



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)	51.43
总股本/流通股本(亿股)	4.06 / 4.03
总市值/流通市值(亿元)	209 / 207
52周内最高/最低价	97.66 / 46.90
资产负债率(%)	38.4%
市盈率	13.30
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
分析师:马语晨
SAC 登记编号:S1340524030001
Email:mayuchen@cnpsec.com

扬农化工(600486)

业绩符合预期，看好葫芦岛放量

- **事件：**公司3月25日发布年报，2023年实现营收114.78亿元，同比-27.41%；归母净利润为15.67亿元，同比-12.77%。23Q4实现营收22.04亿元，同比-18.64%，环比-0.14%。单Q4归母净利润为2.04亿元，同比+30.77%，环比-13.92%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利8.80元(含税)，合计约3.68亿元，派现额占净利润比例为22.85%。
- **农药行业库存周期下行+产能扩张致价格承压，销量有所增长。**2023年下游处于去库周期，叠加行业释放较多产能，农药价格下行。公司产品销量增长，价格拖累营收下滑。分产品，1) **原药：**2023年营收73.84亿元，同比-22.20%，销量同比+10.43%；均价同比-29.54%。23Q4营收14.30亿元，同比-25.82%，环比-0.57%；销量同比+31.05%，环比-8.10%，均价同比-43.40%，环比+8.20%；2) **制剂：**2023年营收16.76亿元，同比-1.22%。销量同比+2.36%；均价同比-3.50%。23Q4制剂营收1.46亿元，同比-5.97%，环比-24.39%；销量同比-26.97%，环比-51.67%，均价同比+28.75%，环比+56.42%。；3) **贸易：**营收22.24亿元，同比-49.06%。
- **行业下行期公司盈利相对稳定。**在农化行业周期下行、产品价格下滑背景下，公司原材料采购价格下降，盈利能力相对稳定。2023年毛利率25.60%，同比-0.08pct。
- **需求刚性+去库存持续进行，葫芦岛项目有望驱动业绩增长。**据公司公告，2023年6月9日公司葫芦岛年产15650吨农药原药、7000吨农药中间体及66133吨副产品优创项目正式开工，产品结构持续丰富。其中氟唑菌酰胺是同类杀菌剂中增长快、潜力大的产品之一，啮菌噁唑与沈阳化工研究院、科迪华共同开发。截至2023年末在建工程12.94亿元，较Q3末+3.52亿元，位于近三年高点。预计一期一阶段项目2024年调试投产，一期工程在2025年底建成投产，投产后贡献年营收40.83亿元。农药下游需求相对刚性，看好去库存持续进行，项目投产带来业绩弹性。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为17.21/20.28/23.80亿元，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；竞争格局恶化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11478	13822	15165	16835
增长率(%)	-27.41	20.42	9.72	11.01
EBITDA(百万元)	2575.33	2725.65	3147.01	3579.35
归属母公司净利润(百万元)	1565.02	1721.02	2028.32	2380.30
增长率(%)	-12.77	9.97	17.86	17.35
EPS(元/股)	3.85	4.24	4.99	5.86
市盈率(P/E)	13.35	12.14	10.30	8.78
市净率(P/B)	2.16	1.82	1.54	1.31
EV/EBITDA	9.52	7.43	5.83	4.15

资料来源：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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	11478	13822	15165	16835	营业收入	-27.4%	20.4%	9.7%	11.0%
营业成本	8539	10356	11217	12314	营业利润	-12.9%	10.2%	17.8%	17.3%
税金及附加	47	38	42	47	归属于母公司净利润	-12.8%	10.0%	17.9%	17.4%
销售费用	230	302	332	368	获利能力				
管理费用	517	622	652	724	毛利率	25.6%	25.1%	26.0%	26.9%
研发费用	418	435	478	530	净利率	13.6%	12.5%	13.4%	14.1%
财务费用	-58	18	35	32	ROE	16.2%	15.0%	15.0%	14.9%
资产减值损失	-24	-50	-50	-50	ROIC	14.8%	13.9%	13.9%	13.9%
营业利润	1869	2060	2425	2844	偿债能力				
营业外收入	2	6	6	6	资产负债率	38.4%	33.7%	32.4%	9.2%
营业外支出	5	18	18	18	流动比率	1.58	1.84	1.99	8.28
利润总额	1866	2048	2414	2833	营运能力				
所得税	300	326	384	451	应收账款周转率	5.03	6.54	6.21	13.17
净利润	1566	1722	2030	2382	存货周转率	6.25	8.07	7.93	16.92
归母净利润	1565	1721	2028	2380	总资产周转率	0.75	0.84	0.81	0.89
每股收益(元)	3.85	4.24	4.99	5.86	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.85	4.24	4.99	5.86
货币资金	1763	1681	3873	7351	每股净资产	23.80	28.19	33.30	39.28
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2548	3481	3820	0	PE	13.35	12.14	10.30	8.78
预付款项	201	761	339	0	PB	2.16	1.82	1.54	1.31
存货	1590	1837	1990	0	现金流量表				
流动资产合计	9075	10042	12183	10292	净利润	1566	1722	2030	2382
固定资产	4106	5130	4867	4376	折旧和摊销	755	659	698	715
在建工程	1294	911	1776	1682	营运资本变动	119	-1678	406	493
无形资产	641	641	641	641	其他	-46	47	60	62
非流动资产合计	6628	7254	7856	7305	经营活动现金流净额	2395	751	3193	3652
资产总计	15703	17296	20039	17597	资本开支	-1509	-1312	-1312	-142
短期借款	361	661	961	961	其他	-2036	90	55	18
应付票据及应付账款	3708	2982	3230	0	投资活动现金流净额	-3545	-1221	-1257	-124
其他流动负债	1676	1806	1926	282	股权融资	141	0	0	0
流动负债合计	5744	5449	6117	1243	债务融资	-200	403	299	2
其他	281	385	380	380	其他	-435	-27	-44	-51
非流动负债合计	281	385	380	380	筹资活动现金流净额	-495	376	255	-50
负债合计	6026	5834	6496	1622	现金及现金等价物净增加额	-1633	-82	2192	3479
股本	406	406	406	406					
资本公积金	746	746	746	746					
未分配利润	8181	9707	11481	13554					
少数股东权益	6	7	9	11					
其他	338	596	901	1258					
所有者权益合计	9677	11462	13542	15975					
负债和所有者权益总计	15703	17296	20039	17597					

资料来源：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