

兴发集团 (600141.SH)

增持 (维持)

一季度业绩同比有所下降, 草甘膦有机硅底部盘整

事件: 公司发布 2025 年一季报, 报告期内实现营业收入 72.28 亿元, 同比增长 4.94%, 归母净利润 3.11 亿元, 同比下降 18.61%, 扣非净利润 2.29 亿元, 同比下降 36.16%。

- 核心产品销量同比均保持增长, 价格下跌致业绩有所下滑。2025 年一季度, 公司业绩同比下滑主要由于有机硅、农药系列产品价格下跌, 盈利能力减弱。报告期内, 公司销售毛利率 12.9%, 同比下降 1.5 pct; 特种化学品收入 12.9 亿元, 同比增长 4.5%, 销量 13.2 万吨, 同比增长 12.0%, 销售均价 9815 元/吨, 同比下跌 6.7%; 农药收入 12.1 亿元, 同比下降 2.0%, 销量 6.0 万吨, 同比增长 3.4%, 销售均价 2.01 万元/吨, 同比下降 5.4%; 肥料收入 8.7 亿元, 同比下降 1.9%, 销量 31 万吨, 同比增长 6.5%, 销售均价 2861 元/吨, 同比下跌 7.8%; 有机硅系列产品收入 6.2 亿元, 同比增长 4.8%, 销量 6.1 万吨, 同比增长 18.6%, 销售均价 1.01 万元/吨, 同比下跌 11.6%。
- 磷矿石继续保持较高景气度, 草甘膦有机硅底部盘整。相较于 2024 年四季度, 2025 年一季度公司主要产品磷矿石市场价基本持平, 磷酸一铵、有机硅市场价分别上涨 1.0%、3.3%, 磷酸二铵、草甘膦、六偏磷酸钠、三聚磷酸钠市场价均价分别下跌 6.1%、4.7%、1.6%、3.6%。当前磷矿石市场继续保持高景气度, 磷肥行业春耕旺季进入尾声, 后续若出口放开将有助改善行业盈利, 草甘膦、有机硅市场, 静待行业景气度复苏。
- 持续稳步推进重点项目建设, 助力产业转型升级。2024 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, 兴晨公司 2 万吨/年 2,4-D 项目, 宜都兴发湿法磷酸精制技术改造项目, 湖北兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目 (一期)、3 万吨/年液体胶项目 (一期)、有机硅皮革及有机硅泡棉中试项目等陆续建成投产, 公司微电子新材料、绿色农药、硅基材料产业综合实力进一步增强; 兴福电子电子级双氧水扩建、兴华磷化工 3.5 万吨/年有机磷阻燃剂等项目加快推进, 建成后将为公司带来新的利润增长点。
- 维持“增持”投资评级。由于草甘膦和有机硅景气度偏低, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.4 亿、18.9 亿、21.7 亿元, EPS 分别为 1.48、1.71、1.97 元, 当前股价对应 PE 分别为 14、12、10 倍, 维持“增持”投资评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	28105	28396	29949	32643	34686
同比增长	-7%	1%	5%	9%	6%
营业利润(百万元)	1747	2247	2294	2632	2999
同比增长	-79%	29%	2%	15%	14%
归母净利润(百万元)	1379	1601	1637	1892	2169
同比增长	-76%	16%	2%	16%	15%
每股收益(元)	1.25	1.45	1.48	1.71	1.97
PE	16.3	14.1	13.8	11.9	10.4
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

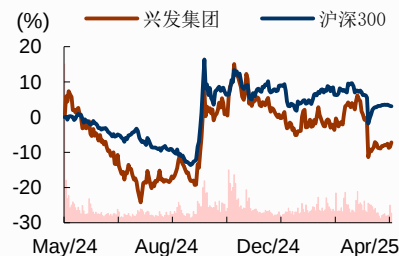
当前股价: 20.43 元

基础数据

总股本 (百万股)	1103
已上市流通股 (百万股)	1103
总市值 (十亿元)	22.5
流通市值 (十亿元)	22.5
每股净资产 (MRQ)	19.9
ROE (TTM)	7.0
资产负债率	51.0%
主要股东 宜昌兴发集团有限责任公司	
主要股东持股比例	20.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-12	-3
相对表现	-9	-8	-7



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《兴发集团 (600141) — 全年经营业绩逆势上扬, 化工业务景气度有望改善》2025-04-04
- 《兴发集团 (600141) — 三季度业绩环比继续向好, 草甘膦有机硅市场底部盘整》2024-10-29
- 《兴发集团 (600141) — 二季度业绩环比有所改善, 重点项目稳步推进》2024-08-20

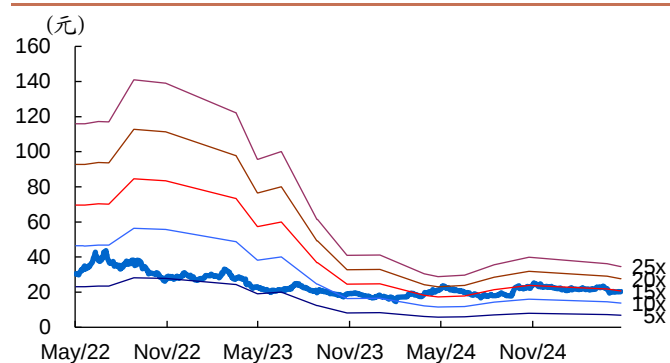
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

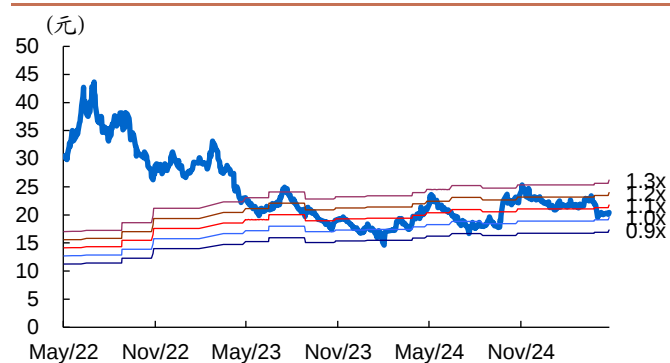
✉ caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 兴发集团历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 兴发集团历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7619	8295	9948	10451	11436
现金	2239	1464	2752	2629	3155
交易性投资	82	61	61	61	61
应收票据	5	8	8	9	10
应收款项	1244	1595	1662	1811	1924
其它应收款	121	94	99	108	114
存货	2234	3539	3748	4070	4300
其他	1693	1533	1619	1763	1872
非流动资产	36942	39481	40475	41408	42283
长期股权投资	1839	1642	1642	1642	1642
固定资产	26230	30301	31728	33046	34265
无形资产商誉	3969	3853	3468	3121	2809
其他	4905	3686	3637	3599	3568
资产总计	44561	47776	50423	51859	53719
流动负债	11804	14003	16098	16112	16348
短期借款	1714	2049	5975	5305	5050
应付账款	5920	6178	6556	7119	7523
预收账款	1011	1182	1254	1362	1439
其他	3158	4594	2314	2327	2336
长期负债	10787	10891	10891	10891	10891
长期借款	6329	6295	6295	6295	6295
其他	4458	4596	4596	4596	4596
负债合计	22591	24894	26989	27004	27239
股本	1112	1103	1103	1103	1103
资本公积金	7177	6946	6946	6946	6946
留存收益	12416	13414	13947	15348	16950
少数股东权益	1265	1419	1437	1457	1481
归属于母公司所有者权益	20705	21463	21997	23398	24999
负债及权益合计	44561	47776	50423	51859	53719

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1453	1589	4537	4831	5126
净利润	1387	1619	1655	1913	2193
折旧摊销	2063	2343	2738	2798	2856
财务费用	369	411	355	365	349
投资收益	(118)	(121)	(304)	(304)	(304)
营运资金变动	(2320)	(2668)	92	56	29
其它	73	5	2	3	3
投资活动现金流	(2588)	(2039)	(3428)	(3428)	(3428)
资本支出	(2432)	(1503)	(3732)	(3732)	(3732)
其他投资	(156)	(535)	304	304	304
筹资活动现金流	(1497)	(371)	178	(1526)	(1172)
借款变动	52	807	1636	(670)	(255)
普通股增加	(0)	(8)	0	0	0
资本公积增加	(101)	(231)	0	0	0
股利分配	(1112)	(667)	(1103)	(491)	(568)
其他	(336)	(272)	(355)	(365)	(349)
现金净增加额	(2632)	(821)	1287	(123)	526

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28105	28396	29949	32643	34686
营业成本	23562	22854	24253	26337	27830
营业税金及附加	345	570	601	655	696
营业费用	361	441	465	506	538
管理费用	468	567	598	652	693
研发费用	1117	1183	1247	1359	1444
财务费用	316	350	355	365	349
资产减值损失	(405)	(489)	(440)	(440)	(440)
公允价值变动收益	9	(23)	(23)	(23)	(23)
其他收益	90	205	205	205	205
投资收益	118	121	121	121	121
营业利润	1747	2247	2294	2632	2999
营业外收入	91	18	18	18	18
营业外支出	123	182	182	182	182
利润总额	1716	2083	2130	2468	2835
所得税	329	465	476	556	643
少数股东损益	8	17	18	21	24
归属于母公司净利润	1379	1601	1637	1892	2169

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-7%	1%	5%	9%	6%
营业利润	-79%	29%	2%	15%	14%
归母净利润	-76%	16%	2%	16%	15%
获利能力					
毛利率	16.2%	19.5%	19.0%	19.3%	19.8%
净利率	4.9%	5.6%	5.5%	5.8%	6.3%
ROE	6.7%	7.6%	7.5%	8.3%	9.0%
ROIC	5.3%	6.1%	5.8%	6.3%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	50.7%	52.1%	53.5%	52.1%	50.7%
净负债比率	21.1%	22.3%	24.3%	22.4%	21.1%
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	9.9	7.9	6.7	6.7	6.7
应收账款周转率	25.8	19.9	18.3	18.7	18.5
应付账款周转率	4.5	3.8	3.8	3.9	3.8
每股资料(元)					
EPS	1.25	1.45	1.48	1.71	1.97
每股经营净现金	1.32	1.44	4.11	4.38	4.65
每股净资产	18.77	19.45	19.94	21.21	22.66
每股股利	0.60	1.00	0.45	0.51	0.59
估值比率					
PE	16.3	14.1	13.8	11.9	10.4
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.1	10.2	9.0	8.3	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。