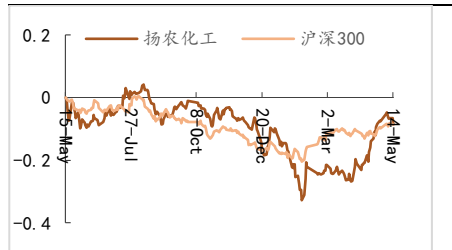


评级： 买入

翟绪丽
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110522010001
 zhaixuli@sczq.com.cn
 电话：010-81152683

甄理
 化工行业研究助理
 zhenli@sczq.com.cn
 电话：010-81152643

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	63.84
一年内最高/最低价(元)	72.98/44.00
市盈率(当前)	20.92
市净率(当前)	2.56
总股本(亿股)	4.06
总市值(亿元)	259.43

资料来源：聚源数据

核心观点

● 事件：

扬农化工发布 2023 年年度报告，报告期内公司实现营收 114.78 亿元，同比减少 27.41%；实现归母净利润 15.65 亿元，同比减少 12.77 %；2023Q4 公司实现营收 22.04 亿元，同比减少 18.63 %，环比减少 0.14 %；实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 31.09 %，环比减少 13.81 %。

● 原药销量保持增长，农药价格下滑导致利润下降。

根据公司生产经营数据，2023 年公司原药产/销量分别为 9.09 万吨/9.65 万吨，分别同比-1.88%/+10.43%；公司制剂产/销量分别为 3.39 万吨/3.57 万吨，分别同比-7.23%/+2.36%。2023 年原药、制剂均价分别为 7.65 万元/吨、4.69 万元/吨，分别同比下降 29.54%、3.5%。报告期内原药和制剂的毛利率分别为 30.16%和 27.39%，分别同比下降 1.37pct、19.67pct。从公司的主要产品来看，根据百川盈孚数据，2023 年功夫菊酯、氯氟菊酯、联苯菊酯、草甘膦以及麦草畏市场均价分别为 14.13 万元/吨、6.89 万元/吨、17.96 万元/吨、3.25 万元/吨、6.85 万元/吨，分别同比-33.67%、-22.39%、-38.88%、-47.81%、-9.19%。面对行业景气下行，公司原药和制剂销量仍保持一定增长，但农药价格的大幅下滑，造成公司盈利水平的下降。目前农药价格已经处于相对低位，未来下降空间有限，随着行业库存去化，农药价格有望企稳。

● 优嘉四期二阶段完成调试并达产，优创项目全面推进。

公司多个项目同步推进，全年资本支出为 15.18 亿元，同比增长 30%。2023 年 11 月优嘉四期二阶段完成调试并实现达产，同时推进优嘉五期项目。2023 年是葫芦岛优创项目的开工之年，作为四次创业的重点项目，工程建设稳步推进。2023 年 11 月公司按计划完成 37 栋建筑封顶，并转向室内作业。公司具有出色的工程转化能力，目前项目储备充足，待行业复苏，有望通过成本和质量优势提升市场份额。

投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.04/19.85/23.28 亿元，EPS 分别为 4.19/4.88/5.73 元，对应 PE 分别为 15/13/11 倍。公司是菊酯类杀虫剂龙头企业，并具备全产业链配套优势，公司坚持农药产品仿创结合，研发优势突出，优创项目稳步推进，增量可期，维持“买入”评级。

● 风险提示：农药产品下跌，新项目投产不及预期。

盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	114.78	130.03	163.37	179.76
营收增速(%)	-27.4%	13.3%	25.6%	10.0%
归母净利润(亿元)	15.65	17.04	19.85	23.28
归母净利润增速(%)	-12.8%	8.9%	16.5%	17.3%
EPS(元/股)	3.85	4.19	4.88	5.73
PE	16.58	15.23	13.07	11.14

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,075	13,642	15,741	17,682	经营活动现金流	1,332	3,342	2,835	3,515
现金	1,763	6,819	7,225	8,226	净利润	1,565	1,704	1,985	2,328
应收账款	1,895	2,197	2,760	3,017	折旧摊销	1,213	1,205	1,202	1,201
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-58	9	512	476
预付账款	201	438	464	446	投资损失	12	15	16	17
存货	1,590	1,722	2,104	2,320	营运资金变动	-1,418	363	-908	-545
其他	2,973	1,760	2,301	2,748	其它	17	46	28	37
非流动资产	6,628	6,285	6,247	6,169	投资活动现金流	-1,365	-1,145	-1,164	-1,122
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-2,104	-856	-1,164	-1,123
固定资产	16,457	16,155	16,069	15,988	长期投资	0	0	0	0
无形资产	641	634	683	685	其他	739	-289	0	1
其他	-11,666	-11,660	-11,661	-11,660	筹资活动现金流	-401	-752	-1,264	-1,392
资产总计	15,703	19,927	21,988	23,851	短期借款	-191	-190	-190	-190
流动负债	5,744	9,856	10,892	11,587	长期借款	-251	-250	-250	-250
短期借款	361	421	482	543	其他	480	56	262	243
应付账款	1,950	1,785	2,109	2,338	现金净增加额	-434	1,445	407	1,000
其他	479	479	479	479					
非流动负债	281	31	-219	-469	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3	-247	-497	-748	成长能力				
其他	278	278	278	279	营业收入	-27.4%	13.3%	25.6%	10.0%
负债合计	6,025	9,887	10,673	11,118	营业利润	-12.9%	9.1%	16.5%	17.2%
少数股东权益	6	7	8	10	归属母公司净利润	-12.8%	8.9%	16.5%	17.3%
归属母公司股东权益	9,672	10,033	11,307	12,723	获利能力				
负债和股东权益	15,703	19,927	21,988	23,851	毛利率	25.6%	25.5%	27.6%	28.2%
					净利率	13.6%	13.1%	12.2%	13.0%
					ROE	16.2%	17.0%	17.5%	18.3%
					ROIC	7.7%	7.4%	10.0%	10.7%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	11,478	13,003	16,337	17,976	资产负债率	38.4%	29.0%	30.1%	29.2%
营业成本	8,539	9,683	11,829	12,904	净负债比率	9.3%	7.1%	4.6%	2.6%
营业税金及附加	47	40	51	59	流动比率	1.6	1.4	1.4	1.5
营业费用	230	247	310	342	速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
研发费用	418	442	555	629	营运能力				
管理费用	517	598	751	827	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
财务费用	-58	9	512	476	应收账款周转率	5.0	6.4	6.6	6.2
资产减值损失	-24	-50	-58	-60	应付账款周转率	4.8	5.2	6.1	5.8
公允价值变动收益	3	3	3	3	每股指标(元)				
投资净收益	-15	-18	-19	-20	每股收益	3.85	4.19	4.88	5.73
营业利润	1,869	2,040	2,376	2,784	每股经营现金	3.28	17.11	6.97	8.65
营业外收入	2	2	3	3	每股净资产	23.80	24.69	27.82	31.31
营业外支出	5	11	12	11	估值比率				
利润总额	1,866	2,031	2,367	2,776	P/E	16.58	15.23	13.07	11.14
所得税	300	326	381	446	P/B	2.68	2.59	2.29	2.04
净利润	1,566	1,705	1,986	2,330					
少数股东损益	1	1	1	2					
归属母公司净利润	1,565	1,704	1,985	2,328					
EBITDA	2,563	3,246	4,080	4,453					
EPS (元)	3.85	4.19	4.88	5.73					

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1 年化工实业工作经验，2022 年 6 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现