

基础化工

2025 年 06 月 20 日

扬农化工 (600486)

——农药景气触底回升，公司再迎成长周期

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 06 月 19 日

收盘价 (元)	59.90
一年内最高/最低 (元)	68.20/46.12
市净率	2.2
息率 (分红/股价)	1.47
流通 A 股市值 (百万元)	24,132
上证指数/深证成指	3,362.11/10,051.97

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	27.00
资产负债率%	39.21
总股本/流通 A 股 (百万)	407/403
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《扬农化工 (600486) 点评：Q1 业绩符合预期，行业景气筑底，葫芦岛基地放量再迎》 2025/04/29

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

周超 A0230123090004
zhouchao@swsresearch.com

联系人

周超
(8621)23297818×
zhouchao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **扬农化工：国内领先农药生产企业，背靠先正达打造高质量发展核心竞争力。**公司以菊酯产品起家，扩能拓品实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂三大板块的布局，优士化学、优嘉植保、优创植保基地的有序推进支撑公司长期以来的稳健发展，同时中化作物、农研公司的并入增强了公司制剂和创新药研发的能力。依托本土化的科技创新能力、高效的工程转化能力、出色的生产运营能力以及超越合规的绿色发展能力，公司在国内乃至全球农药原药行业脱颖而出，根据 24 年经营数据披露，公司原药销量 9.99 万吨，制剂销量 3.64 万吨，体量规模国内领先。此外，公司作为先正达集团植保业务重要成员之一，发挥与集团内成员在研发、生产、销售和市场拓展等方面的协同效应，发展质量有望持续提升。
- **扬农化工是典型的周期成长股，预计公司即将进入新一轮增长周期：**1) 周期性，公司产品仿制药属于成熟行业，行业周期、供需变化、库存变化以及产品价格波动对业绩及股价影响明显；2) 成长性，公司通过资本开支拓展品类、提升市场份额，通过创新创制优化工艺、推出创制药带动估值提升，自优嘉基地设立以来公司逐步脱颖而出，尤其 16 年供给侧改革行业洗牌后，一举奠定行业领先地位。**展望后续：**
- **一、行业层面：全球去库存卓有成效，行业周期触底回升，新一轮整合下“强者恒强”。**23-24 年农药市场采购需求疲软，去库存成为行业主旋律。25 年以来全球市场及企业库存均回归至 22 年之前正常乃至低位水平。产品价格方面，多数品种已跌无可跌，部分品种出现阶段性供需错配行情，行业触底回暖信号明确。我们预计 25 年市场将从“去库存”转入“去产能”阶段，行业将经历一定时期的优化整合，具有核心技术和创新能力，以及拥有市场渠道和品牌知名度等核心竞争力的行业主导者将会越来越强，市场份额及影响力将持续提升。
- **二、公司层面：1) 葫芦岛基地开启新一轮资本开支，行业整合下再迎成长周期。**在需求刚性且庞大的农药市场进入整合阶段，公司进入新一轮资本扩张期，投建葫芦岛优创基地，目前一期项目已陆续进入爬坡阶段，同时后续多期项目也将复制此前优嘉基地的快速推进节奏，预计未来公司全球市场份额将持续提升。**2) 核心产品菊酯等价格处于历史底部，公司竞争优势地位稳固，看好产品后续价格弹性。**公司拥有从基础化工原料开始的一整套菊酯产业链，品种和规模全球领先，成本优势下市场份额持续提升，产品话语权不断加强。目前公司具备主流菊酯产品产能：功夫菊酯 8500 吨，联苯菊酯 4600 吨，根据中农立华原药数据，截至 25 年 6 月 15 日，功夫菊酯价格 10.7 万元/吨，联苯菊酯价格 13 万元/吨，处于历史底部位置，随着行业景气的持续回暖，价格弹性可期。**3) 创制药市场大有可为，农研公司助力扬农成为中国植保产业本地化创新主力军。**2019 年 10 月，公司以现金受让中化国际持有的沈阳中化农药化工研发有限公司 100% 股权，农研公司具有丰富的创制药研发能力和技术积累，多年来建立起了完整的 pipeline，其中不乏 9625、9080 等爆款产品。公司接手后农研公司逐渐转型为专利药孵化的技术平台，2024 年 5 月，公司新创制药产品氟螨双醚获得 ISO 通用名正式批准，预计年内有望获证上市；2025 年 2 月、4 月，啮菌胺、四氟苯烯菊酯相继获得 ISO 通用名临时批准。
- **盈利预测及投资评级：**目前农药行业触底信号明确，后续景气有望持续修复，同时新一轮行业整合也逐步开始，公司作为国内农药领先企业，有望再次进入高速增长阶段。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.07、17.51、20.41 亿元，当前市值对应 PE 为 17、14、12X，可比公司利尔化学、广信股份、利民股份 2025 年平均 PE 为 18X。根据 Wind 数据，公司 6 月 19 日 PB 估值为 2.22X，处于自 2022 年 6 月 19 日至今三年 27% 分位数，可比公司利尔化学、广信股份、利民股份目前平均分位数为 49%。作为典型的周期成长股，行业周期逐步回暖，葫芦岛项目持续推进，新一轮有效资本开支下公司有望再次扩大领先优势，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 产品价格持续下行；2) 原材料价格大幅上涨；3) 新项目进展不及预期；4) 全球贸易摩擦的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,435	3,241	11,530	13,361	14,654
同比增长率 (%)	-9.1	2.0	10.5	15.9	9.7
归母净利润 (百万元)	1,202	435	1,407	1,751	2,041
同比增长率 (%)	-23.2	1.4	17.0	24.5	16.6
每股收益 (元/股)	2.98	1.07	3.46	4.31	5.02
毛利率 (%)	23.1	24.6	23.9	24.6	25.1
ROE (%)	11.4	4.0	12.1	13.4	13.9
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

目前农药行业触底信号明确，后续景气有望持续修复，同时新一轮行业整合也逐步开始，公司作为国内农药领先企业，有望再次进入高速成长阶段。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.07、17.51、20.41 亿元，当前市值对应 PE 为 17、14、12X，可比公司利尔化学、广信股份、利民股份 2025 年平均 PE 为 18X。根据 Wind 数据，公司 6 月 19 日 PB 估值为 2.22X，处于自 2022 年 6 月 19 日至今三年 27%分位数，可比公司利尔化学、广信股份、利民股份目前平均分位数为 49%。作为典型的周期成长股，行业周期逐步回暖，葫芦岛项目持续推进，新一轮有效资本开支下公司有望再次扩大领先优势，因此维持“买入”评级。

关键假设点

随着行业触底，采购需求回暖，新项目投产放量，公司量、价、利有望逐步提升：1) 杀虫剂：预计 2025-2027 年营收增速分别为 13%、17%、10%，毛利率分别为 34.02%、33.79%、34.20%；2) 除草剂：预计 2025-2027 年营收增速分别为 13%、22%、6%，毛利率分别为 19.77%、21.31%、22.08%；3) 杀菌剂：预计 2025-2027 年营收增速分别为 18%、33%、22%，毛利率分别为 23.81%、24.89%、25.31%；4) 制剂业务：预计 2025-2027 年营收增速均为 5%，毛利率分别为 30.50%、31.00%、31.50%；5) 贸易业务：预计 2025-2027 年营收增速均为 5%，毛利率均为 10%；6) 其他：预计 2025-2027 年营收增速分别为 9%、11%、10%，毛利率均为 5%。

有别于大众的认识

市场可能认为：1) 农药行业产能过剩压力持续，供需格局并未出现本质改变，景气度修复仍需时间；2) 公司扩产对菊酯价格带来压力，印度产品竞争力加强，产品涨价难度较大；3) 葫芦岛基地前期资本开支较大，投产转固后短期盈利或有压力。

我们认为：1) 随着 23-24 年行业持续去库，目前全球库存回归正常状态，下游采购需求持续修复，虽然多数品种产能依旧过剩，但产品价格已跌无可跌，部分品种价格已出现阶段性涨价，行业触底信号明确，景气度进入持续修复阶段；2) 目前功夫菊酯、联苯菊酯价格处于历史底部位置，国内同行盈利困难，公司份额近年来持续提升，产品话语权进一步提升，同时印度上游原材料、中间体配套并不完善，竞争力较公司仍有差距，随着景气度修复菊酯价格具备较大弹性；3) 葫芦岛基地一期项目逐步进入产能释放阶段，但一期建设为后续项目同步建设公辅设施，带来一定的折旧压力，但是一期项目规划产品下游格局较好，同时还有高毛利的创制类产品，随着产能利用率的提升，项目预计很快就会进入盈利状态。

股价表现的催化剂

1) 农药行业景气度持续修复，下游采购需求旺盛；2) 菊酯等核心产品价格持续上涨；3) 葫芦岛基地放量超预期，二期建设加速推进。

核心假设风险

1) 产品价格持续下行；2) 原材料价格大幅上涨；3) 新项目进展不及预期；4) 全球贸易摩擦的风险。

目录

1. 扬农化工：全球领先农药企业，底部蓄力再迎成长周期.....	7
1.1 公司背靠农化巨头先正达，打造高质量发展核心竞争力	7
1.2 内延外伸完善业务布局，打造产业链一体化平台	10
1.3 农药行业景气筑底回升，25Q1 业绩同比恢复增长	15
2. 农药行业周期筑底，景气有望持续回升	17
2.1 全球去库存卓有成效，行业周期触底有望持续回暖	18
2.2 全球粮价企稳回暖支撑需求，油价中枢下行优化成本	21
2.3 行业事故频发或成为景气修复重要推手	22
3. 核心产品菊酯领先地位稳固，除草剂、杀菌剂布局日趋完善	24
3.1 杀虫剂：菊酯全产业链优势显著，产品价格弹性可期	24
3.2 除草剂：烯草酮景气高涨，草甘膦、麦草畏底部静待回暖	30
3.3 杀菌剂：内生外延持续布局，杀菌剂板块已具规模	35
4. 创制药市场大有可为，储备管线逐步走向商业化	36
5. 公司股价复盘，典型周期成长股	40
6. 盈利预测与投资评级	41
7. 风险提示	44

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2025 年一季报）	8
图 2：中化收购先正达历程	8
图 3：“两化”重组优化资源配置	8
图 4：先正达集团成员及业务板块	8
图 5：公司产品布局日趋完备	11
图 6：公司处于新一轮资本扩张期	11
图 7：公司优士基地和优嘉基地净利润情况（亿元）	12
图 8：中化作物营业收入和净利润（亿元）	14
图 9：农研公司营业收入和净利润（亿元）	14
图 10：公司历史业绩复盘	15
图 11：2015-2025Q1 年公司营业收入情况	16
图 12：2015-2025Q1 年公司归母净利润情况	16
图 13：2019-2024 年公司营收结构变化	16
图 14：2019-2024 年公司原药、制剂毛利率情况	16
图 15：2023 年公司细分营收结构	17
图 16：2015-2025Q1 年公司毛利率、净利率情况	17
图 17：公司三项费用率持续优化	17
图 18：2022 年以来中农立华原药价格指数持续下跌	19
图 19：跨国公司库存逐步恢复正常（百万美元）	19
图 20：国内企业库存逐步恢复正常（亿元）	19
图 21：2024 年我国农药行业效益累计增速变化情况	20
图 22：2024 年我国农药行业亏损变化情况	20
图 23：25Q1 行业营收 372 亿元，同比+5%	21
图 24：25Q1 行业净利润 27 亿元，同比+63%	21
图 25：农药产品价格走势（万元/吨）	21
图 26：全球农产品价格底部回暖	22
图 27：油价、煤价走势	22
图 28：国内部分硝化工艺相关事故梳理	23
图：原药价格复盘（以草甘膦为例，元/吨）	

图 30：高效低毒易分解是杀虫剂一直以来的发展趋势	24
图 31：拟除虫菊酯研发历程	25
图 32：2019 年各类杀虫剂市场占有率	25
图 33：2019 年不同菊酯类产品市场占比	25
图 34：公司拟除虫菊酯产品发展历程	26
图 35：公司拥有从基础化工原料开始的一整套菊酯产业链	27
图 36：印度氯氰菊酯进口量	29
图 37：印度氯氰菊酯在中国市场份额占比	29
图 38：菊酯价格走势（万元/吨）	29
图 39：菊酯中间体价格走势（万元/吨）	30
图 40：烯草酮合成工艺路线	30
图 41：25 年以来烯草酮价格快速上涨（元/吨）	31
图 42：草甘膦合成工艺路线对比	33
图 43：草甘膦价格价差数据（元/吨）	33
图 44：国内草甘膦工厂库存及开工率	34
图 45：不同麦草畏工艺路线比较	34
图 46：麦草畏价格持续承压（万元/吨）	34
图 47：巴斯夫创制药流程	36
图 48：农药新成分研发投入逐渐增大（百万美元）	36
图 49：中间体衍生化法的实际应用	37
图 50：5 个三氟乙基硫醚（亚砒）类杀螨剂的化学结构	38
图 51：公司股价复盘	40
表 1：2024 财年全球/国内农药企业 TOP10	7
表 2：扬农化工原药与先正达制剂产品高度协同	9
表 3：优士化学产品产能情况	12
表 4：优嘉植保产品产能情况	12
表 5：葫芦岛基地年产 15650 吨农药原药及 7000 吨农药中间体项目	13
表 6：公司具备完善的农药创新体系	14
表 7：世界各国农药用量	18
表 8：拟除虫菊酯类杀虫剂按用途分类	25

表 9：公司菊酯专利品种.....	26
表 10：扬农化工与住友化学专利产品对比	27
表 11：公司菊酯产品及产能情况	28
表 12：国内主要菊酯原药产能情况（吨）	28
表 13：国内烯草酮产能分布	31
表 14：全球草甘膦产能布局（万吨）	31
表 15：中国已获批准生产用安全证书且配套登记农药产品的转化体	32
表 16：我国转基因玉米、大豆放开对草甘膦需求测算（万吨）	32
表 17：麦草畏在美国市场受到相关政策限制	34
表 18：宝叶化工主要产品名义产能情况	35
表 19：优嘉基地杀菌剂布局	35
表 20：沈阳农研院部分创制药研发管线情况	37
表 21：5 个具有商业化前景的三氟乙基硫醚（亚砒）类杀螨剂	38
表 22：沈阳科创产品产能情况	39
表 23：关键假设表	41
表 24：可比公司估值表	42
表 25：合并利润表	42
表 26：合并现金流量表	43
表 27：合并资产负债表	43

1. 扬农化工：全球领先农药企业，底部蓄力再迎成长周期

1.1 公司背靠农化巨头先正达，打造高质量发展核心竞争力

扬农化工：全球农药原药产品核心供应商，产品及业务多元化发展。江苏扬农化工股份有限公司成立于 1999 年 12 月，前身是江苏扬农化工集团有限公司原菊酯分厂，2002 年于上海证券交易所挂牌上市。公司主营业务为农药产品的研发、生产和销售，涵盖杀虫剂（拟除虫菊酯系列产品等）、除草剂（草甘膦、麦草畏、烯草酮等）、杀菌剂（氟啶胺、吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑等）、植物生长调节剂（抗倒酯等）等不同类别，形成了以原药为核心、制剂为补充的多元化业务布局。根据中国农药工业协会的数据排名，公司位列 2024 中国农药销售百强企业第 4 名，连续多年入选世界农化企业前 20 强。

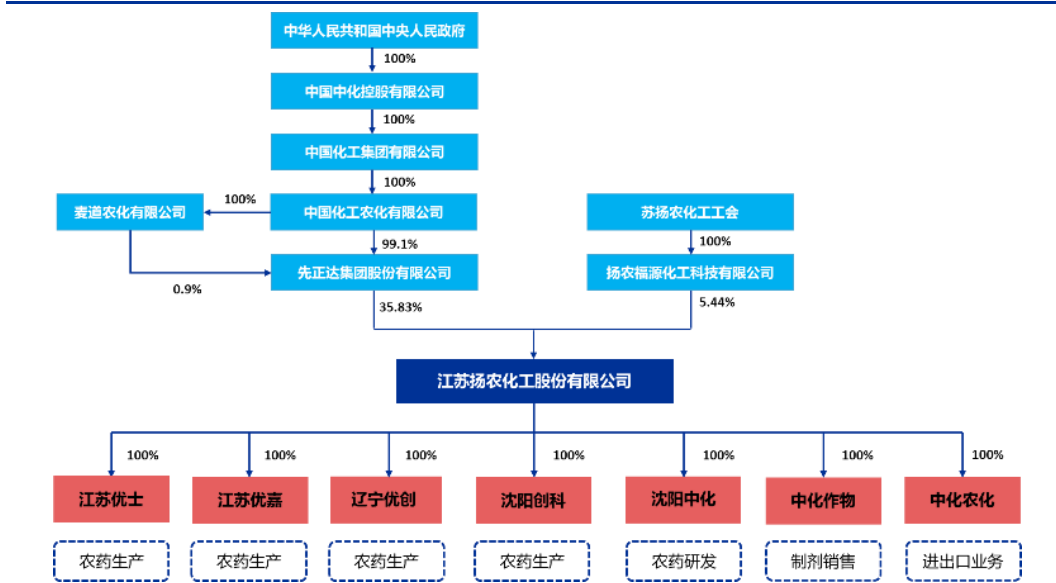
表 1：2024 财年全球/国内农药企业 TOP10

全球农化企业农药销售十强			中国农药企业销售十强			中国农药企业出口十强		
排名	公司	2024 年销售额（亿美元）	排名	公司	2024 年销售额（亿元）	排名	公司	出口占比
1	先正达	132	1	安道麦	268	1	润丰股份	100%
2	拜耳作物科学	106	2	润丰股份	133	2	扬农化工	57.61%
3	巴斯夫	79	3	中农立华	106	3	福华通达	60.37%
4	科迪华	74	4	扬农化工	103	4	利尔化学	49.62%
5	安道麦	37	5	立本作物	86	5	南通泰禾	89.93%
6	联合磷化	36	6	福华通达	71	6	兴发集团	47.64%
7	富美实	40	7	利尔化学	69	7	颖泰嘉和	52.68%
8	住友化学	35	8	兴发化工	67	8	新安股份	47.32%
9	纽发姆	19	9	七色绿洲	61	9	河北临港	29.63%
10	润丰股份	18	10	中山化工	60	10	永农生物	58.87%

资料来源：Wind，Bloomberg，中国农药工业协会，申万宏源研究

公司是先正达集团植保业务重要成员，协同打造高质量发展核心竞争力。2016 年，中国化工集团与瑞士先正达股份达成收购协议，次年中国化工集团以现金+特比股利的方式正式收购瑞士先正达 100%股份。2020 年 1 月，中国化工与中化集团两家公司旗下的农化业务开始重组，成立先正达集团，先正达成为两家企业农化业务的集合体。2020 年 11 月，中化国际、扬农集团与先正达集团签署《框架协议》，先正达集团以 102.22 亿元收购扬农集团持有的扬农化工 36.17%股权，扬农化工控股股东由扬农集团变更为先正达集团。2021 年 5 月，中国中化集团和中国化工集团重组完成，中国中化控股有限公司正式成立，先正达集团承接其整合完成的农化业务。扬农化工是先正达植保业务的重要成员，依靠“两化”重组后资源整合带来的优势，借助先正达品牌及销售渠道，发挥与集团内成员公司在研发、生产、销售和市场拓展等方面的协同发展效应，公司迈入发展新阶段。

图 1：公司股权结构（截至 2025 年一季报）



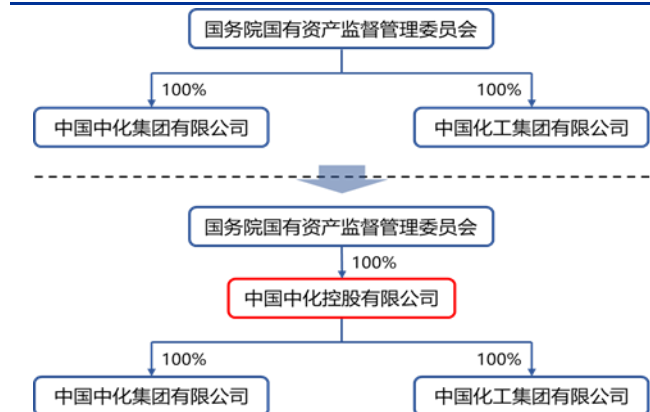
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：中化收购先正达历程



资料来源：先正达公告，申万宏源研究

图 3：“两化”重组优化资源配置



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：先正达集团成员及业务板块



资料来源：公司公告，申万宏源研究

扬农与先正达集团及其内部成员企业协同合作，在研发、生产、销售渠道等方面将获得诸多发展机会：

1) 打通原药生产与销售的产业链，借助先正达品牌及销售渠道，公司全球市场份额将进一步提升，同时这也有利于先正达原料供应链的经济、稳定、安全。先正达集团作为全球农化行业领先企业，下游制剂产品组合与扬农原药产品重合度高。依靠国内高度整合的产业链供应与工艺成本优势，扬农化工被视为其原药业务关键供应商。据我们不完全统计，先正达制剂产品中所使用的原药成分，扬农化工布局了 15 种以上，尤其优嘉、优创基地此前扩产的功夫菊酯、苯醚甲环唑、丙环唑、吡唑醚菌酯等均是先正达明星产品的原药成分。根据先正达财报，2024 年营业收入 288 亿美元，其中先正达植保 132 亿美元，安道麦 41 亿美元，先正达种子 48 亿美元，先正达集团中国 96 亿美元，内部抵消 29 亿美元。根据扬农化工年报，2024 年公司对先正达集团（合并）采购商品和接受服务的发生额总计 2.92 亿元，出售商品和提供服务的发生额为 24.15 亿元，占扬农化工总营业收入比例 23.14%。2025 年公司预计对先正达集团（合并）采购商品和接受服务的发生额总计 3.89 亿元，出售商品和提供服务的发生额为 36.99 亿元。

表 2：扬农化工原药与先正达制剂产品高度协同

分类	产品名	剂型	有效成分	对应扬农产品	对应产品产能（吨）
杀虫剂	阿立卡	悬浮剂	12.6%噻虫嗪，9.4%功夫菊酯	功夫菊酯	2500+3000+3000（优嘉三期、优嘉四期、优创一期）
	福奇	悬浮剂	4.7%功夫菊酯，9.3%康宽	功夫菊酯	
	功夫	水乳剂	25%功夫菊酯	功夫菊酯	
	劲彪	乳油	20g/L 功夫菊酯	功夫菊酯	
	翼选®高氯	水乳剂	5%功夫菊酯	功夫菊酯	
	大灭	悬浮剂	25g/L 功夫菊酯	功夫菊酯	
	谱格	悬浮剂	12.6%噻虫嗪，9.4%功夫菊酯	功夫菊酯	800（优嘉三期） 50（优嘉三期） 1000（优嘉四期）
	阿特赛	悬浮剂	10%顺式氯氰菊酯	氯氰菊酯	
	莫布克	悬浮剂	2.5%溴氰菊酯	溴氰菊酯	
	普克猛	水分散粒剂	40%虱螨脲，5%甲维盐	虱螨脲	
	美除	乳油	50g/L 虱螨脲	虱螨脲	
杀菌剂	美炔	悬浮剂	200g/L 氟唑菌酰胺，30%吡唑醚菌酯	吡唑醚菌酯	1000 吨+3000 吨吡唑醚菌酯（优嘉二期、优嘉五期）+4000 吨代森猛锌+100 吨代森联（宝叶化工）
	翼选®吡唑	悬浮剂	30%吡唑醚菌酯	吡唑醚菌酯	
	丰达	悬浮剂	30%吡唑醚菌酯	吡唑醚菌酯	
	翼选®唑醚·代森联	水分散粒剂	55%代森联，5%吡唑醚菌酯	吡唑醚菌酯 代森联	
	金棠®代锰	可湿性粉剂	80%代森锰锌	代森锰锌	
	赢得妥	可湿性粉剂	80%代森锰锌	代森锰锌	
	傲朗金	可湿性粉剂	6.5%氟吗啉，43.5%代森锰锌	代森锰锌	
	金雷	水分散粒剂	4%精甲霜灵，64%代森锰锌	代森锰锌	
	杀毒矾	可湿性粉剂	8%啞霜灵，56%代森锰锌	代森锰锌	
	山德生	可湿性粉剂	80%代森锰锌	代森锰锌	
	金棠®绿	乳油	150g/L 丙环唑，150g/L 苯醚甲环唑	苯醚甲环唑 丙环唑	2000+2000 吨丙环唑、1000+3000 吨苯醚甲环唑（优嘉三期、四期）
	金棠	悬浮剂	200g/L 啞菌酯，125g/L 苯醚甲环唑	苯醚甲环唑	
	美甜	悬浮剂	7.5%氟唑菌酰胺，12.5%苯醚甲环唑	苯醚甲环唑	

	美实多	悬浮剂	125g/L 吡唑萘菌胺, 125g/L 苯醚甲环唑	苯醚甲环唑	
	酷拉斯	悬浮剂	22.6%噻虫嗪, 2.2%咯菌腈, 2.2%苯醚甲环唑	苯醚甲环唑	
	爱苗	乳油	150g/L 苯醚甲环唑, 150g/L 丙环唑	苯醚甲环唑 丙环唑	
	阿米妙收	悬浮剂	125g/L 苯醚甲环唑, 200g/L 啮菌酯	苯醚甲环唑	
	世高	水分散粒剂	10%苯醚甲环唑	苯醚甲环唑	
	敌力脱	乳油	250g/L 丙环唑	丙环唑	
	势克	乳油	250g/L 苯醚甲环唑	苯醚甲环唑	
	秀特	乳油	250g/L 丙环唑	丙环唑	
	扬彩	悬浮剂	11.7%丙环唑, 7%啮菌酯	丙环唑	
	傲朗达	悬浮剂	30%氟吗啉	氟吗啉	50+250 (沈阳科创)
	农割	悬浮剂	50%氟啶胺	氟啶胺	600+1000 (优嘉一、四期)
	克速达	水剂	41%草甘膦异丙胺盐	草甘膦	30000 (优士化学)
除草剂	泰草达	水剂	35%草甘膦	草甘膦	
	耕杰	悬浮剂	500g/L 莠去津, 50g/L 硝磺草酮	硝磺草酮	6000 (优嘉四期) +2000 (沈阳科创)
	丰杰	悬浮剂	22.7%莠去津, 2.3%硝磺草酮	硝磺草酮	
	早益多	悬浮剂	30%氟氟草酯	氟氟草酯	50 (沈阳科创)
	早益多	可溶液剂	400g/L 灭草松	灭草松	100 (沈阳科创)

资料来源：先正达官网及公告，公司公告，申万宏源研究

2) 先正达种子业务引导公司研发，公司可借助其平台增强研发实力，借助其渠道进行创制产品推广，同时基于工艺成本优势公司还可以承接其专利药的研发、生产。先正达通过对不同种子特性的深入研究，能够精准洞察特定种子在不同生长阶段、不同环境下可能遭遇的病虫害问题。这种对种子与病虫害关系的精准把握，为扬农化工的农药研发提供了明确的方向指引。先正达在推广种子产品的过程中，可以同步推广扬农化工基于种子业务研发的农药产品，这种协同推广模式，不仅提高了农药产品的市场推广效率，也进一步增强了扬农化工产品的市场竞争力。此外，专利药研发难度加大同时先正达致力于大力发展种子业务追赶拜耳（孟山都），因此会更多采用 CRO、CDMO 等模式，将农药原药的研发、生产任务交由扬农等国内研发、生产能力一流的原药企业承接。公司葫芦岛优创基地投建的氟唑菌酰胺就是先正达首次放到体外进行生产的专利产品，我们预计未来扬农与先正达将有更多这方面的合作。

1.2 内延外伸完善业务布局，打造产业链一体化平台

内延：快速工程转化能力支撑公司项目建设快速推进，优士化学、优嘉植保、辽宁优创等项目的有序规划布局支撑公司长期以来的稳健发展，杀虫剂、除草剂、杀菌剂等业务板块均已经形成了规模体量：

首次创业，沿河时代：1970s-1999 年公司经历扬州农药厂中试车间、五车间、菊酯分厂孕育成长，年江苏扬农化工股份有限公司成立，并于 年在上交所上市；

二次创业，沿江时代：2003 年公司设立优士化学，重点发展农用菊酯及中间体；2004 年优士化学大连路厂区一期投产，同年公司增资优士化学加速二期工程建设；2007 年优士化学大连路厂区二期项目建设完成，开始进军除草剂板块；2008 年优士化学开辟青山厂区扩张除草剂业务，建设草甘膦项目于 2009 年投产。

三次创业，沿海时代：2013 年公司设立优嘉植保开启退城进园，于 2015、2018 年相继完成优嘉一期、二期项目，扩充杀虫剂、除草剂产能同时开始布局杀菌剂板块；2018 年公司收购宝叶化工 100% 股权，扩充杀菌剂产品并解决优嘉植保发展土地问题；2020 年优嘉三期项目建设完成，成功完成了对优士大连路厂区的产能替代和升级；2022、2023 年优嘉四期一、二阶段项目顺利投产，农药全品类发展持续推进。

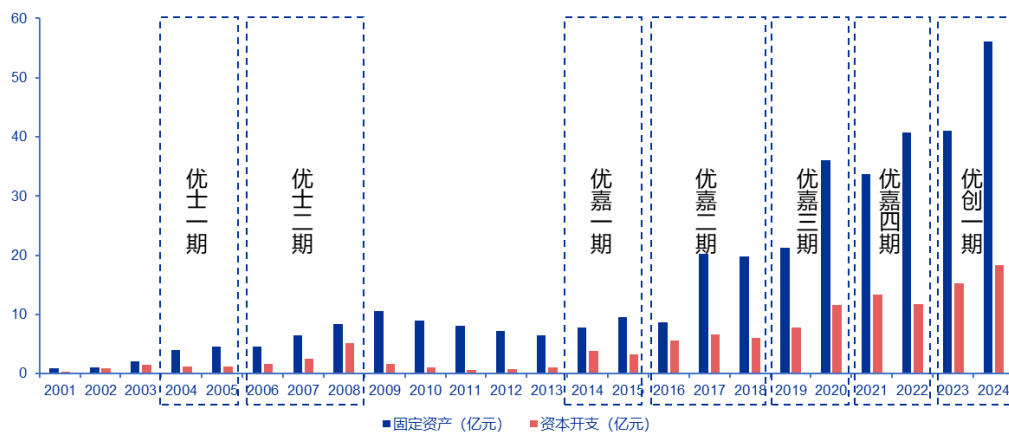
四次创业，大海时代：2022 年公司设立辽宁优创启动葫芦岛基地项目，并于 2023 年开始投资建设一期 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品项目；2024 年公司优创一期一阶段项目建成，陆续进入调试生产，二阶段预计 25H2 全面投产，北方基地的推进有利于公司实现生产力南北均衡布局。

图 5：公司产品布局日趋完备



资料来源：公司公告，申万宏源研究

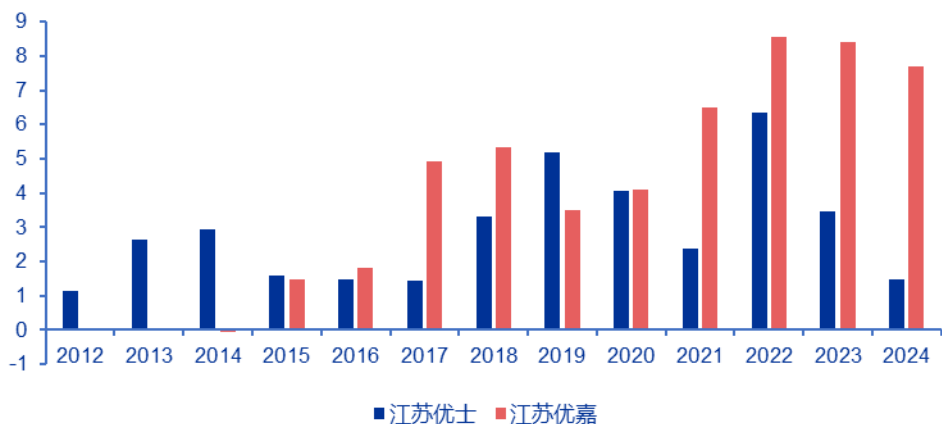
图 6：公司处于新一轮资本扩张期



资料来源：Wind，申万宏源研究

产品选择具备章法，避免无效产能投入，历史投资回报率优异。公司选品能力值得关注，主要基于以下几个方面：1) 原有产品的技术、产业链延伸拓展，能够实现工艺、成本优势打造，如核心菊酯产品树等；2) 先正达协同需求产品，能够实现产能的顺畅消化，如苯醚甲环唑、丙环唑等；3) 过专利保护期且具备较大市场空间的产品，如 16 年过专利期的吡唑醚菌酯、22 年过专利期的氯虫苯甲酰胺等。优秀的选品能力保证了公司有效的资本开支，历史投资回报率高。2012-2024 年，公司优士化学创造净利润合计 37.48 亿元，优嘉植保创造净利润 52.19 亿元。葫芦岛优创基地方面，根据此前公司公告，一期项目计划投资 42.38 亿，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%。

图 7：公司优士基地和优嘉基地净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 3：优士化学产品产能情况

子公司	所处化工园区	厂区/工程期次	产品	产能 (吨/年)	说明
优士化学	扬州化学工业园	大连路厂区	农用菊酯	4700	农用菊酯包含 2000 吨功夫菊酯、500 吨氯氰菊酯等；优嘉新产能投产后，装置逐渐退出
			贲亭酸甲酯	2400	
			菊酸甲酯	1000	
			菊酸乙酯	1000	
			麦草畏	1000	
		青山厂区	草甘膦	30000	IDAN 法工艺
			乙腈	2000	农药中间体

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：优嘉植保产品产能情况

子公司	所处化工园区	厂区/工程期次	产品	产能 (吨/年)	说明
优嘉植保	如东经济开发区洋口化学工业园	优嘉一期	麦草畏	5000	已退出
			贲亭酸甲酯	1500	菊酯中间体
			联苯菊酯	800	农用菊酯
			氟啶胺	600	二硝基苯胺类杀菌剂
		优嘉二期	麦草畏	20000	除草剂
			抗倒酯		植物生长调节剂

			避蚊胺	50	杀虫剂
			卫生菊酯	2600	扬州本部原有 3500 吨卫生菊酯产能已退出
			吡唑醚菌酯	1000	甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂
		优嘉三期	菊酯及其中间体	10825	功夫菊酯、氯氰菊酯、四氟醚菊酯及其中间体等
			氟啶脲	200	杀虫剂
			噁虫酮	50	卫生杀虫剂
			噻苯隆	200	除草剂、脱叶剂
			苯醚甲环唑	1000	杂环类杀菌剂
			丙环唑	2000	三唑类杀菌剂
			高效氟吡甲禾灵	500	选择性除草剂
		优嘉四期 (第一阶段)	联苯菊酯	3800	农用菊酯
			氟啶胺	1000	二硝基苯胺类杀菌剂
			硝磺草酮	6000	苯甲酰环己二酮类除草剂
			苯醚甲环唑	3000	杂环类杀菌剂
			丙环唑	2000	三唑类杀菌剂
			氯代苯乙酮	3000	中间体
		优嘉四期 (第二阶段)	功夫菊酯	3000	农用菊酯
			虱螨脲	1000	苯甲酰脲类杀虫剂
			丙环唑	2000	三唑类杀菌剂
			丙氟菊酯	50	卫生类菊酯
			甲氧苄氟菊酯	50	卫生类菊酯
			四氟甲醚菊酯	50	卫生类菊酯
			右旋胺菊酯	360	卫生类菊酯
			羟哌酯	200	杀虫剂
			增效剂	500	
		优嘉五期	吡唑醚菌酯	3000	杀菌剂

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：葫芦岛基地年产 15650 吨农药原药及 7000 吨农药中间体项目

子公司	园区	大类	具体产品	规划产能（吨/年）
辽宁优创	辽宁省葫芦岛市北港工业区综合产业园	除草剂	咪草烟	1500
			甲氧咪草烟	200
			甲基咪草烟	100
			烯草酮	5000
			烯禾啶	250
			莎稗磷	500
			吡氟酰草胺	500
		杀菌剂	啉菌噁唑（SYP-Z048）	100
			氟唑菌酰羟胺	2500
		杀虫剂	功夫菊酯	3000
			双酰胺类杀虫剂	1500
		植物生长调节剂	多效唑	500
		合计		15650
		中间体	一氯吡啶	

			环己二酮	2000
			三氮唑	3000
		合计		7000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

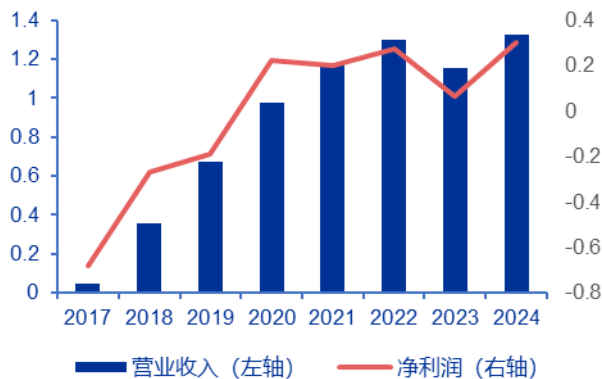
外伸：农研公司为扬农研发体系提供支持和补强，中化作物下游制剂品牌与丰富的登记资源加速扬农制剂布局，一体化产业链持续增强公司核心竞争力。2019年10月，公司以现金受让中化国际持有的中化作物保护品有限公司100%股权和沈阳中化农药化工研发有限公司100%股权。**1) 农研公司：**前身系沈阳化工研究院农药研究所，是国内一家从事新化合物设计与合成、生产工艺开发、农药剂型加工、生物活性筛选等配套完整的农药研究开发单位，其新农药创制水平在国内居于领先地位。近年来农研公司业绩稳健提升，2024年实现营业收入1.33亿元，净利润0.30亿元，盈利能力逐步提升；**2) 中化作物：**中化国际农化平台，拥有丰富的产品组合和优势品牌，包括“宝卓”、“9080”等创制产品，“马歇特”等全球知名商标在中国的所有权，以及“农达”等外企授权的全国独家经销品牌。中化作物在全球五十多个国家和地区开展农药登记工作，自2007年以来共完成约1500次登记服务，客户遍布北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、中东非等地区。2024年中化作物实现营业收入37.11亿元，净利润2.27亿元，近两年受到行业下行的影响，营收水平有所下降，但盈利水平保持稳定。自2019年扬农收购中化作物、农研公司以来，彼此协同下两家企业的发展显著加速，这也体现了公司在并购整合方面的能力。

图 8：中化作物营业收入和净利润（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 9：农研公司营业收入和净利润（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

公司拥有配套齐全、规模化的农化专业研发平台，在农化领域原始创新、持续技改、工程开发、标准、分析等多个维度形成了较为完善的、分工明确的农药创新体系，各平台间紧密联系，协同创新，共同服务于中国农化产业技术革新与进步。

表 6：公司具备完善的农药创新体系

序号	创新层面	机构名称	级别
1	原始创新/核心技术	新农药创制与开发国家重点实验室	国家级
2	原始创新/核心技术	江苏省农药清洁生产重点技术重点实验室	省级
3	原始创新/核心技术	辽宁省新农药创制重点实验室	省级
	工程开发/持续技改	农药国家工程研究中心（沈阳）	国家级

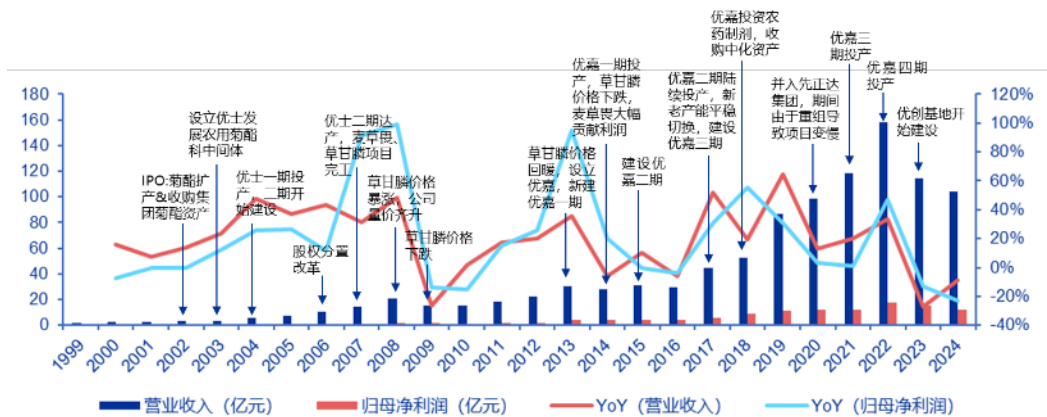
序号	创新层面	机构名称	级别
5	工程开发/持续技改	江苏省拟除虫菊酯类农药工程技术研究中心	省级
6	工程开发/持续技改	江苏省农药废弃物资源化工程技术研究中心	省级
7	工程开发/持续技改	江苏省农药污染控制与清洁生产工程技术研究中心	省级
8	工程开发/持续技改	辽宁省农药工程技术研究中心	省级
9	工程开发/持续技改	辽宁省化学专业技术创新中心	省级

资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.3 农药行业景气筑底回升，25Q1 业绩同比恢复增长

公司历史业绩复盘：2002 年公司上市，实现营收 3.01 亿元，归母净利润 0.24 亿元；2003 年开始公司菊酯大幅扩产，出口剧增；2007 年优士二期达产，麦草畏、草甘膦项目完工，尤其随着 08 年草甘膦价格暴涨，实现营收 21.03 亿元，归母净利润 1.83 亿元，2003-2008 年公司高速发展，营收 CAGR 高达 41%；2009-2012 年公司没有大规模新项目，整体增速平稳，营收规模从 15.44 亿元增长至 22.19 亿元，CAGR 为 13%；2013 年公司开始优嘉项目设立，多期项目陆续投建，新老产能平稳切换，2018 年公司收购中化资产，这几年公司快速扩张，营收、利润规模持续创新高，尤其随着 21 年底化工产品价格暴涨，公司 2022 年营收达 158.11 亿元，同比+33.5%，归母净利润达 17.94 亿元，同比+46.8%。23、24 年行业景气持续下行，公司主要产品价格下跌，营收、利润持续承压。2024 年公司实现营收 104.35 亿元，同比-9%，归母净利润 12.02 亿元，同比-23%，业绩连续两年负增长。

图 10：公司历史业绩复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

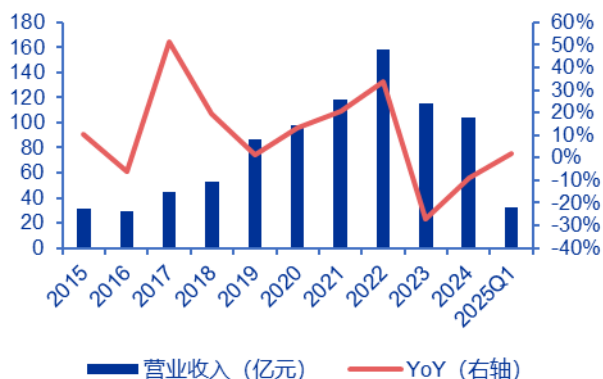
具体拆分 2024 年业绩情况看：原药业务克难求进，制剂业务维持稳定。根据公司披露经营数据，2024 年公司原药业务实现营收 64.18 亿元（YoY-13%），销量 9.99 万吨（YoY+4%），销售均价 6.43 万元/吨（YoY-16%），毛利率 27.70%，同比-2.45pct，整体而言受产品价格大幅下降影响，原药业务持续承压。为应对这一情况，公司在国内加大重点品种销售，加强与国内制剂企业的战略合作，扩大对制剂加工出口企业的支持；在海外积极打造多层次市场、多元化客户，通过深挖区域客户潜力，加大重点品种销售，有

序推进项目协同。制剂业务方面，公司积极围绕核心产品，强化品牌建设和渠道管理，抓好制剂产品销售，实现营收 15.45 亿元 (YoY-8%)，销量 3.64 万吨 (YoY+2%)，销售均价 4.25 万元/吨 (YoY-9%)，毛利率 29.77%，同比+2.39pct。

25Q1 公司营收、利润同比恢复增长，产品价格环比逐步趋稳，行业触底信号明确。

25Q1 公司实现营收 32.41 亿元 (YoY+2%，QoQ+34%)，实现归母净利润 4.35 亿元 (YoY+1%，QoQ+147%)，实现扣非归母净利润 4.30 亿元 (YoY+1%，QoQ+144%)。根据公司披露经营数据，25Q1 原药业务实现营收 18.06 亿元 (YoY+5%)，销量 2.87 万吨 (YoY+15%)，销售均价 6.30 万元/吨 (YoY-9%)；制剂业务实现营收 8.71 亿元 (YoY+1%)，销量 1.54 万吨 (YoY+3%)，销售均价 5.66 万元/吨 (YoY-2%)。具体分产品看，根据中农立华原药数据，25Q1 公司主要产品市场均价分别为：联苯菊酯 13.00 万元/吨 (YoY-9%，环比持平)、功夫菊酯 11.04 万元/吨 (YoY-2%，QoQ+2%)、草甘膦 2.35 万元/吨 (YoY-9%，QoQ-4%)、苯醚甲环唑 9.32 万元/吨 (YoY-7%，QoQ-6%)。

图 11: 2015-2025Q1 年公司营业收入情况



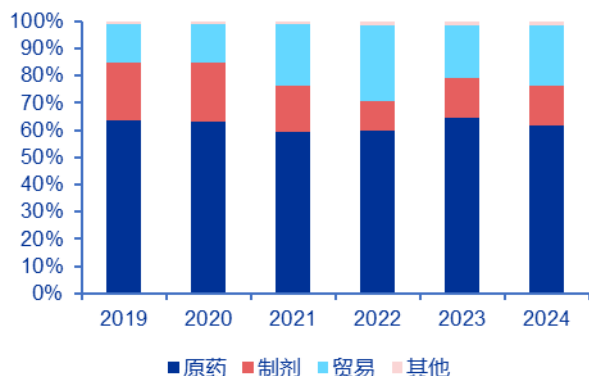
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 2015-2025Q1 公司归母净利润情况



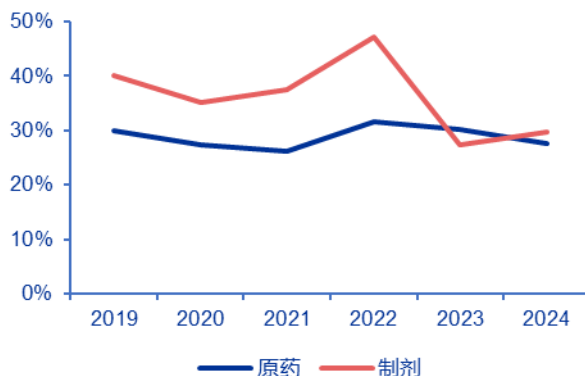
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 13: 2019-2024 年公司营收结构变化



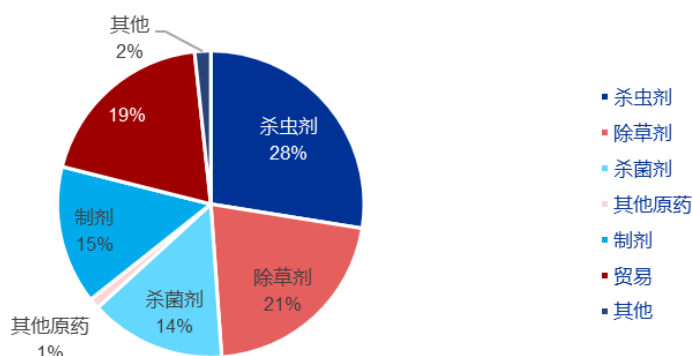
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 2019-2024 年公司原药、制剂毛利率情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

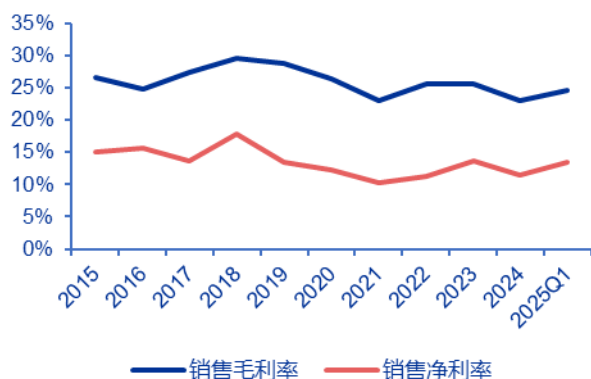
图 15：2023 年公司细分营收结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

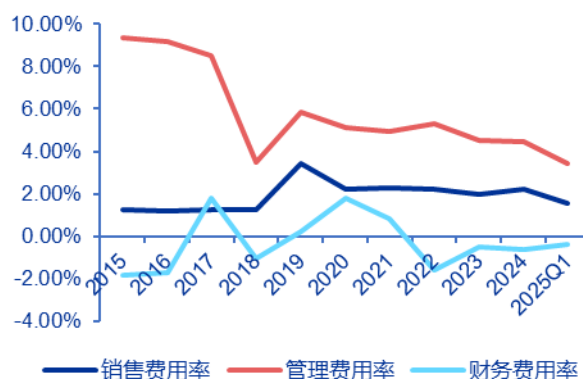
降本节支挖潜增效，供应管理成效显著。面对行业周期下行的压力，近年来公司持续挖潜降本，细排降本节支方案通过实施技术优化，强化过程管控，效果显著，24 年全年实现生产降耗节支 8616 万元。同时自 2020 年开始启动压缩管理层级的项目，对三级公司、四级子公司合并到一级公司，例如工厂生产运营管理集中到生产运营中心，提高运营效率。此外，公司持续完善采购管理体系，成立专业小组提高专业能力及价格研判的精准性，推动集中采购与个性化采购并轨运行，加大寻源拓源，强化关键原料供应商战略合作，24 年全年实现采购节支 2.53 亿元。

图 16：2015-2025Q1 年公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：公司三项费用率持续优化



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 农药行业周期筑底，景气有望持续回升

从全球视野看：农药行业需求刚性，虽非高成长行业，但总量仍呈现稳步增长趋势。农药需求与人类对粮食及其他农作物需求密切相关，随着世界人口增加、病虫害持续发生，全球农药市场规模不断增加。根据 S&P Global Commodity Insights 作物科学团队数据，2006 年至 2022 年，全球作物保护品市场规模从 355.75 亿美元增长至 877 亿美元，年复合增长率 5.80% 左右。尤其近年来，巴西地区农药处理面积持续增长，据巴西作物保护产业联盟 (Sindiveg) 委托 Kynetec Brasil 开展的研究显示，年巴西农药处理面积同比

增长 9.2%，突破 20 亿公顷，农药使用量同比增长 8.5%；预计 2025 年农药处理面积将增长 6%，维持在 20 亿公顷以上。而从具体产品结构上看，受限于新化合物开发成本的非线性提升，非专利作物保护品市场份额的持续扩大；同时伴随不同转基因种子的推广，不同品种的抗性，政府的禁限用政策带来不同品种间的此消彼长。

表 7：世界各国农药用量

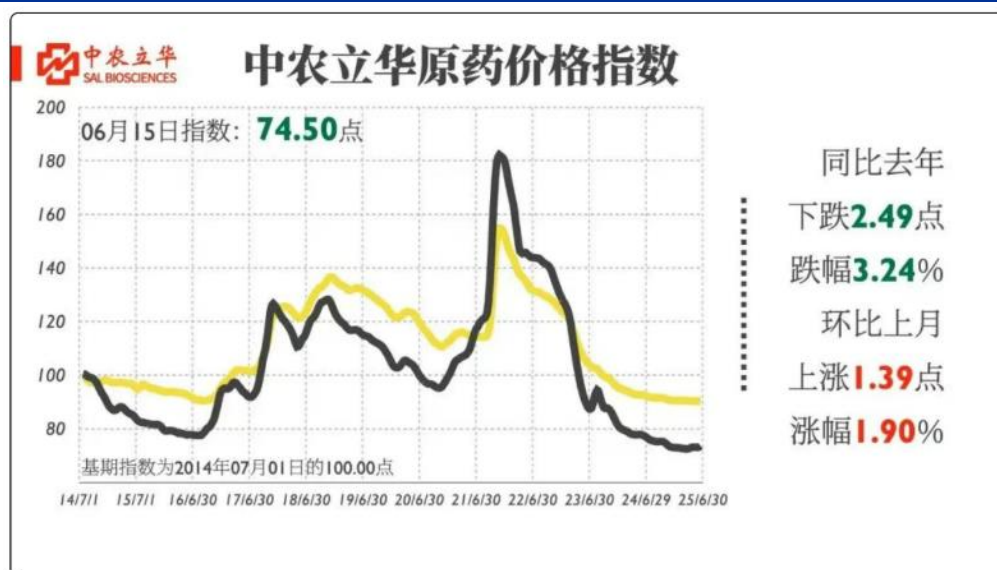
2020 年用量排序		1990 年	2000 年	2010 年	2020 年
全球用量（万吨）		168.55	204.71	260.25	266.11
1	美国	40.10	43.00	37.48	40.78
2	巴西	4.97	14.04	34.26	37.72
3	中国（含港澳台）	15.46	25.06	33.98	27.34
	其中：中国大陆	14.45	24.15	33.19	26.27
4	阿根廷	2.62	8.42	23.57	24.13
5	俄罗斯联邦		3.02	4.43	9.05
6	加拿大	2.96	3.97	6.11	7.89
7	法国	9.77	9.79	6.19	6.52
8	澳大利亚	1.79	3.35	4.22	6.34
9	印度	7.50	4.50	4.01	6.17
10	意大利	10.06	7.94	7.16	5.66
11	土耳其	2.99	3.35	3.86	5.37
12	日本	7.98	7.98	5.56	5.20
13	德国	3.13	3.53	4.08	4.80
14	西班牙	3.96	3.46	3.90	4.33
15	墨西哥	2.66	2.66	5.23	4.17
16	哥伦比亚	1.81	7.58	4.86	3.67
17	马来西亚	3.94	3.94	6.02	3.61
18	厄瓜多尔	0.25	1.79	3.16	3.41
19	南非	1.66	2.69	2.69	2.69
20	菲律宾	1.52	1.74	2.13	2.49

资料来源：世界农化网，联合国粮食及农业组织 FAO，申万宏源研究

2.1 全球去库存卓有成效，行业周期触底有望持续回暖

2022 年以来，供求关系快速转变导致农药原药价格大幅下跌，行业进入持续下行周期。2021Q4 国内能耗双控影响导致农药原药供应短缺，叠加 2022 年 2 月底地缘冲突导致能源价格上涨以及物流不畅，市场对供应担忧带来了恐慌性的加量采购，农药原药以及制剂的价格飙涨。但是自 2022Q3 末伴随着超量订购的货物送抵，海外主要市场库存高企，以及供应端产能持续扩张导致供求关系快速转变，产品价格快速下行，下游市场端采购开始持观望态度，需求疲软加剧了阶段性供应过剩，导致农药产品价格大幅回落，众多产品价格跌至近 10 年来历史的最低点。根据中农立华原药价格指数，截至 2023 年 12 月 31 日报 80.19 点，同比 2022 年底下跌 37.5%；截至 2024 年 12 月 29 日报 72.92 点，同比 2023 年底下降 9.07%。

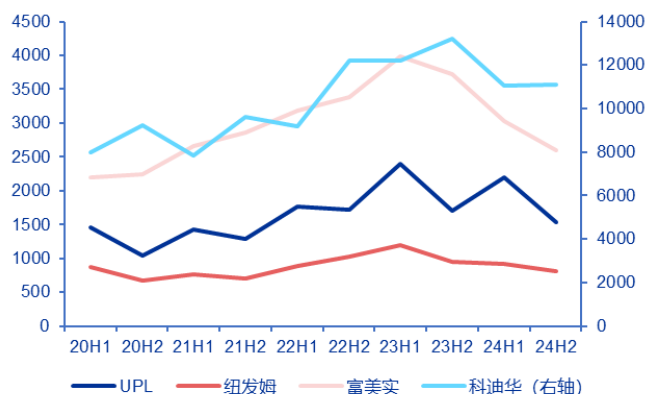
图 18：2022 年以来中农立华原药价格指数持续下跌



资料来源：中农立华原药价格指数，申万宏源研究

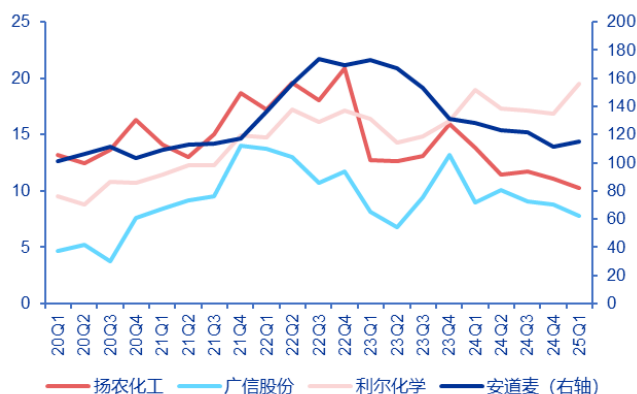
2023-2024 年全球市场持续去库存，目前库存已基本恢复至 2022 年之前状态，市场采购需求不断恢复。2023-2024 年农药市场采购需求相对疲软，渠道商及终端用户采购习惯呈现尽量少库存，晚采购，随用随购，碎片化采购的倾向，去库存成为行业主旋律。根据海内外各个公司数据披露，目前行业整体去库取得成效，UPL、纽发姆、安道麦等跨国公司，以及扬农化工、广信股份等国内企业库存均回归至 2022 年之前的正常水平，甚至部分企业以及市场库存已经处于低位状态。后续看，随着此前高成本库存的清理消减，清仓式的非理性低价抛售行为大幅度减少，需求回暖的同时价格也将逐步回归理性。

图 19：跨国公司库存逐步恢复正常（百万美元）



资料来源：彭博 Bloomberg，申万宏源研究

图 20：国内企业库存逐步恢复正常（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

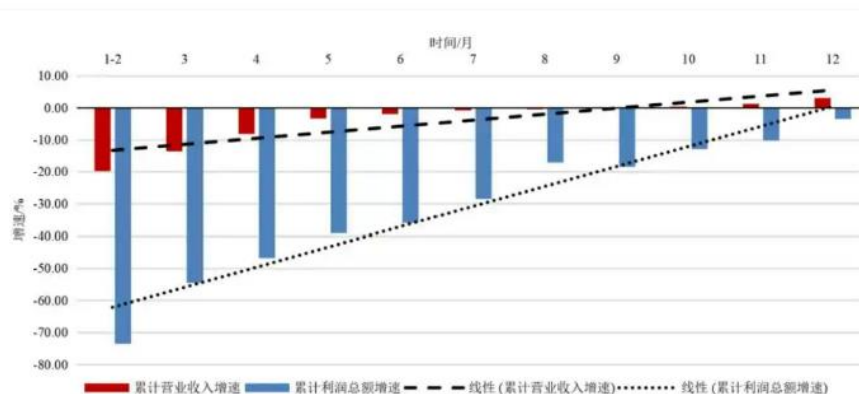
产品价格跌无可跌，板块业绩逐步修复，效益筑底回升态势渐显，行业触底信号明确。

国家统计局数据显示，2024 年农药行业规模以上企业 883 家；规模以上企业累计营业收入较上年增长 3.2%，利润总额较上年下降 3.4%，行业利润率 5.7%，处于历史低位。从全年走势看，行业效益呈现逐渐恢复态势，营业收入和利润总额 2 项指标累计降幅快速收窄，9 月份起全年累计营业收入出现恢复性增长，利润总额持续下行，但降幅收窄。从企业亏损

程度来看，2024 年我国农药行业规模以上企业亏损面逐步缩减。截至 12 月底，规上企业亏损面为 24.5%，累计亏损企业数比上年减少 9.2%，累计亏损额比上年减少 21.1%，扭转了 2024 年上半年亏损额扩大的局面。根据中农立华原药价格指数，2025 年 6 月 15 日报 74.50 点，同比下跌 3.24%，环比上月上涨 1.90%，整体价格触底回升。根据中农立华原药价格数据，细分产品看，烯草酮、百菌清、阿维菌素等产品价格涨幅显著。根据 Wind 数据，A 股农药行业上市公司 25Q1 实现营收 372 亿元，同比+5%，实现净利润 27 亿元，同比+63%，预计 Q2 维持修复态势。

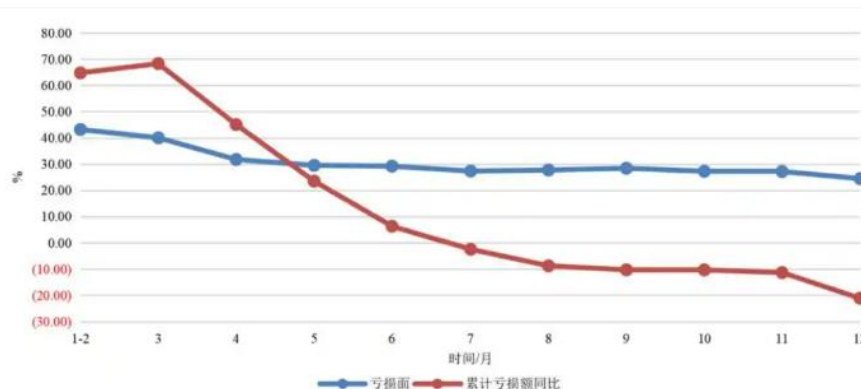
2025 年市场将从“去库存”转入“去产能”阶段，预计行业格局将呈现两极分化，市场份额进一步向头部企业集中。根据中国农药工业协会在宁夏银川召开的上述发布会上给出的统计数据显示，2024 年度农药行业销售额 5 亿元以上企业 115 家，总销售额达到 2848.87 亿元；10 亿元以上企业 81 家，较上年增加 8 家；50 亿元以上企业 13 家，较上年增加 1 家；其中 4 家企业销售额超过百亿元，行业集中度持续提升。预期未来，行业将经历一定时期的产能优化和整合，没有竞争优势的企业将逐步退出，行业集中度将进一步加强，具有竞争优势的领先企业的发展空间将获得进一步的提升，尤其具有核心技术和创新能力，以及拥有市场渠道和品牌知名度等核心竞争力的行业主导者将会越来越强。

图 21：2024 年我国农药行业效益累计增速变化情况



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 22：2024 年我国农药行业亏损变化情况



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 23：25Q1 行业营收 372 亿元，同比+5%



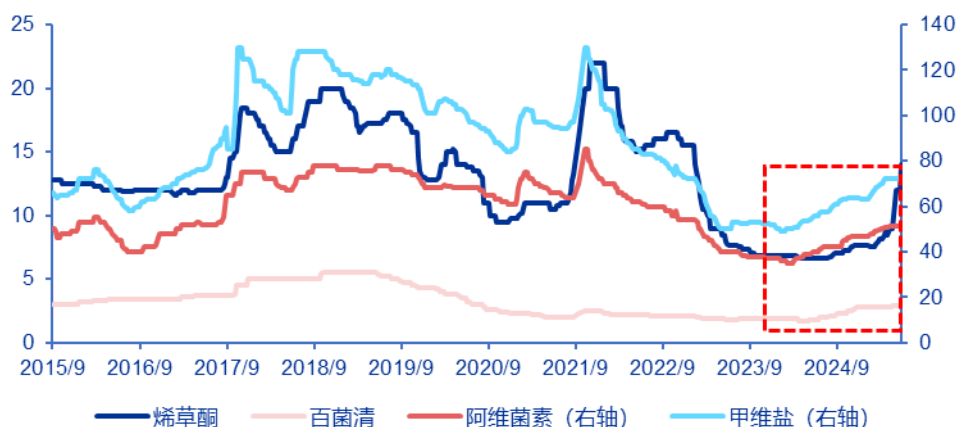
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：25Q1 行业净利润 27 亿元，同比+63%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：农药产品价格走势（万元/吨）



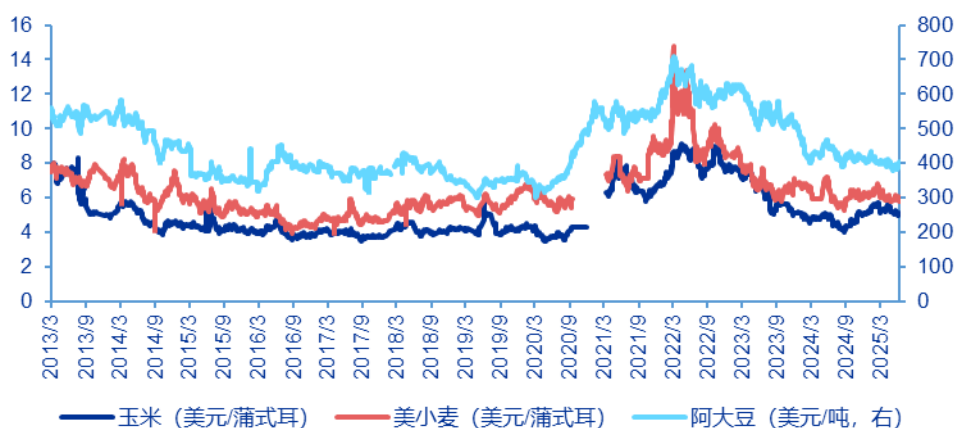
资料来源：中农立华原药数据，申万宏源研究

2.2 全球粮价企稳回暖支撑需求，油价中枢下行优化成本

全球粮价底部企稳回暖支撑农化需求，行业景气修复情况下，油价中枢下行则有助于推动原材料成本下降。

粮价：近两年，全球主要粮食品种价格弱势运行，除稻谷相对平稳外，玉米、小麦、大豆均回落明显，影响农民种粮收益。2025 年以来，多重因素交织推动全球粮价底部企稳回升：1) 关税与贸易冲突带来不确定性的“催化剂”，其导致的连锁反应将成为短期粮价波动的核心推手；2) 地缘冲突持续，黑海港口运输受阻，全球粮食供应链遭遇重创，尤其乌克兰作为欧洲粮仓，其小麦等出口大幅下滑；3) 气候异常成为一大重要推手，厄尔尼诺现象导致南美大旱，2024/2025 年度阿根廷玉米产量、巴西大豆产量均有下滑，此外澳大利亚小麦带遭遇严重干旱导致产量下滑。粮价的触底回暖对农化需求形成支撑，农民用药意愿积极。

图 26：全球农产品价格底部回暖



资料来源：Wind，申万宏源研究

油价：农药作为石油衍生的精细化工产品，油价的波动影响其生产成本，同时生物燃料作为石油的替代品，油价的变动也会影响如生物乙醇的需求，从而间接影响相关作物的种植需求。目前，全球粮价出现企稳回升趋势，同时农药行业筑底景气也逐步回暖，需求侧得到较好的支撑，绝大多数农药产品价格也处在历史底部位置，油价中枢在正常区间的下行对农药行业成本端带来了一定利好。此外，煤炭等价格的下行同样优化了企业的成本。

图 27：油价、煤价走势



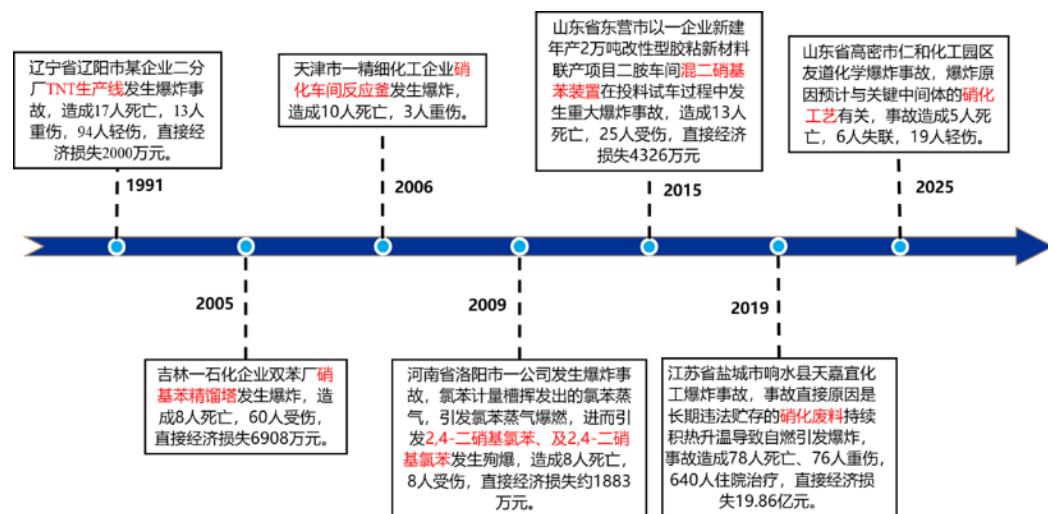
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 行业事故频发或成为景气修复重要推手

友道化学氯虫苯甲酰胺重大事故导致产业链受到关注，预计国内危化品工艺管控将进一步加强。根据应急管理部官方通报，5月27日11时57分左右，山东高密友道化学有限公司一车间发生爆炸事故。截至当日19时25分，事故造成5人死亡，6人失联，19人轻伤。据了解，此次事故主要与氯虫苯甲酰胺中间体的硝化工艺有关。事故影响：1) 直接影响关键中间体K胺及原药供应，同时替代产品方面，茚虫威、阿维菌素系等或将一定程度受益氯虫的供给不足。此外，此次事故与硝化反应密切相关，19年响水爆炸事故就是硝化工艺，年应急管理部印发《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录（第二批）》

通知要求，间歇或半间歇釜式硝化工艺应改为微通道反应器、管式反应器或连续釜式硝化生产工艺，预计国内对于危化品工艺，尤其硝化工艺管控将进一步趋严。

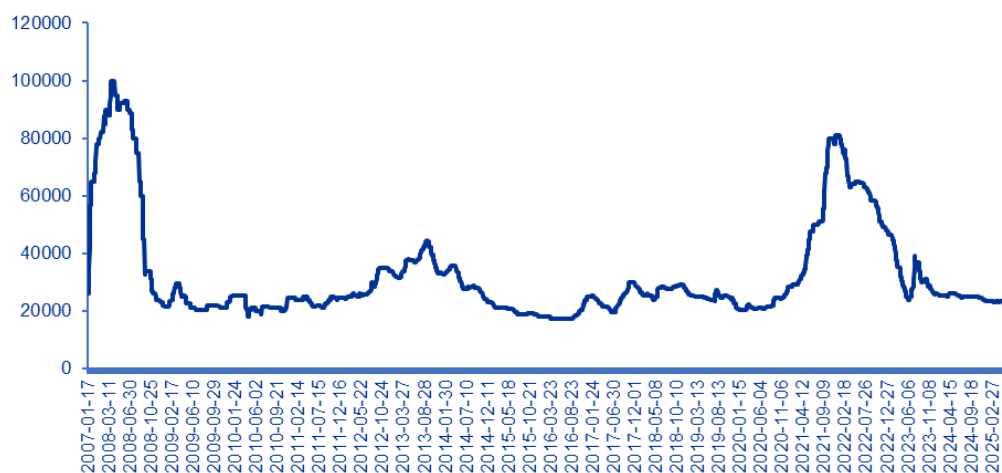
图 28：国内部分硝化工艺相关事故梳理



资料来源：中国化学品安全协会，申万宏源研究

安全环保政策预计趋严推动行业景气周期加速修复。回顾农药行业过去几轮景气周期，安全环保政策起到重要的推动作用，例如：16 年供给侧改革导致农药供给端实质性收缩，21 年能耗双控推动行业进入高景气周期。5 月 26 日，国内第三轮第四批中央生态环境保护督察全面启动，组建督察组对分别对山西、内蒙古、山东、陕西、宁夏 5 省（区）开展督察，统筹开展黄河流域督察和省域督察。这一时间友道化学发生重大事故预计将对整体化工和危化品行业带来影响。今年以来，农药行业逐步回归理性，高价库存去化，采购需求恢复，厂家挺价意愿较强，景气逐步修复，但供给端的压力依旧存在，此次事件预计有望加速推动农药景气周期来临。

图 29：原药价格复盘（以草甘膦为例，元/吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

公司熟练掌握多种危险工艺工程转化技术：根据公司年报披露，国家重点监管涉及的精细化工的 13 种危险化工工艺（光气及光气化工艺、氯化工艺、硝化工艺、合成氨工艺、氟化工艺、加氢工艺、重氮化工艺、氧化工艺、过氧化工艺、胺基化工艺、磺化工艺、烷基化工艺、聚合工艺等），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. 核心产品菊酯领先地位稳固，除草剂、杀菌剂布局日趋完善

3.1 杀虫剂：菊酯全产业链优势显著，产品价格弹性可期

高效、低毒、易分解是杀虫剂发展的趋势，菊酯类杀虫剂性能优越，不断推陈出新，全球市场地位稳固。20 世纪 40 年代之前杀虫剂主要是高毒低效的无机类产品，直到 1939 年瑞士人米勒发现 DDT 的活性，1940 年 DDT 作为杀虫剂工业化生产，杀虫剂从此进入有机时代。随着时代的发展，对农药的要求也不断的提高，杀虫剂经历了数次更新换代，有机氯类杀虫剂的高残留性逐渐被禁用淘汰，氨基甲酸酯类和有机磷类杀虫剂由于其高毒性也逐渐被新烟碱类杀虫剂所取代。菊酯方面，1949 年美国 Schechter 首次合成了丙烯菊酯，它与天然除虫菊素结构和理化性质相似，但对光不稳定，易氧化分解。上世纪 70 年代英国公司 NRDC 研发出第一个菊酯类杀虫剂苄氯菊酯，自此菊酯类杀虫剂在全球杀虫剂市场开始崭露头角，由于其活性高、杀虫谱广、对哺乳动物和鸟类毒性低等显著特性，短短几年就确立了无可争议的地位。同时全球各公司不断推陈出新，研制开发的拟除虫菊酯类杀虫剂有近 80 个品种，可以适应各种场所各种作物的需求，使得其多年来长期占据着杀虫剂销售额前三名的位置。

图 30：高效低毒易分解是杀虫剂一直以来的发展趋势



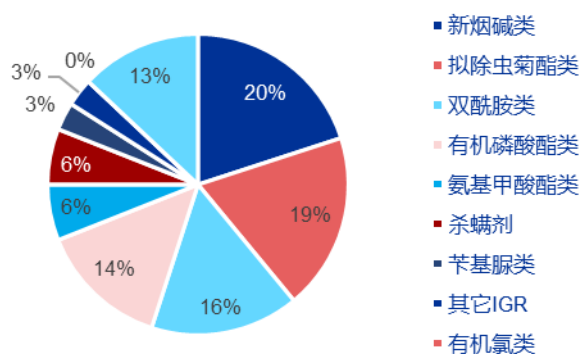
资料来源：《世界农药新进展》，申万宏源研究

图 31：拟除虫菊酯研发历程



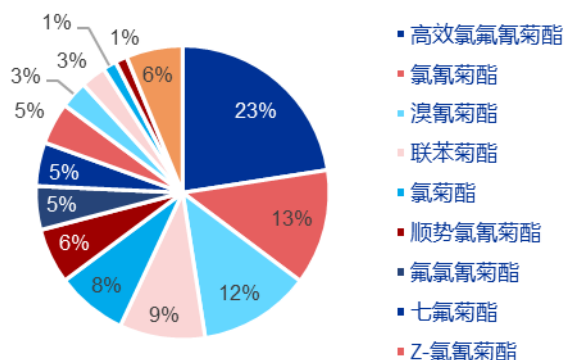
资料来源：农药市场信息，申万宏源研究

图 32：2019 年各类杀虫剂市场占有率



资料来源：世界农化网，申万宏源研究

图 33：2019 年不同菊酯类产品市场占比



资料来源：世界农化网，申万宏源研究

拟除虫菊酯根据下游需求可以分为农用菊酯和卫生用菊酯，市场需求稳中有增。1) **农用菊酯**：一方面受让高毒性的有机磷类杀虫剂和氨基甲酸酯类杀虫剂退出所带来的部分存量市场，另一方面，由于新烟碱杀虫剂对蜂群危害，2015 年以来美国、加拿大、欧盟等对烟碱类杀虫剂相继出台了一系列的限制政策，仿生性出色的拟除虫菊酯类杀虫剂成为良好的替代品；2) **卫生菊酯**：一方面，卫生菊酯是卫生杀虫剂中最主要的品种，作为一种具有刚性需求的快速消费品，卫生杀虫市场规模将会不断扩大。另一方面，全球范围内虫媒传染病时有发生，一些昆虫大爆发常引起相应的虫媒传染病大规模传播，这也会带来卫生杀虫制品需求量的增加。

表 8：拟除虫菊酯类杀虫剂按用途分类

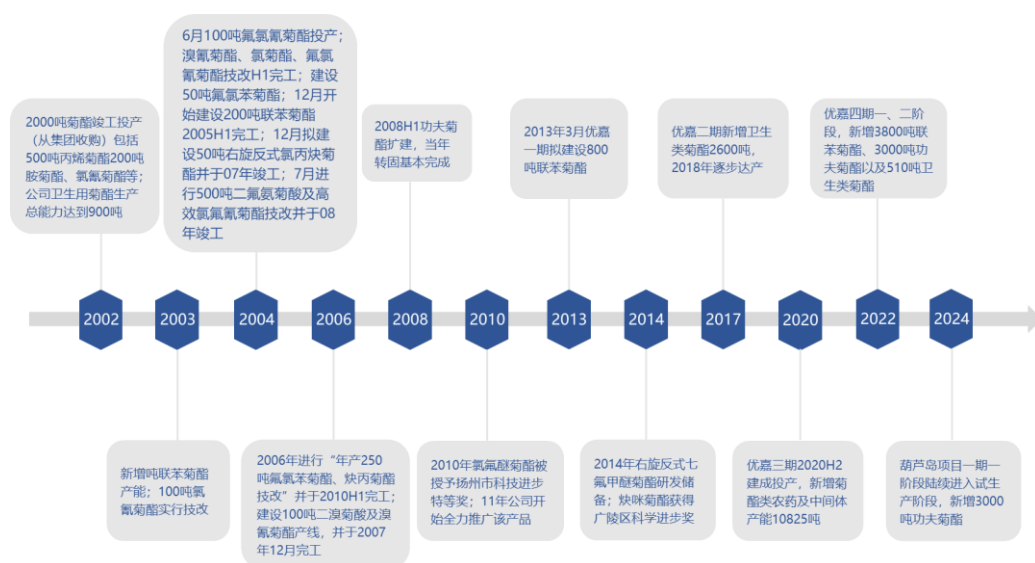
分类	用途	代表产品
农用菊酯	大田作物害虫的防治，果树、蔬菜、茶叶经济作物害虫防治	功夫菊酯、联苯菊酯、氯氟菊酯、溴氰菊酯、氰戊菊酯、甲氰菊酯、氟胺氰菊酯、醚菊酯、四溴菊酯、氟丙菊酯、氟氰戊菊酯
卫生菊酯	卫生用害虫的消除	氯菊酯、氯氟醚菊酯、氯烯炔菊酯、四氟甲醚菊酯、烯丙菊酯、炔丙菊酯、胺菊酯、苄呋菊酯、苯醚氰菊酯

资料来源：世界农化网，申万宏源研究

多重优势打造菊酯优势地位，公司核心产品竞争力持续加强：

1) 公司打通了菊酯研发到生产的全流程，构建起平台级菊酯研发和生产中心。20 世纪 90 年代以前，菊酯的生产技术被日本住友化学牢牢掌握，国产拟除虫菊酯的效能很差。当时政府出台了搭配销售国内产品的保护政策，即“进口一吨国外菊酯，要搭配三吨扬农的产品”，导致企业内生发展动力不足。1992 年扬农主动放弃了保护政策，进行技术攻关，并于次年推出第一个自主研发的产品丙烯菊酯，效能达到了国外水平。直至今，公司始终保持菊酯产品的竞争力，不仅是菊酯生产领先企业，更是菊酯研发领先企业，坚持仿创结合的技术创新战略，先后攻克多项菊酯关键技术。同时，公司不断追求技术的进步和工艺的改进，把控生产环节的每一项技术指标，不断积累核心竞争力。

图 34：公司拟除虫菊酯产品发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

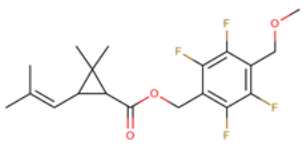
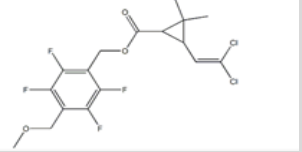
目前公司在菊酯大类产品方面拥有氯氟醚菊酯、右旋反式氯丙炔菊酯、四氟醚菊酯、右旋七氟甲醚菊酯 4 个创制产品，其中氯氟醚菊酯更是成为可以与住友化学拳头产品四氯甲醚菊酯竞争的主流产品。2025 年 4 月，公司四氟苯烯菊酯（Vinylfluthrin）ISO 通用名称获得国际标准化组织农药通用名技术委员会（ISO/TC81）临时批准，公示 6 个月期满后正式获批 ISO 通用名。四氟苯烯菊酯是公司在卫生用药领域多年创新积累的又一成果，主要用于蚊、蝇等卫生害虫防治，其独特之处在于对卫生靶标展现出快速击倒的活性，可用于电热蚊香液、蚊香、气雾剂等多种剂型。

表 9：公司菊酯专利品种

产品名	专利授权日期	授权专利号
右旋反式氯丙炔菊酯	2003/7/23	ZL99126022.8
氯氟醚菊酯	2009/9/30	ZL200810132612.0
右旋七氟甲醚菊酯	2010/9/22	ZL200910142187.8
四氟醚菊酯	2006/9/13	ZL200310121742.1
四氟苯烯菊酯		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

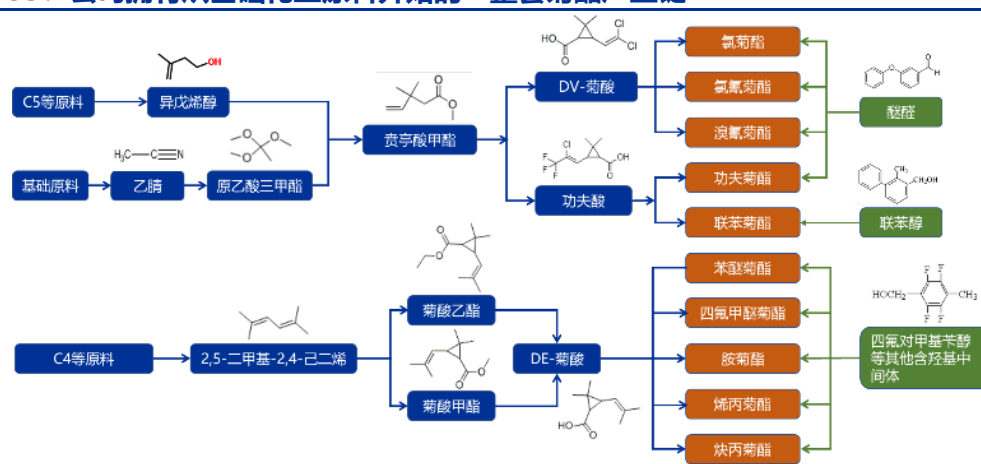
表 10：扬农化工与住友化学专利产品对比

	四氟甲醚菊酯	氯氟醚菊酯
专利厂商	住友化学	扬农化工
化学结构		
专利号	CN1254507 (A)	CN101306997 (A)
专利到期日	2018/11/20	2028/4/29

资料来源：国家专利局，申万宏源研究

2) 公司拥有从基础化工原料开始的一整套菊酯产业链，关键中间体自给自足。公司打通了从原料（C4、C5 等）—中间体（贲亭酸甲酯、醚醛、菊酸乙酯、菊酸甲酯、功夫酸等）—原药整个产业链，关键中间体均自成体系、配套完善，甚至乙腈等原料合成路线也全部打通，拥有稳定、低价的原料供应，直接形成充分的成本优势。近年来，我国菊酯产业依次经历了 2018 年印度进口菊酯中间体醚醛被征收反倾销税、“两灌”化工园区企业停产整顿、2019 年响水“3·21”爆炸事故、2020 年印度封国醚醛中间体供应困难、2021 年化工原料价格大幅上涨等事件。公司凭借自身上下游的完善配套，展现出强大的抗周期能力。

图 35：公司拥有从基础化工原料开始的一整套菊酯产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3) 公司菊酯品种丰富且规模较大，成本优势下市场份额将持续提升。公司前身是江苏扬农化工集团有限公司的原菊酯分厂，经过多年的发展，菊酯产品形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树。据我们不完全统计，目前公司农用菊酯品类超过 13 个、卫生菊酯品类超过 19 个，合计产能超过 2 万吨。产能分布方面，优嘉二期 2600 吨卫生类菊酯、三期项目 10825 吨菊酯及中间体完成了对优士化学大连路厂区产能的搬迁和升级，而后优嘉四期项目新增 7310 吨拟除虫菊酯类产能，辽宁优创一期新增 3000 吨功夫菊酯产能。2022 年以来菊酯价格自高位快速回落，根据中农立华原药数据，截至 2025 年 6 月 15 日，功夫菊酯价格 10.7 万元/吨，联苯菊酯价格 13 万元/吨，处于历史底部位置，行业盈利基本处于盈亏平衡乃至亏损状态，部分企业装置甚至处于停产状态。多重优势下，公司依旧保持较好的毛利率水平，市场份额持续提升。

表 11：公司菊酯产品及产能情况

大类	具体产品	产能（吨）	大类	具体产品	产能（吨）
农用菊酯	联苯菊酯	4600	卫生菊酯	氯氟醚菊酯	250
	功夫菊酯	8500		氯烯炔菊酯	50
	溴氰菊酯	50		右旋反式氯丙炔菊酯	50
	氯氰菊酯原油	700		氯菊酯	300
	氯氰菊酯原粉	100		氟硅菊酯	50
	高效氯氰菊酯苯油	4000		四氟苯菊酯	100
	四氟醚菊酯	20		右旋烯丙菊酯	700
	四溴菊酯	20		Es-生物烯丙菊酯	180
	氟氯氰菊酯	100		右旋反式烯丙菊酯	100
	氟氯苯菊酯	30		S-生物烯丙菊酯	10
	氟丙菊酯	5		生物烯丙菊酯	10
	丙氟菊酯	50		炔丙菊酯	150
	甲氧苄氟菊酯	50		富右旋反式炔丙菊酯	50
	四氟甲醚菊酯	50		胺菊酯	100
				右旋胺菊酯	200
				右旋苯醚菊酯	100
				右旋烯炔菊酯	100
				炔咪菊酯	100
				右旋苯醚氰菊酯	100
				右旋胺菊酯	360
合计		18275	合计		3060

资料来源：公司公告，申万宏源研究

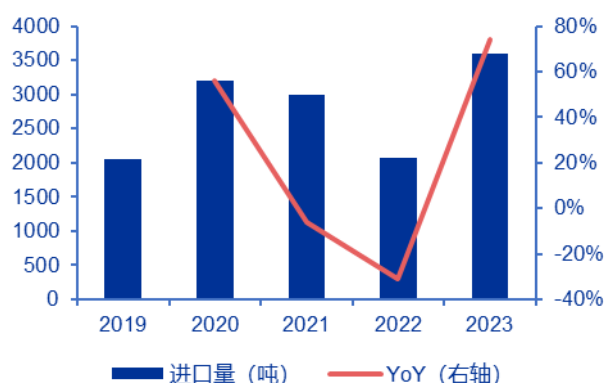
表 12：国内主要菊酯原药产能情况（吨）

品种	公司	现有产能	备注
功夫菊酯	扬农化工	8500	葫芦岛 3000 吨 24H2 投产
	高润农	3600	
	广东立威	3000	
	春江润田	2600	
	长青股份	2000	处于低开工负荷
	合计	19700	
联苯菊酯	扬农化工	4600	
	春江润田	2400	
	高润农	2400	
	广东立威	1000	
	辉丰股份	1000	
	长青股份	1000	处于低开工负荷
	中农联合		规划 1300 吨在建
	合计	12400	

资料来源：各公司公告，百川资讯，申万宏源研究

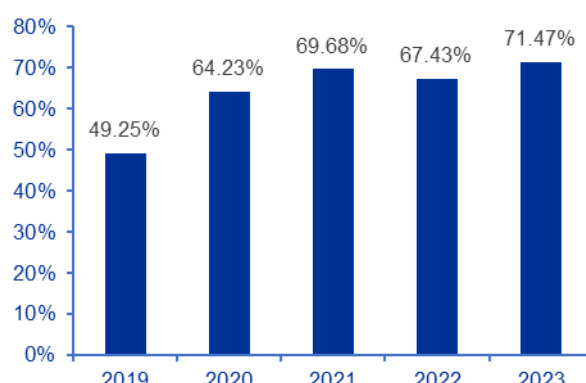
印度氯氰菊酯反倾销落地推动产品价格合理回升，预计未来来自印度其他菊酯类产品的价格冲击也将持续缓解。我国是全球主要的氯氰菊酯消费市场之一，根据《氯氰菊酯反倾销调查申请书》，需求从 19 年 4160 吨增长至 23 年 5040 吨，累计增长 21%，但由于印度厂商的低价倾销导致国内生产企业产量明显下滑，据统计国内扬农化工、广东立威、广东广康、山东华阳等合计产能 6000 吨，但产量从 19 年的 2140 吨下降至 23 年的 1470 吨，反之来自印度进口量从 19 年的 2049 吨增长至 23 年的 3602 吨，累计增长 76%。价格方面，印度产品进口价格从 19 年 8.97 万元/吨下降至 23 年 5.20 万元/吨，累计降幅 42%，且大幅低于国内产品价格，20 年以来印度进口价格已经降至国内产品销售成本以下。2024 年 5 月 7 日，商务部决定对原产于印度的进口氯氰菊酯进行反倾销立案调查。日前，调查机关最终认定，原产于印度的进口氯氰菊酯存在倾销。国务院关税税则委员会根据商务部的建议作出决定，自 2025 年 5 月 7 日起，对被调查产品征收反倾销税：印度格达化学 75.7%、联合磷化物 166.2%、塔格罗斯化学 48.4%、万民利有机化学 62.0%、布拉特树农（印度）62.0%、禾润保工业 62.0%、其他公司 166.2%。随着反倾销税落地，国内企业氯氰菊酯量、价将迎来同步提升，且我们预计未来来自印度其他菊酯类产品的价格冲击也将持续缓解，对整个菊酯大类产品带来提振作用。

图 36：印度氯氰菊酯进口量



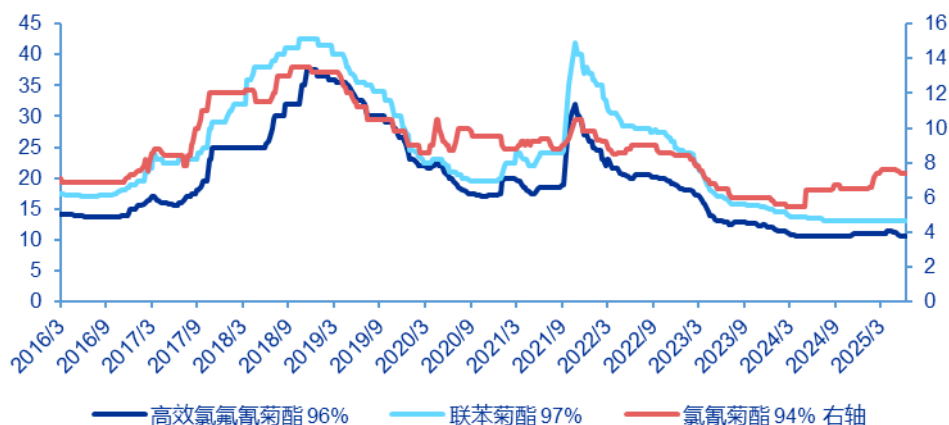
资料来源：《氯氰菊酯反倾销调查申请书》，申万宏源研究

图 37：印度氯氰菊酯在中国市场份额占比



资料来源：《氯氰菊酯反倾销调查申请书》，申万宏源研究

图 38：菊酯价格走势（万元/吨）



资料来源：中农立华原药数据，申万宏源研究

图 39：菊酯中间体价格走势（万元/吨）

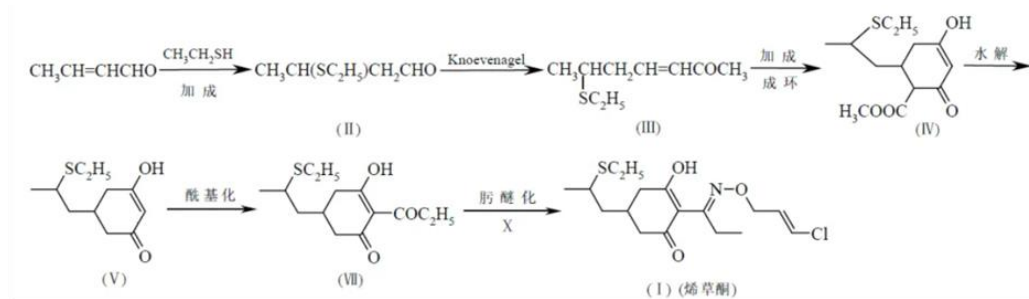


资料来源：中农立华原药数据，申万宏源研究

3.2 除草剂：烯草酮景气高涨，草甘膦、麦草畏底部静待回暖

烯草酮需求旺季供给严重短缺，价格持续上涨，公司葫芦岛 5000 吨项目投产放量持续受益。烯草酮主要用量在于防除大豆田苗后禾本科杂草，单独或与草甘膦混配，对防治草甘膦抗性杂草效果非常好。随着全球抗草甘膦大豆种植面积的增加，以及部分国家和地区对草甘膦的禁限用政策，烯草酮全球发展趋势看好，用量持续上升，2024 年全球需求约达 3.5 万吨。国内供给方面：一帆生物 1 万吨（原有 2000 吨产能在宁夏项目投产后长期关停），先达股份 1 万吨，河北兰升 1 万吨等，产能集中度高。据了解，宁夏一帆装置 25 年以来持续停车，4 月复产后再次发生事故，复产时间难以预期。目前正值烯草酮用药季节，供给短缺导致价格持续上涨，且有望延续。根据百川资讯数据，截至 2025 年 6 月 18 日，烯草酮价格 14.75 万元/吨，较年初价格上涨 97%，较去年同期上涨 123%。公司葫芦岛优创一期 5000 吨烯草酮项目于 2025 年 4 月投产，装置采用连续化生产工艺，关键中间体实现自配，目前爬坡顺利持续放量，将充分受益此轮价格上涨。

图 40：烯草酮合成工艺路线



以乙硫醇和丁烯醛为起始原料，经加成、Knoevenagel 反应、加成环化、水解脱羧、酰基化重排、酞酰化等反应合成烯草酮

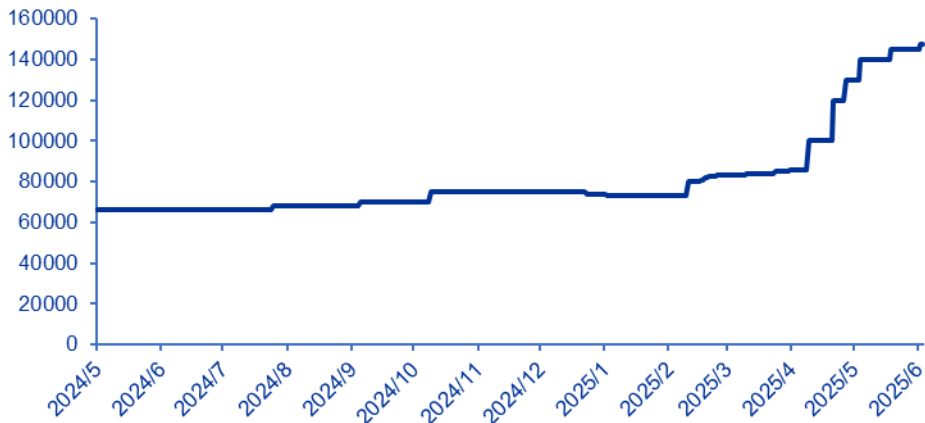
资料来源：中国农药工业协会，申万宏源研究

表 13：国内烯草酮产能分布

公司	装置地址	产能（万吨）	备注
一帆生物	宁夏	1	事故停产中
	浙江	0.2	宁夏投产后长期停产
先达股份	山东	0.2	
	辽宁	0.8	
河北兰升	河北	1	
扬农化工	辽宁	0.5	逐步爬坡中
武威联硕	甘肃	0.4	
侨昌现代	山东	0.3	
润丰股份	山东	0.2	

资料来源：百川资讯，各公司公告，申万宏源研究

图 41：25 年以来烯草酮价格快速上涨（元/吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

草甘膦供给格局相对稳定，国内转基因推广带来需求增量。草甘膦作为市场规模最大的农药产品，其价格变动对其他除草剂乃至所有农药产品的价格都会影响。供给端：草甘膦产能集中在拜耳及中国企业，作为国内严格限制扩产的品种，未来新增的产能主要是江南通江山 5 万吨（25 年底），以及润丰股份 2.5 万吨（推迟概率高），25 年无新增产能投产；需求端：草甘膦消费呈明显的季节性，随着 24 年海外库存进一步消化，大宗除草剂需求将逐步回暖。同时随着转基因作物在国内推广和应用，需求有望进一步增加。根据世界农化网统计，目前已经有 25 款草甘膦不同盐类制剂和 3 款草铵膦产品获批用于转基因玉米/大豆作物不同转化体上。**扬农化工江苏优嘉植物保护有限公司已经获得草甘膦异丙胺盐水剂登记证 PD20095931，适用作物为玉米，适用转化体为 DBN9936、DBN9858。**以我国种植面积计算，参照美国亩用量，国内玉米、大豆市场转基因渗透率提升至 100%后有望将带来近 7 万吨草甘膦需求。

表 14：全球草甘膦产能布局（万吨）

已有产能				
企业	IDA 法	甘氨酸法	总产能	所在地
拜耳				美国、比利时、巴西、阿根廷

已有产能				
兴发集团		23	23	湖北宜昌 13 万吨、内蒙乌海 10 万吨
福华通达		15.3	15.3	四川乐山
新安股份		8	8	江苏镇江 5 万吨、浙江建德 3 万吨
南通江山	4	3	7	江苏南通
江苏好收成	7		7	江苏南通
广信股份		3	3	安徽池州
和邦生物	5		5	四川乐山
河南东方红		3	3	河南许昌
扬农化工	3		3	江苏扬州
广安诚信	2		2	四川广安
合计	58	55.3	113.3	
规划产能				
南通江山			10	与瓮福合作项目，预计一期 5 万吨 25 年底投产
和邦生物	20		20	印尼，已办理完成境外投资的备案登记事宜，正全力推进开工建设手续
润丰股份	2.5			连续化技改搬迁至山东潍坊，预计 25 年投产
鑫隆泰			2.7	兰州，2024 年 5 月拿到环评批复

资料来源：百川资讯，各公司公告，申万宏源研究

表 15：中国已获批准生产用安全证书且配套登记农药产品的转化体

转化体	企业	作物	外源基因	改良性状	有效区域（获批时间）
DBN9936	大北农	玉米	<i>cry1Ab</i> 、 <i>epsps</i>	抗鳞翅目害虫、草甘膦抗性	全国（2024.1.2）
DBN9858	大北农	玉米	<i>epsps</i> 、 <i>pat</i>	草甘膦、草铵膦抗性	北方纯玉米区（2020.6）；南方、西南、西北玉米区、黄淮海夏玉米区（2020.12）
DBN3601T(DBN9936×DBN9501)	大北农	玉米	<i>cry1Ab</i> 、 <i>epsps</i> 、 <i>vip3Aa19</i> 、 <i>pat</i>	抗虫、耐除草剂	全国（2024.1.4）
DNB9004	大北农	大豆	<i>epsps</i> 、 <i>pat</i>	草甘膦、草铵膦抗性	全国（2024.1.5）
中黄 6106	中国农业科学院作物科学研究所	大豆	<i>g2-epsps</i> 、 <i>gat</i>	草甘膦抗性	全国（2024.1.6）

资料来源：世界农化网，申万宏源研究

表 16：我国转基因玉米、大豆放开对草甘膦需求测算（万吨）

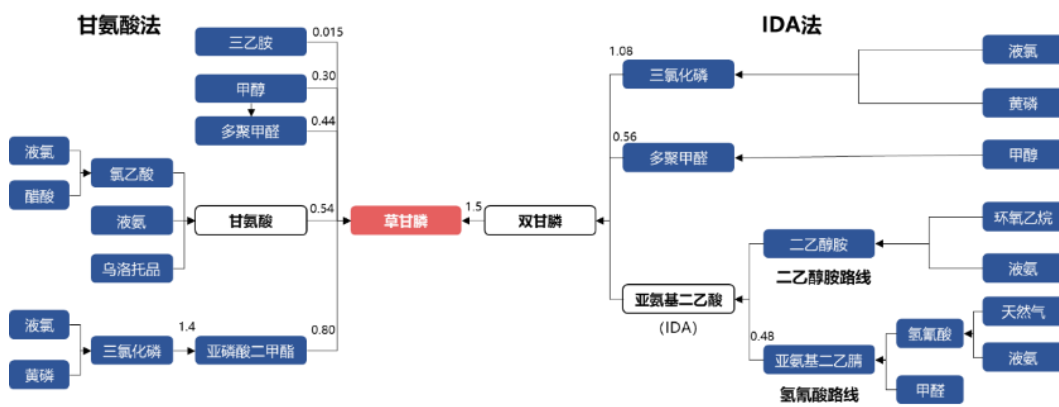
产品	种植面积（百万公顷）	单次用量（折原药）	施用频次	100%渗透率	50%渗透率	30%渗透率
玉米	44.74	1.07kg/公顷	1	4.79	2.39	1.44
大豆	10.33	1.09kg/公顷	2	2.25	1.13	0.68

资料来源：Wind，申万宏源研究（种植面积为 24 年数据）

目前草甘膦的工业化生产主要包括甘氨酸法和 IDA（亚氨基二乙酸）法两大路线，其中 IDA 法工艺环保优势明显。根据起始原料的不同，甘氨酸法包括氯乙酸法和氢氰酸法两条路线，其中以氯乙酸法为主，IDA 法包括二乙醇胺法和氢氰酸法两条路线。两种方法均需用到黄磷、液氯、液氨和甲醇等原料，其中甘氨酸法技术成熟，原料易得，投资较低，但会产生副产物氯甲烷和甲缩醛，且母液含磷量是双甘膦的 1 倍，环保处理难度和费用较

大；IDA 法流程相对较短，产品纯度更高，环境友好无副产物，但过程涉及氢氰酸，技术壁垒较高。

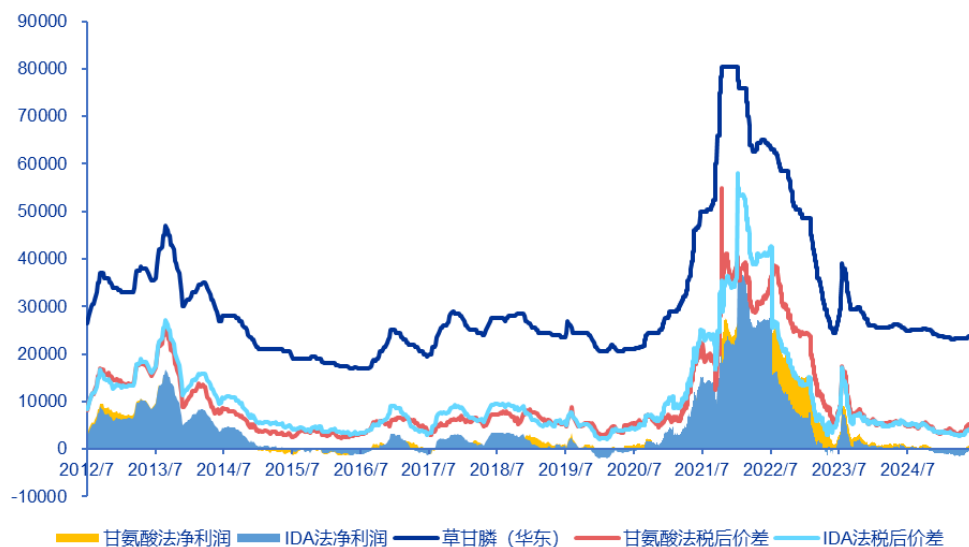
图 42：草甘膦合成工艺路线对比



资料来源：兴发集团环评，和邦生物年报，安徽康姆环评，百川盈孚，申万宏源研究（图中数字代表单耗，单位为 t/t）

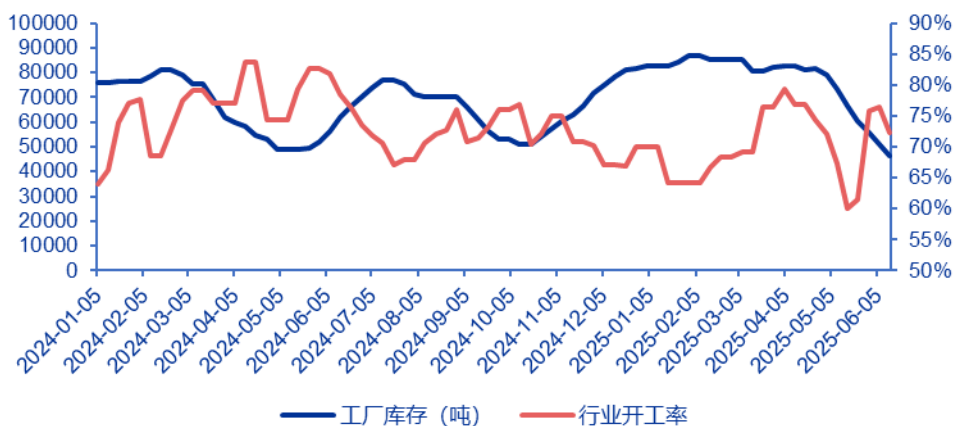
拜耳针对草甘膦致癌案件解决方案引发市场关注，短期助推国内生产厂家挺价意愿，中长期关注草甘膦格局变化。2025 年 5 月 16 日，拜耳寻求就草甘膦致癌案达成和解并探讨让子公司孟山都破产，事件情绪催化叠加企业短期挺价意愿较强，根据百川资讯数据，草甘膦行业库存近期出现快速下滑，截至 6 月 13 日，库存量 46300 吨，预计草甘膦或迎来阶段性行情，当然由于后续行业逐步会进入淡季可能对行情高度有一定限制，但拜耳草甘膦事件尤其近期中美关税缓和，且产品价格低位状态，不排除美国市场存在短期超买情况，这对草甘膦的行业形成支撑。

图 43：草甘膦价格价差数据（元/吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

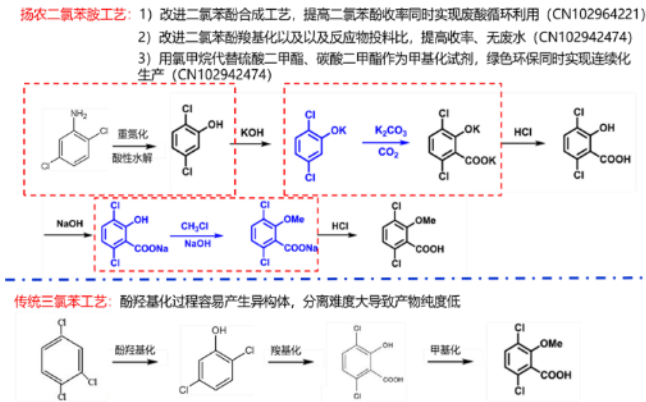
图 44：国内草甘膦工厂库存及开工率



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

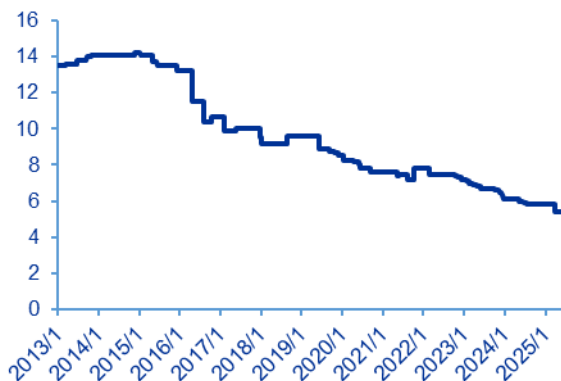
公司麦草畏产能全球领先，先进的二氯苯胺工艺具有环保和纯度优势，但产品因漂移问题，需求及价格目前持续承压。公司是全球麦草畏主要供应商，具备产能 2 万吨/年。麦草畏传统的合成工艺为三氯苯法，虽然此工艺路线较短，但是副产物较多且分离困难，所以产品纯度低。公司改进的二氯苯胺生产工艺世界领先，绿色环保的同时提高了产品质量（纯度）和生产效率。但该产品由于漂移问题，使用长期受到限制，需求及价格持续承压。

图 45：不同麦草畏工艺路线比较



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：麦草畏价格持续承压（万元/吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

表 17：麦草畏在美国市场受到相关政策限制

时间	美国麦草畏相关政策
2017 年和 2018 年	因为麦草畏的漂移问题造成作物损害和经济损失的报道，EPA 修改了所有含有 OTT 用途的麦草畏产品注册；
2020 年 10 月	EPA 重新批准了拜耳 XtendiMax 和巴斯夫 Engenia 两款制剂的登记，同时延长了先正达的麦草畏制剂产品 Tavium 的登记；这三个产品在批准时，均采取了新的风险消减措施来避免因麦草畏漂移带来的危害；
2021 年 12 月	EPA 发布了 2021 年度麦草畏不良事件的总结报告，尽管 EPA 在 2020 年 10 月麦草畏的登记中实施了风险消减措施，但是麦草畏引起的的不良事件报告数量、严重性以及地理范围几乎没有变化；
2022 年 3 月	EPA 批准了附加标签，进一步限制麦草畏的 OTT 用途在明尼苏达州和爱荷华州的使用；
2024 年 2 月	美国亚利桑那州地方法院针对麦草畏的漂移药害，撤销三家农化巨头旗下含麦草畏制剂产品的登记；

资料来源：世界农化网，申万宏源研究

3.3 杀菌剂：内生外延持续布局，杀菌剂板块已具规模

内生外延不断完善杀菌剂板块布局，业务规模持续扩大。2015 年，优嘉一期 600 吨氟啶胺产能投产，公司正式进军杀菌剂板块；2018 年底，优嘉二期 1000 吨吡唑醚菌酯产能投产，杀菌剂板块逐步成型；2020 年，优嘉三期新增 1000 吨苯醚甲环唑、2000 吨丙环唑产能；2022 年初，优嘉四期第一阶段 1000 吨氟啶胺、3000 吨苯醚甲环唑、2000 吨丙环唑进入试生产，后续第二阶段 2000 吨丙环唑也于年底建成投产；优嘉五期规划的 3000 吨吡唑醚菌酯已于 2024 年年底投产。此外，2018 年公司收购宝叶化工 100% 股权，宝叶化工是国内领先的杀菌剂原药和制剂生产企业，拥有杀菌剂代森锰锌、代森锌、丙森锌、代森联、代森福美锌、福美双、四螨嗪等原药产能共计 8800 吨。根据公司 2023 年经营数据披露，公司杀虫剂、除草剂、杀菌剂分别实现营收 31.60、24.29、16.45 亿元，占总营收比例分别为 28%、21%、14%。

表 18：宝叶化工主要产品名义产能情况

类别	产品	产能（吨）	类别	产品	产能（吨）
原药	代森锰锌	4000	制剂	可湿性粉剂	13000
	代森锌	1000		水悬浮剂	2000
	丙森锌	2000		水分散剂	1000
	代森联	1000			
	代森福美锌	300			
	福美双	300			
	四螨嗪	200			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 19：优嘉基地杀菌剂布局

项目	产品	布局产能（吨）
优嘉一期	氟啶胺	600
优嘉二期	吡唑醚菌酯	1000
优嘉三期	丙环唑	2000
	苯醚甲环唑	1000
优嘉四期（第一阶段）	氟啶胺	1000
	丙环唑	2000
	苯醚甲环唑	3000
优嘉四期（第二阶段）	丙环唑	2000
优嘉五期	吡唑醚菌酯	3000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 创制药市场大有可为，储备管线逐步走向商业化

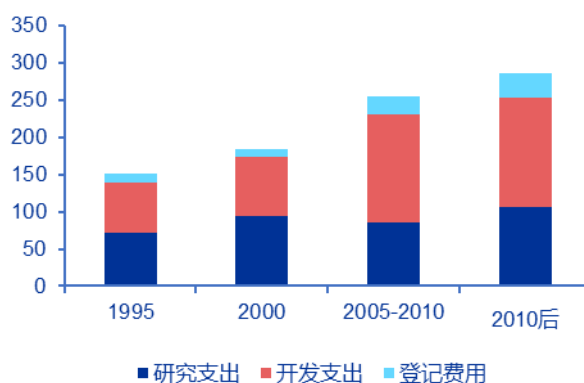
农药在提升生产效率方面始终占据不可替代的作用，高效低毒的趋势与更新迭代的必然规律（抗性等问题导致性价比逐渐降低），在跨国公司研发逐步转向种子业务情况下，国内迎来创制药快速发展阶段。专利药的研发需要综合化学、农药学、生物学、环境科学、毒理学等多个学科，整体流程可大致分为先导发现和优化、高活性化合物筛选、候选创制品种研究开发、创制品种产业化开发四个阶段。总结来说，专利药的创制过程有“三高一长”，高投入、高风险、高回报以及长周期，盈利能力强但壁垒高。回顾全球农药研发进程，主要创新药研发几乎被这些巨头垄断。根据英国 Enigma 市场研究公司和农药资讯网的统计（不完全统计），2015-2023 年共有 42 种农药专利到期，其中拜耳占 29%，先正达占 12%，巴斯夫和住友化学各占 9%，陶氏益农占 7%。但随着新农药活性成分引入困难，专利药研发周期延长，在孟山都转基因种子问世以来，种子业务由于技术难度更大，行业集中度更高，盈利能力更胜一筹且比较稳定，因此先正达、拜耳、孟山都等专利药巨头纷纷将业务重点转向种子业务。而在一整套原药生产、制剂加工、科研开发和原料中间体配套在内的农药工业体系孕育下，我国农药正在经历世界加工厂向自我创造的转变。

图 47：巴斯夫创制药流程



资料来源：Phillips McDougall，申万宏源研究

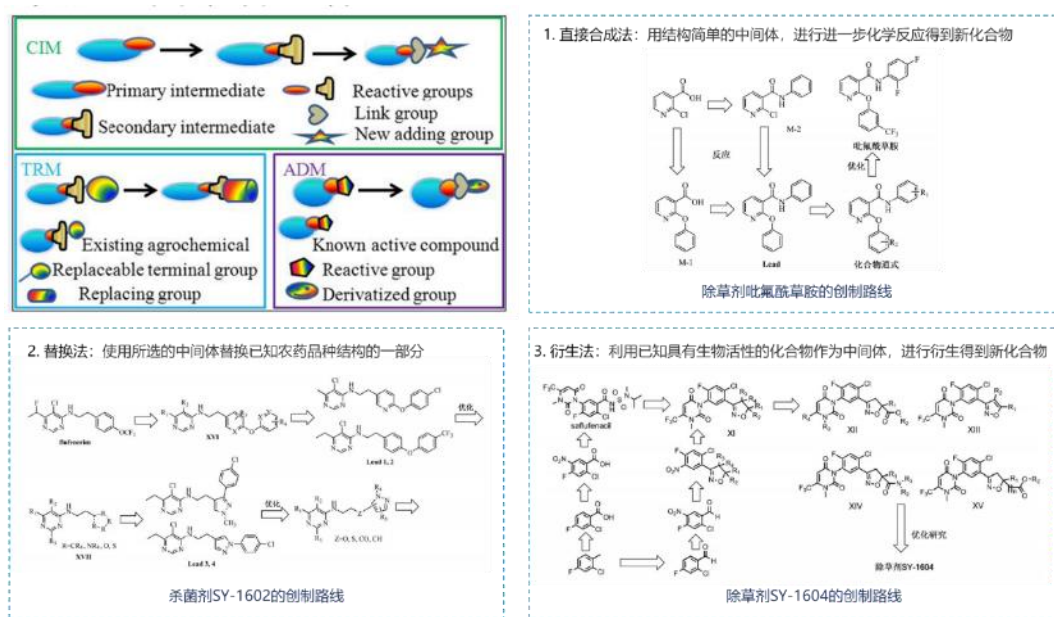
图 48：农药新成分研发投入逐渐增大（百万美元）



资料来源：Phillips McDougall，申万宏源研究

中间体衍生化法成功率高，投入费用低。中间体衍生化法的实质就是利用有机中间体可进行多种有机化学反应的特性，从化学的角度出发，把新药先导发现的复杂过程简单化。在研究之初就考虑到开发，首先选用便宜易得、安全环保的原料（中间体）（考虑成本与安全性），设计现有专利保护范围之外的新农药分子或新化合物（确保化学结构新颖），同时利用常规、易于工业化的化学反应合成新化合物（确保制造成本低廉）；其次对合成的新化合物按照农药研究程序进行测试（包括生物活性筛选、安全性评价等），发现新的先导化合物；然后经多轮即“设计-合成-测试-分析（DSTA）”优化研究，筛选出安全性高、活性高的化合物（确保先进性和实用性）。照此筛选获得的化合物，就具备了专利授权需要的“三性”和性价比优势。利用该创新方法，不仅可以进行“Me too”研究，也可以进行全新结构化合物的研究，新农药创制成功率从之前的 16 万分之一提高至万分之一以上，同时也大大降低了研究费用。

图 49：中间体衍生化法的实际应用



资料来源：公司公告，申万宏源研究

农研公司具有丰富的创制药研发能力和技术积累，扬农接手之后，其由以专利及文章为导向的纯科研机构逐渐转型为专利药孵化的技术平台。2019年10月，扬农以现金受让中化国际持有的中化作物保护品有限公司100%股权和沈阳中化农药化工研发有限公司100%股权。农研公司前身系沈阳化工研究院农药研究所，是国内一家从事新化合物设计与合成、生产工艺开发、农药剂型加工、生物活性筛选等配套完整的农药研究开发单位，其新农药创制水平在国内居于领先地位。利用中间体衍生化法，农研公司建立起了完整的管线，其中不乏9625、9080等爆款产品，乙唑螨腈（9625）是杀螨剂领域稀缺的新型产品，打破了国外企业对市场的垄断；四氯虫酰胺（9080）是我国首个具有自主知识产权的双酰胺类杀虫剂产品，在草地贪夜蛾防治方面存在广阔前景，对蜂类、鸟类等非靶标生物安全，对环境友好。

表 20：沈阳农研院部分创制药研发管线情况

创制研究阶段	创制开发阶段		规模化生产与市场推广阶段
中间体衍生化法	高效化合物优化与田间试验	专利申请与产品登记	产品
多种先导化合物的发现与筛选	杀虫剂 SYP-9069	杀菌剂 SYP-1602	氟吗啉 SYP-L190
	杀虫剂 SYP-2260	杀菌剂 SYP-4288	乙唑螨腈 SYP-9625
	杀菌剂 SYP-2484	除草剂 SYP-3301	四氯虫酰胺 SYP-9080
	杀菌剂 SYP-2810	杀虫剂 SYP-4380	丁香菌酯 SYP-3375
	杀菌剂 SYP-4777	杀虫剂 SYP-1631	唑菌酯 SYP-3343
	等等	等等	唑胺菌酯 SYP-4155
			啉螨胺 SYP-11277
			啉菌恶唑 SYP-Z048
			烯肟菌胺 SYP-1620
			烯肟菌酯 SYP-Z071

资料来源：公司官网及公告，申万宏源研究

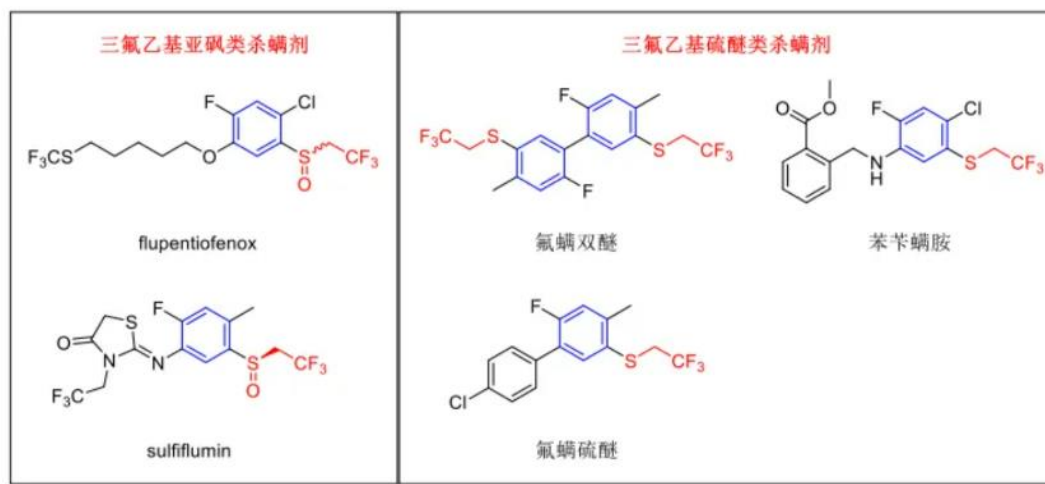
新品杀螨剂氟螨双醚预计今年获证上市，该产品有望复制乙唑螨腈成功案例。氟螨双醚由扬农化工子公司沈阳中化农药化工研发有限公司于 2014 年首次发现，由扬农化工进行产业化深度开发，登记与品牌管理部于 2023 年 2 月份启动申报。2023 年 11 月，氟螨双醚（Bisulflufen）通用名称获得国际标准化组织农药通用名技术委员会（ISO/TC81）临时批准，2024 年 5 月获得正式批准；2024 年 11 月，扬农化工旗下中化作物在安徽合肥推出新一代杀螨剂产品“威境”（15%氟螨双醚 SC）。氟螨双醚属于三氟乙硫醚类内吸性杀螨剂，三氟乙基硫醚（亚砷）杀螨剂作为继 β -酮腈衍生物后的又一类重要的专性杀螨剂，以其全新的化学结构和作用机制，以及优秀的杀螨活性和安全性而迅速成为杀螨剂领域的热点。氟螨双醚的研发流程从先导发现到商业化历时十年之久。自 2017 年起，扬农与中化作物联合科研单位开展上千次田间试验验证了威境在不同作物、不同气候条件、不同应用场景下突出表现，最终实现产业化。氟螨双醚与现有杀螨剂无交换抗性，对螨全周期有效，兼具速效性和持效性，同时具有较好的耐雨水冲刷性，且对哺乳动物及非靶标生物安全，预计上市之后，有望会和乙唑螨腈一样，成为市场认可的、知名度最高的杀螨剂品种之一。

表 21：5 个具有商业化前景的三氟乙基硫醚（亚砷）类杀螨剂

英文通用名	中文名	CAS 登录号	分子式	分子量	开发公司	专利申请日
flupentiofenox		1472050-04-6	$C_{14}H_{14}ClF_7O_2S_3$	446.83	日本组合化学	2013/4/11
sulflufumin		2377084-09-6	$C_{14}H_{11}F_7N_2O_2S_2$	436.36	拜耳作物科学	2022/2/16
bisulflufen	氟螨双醚	1922957-45-6	$C_{18}H_{14}F_8S_2$	446.42	江苏扬农化工	2015/10/23
bentioflumin	苯苄螨胺	2566451-67-8	$C_{17}H_{14}ClF_4NO_2S$	407.81	山东康桥生物	2020/8/10
	氟螨硫醚	2898489071-7	$C_{15}H_{11}ClF_4S$	334.76	海利尔药业	2022/7/5

资料来源：世界农化网，申万宏源研究

图 50：5 个三氟乙基硫醚（亚砷）类杀螨剂的化学结构



资料来源：世界农化网，申万宏源研究

2025 年 2 月和 4 月，扬农化工申报的啶菌胺与四氟苯烯菊酯两款创制品种，其 ISO 通用名称相继获得国际标准化组织农药通用名技术委员会的临时批准。其中，啶菌胺属于嘧啶胺类杀菌剂，对瓜类白粉病和霜霉病展现出了卓越的防治效果，不仅铲除活性优异，而且持效期长。同时，它对草莓白粉病、葡萄白粉病以及黄瓜靶斑病也表现出色。当与苯

醚甲环唑、吡唑醚菌酯等杀菌剂混合使用时，啶菌胺更是能显著提升防治效果，适用于苹果叶斑病、柑橘叶斑病等多种病害的防控。（四氟苯烯菊酯具体详情见第三章）

沈阳科创定位农研院创制药工业化基地，未来辽宁优创葫芦岛新基地将逐步承接；依托两化和先正达集团销售渠道支撑公司专利药推广，同时扬农也有望持续承接先正达创制药的研发及落地生产。中化作物子公司沈阳科创作为公司重要的原药生产基地，定位为农研院创制药工业化基地。农研院的创制产品乙唑螨腈(SYP-9625)、四氯虫酰胺(SYP-9080)等均在此实现工业化生产，后续辽宁优创葫芦岛基地将逐步承接科创功能，此次一期项目中啶菌恶唑、四氯虫酰胺就是原有创制药的产能扩张和升级。另外，研发及专利壁垒固然重要，销售渠道的支撑也不容忽视，一方面中化作物自身销售渠道为专利药的推广立下功劳；另一方面整合了先正达、安道麦渠道资源的中化全球化的销售渠道（先正达集团）也可以为专利药销售渠道提供有力支撑。此外，凭借优秀的工艺及工程化能力，公司与先正达也有望展开更多合作，葫芦岛一期项目中的氟唑菌酰胺是第一个先正达放到体外进行生产的专利产品，我们预计未来扬农与先正达将有更多这方面的合作。

表 22：沈阳科创产品产能情况

	产品	产能/吨	扩产产能/吨	合计/吨	备注
中间体	3-醛基吡啶	1764	516	2280	
	水解酸		200	200	9080 中间体
	三唑		211	211	催吐剂中间体
	合计	1764	927	2691	
原药	吡蚜酮	1000		1000	
	灭草松	100		100	
	氟氟草酯	50		50	
	双氟磺草胺	50		50	
	啶螨胺	25		25	SYP-11277
	异噁草松	500		500	
	四氯虫酰胺	50	150	200	SYP-9080
	烯肟菌胺	50	50	100	SYP-1620
	啶菌恶唑	50	50	100	SYP-Z048
	烯肟菌酯	50		50	SYP-Z071
	乙唑螨腈	300	300	600	SYP-9625
	催吐剂	100	100	200	
	莎稗磷	300		300	
	氟吗啉	50	150	200	SYP-L190
	唑菌酯	50		50	SYP-3343
	氟环唑	50	500	550	
	多效唑	200		200	
	吡氟酰草胺	500		500	
	烯草酮	600	600	1200	
	肟草酮	200		200	
	烯禾啶	200		200	
	咪草烟	800	200	1000	
	甲氧咪草烟				
	甲基咪草烟	100		100	

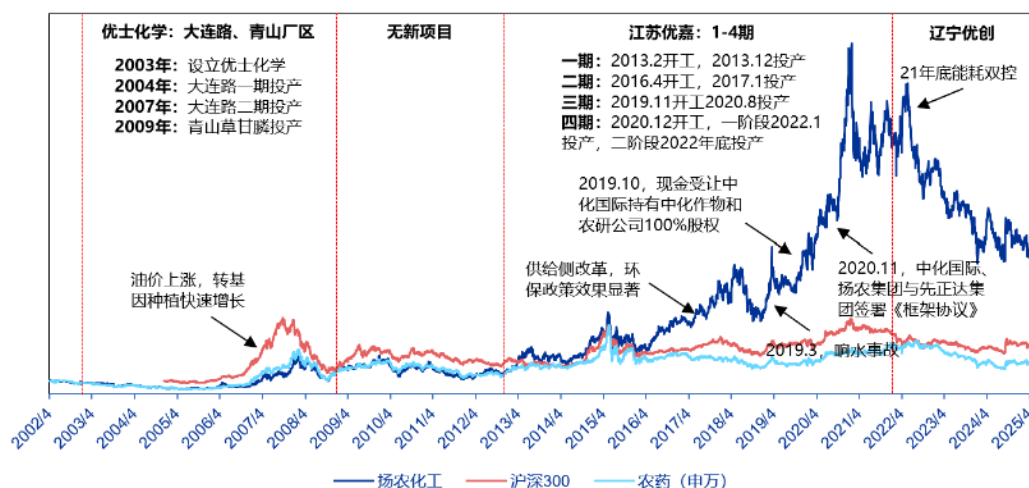
	硝磺草酮	1400	600	2000	
	合计	6875	2700	9575	
制剂	可湿粉、悬浮剂、乳油、水乳剂等	4160	189040	193200	

资料来源：公司环评及验收报告，申万宏源研究

5. 公司股价复盘，典型周期成长股

公司是典型的周期成长股：1) 周期性，公司主要产品为仿制原药，属于成熟行业，行业周期、供需变化、库存变化以及产品价格波动对业绩及股价影响明显；**2) 成长性**，公司通过资本开支拓展品类、提升市场份额，通过创新创制优化工艺降本、推出创制类产品带动估值提升。依托本土化的科技创新能力、高效的工程转化能力、出色的生产运营能力以及超越合规的绿色发展能力，自优嘉基地设立以来公司在行业内逐步脱颖而出，尤其 16 年供给侧改革后，行业迎来新一轮大洗牌，公司一举奠定行业领先地位。

图 51：公司股价复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

展望后续：1) 行业层面，去库存周期结束，采购恢复常态，行业景气度确定性触底回升；同时新一轮产能出清逐步展开，行业再次进入整合阶段，具备优势的领先企业有望与其他企业再次拉开差距。**2) 个股层面**，在需求刚性且庞大的农药市场进入整合阶段，公司处于新一轮资本扩张期，投建葫芦岛优创基地，目前一期项目已陆续进入爬坡阶段，预计未来公司全球市场份额将持续提升；产品价格方面，公司主要产品基本处于历史底部位置，尤其菊酯类核心品种具备较大涨价弹性；同时公司创制药储备陆续进入商业化状态，行业景气度修复下带来估值催化。综上所述，公司有望迎来 α 、 β 的共振。

6. 盈利预测与投资评级

随着行业触底，采购需求回暖，新项目投产放量，公司量、价、利有望逐步提升：

1) 杀虫剂：预计 2025-2027 年营收增速分别为 13%、17%、10%，毛利率分别为 34.02%、33.79%、34.20%；**2) 除草剂：**预计 2025-2027 年营收增速分别为 13%、22%、6%，毛利率分别为 19.77%、21.31%、22.08%；**3) 杀菌剂：**预计 2025-2027 年营收增速分别为 18%、33%、22%，毛利率分别为 23.81%、24.89%、25.31%；**4) 制剂业务：**预计 2025-2027 年营收增速均为 5%，毛利率分别为 30.50%、31.00%、31.50%；**5) 贸易业务：**预计 2025-2027 年营收增速均为 5%，毛利率均为 10%；**6) 其他：**预计 2025-2027 年营收增速分别为 9%、11%、10%，毛利率均为 5%。

表 23：关键假设表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	8701	9831	11841	15811	11478	10435	11530	13361	14654
yoy		13%	20%	34%	-27%	-9%	10%	16%	10%
毛利率	28.81%	26.31%	23.06%	25.68%	25.60%	23.11%	23.92%	24.58%	25.12%
杀虫剂 (百万元)	3047	2961	3083	4065	3389	3142	3538	4142	4573
yoy		-3%	4%	32%	-17%	-7%	13%	17%	10%
毛利率	34.82%	33.83%	30.09%	32.72%	35.69%	33.76%	34.02%	33.79%	34.20%
除草剂 (百万元)	1664	2297	2659	3580	2456	1930	2184	2661	2821
yoy		38%	16%	35%	-31%	-21%	13%	22%	6%
毛利率	24.04%	21.78%	23.70%	33.66%	26.12%	21.33%	19.77%	21.31%	22.08%
杀菌剂 (百万元)	805	946	1280	1845	1539	1347	1585	2113	2582
yoy		18%	35%	44%	-17%	-12%	18%	33%	22%
毛利率	25.25%	22.47%	21.14%	24.95%	25.11%	22.73%	23.81%	24.89%	25.31%
制剂业务 (百万元)	1849	2141	1995	1696	1676	1545	1623	1704	1789
yoy		16%	-7%	-15%	-1%	-8%	5%	5%	5%
毛利率	40.10%	35.15%	37.60%	47.06%	27.39%	29.77%	30.50%	31.00%	31.50%
贸易业务 (百万元)	1256	1390	2688	4367	2224	2306	2421	2542	2669
yoy		11%	93%	62%	-49%	4%	5%	5%	5%
毛利率	8.01%	8.59%	5.66%	5.91%	9.96%	7.33%	10.00%	10.00%	10.00%
其他 (百万元)	79	97	136	257	194	165	180	200	220
yoy		22%	40%	90%	-25%	-15%	9%	11%	10%
毛利率	0.91%	0.12%	0.09%	3.24%	10.56%	2.28%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

选取同为农药行业的利尔化学、广信股份、利民股份作为可比公司：

利尔化学：公司是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，以及国内大规模的草铵膦、精草铵膦原药生产企业。公司氯代吡啶类系列除草剂、有机磷类除草剂草铵膦、精草铵膦的原药产量、出口量稳居国内前茅。

广信股份：公司是国内较大的以光气为原料的农药原药及农药中间体生产企业，现已形成杀菌剂、除草剂和农药中间体三大类别数十个品种的产业架构，核心产品包括多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等，均为国际大吨位用量的优良农药品种。

利民股份：公司专注于保护性杀菌剂、杀虫剂、除草剂和生物农药、以及兽药等领域的研发与生产，代森锰锌系列、阿维菌素系列、百菌清等产品规模行业领先，同时公司重点布局 AI+生物农药技术领域，引领行业创新。

盈利预测与投资评级：目前农药行业触底信号明确，后续景气有望持续修复，同时新一轮行业整合也逐步开始，公司作为国内农药领先企业，有望再次进入高速成长阶段。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.07、17.51、20.41 亿元，当前市值对应 PE 为 17、14、12X，可比公司利尔化学、广信股份、利民股份 2025 年平均 PE 为 18X。根据 Wind 数据，公司 6 月 19 日 PB 估值为 2.22X，处于自 2022 年 6 月 19 日至今三年 27% 分位数，可比公司利尔化学、广信股份、利民股份目前平均分位数为 49%。作为典型的周期成长股，行业周期逐步回暖，葫芦岛项目持续推进，新一轮有效资本开支下公司有望再次扩大领先优势，因此维持“买入”评级。

表 24：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			(2025/6/19)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002258.SZ	利尔化学*	87.17	10.89	2.15	4.19	5.42	6.83	41	21	16	13
603599.SH	广信股份	98.95	10.87	7.79	7.40	9.02	10.67	13	13	11	9
002734.SZ	利民股份	85.30	20.25	0.81	4.33	5.02	5.67	105	20	17	15
可比公司平均								53	18	15	12
600486.SH	扬农化工	243.59	59.90	12.02	14.07	17.51	20.41	20	17	14	12

资料来源：Wind，申万宏源研究（带*可比公司归母净利润预测为 Wind 一致预期）

表 25：合并利润表

百万元		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、	营业总收入	11478	10435	11530	13361	14654
其中：	营业收入	11478	10435	11530	13361	14654
	其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、	营业总成本	9694	9052	9967	11395	12349
其中：	营业成本	8539	8023	8771	10077	10972
	其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
	税金及附加	47	35	39	45	50
	销售费用	230	232	242	281	308
	管理费用	517	468	507	561	586
	研发费用	418	358	385	420	440
	财务费用	-58	-65	22	12	-7
加：	其他收益	27	65	50	50	50
	投资收益	-15	3	20	20	20
	净敞口套期收益	0	0	0	0	0
	公允价值变动收益	3	-3	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）						

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产减值损失（损失以“-”填列）	-24	-59	0	0	0
资产处置收益	5	16	10	10	10
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
三、营业利润	1869	1413	1643	2046	2386
加：营业外收入	2	5	0	0	0
减：营业外支出	5	12	0	0	0
四、利润总额	1866	1406	1643	2046	2386
减：所得税	300	203	235	294	343
五、净利润	1566	1203	1408	1752	2043
持续经营净利润	1566	1203	1408	1752	2043
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	1565	1202	1407	1751	2041
六、其他综合收益的税后净额	4	4	0	0	0
七、综合收益总额	1570	1207	1408	1752	2043
归属于母公司所有者的综合收益总额	1569	1207	1407	1751	2041
八、基本每股收益	3.87	2.98	3.46	4.31	5.02
全面摊薄每股收益	3.85	2.96	3.46	4.31	5.02
当期发行在外总股数	406	407	407	407	407

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 26：合并现金流量表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1566	1203	1408	1752	2043
加：折旧摊销减值	675	757	641	761	921
财务费用	-7	-8	22	12	-7
非经营损失	22	-31	-30	-30	-30
营运资本变动	178	216	-1108	1018	435
其它	-40	18	0	0	0
经营活动现金流	2395	2155	933	3513	3362
资本开支	1509	1817	1190	1790	2390
其它投资现金流	-2036	-376	20	20	20
投资活动现金流	-3545	-2193	-1170	-1770	-2370
吸收投资	141	13	0	0	0
负债净变化	-200	547	65	-458	0
支付股利、利息	427	372	299	363	438
其它融资现金流	-8	-16	6	0	7
融资活动现金流	-495	172	-228	-821	-430
净现金流	-1633	147	-465	921	561

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 27：合并资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产					

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	1767	1618	1153	2074	2636
应收款项	3534	3754	3754	3754	3754
存货净额	1590	1105	1440	1615	1680
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2184	705	705	705	705
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	5400	7227	7786	8825	10304
无形资产及其他资产	1226	3254	3254	3254	3254
资产总计	15703	17665	18094	20228	22334
流动负债	5744	6629	5922	6655	7156
短期借款	618	1193	1258	800	800
应付款项	4448	4904	4132	5323	5824
其它流动负债	678	532	532	532	532
非流动负债	281	493	493	493	493
负债合计	6026	7122	6415	7149	7649
股本	406	407	407	407	407
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	609	629	629	629	629
其他综合收益	-10	-6	-6	-6	-6
盈余公积	413	454	502	563	633
未分配利润	8181	8984	10066	11405	12938
少数股东权益	6	7	8	9	11
股东权益	9677	10543	11679	13080	14685
负债和股东权益合计	15703	17665	18094	20228	22334

资料来源：Wind，申万宏源研究

7. 风险提示

1) 产品价格持续下行：目前农药行业触底信号明显，多数产品价格跌无可跌，但部分产品产能过剩压力仍在，若行业竞争持续加剧，公司部分品种价格仍有下行风险；

2) 原材料价格大幅上涨：若原材料价格出现大幅波动，若短期公司成本传导不顺畅，将影响盈利水平，导致业绩不及预期；

3) 新项目进展不及预期：若葫芦岛基地以及后续其他项目建设、调试、放量不及预期，将影响公司未来业绩释放。

4) 全球贸易摩擦的风险：近年来全球贸易摩擦风险加剧，中国作为全球农药原药生产基地，若出口受到限制，将影响行业及公司的产品销售。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。