

2026 年 04 月 12 日

兴发集团 (600141.SH)

——业绩筑底产销稳步提升，未来多矩阵共开花

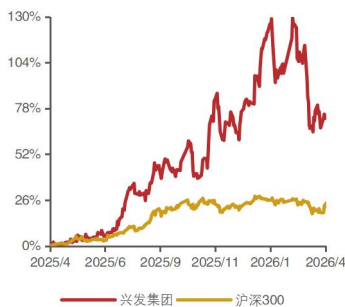
投资评级：买入（首次）

证券分析师

李佳骏
SAC: S1350526010004
lijiajun@huayuanstock.com
李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 10 日

收盘价 (元)	33.04
一年内最高/最低 (元)	45.49/19.50
总市值 (百万元)	39,705.48
流通市值 (百万元)	39,705.48
总股本 (百万股)	1,201.74
资产负债率 (%)	53.11
每股净资产 (元/股)	19.83

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 报告导读：**兴发集团 4 月 3 日发布 2025 年年度报告，公司实现营收 293 亿元，同比上升 3.18%，实现归母净利润 14.92 亿元，同比下降 6.83%，扣非后归母净利润 14.30 亿元，同比下降 10.62%。Q4 单季度实现营收 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%，扣非后归母净利润 1.85 亿元，同比下降 44.08%，环比下降 68.09%。公司业绩符合预期。
- 产品经营稳定，夯实公司业绩。**根据公司公告，2025 年全年特种化学品/肥料/农药/有机硅系列/新能源材料产量分别达 56.10/131.13/26.01/35.71/12.44 万吨，同比 +5.76%/-3.08%/-2.21%/+31.93%/+305.32%，销量分别达 55.73/133.92/25.56/31.13/10.02 万吨，同比 +8.40%/+4.52%/+4.43%/+24.49%/+280.51%，公司经营稳中向好。
- 产品价格有所波动，毛利整体承压。**根据公司 2025 年年度报告，全年肥料/农药/特种化学品/有机硅系列产品/新能源材料营业收入分别为 40.39/53.26/53.52/28.22/16.07 亿元，营业成本分别为 36.99/44.80/41.25/29.26/16.76 亿元。根据百川盈孚数据，磷矿石/磷酸一铵/磷酸二铵/草甘膦 2025 年价格 1018.16/3351.52/3533.89/24921.9 元/吨，同比 +0.46%/+6.88%/-2.98%/-0.51%；2025 年毛利润 540/-143.48/-249.08/1641.49 元/吨，同比 +0.93%/-149.26%/-168.84%/+32.43%。其中进入 2026Q1，磷矿石/磷酸一铵/磷酸二铵/草甘膦价格 1014.89/3842.29/3875.36/24372.78 元/吨，同比 -0.32%/+21.81%/+14.17%/+4.88%，环比 -0.18%/+9.15%/+5.71%/-7.27%；毛利润 550/-530.09/-788.6/571.53 元/吨，磷矿石同比 +1.85%，草甘膦同比扭亏为盈，磷酸一铵和磷酸二铵亏损同比扩大，磷矿石环比 +1.85%，磷酸一铵和磷酸二铵亏损环比扩大，草甘膦毛利润环比下降。公司全年业绩虽受主要产品跌价因素挤压，但凭借磷矿资源自给优势，仍然表现出较强的业绩韧性。
- 年度利润分配预案发布，明确派息规则。**根据公司 2025 年度利润分配预案公告，公司计划以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东实施每 10 股派发现金红利 5 元（含税）。截至 2026 年 4 月 2 日，公司总股本为 1,201,739,857 股，扣除回购专用账户持有的 5,576,200 股后，以 1,196,163,657 股测算，预计派发现金红利总额达 598,081,828.5 元（含税）。本次派发现金红利总额预计占 2025 年度归属于上市公司股东净利润的 40.08%。公司 2025 年度利润分配不送红股，也不以资本公积金转增股本，在分红比例上保持了较高的连续性和稳定性，积极回馈投资者。
- 全资孙公司拟建 10 万吨/年磷酸铁锂项目，一体化产业链优势夯实。**根据公司公告，兴发集团拟投资 13.81 亿元新建 10 万吨/年电池级磷酸铁锂项目。依托公司丰富的磷矿资源及现有磷酸铁产能，该项目的实施标志着公司正式由磷酸铁向下游磷酸铁

锂市场大规模延伸。在行业竞争激烈的背景下，公司凭借“矿化一体”的成本优势及深厚的精细化工技术积淀，有效提升了新能源材料板块的综合竞争力。随着项目达产，公司或将进一步巩固其全产业链优势，有望为业绩增长打造第二引擎。

- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 20.40/23.51/26.80 亿元，同比增速分别为 36.71%/15.25%/13.99%，当前股价对应的 PE 分别为 19.47/16.89/14.82 倍。我们选择云天化/湖北宜化/川恒股份为可比公司，公司是磷化工行业龙头企业之一，后续规划项目多，分红力度优异，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。产能投放不及预期；产品价格大幅波动；全球政策变动风险；新产品开发风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,396	29,300	33,577	35,756	37,006
同比增长率（%）	0.41%	3.18%	14.60%	6.49%	3.50%
归母净利润（百万元）	1,601	1,492	2,040	2,351	2,680
同比增长率（%）	14.33%	-6.83%	36.71%	15.25%	13.99%
每股收益（元/股）	1.33	1.24	1.70	1.96	2.23
ROE（%）	7.46%	6.78%	8.77%	9.52%	10.17%
市盈率（P/E）	24.79	26.61	19.47	16.89	14.82

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,780	2,643	4,060	5,262
应收票据及账款	2,662	2,946	3,137	3,247
预付账款	214	317	338	350
其他应收款	69	112	119	123
存货	3,962	3,760	3,984	4,089
其他流动资产	672	607	639	658
流动资产总计	9,357	10,384	12,277	13,728
长期股权投资	1,637	1,724	1,812	1,899
固定资产	30,935	29,244	28,043	27,295
在建工程	3,280	5,133	6,387	7,040
无形资产	4,888	4,927	5,199	5,454
长期待摊费用	205	337	368	300
其他非流动资产	1,721	1,951	1,932	1,913
非流动资产合计	42,666	43,316	43,741	43,901
资产总计	52,023	53,700	56,018	57,630
短期借款	3,167	2,867	3,167	2,967
应付票据及账款	6,788	7,304	7,739	7,943
其他流动负债	5,586	6,034	6,402	6,584
流动负债合计	15,542	16,205	17,308	17,494
长期借款	10,283	9,983	9,683	9,383
其他非流动负债	1,803	1,803	1,803	1,803
非流动负债合计	12,086	11,786	11,486	11,186
负债合计	27,628	27,991	28,794	28,680
股本	1,103	1,202	1,202	1,202
资本公积	6,939	6,840	6,840	6,840
留存收益	13,966	15,216	16,657	18,299
归属母公司权益	22,008	23,258	24,699	26,341
少数股东权益	2,387	2,451	2,524	2,608
股东权益合计	24,395	25,709	27,223	28,949
负债和股东权益合计	52,023	53,700	56,018	57,630

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,612	1,933	2,215	2,515
折旧与摊销	2,831	3,237	3,463	3,727
财务费用	443	615	596	579
投资损失	-157	-132	-132	-132
营运资金变动	-3,378	800	327	137
其他经营现金流	264	218	268	318
经营性现金净流量	1,615	6,670	6,737	7,144
投资性现金净流量	-3,292	-3,802	-3,813	-3,825
筹资性现金净流量	1,992	-2,005	-1,507	-2,117
现金流量净额	308	863	1,417	1,202

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	29,300	33,577	35,756	37,006
营业成本	24,038	27,249	28,874	29,634
税金及附加	495	553	589	609
销售费用	442	485	517	535
管理费用	492	598	637	659
研发费用	1,314	1,410	1,501	1,554
财务费用	443	615	596	579
资产减值损失	-187	-168	-179	-185
信用减值损失	70	-9	-10	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	157	132	132	132
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	3	2	2	2
其他收益	191	200	250	300
营业利润	2,310	2,824	3,237	3,674
营业外收入	42	50	50	50
营业外支出	187	165	165	165
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,165	2,710	3,123	3,560
所得税	552	606	699	796
净利润	1,612	2,104	2,424	2,764
少数股东损益	120	64	74	84
归属母公司股东净利润	1,492	2,040	2,351	2,680
EPS(元)	1.24	1.70	1.96	2.23

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	3.18%	14.60%	6.49%	3.50%
营业利润增长率	2.81%	22.24%	14.64%	13.50%
归母净利润增长率	-6.83%	36.71%	15.25%	13.99%
经营现金流增长率	1.68%	312.90%	1.01%	6.03%
盈利能力				
毛利率	17.96%	18.85%	19.25%	19.92%
净利率	5.50%	6.26%	6.78%	7.47%
ROE	6.78%	8.77%	9.52%	10.17%
ROA	2.87%	3.80%	4.20%	4.65%
估值倍数				
P/E	26.61	19.47	16.89	14.82
P/S	1.36	1.18	1.11	1.07
P/B	1.81	1.72	1.62	1.51
股息率	0.00%	1.99%	2.29%	2.61%
EV/EBITDA	10	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。