

2024年04月25日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 2024Q1 盈利承压，新项目推进助力成长

—扬农化工（600486.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

liuhan@cfsc.com.cn

扬农化工发布一季度业绩公告：2024年第一季度营收约31.76亿元，同比减少29.43%；归属于上市公司股东的净利润约4.29亿元，同比减少43.11%，环比增加110.10%；基本每股收益1.056元。

## 基本数据

2024-04-24

当前股价（元）	61.3
总市值（亿元）	249
总股本（百万股）	406
流通股本（百万股）	403
52周价格范围（元）	46.9-94.98
日均成交额（百万元）	105.93

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

## 投资要点

## ■ 农化行业景气度低迷，公司农化产品价格和销量承压

2024Q1 公司原药/制剂业务销量分别为 24968.44/14977.14 吨，同比-10.7%/-21.3%；实现营业收入分别为 17.24/8.61 亿元，同比-40%/-13.3%；平均销售价格分别为 6.91/5.75 万元/吨，同比-32.78%/+10.16%。2024Q1 农化行业仍处于下行周期，产能过剩，市场竞争加剧，原药价格维持低位运行。截至 4 月 23 日，草甘膦、麦草畏、联苯菊酯价格分别为 2.64、6、13.5 万元/吨，同比分别-16%、-14.3%、-25%。盈利能力方面，2024Q1 公司销售毛利率为 24.34%，同比-3.2pcts。

## ■ 费用管控合理，净利率环比增长

2024Q1 公司销售费用率为 1.62%，同比+0.48pcts，环比-1.08pcts；管理费用率为 3.3%，同比-0.34pcts，环比-0.81pcts；研发费用率为 2.37%，同比-0.24pcts，环比-2.92pcts。期间费用率（含研发）合计 7.27%，同比-0.44pcts，环比-3.75pcts。2024Q1 公司净利率 13.52%，同比-3.25pcts，环比+4.24pcts。

## ■ 原药持续布局，新项目稳步推进

据 2023 年年报，公司辽宁优创项目在 11 月份如期完成 37 栋建筑封顶，实现从室外向室内的转段作业。优嘉四期二阶段项目 11 月底完成调试，迅速达产达效，同步加快推进优嘉五期项目。公司还完成了制剂工厂安装调试，以及总部办公大楼、植保研究院工艺技术中心等项目的建设。葫芦岛一期一阶段项目 2024 年将调试投产，二阶段项目正快速跟

进，葫芦岛项目投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的效益增长点，为公司持续稳健发展奠定了坚实基础。

## ■ 盈利预测

考虑到公司一体化优势明显并积极扩张，粮食安全背景下农药需求的持续增长以及供给格局重塑将带动农药价格逐步回升，公司作为国内拟除虫菊酯龙头主业有望充分受益。预测公司 2024-2026 年收入分别为 130.2、151、175.8 亿元，EPS 分别为 4.12、4.86、5.68 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9、12.6、10.8 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	11,478	13,020	15,100	17,580
增长率（%）	-27.4%	13.4%	16.0%	16.4%
归母净利润（百万元）	1,565	1,675	1,976	2,306
增长率（%）	-12.8%	7.0%	18.0%	16.7%
摊薄每股收益（元）	3.85	4.12	4.86	5.68
ROE（%）	16.2%	15.4%	16.0%	16.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>11,478</b>	<b>13,020</b>	<b>15,100</b>	<b>17,580</b>
现金及现金等价物	1,763	2,878	4,045	5,342	营业成本	8,539	9,791	11,325	13,185
应收款	2,579	2,925	3,392	3,949	营业税金及附加	47	54	62	73
存货	1,590	1,833	2,120	2,468	销售费用	230	261	302	352
其他流动资产	3,144	3,566	4,136	4,815	管理费用	517	587	681	792
流动资产合计	9,075	11,202	13,693	16,574	财务费用	-58	-66	-99	-135
<b>非流动资产:</b>					研发费用	418	474	550	640
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,107	1,256	1,434	1,650
固定资产	4,106	4,550	4,534	4,346	资产减值损失	-24	-24	-24	-24
在建工程	1,196	478	191	77	公允价值变动	3	3	3	3
无形资产	641	609	577	547	投资收益	-15	-15	-15	-15
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>1,869</b>	<b>2,000</b>	<b>2,359</b>	<b>2,753</b>
其他非流动资产	685	685	685	685	加:营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	6,628	6,323	5,987	5,654	减:营业外支出	5	5	5	5
资产总计	15,703	17,525	19,681	22,229	<b>利润总额</b>	<b>1,866</b>	<b>1,997</b>	<b>2,356</b>	<b>2,750</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	300	321	379	442
短期借款	361	361	361	361	<b>净利润</b>	<b>1,566</b>	<b>1,676</b>	<b>1,977</b>	<b>2,308</b>
应付账款、票据	3,708	4,275	4,945	5,757	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	1,408	1,408	1,408	1,408	<b>归母净利润</b>	<b>1,565</b>	<b>1,675</b>	<b>1,976</b>	<b>2,306</b>
流动负债合计	5,744	6,347	7,066	7,935					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	3	3	3	3	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	278	278	278	278	营业收入增长率	-27.4%	13.4%	16.0%	16.4%
非流动负债合计	281	281	281	281	归母净利润增长率	-12.8%	7.0%	18.0%	16.7%
负债合计	6,026	6,629	7,347	8,217	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	25.6%	24.8%	25.0%	25.0%
股本	406	406	406	406	四项费用/营收	9.6%	9.6%	9.5%	9.4%
股东权益	9,677	10,896	12,334	14,012	净利率	13.6%	12.9%	13.1%	13.1%
负债和所有者权益	15,703	17,525	19,681	22,229	ROE	16.2%	15.4%	16.0%	16.5%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	38.4%	37.8%	37.3%	37.0%
净利润	1566	1676	1977	2308	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	1	1	1	2	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	755	306	334	331	应收账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
公允价值变动	3	3	3	3	存货周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
营运资金变动	69	-409	-606	-715	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	2395	1577	1710	1930	EPS	3.85	4.12	4.86	5.68
投资活动现金净流量	-3545	274	303	302	P/E	15.9	14.9	12.6	10.8
筹资活动现金净流量	2266	-457	-540	-630	P/S	2.2	1.9	1.6	1.4
现金流量净额	1,115	1,394	1,474	1,602	P/B	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 化工组介绍

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。