

## 扬农化工 (600486.SH)

增持 (维持)

## 上半年业绩符合预期, 行业有望步入温和复苏通道

事件: 公司发布 2025 年半年报, 报告期内实现营业收入 62.34 亿元, 同比增长 9.38%, 归母净利润 8.06 亿元, 同比增长 5.60%, 扣非净利润 7.96 亿元, 同比增长 7.86%; 其中二季度单季实现营业收入 29.93 亿元, 同比增长 18.63%, 归母净利润 3.71 亿元, 同比增长 11.06%。同时发布半年度利润分配方案公告, 公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.40 元 (含税)。

□ 上半年公司降本增效以量补价, 推动业绩稳步提升。2025 年是公司深入推进“四次创业”的爬坡之年, 也是近年来面临挑战最大、困难最多的攻坚之年。上半年全球经济复苏乏力, 农化行业受地缘政治、关税冲击、市场内卷等多重因素影响持续低迷, 主要产品价格持续阴跌。面对复杂形势, 公司顶压前行, 奋力攻坚, 依托多产快销、降本增效, 努力化解不利因素影响, 经营业绩实现稳中有进。报告期内, 公司原药收入 36.6 亿元, 同比增长 10.0%, 销量 5.7 万吨, 同比增长 13.4%, 销售均价 6.45 万元/吨, 同比下跌 3.04%; 制剂收入 11.7 亿元, 同比下降 2.8%, 销量 2.8 万吨, 同比增长 0.1%, 销售均价 4.16 万元/吨, 同比下跌 2.89%。

□ 近期草甘膦价格触底反弹, 部分产品需求有所恢复。2025 年上半年, 公司产品草甘膦、功夫菊酯、联苯菊酯、硝磺草酮、麦草畏市场均价同比分别下跌 8.6%、0.9%、7.3%、14.0%、8.4%; 2025 年三季度以来, 公司草甘膦市场均价环比二季度上涨 11.2%, 功夫菊酯、联苯菊酯、硝磺草酮市场均价环比二季度分别下跌 3.2%、1.1%、1.9%。农药行业需求刚性, 但在行业周期底部, 呈现“量增利减”特征, 持续去库存使得 2025 年上半年全球农药渠道库存趋近合理水平, 部分产品需求恢复, 行业景气度有望步入温和复苏通道。

□ 持续加强科技创新能力, 新项目建设顺利推进。公司菊酯产品打破了跨国公司在中国市场的多年垄断, 填补国内外技术空白 20 项, 形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树, 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, 公司占居 3 个。围绕葫芦岛项目“早投产、早盈利”, 公司上下全力抓好项目调试, 辽宁优创一阶段项目快速推进产能爬坡, 已调试产品全部达设计产能。公司将继续重点抓好优创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 13.3 亿、16.0 亿、18.7 亿元, EPS 分别为 3.29、3.94、4.62 元, 当前股价对应 PE 分别为 21、18、15 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。

周期/化工

目标估值: NA

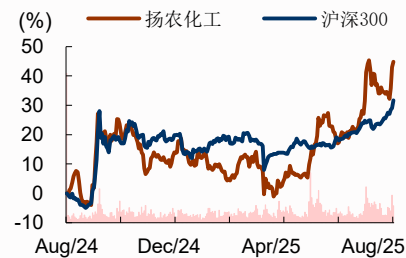
当前股价: 69.88 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	405
已上市流通股 (百万股)	404
总市值 (十亿元)	28.3
流通市值 (十亿元)	28.2
每股净资产 (MRQ)	27.4
ROE (TTM)	11.2
资产负债率	39.0%
主要股东	先正达集团股份有限公司
主要股东持股比例	35.94%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	34	47
相对表现	9	24	15



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《扬农化工 (600486) 一三季度业绩符合预期, 行业周期底部凸显韧性》2025-04-28
- 《扬农化工 (600486) 一全年业绩符合预期, 辽宁优创项目快速推进》2025-03-28
- 《扬农化工 (600486) 一三季度业绩符合预期, 优创项目将逐步贡献增量》2024-10-29

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

## 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	1567	1876	2197
同比增长	-13%	-24%	11%	20%	17%
归母净利润(百万元)	1565	1202	1334	1598	1872

同比增长	-13%	-23%	11%	20%	17%
每股收益(元)	3.86	2.97	3.29	3.94	4.62
PE	18.1	23.6	21.2	17.7	15.1
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司是国内农药优质企业，持续做大做强	5
1、公司是国内农药头部企业，菊酯为传统特色产品	5
2、农药行业景气度偏弱，经营业绩稳中有增	6
3、上半年为传统销售旺季，预计下半年季节性下滑	8
二、行业景气度处于底部，有望步入温和复苏通道	9
三、公司具有较强竞争力，新项目打开未来成长空间	11
1、公司核心竞争力强，奠定长期稳步发展基础	11
2、持续推出新项目打开成长空间，葫芦岛基地前景广阔	12
四、风险提示	13

## 图表目录

图 1: 近几年公司营业收入及增速	7
图 2: 近几年公司归母净利润及增速	7
图 3: 2024 年公司主营业务收入构成	7
图 4: 近几年公司原药制剂销量和价格	7
图 5: 近几年公司净资产收益率	8
图 6: 近几年公司投入资本回报率	8
图 7: 近几年公司毛利率和净利率情况	8
图 8: 近几年公司期间费用率情况	8
图 9: 近几年草甘膦价格情况	10
图 10: 近几年联苯菊酯价格情况	10
图 11: 近几年功夫菊酯价格情况	10
图 12: 近几年硝磺草酮价格情况	10
图 13: 近几年麦草畏价格情况	11
图 14: 近几年烯草酮价格情况	11
图 15: 扬农化工历史 PE Band	13
图 16: 扬农化工历史 PB Band	13
表 1: 公司主要产品及用途	5

表 2: 2024 年中国农药行业销售百强榜 (前 20 名单) .....	5
表 3: 单季度经营业绩回顾.....	8
表 4: 单季度主要业务收入构成 .....	9
表 5: 如东基地已投产项目情况 .....	12
附: 财务预测表 .....	14

## 一、公司是国内农药优质企业，持续做大做强

### 1、公司是国内农药头部企业，菊酯为传统特色产品

公司主要从事农药生产经营，产品种类齐全，拟除虫菊酯为传统特色品种。公司产品研发坚持专利药与非专利药研发双轮驱动，包括创制农药的研发、非专利农药的研发以及现有产品工艺的技术改进。公司在产原药品种近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别，其中，杀虫剂主要有拟除虫菊酯系列产品，拟除虫菊酯产品分为卫生用药和大田用药，卫生用药主要用于室内蚊虫趋避消杀，是公司的特色品种。大田用药主要用于蔬菜、茶叶、果树等作物的害虫防治；除草剂主要有草甘膦、麦草畏、烯草酮等品种；杀菌剂主要有氟啶胺、吡唑醚菌酯等品种。植物生长调节剂有抗倒酯。公司销售分为原药销售和品牌制剂销售，原药销售主要针对下游制剂企业，品牌制剂销售主要针对国内终端渠道和用户。

表 1: 公司主要产品及用途

种类	产品	用途
杀虫剂	拟除虫菊酯-卫生菊酯	室内蚊虫趋避消杀，是公司的特色品种。
	拟除虫菊酯-农用菊酯	主要用于蔬菜、茶叶、果树等作物的害虫防治。
除草剂	草甘膦	对多年生根杂草非常有效，广泛用于橡胶、桑、茶、果园及甘蔗地。
	硝磺草酮	主要用于玉米、甘蔗、水稻、草坪等作物的杂草防除。
	烯草酮	主要用于防除一年生和多年生禾本科杂草。
杀菌剂	麦草畏	用于谷物地除草，对小麦、玉米等作物中的一季生和多季生阔叶杂草有显著效果。
	氟啶胺	一种杂环类杀菌剂，一种很好的叶面喷洒剂，并能兼治叶螨。
	吡唑醚菌酯	对小麦白粉病、赤霉病具有较好的防治功效。

资料来源：公司公告、招商证券

公司是国内农药行业龙头企业。从 2024 年中国农药行业销售 TOP100 名单来看，前十强企业的销售额达 1027.23 亿元，同比减少 21.29%，占百强企业销售总额的 39.31%；销售额超过 10 亿的企业达 73 家，较去年减少 5 家；50 亿元以上企业 12 家，其中百亿级企业 4 家。其中公司农药销售额 112.9 亿元，排名第三，公司是国内农药行业龙头，持续做大做强原药业务，不断开拓制剂市场。

表 2: 2024 年中国农药行业销售百强榜（前 20 名单）

排名	企业名称	2023 年销售额（亿元）
1	安道麦股份有限公司	300.41
2	山东潍坊润丰化工股份有	114.85
3	江苏扬农化工股份有限公	112.85
4	中农立华生物科技股份有	104.09
5	连云港立本作物科技有限	82.48
6	利尔化学股份有限公司	70.97
7	福华通达化学股份公司	67.02
8	浙江新安化工集团股份有	59.09

9	安徽广信农化股份有限公	58.18
10	北京颖泰嘉和生物科技股	57.29
11	浙江中山化工集团股份有	55.39
12	江苏七洲绿色化工股份有	52.35
13	山东滨农科技有限公司	49.61
14	海利尔药业集团股份有限	42.93
15	湖北兴发化工集团股份有	42.83
16	联化科技股份有限公司	42.43
17	广东中迅农科股份有限公	40.14*
18	利民控股集团股份有限公	38.19
19	永农生物科学有限公司	37.69
20	江苏长青农化股份有限公	35.20

资料来源：农资导报农药、招商证券

## 2、农药行业景气度偏弱，经营业绩稳中有增

**农药行业景气度偏弱，经营业绩稳中有增。**2025 年上半年，实现营业收入 62.34 亿元，同比增长 9.38%，归母净利润 8.06 亿元，同比增长 5.60%，扣非净利润 7.96 亿元，同比增长 7.86%。原药和制剂为公司核心业务，近几年公司农药原药销量稳健增长，制剂销量保持平稳，2025 年上半年，公司原药销量 5.7 万吨，同比增长 13.4%，农药制剂销量 2.8 万吨，同比增长 0.1%。2025 年是公司深入推进“四次创业”的爬坡之年，也是近年来面临挑战最大、困难最多的攻坚之年。上半年全球经济复苏乏力，农化行业受地缘政治、关税冲击、市场内卷等多重因素影响持续低迷，主要产品价格持续阴跌。面对复杂形势，公司顶压前行，奋力攻坚，依托多产快销、降本增效，努力化解不利因素影响，经营业绩实现稳中有进。

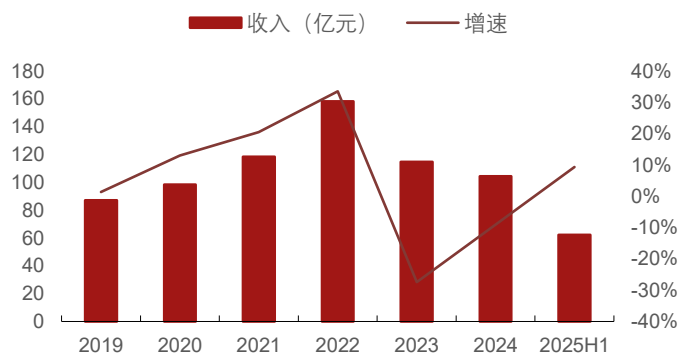
**一是业绩逆势增长更显韧劲。**在复杂的市场局面下，公司主动应变求变，从抢抓市场订单、推动辽宁优创满产满销等方面入手，上半年销量、销售额均实现逆势增长。一是采用灵活策略努力抢抓订单，积极应对美国关税挑战，大力拓展区域市场，以其他地区增量覆盖对美业务影响。二是全力支持辽宁优创达产达销，提前开展市场准备，推动登记授权 20 余项；及时开展调试产品验证，快速投放市场；针对热点品种，专人细排计划，最大化满足客户需求。

**二是生产卓越运营更加精益。**公司生产系统围绕“安稳长满优”运行，密切产销衔接，狠抓产能挖潜，优化制剂管理，以多产支持多销。公司坚持把生产节支、能耗节约、费用压控、采购降本作为卓越运营主要发力点，持续开展提质增效工作。围绕生产节支，加强产品单程消耗管理；围绕节能降耗，将蒸汽节支作为重点；围绕费用压降，从紧管控日常费用；围绕采购降本，完善采购制度体系，优化供应商队伍，加强集中采购和避峰吸谷，提高了采购竞争力。

**三是技术强链补链更添后劲。**公司把技术创新作为推动发展的第一动力，加快推动创制品种商业化，抓好优创项目调试，调试品种全部达产达效。在原始创新上，筛选出多个具有高活性化合物，加快推进重点创制产品商业化进程；在技术革新上，完成产品调试 45 项，降本成效显著；在平台及团队能力建设上，农研公司获批辽宁省专精特新企业，同时加大引进高层次人才。2025 年上半年，公司获专利授权 41 个，1 项专利获中国专利优秀奖，1 个项目获辽宁省科技进步一等奖。

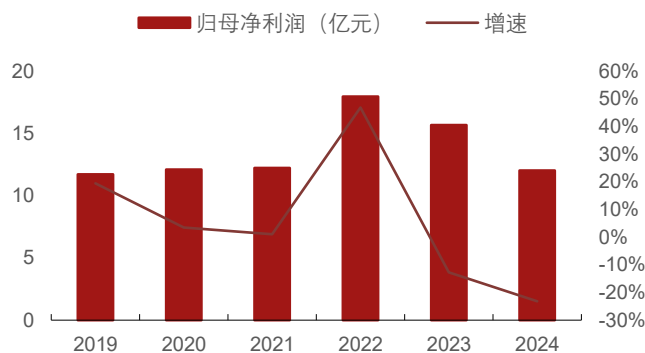
四是项目分秒必争更显担当。围绕葫芦岛项目“早投产、早盈利”，公司上下全力抓好项目调试，一阶段项目快速推进产能爬坡，已调试产品全部达设计产能。公司生产、技术、工程密切联动，公司领导与广大职工一起排除万难，把问题解决在调试一线，保障了调试的顺利推进，实现快速投产见效。

图 1：近几年公司营业收入及增速



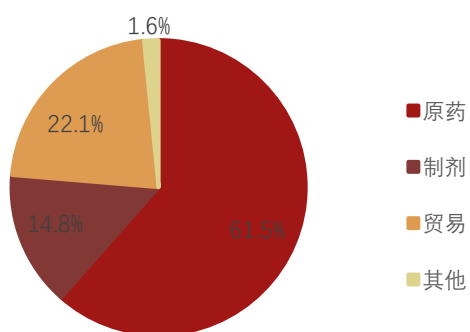
资料来源：Wind、招商证券

图 2：近几年公司归母净利润及增速



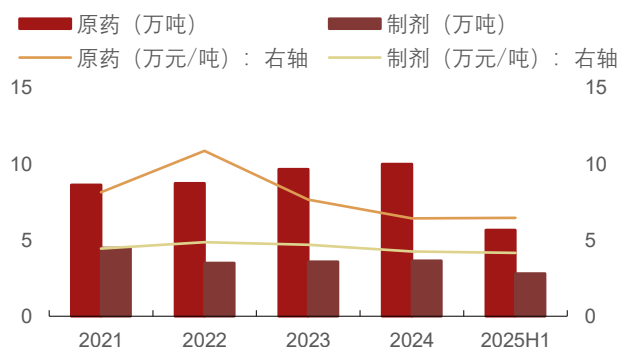
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2024 年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind、招商证券

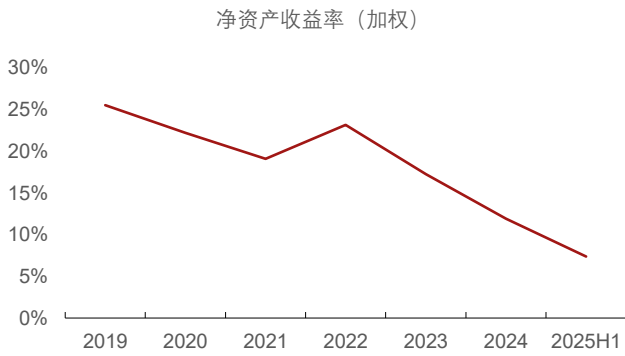
图 4：近几年公司原药制剂销量和价格



资料来源：Wind、招商证券

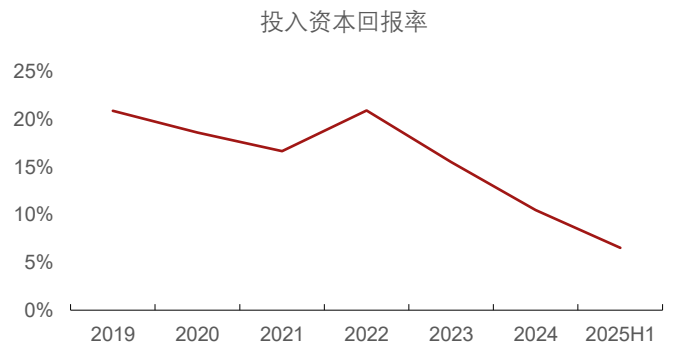
公司净资产收益率和盈利能力小幅降低，费用管理能力进一步增强。2025 年上半年，公司经营业绩同比稳中有增，净资产收益率 7.38%，同比下降 0.25 pct，投入资本回报率 6.53%，同比下降 0.62 pct。2025 年上半年，公司销售毛利率 23.64%，同比下降 0.59 pct，归母净利率 12.93%，同比下降 0.46 pct，尽管农药行业景气度大幅偏弱，但公司盈利能力降幅不大，具有较强的抗周期风险能力；期间费用率 7.23%，同比下降 1.3 pct，费用管控能力较强。

图 5: 近几年公司净资产收益率



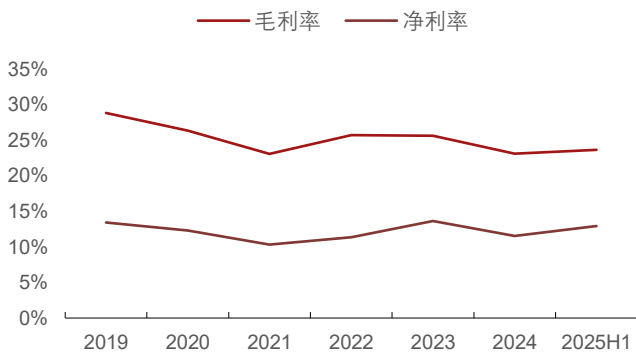
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 近几年公司投入资本回报率



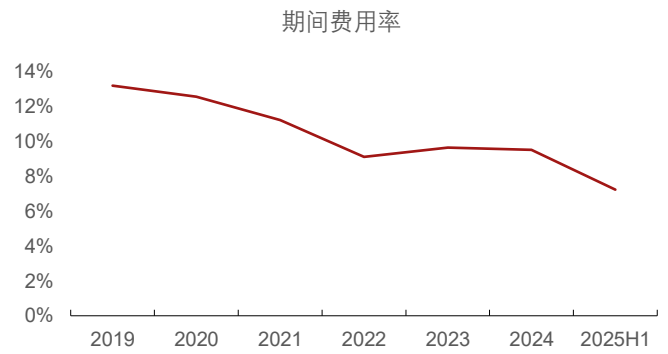
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 近几年公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、招商证券

图 8: 近几年公司期间费用率情况



资料来源: Wind、招商证券

### 3、上半年为传统销售旺季，预计下半年季节性下滑

农药产品作为农作物刚性需求，具有较强的季节性。从用药时间看，农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。本公司目前原药销售比重较大，因此上半年是本公司销售旺季，第三季度收入将呈现季节性回落。同时，农药行业受气候条件的影响较大，复杂多变的气候将影响农作物的种植，进而影响农药的需求。本公司将努力丰富农药品种，做大农药市场，依托多品种、多市场对冲消化气候带来的不利影响。

表 3: 单季度经营业绩回顾

(百万元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营业收入	4500	2567	2207	2204	3176	2523	2317	2419	3241	2993
营业毛利	1237	660	528	514	773	608	545	486	799	675
营业费用	51	56	63	59	51	55	60	66	50	50
管理费用	164	134	129	91	105	133	144	86	110	111
研发费用	118	104	80	117	75	93	81	109	79	88
财务费用	14	-44	-5	-24	-1	-25	-7	-31	(12)	(25)
营业利润	889	447	284	249	500	388	299	226	518	437
归母净利润	754	370	237	204	429	334	263	176	435	371
EPS (元)	2.43	1.18	0.58	0.50	1.06	0.82	0.65	0.43	1.07	0.92
主要比率										

毛利率	27.5%	25.7%	23.9%	23.3%	24.3%	24.1%	23.5%	20.1%	24.6%	22.5%
营业费用率	1.1%	2.2%	2.9%	2.7%	1.6%	2.2%	2.6%	2.7%	1.5%	1.7%
管理费用率	3.6%	5.2%	5.8%	4.1%	3.3%	5.3%	6.2%	3.5%	3.4%	3.7%
研发费用率	2.6%	4.0%	3.6%	5.3%	2.4%	3.7%	3.5%	4.5%	2.4%	3.0%
财务费用率	0.3%	-1.7%	-0.2%	-1.1%	0.0%	-1.0%	-0.3%	-1.30%	-0.4%	-0.8%
营业利润率	19.8%	17.4%	12.9%	11.3%	15.7%	15.4%	12.9%	9.3%	16.0%	14.6%
有效税率	15.2%	17.2%	16.4%	17.0%	14.2%	13.9%	11.1%	20.4%	15.2%	15.6%
净利率	16.8%	14.4%	10.7%	9.3%	13.5%	13.2%	11.3%	7.3%	13.4%	12.4%
<b>YoY</b>										
收入	-14.6%	-40.3%	-37.6%	-18.6%	-29.4%	-1.7%	5.0%	9.8%	2.04%	18.63%
归母净利润	-16.6%	-39.4%	91.4%	31.1%	-43.1%	-9.6%	10.9%	-13.7%	1.35%	11.06%

资料来源: Wind、招商证券

公司产品主要分为农药原药和农药制剂。2025年上半年,公司原药收入36.6亿元,同比增长10.0%,销量5.7万吨,同比增长13.4%,销售均价6.45万元/吨,同比下跌3.04%;制剂收入11.7亿元,同比下降2.8%,销量2.8万吨,同比增长0.1%,销售均价4.16万元/吨,同比下跌2.89%。从单季度看,2025年二季度公司农药原药收入18.49亿元,销量2.80万吨,销售均价6.59万元/吨;农药制剂收入3.00亿元,销量1.27万吨,销售均价2.36万元/吨,公司农药制剂主要在国内销售,每年一季度为用药最旺的季节,随后逐季减少。

表4: 单季度主要业务收入构成

收入分布	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
<b>原药</b>										
收入(百万元)	2873	1643	1438	1430	1724	1599	1497	1598	1806	1849
销量(万吨)	2.80	2.37	2.34	2.15	2.50	2.50	2.61	2.38	2.87	2.80
均价(万元/吨)	10.27	6.92	6.16	6.66	6.91	6.39	5.74	6.71	6.30	6.59
<b>制剂(不折百)</b>										
收入(百万元)	994	343	193	146	861	342	184	158	871	300
销量(万吨)	1.90	0.95	0.48	0.23	1.50	1.31	0.62	0.21	1.54	1.27
均价(万元/吨)	5.22	3.60	4.00	6.25	5.75	2.61	2.96	7.62	5.66	2.36

资料来源: 公司公告、招商证券

## 二、行业景气度处于底部,有望步入温和复苏通道

上半年农药行业经营仍面临多重考验,不确定性因素增加。2025年上半年,农药企业经营亦面临多重考验。一是世界经济增长动能减弱,市场需求增长乏力;二是贸易保护主义抬头,关税政策反复变动引发市场波动,主要经济体持续通胀、全球货币政策分化等,不确定性因素显著增加;三是中东、红海等地缘政治风险上升,持续冲击全球供应链与航运效率,大宗商品及原油价格也随之剧烈波动;四是极端天气多发,巴西洪灾、东南亚干旱等极端天气频发,对全球农业生产与农药经营造成不利影响。

农药行业供给端持续攀升,终端市场价格低位徘徊。产能供应方面,近年国内新增产能集中释放,叠加跨界产能陆续投产,供应总量持续攀升(国家统计局数据2025年1-6月全国化学农药折百产量同比增长10%)。同时,印度农化企业产能扩张,其出口份额及对特定品种的定价影响力不断提升,持续挤压国内企业国际市场空间。终端市场方面,全球粮食价格在低位徘徊,抑制农药产品终端需求。尽管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, 上涨乏力。在此环境下, 国内农药企业加速推进竞争策略转型, 聚焦产品差异化、服务多元化与供应链韧性构建, 并显著加快在东南亚、拉美等关键市场的本土化布局, 开拓新的增长空间。

**农药行业仍蕴含由刚需支撑的结构性机遇, 景气度有望步入温和复苏通道。**

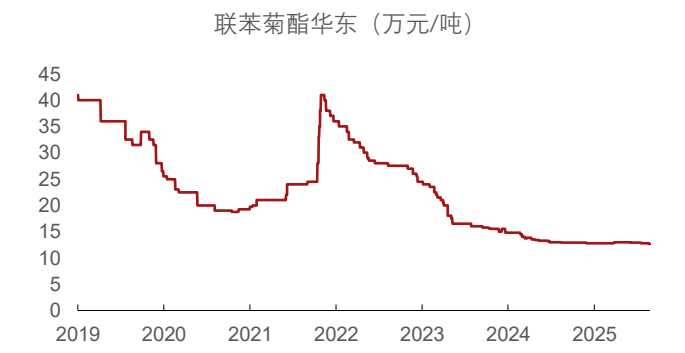
一是粮食安全的战略地位空前突出。国家高度重视粮食安全, 密集推出强农惠农政策, 并加强法规标准建设, 推动农药行业向创新、绿色、高质量方向转型。二是全球粮食需求韧性显现。发展中地区膳食结构升级带来的饲用粮需求增长势头稳固, 巴西、美国等粮食主产国持续维持或扩大种植面积, 支撑了农药终端需求的基本面。三是行业周期修复信号初现。持续去库存使得 2025 年上半年全球农药渠道库存趋近合理水平。在 2024 年能源及大宗原材料价格显著抬升后, 其成本压力已逐步传导至农药生产端, 挤压相关品种利润空间, 促使部分厂家率先提价, 行业景气度有望步入温和复苏通道。

**公司代表性产品价格处于底部或复苏阶段, 龙头企业将获得长期稳定向好的发展空间。**

2021 年底-2022 年初农药行业景气达到高点后进入持续下行周期, 2024 年公司代表性产品草甘膦、联苯菊酯、功夫菊酯、硝磺草酮、麦草畏、烯草酮等产品价格均在底部区域震荡。2025 年上半年, 烯草酮因为行业发生安全事故, 产品价格大幅上涨, 草甘膦行业供需关系改善, 产品价格开始持续反弹。综合来看, 在复杂多变的环境中, 具有强大品牌和市场影响力、研发与管理创新力、研产销一体化, 本质安全及 HSE 水平领先、高水平工程建设、坚持降本增效、卓越运营的龙头企业将获得长期稳定向好的发展空间。

图 9: 近几年草甘膦价格情况

图 10: 近几年联苯菊酯价格情况

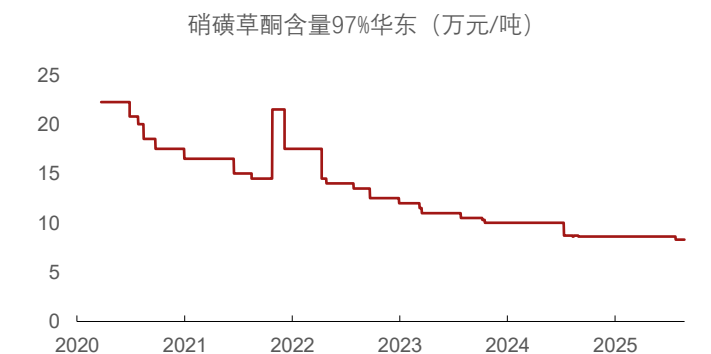
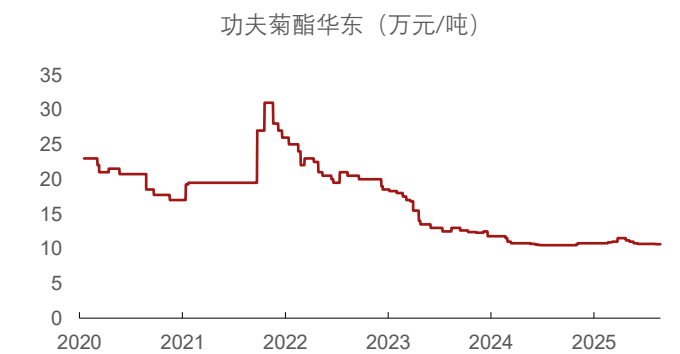


资料来源: 百川盈孚、招商证券

资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 11: 近几年功夫菊酯价格情况

图 12: 近几年硝磺草酮价格情况

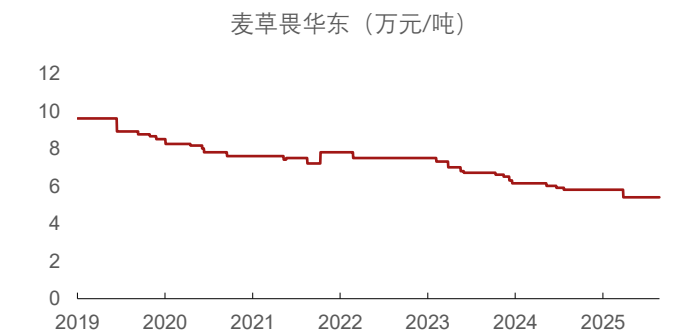


资料来源：百川盈孚、招商证券

资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：近几年麦草畏价格情况

图 14：近几年烯草酮价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

资料来源：百川盈孚、招商证券

### 三、公司具有较强竞争力，新项目打开未来成长空间

#### 1、公司核心竞争力强，奠定长期稳步发展基础

公司是国家重点高新技术企业，国内农化上市公司头部企业，全球拟除虫菊酯原药核心供应商。核心品种拟除虫菊酯品种、规模名列全国农药行业第一，是全国制造业单项冠军产品，获中国工业领域最高奖---中国工业大奖。子公司优嘉公司被工信部评为全国首批“绿色工厂”。公司通过多年积累和传承，打造了六大核心竞争力。

**(1) 本土化科技创新能力。**公司秉持“创新目标国际化、创新课题市场化、创新成果商品化”的研发思路，坚持“研制一代、开发一代、储备一代”战略，形成了国内领先的农药创新研发能力。公司从菊酯产品起步，依托自主创新，在多项菊酯关键技术取得突破，打破了跨国公司在中国市场的多年垄断，填补国内外技术空白 20 项。菊酯产品从起初的 2 个增加到 50 多个，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，公司占居 3 个。

**(2) 快速的工程转化能力。**公司经过多年积淀，拥有一支集工程设计、施工、管理全流程的技术团队，具备工程快速转化的能力，产业化质量、效率在行业内保持领先。熟练掌握多种危险工艺工程转化技术：国家重点监管涉及的精细化工的 13 种危险化工工艺，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) 卓越的生产运营能力。**公司在产原药涉及杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等约 70 个品种，总产能超 10 万吨。公司具有良好的成本控制、质量管控和自动化、信息化能力，劳动生产率处于国际领先水平。近年来，公司积极推进“智改数转”工作，以江苏优嘉为试点，通过对生产运营系统的全面集成，数字化工厂初具雏形。公司获评中国轻工业数字化转型先进单位，江苏优士、江苏优嘉入选工信部《5G 工厂名录》，江苏优嘉创成工信部智能制造示范工厂、

江苏省两化融合贯标示范 3A 企业。

**(4) 超越合规的绿色发展能力。**公司拥有行业领先的三废处理能力。废水处理采用自主研发技术，国内首次实现高浓废水直接处理；废气处理采用进口 RTO 焚烧炉，处理效率达 99.8% 以上；固废处理采用固废焚烧装置，排放水平达欧盟 2000 标准，率先在国内同行实现化学品全生命周期管理。公司旗下优士公司、优嘉公司、科创公司 3 家原药工厂均创成工信部“绿色工厂”。优嘉公司被评为“江苏省绿色发展领军企业”。

**(5) 全球知名的品牌影响力。**公司深耕农化市场多年，强大的研产销一体化运营能力提升了公司的市场竞争力。公司卫生用药拥有完整的产品体系，是国内外众多下游企业的首选品牌，国内和东南亚市场占有率从不足 5% 提升并保持在 70% 左右，是全球第二大卫药供应商。公司积极融入全球农药产业链，公司稳定的供货能力、出色的成本控制、齐全的品种优势、诚信负责的经营作风，得到了国际农化跨国公司的普遍认同，目前公司与多家全球农药跨国公司保持良好合作，成为全球农化市场不可或缺的核心供应商。

**(6) 担当实干的创业团队。**公司拥有一支“甘于奉献、敢打硬仗”的创业团队，是一支“专业互补、门类齐全、勤勉实干、忠诚担当”的骨干队伍，公司员工与企业“同呼吸共命运”，具有强烈的主人翁意识、高度的企业忠诚度以及顽强拼搏的精神。

## 2、持续推出新项目打开成长空间，葫芦岛基地前景广阔

如东基地四期项目陆续投产，奠定公司过去几年成长性。公司如东基地江苏优嘉植保公司过去几年快速发展，2022 年江苏优嘉植保公司实现收入 59.1 亿元，净利润 8.5 亿元，成为近几年公司重要的业绩增长点。优嘉公司的工程建设速度保持行业领先，优嘉一期项目建设用时仅 10 个月，创造当地园区最快项目建设记录，二期、三期、四期项目快速建成，调试均一次性取得成功，凸显公司具有较强的工程转化能力，为后续项目的顺利开展打下坚实基础。

表 5：如东基地已投产项目情况

	优嘉一期	优嘉二期	优嘉三期	优嘉四期
投资金额	6.14 亿元	19.8 亿元	20.2 亿元	23.3 亿元
项目内容	5000 吨/年麦草畏、800 吨/年联苯菊酯、1500 吨/年贲亭酸甲酯、600 吨/年氟啶胺等	2600 吨/年卫生用拟除虫菊酯、50 吨/年避蚊胺、300 吨/年抗倒酯、1000 吨/年吡唑醚菌酯、20000 吨/年麦草畏等	11,475 吨/年杀虫剂（拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶脲）、1,000 吨/年除草剂（苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能）、3,000 吨/年杀菌剂（丙环唑、苯醚甲环唑）等	8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目等

资料来源：公司公告、招商证券

开辟北方葫芦岛新基地，开启未来发展新征程。葫芦岛基地辽宁优创植物保护有限公司拟投资 42.4 亿元建设年产 15,650 吨农药原药、7,000 吨农药中间体及 66,133 吨副产品项目，项目建设期 2.5 年。葫芦岛经济开发区化工园区属于农业农村部《“十四五”全国农药发展规划中》公布的 31 个发展农药产能重点园区之一，产业发展规划明确可以建设高效、低风险、环境友好型农药原药项目，园

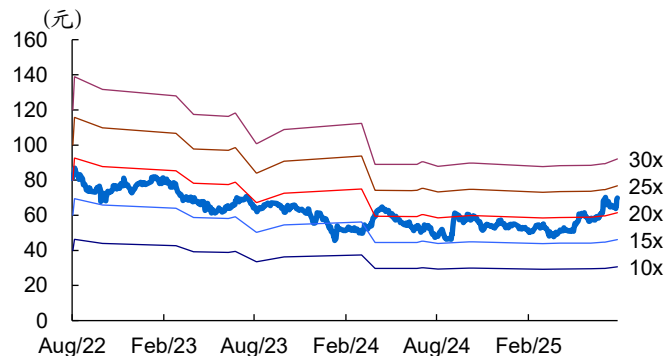
区配套条件较好。公司投资该重大项目，一是有利于拓展公司发展空间，促进公司持续发展，实现公司生产力南北均衡布局；二是有利于进一步提高公司生产制造水平，使公司成为全球领先的植保供应商，更好地服务全球的农化企业。

2024 年公司上下以必成之心，奋力打好葫芦岛项目首场攻坚战，克服葫芦岛 60 年一遇极寒天气等严峻挑战，历经 13 个月建成交付单体建筑 52 栋，安装设备 6000 余台套、工艺管线 1200 千米，提前 6 个月完成一期一阶段项目建设。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。辽宁优创一期一阶段、二阶段项目相继投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的业绩增长点，为公司持续稳健发展奠定坚实基础。2025 年上半年，围绕葫芦岛项目“早投产、早盈利”，公司上下全力抓好项目调试，辽宁优创一阶段项目快速推进产能爬坡，已调试产品全部达设计产能。

#### 四、风险提示

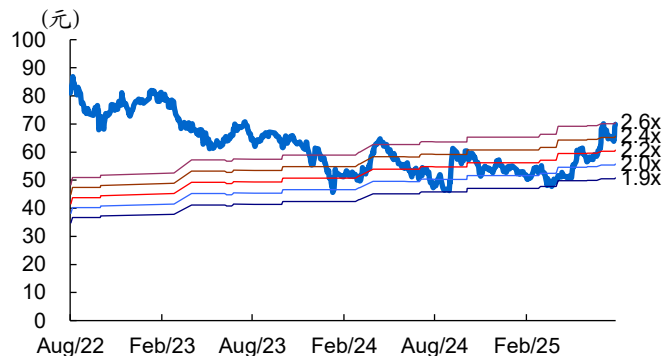
- 1、产品价格下跌。**公司所从事的农药行业总体具有一定的周期属性，产品种类较多，部分产品价格较为平稳，仍有部分品种可能会因自身供需关系的变化带来价格下跌风险，进而影响公司业绩。
- 2、原材料价格上涨。**公司产品上游原材料包括多种大宗基础化工品，会受到周期波动影响，如果上游原材料价格大幅上涨，而公司产品价格向下游传导不顺畅，可能会对公司业绩带来不利影响。
- 3、新项目投产不及预期。**新项目投产时间受到审批、工程建设、设备购置进度、调试等多方面因素影响，如果投产不及预期会影响公司业绩。

图 15: 扬农化工历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 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	7904	9696	11807
现金	1763	1618	1692	2631	3820
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>18634</b>	<b>20636</b>	<b>22926</b>
<b>流动负债</b>	5744	6629	6542	7278	8094
短期借款	361	1192	575	637	718
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>7035</b>	<b>7771</b>	<b>8588</b>
股本	406	407	405	405	405
资本公积金	609	629	629	629	629
留存收益	8657	9500	10557	11822	13294
少数股东权益	6	7	8	9	10
归属于母公司所有者权益	9672	10536	11592	12856	14328
<b>负债及权益合计</b>	<b>15703</b>	<b>17665</b>	<b>18634</b>	<b>20636</b>	<b>22926</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	2000	2221	2495
净利润	1566	1203	1335	1599	1873
折旧摊销	755	706	844	881	913
财务费用	(7)	(8)	(24)	(42)	(67)
投资收益	15	(3)	(38)	(38)	(38)
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)	(1054)	(1054)	(1054)
资本支出	(1518)	(1835)	(1092)	(1092)	(1092)
其他投资	(2027)	(358)	38	38	38
<b>筹资活动现金流</b>	(495)	172	(872)	(229)	(252)
借款变动	(303)	228	(618)	63	80
普通股增加	96	0	(1)	0	0
资本公积增加	17	21	0	0	0
股利分配	(403)	(358)	(277)	(333)	(399)
其他	98	280	24	42	67
<b>现金净增加额</b>	<b>(1646)</b>	<b>134</b>	<b>74</b>	<b>939</b>	<b>1189</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)	(24)	(42)	(67)
资产减值损失	70	(34)	(52)	(52)	(52)
公允价值变动收益	3	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	27	65	39	39	39
投资收益	(15)	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	1869	1413	1567	1876	2197
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	1560	1869	2190
所得税	300	203	225	270	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	1334	1598	1872

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%	11%	20%	17%
归母净利润	-13%	-23%	11%	20%	17%
<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%	11.4%	12.0%	12.4%
ROE	17.2%	11.9%	12.1%	13.1%	13.8%
ROIC	15.5%	10.5%	11.0%	12.2%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.4%	40.3%	37.8%	37.7%	37.5%
净负债比率	4.0%	6.8%	3.1%	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	3.86	2.97	3.29	3.94	4.62
每股经营净现金	5.91	5.32	4.93	5.48	6.15
每股净资产	23.86	25.99	28.59	31.71	35.34
每股股利	0.88	0.68	0.82	0.99	1.15
<b>估值比率</b>					
PE	18.1	23.6	21.2	17.7	15.1
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.2	16.6	14.1	12.4	11.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。