



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年08月22日

### 基础数据

08月21日收盘价（元）	68.99
总市值（亿元）	279.68
总股本（亿股）	4.05

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证化工】扬农化工（600486）2024半年报点评：农化景气承压致公司产销量下降，优创一期一阶段试生产启动-2024.09.05

### 分析师：吉金

S0190522030003  
jijin@xyzq.com.cn

### 分析师：张勋

S0190521100002  
zhangxun19@xyzq.com.cn

### 研究助理：李思桐

lisitong@xyzq.com.cn

## 扬农化工(600486.SH)

# 优创项目持续放量，产品价格有望修复

### 投资要点：

- **事件：**扬农化工发布2025年半年度报告，报告期内公司实现营业收入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%，实现扣非归母净利润7.96亿元，同比增长7.86%。单季度来看，2025Q2单季度实现营业收入29.93亿元，同比增长18.63%，环比下降7.65%；实现归母净利润3.71亿元，同比增长11.06%，环比下降14.71%；实现扣非归母净利润3.66亿元，同比增长17.50%，环比下降14.88%。公司同时还发布2025年半年度利润分配预案，拟向全体股东每股派发现金红利人民币0.24元（含税），共计拟派发现金红利0.97亿元，占2025年上半年归属于上市公司股东净利润的比例为12.07%。
- **优创项目持续放量，带动原药产销双增。**2025年上半年，公司共生产原药5.78万吨，同比增长17.08%；实现原药营收36.55亿元，同比增长9.98%；原药平均销售价格为6.45万元/吨，同比下降3.04%。共生产制剂2.55万吨，同比增长6.04%；实现制剂营收11.71亿元，同比增长0.12%；制剂平均销售价格为4.16万元/吨，同比下降2.89%。报告期内营收增长主要得益于辽宁葫芦岛优创项目陆续投产，原药产量增长弥补价格压力。围绕优创项目“早投产、早盈利”，公司提前开展市场准备，推动登记授权20余项；优创一阶段项目快速推进产能爬坡，当前已调试产品全部达设计产能。优创项目累计投入金额达31.78亿元，主要产能包括5000t/a 烯草酮、1500t/a 咪草烟、3000t/a 功夫菊酯、1300t/a 氯虫苯甲酰胺、2500t/a 氟唑菌酰胺等。其中，功夫菊酯为公司优势产品，氯虫苯甲酰胺当前供应偏紧，氟唑菌酰胺为母公司先正达创制药。
- **行业去库接近尾声，主要产品价格有望修复。**当前全球农药分销渠道库存经过持续消化已降至相对合理水平，但多数产品价格仍处于底部。在能源及大宗原材料价格显著抬升后，成本压力逐步传导至农药生产端，促使部分厂家率先提价，行业周期修复信号初现。截至2025年8月15日数据，公司主要产品草甘膦/麦草畏/硝磺草酮/功夫菊酯/联苯菊酯/吡唑醚菌酯/苯醚甲环唑价格分位数分别为15.7%/0%/0%/0.6%/0%/0%/0%，多项产品价格位于底部。行业回暖情况下，产品价格修复有望进一步增厚公司利润空间。
- **维持“买入”的投资评级。**公司是我国农药龙头企业，随着农药去库周期接近尾声，行业景气度回升，优创项目新增产能陆续投产，公司市场份额有望不断提升。我们调整公司2025-2026年EPS预测分别至3.49/4.13元，并引入2027年EPS为4.78元，维持“买入”的投资评级。

风险提示：产能利用不足的风险；气候异常风险；安全与环保风险

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10435	11770	13303	14837
同比增长	-9.1%	12.8%	13.0%	11.5%
归母净利润（百万元）	1202	1416	1674	1939
同比增长	-23.2%	17.8%	18.2%	15.8%
毛利率	23.1%	24.5%	24.7%	24.9%
ROE	11.4%	12.0%	12.5%	12.8%
每股收益（元）	2.97	3.49	4.13	4.78
市盈率	23.3	19.7	16.7	14.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>7182</b>	<b>9581</b>	<b>12738</b>	<b>16165</b>
货币资金	1618	4398	6997	9866
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2594	2779	3104	3421
预付款项	198	213	241	267
存货	1105	1235	1448	1702
其他	1667	956	948	909
<b>非流动资产</b>	<b>10483</b>	<b>9438</b>	<b>8463</b>	<b>7468</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5612	5607	4966	4070
在建工程	1615	665	266	106
无形资产	584	654	720	780
商誉	16	16	16	16
其他	2656	2496	2496	2496
<b>资产总计</b>	<b>17665</b>	<b>19019</b>	<b>21200</b>	<b>23633</b>
<b>流动负债</b>	<b>6629</b>	<b>6718</b>	<b>7340</b>	<b>7965</b>
短期借款	1192	1192	1192	1192
应付票据及应付账款	4463	4321	4789	5261
其他	974	1204	1359	1511
<b>非流动负债</b>	<b>493</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	493	488	488	488
<b>负债合计</b>	<b>7122</b>	<b>7207</b>	<b>7828</b>	<b>8454</b>
股本	407	405	405	405
未分配利润	8984	10091	11398	12913
少数股东权益	7	8	9	10
<b>股东权益合计</b>	<b>10543</b>	<b>11813</b>	<b>13372</b>	<b>15179</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>17665</b>	<b>19019</b>	<b>21200</b>	<b>23633</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1202	1416	1674	1939
折旧和摊销	720	1032	1075	1095
营运资金的变动	211	470	65	67
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2155</b>	<b>2992</b>	<b>2874</b>	<b>3161</b>
资本支出	-1817	-150	-100	-100
长期投资	-415	2	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2193</b>	<b>-1</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
债权融资	547	0	0	0
股权融资	13	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>172</b>	<b>-212</b>	<b>-175</b>	<b>-193</b>
现金净变动	147	2780	2600	2869

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>10435</b>	<b>11770</b>	<b>13303</b>	<b>14837</b>
营业成本	8023	8890	10023	11142
税金及附加	35	44	49	55
销售费用	232	235	266	297
管理费用	468	530	599	668
研发费用	358	412	466	519
财务费用	-65	27	-28	-80
投资收益	3	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
信用减值损失	9	0	0	0
资产减值损失	-59	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1413</b>	<b>1680</b>	<b>1982</b>	<b>2296</b>
营业外收支	-7	-2	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1406</b>	<b>1677</b>	<b>1982</b>	<b>2296</b>
所得税	203	260	307	356
净利润	1203	1417	1675	1940
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1202</b>	<b>1416</b>	<b>1674</b>	<b>1939</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>2.97</b>	<b>3.49</b>	<b>4.13</b>	<b>4.78</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-9.1%	12.8%	13.0%	11.5%
营业利润增长率	-24.4%	18.9%	18.0%	15.8%
归母净利润增长率	-23.2%	17.8%	18.2%	15.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.1%	24.5%	24.7%	24.9%
归母净利率	11.5%	12.0%	12.6%	13.1%
ROE	11.4%	12.0%	12.5%	12.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.3%	37.9%	36.9%	35.8%
流动比率	1.08	1.43	1.74	2.03
速动比率	0.78	1.21	1.51	1.78
<b>营运能力</b>				
资产周转率	62.5%	64.2%	66.2%	66.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.97	3.49	4.13	4.78
每股经营现金	5.32	7.38	7.09	7.80
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	23.3	19.7	16.7	14.4
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>