

评级：买入（维持）

市场价格：65.23

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：王鹏

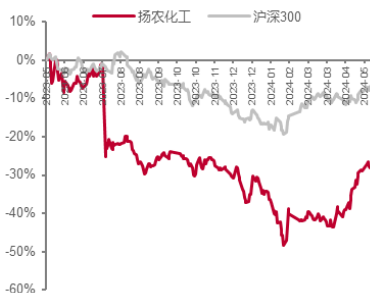
执业证书编号：S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	406
流通股本(百万股)	403
市价(元)	65.23
市值(百万元)	26,508
流通市值(百万元)	26,279

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,811	11,478	13,292	15,400	18,268
增长率 yoy%	34%	-27%	16%	16%	19%
净利润 (百万元)	1,794	1,565	1,672	1,907	2,444
增长率 yoy%	47%	-13%	7%	14%	28%
每股收益 (元)	4.42	3.85	4.11	4.69	6.01
净资产收益率	21%	16%	15%	15%	16%
P/E	14.8	16.9	15.9	13.9	10.8
P/B	3.1	2.7	2.4	2.0	1.7

备注：股价取自 2024 年 5 月 10 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- 事件 1:** 公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业收入 114.78 亿元，同比-27.41%，实现归母净利润 15.65 亿元，同比-12.77%，实现扣非归母净利润 15.06 亿元，同比-22.05%。其中，Q4 实现营业收入 22.04 亿元，同比-18.63%，环比-0.14%；归母净利润 2.04 亿元，同比+31.09%，环比-13.81%；扣非归母净利润 2.03 亿元，同比+53.01%，环比-8.82%。
- 事件 2:** 公司发布 2024 年一季报，Q1 实现营业收入 31.76 亿元，同比-29.43%，环比+44.09%；实现归母净利润 4.29 亿元，同比-43.11%，环比+110.1%；实现扣非归母净利润 4.27 亿元，同比-40.22%，环比+110.34%。
- 事件 3:** 商务部发布公告，2024 年 4 月 2 日收到扬农化工代表中国氯氟菊酯产业提交的反倾销调查申请，决定自 2024 年 5 月 7 日起对原产于印度的进口氯氟菊酯进行反倾销立案调查。
- 2023 年行业景气承压，公司积极应对。**
 22Q4 以来，全球农药进入去库存周期，价格持续走低。2023 年公司多产快销、降本增效积极应对，彰显龙头韧性。
 - 多产快销对冲价格下降。
 - ① 原药：2023 年销量 96494 吨，同比+10.4%，价格同比-29.5%，库存-51.9%。收入 73.8 亿，同比-20.6%，毛利率 30.2%，同比-1.4 pct。
 - ② 制剂：2023 年销量 35723 吨，同比+2.4%，价格同比-3.5%，库存-20.8%。收入 16.8 亿，同比-1.2%，毛利率 27.4%，同比-19.7 pct。
 - 降本增效收窄利润降幅。
 23 年营业成本 85.4 亿，同比-27.3%，主要是降本节支、采购节支。全年提质增效实现节支 8 亿元。23 年销售费用 2.3 亿，同比-33.6%。
- 2024 年部分农药品种有所反弹，菊酯价格或随反倾销推进涨价。**
 从公司数据看，Q1 原药量价环比提升。
 - ① 原药：Q1 销量 24968.44 吨，环比+16.35%，价格环比+3.7%。
 - ② 制剂：Q1 销量 14977.14 吨，环比+541.65%，价格环比-8.03%。
 从百川盈孚行业数据来看，部分农药品种出现止跌或反弹，如草甘膦/吡啶啉菌酯 4 月均价环比+1.72%、+2.56%。我们认为在农药价格多数跌破近四年 10% 价格分位后，出现一定反弹的原因：一是当前是春耕需求旺季，二是原油由年初 70 美元/桶震荡上行在成本侧形成支撑，三是行业库存逐渐去化，如草甘膦自 2 月 23 日以来已至今累计去库 40%。因此，部分品种涨价或具备一定持续性。
 另外，5 月 7 日国家商务部正式启动对原产于印度的进口氯氟菊酯进行反倾销立案调

查，若氯氟菊酯价格因此上涨，公司作为菊酯龙头将有望受益。

■ **在建项目持续推进，加快打造多品类+创制药第二曲线。**

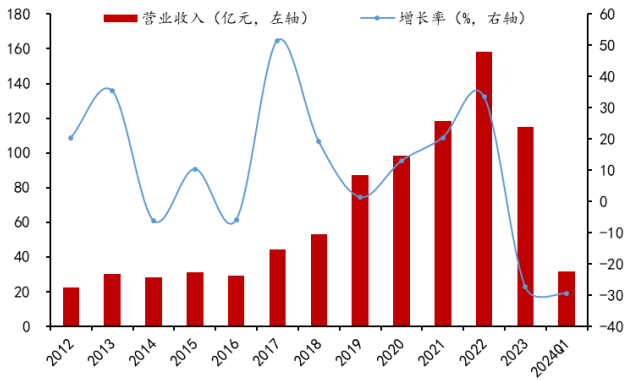
作为 2023 年中国农药销售百强企业第 2 名，公司拟除虫菊酯品种、规模名列全国农药行业第一，卫生菊酯国内市占率约为 70%，麦草畏产能全球领先。2023 年优嘉四期二阶段于 11 月底完成调试、迅速达产达效，公司已同步推进优嘉五期。2024 年葫芦岛一期一阶段将实现调试投产，二阶段也将快速跟进，产品种类持续丰富。

在自主创制方面，公司处于国内领先地位。当前我国自主创制且年销售额过亿元的 5 个农药品种中有 3 个来自公司。2024 年公司以“争当最具创新力的中国领先的农化企业”为目标，加快成果产业化，将完成创制杀螨剂 SY-1631 中试、报批及产业化装置建设等。

■ **盈利预测：**基于农化行业整体呈现复苏态势但节奏较前次预期稍缓的判断，我们调整盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 16.72 亿元、19.07 亿元、24.44 亿元（前次预测 24-25 年为 20.06、24.80 亿），对应 PE 分别为 15.9、13.9、10.8 倍。维持“买入”评级。

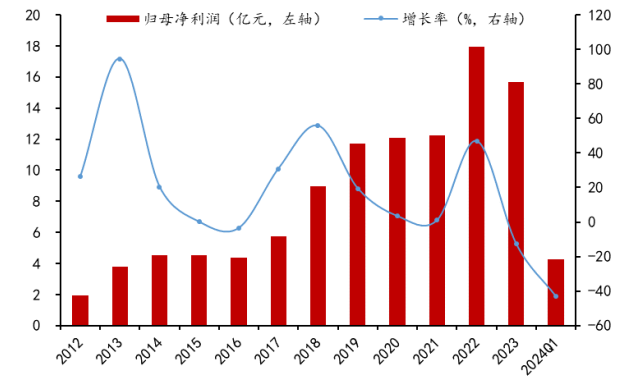
■ **风险提示：**农化景气持续下行、项目进展不及预期、原油价格波动大、原料供应不稳定、环保及安全生产风险、信息更新不及时等。

图表 1: 23 年营收 115 亿, 同比-27%



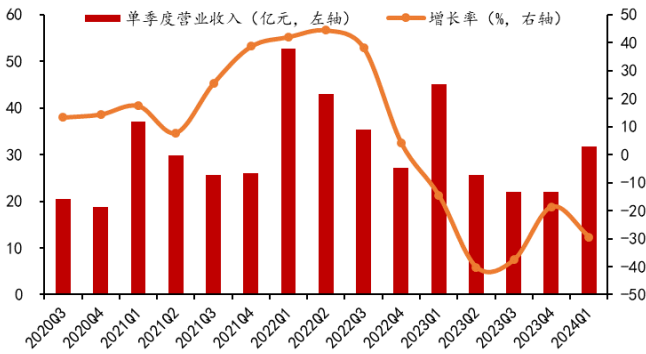
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 23 年归母净利润 16 亿, 同比-13%



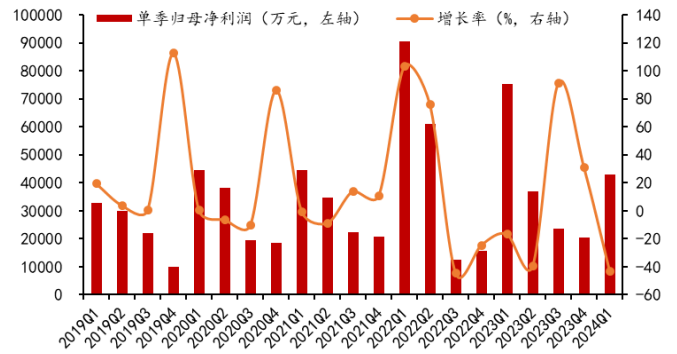
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 24Q1 营收 32 亿元, 同比-29%, 环比+44%



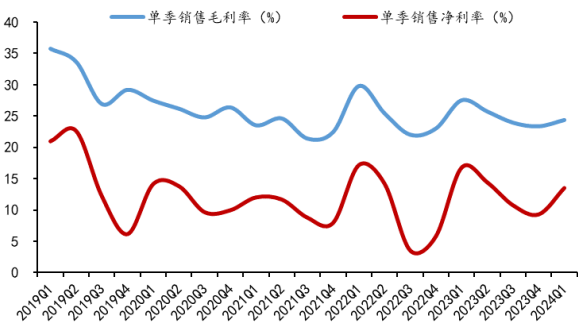
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 24Q1 归母净利润 4 亿元, 同比-43%, 环比+110%



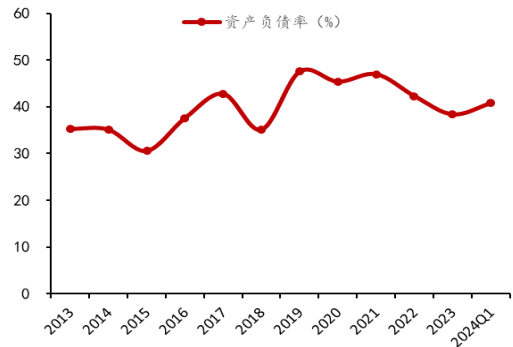
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 24Q1 净利率 14%, 同比-3 pct, 环比+4 pct



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 24Q1 末资产负债率 41%, 同比+2 pct



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表7: 公司核心财务数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,763	2,740	3,337	3,753	营业收入	11,478	13,292	15,400	18,268
应收票据	653	722	836	940	营业成本	8,539	9,855	11,405	13,475
应收账款	1,895	2,132	2,566	3,017	税金及附加	47	41	48	60
预付账款	201	367	347	410	销售费用	230	286	326	382
存货	1,590	1,955	2,183	2,535	管理费用	517	655	757	874
合同资产	0	0	0	0	研发费用	418	451	542	632
其他流动资产	2,974	1,283	1,811	2,743	财务费用	-58	-65	-84	-110
流动资产合计	9,075	9,199	11,079	13,397	信用减值损失	90	-15	-8	22
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-24	-65	-86	-58
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	-12	-30	-13
固定资产	4,106	5,513	6,774	8,202	投资收益	-15	-27	-49	-31
在建工程	1,196	1,396	896	596	其他收益	27	24	24	24
无形资产	641	647	672	675	营业利润	1,869	1,977	2,261	2,905
其他非流动资产	685	404	447	500	营业外收入	2	4	4	4
非流动资产合计	6,628	7,960	8,789	9,974	营业外支出	5	12	11	11
资产合计	15,703	17,159	19,868	23,372	利润总额	1,866	1,969	2,254	2,898
短期借款	361	312	324	333	所得税	300	296	346	452
应付票据	1,758	1,757	2,076	2,426	净利润	1,566	1,673	1,908	2,446
应付账款	1,950	1,737	2,047	2,624	少数股东损益	1	1	1	2
预收款项	8	20	19	25	归属母公司净利润	1,565	1,672	1,907	2,444
合同负债	268	578	559	628	NOPLAT	1,517	1,618	1,837	2,353
其他应付款	387	307	336	328	EPS (按最新股本摊薄)	3.85	4.11	4.69	6.01
一年内到期的非流动负债	257	268	335	280					
其他流动负债	756	652	828	1,005	主要财务比率				
流动负债合计	5,744	5,633	6,525	7,648	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3	3	3	3	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-27.4%	15.8%	15.9%	18.6%
其他非流动负债	278	244	234	249	EBIT增长率	-4.3%	5.3%	14.0%	28.4%
非流动负债合计	281	247	237	252	归母公司净利润增长率	-12.8%	6.8%	14.0%	28.2%
负债合计	6,026	5,880	6,762	7,900	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,672	11,273	13,098	15,461	毛利率	25.6%	25.9%	25.9%	26.2%
少数股东权益	6	7	9	10	净利率	13.6%	12.6%	12.4%	13.4%
所有者权益合计	9,677	11,280	13,107	15,471	ROE	16.2%	14.8%	14.5%	15.8%
负债和股东权益	15,703	17,159	19,868	23,372	偿债能力				
					资产负债率	38.4%	34.3%	34.0%	33.8%
					债务权益比	9.3%	7.3%	6.8%	5.6%
					流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8
					速动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	72	55	55	55
					应付账款周转天数	74	67	60	62
					存货周转天数	77	65	65	63
					每股指标(元)				
					每股收益	3.85	4.11	4.69	6.01
					每股经营现金流	5.89	8.41	6.16	7.25
					每股净资产	23.80	27.74	32.23	38.05
					估值比率				
					P/E	17	16	14	11
					P/B	3	2	2	2

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。