

云图控股（002539.SZ）

Q3 秋肥需求较弱拖累业绩，新产能落地或助力公司成长

2025 年 10 月 28 日

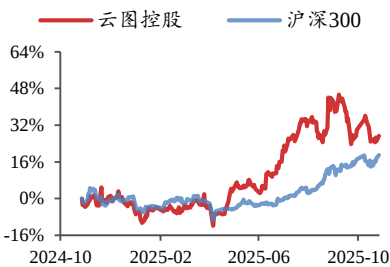
成长

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2025/10/27
当前股价(元)	10.19
一年最高最低(元)	12.05/7.03
总市值(亿元)	123.07
流通市值(亿元)	89.79
总股本(亿股)	12.08
流通股本(亿股)	8.81
近 3 个月换手率(%)	145.42

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《磷复肥景气推动业绩增长，合成氨、磷矿石等新产能落地或助力公司成长——公司信息更新报告》-2025.8.28

《复合肥龙头完善上游合成氨、磷矿石等原料布局，广西贵港项目打开未来成长空间——公司信息更新报告》-2025.7.10

金益腾（分析师）	宋梓荣（分析师）	张晓锋（分析师）
jinyiteng@kysec.cn	songzirong@kysec.cn	zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002	证书编号：S0790525070002	证书编号：S0790522080003

● Q3 秋肥需求较弱拖累业绩，新产能落地或助力公司成长，维持“买入”评级

据公司公告，2025 年前 3 季度，公司实现营业收入 158.7 亿元，同比+1.1%；归母净利润 6.75 亿元，同比+0.86%。Q3，公司实现营业收入 44.69 亿元，同比-4.73%、环比-21.43%；归母净利润 1.64 亿元，同比-23.88%、环比-36.22%。Q3，公司磷复肥进入需求淡季，产品销量环比下滑，拖累公司业绩。由于 2025 年 H2 复合肥需求较弱，我们下调前期预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.08(-1.32)、13.02(-0.83)、16.21(-0.22)亿元，EPS 分别为 0.75、1.08、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5、9.4、7.6 倍。随着公司合成氨、磷矿石等项目逐步落地，氮、磷产业链一体化布局逐步完善，公司盈利能力有望持续提升，维持公司“买入”评级。

● 三季度秋肥需求较弱，以及纯碱、黄磷等价差收窄拖累公司业绩

Q3 前期得益于原料上涨的带动，主流企业预收情况尚可。但进入 9 月，局部干旱、降水、高温等天气频发，对秋肥走货带来制约，同时主要氮磷钾原料价格走跌，下游经销商拿货心态谨慎。整体上三季度秋肥较弱，公司复合肥 Q3 销量环比下降。此外，Q3 纯碱、黄磷等产品价格价差，拖累公司业绩。据 Wind 数据及我们计算，2025Q3，复合肥、磷酸一铵、纯碱、黄磷价格分别环比 Q2 -0.6%、+0.6%、-8.5%、-3.7%；价差分别环比 Q2 -6.5%、-1.2%、-11.4%、-12.9%。

● 合成氨、磷矿石、广西贵港等项目持续推进，公司复合肥成本有望持续下降

合成氨方面，预计 2025 年年底，公司将投产 70 万吨/年合成氨产能，进而降低公司复合肥、纯碱等终端产品生产成本。**磷矿石方面**，阿居洛呷磷矿 290 万吨采选工程已于 2025 年 3 月动工，正式进入矿山建设期。远期公司还有两宗磷矿开采规划，以及广西贵港项目建设规划。未来随着公司上游原料产能布局逐步完善，公司复合肥产品成本有望持续下降，进而推动公司业绩稳步增长。

● 风险提示：下游需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,767	20,381	21,893	25,499	26,746
YOY(%)	6.2	-6.4	7.4	16.5	4.9
归母净利润(百万元)	892	804	908	1,302	1,621
YOY(%)	-40.2	-9.8	12.9	43.4	24.5
毛利率(%)	10.2	10.7	11.1	11.5	13.0
净利率(%)	4.1	3.9	4.1	5.1	6.1
ROE(%)	10.5	9.2	9.4	12.1	13.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.67	0.75	1.08	1.34
P/E(倍)	13.8	15.3	13.5	9.4	7.6
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8201	9586	9949	12149	11129	营业收入	21767	20381	21893	25499	26746
现金	2595	2947	3165	3687	3867	营业成本	19552	18199	19462	22567	23269
应收票据及应收账款	396	441	597	564	634	营业税金及附加	94	87	109	127	134
其他应收款	99	47	109	73	118	营业费用	340	293	328	382	401
预付账款	1187	1392	1378	1848	1536	管理费用	559	566	593	697	729
存货	3291	3847	3786	5064	4062	研发费用	315	337	394	459	481
其他流动资产	634	913	913	913	913	财务费用	132	185	113	132	104
非流动资产	12298	14063	14105	14795	14485	资产减值损失	-27	-43	-40	-49	-51
长期投资	30	8	8	9	9	其他收益	168	209	200	200	200
固定资产	7177	7731	7748	8251	7857	公允价值变动收益	-5	-10	-9	-9	-9
无形资产	2109	2240	2471	2740	3073	投资净收益	113	35	44	51	61
其他非流动资产	2982	4083	3877	3796	3547	资产处置收益	1	1	1	200	51
资产总计	20499	23649	24054	26944	25615	营业利润	1017	914	1072	1514	1869
流动负债	9415	10191	10659	13293	11558	营业外收入	28	21	19	20	22
短期借款	4262	3922	5495	6992	6241	营业外支出	26	23	29	29	27
应付票据及应付账款	1876	2196	1995	2943	2105	利润总额	1020	912	1062	1505	1865
其他流动负债	3277	4073	3169	3358	3212	所得税	147	93	153	204	245
非流动负债	2740	4534	3683	2940	1983	净利润	873	819	909	1301	1620
长期借款	2540	4284	3433	2690	1733	少数股东损益	-19	15	0	-1	-2
其他非流动负债	200	250	250	250	250	归属母公司净利润	892	804	908	1302	1621
负债合计	12155	14725	14342	16233	13540	EBITDA	2149	2379	2422	3068	3552
少数股东权益	67	108	108	107	105	EPS(元)	0.74	0.67	0.75	1.08	1.34
股本	1208	1208	1208	1208	1208	主要财务比率					
资本公积	5	2	2972	2972	2972	成长能力					
留存收益	4054	4617	5300	6305	7561	营业收入(%)	6.2	-6.4	7.4	16.5	4.9
归属母公司股东权益	8276	8816	9604	10605	11969	营业利润(%)	-42.9	-10.1	17.2	41.2	23.5
负债和股东权益	20499	23649	24054	26944	25615	归属于母公司净利润(%)	-40.2	-9.8	12.9	43.4	24.5
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	656	630	1572	1797	3153	毛利率(%)	10.2	10.7	11.1	11.5	13.0
净利润	873	819	909	1301	1620	净利率(%)	4.1	3.9	4.1	5.1	6.1
折旧摊销	780	1035	1029	1176	1316	ROE(%)	10.5	9.2	9.4	12.1	13.4
财务费用	132	185	113	132	104	ROIC(%)	7.2	6.4	6.1	7.7	9.2
投资损失	-113	-35	-44	-51	-61	偿债能力					
营运资金变动	-1148	-1488	-459	-584	205	资产负债率(%)	59.3	62.3	59.6	60.2	52.9
其他经营现金流	131	115	25	-177	-31	净负债比率(%)	64.7	79.7	70.1	66.0	42.9
投资活动现金流	-3574	-2068	-1035	-1625	-904	流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
资本支出	3401	2013	1071	1866	1006	速动比率	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4
长期投资	-200	0	-0	-0	-0	营运能力					
其他投资现金流	27	-55	36	241	102	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
筹资活动现金流	1636	1307	-1891	-1148	-1318	应收账款周转率	43.9	48.7	42.2	43.9	44.7
短期借款	1394	-341	1573	1497	-751	应付账款周转率	16.9	19.8	18.3	19.0	18.7
长期借款	837	1744	-851	-743	-957	每股指标(元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.67	0.75	1.08	1.34
资本公积增加	33	-14	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.52	1.30	1.49	2.61
其他筹资现金流	-627	-82	-2613	-1903	391	每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.30	7.95	8.78	9.91
现金净增加额	-1277	-127	-1354	-976	931	估值比率					
						P/E	13.8	15.3	13.5	9.4	7.6
						P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
						EV/EBITDA	8.3	8.2	7.9	6.3	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn