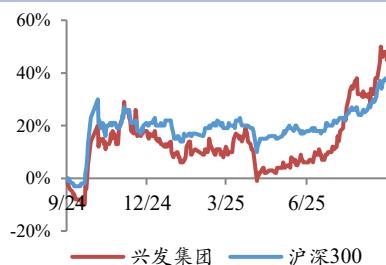


行业景气度回暖，Q2 业绩环比上升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-03

收盘价（元）	27.23
近 12 个月最高/最低（元）	28.60/17.66
总股本（百万股）	1,103
流通股本（百万股）	1,103
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	300
流通市值（亿元）	300

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：王强峰

执业证书号: S0010522110002

电话: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号: S0010524080003

电话: 17321190296

邮箱: liutq@hazq.com

相关报告

1.25Q1 业绩环比复苏，静待需求回暖

2025-05-21

 2.兴发集团:Q3 业绩同环比大幅增长，
兴福电子分拆上市注册获批

2024-10-29

主要观点：
● 事件描述

2025 年 8 月 26 日，兴发集团发布 2025 年半年度报告，公司上半年实现营收 146.20 亿元，同比+9.07%；归母净利润 7.27 亿元，同比-9.72%；扣非净利润 6.65 亿元，同比-11.83%。其中 Q2 实现营收 73.91 亿元，同比+13.44%/环比+2.25%；归母净利润 4.16 亿元，同比-1.72%/环比+34.00%；扣非净利润 4.37 亿元，同比+10.14%/环比+91.06%。

● 草甘膦优势凸显，供需格局驱动业绩弹性

2025 年上半年公司整体毛利率 16.4%（同比-0.9%），较为稳健。分产品看，公司 2025H1 特种化学品、农药、肥料、有机硅系列营收 26.15、25.68、19.24、13.69 亿元，同比+0.3%、-3.8%、-3.9%、+16.6%，销量同比+7.9%、+4.3%、-9.0%、+36.3%；不含税售价同比-7.1%、-7.8%、+5.6%、-14.5%。从主营产品市场均价来看，草甘膦、磷矿石、DMC、磷酸一铵、磷酸二铵的 2025 年上半年市场均价分别为 23321.00、1019.10、12835.12、3212.04、3462.18 元/吨，同比-8.64%、0.97%、-12.39%、+5.13%、-5.19%。公司 Q2 扣非净利润 4.37 亿元，环比+91.06%，主要得益于磷矿石价格高位运行及草甘膦等农药产品涨价（由 4 月 2.31 万元/吨涨至 9 月初 2.7 万元/吨）。目前，国内已将新建草甘膦生产装置列为限制类项目，未来草甘膦新增产能有限。中长期来看，随着转基因作物种植面积增加以及百草枯等除草剂逐渐退出市场，未来草甘膦市场需求仍有增长空间。公司现有 23 万吨/年草甘膦原药设计产能，规模居国内第一，配套制剂产能 10.1 万吨/年，掌握先进制备工艺，作为国内头部供应商将持续获利。

● 磷矿资源壁垒巩固，新增产能释放盈利潜力

磷矿价格长居高位，公司磷矿资源储备行业领先，打造资源壁垒，持续推进新增产能落地，补全协同产业链。截至 2025 年上半年，拥有采矿权磷矿储量 3.95 亿吨，设计产能 585 万吨/年。拟收购桥沟矿业 50% 股权后，磷矿储量将增至 5.80 亿吨，进一步强化资源保障能力。目前桥沟矿业已取得 200 万吨/年采矿权证。报告期内，磷矿石业务营收 15.50 亿元（同比+19.64%），成为盈利重要支柱。目前，宜安实业（控股子公司湖北吉星持股 26%）拥有磷矿探明储量 3.15 亿吨，设计产能 400 万吨/年，已取得采矿许可证，预计 2025 年下半年取得安全生产许可证；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，目前处于探矿阶段。新增产能方面，远安吉星 5.3 万吨黄磷技改、新疆兴发 3000 吨四氧化二氮等项目投产，优化了磷硫产业链协同效率。

● 新项目加速落地，高端材料布局深化

公司持续加码新能源与电子化学品领域，深化高端材料布局。公司上半

年研发投入 5.35 亿元, 同比+5.21%。新能源材料方面, 参股公司湖北磷氟锂业 10 万吨磷酸二氢锂及 1 万吨磷酸锂项目已投产, 切入磷酸铁锂关键原料赛道; 电子化学品方面, 黑磷目前已稳定实现黑磷晶体单次百公斤级制备, 兴福电子 4 万吨/年超高纯电子化学品项目、3 万吨电子级双氧水扩建项目稳步推进; 有机硅新材料方面, 湖北兴瑞 100 万米/年有机硅皮革项目投产, 高端产品附加值显著提升, 推动产业链向高值化转型。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.25、20.78、23.66 亿元, 对应 PE 分别为 16、14、13 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险;
- (2) 产能建设进度不及预期;
- (3) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28396	30847	31827	33086
收入同比 (%)	0.4%	8.6%	3.2%	4.0%
归属母公司净利润	1601	1825	2078	2366
净利润同比 (%)	14.3%	14.0%	13.9%	13.8%
毛利率 (%)	19.5%	17.0%	17.9%	18.7%
ROE (%)	7.5%	7.8%	8.2%	8.5%
每股收益 (元)	1.45	1.65	1.88	2.14
P/E	14.97	16.46	14.45	12.70
P/B	1.12	1.29	1.18	1.08
EV/EBITDA	7.07	7.71	7.31	6.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8295	8542	8664	8317	营业收入	28396	30847	31827	33086
现金	1464	3054	1202	2223	营业成本	22854	25611	26134	26884
应收账款	1595	1053	1782	1190	营业税金及附加	570	481	527	556
其他应收款	94	146	90	160	销售费用	441	429	453	474
预付账款	333	306	332	343	管理费用	567	561	590	617
存货	3539	2496	3659	2751	财务费用	350	401	380	397
其他流动资产	1268	1488	1600	1650	资产减值损失	-452	5	1	4
非流动资产	39481	41085	43432	46593	公允价值变动收益	-23	0	0	0
长期投资	1642	1543	1412	1280	投资净收益	121	162	151	160
固定资产	30301	29262	29060	29709	营业利润	2247	2430	2770	3152
无形资产	3040	3321	3571	3801	营业外收入	18	49	46	42
其他非流动资产	4499	6959	9390	11802	营业外支出	182	130	147	147
资产总计	47776	49627	52096	54909	利润总额	2083	2349	2670	3047
流动负债	14003	13937	14252	14613	所得税	465	466	549	629
短期借款	2049	1749	1672	1588	净利润	1619	1883	2120	2419
应付账款	5483	5980	5797	6405	少数股东损益	17	57	42	53
其他流动负债	6470	6208	6783	6621	归属母公司净利润	1601	1825	2078	2366
非流动负债	10891	10925	10959	10992	EBITDA	5086	5218	5746	6364
长期借款	6295	6245	6195	6145	EPS (元)	1.45	1.65	1.88	2.14
其他非流动负债	4596	4680	4764	4847					
负债合计	24894	24862	25211	25606					
少数股东权益	1419	1476	1518	1571					
股本	1103	1103	1103	1103					
资本公积	6818	6818	6818	6818					
留存收益	13542	15368	17446	19812					
归属母公司股东权	21463	23289	25367	27733					
负债和股东权益	47776	49627	52096	54909					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1589	6335	3637	7551	成长能力				
净利润	1619	1883	2120	2419	营业收入	0.4%	8.6%	3.2%	4.0%
折旧摊销	2356	2556	2750	2981	营业利润	26.3%	8.1%	14.0%	13.8%
财务费用	411	416	410	409	归属于母公司净利	14.3%	14.0%	13.9%	13.8%
投资损失	-121	-162	-151	-160	获利能力				
营运资金变动	-3258	1569	-1590	1803	毛利率 (%)	19.5%	17.0%	17.9%	18.7%
其他经营现金流	5460	388	3808	714	净利率 (%)	5.6%	5.9%	6.5%	7.2%
投资活动现金流	-2039	-4064	-5036	-6070	ROE (%)	7.5%	7.8%	8.2%	8.5%
资本支出	-1503	-4278	-5273	-6325	ROIC (%)	5.8%	5.6%	5.9%	6.3%
长期投资	-713	43	76	85	偿债能力				
其他投资现金流	177	171	161	170	资产负债率 (%)	52.1%	50.1%	48.4%	46.6%
筹资活动现金流	-371	-681	-453	-460	净负债比率 (%)	108.8%	100.4%	93.8%	87.4%
短期借款	325	-300	-77	-84	流动比率	0.59	0.61	0.61	0.57
长期借款	-33	-50	-50	-50	速动比率	0.29	0.38	0.29	0.32
普通股增加	-8	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-584	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.63	0.63	0.62
其他筹资现金流	-70	-331	-326	-326	应收账款周转率	20.00	23.30	22.46	22.27
现金净增加额	-812	1590	-1852	1021	应付账款周转率	4.20	4.47	4.44	4.41
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.45	1.65	1.88	2.14
					每股经营现金流	1.44	5.74	3.30	6.84
					每股净资产	19.45	21.11	22.99	25.14
					估值比率				
					P/E	14.97	16.46	14.45	12.70
					P/B	1.12	1.29	1.18	1.08
					EV/EBITDA	7.07	7.71	7.31	6.43

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。