



# 兴发集团（600141.SH）2025Q3 财报解读报告

## 一、财报简评

2025年第三季度，兴发集团披露的营业收入为**91.61亿元**，同比增长**5.96%**，环比增长近**24%**；归母净利润**5.92亿元**，同比增加**16.17%**，环比大幅提升**42.15%**。公司整体延续复苏势头，主产品**草甘膦价格在6月后反弹约17%**，出口磷肥价格远超国内，引发经营拐点。虽然毛利率因有机硅价格低位和产品结构拖累而稍有下行，但净利率明显修复。

市场预期方面，多家券商此前预测兴发集团三季度收入约**90亿-92亿元**，净利润**5.5亿-5.8亿元**，实际业绩略超预期。财报发布当日，公司股价先涨后回落，市场交易逻辑聚焦两点：

1. **盈利改善超预期**——草甘膦价格反弹和磷矿石高价维持，使利润环比弹性大；
2. **对未来价格持续性的担忧**——有机硅和电子化学品价格仍弱，经营现金流同比下降**16.96%**导致部分资金持有者落袋为安。

总体来看，本季业绩“略超预期”，市场对利润弹性和产品周期有分歧，股价波动体现“估值定价权在盈利预期与周期波动之间摇摆”。

## 二、公司信息

兴发集团是国内最大的磷化工企业之一，主营业务涵盖磷矿石采选、黄磷及磷系基础化工、精细化工、新材料等完整产业链。公司已形成“**矿石—黄磷—基础化学品—精细/新材料**”的一体化模式，产品涉及草甘膦、磷酸及磷酸盐、农药原药、肥料、有机硅单体及下游材料等。公司位居全球草甘膦及磷酸一铵生产前列，磷矿资源储量3.95亿吨，拥有**585万吨/年**的采选产能，新增布尔格沟矿让资源储量扩大到**5.8亿吨**，保障长期原料供给。

近年来公司大力推进新材料战略，布局**有机硅新材料、电子化学品、锂铁磷电池材料**等高附加值业务。公司拥有国内最大的氟硅橡胶生产线；**磷酸铁锂**的第三代产线2025年已满产，第四代工艺正准备投产，黑磷及磷酸铁钠正加速开发。公司定位为“以磷资源为基础的全产业链化工企

业”，核心逻辑是通过资源优势和技术升级构建成本领先和产品差异化优势。

- 磷化工及农药**: 草甘膦、磷酸一铵、磷酸二氢钾等，主攻全球草甘膦市场并在肥料出口领域领先。
- 新材料及特种化学品**: 有机硅单体及制品、特种胺、阻燃剂、锂电材料等，拓展高毛利的新赛道。

### 三、关键数据：实际 vs 预期

| 指标                 | 实际值            | 市场预期        | YoY      | QoQ       | 结果     |
|--------------------|----------------|-------------|----------|-----------|--------|
| 营收 (Revenue)       | 91.61 亿元       | ≈90 亿–92 亿元 | +5.96%   | +23.94%   | 略超预期   |
| EPS (每股收益)         | 0.53 元         | ≈0.50 元     | +15.22%  | +18.60%   | 超预期    |
| 毛利率 (Gross Margin) | 17.32%         | ≈18.5%      | -约 2 ppt | -2.55 ppt | 小幅低于预期 |
| 净利润                | 5.92 亿元        | ≈5.5–5.8 亿元 | +16.17%  | +42.15%   | 超预期    |
| 经营现金流              | 6.43 亿元 (年初至今) | —           | -16.96%  | —         | 低于去年   |

整体数据略超市场预期。营收增长主要靠草甘膦与磷肥出口量价齐升，利润端受益于价格回升和费用控制；毛利率因有机硅价格低迷略有下滑，但净利率改善明显。

### 四、指引 vs 市场预期

公司未发布正式的 2025Q4 业绩指引，但管理层在投资者交流中透露几点预期：

- 下一季营收趋势**: 公司预计 Q4 收入较 Q3 稳中略降，草甘膦价格高位稳固但有机硅旺季来临，综合来看收入中值约在 90 亿元区间。市场一致预期约 88 亿元，属 中性。
- 利润/利润率指引**: 管理层强调草甘膦每上涨 1000 元/吨 可增加年利润约 2 亿元，有机硅每上涨 1000 元/吨 可增 3 亿元；如果价格维持当前区间，预计四季度净利率维持 7%–8%，利润略低于三季度。市场预计四季度净利润在 4.5 亿–5 亿元，指引偏中性。
- 全年更新**: 券商普遍预计 2025 年公司归母净利润 18–20 亿元，较去年持平略增；管理层

未公开上调或下调，强调重点在研发投入和项目投产的长期价值，而非短期利润。

## 市场情绪焦点：

1. **Bookings 增速降档**：由于 Q2–Q3 草甘膦出口订单高基数，部分投资者担心 Q4 订单增速放缓；
2. **利润率守高位**：在有机硅供应过剩背景下，公司在新材料和电子化学品提升毛利率能力有待验证；
3. **估值再定价逻辑**：若新材料项目落地带来估值新蓝图，市场可能给予更高估值；否则仍回到周期股定价逻辑。

## 五、增长与利润率

### 1. 收入增速与驱动因素：

- **量**：2025 年前三季度，特种化学品/农药/肥料/有机硅销量分别为 **40.9/19.5/106.2/22.8 万吨**，同比增长 6.8%、4.1%、10.4%、31.5%。草甘膦和磷肥出口量价齐升，新材料销量快速放量。
- **价**：95%草甘膦价格从二季度低点 **~2.3 万元/吨** 回升至三季度末 **~2.75 万元/吨**，较 Q1 上涨约 **19%**；磷酸一铵出口价格大幅高于国内价格，带来额外利润。
- **结构**：特种化学品占比提升，新材料板块收入增长 **11.7%**。

### 2. 毛利率与经营杠杆：

- Q3 综合毛利率 **17.32%**，环比下滑 2.55 个百分点。主要受有机硅价格处于周期底部影响，毛利率被稀释；草甘膦毛利率则受价格回升带动环比提升。
- 净利率 **7.41%**，环比上升 1.27 个百分点。费用率降低以及非经常性损益的助力推动盈利能力改善。
- 管理层解释每提高 **1000 元/吨** 的草甘膦价格可增利润 **2 亿元**，有机硅价格敏感性更高（每 **1000 元/吨** 对应利润增 **3 亿元**）。

### 3. 现金流与财务状况：

- 2025 年前三季度经营活动产生的现金流量净额 **6.43 亿元**，同比下降 **16.96%**，主要受存货增加和客户结算周期拖长影响。
- 资产方面，固定资产同比微降 **0.13%**，而无形资产增长 **57.81%**，反映公司持续扩建资源和技术项目。应收账款增加 **69.82%**，短期借款和长期借款分别增长 **78.14%** 和 **19.27%**。流动比率为 **0.66**，速动比率为 **0.39**。整体杠杆有抬升，但长期资产扩张为新材料项目铺路。

## 六、电话会要点 / 管理层重点

管理层在投资者交流会和电话会议上强调以下要点：

1. **增长 vs 盈利**：公司坚持“长期稳健增长，短期保障利润”的策略。在主要产品价格上行期注重释放产能；价格下行期则加大新材料研发及成本管控。
2. **新产品进展**：
  - **锂电材料**：磷酸铁锂第三代产线已全部投产并盈利，第四代工艺即将试车；黑磷和磷酸铁钠正处于中试阶段。
  - **有机硅及特种化学品**：公司正在推进年产 3 万吨 磷系阻燃剂、5 万吨聚醚多元醇等项目。随着黄磷项目升级，公司计划导入更多下游特种材料。
3. **区域/客户趋势**：海外市场拓展加速，在 131 个国家建立营销网络，并在印尼设立草甘膦生产基地，以规避贸易壁垒并贴近客户。
4. **资本配置与成本**：今年 R&D 投入 5.41 亿元，占营收比例 3.7%。未来将维持或提高研发强度，重点用于高附加值产品和技术升级。公司继续推进对布尔格沟矿的并购以锁定资源，并完善有机硅、黄磷及新材料产业链。
5. **管理层语气**：对草甘膦价格持谨慎乐观，对有机硅周期复苏持偏谨慎态度；强调长期价值在于资源优势与新材料布局，不会盲目追求短期利润。

## 七、持续关注的老问题

### 1. 盈利质量 / 股权激励压力：

- 非经常性损益对净利润贡献 1,210 万元，比去年同期增加；整体盈利质量仍需观察。
- 股份支付费用增加，员工持股计划摊销在财报中有所反映，但对利润影响可控。

### 2. 宏观广告或周期风险：

- 草甘膦和磷肥属于周期品，国际农产品价格、汇率和出口政策均影响盈利。当前草甘膦市场供需偏紧，但若海外新产能或政策变化导致供需逆转，价格下跌将压制利润。

### 3. 去杠杆 / 利息负担：

- 短期借款增长 78.14%。虽然公司拥有资源资产作抵押，但若未来利率上行或资本市场收紧，财务费用将对利润形成压力。

### 4. 产能爬坡 / 定价压力：

- 新材料项目如磷酸铁锂和阻燃剂等需要时间爬坡，产销爬坡过程中毛利率可能低于成熟产品。行业竞争加剧也可能导致未来产品定价承压。

## 5. 环境与安全监管：

- 磷化工行业环保高压常态化，污染排放标准日益严格，任何安全事故都可能导致停产和罚款。公司在建项目需严格遵守环保与安全要求。

整体而言，老问题未出现重大恶化，部分指标如经营现金流有所承压，需要继续跟踪。

# 八、风险与机会

## 机会（多头逻辑）

1. **草甘膦供应继续偏紧 → 价格维持高位**：若全球供应端扩产进度慢于预期，草甘膦价格将维持在 2.6–2.8 万/吨，每 1000 元/吨 的涨价将带来 2 亿元利润；持续高价将使公司利润超预期。
2. **磷矿资源整合加速 → 原料成本优势强化**：国内磷矿资源收紧，兴发集团通过并购布尔格沟矿将储量提高至 5.8 亿吨，若行业进入资源竞争阶段，公司凭借资源壁垒将获得超额收益。
3. **新材料项目落地 → 成为估值新引擎**：磷酸铁锂、新型阻燃剂、电子化学品等高毛利产品顺利投产，带来利润增长和估值重塑；尤其黑磷/硫磷材料若打入储能市场，将打开千亿市场空间。
4. **海外业务扩张 → 增强全球定价权**：公司在印尼和南美布局生产基地和营销网络，减少关税壁垒，提高海外市场占有率。全球客户结构优化有助于收入稳定。
5. **政策支持化工行业升级 → 获得补贴与税收优惠**：国家鼓励磷化工向高端材料升级，公司项目可能享受政策资金和税收优惠，提高盈利能力。

## 风险（空头逻辑）

1. **草甘膦和有机硅价格下跌 → 利润敏感性高**：行业景气周期若走弱，价格下跌 1000 元/吨将分别减少 2 亿 和 3 亿元利润；需求波动容易导致盈利大幅波动。
2. **新材料项目投产不及预期 → 投资回报延迟**：磷酸铁锂、阻燃剂等新项目存在工艺爬坡风险，若产能达产不及预期或市场竞争激烈，固定资产投资回收周期拉长，可能影响现金流。
3. **财务杠杆升高 → 利息费用及偿债压力**：短期借款和长期借款大幅增长，若融资环境收紧或利润下滑，偿债压力上升；同时应收账款激增或客户信用恶化可能增加坏账风险。
4. **环保安全事件 → 生产中断与罚款**：磷化工生产存在安全与环保风险，一旦发生事故或政策收紧，可能导致停产整顿和行政处罚，拖累业绩。
5. **出口政策变化 → 贸易壁垒风险**：海外反倾销调查或关税调整、人民币升值等因素将影响

出口订单，尤其草甘膦主要依赖国际市场。

用一句话总结：收入正在修复，但利润依赖于周期性的草甘膦和有机硅价格，短期仍在地上爬，长期看资源与新材料赛道是否飞得起来。

## 九、特别说明 / 投资启示

从投资角度看，兴发集团三季报在收入和利润上整体超预期，显示草甘膦与磷肥周期拐点开始显现。同时，经营现金流下降、负债提高、毛利率回落表明公司仍处于周期波动和扩张投入阶段。投资者应区分短期业绩弹性和长期增长逻辑：

1. **短期情绪：**主要受草甘膦和有机硅价格波动影响。如果四季度草甘膦价格稳定，有机硅回暖，公司利润仍有弹性；反之，利润回落风险大，股价或出现调整。
2. **长期逻辑：**公司凭借磷矿资源优势，通过技术升级向高端特种化学品和新材料延伸，逐步从“农化周期品”向“资源+新材料平台”转型。布尔格沟矿并购和新产线投产为未来十年成长奠定基础。研发强度提升、国际化布局和产业链延伸将提供稳健增长动力。

综合来看，**基本面在修复，情绪面在回补**。周期产品带来短期波动，但资源与技术升级构建长期价值。投资者应把握价格周期和项目落地节奏，做波段而不盲目追高。