

扬农化工 (600486.SH) Q2 业绩符合预期, 葫芦岛一期一阶段进入试生产

2024 年 08 月 27 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 (分析师)

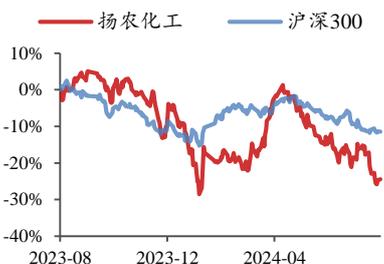
jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790524070005

日期	2024/8/26
当前股价(元)	48.76
一年最高最低(元)	70.89/44.00
总市值(亿元)	198.31
流通市值(亿元)	196.44
总股本(亿股)	4.07
流通股本(亿股)	4.03
近 3 个月换手率(%)	24.59

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《业绩符合预期, 降本增效彰显盈利韧性—公司信息更新报告》-2024.4.23
- 《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

● Q2 业绩同环比承压, 以扬农加速度高质量推进葫芦岛一期项目投产

公司发布 2024 年中报, 营收 56.99 亿元, 同比-19.36%; 归母净利润 7.63 亿元, 同比-32.10%; 扣非净利润 7.38 亿元, 同比-31.78%。其中 Q2 营收 25.23 亿元, 同比-1.70%、环比-20.55%; 归母净利润 3.34 亿元, 同比-9.62%、环比-22.17%; 扣非净利润 3.11 亿元, 同比-15.38%、环比-27.09%。考虑农药价格持续下跌致盈利承压, 我们下调 2024-2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.94 (-7.20)、14.95 (-10.51)、20.88 (-7.52) 亿元, 对应 EPS 为 2.94、3.68、5.13 元/股, 当前股价对应 PE 为 16.6、13.3、9.5 倍。我们看好公司深化提质增效, 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。

● 原药、制剂量价同比仍承压, 多产快销、卓越运营、科技创新彰显龙头本色

分业务看, 2024H1 公司原药、制剂 (不折百) 销量 5.00、2.81 万吨, 同比-3.3%、-1.7%; 营收 33.23、12.04 亿元, 同比-26.4%、-9.9%; 不含税均价为 6.65、4.29 万元/吨, 同比-23.9%、-8.4%, 原药、制剂量价齐跌致盈利承压。分子公司看, 公司拟将划转中化作物持有的中化农化 100% 股权和沈阳科创 100% 股权, 届时中化农化、沈阳科创将成为公司直接控股子公司。2024H1 江苏优士、江苏优嘉、中化作物、农研公司营收 6.77、25.24、28.71、0.79 亿元, 同比-47.5%、-24.8%、-2.1%、+22.0%; 净利润 1.01、4.57、1.63、0.47 亿元, 同比-58.7%、-20.2%、-34.6%、+56.9%; 净利率 14.9%、18.1%、5.7%、59.2%, 同比-4.0、+1.0、-2.8、+13.1pcts。盈利能力方面, 2024H1 公司销售毛利率、净利率分别为 24.23%、13.40%, 相较 2023 年报分别-1.37pcts、-0.25pcts。2024 上半年, 全球农药市场分销渠道库存降低明显, 大多数产品价格处于底部区间, 公司密切产销平衡、多产快销助力重点品种产能利用率达到 90% 以上, 降本增效助力上半年共完成节支 2.26 亿元。此外, 葫芦岛一期一阶段项目已进入试生产, 二阶段项目已进入机电安装阶段。我们认为, 随着全球农药去库逐步结束, 农药刚需仍存, 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	10,295	12,084	15,513
YOY(%)	33.5	-27.4	-10.3	17.4	28.4
归母净利润(百万元)	1,794	1,565	1,194	1,495	2,088
YOY(%)	46.8	-12.8	-23.7	25.2	39.6
毛利率(%)	25.7	25.6	23.0	23.8	25.0
净利率(%)	11.4	13.6	11.6	12.4	13.5
ROE(%)	21.0	16.2	11.4	12.8	15.6
EPS(摊薄/元)	4.41	3.85	2.94	3.68	5.13
P/E(倍)	11.1	12.7	16.6	13.3	9.5
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附表 1：2024H1，公司原药、制剂销量、不含税售价、营收均同比下降

2024H1	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营收 (亿元)	不含税售价 (元/吨)	产量 同比	销量 同比	营收 同比	不含税售价 同比
原药	4.93	5.00	33.23	6.65	+9.1%	-3.3%	-26.4%	-23.9%
制剂 (不折百)	2.40	2.81	12.04	4.29	-1.1%	-1.7%	-9.9%	-8.4%

数据来源：扬农化工公告、开源证券研究所

附表 2：2024Q2，公司原药环比量升价跌、营收下降；制剂环比量价齐跌、营收下降

2024Q2	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	不含税售价 (元/吨)	产量 同比	销量 同比	营收 同比	不含税售价 同比	产量 环比	销量 环比	营收 环比	不含税售价 环比
原药	2.46	2.50	15.99	6.39	+1.8%	+5.5%	-2.7%	-7.7%	-0.6%	+0.2%	-7.3%	-7.5%
制剂 (不折百)	1.25	1.31	3.42	2.61	+53.9%	+37.4%	-0.2%	-27.4%	+8.3%	-12.6%	-60.3%	-54.5%

数据来源：扬农化工公告、开源证券研究所

附表 3：2024H1，子公司江苏优士、江苏优嘉、中化作物营收、净利润均同比下跌

2024H1 子公司	主营业务	营收 (亿元)	净利润 (万元)	净利率	营收同比	净利润同比	净利率同比 (pcts)
江苏优士	农药制造	6.77	10,059.7	14.9%	-47.5%	-58.7%	-4.0
江苏优嘉	农药制造	25.24	45,650.4	18.1%	-24.8%	-20.2%	+1.0
中化作物	农药销售	28.71	16,341.4	5.7%	-2.1%	-34.6%	-2.8
农研公司	农药研发	0.79	4,660.2	59.2%	+22.0%	+56.9%	+13.1
辽宁优创	农药制造		-495.4			亏损增加 32 万元	
沈阳科创	农药制造	5.83	2,798.4	4.8%			

数据来源：扬农化工公告、开源证券研究所

附表 4：2024 年以来，公司主营的多数农药产品价格下跌

主营产品	联苯菊酯	功夫菊酯	氯氟菊酯	氟氯菊酯:含量 94%	氟戊菊酯:含量 93%	甲氧菊酯折百	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草胺:含量 97%	烯草酮	吡啶醚菊酯	丙环唑	氟啶胺	氟环唑	甲基硫菌灵	多菌灵
2020Q1	23.97	22.36	8.56	32.00	12.00	13.50	12.66	2.10	8.26	22.25	13.00	20.75	12.00	32.00	82.00	3.47	3.55
2020Q2	21.40	21.10	8.59	32.00	12.00	13.50	11.51	2.08	8.08	22.20	13.13	18.91	11.05	32.00	78.23	3.53	3.54
2020Q3	19.37	19.76	8.66	32.00	12.00	13.50	9.41	2.22	7.77	19.36	12.98	17.57	9.47	32.00	70.15	3.50	3.50
2020Q4	19.06	17.38	8.75	32.00	12.00	13.50	9.39	2.53	7.60	17.48	9.34	15.89	9.49	28.90	50.00	3.66	3.50
2021Q1	20.66	19.17	8.75	32.00	12.00	13.50	10.74	2.95	7.60	16.50	10.08	15.67	11.87	26.66	46.15	4.41	4.00
2021Q2	21.85	19.50	8.83	32.00	12.00	13.50	12.81	4.05	7.53	16.27	10.15	15.50	13.05	25.96	39.38	4.31	4.14
2021Q3	24.16	20.15	8.88	32.00	12.00	13.50	14.99	5.27	7.35	14.75	10.80	15.50	15.16	25.00	37.82	3.95	3.88
2021Q4	35.60	28.42	9.82	30.26	15.18	16.68	23.10	7.90	7.73	18.54	18.89	25.34	24.02	32.11	56.67	4.59	4.68
2022Q1	33.97	24.09	9.20	28.00	16.10	18.00	18.86	7.39	7.68	17.50	21.02	26.23	22.82	29.08	49.31	4.93	4.93
2022Q2	29.55	21.08	8.74	28.00	14.68	17.79	15.77	6.40	7.50	14.47	16.16	24.46	18.14	27.36	47.00	4.53	4.55
2022Q3	27.72	20.46	8.79	28.00	14.50	17.50	15.83	6.09	7.50	13.55	15.55	25.31	18.45	25.45	46.73	4.34	4.43
2022Q4	26.41	19.64	8.82	28.00	14.50	17.40	15.17	5.24	7.50	12.48	16.05	29.05	18.29	25.00	45.85	4.23	4.19
2023Q1	22.91	17.72	8.21	28.00	14.50	17.00	12.50	4.33	7.36	11.79	12.90	26.20	17.09	24.71	45.02	4.25	4.15
2023Q2	17.54	13.79	6.92	28.00	14.07	17.00	9.35	2.78	6.87	11.00	8.61	21.51	13.21	20.77	44.35	4.11	4.03
2023Q3	16.11	12.75	6.09	28.00	13.00	17.00	9.03	3.24	6.70	10.64	7.36	18.26	10.75	19.00	42.50	3.90	3.90

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

主营产品	联苯菊酯	功夫菊酯	氯氰菊酯	氟氯氰菊酯:含量94%	氟戊菊酯:含量93%	甲氰菊酯折百	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮:含量97%	烯草酮	吡啶醚菊酯	丙环唑	氟啶胺	氟环唑	甲基硫菌灵	多菌灵
2023Q4	15.39	12.33	6.38	28.00	13.00	17.00	9.18	2.81	6.48	10.07	6.93	17.29	9.22	19.00	39.73	3.92	3.81
2024Q1	14.44	11.45	5.60	28.00	13.00	17.00	8.57	2.56	6.15	10.00	6.73	16.07	8.43	19.00	35.73	3.87	3.54
2024Q2	13.36	10.71	6.10	28.00	13.26	15.67	7.84	2.58	6.05	10.00	6.62	16.74	7.84	17.29	33.08	3.80	3.41
2024Q3	12.98	10.50	6.50	28.00	13.35	15.40	7.25	2.49	5.84	8.92	6.66	16.55	7.51	15.50	31.79	3.66	3.33
2020Y	20.94	20.04	8.64	32.00	12.00	13.50	10.73	2.23	7.92	19.75	12.02	18.03	10.35	31.14	72.17	3.55	3.52
2021Y	25.60	21.83	9.07	31.56	12.80	14.30	15.44	5.06	7.55	16.52	12.50	18.02	16.06	27.44	44.87	4.31	4.18
2022Y	29.39	21.30	8.88	28.00	14.94	17.67	16.40	6.27	7.54	14.48	17.18	26.27	19.41	26.71	47.22	4.50	4.52
2023Y	17.96	14.13	6.89	28.00	13.64	17.00	10.00	3.29	6.85	10.87	8.93	20.78	12.54	20.85	42.83	4.05	3.97
2024Y	13.69	10.95	6.00	28.00	13.18	16.12	7.98	2.55	6.04	9.75	6.67	16.44	7.99	17.52	33.85	3.79	3.44

数据来源: Wind、百川盈孚、开源证券研究所 (注 1: 2024Q3 数据区间为 2024 年 7 月 1 日-8 月 25 日, 2024Y 数据区间为 2024 年 1 月 1 日-8 月 25 日; 注 2: 氟环唑均价用周度数据计算, 其他产品均价用日度数据计算。)

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9302	9075	8359	10528	12606
现金	3358	1763	1581	2171	2578
应收票据及应收账款	3301	2548	2698	3459	4446
其他应收款	70	31	60	47	90
预付账款	357	201	299	288	466
存货	2084	1590	1821	2142	2867
其他流动资产	132	2942	1899	2421	2160
非流动资产	5491	6628	8024	8065	7790
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4073	4106	5215	5394	5358
无形资产	615	641	649	664	675
其他非流动资产	804	1880	2161	2006	1758
资产总计	14793	15703	16383	18593	20396
流动负债	5761	5744	5175	7013	6995
短期借款	300	361	1000	700	600
应付票据及应付账款	3384	3708	2876	4774	4894
其他流动负债	2077	1676	1299	1539	1502
非流动负债	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
负债合计	6254	6026	5457	7294	7274
少数股东权益	4	6	7	8	9
股本	310	406	406	406	406
资本公积	592	746	746	746	746
留存收益	7529	8594	9516	10670	12282
归属母公司股东权益	8535	9672	10919	11291	13113
负债和股东权益	14793	15703	16383	18593	20396

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2124	2395	1369	2858	1436
净利润	1796	1566	1195	1496	2089
折旧摊销	642	755	639	805	918
财务费用	-246	-58	-35	48	58
投资损失	106	15	-5	-5	-5
营运资金变动	227	178	-511	464	-1710
其他经营现金流	-400	-62	86	50	86
投资活动现金流	-1469	-3545	-2035	-796	-603
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	0	50	40
筹资活动现金流	-507	-495	-597	-391	-426
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	-1236	-90	-324
现金净增加额	256	-1633	-1262	1671	407

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15811	11478	10295	12084	15513
营业成本	11750	8539	7927	9211	11641
营业税金及附加	44	47	31	36	47
营业费用	346	230	185	218	271
管理费用	841	517	397	423	496
研发费用	498	418	319	363	465
财务费用	-246	-58	-35	48	58
资产减值损失	-168	-24	-1	-1	-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	5	5	5
资产处置收益	2	5	20	5	5
营业利润	2147	1869	1415	1767	2479
营业外收入	6	2	4	3	4
营业外支出	18	5	11	8	10
利润总额	2135	1866	1407	1762	2472
所得税	340	300	212	266	383
净利润	1796	1566	1195	1496	2089
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属母公司净利润	1794	1565	1194	1495	2088
EBITDA	2712	2591	2053	2543	3293
EPS(元)	4.41	3.85	2.94	3.68	5.13

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	33.5	-27.4	-10.3	17.4	28.4
营业利润(%)	48.7	-12.9	-24.3	24.9	40.3
归属于母公司净利润(%)	46.8	-12.8	-23.7	25.2	39.6
获利能力					
毛利率(%)	25.7	25.6	23.0	23.8	25.0
净利率(%)	11.4	13.6	11.6	12.4	13.5
ROE(%)	21.0	16.2	11.4	12.8	15.6
ROIC(%)	18.5	14.8	10.3	11.9	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	42.3	38.4	33.3	39.2	35.7
净负债比率(%)	-29.4	-10.9	-4.6	-11.8	-14.1
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.8
速动比率	1.2	0.9	1.0	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.7	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	7.6	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.41	3.85	2.94	3.68	5.13
每股经营现金流(最新摊薄)	5.22	5.89	3.37	7.03	3.53
每股净资产(最新摊薄)	20.98	23.78	25.84	28.63	32.89
估值比率					
P/E	11.1	12.7	16.6	13.3	9.5
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.4	7.2	9.4	7.3	5.4

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3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