

2025 年 09 月 10 日

兴发集团（600141.SH）

磷矿石高景气持续，草甘膦景气回暖，继续强化资源优势

投资要点

- ◆ **事件：**兴发集团发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 146.20 亿元，同比增长 9.07%；归母净利润 7.27 亿元，同比下降 9.72%；扣非归母净利润 6.65 亿元，同比下降 11.83%；毛利率 16.44%，同比下滑 0.94pct；净利率 5.39%，同比下滑 0.64pct。单季度看，25Q2 实现营收 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%；扣非归母净利润 4.37 亿，同比增长 10.14%，环比增长 91.06%；毛利率 19.87%，同比下滑 0.61pct，环比提升 6.94pct；净利率 6.14%，同比下滑 0.4pct，环比提升 1.52pct。
- ◆ **磷矿石资源丰富，产能有望进一步提高。**截止 2025H1，公司拥有采矿权磷矿资源储量约 3.95 亿吨，磷矿石设计产能 585 万吨/年，同时拥有处于探矿和探转采阶段磷矿资源约 4.10 亿吨(折权益)。公司在多家矿业公司中持有股份，其中全资子公司保康楚烽收购桥沟矿业 50%股权，其拥有磷矿探明储量 1.85 亿吨，并已取得 200 万吨/年采矿权证；持有荆州荆化 70%股份，其拥有磷矿探明储量 2.89 亿吨，目前处于探转采阶段；控股子公司湖北吉星持有宜安实业 26%股份，其拥有磷矿探明储量 3.15 亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段，预计今年下半年取得安全生产许可证，设计产能 400 万吨/年；持有兴华矿业 45%股份，其已竞得远安县杨柳东矿区磷矿探矿权，该矿区推断资源量约 1.56 亿吨，目前处于探矿阶段。中远期来看，公司拥有丰富的磷矿资源开采机会，磷矿产能有望进一步提高。
- ◆ **草甘膦景气回暖。**草甘膦是全球使用量最大除草剂品种，约占全球除草剂市场 30% 份额，公司农药产品主要包括草甘膦原药与制剂、百草枯原药与制剂、2,4-滴、烟嘧磺隆、咪草烟原药等，其中草甘膦系列产品收入占农药总收入比重超过 90%。2025 上半年公司农药产量、销量分别为 11.79、13.01 万吨，同比分别变化-6.72%、4.33%，销售额为 25.68 亿元，同比下降 3.80%。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，至 4 月底下跌至 2.31 万元/吨；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，至 6 月底价格上涨至 2.5 万元/吨。公司现有 23 万吨/年草甘膦原药设计产能，产能规模居国内第一，配套制剂产能 10.1 万吨/年，并且公司掌握先进草甘膦生产工艺和环保治理技术，综合实力居国内领先水平。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。在技术方面，草甘膦合成技术达到国际先进水平，长期盈利水平有提升空间。
- ◆ **肥料稳健发展，重点项目稳步推进。**2025 年上半年原材料硫磺等价格上升，平均进价为 1753.35 元/吨，同比上升 106.72%，导致磷酸一铵、二铵价格持续上涨，均在 3900-4000 元/吨左右价位波动，受国内出口政策影响，上半年磷酸二铵出口数量锐减，累计出口 59.9 万吨，同比减少 91.27 万吨，国际磷酸二铵供应紧张，出

公司快报

基础化工 | 磷肥及磷化工III

投资评级

买入(首次)

股价(2025-09-10)

28.16 元

交易数据

总市值（百万元）	31,067.69
流通市值（百万元）	31,067.69
总股本（百万股）	1,103.26
流通股本（百万股）	1,103.26
12 个月价格区间	28.05/18.09

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.53	26.27	18.85
绝对收益	13.82	40.68	58.07

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsec.cn

相关报告

口价格持续上涨，由1月4500元/吨左右上升至6月底约5300元/吨，海内外价差急剧扩大。在此背景下，公司产能不减、重点项目稳步推进，湖北兴瑞100万吨/年有机硅皮革、15万平方米/年有机硅泡棉，远安吉星5.3万吨/年黄磷技术升级改造项目、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，在海内外市场实现持续盈利。

◆ **电子化学品厚积薄发，增强公司发展动能。**公司控股子公司兴福电子经过10多年发展，长时间产业建设，已建成6万吨/年电子级磷酸、10万吨/年电子级硫酸、3万吨/年电子级双氧水、5.4万吨/年功能湿电子化学品以及2万吨/年电子级氨水联产1万吨/年电子级氨气产能，产能规模居行业前列，产品质量处于国际先进水平，并且已对多家国内外知名半导体客户进行批量供应，逐渐完善海内外的产业布局。目前兴福电子正在推进4万吨/年超高纯电子化学品项目、3万吨/年电子级双氧水扩建等项目，建成后将进一步增强公司微电子新材料产业发展动能。

◆ **投资建议：**兴发集团以高端新材料、新能源产业为核心战略布局，持续加码研发投入及成果转化，全面提高资源能源自给率，推进磷、硅、硫、盐、氟化工融合发展，形成了资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套产业格局。我们预计公司2025-2027年收入分别为309.82/340.70/373.34亿元，同比分别增长9.1%/10.0%/9.6%，归母净利润分别为20.05/25.34/30.27亿元，同比分别增长25.2%/26.4%/19.5%，对应PE分别为15.5x/12.3x/10.3x；首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；行业政策变化；贸易摩擦风险；项目进度不确定性；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,105	28,396	30,982	34,070	37,334
YoY(%)	-7.3	1.0	9.1	10.0	9.6
归母净利润(百万元)	1,379	1,601	2,005	2,534	3,027
YoY(%)	-76.4	16.1	25.2	26.4	19.5
毛利率(%)	16.2	19.5	20.8	22.0	23.3
EPS(摊薄/元)	1.25	1.45	1.82	2.30	2.74
ROE(%)	6.3	7.1	8.5	10.0	11.1
P/E(倍)	22.5	19.4	15.5	12.3	10.3
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
净利率(%)	4.9	5.6	6.5	7.4	8.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

特种化学品：公司持续产能和品类加码，销量和毛利率稳步提升，预计 2025-2027 年收入分别为 53.63/60.00/68.25 亿元，毛利率分别为 23.08%/25.00%/28.57%。

农药：产能持稳，价格受益草甘膦景气回暖抬升，毛利率向上，预计 2025-2027 年收入分别为 56.70/61.28/65.10 亿元，毛利率分别为 16.67%/18.60%/19.35%。

商贸物流：体量伴随公司整体规模增长，预计 2025-2027 年收入分别为 48.60/53.46/56.13 亿元，毛率分别为 3.21%/3.21%/3.21%。

肥料：产业链完善优化成本，预计 2025-2027 年收入分别为 43.20/47.13/52.80 亿元，毛利率分别为 12.50%/13.85%/15.15%。

矿山采选：磷矿石高景气持续，公司产销量随资源开发增加，预计 2025-2027 年收入分别为 40.95/45.75/50.33 亿元，毛利率分别为 78.02%/78.14%/78.14%。

氯碱及有机硅：随着反内卷推行行业景气变化有所提升，毛利率逐步回正，预计 2025-2027 年收入分别为 28.95/31.52/35.00 亿元，毛利率分别为-1.04%/1.02%/2.50%。

其他：体量随公司整体规模增长，预计 2025-2027 年收入分别为 37.79/41.57/45.73 亿元，毛利率分别为 10.60%/10.60%/10.60%。

表 1：公司业务分拆和预测

兴发集团	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
收入（百万元）	28105.35	28396.48	30981.60	34070.01	37333.52
YoY (%)	-7.28%	1.04%	9.10%	9.97%	9.58%
毛利率 (%)	16.17%	19.52%	20.80%	22.05%	23.29%
特种化学品					
收入（百万元）	5027.63	5277.65	5362.50	6000.00	6825.00
YoY (%)	50.02%	4.97%	1.61%	11.89%	13.75%
毛利率 (%)	21.78%	26.99%	23.08%	25.00%	28.57%
农药					
收入（百万元）	4283.40	5204.14	5670.00	6127.50	6510.00
YoY (%)	-50.60%	21.50%	8.95%	8.07%	6.24%
毛利率 (%)	31.01%	13.23%	16.67%	18.60%	19.35%
商贸物流					
收入（百万元）	8376.98	4225.87	4859.75	5345.73	5613.01
YoY (%)	155.51%	-49.55%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率 (%)	2.65%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%
肥料					
收入（百万元）	3606.50	4048.76	4320.00	4712.50	5280.00
YoY (%)	4.59%	12.26%	6.70%	9.09%	12.04%
毛利率 (%)	8.70%	10.91%	12.50%	13.85%	15.15%
矿山采选					
收入（百万元）	1602.64	3557.09	4095.00	4575.00	5032.50

兴发集团	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)		121.95%	15.12%	11.72%	10.00%
毛利率 (%)	73.74%	74.28%	78.02%	78.14%	78.14%
氯碱及有机硅					
收入 (百万元)	2143.90	2647.20	2895.00	3152.00	3500.00
YoY (%)	-48.13%	23.48%	9.36%	8.88%	11.04%
毛利率 (%)	4.49%	-3.77%	-1.04%	1.02%	2.50%
其他					
收入 (百万元)	3064.30	3435.77	3779.35	4157.28	4573.01
YoY (%)	-58.75%	12.12%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	9.98%	9.01%	10.60%	10.60%	10.60%

资料来源: wind, 华金证券研究所(业务分拆基于公司 2024 年报调整后口径)

二、估值对比

我们选择跟公司业务贴近的磷化工、农药及有机硅标的湖北宜化、川恒股份、新安股份作为可比公司，2025-2027 可比公司平均 PE 分别为 24.0x/15.8x/12.6x，兴发集团对应 PE 分别为 15.5x/12.3x/10.3x。兴发集团持续加码研发投入及成果转化，全面提高资源能源自给率，推进磷、硅、硫、盐、氟化工融合发展，提升公司盈利能和竞争力，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000422. SZ	湖北宜化	15.03	164	0.95	1.13	1.28	15.8	13.3	11.7
002895. SZ	川恒股份	27.29	166	2.09	2.45	2.91	13.1	11.1	9.4
600596. SH	新安股份	11.18	151	0.26	0.49	0.67	43.0	22.8	16.7
平均值							24.0	15.8	12.6
600141. SH	兴发集团	28.16	311	1.82	2.30	2.74	15.5	12.3	10.3

资料来源: 数据截止 2025 年 9 月 10 日收盘, wind (可比公司采用 wind 一致预期), 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7619	8295	12357	14570	16954
现金	2239	1464	5084	7092	9013
应收票据及应收账款	1249	1603	1839	1946	2202
预付账款	262	333	355	402	428
存货	2234	3539	3677	3751	3886
其他流动资产	1634	1355	1401	1378	1425
非流动资产	36942	39481	39962	40787	41647
长期投资	1839	1642	1520	1399	1277
固定资产	26230	30301	30884	31703	32537
无形资产	2969	3046	3095	3185	3297
其他非流动资产	5904	4493	4463	4499	4536
资产总计	44561	47776	52319	55356	58601
流动负债	11804	14003	14625	15959	16931
短期借款	1714	2049	2049	2049	2049
应付票据及应付账款	5920	6178	6246	6281	6447
其他流动负债	4169	5775	6329	7628	8434
非流动负债	10787	10891	13889	13886	14030
长期借款	9071	9119	12117	12114	12258
其他非流动负债	1716	1772	1772	1772	1772
负债合计	22591	24894	28514	29845	30961
少数股东权益	1265	1419	1441	1468	1501
股本	1112	1103	1103	1103	1103
资本公积	7252	6818	6818	6818	6818
留存收益	12312	13254	14267	15548	17078
归属母公司股东权益	20705	21463	22364	24043	26139
负债和股东权益	44561	47776	52319	55356	58601

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1453	1589	4237	5995	6054
净利润	1387	1619	2026	2561	3060
折旧摊销	2063	2343	2493	2733	3001
财务费用	316	350	376	427	565
投资损失	-118	-121	-121	-121	-121
营运资金变动	-2884	-3258	-561	373	-474
其他经营现金流	690	656	23	23	23
投资活动现金流	-2588	-2039	-2876	-3459	-3764
筹资活动现金流	-1497	-371	2259	-528	-369

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.25	1.45	1.82	2.30	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.44	3.84	5.43	5.49
每股净资产(最新摊薄)	18.65	19.34	20.15	21.68	23.58

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28105	28396	30982	34070	37334
营业成本	23562	22854	24537	26558	28639
营业税金及附加	345	570	620	681	747
营业费用	361	441	481	531	590
管理费用	468	567	619	680	746
研发费用	1117	1183	1286	1414	1549
财务费用	316	350	376	427	565
资产减值损失	-406	-492	-465	-511	-560
公允价值变动收益	9	-23	-23	-23	-23
投资净收益	118	121	121	121	121
营业利润	1747	2247	2697	3365	4037
营业外收入	91	18	18	18	18
营业外支出	123	182	182	182	182
利润总额	1716	2083	2533	3202	3873
所得税	329	465	507	640	813
税后利润	1387	1619	2026	2561	3060
少数股东损益	8	17	22	28	33
归属母公司净利润	1379	1601	2005	2534	3027
EBITDA	4414	5109	5402	6276	7159

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.3	1.0	9.1	10.0	9.6
营业利润(%)	-78.7	28.6	20.0	24.8	20.0
归属于母公司净利润(%)	-76.4	16.1	25.2	26.4	19.5
获利能力					
毛利率(%)	16.2	19.5	20.8	22.0	23.3
净利率(%)	4.9	5.6	6.5	7.4	8.1
ROE(%)	6.3	7.1	8.5	10.0	11.1
ROIC(%)	5.6	6.0	5.7	6.6	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.7	52.1	54.5	53.9	52.8
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.2	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	25.8	19.9	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	4.5	3.8	4.0	4.2	4.5
估值比率					
P/E	22.5	19.4	15.5	12.3	10.3
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.8	8.9	8.4	7.1	6.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn