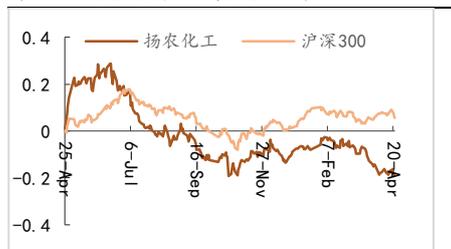


评级： 买入

翟绪丽
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522010001
zhaixuli@sczq.com.cn
电话：010-81152683

甄理
化工行业研究助理
zhenli@sczq.com.cn
电话：010-81152643

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	92.50
一年内最高/最低价(元)	148.23/89.57
市盈率(当前)	15.98
市净率(当前)	3.36
总股本(亿股)	3.10
总市值(亿元)	286.66

资料来源：聚源数据

核心观点

● 事件：

扬农化工发布 2023 年一季度报告，2023 年一季度公司实现营收 45 亿元，同比减少 14.58%；实现归母净利润 7.54 亿元，同比减少 16.59%；实现扣非后归母净利润 7.14 亿元，同比减少 20.10%。

● 农药原药价格回落，一季度业绩同比下滑。

面对下游高库存的压力，在农药消费旺季，公司积极抢抓农药生产和销售，2023 年一季度公司原药产量为 21046 吨、销量为 27958 吨，分别同比-17.57%、-1.71%；公司制剂产量为 16160 吨、销量为 19029 吨，分别同比+16.2%、+12.52%。今年一季度公司原药产销量略有下滑，但制剂业务产销量同比上涨显著，体现出公司在制剂业务领域布局的加强。2023 年一季度国内农药原药价格普遍延续下跌趋势，公司原药平均价格 10.27 万元/吨，同比下降 8.32%；农药制剂均价为 5.22 万元/吨，同比下降 5.96%。根据百川盈孚数据，2023 年一季度公司主要产品功夫菊酯、氯氰菊酯、联苯菊酯、草甘膦以及麦草畏市场均价分别为 177200 元/吨、82089 元/吨、229055 元/吨、42583 元/吨、73633 元/吨，分别同比-26.44%、-10.73%、-32.56%、-41.93%、-4.12%。目前农药价格虽有调整，但粮食价格仍在中高位，农药刚需属性强，上半年为原药消费旺季，价格有望逐步筑底。

● 产业链配套完善，优嘉项目持续放量。

公司具备菊酯产品的全产业链配套优势，是国内唯一一家从基础化工原料开始，合成中间体、最终合成拟除虫菊酯原药的企业。面对菊酯等产品价格的调整，公司具备成本优势和生产稳定性，盈利韧性较强。同时公司优嘉四期第二阶段的部分品种有望在今年投产，凭借公司出色的工程转化能力，公司农药产品产销量有望再上新台阶。

● 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.20/21.11/24.23 亿元，EPS 分别为 6.20/6.81/7.82 元，对应 PE 分别为 15/13/12 倍。公司是菊酯类杀虫剂龙头企业，并具备全产业链配套优势，公司坚持农药产品仿创结合，研发优势突出，公司优嘉四期第二阶段有望今年释放，增量可期，维持“买入”评级。

● 风险提示：农药产品下跌，新项目投产不及预期。

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	158.11	173.45	190.92	227.84
营收增速(%)	33.5%	9.7%	10.1%	19.3%
净利润(亿元)	17.95	19.2	21.11	24.23
净利润增速(%)	46.8%	7.0%	10.0%	14.7%
EPS(元/股)	5.79	6.20	6.81	7.82
PE	15.83	14.79	13.45	11.72

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,302	14,930	16,920	19,676	经营活动现金流	1,878	3,223	2,823	3,686
现金	3,358	7,211	8,330	9,714	净利润	1,794	1,920	2,112	2,423
应收账款	2,665	2,990	3,291	3,928	折旧摊销	1,208	1,213	1,205	1,202
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-246	10	18	520
预付账款	357	632	743	793	投资损失	187	61	57	56
存货	2,084	2,695	2,966	3,465	营运资金变动	-852	-3	-592	-561
其他	202	551	590	594	其它	-214	19	21	44
非流动资产	5,491	6,098	6,038	5,999	投资活动现金流	-2,006	-1,101	-1,145	-1,164
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-512	-1,815	-1,144	-1,164
固定资产	16,456	16,248	16,155	16,069	长期投资	0	0	0	0
无形资产	613	603	634	683	其他	-1,494	714	-1	0
其他	-11,913	-11,908	-11,906	-11,908	筹资活动现金流	3,364	-419	-558	-1,139
资产总计	14,793	21,028	22,958	25,675	短期借款	-276	24	24	24
流动负债	5,761	11,173	11,779	12,858	长期借款	-300	0	0	0
短期借款	300	325	349	373	其他	4,298	410	271	352
应付账款	1,573	2,377	2,496	2,764	现金净增加额	3,237	1,702	1,119	1,384
其他	478	478	478	478					
非流动负债	493	493	493	493	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	253	253	253	253	成长能力				
其他	240	240	240	240	营业收入	33.5%	9.7%	10.1%	19.3%
负债合计	6,254	11,666	12,272	13,351	营业利润	48.7%	6.8%	9.8%	14.7%
少数股东权益	4	6	8	10	归属母公司净利润	46.8%	7.0%	10.0%	14.7%
归属母公司股东权益	8,535	9,356	10,678	12,314	获利能力				
负债和股东权益	14,793	21,028	22,958	25,675	毛利率	25.7%	24.2%	24.2%	25.8%
					净利率	11.4%	11.1%	11.1%	10.6%
					ROE	21.0%	20.5%	19.8%	19.7%
					ROIC	8.2%	8.4%	8.7%	11.0%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	15,811	17,345	19,092	22,784	资产负债率	42.3%	36.7%	35.4%	35.7%
营业成本	11,750	13,154	14,479	16,912	净负债比率	12.3%	11.5%	10.3%	9.1%
营业税金及附加	44	47	52	60	流动比率	1.6	1.3	1.4	1.5
营业费用	346	347	382	456	速动比率	1.3	1.1	1.2	1.3
研发费用	498	520	573	684	营运能力				
管理费用	841	867	955	1,139	总资产周转率	1.1	0.8	0.8	0.9
财务费用	-246	10	18	520	应收账款周转率	6.7	6.1	6.1	6.3
资产减值损失	-168	-39	-53	-62	应付账款周转率	7.6	6.7	5.9	6.4
公允价值变动收益	-81	-81	-81	-81	每股指标(元)				
投资净收益	-106	20	24	25	每股收益	5.79	6.20	6.81	7.82
营业利润	2,147	2,294	2,518	2,889	每股经营现金	6.06	17.34	9.11	11.90
营业外收入	6	7	8	8	每股净资产	27.54	30.19	34.46	39.74
营业外支出	18	16	13	14	估值比率				
利润总额	2,135	2,285	2,513	2,883	P/E	15.83	14.79	13.45	11.72
所得税	339	363	400	458	P/B	3.33	3.04	2.66	2.31
净利润	1,796	1,922	2,113	2,425					
少数股东损益	1	2	2	2					
归属母公司净利润	1,795	1,920	2,111	2,423					
EBITDA	2,532	3,509	3,736	4,606					
EPS (元)	5.79	6.20	6.81	7.82					

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和4年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1年化工实业工作经验，2022年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现