云图控股（002539.SZ）

优于大市

前三季度收入利润继续增长，看好公司产业链一体化布局

核心观点

受硫磺价格压制，公司业绩短期承压。2026年前三季度公司营业收入为161.97亿元，同比增长2.07%，归母净利润为8.76亿元，同比增长29.74%。2026年前三季度公司毛利率为14.05%，净利率为5.62%。公司第三季度营业收入为44.82亿元，同比基本持平，归母净利润为1.67亿元，同比增长2.13%。由于硫磺价格高企，公司磷复肥业务盈利受到影响；受安全环保检查影响，阿居洛呷磷矿建设进度有所放缓。

硫磺价格高企，磷复肥业务盈利受到影响。原材料价格波动频繁，磷复肥行业竞争加剧。根据Wind数据，2026年三季度硫磺现货价为8421.21元，环比二季度上涨10.81%，同比上涨了238.46%。硫磺价格直接推高了磷肥成本，阶段性压缩了公司磷肥业务利润。复合肥方面公司紧扣增产增效、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。

公司磷矿建设进度延迟，黄磷续外采原料成本上升，磷酸铁产能快速建成。。受环保检查影响导致雷波磷矿建设暂停，公司黄磷生产所需磷矿石需采购，拉低产品毛利。磷酸铁由于下游需求较为旺盛，价格持续攀升，目前公司拥有磷酸铁产能20万吨/年。随着宜城基地15万吨/年磷酸铁产能的逐步释放，以及后续规划的10万吨/年磷酸铁产能的落地，公司磷酸铁业务有望进一步发展。

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。钾产业链方面，通过参股KP公司，将增加钾肥资源储备，补齐上游钾盐资源布局短板，强化钾肥原料保障能力。

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。由于硫磺价格高企，公司磷矿建设进度延迟，我们下调此前预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为10.24/13.62/15.56亿元(此前为12.31/14.32/15.44亿元)，对应EPS分别为0.85/1.13/1.29元（此前为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	26,461	29,749	32,482
(+/-%)	-6.4%	5.0%	23.7%	12.4%	9.2%
归母净利润(百万元)	804	827	1024	1362	1556
(+/-%)	-9.8%	2.8%	23.8%	33.0%	14.2%
每股收益（元）	0.67	0.68	0.85	1.13	1.29
EBIT Margin	6.1%	6.8%	7.7%	8.2%	8.2%
净资产收益率（ROE）	9.1%	8.8%	10.2%	12.4%	13.0%
市盈率（PE）	16.2	15.7	12.7	9.5	8.4
EV/EBITDA	12.6	12.5	10.5	8.8	8.1
市净率（PB）	1.47	1.38	1.29	1.19	1.09

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	10.76元
总市值/流通市值	12995/9574百万元
52周最高价/最低价	17.27/9.52元
近3个月日均成交额	199.26百万元

市场走势



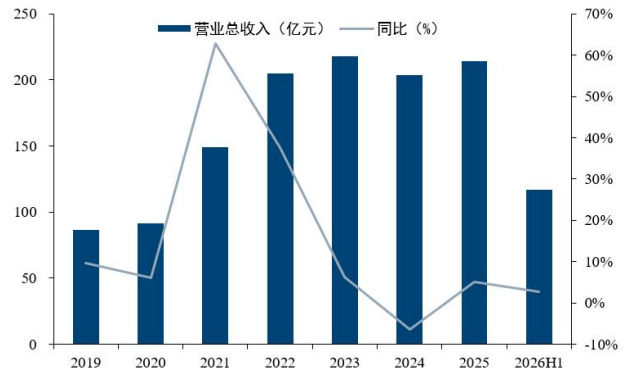
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云图控股（002539.SZ）-投资刚果（布）钾矿项目，复合肥产业链进一步完善》——2026-09-20
《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》——2026-08-28
《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

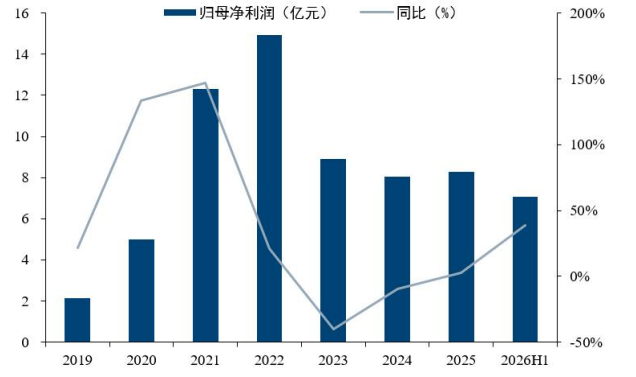
受硫磺价格压制，公司业绩短期承压。2026 年前三季度公司营业收入为 161.97 亿元，同比增长 2.07%，归母净利润为 8.76 亿元，同比增长 29.74%。2026 年前三季度公司毛利率为 14.05%，净利率为 5.62%。公司第三季度营业收入为 44.82 亿元，同比基本持平，归母净利润为 1.67 亿元，同比增长 2.13%。由于硫磺价格高企，公司磷复肥业务盈利受到影响，安全环保检查影响，公司阿居洛呷磷矿建设进度有所放缓。

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

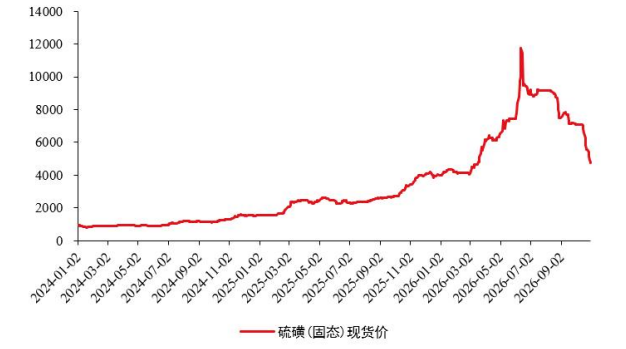
图2：云图控股归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

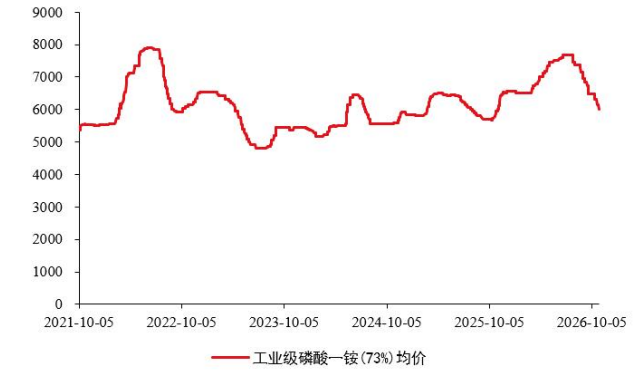
硫磺价格高企，磷复肥业务盈利受到影响。原材料价格波动频繁，磷复肥行业竞争加剧。根据 Wind 数据，2026 年三季度硫磺现货价为 8421.21 元，环比二季度上涨 10.81%，同比上涨了 238.46%。硫磺价格直接推高了磷肥成本，阶段性压缩了公司磷肥业务利润。复合肥方面公司紧扣增产增效、土壤健康等政策导向，推动复合肥产品向高效化、专用化、功能化迭代升级。同时，公司推出九大增效肥子品牌，精准匹配不同作物、不同区域需求，增效肥销量保持增长。

图3：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4：73%工业级磷酸一铵价格走势（元/吨）

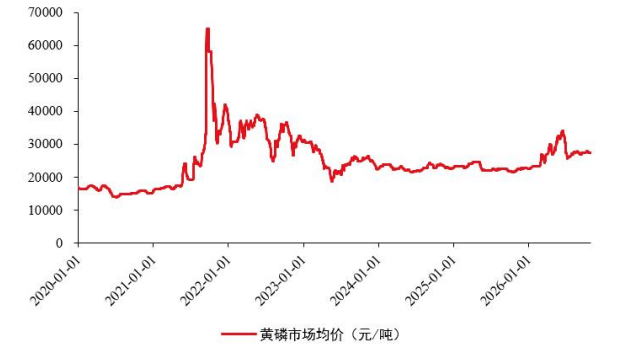


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司磷矿建设进度延迟，黄磷续外采原料成本上升，磷酸铁产能快速建成。磷矿资源方面公司正在建设阿居洛呷磷矿 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。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。受环保检查影响导致雷波磷矿建设有所放缓，公司黄磷生产所需磷矿石需采购，直接拉低产品毛利。磷酸铁由于下游需求较为旺盛，价格持续攀升，目前公司拥有磷酸铁产能 20 万吨/年，其中荆州基地 5 万吨/年，宜城基地 15 万吨/年。随着宜城基地 15 万吨/年

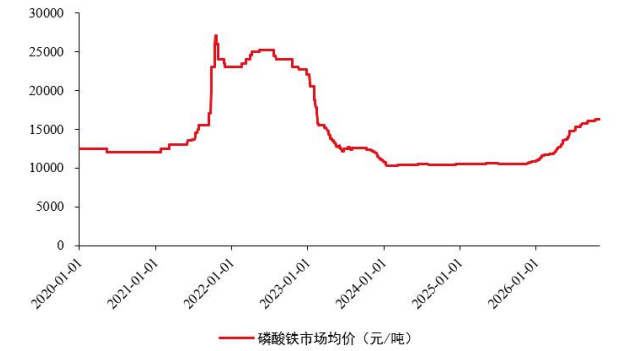
磷酸铁产能的逐步释放，以及后续规划的 10 万吨/年磷酸铁产能的落地，公司磷酸铁业务有望进一步发展。

图5：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6：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。钾产业链方面，通过参股 KP 公司，公司将增加钾肥资源储备，补齐上游钾盐资源布局短板，强化钾肥原料保障能力。

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。由于硫磺价格高企，公司磷矿建设进度有所放缓，我们下调此前预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 10.24/13.62/15.56 亿元(此前为 12.31/14.32/15.44 亿元)，对应 EPS 分别为 0.85/1.13/1.29 元（此前为 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
现金及现金等价物	2947	3127	2500	2500	2500
应收款项	488	458	600	674	723
存货净额	3847	3369	4866	5161	5519
其他流动资产	2280	3241	3060	3758	4259
流动资产合计	**9586**	**10195**	**11026**	**12093**	**13001**
固定资产	9583	13155	14153	14874	15448
无形资产及其他	2240	2316	2274	2232	2190
投资性房地产	2231	1852	1852	1852	1852
长期股权投资	8	57	57	57	57
资产总计	**23649**	**27575**	**29363**	**31108**	**32548**
短期借款及交易性金融负债	5587	4830	5352	5118	4746
应付款项	2196	1973	2479	2858	3023
其他流动负债	2408	3306	3285	3878	4389
流动负债合计	**10191**	**10110**	**11116**	**11855**	**12158**
长期借款及应付债券	4284	7632	7732	7832	7932
其他长期负债	250	307	307	307	307
长期负债合计	**4534**	**7938**	**8038**	**8138**	**8238**
负债合计	**14725**	**18048**	**19154**	**19993**	**20397**
少数股东权益	108	126	142	164	188
股东权益	8816	9401	10066	10951	11962
负债和股东权益总计	**23649**	**27575**	**29363**	**31108**	**32548**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.67	0.68	0.85	1.13	1.29
每股红利	0.43	0.46	0.30	0.39	0.45
每股净资产	7.30	7.78	8.33	9.07	9.90
ROIC	7%	7%	8%	9%	9%
ROE	9%	9%	10%	12%	13%
毛利率	11%	12%	13%	13%	13%
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	11%	12%	12%	13%	13%
收入增长	-6%	5%	24%	12%	9%
净利润增长率	-10%	3%	24%	33%	14%
资产负债率	63%	66%	66%	65%	63%
息率	4.0%	4.3%	2.8%	3.7%	4.2%
P/E	16.2	15.7	12.7	9.5	8.4
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.6	12.5	10.5	8.8	8.1

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**20381**	**21400**	**26461**	**29749**	**32482**
营业成本	18199	18866	23061	25789	28152
营业税金及附加	87	113	122	141	159
销售费用	293	328	400	445	492
管理费用	566	647	836	935	1017
财务费用	185	175	744	776	763
投资收益	35	(29)	(50)	(0)	(0)
资产减值及公允价值变动	33	4	0	0	0
其他收入	(205)	(274)	0	0	0
营业利润	914	972	1248	1663	1900
营业外净收支	(2)	(16)	0	(3)	(3)
利润总额	912	956	1248	1660	1897
所得税费用	**93**	**110**	**200**	**266**	**303**
少数股东损益	15	19	25	33	38
归属于母公司净利润	804	827	1024	1362	1556

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	804	827	1024	1362	1556
资产减值准备	8	(16)	19	4	2
折旧摊销	963	1037	1025	1317	1466
公允价值变动损失	(33)	(4)	0	0	0
财务费用	185	175	744	776	763
营运资本变动	(1152)	642	(955)	(90)	(230)
其它	(3)	22	(3)	18	22
经营活动现金流	**587**	**2508**	**1110**	**2610**	**2816**
资本开支	0	(4548)	(2000)	(2000)	(2000)
其它投资现金流	(25)	25	0	0	0
投资活动现金流	**(4)**	**(4571)**	**(2000)**	**(2000)**	**(2000)**
权益性融资	4	20	0	0	0
负债净变化	1744	3348	100	100	100
支付股利、利息	(522)	(559)	(358)	(477)	(544)
其它融资现金流	(2679)	(3355)	521	(234)	(371)
融资活动现金流	**(231)**	**2243**	**263**	**(610)**	**(816)**
现金净变动	**352**	**180**	**(627)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	2595	2947	3127	2500	2500
货币资金的期末余额	2947	3127	2500	2500	2500
企业自由现金流	0	(1590)	(214)	1277	1473
权益自由现金流	0	(1597)	(218)	491	561

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±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±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