

## 兴发集团 (600141.SH)

增持 (维持)

## 上半年业绩符合预期, 收购磷矿增强产业链竞争力

事件: 公司发布 2025 年半年报, 报告期内实现营业收入 146.20 亿元, 同比增长 9.07%, 归母净利润 7.27 亿元, 同比减少 9.72%, 扣非净利润 6.65 亿元, 同比减少 11.83%; 其中二季度单季度实现收入 73.91 亿元, 同比增长 13.44%, 环比增长 2.25%, 归母净利润 4.16 亿元, 同比下降 1.72%, 环比增长 34.00%。同时公司公告, 全资子公司拟收购保康县尧治河桥沟矿业有限公司 50% 股权, 交易对价 8.55 亿元, 本次交易完成后, 桥沟矿业将成为上市公司的全资孙公司。

□ 主要产品价格总体下跌, 销量提升推动收入增长。报告期内, 公司特种化学品、农药、肥料收入同比基本平稳, 有机硅系列产品销量同比大幅提升, 推动整体收入稳步增长; 价格端, 公司特种化学品、农药、有机硅系列产品销售均价同比有所降低, 肥料销售均价同比上涨。2025 年上半年, 公司磷矿石价格继续维持较高水平; 电子级磷酸、功能湿电子化学品价格总体持平, 电子级硫酸价格受市场竞争影响有所下降, 但公司通过产能释放、成本控制等措施, 促使产品整体毛利率同比基本持平; 受原材料价格下降等因素影响, 食品级添加剂价格整体呈现下跌趋势。一季度, 受原材料硫磺等价格上升影响, 磷肥价格持续上涨, 二季度磷肥价格整体小幅震荡, 受国内出口政策影响, 磷酸二铵出口数量锐减, 国际磷酸二铵供应紧张, 出口价格持续上涨。

□ 有机硅价格仍底部盘整, 草甘膦供需好转价格反弹。2025 年一季度, 草甘膦市场供应充足, 下游按需采购, 受部分企业低价吸单等影响, 草甘膦价格振荡下行, 5 月以来, 南美地区订单大量下发, 主流企业接单良好, 市场供需结构转好, 推动草甘膦价格持续上涨。2025 年 1-3 月, 受上游单体厂协同减产救市影响, 国内 DMC 市场价格上涨, 4 月因单体厂库存高位, 叠加关税增加等影响, DMC 价格持续下跌, 5-6 月随着行业开工率上升以及下游企业需求疲软, 叠加工业硅原料价格下跌, 有机硅价格也随之下跌, 当前处于近几年底部。目前磷矿石市场维持高景气度, 随着秋季施肥季节即将到来, 同时磷肥出口放开, 预计三季度磷肥业绩贡献明显。

□ 多个重点项目稳步推进, 产业链竞争力持续增强。报告期内, 湖北兴瑞 100 万吨/年有机硅皮革、15 万平方米/年有机硅泡棉项目, 远安吉星 5.3 万吨/年黄磷技术升级改造、5000 吨/年 XF-A 项目全面建成投产, 新疆兴发 3000 吨/年四氧化二氮项目投料试车, 进一步提升公司磷硫产业链综合竞争力; 兴福电子 3 万吨/年电子级双氧水扩建、1.5 万吨/年电子级磷酸综合利用扩产项目, 兴华磷化工 3.5 万吨/年磷系阻燃剂项目, 远安吉星 2 万吨/年数据储存元器件专用次磷酸钠扩产技改、1 万吨/年润滑油级五硫化二磷搬迁改造等项目加速实施。桥沟矿业下属桥沟磷矿保有磷矿资源储量 1.85 亿吨, 现已取得采矿许可证, 设计产能 200 万吨/年。本次收购完成后, 公司拥有采矿权的磷矿资源储量将由 3.95 亿吨增至 5.80 亿吨, 有助于提升公司磷化工产业综合竞争力。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 17.7 亿、20.3 亿、23.1 亿元, EPS 分别为 1.61、1.84、2.10 元, 当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍, 维持“增持”投资评级

□ 风险提示: 下游需求不及预期、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

周期/化工

目标估值: NA

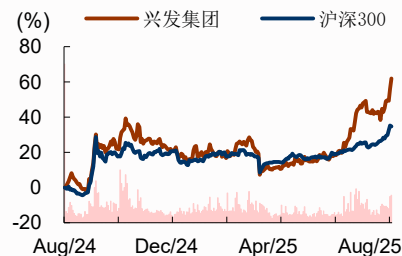
当前股价: 28.07 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	1103
已上市流通股 (百万股)	1103
总市值 (十亿元)	31.0
流通市值 (十亿元)	31.0
每股净资产 (MRQ)	19.3
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	52.9%
主要股东 宜昌兴发集团有限责任公司	
主要股东持股比例	20.06%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	30	58
相对表现	-2	16	24



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《兴发集团 (600141) 一一季度业绩同比有所下降, 草甘膦有机硅底部盘整》2025-05-02
- 《兴发集团 (600141) 一全年经营业绩逆势上扬, 化工业务景气度有望改善》2025-04-04
- 《兴发集团 (600141) 一三季度业绩环比继续向好, 草甘膦有机硅市场底部盘整》2024-10-29

周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

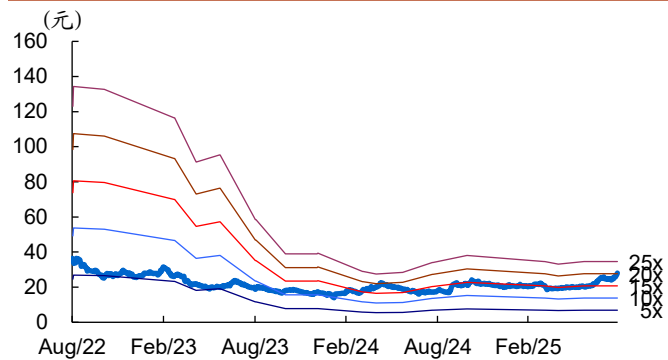
✉ caochengan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	28105	28396	30149	32843	34886
同比增长	-7%	1%	6%	9%	6%
营业利润(百万元)	1747	2247	2476	2818	3188
同比增长	-79%	29%	10%	14%	13%
归母净利润(百万元)	1379	1601	1774	2032	2312
同比增长	-76%	16%	11%	15%	14%
每股收益(元)	1.25	1.45	1.61	1.84	2.10
PE	22.5	19.3	17.5	15.2	13.4
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2

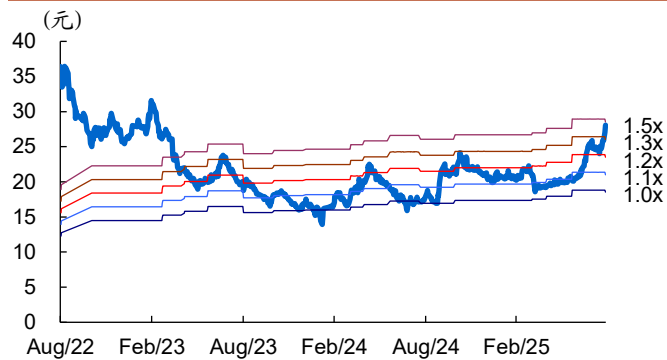
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 兴发集团历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 兴发集团历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

单击或点击此处输入文字。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7619	8295	9970	10472	11458
现金	2239	1464	2754	2630	3156
交易性投资	82	61	61	61	61
应收票据	5	8	9	9	10
应收款项	1244	1595	1673	1822	1936
其它应收款	121	94	99	108	115
存货	2234	3539	3748	4070	4300
其他	1693	1533	1628	1772	1880
<b>非流动资产</b>	36942	39481	40475	41408	42283
长期股权投资	1839	1642	1642	1642	1642
固定资产	26230	30301	31728	33046	34265
无形资产商誉	3969	3853	3468	3121	2809
其他	4905	3686	3637	3599	3568
<b>资产总计</b>	<b>44561</b>	<b>47776</b>	<b>50445</b>	<b>51880</b>	<b>53741</b>
<b>流动负债</b>	11804	14003	15981	15894	16028
短期借款	1714	2049	5858	5086	4730
应付账款	5920	6178	6556	7119	7523
预收账款	1011	1182	1254	1362	1439
其他	3158	4594	2314	2327	2336
<b>长期负债</b>	10787	10891	10891	10891	10891
长期借款	6329	6295	6295	6295	6295
其他	4458	4596	4596	4596	4596
<b>负债合计</b>	<b>22591</b>	<b>24894</b>	<b>26872</b>	<b>26785</b>	<b>26919</b>
股本	1112	1103	1103	1103	1103
资本公积金	7177	6946	6946	6946	6946
留存收益	12416	13414	14085	15585	17287
少数股东权益	1265	1419	1438	1460	1485
归属于母公司所有者权益	20705	21463	22134	23634	25336
<b>负债及权益合计</b>	<b>44561</b>	<b>47776</b>	<b>50445</b>	<b>51880</b>	<b>53741</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1453	1589	4655	4968	5262
净利润	1387	1619	1794	2054	2337
折旧摊销	2063	2343	2738	2798	2856
财务费用	369	411	353	360	341
投资收益	(118)	(121)	(304)	(304)	(304)
营运资金变动	(2320)	(2668)	71	56	29
其它	73	5	2	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(2588)	(2039)	(3428)	(3428)	(3428)
资本支出	(2432)	(1503)	(3732)	(3732)	(3732)
其他投资	(156)	(535)	304	304	304
<b>筹资活动现金流</b>	(1497)	(371)	63	(1663)	(1307)
借款变动	52	807	1519	(771)	(356)
普通股增加	(0)	(8)	0	0	0
资本公积增加	(101)	(231)	0	0	0
股利分配	(1112)	(667)	(1103)	(532)	(610)
其他	(336)	(272)	(353)	(360)	(341)
<b>现金净增加额</b>	<b>(2632)</b>	<b>(821)</b>	<b>1289</b>	<b>(123)</b>	<b>526</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	28105	28396	30149	32843	34886
营业成本	23562	22854	24253	26337	27830
营业税金及附加	345	570	605	659	700
营业费用	361	441	468	510	541
管理费用	468	567	602	656	697
研发费用	1117	1183	1256	1368	1453
财务费用	316	350	353	360	341
资产减值损失	(405)	(489)	(440)	(440)	(440)
公允价值变动收益	9	(23)	(23)	(23)	(23)
其他收益	90	205	205	205	205
投资收益	118	121	121	121	121
<b>营业利润</b>	1747	2247	2476	2818	3188
营业外收入	91	18	18	18	18
营业外支出	123	182	182	182	182
<b>利润总额</b>	1716	2083	2313	2654	3024
所得税	329	465	519	600	687
少数股东损益	8	17	19	22	25
<b>归属于母公司净利润</b>	1379	1601	1774	2032	2312

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-7%	1%	6%	9%	6%
营业利润	-79%	29%	10%	14%	13%
归母净利润	-76%	16%	11%	15%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.2%	19.5%	19.6%	19.8%	20.2%
净利率	4.9%	5.6%	5.9%	6.2%	6.6%
ROE	6.7%	7.6%	8.1%	8.9%	9.4%
ROIC	5.3%	6.1%	6.2%	6.7%	7.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.7%	52.1%	53.3%	51.6%	50.1%
净负债比率	21.1%	22.3%	24.1%	21.9%	20.5%
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	9.9	7.9	6.7	6.7	6.7
应收账款周转率	25.8	19.9	18.4	18.7	18.5
应付账款周转率	4.5	3.8	3.8	3.9	3.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.25	1.45	1.61	1.84	2.10
每股经营净现金	1.32	1.44	4.22	4.50	4.77
每股净资产	18.77	19.45	20.06	21.42	22.96
每股股利	0.60	1.00	0.48	0.55	0.63
<b>估值比率</b>					
PE	22.5	19.3	17.5	15.2	13.4
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.2	11.9	10.2	9.5	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。