

## 扬农化工 (600486.SH)

增持 (维持)

### 一季度业绩符合预期，行业周期底部凸显韧性

事件：公司发布 2025 年一季报，报告期内实现营业收入 32.41 亿元，同比增长 2.04%，归母净利润 4.35 亿元，同比增长 1.35%，扣非净利润 4.30 亿元，同比增长 0.83%。

- 一季度产品销售均价下跌，销量和毛利率同比提升。2025 年一季度，农药行业整体继续在周期底部盘整，部分小品种自身供需格局向好，价格有所反弹。报告期内，公司原药收入 18.1 亿元，同比增长 4.8%，销量 2.87 万吨，同比增长 14.8%，销售均价 6.3 万元/吨，同比下跌 8.8%；制剂收入 8.71 亿元，同比增长 1.1%，销量 1.54 万吨，同比增长 2.8%，销售均价 5.66 万元/吨，同比下跌 1.6%；公司综合毛利率 24.6%，同比提高 0.3 pct。尽管一季度公司产品销售均价同比有所下跌，但公司具有较强的成本控制力，同时辽宁优创新项目逐步贡献增量，推动公司一季度业绩稳步增长。
- 行业周期底部业绩仍增长，未来涨价业绩弹性大。目前中农立华原药价格指数仍处于近年底部区域，其中杀虫剂原药价格指数呈现企稳反弹趋势。2025 年一季度，公司主要产品草甘膦、功夫菊酯、联苯菊酯、硝磺草酮市场均价分别为 2.3 万、10.9 万、12.8 万、8.6 万元/吨，同比分别下跌 8.6%、4.7%、11.3%、14.0%；相比于 2025Q1，2025 年 4 月份以来，草甘膦、硝磺草酮市场均价较为平稳，功夫菊酯、联苯菊酯价格小幅上涨。农药行业需求刚性，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，公司在行业周期底部保持较强韧性，未来景气度回升业绩弹性大。
- 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，并陆续进行调试生产，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 15、13、11 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%
每股收益(元)	3.85	2.96	3.32	3.96	4.61
PE	13.3	17.3	15.4	12.9	11.1
PB	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

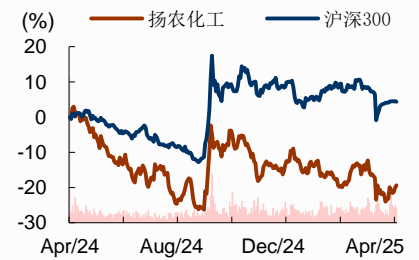
周期/化工  
目标估值：NA  
当前股价：51.23 元

#### 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)	20.8
流通市值 (十亿元)	20.6
每股净资产 (MRQ)	27.0
ROE (TTM)	11.0
资产负债率	39.2%
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	-7	-13	-16
相对表现	-4	-9	-23



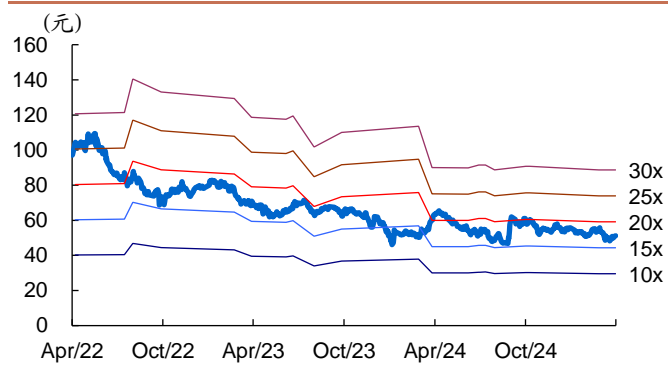
资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《扬农化工 (600486) — 全年业绩符合预期，辽宁优创项目快速推进》2025-03-28
- 《扬农化工 (600486) — 三季度业绩符合预期，优创项目将逐步贡献增量》2024-10-29
- 《扬农化工 (600486) — 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

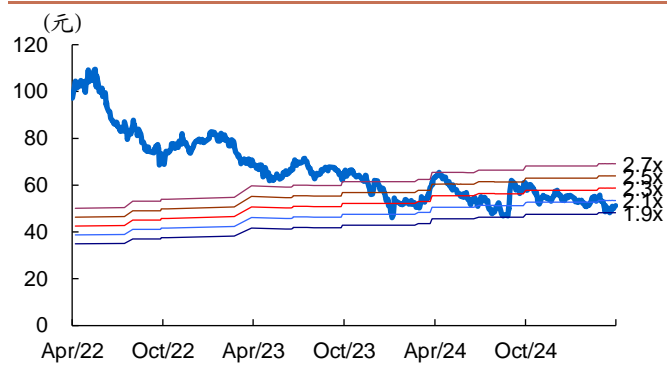
周锋 S1090515120001  
zhouzheng3@cmschina.com.cn  
曹承安 S1090520080002  
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 扬农化工历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>15703</b>	<b>17665</b>	<b>18642</b>	<b>20663</b>	<b>22955</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	281	493	493	493	493
长期借款	3	0	0	0	0
其他	278	493	493	493	493
<b>负债合计</b>	<b>6026</b>	<b>7122</b>	<b>7026</b>	<b>7772</b>	<b>8590</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>15703</b>	<b>17665</b>	<b>18642</b>	<b>20663</b>	<b>22955</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(3545)	(2193)	(1028)	(1028)	(1028)
资本支出	(1518)	(1835)	(1092)	(1092)	(1092)
其他投资	(2027)	(358)	64	64	64
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	<b>(1646)</b>	<b>134</b>	<b>81</b>	<b>959</b>	<b>1190</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	1866	1406	1578	1885	2194
所得税	300	203	228	273	317
少数股东损益	1	1	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	1565	1202	1349	1611	1875

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	13.3	17.3	15.4	12.9	11.1
PB	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.0	13.8	11.5	10.1	9.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。