

(报告出品方/分析师：浙商证券 李辉 陈海波)

1 公司概况：国内农药行业龙头，公司业绩持续稳步增长

1.1 发展历程：“三次创业”铸就国内农药龙头，激励草案落地保障未来发展信心

国内菊酯行业龙头，“三次创业”打造具有创新力的现代农化企业。江苏扬农化工股份有限公司成立于 1999 年，并于 2002 年 4 月在上海证券交易所上市。

图1：扬农化工公司发展历程



公司控股股东为先正达集团，多家重要子公司助力长远发展。

在两化（中国化工和中化集团）农化资产整合背景下，2020 年 11 月 7 日，公司原控股股东扬农集团与中化国际、先正达集团签署《框架协议》，中化国际拟向先正达集团收购江苏扬农化工集团有限公司 39.88% 的股权，同时，扬农化工控股股东扬农集团拟向先正达集团出售其持有的扬农化工 36.17% 股份。

2021 年 7 月扬农集团、先正达集团完成标的股份的过户登记手续，扬农化工控股股东变更为先正达集团，实际控制人是国务院国资委。

此外，子公司是公司业务开展的重要单元，目前公司旗下拥有中化作物保护品有限公司、沈阳中化农药化工研发有限公司、江苏优嘉植物保护有限公司、江苏优士化学有限公司、辽宁优创植物保护有限公司五家全资子公司。

表1: 扬农化工主要子公司 2021 年经营情况

名称	持股比例	并购/成立时间	经营地	主要业务	2021 年营收 (亿元)	2021 年净利润 (亿元)	2021 年净利率
江苏优士化学有限公司	100%	2003/12/26	江苏 扬州	农药制造	23.10	2.36	10.22%
江苏优嘉植物保护有限公司	100%	2013/1/30	江苏 南通	农药制造	41.00	6.48	15.80%
中化件扬植物保护有限公司	100%	2019/9/29	上海	农药生产 经销商	58.30	2.87	4.92%
沈阳中化农药化工研发有限公司	100%	2019/10/8	辽宁 沈阳	农药研发	1.17	0.20	17.38%
辽宁优利植物保护有限公司	100%	2022/6/23	辽宁 葫芦岛	农药及制剂的制 造、加工	--	--	--

资料来源: iFinD, 公司公告, 浙商证券研究所

头条 @ 远瞻智库

上市以来首次股权激励草案落地，保障公司中长期发展信心。

2022 年 12 月 31 日公司发布 2022 年限制性股票激励计划草案，拟授予激励对象限制性股票 350.88 万股，占公司总股本 1.13%，其中首次授予 282.88 万股，预留授予 68.00 万股；授予价格 52.30 元/股。

业绩考核目标为以 2021 年为基准 2023~2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%（对应扣非归母净利润分别为 15.04、17.29、19.89 亿元），2023~2025 年 ROE 不低于 16.3%、16.3%、17.75%，且不低于对标企业 75 分位值水平。

2023~2025 年公司资产负债率分别不高于 46.62%、46.61%、46.60%。此次公布股权激励草案表明公司首次股权激励正式提上日程，股权激励的实施将进一步完善公司的法人治理结构，实现对公司管理层及其他核心骨干的长期激励与约束，使其员工利益与公司长远发展更紧密地结合，防止人才流失，调动其积极性和创造性，实现企业可持续发展。

表3: 公司主要产品及 2021 年营收情况

公司产品类别	主要产品	用途	2021 年产量 (吨)	2021 年营收 (亿元)	2021 年营收占比
杀虫剂	农用菊酯、卫生菊酯等	一类用于防治农业害虫和城市卫生害虫的农药	18,144	29.85	25.21%
除草剂	麦草畏、草甘膦等	可使杂草彻底地或选择地发生枯死的农药	51,669	26.59	22.46%
其他原药	氟啶胺、吡唑啉酮等	用于防治各种病原微生物对农作物造成危害的产品	-	13.79	11.64%
制剂	卫生制剂、农药制剂	-	-	19.95	16.85%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

头条 @远瞻智库

图7: 2012-2022 年 ROE、净利率、期间费用率



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

图8: 2012 年起公司毛利率稳步提升



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

头条 @远瞻智库

2 深耕主业：国内农药龙头企业大有可为，公司多品类产品布局抢占先机

2.1 农药：粮食安全带动农药需求，国内龙头有望核心受益

粮食安全获高度重视，农药市场规模有望稳定上升。

近年来，全球出现新一轮粮食价格上涨，多因素推动全球粮食价格持续走高：

- 1) 美国、巴西等重要粮食产区遭遇气候灾害，加剧全球粮食供需矛盾；
- 2) 俄乌冲突给两国粮食生产、运输造成负面影响，玉米、小麦等粮食供给明显受损；

3) 全球粮食短缺担忧情绪不断发酵，粮食安全获高度重视。

图9: 2022年全球主要农作物价格大幅上涨



资料来源: 世界农业网, 浙商证券研究所

图10: 全球主要粮食库存消费比(除中国外)处于较低区间



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

头条@远瞻智库

图13: 农药行业竞争格局



资料来源: 世界农业网, 浙商证券研究所

图14: 国内农药产业以出口原料药为主



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

头条@远瞻智库

2.2 杀虫剂：菊酯价格有望保持相对稳定，公司龙头地位稳固一体化优势明显

高效低毒易分解的杀虫剂是未来发展趋势，拟除虫菊酯为其中翘楚。

杀虫剂是指被用于杀死昆虫或防止昆虫进行破坏性行为的化学物质。杀虫剂的种类繁多，其中最主要且广泛使用的三类杀虫剂包括有机磷杀虫剂、新烟碱类杀虫剂和拟除虫菊酯类杀虫剂。

在全球食品安全和环保政策趋于严格的背景下，高效低毒的杀虫剂品种将成为未来杀虫剂市场的发展趋势。

拟除虫菊酯类杀虫剂是一类模拟天然除虫菊酯化学结构合成的农药，根据下游需求可以分为农用菊酯和卫生用菊酯，因其高效低毒易分解，一直牢牢占据杀虫剂销售额前三名的位置。

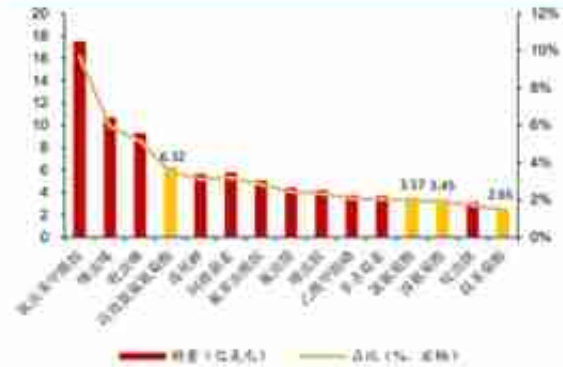
据世界农化网数据，2019 年拟除虫菊酯类杀虫剂全球市场价值达 28.06 亿美元，份额占比为 19%。其中高效氯氟氰菊酯（功夫菊酯）、氯氰菊酯、溴氯菊酯、联苯菊酯的全球销售额分别为 6.32、3.57、3.45、2.65 亿美元，位于全球杀虫剂销售额排名的第 4/12/13/15 名。随着拟除虫菊酯受让高毒杀虫剂退出的存量市场，未来有望进一步扩大市场份额。

图16: 拟除虫菊酯长期保持杀虫剂市场价值第二位



资料来源: 农药资讯网, 浙商证券研究所

图17: 2019年全球杀虫剂销量前15名中有4个菊酯类产品



资料来源: 农药资讯网, 浙商证券研究所

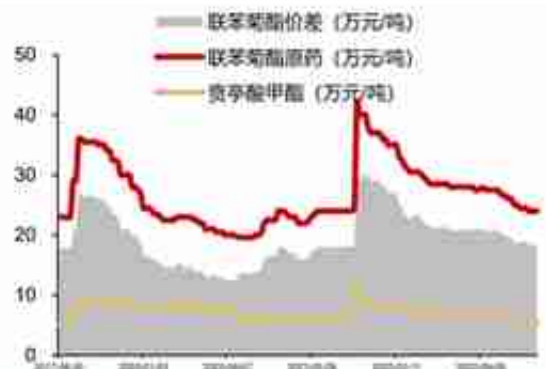
头条@远瞻智库

政策影响部分旧产能停产且新产能审批严格，预计菊酯价格保持相对合理区间。

2021年，受安全环保、能耗双控等政策影响供给，库存水平下降，叠加基础原材料大幅涨价，带动原药价格快速提升至历史高位。

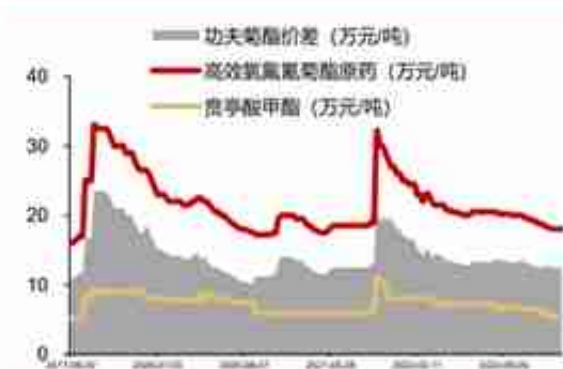
2021年四季度后，化工原料价格开始回落，菊酯价格逐步回调至合理范围。由于环保政策趋紧，新上农药项目的环评难度大，未来新增主要来源于扬农优嘉四期第二阶段功夫菊酯及卫生菊酯产能建设，预计短期内无大规模新增产能，供需有望保持相对平衡，假设原材料价格无大幅波动的情况下，预计未来菊酯价格将保持稳定。

图18: 联苯菊酯价格回调至合理范围



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

图19: 功夫菊酯价格回调至合理范围



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

头条@远瞻智库

杀虫剂业务快速增长，未来规模优势不断扩大。

2012-2021 年，公司杀虫剂销量持续增长，从 2012 年的 6.33 万吨提升到 2021 年 16.23 万吨，年化复合增速达到 11.02%；营业收入从 2012 年的 11.48 亿元增长至 2021 年的 29.85 亿元，年化复合增速达到 11.20%，2019-2021 年营业收入维持在 30 亿元规模。

未来随着优嘉四期第一阶段、第二阶段菊酯杀虫剂逐步投产，公司规模优势将不断扩大，在供需平衡、价格稳定的市场环境中，公司杀虫剂产品的产销有望再上一个新台阶。

图22： 扬农化工菊酯生产工艺



资料来源：五鼎产业研究院，《拟除虫菊酯类农药产业链的设计》，浙商证券研究所

头条@远瞻智库

2.3 除草剂：预计草甘膦价格回调逐步企稳，公司以量补价业务有望稳定发展

低效高毒是除草剂发展方向，草甘膦仍占据最大市场。除草剂是指可使杂草彻底地或选择地发生枯死的药剂，按作用方式分为选择性和非选择性（灭生效）两种。目前，除草剂市场的发展趋势为高效、环保和低毒。

以百草枯为代表的高毒除草剂品种正逐步被淘汰，其市场正在被被草甘膦、草铵膦等低毒高效的品种所取代。

随着转基因作物（尤其是抗除草剂性状作物）在全球范围内得到快速推广，带动非选择性除草剂需求大幅增长。其中，草甘膦成为了全球第一大农药单品，其销售额在除草剂市场中占比约为 21.4%，达 58.55 亿美元。

此外，草甘膦的抗性问题的日益严重，草铵膦和麦草畏作为比较理想的常规除草替代产品逐渐成为关注的热点。草铵膦和麦草畏 2016-2020 年的销售额复合增长率分别为 17% 和 27%。

表6: 2019-2021 年我国主粮转基因作物获批情况

时间	申报单位	作物类型	性状
2019	北京大北农生物技术有限公司	玉米	抗虫、耐草甘膦
	杭州瑞丰生物科技有限公司+浙江大学	玉米	抗虫、耐草甘膦
	上海交通大学	大豆	耐草甘膦
2020	北京大北农生物技术有限公司	玉米	耐草甘膦和草铵膦
	中国农业科学院作物科学研究所	大豆	耐草甘膦
2021	杭州瑞丰生物科技有限公司+浙江大学	玉米	抗虫、耐草甘膦

资料来源：农业部官网，浙商证券研究所

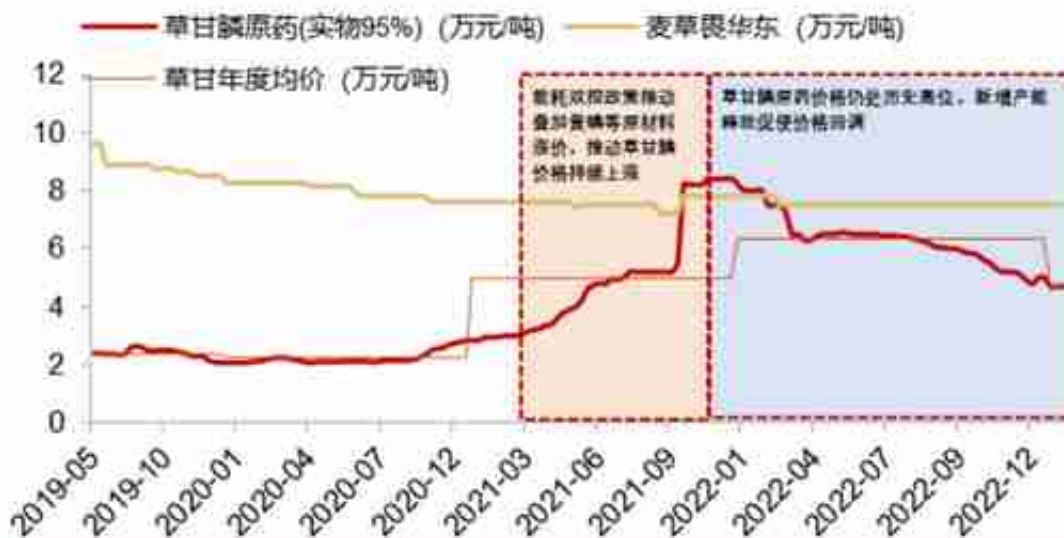
头条 @ 远瞻智库

全球草甘膦及麦草畏产能集中，政策监管及供给侧改革未来产能稳定。

(1) 草甘膦：目前全球草甘膦供应较为集中，孟山都以草甘膦产能 38 万吨/年位居全球第一。据百川盈孚截止 2023 年 2 月数据，国内草甘膦产能约 80 万吨，2022 年草甘膦新增产能释放导致库存上升，下半年开始草甘膦开工率走低，2022 年 2-7 月开工率达到 75%-90%，2022 年 8 月-2023 年 1 月开工率仅为 55%-70%。但受到“三磷”整治等影响，草甘膦作为发改委限制投资项目审批严格，预见未来可新增产能较少。

(2) 麦草畏：目前麦草畏产能高度集中，扬农化工、巴斯夫、长青股份拥有全球 80% 以上产能，扬农化工以两万吨/年产能位居全球行业第一。麦草畏生产技术壁垒较高、投入大，2015 孟山都宣布投资 9.75 亿美元新建麦草畏工厂，但被拜尔收购后放弃该计划，预计全球麦草畏供应短期产能将相对稳定。

图23: 草甘膦价格回调仍处历史高位, 麦草畏呈现长期回调趋势



资料来源: iFinD、百川盈孚、浙商证券研究所

头条 @远瞻智库

公司多产品布局逐步实现以量补价, 公司除草剂板块有望稳定增长。

2017年, 公司年产 2 万吨麦草畏项目投产, 除草剂产销量大幅提高。

2019年, 由于全球麦草畏需求减少, 公司除草剂销售额下滑 17.7%至 16.6 亿元。

2021年, 受益于下游需求恢复与草甘膦价格提升, 公司除草剂业务销量同比增长 8.8%至 54862 吨, 销售收入同比增长 14.0%至 26.6 亿元。

未来粮食安全受高度重视, 叠加转基因作物在我国逐步商业化, 有望带动草甘膦及麦草畏需求量增加, 且公司部分除草剂产品采用长协价, 有助于在波动市场中维持除草剂业务规模。

另外, 除草甘膦、麦草畏外, 公司近年投资建设硝磺草酮、噻苯隆、高效氟吡甲禾灵等除草剂产品, 完全达产销售后预计可新增营收超过 18 亿元, 此外, 公司收购的沈阳科创拥有硝磺草酮、烯草酮等多种除草剂生产能力, 可有效分散单一产品价格波动对公司整体除草剂业务造成的影响, 预计公司除草剂业务板块营收将维持稳定增长。

表8: 公司投资主要新增除草剂产品

厂区/工程期次	产品名称	产能(吨/年)	投产时间	2023年均价 (万元/吨)	完全达产新 增营收(亿 元)
优嘉四期(一阶段)	硝磺草酮	6000	2022	12.00	7.20
葫芦岛市葫芦岛 经济开发区化工 园区	咪草烟	1500	建设中	25.70	3.85
	烯草酮	5000		14.57	7.29
				合计	18.34

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

头条@远瞻智库

2.4 杀菌剂：持续拓展杀菌剂产品布局，公司杀菌剂品类日趋完善

持续拓展杀菌剂产品布局，公司杀菌剂品类日趋完善。杀菌剂种类繁多，目前农业中常用的杀菌剂主要包括甾醇生物合成抑制剂类、多位点类杀菌剂等。

公司近两年通过项目投入以及公司收购，持续拓展杀菌剂产品布局。

1) 优嘉三期、四期项目深入布局杀菌剂。2015年优嘉一期建成600吨/年氟啶胺产能，开启杀菌剂领域的第一步；2018年优嘉二期建成1000吨/年吡唑醚菌酯产能；优嘉三期建设2000吨/年丙环唑和1000吨/年苯醚甲环唑，已于2020年底建设完成；优嘉四期一阶段于2022年末建成1000吨/年氟啶胺产能，优嘉四期二阶段计划扩建丙环唑等杀菌剂产能。

2) 收购南通宝叶，丰富公司杀菌剂品种。2019年8月，子公司优嘉公司出资1.32亿元收购南通宝叶公司100%股权，丰富公司的农药品种，宝叶公司拥有丙森锌、代森联等原药产品。



农化行业呈现寡头垄断格局，农化四巨头先正达、拜尔、巴斯夫、科迪华农药销售额占全球半壁江山。其中，先正达集团是国际综合性农化巨头，2021 年在全球植保销售额达到 133 亿元 (YoY 18.7%)，行业排名第一，占全球前 20 农药企业比例达到 18.3%。2020 年扬农化工通过并购重组加入先正达植保业务板块，先正达集团成为公司的第一大股东。

扬农化工及其子公司是先正达集团重要原药供应商，2018-2021 年先正达从扬农化工及其子公司的采购额达到20-30亿元，受益于先正达集团内部的资源协调，扬农化工承接更多的先正达订单，2022 年以来先正达对扬农化工及其子公司的关联采购金额显著提升，2022 年前三季度实际采购额已达到 45 亿，远超 2021 全年 28.9 亿元。

此外，扬农化工将受益于先正达集团领先研发能力，借助集团全球化营销网络和品牌优势加速制剂业务扩张，实现全产业链提质增效，向全球性综合农药龙头迈进。

表10: 中化作物连续三年超额完成承诺目标

项目	2019年度	2020年度	2021年度	三年累计数
标的公司和非归母承诺数(万元)	8,142.23	9,756.00	11,787.71	29,685.94
标的公司和非归母实际数(万元)	16,026.32	29,874.26	27,440.66	73,341.24
完成率(%)	196.83%	306.21%	232.79%	247.06%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

头条@远瞻智库

表12: 公司已投产和产品产能分布

子公司	厂区/工程期次	产品类别	产品名称	产能(吨/年)	投产状态
江苏优士	大连路厂区	中间体	四氢对甲苯二醇	200	已投产
			三氯叔丁醇	500	已投产
	青山厂区	除草剂	草甘膦	30000	已投产
		中间体	乙炔	2000	已投产
江苏优嘉	优嘉一期	中间体	异辛胺甲醚	5000	已投产
		杀虫剂	联苯菊酯	800	已投产
	优嘉二期	杀菌剂	氟吡啶	600	已投产
		除草剂	麦草畏	20000	已投产
		调节剂	吡啶醇	300	已投产
		杀虫剂	避蚊胺		

头条@远瞻智库

表13: 公司业务拆分(单位: 百万元, %)

项目	2021A	2022E	2023E	2024E	
合计	营业收入	11841	15549	17552	20100
	YOY (%)	20%	31%	13%	15%
	营业成本	9110	11651	13380	15239
	毛利率 (%)	23%	25%	24%	24%
杀虫剂	营业收入	2985	3695	4024	4671
	YOY (%)	2%	24%	9%	16%
	营业成本	2185	2469	2747	3168
	毛利率 (%)	27%	33%	32%	32%
除草剂	营业收入	2639	3439	3522	3688
	YOY (%)	14%	29%	2%	5%
	营业成本	1943	2411	2604	2691
	毛利率 (%)	27%	30%	26%	27%
其他农药	营业收入	1379	2200	2640	3220
	YOY (%)	47%	60%	20%	22%
	营业成本	1056	1650	1920	2240
	毛利率 (%)	23%	25%	27%	30%
制剂	营业收入	1995	2010	2111	2216
	YOY (%)	-7%	1%	5%	5%
	营业成本	1245	1281	1297	1348
	毛利率 (%)	38%	38%	39%	39%
贸易	营业收入	2688	4000	5000	6000
	YOY (%)	93%	49%	25%	20%
	营业成本	2536	3720	4600	5520
	毛利率 (%)	6%	7%	8%	8%
其他主营业务	营业收入	5	5	5	5
	YOY (%)	-76%	8%	0%	0%
	营业成本	3	3	3	3
	毛利率 (%)	46%	40%	40%	40%
其他业务	营业收入	131	200	250	300
	YOY (%)	71%	52%	25%	20%
	营业成本	144	192	240	288
	毛利率 (%)	-9%	-4%	-4%	

头条@远瞻智库

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 估值分析

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 155.49、175.52、201.00 亿元，同比增速分别为 31%、13%、15%，归母净利润分别为 18.23、20.17、24.21 亿元，同比增速分别为 49%、11%、20%，对应当前股价 PE 分别为 19、17、14 倍。

我们选取从事农药业务的长青股份、海利尔、利民股份、贝斯美和中旗股份作为可比公司，2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 18、13、10 倍。此外，公司是国内农药行业龙头，具备系统性竞争优势，公司近十年平均 PE 估值保持在 20 倍以上水平。

因此，综合行业平均情况和公司的历史估值水平，给予公司 2023 年 22 倍 PE，对应市值 444 亿元，目标价 143.19 元，对应当前股价有 31% 的空间。