

农药龙头经营韧性强，2025 上半年业绩同比保持增长

投资要点：

- **事件：**扬农化工发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 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%；2025 年二季度实现营业收入 29.93 亿元，同比增长 18.63%，环比减少 7.64%，实现归母净利润 3.71 亿元，同比增长 11.06%，环比减少 14.72%。
- **农药龙头全品类布局，产能突破 10 万吨。**公司成立于 1999 年，背靠先正达集团，是国内农化行业头部企业。公司是全球拟除虫菊酯原药核心供应商，产品规模位居国内首位。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，公司的特色品种。经过多年发展，近些年随着优士、优嘉、优创等项目建成投产，公司目前已经实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等多品类布局，在产原药品种接近 70 个，总产能超过 10 万吨。
- **供需格局优化，农药价格企稳反弹。**自 2022 年开始，多数农药价格从高点持续回落，价格有较大幅度的调整。伴随海外库存持续去化，国内低效产能的出清，农药市场供需格局持续优化。根据中农立华数据，原药指数已有反弹趋势，除草剂和杀虫剂指数亦也有所改善。政策端持续收紧，一品一证政策落地，行业规范进行中，农药龙头企业有望受益。
- **新产品投产在即，优创项目助力成长。**2022 年 6 月辽宁优创植物保护有限公司成立，2023 年 6 月 9 日北方基地项目正式开工，辽宁优创计划投资 42.4 亿元，建设年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品项目，项目的建设期为 2.5 年。一期一阶段于 2024 年 7 月 3 日启动试生产，一期二阶段于今年 6 月中旬完成设备和电气安装，开始水联运。从重点品种来看，功夫菊酯、烯草酮等或将贡献主要增量。
- **盈利预测与投资建议。**公司是国内农药龙头企业，菊酯类杀虫剂具备一体化生产优势，全产业链布局优化农药产品结构。随着公司优创项目投产，公司发展有望迎来新阶段。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 12.42%，给予 2025 年 28 倍 PE，目标价 93.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**农药原药销售不及预期的风险；原材料成本上涨风险；极端天气风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	104.35	116.50	125.55	132.08
增长率	-9.09%	11.65%	7.77%	5.20%
归属母公司净利润（亿元）	12.02	13.53	15.24	17.08
增长率	-23.19%	12.57%	12.60%	12.08%
每股收益 EPS（元）	2.97	3.34	3.76	4.21
净资产收益率 ROE	11.41%	11.64%	11.87%	12.03%
PE	25	22	20	18
PB	2.85	2.59	2.34	2.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
电话：13122028826
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.05
流通 A 股(亿股)	4.04
52 周内股价区间(元)	46.81-74.18
总市值(亿元)	300.72
总资产(亿元)	182.37
每股净资产(元)	27.43

相关研究

目 录

1 扬农化工：农药龙头全品类布局，菊酯类杀虫剂成本优势明显.....	1
1.1 优创项目投产，发展迎来新阶段	1
1.2 费率控制良好，毛利率逐步修复	2
2 盈利预测与估值.....	4
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：股权结构.....	1
图 3：农药指数.....	2
图 4：营业收入.....	2
图 5：归母净利润	2
图 6：公司各项费率维持在较低水平.....	3
图 7：毛利率、净利率回升	3
图 8：资产负债率	3
图 9：在建工程.....	4

表 目 录

表 1：业务拆分.....	4
表 2：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值	6

1 扬农化工：农药龙头全品类布局，菊酯类杀虫剂成本优势明显

1.1 优创项目投产，发展迎来新阶段

农药龙头全品类布局，产能突破 10 万吨。公司成立于 1999 年，是国内农化行业头部企业。公司是全球拟除虫菊酯原药核心供应商，产品规模位居国内首位。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。经过多年发展，近些年随着优士、优嘉、优创等项目建成投产，公司目前已经实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等多品类布局，在产原药品种接近 70 个，总产能超过 10 万吨。

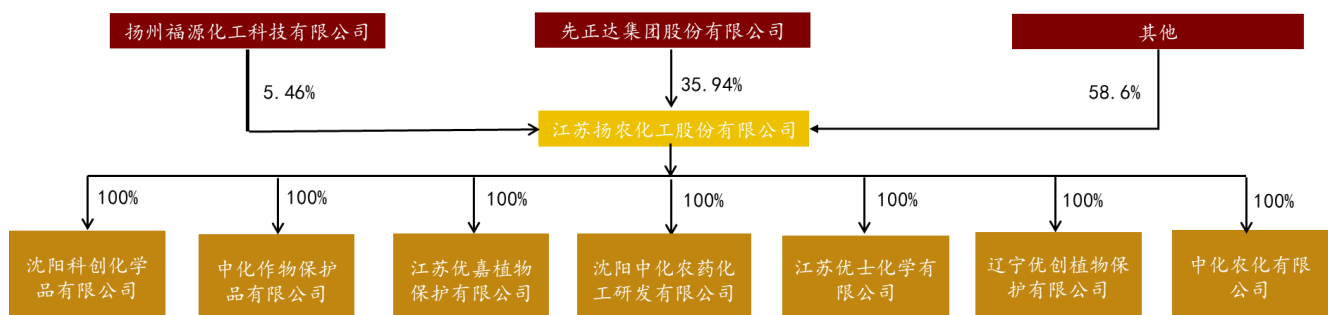
图 1：公司发展历程



数据来源：西南证券整理

背靠先正达集团，协同效应明显。公司控股股东为先正达集团股份有限公司，持有公司股份 35.94%。先正达集团是世界一流植保企业，业务覆盖种子、植保、作物营养、现代农业服务与数字农业以及粮食等业务领域。公司兼具仿制农药制造和创制农药研发，未来有望在原药制造和创制研发方面与集团协同合作。

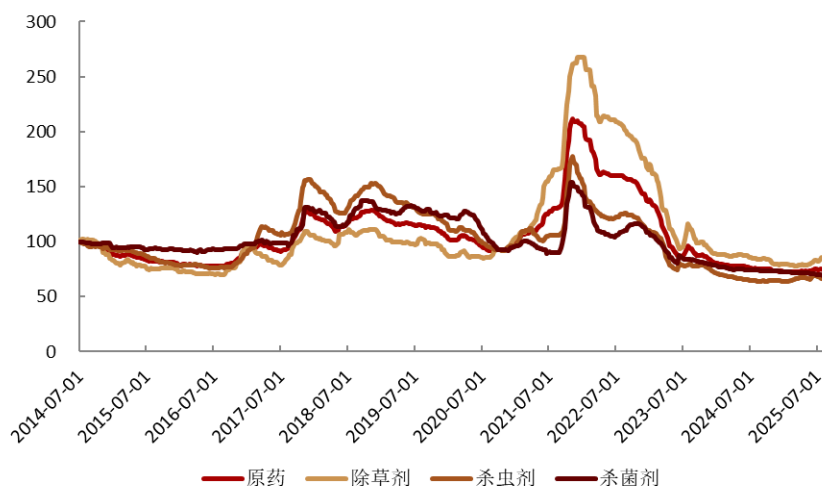
图 2：股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

拐点将至，农药指数回升。自 2022 年开始，多数农药价格从高点持续回落，价格有较大幅度的调整。根据中农立华原药指数数据，2024 年底原药指数为 72.92，相比 2022 年初的 205.61，下滑 65%。2025 年以来伴随海外库存持续去化，国内低效产能的出清，农药市场供需格局持续优化，除草剂、杀虫剂指数有所反弹，目前价格整体还处于较低水平，随着供需格局优化，价格仍有上行空间。

图 3：农药指数

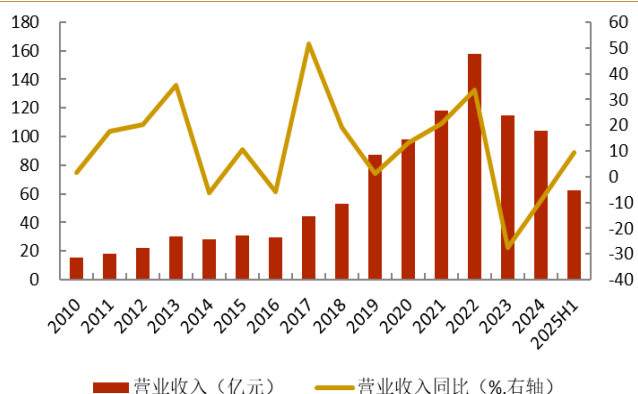


数据来源：中农立华，西南证券整理

1.2 费率控制良好，毛利率逐步修复

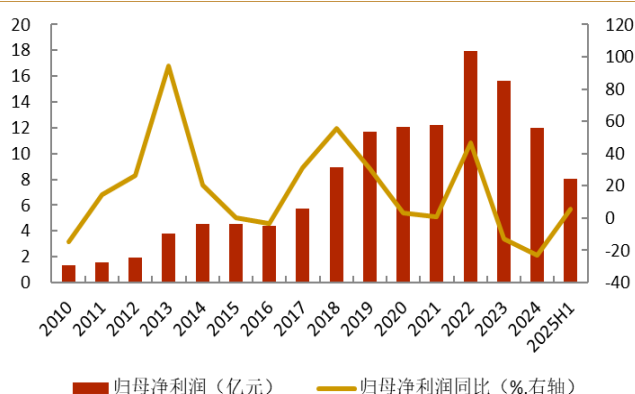
复盘公司历史，优士、优嘉等项目的陆续建成投产，奠定了公司的长期增长。2022 年随着农药景气上行，公司利润达到近年高点。2023-2024 年农药价格下行，业绩有所调整。2024 年公司全年实现营业收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%，归母净利润为 12.02 亿元，同比下降 23.19%。2025 年上半年公司实现营业收入 62.34 亿元，同比增长 9.38%，实现归母净利润 8.06 亿元，同比增长 5.60%；2025 年二季度实现营业收入 29.93 亿元，同比增长 18.63%，环比减少 7.64%，实现归母净利润 3.71 亿元，同比增长 11.06%，环比减少 14.72%。

图 4：营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

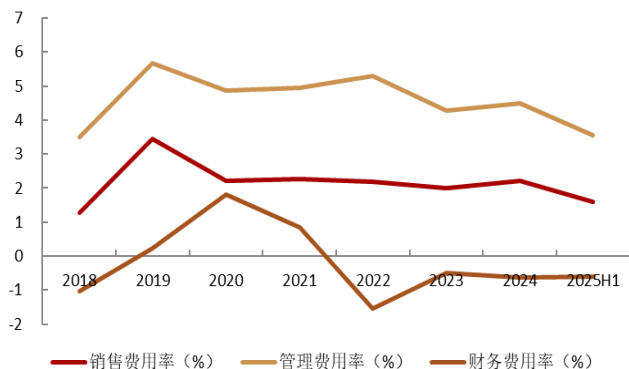
图 5：归母净利润



来源：Wind，西南证券整理

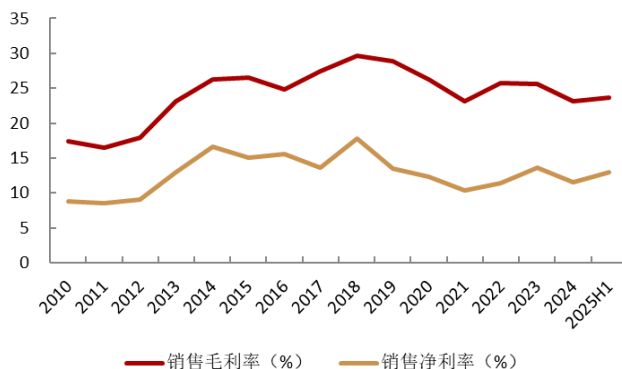
费用率维持较低水平，毛利率、净利率有所修复。公司费用率控制良好，2025 年上半年公司销售、管理、财务费率分别为 1.60%、3.55%、-0.60%。公司毛利率、净利率有所修复，2025H1 公司毛利率和净利率分别为 23.64%、12.93%。公司资产负债结构良好，资产负债率相对稳定，截至 2025 中报为 38.98%。

图 6：公司各项费率维持在较低水平



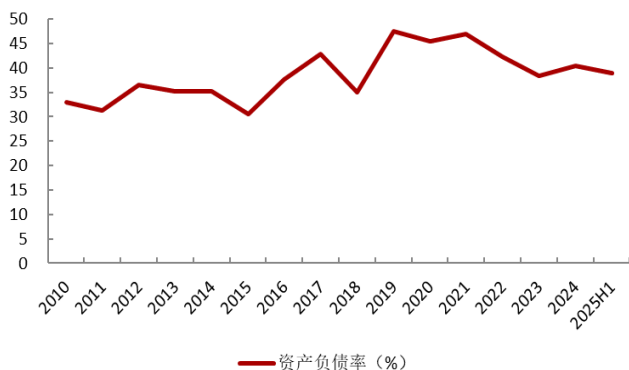
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：毛利率、净利率回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：资产负债率



数据来源：Wind，西南证券整理

公司在建工程包括“辽宁优创农药及中间体项目一期工程”，该项目总预算在 34.78 亿，2025H1 转入固定资产 2.12 亿元，期末余额为 11.76 亿元；此外还包括年产 3000 吨吡啶醚菌酯及 22665 吨副产品扩建项目，有望在未来进一步巩固杀菌剂板块优势。

图 9：在建工程



数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：优创项目投产，原药业务产销有望持续提升，原料端压力有所缓解，毛利率有所提升，预计 2025-2027 年营收分别为 73.5 亿元、81.6 亿元、87.1 亿元，分别同比+15.1%、+11.0%、+6.8%；毛利率分别为 26.8%、27.8%、29.0%。

假设 2：制剂业务产销平稳，毛利率预计维持较高水平，预计 2025-2027 年营收分别为 16.0 亿元、17.0 亿元、18.0 亿元，分别同比+3.3%、+6.3%、+5.9%；毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

表 1：业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入（亿元）	104.3	116.5	125.6	132.1
yoy	-9.1%	11.6%	7.8%	5.2%
营业成本（亿元）	80.2	89.1	94.9	98.5
毛利率	23.1%	23.5%	24.4%	25.4%
原药				
营业收入（亿元）	63.9	73.5	81.6	87.1
yoy		15.1%	11.0%	6.8%
营业成本（亿元）	46.9	53.8	58.9	61.8
毛利率	26.5%	26.8%	27.8%	29.0%
制剂				
营业收入（亿元）	15.5	16.0	17.0	18.0

	2024A	2025E	2026E	2027E
yoy		3.3%	6.3%	5.9%
营业成本（亿元）	10.9	11.2	11.9	12.6
毛利率	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
其他				
营业收入（亿元）	25.0	27.0	27.0	27.0
yoy		8.1%	0.0%	0.0%
营业成本（亿元）	22.4	24.1	24.1	24.1
毛利率	10.2%	10.7%	10.7%	10.7%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取农药行业的 3 家公司进行对比，2024 年平均 PE 为 32 倍，根据 wind 一致预期，2025 年平均 PE 为 21 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301035	润丰股份	77.62	1.60	3.97	4.91	6.01	30.39	19.53	15.81	12.90
002258	利尔化学	12.38	0.27	0.54	0.70	0.88	30.74	22.82	17.70	14.06
002734	利民股份	20.14	0.22	1.05	1.21	1.39	35.94	19.14	16.59	14.49
平均值							32.36	20.50	16.70	13.82
600486	扬农化工	74.18	2.97	3.34	3.76	4.21	25.02	22.22	19.74	17.61

数据来源：Wind，截至 2025/8/28，润丰股份、利尔化学、利民股份数据来自 wind 一致预期，西南证券整理

公司是国内农药龙头企业，菊酯类杀虫剂具备一体化生产优势，全产业链布局优化农药产品结构。随着公司优创项目投产，公司发展有望迎来新阶段。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 12.42%，给予 2025 年 28 倍 PE，目标价 93.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

农药原药销售不及预期的风险；原材料成本上涨风险；极端天气风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	104.35	116.50	125.55	132.08	净利润	12.03	13.54	15.25	17.09
营业成本	80.23	89.08	94.91	98.51	折旧与摊销	7.06	5.56	5.94	6.20
营业税金及附加	0.35	0.36	0.40	0.44	财务费用	-0.65	-0.09	-0.09	-0.10
销售费用	2.32	2.45	2.64	2.77	资产减值损失	-0.50	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	8.26	9.09	9.79	10.30	经营营运资本变动	20.88	13.56	0.10	-1.23
财务费用	-0.65	-0.09	-0.09	-0.10	其他	-17.27	0.22	0.50	0.56
资产减值损失	-0.50	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	21.55	32.59	21.49	22.32
投资收益	0.03	0.10	-0.14	-0.24	资本支出	-18.97	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	其他	-2.96	0.00	-0.24	-0.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-21.93	-1.00	-1.24	-1.34
营业利润	14.13	15.91	17.96	20.11	短期借款	8.32	-11.82	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.07	0.02	-0.03	0.00	长期借款	-0.03	0.10	0.10	0.10
利润总额	14.06	15.93	17.94	20.11	股权融资	0.27	0.00	0.00	0.00
所得税	2.03	2.39	2.69	3.02	支付股利	-3.58	-2.74	-3.09	-3.48
净利润	12.03	13.54	15.25	17.09	其他	-3.26	0.28	0.00	0.11
少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	1.72	-14.19	-2.99	-3.26
归属母公司股东净利润	12.02	13.53	15.24	17.08	现金流量净额	1.47	17.40	17.26	17.71
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16.18	33.58	50.84	68.56	成长能力				
应收和预付款项	28.36	22.65	25.13	27.64	销售收入增长率	-9.09%	11.65%	7.77%	5.20%
存货	11.05	15.45	16.07	16.47	营业利润增长率	-24.41%	12.61%	12.91%	11.94%
其他流动资产	16.23	7.87	8.48	8.92	净利润增长率	-23.19%	12.57%	12.60%	12.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.95%	4.06%	11.36%	10.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	71.48	67.84	63.92	59.82	毛利率	23.11%	23.54%	24.40%	25.42%
无形资产和开发支出	6.00	5.09	4.08	2.98	三费率	9.52%	9.83%	9.83%	9.83%
其他非流动资产	27.34	27.44	27.54	27.64	净利率	11.53%	11.62%	12.15%	12.94%
资产总计	176.65	179.93	196.06	212.02	ROE	11.41%	11.64%	11.87%	12.03%
短期借款	11.92	0.10	0.10	0.10	ROA	6.81%	7.53%	7.78%	8.06%
应付和预收款项	49.04	54.59	58.14	60.37	ROIC	13.22%	17.75%	23.33%	27.76%
长期借款	0.00	0.10	0.20	0.30	EBITDA/销售收入	19.69%	18.35%	18.96%	19.84%
其他负债	10.26	8.76	9.18	9.19	营运能力				
负债合计	71.22	63.56	67.62	69.96	总资产周转率	0.63	0.65	0.67	0.65
股本	4.07	4.05	4.05	4.05	固定资产周转率	2.15	2.01	2.11	2.27
资本公积	7.73	7.75	7.75	7.75	应收账款周转率	5.13	5.68	5.77	5.61
留存收益	94.38	105.17	117.32	130.92	存货周转率	5.83	6.59	5.93	5.96
归属母公司股东权益	105.36	116.30	128.35	141.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.69%	—	—	—
少数股东权益	0.07	0.08	0.09	0.10	资本结构				
股东权益合计	105.43	116.37	128.44	142.07	资产负债率	40.32%	35.32%	34.49%	32.99%
负债和股东权益合计	176.65	179.93	196.06	212.02	带息债务/总负债	16.74%	0.31%	0.44%	0.57%
					流动比率	1.08	1.36	1.61	1.88
					速动比率	0.92	1.10	1.35	1.62
					股利支付率	29.77%	20.25%	20.27%	20.35%
					每股指标				
					每股收益	2.97	3.34	3.76	4.21
					每股净资产	25.99	28.69	31.66	35.02
					每股经营现金	5.32	8.04	5.30	5.51
					每股股利	0.88	0.68	0.76	0.86
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	20.55	21.38	23.81	26.21					
PE	25.02	22.22	19.74	17.61					
PB	2.85	2.59	2.34	2.12					
PS	2.88	2.58	2.40	2.28					
EV/EBITDA	13.15	11.20	9.33	7.80					
股息率	1.19%	0.91%	1.03%	1.16%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn