

兴发集团（600141.SH）

与比亚迪就磷酸铁锂达成合作，看好磷酸铁锂盈利修复

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：	王新航	0755-81981222	wangxinhang@guosen.com.cn	执证编码：S0980525080002

事项：

公司公告：兴发集团全资子公司湖北兴顺新材料有限公司与青海弗迪实业有限公司（系比亚迪股份有限公司全资孙公司）签署《磷酸铁锂委托加工协议》，由青海弗迪委托兴顺新材料加工生产 8 万吨/年磷酸铁锂产品，并支付加工费。协议期限 2 年，经双方协商一致，可自动续约 1 年。

国信化工观点：1) 我们看好储能及新能源汽车需求快速增长背景下磷酸铁锂需求增长，磷酸铁锂价格和利润有望得到修复，此次兴发集团与比亚迪就磷酸铁锂达成合作将促使兴发集团产能释放，盈利改善。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.06/21.54/23.33 亿元，摊薄 EPS 为 1.73/1.95/2.11 元，当前股价对应 PE 为 18.9/16.7/15.4x，维持“优于大市”评级。

评论：

此次协议的签订将有助于公司磷酸铁锂产能释放，增厚公司利润

兴发集团主营业务为精细磷化工系列产品的生产与销售，近年来，公司顺势切入新能源产业，陆续建成 10 万吨/年磷酸铁、8 万吨/年磷酸铁锂、10 万吨/年磷酸二氢锂项目，2025 年 1-9 月新能源板块的收入占公司总收入的比重约为 3%。

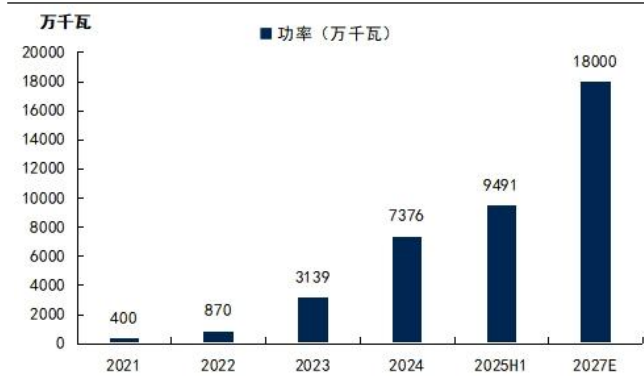
青海弗迪作为我国新能源汽车头部生产制造商比亚迪的全资孙公司，此次协议的签订，是对兴发集团磷酸铁锂生产技术和产品质量的高度认可，有利于公司新能源板块产能的充分释放，积累磷酸铁锂生产技术和经验，拓展客户资源，提升市场地位，为公司新能源产业的高质量发展奠定基础。

储能及动力电池需求强劲，看好磷酸铁锂盈利修复

全国新型储能装机规模具有较大的提升空间。2025 年 8 月，国家发展改革委、国家能源局联合印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》，文件指出，到 2027 年，全国新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上，将较 2025 年上半年增长 89.65%，较 2024 年底增长 144%，带动项目直接投资约 2500 亿元。新型储能技术路线仍以锂离子电池（主要为磷酸铁锂电池）储能为主，截至 2024 年底，各类新型储能技术路线中，锂离子电池储能占约已投产装机的 96.4%。2024 年全国锂离子电池产量持续攀升，总产量达 11.7 亿千瓦时，同比增长 24%，行业总产值超过 1.2 万亿元，其中，储能型锂离子电池产量达到 2.6 亿千瓦时，占全国锂离子电池产量 22%，连续 3 年提升。

磷酸铁锂相关含磷新能源材料的产销量持续增长。近些年来我国的新能源汽车产业快速发展，2025 年 9 月我国新能源汽车产量 158 万辆，占汽车产量的比重已达 49%。据 Wind 数据，2025 年 9 月国内动力电池销量中磷酸铁锂电池占比 73%，三元锂电池占比 27%，磷酸铁锂电池已成为主流新能源汽车动力电池。受益于新能源汽车产销量的提升，磷酸铁锂相关含磷新能源材料的产销量也持续增长。

图1：“十四五”以来我国新型储能装机规模情况



资料来源：工信部、国家能源局，国信证券经济研究所整理

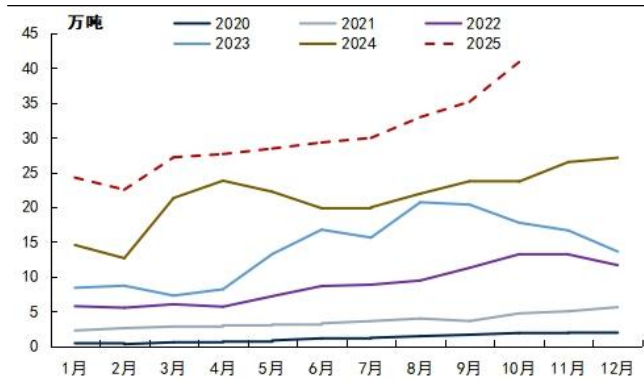
图2：中国新能源汽车产量及占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

磷酸铁锂价格持续上涨，盈利水平有望逐步改善。磷酸铁锂方面，据百川盈孚，截至2025年10月，我国磷酸铁锂产能达595万吨/年，1-10月磷酸铁锂累计产量298万吨，同比增长47.1%；截至2025年12月8日，磷酸铁锂动力型、储能型均价分别为4.1、3.78万元/吨，9月以来价格触底后持续、小幅上涨。我们认为，随着磷酸铁/锂价格触底回升，兴发集团作为具有“磷矿石-磷酸-磷酸铁-磷酸铁锂”全产业链的企业，盈利水平有望得到一定修复。

图4：中国磷酸铁锂产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图5：磷酸铁锂价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司主营业务回顾与展望：磷矿石价格高位运行，草甘膦盈利修复，新材料多点开花

磷矿石价格有望继续在高位区间运行，公司资源优势显著。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近三年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至2025年12月5日，湖北市场30%品位磷矿石船板含税价1040元/吨，价格在900元/吨左右的高价区间运行时间已超3年，我们认为四季度磷矿石价格有望继续在高位运行。目前，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约3.95亿吨，磷矿石设计产能为585万吨/年，同时拥有处于探矿和探转采阶段的磷矿资源约4.10亿吨（折权益），远期权益产能有望达到1000万吨/年以上，为磷化工全产业链高效运行持续赋能。

草甘膦行业反内卷工作推进，盈利水平有望修复。据百川盈孚，截至2025年12月5日，华东地区95%草甘膦原粉市场价为2.58万元/吨，较3月上旬上涨2600元/吨。2025年以来中国的草甘膦开工率维持高位，工厂库存大幅下降，出口量持续增长，海外种植面积增加，整体看草甘膦行业需求持续向好，前期库存低位使得6-8月份南美补库旺季时草甘膦价格上涨。长期看，随着农药行业反内卷工作的推进以及海外拜耳面临的诉讼问题短期内难以解决等催化，我们看好明年草甘膦价格中枢上移，公司草甘膦产品的长期盈利水平也有望实现改善。

有机硅行业反内卷推进，盈利水平有望实现改善。公司有机硅以草甘膦副产的一氯甲烷为原料，同时有机硅副产的盐酸也是草甘膦生产所需原料，产业链协同优势显著。2025 年以来有机硅行业的扩产高峰期已过，后续新增产能有限，同时全行业已连续两年亏损，行业挺价意愿较强，目前有机硅行业产能集中度较高。11 月 18 日，有机硅“反内卷”行业会议顺利落幕，企业达成减产 30% 共识并联合挺价。截至 2025 年 12 月 5 日，华东地区有机硅 DMC 参考价 1.37 万元/吨，较 11 月上旬上涨 2700 元/吨，涨幅 24.55%。随着有机硅反内卷工作的推进，预计后续有机硅价格仍有涨价空间，公司有机硅业务的盈利水平有望实现改善。

新材料多点开花，打开长期成长空间。公司特种化学品板块营收及盈利平稳向好，目前公司二甲基亚砷产能规模已经达到 6 万吨/年，是全球最大的亚砷生产商，2025 年上半年，兴发集团拥有 5 万吨/年二甲基亚砷产能的子公司新疆兴发化工实现营业收入 3.23 亿元，净利润 1.06 亿元，净利润率 32.76%，公司亚砷产品的盈利能力保持了良好水平。新能源材料方面，随着开工率提升，今年以来公司的磷酸铁业务的盈利水平持续改善。

图6：磷矿石价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图7：草甘膦价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8：有机硅 DMC 价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图9：二甲基亚砷 DMSO 价格走势



资料来源：chemicalbook 网，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好储能拉动磷酸铁锂需求增长，维持“优于大市”评级

我们看好储能及新能源汽车需求快速增长背景下磷酸铁锂需求增长，磷酸铁锂价格和利润有望得到修复，此次兴发集团与比亚迪就磷酸铁锂达成合作将促使兴发集团产能释放，盈利改善。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.06/21.54/23.33 亿元，摊薄 EPS 为 1.73/1.95/2.11 元，当前股价对应 PE 为 18.9/16.7/15.4x，维持“优于大市”评级。

表1：兴发集团：可比公司估值

股票代码	股票简称	主营产品	收盘价 (2025/12/4)	EPS			PE			PB (2025E)	总市值 (亿元)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
600141.SH	兴发集团	农药原药、磷化工	32.58	1.45	1.73	1.95	15.5	13.7	12.6	1.65	359
000422.SZ	湖北宜化	磷肥、尿素、煤炭	14.15	0.60	1.00	1.17	20.9	14.2	12.1	2.61	154
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	61.66	2.96	3.29	3.96	22.4	18.9	16.7	2.22	250

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

风险提示

协议无法正常履行的风险；订单持续性存在不确定性风险；市场竞争加剧风险；产品价格下跌风险等。

相关研究报告：

《兴发集团（600141.SH）-草甘膦出口旺季量价齐升，三季度业绩环比增长 42.15%》——2025-10-28
《兴发集团（600141.SH）-磷矿石、草甘膦盈利提升，多项目培育新利润增长点》——2025-08-26
《兴发集团（600141.SH）-磷矿景气助力公司业绩增长，有机硅有望迎来盈利修复》——2025-04-01
《兴发集团（600141.SH）2024 年三季报点评-三季度归母净利润同环比增长，兴福电子 IPO 首发上会获通过》——2024-10-26
《兴发集团（600141.SH）2024 年半年报点评-上半年归母净利润同比增长 29.85%，新项目稳步推进》——2024-08-20

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2239	1464	2500	3000	3000	营业收入	28105	28396	29769	31357	32057
应收款项	1370	1697	1631	1718	1757	营业成本	23562	22854	23892	25258	25763
存货净额	2234	3539	2884	3049	3104	营业税金及附加	345	570	357	376	385
其他流动资产	1694	1533	1488	1568	1603	销售费用	361	441	447	439	449
流动资产合计	7619	8295	8564	9395	9523	管理费用	468	567	599	591	569
固定资产	30253	32822	30787	28684	26524	研发费用	1117	1183	1250	1317	1346
无形资产及其他	2969	3040	2888	2736	2584	财务费用	316	350	373	341	335
投资性房地产	1881	1977	1977	1977	1977	投资收益	118	121	100	100	100
长期股权投资	1839	1642	1642	1642	1642	资产减值及公允价值变动	(346)	(475)	(379)	(250)	(200)
资产总计	44561	47776	45857	44434	42250	其他收入	(1078)	(1014)	(1250)	(1317)	(1346)
短期借款及交易性金融负债	3093	4338	3500	3500	3500	营业利润	1747	2247	2572	2885	3110
应付款项	5920	6178	5768	6098	6208	营业外净收支	(31)	(164)	(164)	(164)	(164)
其他流动负债	2790	3486	2637	2780	2827	利润总额	1716	2083	2408	2721	2946
流动负债合计	11804	14003	11905	12378	12535	所得税费用	329	465	482	544	589
长期借款及应付债券	9071	9119	9119	9119	9119	少数股东损益	8	17	20	23	25
其他长期负债	1716	1772	1807	1842	1877	归属于母公司净利润	1379	1601	1906	2154	2333
长期负债合计	10787	10891	10926	10961	10996	现金流量表（百万元）					
负债合计	22591	24894	22832	23339	23531		2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1265	1419	1427	1436	1446	净利润	1379	1601	1906	2154	2333
股东权益	20705	21463	22226	23087	24020	资产减值准备	135	98	(41)	(25)	(28)
负债和股东权益总计	44561	47776	46484	47862	48997	折旧摊销	2028	2294	3349	3530	3640
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	346	475	379	250	200
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	316	350	373	341	335
每股收益	1.24	1.45	1.73	1.95	2.11	营运资本变动	1195	(460)	(499)	152	35
每股红利	1.32	0.89	1.04	1.17	1.27	其它	(135)	(91)	49	34	38
每股净资产	18.63	19.45	20.15	20.93	21.77	经营活动现金流	4948	3916	5144	6094	6218
ROIC	5.25%	5.99%	7%	8%	9%	资本开支	0	(4341)	(1500)	(1500)	(1500)
ROE	6.66%	7.46%	9%	9%	10%	其它投资现金流	(9)	21	1	0	0
毛利率	16%	20%	20%	19%	20%	投资活动现金流	89	(4124)	(1499)	(1500)	(1500)
EBIT Margin	8%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	18	132	0	0	0
EBITDA Margin	15%	18%	22%	22%	22%	负债净变化	1045	(33)	0	0	0
收入增长	-7%	1%	5%	5%	2%	支付股利、利息	(1463)	(985)	(1144)	(1292)	(1400)
净利润增长率	-76%	16%	19%	13%	8%	其它融资现金流	(6700)	1339	(838)	0	0
资产负债率	54%	55%	52%	52%	51%	融资活动现金流	(7517)	(567)	(1982)	(1292)	(1400)
股息率	4.1%	2.7%	3.2%	3.6%	3.9%	现金净变动	(2480)	(774)	1662	3302	3319
P/E	26.3	22.4	18.9	16.7	15.4	货币资金的期初余额	4719	2239	1464	2500	3000
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	货币资金的期末余额	2239	1464	3127	5802	6319
EV/EBITDA	13.7	12.0	8.9	8.6	8.3	企业自由现金流	0	(346)	3929	4882	5012
						权益自由现金流	0	959	2793	4609	4744

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032