

公司研究

原药销量稳步增长，关注优创项目放量进展

——扬农化工（600486.SH）2025 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度，公司实现营收 91.56 亿元，同比增长 14.23%；实现归母净利润 10.55 亿元，同比增长 2.88%；实现扣非后归母净利润 10.44 亿元，同比增长 5.76%。2025Q3，公司单季度实现营收 29.23 亿元，同比增长 26.15%，环比减少 2.34%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比减少 5.01%，环比减少 32.72%。

点评：

农药价格同比小幅下降，原药销量稳步增长。2025 年前三季度，公司原药业务实现营收 54.1 亿元，同比增长 12.2%；销量为 8.63 万吨，同比增长 13.5%；销售均价同比小幅下跌 1.1%至 6.27 万元/吨。制剂业务实现营收 13.2 亿元，同比下降 4.6%；销量为 3.32 万吨，同比减少 3.1%；销售均价同比小幅下跌 1.6%至 3.98 万元/吨。由于农药产品价格的小幅下降，以及部分新增产能尚处于爬坡期，2025 年前三季度公司销售毛利率同比下降 1.67pct 至 22.35%。费用端，公司持续开展提质增效工作，加强费用管理，2025 年前三季度公司销售期间费用率为 7.86%，同比下降 1.67pct。其中，2025 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别下降 0.30pct、1.10pct、0.08pct 和 0.16pct。

农药行业景气回升，龙头企业有望受益。随着近年农药行业渠道库存的有效消化，叠加农药终端消费的刚性需求，2025 年以来，农药行业景气逐步复苏，部分农药产品价格出现回升，部分农药产品价格已基本止跌企稳。根据 iFinD 数据，截至 2025 年 10 月 24 日，国内农药原药价格指数相较于 2025 年年初已提升 2.8%。伴随着农药行业景气的回升，公司作为农药行业龙头凭借自身完善的产业链布局、先进的生产工艺、扎实的经营管理有望明显受益。此外，截至 2025 年 6 月末，公司辽宁优创一期项目投资进度已超过 90%，即将全面投产，为公司提供新的业绩增量。

盈利预测、估值与评级：2025 年前三季度，公司农药原药销量稳步增长，农药制剂销量小幅下滑，归母净利润实现小幅增长。然而，考虑到公司毛利率的小幅下滑，我们小幅下调公司 2025-2027 盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.60/15.63/18.09 亿元（前值分别为 13.78/16.25/19.10 亿元）。我们仍旧看好农药行业景气回升以及辽宁优创项目放量对公司经营的助益，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能爬坡进度不及预期，行业竞争加剧，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,478	10,435	11,693	13,217	14,719
营业收入增长率	-27.41%	-9.09%	12.06%	13.03%	11.37%
归母净利润（百万元）	1,565	1,202	1,260	1,563	1,809
归母净利润增长率	-12.77%	-23.19%	4.79%	24.11%	15.69%
EPS（元）	3.85	2.96	3.11	3.86	4.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.18%	11.41%	10.94%	12.22%	12.70%
P/E	17	22	21	17	14
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-28，2023 年公司总股本为 4.06 亿股，2024 年公司总股本为 4.07 亿股，2025 年及以后公司总股本为 4.05 亿股。

买入（维持）

当前价：64.09 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

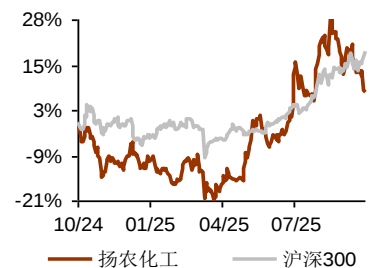
分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007
021-52523675
zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.05
总市值(亿元):	259.82
一年最低/最高(元):	46.67/78.93
近 3 月换手率:	53.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.33	-21.30	-11.68
绝对	-10.78	-8.29	7.87

资料来源：Wind

相关研报

25H1 业绩符合预期，农药景气回升龙头受益——扬农化工（600486.SH）2025 年半年报点评（2025-08-23）

农药价格下跌业绩承压，优创一期一阶段已产出合格产品——扬农化工（600486.SH）2024 年年报点评（2025-03-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,478	10,435	11,693	13,217	14,719
营业成本	8,539	8,023	9,128	10,161	11,240
折旧和摊销	755	706	1,037	1,160	1,272
税金及附加	47	35	47	53	59
销售费用	230	232	210	238	265
管理费用	517	468	468	529	589
研发费用	418	358	409	463	515
财务费用	-58	-65	-70	-69	-77
投资收益	-15	3	0	0	0
营业利润	1,869	1,413	1,501	1,860	2,151
利润总额	1,866	1,406	1,492	1,851	2,142
所得税	300	203	231	287	332
净利润	1,566	1,203	1,261	1,564	1,810
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1,565	1,202	1,260	1,563	1,809
EPS(元)	3.85	2.96	3.11	3.86	4.46

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,395	2,155	1,111	2,613	2,953
净利润	1,565	1,202	1,260	1,563	1,809
折旧摊销	755	706	1,037	1,160	1,272
净营运资金增加	575	-2,262	1,370	347	352
其他	-500	2,509	-2,555	-458	-479
投资活动产生现金流	-3,545	-2,193	-1,551	-1,250	-1,250
净资本支出	-1,509	-1,817	-1,549	-1,250	-1,250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2,036	-376	-2	0	0
融资活动现金流	-495	172	1,161	-1,058	-1,403
股本变化	96	0	-1	0	0
债务净变化	-191	572	1,369	-837	-1,120
无息负债变化	-38	524	-100	369	547
净现金流	-1,633	147	721	305	300

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.6%	23.1%	21.9%	23.1%	23.6%
EBITDA 率	22.1%	20.6%	21.4%	22.5%	22.9%
EBIT 率	15.5%	13.8%	12.5%	13.7%	14.2%
税前净利润率	16.3%	13.5%	12.8%	14.0%	14.5%
归母净利润率	13.6%	11.5%	10.8%	11.8%	12.3%
ROA	10.0%	6.8%	6.3%	7.5%	8.4%
ROE (摊薄)	16.2%	11.4%	10.9%	12.2%	12.7%
经营性 ROIC	13.5%	10.0%	8.7%	10.4%	11.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	38%	40%	42%	38%	34%
流动比率	1.58	1.08	1.13	1.30	1.54
速动比率	1.30	0.92	0.90	1.05	1.25
归母权益/有息债务	15.58	8.83	4.50	7.42	23.56
有形资产/有息债务	23.84	14.09	7.42	11.47	34.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,703	17,665	19,916	20,723	21,600
货币资金	1,763	1,618	2,339	2,643	2,944
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,895	1,931	2,145	2,425	2,700
应收票据	653	662	742	839	934
其他应收款 (合计)	31	44	50	56	62
存货	1,590	1,105	1,797	1,800	1,994
其他流动资产	2,938	1,623	1,623	1,623	1,623
流动资产合计	9,075	7,182	8,921	9,637	10,536
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,106	5,612	5,984	6,020	5,918
在建工程	1,196	1,536	1,490	1,387	1,311
无形资产	641	584	622	659	695
商誉	16	16	16	16	16
其他非流动资产	311	2,390	2,390	2,390	2,390
非流动资产合计	6,628	10,483	10,995	11,086	11,064
总负债	6,026	7,122	8,391	7,923	7,350
短期借款	361	1,192	2,561	1,724	604
应付账款	1,950	2,519	2,191	2,235	2,473
应付票据	1,758	1,944	2,100	2,337	2,585
预收账款	8	0	0	0	0
其他流动负债	23	7	7	7	7
流动负债合计	5,744	6,629	7,898	7,430	6,857
长期借款	3	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	83	299	299	299	299
非流动负债合计	281	493	493	493	493
股东权益	9,677	10,543	11,525	12,800	14,250
股本	406	407	405	405	405
公积金	1,159	1,227	1,227	1,227	1,227
未分配利润	8,181	8,984	9,967	11,241	12,690
归属母公司权益	9,672	10,536	11,518	12,791	14,240
少数股东权益	6	7	8	9	10

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.00%	2.22%	1.80%	1.80%	1.80%
管理费用率	4.51%	4.48%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-0.51%	-0.62%	-0.60%	-0.52%	-0.52%
研发费用率	3.64%	3.43%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	16%	14%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.88	0.68	0.71	0.89	1.03
每股经营现金流	5.89	5.30	2.74	6.44	7.28
每股净资产	23.80	25.91	28.41	31.55	35.13
每股销售收入	28.24	25.66	28.84	32.60	36.31

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	22	21	17	14
PB	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.7	12.9	11.4	9.3	7.9
股息率	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP