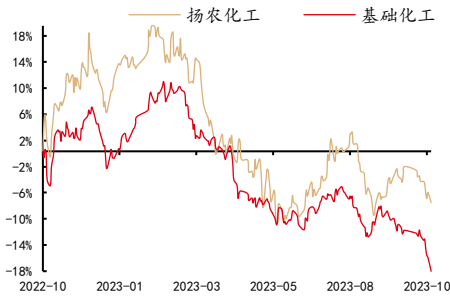


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	65.10
总股本/流通股本(亿股)	4.06 / 4.03
总市值/流通市值(亿元)	265 / 262
52周内最高/最低价	111.09 / 63.74
资产负债率(%)	42.3%
市盈率	11.24
第一大股东	先正达集团股份有限公司

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com

扬农化工(600486)

Q3 量增价跌业绩符合预期，葫芦岛项目快速推进
兑现成长

- **事件：**公司10月23日发布三季报，2023年第三季度实现营业收入22.07亿元，同比下降37.60%，归母净利润2.37亿元，同比增长91.37%，扣非归母净利润为2.22亿元，同比增长2.40%。
- **Q3 量增价跌，业绩符合预期。**伴随着下游持续去库存以及行业供给增加，公司主营产品价格同比大幅下跌。**销量**，原药与制剂业务在行业去库存背景下依然实现两位数增长，彰显公司强大的渠道能力。2023年Q3公司原药/制剂销量为2.34/0.48（不折百）万吨，同比变动+24.31%/31.56%。**价格**，原药制剂价格大幅下滑导致公司毛利大幅下滑。根据公司公告，2023年Q3公司原药/制剂销售均价为6.16/4.00万元/吨，同比变动-38.95%/-22.72%。**毛利**，2023年Q3公司毛利5.28亿元，同比下降32.13%，归母净利润同比增长由于2022年Q3公司计提资产减值损失以及管理费用大幅增加导致基数较低。在产品价格大幅下行的情况下，公司毛利率整体保持稳定，彰显公司较强降本能力。2023年Q3公司毛利率为23.91%，同比变动+1.93pct。
- **行业底部快速扩张成长可期，行业库存去化或将提供弹性。**根据中农立华，2023年10月22日，中农立华原药价格指数报87.74点，同比去年大跌36.4%，环比上月上涨0.29%，在成本支撑下行业底部确立。作为行业龙头，公司在葫芦岛快速推进新项目建设，持续丰富产品结构。根据公司三季度报，公司在建工程9.42亿元，相较于中报增加3.26亿元，位于近三年高点。目前粮食价格依然处于较高水平，农药需求无忧，伴随着跨国公司库存去化，农药行业弹性可期。预计公司23/24/25年归母净利润为14.87/16.92/20.21亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**
项目建设不及预期风险；需求不及预期风险；安全生产风险。
- **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15811	11426	13470	15912
增长率 (%)	33.52	-27.74	17.89	18.13
EBITDA (百万元)	2884.71	2280.89	2669.22	3111.46
归属母公司净利润 (百万元)	1794.21	1487.23	1691.60	2020.63
增长率 (%)	46.82	-17.11	13.74	19.45
EPS (元/股)	4.42	3.66	4.16	4.97
市盈率 (P/E)	14.74	17.79	15.64	13.09
市净率 (P/B)	3.10	2.66	2.26	1.92
EV/EBITDA	10.28	10.14	8.47	6.70

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	15811	11426	13470	15912	营业收入	33.5%	-27.7%	17.9%	18.1%
营业成本	11750	8250	9902	11672	营业利润	48.7%	-17.0%	13.7%	19.3%
税金及附加	44	32	37	44	归属于母公司净利润	46.8%	-17.1%	13.7%	19.5%
销售费用	346	250	295	348	获利能力				
管理费用	841	665	784	926	毛利率	25.7%	27.8%	26.5%	26.6%
研发费用	498	360	424	501	净利率	11.3%	13.0%	12.6%	12.7%
财务费用	-246	-23	12	24	ROE	21.0%	15.0%	14.5%	14.7%
资产减值损失	-168	-50	-50	-50	ROIC	20.2%	14.0%	13.4%	13.6%
营业利润	2147	1782	2025	2416	偿债能力				
营业外收入	6	6	6	6	资产负债率	42.3%	31.4%	32.6%	32.8%
营业外支出	18	18	18	18	流动比率	1.61	2.16	2.16	2.20
利润总额	2135	1770	2013	2405	营运能力				
所得税	340	282	320	382	应收账款周转率	6.72	4.98	6.42	6.43
净利润	1796	1488	1693	2022	存货周转率	8.00	6.44	8.37	8.32
归母净利润	1794	1487	1692	2021	总资产周转率	1.13	0.78	0.85	0.84
每股收益(元)	4.42	3.66	4.16	4.97	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.42	3.66	4.16	4.97
货币资金	3358	3896	4813	6872	每股净资产	21.00	24.47	28.75	33.85
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	3301	2878	3393	4008	PE	14.74	17.79	15.64	13.09
预付款项	357	250	728	353	PB	3.10	2.66	2.26	1.92
存货	2084	1464	1757	2071	现金流量表				
流动资产合计	9302	8693	10907	13415	净利润	1796	1488	1693	2022
固定资产	4073	4021	5060	4812	折旧和摊销	642	534	644	683
在建工程	411	729	346	1211	营运资本变动	-479	-336	-622	296
无形资产	613	613	613	613	其他	166	192	53	62
非流动资产合计	5491	5805	6446	7063	经营活动现金流净额	2124	1879	1767	3063
资产总计	14793	14498	17353	20478	资本开支	-1167	-816	-1312	-1312
短期借款	300	300	600	900	其他	-302	-152	89	57
应付票据及应付账款	3384	2376	2852	3361	投资活动现金流净额	-1469	-968	-1222	-1255
其他流动负债	2077	1353	1586	1834	股权融资	0	243	0	0
流动负债合计	5761	4029	5038	6096	债务融资	-283	-247	403	299
其他	493	519	623	617	其他	-223	-388	-32	-48
非流动负债合计	493	519	623	617	筹资活动现金流净额	-507	-392	372	251
负债合计	6254	4549	5661	6713	现金及现金等价物净增加额	256	538	917	2059
股本	310	406	406	406					
资本公积金	592	738	738	738					
未分配利润	7168	8095	9582	11350					
少数股东权益	4	6	7	9					
其他	466	705	958	1261					
所有者权益合计	8539	9949	11692	13764					
负债和所有者权益总计	14793	14498	17353	20478					

资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048