

## 扬农化工 (600486.SH) 业绩符合预期, 降本增效彰显盈利韧性

2024年04月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

徐正凤 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

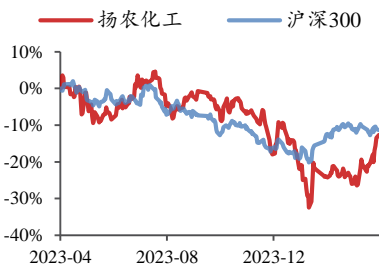
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790122070041

日期	2024/4/22
当前股价(元)	60.70
一年最高最低(元)	95.81/44.00
总市值(亿元)	246.67
流通市值(亿元)	244.54
总股本(亿股)	4.06
流通股本(亿股)	4.03
近3个月换手率(%)	35.55

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《业绩符合预期, 全面开启第四次创业—公司信息更新报告》-2024.3.26
- 《Q3 业绩符合预期, 全力推进葫芦岛基地建设—公司信息更新报告》-2023.10.24
- 《2023Q2 业绩符合预期, 盈利能力逐步修复—公司信息更新报告》-2023.8.30

### ● 原药、制剂销量同比承压, 降本增效助力管理费用下降, 业绩符合预期

公司发布 2024 一季报, 实现营收 31.76 亿元, 同比-29.43%; 归母净利润 4.29 亿元, 同比-43.11%, Q1 公司原药、制剂销量同比承压, 降本增效助力管理费用下降 36%, 业绩符合预期。我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.14、25.46、28.40 亿元, 对应 EPS 为 4.71、6.27、6.99 元/股, 当前股价对应 PE 为 12.9、9.7、8.7 倍。我们看好公司深化提质增效, 彰显农化龙头盈利韧性, 随着葫芦岛项目有序推进, 中长期成长性确定, 维持“买入”评级。

### ● Q1 盈利能力同比承压, 原药、制剂销量同比承压

2024Q1, 公司原药、制剂(不折百)销量为 2.50、1.50 万吨, 同比-10.7%、-21.3%; 营收为 17.24、8.61 亿元, 同比-40.0%、-13.3%; 不含税均价为 6.91、5.75 万元/吨, 同比-32.8%、+10.2%, 原药量价齐跌、制剂价升量跌, 原药、制剂营收均同比下降; 盈利能力方面, Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 24.34%、13.52%, 同比分别-3.15/-3.25pcts, 盈利同比承压。

### ● 草甘膦出口需求启动、行业库存下降, 关注海外农药补库

2022Q4 以来, 全球农药市场渠道进入去库周期, 多数农药产品需求不足叠加行业供给端新一轮产能扩张进入投产期, 导致产品价格震荡下行至历史低位。据百川盈孚数据, 截至 4 月 22 日, 草甘膦、麦草畏、联苯菊酯均价 2.57、6.15、14.28 万元/吨, 较 2023 年同期分别-37.6%、-15.7%、-35.9%, 分别处于 2019 年以来的 41.4%、0%、0% 历史分位; 2024 年 3 月以来国内草甘膦工厂库存持续下降, 4 月 19 日草甘膦库存量 5.48 万吨、价格窄幅上涨, 供应端国内主流工厂装置多正常运行, 市场供应充足; 需求端支撑稳好, 下游询单、采购积极, 多数企业均有半月左右排单, 个别工厂排单已至 6 月; 成本端上游原料黄磷、甘氨酸、甲醇价格上涨, 草甘膦生产成本增加。我们认为, 随着全球农药去库逐步结束, 农药需求将逐步恢复正常, 行业公司将迎来盈利修复; 公司作为研产销一体化、卓越运营的农化龙头有望充分受益。

● **风险提示:** 项目进展不及预期、农药价格下跌、安全环保风险、汇率波动等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,811	11,478	13,668	17,126	18,994
YOY(%)	33.5	-27.4	19.1	25.3	10.9
归母净利润(百万元)	1,794	1,565	1,914	2,546	2,840
YOY(%)	46.8	-12.8	22.3	33.0	11.6
毛利率(%)	25.7	25.6	26.3	26.8	27.3
净利率(%)	11.4	13.6	14.0	14.9	15.0
ROE(%)	21.0	16.2	16.5	18.0	16.7
EPS(摊薄/元)	4.42	3.85	4.71	6.27	6.99
P/E(倍)	13.7	15.8	12.9	9.7	8.7
P/B(倍)	2.9	2.6	2.1	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	9302	9075	12758	13823	16865
现金	3358	1763	2099	3496	4593
应收票据及应收账款	3301	2548	4417	4309	5370
其他应收款	70	31	90	62	106
预付账款	357	201	463	369	554
存货	2084	1590	2746	2645	3299
其他流动资产	132	2942	2942	2942	2942
<b>非流动资产</b>	5491	6628	8026	8072	7804
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4073	4106	5187	5351	5307
无形资产	615	641	649	664	675
其他非流动资产	804	1881	2190	2056	1822
<b>资产总计</b>	14793	15703	20784	21895	24669
<b>流动负债</b>	5761	5744	6871	7813	7646
短期借款	300	361	1000	700	600
应付票据及应付账款	3384	3708	4661	5744	5729
其他流动负债	2077	1676	1210	1368	1318
<b>非流动负债</b>	493	281	281	281	278
长期借款	253	3	3	3	0
其他非流动负债	240	278	278	278	278
<b>负债合计</b>	6254	6026	7153	8094	7925
少数股东权益	4	6	7	9	11
股本	310	406	406	406	406
资本公积	592	746	746	746	746
留存收益	7529	8594	10509	13057	15899
<b>归属母公司股东权益</b>	8535	9672	13624	13792	16733
<b>负债和股东权益</b>	14793	15703	20784	21895	24669

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2124	2395	-116	4914	1770
净利润	1796	1566	1915	2548	2842
折旧摊销	642	755	638	800	910
财务费用	-246	-58	-103	79	93
投资损失	106	15	30	-40	-30
营运资金变动	227	178	-2722	1438	-2159
其他经营现金流	-400	-62	127	89	114
<b>投资活动现金流</b>	-1469	-3545	-2085	-761	-578
资本支出	1167	1518	2035	846	643
长期投资	-114	-2042	0	0	0
其他投资现金流	-187	15	-50	85	65
<b>筹资活动现金流</b>	-507	-495	-141	-79	-96
短期借款	24	61	639	-300	-100
长期借款	-0	-250	0	-1	-3
普通股增加	0	96	0	0	0
资本公积增加	0	154	0	0	0
其他筹资现金流	-531	-556	-780	222	7
<b>现金净增加额</b>	256	-1633	-2341	4075	1097

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	15811	11478	13668	17126	18994
营业成本	11750	8539	10077	12528	13814
营业税金及附加	44	47	41	51	57
营业费用	346	230	246	308	342
管理费用	841	517	547	608	665
研发费用	498	418	467	523	596
财务费用	-246	-58	-103	79	93
资产减值损失	-168	-24	-1	-2	-2
其他收益	22	27	24	25	25
公允价值变动收益	-81	3	-25	40	30
投资净收益	-106	-15	-30	40	30
资产处置收益	2	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	2147	1869	2263	3006	3370
营业外收入	6	2	4	3	4
营业外支出	18	5	11	8	10
<b>利润总额</b>	2135	1866	2256	3001	3364
所得税	340	300	340	453	521
<b>净利润</b>	1796	1566	1915	2548	2842
少数股东损益	1	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	1794	1565	1914	2546	2840
EBITDA	2712	2591	2899	3777	4177
EPS(元)	4.42	3.85	4.71	6.27	6.99

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	33.5	-27.4	19.1	25.3	10.9
营业利润(%)	48.7	-12.9	21.1	32.8	12.1
归属于母公司净利润(%)	46.8	-12.8	22.3	33.0	11.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.7	25.6	26.3	26.8	27.3
净利率(%)	11.4	13.6	14.0	14.9	15.0
ROE(%)	21.0	16.2	16.5	18.0	16.7
ROIC(%)	18.5	14.8	15.1	16.9	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.3	38.4	34.4	37.0	32.1
净负债比率(%)	-29.4	-10.9	-8.6	-19.1	-22.9
流动比率	1.6	1.6	1.9	1.8	2.2
速动比率	1.2	0.9	1.1	1.1	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.7	5.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.6	4.8	10.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.42	3.85	4.71	6.27	6.99
每股经营现金流(最新摊薄)	5.23	5.89	-0.28	12.09	4.36
每股净资产(最新摊薄)	21.00	23.80	28.51	34.78	41.76
<b>估值比率</b>					
P/E	13.7	15.8	12.9	9.7	8.7
P/B	2.9	2.6	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.2	9.1	8.2	5.8	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn