

云天化：资源优势还在，利润要经受原料与价格检验

独立研究意见 | 研究截止2026年7月27日

我们怎么看

云天化的磷矿和一体化能力仍有价值，一季度利润也恢复增长；但收入和经营现金仍在下降，资源优势尚未完整转化为现金韧性。

为什么现在形成这个看法

2025年营业收入484.15亿元、归母净利润51.56亿元、经营活动现金流90.87亿元；收入同比下降21.47%，归母净利润同比下降3.40%，经营现金流同比下降15.44%。

最强反方

磷矿资源和一体化布局可能在产品结构改善时带来更强盈利弹性。

什么会改变我们的看法

上调条件：磷肥和磷化工销量、价差改善，原料成本受控，库存下降，经营现金连续两个财务期与利润同向增长；下调条件：产品价格或销量下滑，硫磺等原料成本上升，同时库存和应收占用扩大，使经营现金持续弱于利润。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

商业基础、经营与现金

年报披露磷矿生产能力555万吨/年、尿素生产能力超过290万吨/年；资源、原料和产品结构共同影响利润。云天化的磷矿和一体化能力仍有价值，一季度利润也恢复增长；但收入和经营现金仍在下降，资源优势尚未完整转化为现金韧性。云天化的商业基础要从真实资产和客户关系看。公司覆盖磷矿采选、磷肥、磷化工、氮肥原料、贸易和物流等业务。这决定了收入并非来自单一价格变量，利润也会受到产品结构、周转速度和资本占用的共同影响。磷肥和磷化工量价决定收入质量，库存、回款与现金则把经营结果落到现金。三者分开看，容易高估某一项增长；放在一起，才能识别增长究竟来自需求、价格、确认时点还是资金占用。

磷矿和硫磺等原料成本经磷肥、磷化工与氮肥产品价格、销量和库存传导到毛利、营运资本和现金。从业务端看，收入只是中间结果。磷肥和磷化工量价决定收入的质量，库存、回款与现金决定这份质量有没有变成可支配现金。公司覆盖磷矿采选、磷肥、磷化工、氮肥原料、贸易和物流等业务。业务跨度越长，内部抵消越值得警惕。某个环节扩张，可能同时推高采购、库存、应收或建设支出；合并收入增加，不一定代表所有环节都在创造价值。商业质量还要经受低景气期检验。若外部条件转弱时，公司仍能保持磷矿与原料成本并控制库存、回款与现金，这套模式才有更高可信度；反之，规模可能只是放大波动。

把这套生意拆开后，云天化的优势和约束都更具体。磷矿与原料成本决定现有经营基础是否稳固，磷肥和磷化工量价决定收入增长有没有足够质量，库存、回款与现金决定利润能否留下。三者的改善顺序可能不同，但长期不能持续背离：业务基础没有转成收入质量，说明竞争或执行出了问题；利润长期没有转成现金，则要重新估计周转与资本负担。季度数据可能受季节性影响，业绩预告或快报也要等待正式报告补齐报表。现阶段先记录收入、利润和现金是否同向，以及差异出现在哪个环节。利润和经营现金不能互相替代。利润回答当期确认了多少收益，现金回答这些收益是否已经回收，或是否被库存、应收和项目投入占用。对云天化而言，库存、回款与现金是检验报表质量的直接入口。

2025年营业收入484.15亿元、归母净利润51.56亿元、经营活动现金流90.87亿元；收入同比下降21.47%，归母净利润同比下降3.40%，经营现金流同比下降15.44%。2026年第一季度营业收入119.81亿元、归母净利润14.25亿元、经营活动现金流24.02亿元；收入同比下降8.06%，归母净利润同比增长10.39%，经营现金流同比下降15.95%。一季度同比口径已按同一控制下企业合并调整；跨期比较需要以公司披露的追溯口径为准。2025年收入、利润和经营现金都回落，一季度利润转正增长，收入与现金仍弱。追溯调整后的同口径数据说明利润端出现改善线索，下一步要用磷肥量价、硫磺等原料成本、库存和回款解释这项改善。

磷矿与原料成本若改善，通常先进入收入或毛利；磷肥和磷化工量价决定改善是否扩散；库存、回款与现金则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。从年度到一季度，云天化最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在磷矿与原料成本与磷肥和磷化工量价，不能只凭总收入增减判断。经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

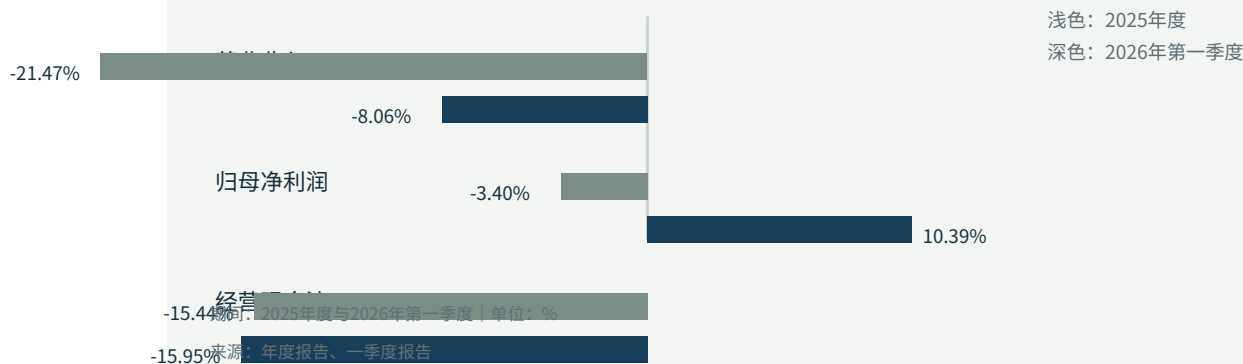
利润增速高于收入时，要检查毛利、费用、投资收益和非经常项目；利润落后于收入时，则要寻找成本、产品结构或资产利用的变化。当前披露给出结果，还没有补齐所有原因。财务变化还要回到经营动作。磷矿与原料成本、磷肥和磷化工量价通常通过销量、价格、项目或资产利用进入利润表，库存、回款

与现金则会受到结算、库存、应收和资本投入影响。下一份报告若只披露总收入和总利润，我们仍需寻找分部、毛利、费用与现金的对应关系；对应关系缺失时，只能确认结果发生，不能确认结果为何发生或能否延续。

现有时间线由2025年年报、2026年第一季度和最新披露组成。对云天化，三者分别回答完整年度基础、近端变化和下一阶段线索，证据强度并不相同。后续正式报告要把磷矿与原料成本、磷肥和磷化工量价与库存、回款与现金放回同一会计期，才能判断最新线索是延续、反转还是单纯的确认时点差异。

云天化：年度与一季度经营变化

收入、利润和现金在两个披露期间是否同向？



读者结论：2025年收入、利润和经营现金都回落，一季度利润转正增长，收入与现金仍弱。追溯调整后的同口径数据说明利润端出现改善线索，下一步要用磷肥量价、硫磺等原料成本、库存和回款解释这项改善。

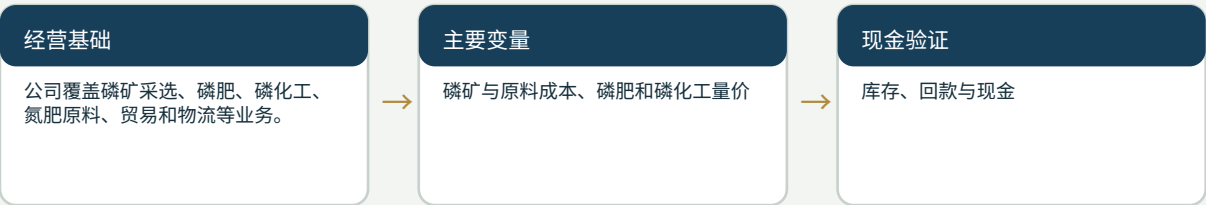
产业传导与证据

国家统计局6月数据显示，化学原料和化学制品制造业增加值同比下降0.1%；这不能直接代表磷肥或磷化工的价格和供需。磷矿资源影响原料保障，硫磺等成本和磷肥售价决定价差，库存与应收决定利润能否变成现金。宽口径化工增加值不能代替这三组公司经营数据。对云天化而言，行业资料只能解释外部约束，不能替代公司自身数据。只有磷矿与原料成本、磷肥和磷化工量价、库存、回款与现金能够同时被经营披露和现金数据支持，产业变化才可以进入公司结论。云天化能主动调整的是产品、交付、成本和资本安排，不能独自决定的是行业价格、天气、宏观需求或监管节奏。我们会分别看这两类变量，避免把管理能力和外部顺风混为一谈。如果宏观总量改善而公司数据没有响应，可能是业务暴露不同、竞争位置变化或传导尚未发生。反过来，公司也可能凭借自身资产和效率跑赢宽口径行业。

公司与产业数据短期背离并不罕见。可能是订单与收入存在时差，也可能是公司竞争位置不同；下一次分部和现金披露将帮助区分这两种解释。如果产业环境转弱而云天化的磷矿与原料成本、磷肥和磷化工量价仍改善，说明企业自身能力可能更强；若产业向好而公司没有响应，则要检查执行、成本或资产负债。

云天化：经营结果怎样走到现金

哪些经营环节决定利润能否变成现金？



期间：当前研究周期 | 单位：经营关系

来源：一季度报告

读者结论：磷矿资源影响原料保障，硫磺等成本和磷肥售价决定价差，库存与应收决定利润能否变成现金。宽口径化工增加值不能代替这三组公司经营数据。

市场预期与条件价值

研究问题是：资源端与产品端的组合能否在价格波动、原料成本和产品结构变化中维持利润与现金韧性？当前方向保持中性：一体化优势提供下行缓冲，但产品价差和营运资本仍有周期性。没有可复算价值区间时，收盘价只标记市场时点。本研究把600096在2026-07-24的完整收盘价28.80元作为可复算的市场参考。它不是交易信号，也不会自动改变公司质量、产业判断或本报告的观点方向。本报告不使用盘中数据、均线、形态、资金流或传统技术指标。估值分布、概率和单一风险收益比也没有在当前证据下计算，因此不会用醒目单点数值替代条件分析。当前市场真正等待的是磷矿与原料成本和磷肥和磷化工量价能否同时兑现，并由库存、回款与现金确认。只出现其中一项，往往不足以区分一次性确认与可持续改善。

要进一步讨论价值，至少需要更完整的盈利输入、资本需求和证伪边界。当前报告没有用未经核验的假设补齐这些缺口。云天化当前没有足够输入支持情景概率和风险收益计算。缺少的不是一个倍数，而是对盈利持续性、资本需求和证伪幅度的可核验依据。若未来补做价值复核，磷矿与原料成本将影响盈利基础，磷肥和磷化工量价影响利润质量，库存、回款与现金决定现金折价。只有三者口径一致，价值讨论才有可复算基础。市场部分需要回答的是经营要求，而不是给收盘价找理由。以28.80元为参考，读者可以把后续披露与当前判断对照：磷矿与原料成本若弱于预期，盈利基础会受压；磷肥和磷化工量价若改善，利润质量可能提高；库存、回款与现金若持续落后，现金折价仍需保留。没有完整模型前，这些只能作为复核条件，不能换算成目标价。

云天化：三层证据怎样互相验证

年度基础、季度变化和最新披露是否支持同一解释？

年度基础	2025年营业收入484.15亿元、归母净利润51.56亿元、经营活动现金流90.87亿元；收入同比下降21.47%，归母净利润同比下降3.40%，经营现金流同比下降15.44%。
季度变化	2026年第一季度营业收入119.81亿元、归母净利润14.25亿元、经营活动现金流24.02亿元；收入同比下降8.06%，归母净利润同比增长10.39%，经营现金流同比下降15.95%。
最新披露	一季度同比口径已按同一控制下企业合并调整；跨期比较需要以公司披露的追溯口径为准。

期间：2025年度；2026年第一季度；2026-07-01 | 单位：按原披露口径、公告或正式披露口径

来源：年度报告、一季度报告、最新重大披露

读者结论：2025年收入、利润和经营现金都回落，一季度利润转正增长，收入与现金仍弱。追溯调整后的同口径数据说明利润端出现改善线索，下一步要用磷肥量价、硫磺等原料成本、库存和回款解释这项改善。

反方、证伪与三期限展望

最强反方：磷矿资源和一体化布局可能在产品结构改善时带来更强盈利弹性。

上调条件：磷肥和磷化工销量、价差改善，原料成本受控，库存下降，经营现金连续两个财务期与利润同向增长。

下调条件：产品价格或销量下滑，硫磺等原料成本上升，同时库存和应收占用扩大，使经营现金持续弱于利润。

我们目前的总体研究观点为中性。云天化具备可识别的业务基础，但现有公开资料尚未让磷矿与原料成本、磷肥和磷化工量价形成无条件改善的共同证据。更负面的变化是：产品价格和销量走弱、硫磺等原料成本上升，或库存与营运资本占用削弱现金。若发生，当前观点必须重新签发；若反方条件得到连续事实支持，观点也应相应上修。向下的改变条件同样明确：产品价格和销量走弱、硫磺等原料成本上升，或库存与营运资本占用削弱现金。它会先影响磷矿与原料成本或磷肥和磷化工量价，随后反映在库存、回款与现金。改变观点需要连续事实，而不是把门槛设得无法触发。磷矿与原料成本、磷肥和磷化工量价和库存、回款与现金会分别在业务、利润和现金层留下记录，便于下一次逐项核对。

三个期限分别检验变化是否开始、能否走完一个经营周期，以及回报能否复制。近期先看磷矿与原料成本与磷肥和磷化工量价，中期要求库存、回款与现金与利润相互印证；改变条件一旦出现，不会等到期限结束才更新判断。如果磷矿与原料成本率先改善而库存、回款与现金仍弱，短期可以记录进展，中期观点仍需克制。若现金随后跟上，才说明经营改善穿过了周转和投入。若磷肥和磷化工量价或库存、回款与现金朝相反方向发展，复核不会等到两年期结束。触发条件出现时，报告应当提前更新并说明观点为何改变。近期复核先看披露能否解释磷矿与原料成本与磷肥和磷化工量价。即使总利润符合预期，分部或现金不支持，也不能把近端结果视为完整改善。中期复核会把季度时点拉长到完整周期。季节性、项目确认或一次周转释放在更长窗口内会逐渐消退，留下的才更接近持续经营能力。

1至2年关注库存、回款与现金，因为资本和周转最终决定增长能否留给股东。业务规模扩张却持续消耗现金，长期判断就要重新估计。

云天化：观点在什么时间由什么证据复核

未来3个月、3至12个月和1至2年分别检查什么？

未来3个月

3至12个月

1至2年

磷肥和磷化工销量、价差改善，原料成本受控，库存下降，经营现金连续两个财务期与利润同向增长。

磷肥和磷化工价差改善，原料成本受控，库存下降，经营现金连续两个财务期跟上利润。

矿肥一体化和产品结构提升周期底部的现金韧性，资本投入能够由经营回报覆盖。

期间：研究基准日起0至3个月；超过3个月至12个月；超过12个月至24个月 | 单位：验证窗口

来源：最新重大披露、产业与经营约束

读者结论：近期确认变化是否发生，中期检查利润与现金能否闭合，1至2年检验回报能否复制。

三个观察期限

未来3个月（2026-07-27至2026-10-27）

近端先看磷矿与硫磺等原料成本、磷肥售价和销量如何组合，并核对利润变化是否进入库存与回款。

改变看法：上调条件：磷肥和磷化工销量、价差改善，原料成本受控，库存下降，经营现金连续两个财务期与利润同向增长；
下调条件：产品价格或销量下滑，硫磺等原料成本上升，同时库存和应收占用扩大，使经营现金持续弱于利润。

下一次检查：下一次法定披露或主管部门数据窗口

3-12个月（2026-10-28至2027-07-27）

三至十二个月要判断资源优势能否穿过产品价差和库存周期，持续反映在利润与经营现金中。

改变看法：上调条件：磷肥和磷化工价差改善，原料成本受控，库存下降，经营现金连续两个财务期跟上利润；下调条件：产品价格走弱或原料上涨，库存与应收占用扩大，利润改善没有进入现金。

下一次检查：完整财务期与年度经营数据窗口

1-2年（2027-07-28至2028-07-27）

一至两年看矿肥一体化、产品结构和资本投入能否提高周期底部的现金韧性，而不是只在价格上行时放大利润。

改变看法：上调条件：矿肥一体化和产品结构提升周期底部的现金韧性，资本投入能够由经营回报覆盖；下调条件：资源优势只在价格上行期放大利润，新增投入长期快于现金形成。

下一次检查：年度报告与项目、资产或产品结构复核窗口

来源说明

本报告基于公司定期报告、重大公告、交易所与独立行情及主管部门公开资料编制。来源名称、日期、口径和限制请与正文一起阅读。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。