

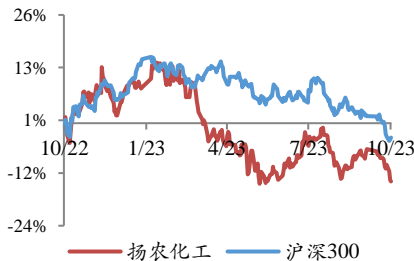
## 三季度业绩同比增长，北方基地助力远期成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-25

收盘价（元）	63.30
近12个月最高/最低（元）	84.21/63.30
总股本（百万股）	406
流通股本（百万股）	403
流通股比例（%）	99.14
总市值（亿元）	257
流通市值（亿元）	255

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 相关报告

1. 二季度业绩短期承压，看好优创项目远期成长 2023-08-29

2. 一季度业绩韧性十足，优创项目接力成长 2023-04-26

3. 全年业绩续创新高，葫芦岛项目开启成长 2023-03-2

### 主要观点：

#### ● 事件描述

10月23日晚间，扬农化工发布2023年三季度报告。2023年前三季度，公司实现营业收入92.74亿元，同比下降29.22%；实现归母净利润13.61亿元，同比下降16.94%。其中第三季度实现营业收入22.07亿元，同比下降37.60%，环比下降14.02%；实现归母净利润2.37亿元，同比增加91.37%，环比下降35.95%。

#### ● 主营产品价格同比下降，公司前三季度业绩承压下滑

2023年以来，全球农药市场处于去库存周期，需求不足，市场端采购观望及延迟采购加剧了阶段性供应过剩，叠加三季度需求淡季影响，农药价格整体持续下行。从销售端来看，2023年1-9月公司原药产品销量为75034吨，同比增长5.67%；2023年1-9月公司制剂（不折百）销量为33389吨，同比增长5.31%。在整体行业景气度低迷的背景下，公司仍然实现了销量的稳步增长，体现了公司强势的渠道运营能力。从价格端来看，2023年1-9月公司原药平均售价7.93万元/吨，同比下降24.91%；2023年1-9月公司制剂（不折百）平均售价4.58万元/吨，同比下降5.76%。从细分产品看，据中农立华数据，2023年1-9月公司主营产品草甘膦/联苯菊酯/功夫菊酯/丙环唑/吡唑醚菌酯/烯草酮市场均价分别为3.47/18.82/14.63/13.4/21.96/9.75万元/吨，同比分别下滑48%/38%/32%/31%/13%/43%。单季度来看，受需求淡季影响，公司原药产品销量为23353吨，环比下降1.56%；制剂（不折百）销量为4829吨，环比下降49.33%。价格方面，2023Q3公司原药平均售价6.16万元/吨，环比下降11.05%；公司制剂（不折百）平均售价4.00万元/吨，环比上升10.98%。受原药价格下滑影响，公司整体销售毛利率持续走低，2023Q3，公司整体销售毛利率为23.91%，同比+1.93pcts，环比-1.79pcts。

图表1：公司2023年1-9月/Q3主营产品销量（吨）及同比环比

	2022年 1-9月	2023年 1-9月	同比	2023Q2	2023Q3	环比
原药	71007	75034	6%	23723	23353	-2%
制剂	31704	33389	5%	9530	4829	-49%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：制剂为不折百

图表2：公司2023年1-9月/Q3主营产品价格（万元/吨）及同比环比

	2022年 1-9月	2023年 1-9月	同比	2023Q2	2023Q3	环比
原药	10.56	7.93	-25%	6.92	6.16	-11%
制剂	4.86	4.58	-6%	3.60	4.00	11%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：制剂为不折百

图表 3：公司 2023 年 1-9 月/Q3 主营细分产品价格（万元/吨）及同比环比

	2022 年 1-9 月	2023 年 1-9 月	同比	2023Q2	2023Q3	环比
草甘膦	6.73	3.47	-48%	2.80	3.26	16%
联苯菊酯	30.18	18.82	-38%	17.69	15.87	-10%
功夫菊酯	21.55	14.63	-32%	13.69	12.71	-7%
丙环唑	19.41	13.40	-31%	12.88	10.58	-18%
吡啶醚菌酯	25.36	21.96	-13%	21.34	18.25	-14%
烯草酮	17.21	9.75	-43%	8.73	7.43	-15%

资料来源：中农立华，华安证券研究所

### ● “四次创业”会战北方基地，优化布局助力长期成长

2023 年 4 月，公司公告投资优创项目，计划投资年产 15,650 吨农药原药、7,000 吨农药中间体及 66,133 吨副产品项目，项目总投资 423,781 万元，项目建设期 2.5 年。该项目已于 2023 年 6 月 9 日正式开工建设。据新华网沈阳 10 月 11 日电，优创项目一期 29 个单体土建工程进度已完成 70%。签订合同金额 12 亿元，完成土建及前期投入 5.6 亿元，实际到位资金 5.13 亿元。项目建成投产后，预计年均营业收入为 40.83 亿元。优创项目的推进有助于解决子公司沈阳科创目前面临的瓶颈问题，优化公司的生产布局，形成南北均衡布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。

### ● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.05、19.72、22.34 亿元，同比增速为-10.5%、22.9%、13.3%。对应 PE 分别为 16.02、13.04、11.51 倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15811	15772	17553	19806
收入同比 (%)	33.5%	-0.2%	11.3%	12.8%
归属母公司净利润	1794	1605	1972	2234
净利润同比 (%)	46.8%	-10.5%	22.9%	13.3%
毛利率 (%)	25.7%	22.3%	23.6%	23.2%
ROE (%)	21.0%	16.0%	16.4%	15.7%
每股收益 (元)	5.79	3.95	4.85	5.50

P/E	17.94	16.02	13.04	11.51
P/B	3.77	2.57	2.14	1.80
<u>EV/EBITDA</u>	<u>10.28</u>	<u>9.67</u>	<u>7.69</u>	<u>6.19</u>

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9302	11013	13234	16384
现金	3358	4369	6209	8254
应收账款	2665	2688	2975	3367
其他应收款	70	67	76	85
预付账款	357	541	499	619
存货	2084	2344	2472	2857
其他流动资产	768	1003	1003	1202
<b>非流动资产</b>	5491	5829	5916	6061
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4073	4222	4564	4749
无形资产	613	666	755	826
其他非流动资产	806	940	597	485
<b>资产总计</b>	14793	16842	19150	22445
<b>流动负债</b>	5761	6282	6574	7598
短期借款	300	320	340	360
应付账款	1573	1842	1905	2224
其他流动负债	3888	4120	4329	5013
<b>非流动负债</b>	493	542	565	580
长期借款	253	273	293	313
其他非流动负债	240	269	272	267
<b>负债合计</b>	6254	6824	7139	8178
少数股东权益	4	6	7	9
股本	310	406	406	406
资本公积	592	738	738	738
留存收益	7634	8867	10860	13114
归属母公司股东权益	8535	10011	12004	14258
<b>负债和股东权益</b>	14793	16842	19150	22445

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2124	2215	2358	2681
净利润	1796	1607	1974	2236
折旧摊销	642	443	390	461
财务费用	-41	62	66	70
投资损失	106	-47	-58	-65
营运资金变动	-479	65	-100	-91
其他经营现金流	2376	1628	2159	2396
<b>投资活动现金流</b>	-1469	-829	-515	-621
资本支出	-1167	-794	-563	-676
长期投资	-145	-10	-10	-10
其他投资现金流	-158	-25	58	65
<b>筹资活动现金流</b>	-507	-393	-23	-35
短期借款	24	20	20	20
长期借款	0	20	20	20
普通股增加	0	96	0	0
资本公积增加	0	146	0	0
其他筹资现金流	-531	-676	-63	-75
<b>现金净增加额</b>	256	1011	1840	2046

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15811	15772	17553	19806
营业成本	11750	12262	13414	15220
营业税金及附加	44	41	47	52
销售费用	346	352	388	440
管理费用	841	810	917	1026
财务费用	-246	-72	-109	-178
资产减值损失	-168	-56	-88	-72
公允价值变动收益	-81	0	0	0
投资净收益	-106	47	58	65
<b>营业利润</b>	2147	1901	2342	2649
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	2135	1901	2342	2649
所得税	340	295	368	413
<b>净利润</b>	1796	1607	1974	2236
少数股东损益	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	1794	1605	1972	2234
EBITDA	2885	2271	2623	2932
EPS (元)	5.79	3.95	4.85	5.50

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.5%	-0.2%	11.3%	12.8%
营业利润	48.7%	-11.4%	23.2%	13.1%
归属于母公司净利润	46.8%	-10.5%	22.9%	13.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	25.7%	22.3%	23.6%	23.2%
净利率 (%)	11.3%	10.2%	11.2%	11.3%
ROE (%)	21.0%	16.0%	16.4%	15.7%
ROIC (%)	20.2%	14.5%	14.9%	13.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	42.3%	40.5%	37.3%	36.4%
净负债比率 (%)	73.2%	68.1%	59.4%	57.3%
流动比率	1.61	1.75	2.01	2.16
速动比率	1.17	1.28	1.54	1.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.13	1.00	0.98	0.95
应收账款周转率	6.72	5.89	6.20	6.25
应付账款周转率	7.60	7.18	7.16	7.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.79	3.95	4.85	5.50
每股经营现金流(薄)	5.23	5.45	5.80	6.60
每股净资产	27.54	24.64	29.54	35.09
<b>估值比率</b>				
P/E	17.94	16.02	13.04	11.51
P/B	3.77	2.57	2.14	1.80
EV/EBITDA	10.28	9.67	7.69	6.19

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。