兴发集团（600141.SH）

三季度磷肥、农药盈利承压，四季度盈利有望改善

优于大市

核心观点

2026年前三季度公司营收增长，业绩相对承压。2026年前三季度公司实现营业收入259.02亿元，同比增长8.92%；实现归母净利润11.61亿元，同比下降11.90%。其中第三季度单季度录得营业收入84.50亿元，同比下降7.76%；归母净利润3.26亿元，同比下降44.90%，环比下降43.69%。第三季度单季利润下滑主因磷矿石、磷肥盈利减弱；前三季度汇兑损失超7000万元，而去年同期为收益4000多万元，放大累计利润波动，特种化学品、农药、有机硅、新能源修复形成支撑。

农药：看好四季度北半球草甘膦进口支撑草甘膦涨价。据百川盈孚，9月以来受成本提高、四季度北美进口旺季等因素影响，草甘膦价格触底回升，10月底华东市场价2.8万元/吨。考虑前三季度北半球进口量偏低，我们看好四季度中国出口至北半球的草甘膦数量提升，草甘膦价格有望维持2.8万元/吨以上的高位区间，公司农药业务盈利水平将阶段性改善。

肥料：前期硫磺涨价侵蚀利润，硫磺降价将缓解盈利压力。截至10月30日，国内硫磺参考价格5220元/吨，较6月10685元/吨的高点下降51.15%，较年初的3680元/吨上涨41.85%，硫磺价格的大幅波动是今年磷肥生产成本提升的主要驱动因素，预计随着硫磺价格下行，磷肥盈利水平将得到修复。

有机硅行业自律成效显现，盈利水平有望实现改善。2025年有机硅行业持续承压，公司有机硅板块毛利率为-3.7%。但行业自律成效显现，通过协同减产，2026年10月31日有机硅DMC价格已回升至1.39万元/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。动力及储能市场需求旺盛，公司与比亚迪签订8万吨/年磷酸铁锂委托加工协议，并切入宁德时代供应链。公司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。

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。考虑公司主营产品价格承压以及原材料价格上涨等因素，我们下调对公司2026-2028年盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为14.18/15.74/16.41（原值为18.06/20.24/22.01亿元），摊薄EPS为1.29/1.43/1.49元，当前股价对应PE为17.2/15.5/14.8x，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	31,643	33,226	33,890
(+/-%)	1.0%	3.2%	8.0%	5.0%	2.0%
归母净利润(百万元)	1601	1492	1418	1574	1641
(+/-%)	16.1%	-6.8%	-4.9%	11.0%	4.3%
每股收益（元）	1.45	1.35	1.29	1.43	1.49
EBIT Margin	9.8%	8.6%	7.3%	7.4%	7.4%
净资产收益率（ROE）	7.5%	6.8%	6.3%	6.8%	6.9%
市盈率（PE）	15.2	16.3	17.2	15.5	14.8
EV/EBITDA	9.7	9.8	8.8	8.1	7.8
市净率（PB）	1.14	1.11	1.08	1.05	1.02

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

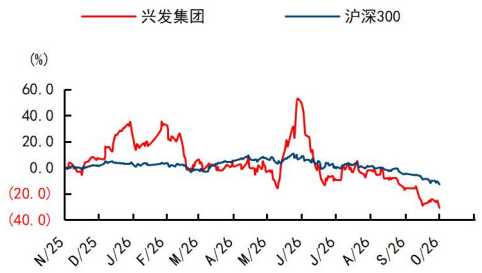
证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

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	22.09元
总市值/流通市值	26423/26423百万元
52周最高价/最低价	51.44/22.02元
近3个月日均成交额	810.52百万元

市场走势



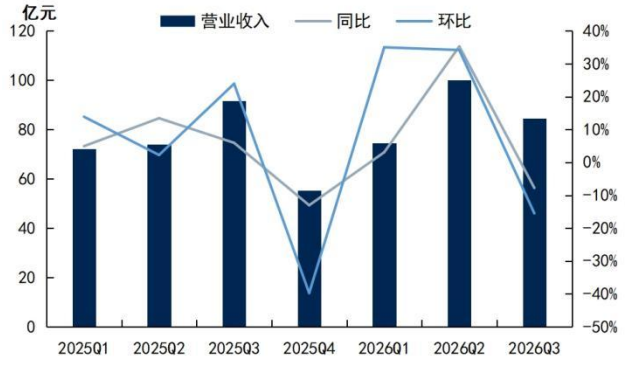
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《兴发集团（600141.SH）-特种化学品、农药、有机硅、新能源材料盈利显著改善》——2026-08-25
《兴发集团（600141.SH）-磷矿石贡献稳定利润，草甘膦盈利有望修复》——2026-04-07
《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

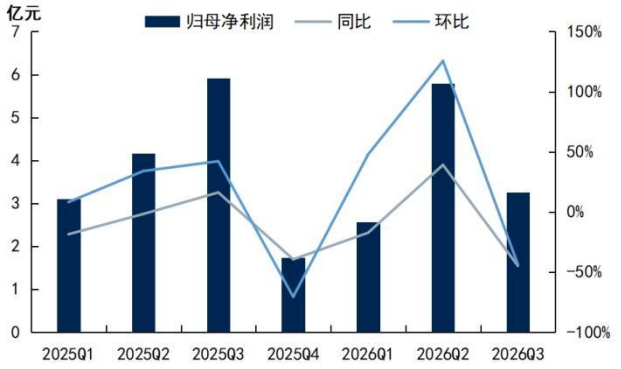
2026 年前三季度公司营收增长，业绩相对承压。2026 年前三季度公司实现营业收入 259.02 亿元，同比增长 8.92%；实现归母净利润 11.61 亿元，同比下降 11.90%；实现扣非归母净利润 11.59 亿元，同比下降 6.86%。其中第三季度单季度录得营业收入 84.50 亿元，同比下降 7.76%；归母净利润 3.26 亿元，同比下降 44.90%，环比下降 43.69%；扣非归母净利润 2.89 亿元，同比下降 50.22%。前三季度整体销售毛利率约 16.10%，同比降 0.7 pcts；净利润 14.17 亿元，同比下降 3.4%，但少数股东损益 2.56 亿元，同比增长 72.6%，使得归母净利润降幅大于净利润降幅。第三季度单季利润下滑主因磷矿石、磷肥盈利减弱；前三季度汇兑损失超 7000 万元，而去年同期为收益 4000 多万元，放大累计利润波动，特种化学品、农药、有机硅、新能源修复形成支撑。

图1：兴发集团季度营业收入及同环比增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：兴发集团归季度母净利润及同环比增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

农药：看好四季度北半球草甘膦进口支撑草甘膦涨价。据百川盈孚，2026 年 3 月以来，受美伊冲突影响，原材料价格大幅波动，草甘膦生产成本随之波动，4 月下旬华东地区草甘膦最高涨至 3.45 万元/吨，8 月 25 日回落至 2.58 万元/吨，9 月以来受成本提高、四季度北美进口旺季等因素推动价格触底回升，10 月底华东市场价 2.8 万元/吨。2026 年 1-9 月，我国其他非卤化有机磷衍生物累计出口数量 44.65 万吨，同比下降 8.75%，其中出口到北半球数量同比下降 22.14%，出口到拉丁美洲数量同比增长 4.65%，出口到亚洲数量同比下降 7.98%，考虑前期北半球进口量偏低，我们看好四季度中国出口至北半球的草甘膦数量提升，草甘膦价格有望维持 2.8 万元/吨以上的高位区间，公司农药业务盈利水平将阶段性改善。

肥料：前期硫磺涨价侵蚀利润，硫磺降价将缓解盈利压力。截至 10 月 30 日，国内硫磺参考价格 5220 元/吨，较 6 月 10685 元/吨的高点下降 51.15%，较年初的 3680 元/吨上涨 41.85%，硫磺价格的大幅波动是今年磷肥生产成本提升的主要驱动因素，预计随着硫磺价格下行，磷肥盈利水平将得到修复。据隆众资讯，10 月 30 日磷酸一铵(散装)波罗的海 FOB 现货价为 782 美元/吨（元/吨），湖北地区磷酸一铵(55%粉状)市场价为 3900 元/吨，海内外价差约 1351 元/吨，今年以来磷肥国内外价差维持较高水平。

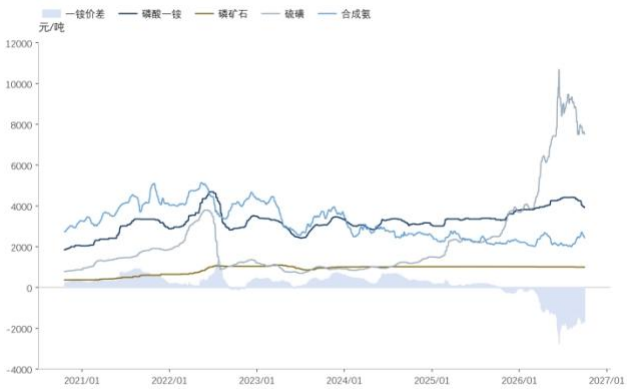
有机硅行业自律成效显现，盈利水平有望实现改善。公司有机硅以草甘膦副产的一氯甲烷为原料，同时有机硅副产的盐酸也是草甘膦生产所需原料，产业链协同优势显著。2025 年有机硅行业持续承压，公司有机硅板块毛利率为-3.7%。但行业自律成效显现，通过协同减产，2026 年 10 月 31 日有机硅 DMC 价格已回升至 1.39 万元/吨，有机硅业务盈利水平随价格逐步修复。

图3：草甘膦价格、价差走势



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：磷酸一铵价格、价差



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

成长板块新能源、新材料多点开花，打开长期成长空间。动力及储能市场需求旺盛，推动磷酸铁价格从年初 1.1 万元/吨涨至 10 月底的 1.63 万元/吨，磷酸铁锂价格从 3.7 万元/吨涨至 4.32 万元/吨，公司产能持续扩张，磷酸铁产能已提升至 15 万吨/年，磷酸铁锂年底将达 18 万吨/年。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。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑公司主营产品价格承压以及原材料价格上涨等因素，我们下调对公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 14.18/15.74/16.41（原值为 18.06/20.24/22.01 亿元），摊薄 EPS 为 1.29/1.43/1.49 元，当前股价对应 PE 为 17.2/15.5/14.8x，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（2026/10/30）	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	22.09	1.35	1.29	1.43	16.3	17.2	15.5	1.07	264
000422.SZ	湖北宜化	磷肥、尿素、煤炭	8.94	0.74	0.68	0.98	19.1	13.1	9.1	1.60	97
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	54.65	3.17	3.59	4.22	21.9	15.3	13.0	1.82	221

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1464	1780	2200	2600	4381
应收款项	1697	2212	2388	2508	2558
存货净额	3539	3962	3885	4063	4124
其他流动资产	1533	1300	1424	1495	1525
流动资产合计	**8295**	**9357**	**9897**	**10666**	**12587**
固定资产	32822	34181	32906	32386	31669
无形资产及其他	3040	4888	4692	4497	4301
投资性房地产	1977	1960	1960	1960	1960
长期股权投资	1642	1637	1637	1637	1637
资产总计	**47776**	**52023**	**51092**	**51147**	**52155**
短期借款及交易性金融负债	4338	5872	4421	3355	3500
应付款项	6178	6788	7122	7450	7560
其他流动负债	3486	2881	2449	2555	2593
流动负债合计	**14003**	**15542**	**13991**	**13360**	**13653**
长期借款及应付债券	9119	10262	10262	10262	10262
其他长期负债	1772	1824	1834	1844	1854
长期负债合计	**10891**	**12086**	**12096**	**12106**	**12116**
负债合计	**24894**	**27628**	**26088**	**25466**	**25769**
少数股东权益	1419	2387	2429	2475	2524
股东权益	21463	22008	22576	23205	23862
负债和股东权益总计	**47776**	**52023**	**51092**	**51147**	**52155**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.45	1.35	1.29	1.43	1.49
每股红利	0.89	1.46	0.77	0.86	0.89
每股净资产	19.45	19.95	20.46	21.03	21.63
ROIC	5.99%	4.50%	4%	5%	5%
ROE	7.46%	6.78%	6%	7%	7%
毛利率	20%	18%	16%	17%	17%
EBIT Margin	10%	9%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	18%	18%	18%	19%	19%
收入增长	1%	3%	8%	5%	2%
净利润增长率	16%	-7%	-5%	11%	4%
资产负债率	55%	58%	56%	55%	54%
股息率	4.0%	6.6%	3.5%	3.9%	4.0%
P/E	15.2	16.3	17.2	15.5	14.8
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.7	9.8	8.8	8.1	7.8

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**28396**	**29300**	**31643**	**33226**	**33890**
营业成本	22854	24038	26422	27743	28298
营业税金及附加	570	495	475	498	508
销售费用	441	442	477	432	441
管理费用	567	492	575	593	601
研发费用	1183	1314	1392	1495	1525
财务费用	350	443	422	377	341
投资收益	121	157	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(475)	(186)	0	0	0
其他收入	(1014)	(1050)	(1392)	(1495)	(1525)
营业利润	2247	2310	1880	2087	2176
营业外净收支	(164)	(146)	0	0	0
利润总额	**2083**	**2165**	**1880**	**2087**	**2176**
所得税费用	465	552	357	396	413
少数股东损益	17	120	104	116	121
归属于母公司净利润	**1601**	**1492**	**1418**	**1574**	**1641**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1601	1492	1418	1574	1641
资产减值准备	98	(265)	9	(3)	(4)
折旧摊销	2294	2778	3462	3718	3917
公允价值变动损失	475	186	0	0	0
财务费用	350	443	422	377	341
营运资本变动	(460)	(894)	(304)	71	14
其它	(91)	255	33	50	53
经营活动现金流	**3916**	**3552**	**4618**	**5410**	**5621**
资本开支	0	(3545)	(2000)	(3000)	(3000)
其它投资现金流	21	(44)	104	0	0
投资活动现金流	**217**	**(3584)**	**(1896)**	**(3000)**	**(3000)**
权益性融资	9	1131	0	0	0
负债净变化	(33)	1073	0	0	0
支付股利、利息	(985)	(1611)	(851)	(945)	(985)
其它融资现金流	(2879)	293	(1451)	(1066)	145
融资活动现金流	**(4908)**	**347**	**(2302)**	**(2010)**	**(840)**
现金净变动	**(774)**	**315**	**420**	**400**	**1781**
货币资金的期初余额	2239	1464	1780	2200	2600
货币资金的期末余额	1464	1780	2200	2600	4381
企业自由现金流	3995	214	3022	2785	2969
权益自由现金流	1083	1580	1230	1414	2838

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