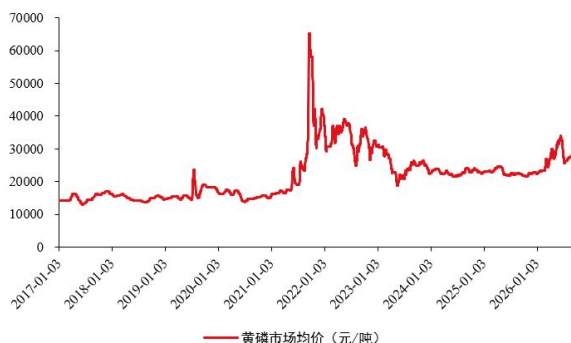


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司磷矿设计产能持续增加，黄磷及磷酸铁景气度提升带动板块毛利率上升。2026 年上半年，公司黄磷板块收入为 6.51 亿元，毛利率 38.83%，同比提升 18.96 个百分点。2026 年上半年，磷酸铁收入 3.89 亿元，毛利率为 17.83%，同比提升 8.57 个百分点。公司加快磷矿资源开发，全力推进阿居洛呷磷矿 290 万吨采选工程、牛牛寨东段磷矿 400 万吨采矿工程以及参股 49%的二坝磷矿 50 万吨采矿工程改建项目，巷道掘进、辅助系统、公用工程等工作稳步实施。同时，公司取得了牛牛寨西段磷矿 400 万吨/年采矿许可证，自有磷矿采矿设计产能从 690 万吨/年提升至 1090 万吨/年，进一步夯实磷产业链的资源基础。2026 年上半年，黄磷行业景气度提升，上半年黄磷市场均价为 27325.9 元/吨，同比增长 17.71%。2026 年 8 月 27 日，黄磷市场均价为 27811 元/吨。由于硫磺价格带动湿法磷酸处于高位，作为热法磷酸原料的黄磷价格预计高位震荡。2026 年上半年，国内磷酸铁市场均价为 12545.3 元/吨，同比上涨 19.13%，2026 年 8 月 27 日，国内磷酸铁

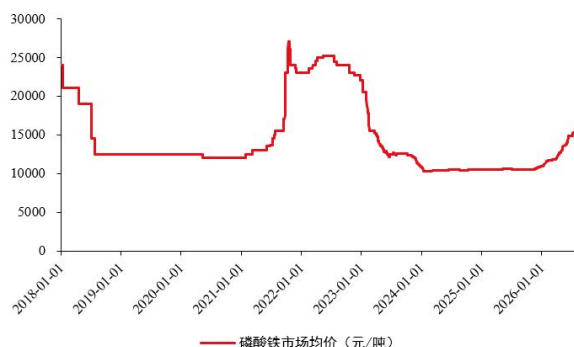
均价为 15700 元，受上游硫磺、磷酸等原料价格上涨及下游新能源汽车、储能领域需求增长共同推动，磷酸铁产品价格预计仍将维持在景气区间。

图9：中国黄磷市场均价



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10：中国磷酸铁市场均价



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司产业链建设仍在持续进行。氮产业链方面，公司完成了合成氨、尿浆溶液、氯化铵、硝酸铵料浆等主要氮肥原料的自给配套，尿素产能仍在持续释放，公司氮肥保障能力预计进一步加强。磷产业链方面，公司重点推进热法磷酸产线建设，包括荆州 7 万吨热法磷酸项目、宜城 15 万吨（热法）食品级精制磷酸及 15 万吨磷酸铁项目。项目投产后，公司将打通“磷矿—湿法/热法磷酸—磷酸铁”产业链，实现湿法、热法磷酸协同互补，精准匹配不同产品的磷酸纯度及生产需求，推动公司向精细磷化工、新能源锂电材料领域延伸，增强磷产业链竞争优势和抗风险能力。

投资建议：

公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥业务保持韧性，磷矿石及尿素等产品持续贡献业绩增量，黄磷及磷酸铁有望维持高景气度。我们维持此前预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.31/14.32/15.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.19/1.28 元。维持“优于大市”评级。

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	2947	3127	2500	2500	2500	营业收入	20381	21400	24780	25865	26820
应收款项	488	458	562	586	597	营业成本	18199	18866	21220	22039	22826
存货净额	3847	3369	4461	4372	4420	营业税金及附加	87	113	115	122	131
其他流动资产	2280	3241	2866	3267	3517	销售费用	293	328	375	387	406
流动资产合计	9586	10195	10388	10725	11033	管理费用	566	647	786	818	847
固定资产	9583	13155	14153	14874	15448	财务费用	185	175	734	749	724
无形资产及其他	2240	2316	2274	2232	2190	投资收益	35	(29)	(50)	(0)	(0)
投资性房地产	2231	1852	1852	1852	1852	资产减值及公允价值变动	33	4	0	0	0
长期股权投资	8	57	57	57	57	其他收入	(205)	(274)	0	0	0
资产总计	23649	27575	28725	29741	30580	营业利润	914	972	1501	1749	1886
短期借款及交易性金融负债	5587	4830	5052	4591	4072	营业外净收支	(2)	(16)	0	(3)	(3)
应付款项	2196	1973	2273	2422	2421	利润总额	912	956	1501	1746	1882
其他流动负债	2408	3306	3015	3290	3521	所得税费用	93	110	240	279	301
流动负债合计	10191	10110	10340	10302	10014	少数股东损益	15	19	30	35	37
长期借款及应付债券	4284	7632	7732	7832	7932	归属于母公司净利润	804	827	1231	1432	1544
其他长期负债	250	307	307	307	307						
长期负债合计	4534	7938	8038	8138	8238	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	14725	18048	18378	18441	18253	净利润	804	827	1231	1432	1544
少数股东权益	108	126	146	168	193	资产减值准备	8	(16)	19	4	2
股东权益	8816	9401	10201	11132	12135	折旧摊销	963	1037	1025	1317	1466
负债和股东权益总计	23649	27575	28725	29741	30580	公允价值变动损失	(33)	(4)	0	0	0
						财务费用	185	175	734	749	724
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(1152)	642	(794)	91	(75)
每股收益	0.67	0.68	1.02	1.19	1.28	其它	(3)	22	0	19	22
每股红利	0.43	0.46	0.36	0.41	0.45	经营活动现金流	587	2508	1482	2863	2959
每股净资产	7.30	7.78	8.45	9.22	10.05	资本开支	0	(4548)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	7%	7%	9%	9%	9%	其它投资现金流	(25)	25	0	0	0
ROE	9%	9%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(4)	(4571)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	11%	12%	14%	15%	15%	权益性融资	4	20	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	9%	10%	10%	负债净变化	1744	3348	100	100	100
EBITDA Margin	11%	12%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(522)	(559)	(431)	(501)	(540)
收入增长	-6%	5%	16%	4%	4%	其它融资现金流	(2679)	(3355)	222	(462)	(519)
净利润增长率	-10%	3%	49%	16%	8%	融资活动现金流	(231)	2243	(109)	(863)	(959)
资产负债率	63%	66%	64%	63%	60%	现金净变动	352	180	(627)	0	0
息率	3.0%	3.2%	2.5%	2.9%	3.1%	货币资金的期初余额	2595	2947	3127	2500	2500
P/E	21.8	21.2	14.3	12.3	11.4	货币资金的期末余额	2947	3127	2500	2500	2500
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(1590)	151	1507	1583
EV/EBITDA	14.7	14.3	10.9	9.4	8.8	权益自由现金流	0	(1597)	(143)	516	557

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