

兴发集团 (600141.SH)

磷矿石贡献稳定利润，草甘膦盈利有望修复

优于大市

核心观点

主营产品价格回落及硫磺成本提升，公司四季度业绩同环比下降。2025年，公司实现营业收入293.00亿元，同比增长3.18%；实现归母净利润14.92亿元，同比下降6.83%；扣非归母净利润14.30亿元，同比下降10.62%。单季度看，25年第四季度公司实现营收55.19亿元，同比下降13.04%，环比下降39.76%；实现归母净利润1.74亿元，同比下降39.50%，环比下降70.64%，主要受草甘膦等周期品价格回落及硫磺等原材料成本压力影响。

磷矿石为公司提供稳定的利润来源，公司产能持续扩张。据百川盈孚，截至2026年4月3日，湖北市场30%品位磷矿石船板含税价1080元/吨，我们认为2026年全年磷矿石价格仍有望继续在高位运行。宜安实业（公司权益占比26%）旗下400万吨/年的麻坪磷矿已于2025年11月取得安全生产许可证并投产；桥沟矿业（全资）拥280万吨/年采矿权，目前处于建设阶段；远期看，公司规划在“十五五”末实现磷矿权益产能达到1000万吨以上，资源优势将进一步巩固。

草甘膦、有机硅盈利水平有望持续修复。2026年一季度草甘膦价格持续上涨，主要原因一是2026年2月18日美国将元素磷和草甘膦类除草剂列为国防关键物资草甘膦市场热度增加，下游询盘回暖，新单成交略有好转；二是美伊冲突使得草甘膦上游原料价格宽幅上涨、海外市场需求释放，草甘膦成本、需求双面利好，价格上涨。2025年有机硅行业持续承压，公司有机硅板块毛利率为-3.7%。但行业自律成效显著，通过协同减产，有机硅DMC价格在2025年底已回升至1.37万元/吨，2026年4月3日价格进一步上涨至1.45万元/吨，有机硅业务盈利水平随价格逐步修复。

成长板块新能源、新材料多点开花，打开长期成长空间。公司新能源材料销量同比增长280.5%，带动营收增长541%至16.1亿元。公司与比亚迪签订8万吨/年磷酸铁锂委托加工协议，通过控股磷氟锂业（持股51%），掌握10万吨/年磷酸二氢锂产能，并切入宁德时代供应链，规划将产能扩至15万吨/年。同时，公司积极培育高附加值产品，磷化剂、乙硫醇、黑磷、电池级五硫化二磷等新产品正逐步实现产业化，为公司长期发展注入新动能。

风险提示：产品价格大幅波动、下游需求不及预期；新项目进展不及预期等。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑原材料硫磺价格上涨，我们下调公司2026、2027年盈利预测并新增2028年盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为18.06/20.24/22.01亿元（2026/2027年原值为21.54/23.33亿元），摊薄EPS为1.64/1.83/1.99元，当前股价对应PE为19.5 /17.4/16.0x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,396	29,300	30,716	32,354	33,076
(+/-%)	1.0%	3.2%	4.8%	5.3%	2.2%
归母净利润(百万元)	1601	1492	1806	2024	2201
(+/-%)	16.1%	-6.8%	21.1%	12.1%	8.7%
每股收益(元)	1.45	1.35	1.64	1.83	1.99
EBIT Margin	9.8%	8.6%	10.5%	10.5%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	7.5%	6.8%	7.9%	8.6%	9.0%
市盈率 (PE)	21.9	23.6	19.5	17.4	16.0
EV/EBITDA	11.8	11.9	8.8	8.5	8.1
市净率 (PB)	1.64	1.60	1.55	1.49	1.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：王新航

0755-81981222

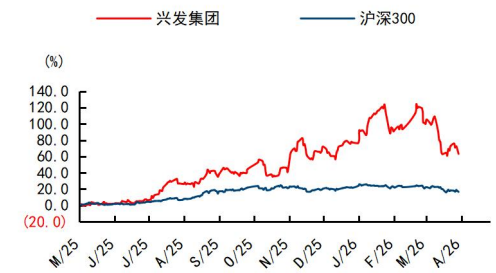
wangxinhang@guosen.com.cn

S0980525080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	31.86元
总市值/流通市值	38287/38287百万元
52周最高价/最低价	45.49/19.24元
近3个月日均成交额	1129.81百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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》——2025-12-05
- 《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年三季度点评-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

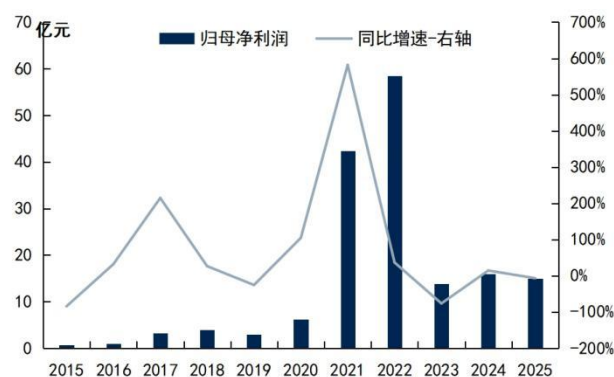
主营产品价格回落及硫磺成本提升，公司四季度业绩同环比下降。2025年，公司实现营业收入293.00亿元，同比增长3.18%；实现归母净利润14.92亿元，同比下降6.83%；扣非归母净利润14.30亿元，同比下降10.62%。公司拟每10股派现5元，分红率达40.08%。单季度看，25年第四季度公司实现营收55.19亿元，同比下降13.04%，环比下降39.76%；实现归母净利润1.74亿元，同比下降39.50%，环比下降70.64%，主要受草甘膦等周期品价格回落及硫磺等原材料成本压力影响，其中硫磺价格在2025年由1560元/吨上涨至4000元/吨，近期进一步上涨至6200元/吨，2025年公司生产肥料的硫磺耗用量达54.62万吨，特种化学品等产品生产也需使用硫磺，而国内磷肥价格相对稳定，因此使得公司四季度归母净利润出现同环比下滑。

图1：兴发集团营业收入及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

分业务来看，2025年，公司矿山采选业务实现营业收入35.05亿元，同比下降1.47%，毛利率73.77%，同比减少0.51 pcts；特种化学品业务实现营业收入53.52亿元，同比增长1.40%，毛利率22.92%，同比减少4.07 pcts；肥料业务实现营业收入40.39亿元，同比下降0.24%，毛利率8.42%，同比减少2.49 pcts；农药业务实现营业收入53.26亿元，同比增长2.35%，毛利率15.90%，同比增加2.67 pcts；有机硅业务实现营业收入28.22亿元，同比增长6.61%，毛利率-3.69%，同比增加0.08 pcts；新能源材料业务实现营业收入16.07亿元，同比增长541.02%，毛利率-4.30%，同比增加33.30 pcts；商贸物流业务实现营业收入32.80亿元，同比减少22.39%，毛利率5.44%，同比增加2.23 pcts。公司的利润主要来自磷矿石、特种化学品等业务，农药业务盈利水平实现一定改善，而新能源材料、有机硅等业务盈利水平承压。

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，新能源、新材料多点开花

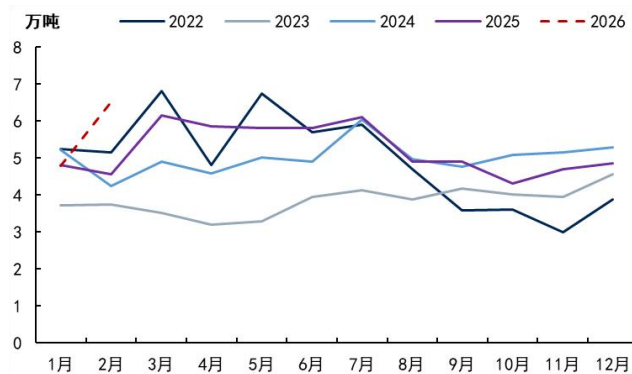
磷矿石价格有望继续在高位区间运行，为公司提供稳定的利润来源。受可开采磷矿品位下降以及下游新领域需求不断增长等因素影响，近三年国内磷矿石价格维持高位，磷矿的资源稀缺属性日益凸显。据百川盈孚，截至2026年4月3日，湖北市场30%品位磷矿石船板含税价1080元/吨，价格在900元/吨左右的高价区间运行时间已超3年，我们认为2026年全年磷矿石价格仍有望继续在高位运行。宜安实业（公司权益占比26%）旗下400万吨/年的麻坪磷矿已于2025年11月取得安全生产许可证并投产，为2026年带来明确的权益产能增量；桥沟矿业（全资）拥280万吨/年采矿权，目前处于建设阶段，预计2026年上半年开建，下半年将贡献工程矿；远期看，公司规划在“十五五”末实现磷矿权益产能翻番，达到1000-1200万吨以上，资源优势将进一步巩固。

图3：磷矿石价格走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：其他非卤化有机磷衍生物月度出口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

草甘膦出口需求向好，盈利水平有望持续修复。据百川盈孚，截至2026年4月3日，华东地区95%草甘膦原粉市场价为3.05万元/吨，较年初上涨0.67万元/吨，涨幅28.15%。2026年一季度草甘膦价格持续上涨，主要原因一是2026年2月18日，美国白宫发布将元素磷和草甘膦类除草剂列为国防关键物资草甘膦市场热度增加，下游询盘回暖，新单成交略有好转；二是美伊冲突使得草甘膦上游原料价格宽幅上涨、海外市场需求释放，草甘膦成本、需求双面利好，价格上涨。

有机硅行业自律成效显著，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年有机硅行业持续承压，公司有机硅板块毛利率为-3.7%。但行业自律成效显著，通过协同减产，有机硅DMC价格在2025年底已回升至1.37万元/吨，2026年4月3日价格进一步上涨至1.45万元/吨，有机硅业务盈利水平随价格逐步修复。

成长板块新能源、新材料多点开花，打开长期成长空间。公司新能源材料销量同比增长280.5%，带动营收增长541%至16.1亿元。公司与比亚迪签订8万吨/年磷酸铁锂委托加工协议，标志着公司产品获得头部客户认可，深度绑定核心供应链；通过控股磷氟锂业（持股51%），掌握10万吨/年磷酸二氢锂产能，并切入宁德时代供应链，规划将产能扩至15万吨/年。公司特种化学品板块营收及盈利平稳向好，控股子公司兴福电子于2025年1月在科创板成功上市，其电子级磷酸、硫

酸等产品已批量供应国内外知名半导体客户。同时，公司积极培育高附加值产品，磷化剂、乙硫醇、黑磷、电池级五硫化二磷等新产品正逐步实现产业化，为公司长期发展注入新动能。

图5: 有机硅 DMC 市场价格走势


资料来源: Wind、百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图6: 磷酸铁锂价格走势


资料来源: Wind、百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。考虑原材料硫磺价格上涨, 我们下调公司 2026、2027 年盈利预测并新增 2028 年盈利预测, 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 18.06/20.24/22.01 亿元 (2026/2027 年原值为 21.54/23.33 亿元), 摊薄 EPS 为 1.64/1.83/1.99 元, 当前股价对应 PE 为 19.5/17.4/16.0x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 产品价格大幅波动; 下游需求不及预期; 在建项目进展不及预期等。

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 (2026/4/3)	EPS			PE			PB (2026E)	总市值 (亿元)
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E		
600141.SH	兴发集团	农药原药、磷化工	31.86	1.35	1.64	1.83	23.6	19.5	17.4	1.56	383
000422.SZ	湖北宜化	磷肥、尿素、煤炭	15.21	0.82	1.14	1.32	17.4	13.3	11.5	2.41	161
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	74.35	3.17	3.97	4.63	21.9	18.7	16.1	2.63	300

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1464	1780	2500	3000	3500	营业收入	28396	29300	30716	32354	33076
应收款项	1697	2212	1683	1773	1812	营业成本	22854	24038	24652	26061	26582
存货净额	3539	3962	2982	3150	3206	营业税金及附加	570	495	369	388	397
其他流动资产	1533	1300	1536	1618	1654	销售费用	441	442	461	453	463
流动资产合计	8295	9357	8761	9600	10233	管理费用	567	492	705	697	674
固定资产	32822	34181	31856	29674	27430	研发费用	1183	1314	1290	1359	1389
无形资产及其他	3040	4888	4643	4399	4155	财务费用	350	443	432	381	368
投资性房地产	1977	1960	1960	1960	1960	投资收益	121	157	100	100	100
长期股权投资	1642	1637	1637	1637	1637	资产减值及公允价值变动	(475)	(186)	(335)	(250)	(200)
资产总计	47776	52023	48858	47270	45415	其他收入	(1014)	(1050)	(1290)	(1359)	(1389)
短期借款及交易性金融负债	4338	5872	3500	3500	3500	营业利润	2247	2310	2572	2865	3102
应付款项	6178	6788	5964	6299	6413	营业外净收支	(164)	(146)	(146)	(146)	(146)
其他流动负债	3486	2881	2727	2872	2920	利润总额	2083	2165	2426	2719	2956
流动负债合计	14003	15542	12191	12671	12833	所得税费用	465	552	485	544	591
长期借款及应付债券	9119	10262	10262	10262	10262	少数股东损益	17	120	135	151	164
其他长期负债	1772	1824	1859	1894	1929	归属于母公司净利润	1601	1492	1806	2024	2201
长期负债合计	10891	12086	12121	12156	12191	现金流量表 (百万元)					
负债合计	24894	27628	24312	24827	25024	净利润	1601	1492	1806	2024	2201
少数股东权益	1419	2387	2441	2501	2567	资产减值准备	98	(265)	237	(25)	(29)
股东权益	21463	22008	22731	23541	24421	折旧摊销	2294	2778	3496	3702	3817
负债和股东权益总计	47776	52023	49484	50869	52012	公允价值变动损失	475	186	335	250	200
关键财务与估值指标						财务费用	350	443	432	381	368
每股收益	1.45	1.35	1.64	1.83	1.99	营运资本变动	(460)	(894)	565	151	35
每股红利	0.89	1.46	0.98	1.10	1.20	其它	(91)	255	(183)	85	95
每股净资产	19.45	19.95	20.60	21.34	22.14	经营活动现金流	3916	3552	6257	6188	6319
ROIC	5.99%	4.50%	6%	7%	8%	资本开支	(4341)	(3545)	(1500)	(1500)	(1500)
ROE	7.46%	6.78%	8%	9%	9%	其它投资现金流	21	(44)	0	0	0
毛利率	20%	18%	20%	19%	20%	投资活动现金流	(4124)	(3584)	(1456)	(1500)	(1500)
EBIT Margin	10%	9%	11%	10%	11%	权益性融资	9	1131	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	22%	22%	22%	负债净变化	(33)	1073	0	0	0
收入增长	1%	3%	5%	5%	2%	支付股利、利息	(985)	(1611)	(1084)	(1215)	(1321)
净利润增长率	16%	-7%	21%	12%	9%	其它融资现金流	1462	293	0	0	0
资产负债率	55%	58%	54%	54%	53%	融资活动现金流	(567)	347	(3456)	(1215)	(1321)
股息率	2.8%	4.6%	3.1%	3.5%	3.8%	现金净变动	(774)	315	1346	3473	3498
P/E	21.9	23.6	19.5	17.4	16.0	货币资金的期初余额	2239	1464	1780	2500	3000
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	货币资金的期末余额	1464	1780	3126	5973	6498
EV/EBITDA	11.8	11.9	8.8	8.5	8.1	企业自由现金流	(346)	214	5153	5070	5208
						权益自由现金流	1083	1580	2436	4765	4914

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 ±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 ±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