

扬农化工（600486.SH）

增持（维持）

全年业绩符合预期，辽宁优创项目快速推进

事件：公司发布 2024 年年报，报告期内实现营业收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%，归母净利润 12.02 亿元，同比下降 23.19%，扣非净利润 11.63 亿元，同比下降 22.81%；其中四季度单季实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 9.76%，环比增长 4.41%，归母净利润 1.76 亿元，同比下降 13.71%，环比下降 32.91%。

□ 全年农药行业持续低迷，下半年业绩季节性回落。2024 年是农化行业深度调整、市场竞争不断加剧的一年，也是公司四次创业的攻坚之年，一年来，农化行业持续低迷，产品价格不断下滑，公司持续加强卓越运营和提质增效。报告期内，公司原药收入 64.2 亿元，同比下降 13.07%，毛利率 27.70%，同比下降 2.45 pct，销量 10 万吨，同比增长 3.5%，销售均价 6.43 万元/吨，同比下跌 16.0%；制剂收入 15.45 亿元，同比下降 7.78%，毛利率 29.77%，同比提高 2.39 pct，销量 3.6 万吨，同比增长 1.77%，销售均价 4.25 万元/吨，同比下跌 9.38%。农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场，下半年公司业绩季节性回落。

□ 部分产品价格处于底部区域，长期农药需求稳中有升。2024 年公司产品草甘膦、功夫菊酯、联苯菊酯、硝磺草酮市场均价分别为 2.5 万、10.8 万、13.4 万、9.3 万元/吨，同比分别下跌 23.0%、23.3%、25.4%、14.0%；2025 年一季度以来，草甘膦、联苯菊酯市场均价分别为 2.3 万、12.8 万元/吨，环比 2024Q4 分别下跌 4.6%、0.5%，功夫菊酯市场均价 10.9 万元/吨，环比上涨 1.5%，硝磺草酮市场均价 8.6 万元/吨，环比基本持平，近期农药行业景气度有所回暖。农药行业需求刚性，但在业周期底部，呈现“量增利减”特征，海外市场去库存已见成效，新周期备货启动推动部分产品需求恢复。粮食主产国持续扩大农产品种植面积，长期农药产品终端需求稳中有升。

□ 继续加强创制药的开发，项目建设保持快速推进。公司具有国内领先的农药创新研发能力，形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树，菊酯产品关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用。公司自主创制水平居行业领先，在我国自主创制、年销售额超过亿元的 6 个品种中，公司占据 3 个。2024 年公司奋力打好葫芦岛项目首场攻坚战，提前 6 个月完成一期一阶段项目建设，正在陆续进行调试生产，功夫菊酯等多个品种已拿出合格产品。2025 年公司将重点抓好优创一期一阶段项目调试和二阶段安装工作，拿出优创二期项目清单，抓好优嘉厂区、科创厂区项目推进。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 13.5 亿、16.1 亿、18.8 亿元，EPS 分别为 3.32、3.96、4.61 元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、12 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨、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)	11478	10435	11732	13364	15125
同比增长	-27%	-9%	12%	14%	13%
营业利润(百万元)	1869	1413	1585	1892	2201
同比增长	-13%	-24%	12%	19%	16%
归母净利润(百万元)	1565	1202	1349	1611	1875
同比增长	-13%	-23%	12%	19%	16%

周期/化工

目标估值：NA

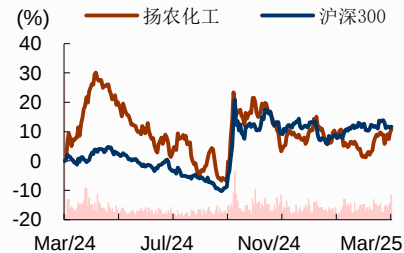
当前股价：55.7 元

基础数据

总股本（百万股）	407
已上市流通股（百万股）	403
总市值（十亿元）	22.7
流通市值（十亿元）	22.4
每股净资产（MRQ）	25.9
ROE（TTM）	11.4
资产负债率	40.3%
主要股东	先正达集团股份有限公司
主要股东持股比例	35.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	11	9
相对表现	9	0	-2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《扬农化工（600486）一三季度业绩符合预期，优创项目将逐步贡献增量》2024-10-29
- 2、《扬农化工（600486）一农药行业低迷导致业绩承压，加快推进优创项目建设》2024-08-27
- 3、《扬农化工（600486）一一季度业绩同比下降明显，持续推出新产品新项目》2024-04-22

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

每股收益(元)	3.85	2.96	3.32	3.96	4.61
PE	14.5	18.8	16.8	14.1	12.1
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司是国内农药优质企业，持续做大做强.....	5
1、公司产品种类丰富，是国内农药行业头部企业.....	5
2、农药行业景气度回落，经营业绩有所承压.....	6
3、下半年为传统销售淡季，季节性下滑符合预期.....	8
一、行业景气度进一步下降，目前处于底部区域.....	9
二、公司具有较强竞争力，新项目打开未来成长空间.....	10
1、公司核心竞争力强，有助其长期稳步发展.....	10
2、持续推出新项目奠定成长性，葫芦岛基地前景广阔.....	11
三、风险提示.....	12

图表目录

图 1：近几年公司营业收入及增速.....	6
图 2：近几年公司归母净利润及增速.....	6
图 3：2024 年公司主营业务收入构成.....	7
图 4：近几年公司原药制剂销量和价格.....	7
图 5：近几年公司净资产收益率.....	7
图 6：近几年公司投入资本回报率.....	7
图 7：近几年公司毛利率和净利率情况.....	7
图 8：近几年公司期间费用率情况.....	7
图 9：近几年草甘膦价格情况.....	9
图 10：近几年联苯菊酯价格情况.....	9
图 11：近几年功夫菊酯价格情况.....	10
图 12：近几年硝磺草酮价格情况.....	10
图 13：近几年麦草畏价格情况.....	10
图 14：近几年烯草酮价格情况.....	10
图 15：扬农化工历史 PE Band.....	13
图 16：扬农化工历史 PB Band.....	13

表 1: 公司主要产品及用途.....

5

表 2: 2024 年中国农药行业销售百强榜（前 20 名单）

5

表 3: 单季度经营业绩回顾.....

8

表 4: 单季度主要业务收入构成

8

表 5: 如东基地已投产项目情况

11

附：财务预测表

14

一、公司是国内农药优质企业，持续做大做强

1、公司产品种类丰富，是国内农药行业头部企业

公司主要从事农药生产经营，产品种类齐全，拟除虫菊酯为传统特色品种。公司产品研发坚持专利药与非专利药研发双轮驱动，包括创制农药的研发、非专利农药的研发以及现有产品工艺的技术改进。公司在产原药品种近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别，其中，杀虫剂主要有拟除虫菊酯系列产品，拟除虫菊酯产品分为卫生用药和大田用药，卫生用药主要用于室内蚊虫趋避消杀，是公司的特色品种。大田用药主要用于蔬菜、茶叶、果树等作物的害虫防治；除草剂主要有草甘膦、麦草畏、烯草酮等品种；杀菌剂主要有氟啶胺、吡唑醚菌酯等品种。植物生长调节剂有抗倒酯。公司销售分为原药销售和品牌制剂销售，原药销售主要针对下游制剂企业，品牌制剂销售主要针对国内终端渠道和用户。

表 1：公司主要产品及用途

种类	产品	用途
杀虫剂	拟除虫菊酯-卫生菊酯	室内蚊虫趋避消杀，是公司的特色品种。
	拟除虫菊酯-农用菊酯	主要用于蔬菜、茶叶、果树等作物的害虫防治。
除草剂	草甘膦	对多年生根杂草非常有效，广泛用于橡胶、桑、茶、果园及甘蔗地。
	硝磺草酮	主要用于玉米、甘蔗、水稻、草坪等作物的杂草防除。
	烯草酮	主要用于防除一年生和多年生禾本科杂草。
	麦草畏	用于谷物地除草，对小麦、玉米等作物中的一季生和多季生阔叶杂草有显著效果。
杀菌剂	氟啶胺	一种杂环类杀菌剂，一种很好的叶面喷洒剂，并能兼治叶螨。
	吡唑醚菌酯	对小麦白粉病、赤霉病具有较好的防治功效。

资料来源：公司公告、招商证券

公司是国内农药行业龙头企业。从 2024 年中国农药行业销售 TOP100 名单来看，前十强企业的销售额达 1027.23 亿元，同比减少 21.29%，占百强企业销售总额的 39.31%；销售额超过 10 亿的企业达 73 家，较去年减少 5 家；50 亿元以上企业 12 家，其中百亿级企业 4 家。2024 年公司农药销售额 112.9 亿元，排名第三，公司是国内农药行业龙头，持续做大做强原药业务，不断开拓制剂市场。

表 2：2024 年中国农药行业销售百强榜（前 20 名单）

排名	企业名称	2023 年销售额（亿元）
1	安道麦股份有限公司	300.41
2	山东潍坊润丰化工股份有	114.85
3	江苏扬农化工股份有限公	112.85
4	中农立华生物科技股份有	104.09
5	连云港立本作物科技有限	82.48
6	利尔化学股份有限公司	70.97
7	福华通达化学股份公司	67.02
8	浙江新安化工集团股份有	59.09

9	安徽广信农化股份有限公	58.18
10	北京颖泰嘉和生物科技股	57.29
11	浙江中山化工集团股份有	55.39
12	江苏七洲绿色化工股份有	52.35
13	山东滨农科技有限公司	49.61
14	海利尔药业集团股份有限	42.93
15	湖北兴发化工集团股份有	42.83
16	联化科技股份有限公司	42.43
17	广东中迅农科股份有限公	40.14*
18	利民控股集团股份有限公	38.19
19	永农生物科学有限公司	37.69
20	江苏长青农化股份有限公	35.20

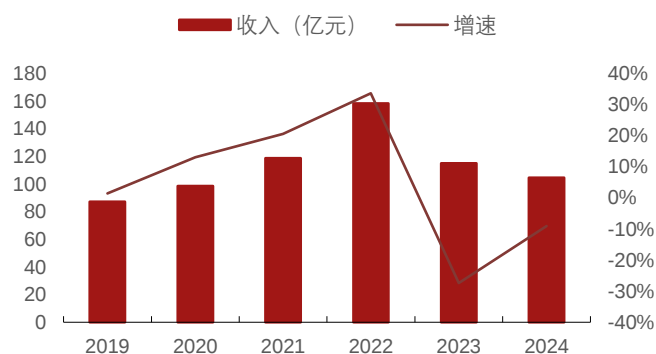
资料来源：农资导报农药、招商证券

2、农药行业景气度回落，经营业绩有所承压

农药行业周期景气度回落，公司近两年业绩有所承压。2024 年是农化行业深度调整、市场内卷不断加剧的一年，也是公司四次创业的攻坚之年。一年来，农化行业持续低迷，产品价格不断下滑，面对严峻的市场环境，公司把卓越运营和提质增效作为主要抓手，在原药产品价格损失高达 15 亿元的困难局面下，顶住压力，攻坚克难，全年实现营业收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%，归母净利润 12.02 亿元，同比下降 23.19%，扣非净利润 11.63 亿元，同比下降 22.81%。

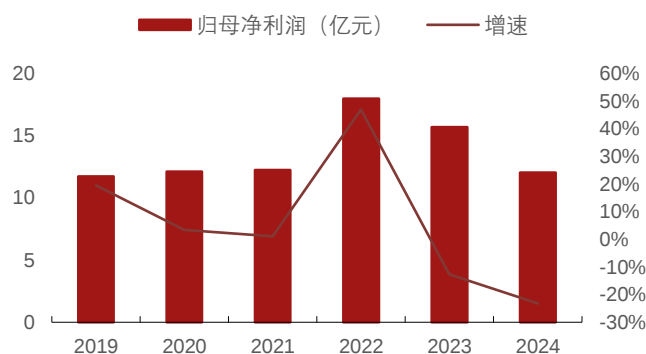
原药和制剂为公司核心业务，贡献主要业绩。2024 年公司原药、制剂收入分别为 64.2 亿、15.5 亿元，同比分别下降 13.07%、7.08%，分别占公司总收入 61.5%、14.8%。近几年公司农药原药销量稳健增长，制剂销量保持平稳，销售均价 2023-2024 年同比有所下跌。

图 1：近几年公司营业收入及增速



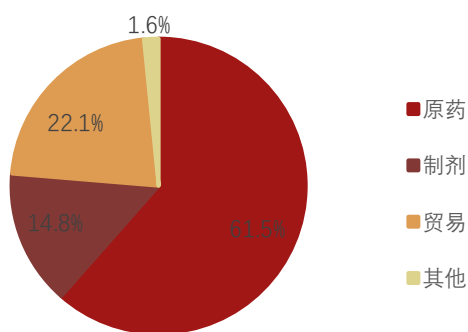
资料来源：Wind、招商证券

图 2：近几年公司归母净利润及增速



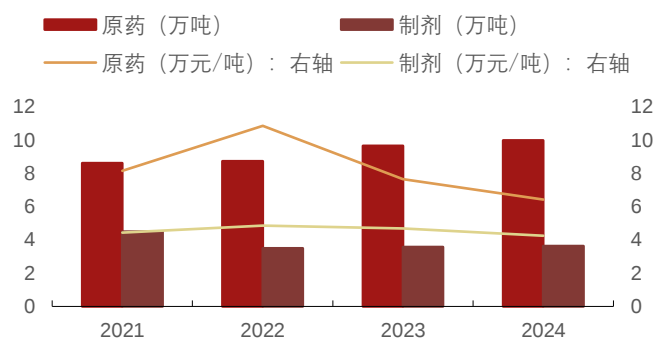
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2024 年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind、招商证券

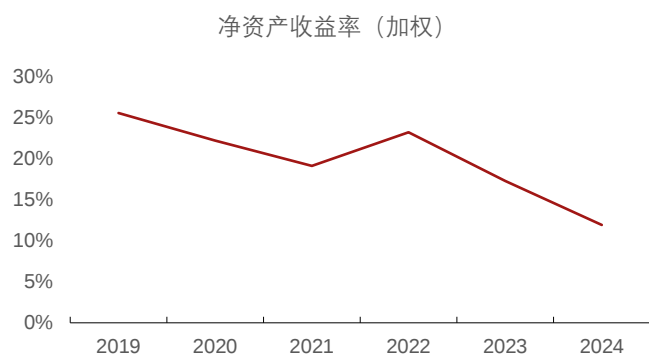
图 4：近几年公司原药制剂销量和价格



资料来源：Wind、招商证券

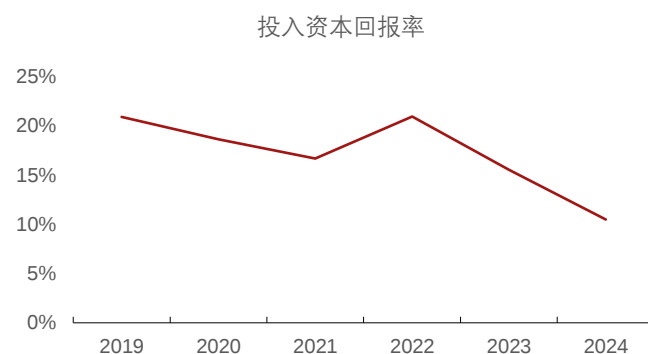
公司净资产收益率和盈利能力有所降低。2024 公司经营业绩有所下降，净资产收益率 11.9%，同比下降 5.35pct，投入资本回报率 10.48%，同比下降 5.0 pct。2024 年公司综合毛利率 23.11%，同比下降 2.5 pct，归母净利率 11.5%，同比下降 2.1pct，尽管农药行业景气度大幅下降，但公司盈利能力降幅不大，具有较强的抗周期风险能力；期间费用率 9.52%，同比下降 0.13 pct，费用管控能力较强。

图 5：近几年公司净资产收益率



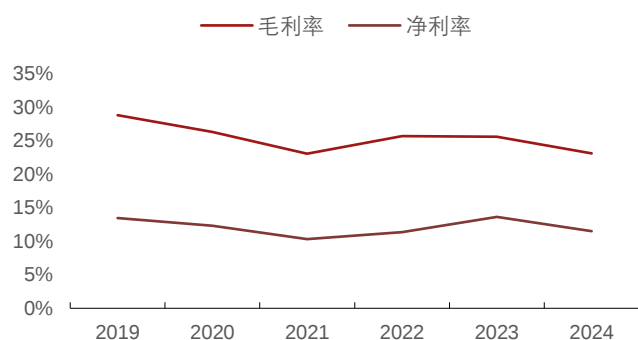
资料来源：Wind、招商证券

图 6：近几年公司投入资本回报率



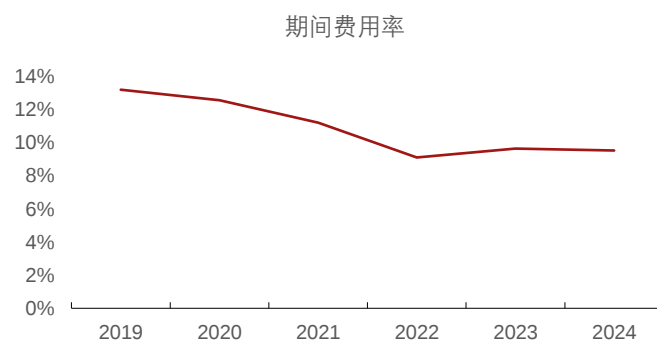
资料来源：Wind、招商证券

图 7：近几年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

图 8：近几年公司期间费用率情况



资料来源：Wind、招商证券

3、下半年为传统销售淡季，季节性下滑符合预期

农药产品作为农作物刚性需求，具有较强的季节性。从用药时间看，农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。公司目前原药销售比重较大，因此上半年是公司销售旺季，第三季度收入将呈现季节性回落。同时，农药行业受气候条件的影响较大，复杂多变的气候将影响农作物的种植，进而影响农药的需求。公司持续努力丰富农药品种，做大农药市场，依托多品种、多市场对冲消化气候带来的不利影响。

表 3：单季度经营业绩回顾

(百万元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
营业收入	4500	2567	2207	2204	3176	2523	2317	2419
营业毛利	1237	660	528	514	773	608	545	486
营业费用	51	56	63	59	51	55	60	66
管理费用	164	134	129	91	105	133	144	86
研发费用	118	104	80	117	75	93	81	109
财务费用	14	-44	-5	-24	-1	-25	-7	-31
营业利润	889	447	284	249	500	388	299	226
归母净利润	754	370	237	204	429	334	263	176
EPS (元)	2.43	1.18	0.58	0.50	1.06	0.82	0.65	0.43
主要比率								
毛利率	27.5%	25.7%	23.9%	23.3%	24.3%	24.1%	23.5%	20.1%
营业费用率	1.1%	2.2%	2.9%	2.7%	1.6%	2.2%	2.6%	2.7%
管理费用率	3.6%	5.2%	5.8%	4.1%	3.3%	5.3%	6.2%	3.5%
研发费用率	2.6%	4.0%	3.6%	5.3%	2.4%	3.7%	3.5%	4.5%
财务费用率	0.3%	-1.7%	-0.2%	-1.1%	0.0%	-1.0%	-0.3%	
营业利润率	19.8%	17.4%	12.9%	11.3%	15.7%	15.4%	12.9%	9.3%
有效税率	15.2%	17.2%	16.4%	17.0%	14.2%	13.9%	11.1%	20.4%
净利率	16.8%	14.4%	10.7%	9.3%	13.5%	13.2%	11.3%	7.3%
YoY								
收入	-14.6%	-40.3%	-37.6%	-18.6%	-29.4%	-1.7%	5.0%	9.8%
归母净利润	-16.6%	-39.4%	91.4%	31.1%	-43.1%	-9.6%	10.9%	-13.7%

资料来源：Wind、招商证券

公司产品主要分为农药原药和农药制剂。2024 年公司原药收入 64.2 亿元，同比下降 13.07%，毛利率 27.70%，同比下降 2.45 pct，销量 10 万吨，同比增长 3.5%，销售均价 6.43 万元/吨，同比下跌 16.0%；制剂收入 15.45 亿元，同比下降 7.78%，毛利率 29.77%，同比提高 2.39 pct，销量 3.6 万吨，同比增长 1.77%，销售均价 4.25 万元/吨，同比下跌 9.38%。从单季度看，2024 年四季度公司农药原药收入 16.0 亿元，销量 2.36 万吨，销售均价 6.71 万元/吨；农药制剂收入 1.58 亿元，销量 0.21 万吨，销售均价 7.62 万元/吨，公司农药制剂主要在国内销售，每年一季度为用药最旺的季节，随后逐季减少。

表 4：单季度主要业务收入构成

收入分布	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
原药								
收入 (百万元)	2873	1643	1438	1430	1724	1599	1497	1598
销量 (万吨)	2.80	2.37	2.34	2.15	2.50	2.50	2.61	2.38
均价 (万元/吨)	10.27	6.92	6.16	6.66	6.91	6.39	5.74	6.71
制剂 (不折百)								

收入（百万元）	994	343	193	146	861	342	184	158
销量（万吨）	1.90	0.95	0.48	0.23	1.50	1.31	0.62	0.21
均价（万元/吨）	5.22	3.60	4.00	6.25	5.75	2.61	2.96	7.62

资料来源：公司公告、招商证券

一、行业景气度进一步下降，目前处于底部区域

农药行业供给整体大于需求，行业景气度进一步下降。2024 年，我国农药市场整体需求维持低迷态势，价格持续走低，由于产能西迁、盲目投资以及抢夺专利临期产品市场等因素，农药产能持续扩张，而实际需求却未能与之匹配。中国原药产量约占全球 68%，自 2022 年以来新一轮产能扩张进入投产期，根据统计局数据 2024 年我国化学农药产量同比增加 37.6%，供应整体大于需求，产品价格自 2022 年下半年以来持续下行，农药产品价格面临近 20 年来历时最长、跌幅最大的周期性下行，多数品种进一步下跌至成本线附近徘徊，农药行业进入微利时代，企业盈利艰难。

终端市场方面，受全球经济持续低迷，需求不振，粮食价格低位徘徊等因素叠加影响，农户偏向压低农业投入品成本以平衡收益；渠道采购模式变得谨慎且分散，企业纷纷以价换量维持市场份额。在此环境下，技术升级、产业链整合和国际化布局成为农药企业竞争策略，竞争力较弱及中小企业面临生存压力，前十强企业销售额占比近 40%，行业集中度提升。

2025 年我国农药市场预计将迎来逐步回暖的态势。据业内预估，小麦、水稻、玉米、马铃薯、大豆、油菜等粮油作物重大病虫害将呈重发态势，发生面积预计达到 34.5 亿亩次，较 2024 年和前几年均值均有显著增加。这将直接带动农药需求量的上升，尤其是对杀虫剂、除草剂、杀菌剂以及生物农药的需求将有所变化。其中，化学农药使用量有望整体保持下降趋势，但以除草剂上升和杀菌剂增长为主，杀虫剂则继续下降，生物农药则略有上升。

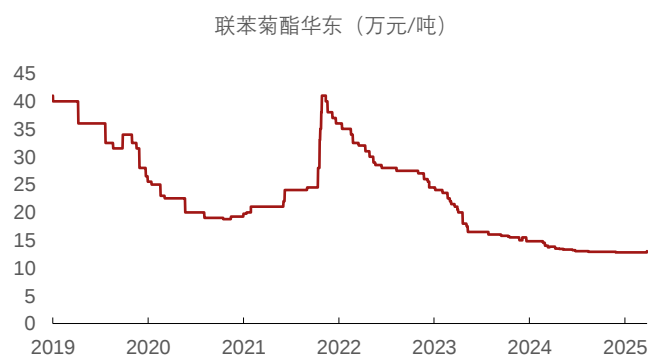
公司农药产品种类较多，代表性产品价格处于底部区域。2021 年底-2022 年初农药行业景气达到高点后进入持续下行周期，2024 年公司代表性产品草甘膦、联苯菊酯、功夫菊酯、硝磺草酮、麦草畏、烯草酮等产品价格均在底部区域震荡，经过长时间的底部盘整后，近期部分农药产品价格有所回升，预计 2025 年农药行业有望底部逐步复苏。

图 9：近几年草甘膦价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：近几年联苯菊酯价格情况



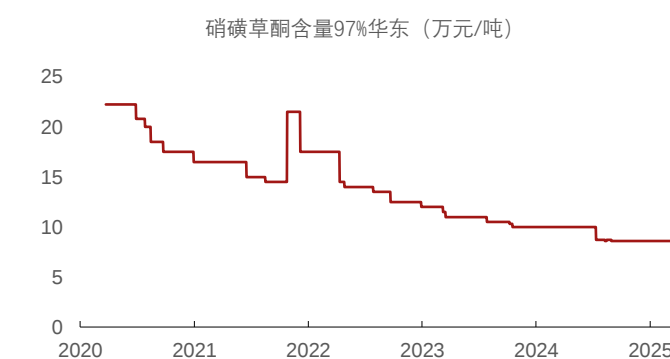
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 11: 近几年功夫菊酯价格情况



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 12: 近几年硝磺草酮价格情况



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 13: 近几年麦草畏价格情况



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 14: 近几年烯草酮价格情况



资料来源: 百川盈孚、招商证券

二、公司具有较强竞争力, 新项目打开未来成长空间

1、公司核心竞争力强, 有助其长期稳步发展

公司是国家重点高新技术企业, 国内农化上市公司头部企业, 全球拟除虫菊酯原药核心供应商。核心品种拟除虫菊酯品种、规模名列全国农药行业第一, 是全国制造业单项冠军产品, 获中国工业领域最高奖---中国工业大奖。子公司优嘉公司被工信部评为全国首批“绿色工厂”。公司通过多年积累和传承, 打造了六大核心竞争力。

(1) 本土化科技创新能力。公司秉持“创新目标国际化、创新课题市场化、创新成果商品化”的研发思路, 坚持“研制一代、开发一代、储备一代”战略, 形成了国内领先的农药创新研发能力。公司从菊酯产品起步, 依托自主创新, 在多项菊酯关键技术上取得突破, 打破了跨国公司在我国市场的多年垄断, 填补国内外技术空白 20 项。菊酯产品从起初的 2 个增加到 50 多个, 形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树, 菊酯产品关键中间体均自成体系、配套完善, 资源得到充分利用。公司自主创制水平居行业领先, 在我国自主创制、年销售额超过亿元的 6 个品种中, 公司占居 3 个。

(2) 快速的工程转化能力。公司经过多年积淀, 拥有一支集工程设计、施工、

管理全流程的技术团队，具备工程快速转化的能力，产业化质量、效率在行业内保持领先。熟练掌握多种危险工艺工程转化技术：国家重点监管涉及的精细化工的 13 种危险化工工艺，公司均有较深入的研究，其中 11 种已建成工业化装置，突破了新型反应器创新技术在高危工艺上的应用，对本质安全的管控水平处于行业领先。

（3）卓越的生产运营能力。公司在产原药涉及杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等约 70 个品种，总产能超 10 万吨。公司具有良好的成本控制、质量管控和自动化、信息化能力，劳动生产率处于国际领先水平。近年来，公司积极推进“智改数转”工作，以江苏优嘉为试点，通过对生产运营系统的全面集成，数字化工厂初具雏形。公司获评中国轻工业数字化转型先进单位，江苏优士、江苏优嘉入选工信部《5G 工厂名录》，江苏优嘉创成工信部智能制造示范工厂、江苏省两化融合贯标示范 3A 企业。

（4）超越合规的绿色发展能力。公司拥有行业领先的三废处理能力。废水处理采用自主研发技术，国内首次实现高浓废水直接处理；废气处理采用进口 RTO 焚烧炉，处理效率达 99.8% 以上；固废处理采用固废焚烧装置，排放水平达欧盟 2000 标准，率先在国内同行实现化学品全生命周期管理。子公司江苏优嘉自 2014 年投产以来，连续保持 HSE“四个零”的良好绩效，经受住严格的环保督查考验，保持了生产长周期、高负荷运行。公司旗下优士、优嘉、科创 3 家原药工厂均创成工信部“绿色工厂”。旗舰工厂江苏优嘉被评为“江苏省绿色发展领军企业”。

（5）全球知名的品牌影响力。公司深耕农化市场多年，强大的研产销一体化运营能力提升了公司的市场竞争力。公司卫生用药拥有完整的产品体系，是国内外众多下游企业的首选品牌，国内和东南亚市场占有率从不足 5% 提升并保持在 70% 左右，是全球第二大卫药供应商。公司积极融入全球农药产业链，公司稳定的供货能力、出色的成本控制、齐全的品种优势、诚信负责的经营作风，得到了国际农化跨国公司的普遍认同，目前公司与多家全球农药跨国公司保持良好合作，成为全球农化市场不可或缺的核心供应商。

（6）担当实干的创业团队。公司拥有一支“甘于奉献、敢打硬仗”的创业团队，是一支“专业互补、门类齐全、勤勉实干、忠诚担当”的骨干队伍，公司员工与企业“同呼吸共命运”，具有强烈的主人翁意识、高度的企业忠诚度以及顽强拼搏的精神。

2、持续推出新项目奠定成长性，葫芦岛基地前景广阔

如东基地四期项目陆续投产，奠定公司近几年成长性。公司如东基地江苏优嘉植保公司过去几年快速发展，2022 年江苏优嘉植保公司实现收入 59.1 亿元，净利润 8.5 亿元，成为近几年公司重要的业绩增长点。优嘉公司的工程建设速度保持行业领先，优嘉一期项目建设用时仅 10 个月，创造当地园区最快项目建设记录，二期、三期、四期项目快速建成，调试均一次性取得成功，凸显公司具有较强的工程转化能力，为后续项目的顺利开展打下坚实基础。

表 5：如东基地已投产项目情况

优嘉一期	优嘉二期	优嘉三期	优嘉四期
------	------	------	------

投资金额	6.14 亿元	19.8 亿元	20.2 亿元	23.3 亿元
项目内容	5000 吨/年麦草畏、800 吨/年联苯菊酯、1500 吨/年贵亭酸甲酯、600 吨/年氟啶胺等	2600 吨/年卫生用拟除虫菊酯、50 吨/年避蚊胺、300 吨/年抗倒酯、1000 吨/年吡唑醚菌酯、20000 吨/年麦草畏等	11,475 吨/年杀虫剂（拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶脲）、1,000 吨/年除草剂（苯磺隆、塞苯隆、高效盖草能）、3,000 吨/年杀菌剂（丙环唑、苯醚甲环唑）等	8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目等

资料来源：公司公告、招商证券

开辟北方葫芦岛新基地，开启未来发展新征程。葫芦岛基地辽宁优创植物保护有限公司拟投资 42.4 亿元建设年产 15,650 吨农药原药、7,000 吨农药中间体及 66,133 吨副产品项目，项目建设期 2.5 年，项目建成投产后，预计年均营业收入为 40.83 亿元，总投资收益率（ROI）17.16%，项目投资财务内部收益率（所得税后）15.65%。葫芦岛经济开发区化工园区属于农业农村部《“十四五”全国农药发展规划中》公布的 31 个发展农药产能重点园区之一，产业发展规划明确可以建设高效、低风险、环境友好型农药原药项目，园区配套条件较好。公司投资该重大项目，一是有利于拓展公司发展空间，促进公司持续发展，实现公司生产力南北均衡布局；二是有利于进一步提高公司生产制造水平，使公司成为全球领先的植保供应商，更好地服务全球的农化企业。

2024 年公司上下以必成之心，奋力打好葫芦岛项目首场攻坚战，克服葫芦岛 60 年一遇极寒天气等严峻挑战，历经 13 个月建成交付单体建筑 52 栋，安装设备 6000 余台套、工艺管线 1200 千米，提前 6 个月完成一期一阶段项目建设。公司专门成立优创生产调试领导小组，从江苏优嘉、江苏优士抽调骨干员工，统筹多专业、多部门力量，高效推进生产调试稳步向前，已开品种均拿出了合格产品，项目获得辽宁省全面振兴三年行动首战之年突出贡献奖。2025 年公司将重点抓好优创一期一阶段项目调试和二阶段安装工作，拿出优创二期项目清单，抓好优嘉厂区、科创厂区项目推进。辽宁优创一期一阶段、二阶段项目相继投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的业绩增长点，为公司持续稳健发展奠定坚实基础。

三、风险提示

- 1、产品价格下跌。**公司所从事的农药行业总体具有一定的周期属性，产品种类较多，部分产品价格较为平稳，仍有部分品种可能会因自身供需关系的变化带来价格下跌风险，进而影响公司业绩。
- 2、原材料价格上涨。**公司产品上游原材料包括多种大宗基础化工品，会受到周期波动影响，如果上游原材料价格大幅上涨，而公司产品价格向下游传导不顺畅，可能会对公司业绩带来不利影响。
- 3、新项目投产不及预期。**新项目投产时间受到审批、工程建设、设备购置进度、调试等多方面因素影响，如果投产不及预期会影响公司业绩。

图 15: 扬农化工历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 扬农化工历史 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	9075	7182	7912	9723	11836
现金	1763	1618	1699	2659	3849
交易性投资	4	0	0	0	0
应收票据	653	662	745	848	960
应收款项	1895	1931	2149	2448	2771
其它应收款	31	44	50	57	64
存货	1590	1105	1223	1383	1558
其他	3139	1821	2046	2328	2634
非流动资产	6628	10483	10730	10940	11119
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4106	5612	5919	6184	6412
无形资产商誉	657	600	540	486	438
其他	1865	4271	4270	4270	4270
资产总计	15703	17665	18642	20663	22955
流动负债	5744	6629	6532	7279	8097
短期借款	361	1192	565	639	720
应付账款	3708	4463	4976	5627	6340
预收账款	276	142	159	179	202
其他	1400	831	832	833	835
长期负债	281	493	493	493	493
长期借款	3	0	0	0	0
其他	278	493	493	493	493
负债合计	6026	7122	7026	7772	8590
股本	406	407	407	407	407
资本公积金	609	629	629	629	629
留存收益	8657	9500	10572	11846	13319
少数股东权益	6	7	8	9	10
归属于母公司所有者权益	9672	10536	11608	12882	14355
负债及权益合计	15703	17665	18642	20663	22955

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2395	2155	2015	2236	2512
净利润	1566	1203	1350	1613	1877
折旧摊销	755	706	844	881	913
财务费用	(7)	(8)	1	(15)	(28)
投资收益	15	(3)	(64)	(64)	(64)
营运资金变动	50	272	(121)	(184)	(190)
其它	15	(16)	4	5	5
投资活动现金流	(3545)	(2193)	(1028)	(1028)	(1028)
资本支出	(1518)	(1835)	(1092)	(1092)	(1092)
其他投资	(2027)	(358)	64	64	64
筹资活动现金流	(495)	172	(905)	(249)	(294)
借款变动	(303)	228	(627)	74	81
普通股增加	96	0	0	0	0
资本公积增加	17	21	0	0	0
股利分配	(403)	(358)	(277)	(337)	(403)
其他	98	280	(1)	15	28
现金净增加额	(1646)	134	81	959	1190

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	11478	10435	11732	13364	15125
营业成本	8539	8023	8946	10117	11398
营业税金及附加	47	35	40	45	51
营业费用	230	232	261	297	336
管理费用	517	468	526	599	678
研发费用	418	358	403	459	519
财务费用	(58)	(65)	1	(15)	(28)
资产减值损失	70	(34)	(34)	(34)	(34)
公允价值变动收益	3	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	27	65	65	65	65
投资收益	(15)	3	3	3	3
营业利润	1869	1413	1585	1892	2201
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	5	12	12	12	12
利润总额	1866	1406	1578	1885	2194
所得税	300	203	228	273	317
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司净利润	1565	1202	1349	1611	1875

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-27%	-9%	12%	14%	13%
营业利润	-13%	-24%	12%	19%	16%
归母净利润	-13%	-23%	12%	19%	16%
获利能力					
毛利率	25.6%	23.1%	23.7%	24.3%	24.6%
净利率	13.6%	11.5%	11.5%	12.1%	12.4%
ROE	17.2%	11.9%	12.2%	13.2%	13.8%
ROIC	15.5%	10.5%	11.3%	12.5%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	40.3%	37.7%	37.6%	37.4%
净负债比率	4.0%	6.8%	3.0%	3.1%	3.1%
流动比率	1.6	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	1.3	0.9	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.6	6.0	7.7	7.8	7.8
应收账款周转率	3.9	4.1	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	2.4	2.0	1.9	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	3.85	2.96	3.32	3.96	4.61
每股经营净现金	5.89	5.30	4.95	5.50	6.18
每股净资产	23.78	25.91	28.54	31.68	35.30
每股股利	0.88	0.68	0.83	0.99	1.15
估值比率					
PE	14.5	18.8	16.8	14.1	12.1
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.0	13.8	11.5	10.1	9.1

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。