

信义山证汇通天下

证券研究报告

农药

扬农化工（600486.SH）

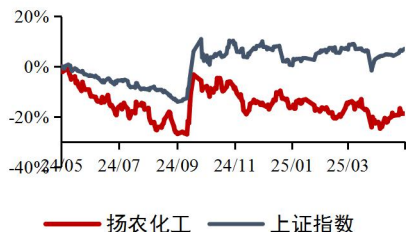
买入-B(维持)

农化景气触底回升，葫芦岛项目放量在即

2025 年 5 月 12 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 12 日

收盘价（元）：	52.10
年内最高/最低（元）：	68.20/46.12
流通 A 股/总股本（亿）：	4.03/4.07
流通 A 股市值（亿）：	209.89
总市值（亿）：	211.88

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	1.07
摊薄每股收益(元)：	1.07
每股净资产(元)：	27.02
净资产收益率(%)：	3.96

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

研究助理：

王金源

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 4 月 29 日，公司发布《2025 年一季度报告》，实现营业收入 32.41 亿元，同比+2.04%，环比+33.96%，实现归母净利润为 4.35 亿元，同比+1.35%，环比+146.77%。

事件点评

➢ 原药制剂逆势增长。25Q1 公司实现原药收入 18.06 亿元，同比+4.8%，环比+13.1%，实现销量为 28670 吨，同比+14.8%，环比+20.5%，实现价格为 6.3 万元/吨，同比-8.77%，但相比 24 年原药销售均价仅-2.0%，25Q1 价格的修复正在持续。25Q1 制剂收入为 8.71 亿元，同比+1.1%，环比+451.7%，实现销量为 15392 吨，同比+2.8%，环比+642.7%，实现售价为 5.66 万元/吨，同比-1.63%，但相比 24 年制剂销售均价同比+33.2%，制剂端价格修复显著。

➢ 葫芦岛项目陆续投产，25Q3 放量在即。截止 25 年一季度末，公司固定资产合计为 54.28 亿元，同比 24 年一季度末增加 14.69 亿元，在建工程为 17.58 亿元。公司葫芦岛项目自 23 年 6 月开工以来，截止 3 月初一阶段项目已在试生产，二阶段已进入机电安装状态，预计 25Q3 全面投产。

➢ 景气度修复叠加创制药。葫芦岛项目包含 5000 吨/年烯草酮、100 吨/年啶菌噁唑、2500 吨/年氟唑菌酰胺。截止 4 月 28 日，根据隆众资讯，烯草酮市场价格已涨至 85500 元/吨，较年初上涨 17.1%，系国内头部企业事故停产所致；啶菌噁唑和氟唑菌酰胺分别为沈阳科创和先正达的登记的创制药，投产后可快速打开下游市场。另外公司申报的两个创制品种啶菌胺与四氟苯烯菊酯，于 2 月和 4 月先后获得国际标准化组织农药通用名技术委员会 (ISO/TC81) 临时批准，可进一步提升其大田农药与卫生用药双领域的竞争力。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.1/ 15.9/ 17.6 亿元，对应 PE 分别为 15/ 13/ 12 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➢ 农化市场需求不及预期风险、项目投产不及预期风险、原材料价格大幅波动等风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,478	10,435	11,726	12,882	14,181
YoY(%)	-27.4	-9.1	12.4	9.9	10.1
净利润(百万元)	1,565	1,202	1,408	1,592	1,755



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



	YoY(%)	-12.8	-23.2	17.1	13.1	10.2
毛利率(%)		25.6	23.1	24.1	24.4	24.6
EPS(摊薄/元)		3.85	2.96	3.46	3.91	4.31
ROE(%)		16.2	11.4	11.8	12.0	11.9
P/E(倍)		13.5	17.6	15.1	13.3	12.1
P/B(倍)		2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
净利率(%)		13.6	11.5	12.0	12.4	12.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9075	7182	9129	11275	13534
现金	1763	1618	2146	4806	5535
应收票据及应收账款	2548	2594	3184	3163	3824
预付账款	201	198	250	243	300
存货	1590	1105	1886	1387	2203
其他流动资产	2974	1667	1663	1675	1672
非流动资产	6628	10483	10365	10103	9845
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4106	5612	5741	5681	5570
无形资产	641	585	587	582	582
其他非流动资产	1881	4286	4037	3839	3693
资产总计	15703	17665	19495	21377	23379
流动负债	5744	6629	7042	7613	8148
短期借款	361	1192	1192	1192	1192
应付票据及应付账款	3708	4463	4605	5319	5567
其他流动负债	1676	974	1245	1102	1388
非流动负债	281	493	501	507	511
长期借款	3	0	8	14	18
其他非流动负债	278	493	493	493	493
负债合计	6026	7122	7543	8120	8659
少数股东权益	6	7	8	9	10
股本	406	407	407	407	407
资本公积	746	773	773	773	773
留存收益	8594	9438	10629	11981	13502
归属母公司股东权益	9672	10536	11944	13248	14709
负债和股东权益	15703	17665	19495	21377	23379

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2395	2155	1092	3439	1615
净利润	1566	1203	1409	1593	1756
折旧摊销	755	706	725	816	904
财务费用	-58	-65	-31	-45	-40
投资损失	15	-3	6	2	4
营运资金变动	178	216	-1008	1084	-998
其他经营现金流	-62	97	-9	-11	-10
投资活动现金流	-3545	-2193	-604	-544	-640
筹资活动现金流	-495	172	41	-235	-248
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.85	2.96	3.46	3.91	4.31
每股经营现金流(最新摊薄)	5.89	5.30	2.69	8.46	3.97
每股净资产(最新摊薄)	23.78	25.91	29.37	32.58	36.17

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11478	10435	11726	12882	14181
营业成本	8539	8023	8904	9745	10690
营业税金及附加	47	35	37	43	50
营业费用	230	232	255	277	303
管理费用	517	468	527	578	637
研发费用	418	358	392	437	490
财务费用	-58	-65	-31	-45	-40
资产减值损失	66	-50	-39	-30	-44
公允价值变动收益	3	-3	-1	-2	-1
投资净收益	-15	3	-6	-2	-4
营业利润	1869	1413	1671	1891	2080
营业外收入	2	5	5	4	4
营业外支出	5	12	11	11	10
利润总额	1866	1406	1665	1884	2074
所得税	300	203	256	291	318
税后利润	1566	1203	1409	1593	1756
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1565	1202	1408	1592	1755
EBITDA	2591	2136	2406	2669	2896

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-27.4	-9.1	12.4	9.9	10.1
营业利润(%)	-12.9	-24.4	18.3	13.2	10.0
归属于母公司净利润(%)	-12.8	-23.2	17.1	13.1	10.2
获利能力					
毛利率(%)	25.6	23.1	24.1	24.4	24.6
净利率(%)	13.6	11.5	12.0	12.4	12.4
ROE(%)	16.2	11.4	11.8	12.0	11.9
ROIC(%)	14.8	10.2	10.6	10.6	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	40.3	38.7	38.0	37.0
流动比率	1.6	1.1	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.8	0.6	0.8	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	13.5	17.6	15.1	13.3	12.1
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.8	9.9	8.5	6.7	5.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

