

扬农化工 (600486.SH)

农药行业景气度触底回升，辽宁优创项目稳步推进

优于大市

核心观点

农化行业景气度触底回升，公司上半年业绩实现稳健增长。2025年上半年，扬农化工实现营业收入62.34亿元，同比增长9.38%；实现归母净利润8.06亿元，同比增长5.60%。公司业绩增长主要源于以销量增长弥补了大部分产品价格处于底部的负面影响。分业务看，原药业务实现营业收入36.55亿元，同比增长9.98%，销量5.67万吨，同比增长13.43%，平均销售价格6.45万元/吨，同比下降3.04%；制剂业务实现营业收入11.71亿元，同比下降2.77%，销量2.81万吨，同比增长0.12%，平均销售价格4.16万元/吨，同比下降2.89%。分区域看，国内实现营业收入35.79亿元，同比增长28.53%，毛利率10.56%，同比下降17.66 pcts；国外实现营业收入26.55亿元，同比下降8.91%，毛利率41.27%，同比提升20.86 pcts。

全球农化行业供需秩序恢复正常，农药出口增长强劲。中国农药产品以出口为主，据Trade Map，2024年中国农药制剂出口数量达317.61万吨，同比增长28.82%，创历史最大值；2025年上半年，中国农药制剂出口数量180.68万吨，同比继续增长15.72%。库存方面，2022年以来扬农化工的存货价值也显著降低，截至2025年6月30日，公司存货价值10.26亿元，同比下降7.10%，较2022年末下降50.76%。总的来说，我们认为随着全球农药供需秩序恢复正常，公司凭借丰富的“研产销”经验，有望在市场竞争中持续保持技术、成本、市占率等全方位的竞争优势。

辽宁优创一期项目建设接近尾声。2023年公司战略布局的辽宁优创一期项目开工建设，项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种，其中氟唑菌酰胺是先正达创新药。截至2025年6月30日，辽宁优创一期项目累计投入金额31.78亿元，累计投入占预算比例达91.38%。2025年上半年辽宁优创实现营业收入5.52亿元，净利润38.92万元。随着产能利用率的持续提升和生产的稳定，辽宁优创有望在2026年完全释放业绩，为公司再造一个增长极。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑全球农化景气度提升及公司辽宁优创一期项目建设接近尾声，我们维持公司2025年盈利预测并小幅上调公司2026/2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为13.55/17.17/19.42亿元(2026/2027年原值为16.14/17.57亿元)，EPS为3.33/4.22/4.78元，对应当前股价PE为20.7/16.3/14.4X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,478	10,435	11,488	13,211	14,456
(+/-%)	-27.4%	-9.1%	10.1%	15.0%	9.4%
归母净利润(百万元)	1565	1202	1355	1717	1942
(+/-%)	-12.8%	-23.2%	12.7%	26.7%	13.1%
每股收益(元)	3.85	2.96	3.33	4.22	4.78
EBIT Margin	15.0%	12.6%	13.9%	15.5%	15.9%
净资产收益率(ROE)	16.2%	11.4%	11.8%	13.6%	13.9%
市盈率(PE)	17.9	23.3	20.7	16.3	14.4
EV/EBITDA	13.7	17.4	15.7	12.9	11.4
市净率(PB)	2.90	2.66	2.45	2.22	2.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

S0980525080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	68.99元
总市值/流通市值	27968/27871百万元
52周最高价/最低价	70.88/46.12元
近3个月日均成交额	238.74百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《扬农化工(600486.SH)2024年年报点评-农化行业去库渐进尾声，辽宁优创项目稳步推进》——2025-03-25
- 《扬农化工(600486.SH)-农化行业去库拖累公司业绩，优创项目稳步推进》——2024-03-26
- 《扬农化工(600486.SH)-23Q3业绩同比改善，全力推进辽宁优创项目建设》——2023-10-24

农化行业景气度触底回升，公司上半年业绩实现稳健增长。2025年上半年，扬农化工实现营业收入62.34亿元，同比增长9.38%；实现归母净利润8.06亿元，同比增长5.60%；扣非后归母净利润为7.96亿元，同比增长7.86%；公司销售毛利率23.64%，同比下降0.59 pcts，销售净利率12.93%，同比下降0.47 pcts，销售期间费用率7.23%，同比下降1.30 pcts。公司业绩增长主要源于公司采取灵活的销售策略，积极抢抓市场订单，以销量增长弥补了大部分产品价格处于底部的负面影响。**分业务看**，原药业务实现营业收入36.55亿元，同比增长9.98%，销量5.67万吨，同比增长13.43%，平均销售价格6.45万元/吨，同比下降3.04%；制剂业务实现营业收入11.71亿元，同比下降2.77%，销量2.81万吨，同比增长0.12%，平均销售价格4.16万元/吨，同比下降2.89%。**分区域看**，国内实现营业收入35.79亿元，同比增长28.53%，毛利率10.56%，同比下降17.66 pcts；国外实现营业收入26.55亿元，同比下降8.91%，毛利率41.27%，同比提升20.86 pcts。

图1: 扬农化工半年度营业收入及同比增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 扬农化工半年度归母净利润及同比增速



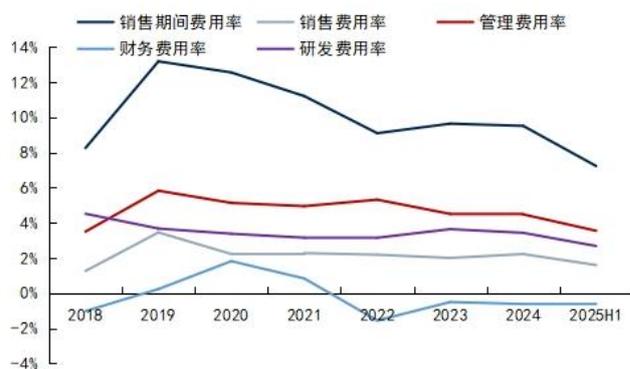
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 扬农化工销售毛利率及净利率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 扬农化工销售期间费用率

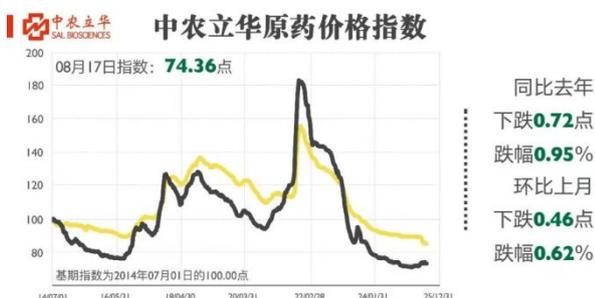


资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

全球农化行业供需秩序恢复正常，农药出口增长强劲。中国原药产量约占全球68%，农药产品以出口为主，出口量占中国农药产量的三分之二左右，在全球农药市场的份额也较高，2021年开始，受公共卫生事件影响国内农药出现阶段性供应不畅，导致海外进行恐慌性备货，叠加产品原料价格上涨等诸多因素，全球农药价格一路走高，中国农药的出口数量在2021、2022年不断创下新高，导致海外库存累积，而2023年以来，随着全球农药供应秩序恢复正常，农药行业进入去库周期，同时新增产能不断投放使得行业供过于求矛盾日益显现，绝大多数农药产品价格持续下跌，中国农药出口数量也在2023年上半年出现显著下滑。2023年四季度以来，中国农药出口到南美的数量逐渐恢复到正常区间，2024年下半年以来中国农药出口到北美的数量也已恢复，整体看目前全球农药行业的供需秩序已经恢复，此轮全球农药行业的去库已渐近尾声，产能过剩已取代行业去库成为当前全球农化行业的首要矛盾。

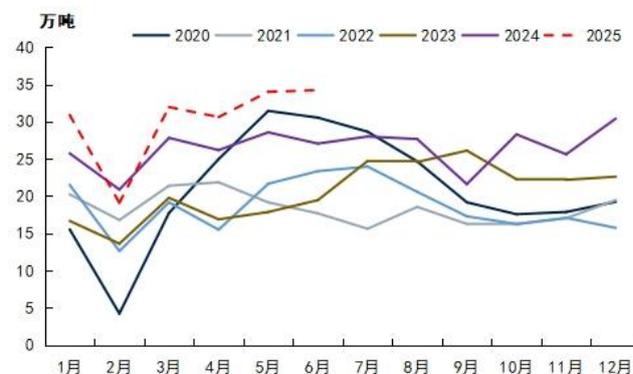
据中农立华，2025年8月17日，中农立华原药价格指数报74.36点，同比去年下跌0.95%，环比上月下跌0.62%。跟踪的上百个产品中，同比去年67%产品下跌；环比上月63%产品持平，6%产品上涨。经历了3年多的调整，目前多数农药的价格继续下行空间有限，少数小品种农药价格开始企稳回升。出口方面，据Trade Map，2024年中国农药制剂出口数量达317.61万吨，同比增长28.82%，创历史最大值；2025年上半年，中国农药制剂出口数量180.68万吨，同比继续增长15.72%。库存方面，2022年以来扬农化工的存货价值也显著降低，截至2025年6月30日，公司存货价值10.26亿元，同比下降7.10%，较2022年末下降50.76%。总的来说，我们认为随着全球农药供需秩序恢复正常，公司凭借丰富的“研产销”经验，有望在市场竞争中持续保持技术、成本、市占率等全方位的竞争优势。

图5：中农立华原药价格指数



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：中国农药月度出口数量（HS编码3808）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

辽宁优创一期项目建设接近尾声。2023年公司战略布局的辽宁优创一期项目开工建设，项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰羟胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种，其中氟唑菌酰羟胺是先正达创新药。2025年上半年，公司积极推动辽宁优创达产达销，上半年销量、销售额均实现逆势增长；公司提前开展市场准备，推动登记授权20余项；及时开展调试产品验证，快速投放市场；针对热点品种，专人细排计划，最大化满足客户需求。截至6月30日，辽宁优创一期项目累计投入金额31.78亿元，累计投入占预算比例达91.38%。2025年上半年辽宁优创实现营业收入5.52亿元，净利润38.92万元。随着产能利用率的持续提升和生产的稳定，辽宁优创有望在2026年完全释放业绩，为公司再造一个增长极。

表1: 辽宁优创年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体项目产品方案

产品分类	产品名称	产能 (吨/年)	
15650 吨/年农药原药	咪草烟	1500	
	甲氧咪草烟	200	
	甲基咪草烟	100	
	8050 吨/年除草剂	烯草酮	5000
	烯禾啶	250	
	莎稗磷	500	
	吡氟酰草胺	500	
	啶菌噁唑	100	
	3100 吨/年杀菌剂	氟唑菌酰羟胺	2500
	多效唑	500	
4500 吨/年杀虫剂	功夫菊酯	3000	
	双酰胺类杀虫剂	1500	
	一氯吡啶	2000	
7000 吨/年农药中间体	中间体	环己二酮	2000
		三氮唑	3000

资料来源: 公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。作为国内农药行业龙头与领跑者, 公司研产销一体化, 具有产业链、品牌等多方位优势。未来, 公司将持续布局新项目, 同时进一步融入先正达集团产业链, 成长确定性高, 我们看好公司有望成长为国际性综合农化龙头企业。考虑全球农化景气度提升及公司辽宁优创一期项目建设接近尾声, 我们维持公司 2025 年盈利预测并小幅上调公司 2026/2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.55/17.17/19.42 亿元 (2026/2027 年原值为 16.14/17.57 亿元), EPS 为 3.33/4.22/4.78 元, 对应当前股价 PE 为 20.7/16.3/14.4X, 维持“优于大市”评级。

表2: 扬农化工: 可比公司估值

股票代码	股票简称	主营产品	收盘价 (2025/8/21)	EPS			PE			PB (2025E)	总市值 (亿元)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
600141.SH	兴发集团	农药原药、磷化工	25.94	1.45	1.74	2.02	15.0	15.0	12.8	1.38	286
002749.SZ	国光股份	植物生长调节剂	15.61	0.78	0.94	1.12	18.1	16.7	13.9	3.88	73
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	68.99	2.96	3.33	4.22	23.3	20.7	16.3	2.62	280

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1763	1618	1800	2000	2200	营业收入	11478	10435	11488	13211	14456
应收款项	2579	2638	2645	3116	3464	营业成本	8539	8023	8703	9810	10689
存货净额	1590	1105	1452	1606	1660	营业税金及附加	47	35	39	48	50
其他流动资产	3144	1821	1835	2678	2588	销售费用	230	232	230	264	289
流动资产合计	9075	7182	7732	9400	9912	管理费用	517	468	506	565	602
固定资产	5400	7227	8140	9007	9802	研发费用	418	358	414	476	520
无形资产及其他	641	584	561	537	514	财务费用	(58)	(65)	32	53	40
投资性房地产	587	2672	2672	2672	2672	投资收益	(15)	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(21)	(62)	50	50	50
资产总计	15703	17665	19105	21616	22900	其他收入	(297)	(269)	(414)	(476)	(520)
短期借款及交易性金融负债	618	1193	2133	2337	1794	营业利润	1869	1413	1614	2045	2314
应付款项	3708	4463	3718	4641	5170	营业外净收支	(3)	(7)	0	0	0
其他流动负债	1419	973	1232	1381	1286	利润总额	1866	1406	1614	2045	2314
流动负债合计	5744	6629	7083	8358	8249	所得税费用	300	203	258	327	370
长期借款及应付债券	3	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他长期负债	278	493	543	593	643	归属于母公司净利润	1565	1202	1355	1717	1942
长期负债合计	281	493	543	593	643	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6026	7122	7626	8952	8893	净利润	1565	1202	1355	1717	1942
少数股东权益	6	7	7	8	9	资产减值准备	(144)	35	(14)	5	5
股东权益	9672	10536	11471	12657	13998	折旧摊销	755	706	680	822	928
负债和股东权益总计	15703	17665	19105	21616	22900	公允价值变动损失	21	62	(50)	(50)	(50)
						财务费用	(58)	(65)	32	53	40
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1741)	222	(818)	(342)	177
每股收益	3.85	2.96	3.33	4.22	4.78	其它	145	(34)	14	(4)	(4)
每股红利	1.05	0.91	1.03	1.31	1.48	经营活动现金流	600	2193	1168	2147	2998
每股净资产	23.80	25.91	28.21	31.12	34.42	资本开支	0	(2479)	(1507)	(1620)	(1654)
ROIC	15.43%	10.95%	11%	12%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16.18%	11.41%	12%	14%	14%	投资活动现金流	0	(2479)	(1507)	(1620)	(1654)
毛利率	26%	23%	24%	26%	26%	权益性融资	13	13	0	0	0
EBIT Margin	15%	13%	14%	16%	16%	负债净变化	(250)	(3)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	20%	22%	22%	支付股利、利息	(427)	(372)	(419)	(531)	(601)
收入增长	-27%	-9%	10%	15%	9%	其它融资现金流	(853)	878	940	204	(543)
净利润增长率	-13%	-23%	13%	27%	13%	融资活动现金流	(2196)	141	521	(327)	(1144)
资产负债率	38%	40%	40%	41%	39%	现金净变动	(1595)	(145)	182	200	200
股息率	1.5%	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	3358	1763	1618	1800	2000
P/E	17.9	23.3	20.7	16.3	14.4	货币资金的期末余额	1763	1618	1800	2000	2200
P/B	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(423)	(304)	580	1386
EV/EBITDA	13.7	17.4	15.7	12.9	11.4	权益自由现金流	0	452	609	740	810

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032