

基础化工

2025 年 04 月 30 日

兴发集团 (600141)

——周期产品价格下滑叠加硫磺涨价，盈利能力同比略下行，特种化学品继续放量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

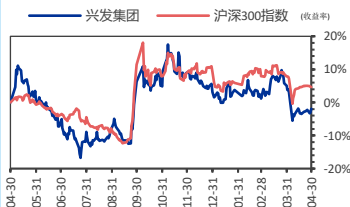
收盘价 (元)	20.43
一年内最高/最低 (元)	25.87/16.50
市净率	1.0
息率 (分红/股价)	2.94
流通 A 股市值 (百万元)	22,540
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	19.78
资产负债率%	50.95
总股本/流通 A 股 (百万)	1,103/1,103
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《兴发集团 (600141) 深度：资源与创新共舞，攻守兼备的精细磷化工企业》
2025/03/11

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年一季报，业绩符合预期。**25Q1 公司实现营业收入为 72.28 亿元 (yoy+5%, QoQ+14%)，归母净利润为 3.11 亿元 (yoy-19%, QoQ+8%)，扣非后归母净利润为 2.29 亿元 (yoy-36%, QoQ-31%)，毛利率 12.93% (yoy-1.52 pct, QoQ-12.01 pct)，净利率 4.62% (yoy-0.92 pct, QoQ+0.03 pct)，政府补助 0.60 亿元，持有交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益 0.33 亿元。25Q1 公司业绩同比下滑的主要原因为：1) 磷酸二铵、草甘膦、有机硅价格同比下跌；2) 硫磺采购价格同比上涨 80% 至 1486 元/吨，周期类产品盈利承压。
- **磷肥量增价跌，若出口政策有所变化则盈利修复可期。**根据公司经营数据，25Q1 肥料实现销量 30.56 万吨 (YoY+6%)，销售均价 2861 元/吨 (YoY-8%)，收入 8.74 亿元 (YoY-2%)。根据百川盈孚数据，25Q1 国内磷酸二铵均价 3397 元/吨 (YoY-7%)，春耕已过，如果后续磷肥出口政策有所变化，当前国内外价差较大，则板块盈利有望修复。当前磷化工产业链利润仍集中于磷矿端，公司拥有磷矿产能 585 万吨/年，并持有荆州荆化 70% 股权，桥沟矿业 50% 股权，远安兴华 45% 股权，正在积极推进探采，子公司湖北吉星持有宜安实业 26% 股权，目前正处于采矿建设期，中远期公司磷矿产能有望站上新台阶。
- **草甘膦及有机硅景气承压，公司持续提升规模优势并优化产品结构。**25Q1 农药实现销量 6.02 万吨，销售均价 20061 元/吨 (YoY-5%)，收入 12.09 亿元；有机硅实现销量 6.12 万吨 (YoY+19%)，销售均价 10066 元/吨 (YoY-12%)，收入 6.16 亿元 (YoY+5%)。根据百川盈孚数据，25Q1 国内草甘膦均价 23239 元/吨 (YoY-9%)，有机硅 DMC 均价 13542 元/吨 (YoY-13%)。全球农化去库存声渐近，24 年我国草甘膦出口数量为 60.2 万吨，同比增长 30%，公司作为国内最大的草甘膦原药厂有望充分受益。当前有机硅仍处周期底部，行业大面积亏损，需求端仍然向好，24 年湖北兴瑞 20 万吨有机硅单体建成投产，成本端进一步优化。此外，24 年内公司有机硅皮革及有机硅泡棉中试项目等陆续建成投产，产品质量得到客户认可，或进一步提升板块附加值。
- **特种化学品继续放量，持续推进转型升级。**25Q1 特种化学品实现销量 13.18 万吨 (YoY+12%)，销售均价 9815 元/吨 (YoY-7%)，收入 12.93 亿元 (YoY+4%)，兴福电子实现归母净利润 0.53 亿元 (YoY+22%)。24 年兴福电子 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气项目、湖北友兴 8 万吨磷酸铁锂项目陆续建成，黑磷实现单次百公斤级稳定制备，后续项目集中于 4 万吨/年超高纯电子化学品、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。公司持续加强产品及工艺研发，积极向化工新材料企业转型升级，特种化学品板块保持良好的发展态势及盈利水平，对公司业绩发挥了重要提升作用。
- **投资分析意见：**磷矿石价格维持高位，草甘膦、有机硅价格底部，公司未来将致力于做大做强磷基、硅基和硫基材料以及微电子材料等新材料业务，产业链和技术优势领先，转型升级之路逐步铺开，新材料业务板块利润占比逐步提升。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 18.23、21.87、26.12 亿元，对应的 EPS 为 1.65、1.98、2.37 元，对应当前 PE 为 12X、10X、9X，维持增持评级。
- **风险提示：**1. 磷矿石、有机硅、草甘膦、黄磷、磷肥、二甲亚砷等产品价格大跌；2. 电子化学品等新项目投产低于预期；3. 安环环保检查带来的短期停工。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	28,396	7,228	29,364	30,511	30,917
同比增长率 (%)	0.4	4.9	3.4	3.9	1.3
归母净利润 (百万元)	1,601	311	1,823	2,187	2,612
同比增长率 (%)	14.3	-18.6	13.8	20.0	19.4
每股收益 (元/股)	1.45	0.28	1.65	1.98	2.37
毛利率 (%)	19.5	12.9	20.0	20.3	21.2
ROE (%)	7.5	1.4	7.9	8.7	9.5
市盈率	14		12	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,281	28,396	29,364	30,511	30,917
其中: 营业收入	28,281	28,396	29,364	30,511	30,917
减: 营业成本	23,695	22,854	23,481	24,323	24,377
减: 税金及附加	351	570	587	610	618
主营业务利润	4,235	4,972	5,296	5,578	5,922
减: 销售费用	361	441	470	458	464
减: 管理费用	472	567	587	610	618
减: 研发费用	1,117	1,183	1,233	1,220	1,206
减: 财务费用	318	350	397	404	380
经营性利润	1,967	2,431	2,609	2,886	3,254
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-51	-40	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-355	-452	-285	-100	-100
加: 投资收益及其他	208	326	110	180	200
营业利润	1,779	2,247	2,433	2,966	3,354
加: 营业外净收入	-34	-164	-100	-70	-10
利润总额	1,745	2,083	2,333	2,896	3,344
减: 所得税	337	465	500	619	649
净利润	1,409	1,619	1,833	2,276	2,695
少数股东损益	8	17	10	89	83
归属于母公司所有者的净利润	1,401	1,601	1,823	2,187	2,612

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。