

2026年05月25日

## 标配

### 证券分析师

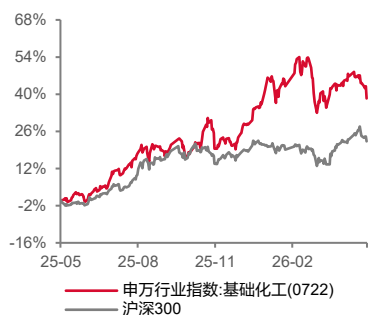
吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

### 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn



### 相关研究

1.从战略变化到财务画像，我国农药企业的发展启示与投资聚焦 ——农药行业系列报告（一）

# 农药周期与农药股定价逻辑

## ——农药行业系列报告（二）

### 投资要点：

- 农药行业周期特征，供需政策共振。**农药行业呈现“5-6年大周期、2-3年小周期”：需求端决定周期方向。粮食安全与人口增长构成刚性底部支撑，粮价通过种植意愿传导，形成约1-2年的需求周期。供给端放大周期波动。产能扩张与收缩是波动放大的核心变量，原材料成本与行业集中度起辅助作用。政策端引导周期演进。环保、安全、行业规范等政策直接重塑供给格局，间接优化需求结构，改变周期轨迹。
- 2025年以来农药行业周期复苏，驱动因素及展望。**1) 本轮能源危机下的农化产业链升值。2026年再现“地缘政治→能源价格→农业生产成本→种植意愿→农产品价格”的传导链条，中东地缘扰动推升能源价格，进而抬升粮食生产成本与部分农产品需求。中农立华原药价格指数显示，截至2026年5月17日，中农立华原药价格指数同比去年上涨13.61%。2) 农药企业资本开支收缩，盈利能力上修。2025年农药板块的资本开支/折旧和摊销的比值已下降至1.0附近，同时，农药板块的现金流连续两年回升，ROE也在2025年走出低谷，回升至3.68%。据世界农化网数据显示，2025年原药产能投建规划76.95万吨，较2023年高点回落42.1%。2026年一季度农药上市企业业绩分化，行业向高质量、集约化发展。3) 政策的托底和催化，展望十年变革。2026年以来，农药行业监管政策持续趋严，从成本端与供给端形成双重驱动。我国粮食生产迈向“稳产提质”，促进农药产品结构和商业模式转变。在我国“农药使用量零增长”行动的政策方向下，企业的生存路径将走向明显分化。
- 农药股定价逻辑：**农药板块市值以农药行业周期为根本驱动，辅以主题性事件催化，最终由业绩兑现支撑估值水平。其中，农药价格周期构成了市值运行的核心脉络，直接决定了整体走势的方向与波动幅度。当价格步入上升通道，企业盈利预期随之改善，进而引发市值重估。与此同时，产业政策、突发事件以及行业主题等外部因素作为周期主线的补充，会带来股价的阶段性起伏与上涨空间。整体来看，以原药、一体化为主的农药企业市值波动较高程度契合农药大周期，与农药价格基本呈现正向关系，且往往会提前抬升估值中枢。而部分以制剂、特色农药为产品的农药企业，由于其业绩更依赖于自身产品渠道的铺设开展，其市值波动与农药大周期存在一定错位关系。部分多元业务发展的农药上市企业，因其他业务所处行业周期或转型主题获得阶段性催化。
- 投资建议：**2025年以来，农药周期逐渐走出低谷，2026年一季度农药涨价逻辑和“抢出口”效应是核心交易主线，叠加春耕旺季对农药刚需的支撑，行业景气度继续向上。中期来看农药价格中枢预计在成本支撑下维持上移，而后续将考验海外需求承接能力、成本端压力传导效果以及政策执行力度。**建议关注结构性机会，优先配置符合“龙头优先+创新驱动”双重标准的品种**，关注符合以下特征的标的：1) 产品结构多样化、不高度依赖单一原药品种；2) 已完成制剂与海外登记布局；3) 研发投入持续增长、创制农药逐渐兑现；4) 产能出清与行业整合中具备并购能力的头部企业。建议关注：扬农化工、润丰股份、江山股份、利民股份、国光股份等。
- 风险提示：**原药价格回落风险；成本挤压风险；政策落地不及预期风险。

## 正文目录

<b>1. 农药行业周期复盘</b> .....	<b>4</b>
1.1. 需求端：刚性底色下的波动，主导周期方向.....	5
1.2. 供给端：产能调整和原料成本，放大周期波动 .....	8
1.3. 政策端：调整产业结构，引导周期方向.....	9
<b>2. 当前农药周期判断</b> .....	<b>11</b>
2.1. 本轮能源危机下的农化产业链升值 .....	11
2.2. 农药企业资本开支收缩，盈利能力上修 .....	13
2.3. 政策的托底和催化，展望十年变革 .....	15
<b>3. 农药股定价逻辑</b> .....	<b>17</b>
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

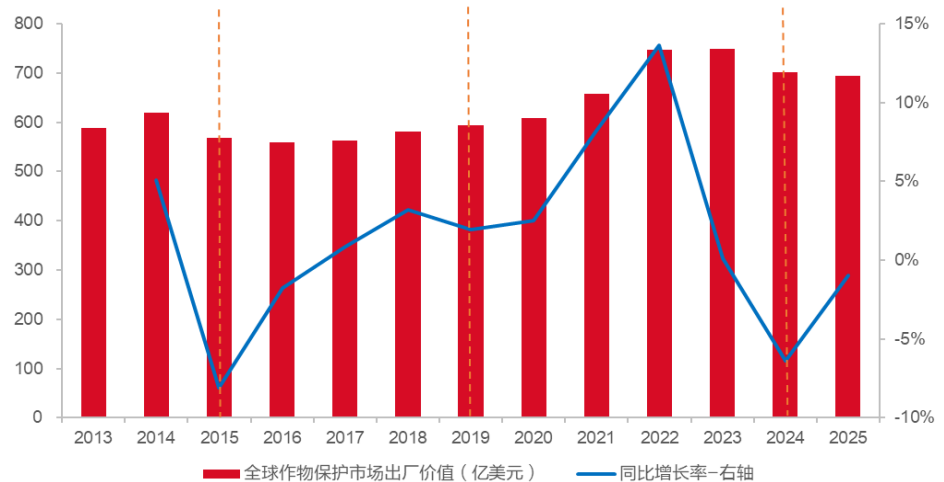
## 图表目录

图 1 全球作物保护市场出场价值（2013 年-2025 年）	4
图 2 中农立华原药价格指数（2014 年-至今）	4
图 3 草甘膦价格走势及驱动因素复盘（2013 年至今）	5
图 4 世界人口增长情况	5
图 5 世界人均耕地面积情况	5
图 6 美国 FRED 农化品库存及同比变动情况	7
图 7 联合国粮农组织食品及谷物价格指数走势	7
图 8 我国规模以上农药企业数量和化学原药产量变化	8
图 9 我国农药前十强企业销售额占比变化	8
图 10 草甘膦（甘氨酸路线）原料成本构成	9
图 11 草铵膦（格式法）原料成本构成	9
图 12 原油价格与农药草甘膦价格走势	9
图 13 我国农药管理法律法规框架图	10
图 14 原油与美国玉米、小麦价格	11
图 15 国际天然气与美国小麦、玉米价格	12
图 16 国际尿素与天然气价格	12
图 17 国内尿素与煤炭价格	12
图 18 国内天然气与煤炭价格	12
图 19 国内尿素与玉米价格	12
图 20 国内尿素与小麦价格	12
图 21 中农立华除草剂原药价格指数	13
图 22 中农立华杀虫剂原药价格指数	13
图 23 SW 农药板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况	14
图 24 中国农药规划产能投建趋势	14
图 25 2025 年我国农药原药（母药）登记毒性等级分布	16
图 26 2000-2025 年我国农药登记剂型分类占比	16
图 27 2025 年新农药公示品种分类	17
图 28 我国农药目前近九成出口	17
图 29 扬农化工市值变化走势及驱动因素复盘（2014 年至今）	18
图 30 润丰股份市值变化走势及驱动因素复盘（2021 年上市至今）	18
图 31 江山股份市值变化走势及驱动因素复盘（2014 年至今）	19
图 32 利民股份市值变化走势及驱动因素复盘（2015 年上市至今）	19
图 33 国光股份市值变化走势及驱动因素复盘（2015 年上市至今）	20
表 1 常见农药及适用作物	6
表 2 极端气候对农药需求影响	6
表 3 我国农药行业 2010 年至今主要政策变化	10
表 4 美伊冲突以来各国生物燃料相关政策梳理	13
表 5 2026Q1 农药板块企业业绩情况	15
表 6 中国主要农作物与农药需求 10 年展望（2025—2034 年）	16
表 7 关注公司表	21

## 1. 农药行业周期复盘

农药行业周期波动呈现“5-6年一轮大周期、2-3年一轮小周期”的核心特征。我们将全球作物保护市场情况和中农立华原药价格指数情况对比，得到相似的周期波动表现。2015、2016年，全球农药行业受全球经济增速放缓等因素影响处于萧条期；2017年，由于国际原油价格回升带动相关基础材料价格上涨，天气状况改善等积极影响，全球作物用农药销售额开始回升，在供给端，我国高压环保态势持续，行业竞争格局进一步改善。2018年，一方面由于主要基础原材料和中间体的价格上涨，从而带动原药价格上涨，另一方面全球农化巨头进入新一轮补库存周期，需求逐渐得到释放。2020年后，国际形势带来的粮价走高推动农资需求，疫情后供需错配引起资本开支高峰，2023年海外进入去库存周期，农药周期由快速上行转为下跌，并在2024年继续探底。2025年市场情况有所好转，2026年农药价格开始重新上行。

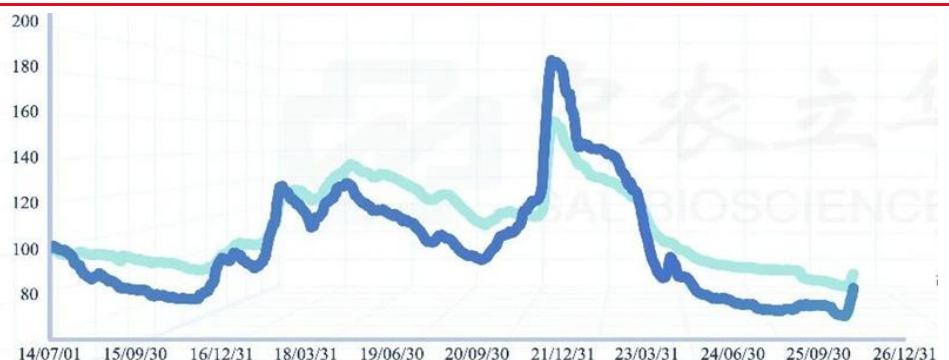
图1 全球作物保护市场出厂价值（2013年-2025年）



资料来源：AgbiInvestor，东海证券研究所

注：2025年为预估值

图2 中农立华原药价格指数（2014年-至今）



资料来源：中农立华官网，东海证券研究所

注：基数指数以2014年07月01日为100点

全球作物保护市场中除草剂占比四成以上，草甘膦作为除草剂中占比最高品种，其周期规律深度契合全球农药周期。结合行业数据与发展实际，复盘近十年草甘膦周期，可发现每一轮周期均体现出“需求牵引、供给响应、政策调控”的核心逻辑。

图3 草甘膦价格走势及驱动因素复盘（2013年至今）



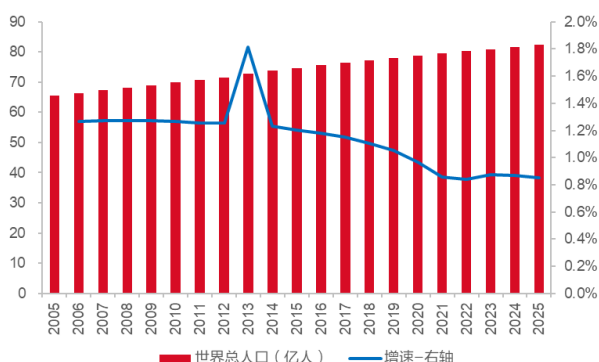
资料来源：同花顺，东海证券研究所

农药行业周期的每一轮演进，均是需求、供给、政策三大维度协同作用的结果，其中需求端决定周期方向，供给端放大周期波动，政策端引导周期演进，三者形成闭环逻辑，共同塑造行业周期轨迹。

### 1.1.需求端：刚性底色下的波动，主导周期方向

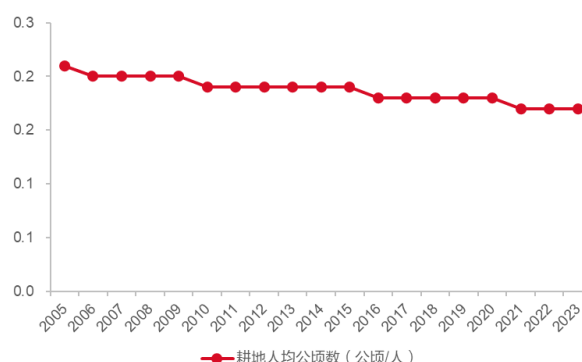
复盘过往周期，需求端的刚性与波动性是决定行业周期方向的核心因素，长期刚需奠定周期底部，中短期波动驱动周期上行或下行。**长期来看**，农药作为保障粮食产量、防控病虫害的核心手段，跟随**全球人口增长、粮食安全需求提升**呈现稳步增长态势，这种**刚性需求构成了行业周期的“底部支撑”**，避免了周期出现极端下行态势。据联合国的《2024 年世界人口展望》，预计在未来 60 年内还将增加 20 亿人口；据世界银行的数据显示，全球人均耕地面积已呈逐年下降，全球人口增长与耕地资源紧缺构成农药需求长期增长的基石。

图4 世界人口增长情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图5 世界人均耕地面积情况



资料来源：世界银行，东海证券研究所

中短期来看，需求端的波动主要来自三大因素：

一是**种植结构调整，决定需求结构差异**。以我国情况来说，东北地区大豆、玉米种植面积扩大带动除草剂需求提升，黄淮海地区小麦、玉米产区推动杀菌剂需求增长，西北地区灌溉农业则对除草剂、杀虫剂需求较大且对环保性要求更高。我国玉米、小麦等大田作物规模化种植，催生“播前封闭+苗后补杀”的标准化施药模式，带动除草剂成为我国农药用量主要贡

献产品。而在越南湄公河三角洲区域，其以水稻为主、兼顾鱼类的养殖模式，使其农药需求结构表现为以杀虫剂为主。

**表1 常见农药及适用作物**

农药品类	具体品种	适用作物
杀虫剂	有机磷类*（如乐果、氧乐果）	棉花、小麦、水稻及苹果、柑橘等果树
	氨基甲酸酯类（如丁硫克百威）	甘蓝、烟草等蔬菜作物以及果树和经济作物
	有机氮类（如杀虫双、杀虫单）	水稻、甘蔗、玉米等禾本科作物
	烟碱类（如吡虫啉、噻虫嗪）	小麦、水稻、蔬菜等几乎所有作物
除草剂	磺酰脲类（如吡嘧磺隆）	专用于水稻田
	草甘膦类	非耕地及抗草甘膦转基因作物（如大豆、玉米）
杀菌剂	三唑类（如环丙唑醇）	小麦（防治白粉病、锈病）和果树等

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

注：有机磷类农药对害虫毒力强，药效高，但因为环境污染性，属剧毒药剂，逐渐被替代和禁止。表中乐果、氧乐果均已被禁止生产。

二是**气候灾害与病虫害爆发，造成需求脉冲**。洪涝、高温、干旱等气候灾害的周期性爆发，直接影响病虫害发生强度，进而带动农药需求短期激增。例如，高温干旱环境下，主要是虫害主导，而且单次用药量和施药频次都会增加；阴湿多雨环境下，主要是真菌主导，总用药量比正常多一些。

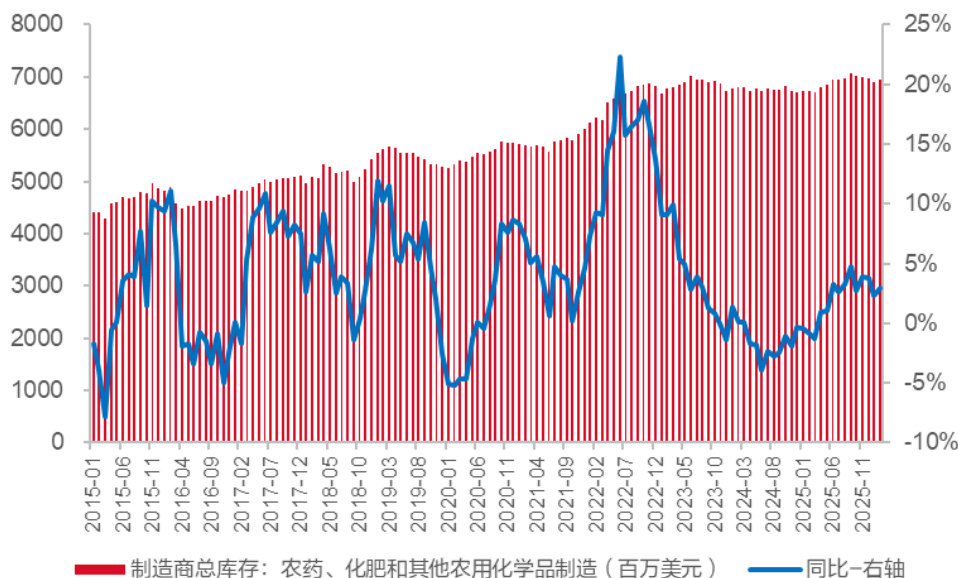
**表2 极端气候对农药需求影响**

气候	厄尔尼诺	拉尼娜
主要气候特征	高温、干旱（部分区域可能出现异常降雨）	持续高湿、暴雨（部分区域出现干旱）
主要病虫害胁迫	- 虫害爆发（蝗虫、蚜虫等）	- 真菌病害大流行（霜霉病、稻瘟病、疫病）
	- 干旱削弱作物抗性，继发白粉病、病毒病	- 暴雨物理冲刷虫卵（如稻飞虱），抑制部分虫害
农药需求变化	杀虫剂需求增加	杀菌剂需求增加
	部分病害用药（杀菌剂/抗病毒剂）增加	杀虫剂需求可能减少
显著影响区域	东南亚、南美北部、东非	北美、中东、西亚、华北

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

三是**库存周期与海外需求共振，加剧需求波动**。农药行业存在明显的“补库-去库”短期周期，通常与农业生产周期同步（春耕、夏种、秋收），呈现“3-5月旺季、其余时段平稳”的季节性特征。同时，海外库存水平与采购模式变化，进一步加剧需求短期波动。如2022-2024年海外高库存导致国内出口承压，2025年海外补库启动带动需求回升，成为行业反转的核心动力之一。而海外采购模式转向“少量多次”，亦影响了需求节奏。

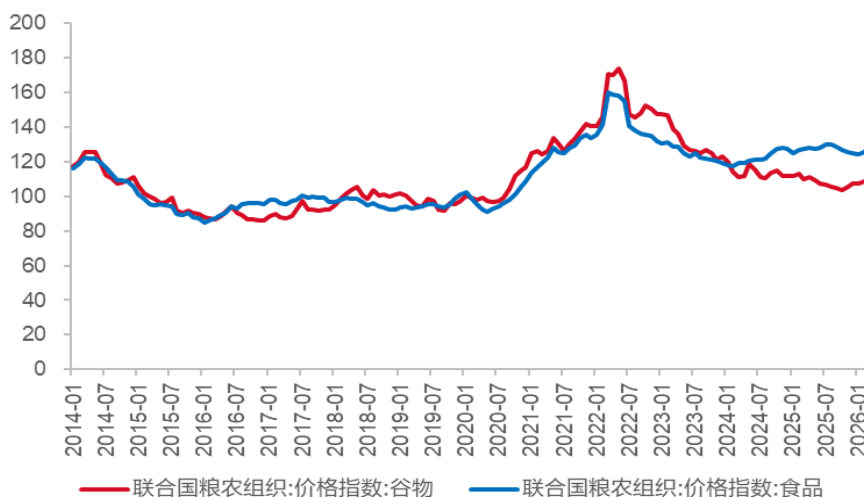
图6 美国 FRED 农化品库存及同比变动情况



资料来源：FRED，东海证券研究所

粮食价格作为锚点，通过影响种植户的投入意愿，间接传导至农药需求，形成约 1-2 年的需求传导周期。全球粮食价格与农药需求呈现显著正相关，粮价上涨周期中，种植户会增加播种面积、提高复种指数，并加大农资投入以追求更高产量，需求通常滞后 6-12 个月释放。2022 年全球粮价上涨带动当年全球农药市场规模增长约 6.5%，而 2024 年小麦、玉米等主要农产品均价同比下跌约 13%-19%，则导致部分大田作物农药化肥投入趋于谨慎。

图7 联合国粮农组织食品及谷物价格指数走势



资料来源：同花顺，东海证券研究所

需求端对周期影响逻辑可总结为：

**1) 需求上行周期：**粮食价格上涨→种植户种植意愿提升、投入增加→农药采购需求增长→行业库存去化加快、价格回升→企业开工率提升、盈利改善，推动行业进入上行周期。例如 2025 年二季度以来，随着海外补库启动与国内春耕需求释放，草甘膦等核心品种快速去库，价格从 2.34 万元/吨提升至 3.45 万元/吨（截至 2026 年 5 月 10 日数据），行业逐步进入上行通道。

**2) 需求下行周期:** 农产品价格低迷→种植户压缩投入→农药需求减少→行业库存积压→企业降价去库、开工率下滑→盈利承压,行业进入下行周期。2022 年三季度至 2025 年一季度,受海外高库存、国内需求疲软影响,农药行业持续处于需求下行阶段,多数原药品种价格处于历史低位,企业经营风险加剧。

## 1.2.供给端：产能调整和原料成本，放大周期波动

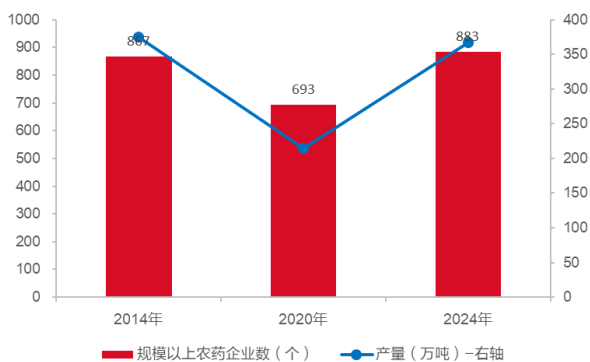
农药供给端的核心变量是产能规模、原材料成本及行业集中度,其中产能扩张与收缩的周期性调整,是放大行业周期波动的关键因素。

**产能投放和结构变化:**上一轮农药周期中,2013 年行业利润较好吸引农药企业纷纷复产,2014 年-2015 年供过于求农药价格持续下行,此后供给侧改革开启,我国农药产业集中度不断提高,企业兼并重组进程加快,2020 年我国规模以上企业数 693 家,较 2014 年的 867 家减少了 174 家。然而经过 2021-2022 年的农药价格高位刺激及 2023 年初疫情后经济反弹影响,农药行业投资冲动再次兴起,2024 年,全行业规模以上企业达 883 家。

我国农药行业规模以上企业数量再次回到高峰的同时,产能集中度持续提升。2024 年我国农药前 10 强企业销售额占百强企业销售总额比约 39%,较 2015 年提升约 10%。

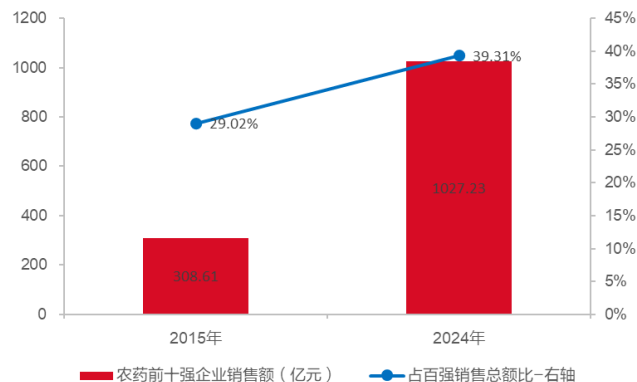
这一轮的产能扩张使 2024 年农药行业处于下行周期,据统计局数据,规模以上农药企业利润总额同比下降 3.4%,行业利润率 5.7%,利润率处于历史低位。

图8 我国规模以上农药企业数量和化学原药产量变化



资料来源：国家统计局，公开信息整理，东海证券研究所

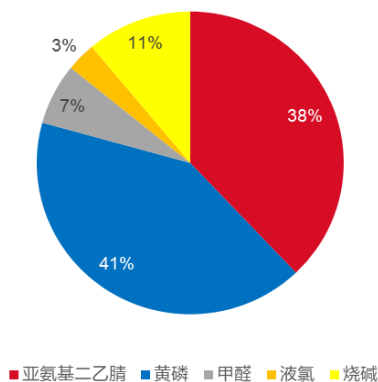
图9 我国农药前十强企业销售额占比变化



资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

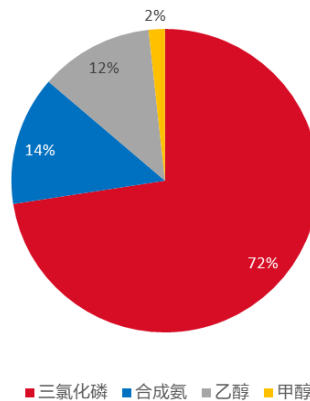
**原材料供给和成本:**农药原药产业链中,石油基原料占比显著,生产依赖溴素、黄磷等基础原材料,以及间苯氧基苯甲醛、2,3-二氯吡啶等中间体,其中部分关键中间体对外依存度较高(如酰胺类杀虫剂中间体“2,3-二氯吡啶”70%产能集中在印度),原材料价格波动直接传导至农药供给端,形成“成本推动型”供给波动。例如2020年,疫情使海外农药厂供应紧张,叠加原料成本和海运成本快速推升,农化产品价格整体上行。但当原料成本高企而终端需求低迷时,农药企业也会面临较大的成本转嫁压力。

图10 草甘膦（甘氨酸路线）原料成本构成



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所  
 注：以 2026 年 4 月 30 日市场价计算

图11 草铵膦（格式法）原料成本构成



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所  
 注：以 2026 年 4 月 30 日市场价计算

图12 原油价格与农药草甘膦价格走势



资料来源：同花顺，东海证券研究所

#### 供给端对周期影响逻辑可总结为：

**供给上行周期：**行业盈利改善→企业扩大产能、提升开工率→供给总量增加→若需求同步增长，行业维持景气；若需求不足，供给过剩加剧→价格下跌，行业进入下行周期。2021-2023 年的产能扩张期，由于需求未能同步跟进，导致行业供给过剩，推动行业进入长达三年的下行周期。

**供给下行周期：**行业盈利承压→中小企业退出、头部企业收缩产能→供给总量减少→库存逐步去化→供需趋于平衡，若需求回升，将推动行业进入上行周期。

另外，原材料本身的周期（突发性或阶段性）也将影响农药周期，往往同步波动。

### 1.3.政策端：调整产业结构，引导周期方向

农药行业受政策监管极强，环保、安全生产、行业规范、进出口调控等政策，不仅直接影响供给端的产能布局与企业生存，还间接引导需求结构优化，进而重塑行业周期轨迹，是行业周期调整的“催化剂”与“风向标”。

图13 我国农药管理法律法规框架图



资料来源：《我国农药管理法律法规概述》赵可利等，东海证券研究所

回顾 2010 年至今我国农药行业政策变化，结合国内农药周期，可总结为以下四个阶段：

表3 我国农药行业 2010 年至今主要政策变化

阶段	时间区间	关键政策 / 事件	行业周期特征
第一阶段：规范秩序与总量控制	约 2010-2015 年	《农药产业政策》（2010 年）：严控总量、提高集中度、优化布局	行业景气回升期，产量仍在高位攀升，2016 年达到顶峰近 380 万吨
		《农药管理条例》修订启动（2010 年） 强化高毒农药监管：定点经营、实名购药	
第二阶段：体系革新与减量增效	约 2016-2020 年	《农药管理条例》重大修订（2017 年）：管理权统一至农业部门，取消临时登记，新增生产/经营许可，处罚加码	产量在 2017-2018 年大幅下降，但行业利润不降反升，转向“以质取胜”
		“农药使用量零增长”行动：2020 年目标达成，2021 年使用量较 2015 年下降 16.8% 供给侧改革：环保安全标准倒逼淘汰落后产能	
第三阶段：绿色转型与创新驱动	约 2021-2025 年	《“十四五”全国农药产业发展规划》（2022 年）：明确绿色、创新发展路径，设定 2025 年主要粮食作物化学农药使用强度较“十三五”减少 5%、三大粮食作物统防统治覆盖率>45%等目标	进入新一轮上升周期，出口占比提升；2022 年后结构性产能过剩问题凸显
		持续推进减量：《到 2025 年化学农药减量行动方案》 强化再评价与创新：周期性再评价制度，鼓励新农药创制	
第四阶段：深化管理与全球布局	约 2026 年-今	管理细则深化：《农药登记管理办法》等 4 个办法修订，发布登记资料要求、仅限境外使用农药登记等规范性文件，实施一证一品、限制含量与混配、设立 6 年新化合物保护期、明确登记责任等	预计市场将逐步出清，走向集约化

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

2010 年至今，中国农药行业政策的核心逻辑已从“满足数量”转向“提升品质”，经历了四个关键发展阶段。政策的持续引导正推动行业摆脱“大而不强”的局面，迈上创新、绿色、高效、可持续的全球价值链高端。

**政策端对周期影响逻辑可总结为：**

**政策收紧期：**环保、安全、行业规范政策加码→落后产能出清、供给收缩→行业集中度提升→供需格局改善→若需求稳定，行业进入上行周期。

**政策稳定期：**政策导向明确（绿色化、集中化）→行业格局稳定→供给与需求同步增长→行业维持平稳景气周期，波动幅度缩小。

## 2.当前农药周期判断

### 2.1.本轮能源危机下的农化产业链升值

能源价格系统性上涨，导致农业“碳输入”成本重估。现代农业的生产函数中，能源成本不再只是“动力费”，而是渗透到几乎所有可变投入中。从直接机械作业的消耗能源，到化肥、农药和薄膜、灌溉管道等的原料生产，形成“地缘政治→能源价格→农业生产成本→种植意愿→农产品价格”的传导链条。

此次中东冲突已形成化肥等农化链条价格上行周期。

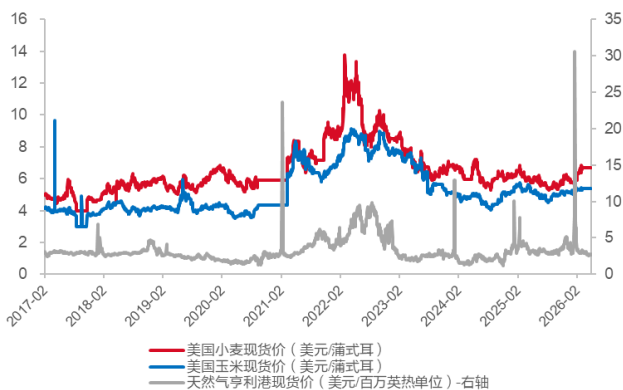
化肥方面，中东是全球化肥生产和出口的核心枢纽，其产能和运输渠道的中断引起此轮化肥价格的阶段性高涨。尿素属于氮肥，主要用于促进植物叶片和茎部的生长，其生产原料为天然气。全球尿素出口量的 30%至 35%集中在卡塔尔、沙特阿拉伯等海湾国家。受伊朗报复性袭击导致生产设施受损，加之霍尔木兹海峡事实上的封锁，化肥运输几近停滞。此外，用于提高开花结果率的磷肥在生产中所需的硫磺，也同样高度依赖海湾地区。世界银行预测，2026 年全年化肥价格将同比上涨 31%，其中高度依赖中东的尿素肥料全年涨幅预计将达到 60%。尽管国内厂商可采用煤化工路线（煤制合成氨），但全球定价终会影响国内煤炭价格，海内外价差也将形成牵引合力。

图14 原油与美国玉米、小麦价格



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图15 国际天然气与美国小麦、玉米价格



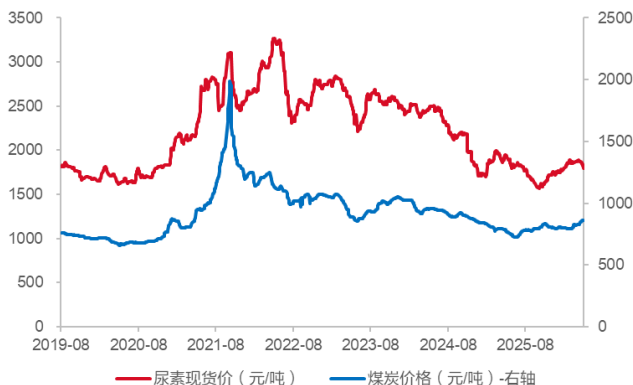
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图16 国际尿素与天然气价格



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图17 国内尿素与煤炭价格



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图18 国内天然气与煤炭价格



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图19 国内尿素与玉米价格



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图20 国内尿素与小麦价格

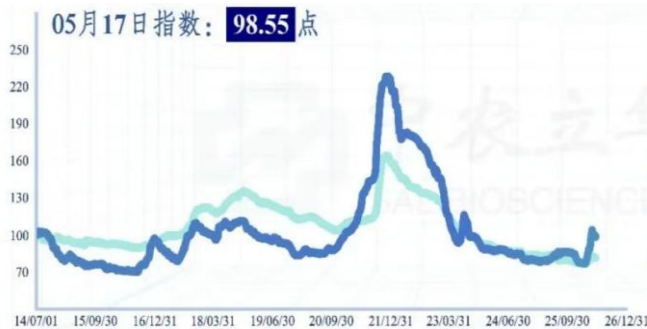


资料来源：同花顺，东海证券研究所

农药方面，受上游成本推动，2026年3月中旬，全球农药行业迎来密集提价周期，印度UPL、中国利民股份、中天邦正等国内外代表性农化企业相继发布产品价格调整通知，提价幅度集中在5%–15%区间。中农立华原药价格指数显示，截至2026年5月17日，中农立华原药价格指数报83.06点，同比去年上涨13.61%。其中，除草剂、杀虫剂原药价格指

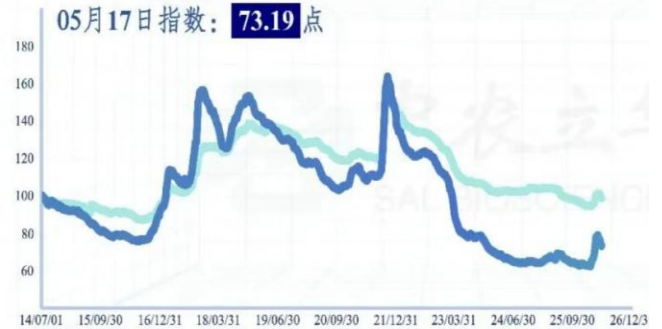
数分别同比上涨 23.70%、10.27%。区别于化肥的强政策管控，农药出口限制相对宽松，我国农药产能更易承接部分海外溢价，在涨价弹性和业绩兑现方面更优于化肥板块。

图21 中农立华除草剂原药价格指数



资料来源：中农立华原药，东海证券研究所

图22 中农立华杀虫剂原药价格指数



资料来源：中农立华原药，东海证券研究所

**生物燃料需求上升，带来额外粮食需求。**能源价格上涨不仅通过成本推升粮价，还会通过需求拉动直接抬高粮价。当原油价格上涨时，生产生物燃料的经济性提升，这会“吸走”原本用于食品和饲料的粮、油籽，制造出额外的粮食需求。美伊冲突以来，美国环保署（EPA）已紧急批准 E15 燃料在全美范围销售，并显著提高了生物柴油的强制掺混目标。与此同时，巴西和印尼也分别推进了汽油中乙醇、生物柴油中棕榈油的掺混比例提升。这一系列政策调整，使玉米、豆油、白糖、棕榈油在工业消费领域的刚性需求大幅增强。

表4 美伊冲突以来各国生物燃料相关政策梳理

政策名称	发布时间	主要调整内容
美国 EPA E15 全年销售紧急豁免令	2026 年 3 月	除了授权 E15（一种由最高 15%乙醇和 85%汽油组成的燃料混合物）夏季销售外，还豁免了联邦对所有州级“精品”汽油燃料要求的执法。
美国 2026 年可再生燃料标准（RFS）生物柴油掺混配额上调方案	2026 年 3 月	确立了 2026 年和 2027 年可再生燃料的排放量要求，达到项目历史上的最高水平；预计将促使生物柴油和可再生柴油的生产和使用量较 2025 年水平增长 60%
巴西汽油 E32（汽油中乙醇占 32%）提升方案	2026 年 4 月	总统卢拉确认汽油乙醇掺混比例由 E30（30%乙醇）将进一步提高至 E32（32%乙醇），该方案已提交国家能源政策委员会（CNPE）审议，预计 2026 年上半年落地
巴西生物柴油 B16 提升方案（测试评估）	2026 年 5 月	将柴油中生物柴油强制掺混比例由现行 15%提升至 16%，目标是在 2026 年内完成全部审批程序，使新规正式生效
印尼生物柴油 B50 计划	2026 年 5 月	印尼政府将自 2026 年 7 月 1 日起，实施在化石柴油中强制掺混 50% 棕榈油基生物燃料的政策（原方案为掺混 40%棕榈油）

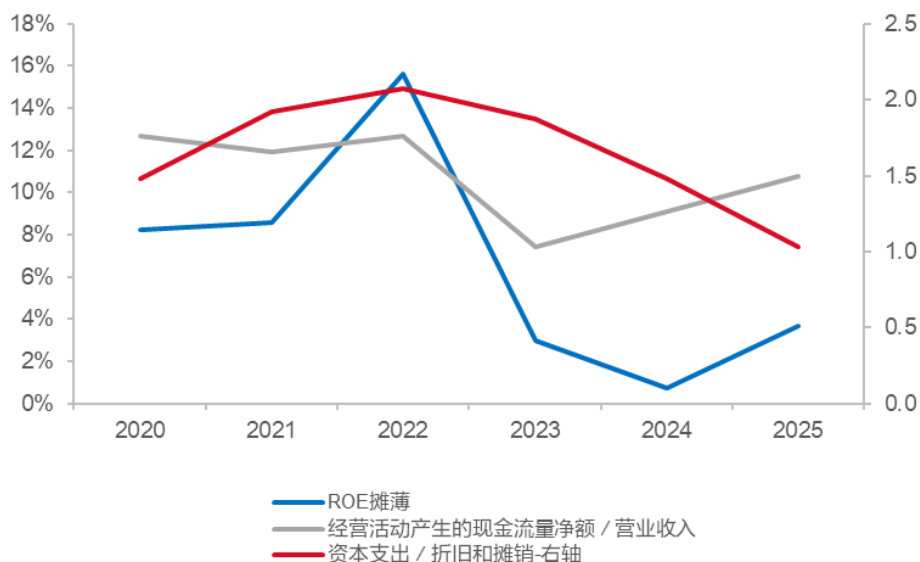
资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

粮食生产成本的上移+部分农产品需求结构性扩张，本轮能源价格主导的农产品价格上行周期预计将有较强的成本和需求端支撑。与前文复盘农产品价格对农药需求结论来看，全球粮食价格与农药需求呈现显著正相关。而农药作为农化产业链关键一环，也同时享受整体成本抬升的价格传导机制。

## 2.2. 农药企业资本开支收缩，盈利能力上修

上市农药企业资本开支收缩，现金流、ROE 逐步好转。按照我们《从财务指标透析化工产能出清几何》一文的研究方法，我们同样提取申万农药板块的三项数据作为分析样本。可以看到近五年农药行业资本开支在 2022 年处于峰值高位，之后逐步下滑，产能加快消化或出清，2025 年农药板块的资本开支/折旧和摊销的比值已下降至 1.0 附近，同时，农药板块的现金流连续两年回升，ROE 也在 2025 年走出低谷，回升至 3.68%。

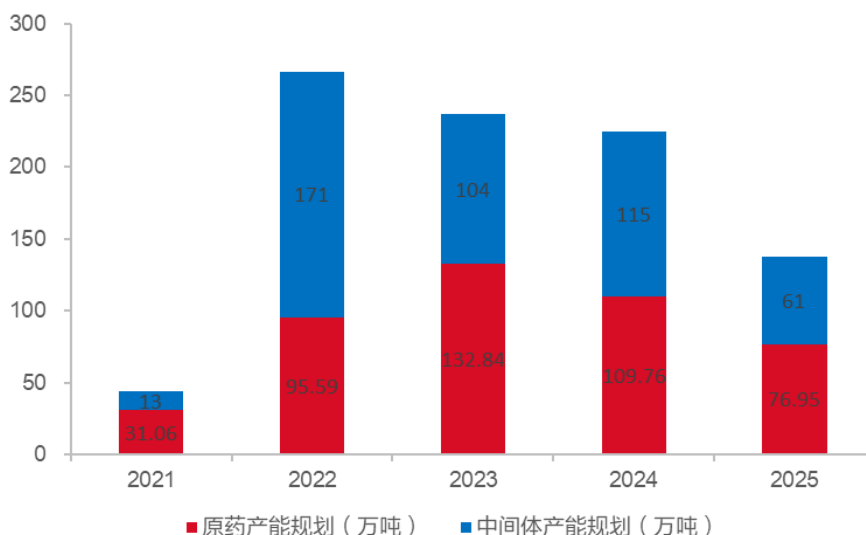
图23 SW 农药板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

据世界农化网数据显示，2025 年原药产能投建规划 76.95 万吨，较 2023 年高点回落 42.1%。中间体产能投建规划 2025 年回落至 61 万吨，较 2022 年高点萎缩 64.3%。行业正从“产能竞赛”转向“存量优化”，过剩产能的消化与落后产能的出清成为主旋律。

图24 中国农药规划产能投建趋势



资料来源：AgroPages 世界农化网，东海证券研究所

2026 年一季度农药上市企业业绩分化，行业高质量、集约化发展方向明确。头部企业凭借规模优势和核心竞争力保持稳健发展如安道麦 A 与新安股份，部分企业抓住行业机遇实现利润爆发式增长如中旗股份、泰禾股份和利民股份等，也有不少企业受成本、市场、汇

率等多重压力影响，业绩出现下滑，其中不乏龙头企业如利尔化学和润丰股份。这种分化背后，是企业核心竞争力与行业周期共振的必然结果。具备核心技术、完善市场布局及成本控制能力的企业，有望持续抢占市场份额，推动行业向高质量、集约化方向发展，而行业洗牌也将进一步加剧，倒逼企业加速转型突围。

**表5 2026Q1 农药板块企业业绩情况**

名称	营业收入（亿元）	营收 YOY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YOY
安道麦 A	72.06	0.5%	5.69	276.6%
新安股份	40.83	12.7%	0.96	190.6%
联化科技	19.63	30.0%	1.02	105.0%
中旗股份	6.48	22.5%	0.01	102.0%
绿亨科技	0.84	-11.8%	0.08	95.8%
长青股份	9.97	8.3%	0.31	84.1%
泰禾股份	13.78	33.4%	1.34	70.7%
蓝丰生化	6.52	19.9%	(0.15)	33.0%
利民股份	13.28	9.6%	1.32	22.2%
美邦股份	3.36	16.2%	0.36	18.9%
江山股份	19.45	11.4%	1.83	17.5%
新农股份	3.43	13.1%	0.46	10.5%
农心科技	2.10	1.2%	0.19	5.1%
中农立华	26.54	4.8%	0.55	1.8%
先达股份	6.35	16.9%	0.22	1.3%
广信股份	9.12	-7.1%	1.57	-2.3%
扬农化工	34.67	7.0%	4.07	-6.4%
丰山集团	4.13	28.3%	0.13	-18.2%
湖南海利	4.39	12.2%	0.45	-21.2%
国光股份	3.80	-1.2%	0.60	-23.5%
利尔化学	23.12	10.9%	1.15	-24.8%
海利尔	11.62	-8.1%	0.75	-28.2%
润丰股份	31.91	18.8%	1.65	-35.6%
苏利股份	6.08	-6.0%	0.22	-36.9%
中农联合	6.43	23.7%	0.02	-50.8%
百傲化学	2.64	-46.1%	0.20	-65.3%
贝斯美	3.53	-16.4%	0.03	-88.6%
红太阳	6.73	-20.6%	0.03	-89.1%
*ST 辉丰	1.08	45.8%	0.01	-96.3%
广康生化	1.60	-14.3%	(0.01)	-103.4%
雅本化学	3.04	-3.8%	(0.58)	-351.4%
颖泰生物	13.55	0.2%	(0.20)	-940.9%

资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 2.3.政策的托底和催化，展望十年变革

2026 年以来，农药行业监管政策持续趋严，从成本端与供给端形成双重驱动：一是出口退税政策调整，自 4 月 1 日起草铵膦、精草铵膦等原药产品取消 9%-13% 的出口退税，企业出口成本变相增加，倒逼企业通过提价转嫁成本；二是“一证一品”农药标签新规正式实施，严格限制“一证多标”行为，行业合规门槛大幅提升；三是环保与安全生产监管持续强

化，行业整改成本增加。政策因素不仅导致企业合规成本提升，更加速了行业内落后产能退出，推动市场供给持续收缩，为龙头企业挺价创造了制度空间。

**我国粮食生产迈向“稳产提质”，促进农药产品结构和商业模式转变。**据《中国农业展望报告（2025-2034）》，到2034年，全国粮食播种面积将稳定在17.90亿亩左右，但总产量将达到7.53亿吨，主要依靠科技进步带来的单产提升（预计10年内提高7.8%）。其中小麦面积基本稳定，稻谷、玉米面积减少，大豆面积保持增长趋势。另外，蔬菜和水果产量持续增长，年均增速分别为0.2%和0.6%。蔬菜消费增速（年均+0.3%）将超过产量增速（年均+0.2%），反映出居民对健康、高品质农产品的旺盛需求。这些需求端的变化将促使农药产品结构相应改变。

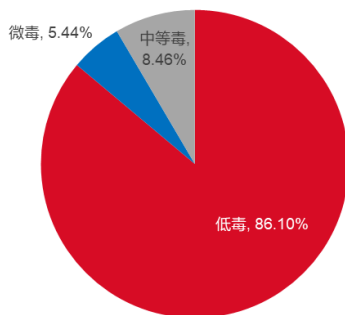
表6 中国主要农作物与农药需求10年展望（2025—2034年）

作物	十年面积趋势	十年产量趋势	关键驱动力	对农药需求的主要影响
稻谷	稳定/略降	稳定/微增	提单产、重品质	用量稳定。转向高效杀菌剂和选择性除草剂
小麦	稳定/略降	稳定/微增	提单产、重品质	用量稳定。转向高效杀菌剂和选择性除草剂
玉米	略降	稳定增长	提单产、保自给	用量稳中略降。高效除草剂需求仍在，转基因推广或减少杀虫剂
大豆	显著增长 (+24%)	大幅增长 (+70%)	进口替代政策	核心增长引擎。大豆专用除草剂需求增长，杀菌/杀虫剂新兴需求
棉花	稳定	略增	提品质、新疆聚焦	用量稳定但专业化。脱叶剂、次要害虫杀虫剂和提质产品需求高
蔬菜	稳定	略增	消费健康与品质需求	价值增长。生物农药、低毒低残留化学品和专业杀菌剂的最强驱动力

资料来源：中国农药工业协会，东海证券研究所

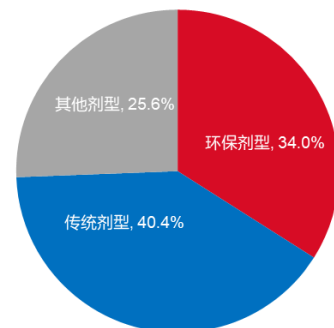
另一方面，由于我国“农药使用量零增长”行动的政策方向，倒逼行业商业模式发生底层逻辑变革，行业发展逻辑逐步摆脱单纯依靠销量吨位扩张的粗放增长模式，转向以防治成效为核心的价值化经营逻辑。未来行业盈利增长不再取决于原药产销体量，而是依托更低剂量的有效成分，实现农作物稳产提质、降低种植损耗。行业变革本质上属于技术性升级，涵盖新型高效化合物研发、缓释助剂等高端制剂改良、智能化植保器械精准施药等多个维度。产业边界逐步模糊消融，未来具备长期竞争力的企业将不再局限于单纯农药生产制造，而是打通化工原料、植保设备、数字农业平台等资源，转型为一体化农业综合解决方案服务商。

图25 2025年我国农药原药（母药）登记毒性等级分布



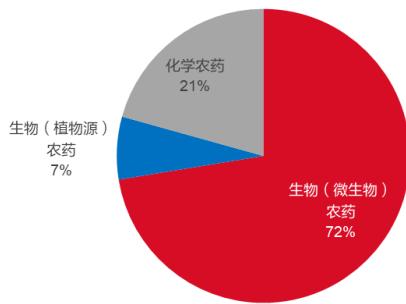
资料来源：农药新闻网，东海证券研究所

图26 2000-2025年我国农药登记剂型分类占比



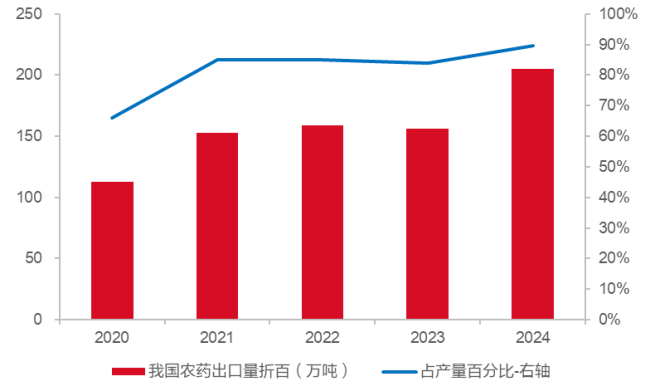
资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

图27 2025年新农药公示品种分类



资料来源：中国农药工业协会，东海证券研究所

图28 我国农药目前近九成出口



资料来源：世界农化网，东海证券研究所

在此背景下，企业的生存路径将走向明显分化。一类是具备较强研发与创新能力的企业，它们可聚焦本土市场，通过提供高附加值的差异化产品与定制化解决方案，在“减量增效”的价值博弈中占据优势。另一类则是大量以原药及通用制剂为主的企业——对它们而言，“走出去”已不再是选择，或是唯一的出路。数据显示，目前我国约 85% 以上的农药产量依赖出口，而非非洲、东南亚等“一带一路”沿线地区对高效农药仍存在巨大需求。主动开拓国际市场，借助全球增长空间来化解国内过剩产能，将成为这类企业在未来十年求得生存与发展的关键。

从成本、供给与需求三大核心维度综合分析，本轮农药涨价周期的中期持续性具备一定支撑：

- 1) 成本端：原油、黄磷等上游核心能源与原料价格短期难以下降，地缘扰动带来的物流成本上涨仍将持续，企业成本压力将长期存在；
- 2) 供给端：行业政策监管趋严将推动落后产能持续退出，合规产能扩张节奏放缓，市场供给将保持偏紧状态；
- 3) 需求端：全球粮食安全需求提升推动农业种植面积保持稳定，农药作为农业生产刚需品，终端需求将持续保持刚性。

据此综合判断，本轮农药涨价周期预计短期维持强势，行业整体价格中枢将实现阶段性上移。同时，本轮涨价周期的持续时间与幅度仍需关注三大不确定性因素：宏观经济波动对全球农业的影响、农产品价格变化对种植户用药意愿的影响、国际贸易环境与汇率波动对出口市场的影响。

### 3. 农药股定价逻辑

农药板块的市值变动，其内在逻辑可概括为：**以农药行业周期为根本驱动，辅以主题性事件形成阶段催化，最终由业绩兑现支撑估值水平**。其中，农药价格周期构成了市值运行的核心脉络，直接决定了整体走势的方向与波动幅度。当价格步入上升通道，企业盈利预期随之改善，进而引发市值重估，充分体现出周期因素的主导作用。与此同时，产业政策、突发事件以及行业主题等外部因素作为周期主线的补充，会带来股价的阶段性起伏与上涨空间。然而农药股也部分存在业绩预期兑现后估值退潮的现象。

扬农化工：扬农化工的市值波动轨迹由全球农药价格周期、供给侧政策脉冲、公司股权结构与产能扩张节奏共同塑造。历次市值大幅提振（2017年、2019-2020年、2025年），无不与产能周期扩张与行业周期上行的双轮驱动共振相关。值得注意的是，作为我国农药一

体化龙头，扬农化工在 2015 年初的逆周期上行，与当时全球产业链向中国转移的大背景紧密相关。2026 年 Q2 及后续的涨价行情与优创基地持续放量，可能形成新的共振窗口，将成为下一阶段市值演变的主要观察方向。

图29 扬农化工市值变化走势及驱动因素复盘（2014 年至今）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

润丰股份：润丰股份的市值波动与农药行业景气周期高度共振，行业景气上行期业绩爆发推动估值大幅扩张，行业去库周期原药价格下跌导致业绩承压。同时，由于公司主要市场面向海外，汇兑损益波动也阶段性影响公司业绩。当前，公司正从传统重资产扩产模式向全球农药登记证书驱动的轻资产高附加值模式战略转型，制剂出海的长期价值正逐步被市场重估。

图30 润丰股份市值变化走势及驱动因素复盘（2021 年上市至今）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

江山股份：复盘江山股份 2014 年至今的市值情况，高度契合农药周期波动，2021—2022 年是江山股份历史上“业绩与股价双峰共振”的巅峰时期，2022 年净利润 18.44 亿元与 ROE（摊薄）55.73%均创历史纪录，既展现了草甘膦高度集中的利润弹性最大化效应，也暴露出公司对单一农药产品价格的高度依赖性。2023 年公司收购南通联磷化工有限公司 67%

股权，扩充磷化工产品线；2024 年贵州磷化工项目推进；2025 年创制药 JS-T205 进入试生产阶段，预计税后内部收益率达 25.84%，有望为公司打开成长新空间。

图31 江山股份市值变化走势及驱动因素复盘（2014 年至今）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

利民股份：利民股份 2015 年上市至今的市值运行轨迹，本质上也是“行业 β 周期 + 企业 α 扩张”两条主线交织的结果。公司的市值扩张期（2019-2021 年、2025 年至今）与全球农药行业的补库/景气上行阶段高度重合，收缩期（2018 年、2022-2024 年）则与去库存下行周期基本对应。企业层面，2019 年对威远资产组的战略性并购是公司发展史上最关键的转折点，通过补齐产品线短板实现了从杀菌剂单一赛道向综合农化平台的跃迁；2025 年巴西市场的自主登记突破和与拜耳的长期合作，则代表了公司从“代理出口”走向“自主国际化”的第二次跨越。后续走势的核心看点在于产品价格能否维持景气、海外扩张能否持续兑现，以及新布局的合成生物学（RNAi 生物农药、AI 农药创制等）能否开辟第三成长曲线。

图32 利民股份市值变化走势及驱动因素复盘（2015 年上市至今）

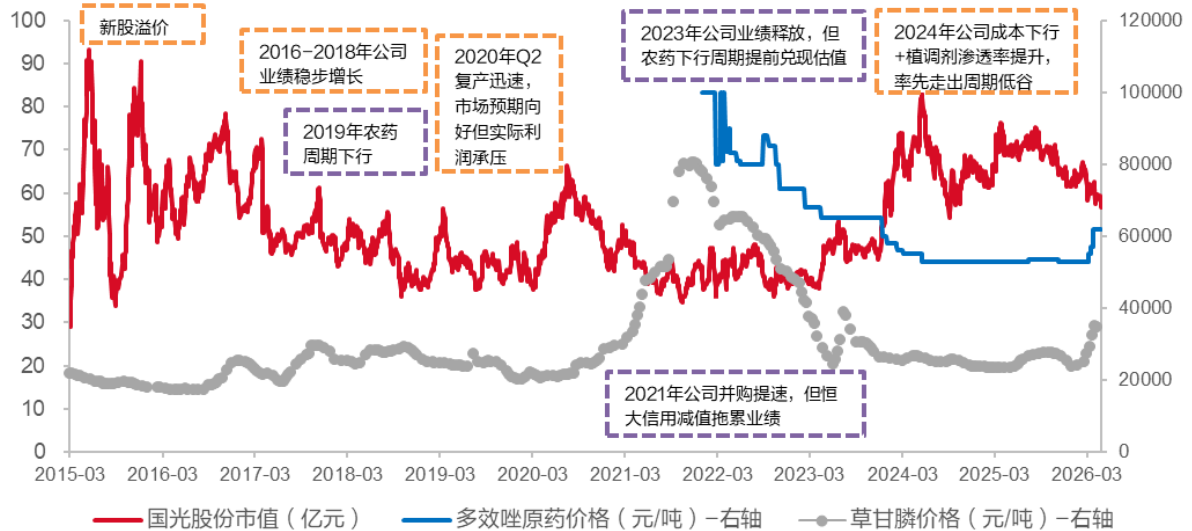


资料来源：同花顺，东海证券研究所

国光股份：公司从事的植物生长调节剂价格弹性低于传统农药产品，毛利率较高，因此本身业绩和市值波动主要由登记证壁垒和渠道渗透率提升驱动。但是农药大周期仍对公司造

成短期的财务扰动和估值层面的情绪映射。另外，公司连续多年保持高比例分红，近三年股息率约 4.6%—6.8%，对长期价值投资者构成较强吸引力。

图33 国光股份市值变化走势及驱动因素复盘（2015 年上市至今）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

农药板块多元业务企业：主要业务收入来源除了农药，其他业务占比也较重，或者正进行跨行业转型。其市值波动往往受到其他业务周期因素影响，或转型主题性溢价。例如百傲化学，2025 年显示其半导体业务收入占比约 51.82%（2024 年仅占比 4.47%），市值在农药周期低谷的 2024 年，由年初的不到 50 亿元涨至超 150 亿元。

整体来看，以原药、一体化为主的农药企业市值波动较高程度契合农药大周期，与农药价格基本呈现正向关系，且往往会提前抬升估值中枢。而部分以制剂、特色农药为产品的农药企业，由于其业绩更依赖于自身产品渠道的铺设开展，其市值波动与农药大周期存在一定错位关系。部分多元业务发展的农药上市企业，因其他业务所处行业周期或转型主题获得阶段性催化。

## 4. 投资建议

农药行业作为农业产业链的刚性支撑环节，其周期波动深度绑定农业生产需求、行业产能调整与政策监管导向，呈现“5-6 年一轮大周期、2-3 年一轮小周期”的核心特征，且每一轮周期演进均是需求、供给、政策三大维度协同作用的结果。2025 年以来，农药周期逐渐走出低谷，2026 年一季度农药涨价逻辑和“抢出口”效应是核心交易主线，叠加春耕旺季对农药刚需的支撑，行业景气度继续向上。中期来看农药价格中枢预计在成本支撑下维持上移，而后续将考验海外需求承接能力、成本端压力传导效果以及政策执行力度。

建议关注结构性机会，优先配置符合“龙头优先+创新驱动”双重标准的品种，关注符合以下特征的标的：1）产品结构多样化、不高度依赖单一原药品种；2）已完成制剂与海外登记布局；3）研发投入持续增长、创制农药逐渐兑现；4）产能出清与行业整合中具备并购能力的头部企业。建议关注：扬农化工、润丰股份、江山股份、利民股份、国光股份等。

表7 关注公司表

证券代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600486.SH	扬农化工	59.60	3.17	3.99	4.6	5.16	21.88	14.94	12.95	11.54
301035.SZ	润丰股份	69.14	3.72	4.93	6.06	7.27	18.28	14.01	11.42	9.5
600389.SH	江山股份	25.29	1.24	1.86	2.29	2.71	20.44	13.59	11.02	9.32
002734.SZ	利民股份	16.51	1.01	1.27	1.41	1.53	15.81	12.96	11.75	10.79
002749.SZ	国光股份	9.75	0.67	0.71	0.79	0.82	19.91	13.81	12.37	11.88

资料来源：同花顺，东海证券研究所

注：数据截至 2026 年 5 月 25 日，均采用同花顺一致预期

## 5.风险提示

**1) 原药价格回落风险。**截至 2026 年 5 月 14 日，草甘膦价格已从年初 2.4 万元/吨大幅上涨至 3.2 万元/吨的高位，涨幅约 35%。春季备肥和“抢出口”窗口期过后，若需求端不能持续承接高价，价格存在中期回落压力，影响估值和市场预期。

**2) 成本挤压风险。**本轮涨价为典型的成本驱动型上涨，原材料价格高位运行意味着企业对终端产品的定价话语权有限，若原料成本维持高位而下游采购放缓，行业盈利空间将被压缩。

**3) 政策落地不及预期。**出口退税取消、“一证一品”推行、环保标准升级等政策，虽长期利好龙头，但执行力度与节奏存在不确定性。落后产能出清是一个持续过程。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8621) 20333275  
 手机:18221959689  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8610) 59707105  
 手机:18221959689  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089