

基础化工

2025 年 10 月 30 日

兴发集团 (600141)

——磷矿石高位持稳，受益于草甘膦涨价及磷肥出口溢价，Q3 单季同环比增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 29 日

收盘价 (元)	28.41
一年内最高/最低 (元)	31.38/19.24
市净率	1.4
股息率% (分红/股价)	3.52
流通 A 股市值 (百万元)	31,344
上证指数/深证成指	4,016.33/13,691.38

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	19.71
资产负债率%	52.98
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

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 A0230525070002
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 年三季度报，业绩符合预期。25 年前三季度公司实现营业收入 237.81 亿元 (yoy+8%)，归母净利润为 13.18 亿元 (yoy+0.31%)，扣非后归母净利润为 12.45 亿元 (yoy-2%)，毛利率 16.78% (yoy-1.18 pct)，净利率 6.17% (yoy+0.15 pct)，业绩符合预期。其中 25Q3 公司实现营业收入为 91.61 亿元 (yoy+6%，QoQ+24%)，归母净利润为 5.92 亿元 (yoy+16%，QoQ+42%)，扣非后归母净利润为 5.79 亿元 (yoy+13%，QoQ+33%)，毛利率 17.32% (yoy-1.54 pct，QoQ-2.55 pct)，净利率 7.41% (yoy+1.40 pct，QoQ+1.27 pct)。我们预计 25Q3 公司业绩环比提升主要系草甘膦价格上涨、磷肥出口溢价显著、磷酸铁扭亏为盈、信用减值损失环比减少 1.82 亿元等。
- 磷矿景气高位运行，公司预期增量较大。根据百川盈孚数据，25Q3 磷矿价格高位运行。公司全资子公司保康楚烽拟以 8.55 亿现金收购尧化股份持有的桥沟矿业 50% 股权，桥沟矿业保有资源量 1.85 亿吨，平均品位 22.8%，收购完成后公司将持有桥沟矿业 100% 股权。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，并将持有桥沟矿业 100% 股权，目前已取得 200 万吨/年的采矿权证，持有荆州荆化 70% 股权，目前处于探矿阶段，持有远安兴华 45% 股权，正在积极推进探转采，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，预计下半年取得安全生产许可证，设计产能 400 万吨/年，中远期公司磷矿产能有望站上新台阶。
- 磷肥出口溢价显著，板块盈利有所修复。25Q3 公司肥料实现销量 45.90 万吨 (YoY+53%，QoQ+54%)，销售均价 2874 元/吨 (YoY-14%，QoQ-19%)。5 月中下旬磷肥出口放开，根据百川盈孚数据，25Q3 一铵国内外价差为 694 元/吨，二铵国内外价差为 1727 元/吨，三季度公司或受益于磷肥出口溢价，板块盈利有所修复。
- 25Q3 草甘膦底部回暖显著，有机硅短期承压但格局向好。25Q3 公司农药板块实现销量 6.48 万吨 (YoY+4%，QoQ-7%)，销售均价 21531 元/吨 (YoY+1%，QoQ+11%)；有机硅板块实现销量 8.45 万吨 (YoY+24%，QoQ+2%)，销售均价 8355 元/吨 (YoY-17%，QoQ-9%)。根据百川盈孚数据，下半年以来，随着南美备货开启，草甘膦供需紧张，25Q3 国内草甘膦均价 26546 元/吨 (YoY+7%，QoQ+13%)。25Q3 有机硅 DMC 均价 11370 元/吨 (YoY-17%，QoQ-6%)，有机硅仍处周期底部，但近两年行业几乎无新增产能，而 1-9 月有机硅 DMC 需求增速仍有 20%，我们预期 26 年行业开工率将提升至 80% 以上，供需格局逐步向好，公司板块盈利有望修复。此外，25H1 湖北兴瑞 100 万平米/年有机硅皮革、15 万平方米/年有机硅泡棉全面建成投产，产品质量得到客户认可，或进一步提升板块附加值。
- 参股子公司兴福电子利润高增，磷酸铁已扭亏为盈，XF-A 陆续放量。25Q3 公司特种化学品板块实现销量 13.97 万吨 (YoY+5%，QoQ+2%)，销售均价 9501 元/吨 (YoY-7%，QoQ-1%)，参股子公司兴福电子实现归母净利润 1.65 亿元 (YoY+25%)。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，25H1 公司 5000 吨/年 XF-A 投产，后续项目集中于兴福电子 4 万吨/年超高纯电子化学品、3 万吨/年电子级双氧水扩建、兴华磷化工 3.5 万吨/年有机磷阻燃剂、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项目等。公司磷酸铁生产工艺持续优化，已实现扭亏为盈。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。
- 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。考虑到有机硅板块盈利的下滑，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 18.05、23.56、28.72 亿元 (前值为 21.07、26.68、31.76 亿元)，对应的 EPS 为 1.64、2.14、2.60 元，对应当前 PE 为 17X、13X、11X，维持增持评级。
- 风险提示：1. 磷矿石、有机硅、草甘膦、黄磷、磷肥、二甲基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	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	28,396	23,781	28,947	30,329	30,972
同比增长率 (%)	0.4	7.9	1.9	4.8	2.1
归母净利润 (百万元)	1,601	1,318	1,805	2,356	2,872
同比增长率 (%)	14.3	0.3	12.7	30.5	21.9
每股收益 (元/股)	1.45	1.19	1.64	2.14	2.60
毛利率 (%)	19.5	16.8	19.3	20.3	21.8
ROE (%)	7.5	6.0	7.9	9.3	10.3
市盈率	20		17	13	11

注：“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,281	28,396	28,947	30,329	30,972
其中：营业收入	28,281	28,396	28,947	30,329	30,972
减：营业成本	23,695	22,854	23,371	24,179	24,233
减：税金及附加	351	570	579	607	619
主营业务利润	4,235	4,972	4,997	5,543	6,120
减：销售费用	361	441	434	425	434
减：管理费用	472	567	579	607	619
减：研发费用	1,117	1,183	1,158	1,153	1,208
减：财务费用	318	350	400	407	379
经营性利润	1,967	2,431	2,426	2,951	3,480
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	260	250	220
营业利润	1,779	2,247	2,401	3,102	3,599
加：营业外净收入	-34	-164	-50	-70	0
利润总额	1,745	2,083	2,351	3,032	3,599
减：所得税	337	465	527	650	700
净利润	1,409	1,619	1,824	2,383	2,899
少数股东损益	8	17	19	27	27
归属于母公司所有者的净利润	1,401	1,601	1,805	2,356	2,872

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@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.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，可以向我们的销售员索取。

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。