

# 扬农化工 (600486.SH)

## 农药销量持续提升，新项目稳步推进

优于大市

### 核心观点

**农化行业景气度触底回升，公司业绩实现稳健增长。**2025年，扬农化工实现实现归母净利润12.86亿元，同比增长6.98%，公司业绩增长主要源于以销量增长弥补了大部分产品价格处于底部的负面影响，同时公司费用管控成效显著，销售费用和管理费用均同比下降。2026年第一季度，公司实现营业收入34.67亿元，同比增长6.99%；实现归母净利润4.07亿元，同比下降6.41%，主要受原材料价格上涨影响，营业成本增速高于营收增速。

**核心产品菊酯类杀虫剂价格回暖，公司市场份额提升。**公司是全球拟除虫菊酯原药核心供应商，产业链一体化优势显著。2025年下半年，由于菊酯行业内其他厂商出现生产事故，导致关键中间体赓亭酸甲酯因供给紧张而涨价，进而推动了功夫菊酯、联苯菊酯等产品价格回暖，公司盈利水平提升。此外，随着辽宁优创项目3000吨/年功夫菊酯等产能的逐渐爬坡，公司菊酯类杀虫剂总产能和市场份额进一步提升，龙头地位进一步巩固。

**辽宁优创基地投产，开启新一轮成长周期。**截至2025年年底，辽宁优创一期项目累计投入金额30.47亿元，累计投入占预算比例达87.61%，二阶段较计划提前6个月完成中交。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，实现营业收入14.16亿元，净利润6099.51万元，提前半年实现年内“投产即盈利”目标。

**研产销一体化协同效应显著，农药创制药研发稳步推进。**2025年公司向股东先正达集团销售额达26.01亿元，占年度销售总额的21.91%，稳定的关联方销售为公司业绩提供了有力保障。在研发端，公司坚持“研制一代、开发一代、储备一代”的战略，2025年研发投入3.93亿元，同比增长9.69%，2025年公司两个创制品种啮菌胺与四氟苯烯菊酯获得ISO通用名，2026年公司的创制农药氟螨双醚正式取得国内登记证，“威境”品牌顺利上市，高附加值的农药创制药有望成为公司向全球性农化巨头迈进的重要成长点。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。考虑美伊战争以来公司主要原材料价格上涨，我们小幅下调对公司2026/2027年盈利预测并新增对2028年盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为15.19/17.39/19.59亿元（2026/2027年原值为17.17/19.42亿元），EPS为3.75/4.29/4.83元，对应当前股价PE为19.3/16.9/15.0X，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,435	11,870	13,414	14,889	16,229
(+/-%)	-9.1%	13.8%	13.0%	11.0%	9.0%
归母净利润(百万元)	1202	1286	1519	1739	1959
(+/-%)	-23.2%	7.0%	18.1%	14.5%	12.7%
每股收益(元)	2.96	3.17	3.75	4.29	4.83
EBIT Margin	12.6%	12.6%	12.9%	13.2%	13.6%
净资产收益率(ROE)	11.4%	11.2%	12.1%	12.6%	13.0%
市盈率(PE)	24.5	22.8	19.3	16.9	15.0
EV/EBITDA	18.1	15.7	15.7	14.1	12.7
市净率(PB)	2.80	2.56	2.34	2.14	1.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

S0980525080002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	70.92元
总市值/流通市值	28746/28651百万元
52周最高价/最低价	89.71/50.27元
近3个月日均成交额	472.27百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《扬农化工(600486.SH)-农药行业景气度触底回升，辽宁优创项目稳步推进》——2025-08-22

《扬农化工(600486.SH)2024年年报点评-农化行业去库渐进尾声，辽宁优创项目稳步推进》——2025-03-25

农化行业景气度触底回升，公司业绩实现稳健增长。2025 年，扬农化工实现营业收入 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%，略低于我们此前预期（13.55 亿元）；扣非后归母净利润为 12.72 亿元，同比增长 9.39%。公司销售毛利率 21.99%，同比下降 1.12 pcts，销售净利率 10.84%，同比下降 0.69 pcts，销售期间费用率 8.56%，同比下降 0.96 pcts。公司业绩增长主要源于公司采取灵活的销售策略，积极抢抓市场订单，以销量增长弥补了大部分产品价格处于底部的负面影响，全年原药销量 11.35 万吨，同比增长 13.62%。同时，公司费用管控成效显著，销售费用和管理费用均同比下降，抵消了毛利率小幅下滑的影响。2026 年第一季度，公司实现营业收入 34.67 亿元，同比增长 6.99%；实现归母净利润 4.07 亿元，同比下降 6.41%，主要受原材料价格上涨影响，营业成本增速高于营收增速。

分业务看，原药业务实现营业收入 73.15 亿元，同比增长 13.97%，销量 11.38 万吨，同比增长 13.62%，平均销售价格 6.45 万元/吨，同比提升 0.31%，毛利率 26.46%，同比下降 1.25 pcts；制剂业务实现营业收入 14.98 亿元，同比下降 3.09%，销量 3.68 万吨，同比增长 1.30%，平均销售价格 4.07 万元/吨，同比下降 4.34%，毛利率 29.66%，同比下降 0.12 pcts。分区域看，国内实现营业收入 48.54 亿元，同比增长 11.55%，毛利率 27.99%，同比下降 1.67 pcts；国外实现营业收入 68.08 亿元，同比增长 15.02%，毛利率 18.04%，同比下降 0.83 pcts。

图1：扬农化工营业收入及同比增速



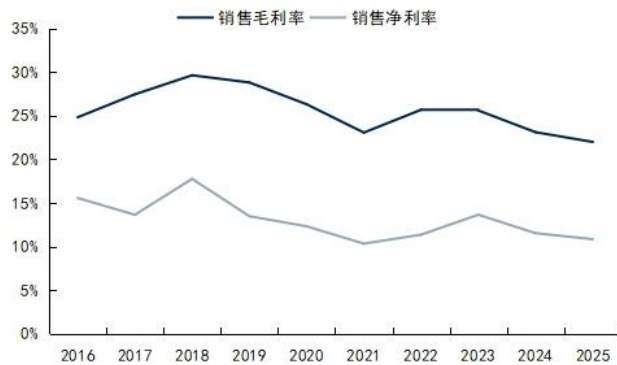
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：扬农化工归母净利润及同比增速



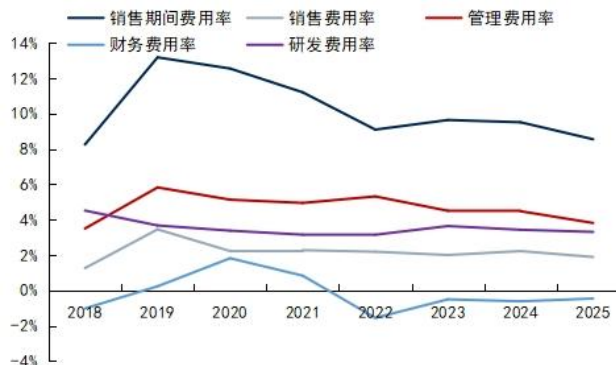
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：扬农化工销售毛利率及净利率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：扬农化工销售期间费用率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

**核心产品菊酯类杀虫剂价格回暖，公司市场份额提升。**公司是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，目前公司卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，是全球第二大卫药供应商。公司菊酯类杀虫剂产业链一体化优势显著，是国内唯一从基础化工原料合成关键中间体（如贲亭酸甲酯）并生产菊酯原药的企业，产业链一体化布局不仅带来了显著的成本优势，也在行业供给波动时保障了生产的稳定性。2025 年下半年，由于菊酯行业内其他厂商出现生产事故，导致关键中间体贲亭酸甲酯因供给紧张而涨价，进而推动了功夫菊酯、联苯菊酯等产品价格回暖，公司盈利水平提升。此外，随着辽宁优创项目 3000 吨/年功夫菊酯等产能的逐渐爬坡，公司菊酯类杀虫剂总产能和市场份额进一步提升，龙头地位进一步巩固。

**辽宁优创基地投产，开启新一轮成长周期。**截至 2025 年年底，辽宁优创一期项目累计投入金额 30.47 亿元，累计投入占预算比例达 87.61%，公司围绕“早达产早见效”的目标，公司统筹调配工程、技术、生产等多个专业资源，集中力量推动项目安装和生产调试，二阶段较计划提前 6 个月完成中交。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，实现营业收入 14.16 亿元，净利润 6099.51 万元，提前半年实现年内“投产即盈利”目标，有效支撑了公司在行业低谷期的收入和利润增长，也为 2026 年贡献更大业绩增量奠定了基础。

**研产销一体化协同效应显著，农药创制药研发稳步推进。**公司背靠控股股东先正达集团，协同效应持续显现，2025 年公司向先正达集团销售额达 26.01 亿元，占年度销售总额的 21.91%，稳定的关联方销售为公司业绩提供了有力保障。在研发端，公司坚持“研制一代、开发一代、储备一代”的战略，2025 年研发投入 3.93 亿元，同比增长 9.69%，2025 年公司两个创制品种啮菌胺与四氟苯烯菊酯获得 ISO 通用名，2026 年公司的创制农药氟螨双醚正式取得国内登记证，“威境”品牌顺利上市，高附加值的农药创制药有望成为公司向全球性农化巨头迈进的重要成长点。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。作为国内农药行业龙头与领跑者，公司研产销一体化，具有产业链、品牌等多方位优势，未来公司将持续布局新项目，同时进一步融入先正达集团产业链，成长确定性高，我们看好公司有望成长为国际性综合农化龙头企业。考虑美伊战争以来公司主要原材料价格上涨，我们小幅下调对公司 2026/2027 年盈利预测并新增对 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为亿元（2026/2027 年原值为 17.17/19.42 亿元），EPS 为 3.33/4.22/4.78 元，对应当前股价 PE 为 20.7/16.3/14.4X，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

表1：扬农化工：可比公司估值

股票代码	股票简称	主营产品	收盘价	EPS			PE			PB (2026E)	总市值 (亿元)
			(2026/4/27)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E		
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	70.92	3.17	3.75	4.29	22.8	19.3	16.9	2.51	287
002749.SZ	国光股份	植物生长调节剂	12.54	0.67	0.78	0.83	19.5	16.7	15.8	3.13	58
600141.SH	兴发集团	农药原药、磷化工	32.51	1.45	1.75	2.03	15.0	14.1	11.2	1.58	391

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1618	1332	2340	3618	3901	营业收入	10435	11870	13414	14889	16229
应收款项	2638	3690	3525	4101	4593	营业成本	8023	9260	10463	11569	12545
存货净额	1105	1027	1554	1551	1652	营业税金及附加	35	46	51	57	62
其他流动资产	1821	1949	2739	2694	2972	销售费用	232	224	241	268	292
<b>流动资产合计</b>	<b>7182</b>	<b>8578</b>	<b>10758</b>	<b>12564</b>	<b>13718</b>	管理费用	468	453	492	544	591
固定资产	7227	7076	7458	7952	8367	研发费用	358	393	443	491	536
无形资产及其他	584	564	541	519	496	财务费用	(65)	(55)	(9)	(31)	(46)
投资性房地产	2672	1969	1969	1969	1969	投资收益	3	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(62)	(24)	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>17665</b>	<b>18187</b>	<b>20727</b>	<b>23004</b>	<b>24550</b>	其他收入	(269)	(402)	(443)	(491)	(536)
短期借款及交易性金融负债	1193	911	907	1004	941	营业利润	1413	1515	1784	2042	2300
应付款项	4463	4462	5262	6023	6325	营业外净收支	(7)	(4)	0	0	0
其他流动负债	973	851	1480	1632	1518	<b>利润总额</b>	<b>1406</b>	<b>1511</b>	<b>1784</b>	<b>2042</b>	<b>2300</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6629</b>	<b>6224</b>	<b>7650</b>	<b>8659</b>	<b>8784</b>	所得税费用	203	225	264	302	340
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他长期负债	493	489	539	589	639	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1202</b>	<b>1286</b>	<b>1519</b>	<b>1739</b>	<b>1959</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>493</b>	<b>489</b>	<b>539</b>	<b>589</b>	<b>639</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7122</b>	<b>6712</b>	<b>8189</b>	<b>9248</b>	<b>9423</b>	净利润	1202	1286	1519	1739	1959
少数股东权益	7	7	8	8	9	资产减值准备	35	(33)	17	3	2
股东权益	10536	11467	12530	13747	15118	折旧摊销	706	808	673	777	855
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17665</b>	<b>18187</b>	<b>20727</b>	<b>23004</b>	<b>24550</b>	公允价值变动损失	62	24	(50)	(50)	(50)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(65)	(55)	(9)	(31)	(46)
每股收益	2.96	3.17	3.75	4.29	4.83	营运资本变动	222	(561)	345	437	(630)
每股红利	0.91	0.97	1.12	1.29	1.45	其它	(34)	34	(16)	(2)	(2)
每股净资产	25.91	28.29	30.91	33.91	37.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>2193</b>	<b>1558</b>	<b>2487</b>	<b>2903</b>	<b>2134</b>
ROIC	10.95%	11.35%	13%	14%	15%	资本开支	0	(580)	(1000)	(1200)	(1200)
ROE	11.41%	11.21%	12%	13%	13%	其它投资现金流	0	(580)	(20)	0	0
毛利率	23%	22%	22%	22%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(1160)</b>	<b>(1020)</b>	<b>(1200)</b>	<b>(1200)</b>
EBIT Margin	13%	13%	13%	13%	14%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	19%	18%	18%	19%	负债净变化	(3)	0	0	0	0
收入增长	-9%	14%	13%	11%	9%	支付股利、利息	(372)	(392)	(456)	(522)	(588)
净利润增长率	-23%	7%	18%	14%	13%	其它融资现金流	(1602)	100	(4)	96	(63)
资产负债率	40%	37%	40%	40%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2338)</b>	<b>(684)</b>	<b>(459)</b>	<b>(425)</b>	<b>(651)</b>
股息率	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%	2.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(145)</b>	<b>(286)</b>	<b>1008</b>	<b>1278</b>	<b>283</b>
P/E	24.5	22.8	19.3	16.9	15.0	货币资金的期初余额	1763	1618	1332	2340	3618
P/B	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	1618	1332	2340	3618	3901
EV/EBITDA	18.1	15.7	15.7	14.1	12.7	企业自由现金流	0	940	1487	1684	902
						权益自由现金流	0	1040	1491	1807	879

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032