下载日志已记录，仅供内部参考

泰禾股份（301665.SZ）

农药与功能化学品协同发展，创制农药与国际化稳步推进

优于大市

核心观点

泰禾股份已发展为以农药与功能化学品协同发展、并加速迈向创制驱动的全球化农化及化工新材料企业。泰禾股份以核心工艺平台为底座、以全球大单品原药为支柱、以功能化学品打开第二成长曲线、并向创制农药与全球制剂延伸，致力于成长为国际化农化平台型公司。2026 年上半年，公司实现营业收入 29.73 亿元，同比增长 23.23%，归母净利润 2.41 亿元，同比增长 32.27%。

主营农药景气度修复，产品品类持续扩张。以百菌清为代表的使用历史较长，供给格局较好的农药品种率先走出库存周期实现景气复苏。泰禾股份是国内最大 2,4-D、第二大百菌清原药生产企业，2025 年公司主营 2,4-D 的子公司江西天宇净利润同比增长 56.35%，主营百菌清的子公司新河农化净利润同比增长 503.69%。2026 年公司 IPO 募投项目嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑原药项目顺利结项，未来公司还规划了氟唑菌酰胺、联苯吡菌胺、氟吡菌酰胺等多款农药，农药品类持续扩张。此外，公司还计划在埃及投资 2.71 亿美元建设年产 11.3 万吨农药及功能化学品项目，完善公司海外生产及服务网络。

基于产业链协同效应，公司开发了功能化学品。基于百菌清核心技术，公司还开发了附加值高、应用前景较好的功能化学品 MXDA 和 1,3-BAC，引领公司成功进军涂料固化剂、胶黏剂等领域。基于硫代氨基甲酸酯类除草剂产业链，公司开发了 COS（羰基硫）及四氯丙烯，COS 经提纯后可用于集成电路相关领域，四氯丙烯可用于制造新一代环保型空调制冷剂。

创制农药环丙氟虫胺是高效杀虫剂，公司与海外农化巨头合作推广。公司的创制农药环丙氟虫胺是近 20 年来首个入选 IRAC-MOA 的中国创制杀虫剂，目前已在中国取得登记并实现销售。公司已与先正达在中国水稻市场签署独家合作协议，与 UPL 合作共同开发环丙氟虫胺海外市场。2026 年上半年公司环丙氟虫胺已实现销售收入 2.83 亿元。此外，公司创制管道产品有实质性进展，预计 2027 年有两个产品进入登记渠道。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 5.79/7.08/8.42 亿元，摊薄 EPS 为 1.29/1.57/1.87 元，当前股价对应 PE 为 16.8/13.8/11.6x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 25.80-29.67 元之间，2026 年 EPS 对应动态市盈率为 20-23X，相对于公司目前股价（21.64 元）有 19.22%-37.11%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业与市场竞争加剧风险，材料价格波动风险，汇率及贸易风险。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,236	5,369	6,368	7,134	7,760
(+/-%)	9.5%	26.7%	18.6%	12.0%	8.8%
归母净利润(百万元)	266	466	579	708	842
(+/-%)	-23.2%	75.1%	24.2%	22.4%	19.0%
每股收益（元）	0.66	1.04	1.29	1.57	1.87
EBIT Margin	9.1%	14.2%	14.2%	15.3%	16.5%
净资产收益率（ROE）	8.8%	12.9%	14.6%	16.2%	17.3%
市盈率（PE）	33.0	20.9	16.8	13.8	11.6
EV/EBITDA	17.4	11.8	10.1	8.3	7.1
市净率（PB）	2.90	2.70	2.46	2.23	2.00

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·深度报告

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(首次)
合理估值	25.80 - 29.67 元
收盘价	21.64 元
总市值/流通市值	9738/2254 百万元
52 周最高价/最低价	33.86/20.68 元
近 3 个月日均成交额	71.89 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

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

公司概况：农药与功能化学品协同发展，创制农药与国际化稳步推进 5
农药：库存周期结束，公司业绩修复 10
全球农化行业库存周期及产能周期简介 10
农药：聚焦三大核心产品，持续丰富品类 12
除草剂：2,4-D 价格回升叠加制剂放量，利润修复更加稳健 12
杀菌剂：百菌清高景气贡献利润，嘧菌酯扩产助力长期成长 15
百菌清：供给受限与需求韧性共振，龙头最直接受益 16
公司 IPO 募投项目嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑已完工 19
创制农药环丙氟虫胺：高效杀虫剂，与海外农化巨头合作推广 23
创制农药：利润丰厚，创制难度持续提升 23
环丙氟虫胺是一种新型高效的广谱杀虫剂 26
农药出海：公司持续通过多种措施推进国际化 28
盈利预测 31
假设前提 31
估值与投资建议 33
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级 36
风险提示 36
附表：财务预测与估值 38

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 泰禾股份发展历程 5
图2： 泰禾股份营业收入与归母净利润 6
图3： 2017-2025 年公司各业务营收占比 7
图4： 2017-2025 年公司各业务毛利润占比 7
图5： 泰禾股份研发支出 7
图6： 泰禾股份股权结构及参控股公司示意图 9
图7： 泰禾股份创新路径复制模式示意图 9
图8： 中农立华原药价格指数 10
图9： 中国农药制剂月度出口数量（HS 编码 3808） 10
图10： SW 农药行业资本开支 10
图11： SW 农药行业营业收入与归母净利润 10
图12： 泰禾股份营业收入及同比增速 11
图13： 泰禾股份归母净利润及同比增速 11
图14： 泰禾股份季度营业收入及增速 11
图15： 泰禾股份季度归母净利润及增速 11
图16： 2,4-D 与除草剂原药价格 13
图17： 2,4-D 价格、价差 13
图18： 泰禾股份除草剂业务营业收入及毛利率 14
图19： 全资子公司江西天宇营业收入及净利润 14
图20： 硫代氨基甲酸酯系列除草剂生产工艺流程图 14
图21： 中国杀菌剂出口金额及出口数量 16
图22： 泰禾股份杀菌剂业务营业收入及毛利率 16
图23： 中国百菌清原药产能、产量 16
图24： 百菌清价格、价差走势 16
图25： 中国百菌清原药生产企业产能 17
图26： 新河农化营业收入及净利润 17
图27： 百菌清、MXDA、1,3-BAC 产业链 18
图28： 嘧菌酯全球市场销售额 19
图29： 中国嘧菌酯原药产能、产量 19
图30： 中国嘧菌酯行业产能分布 20
图31： 中国嘧菌酯月度产量 20
图32： 嘧菌酯与杀菌剂价格指数 20
图33： 嘧菌酯价格、价差 20
图34： 肟菌酯市场价格走势 21
图35： 丙硫菌唑全球市场使用量 22
图36： 丙硫菌唑市场价格走势 22
图37： 2000-2017 年全球专利期农药及非专利期农药占比 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图38： 2022 年全球专利期农药及非专利期农药占比 23
图39： SW 农药行业上市公司营收及净利润 24
图40： SW 农药行业上市公司与四大农化巨头毛利率 24
图41： 全球可用的农药活性成分总数 24
图42： 全球每十年引入的新农药活性成分数量 24
图43： 新农药创制费用构成 25
图44： 1998-2024 年 ISO 公布的农药新品种数量及其趋势 25
图45： 环丙氟虫胺对二化螟的室内杀虫活性 26
图46： 环丙氟虫胺的创制经纬 26
图47： 泰禾股份国内外收入对比 28
图48： 公司各地区收入占比（2023 年） 28

表1： 泰禾股份核心产品 6
表2： 泰禾股份各子公司的主营业务和主要产品、在发行人体系内的发展定位 8
表3： 全球前 15 大除草剂 12
表4： 全球 2,4-D 原药产能 13
表5： 全球前十五大杀菌剂 15
表6： 公司国际化发展战略具体措施 28
表7： 泰禾股份及子公司在境外的农药产品自主登记情况 29
表8： 中国农药企业出海案例 30
表9： 泰禾股份盈利拆分 32
表10： 公司盈利预测假设条件 33
表11： 资本成本假设 34
表12： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 34
表13： 同类公司估值比较 35

下载日志已记录，仅供内部参考

公司概况：农药与功能化学品协同发展，创制农药与国际化稳步推进

以国际化布局为起点，泰禾股份逐步发展为全球农化领域具备行业领导地位的集团化制造企业。2004 年，公司前身泰禾有限在江苏省如东县洋口化学工业园成立，400 万美金注资意味设立之初即确立面向国际市场的农药产品布局。2013 年，公司设立全资子公司江西天宇，切入 2,4-D 等核心除草剂及中间体领域，建成核心除草剂产能平台。2016 年，公司完成股份制改造，规范化公司治理结构，为后续资本运作奠定基础。2018 年，子公司江西仰立成立，泰禾股份正式切入化工新材料领域，农药与功能化学品双轮驱动框架逐步清晰。2021 年公司位列中国农药销售百强第 19 名，2023 年获得“中国农药出口额 Top50”第六名的荣誉称号。2024 年，公司创制杀虫剂环丙氟虫胺取得专供出口登记，并与 UPL 达成全球战略合作，标志着公司从专利后仿制体系迈向创制产品商业化新阶段。2025 年 4 月，公司成功登陆创业板，资本平台落地，开启新一轮产能、研发与全球化扩张周期。目前，泰禾股份已发展为以核心原药与功能化学品协同发展、并加速迈向创制驱动的全球化农化及化工新材料企业。

图1：泰禾股份发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

坚持技术驱动与产业协同的发展思路，泰禾股份致力于在全球农化领域构建核心竞争力。公司坚定不移地走国际化道路，依托氨氧化、氯化、加氢等核心技术，选择百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等市场容量大、技术门槛高的产品，在充分的市场竞争中成长为全球农化领域的领导企业。公司成立初期即确立面向国际市场的农药产品布局，后依托核心技术向功能化学品领域延伸，实现了农药与功能化学品的双轮驱动。历经二十年深耕，泰禾股份已成长为全球主要的百菌清原药生产企业、国内最大的 2,4-D 原药生产企业，在三大核心产品上拥有行业领导地位。

下载日志已记录，仅供内部参考

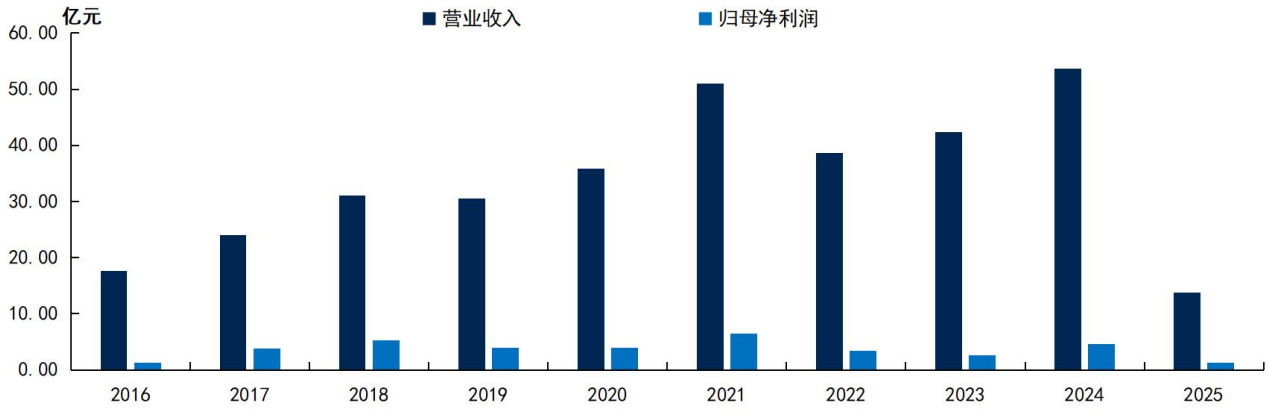
表1：泰禾股份核心产品

产品类别	产品分类	细分产品	用途	技术情况
农药	杀菌剂	百菌清	百菌清是全球最主要的多位点广谱保护性杀菌剂之一，其作用机理是与真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶发生作用，与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合，从而破坏该酶活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清适用作物广，几乎没有抗性风险。	自主专利技术
		嘧菌酯	嘧菌酯是全球最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，其作用机理是通过抑制病害真菌线粒体呼吸，破坏病菌的能量合成，具有保护、治疗和铲除三重功效。几乎对所有真菌病害：如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉疫病、稻瘟病等均有优良的防治效果。	自主专利技术
	除草剂	2,4-D	2,4-D 属于苯氧乙酸类除草剂，其作用机理类似植物激素，通过干扰植物体内激素平衡，破坏核酸与蛋白质代谢，促进或抑制某些器官生长，使杂草茎叶扭曲、茎基变粗、肿裂等。在农业生产中刺激作用用来提高产品的产量或质量，抑制作用主要用作除草剂使用。	自主专利技术
		硫代氨基甲酸酯系列除草剂	硫代氨基甲酸酯系列除草剂可以抑制植物多个代谢过程，主要品种包括野麦畏、苄草丹、茵达灭、禾草丹等品种，主要用于麦田、水稻、油菜、豌豆、亚麻、甜菜、青梨、蚕豆和大豆等作物。可有效地防除禾本科杂草和阔叶杂草，尤其是猪殃殃、鼠尾看麦娘、多花黑麦草、早熟禾、白芥、繁缕、婆婆纳属等。其主要作用机制为抑制植物脂肪代谢，从而导致杂草叶片蜷曲等症状，从而达到抑制生长的目的。	自主创新技术
功能化学品	第四代含氟制冷剂核心中间体	四氯丙烯	四氯丙烯是一种除草剂野麦畏的中间体，同时也可用于制造新一代环保型空调制冷剂。	自主专利技术

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实现了经营业绩的快速增长与盈利能力的持续提升。从 2021 年到 2025 年，泰禾股份营业收入从 35.79 亿元增长至 53.69 亿元，归母净利润从 3.98 亿元增长至 4.66 亿元，核心财务指标稳步攀升。2025 年，公司经营规模与盈利水平同步提升，实现营收约 53.69 亿元，同比增长 26.73%；归母净利润约 4.66 亿元，同比增长 75.13%，业绩增速显著超越行业平均水平。2026 年上半年，公司实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 32.27%，业绩增速再次稳居行业前列。

图2：泰禾股份营业收入与归母净利润



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2017-2025 年公司各业务营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

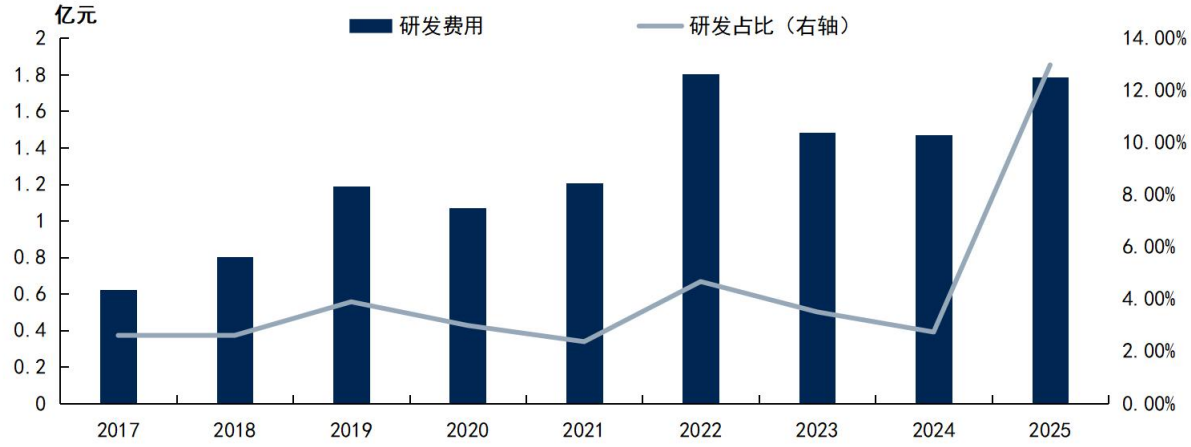
图4：2017-2025 年公司各业务毛利润占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司坚持自主创新，以核心技术反哺产业升级，实现从仿制到创制的跨越。依托氨氧化、氯化、加氢等底层技术积淀，公司于 2015 年启动创制农药布局，已建成合成、分析、生测、制剂、工艺、登记等完整研发体系，形成了从化合物创制、工艺开发到产业化的全链条能力。2025 年上市后，公司显著增强了研发力度，全年研发费用提升至 1.79 亿元，同比增长约 22%，研发投入占营业收入比例跃升至约 12.97%，彰显了公司以创新驱动转型升级的坚定决心。历经多年攻坚，公司自主研发的杀虫剂——环丙氟虫胺于 2025 年正式获得农业农村部农药登记批准，成为全球首个入选 IRAC-MOA（杀虫剂抗性行动委员会）的中国创制杀虫剂，并于 2025 年 11 月正式上市，已成为公司一大高毛利增长点。

图5：泰禾股份研发支出



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司各子公司职责清晰，共同构成植保产品与功能化学品的协同业务布局。公司拥有多家全资及控股子公司，其中全资子公司江西天宇是国内最大的 2,4-D 原药生产企业，现有 4 万吨/年 2,4-D 原药产能。控股子公司新河农用是全球主要的百菌清原药生产企业，凭借自主创新的氨氧化与连续氯化技术，现有 3 万吨/年百菌清原药产能，全球市场份额约 60%。全资子公司江西仰立是公司功能化学品与新材料业务的核心载体，目前已建成 1 万吨/年间苯二甲腈、1 万吨/年间苯二甲胺及 1 万吨/年二苯甲酮产能，成功打破了跨国公司的长期市场垄断。与此同时，公司还布局了多家持有农药自主登记证的境外贸易子公司，覆盖美国、巴西、欧盟、

下载日志已记录，仅供内部参考

阿根廷、澳大利亚等核心农化市场，为产品全球销售提供了坚实的准入支撑。

表2：泰禾股份各子公司的主营业务和主要产品、在发行人体系内的发展定位

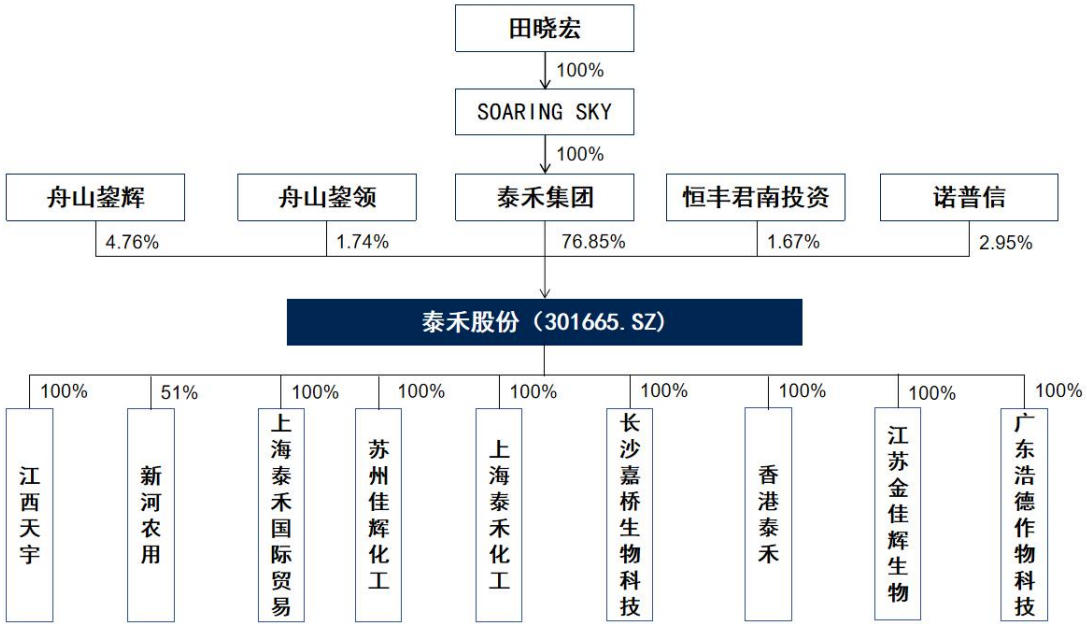
子公司名称	主营业务	主要产品	在发行人业务板块中的定位
新河农用	农药产品的研发、生产、销售	百菌清原药等	百菌清原药生产基地
江西天宇	农药产品及中间体的研发、生产、销售	2,4-D 原药、四氯丙烯等	2,4-D 原药、四氯丙烯生产基地
香港泰禾	农药及农药中间体的国际贸易	发行人生产的产品及其他贸易产品	境外销售、采购中心
上海泰禾贸易	农药产品研发、销售	发行人生产的产品及其他贸易产品	境外销售、采购中心
金佳辉	无实际经营业务		制剂的研发、生产、销售中心
上海泰禾化工	农药产品研发	农药产品研发服务	产品研发中心
长沙嘉桥	农药产品研发	农药产品研发服务	产品研发中心
晓明检测	化工产品检测服务	检测服务	农药检测中心
江西仰立	化工新材料研发、生产、销售	功能化学品	化工新材料生产基地
苏州佳辉	农药制剂加工分装	农药制剂	农药制剂加工分装
新沂泰禾	已停业	-	目前已未实际开展生产经营
阿根廷泰禾	推广、进口和销售农化产品	-	持有登记证的境外贸易公司
天盛亚太	对外投资	-	投资中心
墨西哥泰禾	农化产品进出口及销售	-	持有登记证的境外贸易公司
巴西泰禾	农药配方的注册和研究	-	持有登记证的境外贸易公司
德国泰禾	化学品进出口	农药及精细化工品等	
哥伦比亚泰禾	开展与农用化学农药进口、商业化和分销有关的自然科学和工程领域的实验研究和开发活动	-	持有登记证的境外贸易公司
美国泰禾	农药及精细化工品进口	-	持有登记证的境外贸易公司
科特迪瓦泰禾	农药产品销售	-	持有登记证的境外贸易公司
英国泰禾、尼日利亚泰禾、印尼泰禾、肯尼亚泰禾、柬埔寨泰禾、菲律宾泰禾、厄瓜多尔泰禾、泰国泰禾、巴基斯坦泰禾	暂无实际经营业务	-	持有登记证的境外贸易公司

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

泰禾股份股权结构稳定，核心团队传承清晰。泰禾股份的第一大股东为泰禾集团有限公司，持股比例 76.85%，实际控制人为田晓宏先生，通过 SOARING SKY 全资持有泰禾集团，间接持股比例为 76.85%。田晓宏先生 1984 年至 1994 年先后任职于无锡微电机厂、中国环亚集团，积累了工业制造与国际贸易的丰富经验。1995 年起担任香港泰禾董事，正式进入农化行业。2004 年 4 月，田晓宏先生创立泰禾有限，此后带领公司逐步发展成为全球农化领域具备行业领导地位的集团化制造企业。田晓宏先生自泰禾有限成立起长期担任董事长，2025 年 8 月后改任公司董事、总经理，始终是公司的核心决策者与实际控制人。公司 9 名董事和高级管理人员均具备深厚技术或管理经验，实力强劲。2025 年，公司完成组织架构优化，整合研发、销售及创制业务，强化业务协同，提升运营效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

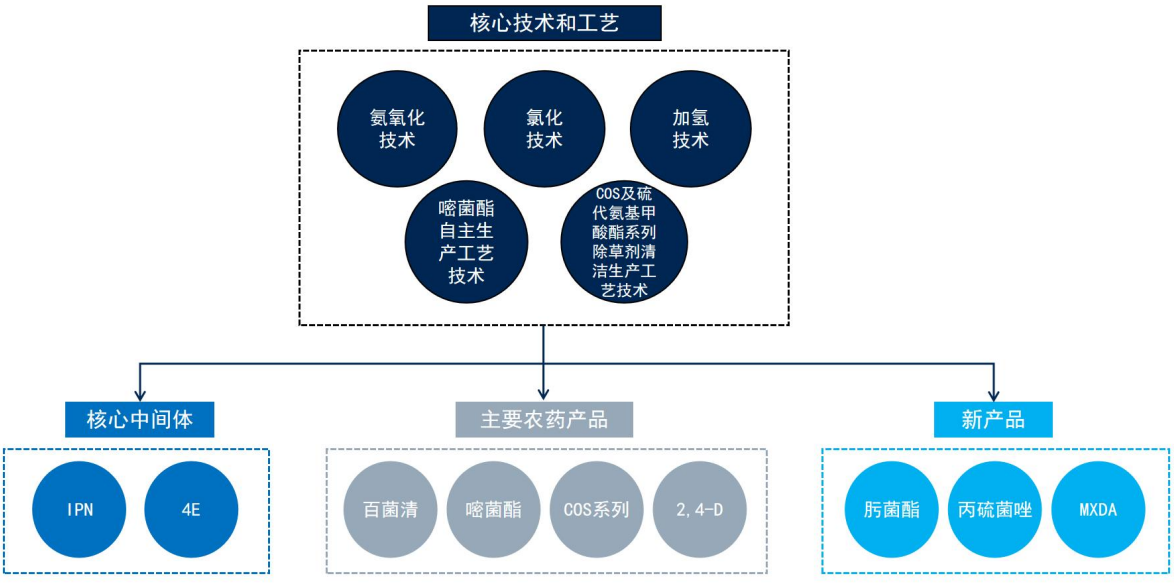
图6：泰禾股份股权结构及参控股公司示意图



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

泰禾股份构建了以核心技术为驱动的产品矩阵复制创新路径。泰禾股份深入探索相关产品的底层合成路径，依托氨氧化、氯化、加氢等自主核心技术，形成了可复制、可升级的成套工艺包。公司通过产业化实践将技术转化为中间体、核心产品和新产品，再根据市场需求将优势技术和工艺包进行组合嫁接，打造出持续迭代的优势产品矩阵，实现了从单个产品创新到产品矩阵复制的结构化升级。这一模式既巩固了核心产品的市场份额，又避免了单一产品依赖，增强了抗风险能力。

图7：泰禾股份创新路径复制模式示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

农药：库存周期结束，公司业绩修复

全球农化行业库存周期及产能周期简介

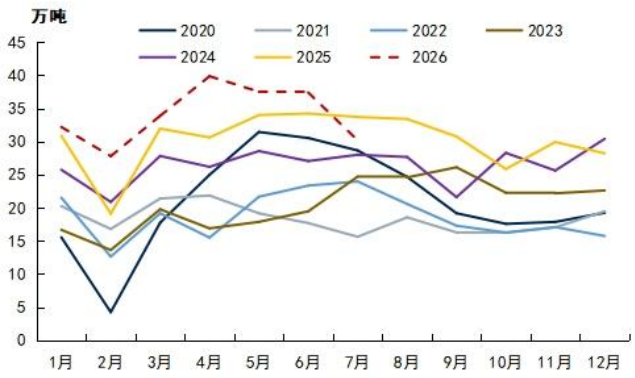
全球农化行业此轮库存周期：中国农药以出口为主，2024 年中国农药出口量突破 205 万吨（折百），占全年产量的 89.5%，中国农药在全球农药市场的份额也较高。2021 年开始，受公共卫生事件影响国内农药出现阶段性供应不畅，导致海外进行恐慌性备货，叠加产品原料价格上涨等诸多因素，全球农药价格一路走高，中国农药的出口数量在 2021、2022 年不断创下新高，导致海外库存累积，而 2023 年以来，随着全球农药供应秩序恢复正常，农药行业进入去库周期，同时新增产能不断投放使得行业供过于求矛盾日益显现，绝大多数农药产品价格持续下跌，中国农药出口数量也在 2023 年上半年出现显著下滑。2023 年四季度中国农药出口到南美的数量逐渐恢复到正常区间，2024 年下半年中国农药出口到北美的数量也已恢复，2024 年底此轮全球农药行业的去库周期基本结束，**2025 年至今产能过剩已取代行业去库成为当前全球农化行业的首要矛盾。**

图8：中农立华原药价格指数



资料来源：中农立华，国信证券经济研究所整理

图9：中国农药制剂月度出口数量（HS 编码 3808）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

图10：SW 农药行业资本开支



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：SW 农药行业营业收入与归母净利润



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

农药行业景气度实现触底复苏：受 2021/2022 年农药价格大幅上涨影响，国内农药企业开始进行产能扩张，2021-2025 年 SW 农药行业资本开支分别达到 141.04、161.90、173.48、154.19、113.10 亿元，大幅超过 2020 年的 105.16 亿元，但增速放缓。2024 年为农药行业上一轮库存周期底部，2024 年 SW 农药行业实现营业收入 1516.38 亿元，归母净利润仅 11.86 亿元，净利润率仅 0.78%。2025 年 SW 农药行业实现营业收入 1585.22 亿元，归母净利润仅 47.17 亿元，净利润率 2.98%，均超过 2023 年数据，农药行业景气度逐渐复苏。当前正处于农药行业的复苏周期前期，2026 年 9 月 20 日中农立华原药价格指数报 73.40 点，同比去年下跌 1.87%，相较于 2021 年 10 月 31 日 211.8 点的周期高点长期处于底部区域。2025 年以来，农药行业渠道库存回归常态，中国农药出口数量持续增长，国内外需求表现良好，供应过剩是压制农药价格的核心原因，随着行业资本开支放缓及落后产能不断出清，行业反内卷措施推进，农药行业景气度有望实现触底并逐渐复苏上行。

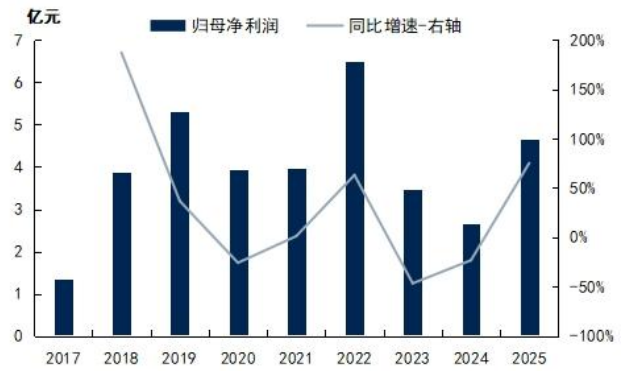
2023/2024 年公司业绩承压，2025 年以来业绩持续修复。在全球农化行业库存周期及扩产周期的共同作用下，2023/24 年泰禾股份多个农药产品价格和盈利水平下降，归母净利润承压，这两年公司分别实现归母净利润 3.46/2.66 亿元，2025 年随着公司主营产品百菌清等价格上涨，归母净利润提升至 4.66 亿元，同比增长 75.13%，在农药行业上市公司中率先实现利润的大幅复苏，2026 年上半年，公司实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 32.27%，增速依旧位列农药行业上市公司前列。

图12：泰禾股份营业收入及同比增速



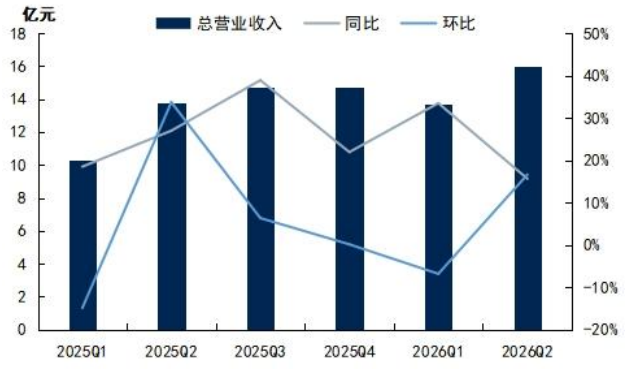
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：泰禾股份归母净利润及同比增速



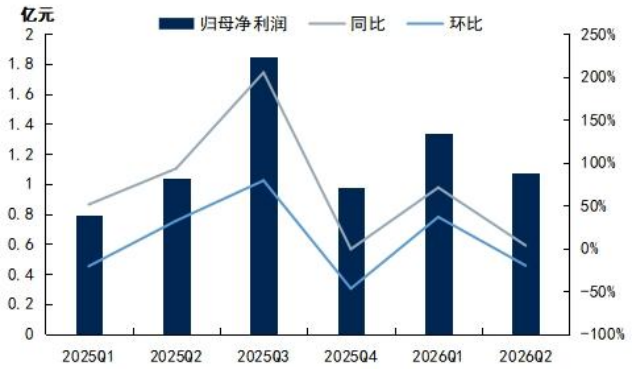
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：泰禾股份季度营业收入及增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：泰禾股份季度归母净利润及增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

农药：聚焦三大核心产品，持续丰富品类

泰禾股份在百菌清、嘧菌酯、2,4-D 三大核心产品上拥有行业领导地位，生产规模及综合技术方面居于行业领先水平。根据 Phillps McDougall 数据，嘧菌酯曾为全球第一大杀菌剂，2,4-D 为全球最大的苯氧羧酸类除草剂，百菌清为全球第二大的保护性杀菌剂。

除草剂：2,4-D 价格回升叠加制剂放量，利润修复更加稳健

2,4-D 是一种使用历史悠久的成熟除草剂。2,4-D 化学名为 2,4-二氯苯氧乙酸，是世界上第一个工业化的选择性激素类高效有机除草剂，由 Amchem 公司(今先正达公司)于 1942 年发现并合成，1945 年上市，因其不易产生抗性的有点，至今有 80 年发展历史。除 2,4-D 外，目前有 2,4-D 丁酯、2,4-D 异辛酯、2,4-D 二甲胺盐、2,4-D 及衍生物，高浓度时可作为生长抑制剂和除草剂，尤其在阔叶植物上表现明显，低浓度时亦可作为植物生长调节剂，减少落果、增大果实及延长柑桔的储存期。2,4-D 是目前全球第 4 大除草剂，2023 年全球销售额达 9.08 亿美元。自 1945 年上市以来，2,4-D 因其性价比高不易产生抗药性，市场需求经久不衰。

表3：全球前 15 大除草剂

有效成分名称	2023 年销售额（亿美元）	2019 年销售额（亿美元）	类型	上市时间	开发公司
草甘膦	72.35	56.4	氨基酸类	1972	拜耳
草铵膦	14.11	10.5	氨基酸类	1986	巴斯夫
硝磺草酮	9.12	8.2	HPPD 抑制剂类	2001	先正达
2,4-D	**9.08**	**8.1**	**苯氧类**	**1945**	**Amchem**
精异丙甲草胺	8.56	7.48	乙酰胺类	1975	先正达
莠去津	6.2	5.8	三嗪类	1957	先正达
唑啉草酯	4.5	4.73	其他类	2006	先正达
砜吡草唑	4.32	1.2	新型异噁唑类	1999	日本组合化学与庵原化学
百草枯	4.23	11.8	联吡啶类	1962	先正达
丙炔氟草胺	4.16	4.2	其他 PPO 抑制剂类	1993	住友
二甲戊乐灵	4.05	4	二硝基苯胺类	1976	巴斯夫
麦草畏	3.93	3.88	其他类	1965	巴斯夫
乙草胺	3.9	3.66	乙酰胺类	1985	拜耳
异噁草松	3.65	2.07	其他类	1986	富美实
烯草酮	3.31	3.2	环己二酮类	1987	住友
合计	155.16	135.22			

资料来源：全球农药市场研究，国信证券经济研究所整理

供给端：2,4-D 供给格局优化，农化补库周期时价格弹性凸显。2,4-D 属于成熟化工品，全球市场已形成相对稳定和集中的竞争格局。第一梯队（全球巨头）：历史上，陶氏（现科迪华）、巴斯夫、安道麦等跨国农化公司是 2,4-D 市场的主要玩家，它们拥有强大的品牌、全球分销网络和复配产品研发能力。第二梯队（中国龙头）：以泰禾股份为代表的中国企业，通过技术引进、自主研发和规模扩张，已成为全球重要的 2,4-D 供应商，这些企业在成本控制、生产效率方面具备优势，并通过海外登记和战略合作，不断提升全球市场份额。除第一第二梯队企业外，市场还存在一些区域性或规模较小的生产商，但在环保高压和规模竞争下，其生存空间正受到挤压。

下载日志已记录，仅供内部参考

泰禾股份是国内最大的 2,4-D 原药生产企业。据百川盈孚，截至 2026 年全球 2,4-D 原药产能合计约 30.7～31.5 万吨/年，其中我国 2,4-D 原药产能约 19 万吨/年，海外 2,4-D 原药产能约 11.7～12.5 万吨/年，其中泰禾股份全资子公司江西天宇化工有限公司拥有产能 5 万吨/年，是国内最大的 2,4-D 原药生产企业。2,4-D 行业经过多年发展，国内产能相对集中，在环保政策趋严的背景下，国内中小产能和不合规产能逐步出清，泰禾股份等头部企业的议价能力逐步提升。

表4：全球 2,4-D 原药产能

企业	产能（万吨/年）
江西天宇（泰禾股份）	5
湖北兴晨	5
甘肃智鹏	2
润丰股份	2
唐山晟红	2
威海韩孚	1
佳木斯黑龙	1
山东科源	1
美国 Corteva	4.5～4.8
阿根廷 Albaugh	2
印度 Atul Ltd	2.2～2.7
印度 Meghmani Organics	2
印度 Flourish Paper	1

资料来源：世界农化网、Phillips McDougall，各公司官网，国信证券经济研究所整理

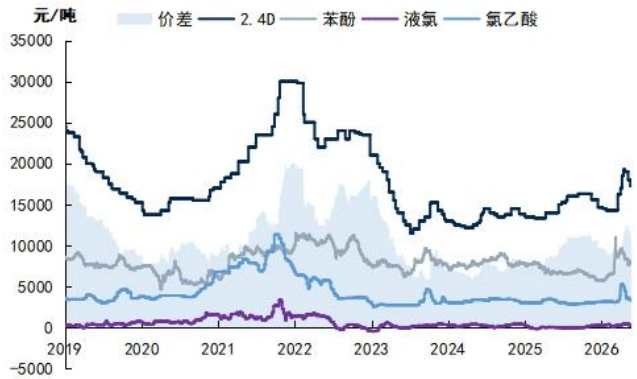
泰禾股份在 2,4-D 上拥有规模化产能和技术优势。泰禾股份早在 2009 年就开始致力于 2,4-D 清洁工艺的开发，其 2,4-D 生产基地符合高 QHSE（质量、健康、安全、环境）标准，保证了在日益严格的环保政策下的稳定生产能力。泰禾股份生产的 2,4-D 有效成分含量高、气味低、二噁英含量低，能充分满足全球各大高端市场的需求，公司不仅是国内市场的领先者，更在北美、欧洲、南美等核心农化市场完成了自主登记并设立了境外机构，具备全球销售能力。

图16：2,4-D 与除草剂原药价格



资料来源：中农立华、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图17：2,4-D 价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

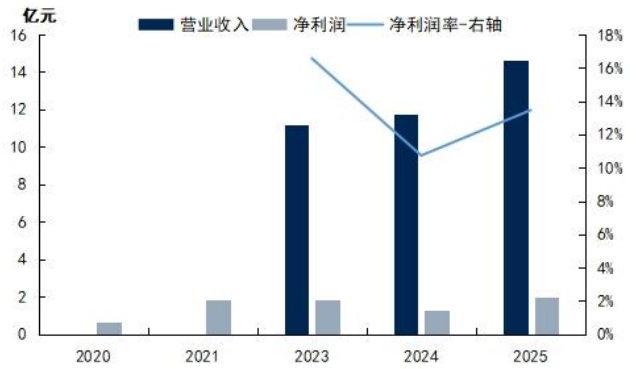
2,4-D 涨价增厚公司除草剂业务盈利。2021 年以来，全球农化行业经历了完整的"补库存-需求旺盛-去库存-需求复苏"的周期，2023-2024 年行业进入去库存的低谷期，而从 2025 年开始，随着渠道库存恢复正常，行业进入新一轮的景气上行周期；2,4-D 因其生命周期较长，在上一轮农化扩产周期中无新增产能，行业供应格局稳固，随着需求的恢复，价格也领先于除草剂指数实现恢复。2024 年 5 月以来，2,4-D 市场价格由 1.25 万元/吨逐渐上涨至 2026 年 8 月的 1.5 万元/吨，期间最高价格达 1.8 万元/吨。受益于 2,4-D 等农药价格上涨，2025 年泰禾股份的除草剂业务实现营业收入 21.33 亿元，同比增长 10.58%，毛利率 20.79%，同比提升 4.17 pcts。 公司主营 2,4-D 原药、四氯丙烯的全资子公司江西天宇实现营业收入 14.64 亿元，同比增长 24.70%，净利润 1.97 亿元，同比增长 56.35%，净利润率 13.46%，同比提升 2.72 pcts，净利润为 2020 年以来最佳水平。

图18：泰禾股份除草剂业务营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

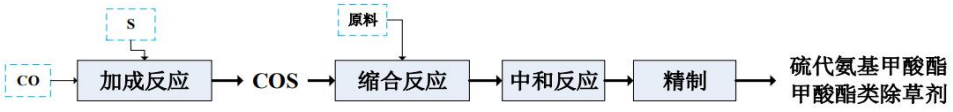
图19：全资子公司江西天宇营业收入及净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

除 2,4-D 外，公司还生产硫代氨基甲酸酯类除草剂。硫代氨基甲酸酯类除草剂可以抑制植物多个代谢过程，主要品种包括野麦畏、苄草丹、茵达灭、禾草丹等品种，主要用于麦田、水稻、油菜、豌豆、亚麻、甜菜、青梨、蚕豆和大豆等作物。其主要作用机制为抑制植物脂肪代谢，从而导致杂草叶片蜷曲等症状，从而达到抑制生长的目的。泰禾股份现拥有硫代氨基甲酸酯类除草剂原药产能 9800 吨/年，排名全国前列。

图20：硫代氨基甲酸酯系列除草剂生产工艺流程图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

通过自主和集成创新，公司不断延伸硫代氨基甲酸酯类除草剂产品链。COS，化学名为羰基硫或氧硫化碳，是硫代氨基甲酸酯类除草剂产品的关键中间体。公司 COS 是以单质硫的蒸汽与一氧化碳为原料，采用自主设计的分离装备，实现了全自动化控制，连续化生产，原子利用率接近 100%，几乎无三废产生，属于清洁生产工艺。由于该技术生产的 COS 产品质量稳定可靠，含量可达 99%以上，用于公司硫代氨基甲酸酯系列除草剂苄草丹、野麦畏等生产，如将 COS 进一步提纯，可用于集成电路相关领域。目前公司 COS 已实现大规模连续化生产，生产装置全国领先。此外，公司的四氯丙烯产品除作为生产野麦畏的中间体外，还可以用作生产第 4 代环保型制冷剂的原料，公司于 2015 年取得了四氯丙烯的新化学物质登记证（常规四级登记，>1000 吨每年）。

杀菌剂：百菌清高景气贡献利润，嘧菌酯扩产助力长期成长

泰禾股份目前主营的嘧菌酯、肟菌酯、百菌清均为目前全球前十大杀菌剂。2025 年中国杀菌剂出口金额 13.57 亿美元，出口数量 29.76 万吨、出口均价 4560.60 美元/吨。据 FAO 数据，2023 年全球杀菌剂使用量占所有农药的 20.88%，2019 年全球销售额前十五大杀菌剂依次为：嘧菌酯、代森锰锌、吡唑醚菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑、戊唑醇、氟环唑、氟唑菌酰胺、啶氧菌酯、甲霜灵、百菌清、苯并烯氟菌唑、铜类杀菌剂、啶酰菌胺、丙环唑。前十五大杀菌剂的销售总额为 98.08 亿美元，占 182.55 亿美元杀菌剂销售额（包括非作物用杀菌剂）的 53.73%。泰禾股份目前主营的百菌清、嘧菌酯、肟菌酯均为目前全球前十五大杀菌剂。

杀菌剂是泰禾股份当前盈利弹性最大的板块。2025 年以来，南美大豆锈病频发使得杀菌剂需求提升，百菌清价格率先实现价格上涨并维持高位，嘧菌酯价格底部企稳回升，泰禾股份的杀菌剂业务盈利水平持续修复。2025 年泰禾股份的杀菌剂业务实现营收 21.58 亿元，同比增长 47.4%，收入规模首次接近并追平除草剂；毛利率达到 30.8%，成为公司利润贡献最大的农药子板块。

表5：全球前十五大杀菌剂

排名	有效成分	销售额(亿美元)	类型	上市时间(年)	主要开发公司
1	嘧菌酯	14.89	甲氧基丙烯酸酯类	1997	先正达
2	代森锰锌	10.8	多作用位点-二硫代氨基甲酸盐类	1943	科迪华
3	吡唑醚菌酯	10.15	甲氧基丙烯酸酯类	2002	巴斯夫
4	肟菌酯	8.42	甲氧基丙烯酸酯类	2000	拜耳
5	丙硫菌唑	8.25	SBI-其他唑类	2004	拜耳
6	戊唑醇	5.9	SBI-三唑类	1988	拜耳
7	氟环唑	5.3	SBI-三唑类	1993	巴斯夫
8	氟唑菌酰胺	4.91	SDHI 类	2012	巴斯夫
9	啶氧菌酯	4.85	甲氧基丙烯酸酯类	2001	科迪华
10	甲霜灵	4.61	苯基酰胺类	1977	先正达
11	百菌清	4.21	多作用位点-有机氯类	1963	先正达
12	苯并烯氟菌唑	4.19	SDHI 类	2013	先正达
13	铜类杀菌剂	4.1	多作用位点-无机类	1885	多家公司
14	啶酰菌胺	3.78	SDHI 类	2003	巴斯夫
15	丙环唑	3.72	SBI-三唑类	1980	先正达
	合计	98.08			

资料来源：世界农化网，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图21：中国杀菌剂出口金额及出口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图22：泰禾股份杀菌剂业务营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

百菌清：供给受限与需求韧性共振，龙头最直接受益

百菌清是一种广谱保护性杀菌剂，适用范围广抗性低。百菌清是全球最主要的多位点广谱保护性杀菌剂之一，最早由先正达于 1963 年开发上市，其作用机理是破坏真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶的活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清适用作物广，几乎没有抗性风险。

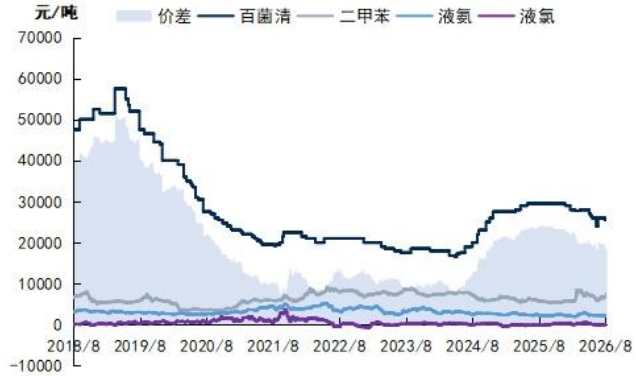
供给格局较好叠加南美需求提升，百菌清价格率先复苏。供给端，百菌清被列入“两高”约束框架，新增产能审批受限，在 2021 年以来国内农药行业扩产潮中行业整体缺乏有效增量；需求端，2025 年以来南美多雨气候及大豆锈病等因素推升高性价比保护性杀菌剂需求，同时渠道库存完成去化后催生补库需求，导致行业重新进入偏紧平衡。据百川盈孚，2025 年国内百菌清原药产量达 6.41 万吨，较 2024 年提升 37.70%，较 2023 年提升 76.81%，行业产能利用率提升至 82.13%。价格方面，百菌清的市场价格在 2024 年 5 月率先见底，最低价为 1.65 万元/吨，后随着出口需求的增长，价格在 2024 年底上涨至 2.75 万元/吨，2025 年底进一步上涨至 2.95 万元/吨，2026 年 8 月价格回落至 2.55 万元/吨。2019 年 5 月时市场价最高为 5.75 万元/吨。

图23：中国百菌清原药产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图24：百菌清价格、价差走势

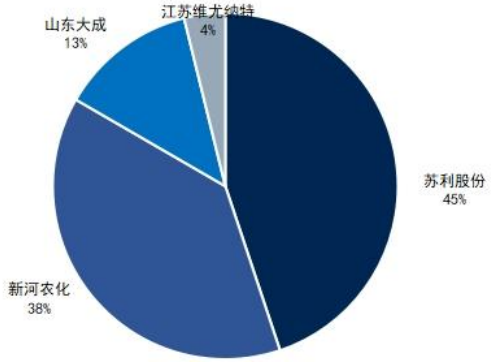


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

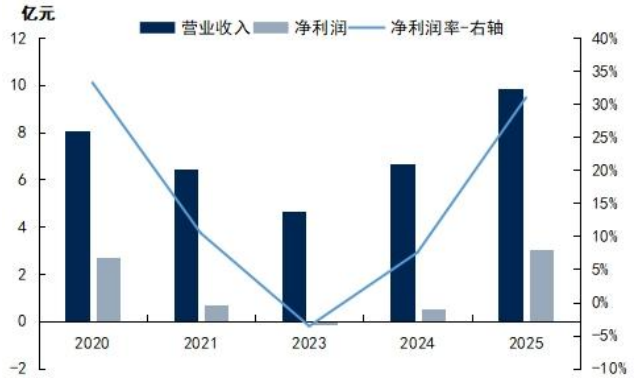
控股子公司新河农化百菌清产能占国内近四成。随着欧盟 2019 年起禁用百菌清，先正达和日本 SDS 逐步缩减百菌清原药产能并转向中国进行采购，目前全球的百菌清原药产能主要集中在国内。据百川盈孚，目前国内仅新河农化（泰禾股份控股）、苏利股份、山东大成、江苏维尤纳特 4 家百菌清原药在产企业，产能合计 7.8 万吨/年，其中泰禾股份控股子公司新河农化产能为 3 万吨/年，苏利股份产能 3.5 万吨/年，行业 CR2 达 83.3%。

图25：中国百菌清原药生产企业产能



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图26：新河农化营业收入及净利润

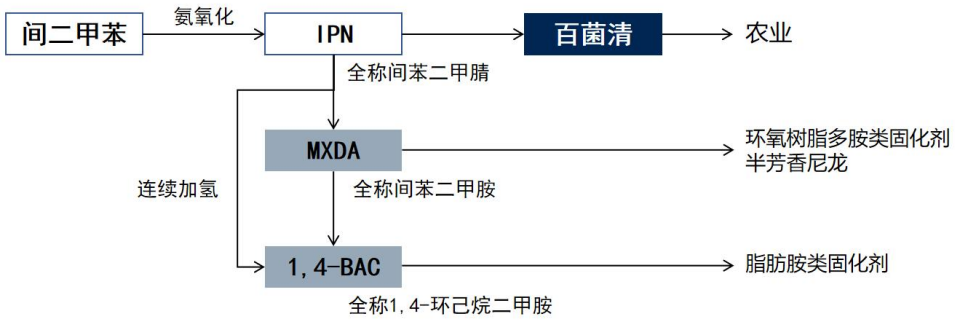


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

控股子公司新河农化盈利水平大幅提升。新河农化是泰禾股份的控股子公司（持股比例 51%），另外两大股东分别是利民股份（持股比例 34%）、日本 SDS（持股比例 15%）。泰禾股份与利民股份有着长时间合作历史，双方均为从事农药行业的企业且看好百菌清原药的市场。SDS 为日本的农化公司，于 2014 年入股新河农化，主要系为了获得稳定的百菌清货源，通过投资参股方式巩固业务合作关系。利民股份与 SDS 对新河农化仅承担股东出资义务，泰禾股份作为新河农化的控股股东，多年来一直致力于与新河农化管理团队共同研究和提高百菌清的生产技术和工艺，并承担开拓百菌清市场的主要责任。技术研发方面，泰禾股份及新河农化的研发团队自主研发并申请了百菌清生产相关的多项专利，改进并优化百菌清的生产工艺。市场开拓方面，先正达对新河农化百菌清生产技术水平充分认可，增加对公司的百菌清采购，泰禾股份先后与先正达等跨国公司签署了百菌清的长期供应协议，获得了稳定的百菌清订单和更多市场份额。2024 年以来，随着百菌清市场价格的持续上涨，新河农化的营收和净利润均实现大幅增长，2025 年实现营业收入 9.83 亿元，净利润 3.04 亿元，净利润率 30.93%，盈利水平较 2023 年亏损时大幅改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图27：百菌清、MXDA、1,3-BAC 产业链



资料来源：百川盈孚、公司公告，国信证券经济研究所整理

基于百菌清产业链延伸功能性化学品，提升产业链价值。基于百菌清核心技术，结合工艺创新，公司还开发了附加值高、应用前景较好的功能化学品 MXDA 和 1,3-BAC。间二甲苯氨氧化制备间苯二甲腈（IPN），再气相催化氯化得到百菌清。以间苯二甲腈（IPN）为原料经加氢可生产间苯二甲胺（MXDA），MXDA 是一种环氧树脂多胺类固化剂，同时也是重要的精细化工中间体（如生产半芳香尼龙 MXD6、特种异氰酸酯 MXDI）。MXDA 经芳环加氢，或者对 IPN 进行连续加氢，可生产 1,4-环己烷二甲胺（1,4-BAC），1,4-BAC 相比 MXDA 毒性更低，下游用途与 MXDA 相似。公司 MXDA 系列产品，现有柔性生产线扩至 1 万吨/年，产能跻身全球前列。1,4-BAC 获得国家新物质登记，现已经成功进入市场。公司由核心中间体 IPN 进一步延伸而得的 MXDA、1,4-BAC 等产品，也引领公司成功进军涂料固化剂、胶黏剂等领域。

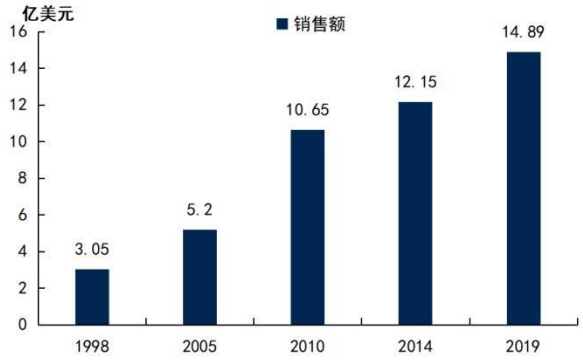
下载日志已记录，仅供内部参考

公司 IPO 募投项目嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑已完工

加大次新原药开发布局，建立有梯队的次新产品的开发计划。随着原药专利及国内资料保护期的到期，肟菌酯和丙硫菌唑已进入专利后的快速发展期，与此同时，公司技术储备和工艺路线已经成熟，公司发展历程中积累的良好客户群体以及扩建项目的经验为募投项目的顺利实施打下了良好的基础。因此，公司选择将部分 2025 年 IPO 募集资金用于 3000 吨/年嘧菌酯原药、2000 吨/年肟菌酯原药和 2000 吨/年丙硫菌唑原药等杀菌剂项目。继丙硫菌唑、肟菌酯产品后，公司氟唑菌酰胺进入工程化通道，并在中国、美国、澳大利亚申请了专利。公司加大次新原药开发布局，进行系统、严谨、有针对性的产品筛选，基于自动化、连续化、绿色化进行重要活性组分制造的工艺工程技术开发，建立有梯队的次新产品的开发计划。

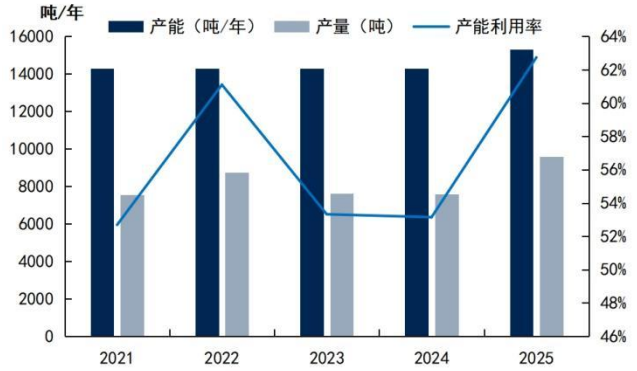
嘧菌酯曾是全球最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，长期稳居全球杀菌剂单品销售额第一名。嘧菌酯是一种兼具广谱性、保护性、治愈性、铲除性、内吸性的高效杀菌剂。由于其广谱性，使其适用于绝大部分作物，在全球超过 100 个国家的 120 个作物上均有登记使用，主要应用则相对集中于大豆和谷物等大宗作物市场。嘧菌酯于 1992 年问世，1997 年进入市场，商品化仅仅 1 年时间，1998 年全球销售额即达到 1.84 亿英镑（3.05 亿美元），其后销售额逐年稳步上升。2005 年嘧菌酯全球销售额为 5.20 亿美元，2010 年突破 10 亿美元大关达到 10.65 亿美元。2019 年全球销售额达到峰值的 14.89 亿美元。2020 年后嘧菌酯原研药专利到期，大量仿制药入市，原厂品牌销售额缓慢回落，叠加竞品（吡唑醚菌酯）挤压：2024-2025 年：原厂阿米西达品牌全球销售额约 11～12 亿美元。

图28：嘧菌酯全球市场销售额



资料来源：世界农化网，国信证券经济研究所整理

图29：中国嘧菌酯原药产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

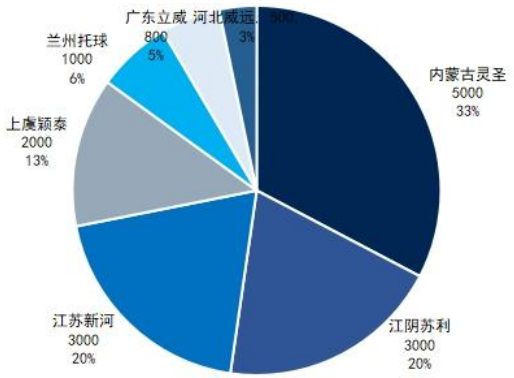
嘧菌酯国内产能持续扩张，行业集中度高。2010 年后嘧菌酯专利陆续在全球各地到期，仿制农药企业可以生产嘧菌酯原药。据百川盈孚，226 年国内嘧菌酯原药产能约 1.53 万吨/年，2025 年产量 9600 吨，2026 年上半年平均月度开工率约 73.07%；国内嘧菌酯产量从 2021 年的 7534 吨增长至 2025 年的 9600 吨，CAGR 为 6.25%。目前行业产能 CR4 达 84.97%，集中度高，内蒙古灵圣、苏利股份、新河农化、上虞颖泰产能分别为 5000、3000、3000、2000 吨/年，泰禾股份控股子公司新河农化是国内嘧菌酯原药产能第三大公司。

与其他药品复配持续推动嘧菌酯需求量增长。嘧菌酯目前已经过专利期十余年年，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、戊唑醇、丙环唑、烯酰吗啉等。以先正

下载日志已记录，仅供内部参考

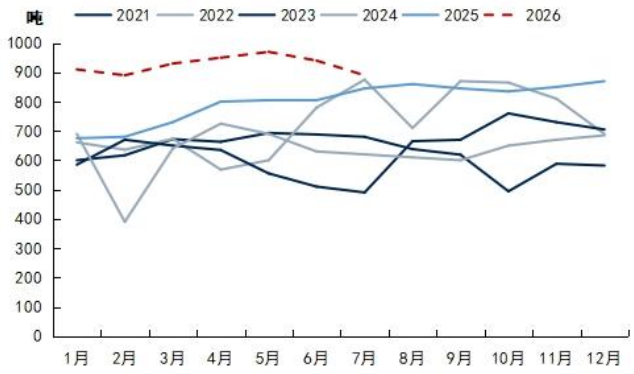
达在巴西市场主流嘧菌酯制剂品牌 Elatus（30%嘧菌酯+15%苯丙烯氟菌唑可湿性颗粒剂）为例，嘧菌酯在巴西大豆锈病的推荐用量为 200-300g/公顷，折算后每亩原药使用量为 4-6g，施用方法为喷雾。随着新的复配的不断推出及应用作物的不断扩大，嘧菌酯需求量在过专利期后仍不断增加。

图30：中国嘧菌酯行业产能分布



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图31：中国嘧菌酯月度产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

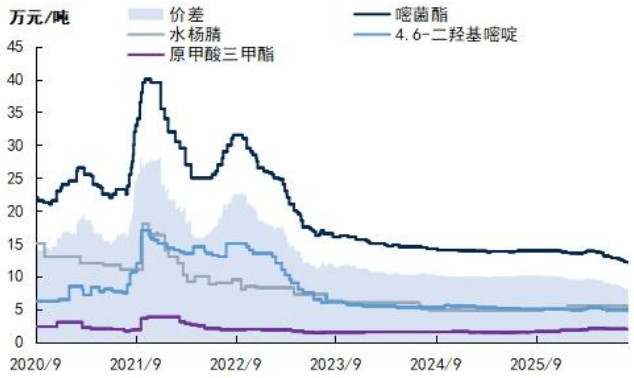
嘧菌酯市场价格趋于平稳。在上一轮农药行业补库周期中，嘧菌酯原药在 2021 年一季度达到 26.5 万元/吨的高价，之后下游进入去库周期采购需求下降，叠加国内新产能投放供应提升，嘧菌酯价格持续回落至 2026 年 8 月的 12.1 万元/吨。2024 年以来，嘧菌酯主要原材料水杨腈、4.6-二羟基嘧啶、原甲酸三甲酯等价格趋于平稳，嘧菌酯原药的价格、价差波动逐渐走平。

图32：嘧菌酯与杀菌剂价格指数



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图33：嘧菌酯价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

泰禾股份已经持续生产嘧菌酯多年，并凭借优秀的产品质量和良好的服务销售往全球各地，目前拥有 3000 吨/年产能。经过长年的生产经验积累和优秀的技术团队支持，泰禾股份嘧菌酯的技术水平得到市场广泛认可，并获得 FAO 标准的等同性认同，使公司的嘧菌酯产品质量始终处于全国乃至全球领先的地位。

下载日志已记录，仅供内部参考

肟菌酯完善公司杀菌剂产品矩阵。除嘧菌酯外，泰禾股份还积极通过募集资金建设了 2000 吨/年肟菌酯项目。肟菌酯与嘧菌酯属于目前全球最大的杀菌剂类别—甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，随着应用的不断推广，肟菌酯已经成为甲基丙烯酸酯类杀菌剂中第三大的品种，也是目前全球杀菌剂第四大的品种。根据 Phillips McDougall 统计数据，2018 年甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂全球市场为 42 亿美元，占整个杀菌剂市场的 23.13%，其中肟菌酯 2018 年全球销售额为 8.1 亿美元，占甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂全球市场的 19.29%，占全球杀菌剂市场的 4.46%。2019 年肟菌酯全球销售额为 8.42 亿美元，2014—2019 年复合年增长率为 4.68%。大豆是肟菌酯的第一大用药作物，2015 年，2016 年大豆用肟菌酯销售额为 3.03 亿美元，占其全球市场的 47.3%。肟菌酯可与三唑类杀菌剂三唑醇、苯醚甲环唑、丙环唑、环丙唑醇、戊唑醇、三唑酮等进行混配，还可与琥珀酸脱氢酶抑制剂类杀菌剂氟唑菌苯胺、氟吡菌酰胺、啶酰菌胺等进行混配。价格方面，据百川盈孚，截至 2026 年 8 月下旬，国内嘧菌酯原药市场价格约 17 万元/吨。

图34：肟菌酯市场价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

丙硫菌唑是目前全球第一大杀菌剂。根据 AgbioInvestor 数据，2024 年全球销售额前五大杀菌剂分别是丙硫菌唑（8.1%）、嘧菌酯（5.5%），丙硫菌唑已取代嘧菌酯成为全球第一大杀菌剂。丙硫菌唑是由拜耳作物科学公司发明并生产的新型广谱杀菌剂，属于其他唑类杀菌剂，由于其独特的化学结构，丙硫菌唑毒性低，无致畸、致突变性、对胚胎无毒性，对人和环境安全，且具有杀菌谱广、使用时机灵活、植物吸收迅速、有良好的耐雨淋性、持效期长等特点，成为防治植物病害的新标杆。丙硫菌唑可以与多种产品甚至杀虫剂进行复配，主要用于防治谷类（如花生、油菜、水稻、小麦、大麦）、豆类、甜菜和大田蔬菜等作物上的众多病害。根据农药快讯信息网查询，该产品 2010 年全球销售额为 3.85 亿美元，根据 Agriglobe 查询，该产品 2019 年全球销售额为 12.25 亿美元，2010 年至 2019 年复合增长率为 13.72%。丙硫菌唑全球核心化合物专利在 2015 年后逐批到期，国内首批原药登记证在 2019 年获批，后续国内丙硫菌唑原药产能持续扩张，供过于求矛盾凸显，据百川盈孚，丙硫菌唑原药的市场价格由 2020 年的 60 万元/吨持续下跌至 2026 年 8 月的约 10 万元/吨。

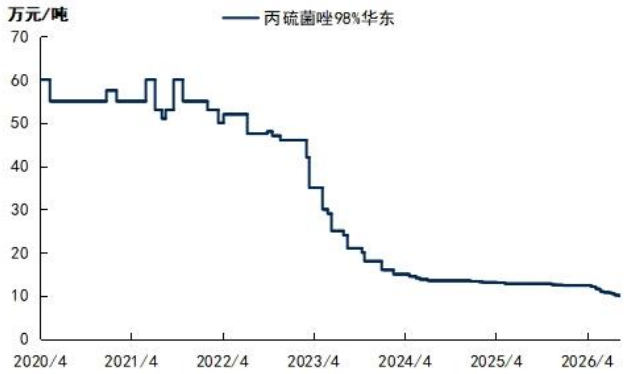
下载日志已记录，仅供内部参考

图35：丙硫菌唑全球市场使用量



资料来源：Agriglobe、久易股份招股书，国信证券经济研究所整理

图36：丙硫菌唑市场价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司持续拓宽杀菌剂产品线。据泰禾股份环评公告，公司拟投资 19293.96 万元在现有厂区改扩建“年产 2000 吨氟唑菌酰胺、500 吨联苯吡菌胺、500 吨氟吡菌酰胺、150 吨 IPN 催化剂、500 吨环丙氟虫胺、2000 吨禾草丹及副产 540 吨二氧化硫、1955 吨 31%盐酸技改项目”。继丙硫菌唑、肟菌酯产品后，公司氟唑菌酰胺进入工程化通道，并在中国、美国、澳大利亚申请了专利，突破了组合化学知识产权封锁。公司加大次新原药开发布局，进行系统、严谨、有针对性的产品筛选，基于自动化、连续化、绿色化进行重要活性组分制造的工艺工程技术开发，建立有梯队的次新产品的开发计划。

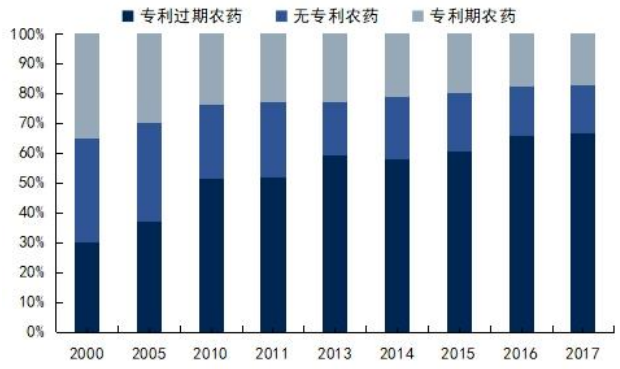
下载日志已记录，仅供内部参考

创制农药环丙氟虫胺：高效杀虫剂，与海外农化巨头合作推广

创制农药：利润丰厚，创制难度持续提升

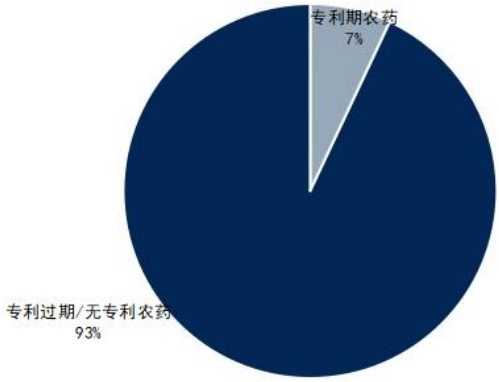
当前非专利农药占比达 93%，专利农药占比仅 7%。与医药类似，农药可分为专利药和非专利药，全球范围内创制新农药的专利保护期一般为 20 年。随着创制新农药成分的难度逐渐增加，创制新药的数量逐渐减少，导致目前全球专利过期产品占主导。据 Phillips McDougall 数据，2000-2017 年间，专利农药在全球农药市场的份额从 35%下降至 17%。另据印度作物联合会（CCFI）数据，2022 年非专利农药在全球农药市场的份额已达到历史新高 93%，而专利农药的占比仅为 7%。

图37：2000-2017 年全球专利期农药及非专利期农药占比



资料来源：Phillips McDougall，国信证券经济研究所整理

图38：2022 年全球专利期农药及非专利期农药占比



资料来源：S&P Global、CCFI，国信证券经济研究所整理

专利药企的盈利水平高于非专利药企，抗风险能力强。凭借完善的基础化学工业配套，经过多年发展，中国已成为世界精细化工原料和后专利时期农药原药的重要生产基地，由于国外农药产品登记的难度较大，国内农药企业目前主要是为国外跨国制剂企业配套生产农药原药，或通过国外经销商销售。农药原药在专利过期后往往成为周期性产品，行业经常面临“价格上涨-产能扩张-供过于求-价格下跌-落后产能出清-供不应求-价格上涨”的周期循环，当前，我国多数农药原药均面临产能过剩问题，产品价格常年在成本线附近波动，长期回报率较低，企业盈利水平低下，抗风险能力较差，如在农药行业下行周期期间的 2024 年，SW 农药行业 33 家上市公司合计仅实现归母净利润 11.86 亿元，净利润率仅 0.78%；毛利率方面，四大农化巨头的毛利率也显著高于国内农药企业。

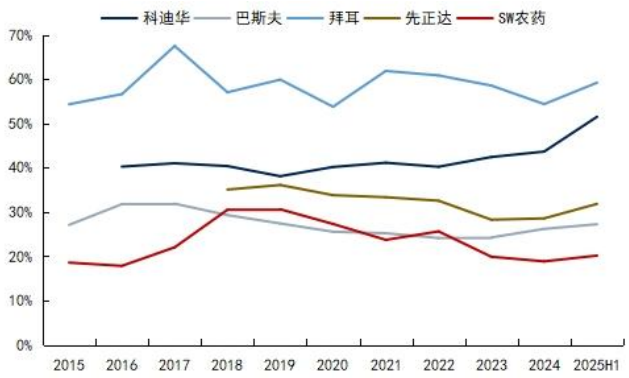
下载日志已记录，仅供内部参考

图39：SW 农药行业上市公司营收及净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

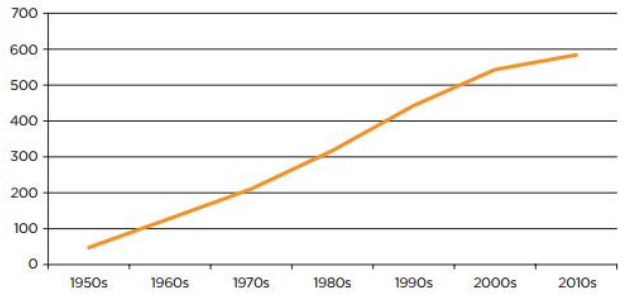
图40：SW 农药行业上市公司与四大农化巨头毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

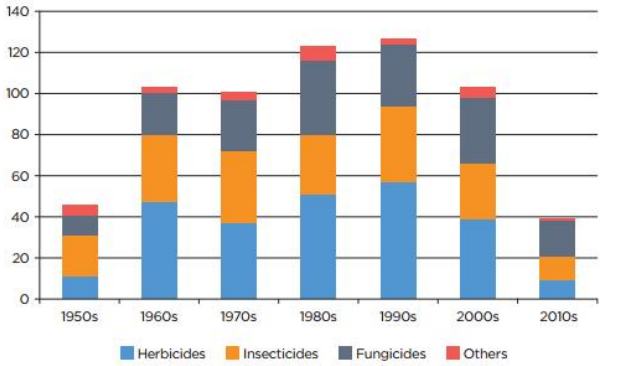
21 世纪以来全球每十年引入的新农药活性成分数量显著下降。据 Phillips McDougall、AgbioInvestor 数据，全球农户可使用的农药活性成分从 20 世纪 60 年代的约 100 种上升至 21 世纪初的约 600 种，且进入 21 世纪以来全球每十年引入的新农药活性成分数量显著下降，反映出新农药创制难度提升，研发周期拉长。

图41：全球可用的农药活性成分总数



资料来源：Phillips McDougall、AgbioInvestor，国信证券经济研究所整理

图42：全球每十年引入的新农药活性成分数量

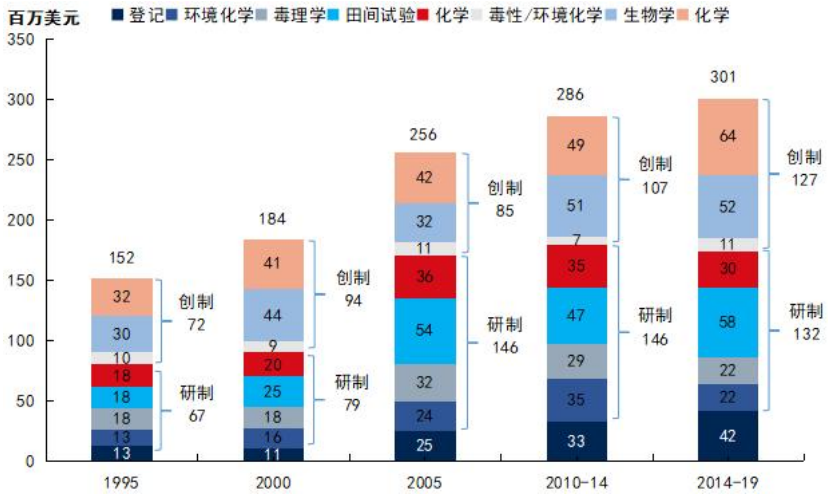


资料来源：Phillips McDougall、AgbioInvestor，国信证券经济研究所整理

成功上市 1 个新农药品种平均需要筛选 16 万个化合物，耗资约 3 亿美元，耗时 12 年。据 AgbioInvestor、Phillips McDougall 数据，1995 年以来新农药创制的难度持续提升。费用方面，新农药创制总费用从 1995 年的 1.52 亿美元提升至 2014-2019 年间的 3.01 亿元，提升 98%，其中创制阶段费用由 0.72 亿美元提升至 1.27 亿元，提升 76%；研制阶段费用由 0.67 亿元提升至 1.32 亿元，提升 97%。时间方面，新农药活性成分首次合成至首次销售之间的年数由 1995 年的 8.3 年提升至 2014-2019 年间的 12.3 年。此外，成功推出新农药活性成分所需处理的化合物数量也从 1995 年的约 5.25 万个提升至 2014-2019 年间的 15.98 万个。

下载日志已记录，仅供内部参考

图43：新农药创制费用构成



资料来源：AgbioInvestor、Phillips McDougall，国信证券经济研究所整理

近五年中国获 ISO 批准的农药新品种数量及占比显著提升。向国际标准化组织（ISO）申请并获取国际英文通用名是将具有潜在开发价值的农药新品种推向国际市场的重要一步，也是对农药进行管理的重要环节。1998-2024 年 ISO 先后批准并公布了 292 种农药新品种的英文通用名，其中涉及中国创制农药 50 种，约占总数 17.1%。从数量趋势上看，全球获批的农药新品种在逐年下降而中国在持续上升。1998-2019 年间，ISO 共公布了 230 种农药新品种英文通用名，其中中国创制农药 18 种，占比仅 7.83%；**而在 2020-2024 年间，在 ISO 公布的 62 种新农药中，中国创制农药数量达 32 个，占比达 51.61%。**

图44：1998-2024 年 ISO 公布的农药新品种数量及其趋势



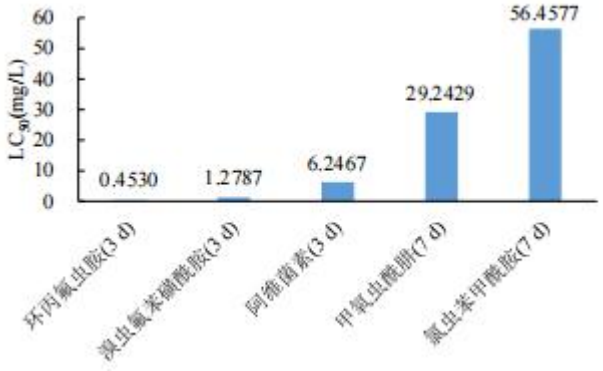
资料来源：谭海军. 2024 年 ISO 公布的 15 种农药新品种[J]. 世界农药, 2025, 47(01):1-16，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

环丙氟虫胺是一种新型高效的广谱杀虫剂

环丙氟虫胺对水稻二化螟具有杰出的防效。环丙氟虫胺是泰禾股份创制的间二酰胺类杀虫剂。环丙氟虫胺作用机制新颖，杀虫谱广，尤其对水稻二化螟具有杰出的防效，对水生生物安全性好，与现有杀虫剂无交互抗性，可以有效解决二化螟抗性区域无药可用的痛点。根据文献《创制杀虫剂环丙氟虫胺的研究开发》，环丙氟虫胺对二化螟 3 龄幼虫的 LC50（半数致死浓度，数值越小，农药毒性越强）为 0.453 mg/L，活性显著优于溴虫氟苯双酰胺、阿维菌素、甲氧虫酰肼和氯虫苯甲酰胺，活性是阿维菌素的 10 倍以上。

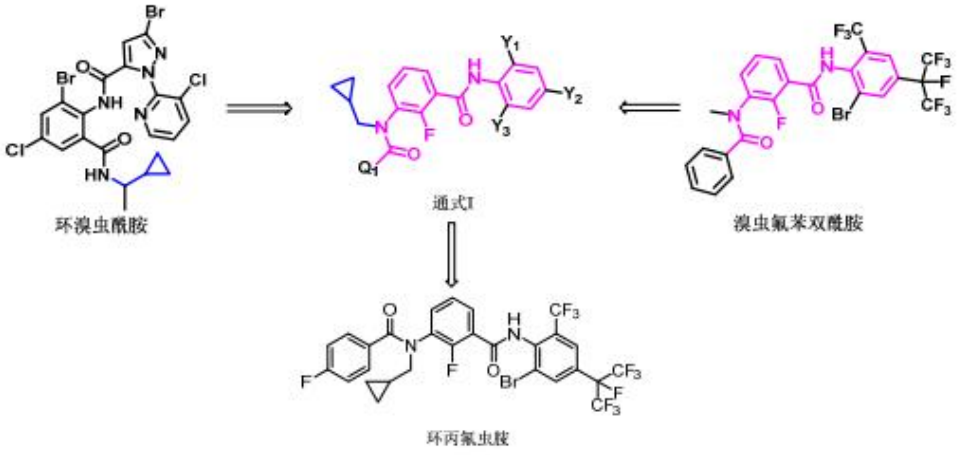
图45：环丙氟虫胺对二化螟的室内杀虫活性



资料来源：刘吉永等，创制杀虫剂环丙氟虫胺的研究开发[J]. 世界农药, 2021, 43(1):34-38，国信证券经济研究所整理

环丙氟虫胺创制过程：现有文献中公开的间二酰胺类杀虫化合物超过 20 万个，代表品种有杜邦研发的全球第一大杀虫剂氯虫苯甲酰胺、溴氰虫酰胺，石原研发的环溴虫酰胺，三井研发的溴虫氟苯双酰胺等。泰禾股份的研发人员参考双酰胺类杀虫剂的研发路径，将环溴虫酰胺结构中环丙甲基引入间二酰胺的骨架中，最终发现了活性优异、综合性能最佳的环丙氟虫胺。泰禾股份已完成了化合物、混剂、用途、制剂、工艺、晶型和中间体的完整专利布局，形成了完整的专利保护网。

图46：环丙氟虫胺的创制经纬



资料来源：刘吉永等，创制杀虫剂环丙氟虫胺的研究开发[J]. 世界农药, 2021, 43(1):34-38，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

通过自有品牌推广及与先正达合作，开发国内市场。作为公司第一个创制化合物，环丙氟虫胺具有高效、低毒，杀虫谱广，持效期长等特点。环丙氟虫胺（专属中文商标--凌翘®）获 IRAC-MOAG30 认证，成为近 20 年来首个入选 IRAC-MOA 的中国创制杀虫剂。公司已启动在全球的登记，目前已在中国（2025 年）、巴拉圭和柬埔寨（2024 年）取得登记并实现销售。公司借助自有品牌矩阵，形成“百施佳、歌莱雅”双品牌运营体系，针对国内南北市场差异化特征，组建专属运营团队独立运作。2025 年公司收购广东浩德作物科技有限公司，进一步拓展制剂和品牌，公司将充分利用泰禾股份与广东浩德双渠道和“百施佳、歌莱雅”来雅的杠杆作用，提升市场覆盖。

同时，公司已与先正达签署独家合作协议，就环丙氟虫胺 20%悬浮剂产品达成在中国水稻作物市场上互为独家供应及独家销售的合作关系，与先正达合作品牌为英派福，目前已在国内成功上市，合作协议约定了先正达的年最低采购量（五年内最低采购量自 300 千升/年提高到 828 千升/年）及采购价格区间（不超过 404 元/升）。

与 UPL 合作共同开发环丙氟虫胺海外市场。从长期行业需求来看，环丙氟虫胺全球原药市场需求规模可观，海外主流市场为核心需求来源；目前欧美等重点海外区域登记工作有序推进中，预计后续逐步落地，支撑产品全球化布局。其中，公司与国际农化龙头 UPL 建立深度合作关系，双方按区域划分市场，协同开展产品登记、市场推广等工作，根据不同区域、不同应用场景制定差异化合作结算模式，海内外产品盈利水平整体保持均衡。由此可见，环丙氟虫胺将会在未来成长为公司又一支柱产品，公司是业内为数不多兼具化合物创制能力和产业化能力的合成企业。

据公司公告，创制化合物环丙氟虫胺 2026 年上半年已实现销售收入 2.83 亿元。

继环丙氟虫胺之后，公司将新农药创制列为战略业务之一。公司引进国内知名学科带头人，组建专业队伍，建立新农药创制平台，并配有功能齐全的合成实验室、先进设备以及完善的杀虫、杀菌和除草的筛选与评价体系。该平台具备新农药活性分子的设计、合成及活性筛选能力，2025 年引入 AI 辅助分子设计和合成（PDAI 一体机），进一步提升效率。公司的生物测定中心具有农业农村部“田间药效试验”资质，为终端制剂产品的开发和登记提供技术支持。公司的理化测试中心，配有核磁、质谱等先进仪器，具有农业农村部“产品化学领域”资质，还具有 OECD GLP（产品化学领域）资质，可以满足公司新产品开发和登记试验需求，同时可开展第三方技术服务。**据公司 2026 年半年报，创制管道产品有实质性进展，预计 2027 年有两个产品进入登记渠道。**

下载日志已记录，仅供内部参考

农药出海：公司持续通过多种措施推进国际化

公司持续通过多种措施推进国际化。2025 年，随着核心产品量价齐升，公司全球业务迎来加速增长，全年实现境外收入 40.16 亿元，占总营收比重达 74.81%，同比增长 23.5%。在巴西、美国、欧盟、阿根廷、澳大利亚等核心市场的持续深耕助力下，境外收入规模再上新台阶。

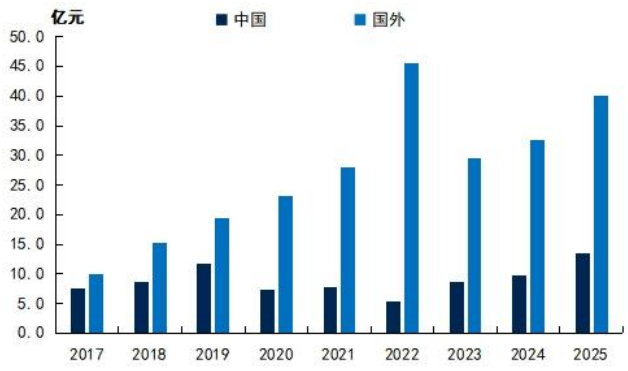
公司在保持原有原药业务的同时，推进制剂国内 B2C，海外 B2B 业务模式，因地制宜，构建在地化的营销体系，在全球范围内提供差异化的优质产品组合。国际化不仅是营销模式的国际化，同时为应对供应区域化的趋势，公司积极推进制造的国际化，进一步提高供应能力及供应稳定性。公司的国际化发展战略主要体现在：1）服务全球大型客户及区域重点客户；2）构建全球实体网络，开拓国际市场；3）持续不断地进行海外登记，拓展海外渠道；4）海外建厂，突破贸易壁垒，优化供应格局。

表6：公司国际化发展战略具体措施

国际化措施	具体内容
服务全球大型客户及区域重点客户	公司在农药领域深耕多年，自创立之初，公司即锁定国际市场需求进行产品布局，目前销售网络已覆盖南美、北美、东南亚、欧洲等多个主要农业市场。公司赢得了全球及区域知名企业的认可，目前公司已与先正达、科迪华、纽发姆、安道麦、UPL、霍尼韦尔等国际知名企业建立了长期稳定的业务合作关系，持续获取一手市场信息。
构建全球实体网络，开拓国际市场	公司通过多年的培养，已经形成了一支具有多元化背景、多语言能力、国际化理念的营销团队。同时，公司在重点市场与国家建立海外分支机构，逐步搭建在地化业务团队，以快速响应海外市场需求。目前公司已在德国、巴西、阿根廷、哥伦比亚、墨西哥、印度尼西亚、柬埔寨等十多个国家和地区建立了海外公司。
持续不断地进行海外登记，拓展海外渠道	公司将农药的登记定位在企业盈利模式转型升级、渠道拓展和企业长期健康发展的战略制高点上。公司持续布局海外制剂业务，围绕核心战略作物和公司规划次新化合物，打造适合当地市场需求的制剂产品组合，海外业务以登记为先导。借助创制化合物环丙氟虫胺与 UPL 的合作，开展在全球市场的登记工作，包括 OECD 全套资料的开发等，为公司沉淀登记相关的 know-how 推进重大一步。
海外建厂，突破贸易壁垒，优化供应格局	经过深入考察和充分论证，公司发现埃及不仅物流便捷、资源丰富，还拥有较低的人力成本，公司拟在埃及建设农药及功能化学品项目，将极大提升公司对海外市场的交付速度和服务响应能力，从而增强公司的国际市场竞争力，同时，以埃及为区域枢纽，有望突破当前的贸易壁垒，进一步拓展公司的全球市场份额。

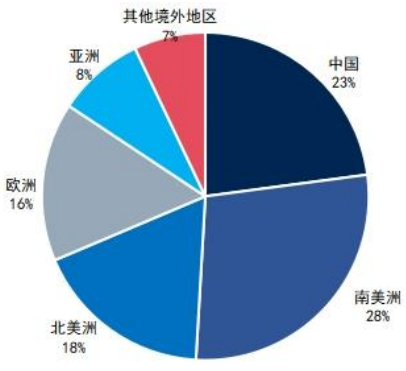
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图47：泰禾股份国内外收入对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：公司各地区收入占比（2023 年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

深化与国际农化巨头合作，推进海外农药自主登记。公司持续深化与全球知名农化企业的战略合作，与国际农化巨头客户保持长期稳定供应关系。UPL 为环丙氟虫胺海外核心合作方，协同推进产品的全球化推广。截至 2025 年底，公司累计持有农药登记证 794 个，其中海外登记 545 个、国内登记 249 个，全球化产品登记体系日趋完善。

表7：泰禾股份及子公司在境外的农药产品自主登记情况

权利人	等级国家/地区	登记证数量（个）	登记的主要产品
阿根廷泰禾	阿根廷	19	2,4-D、百菌清、嘧菌酯等
香港泰禾	澳大利亚	15	2,4-D、百菌清、嘧菌酯、苄草丹等
巴西泰禾	巴西	8	2,4-D、百菌清、嘧菌酯等
德国泰禾	欧盟	88	2,4-D、嘧菌酯、苄草丹等
南通泰禾		2	
美国泰禾	美国	10	2,4-D、百菌清、嘧菌酯等
	加拿大	4	2,4-D、嘧菌酯等
墨西哥泰禾	墨西哥	8	2,4-D、嘧菌酯等
哥伦比亚泰禾	哥伦比亚	13	农药制剂等
柬埔寨泰禾	柬埔寨	34	农药制剂等
尼日利亚泰禾	尼日利亚	8	农药制剂等
菲律宾泰禾	菲律宾	2	农药制剂等
科特迪瓦泰禾	科特迪瓦	18	农药制剂等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

埃及项目符合国家“一带一路”发展战略，有助于公司打造海外加工中心，优化产业布局。公司拟在埃及投资最多不超过 2.71 亿美元建设年产 11.3 万吨农药及功能化学品项目，2026 年上半年公司已完成埃及农药及功能化学品项目的实施主体的登记注册。2025 年泰禾股份的海外营收占比达 75%，南北美洲占比高，欧洲亚洲及非洲占比有待提升。埃及被明确列为“一带一路”沿线的关键枢纽，是贯通欧亚非贸易通道的核心区域，中国是埃及第一大贸易伙伴国，也是近年来对埃投资最活跃、增长速度最快的国家之一。公司经过缜密的考察和详细的论证，认为埃及具有便捷的物流优势、丰富的资源、人力成本要素以及相对可靠的工业基础条件。在埃及建设农药及功能化学品项目，有望显著提升公司对海外市场的交付效率与服务响应能力，强化公司的国际竞争力。该项目以埃及作为区域枢纽，可有效突破当前贸易壁垒，进一步扩大公司的全球市场份额。

中国农药行业出海发展是产业发展趋势。据中国石油和化工行业国际产能合作企业联盟 2026 年 5 月发布的《中国农药行业 “走出去” 海外发展全景报告》，推动农药行业出海核心内生动力集中于四点：一是化解国内传统农药产能过剩矛盾，缓解行业低价内卷竞争态势；二是规避国内严苛环保、安全管控压力，依托海外低成本能源、土地、劳动力资源优化生产成本；三是破除国际贸易关税壁垒、技术壁垒，贴近海外终端消费市场，提升市场响应效率；四是延伸产业发展空间，从单一产品出口向技术输出、品牌输出、农业服务输出升级，提升行业整体盈利水平与国际影响力。

近五年国内农药企业海外实体投资热度持续上涨，出海投资从过去小额贸易配套投资，转向大规模化工园区建厂、海外企业并购、全产业链基地建设等重资产投资模式。从项目分布来看，海外投资项目高度集中于东南亚与非洲地区，以制剂加工厂项目为主；拉美地区以并购整合、区域营销基地建设项目居多；原药大型产能投资项目主要布局在印尼等能源成本优势突出的国家。

下载日志已记录，仅供内部参考

中小企、龙头企业出海差异化特征十分鲜明。大型龙头农药企业：资金实力雄厚、技术储备充足、资质资源丰富，侧重重资产海外产能布局、跨国企业并购、全球全渠道布局，走全球化、品牌化、高端化出海路线；中小型农药企业：资金实力有限、海外运营经验不足，以轻资产出海为主，依托成熟外贸渠道开展单品出口、区域代理合作，聚焦单一优势单品深耕细分海外市场，规避大额海外投资风险。

表8：中国农药企业出海案例

公司	出海案例
泰禾股份	埃及农药及功能化学品项目
和邦生物	印尼大型草甘膦原药基地（资源能源导向产能出海）
新安股份	非洲加纳、尼日利亚制剂深耕典范
艾津集团	尼日利亚自贸区新建现代化农化工厂
红太阳	安哥拉全产业链农化农业一体化项目
润丰股份	拉美市场登记先行 + 并购 + 自主品牌出海
扬农化工	央企背景技术引领型全球化布局
利尔化学	特色单品草铵膦技术输出出海模式
友道化学	美国 EPA 高端原药登记突破案例

资料来源：各公司公告、中国石油和化工行业国际产能合作企业联盟，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

杀菌剂：公司现拥有百菌清产能 3 万吨/年（51%控股新河农化），嘧菌酯产能 5000 吨/年（原有 2000 吨/年+募投扩建 3000 吨/年），2000 吨/年肟菌酯原药和 2000 吨/年丙硫菌唑，未来拟扩产氟唑菌酰胺、联苯吡菌胺、氟吡菌酰胺等新的杀菌剂品类，考虑新原药产品近些年国内扩产较多，我们判断多数杀菌剂的市场价格将在较长时间内在低位运行，考虑公司新产能爬坡节奏，结合公司 2026 年上半年杀菌剂业务营收增长 30.37%，毛利率 24.25%，再结合近期市场价格，我们假设 2026-2028 年公司杀菌剂营收增速分别为 20.00%、12.00%、8.00%，对应营业收入分别为 25.90、29.01、31.33 亿元，假设杀菌剂业务毛利率分别为 25.00%、24.00%、24.00%。

除草剂：泰禾股份全资子公司江西天宇化工有限公司拥有产能 5 万吨/年，是国内最大的 2,4-D 原药生产企业，公司还拥有硫代氨基甲酸酯类除草剂原药产能 9800 吨/年，公司在除草剂领域的扩产计划相对谨慎，我们认为 2,4-D、硫代氨基甲酸酯类除草剂作为使用年限较长的除草剂，行业前期无大规模扩产，市场供需格局较好，我们认为公司除草剂业务的毛利率水平有望持续修复。结合近期 2,4-D 原药市场价格、2026 年上半年公司除草剂业务营收增速-2.70%，毛利率 21.81%等多项数据，我们假设 2026-2028 年公司除草剂业务营收增速分别为-1.53%、2.38%、2.33%，对应营业收入分别为 21、21.5、22 亿元，假设除草剂业务毛利率分别为 22.00%、23.00%、24.00%。

创制农药环丙氟虫胺：据公司 2026 年半年报，创制化合物环丙氟虫胺取得注册商标-凌翘，2026 年上半年已实现销售收入 2.83 亿元。结合公司与先正达签署的合作协议（环丙氟虫胺 20%悬浮剂产品五年内最低采购量 828 千升/年，及采购价格区间不超过 404 元/升），同时考虑到公司目前环丙氟虫胺原药产能为 500 吨/年，我们假设 2026-2028 年公司创制药环丙氟虫胺业务营业收入分别为 4、6、8 亿元，考虑到新的创制农药前期生产成本较高，我们假设环丙氟虫胺业务毛利率分别为 50.00%、55.00%、60.00%。

功能化学品：公司基于农药核心技术，结合工艺创新，开发了附加值高、应用前景较好的中间体如四氯丙烯、COS 产品及功能化学品 MXDA 和 1,3-BAC，公司不断延伸产品链，持续扩展功能化学品应用场景，具有较强的发展潜力。结合公司 2026 年上半年功能化学品营收增速 32.84%，毛利率 39.16%，我们假设 2026-2028 年公司功能化学品营收增速分别为 30.00%、20.00%、10.00%，对应营业收入分别为 7.78、9.33、10.27 亿元，假设功能化学品业务毛利率分别为 39.00%、40.00%、40.00%。

基于以上假设条件，我们预计 2026-2028 年泰禾股份的营业收入分别为 63.68、71.34、77.60 亿元，毛利率分别为 26.90%、28.09%、29.52%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：泰禾股份盈利拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
杀菌剂						
营业收入（万元）	118714.56	146479.14	215845.54	259014.65	290096.41	313304.12
营收增速	-25.45%	23.39%	47.36%	20.00%	12.00%	8.00%
毛利率	19.78%	22.37%	30.79%	25.00%	24.00%	24.00%
除草剂						
营业收入（万元）	187902.26	192855.44	213260.56	210000.00	215000.00	220000.00
营收增速	-33.30%	2.64%	10.58%	-1.53%	2.38%	2.33%
毛利率	23.35%	16.62%	20.79%	22.00%	23.00%	24.00%
创制农药环丙氟虫胺						
营业收入（万元）	/	/	/	40000.00	60000.00	80000.00
营收增速					50.00%	33.33%
毛利率	/	/	/	50.00%	55.00%	60.00%
功能化学品						
营业收入（万元）	50635.95	47446.05	59832.32	77782.02	93338.42	102672.26
营收增速	37.02%	-6.30%	26.11%	30.00%	20.00%	10.00%
毛利率	35.02%	36.83%	38.80%	39.00%	40.00%	40.00%
其他业务						
营业收入（万元）	29580.38	36847.61	47924.74	50000.00	55000.00	60000.00
营收增速	-7.50%	24.57%	30.06%	4.33%	10.00%	9.09%
毛利率	22.23%	19.15%	20.04%	20.00%	20.00%	20.00%
公司整体						
营业收入（万元）	386833.15	423628.23	536863.17	636796.66	713434.82	775976.38
营收增速	-24.14%	9.51%	26.73%	18.61%	12.03%	8.77%
毛利率	23.70%	21.09%	26.75%	26.90%	28.09%	29.52%
营业成本/营业收入	76.30%	78.91%	73.25%	73.10%	71.91%	70.48%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 25.09-34.95 元

管理费用率方面，考虑未来三年公司的创制农药、功能性化学品等高毛利业务营收增速高于公司整体增速，收入规模扩张将摊薄固定管理费，2025 年泰禾股份的管理费用率为 6.23%，我们预计公司 2026-2028 年管理费用有望小幅下降，假设分别为 6.20%、6.10%、6.00%。

研发费用率方面，公司持续拓宽杀菌剂产品线，加大次新原药开发布局，创制农药环丙氟虫胺在欧美等重点海外区域登记工作有序推进中，预计 2027 年有两个创制农药产品进入登记渠道。2025 年泰禾股份的研发费用率为 3.33%，我们预计 2026-2028 年公司的研发费用率小幅提升，假设分别为 3.50%、3.60%、3.80%。

销售费用率方面，公司持续丰富农药产品线，新产品的市场推广、品牌建设、渠道扩展、销售人员增加均会使得销售费用增加，2025 年泰禾股份的销售费用率为 2.34%，我们我们预计 2026-2028 年公司的销售费用率将小幅提升，假设分别为 2.40%、2.50%、2.60%。

财务费用率方面，公司目前账上现金储备丰厚，预计财务费用率大致维持稳定。

所得税税率方面，我们假设 2026-2028 年公司的所得税税率与 2025 年持平。

基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表10：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-24.14%	9.51%	26.73%	18.61%	12.03%	8.77%
营业成本/营业收入	76.30%	78.91%	73.25%	73.10%	71.91%	70.48%
管理费用/营业收入	6.28%	5.96%	6.23%	6.20%	6.10%	6.00%
研发费用/营业收入	3.84%	3.47%	3.33%	3.50%	3.60%	3.80%
销售费用/销售收入	2.22%	1.86%	2.34%	2.40%	2.50%	2.60%
营业税及附加/营业收入	0.42%	0.38%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
所得税税率	11.48%	10.14%	13.19%	13.19%	13.19%	13.19%
股利分配比率	20.81%	25.00%	81.80%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测
注：此处管理费用不含无形资产摊销；股利分配比率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/税后利润

下载日志已记录，仅供内部参考

表11：资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.3	T	13.19%
无风险利率	2.50%	Ka	10.95%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.44
公司股价	23.71	Ke	11.87%
发行在外股数	450	E/(D+E)	88.88%
股票市值(E)	10670	D/(D+E)	11.12%
债务总额(D)	1335	WACC	10.89%
Kd	3.50%	永续增长率	1.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析：

表12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.9%	10.4%	**10.88%**	11.4%	11.9%
永续增长率变化	1.6%	34.95	32.51	30.34	28.39	26.64
	1.4%	34.44	32.07	29.96	28.07	26.36
	1.2%	33.95	31.65	29.60	27.75	26.09
	1.0%	33.48	31.25	**29.25**	27.45	25.82
	0.8%	33.03	30.86	28.92	27.16	25.57
	0.6%	32.61	30.49	28.60	26.88	25.32
	0.4%	32.20	30.14	28.29	26.61	25.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 63.68、71.34、77.60 亿元，归母净利润为 5.79、7.08、8.42 亿元，摊薄 EPS 为 1.29、1.57、1.87 元。采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 25.09-34.95 元，在 1%的永续增长率以及 10.88%的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 29.25 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象，泰禾股份 2017 年以来每年均实现了盈利，且农药行业格局和商业模式较为稳定，同时公司业务扩张也兼具成长性。

相对估值：每股股价 25.80-29.67 元

我们选取扬农化工、江山股份、利民股份作为泰禾股份的可比公司

选择理由如下：

1、扬农化工（600486.SH）：扬农化工是中国中化控股有限责任公司旗下成员企业，全球拟除虫菊酯原药重要供应商，全球农化企业十强。公司核心品种拟除虫菊酯是全国制造业单项冠军产品，2018 年获中国工业大奖。公司现有员工 3000 余人，经过多年市场布局，与全球主要农化跨国巨头均形成紧密良好的合作，产品远销全球 80 多个国家和地区，是全球农药原药产品的核心供应商。扬农化工的优势在于研产销一体化，在新农药产品创制及非专利产品创新上具有显著优势。公司发展愿景是成为“行业领先、受人尊重、科技驱动的创新型农化标杆企业”。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年，扬农化工实现营业收入 118.70 亿元，归母净利润 12.86 亿元，销售毛利率 21.99%，ROE 为 11.21%。

2、江山股份（600389.SH）：江山股份是一家拥有 60 余年发展历史的国家农药重点骨干企业，目前公司共有南通本部、贵州江山、江山宜昌、南通联膦、哈利民五个生产基地，主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以新材料、化工中间体、氯碱为主的化工产品，以及热电联产蒸汽等产品的研发、生产和销售。农药品种有草甘膦、乙草胺、丁草胺、（精）异丙甲草胺、敌敌畏、敌百虫、氯噻啉、二嗪磷等原药以及制剂产品等。公司是国内四大草甘膦生产企业之一，“江山”品牌在农药化工行业具有较高的知名度，是中国农药行业最早的驰名商标，是国家重点培育和发展的出口品牌（第一批）、中国最具市场竞争力品牌（第一批）。近年来公司通过投资并购、外基地建设等举措完善上下游产业链，在贵州与瓮福集团共同打造的磷化工循环一体化产业链项目，其中江山主导的磷资源综合利用项目；在湖北宜昌建设首个省外生产基地，满足公司研发的创制农药 JS-T205 的产业化要求。2025 年，江山股份实现营业收入 58.16 亿元，归母净利润 5.33 亿元，销售毛利率 17.36%，ROE 为 13.32%。

3、利民股份（002734.SZ）：利民股份是中国农药工业协会及中国农药发展与应用协会副会长单位，居全国农药行业销售前 20 强，公司拥有五大生产基地，差异化布局五大基地协同生产运营，公司构建了杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大业务均衡发展格局，具备中间体、原药、制剂全产业链产能。公司累计主持或参与 27 项国家标准、33 项行业标准编制，代森锰锌、三乙膦酸铝、硝磺草酮、嘧霉胺等 4 款原药通过欧盟等同性认定，代森锰锌、三乙膦酸铝、嘧菌酯 3 项产品标准被认定为 FAO 国际标准。2025 年，利民股份实现营业收入 45.27 亿元，归母净利润 4.80 亿元，销售毛利率 26.40%，ROE 为 12.11%。

表 13：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价（2026/9/28）	EPS			PE			PB	总市值（亿元）
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E		
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	51.36	3.17	3.79	4.47	21.9	13.5	11.5	1.74	208
600389.SH	江山股份	农药原药、制剂	17.74	1.24	1.68	2.16	20.4	10.6	8.2	1.78	76
002734.SZ	利民股份	农药原药、制剂	18.54	1.01	1.25	1.39	15.8	14.8	13.3	2.17	87
平均值							**19.4**	**13.0**	**11**	**1.90**	
301665.SZ	泰禾股份	农药原药、制剂	21.64	1.04	1.29	1.57	20.9	16.8	13.8	2.72	97

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值方面，根据可比公司的平均 PE（2026 年）约 13 倍，我们预计泰禾股份当前股价对应 2026 年预期 EPS 的 PE 为 16.8 倍，略高于可比公司平均水平。2026 年上半年，泰禾股份的营收增速 23.23%，高于扬农化工（+5.97%）、江山股份（+11.94%）、利民股份（+0.47%）；归母净利润增速 32.70%，高于扬农化工（-1.99%）、江山股份（+3.20%）、利民股份（+1.90%）。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.79/7.08/8.42 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.8/13.8/11.6 倍，增速分别为 24.2%/22.4%/19.0%，PEG 分别为 0.69/0.62/0.61，PEG 数值均小于 1，说明估值相对增长偏低，成长性价比高。我们认为，泰禾股份以核心工艺平台为底座、以全球大单品原药为支柱、以功能化学品打开第二成长曲线、并向创制农药与全球制剂延伸，致力于成长为国际化农化平台型公司，具备较好的长期成长性。考虑 2026 年泰禾股份的营收和利润增速明显高于可比公司，结合我们的盈利预测及 PEG 估值法，我们认为泰禾股份应当在现估值水平上享有一定的估值溢价，所以按照公司 2026 年 EPS 给予 20-23 倍 PE 来估值较合理，对应股价区间 25.80-29.67 元。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 5.79/7.08/8.42 亿元，摊薄 EPS 为 1.29/1.57/1.87 元，当前股价对应 PE 为 16.8/13.8/11.6x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 25.80-29.67 元之间，2026 年 EPS 对应动态市盈率为 20-23X，相对于公司目前股价（21.64 元）有 19.22%-37.11%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 25.80-29.67 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的扬农化工、江山股份、利民股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑泰禾股份 2026 年营收及利润增速高于可比公司，以及公司的创制农药销售额较高，在行业平均动态 PE 为 13.0 的基础上给予了一定溢价，结合 PEG 估值法，最终给予公司 2026 年 20-23 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 我们假设公司未来 3 年收入增长 18.61%/12.03%/8.77%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 26.90%/28.09%/29.52%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- 公司盈利受农药的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司除草剂和创制农药环丙氟虫胺毛利率提升，若由于形势变化，后续公司农药相关产品的实际价格和毛利率低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

生产经营风险

市场竞争风险：就现有产品而言，公司目前仍在国内具有一定的技术、规模和客户优势，但国内外竞争对手的威胁明显加大，其产能规模逐步扩大，使

下载日志已记录，仅供内部参考

得公司面临较大的竞争压力，这在一定程度上将影响公司销售和盈利能力。

环保风险：公司主要从事化学农药原药及制剂的生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家对生态文明建设、推进绿色低碳发展的要求不断增强，公司将采取一系列节能减排降碳和技术优化等措施来转型升级，进一步提升废物资源化利用，这将增加公司在环保设施、三废治理、碳排放管理等方面的投入和支出，从而对公司的收益水平造成一定的影响。

安全生产风险：公司生产过程中，部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质。产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在着因设备、工艺管理不到位导致操作不当或能量异常释放等原因导致安全事故的风险。虽然近些年公司未发生过较大及以上安全事故，但不能保证公司绝对不会发生较大及以上安全事故的发生；若发生较大及以上事故，可能给公司的生产经营带来一定的不利影响。

公司快速发展的管理风险：在目前公司快速发展的形势下，公司基地增加较多，异地/跨国建设项目也相应增多，集团及子公司管理更趋复杂。如果公司的管理人员、管理体系无法适应公司业务、规模迅速扩大带来的变化，将对公司经营造成不利影响。

国际贸易摩擦风险：在全球地缘政治博弈加剧的背景下，多国贸易保护主义带来的关税壁垒、市场准入限制和产业链布局调整等措施对中国出口企业带来的不利影响可能会持续，特别是中美贸易摩擦的持续发酵，导致中国出口农药产品的市场价格上涨、人民币汇率波动频繁以及供应链转移，将对公司发展造成一定不利影响。

大规模海外投资的风险。为推进公司的国际化战略，泰禾股份计划在埃及投资 2.71 亿美元建设年产 11.3 万吨农药及功能化学品项目。公司能否获得境内外相关主管部门审批备案或批准存在不确定性，本次对外投资事项是否顺利实施存在一定风险。埃及当地的法律法规、政策体系、商业环境、文化特征等与国内存在较大差异，本次投资事项在建设及运营过程中，存在一定的管理、运营和市场风险，本次对外投资效果能否达到预期存在不确定性。本次投资采用外币方式结算，亦存在汇率波动风险。

应收账款减值风险。截至 2025 年底，公司的应收账款金额为 9.39 亿元，应收账款周转率 5.54，与可比公司扬农化工 4.97、江山股份 14.50、利民股份 11.04 相比偏低，若客户信用恶化，公司存在计提坏账准备、减少当期利润的风险。

交易风险

截至 2026 年 9 月 24 日，泰禾股份流通股合计 10417 万股，当前流通股占比 23.15%，首发原股东泰禾集团有限公司限售股份 34583 万股（占总股本 76.85%）将于 2028 年 4 月 11 日解禁，解禁后流通股数量将大幅增加，若股东泰禾集团有限公司计划减持部分股份，可能会对公司股价造成一定冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	504	759	1071	1200	1620
应收款项	1024	961	872	977	1063
存货净额	528	672	724	793	844
其他流动资产	181	233	277	310	337
流动资产合计	**2236**	**2626**	**2945**	**3281**	**3864**
固定资产	3008	3326	3542	3708	3643
无形资产及其他	212	338	321	304	287
投资性房地产	132	132	132	132	132
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**5588**	**6422**	**6941**	**7425**	**7927**
短期借款及交易性金融负债	947	1083	1000	833	600
应付款项	425	496	580	634	675
其他流动负债	227	313	372	408	435
流动负债合计	**1600**	**1891**	**1951**	**1875**	**1710**
长期借款及应付债券	500	335	335	335	335
其他长期负债	25	44	44	44	44
长期负债合计	**525**	**380**	**380**	**380**	**380**
负债合计	**2125**	**2271**	**2331**	**2255**	**2090**
少数股东权益	439	548	659	795	956
股东权益	3025	3603	3951	4376	4881
负债和股东权益总计	**5588**	**6422**	**6941**	**7425**	**7927**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.66	1.04	1.29	1.57	1.87
每股红利	0.16	0.85	0.51	0.63	0.75
每股净资产	7.47	8.01	8.78	9.72	10.85
ROIC	7.03%	11.97%	14%	16%	17%
ROE	8.79%	12.92%	15%	16%	17%
毛利率	21%	27%	27%	28%	30%
EBIT Margin	9%	14%	14%	15%	17%
EBITDA Margin	15%	19%	19%	20%	21%
收入增长	10%	27%	19%	12%	9%
净利润增长率	-23%	75%	24%	22%	19%
资产负债率	46%	44%	43%	41%	38%
股息率	0.7%	3.9%	2.4%	2.9%	3.5%
P/E	33.0	20.9	16.8	13.8	11.6
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.4	11.8	10.1	8.3	7.1

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4236**	**5369**	**6368**	**7134**	**7760**
营业成本	3343	3933	4655	5130	5469
营业税金及附加	16	19	23	26	28
销售费用	79	126	153	178	202
管理费用	265	352	412	452	482
研发费用	147	179	223	257	295
财务费用	46	55	23	15	3
投资收益	(5)	2	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(8)	(3)	0	0	0
其他收入	(150)	(165)	(223)	(257)	(295)
营业利润	325	717	879	1076	1280
营业外净收支	(1)	(10)	0	0	0
利润总额	**324**	**708**	**879**	**1076**	**1280**
所得税费用	33	93	116	142	169
少数股东损益	25	149	185	226	269
归属于母公司净利润	**266**	**466**	**579**	**708**	**842**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	266	466	579	708	842
资产减值准备	4	(2)	2	0	0
折旧摊销	241	259	288	351	382
公允价值变动损失	8	3	0	0	0
财务费用	46	55	23	15	3
营运资本变动	(554)	40	148	(115)	(96)
其它	14	29	109	135	161
经营活动现金流	**(21)**	**794**	**1126**	**1079**	**1290**
资本开支	0	(554)	(500)	(500)	(300)
其它投资现金流	0	(1)	0	0	0
投资活动现金流	**0**	**(555)**	**(500)**	**(500)**	**(300)**
权益性融资	23	430	0	0	0
负债净变化	104	(165)	0	0	0
支付股利、利息	(66)	(381)	(231)	(283)	(337)
其它融资现金流	17	678	(83)	(167)	(233)
融资活动现金流	**116**	**16**	**(314)**	**(450)**	**(570)**
现金净变动	**95**	**255**	**312**	**129**	**420**
货币资金的期初余额	409	504	759	1071	1200
货币资金的期末余额	504	759	1071	1200	1620
企业自由现金流	0	404	719	682	1100
权益自由现金流	0	917	617	503	864

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

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

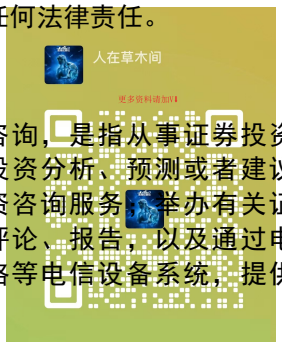
重要声明

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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