仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

基础化工

2026 年 09 月 30 日

泰禾股份 (301665)

——除草杀菌固基业，创制杀虫拓新局

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 30 日
收盘价（元）	22.03
一年内最高/最低（元）	33.86/20.68
市净率	2.7
股息率%（分红/股价）	2.57
流通 A 股市值（百万元）	2,269
上证指数/深证成指	3,842.19/12,887.62

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	8.12
资产负债率%	34.42
总股本/流通 A 股(百万)	450/104
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
周超 A0230525090001
zhouchao@swsresearch.com
研究支持
李彦宏 A0230125030002
liyh@swsresearch.com
联系人
李彦宏 A0230125030002
liyh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是百菌清、嘧菌酯、2,4-D 领军企业，行业周期筑底，景气有望持续修复。**除草剂、杀菌剂为公司基本盘，除草剂以 2,4-D、硫代氨基甲酸酯系列为核心，全球供应格局稳固；杀菌剂板块百菌清、嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑构成产品矩阵，嘧菌酯、百菌清产能规模位居全球第一梯队。目前多数仿制药产品价格位于周期底部，气候异常催化粮价上行，从而提振农药的需求，随行业景气回升，公司产品价格有望持续修复。公司以上海为运营核心，在江苏、江西布局四大现代化生产基地，搭配上海、长沙两大研发中心，海外子公司覆盖南美、北美、欧洲、东南亚、非洲，全球化进程持续推进。
- **从仿制跟随到自主创制，携手巨头实现创制出海。**环丙氟虫胺是公司首个拥有自主知识产权的创制杀虫剂，标志着公司从仿制跟随迈向自主创制，与现有主流杀虫剂无交互抗性，对已产生高水平抗性的水稻二化螟防效优异，为水稻主产区“无药可用”的生产痛点提供解决方案，2025 年 3 个环丙氟虫胺产品在我国获得登记，公司采用三线并行商业化策略，搭建多品牌、多渠道推广体系，2026 年上半年，环丙氟虫胺实现销售收入 2.83 亿元，未来有望成为公司继百菌清、嘧菌酯、2,4-D 之后的又一核心品种。
- **依托产业技术平台优势，拓展高端新材料应用。**功能性化学品是公司在植保主业之外的第二成长曲线，主体由四氯丙烯与特种胺（MXDA、1,3-BAC）两条产品链构成，共同底座是一套反应技术平台，公司以氨氧化、氯化、加氢为核心反应技术，在此基础上开发四氯丙烯、MXDA 和 1,3-BAC。四氯丙烯既用于野麦畏原药生产，又是第四代环保制冷剂 HFO-1234yf 的关键前驱体，长期专供霍尼韦尔；间苯二甲胺主要应用于环氧树脂固化剂、防腐涂料、胶黏剂以及高阻隔尼龙等领域，而 1,3-BAC 可由 MXDA 进一步催化加氢制得，未来随下游需求爆发公司有望持续受益。
- **投资分析意见：**公司为国内百菌清、嘧菌酯、2,4-D 主要生产企业，后续随农药行业周期复苏，以及气候异常带来的农药需求提升，核心产品的价格有望持续修复。公司前瞻性布局创制杀虫剂环丙氟虫胺，为水稻主产区“无药可用”的生产痛点提供解决方案，与先正达、UPL 携手推进，产品有望快速放量。同时公司依托产业技术平台拓展中间体高附加值应用领域，未来随下游需求爆发有望持续受益。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.78、6.45、8.09 亿元，当前市值对应 2026 年 PE 为 21 倍，低于可比公司新安股份、中旗股份、联化科技平均 PE 24 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1）农药行业景气恢复不及预期，产品价格未能持续修复；2）创制杀虫剂市场推广不及预期，盈利能力未能充分兑现；3）中间体新材料推广不及预期，新兴应用产业化推进不及预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5,369	2,973	6,184	6,878	7,792
同比增长率（%）	26.7	23.2	15.2	11.2	13.3
归母净利润(百万元)	466	241	478	645	809
同比增长率（%）	75.1	32.3	2.6	35.0	25.3
每股收益（元/股）	1.07	0.54	1.06	1.43	1.80
毛利率（%）	26.7	26.7	25.7	26.9	29.1
ROE（%）	12.9	6.6	12.5	15.0	16.4
市盈率	21		21	15	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司为国内百菌清、嘧菌酯、2,4-D 主要生产企业，后续随农药行业周期复苏，以及气候异常带来的农药需求提升，核心产品的价格有望持续修复。公司前瞻性布局创制杀虫剂环丙氟虫胺，为水稻主产区“无药可用”的生产痛点提供解决方案，与先正达、UPL 携手推进，产品有望快速放量。同时公司依托产业技术平台拓展中间体高附加值应用领域，未来随下游需求爆发有望持续受益。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.78、6.45、8.09 亿元，当前市值对应 2026 年 PE 为 21 倍，低于可比公司新安股份、中旗股份、联化科技平均 PE 24 倍，给予“增持”评级。

关键假设点

1）除草剂：预计 2026-2028 年营业收入分别为 22.31、23.58、25.91 亿元；毛利率分别为 21%、22%、23%；

2）杀菌剂：预计 2026-2028 年营业收入分别为 22.95、24.80、26.69 亿元；毛利率分别为 24%、24%、25%；

3）环丙氟虫胺：预计 2026-2028 年营业收入分别为 5.00、7.00、9.80 亿元；毛利率分别为 45%、50%、55%；

4）功能化学品：预计 2026-2028 年营业收入分别为 6.58、7.90、9.48 亿元；毛利率分别为 40%、40%、40%。

有别于大众的认识

市场过去认为公司为农药传统大宗品类百菌清、嘧菌酯、2,4-D 供应商，产品格局供大于求，价格难有起色，公司农药板块盈利能力弱。杀虫剂领域内卷尤其严重，仿制药价格仍未触底，在这样的趋势下公司创制药放量困难，对利润贡献能力持怀疑态度。

我们认为：1）农药板块目前周期筑底，历经三年去库存周期，25 年底部确立，后续整体行业迎来需求复苏，且随着气候异常带动粮价上行，对农药价格亦有提振；2）经试验数据检验，环丙氟虫胺在处理抗性问题上具备良好性能，且借助先正达和 UPL 的销售渠道有望快速打开销路，弥补公司渠道端的不足。

股价表现的催化剂

1）下游需求持续回暖，带动产品价格修复；2）环丙氟虫胺海外登记陆续下证，带动海外销量跃迁式增长；3）公司管线内的创制产品陆续进入登记阶段，实现创制输出可持续性发展；4）树脂等新材料领域下游需求持续向好，真正打开公司第二成长空间。

核心假设风险

1）农药行业景气恢复不及预期，产品价格未能持续修复；2）创制杀虫剂市场推广不及预期，盈利能力未能充分兑现；3）中间体新材料推广不及预期，新兴应用产业化推进不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 深耕仿制筑牢根基，仿创并举拓域全球 6

1.1 仿创结合主业双轮驱动，功能化学品打开成长空间 6
1.2 传统主业持续修复，成长板块贡献增量 8

2. 农药行业景气持续修复，厄尔尼诺提振用药需求 10

2.1 三年去库存卓有成效，地缘扰动助推价格上涨 10
2.2 厄尔尼诺影响作物生长，粮价上行拉动农药需求 13

3. 传统仿制药底部回暖，创制杀虫剂逐步放量 16

3.1 杀菌剂：百菌清格局持续向好，扩产拓品矩阵不断丰富 16
3.2 除草剂：2,4-D 需求持续高增，小而美品种稀缺性强 20
3.3 杀虫剂：从仿制跟随到自主创制，三线并行推进全球化 21

4. 依托产业技术平台优势，拓展高端新材料应用 23

5. 盈利预测与投资评级 24

6. 风险提示 28

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司历史沿革 6
图 2：公司重要子公司地理位置及业务布局 7
图 3：公司股权结构（截至 2026 年中报） 8
图 4：2018-2026H1 公司营业收入及同比增速 8
图 5：2018-2026H1 公司归母净利润及同比增速 8
图 6：公司重要子公司营业收入（亿元） 9
图 7：公司重要子公司净利润（百万元） 9
图 8：2018-2026H1 公司毛利率及净利率 9
图 9：2018-2026H1 公司期间费用率 9
图 10：2021-2026H1 公司营收结构占比 10
图 11：2021-2026H1 公司主营业务毛利率 10
图 12：2018-2026H1 可比公司毛利率情况 10
图 13：中农立华原药价格指数底部确定（点） 11
图 14：农药三大品类价格指数均已实现触底回升（点） 11
图 15：近年来跨国公司库存水平（百万美元） 11
图 16：近年来国内企业库存水平（亿元） 11
图 17：主要农药产品价格走势（万元/吨） 12
图 18：布伦特及 WTI 原油期货结算价（美元/桶） 12
图 19：农药重要原材料价格走势（元/吨） 12
图 20：2026 年 8 月全球相对海表温度异常 13
图 21：NOAA 对海洋尼诺指数 RONI 预测 13
图 22：1991-2024 年 ONI 年度极值与农药用量同比变化图 14
图 23：联合国粮农组织谷物价格指数 15
图 24：主要粮食作物期货结算价（美分/蒲式耳） 15
图 25：百菌清全球需求结构占比 16
图 26：百菌清历史价格走势（元/吨） 16
图 27：嘧菌酯国内产能结构占比 17
图 28：嘧菌酯历史价格走势（元/吨） 17
图 ：嘧菌酯混剂登记证品类及相关数量 .....

图 30：肟菌酯和丙硫菌唑历史价格走势（元/吨） 19
图 31：环丙氟虫胺历史沿革 21

表 1：百菌清主要生产企业及产能统计（吨） 17
表 2：公司主要杀菌剂特性及差异化对比 18
表 3：国内 2,4-D 主要生产企业产能统计（吨） 20
表 4：公司硫代氨基甲酸酯系列除草剂产能统计（吨） 21
表 5：主流创制杀虫剂特性及差异化对比 22
表 6：关键假设表 24
表 7：可比公司估值表 25
表 8：合并利润表 25
表 9：合并现金流量表 26
表 10：合并资产负债表 27

仅供内部参考，请勿外传

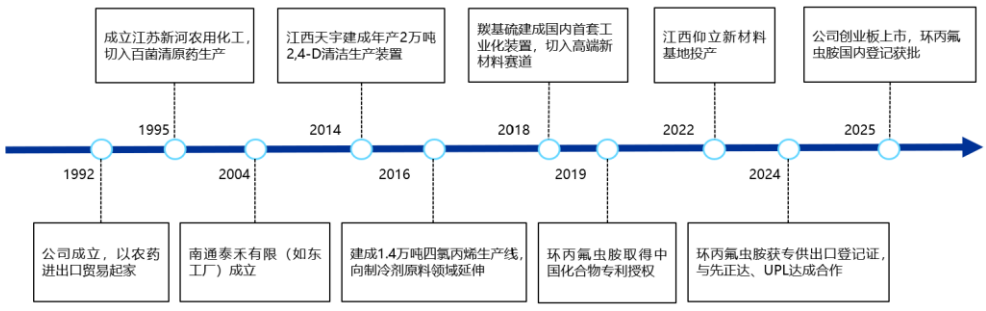
1. 深耕仿制筑牢根基，仿创并举拓域全球

1.1 仿创结合主业双轮驱动，功能化学品打开成长空间

泰禾股份专注农药植保与高端精细化工领域，是集研发、规模化生产、全球营销于一体的综合服务商，公司以上海为运营核心，在江苏、江西布局四大现代化生产基地，搭配上海、长沙两大研发中心，秉持仿创并举的研发理念，依托自动化、绿色化生产体系与先进工艺构筑核心竞争优势。**植保化学品板块：**除草剂、杀菌剂为基本盘，创制杀虫剂实现零的突破。除草剂以 2,4-D、硫代氨基甲酸酯系列（禾草丹、野麦畏、苄草丹）为核心，全球供应格局稳固；杀菌剂板块百菌清、嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑构成产品矩阵，嘧菌酯、百菌清产能规模位居全球第一梯队；杀虫剂板块实现历史性突破，环丙氟虫胺完成原药、20%悬浮剂、10%可分散液剂登记，实现国内借力巨头、自有品牌耕耘经作，海外合作全球化推广的商业化布局。**功能化学品板块：**MXDA 等精细中间体快速放量，打造第二增长曲线。

公司从贸易起家向研发制造延伸，产品矩阵由仿制药向自主创制品种、功能化学品拓展。公司最早成立于 1992 年，以农药进出口贸易起步，打造 CAC 品牌，面向全球做农药出口；1995 年公司与利民股份、日本 SDS 合资成立江苏新河农用化工，切入百菌清原药生产，成立第一个核心制造平台；2004 年南通泰禾有限（如东工厂）成立，为洋口化工园区首批入驻企业，定位农药原药与中间体出口制造；2005 年核心原药正式量产，主打百菌清、2,4-D、野麦畏、禾草丹，产品对标 FAO 国际标准，主攻北美、南美海外市场，开启贸工技一体化发展；2014 年子公司江西天宇建成年产 2 万吨 2,4-D 清洁生产装置，夯实核心除草剂业务基础；2016 年公司完成股份制改造，并在江西建成年产 1.4 万吨四氯丙烯生产线，推动产品应用向制冷剂原料领域延伸；2018 年公司突破羰基硫（COS）连续化生产技术，建成国内首套工业化装置，产品可应用于农药中间体与半导体电子化学品，成功切入高端新材料赛道；2019 年公司创制杀虫剂环丙氟虫胺取得中国化合物专利授权，2024 年环丙氟虫胺获专供出口登记证（商品名凌翘®），完成全球全维度专利布局，并与先正达、UPL 达成合作，2025 年 11 月环丙氟虫胺国内登记获批，成为国产首个水稻二化螟专用创制杀虫剂。

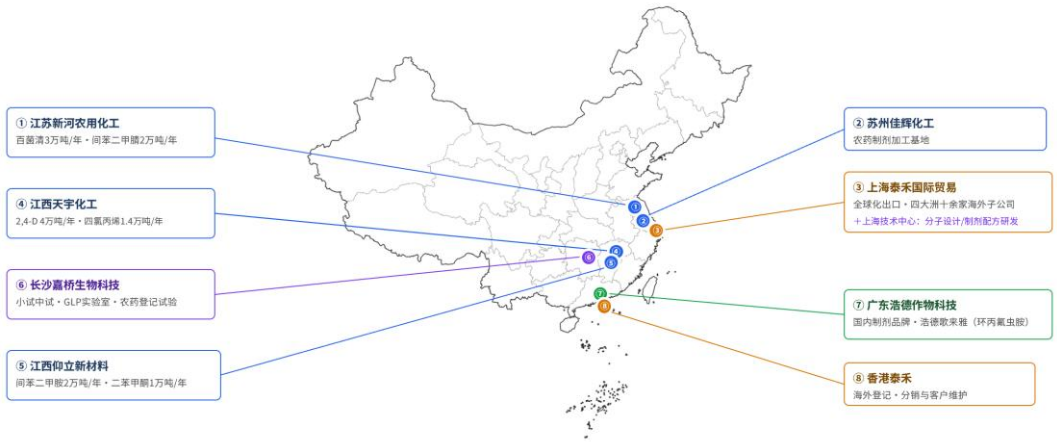
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，申万宏源研究

前瞻布局创制与高端仿制管线，公司持续推进全球化进程。在自主创新方面，公司开发了氨氧化、连续氯化、连续催化加氢、氟化、新型杂环合成和偶联等制备技术，成功开发了嘧菌酯的自主专利生产技术以及 2,4-D、苄草丹和野麦畏的清洁生产技术。公司加大次新原药开发布局，氟唑菌酰胺等高端杀菌剂进入工程化建设阶段。海外子公司覆盖南美、北美、欧洲、东南亚、非洲，埃及年产 11.3 万吨农化及功能化学品海外生产基地推进建设，实现贴近终端市场本地化生产，规避贸易壁垒，进一步放大全球供应能力。客户覆盖先正达、科迪华、UPL、纽发姆、安道麦、霍尼韦尔等全球头部农化及化工巨头，长期稳定的供应关系为新品导入提供渠道基础。公司推进制剂国内 B2C，海外 B2B 业务的拓展，有选择性地在重点区域逐步搭建本土团队，如巴西、阿根廷、墨西哥等，进行属地化运营，推进公司的国际化进程。

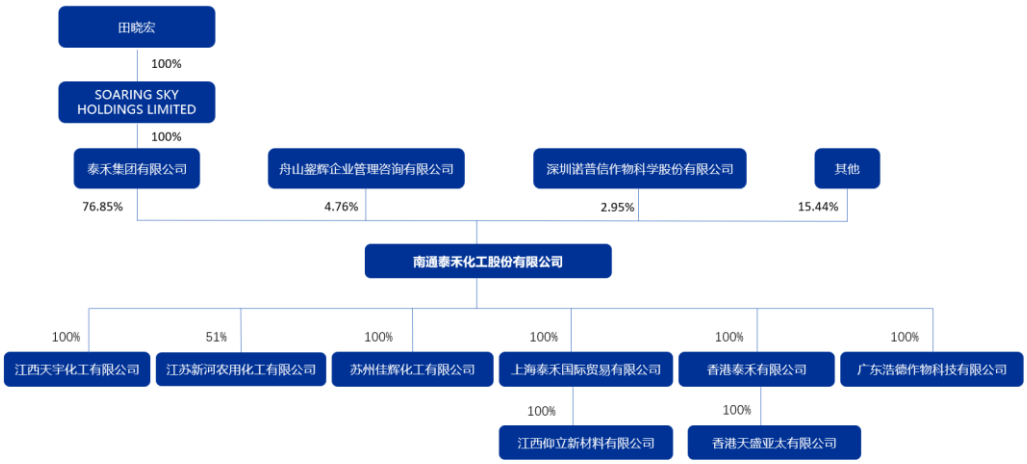
图 2：公司重要子公司地理位置及业务布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

子公司矩阵专业化分工明确，各子公司形成互补协同。江苏新河农用化工承担百菌清等杀菌剂核心产能，目前拥有百菌清产能 3 万吨/年，嘧菌酯产能 2000 吨/年，为全球主要的百菌清原药生产企业；江西天宇化工是公司重要的 2,4-D、4E 系列产品生产基地，目前拥有 2,4-D 产能 4 万吨/年，四氯丙烯产能 1.4 万吨/年，产品远销美国、巴西、阿根廷、印尼、马来西亚等十多个国家；江西仰立新材料有限公司为功能化学品基地，目前拥有间苯二甲胺产能 2 万吨/年，二苯甲酮产能 1 万吨/年，其中间苯二甲胺既是水性涂料的固化剂，也是新型高阻隔尼龙 MXD6 的关键原料，二苯甲酮主要用于油墨和建筑涂料的快速固化，亦是重要的医药中间体；苏州佳辉化工有限公司是农药制剂加工基地，原主要从事草甘膦、百草枯等农化产品的合成，2010 年由国家定点农药原药生产企业转变为农药制剂加工企业；广东浩德作物科技负责国内制剂品牌运营，落地环丙氟虫胺自有制剂品牌浩德歌来雅®；上海泰禾国际贸易、香港泰禾为全球化出口平台，下设美洲、欧洲、东南亚、非洲十余家海外子公司，负责海外登记、分销与客户维护；上海泰禾化工有限公司下设上海技术中心，主要负责新药创制分子设计、制剂配方开发、功能化学品研发；长沙嘉桥生物科技承担新工艺、新化合物小试与中试开发任务以及农药登记全套试验（GLP 实验室），为公司创制与次新产品输出工艺技术。

图 3：公司股权结构（截至 2026 年中报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司股权结构清晰，田晓宏为实控人。控股股东为泰禾集团有限公司（持股 76.85%，实控人田晓宏），上市公司直接控股境内多家核心一级子公司：100%持有江西天宇、江西仰立新材料、苏州佳辉化工、长沙嘉桥生物、上海泰禾化工（上海技术中心研发主体）、上海泰禾国际贸易、广东浩德作物科技；以 51%控股江苏新河农用化工。广东浩德原由诺普信旗下控股平台东莞市瑞德丰生物科技持有，泰禾分两步收购浩德股权，2025 年 7 月完成剩余 51%股权收购，浩德转为泰禾全资子公司。境外层面，上市公司 100%持有香港泰禾有限公司，香港泰禾下设香港天盛亚太作为次级海外控股 SPV，由香港泰禾与天盛亚太共同持有美洲、欧洲、东南亚、非洲十余家属地销售登记孙公司（美国、巴西、德国、泰国、肯尼亚等）。

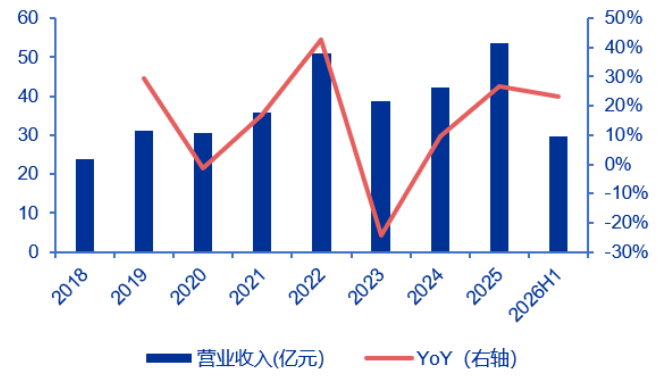
1.2 传统主业持续修复，成长板块贡献增量

公司营收规模维持高增态势，盈利能力持续改善。2019 年公司实现营业收入 31.05 亿元、归母净利润 5.30 亿元，毛利率与净利率同步抬升至 43.47%、25.06%的历史高位。2020-2021 年受农药价格下行影响业绩小幅承压，2021 年归母净利润 3.98 亿元，净利率回落至 12.03%。2022 年全球供应链扰动、海外渠道恐慌性补库带动除草剂量价齐升，公司营收达 50.99 亿元，归母净利润 6.49 亿元，为历史峰值。2023-2024 年海内外农药行业持续去库存，需求疲软、产品价格一路下行，公司业绩连续两年下滑，2024 年归母净利润 2.66 亿元，同比下滑 23%，毛利率与净利率分别降至 21.09%、6.86%的周期底部。2025 年随行业库存回归正常水平、杀菌剂景气上行叠加环丙氟虫胺国内登记获批并实现销售，公司营收 53.69 亿元（YoY+27%），归母净利润 4.66 亿元（YoY+75%）；2026H1 营收 29.73 亿元（YoY+23%）、归母净利润 2.41 亿元（YoY+32%），毛利率 26.67%、净利率 10.09%，业绩改善趋势延续。

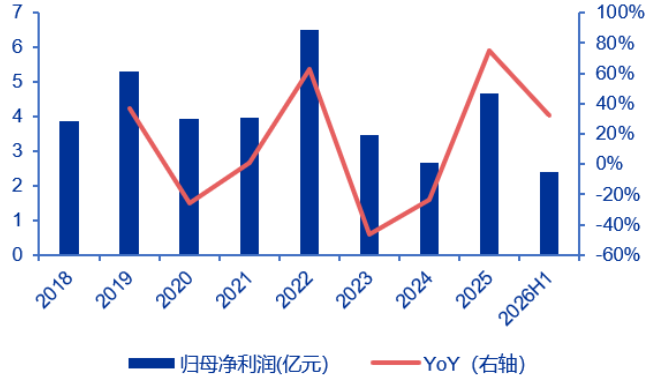
图 4：2018-2026H1 公司营业收入及同比增速

图 5：2018-2026H1 公司归母净利润及同比增速

仅供内部参考，请勿外传

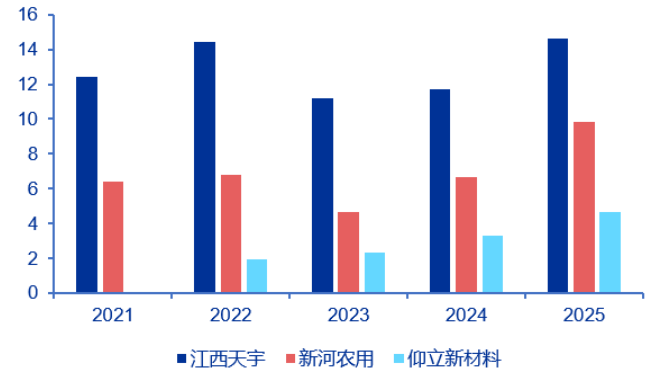


资料来源：Wind，申万宏源研究



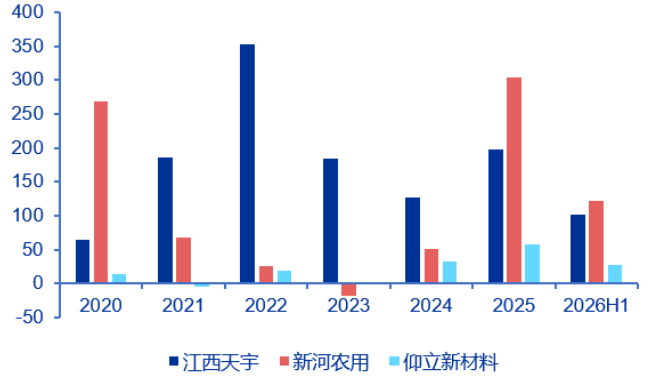
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司重要子公司营业收入（亿元）



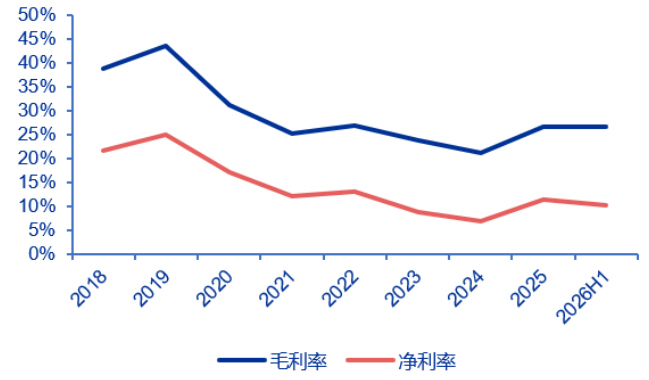
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司重要子公司净利润（百万元）



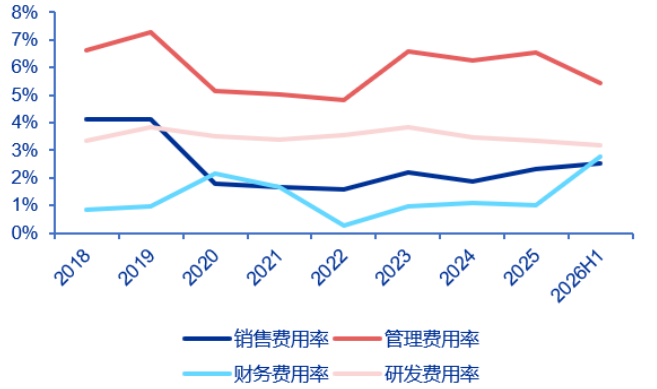
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2018-2026H1 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：2018-2026H1 公司期间费用率

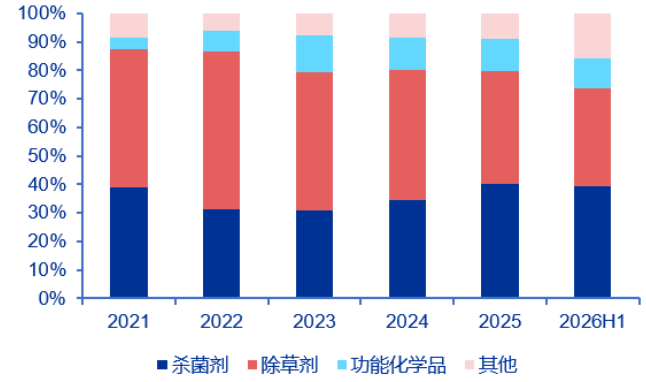


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司营收结构持续优化，杀菌剂、杀虫剂占比持续提升。根据公司公告，杀菌剂营收占比由 2022 年的 31%提升至 2026H1 的 39%，2026H1 实现收入 11.73 亿元；除草剂占比由 2022 年的 55%下滑至 2026H1 的 34%，2026H1 实现收入 10.13 亿元；功能化学品营收占比由 2022 年的 7%提升至 2026H1 的 11%，2026H1 实现收入 3.20 亿元。从毛利率水平看，公司三大主业盈利能力均于 年触底后同步修复：杀菌剂毛利率由 年的

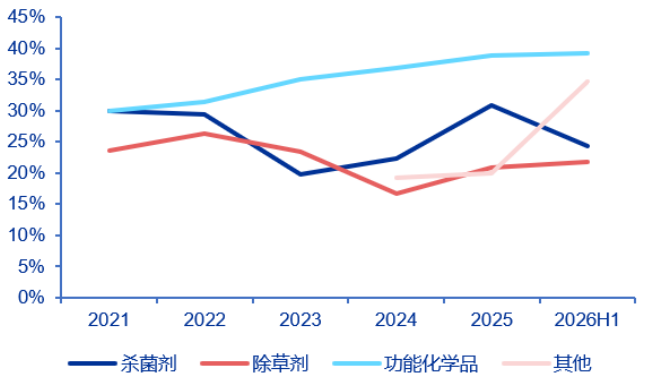
22%回升至 2025 年的 31%，主要受益于百菌清价格修复；除草剂毛利率由 2024 年的 17%回升至 2025 年的 21%；功能化学品毛利率延续稳健提升趋势，由 2021 年的 30%逐年提升至 2025 年的 39%，2026H1 进一步稳定，对公司平抑农药行业周期波动起到重要作用。

图 10：2021-2026H1 公司营收结构占比



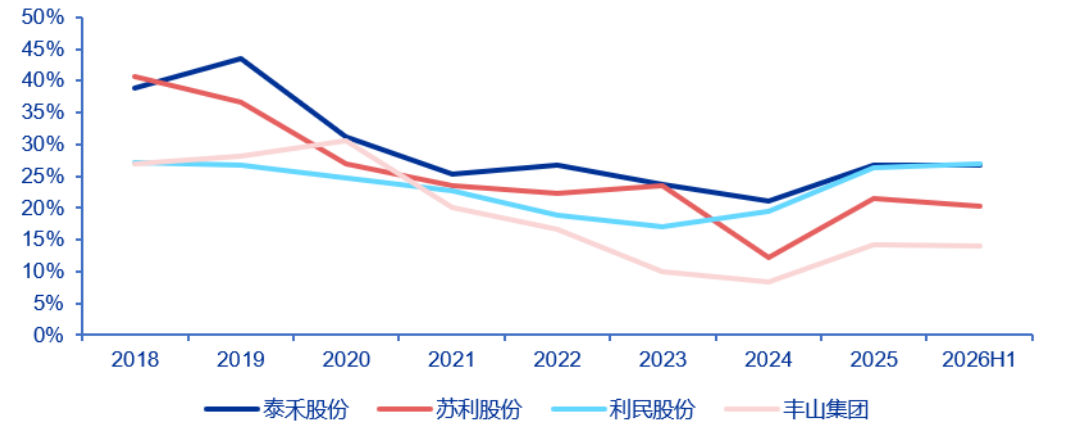
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：2021-2026H1 公司主营业务毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：2018-2026H1 可比公司毛利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 农药行业景气持续修复，厄尔尼诺提振用药需求

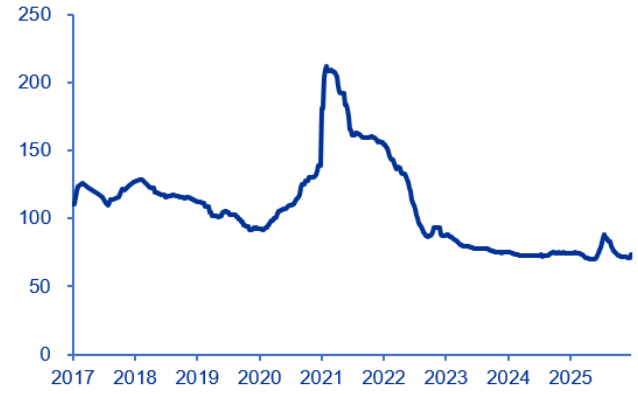
2.1 三年去库存卓有成效，地缘扰动助推价格上涨

2022 年以来，供求关系快速转变导致农药原药价格大幅下跌，行业进入持续下行周期。2021Q4 国内能耗双控影响导致农药原药供应短缺，叠加 2022 年 2 月底地缘冲突导致能源价格上涨以及物流不畅，市场对供应担忧带来了恐慌性的加量采购，农药原药以及制剂的价格飙涨。自 2022Q3 末伴随着超量订购的货物送抵，海外主要市场库存高企，以及供应端产能持续扩张导致供求关系快速转变，产品价格快速下行，下游市场端采购开始持观望态度，需求疲软加剧了阶段性供应过剩，导致农药产品价格大幅回落，众多产品价格跌至

仅供内部参考，请勿外传

近 10 年来历史的最低点。根据中农立华原药数据，截至 2026 年 9 月 20 日，原药价格指数为 73.40，25 年同期为 74.80，仍处于底部复苏阶段。

图 13：中农立华原药价格指数底部确定（点）



资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

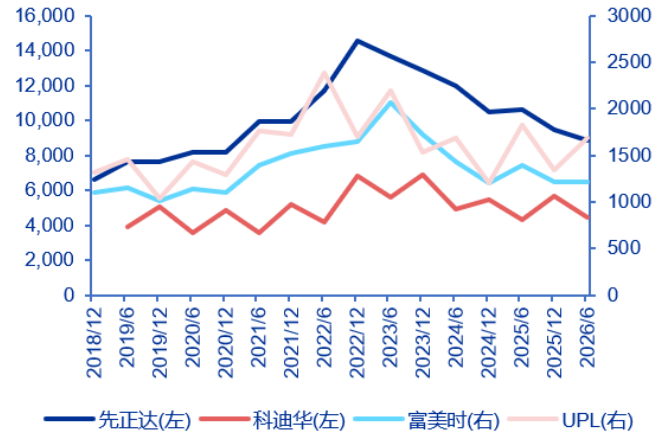
图 14:农药三大品类价格指数均已实现触底回升(点)



资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

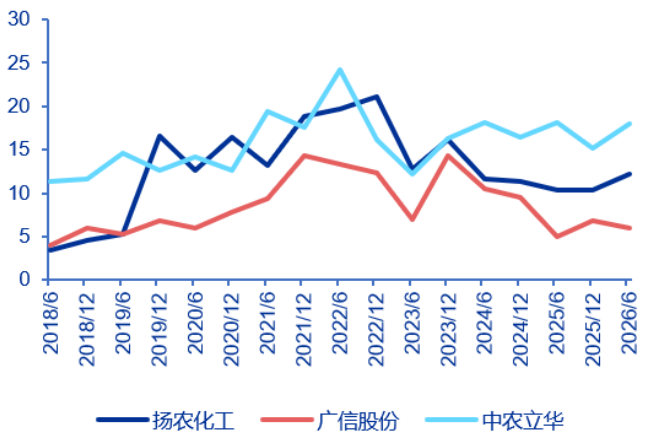
2023-2024 年全球市场持续去库存，截至 25 年底库存已基本恢复至 2022 年之前状态，市场采购需求不断恢复。2023-2024 年农药市场采购需求相对疲软，渠道商及终端用户采购习惯呈现尽量少库存，晚采购，随用随购，碎片化采购的倾向，去库存成为行业主旋律。根据海内外各个公司数据披露，目前行业整体去库取得成效，UPL、纽发姆、安道麦等跨国公司，以及扬农化工、广信股份等国内企业库存均回归至 2022 年之前的正常水平，甚至部分企业以及市场库存已经处于低位状态。25Q4 的冬储行情需求偏弱，跨国公司等仍采取“即买即用”的采购策略，以维持充裕的现金流应对未来行业变化。这样的库存水平与 26 年用药季的刚性需求产生了阶段性的供需错配，带动行业景气度加速修复。

图 15：近年来跨国公司库存水平（百万美元）



资料来源：彭博，申万宏源研究

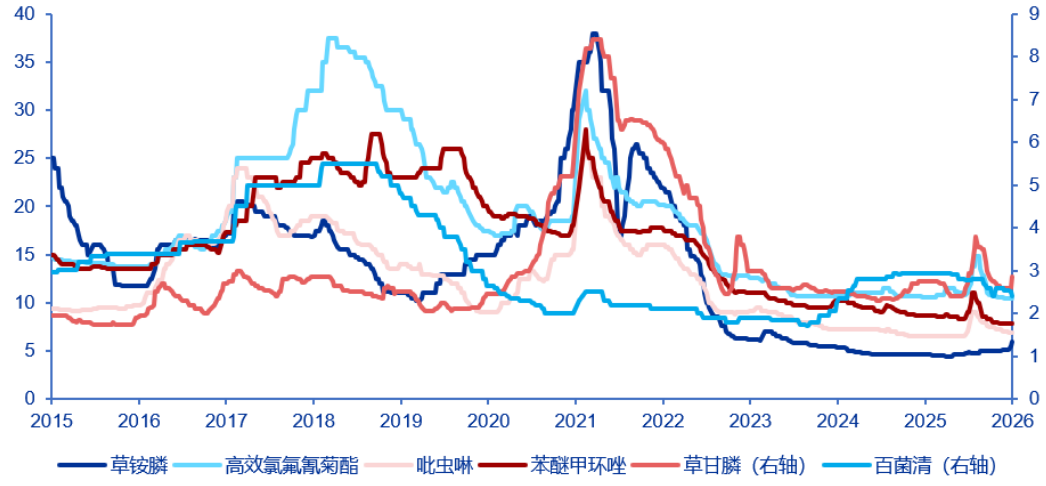
图 16：近年来国内企业库存水平（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3-4 月地缘冲突推涨原材料成本，农药价格迎来普涨潮。在行业库存偏低的背景下，叠加用药季刚需释放，整体产业链成本传导较快，终端市场成本传导逐步通畅，行业整体共振，支撑了行情阶段性正反馈循环的涨价逻辑。截至 5 月 10 日，多数产品价格上涨至阶段性高点，农药最大品种草甘膦价格为 3.5 万元/吨，较年初涨幅 46%。

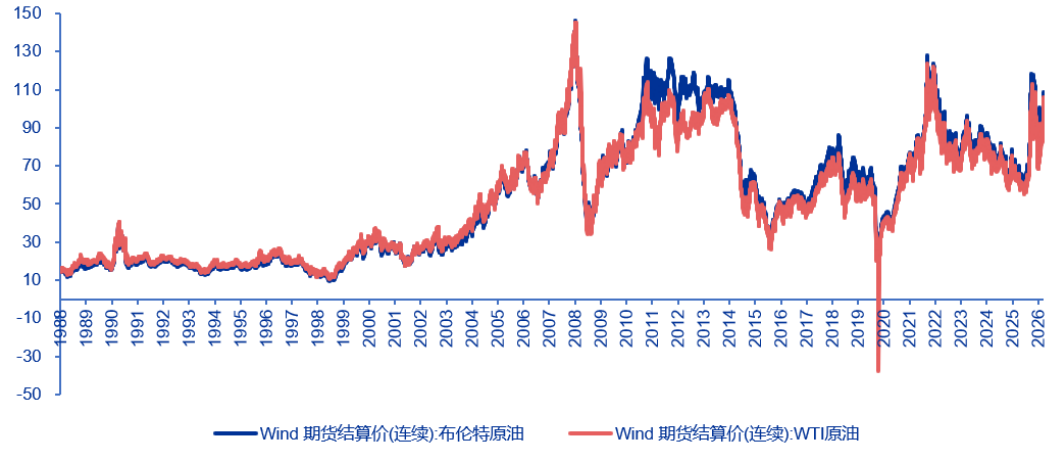
图 17：主要农药产品价格走势（万元/吨）



资料来源：中农立华原药，百川盈孚，申万宏源研究

5 月以来随北半球采购接近尾声，原材料价格回落带动产品价格再度承压。1）需求侧，国内春耕临近尾声，需求阶段性有所回落；2）成本侧，原材料价格冲高回落，对价格支撑力度有限。25 年行业触底信号明确，价格短期虽有冲高回落但价差同比走扩。本轮冲击对于海外农药企业的影响更大，随地缘扰动持续存在，全球农药供应格局有望重塑。后续关注去产能周期与补库存周期共振，行业有望持续修复。

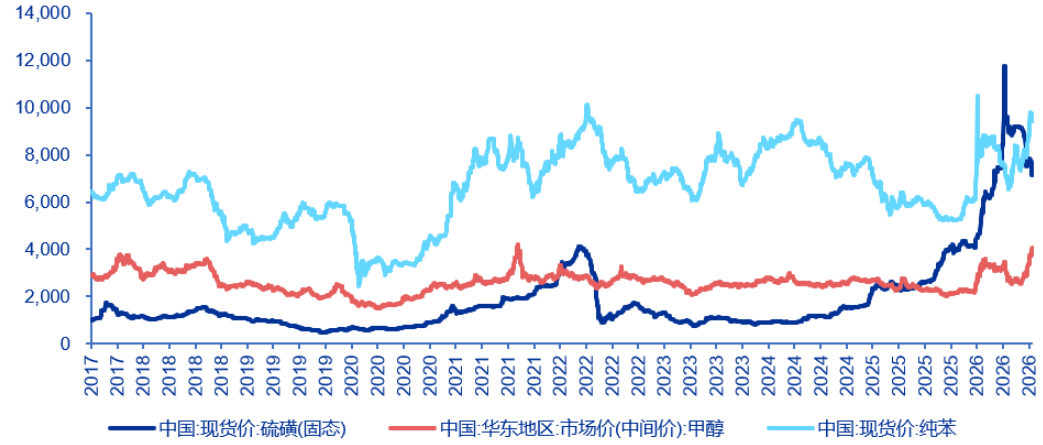
图 18：布伦特及 WTI 原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19：农药重要原材料价格走势（元/吨）

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究

展望后续冬储旺季将至，农药市场有望迎来行情修复窗口。下游经销商、制剂企业开始提前布局明年春耕，备货需求逐步释放，叠加国内种植端积极性回暖，植保刚需持续向好，带动原药询盘活跃度提升。成本端，上游基础化工原料价格中枢抬升，对原药价格形成底部支撑。同时，行业环保与安全生产监管维持偏严态势，新增产能投放受限，部分品种开工率约束供给，供需格局迎来边际改善。前期持续低位运行的原药价格，在需求回暖、成本托底与供给约束多重因素共振下，具备向上修复动力，价格有望持续向好。

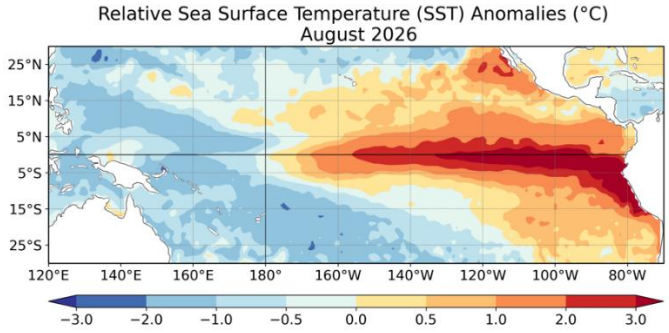
2.2 厄尔尼诺影响作物生长，粮价上行拉动农药需求

厄尔尼诺重塑全球降水与气温分布格局，对作物生长带来差异化影响。厄尔尼诺是赤道中东太平洋海表温度持续异常偏暖引发的海气耦合气候现象，一般每 2-7 年发生一次，持续 9-12 个月，会打乱全球大气环流，重塑全球降水与气温分布格局，进而对全球农作物生长带来显著的差异化影响。厄尔尼诺发生时，部分主产区遭遇持续高温干旱，作物关键生育期缺水，抑制光合作用，造成授粉不良、灌浆受阻，玉米、大豆、小麦等大田作物减产风险抬升；同时干旱环境还会刺激病虫害滋生，推高植保需求。另一些区域则降雨偏多，持续阴雨易引发洪涝渍害，光照不足，作物根系腐烂，同时高湿环境利于真菌类病害爆发。对于国内，厄尔尼诺常带来南涝北旱格局，北方产区易受高温干旱威胁，南方则面临多雨涝灾风险。全球作物供给扰动会传导至农资端，改变农药、化肥的需求节奏，也是影响农产品与农化品价格的重要气候变量。

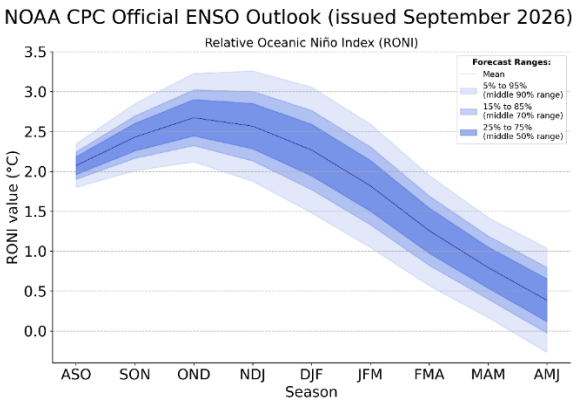
图 20：2026 年 8 月全球相对海表温度异常

图 21：NOAA 对海洋尼诺指数 RONI 预测

仅供内部参考，请勿外传



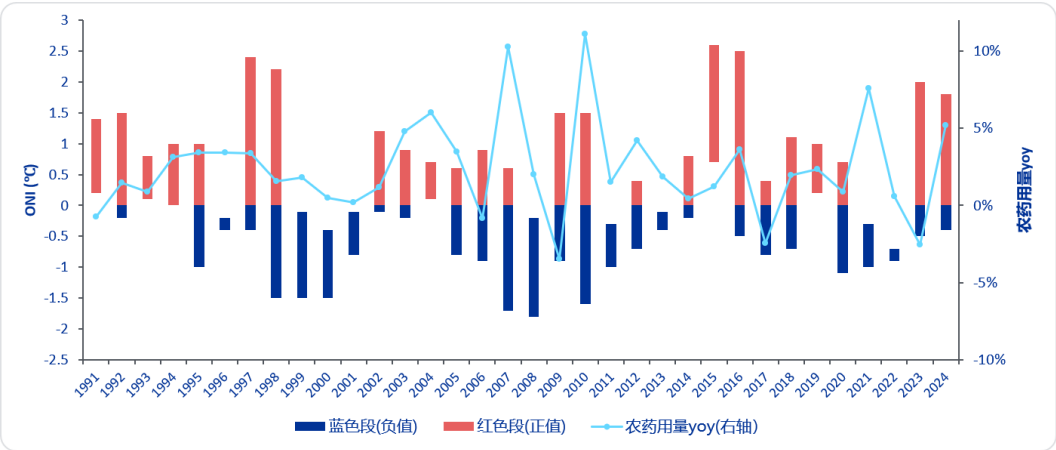
资料来源：美国国家海洋和大气管理局，申万宏源研究



资料来源：美国国家海洋和大气管理局，申万宏源研究

本轮厄尔尼诺持续增强，有望冲击历史最强。根据 NOAA CPC，本次厄尔尼诺持续增强，2026 年秋冬季发生极强厄尔尼诺的概率高于 90%；10–12 月 RONI 三均值达到+2.5℃以上（1950 年以来历史级强度）的概率为 75%，峰值大概率落在四季度，事件延续至 2027 年初春。监测数据显示，8 月 Niño-3.4 区海温距平+1.8℃，Niño-3 区+2.5℃，东太平洋 Niño1+2 区高达+3.4℃，次表层暖水储备充足，支撑海温继续上行。国家气候中心监测显示，赤道中东太平洋 5 月进入厄尔尼诺状态，7 月起关键区海温指数稳定高于+2.0℃，进入强厄尔尼诺监测区间，超强厄尔尼诺发生概率持续抬升，预计 11–12 月达到峰值，3 个月滑动平均峰值有望突破+2.5℃，至少持续至 2027 年春季。世界气象组织 WMO 判断，厄尔尼诺将在年底前发展至极强水平，维持至 2027 年 2 月附近概率接近 100%。本轮厄尔尼诺属于东部型，一旦兑现超强级别，将显著扰动全球降水分布，放大主产区旱涝风险，推升全球作物病虫害发生概率，对全球农产品与农药需求形成扰动。

图 22：1991-2024 年 ONI 年度极值与农药用量同比变化图

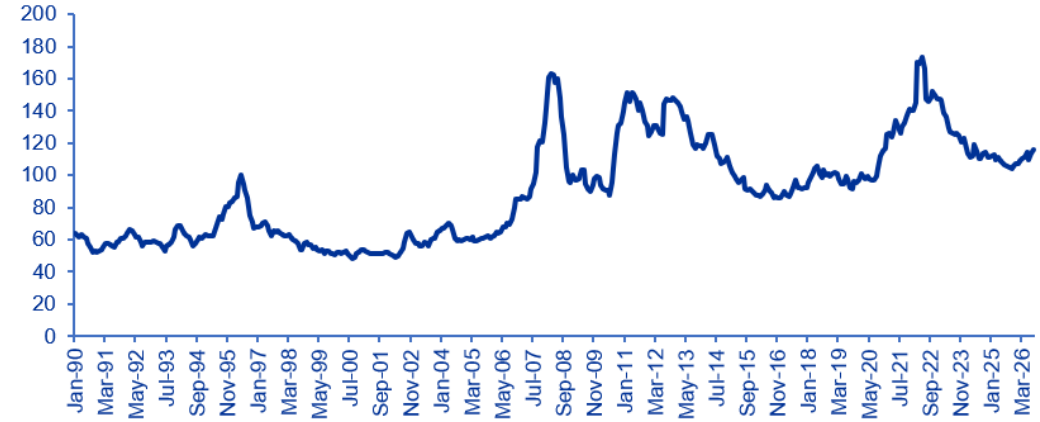


资料来源：美国国家海洋和大气管理局，联合国粮食及农业组织，申万宏源研究

厄尔尼诺催化粮价先行，由厄转拉才是农药量增的关键。复盘厄尔尼诺历史，1982-1983、1997-1998、2015-2016 都是历史顶级强厄尔尼诺，厄尔尼诺发生的第二年或者强厄尔尼诺向拉尼娜转换的年份往往会带来农药用量的提升。本轮 2026-2027 厄尔尼诺属于东部型（EP）强-超强厄尔尼诺，发展节奏最接近 1982-1983、1997-1998，东部型厄尔尼诺最典型环流结果：印尼、澳洲、东南亚干旱风险高，南美南部（阿根廷）多雨，秘鲁、厄瓜多尔

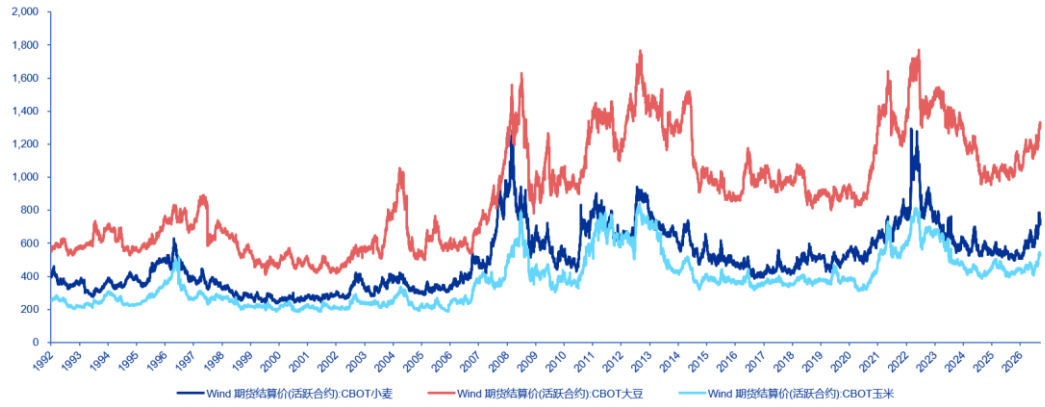
暴雨洪涝，印度季风有偏弱风险，和 1982-83、1997-98 的环流格局高度相似，综上所述，我们判断 27 年是农药用量的阶段性拐点。

图 23：联合国粮农组织谷物价格指数



资料来源：联合国粮食及农业组织，申万宏源研究

图 24：主要粮食作物期货结算价（美分/蒲式耳）



资料来源：Wind，申万宏源研究

近期全球粮价呈现持续回暖上行态势，对农药行业带来一定的需求拉动。联合国粮农组织食品价格指数 2026 年 8 月达 133.3 点，环比上涨 1.9%、同比上涨 2.5%，谷物价格指数 8 月平均为 116.3 点，环比上涨 2.2%，同比上涨 10.1%。此轮粮价上行由多重因素共振驱动：**一是地缘冲突扰动供应链**，地缘冲突升级导致海峡航运受阻，全球能源、化肥供应紧张，直接推高粮食种植成本。同时原油作为农业生产核心能源，刺激生物燃料需求，挤占粮食供给。**二是极端气候冲击产量，**根据联合国评估，自 2024 年起，全球 3/4 以上的地形将比 30 年前更加干燥。且根据中国气象局国家气候中心预测分析，后续厄尔尼诺状态不断强化，或造成全球作物减产。

粮价上涨显著提升农户种植收益，全球播种面积扩大、复种指数提高，为追求更高亩产，农户对农药的用药意愿增强，农药需求滞后 6-12 个月进入释放期。同时，化肥短缺导致作物抗病虫能力下降，病虫害发生风险提升，进一步催生刚性用药需求。

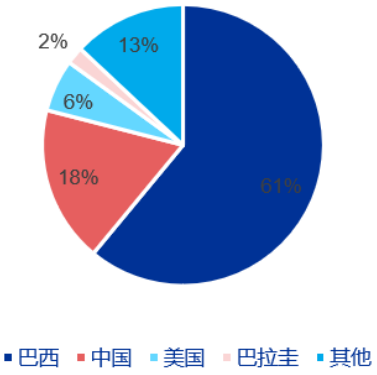
仅供内部参考，请勿外传

3. 传统仿制药底部回暖，创制杀虫剂逐步放量

3.1 杀菌剂：百菌清格局持续向好，扩产拓品矩阵不断丰富

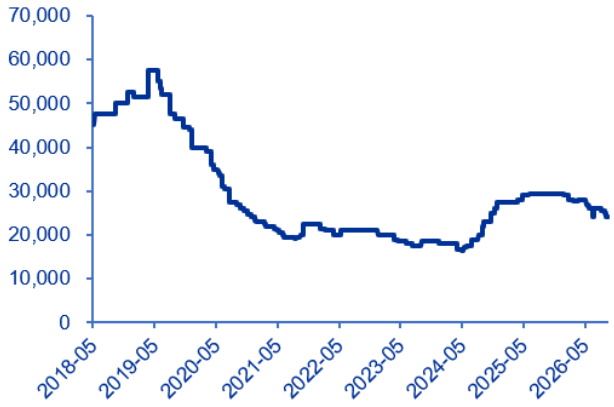
百菌清是多位点广谱保护性杀菌剂，在大豆锈病的防治上无可替代。作用机理为破坏真菌细胞中三磷酸甘油醛脱氢酶活性，适用作物广且几乎没有抗性风险。该品种 1963 年由美国钻石制碱公司推向市场，1997 年被捷利康（现先正达）收购，其制剂最早于 1966 年在美国获得登记。多位点作用机制使其成为全球抗性管理方案中的核心轮换药剂，在与 SDHI 类、甲氧基丙烯酸酯类的复配体系中被广泛使用。根据世界农化网统计，百菌清全球年需求量约 6 万-7 万吨，其中巴西占比 61%、中国 18%、美国 6%。需求的地域集中度极高：巴西每年存在 12 月至次年 2 月、7 月至 8 月两个用药高峰，且百菌清在大豆锈病防治上“几乎不可替代”，已成为巴西第五大消费的活性成分，并在杀菌剂类别中位居第二，显示出强劲的市场地位。在全球范围内，百菌清与 SDHI 类杀菌剂的混用或轮换使用策略日益普及。这种抗性管理方案不仅延长了农药使用寿命，也为百菌清开拓了新的应用场景，特别是在巴西棉花和玉米等作物防治领域。2024 年，巴西遭遇多雨潮湿天气，导致大豆锈病大规模爆发，加之库存紧张，市场对百菌清的需求激增。此外，巴西百菌清的应用范围已从大豆锈病防治扩展至棉花和玉米的病害抗性管理，这进一步推动了其需求量的增长，成为当前市场需求上升的重要因素之一。

图 25：百菌清全球需求结构占比



资料来源：世界农化网，申万宏源研究

图 26：百菌清历史价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

全球百菌清供给高度集中于中国，扩产受限格局有望持续向好。据我们统计，国内百菌清产能合计约 6.6 万吨，其中江苏新河 3.0 万吨、苏利股份 2.4 万吨，山东大成 0.9 万吨、江苏维尤纳特 0.3 万吨。海外方面，SDSBiotech 于 2016 年关停 6,000 吨/年装置，先正达美国 9,000 吨/年装置于 2020 年宣布停产，境外产能相继退出。政策端，《产业结构调整指导目录（2024 年本）》限制类石化化工条目明确将“百菌清生产装置”列入，禁止新建，现有生产能力仅允许在一定期限内改造升级。未来新增产能主要集中在苏利股份宁夏二期项目 1 万吨以及山东大成二期项目 0.8 万吨，随需求从大豆扩展至棉花和玉米的病害抗性管理，供需格局有望持续向好。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：百菌清主要生产企业及产能统计（吨）

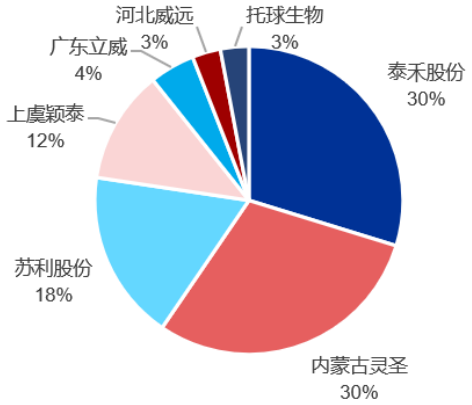
生产企业	现有产能	备注
江苏新河	30000	泰禾股份持股 51%
苏利股份	24000	宁夏二期 10000 吨预计 26 年投产
山东大成	9000	二期规划 8000 吨
维尤纳特	3000	
合计	66000	

资料来源：百川盈孚，各公司公告，申万宏源研究

百菌清是公司杀菌剂板块的利润压舱石，中间体自给有望巩固领先优势。根据公司公告，江苏新河 2025 年实现营收 9.83 亿元，净利润 3.04 亿元，净利率约为 31%，显著高于公司整体净利率 11%。公司在百菌清领域深耕 20 余年，历经 5 次重大技术改进，百菌清连续化清洁生产技术采用自主研发的氨氧化催化剂，建成全球最大单套万吨级氨氧化连续化生产装置，确保生产高效、安全、环保，与多家跨国公司建立了长期合作，并通过百菌清 FAO 标准的等同性评估，参与国家标准制定。绿色百菌清技术改造提升项目有望补齐中间体配套短板，将间苯二甲腈产能提升至 15000 吨/年，实现百菌清关键中间体间苯二甲腈自给，进一步巩固领先优势。

嘧菌酯是全球最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂。嘧菌酯属于甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，由先正达（前身捷利康）在 1981 年研发，也是该品类中首款问世的产品。该药剂杀菌谱广、防效突出，对白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉病、稻瘟病等绝大多数真菌纲病害均可起到优异防治效果。嘧菌酯 1996 年率先在德国完成农药登记，次年正式推向市场。作为甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的标杆品种，上市第二年其全球销售额就达到 1.84 亿英镑。经过全球多地田间验证，2001 年嘧菌酯（商品名阿米西达）在中国获批登记；销售额持续增长，2003 年为 4.1 亿美元，2009 年增长至 9.1 亿美元，2010 年全球销售额首次突破 10 亿美元大关。到 2011 年，该产品占据全球杀菌剂市场 10%份额，登顶全球杀菌剂销售榜单。根据 Global Growth Insights 研究机构数据，2025 年全球嘧菌酯市场价值为 12.93 亿美元，预计 2026 年将增长至 14.80 亿美元，2035 年将进一步升至 49.948 亿美元左右，CAGR 约为 15%。

图 27：嘧菌酯国内产能结构占比



资料来源：百川盈孚，各公司公告，申万宏源研究

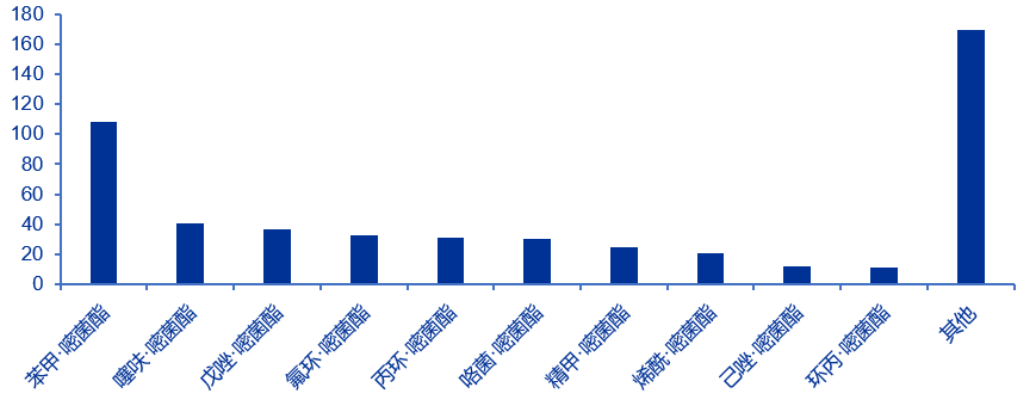
图 28：嘧菌酯历史价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

嘧菌酯目前已过专利期十余年，复配使用是未来的主要发展方向。为了扩大其使用范围和降低抗药风险，其在国内外的使用一直是以复配为主。复配的有效成分较多的主要有：苯醚甲环唑、噻呋酰胺、戊唑醇、氟环唑、丙环唑、精甲霜灵、烯酰吗啉、己唑醇、氰霜唑、霜脲氰、氟啶胺。截至 2026 年 9 月，根据中国农药信息网数据，嘧菌酯现有混剂登记证 518 个，其中与苯醚甲环唑复配登记证 108 个，与噻呋酰胺复配登记 41 个，与戊唑醇复配登记 37 个，位居复配有效成分前三名。

图 29：嘧菌酯混剂登记证品类及相关数量



资料来源：中国农药信息网，申万宏源研究

嘧菌酯是公司三大核心原药产品之一，技术和规模具备领先优势。公司为国内嘧菌酯核心生产商，初始产能 2000 吨/年，募投扩产项目建成后总产能提升至 5000 吨/年，2026 年上半年嘧菌酯扩产及配套中间体项目完成试生产，产能落地进一步放大规模优势。嘧菌酯贡献公司杀菌剂板块重要收入，依托全球化渠道供应跨国农化企业，是公司盈利基本盘。行业层面国内同行供给增多，产品价格存在周期波动，公司依靠工艺迭代与一体化配套对冲价格压力，巩固行业份额。

表 2：公司主要杀菌剂特性及差异化对比

	百菌清	嘧菌酯	肟菌酯	氟唑菌酰胺	氟吡菌酰胺	联苯吡菌胺
FRAC 分组	M5，多位点保护剂	11，QoI 单一位点	11，QoI 单一位点	7，SDHI 单一位点	7，SDHI 单一位点	7，SDHI 单一位点
作用机理	结合 GAPDH，破坏糖酵解，抑制孢子萌发	线粒体复合物 Ⅲ Qo 位点，阻断呼吸、抑制 ATP 合成	线粒体复合物 Ⅲ Qo 位点，阻断呼吸、抑制 ATP 合成	抑制呼吸链复合体 Ⅱ（琥珀酸脱氢酶 SDH）	抑制呼吸链复合体 Ⅱ（琥珀酸脱氢酶 SDH）；额外具备杀线虫活性	抑制呼吸链复合体 Ⅱ（琥珀酸脱氢酶 SDH）
作用方式	仅保护，无内吸、无治疗；病菌侵入后无效	保护 + 治疗 + 强内吸传导；早期侵染可治疗	保护 + 治疗 + 渗透 / 微弱熏蒸；内吸弱于嘧菌酯	保护 + 内吸治疗，持效期长	保护 + 内吸治疗；兼具杀线虫功能	保护 + 内吸治疗，大田谷物为主
抗性风险	极低；多位点，几乎不易产生抗性，抗性缓冲压舱石	高；FRAC11 组完全交互抗性，不可连续单用	高；与嘧菌酯同组，完全交互抗性，二者不能轮换	高；SDHI 组内存在交互抗性，不可连续单用	高；SDHI 组内存在交互抗性，不可连续单用	高；SDHI 组内存在交互抗性，不可连续单用
病原菌覆盖	子囊菌、担子菌、半知菌、卵菌；卵菌活性优良	子囊菌、担子菌、半知菌、卵菌；广谱活性强	子囊菌、担子菌、半知菌、卵菌；耐雨水冲刷	子囊菌、担子菌、半知菌；卵菌活性弱	子囊菌、担子菌、半知菌；卵菌活性弱；可杀植物寄生线虫	子囊菌、担子菌、半知菌；卵菌活性弱

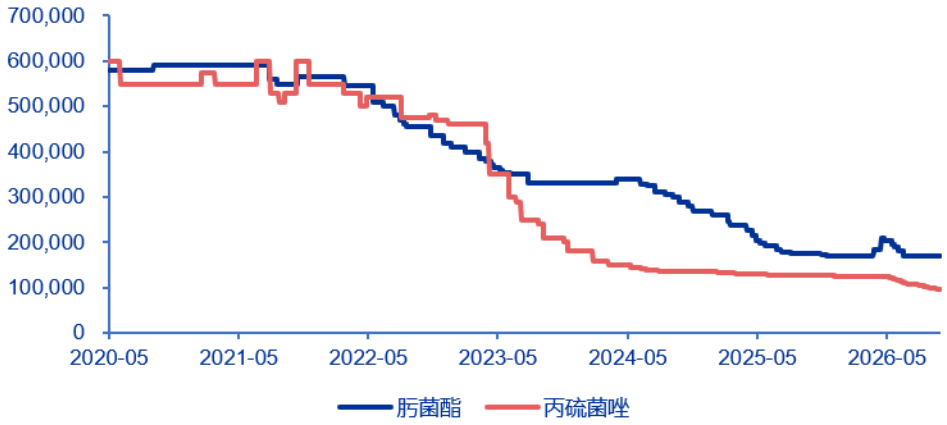
仅供内部参考，请勿外传

大田定位（大豆）	大豆锈病套餐保护组分，发病前喷施，抗性管理压舱石	大豆锈病套餐保护 + 治疗组分，内吸强；单独使用抗性发展快	大豆锈病套餐保护 + 治疗组分，多用于和 DMI/SDHI 复配制剂	大豆锈病核心 SDHI 治疗组分，复配使用	大豆端主打大豆猝死综合症 SDS；并非大豆锈病主力药剂；更多用于经济作物真菌 + 线虫混防	大豆锈病主流 SDHI 备选；小麦谷物病害是传统核心市场
产品差异化	低成本、抗性缓冲；老品种，价格周期波动大	QoI 大单品，全球体量最大，价格波动大	依托复配制剂，QoI 中价格韧性最强	SDHI 龙头，大豆锈病核心品种	SDHI 杀菌 + 杀线虫双效品种	小麦 + 大豆锈病双大田赛道

资料来源：公司公告，农药资讯网，世界农化网，申万宏源研究

公司布局肟菌酯和丙硫菌唑，杀菌剂产品矩阵不断丰富。公司 IPO 募投“杀菌剂项目”规划新增嘧菌酯原药 3,000 吨、肟菌酯原药 2,000 吨、丙硫菌唑原药 2,000 吨及配套中间体，肟菌酯是甲氧基丙烯酸酯类中价格最坚挺的品种，行业端肟菌酯市场需求稳健，但国内新增供给带来价格周期压力，公司依靠一体化工艺与海外登记优势，提升产品竞争力。丙硫菌唑由拜耳研发，2004 年实现全球上市，为全球第二大杀菌剂单品、第一大谷物专用杀菌剂，其中国化合物专利于 2015 年到期。据 AgbioInvestor 统计，2024 年丙硫菌唑全球销售额达 13.91 亿美元，占全球杀菌剂市场规模的 8.1%，位列全球单品销售额首位。国内丙硫菌唑行业已告别增量扩产时代，公司凭借适度优质产能、中间体一体化配套及海外渠道布局，形成区别于行业同质化扩产的差异化竞争优势，以小而精的优质产能充分受益于行业低端产能出清红利。

图 30：肟菌酯和丙硫菌唑历史价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司重点布局高端杀菌剂管线次新药，面向海外高端市场补齐 SDHI 品类矩阵。公司在如东洋口园区打包建设 2000 吨氟唑菌酰胺、500 吨氟吡菌酰胺、500 吨联苯吡菌胺 SDHI 杀菌剂项目，其中氟唑菌酰胺优先推进，2026 年处于工程化阶段。氟唑菌酰胺是 SDHI 类杀菌剂的全球销冠，化合物专利于 2026 年 2 月在中国到期，行业随即进入仿制竞争阶段。氟吡菌酰胺是拜耳开发、兼具杀菌和杀线虫双重活性的特色 SDHI 品种，兼具广谱叶面杀菌与土壤线虫防治能力，全球市场稳健增长，是第三梯队次新高端杀菌剂中的差异化品种。联苯吡菌胺是商业化历史最长、但全球销售额已见顶回落的 SDHI 品种。SDHI 类并非所有品

种都具备氟唑菌酰胺级别的市场空间，其复配体系的协同价值往往大于单剂本身，公司 500 吨的小体量布局更接近“品种补全”而非“规模扩张”，同时依托公司已收购的欧洲 HELM 登记资产与成熟海外渠道，发挥复配协同价值，避开国内原药同质化价格竞争，完善公司 SDHI 杀菌剂产品矩阵，和丙硫菌唑、氟唑菌酰胺形成管线协同。

3.2 除草剂：2,4-D 需求持续高增，小而美品种稀缺性强

2,4-D 是应用最广泛的苯氧羧酸类除草剂之一，转基因作物推广带动需求高增。据中国农药工业协会统计数据，2018 年全球 2,4-D 原药需求量仅 14.2 万吨，2021 年快速攀升至 21.3 万吨，三年间年均复合增长率高达 14%，行业增长势能强劲。区域维度呈现明显的集中化特征，美国作为全球最大的农业种植市场，2,4-D 年需求量达 6 万-7 万吨，稳居全球第一大单一消费市场，北美转基因大豆、玉米规模化种植是区域需求的核心支撑。需求高速扩容的核心推手为科迪华 Enlist E3 耐除草剂大豆的大面积商业化种植，该品种可兼容草甘膦、草铵膦、2,4-D 等多款主流除草剂，完美适配海外农场杂草轮换治理方案，有效解决传统药剂长期施用产生的杂草抗性问题，持续拉动全球 2,4-D 配套需求释放。

表 3：国内 2,4-D 主要生产企业产能统计（吨）

生产企业	现有产能	规划产能
江西天宇	40000	
湖北兴晨	20000	30000
甘肃智鹏	20000	
唐山晟红	20000	
宁夏格瑞	15000	40000
润丰股份	10000	
佳木斯黑龙	8000	
山东科源	6000	
威海韩孚	3000	
合计	142000	

资料来源：各公司公告，百川盈孚，申万宏源研究

2,4-D 全球供给端呈现多国竞争、中国主导的格局。根据世界农化网数据，当前全球 2,4-D 建成产能主要分布在中国、印度及其他海外国家，其中印度 7 万吨、海外其他国家合计 15 万吨，根据我们统计，国内 2,4-D 现有产能约为 14.2 万吨，规划产能 7 万吨，其中泰禾股份子公司江西天宇产能规模最大，具备规模优势。同时，公司是国内 2,4-D 行业标准第一修编单位，也是唯一参与 2,4-D 国际 FAO 产业标准升级的中国企业，在全球原药供应链当中拥有标准层面的话语权。对于以原药外销为主的企业，标准话语权具备实际商业价值：第一，在海外客户商务谈判中，更高的含量、更低的游离酚杂质指标，可作为产品差异化的溢价支撑；第二，海外头部客户开展供应商供应链审计时，参与国际标准制修订的资质，构成重要的合规与技术背书。

硫代氨基甲酸酯系列除草剂聚焦细分赛道，深度绑定海外头部企业。硫代氨基甲酸酯系列除草剂是泰禾股份除草剂板块中仅次于 2,4-D 的第二大产品线，主要包含苄草丹、野麦畏、茵达灭、禾草丹等品种，产品大量出口欧美市场，细分赛道供给格局稀缺，依托自主中间体工艺构筑较强竞争壁垒。目前公司拥有硫代氨基甲酸酯系列除草剂产能 9800 吨/年，南通如东厂区技改项目对现有产能进行扩建，扩产完成后苄草丹产能达到 8000 吨/年，野麦畏产能达到 5000 吨/年。其中野麦畏为公司专属定制化产品，核心长期供应美国知名农化企业 Gowan，双方形成深度专属合作模式，合作粘性极强，苄草丹则聚焦全球主流高端市场，核心合作客户为全球农化巨头先正达、海外优质植保企业 CLAYTON PLANT PROTECTION，依托头部客户的全球渠道与终端资源，持续放量出口欧美核心市场。

表 4：公司硫代氨基甲酸酯系列除草剂产能统计（吨）

产品名称	现有产能	规划产能
野麦畏	3800	1200
苄草丹	2000	6000
茵达灭	2000	
禾草丹	2000	
合计	9800	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心中间体羰基硫公司实现自给，富余产能提纯后可作为电子特气外售。羰基硫（COS）是苄草丹、野麦畏、茵达灭、禾草丹等全部硫代氨基甲酸酯类除草剂的共同核心中间体，干法 COS 装置不是简单的成本节约工具，而是该产品线核心竞争壁垒的来源，中间体一体化配套也是该系列产品利润的重要基石。公司在现有羰基硫装置上增设精馏提纯单元，规划建设 350 吨/年电子级羰基硫产能，产品可以作为集成电路制造的特种蚀刻剂对外销售，替代温室效应更高的传统氟系蚀刻气体。

3.3 杀虫剂：从仿制跟随到自主创制，三线并行推进全球化

环丙氟虫胺是公司首个拥有自主知识产权的创制杀虫剂，标志着公司从“仿制跟随”迈向“自主创制”。该产品属于间二酰胺类杀虫剂，为全球继溴虫氟苯双酰胺之后第 2 个实现商业化的间二酰胺类化合物，作用于昆虫 γ-氨基丁酸（GABA）门控氯离子通道，与现有主流杀虫剂无交互抗性，对已产生高水平抗性的水稻二化螟防效优异，直接对应水稻主产区“无药可用”的生产痛点，也是近 20 年来首个被国际杀虫剂抗性行动委员会（IRAC）纳入作用机制分类体系的中国创制杀虫剂，有望成为公司继百菌清、嘧菌酯、2,4-D 之后的又一核心品种。2025 年农业农村部公告批准公司 3 个环丙氟虫胺产品在我国获得登记，为该有效成分在全球范围内的首次正式登记；2026 年上半年，环丙氟虫胺实现销售收入 2.83 亿元，占公司同期营业收入的 9.5%，商业化元年即形成亿元级收入规模。

图 31：环丙氟虫胺历史沿革

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：公司公告，申万宏源研究

水稻杀虫剂市场空间广阔，环丙氟虫胺是解决现有抗性痛点的理想品种。根据 GEP 研究机构数据，全球水稻杀虫剂市场 2025 年规模约 86.4 亿美元，2026 年预计突破 91.2 亿美元，2030 年前复合增速约 4.1%；亚太地区占全球消费量 72%以上，中国单独贡献约 31%的全球份额。中国水稻杀虫剂市场 2025 年折百用量约 23.6 万吨、市场规模约 267 亿元，其中高效低毒品种占比提升至 62%；受农药减量增效政策影响，传统有机磷类产品产量同比下降 5.4%，而双酰胺类与微生物制剂产量分别增长 14.7%和 23.1%。据农业农村部第 654 号公告《一类农作物病虫害名录（2023 年）》显示，水稻害虫稻飞虱（褐飞虱和白背飞虱）、稻纵卷叶螟、二化螟均属于发生广泛、危害严重、社会关注及防控艰巨的一类害虫，必需化学防治。针对一类病虫害需要化学防治的情况，化学药剂需要具有如下特点：1）活性高效，用量 15～150ga.i./hm^2；2）环境友好，对有益生物、水生生物风险低；3）生态绿色，对土壤和水系友好；4）有利于食品安全，特别是低残留。

表 5：主流创制杀虫剂特性及差异化对比

对比维度	环丙氟虫胺（泰禾股份）	溴虫氟苯双酰胺（巴斯夫）	异噁唑虫酰胺（先正达）
国内登记进度	2025 年 9 月首批 3 个产品获国内正式登记，2026 年上半年已实现规模化销售	国内已上市	截至 2026 年国内尚未获批
核心赛道	水稻抗性鳞翅目为主，兼顾蔬菜小菜蛾、甜菜夜蛾、跳甲	蔬菜为主，水稻应用受限	广谱虫螨兼治，果蔬、经济作物及卫生害虫
靶标特点	主打抗性二化螟、稻纵卷叶螟；水生生物安全性更好；无杀螨活性	靶标与环丙氟虫胺高度重合，无杀螨活性	杀虫、杀螨双功能，可种子处理与土壤施用
商业模式	泰禾保留化合物专利与原药产能；自有品牌＋先正达国内经销＋UPL 海外渠道	巴斯夫自研自销	先正达自研自销，承担全部原药研发、产能与环评投入

资料来源：各公司公告，惠农网，申万宏源研究

与同作用机制竞品错位竞争，公司抢先卡位国内水稻赛道。第 30 组组内，巴斯夫的溴虫氟苯双酰胺是国内首个上市品种，但主要布局蔬菜赛道；先正达自研的异噁唑虫酰胺虽

已在阿根廷、巴西、美国上市，但截至 2026 年国内农业登记尚未获批，落地时间存在不确定性；日产化学的氟噁唑酰胺国内亦为登记空白。公司 2025 年 9 月即在国内取得环丙氟虫胺正式登记，先正达则早在 2020 年即与公司签约、2022 年签署深度协议锁定 20%悬浮剂“英派福®”国内独家经销权，公司由此取得第 30 组首个商业化产品的国内卡位。二者虽 IRAC 分组相同，但目标赛道差异明显：环丙氟虫胺主攻国内水稻抗性鳞翅目刚需市场，解决氯虫苯甲酰胺高抗带来的防治缺口；异噁唑虫酰胺未来在国内上市则主打果蔬虫螨兼治，水稻并非其核心赛道。

国内商业化采取“三线并行”策略，以最快速度完成市场铺开。国内环丙氟虫胺采用三线并行商业化策略，搭建多品牌、多渠道推广体系：自有品牌百施佳®（10%可分散液剂）2025 年 11 月上市，直供终端；收购广东浩德后获得浩德歌来雅®品牌，2026 年 1 月上市，两大自有品牌分区域独立运营；与先正达合作推出英派福®（20%悬浮剂），依托其渠道切入高端市场，配套豹力灭虫方案，速效与持效性能优于常规方案。公司注册全球商标凌翔®，布局海外品牌，登记主体覆盖母公司及两大生产基地，构建单剂+复配、国内+出口、多基地持证的登记矩阵。

以“专利＋原药”换取全球渠道能力，轻资产推进海外登记与商业化。2024 年 11 月与 UPL 达成全球战略合作，泰禾持有专利、供应原药及技术资料，UPL 负责 40 余国登记申报、品牌推广与销售，双方联合开发、收益共享。UPL 业务覆盖 130 余个国家，拉美、东南亚大田市场基础雄厚，且产品线缺少 IRAC 第 30 组杀虫剂，环丙氟虫胺可补齐其抗性鳞翅目害虫产品矩阵，双方资源高度互补；印度等目标市场水稻种植面积广阔、杀虫剂需求旺盛。双方按区域划分市场，采用差异化结算模式，海内外盈利水平力求均衡。目前产品已在国内、巴拉圭、柬埔寨完成登记并实现销售，2026 年 7 月自有品牌制剂 Taibond114DC 运抵柬埔寨，标志公司由原药供应商向海外制剂品牌运营商转型。同时公司推进 OECD 全套登记资料开发，依托统一数据资产布局全球，目标覆盖全球约 70%鳞翅目害虫防治市场，围绕环丙氟虫胺共持有 14 张农药登记证，其中国内正式登记 8 张、仅供出口登记 6 张。

4. 依托产业技术平台优势，拓展高端新材料应用

功能性化学品是公司在植保主业之外的第二成长曲线，主体由四氯丙烯与特种胺（MXDA、1,3-BAC）两条产品链构成。功能化学品的共同底座是一套反应技术平台，两条产品链的展开方向不同但同源。公司以氨氧化、氯化、加氢为核心反应技术，在此基础上开发四氯丙烯、MXDA 和 1,3-BAC，并将四氯丙烯进一步向制冷剂领域延伸；三条产品线在下游方向、商业形态上各有分工。

四氯丙烯既用于野麦畏原药生产，又是第四代环保制冷剂 HFO-1234yf 的关键前驱体。四氯丙烯自用于野麦畏原药生产，主要客户为美国 Gowan，国内无其他规模以上生产商，属于公司农化产业链的一环，另外，四氯丙烯是第四代环保制冷剂 HFO-1234yf 的关键前驱体，长期专供霍尼韦尔。目前欧美在政策端有收紧趋势：美国 EPA 的 SNAP 计划将 HFO-1234yf 列入轻型及中型载客汽车空调的替代制冷剂清单；欧盟含氟温室气体法规体系亦在整车空调环节推动气候友好替代物质的应用，后续需求有望持续向好。

仅供内部参考，请勿外传

间苯二甲胺是公司功能化学品板块核心产品之一，主要应用于环氧树脂固化剂、防腐涂料、胶黏剂以及高阻隔尼龙等领域。MXDA 由间苯二甲腈经催化加氢制得，MXDA 的需求结构以环氧树脂固化剂为主，其余分布在尼龙、聚氨酯与异氰酸酯三条支线。MXDA 与公司传统百菌清业务共享上游 IPN 及氨氧化技术体系，是泰禾将既有农化核心工艺向高附加值精细化工延伸的关键产品。这一技术同源性决定了特种胺链的布局是工艺复用而非跨行业进入：上游中间体（IPN）自给、核心反应（加氢）复用。

1,3-BAC (1,3-双氨甲基环己烷) 可由 MXDA 进一步催化加氢制得，是公司围绕 MXDA 产业链进一步向下游延伸的高性能脂环胺产品。相比 MXDA，1,3-BAC 市场规模更小、产品更偏高端特种化学品，其意义在于提升 MXDA 产业链的纵向一体化程度和产品附加值，主要用于高性能环氧树脂固化剂、工业地坪、防腐及耐候涂料、胶黏剂和复合材料等领域。1,3-BAC 由全资子公司江西仰立生产，项目于 2024 年完成建设、试生产、达产及“三同时”验收，一次开车成功，已具备规模化商业生产条件。

5. 盈利预测与投资评级

农药周期触底回升，往后看气候问题有望提振需求，公司百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等核心产品价格有望持续修复，夯实底部利润；创制杀虫剂环丙氟虫胺与先正达、UPL 携手推进，凭借自身优良性状有望快速放量；同时公司依托技术平台优势，为核心中间体寻找新方向，四氯丙烯、间苯二甲胺、1,3-BAC、羰基硫等中间体有望受益下游新兴领域需求爆发，打造公司第二成长曲线。

1）除草剂：预计 2026-2028 年营业收入分别为 22.31、23.58、25.91 亿元；毛利率分别为 21%、22%、23%；

2）杀菌剂：预计 2026-2028 年营业收入分别为 22.95、24.80、26.69 亿元；毛利率分别为 24%、24%、25%；

3）环丙氟虫胺：预计 2026-2028 年营业收入分别为 5.00、7.00、9.80 亿元；毛利率分别为 45%、50%、55%；

4）功能化学品：预计 2026-2028 年营业收入分别为 6.58、7.90、9.48 亿元；毛利率分别为 40%、40%、40%；

表 6：关键假设表

		2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
除草剂	营业收入（百万）	1736	2817	1879	1929	2133	2231	2358	2591
	营业成本（百万）	1326	2078	1440	1608	1689	1758	1846	2003
	毛利（百万）	411	739	439	321	443	473	512	588
	毛利率（%）	24%	26%	23%	17%	21%	21%	22%	23%
杀菌剂	营业收入（百万）	1394	1592	1187	1465	2158	2295	2480	2669
	营业成本（百万）	975	1124	952	1137	1494	1740	1888	1994
	毛利（百万）	418	469	235	328	665	555	592	674
	毛利率（%）	%	%	%	%	%	%	%	%

环丙氟虫胺	营业收入（百万）						500	700	980
	营业成本（百万）						275	350	441
	毛利（百万）						225	350	539
	毛利率（%）						45%	50%	55%
功能化学品	营业收入（百万）	145	370	506	474	598	658	790	948
	营业成本（百万）	102	253	329	300	366	395	474	569
	毛利（百万）	44	116	177	175	232	263	316	379
	毛利率（%）	30%	31%	35%	37%	39%	40%	40%	40%

资料来源：Wind，申万宏源研究

选取同为农药行业的新安股份、中旗股份、联化科技为可比公司。

新安股份：公司为国内草甘膦主要生产企业，在农化细分赛道具备领先优势，公司前瞻布局硅基新材料领域，有机硅终端应用多点开花，终端转化率不断提升，有望充分受益光纤、液冷、机器人、能源存储等领域需求爆发。

中旗股份：公司核心品类覆盖除草剂、杀虫剂，氯氟吡氧乙酸异辛酯、虱螨脲等产品全球竞争力较强，坚持仿创结合推进农药创制，依托中间体配套控制生产成本。公司管线内创制产品丰富，在国内创制农药领域具备领先优势。

联化科技：公司主营植保、医药、功能化学品，植保板块以农药原药与中间体为主，为全球农化巨头提供定制 CDMO 服务，海外收入占比高，具备多基地精细化工生产能力。同时公司布局新能源锂电材料，打造第二增长曲线。

盈利预测与投资评级：公司为国内百菌清、嘧菌酯、2,4-D 主要生产企业，后续随农药行业周期复苏，以及气候异常带来的农药需求提升，核心产品的价格有望持续修复。公司前瞻性布局创制杀虫剂环丙氟虫胺，为水稻主产区“无药可用”的生产痛点提供解决方案，与先正达、UPL 携手推进，产品有望快速放量。同时公司依托产业技术平台拓展中间体高附加值应用领域，未来随下游需求爆发有望持续受益。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.78、6.45、8.09 亿元，当前市值对应 2026 年 PE 为 21 倍，低于可比公司新安股份、中旗股份、联化科技平均 PE 24 倍，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值	股价（元/股）	归母净利润（亿元）			PE		
		(亿元)	2026/9/30	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600596.SH	新安股份	142.92	10.59	6.17	9.29	11.67	23	15	12
300575.SZ	中旗股份	29.24	6.11	1.03	1.43	2.14	28	20	14
002250.SZ	联化科技	128.14	14.24	6.22	7.78	9.89	21	16	13
可比公司平均							24	17	13
301665.SZ	泰禾股份	99.14	22.03	4.78	6.45	8.09	21	15	12

资料来源：Wind，申万宏源研究（可比公司盈利预测均用 Wind 一致预期）

表 8：合并利润表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E

营业总收入	4,236	5,369	6,184	6,878	7,792
营业收入	4,236	5,369	6,184	6,878	7,792
除草剂	1,929	2,133	2,231	2,358	2,591
杀菌剂	1,465	2,158	2,295	2,480	2,669
环丙氟虫胺	0	0	500	700	980
功能性化学品	474	598	658	790	948
其他	368	479	500	550	605
营业总成本	3,896	4,663	5,487	6,006	6,656
营业成本	3,343	3,933	4,592	5,026	5,522
除草剂	1,608	1,689	1,758	1,846	2,003
杀菌剂	1,137	1,494	1,740	1,888	1,994
环丙氟虫胺	0	0	275	350	441
功能性化学品	300	366	395	474	569
其他	298	383	425	468	514
税金及附加	16	19	22	25	28
销售费用	79	126	186	206	234
管理费用	265	352	399	442	505
研发费用	147	179	216	241	312
财务费用	46	55	71	66	56
其他收益	23	18	18	18	18
投资收益	-5	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
信用减值损失	-25	-3	0	0	0
资产减值损失	-6	-4	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
营业利润	325	717	685	882	1,130
营业外收支	-1	-10	-33	-10	-37
利润总额	324	708	652	872	1,093
所得税	33	93	85	113	142
净利润	291	614	568	759	951
少数股东损益	25	149	90	114	143
归属于母公司所有者的净利润	266	466	478	645	809

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	291	614	568	759	951
加：折旧摊销减值	271	263	267	307	347
财务费用	44	55	71	66	56
非经营损失	10	-3	-1	-1	-1
营运资本变动	-711	-363	7	-12	-4
其它	26	35	0	0	0
经营活动现金流	-69	602	912	1,121	1,349

仅供内部参考，请勿外传

资本开支	505	692	700	700	800
其它投资现金流	-26	-12	0	0	0
投资活动现金流	-531	-704	-700	-700	-800
吸收投资	0	430	0	0	0
负债净变化	738	312	-17	-167	-116
支付股利、利息	66	381	341	210	249
其它融资现金流	-5	-11	-1	0	0
融资活动现金流	667	350	-359	-377	-366
净现金流	91	257	-146	43	184

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：合并资产负债表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,236	2,626	2,540	2,669	2,943
现金及等价物	504	760	614	658	843
应收款项	1,125	1,089	1,089	1,089	1,089
存货净额	528	672	732	817	906
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	80	105	105	105	105
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	3,008	3,326	3,759	4,152	4,604
无形资产及其他资产	344	469	469	469	469
资产总计	5,588	6,422	6,769	7,291	8,018
流动负债	1,600	1,891	1,869	1,732	1,659
短期借款	947	1,083	994	784	625
应付款项	495	629	696	769	855
其它流动负债	158	179	179	179	179
非流动负债	525	380	452	494	537
负债合计	2,125	2,271	2,321	2,227	2,196
股本	405	450	450	450	450
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	174	518	518	518	518
其他综合收益	16	11	11	11	11
盈余公积	272	286	301	320	344
未分配利润	2,155	2,337	2,531	3,013	3,604
少数股东权益	439	548	638	752	894
股东权益	3,463	4,152	4,448	5,064	5,822
负债和股东权益合计	5,588	6,422	6,769	7,291	8,018

资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

6. 风险提示

1）农药行业景气恢复不及预期，产品价格未能持续修复。25 年农药行业周期筑底，地缘冲突带来短期扰动带来短期价格波动，行业观望情绪强烈，若价格波动对需求造成影响，行业景气修复进度或将减速。

2）创制杀虫剂市场推广不及预期，盈利能力未能充分兑现。环丙氟虫胺为公司推出的第一款创制药，还处于摸索阶段，虽携手先正达、UPL 两大农化巨头，经验成熟且渠道端优势显著，但推广速度仍存在不确定性。

3）中间体新材料推广不及预期，新兴应用产业化推进不及预期。公司四氯丙烯、羰基硫等中间体的新应用目前处于前期阶段，除开部分领域已有商业化订单外，其他领域商业化进度仍有不确定性，后续若推进缓慢将影响公司业绩释放。

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。