扬农化工（600486.SH）

增持（维持）

三季度业绩符合预期，部分产品价格有所回落

事件：公司发布 2026 年三季报，报告期内实现营业收入 91.34 亿元，同比下降 0.25%，归母净利润 10.56 亿元，同比增长 0.01%，扣非净利润 10.46 亿元，同比增长 0.25%；其中三季度单季实现营业收入 25.28 亿元，同比下降 13.51%，归母净利润 2.66 亿元，同比增长 6.48%。

- **前三季度公司原药业务量价均提高，综合盈利能力稳中有升。**2026 年前三季度，公司销售毛利率 22.38%，同比提高 0.03pct，归母净利率 11.56%，同比提高 0.03 pct，其中原药收入 58.4 亿元，同比增长 7.9%，销量 9.1 万吨，同比增长 5.0%，销售均价 6.44 万元/吨，同比上涨 2.77%；制剂收入 12.6 亿元，同比下降 5.0%，销量 2.85 万吨，同比下降 14.1%，销售均价 4.40 万元/吨，同比上涨 10.62%。第三季度，部分产品价格已较二季度高点回落，行业新增产能持续释放导致景气修复进程缓慢；人民币汇率存在升值压力，汇兑损失风险持续存在；地缘冲突扰动下原材料成本波动不确定性较高。公司积极应对各种挑战，充分发挥自身优势，努力实现经营目标。
- **三季度原药市场价格环比下跌，制剂业务收入季节性下降。**2026 年三季度，公司综合毛利率 20.7%，同比提高 1.1 pct，环比下降 3.6 pct，上半年是农药销售旺季，三季度季节性因素导致制剂业务收入环比下降明显。二季度受美以伊冲突影响，主要原材料价格有所上涨，推动部分农药产品涨价，三季度产品价格逐渐回落，2026Q3 公司产品草甘膦、功夫菊酯、联苯菊酯、硝磺草酮、麦草畏市场均价分别为 2.6 万、10.5 万、12.5 万、8.1 万、5.7 万元/吨，环比分别下跌 16.5%、14.1%、11.0%、1.8%、11.2%。
- **持续加强科技创新能力，项目建设继续稳步实施。**公司菊酯产品打破了跨国公司在中国市场的多年垄断，填补国内外技术空白 20 项，形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树，关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用。公司自主创制水平居行业领先，在我国自主创制、年销售额超过亿元的 6 个品种中，公司占比 50%。公司继续以优创项目为重点，同步推动优士、科创项目。上半年，优创公司一期一阶段产品产能得到有效释放，优创业绩快速攀升，二阶段产品调试拿出合格产品；二期项目已开始启动报批，另有多项重点项目正在稳步推进。
- **维持“增持”投资评级。**预计 2026~2028 年公司归母净利润分别为 13.2 亿、16.1 亿、18.9 亿元，EPS 分别为 3.26、3.98、4.67 元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、12 倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10435	11870	12609	13958	15340
同比增长	-9%	14%	6%	11%	10%
营业利润(百万元)	1413	1515	1552	1894	2223
同比增长	-24%	7%	2%	22%	17%
归母净利润(百万元)	1202	1286	1317	1608	1889
同比增长	-23%	7%	2%	22%	17%
每股收益(元)	2.97	3.18	3.26	3.98	4.67

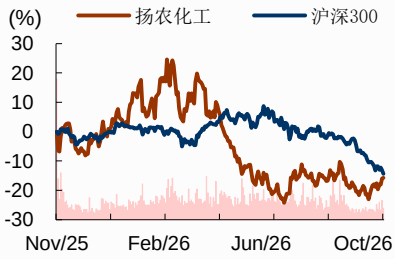
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：54.65 元

基础数据

总股本（百万股）	404
已上市流通股(百万股)	404
总市值（十亿元）	22.1
流通市值（十亿元）	22.1
每股净资产（MRQ）	30.0
ROE（TTM）	10.6
资产负债率	34.7%
主要股东	先正达集团股份有限公司
主要股东持股比例	36.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-25	-18
相对表现	17	-8	-3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《扬农化工（600486）—二季度业绩环比小幅下降，农药行业继续低位盘整》2026-08-26
2、《扬农化工（600486）—一季度业绩同比小幅下降，近期农药价格上涨明显》2026-05-03
3、《扬农化工（600486）—全年经营业绩逆势增长，农药周期底部凸显韧性》2026-04-02

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

PE	18.4	17.2	16.8	13.7	11.7
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券



仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

一、公司是国内农药优质企业，业绩韧性强 4
二、上半年为销售旺季，三季度季节性下降 6
三、农药行业蕴含由刚需支撑的结构性机遇 7
四、公司具有较强的核心竞争力 9
五、风险提示 11

图表目录

图 1：近几年公司营业收入及增速 4
图 2：近几年公司归母净利润及增速 4
图 3：2025 年公司主营业务收入构成 5
图 4：近几年公司原药制剂销量和价格 5
图 5：近几年公司净资产收益率 5
图 6：近几年公司投入资本回报率 5
图 7：近几年公司毛利率和净利率情况 5
图 8：近几年公司期间费用率情况 5
图 9：近几年草甘膦价格情况 8
图 10：近几年联苯菊酯价格情况 8
图 11：近几年功夫菊酯价格情况 9
图 12：近几年硝磺草酮价格情况 9
图 13：近几年麦草畏价格情况 9
图 14：近几年烯草酮价格情况 9
图 15：公司核心竞争力 10
图 16：扬农化工历史 PEBand 11
图 17：扬农化工历史 PBBand 11

表 1：单季度经营业绩回顾 7
表 2：单季度主要业务收入构成 7
附：财务预测表 12

仅供内部参考，请勿外传！

一、公司是国内农药优质企业，业绩韧性强

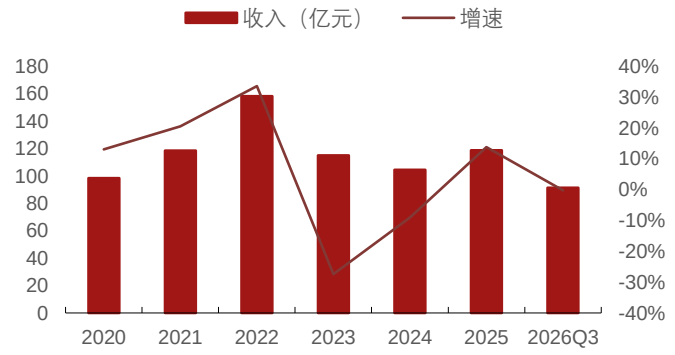
公司主营业务为农药产品的研发、生产和销售，拟除虫菊酯为传统特色品种。公司产品研发坚持专利药与非专利药研发双轮驱动，包括创制农药的研发、非专利农药的研发以及现有产品工艺的技术改进。公司在产原药品种近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别，其中，杀虫剂主要有拟除虫菊酯系列产品，拟除虫菊酯产品分为卫生用药和大田用药，卫生用药主要用于室内蚊虫趋避消杀，是本公司的特色品种。大田用药主要用于蔬菜、茶叶、果树等作物的害虫防治；除草剂主要有草甘膦、麦草畏、烯草酮等品种；杀菌剂主要有氟啶胺、吡唑醚菌酯等品种。植物生长调节剂有抗倒酯。公司销售分为原药销售和品牌制剂销售，原药销售主要针对下游制剂企业，品牌制剂销售主要针对国内终端渠道和用户。

2026 年上半年，全球农化行业仍处于下行通道，内外部环境复杂多变，多种不利因素叠加使企业经营面临诸多挑战。从全球经济看，受地缘政治等因素影响，世界经济复苏放缓。同时受海运费上升、人民币大幅升值等影响，企业出口成本增加、经营承压。从国内情况看，新增产能持续释放，加剧了行业内卷。从农化行业看，产品价格低位徘徊，中农立华指数已跌至创立以来历史最低点。

在困难的市场局面下，公司业绩逆势保持平稳。2026 年前三季度，公司实现营业收入 91.34 亿元，同比下降 0.25%，归母净利润 10.56 亿元，同比增长 0.01%，扣非净利润 10.46 亿元，同比增长 0.25%；其中三季度单季实现营业收入 25.28 亿元，同比下降 13.51%，归母净利润 2.66 亿元，同比增长 6.48%。

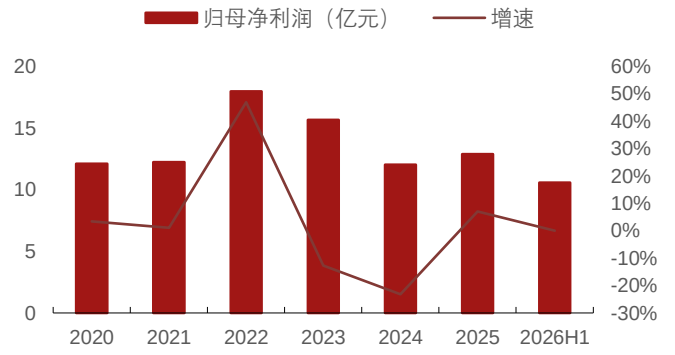
公司以原药销售业务为主，销量持续提升。2025 年公司主营业务收入构成中，公司原药、制剂、贸易收入分别占比 61.6%，12.6%、24.0%。2025 年公司原药销量 11.35 万吨，同比增长 13.62%，自 2021 年以来年均增长 7.12%；2026 年前三季度，公司原药销量 9.06 万吨，同比增长 5.01%。公司原药销售均价自 2022 年以来有所下降，2024-2026Q3 销售均价基本企稳，底部盘整。

图 1：近几年公司营业收入及增速



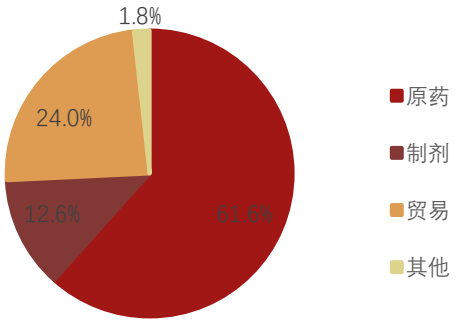
资料来源：Wind、招商证券

图 2：近几年公司归母净利润及增速



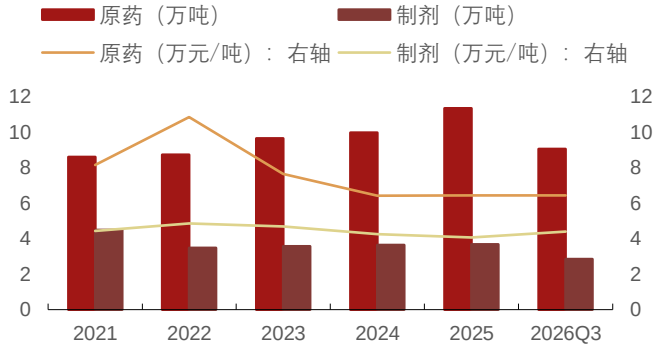
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2025 年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind、招商证券

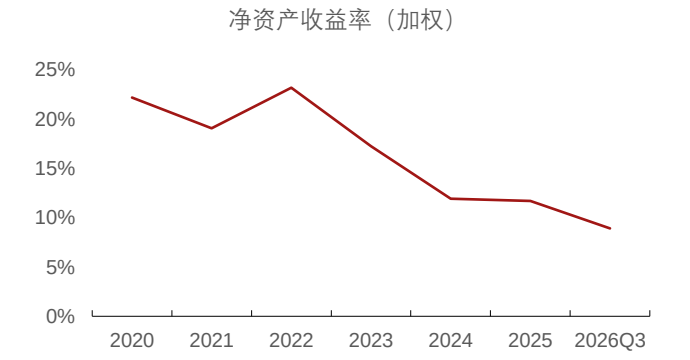
图 4：近几年公司原药制剂销量和价格



资料来源：Wind、招商证券

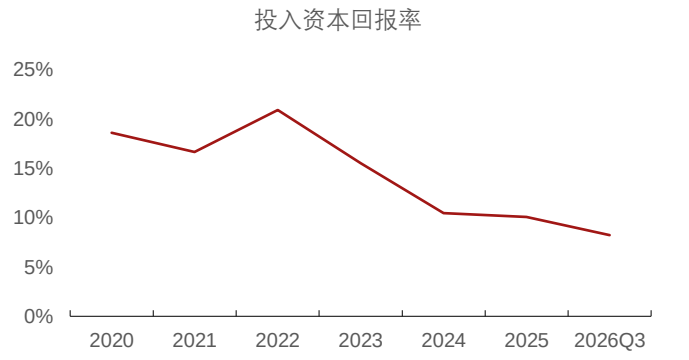
公司盈利能力稳中有增，费用管理能力进一步增强。2026 年前三季度，公司经营业绩同比稳中有增，净资产收益率 8.91%，同比下降 0.72 pct，投入资本回报率 8.23%，同比下降 0.15pct。2026 年前三季度，公司销售毛利率 22.38%，同比提高 0.03pct，归母净利率 11.56%，同比提高 0.03 pct，尽管全球农化行业仍处于下行通道，但公司盈利能力稳中有增，具有较强的抗周期风险能力；期间费用率 8.53%，同比下降 0.67pct，费用管控能力较强。

图 5：近几年公司净资产收益率



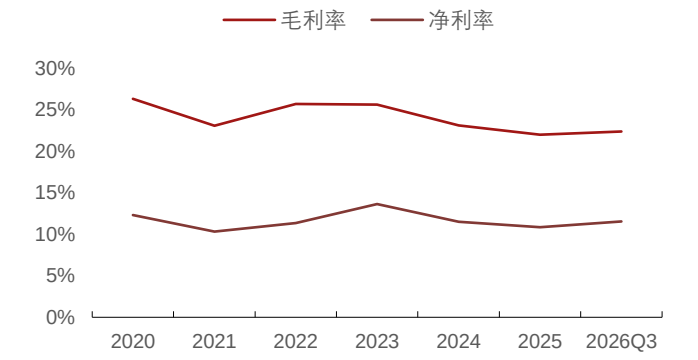
资料来源：Wind、招商证券

图 6：近几年公司投入资本回报率



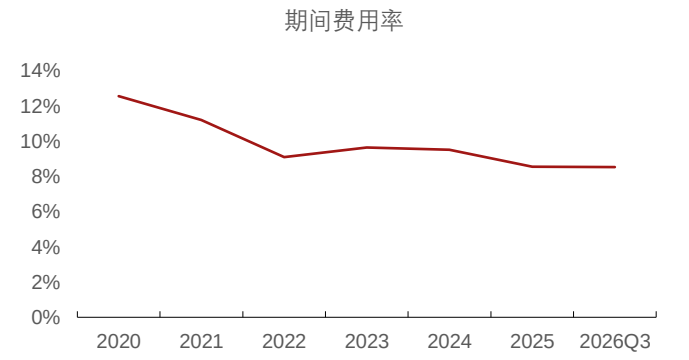
资料来源：Wind、招商证券

图 7：近几年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

图 8：近几年公司期间费用率情况



资料来源：Wind、招商证券

2026 年公司上下聚力攻坚，紧扣年度经营目标和战略事项，全力打好六场攻坚

仅供内部参考，请勿外传！

战。

一是加强市场攻坚，销售业绩稳中有增。公司主动争取机会，扩大原药销售，营销人员加大市场走访，发挥产品组合优势，满足客户多样化需求；深挖协同潜力，带动销量增长，公司持续深化外部协同，加大贸易业务内部协同，协同业务销售量、销售金额均同比增长。

二是加强生产攻坚，提产增效成果显著。生产系统以市场需求为导向，把提产、降耗、控费作为管控目标，2026 年前三季度生产原药 9.06 万吨，同比增长 5.01%。围绕增产增效，抓好重点品种生产，进一步挖潜核心产品产能；抓好瓶颈工序提产，通过工艺改进、装备改造，满足市场对紧缺产品需求；抓好制剂产量提升，强化生产过程管理，制剂加工人效同比增长。围绕降本增效，抓好原料降耗，把历史最低单耗作为管控基准进行跟踪监控，持续实施降耗重点项目；抓好能耗节支，识别改善机会，持续加大物理绿电使用，继续加大先进装备的推广应用；抓好采购降本，持续优化供应商队伍，继续做好市场分析研判，加强避峰吸谷。

三是加强研发攻坚，创新突破纵深推进。公司把科技创新作为推动高质量发展的头等大事，实施“科改行动”，启动“研发加速器”计划，推动研发提速增效。围绕原始创新，加快创制新药商业化进程，继续推进专利布局，上半年获得国内外专利授权 24 件。围绕技术革新，加大工艺持续改进，加快优创产品技术优化，加速差异化制剂产品开发。围绕研发提速，启动研发加速器计划。优化研发组织架构，提升了研发执行效率；完善研发评审机制，促进提高研发转化的质量；完善薪酬激励机制，强化收益与贡献挂钩。围绕平台及团队能力建设，公司创成一个重点实验室，农研公司获评国家知识产权示范创建企业；参与制定团体标准 3 项、国家标准 2 项、行业标准 1 项；主持制定团体标准 1 项。

四是加强工程攻坚，项目建设稳步实施。公司继续以优创项目为重点，同步推动优士、科创项目。上半年，优创公司一期一阶段产品产能得到有效释放，优创业绩快速攀升，二阶段产品调试拿出合格产品；二期项目已开始启动报批，另有多项重点项目正在稳步推进。

五是加强 HSE 攻坚，安全环保守牢底线。公司把安全生产、绿色发展作为开展各项工作的前提，认真推动 FORUS 体系在公司落地，持续提升 HSE 管理水平。在安全生产上，扎实开展 FOURS 星级企业创建，扎实推进治本攻坚任务，持续提升本质安全水平，加强应急能力建设。在治污降碳上，加大治污攻坚力度，加强节能低碳工作。

六是加强管理攻坚，基础管理持续夯实。公司扎实开展树立和践行正确政绩观学习教育，认真抓好学查改建；抓好改革创新，持续深化三项制度改革，持续压减管理层级；抓好班组建设和人才建设；实施年度分红，派发现金红利 2.89 亿元，上市后累计分配现金红利 31.21 亿元，派息融资比达 337.23%；持续主动披露 ESG 报告，WindESG 评级由“A”提升至“AA”。

二、上半年为销售旺季，三季度季节性下降

农药产品作为农作物刚性需求，具有较强的季节性。从用药时间看，农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。公司目前原药销售比重较大，因此上半年是本公司销售旺季，第三季度收入将呈现季节性回落。同时，农药行业受气候条件的影响较大，复杂多变的气候将影响农作物的种植，进

仅供内部参考，请勿外传！

而影响农药的需求。公司将努力丰富农药品种，做大农药市场，依托多品种、多市场对冲消化气候带来的不利影响。

表 1：单季度经营业绩回顾

（百万元）	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
营业收入	2523	2317	2419	3241	2993	2923	2714	3467	3139	2528
营业毛利	608	545	486	799	675	294	256	501	482	248
营业费用	55	60	66	50	50	63	62	47	58	63
管理费用	133	144	86	110	111	111	121	100	97	100
研发费用	93	81	109	79	88	111	115	80	109	95
财务费用	-25	-7	-31	(12)	(25)	(15)	(2)	16	6	8
营业利润	388	299	226	518	437	294	266	487	468	296
归母净利润	334	263	176	435	371	250	231	407	383	266
EPS（元）	0.82	0.65	0.43	1.07	0.92	0.62	0.57	1.00	0.95	0.66
主要比率										
毛利率	24.1	23.5%	20.1%	24.6%	22.5%	19.6%	20.8%	21.8%	24.4%	20.7%
营业费用率	2.2%	2.6%	2.7%	1.5%	1.7%	2.1%	2.3%	1.4%	1.8%	2.5%
管理费用率	5.3%	6.2%	3.5%	3.4%	3.7%	3.8%	4.5%	2.9%	3.1%	4.0%
研发费用率	3.7%	3.5%	4.5%	2.4%	3.0%	37.6%	45.1%	16.0%	22.6%	38.5%
财务费用率	-1.0	-0.3%	-1.30%	-0.4%	-0.8%	-0.6%	-0.1%	0.5%	0.2%	0.3%
营业利润率	15.4	12.9%	9.3%	16.0%	14.6%	0.2%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%
有效税率	13.9	11.1%	20.4%	15.2%	15.6%	15.7%	12.0%	16.5%	17.8%	10.0%
净利率	13.2	11.3%	7.3%	13.4%	12.4%	8.5%	8.5%	11.7%	12.2%	10.5%
YoY										
收入	-1.7	5.0%	9.8%	2.04%	18.63%	26.15%	12.20%	6.99%	4.87%	-13.51%
归母净利润	-9.6	10.9%	-13.7%	1.35%	11.06%	-5.01%	30.81%	-6.41%	3.20%	6.48%

资料来源：Wind、招商证券

公司产品主要分为农药原药和农药制剂。2026 年前三季度，公司原药收入 58.4 亿元，同比增长 7.9%，销量 9.1 万吨，同比增长 5.0%，销售均价 6.44 万元/吨，同比上涨 2.77%；制剂收入 12.6 亿元，同比下降 5.0%，销量 2.85 万吨，同比下降 14.1%，销售均价 4.40 万元/吨，同比上涨 10.62%。从单季度看，2026 第三季度公司农药原药收入 17.53 亿元，销量 2.91 万吨，销售均价 6.02 万元/吨；农药制剂收入 1.56 亿元，销量 0.44 万吨，销售均价 3.55 万元/吨，公司农药制剂主要在国内销售，每年一季度为用药最旺的季节，随后逐季减少。

表 2：单季度主要业务收入构成

收入分布	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
原药										
收入（百万元）	1599	1497	1598	1806	1849	1753	1907	2063	2022	1753
销量（万吨）	2.50	2.61	2.38	2.87	2.80	2.96	2.72	3.24	2.91	2.91
均价(万元/吨)	6.39	5.74	6.71	6.30	6.59	5.92	7.02	6.36	6.94	6.02
制剂（不折百）										
收入（百万元）	342	184	158	871	300	153	174	796	305	156
销量（万吨）	1.31	0.62	0.21	1.54	1.27	0.51	0.36	1.46	0.95	0.44
均价(万元/吨)	2.61	2.96	7.62	5.66	2.36	2.98	4.84	5.45	3.19	3.55

资料来源：公司公告、招商证券

三、农药行业蕴含由刚需支撑的结构性机遇

2026 年上半年，全球经济复苏持续放缓。中东地缘冲突反复发酵，霍尔木兹海

仅供内部参考，请勿外传！

峡航运受阻，扰动全球能源供应格局，多数经济体通胀回升，金融市场波动加剧，叠加大国战略博弈，国际贸易环境不确定性攀升。世界银行在 2026 年 6 月更新的《全球经济展望》中预测，全球经济增速将由 2025 年的 2.9%降至 2026 年的 2.5%，创疫情以来最低增速，全球经济增长面临严峻挑战。农药作为农产品保产增收的重要保障，是农业生产中不可缺少的生产资料。长期以来，农药对控制病虫草害、保护农作物安全生长、提高作物产量、促进国民经济持续稳定发展等发挥了极其重要的作用。

报告期内农药企业经营面临多重挑战。一是地缘政治冲突引发原油、天然气等能源价格波动频繁，叠加航运效率下滑、运费上涨等，推升原药综合成本；二是农药市场终端需求增长乏力，原药价格短暂冲高后快速回落，上下游成本传导受阻，持续挤压企业盈利空间；三是全球贸易保护主义升温，各国货币政策分化，人民币持续走强，出口企业汇兑损失风险增加；四是厄尔尼诺事件快速发展，高温、旱涝等极端天气多发，扰乱作物种植与病虫害防治节奏，影响农业生产与农药经营。

产能供应方面，国内新增产能集中释放，国家统计局数据显示 2026 年 1-6 月全国化学农药折百产量同比增长 7.3%，供应总量持续攀升。同时，印度农化企业产能扩张，其出口份额及特定品种定价影响力不断提升，持续分流国内企业国际市场空间。终端市场方面，全球粮食价格小幅回暖但整体仍在低位徘徊，叠加化肥等农资成本上涨扰动农药市场需求。

尽管面临经济周期下行的挑战，农药行业仍蕴含由刚需支撑的结构性机遇：一是粮食安全战略地位凸显，国家密集推出强农惠农政策，并加强法规标准建设，推动农药行业向创新、绿色、高质量方向转型。二是全球粮食需求韧性显现，全球人口增长叠加发展中国家膳食结构升级，饲粮、经济作物等种植需求稳步提升，巴西、美国等主产国种植面积整体趋稳，夯实农药需求基本盘。三是国内“双碳”、安全生产、农药登记、“反内卷”等多重政策约束，加速落后低效产能出清，行业供需格局将进一步优化。四是国内农药自主创制能力稳步提升，数字化、智能化技术与农药研发、生产、施用的融合进一步深化，为行业高质量发展注入新动能。

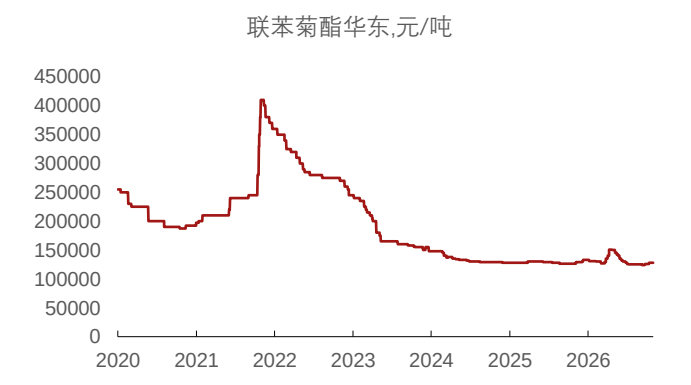
综合来看，在复杂多变的环境中，具有强大品牌和市场影响力、研发与管理创新力、研产销一体化，本质安全及 HSE 水平领先、高水平工程建设、坚持降本增效、卓越运营的龙头企业将获得长期稳定向好的发展空间。

图 9：近几年草甘膦价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：近几年联苯菊酯价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

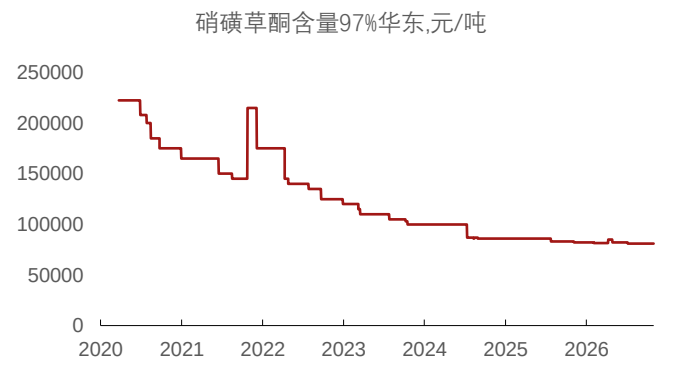
仅供内部参考，请勿外传！

图 11：近几年功夫菊酯价格情况



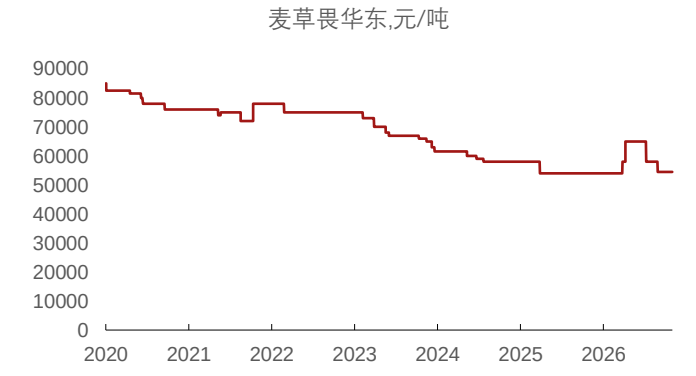
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 12：近几年硝磺草酮价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：近几年麦草畏价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 14：近几年烯草酮价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

四、公司具有较强的核心竞争力

公司是国家重点高新技术企业，国内农化上市公司头部企业，全球拟除虫菊酯原药核心供应商。核心品种拟除虫菊酯品种、规模名列全国农药行业第一，是全国制造业单项冠军产品，获中国工业领域最高奖---中国工业大奖。公司通过多年积累和传承，打造了六大核心竞争力。

仅供内部参考，请勿外传！

图 15：公司核心竞争力



资料来源：公司公告、招商证券

本土化科技创新能力。公司秉持“创新目标国际化、创新课题市场化、创新成果商品化”的研发思路，坚持“研制一代、开发一代、储备一代”战略，形成了国内领先的农药创新研发能力。公司从菊酯产品起步，依托自主创新，在多项菊酯关键技术上取得突破，打破了跨国公司在中国市场的多年垄断，填补国内技术空白 20 项。菊酯产品从起初的 2 个增加到 50 多个，形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树，菊酯产品关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用。公司自主创制水平居行业领先，3 个自主创制品种年销售额超过亿元。

快速的工程转化能力。公司经过多年积淀，拥有一支集工程设计、施工、管理全流程的技术团队，具备工程快速转化的能力，产业化质量、效率在行业内保持领先。熟练掌握多种危险工艺工程转化技术：国家重点监管涉及的精细化工的 13 种危险化工工艺，公司均有较深入的研究，其中 11 种已建成工业化装置，突破了新型反应器创新技术在高危工艺上的应用，本质安全的管控水平处于行业领先。

卓越的生产运营能力。公司在产原药涉及杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等约 70 个品种，总产能超 10 万吨。公司具有良好的成本控制、质量管控和自动化、信息化能力，劳动生产率处于国际领先水平。近年来，公司积极推进“智改数转”工作，以江苏优嘉为试点，通过对生产运营系统的全面集成，数字化工厂初具雏形。公司获评中国轻工业数字化转型先进单位，江苏优士、江苏优嘉入选工信部《5G 工厂名录》，江苏优嘉创成国家卓越级智能工厂、江苏省两化融合贯标示范 3A 企业。

超越合规的绿色发展能力。公司拥有行业领先的三废处理能力。废水处理采用自主研发技术，国内首次实现高浓废水直接处理；废气处理采用进口 RTO 焚烧炉，处理效率达 99.8%以上；固废处理采用固废焚烧装置，排放水平达欧盟 2000 标准，率先在国内同行实现化学品全生命周期管理。公司旗下江苏优士、江苏优嘉、沈阳科创 3 家原药工厂均创成工信部“绿色工厂”。江苏优嘉被评为“江苏省绿色发展领军企业”。

全球知名的品牌影响力。公司深耕农化市场多年，强大的研产销一体化运营能力提升了公司的市场竞争力。公司卫生用药拥有完整的产品体系，是国内外众多下游企业的首选品牌，国内和东南亚市场占有率从不足 5%提升并保持在 70%左右，

仅供内部参考，请勿外传！

是全球第二大卫药供应商。公司积极融入全球农药产业链，公司稳定的供货能力、出色的成本控制、齐全的品种优势、诚信负责的经营作风，得到了国际农化跨国公司的普遍认同，目前公司与多家全球农药跨国公司保持良好合作，成为全球农化市场不可或缺的核心供应商。

担当实干的创业团队。公司拥有一支“甘于奉献、敢打硬仗”的创业团队，是一支“专业互补、门类齐全、勤勉实干、忠诚担当”的骨干队伍，公司员工与企业“同呼吸共命运”，具有强烈的主人翁意识、高度的企业忠诚度以及顽强拼搏的精神。

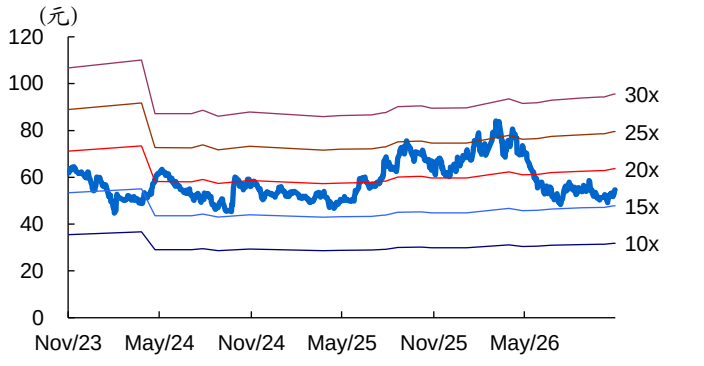
五、风险提示

1、产品价格下跌。公司所从事的农药行业总体具有一定的周期属性，产品种类较多，部分产品价格较为平稳，仍有部分品种可能会因自身供需关系的变化带来价格下跌风险，进而影响公司业绩。

2、原材料价格上涨。公司产品上游原材料包括多种大宗基础化工品，会受到周期波动影响，如果上游原材料价格大幅上涨，而公司产品价格向下游传导不顺畅，可能会对公司业绩带来不利影响。

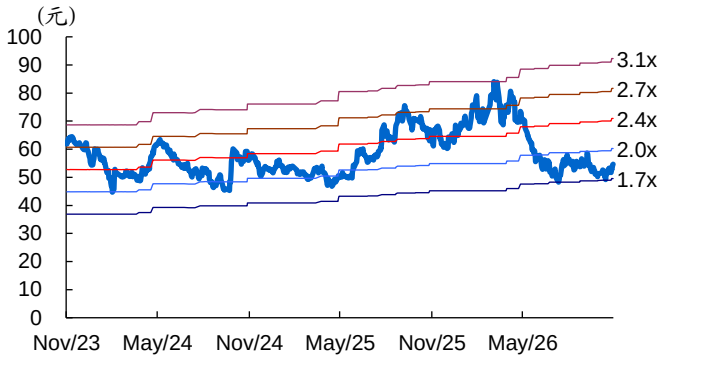
3、新项目投产不及预期。新项目投产时间受到审批、工程建设、设备购置进度、调试等多方面因素影响，如果投产不及预期会影响公司业绩。

图 16：扬农化工历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 17：扬农化工历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7182	8578	9511	11025	12707
现金	1618	1332	1837	2552	3415
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	662	774	822	910	1000
应收款项	1931	2848	3004	3326	3655
其它应收款	44	68	72	80	88
存货	1105	1027	1087	1187	1291
其他	1821	2529	2689	2970	3259
非流动资产	10483	9609	9753	9876	9980
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5612	5830	6034	6209	6360
无形资产商誉	600	580	522	470	423
其他	4271	3198	3198	3197	3197
资产总计	**17665**	**18187**	**19265**	**20901**	**22687**
流动负债	6629	6224	6372	6728	7027
短期借款	1192	911	755	668	504
应付账款	4463	4462	4760	5194	5649
预收账款	142	82	87	95	104
其他	831	769	769	770	770
长期负债	493	489	489	489	489
长期借款	0	0	0	0	0
其他	493	489	489	489	489
负债合计	**7122**	**6712**	**6861**	**7217**	**7516**
股本	407	405	404	404	404
资本公积金	629	671	671	671	671
留存收益	9500	10390	11321	12600	14086
少数股东权益	7	7	8	9	10
归属于母公司所有者权益	10536	11467	12396	13675	15162
负债及权益合计	**17665**	**18187**	**19265**	**20901**	**22687**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2155	2217	2055	2125	2409
净利润	1203	1287	1318	1609	1890
折旧摊销	706	807	861	883	902
财务费用	(8)	(36)	37	25	11
投资收益	(3)	0	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	272	144	(125)	(358)	(359)
其它	(16)	14	2	4	4
投资活动现金流	(2193)	(892)	(969)	(969)	(969)
资本支出	(1835)	(961)	(1006)	(1006)	(1006)
其他投资	(358)	69	38	38	38
筹资活动现金流	172	(724)	(581)	(441)	(578)
借款变动	228	(442)	(156)	(86)	(165)
普通股增加	0	(1)	(1)	0	0
资本公积增加	21	42	0	0	0
股利分配	(358)	(374)	(386)	(329)	(402)
其他	280	51	(37)	(25)	(11)
现金净增加额	134	601	506	715	863

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10435	11870	12609	13958	15340
营业成本	8023	9260	9879	10780	11725
营业税金及附加	35	46	48	54	59
营业费用	232	224	238	264	290
管理费用	468	453	416	461	506
研发费用	358	393	403	447	491
财务费用	(65)	(55)	37	25	11
资产减值损失	(34)	(72)	(72)	(72)	(72)
公允价值变动收益	(3)	2	2	2	2
其他收益	65	37	37	37	37
投资收益	3	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	1413	1515	1552	1894	2223
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	12	8	8	8	8
利润总额	1406	1511	1548	1890	2220
所得税	203	225	230	281	330
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司净利润	1202	1286	1317	1608	1889

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-9%	14%	6%	11%	10%
营业利润	-24%	7%	2%	22%	17%
归母净利润	-23%	7%	2%	22%	17%
获利能力					
毛利率	23.1%	22.0%	21.6%	22.8%	23.6%
净利率	11.5%	10.8%	10.4%	11.5%	12.3%
ROE	11.9%	11.7%	11.0%	12.3%	13.1%
ROIC	10.5%	10.3%	10.6%	11.9%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	36.9%	35.6%	34.5%	33.1%
净负债比率	6.8%	5.0%	3.9%	3.2%	2.2%
流动比率	1.1	1.4	1.5	1.6	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.0	8.7	9.3	9.5	9.5
应收账款周转率	4.1	3.8	3.4	3.5	3.5
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	2.97	3.18	3.26	3.98	4.67
每股经营净现金	5.33	5.49	5.09	5.26	5.96
每股净资产	26.07	28.38	30.68	33.84	37.52
每股股利	0.68	0.96	0.81	0.99	1.17
估值比率					
PE	18.4	17.2	16.8	13.7	11.7
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.4	12.1	11.1	9.7	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。