

兴发集团（600141.SH）

磷矿景气助力公司业绩增长，有机硅有望迎来盈利修复

优于大市

核心观点

磷化工全产业链平稳运行，营收增长，毛/净利率回升。兴发集团于3月31日晚发布2024年年报，公司2024年实现营业收入283.96亿元，同比增长1.04%；归母净利润为16.01亿元，同比增长16.13%；公司毛利率为19.52%，同比上升3.30 pcts；净利率为5.70%，同比上升0.72 pcts。**分业务来看**，2024年，公司矿山采选业务实现营业收入35.57亿元，同比增长65.28%，毛利率74.28%，同比提升5.40 pcts；特种化学品业务实现营业收入52.78亿元，同比增长4.97%，毛利率26.99%，同比下降3.30 pcts；农药业务实现营业收入52.04亿元，同比增长21.50%，毛利率13.23%，同比下降17.78 pcts；有机硅业务实现营业收入26.47亿元，同比增长23.48%，毛利率-3.77%，同比下降8.10 pcts。公司的利润增长主要来自磷矿石、特种化学品等业务，而草甘膦等农药、有机硅、商贸物流等业务盈利水平承压。

磷矿石价格有望继续在高位区间运行，公司资源优势显著。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近两年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至2025年3月31日，湖北市场30%品位磷矿石船板含税价1040元/吨，价格在900元/吨左右的高价区间运行时间已近3年，我们认为2025年磷矿石价格有望继续在高位运行。目前，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约3.95亿吨，磷矿石设计产能为585万吨/年，目前公司有多个磷矿处于建设阶段，公司的磷矿资源丰富，为磷化工全产业链高效运行持续赋能。

有机硅、草甘膦盈利水平有望迎来修复。2025年3月草甘膦行业反内卷现象的专题会议召开，截至2025年3月31日，华东地区95%草甘膦原粉市场价为2.32万元/吨，3月以来价格逐渐企稳。随着行业反内卷工作的推进，草甘膦产品的长期盈利水平也有望实现改善。2025年以来有机硅行业的扩产高峰期已过，行业挺价意愿较强，2025年2月以来有机硅DMC价格持续上涨，截至2025年3月31日，国内有机硅DMC参考价1.45万元/吨，较2月上旬1.28万元/吨的地点上涨1700元/吨，涨幅13.28%，公司今年的有机硅业务盈利水平有望实现修复。

风险提示：产品价格大幅波动、下游需求不及预期；新项目进展不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们调整公司2025/2026年盈利预测并新增2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为18.00/19.42/20.51亿元（2025/2026年原值为21.60/24.46亿元），同比增速12.4%/7.9%/5.6%；摊薄EPS为1.63/1.76/1.86元，当前股价对应PE为13.6/12.6/11.9x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,105	28,396	29,769	30,957	31,257
(+/-%)	-7.3%	1.0%	4.8%	4.0%	1.0%
归母净利润(百万元)	1379	1601	1800	1942	2051
(+/-%)	-76.4%	16.1%	12.4%	7.9%	5.6%
每股收益(元)	1.24	1.45	1.63	1.76	1.86
EBIT Margin	8.0%	9.8%	10.4%	10.0%	10.2%
净资产收益率 (ROE)	6.7%	7.5%	8.1%	8.5%	8.6%
市盈率 (PE)	17.9	15.3	13.6	12.6	11.9
EV/EBITDA	11.0	9.7	7.4	7.2	7.0
市净率 (PB)	1.19	1.14	1.10	1.07	1.03

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

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.20元
总市值/流通市值	24492/24492百万元
52周最高价/最低价	25.87/16.50元
近3个月日均成交额	370.71百万元

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

《兴发集团（600141.SH）2024年三季报点评-三季度归母净利润同环比增长，兴福电子IPO首发上会获通过》——2024-10-26
《兴发集团（600141.SH）2024年半年报点评-上半年归母净利润同比增长29.85%，新项目稳步推进》——2024-08-20
《兴发集团（600141.SH）一季报净利润承压，看好草甘膦在需求旺季量价齐升》——2024-04-28
《兴发集团（600141.SH）-2023年净利润承压，成长板块多项目稳步推进》——2024-04-03
《兴发集团（600141.SH）-有机硅价格上涨，公司盈利水平有望继续修复》——2024-03-04

磷化工全产业链平稳运行，营收增长，毛/净利率回升。兴发集团于3月31日晚发布2024年年报，公司2024年实现营业收入283.96亿元，同比增长1.04%；归母净利润为16.01亿元，同比增长16.13%；扣非归母净利润为16.00亿元，同比增长21.79%；基本每股收益1.45元。2024年，公司毛利率为19.52%，同比上升3.30 pcts；净利率为5.70%，同比上升0.72 pcts。2024年公司的销售期间费用率为8.94%，同比上升0.90 pcts，其中销售、管理、财务、研发费用率分别上升0.27、0.33、0.11、0.19 pcts。

分业务来看，2024年，公司矿山采选业务实现营业收入35.57亿元，同比增长65.28%，毛利率74.28%，同比提升5.40 pcts；特种化学品业务实现营业收入52.78亿元，同比增长4.97%，毛利率26.99%，同比下降3.30 pcts；肥料业务实现营业收入40.49亿元，同比增长12.26%，毛利率10.91%，同比提升2.21 pcts；农药业务实现营业收入52.04亿元，同比增长21.50%，毛利率13.23%，同比下降17.78 pcts；有机硅业务实现营业收入26.47亿元，同比增长23.48%，毛利率-3.77%，同比下降8.10 pcts；商贸物流业务实现营业收入42.26亿元，同比减少49.55%，毛利率3.21%，同比提升0.56 pcts。公司的利润增长主要来自磷矿石、特种化学品等业务，而草甘膦等农药、有机硅、商贸物流等业务盈利水平承压。

图1：兴发集团营业收入及增速



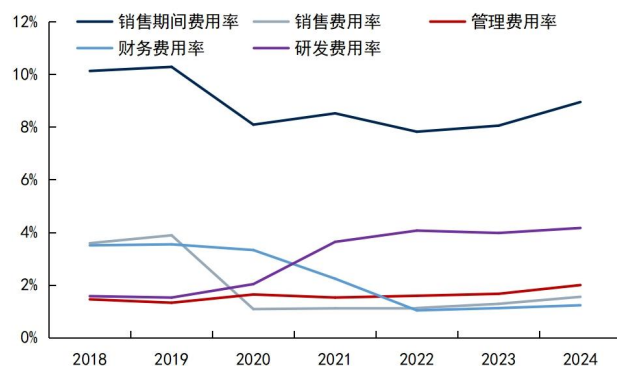
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：兴发集团销售期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：兴发集团销售毛利率、净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主营业务回顾与展望：磷矿石价格高位运行，草甘膦与有机硅有望迎来利润修复，DMSO 表现亮眼。

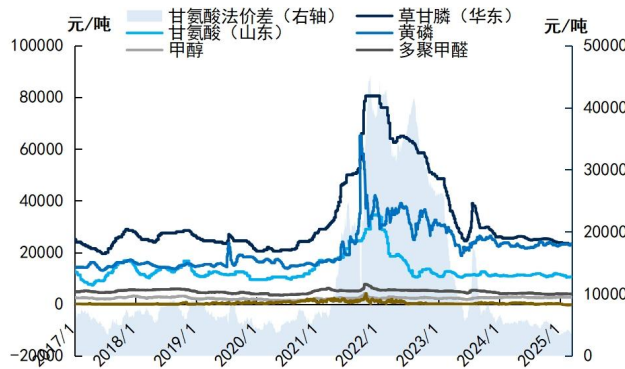
磷矿石价格有望继续在高位区间运行，公司资源优势显著。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近两年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至 2025 年 3 月 31 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，价格在 900 元/吨左右的高价区间运行时间已近 3 年，我们认为 2025 年磷矿石价格有望继续在高位运行。目前，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约 3.95 亿吨，磷矿石设计产能为 585 万吨/年。此外公司还持有荆州荆化（磷矿探明储量 2.89 亿吨，目前处于探转采阶段）70%股权，持有桥沟矿业（磷矿探明储量 1.88 亿吨，目前处于探转采阶段）50%股权，通过控股子公司湖北吉星持有宜安实业（磷矿探明储量 3.15 亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段）26%股权，与万华化学合资成立的兴华矿业（公司持股 45%）已竞得远安县杨柳东矿区磷矿探矿权（推断资源量约 1.56 亿吨）。公司的磷矿资源丰富，为磷化工全产业链高效运行持续赋能。

图5：磷矿石价格走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6：甘氨酸法草甘膦价格、价差



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

草甘膦行业反内卷工作推进，盈利水平有望修复。据中国农业工业协会，2025 年 3 月 13 日，一场聚焦于草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开，此次会议旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展。据百川盈孚，2024 年华东地区 95%草甘膦原粉市场均价 2.53 万元/吨，较 2023 年下降 0.76 万元/吨，降幅 23.1%，截至 2025 年 3 月 31 日，华东地区 95%草甘膦原粉市场价为 2.32 万元/吨，3 月以来价格逐渐企稳。受 2024 年草甘膦价格下降影响，主营草甘膦的子公司泰盛化工实现净利润 5070.96 万元，盈利水平处于近年来较低水平。总的来说，我们认为当前全球草甘膦行业的去库周期渐入尾声，采购节奏恢复，需求旺季时有望出现阶段性涨价行情，而随着行业反内卷工作的推进，草甘膦产品的长期盈利水平也有望实现改善。

有机硅价格上涨，盈利水平有望实现修复。公司有机硅以草甘膦副产的一氯甲烷为原料，同时有机硅副产的盐酸也是草甘膦生产所需原料，产业链协同优势显著。2025 年以来有机硅行业的扩产高峰期已过，后续新增产能有限，同时全行业已连续两年亏损，行业挺价意愿较强，目前有机硅行业产能集中度较高，2025 年 2 月以来，多家头部有机硅 DMC 企业率先减产提价，有机硅 DMC 价格持续上涨，截至 2025 年 3 月 31 日，国内有机硅 DMC 参考价 1.45 万元/吨，较 2 月上旬 1.28 万元/吨的地点上涨 1700 元/吨，涨幅 13.28%。2024 年公司子公司湖北兴瑞硅材实现净利润-1.65 亿元，随着今年有机硅价格上涨，盈利水平有望实现修复。

二甲基亚砜产品盈利能力表现亮眼。二甲基亚砜除了医药、农药、半导体及碳纤维行业的刚需外，肥料、皮革、钙钛矿电池等新兴市场不断出现，同时对产品质量提出了新的要求。据兴发集团半年报披露，公司攻克了二甲基亚砜绿色高效合成技术，“二甲基亚砜绿色高效合成关键技术及产业化”荣获中国石油和化学工业科技进步一等奖。目前公司二甲基亚砜产能规模已经达到 6 万吨/年，是全球最大的亚砜生产商，规模超过全球总产能的 50%。2024 年，兴发集团拥有 5 万吨/年二甲基亚砜产能的子公司新疆兴发化工实现营业收入 7.74 亿元，净利润 2.93 亿元，净利率 37.8%，公司亚砜产品的盈利能力保持了良好水平。

图7：有机硅 DMC 市场价格走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8：二甲基亚砜 DMSO 价格走势



资料来源：chemicalbook 网，国信证券经济研究所整理

重点项目建设稳步推进，看好公司长期成长性。2024 年，公司瓦屋 100 万吨/年光电选矿项目、后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目投入运行，为提升低品位磷矿综合利用水平、保障宜都兴发原料矿供应开辟了新路径；兴福电子 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气项目，兴晨公司 2 万吨/年 2,4-D 项目，宜都兴发湿法磷酸精制技术改造项目，湖北兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目（一期）、3 万吨/年液体胶项目（一期）、有机硅皮革及有机硅泡棉中试项目等陆续建成投产，公司微电子新材料、绿色农药、硅基材料产业综合实力进一步增强；兴福电子电子级双氧水扩建、兴华磷化工 3.5 万吨/年有机磷阻燃剂等项目加快推进，建成后将为公司带来新的利润增长点。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们调整公司 2025/2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.00/19.42/20.51 亿元（2025/2026 年原值为 21.60/24.46 亿元），同比增速 12.4%/7.9%/5.6%；摊薄 EPS 为 1.63/1.76/1.86 元，当前股价对应 PE 为 13.6/12.6/11.9x，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品价格大幅波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PB (25/3/31)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600096.SH	云天化	22.86	419	2.47	2.91	3.02	3.13	6.3	7.7	7.6	7.3	1.88	优于大市
600486.SH	扬农化工	53.06	216	3.85	2.96	3.33	3.97	14.2	18.6	16.5	13.8	2.05	优于大市
600141.SH	兴发集团	22.20	245	1.24	1.67	1.94	2.20	18.7	13.9	11.9	10.5	1.16	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2239	1464	2500	3000	3000	营业收入	28105	28396	29769	30957	31257
应收款项	1370	1697	1631	1696	1713	营业成本	23562	22854	24027	25158	25383
存货净额	2234	3539	2902	3034	3051	营业税金及附加	345	570	357	371	375
其他流动资产	1694	1533	1488	1548	1563	销售费用	361	441	447	433	438
流动资产合计	7619	8295	8582	9339	9386	管理费用	468	567	599	585	558
固定资产	30253	32822	30787	28684	26524	研发费用	1117	1183	1250	1300	1313
无形资产及其他	2969	3040	2888	2736	2584	财务费用	316	350	373	341	335
投资性房地产	1881	1977	1977	1977	1977	投资收益	118	121	100	100	100
长期股权投资	1839	1642	1642	1642	1642	资产减值及公允价值变动	(346)	(475)	(379)	(250)	(200)
资产总计	44561	47776	45876	44378	42113	其他收入	(1078)	(1014)	(1250)	(1300)	(1313)
短期借款及交易性金融负债	3093	4338	3500	3500	3500	营业利润	1747	2247	2437	2617	2755
应付款项	5920	6178	5805	6069	6101	营业外净收支	(31)	(164)	(164)	(164)	(164)
其他流动负债	2790	3486	2654	2766	2778	利润总额	1716	2083	2273	2454	2591
流动负债合计	11804	14003	11958	12335	12379	所得税费用	329	465	455	491	518
长期借款及应付债券	9071	9119	9119	9119	9119	少数股东损益	8	17	19	20	22
其他长期负债	1716	1772	1807	1842	1877	归属于母公司净利润	1379	1601	1800	1942	2051
长期负债合计	10787	10891	10926	10961	10996	现金流量表（百万元）					
负债合计	22591	24894	22885	23296	23375	净利润	1379	1601	1800	1942	2051
少数股东权益	1265	1419	1426	1435	1443	资产减值准备	135	98	(41)	(25)	(28)
股东权益	20705	21463	22183	22960	23781	折旧摊销	2028	2294	3349	3530	3640
负债和股东权益总计	44561	47776	46494	47691	48599	公允价值变动损失	346	475	379	250	200
关键财务与估值指标						财务费用	316	350	373	341	335
每股收益	1.24	1.45	1.63	1.76	1.86	营运资本变动	1195	(460)	(464)	130	3
每股红利	1.32	0.89	0.98	1.06	1.12	其它	(135)	(91)	49	33	37
每股净资产	18.63	19.45	20.11	20.81	21.55	经营活动现金流	4948	3916	5071	5861	5903
ROIC	5.25%	5.99%	7%	7%	8%	资本开支	0	(4341)	(1500)	(1500)	(1500)
ROE	6.66%	7.46%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(9)	21	1	0	0
毛利率	16%	20%	19%	19%	19%	投资活动现金流	89	(4124)	(1499)	(1500)	(1500)
EBIT Margin	8%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	18	132	0	0	0
EBITDA Margin	15%	18%	22%	21%	22%	负债净变化	1045	(33)	0	0	0
收入增长	-7%	1%	5%	4%	1%	支付股利、利息	(1463)	(985)	(1080)	(1165)	(1231)
净利润增长率	-76%	16%	12%	8%	6%	其它融资现金流	(6700)	1339	(838)	0	0
资产负债率	54%	55%	52%	52%	51%	融资活动现金流	(7517)	(567)	(1918)	(1165)	(1231)
股息率	6.0%	4.0%	4.4%	4.8%	5.0%	现金净变动	(2480)	(774)	1654	3195	3172
P/E	17.9	15.3	13.6	12.6	11.9	货币资金的期初余额	4719	2239	1464	2500	3000
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	2239	1464	3118	5695	6172
EV/EBITDA	11.0	9.7	7.4	7.2	7.0	企业自由现金流	0	(346)	3856	4647	4695
						权益自由现金流	0	959	2719	4374	4427

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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