

扬农化工 (600486.SH)

买入 (维持评级)

原药产销量提升推动 2025 年业绩提升, 辽宁 优创项目打开成长空间

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	10,435	11,870	13,854	15,249	16,329
增长率 yoy (%)	-9.1	13.8	16.7	10.1	7.1
归母净利润 (百万元)	1,202	1,286	1,606	1,914	2,151
增长率 yoy (%)	-23.2	7.0	24.9	19.2	12.4
ROE (%)	11.4	11.2	12.6	13.4	13.3
EPS 最新摊薄 (元)	2.97	3.17	3.96	4.72	5.31
P/E (倍)	24.0	22.5	18.0	15.1	13.4
P/B (倍)	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2026年3月30日, 扬农化工发布2025年年度报告。2025年公司实现营业收入118.70亿元, 同比增长13.76%; 实现归母净利润12.86亿元, 同比增长6.98%; 扣非净利润12.72亿元, 同比增长9.39%。对应公司4Q25营业收入为27.14亿元, 环比下降7.14%; 归母净利润为2.31亿元, 环比下降7.61%。

点评: 原药产量提升推动2025年业绩增长, 公司整体表现彰显韧性。2025年原药/制剂/贸易板块收入分别为73.15/14.98/28.48亿元, 同比变化分别为+13.97%/-3.09%/+23.53%, 毛利率分别为26.46%/29.66%/7.27%, 同比变化分别为-1.25/-0.12/-0.06pcts。2025年农化行业深度调整、市场内卷持续加剧, 行业原药价格指数同比下跌2.03%, 公司2025年原药产品价格损失达2.78亿元。我们认为公司凭借原药产销量的提升对冲了部分价格压力, 全年营收及利润实现逆势增长, 体现出较强的生产运营能力与规模竞争优势。

产品价格方面, 2025年公司原药/制剂平均销售价格分别为6.45/4.07万元/吨, 同比变化分别为+0.31%/-4.34%。核心产品方面, 根据百川盈孚数据显示, 2025年联苯菊酯/功夫菊酯/氯氟菊酯均价分别为12.86/10.9/7.31万元/吨。

产销量方面, 2025年公司原药产量为11.38万吨, 同比增长17.40%, 销量为11.35万吨, 同比增长13.62%; 制剂(不折百)产量为3.67万吨, 同比增长3.79%, 销量为3.68万吨, 同比增长1.30%。

费用方面, 2025年公司销售费用同比下降3.30%, 销售费用率为1.89%, 同比下降0.33pcts; 管理费用同比下降3.10%, 管理费用率为3.82%, 同比下降0.67pcts; 财务费用率为-0.46%, 同比上升0.16pcts; 研发费用同比增长9.69%, 研发费用率为3.31%, 同比下降0.12pcts。

现金流方面, 2025年公司经营性活动产生现金流净额为22.17亿元, 同比增长2.85%; 投资活动产生现金流净额为-8.92亿元; 筹资活动产生现金流净额为-7.24亿元, 同比下降521.42%。期末货币资金余额为12.55亿元, 同比上升85.71%。应收账款同比上升47.46%, 应收账款周转率有所下降, 由2024年同期的5.45次下降至4.97次; 存货同比下降7.02%, 存货周转率有所上升, 由2024年同期的

股票信息

行业	基础化工
2026年04月21日收盘价(元)	72.41
总市值(百万元)	29,349.60
流通市值(百万元)	29,252.82
总股本(百万股)	405.33
流通股本(百万股)	403.99
近3月日均成交额(百万元)	472.80

作者



分析师 肖亚平

SAC: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com



分析师 林森

SAC: S1070525070002

邮箱: linsen@cgws.com

相关研究

- 1、《公司前三季度业绩表现稳健, 看好新产能逐步兑现利润》2025-11-20
- 2、《以量补价, 公司1H25业绩稳中有进, 看好辽宁优创产能爬坡》2025-09-01

5.95 次上升至 8.69 次。

农药市场触底反弹，大品种价格上涨有望带动行业逐步复苏。根据中农立华原药公众号信息显示，2026 年 4 月 12 日，中农立华原药价格指数报 85.66 点，同比去年上涨 16.97%，环比上月上涨 14.87%。跟踪的上百个产品中，同比上年 50% 产品下跌，12% 产品持平，38% 产品上涨；环比上月 1% 产品下跌，33% 产品持平，66% 产品上涨。全球能源及化工供应链整体偏紧，原油等基础原料价格高位震荡，带动关键中间体成本上行，推动原药市场整体呈普涨上行格局。下游渠道库存持续消化，前期低价货源逐步出清，终端成本传导通畅；叠加春耕应季刚需集中释放，行业形成供需共振，进一步支撑价格形成阶段性正反馈循环。草甘膦等主要大品种价格逐步回升，根据百川盈孚数据显示，截至 2026 年 4 月 15 日，草甘膦价格为 34294 元/吨，同比上升 49.08%，年内上涨 45.31%。我们认为草甘膦等主要大品种产品价格的上涨有望带动农药行业整体景气度的提升，2026 年下半年农药行业有望迎来复苏。

辽宁优创二阶段提前中交，产能释放有望打开成长空间。2025 年辽宁优创一期项目完成预算进度 87.61%，二阶段较计划提前 6 个月完成中交，并提前半年实现年内“投产即盈利”目标。辽宁优创一期项目多个品种已拿出合格产品，多数产品已达产，2025 年辽宁优创生产原药达万吨。此外江苏优嘉多个项目稳步推进，公司另有多个项目正加快报批。我们看好辽宁优创后续产能持续释放，叠加产品结构优化和工艺改进，有望逐步推动公司业绩进一步增长。

投资建议：我们预计扬农化工 2026-2028 年收入分别为 138.54/152.49/163.29 亿元，同比增长 16.7%/10.1%/7.1%，归母净利润分别为 16.06/19.14/21.51 亿元，同比增长 24.9%/19.2%/12.4%，对应 EPS 分别为 3.96/4.72/5.31 元。结合公司 4 月 21 日收盘价，对应 PE 分别为 18/15/13 倍。公司作为国内农药行业头部企业、全球菊酯核心供应商，在行业深度调整期依然实现业绩逆势增长，辽宁优创项目未来达产打开产能成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动的风险；环保安全的风险；原材料价格大幅上涨的风险；农药产品价格持续下行的风险；项目建设及产能爬坡不及预期的风险；汇率波动的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7182	8578	10595	11007	13992
现金	1618	1332	3005	2716	5610
应收票据及应收账款	2594	3622	3632	4352	4198
其他应收款	44	68	45	82	52
预付账款	198	372	294	439	345
存货	1105	1027	1421	1240	1598
其他流动资产	1623	2158	2199	2178	2188
非流动资产	10483	9609	10570	11094	11315
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5612	5830	6265	6445	6455
无形资产	585	565	553	546	518
其他非流动资产	4286	3214	3752	4103	4343
资产总计	17665	18187	21165	22101	25307
流动负债	6629	6224	7874	7256	8638
短期借款	1192	911	1051	981	1016
应付票据及应付账款	4463	4462	5785	5351	6526
其他流动负债	974	851	1038	924	1096
非流动负债	493	489	504	506	502
长期借款	0	0	15	17	13
其他非流动负债	493	489	489	489	489
负债合计	7122	6712	8378	7762	9140
少数股东权益	7	7	8	10	11
股本	407	405	404	404	404
资本公积	773	723	723	723	723
留存收益	9438	10351	11593	13073	14735
归属母公司股东权益	10536	11467	12779	14329	16157
负债和股东权益	17665	18187	21165	22101	25307

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2155	2217	3572	1605	4440
净利润	1203	1287	1607	1915	2152
折旧摊销	706	807	814	959	1093
财务费用	-65	-55	-52	-25	-66
投资损失	-3	1	30	11	10
营运资金变动	216	69	1149	-1257	1267
其他经营现金流	97	108	24	2	-15
投资活动现金流	-2193	-892	-1820	-1491	-1324
资本支出	1835	961	1776	1482	1315
长期投资	-415	64	0	0	0
其他投资现金流	57	5	-44	-9	-9
筹资活动现金流	172	-724	-79	-403	-222
短期借款	832	-282	141	-70	35
长期借款	-3	0	15	2	-4
普通股增加	0	-1	-1	0	0
资本公积增加	27	-51	0	0	0
其他筹资现金流	-684	-390	-234	-334	-253
现金净增加额	147	579	1673	-289	2894

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10435	11870	13854	15249	16329
营业成本	8023	9260	10631	11554	12322
营业税金及附加	35	46	49	57	59
销售费用	232	224	277	300	323
管理费用	468	453	560	605	651
研发费用	358	393	469	525	554
财务费用	-65	-55	-52	-25	-66
资产和信用减值损失	-50	-72	-9.7	-4	14
其他收益	65	37	38	41	45
公允价值变动收益	-3	2	-20	-4	-6
投资净收益	3	-1	-30	-11	-10
资产处置收益	16	0	6	7	7
营业利润	1413	1515	1904	2263	2536
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	12	8	11	9	10
利润总额	1406	1511	1898	2258	2530
所得税	203	225	291	343	378
净利润	1203	1287	1607	1915	2152
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1202	1286	1606	1914	2151
EBITDA	2056	2234	2717	3203	3570
EPS (元/股)	2.97	3.17	3.96	4.72	5.31

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-9.1	13.8	16.7	10.1	7.1
营业利润 (%)	-24.4	7.2	25.7	18.8	12.1
归属母公司净利润 (%)	-23.2	7.0	24.9	19.2	12.4
获利能力					
毛利率 (%)	23.1	22.0	23.3	24.2	24.5
净利率 (%)	11.5	10.8	11.6	12.6	13.2
ROE (%)	11.4	11.2	12.6	13.4	13.3
ROIC (%)	9.6	9.6	11.4	12.2	12.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.3	36.9	39.6	35.1	36.1
净负债比率 (%)	-1.2	-1.1	-12.8	-9.9	-26.5
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.97	3.17	3.96	4.72	5.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.32	5.47	8.81	3.96	10.96
每股净资产 (最新摊薄)	25.99	28.29	31.54	35.37	39.89
估值比率					
P/E	24.0	22.5	18.0	15.1	13.4
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.0	12.8	10.0	8.6	6.9

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686