



农药拐点将至，优创项目助力成长

投资要点

- **推荐逻辑：**农药价格逐步复苏，公司优创项目开始放量，有望迎来量价齐升：1) 公司是国内农药龙头企业，产品布局完善，优创一期规划 15650 吨农药原药产能，未来增量可期；2) 2025 年以来农药价格逐步修复，草甘膦等主要农药原药价格开始上行，根据中农立华原药指数，截至 11 月 30 日，农药原药指数报 73.85，较年初上涨 1.32%。伴随农药价格企稳复苏，公司作为龙头有望充分受益；3) 公司菊酯产业链配套完善，优创项目投产，功夫菊酯（高效氯氟氰菊酯）产能从 5500 吨/年增加至 8500 吨/年，巩固菊酯优势地位。
- **农药龙头全品类布局，产能突破 10 万吨。**公司成立于 1999 年，背靠先正达集团，是国内农化行业头部企业。公司是全球拟除虫菊酯原药核心供应商，产品规模位居国内首位。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，是公司的特色品种。经过多年发展，随着优士、优嘉、优创等项目建成投产，公司目前已经实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等多品类布局，在原药品种接近 70 个，总产能超过 10 万吨。2024 年公司原药产、销量分别为 96913.34 吨、99872.64 吨，分别同比 6.67%、3.50%。随着优创项目的放量，今年产销情况有望继续向好。
- **供需格局优化，农药价格企稳反弹。**自 2022 年开始，多数农药价格从高点持续回落，价格有较大幅度的调整。伴随海外库存持续去化，国内低效产能的出清，农药市场供需格局持续优化。2024 年以来农药产量增速开始回落，2025 年增速维持在 10% 以内。农药 PPI 也从 2024 年开始从底部反弹。根据中农立华数据，原药指数已有反弹趋势，除草剂等品类也有所改善。政策端持续收紧，一品一证政策落地，行业规范进行中，登记证丰富的龙头企业有望受益。
- **产业链布局完善，优创项目巩固龙头地位。**菊酯：菊酯关键中间体贵亭酸甲酯供给扰动，菊酯现货偏紧价格反弹，公司农药中间体配套完善，叠加优创项目投产产能增加，有望充分受益菊酯价格修复。草甘膦：2025 年行业供给相对平稳，下游需求回暖，草甘膦价格持续修复；麦草畏：美国复批麦草畏，需求有望逐步打开。杀菌剂：3000 吨吡唑醚菌酯技改项目推进中，有望贡献增量。
- **盈利预测与投资建议。**公司是国内原药龙头企业，目前已经实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等多品类布局，在原药品种接近 70 个，总产能超过 10 万吨。公司是全球菊酯核心供应商，具备一体化生产优势，当前菊酯价格基本企稳，随着供需关系持续改善，价格有进一步修复空间。公司优创项目顺利投产，功夫菊酯、烯草酮等优势产品有望带来可观利润增量，未来成长空间可期。综合以上，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 13.86%，给予 2026 年 22 倍 PE，目标价 84.70 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**农药销售不及预期的风险；原材料成本上涨风险；极端天气风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	104.35	116.50	125.55	132.08
增长率	-9.09%	11.65%	7.77%	5.20%
归属母公司净利润（亿元）	12.02	13.61	15.59	17.74
增长率	-23.19%	13.23%	14.57%	13.77%
每股收益 EPS（元）	2.97	3.36	3.85	4.38
净资产收益率 ROE	11.41%	11.70%	12.11%	12.41%
PE	23	21	18	16
PB	2.67	2.42	2.18	1.97

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
电话：13122028826
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.05
流通 A 股(亿股)	4.04
52 周内股价区间(元)	48.26-77.14
总市值(亿元)	281.26
总资产(亿元)	186.19
每股净资产(元)	27.80

相关研究

1. 扬农化工（600486）：农药龙头经营韧性强，2025 上半年业绩同比保持增长（2025-08-29）

投资要件

关键假设

假设 1: 公司优创项目布局有 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品等, 产品布局多元且规模较大, 在巩固原有优势品种的同时, 也在拓展新品种。随着优创项目开工率提升, 公司原药产销量有望持续增加, 同时农药供需格局持续优化, 农药价格仍有修复空间。成本端, 公司菊酯等产品具有一体化产业链, 能够有效抵御中间体供应波动带来的涨价风险, 保障生产稳定性和开工率, 同时公司对所需原材料的供应商进行严格筛选, 建立合格供应商管理体系, 在合理的价格下, 保障原材料的质量。综合以上, 预计 2025-2027 年原药营业收入增长率分别为 15.1%、11.0%、6.8%; 毛利率分别为 26.8%、27.8%、29.0%。

假设 2: 公司围绕核心产品, 强化品牌优势和渠道管理, 聚焦核心客户, 在植物营养产品和新品市场积极布局, 实现多个制剂新品产业化。同时公司加速差异化制剂产品开发, 加强外环境、家卫、农用等不同剂型研究, 提升研发效率, 加快技术成果产业化和装备技术提升, 加强创新体系建设。公司制剂业务有望保持平稳增长, 盈利水平维持在较好水平。综合以上, 预计 2025-2027 年制剂营业收入增长率分别为 3.3%、6.3%、5.9%; 毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

区别于市场的观点

市场认为农药价格已经低迷多年, 公司主营产品菊酯、麦草畏等产品价格仍位于中低水平, 公司优创项目处于放量初期, 增量相对有限。

我们认为当前农药价格确实处于历史较低水平, 在过去一段时间, 行业利润被压缩, 部分企业已经出现亏损情况, 一些中小型企业面临经营压力, 存在装置停工的现象。随着落后产能退出, 以及需求端稳健增长, 农药行业供需格局有望逐步改善。我们认为公司未来业绩增长主要来自以下两方面: 1) 农药价格复苏。农药价格自 2022 年高点以来已经调整接近 3 年, 目前价格底部基本确认, 在成本支撑下, 未来价格有望回暖。2025 年 2 季度, 草甘膦价格开始修复上行, 作为全球最大品种除草剂, 草甘膦价格修复对农药行业释放了积极信号。随着农药供需改善, 价格有望修复, 公司作为农药龙头将充分受益。2) 公司优创项目迎来放量阶段。优创项目在巩固公司菊酯产能优势的同时, 也在拓展例如双酰胺类杀虫剂, 以及承接先正达的创制品种生产, 多元化布局也能平抑整体营收波动。公司具有行业领先的工程转化能力, 优创项目从建设到投产依旧保持较快工程进度。公司具备优秀的产品品质和客户渠道, 项目达产后有望较快达到满产状态, 贡献稳定利润。

股价上涨的催化因素

农药价格修复: 公司是国内农药原药龙头企业, 具有联苯菊酯产能 4600 吨/年, 功夫菊酯产能 8500 吨/年, 截至 2025 年 12 月 31 日联苯菊酯, 功夫菊酯价格分别为 13.3 万元/吨、11.5 万元/吨, 分别较年初上涨 3.91%、6.48%, 未来随着供需关系转好, 价格有望上行, 业绩修复空间大。

优创项目放量: 公司优创项目布局 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品, 随着开工率提升, 公司原药产销增量可期。

估值和目标价格

公司是国内原药龙头企业，目前已经实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等多品类布局，在产原药品种接近 70 个，总产能超过 10 万吨。公司是全球菊酯核心供应商，具备一体化生产优势，当前菊酯价格基本企稳，随着供需关系持续改善，价格有进一步修复空间。公司优创项目顺利投产，功夫菊酯、烯草酮等优势产品有望带来可观利润增量，未来成长空间可期。综合以上，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 13.86%，给予 2026 年 22 倍 PE，目标价 84.70 元，维持“买入”评级。

投资风险

农药原药销售不及预期的风险：全球经济增长放缓，需求疲弱，叠加贸易保护主义抬头，以及关税政策的扰动，不确定性因素显著增加。虽然农药需求相对刚性，但也会受到一定影响。

原材料成本上涨风险：公司原材料多是基础化工产品，与上游能源以及大宗商品相关，地缘冲突会冲击全球供应链与航运效率，导致大宗商品及原油价格剧烈波动，进而对公司成本产生影响。

极端天气风险：天气情况影响农业种植，近年巴西洪灾、东南亚干旱等极端天气频发，对于全球农业生产与农药经营造成不利影响。若恶劣天气增加，将影响全球农药需求。

目 录

1 公司概况：农药龙头全品类布局，优创项目放量可期.....	1
2 行业分析：农药基本面持续优化，“一证一品”政策落地有望改善行业格局.....	3
3 公司分析：农药产品丰富，产业链布局完善.....	6
3.1 杀虫剂：菊酯一体化配套完善，价格逐步回暖.....	7
3.2 需求旺盛供给稳定，草甘膦价格修复.....	10
3.3 麦草畏重新获批，用药需求有望回暖.....	14
3.4 优创项目放量，开启创业新时代.....	16
4 财务分析：2025 前三季度利润维持增长，农药原药毛利率稳健.....	18
5 盈利预测与估值.....	20
5.1 盈利预测.....	20
5.2 绝对估值.....	21
5.3 相对估值.....	22
6 风险提示.....	23

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 股权结构 (截止 2025 年三季报)	3
图 3: 中农立华原药指数	3
图 4: 农药原药月度产量	4
图 5: 中国农药制造 PPI.....	4
图 6: 农药资本开支.....	4
图 7: 农药行业毛利率、净利率改善.....	4
图 8: 我国农药出口情况 (万吨)	5
图 9: 我国农药出口价格 (USD/Kg)	5
图 10: 公司创制农药情况.....	6
图 11: 杀虫剂市场格局.....	7
图 12: 拟除虫菊酯市场规模.....	7
图 13: 功夫菊酯行业集中度 (吨)	8
图 14: 功夫菊酯月产量.....	8
图 15: 联苯菊酯行业集中度 (吨)	8
图 16: 联苯菊酯月产量.....	8
图 17: 菊酯工艺产业链.....	9
图 18: 贵亭酸甲酯价格.....	9
图 19: 菊酯行业开工率.....	10
图 20: 菊酯市场均价 (万元/吨)	10
图 21: 草甘膦结构.....	11
图 22: 草甘膦在转基因作物的应用.....	11
图 23: 全球转基因作物种植面积	11
图 24: 全球转基因性状情况 (件)	12
图 25: 草甘膦行业集中度.....	12
图 26: 草甘膦产能.....	13
图 27: 草甘膦月度产量.....	13
图 28: 草甘膦库存.....	13
图 29: 草甘膦开工率	13
图 30: 草甘膦价格价差.....	14
图 31: 麦草畏结构.....	14
图 32: 麦草畏市场.....	14
图 33: 麦草畏下游需求.....	15
图 34: 麦草畏价格.....	15
图 35: 优创项目现场情况.....	16
图 36: 氯虫苯甲酰胺价格.....	17
图 37: 烯草酮价格.....	17
图 38: 营业收入	18
图 39: 归母净利润.....	18

图 40: 营收组成 (亿元)	18
图 41: 毛利组成 (亿元)	18
图 42: 公司各板块毛利率 (%)	19
图 43: 公司各项费率维持在较低水平	19
图 44: 毛利率、净利率回升	19
图 45: 资产负债率	19
图 46: 资本支出	20
图 47: 在建工程	20

表 目 录

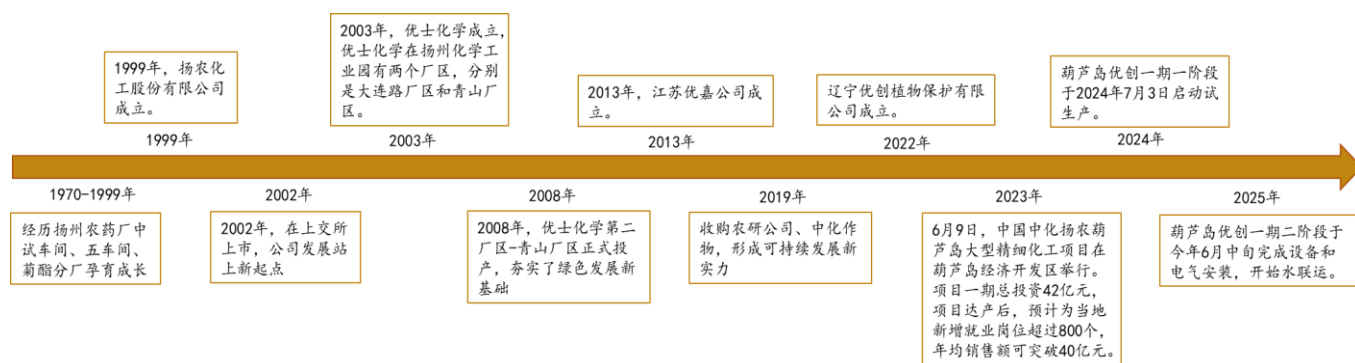
表 1: 公司主营产品情况	1
表 2: 农药“一证一品”相关文件	5
表 3: 麦草畏产能统计	16
表 4: 业务拆分	21
表 5: 绝对估值假设条件	21
表 6: FCFF 估值结果	22
表 7: 可比公司估值	22
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：农药龙头全品类布局，优创项目放量可期

菊酯杀虫剂龙头，原药品种持续丰富。公司是全球拟除虫菊酯原药核心供应商，产品规模位居国内首位，核心品种拟除虫菊酯是全国制造业单项冠军产品。公司成立以来，通过合理的产品规划，巩固原有优势品种的同时，也在不断拓宽产品种类，随着优士、优嘉、优创项目的投产，公司已经成长为全球植保龙头企业。公司目前在产原药品种接近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等四大类别，总产能超过 10 万吨。

农药龙头开启创业新征程，优创项目逐步放量。公司前身为扬州农药厂，1999 年扬农化工股份有限公司正式成立，2002 年于上交所上市。2003 年优士化学成立，奠定公司草甘膦地位。2013 年优嘉公司成立，一期项目于 2014 年投产，目前优嘉规划的四期项目全面投产，助力公司保持长久增长。2019 年，公司收购农研公司、中化作物，进一步提升科研创新能力以及市场渠道。2022 年优创公司成立，2023 年葫芦岛优创项目正式开工，总投资达到 42 亿元，农药巨头开启创业新征程，2024 年一期一阶段已经开始试生产，2025 年 6 月一期二阶段开启试生产。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

农药全品类布局，优创项目逐步放量。纵观公司产品结构，覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂等主要板块。杀虫剂：公司在杀虫剂领域布局完善，菊酯类产品种类丰富，联苯菊酯、功夫菊酯产能位居行业前列，同时布局有核心中间体贲亭酸甲酯，拥有完整的一体化产业链，成本和渠道优势显著；除草剂：公司具有草甘膦产能 3 万吨/年，公司 IDA 法工艺副产物较少，环境友好、后处理简单；杀菌剂：3000 吨吡唑醚菌酯技改项目推进中，有望贡献增量。

表 1：公司主营产品情况

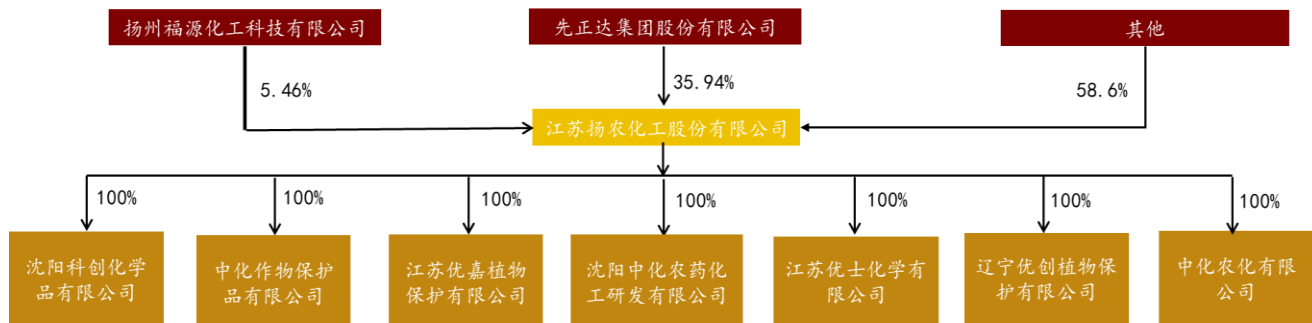
项目名称	产品名称	产能（吨/年）
优士化学	草甘膦	30000
优嘉一期	贲亭酸甲酯	1500
	联苯菊酯	800
	氟啶胺	600
优嘉二期	麦草畏	20000
	避蚊胺	50
	卫生菊酯	2600

项目名称	产品名称	产能 (吨/年)
	吡唑醚菌酯	1000
	抗倒酯	300
优嘉三期	拟除虫菊酯类	10825
	氟啶脲	200
	噁虫酮	50
	高效盖草能	500
	丙环唑	2000
	苯醚甲环唑	1000
	噻苯隆	200
优嘉四期	联苯菊酯	3800
	功夫菊酯	3000
	丙氟菊酯	50
	甲氧苄氟菊酯	50
	四氟甲醚菊酯	50
	右旋胺菊酯	360
	虱螨脲	1000
	羟派酯	200
	硝磺草酮	6000
	丙环唑	2000
	苯醚甲环唑	3000
	氟啶胺	1000
	增效剂	500
	咪草烟	1500
辽宁优创	甲氧咪草烟	200
	甲基咪草烟	100
	烯草酮	5000
	烯禾啶	250
	莎稗磷	500
	啶菌噁唑	100
	吡氟醚草胺	500
	多效唑	500
	功夫菊酯	3000
	氟唑菌酰羟胺	2500
	双酰胺类杀虫剂	1500
	一氯吡啶	2000
	环己二酮	2000
	三氯唑	3000

数据来源：公司公告，西南证券整理

背靠先正达集团，展现协同效应。先正达集团持有公司股份 35.94%，是公司控股股东。先正达集团是世界一流植保企业，业务覆盖种子、植保、作物营养、现代农业服务与数字农业以及粮食等业务领域。公司坚持专利药与次新药研发双轮驱动，未来有望在原药制造和创制研发方面与集团协同合作。

图 2：股权结构（截止 2025 年三季报）

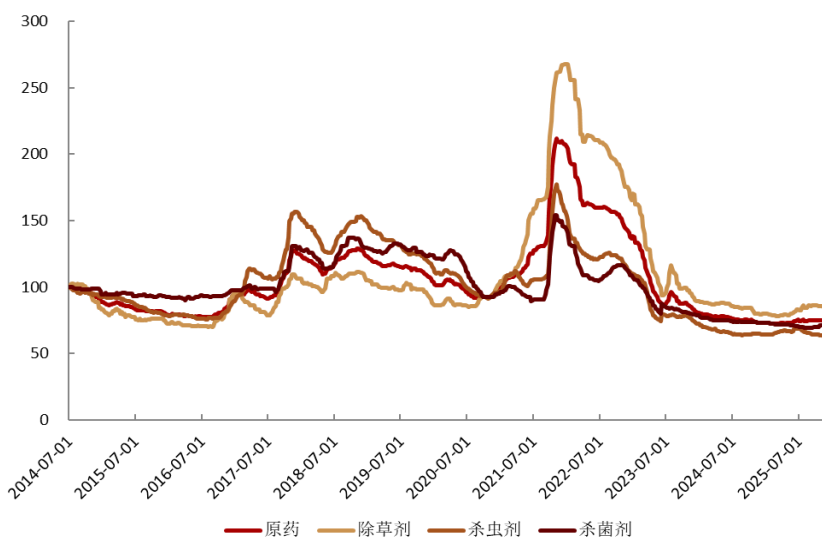


数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：农药基本面持续优化，“一证一品”政策落地有望改善行业格局

农药价格底部缓慢回升。自 2022 年开始，多数农药价格从高点持续回落，价格有较大幅度的调整。根据中农立华原药指数数据，2024 年底原药指数为 72.92，相比 2022 年初的 205.61，下滑 65%。2025 年以来伴随海外库存持续去化，国内低效产能的出清，农药市场供需格局持续优化。随着草甘膦等大类品种的价格修复，原药指数底部回升，截至 11 月 30 日，农药原药指数报 73.85，较年初上涨 1.32%。目前农药价格整体还处于较低水平，随着供需格局优化，价格仍有修复上行空间。

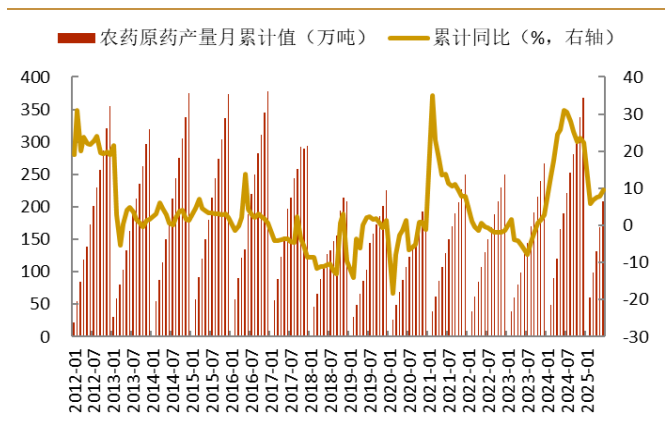
图 3：中农立华原药指数



数据来源：中农立华，西南证券整理

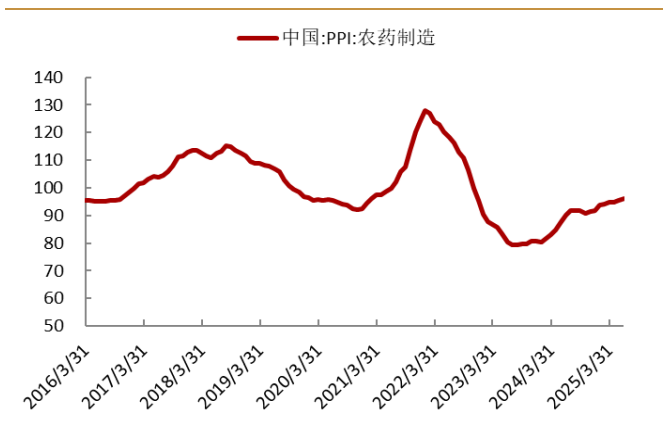
农药供给增速放缓，农药制造 PPI 持续回升。2024 年以来农药产量增速开始回落，2025 年月度增速维持在 10% 以内，2025 年前 10 月我国农药累计产量为 342 万吨，同比增长 7.9%，供给增量有所缓解。农药制造 PPI 也在逐步复苏，从 2024 年初的 80.5，修复至 2025 年 10 月的 97.8。

图 4：农药原药月度产量



数据来源：wind，西南证券整理

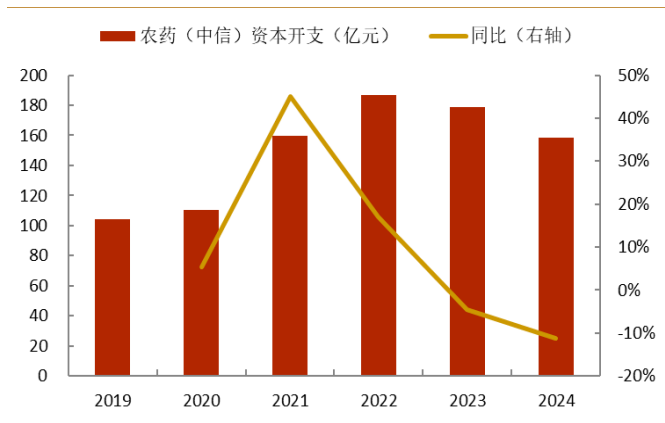
图 5：中国农药制造 PPI



数据来源：wind，西南证券整理

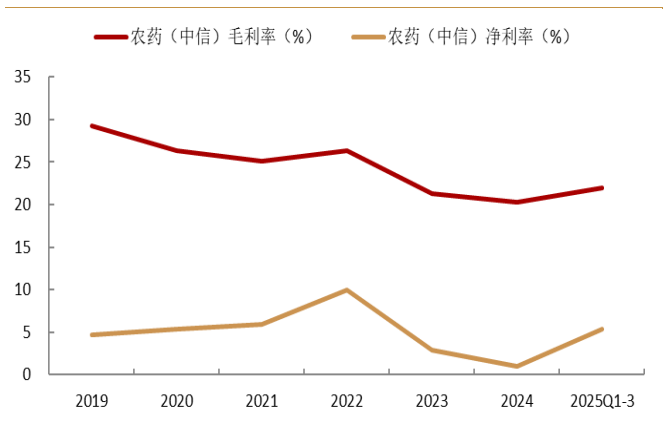
农药行业资本开支减少，利润率修复。从行业整体的资本支出的情况来看，2023、2024 连续两年农药行业资本开支增速为负，投资强度开始下行，未来供给增量相对有限。从盈利水平来看，2024 年农药行业处于近年较低水平，毛利率和净利率分别为 20.3% 和 0.96%。2025 年前三季度农药板块盈利能力显著修复，毛利率和净利率分别达到 21.96%、5.35%，同比 2024 年同期分别增长 1.46pp、2.93pp。

图 6：农药资本开支



数据来源：wind，西南证券整理

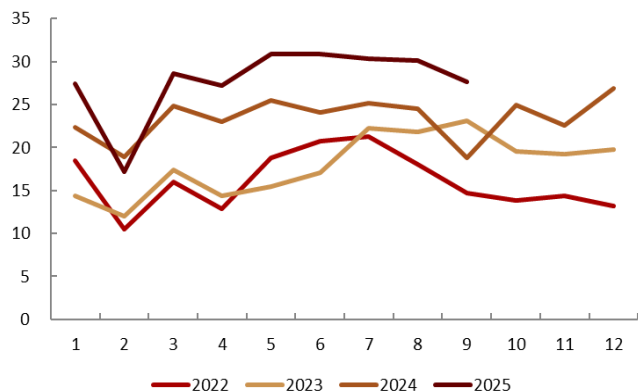
图 7：农药行业毛利率、净利率改善



数据来源：wind，西南证券整理

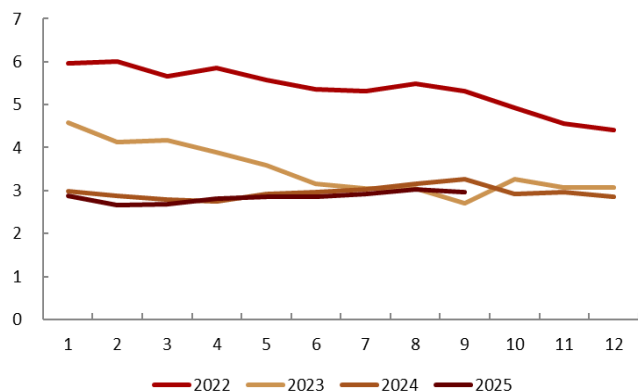
我国农药出口量呈现增长趋势，价格逐步企稳。我国是世界主要农药出口国，从近些年的出口情况来看，我国农药出口量呈现稳中有升态势 2025 年 1-9 月出口量同比增加 21%。从价格来看，经过 2022 年的高点后，近三年价格呈现下行趋势，2024 年出口价格基本平稳，今年 2 月份以来价格呈现环比回升。

图 8：我国农药出口情况（万吨）



数据来源：润丰股份年报，西南证券整理

图 9：我国农药出口价格（USD/Kg）



数据来源：润丰股份年报，西南证券整理

一证一品政策落地，行业规范加速行业整合。2023 年，农业农村部农药管理司发布了《农药标签和说明书管理办法》修订稿（征求意见稿），提出“同一生产企业仅可使用一个品牌标志或商标”，对农药企业的商标进行规范管理，“一证一品”的概念由此提出。2025 年 5 月，农业农村部农药管理司发布《农药标签标注要求征求意见稿》，通知中提到 4 方面的内容，其中第二条表示“同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标”，强调了农药生产企业登记证和标签的对应关系，不得标注受托人商标。2025 年 6 月 29 日发布的《农业农村部公告第 925 号》明确了上述的规定，并将在 2026 年 1 月 1 日开始执行。

表 2：农药“一证一品”相关文件

时间	事件/文件	关键内容
2023/6/14	《农药标签和说明书管理办法》修订稿（征求意见稿）	提出“农药标签和说明书不得使用未经注册的品牌标志或商标，同一生产企业仅可使用一个品牌标志或商标。”，“一证一品”概念提出。
2025/5/28	农药标签标注要求征求意见稿	一、农药制剂产品应当标注所用原药（母药）的登记证号和生产企业名称，相关内容可以在可追溯电子信息码中体现，由该制剂产品登记证持有人对真实性负责。 二、同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标。 三、农药产品登记用于耐除草剂作物的，应当标注适用的作物品种名称；用于耐除草剂转基因作物的，应当标注适用的作物和转化体名称。 四、农药产品使用时需要添加指定助剂的，应当标注助剂的相关信息。
2025/6/29	农业农村部公告第 925 号	明确征求意见稿的规定，并在 2026 年 1 月 1 日实施，2026 年 1 月 1 日前生产的农药产品标签和说明书与本公告不符的，在产品有效期内可继续销售。
2025/7/31	农业农村部官方政策解读	农业农村部种植业管理司（农药管理司）、法规司负责人就农业农村部第 925 号公告答记者问，对“如何理解同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标”问题进行回答，“为落实全国统一大市场建设要求，第 925 号公告规定，同一个登记证号的农药产品应当标注同样的商标，以确保全国范围内销售产品使用商标的一致性。具体而言，在符合《农药标签和说明书管理办法》第三十一条规定的前提下，同一登记证号的农药产品可以根据实际需要标注一个或多个商标，但必须保持市场销售的同一登记证号的农药产品标注商标的一致性。”
2026/1/1	政策正式实施	/

数据来源：农业农村部，西南证券整理

针对农业农村部第 925 号公告，农业农村部种植业管理司（农药管理司）、法规司负责人对部分内容进行了解答。首先是制剂所用原药的溯源问题，根据第 925 号公告要求，原药（母药）来源信息包括原药（母药）的登记证号和生产企业名称，制剂企业对原药来源负责。其次是同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，实际使用中，会出现同一登记号有多个商标，给农民选品带来困扰，第 925 号公告规定，同一个登记证号的农药产品应当标注同样的商标，以确保全国范围内销售产品使用商标的一致性。再有是对委托加工、分装的产品约束，公告明确委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标，有助于进一步规范农药市场秩序，保障农民群众知情权、选择权等权益。

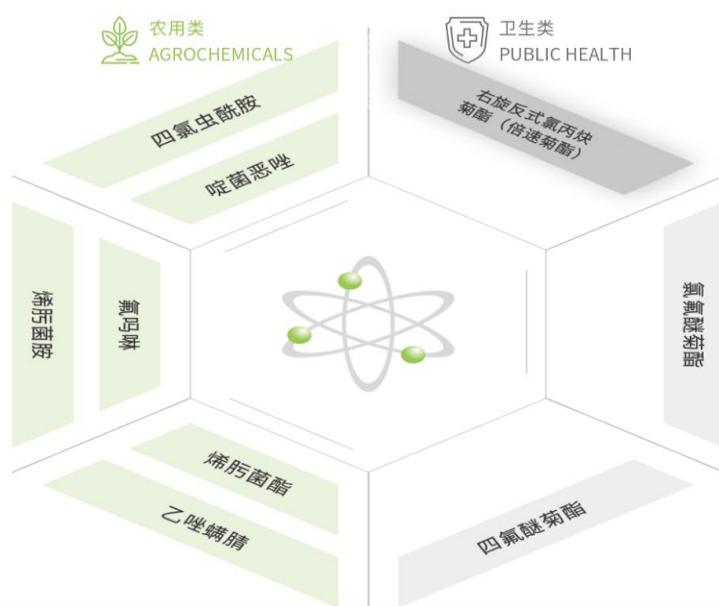
截至 2024 年底，我国在登记有效期内的农药产品数量为 47480 个（不含仅限出口产品），2024 年取得登记的农药产品数量为 2488 个，其中制剂 2325 个，原药 163 个。但是市场上的原药品种远大于这个数量，这是因为原先企业之间可以互相借证，而这种借证加工的数量在整个市场中占据了不小的份额。此次公告有望改善这类情况，没有相关登记证的小型农药企业将不被允许生产，市场份额有望向头部农药企业集中。

3 公司分析：农药产品丰富，产业链布局完善

公司杀虫剂、除草剂以及杀菌剂等品种均具有较大市场规模，使用范围广，刚需属性强，公司工艺领先具备成本优势。菊酯：公司具备核心中间体贲亭酸甲酯产能，并配套有醚醛，是国内唯一从基础化工原料开始，合成农药中间体并生产拟除虫菊酯原药的企业。麦草畏：公司是全球麦草畏主要供应商，随着美国环保署（EPA）重新批准，价格有望企稳复苏。草甘膦：公司 IDA 法环境友好，后处理简单，符合绿色发展趋势。

公司研发创新水平国内领先、国际先进，品种覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂和植物生长调节剂等四大类。氯氟醚菊酯、右旋反式氯丙炔菊酯、四氯醚菊酯、乙唑螨腈、四氯虫酰胺、氟吗啉、啉菌恶唑、烯肟菌酯、烯肟菌胺、丁香菌酯、唑菌酯、氯啉菌酯等 12 个品种为扬农研发的具有我国完全自主知识产权的创制新农药。

图 10：公司创制农药情况

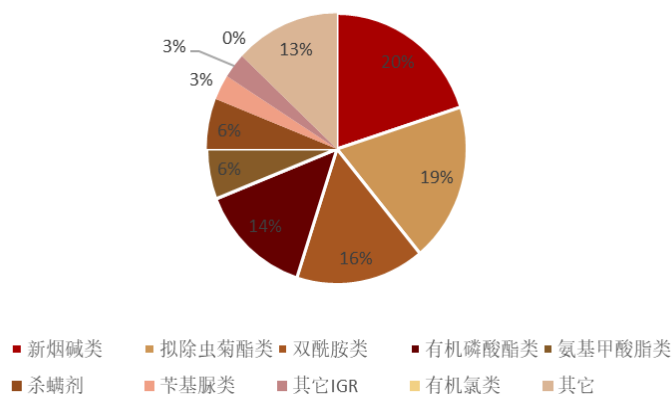


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.1 杀虫剂：菊酯一体化配套完善，价格逐步回暖

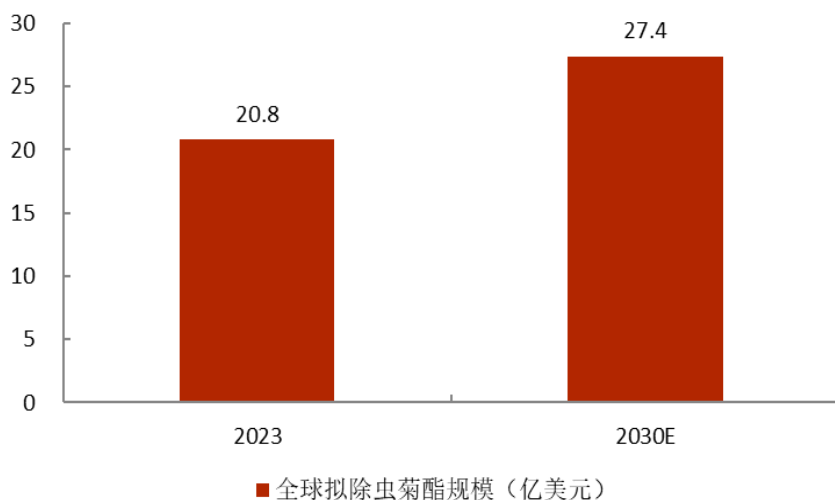
菊酯类杀虫剂具有高效、低毒特点，市场占有率靠前。菊酯类杀虫剂具有低毒、高效、易分解的特点，自上世纪 70 年代以来，逐步成为主要的杀虫剂品种，市场占有率达到 19%。在全球前 15 杀虫剂品类中，菊酯类杀虫剂占据 4 席，占据较大的市场份额。2023 年全球拟除虫菊酯市场规模约为 20.8 亿美元，2030 年全球市场规模有望达到 27.4 亿美元，复合增长率为 4%。

图 11：杀虫剂市场格局



数据来源：世界农化网，西南证券整理

图 12：拟除虫菊酯市场规模

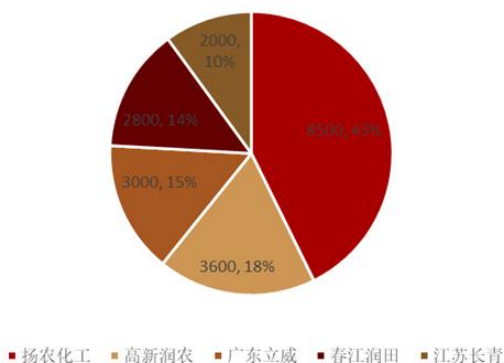


数据来源：观研天下，西南证券整理

公司是全球菊酯类杀虫剂核心供应商，公司菊酯品种、规模名列全国农药行业第一，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%。公司主要的大品类菊酯包括功夫菊酯、联苯菊酯等，均占据国内领先地位。从近些年行业产量来看，供给端存在收缩趋势，公司凭借成本和客户优势，有望进一步提升市场份额。

功夫菊酯：功夫菊酯主要用于棉花、蔬菜、烟草等农作物的保护。公司优创项目规划功夫菊酯产能 3000 吨/年，随着项目投产，公司产能增加至 8500 吨/年，市占率提升至 43%。从近年来的产量来看，菊酯行业月产量同比呈现下滑趋势，截至 2025 年 10 月，产量为 580 吨，同比下降 18.31%。

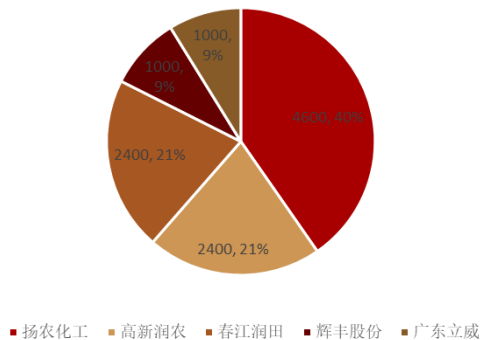
图 13：功夫菊酯行业集中度（吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

联苯菊酯：联苯菊酯由富美实开发，并于 1986 年进入市场，可用于棉花、果树、蔬菜、茶树等作物防治。公司具有联苯菊酯产能 4600 吨/年，行业占比 40%。截至 2025 年 10 月，国内菊酯行业产量为 470 吨，同比下降 12.15%。

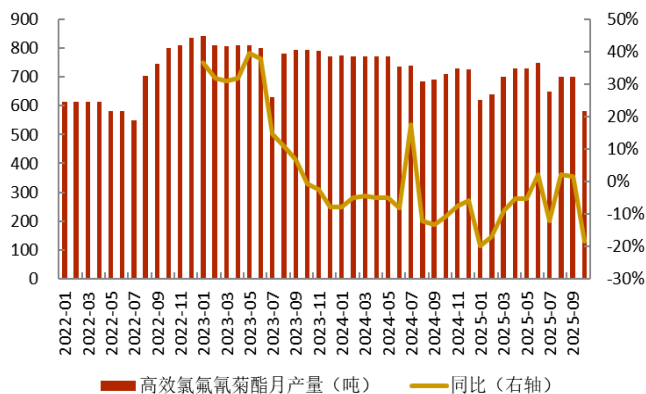
图 15：联苯菊酯行业集中度（吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

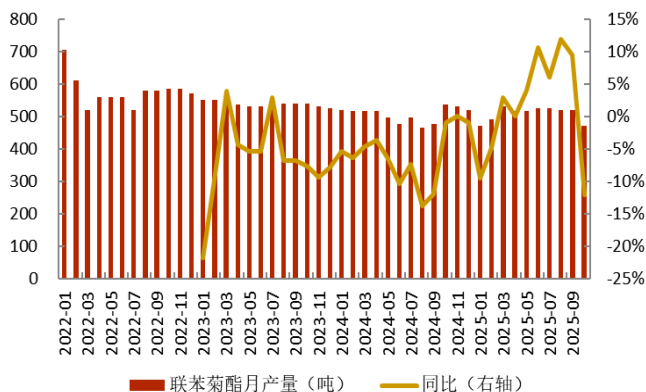
菊酯具备全产业链配套，贵亭酸甲酯价格上涨，有望从成本端推动价格复苏。贵亭酸甲酯是菊酯合成的核心中间体，几种主要的菊酯产品都需要用到该中间体。2021 年以来贵亭酸甲酯价格开始下行，并逐步稳定在 40000 元/吨左右。2025 年 10 月 27 日，安徽池州鑫泰新材料公司发生生产事故，该公司主要从事贵亭酸甲酯的生产，此次事故对供给端产生影响，截至 12 月 14 日报价 6 万元/吨。贵亭酸甲酯供给端扰动，有望从成本端推动菊酯价格上涨。公司菊酯农药中间体配套完善，有效抵御原材料价格波动，保持开工稳定性和盈利水平。

图 14：功夫菊酯月产量



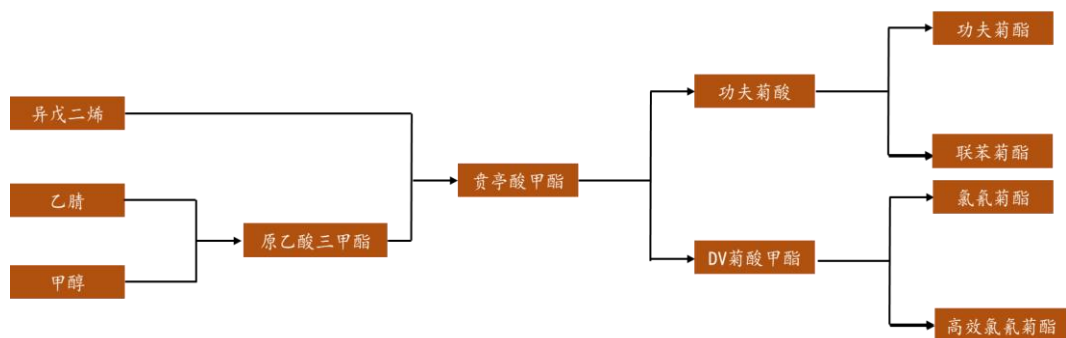
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 16：联苯菊酯月产量



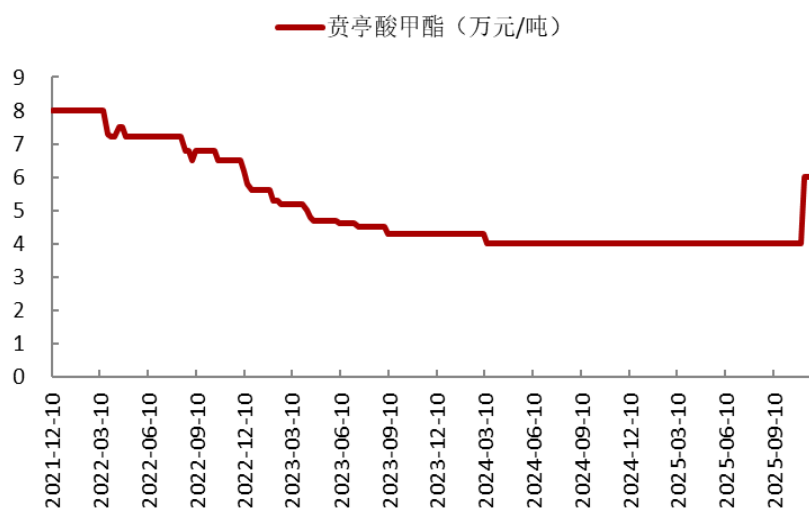
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 17：菊酯工艺产业链



数据来源：《拟除虫菊酯类农药产业链的设计》，西南证券整理

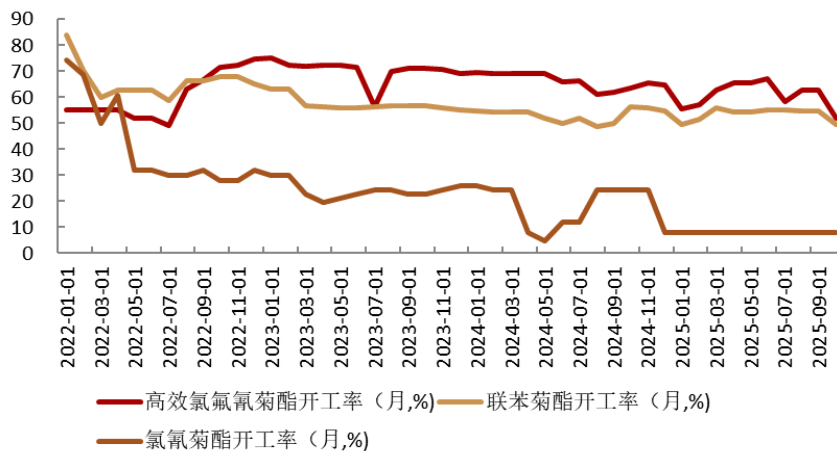
图 18：贵亭酸甲酯价格



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

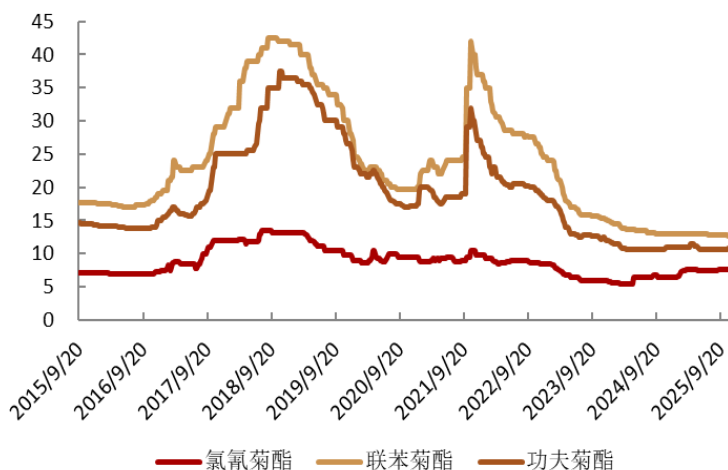
菊酯价格企稳回暖，公司有望持续受益。2022 年以来，菊酯同其他农药原药一样迎来下行周期，2024 年至今价格已经在底部震荡一年有余，价格底部基本确认。在下行周期中，菊酯行业开工率也呈现下行趋势，部分中小厂商降低负荷，供需关系在持续改善。今年以来，产品价格小幅波动，近期行业供给偏紧，联苯菊酯、功夫菊酯价格基本企稳。随着全球库存恢复至正常水平，供需环境改善，叠加中间体贵亭酸甲酯的扰动，菊酯价格有望从底部复苏。

图 19：菊酯行业开工率



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 20：菊酯市场均价（万元/吨）

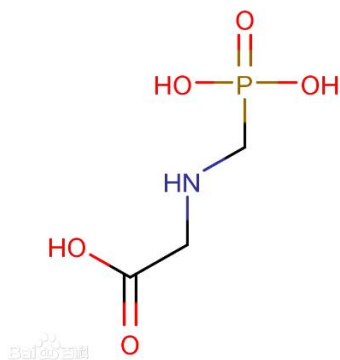


数据来源：百川盈孚，西南证券整理

3.2 需求旺盛供给稳定，草甘膦价格修复

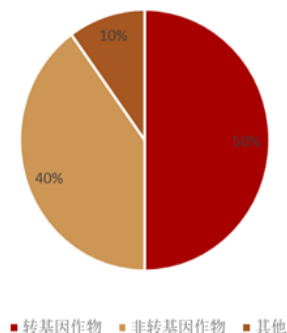
草甘膦是除草剂领域第一大单品，占据除草剂市场 30% 份额左右。草甘膦是上世纪 70 年代由美国孟山都公司开发的一种除草剂，是一类具有低毒、低残留的天生性除草剂。草甘膦下游多用于转基因作物，随着全球转基因作物的快速发展，草甘膦的市场占有率持续提升，目前约占据全球除草剂市场的 30%。

图 21：草甘膦结构



数据来源：百度百科，西南证券整理

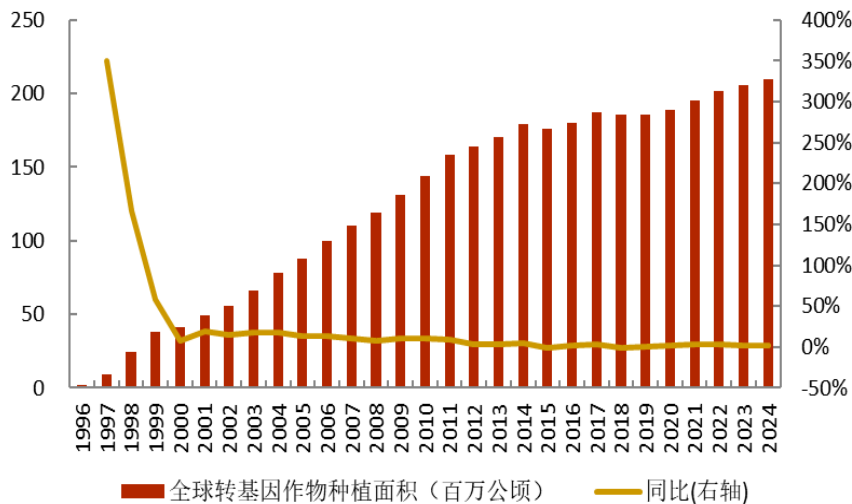
图 22：草甘膦在转基因作物的应用



数据来源：锐观咨询，西南证券整理

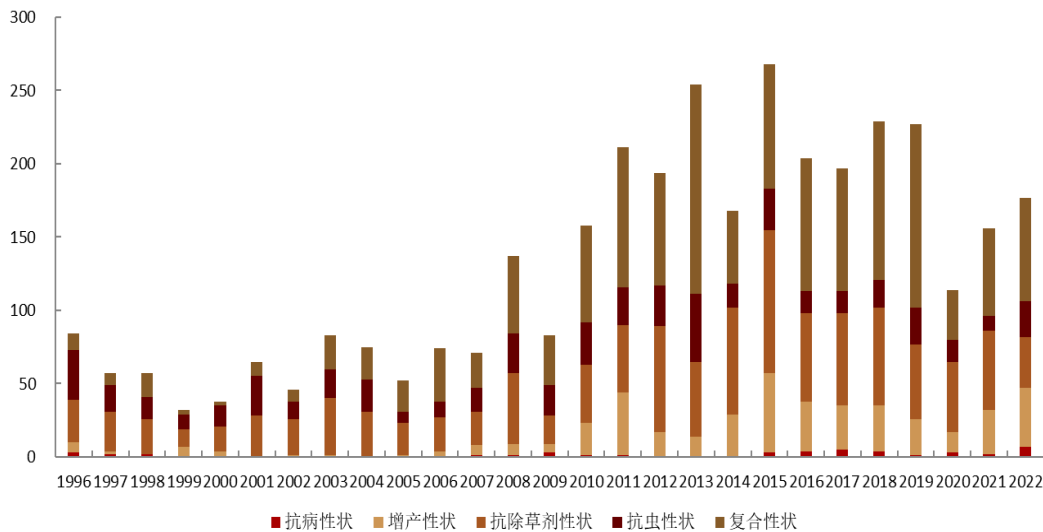
全球转基因作物种植面积保持增长趋势，耐除草剂性状仍占据较大市场。1996 年美国最早开始使用转基因技术，全球转基因面积开始快速增长，2018-2019 年种植面积增速曾放缓，但近些年重归增长。截至 2024 年全球转基因种植面积为 2.1 亿公顷，同比增长 1.94%。目前全球人口持续着增长，粮食需求稳定，转基因技术提高了农产品质量，对于全球粮食供给具有重要意义，未来转基因作物面积有望持续增长。截至 2023 年全球共批准转基因作物转化体 3716 件，其中耐除草剂转化体为 1170 件，占比达到 31.5%，占据较大比例，草甘膦市场需求稳固。

图 23：全球转基因作物种植面积



数据来源：世界农化网，西南证券整理

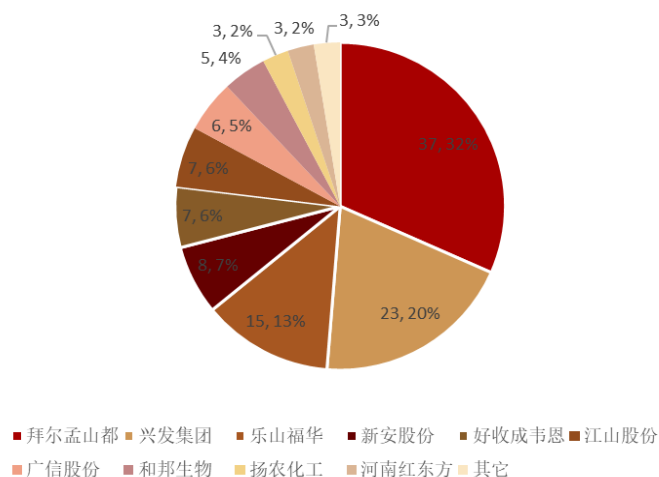
图 24：全球转基因性状情况（件）



数据来源：农业农村部，西南证券整理

草甘膦产能多集中于国内，IDA 法工艺环境友好。全球草甘膦产能多集中于国内，国外仅拜耳孟山都具有产能 37 万吨/年。公司具有 IDA 法产能 3 万吨/年，IDA 法的核心中间体是亚氨基二乙酸（IDA），相较于甘氨酸法，IDA 法的副产物较少，主要为氢气、氯化钠、盐酸等，后处理相对简单，环境更加友好。

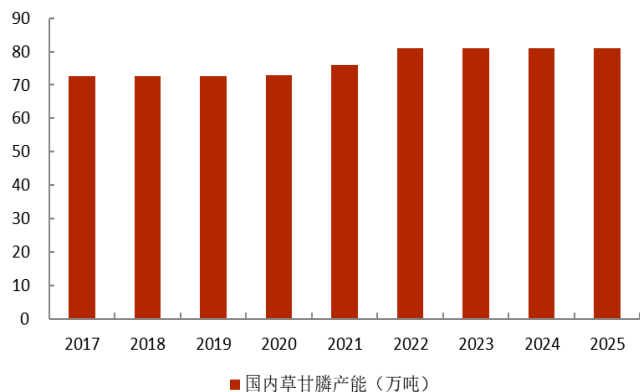
图 25：草甘膦行业集中度



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

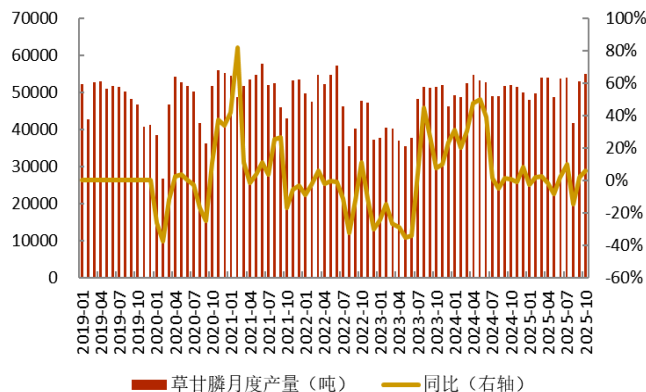
产能增量有限，供给相对平稳。近些年国内草甘膦产能相对平稳，目前国内草甘膦生产装置被列为限制类项目，近期国内江山股份有 5 万吨/年草甘膦扩产计划。草甘膦产量相对平稳，根据百川盈孚数据，目前月度产量维持在 5 万吨左右，2025 年 10 月产量为 54850 吨，同比增长 5.68%。

图 26：草甘膦产能



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 27：草甘膦月度产量



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

草甘膦库存压力有所缓解，开工率保持平稳。2022 年以来，草甘膦库存开始增加，并维持在较高水平波动。2025 年开始，草甘膦明显去库，从年初 80000 吨以上，下降到 8 月份的 30000 吨以下，近期稍有累库，截至 2025 年 11 月 21 日库存为 47600 吨。近些年草甘膦开工率略有波动，但总体相对平稳，截至 2025 年 10 月开工率为 81%。

图 28：草甘膦库存



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

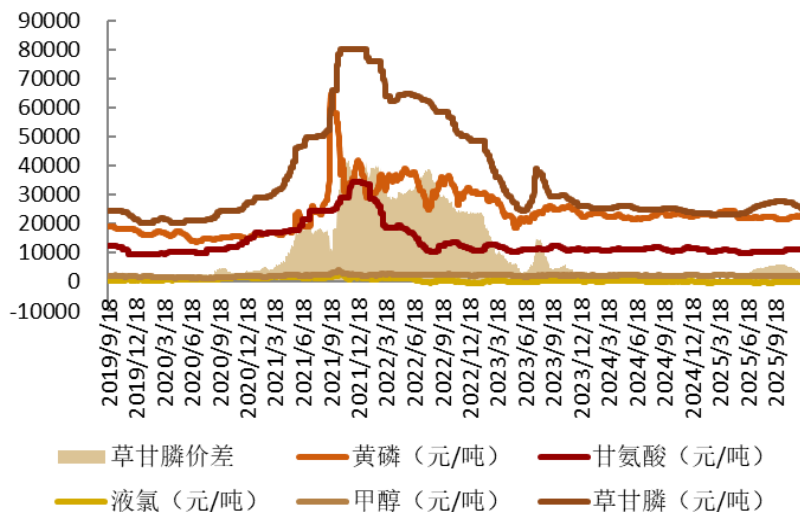
图 29：草甘膦开工率



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

反内卷背景下供需向好，草甘膦价格修复。自 2021 年以来草甘膦价格步入下行周期，期间随有短暂反弹，但整体波动下行，行业库存压力持续。在经历较长一段时间的去库存，2025 年库存压力有所缓解。在供给端，3 月草甘膦反内卷会议在北京召开，主要草甘膦生产企业参会，深入探讨“内卷”问题。2025 年一季度仍面临下行压力，但 5 月份随着南美地区订单下发，伴随供需结构优化，草甘膦价格开始修复上行，9 月份达到近期高点 27700 元/吨。在反内卷背景下，供给有序，草甘膦价差有望改善。

图 30：草甘膦价格价差

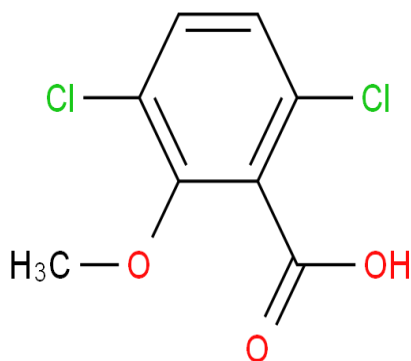


数据来源: wind, 西南证券整理

3.3 麦草畏重新获批，用药需求有望回暖

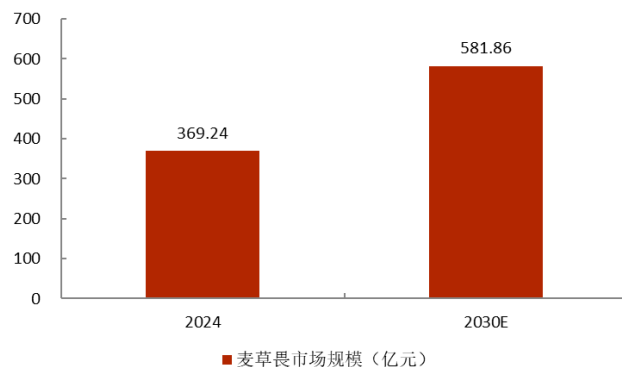
麦草畏是一类安息香酸类除草剂，于 1961 年由美国维尔斯科尔化学公司（Velsicol Chemical Corp）开发，具有高效低毒、选择性好等特点，可用于小麦、玉米等禾本科作物的保护。抗麦草畏生物技术的发展，推动麦草畏的全球推广。2024 年全球麦草畏市场约为 369.24 亿元，2030 年有望达到 581.86 亿元。

图 31：麦草畏结构



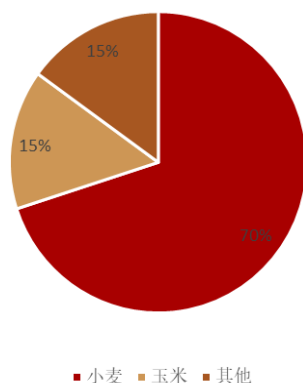
数据来源: 盖德化工网, 西南证券整理

图 32：麦草畏市场



数据来源: 世界农化网, 西南证券整理

图 33：麦草畏下游需求

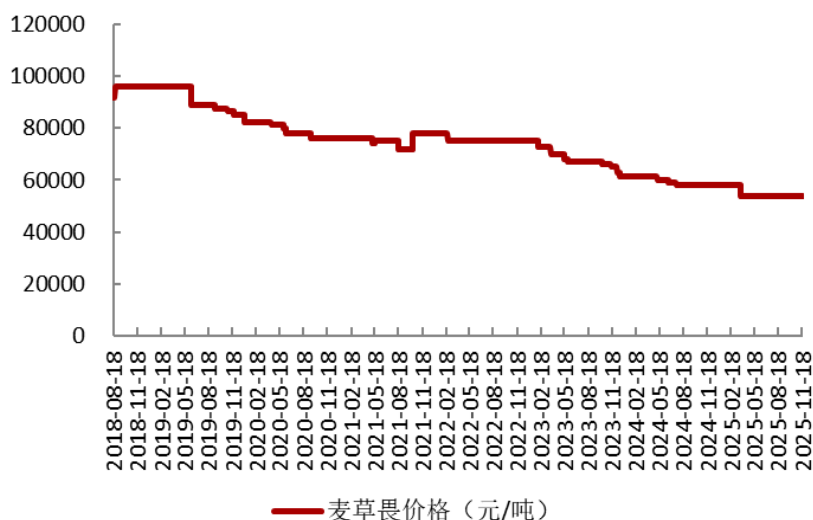


数据来源：麦草畏市场现状及合成路线研究进展，西南证券整理

近些年麦草畏价格处于下行周期，一方面是产能增加造成的供需矛盾，另一方面是麦草畏漂移的问题，使用受到限制。2025 年 7 月 24 日，“美国环保署（EPA）提议批准三款含麦草畏(dicamba)除草剂的产品。在 2024 年，联邦法院曾叫停该除草剂的使用，而现在，美国环保署认为其不会对人体健康和环境造成重大危害。”

2020 年 10 月 27 日，美国环保署（EPA）曾重新批准拜耳 XtendiMax 和巴斯夫 Engenia 的登记，并延长先正达 Tavium®Plus VaporGrip®（麦草畏+精异丙甲草胺）的登记，有效期至 2025 年；2024 年，美国联邦法院裁定 EPA 在 2018 年及 2020 年批准麦草畏时违反公众意见征询程序，撤销拜耳、巴斯夫、先正达三款产品的登记。本次 EPA 是基于新评估提议重新批准三款麦草畏产品，认为其不构成重大健康与环境风险。麦草畏的拟获批，有望再次打开麦草畏需求空间。

图 34：麦草畏价格



数据来源：Wind，西南证券整理

麦草畏供应格局较为稳定。扬农化工拥有 20000 吨/年麦草畏产能，位居行业前列。长青股份具有产能 8000 吨/年，中农联合具有产能 2000 吨/年。麦草畏存在多种合成路径，依原料与工艺而定，“三氯苯法”和“二氯苯法”是较为常见的路线。公司采用的是以“二氯苯胺”为原料的合成工艺，该方法虽然会产生酸性废水，但是产品质量相对较高，同时公司具有出色的“三废”处理能力，成本控制优秀。

表 3：麦草畏产能统计

企业名称	产能（吨/年）
扬农化工	20000
长青股份	8000
中农联合	2000

数据来源：交易所互动平台信息，ACE 国际农业展，西南证券整理（截至 2025 年）

3.4 优创项目放量，开启创业新时代

2022 年 6 月辽宁优创植物保护有限公司成立，2023 年 6 月 9 日北方基地项目正式开工，辽宁优创计划投资 42.4 亿元，建设年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品项目，项目的建设期为 2.5 年。一期一阶段于 2024 年 7 月 3 日启动试生产，二期二阶段于今年 6 月中旬完成设备和电气安装，开始水联运。随着公司优创项目第一阶段、第二阶段持续推进，今年有望开始放量，优创项目有望助力公司盈利水平走上新台阶。

图 35：优创项目现场情况

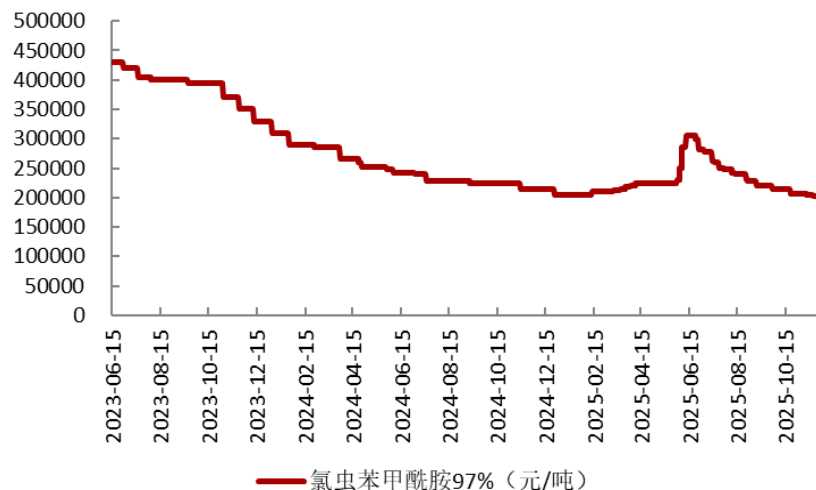


数据来源：中化官网，西南证券整理

氯虫供给受到扰动，双酰胺类杀虫剂潜力较大。公司优创项目布局有双酰胺类杀虫剂 1500 吨/年，近些年双酰胺类杀虫剂以其高效广谱、生物安全以及环境友好等特点，得到广泛使用，成为仅次于新烟碱类和菊酯类的第三大类杀虫剂。氯虫苯甲酰胺（康宽）是双酰胺类杀虫剂的明星产品，近年来在水稻等作物上大量使用。2025 年 5 月 27 日山东高密友道化

学有限公司一车间发生爆炸事故，友道化学具有氯虫苯甲酰胺产能 11000 吨/年，本次事故对双酰胺类杀虫剂供给造成一定扰动。

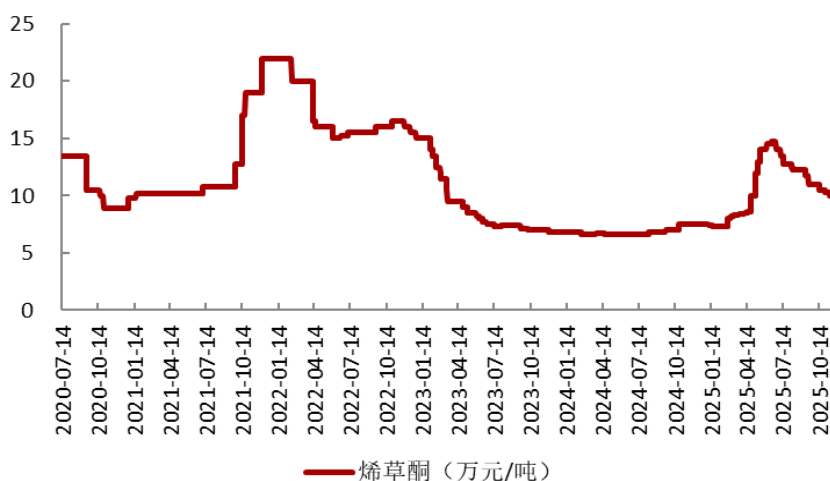
图 36：氯虫苯甲酰胺价格



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

公司优创项目布局烯草酮产能 5000 吨/年。烯草酮是环己烯酮类除草剂中份额最高的品种，广泛用于大豆、油菜等大田作物。烯草酮为茎叶除草剂，是一种高效安全、高选择性的 ACCase 抑制剂，对于大多数一年生和多年生的禾本科杂草有特效。2025 年 5 月 8 日，一帆集团发布告知函，称下属一家生产子公司因安全事故停产，影响了烯草酮关键中间体的供应，造成了烯草酮短期的供应紧张。截至 11 月 30 日报价 9.5 万元/吨，虽然价格高点有所回调，但较前期底部仍有所修复。随着烯草酮投产，有望贡献可观利润增量。

图 37：烯草酮价格



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

4 财务分析：2025 前三季度利润维持增长，农药原药毛利率稳健

农药价格企稳，2025 年前三季度业绩同比回升。回顾公司历史业绩，伴随优士、优嘉等项目的陆续投产，公司营收、利润稳健增长，2022 年随着农药景气上行，公司主营产品价格上涨，2022 年归母净利润达到 18 亿元。2023-2024 年农药价格步入下行周期，公司业绩承压。随着农药价格逐步企稳，叠加公司优创项目开始放量，业绩触底回升，2025 年前三季度公司实现营收 91.56 亿元，同比增长 14.23%；实现归母净利润 10.55 亿元，同比增长 2.88%。

图 38：营业收入

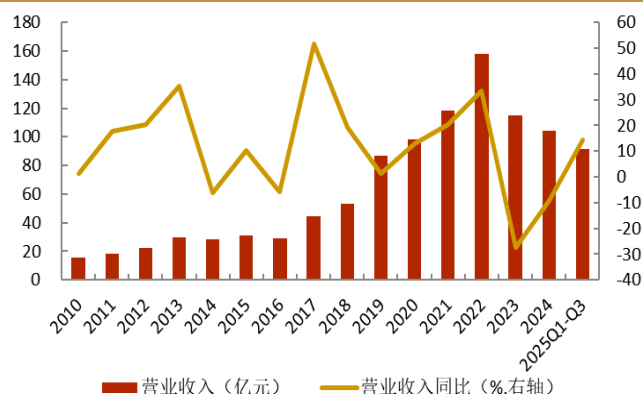
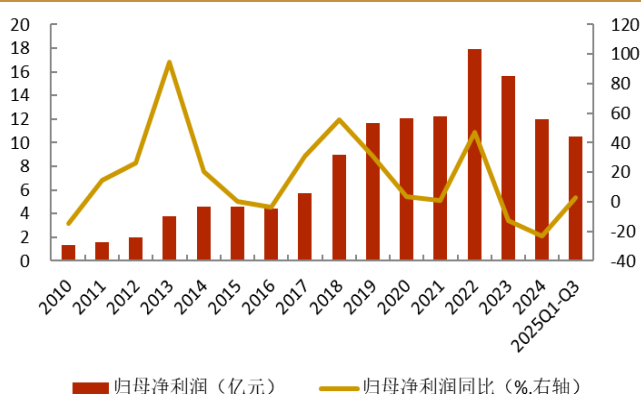


图 39：归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

原药盈利能力稳定，产销量同比增长。公司主营业务包括农药原药和制剂，从营收和毛利贡献来看，原药仍然占据较大比例。2024 年公司原药营收和毛利分别为 64.18 亿、17.78 亿，分别占比 62%、74%。公司依托一体化布局，以及在原药端稳定、优质的供货能力，在农药原药价格大幅波动的背景下，公司原药毛利率依然维持在较高水平，近年来毛利率均维持在 25% 以上，今年上半年回升到 28.21%。2025 年前三季度，公司原药产量、销量分别为 86949.60 吨、86316.71 吨，分别同比 15.61%、13.47%。随着优创项目的放量，产销情况有望继续向好。

图 40：营收组成（亿元）

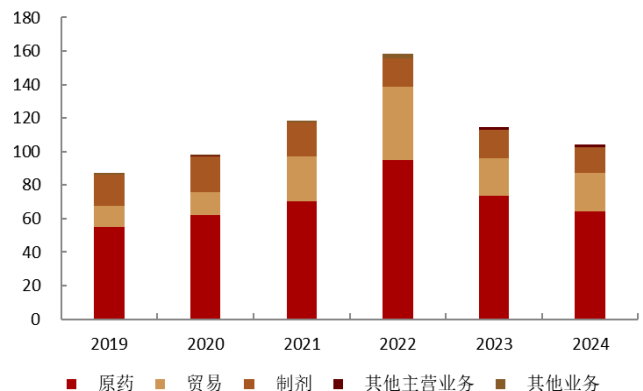
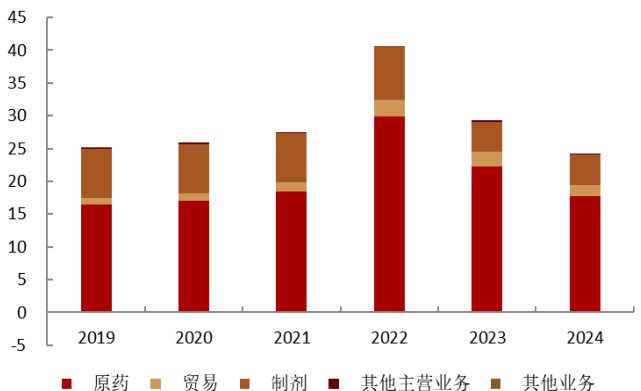


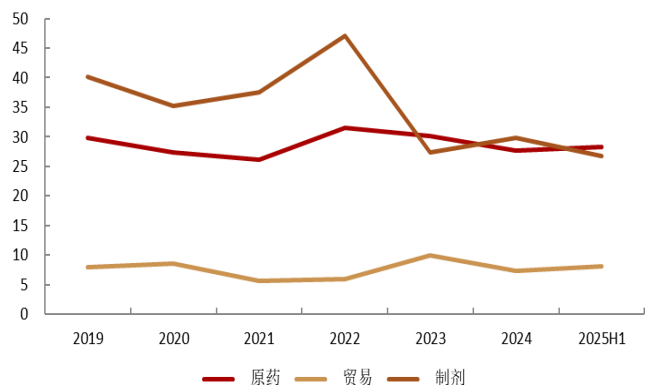
图 41：毛利组成（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

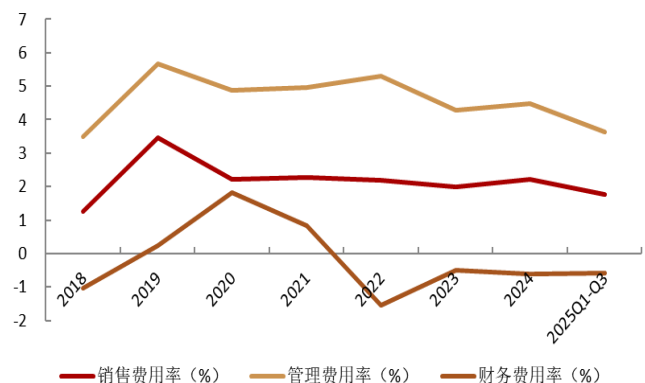
图 42：公司各板块毛利率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

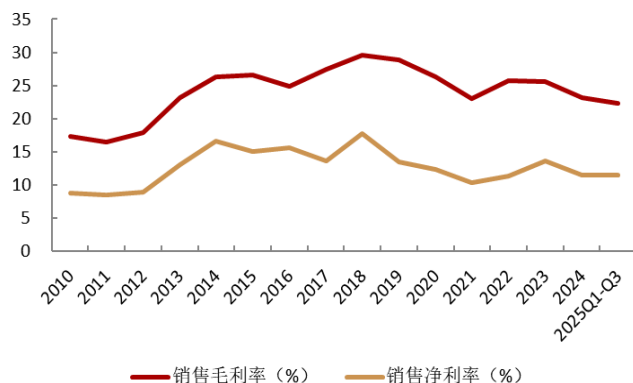
降本节支费率维持低位，盈利能力展现韧性。公司生产运营高效，持续挖掘节能降本潜力，2024 年全年实现生产降耗及能源节支 1.41 亿元。公司各项费率维持较低水平，2025 年前三季度公司销售、管理、财务费率分别为 1.77%、3.63%、-0.57%，分别同比-0.30pp、-1.14pp、-0.16pp。2025 年前三季度公司毛利率和净利率分别为 22.4%、11.5%。公司资产负债结构良好，截至 2025 三季度资产负债率为 39.43%。

图 43：公司各项费率维持在较低水平



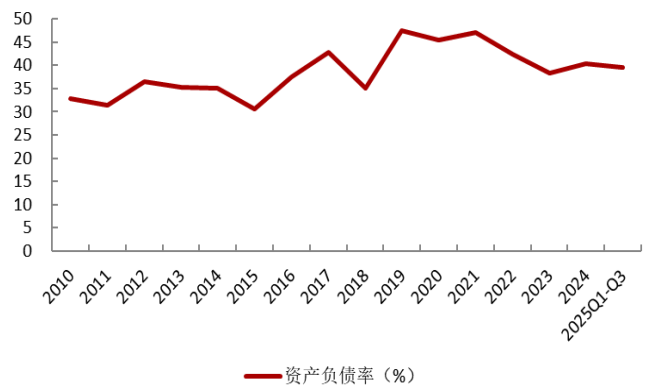
数据来源：Wind，西南证券整理

图 44：毛利率、净利率回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 45：资产负债率



数据来源：Wind，西南证券整理

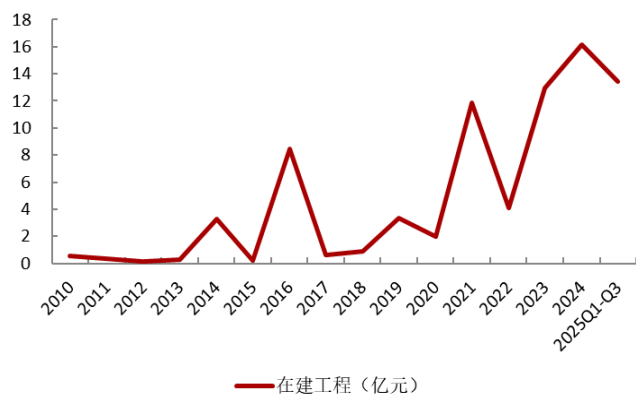
优创项目投资接近尾声，开工率有望提升。公司具备快速的工程转化能力，长期的资本支出意味着项目逐步推进，目前公司葫芦岛优创投资已经接近尾声，截至 2025 年中报，辽宁优创一期项目已经累计投入 31.78 亿元，占预算比例 91.38%，随着项目接近尾声，项目开工率有望持续提升。

图 46：资本支出



数据来源：Wind，西南证券整理

图 47：在建工程



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司优创项目布局有 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品等，产品布局多元且规模较大，在巩固原有优势品种的同时，也在拓展新品种。随着优创项目开工率提升，公司原药产销量有望持续增加，同时农药供需格局持续优化，农药价格仍有修复空间。成本端，公司菊酯等产品具有一体化产业链，能够有效抵御中间体供应波动带来的涨价风险，保障生产稳定性和开工率，同时公司对所需原材料的供应商进行严格筛选，建立合格供应商管理体系，在合理的价格下，保障原材料的质量。综合以上，预计 2025-2027 年原药营业收入增长率分别为 15.1%、11.0%、6.8%；毛利率分别为 26.8%、27.8%、29.0%。

假设 2：公司围绕核心产品，强化品牌优势和渠道管理，聚焦核心客户，在植物营养产品和新品市场积极布局，实现多个制剂新品产业化。同时公司加速差异化制剂产品开发，加强外环境、家卫、农用等不同剂型研究，提升研发效率，加快技术成果产业化和装备技术提升，加强创新体系建设。公司制剂业务有望保持平稳增长，盈利水平维持在较好水平。综合以上，预计 2025-2027 年制剂营业收入增长率分别为 3.3%、6.3%、5.9%；毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入（亿元）	104.3	116.5	125.6	132.1
yoy	-9.1%	11.6%	7.8%	5.2%
营业成本（亿元）	80.2	89.1	94.9	98.5
毛利率	23.1%	23.5%	24.4%	25.4%
原药				
营业收入（亿元）	63.9	73.5	81.6	87.1
yoy		15.1%	11.0%	6.8%
营业成本（亿元）	46.9	53.8	58.9	61.8
毛利率	26.5%	26.8%	27.8%	29.0%
制剂				
营业收入（亿元）	15.5	16.0	17.0	18.0
yoy		3.3%	6.3%	5.9%
营业成本（亿元）	10.9	11.2	11.9	12.6
毛利率	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
其他				
营业收入（亿元）	25.0	27.0	27.0	27.0
yoy		8.1%	0.0%	0.0%
营业成本（亿元）	22.4	24.1	24.1	24.1
毛利率	10.2%	10.7%	10.7%	10.7%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 1.85%；市场组合报酬率参考沪深 300 指数三年平均收益率，假设为 8%；
- 2) 参考债务总额及股票市值，假设债务资本比重为 3.74%；
- 3) 有效税率继续保持 15%。

表 5：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10.00%
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	1.85%
市场组合报酬率 Rm	8.00%
有效税率 Tx	15.00%

估值假设	数值
β 系数	1.00
债务资本成本 K_d	3.29%
债务资本比重 W_d	3.74%
股权资本成本 K_e	8.00%
WACC	7.81%

数据来源：西南证券

表 6：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
FCFE	18.99
PV(FCFE)	17.58
股票价值	294.77
每股价值	72.71

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得,公司每股内在价值约 72.71 元。考虑近期板块市场情绪较为活跃,采用相对估值法更适合当下的市场投资环境,故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

我们选取农药行业的 3 家公司进行对比, 2024 年平均 PE 为 78 倍, 根据 wind 一致预期, 2025 年平均 PE 为 44 倍, 2026 年平均 PE 为 23 倍。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301035	润丰股份	68.01	1.60	4.04	4.80	5.80	30.39	16.83	14.17	11.73
002391	长青股份	5.93	-0.18	0.10	0.20	0.28	-27.13	59.30	29.65	21.18
600596	新安股份	11.47	0.04	0.21	0.46	0.65	230.50	54.62	24.93	17.65
平均值							77.92	43.58	22.92	16.85
600486	扬农化工	69.39	2.97	3.36	3.85	4.38	23.40	20.67	18.04	15.85

数据来源：Wind, 截至 2025/12/31, 润丰股份、长青股份、新安股份数据来自 wind 一致预期, 西南证券整理

公司是国内原药龙头企业, 目前已经实现杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等多品类布局, 在产原药品种接近 70 个, 总产能超过 10 万吨。公司是全球菊酯核心供应商, 具备一体化生产优势, 当前菊酯价格基本企稳, 随着供需关系持续改善, 价格有进一步修复空间。公司优创项目顺利投产, 功夫菊酯、烯草酮等优势产品有望带来可观利润增量, 未来成长空间可期。综合以上, 我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 13.86%, 给予 2026 年 22 倍 PE, 目标价 84.70 元, 维持“买入”评级。

6 风险提示

农药原药销售不及预期的风险:全球经济增长放缓,需求疲弱,叠加贸易保护主义抬头,以及关税政策的扰动,不确定性因素显著增加。虽然农药需求相对刚性,但也会受到一定影响。

原材料成本上涨风险:公司原材料多是基础化工产品,与上游能源以及大宗商品相关,地缘冲突会冲击全球供应链与航运效率,导致大宗商品及原油价格剧烈波动,进而对公司成本产生影响。

极端天气风险:天气情况影响农业种植,近年巴西洪灾、东南亚干旱等极端天气频发,对于全球农业生产与农药经营造成不利影响。若恶劣天气增加,将影响全球农药需求。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	104.35	116.50	125.55	132.08	净利润	12.03	13.62	15.61	17.76
营业成本	80.23	89.08	94.91	98.51	折旧与摊销	7.06	5.68	6.36	6.98
营业税金及附加	0.35	0.36	0.40	0.44	财务费用	-0.65	-0.09	-0.09	-0.10
销售费用	2.32	2.45	2.57	2.64	资产减值损失	-0.50	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	8.26	9.09	9.54	9.77	经营营运资本变动	20.88	13.56	0.10	-1.23
财务费用	-0.65	-0.09	-0.09	-0.10	其他	-17.27	0.22	0.50	0.56
资产减值损失	-0.50	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	21.55	32.79	22.27	23.77
投资收益	0.03	0.10	-0.14	-0.24	资本支出	-18.97	-12.00	-11.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	其他	-2.96	0.00	-0.24	-0.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-21.93	-12.00	-11.24	-10.34
营业利润	14.13	15.91	18.28	20.77	短期借款	8.32	-1.92	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.07	0.02	-0.03	0.00	长期借款	-0.03	0.10	0.10	0.10
利润总额	14.06	15.93	18.25	20.77	股权融资	0.27	0.00	0.00	0.00
所得税	2.03	2.31	2.65	3.01	支付股利	-3.58	-2.74	-3.11	-3.56
净利润	12.03	13.62	15.61	17.76	其他	-3.26	0.28	0.00	0.11
少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	1.72	-4.29	-3.01	-3.35
归属母公司股东净利润	12.02	13.61	15.59	17.74	现金流量净额	1.47	16.51	8.02	10.08
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16.18	32.69	40.71	50.79	成长能力				
应收和预付款项	28.36	22.65	25.13	27.64	销售收入增长率	-9.09%	11.65%	7.77%	5.20%
存货	11.05	15.45	16.07	16.47	营业利润增长率	-24.41%	12.61%	14.88%	13.63%
其他流动资产	16.23	7.87	8.48	8.92	净利润增长率	-23.19%	13.23%	14.57%	13.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.95%	4.66%	14.14%	12.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	71.48	78.72	84.37	88.49	毛利率	23.11%	23.54%	24.40%	25.42%
无形资产和开发支出	6.00	5.09	4.08	2.98	三费率	9.52%	9.83%	9.58%	9.33%
其他非流动资产	27.34	27.44	27.54	27.64	净利率	11.53%	11.69%	12.43%	13.44%
资产总计	176.65	189.91	206.38	222.93	ROE	11.41%	11.70%	12.11%	12.41%
短期借款	11.92	10.00	10.00	10.00	ROA	6.81%	7.17%	7.56%	7.96%
应付和预收款项	49.04	54.59	58.14	60.37	ROIC	13.22%	16.66%	19.25%	20.59%
长期借款	0.00	0.10	0.20	0.30	EBITDA/销售收入	19.69%	18.46%	19.55%	20.94%
其他负债	10.26	8.76	9.18	9.19	营运能力				
负债合计	71.22	73.46	77.52	79.86	总资产周转率	0.63	0.64	0.63	0.62
股本	4.07	4.05	4.05	4.05	固定资产周转率	2.15	1.92	1.83	1.77
资本公积	7.73	7.75	7.75	7.75	应收账款周转率	5.13	5.68	5.77	5.61
留存收益	94.38	105.25	117.74	131.93	存货周转率	5.83	6.59	5.93	5.96
归属母公司股东权益	105.36	116.37	128.77	142.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.69%	—	—	—
少数股东权益	0.07	0.08	0.09	0.10	资本结构				
股东权益合计	105.43	116.45	128.86	143.07	资产负债率	40.32%	38.68%	37.56%	35.82%
负债和股东权益合计	176.65	189.91	206.38	222.93	带息债务/总负债	16.74%	13.75%	13.16%	12.90%
					流动比率	1.08	1.15	1.25	1.39
					速动比率	0.92	0.92	1.03	1.17
					股利支付率	29.77%	20.13%	19.92%	20.05%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	20.55	21.50	24.54	27.65	每股收益	2.97	3.36	3.85	4.38
PE	23.40	20.67	18.04	15.85	每股净资产	25.99	28.71	31.76	35.27
PB	2.67	2.42	2.18	1.97	每股经营现金	5.32	8.09	5.49	5.86
PS	2.70	2.41	2.24	2.13	每股股利	0.88	0.68	0.77	0.88
EV/EBITDA	12.20	10.74	9.08	7.69					
股息率	1.27%	0.97%	1.10%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn