

## 扬农化工 (600486.SH)

## 三季度业绩符合预期，优创项目将逐步贡献增量

事件：公司发布 2024 年三季报，报告期内实现营业收入 80.16 亿元，同比下降 13.57%，归母净利润 10.26 亿元，同比下降 24.61%，扣非净利润 9.87 亿元，同比下降 24.31%；其中三季度单季实现营业收入 23.17 亿元，同比增长 4.98%，环比下降 8.16%，归母净利润 2.63 亿元，同比增长 10.87%，环比下降 21.34%。

□ 农药行业景气度保持底部运行，单季度业绩同比实现增长。2024 年是公司全面推进四次创业的攻坚之年，面对复杂严峻的市场挑战，特别是价格持续下跌的巨大压力，公司深化提质增效，努力推动经营业绩继续走在行业前列。前三季度公司原药收入 48.2 亿元，同比下降 19.0%，销量 7.6 万吨，同比增长 1.4%，销售均价 6.34 万元/吨，同比下跌 20.1%；制剂收入 13.9 亿元，同比下降 9.3%，销量 3.4 万吨，同比增长 2.7%，销售均价 4.05 万元/吨，同比下降 11.7%。毛利率方面，前三季度公司综合毛利率 24.02%，同比下降 2.12 pct，三季度单季毛利率 23.5%，同比下降 0.4 pct，环比下降 0.6 pct。下半年为公司农药传统销售淡季，以量补价实现三季度单季业绩同比增长。

□ 部分产品市场处于行业底部，全球农药分销渠道库存降低明显。2024 年第三季度公司产品草甘膦、功夫菊酯、联苯菊酯、硝磺草酮市场均价分别为 2.48 万、10.5 万、12.9 万、8.8 万元/吨，同比分别下跌 23.2%、17.6%、19.6%、17.3%；环比分别下跌 3.3%、2.0%、3.1%、12.0%，目前价格基本处于底部区域。上半年全球农药分销渠道库存降低明显，随着行业库存降低，将对农药需求形成正反馈，农药周期有望逐步迎来修复。

□ 继续加强创制药的开发，高质量推进优创项目投产。公司持续推动农药“创制药研发-原药生产-制剂销售”一体化发展策略，先后开发了多个农药创制新品种，报告期内公司全力推进 1631 商业化进程和创制新药的研究，多个化合物取得新进展。辽宁优创项目是公司的重大项目，是公司四次创业的主战场，自去年 6 月开工以来，辽宁优创一期项目建设跑出了扬农加速度，目前一期一阶段项目已进入试生产调试阶段，二阶段项目已进入机电安装阶段。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2024~2026 年公司归母净利润分别为 12.4 亿、15.9 亿、18.4 亿元，EPS 分别为 3.05、3.91、4.53 元，当前股价对应 PE 分别为 20.0、15.6、13.5 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 15811 | 11478 | 10417 | 12338 | 13931 |
| 同比增长       | 34%   | -27%  | -9%   | 18%   | 13%   |
| 营业利润(百万元)  | 2147  | 1869  | 1485  | 1898  | 2198  |
| 同比增长       | 49%   | -13%  | -21%  | 28%   | 16%   |
| 归母净利润(百万元) | 1794  | 1565  | 1242  | 1590  | 1841  |
| 同比增长       | 47%   | -13%  | -21%  | 28%   | 16%   |
| 每股收益(元)    | 4.41  | 3.85  | 3.05  | 3.91  | 4.53  |
| PE         | 13.8  | 15.9  | 20.0  | 15.6  | 13.5  |
| PB         | 2.9   | 2.6   | 2.4   | 2.1   | 1.9   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持（维持）

周期/化工

目标估值：NA

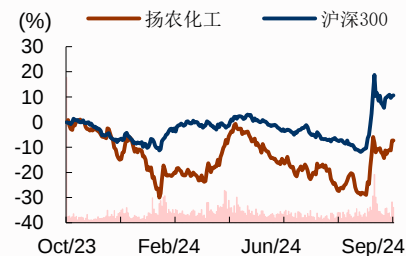
当前股价：61.08 元

## 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本（百万股）    | 407         |
| 已上市流通股（百万股） | 403         |
| 总市值（十亿元）    | 24.8        |
| 流通市值（十亿元）   | 24.6        |
| 每股净资产（MRQ）  | 25.5        |
| ROE（TTM）    | 11.9        |
| 资产负债率       | 39.3%       |
| 主要股东        | 先正达集团股份有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 35.83%      |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 22 | 1   | -2  |
| 相对表现 | 5  | -11 | -15 |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《扬农化工（600486）—农药行业低迷导致业绩承压，加快推进优创项目建设》2024-08-27
- 2、《扬农化工（600486）—一季度业绩同比下降明显，持续推出新产品新项目》2024-04-22
- 3、《扬农化工（600486）—全年业绩基本符合预期，优创葫芦岛项目快速推进》2024-03-26

周锋

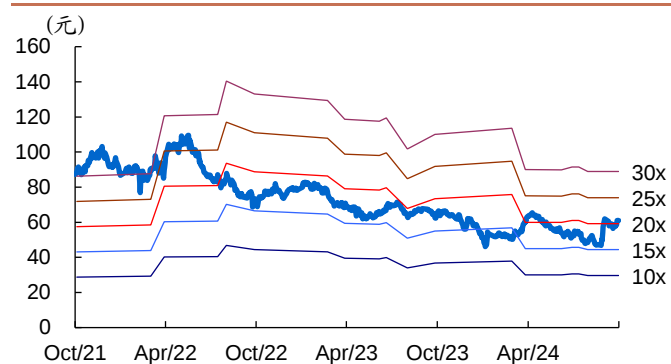
S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

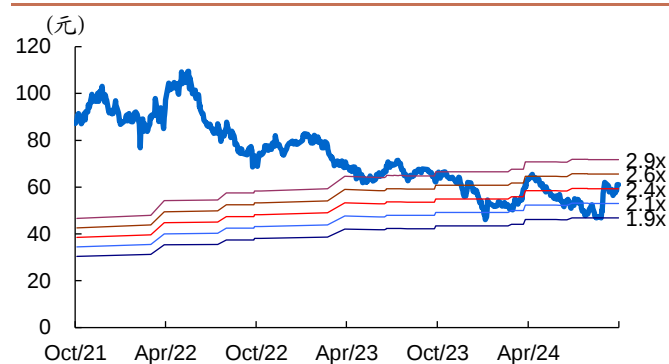
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 扬农化工历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 扬农化工历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 9302         | 9075         | 9426         | 11414        | 13500        |
| 现金             | 3358         | 1763         | 2783         | 3575         | 4658         |
| 交易性投资          | 2            | 4            | 4            | 4            | 4            |
| 应收票据           | 636          | 653          | 593          | 702          | 793          |
| 应收款项           | 2665         | 1895         | 1702         | 2015         | 2276         |
| 其它应收款          | 70           | 31           | 28           | 33           | 38           |
| 存货             | 2084         | 1590         | 1463         | 1708         | 1921         |
| 其他             | 486          | 3139         | 2852         | 3375         | 3810         |
| <b>非流动资产</b>   | 5491         | 6628         | 6593         | 6558         | 6525         |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 4073         | 4106         | 4137         | 4162         | 4183         |
| 无形资产商誉         | 631          | 657          | 591          | 532          | 479          |
| 其他             | 788          | 1865         | 1864         | 1864         | 1863         |
| <b>资产总计</b>    | <b>14793</b> | <b>15703</b> | <b>16018</b> | <b>17972</b> | <b>20025</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5761         | 5744         | 5174         | 5820         | 6427         |
| 短期借款           | 300          | 361          | 347          | 372          | 440          |
| 应付账款           | 3384         | 3708         | 3430         | 4005         | 4504         |
| 预收账款           | 696          | 276          | 255          | 298          | 335          |
| 其他             | 1381         | 1400         | 1141         | 1145         | 1148         |
| <b>长期负债</b>    | 493          | 281          | 281          | 281          | 281          |
| 长期借款           | 253          | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 其他             | 240          | 278          | 278          | 278          | 278          |
| <b>负债合计</b>    | <b>6254</b>  | <b>6026</b>  | <b>5455</b>  | <b>6101</b>  | <b>6709</b>  |
| 股本             | 310          | 406          | 407          | 407          | 407          |
| 资本公积金          | 592          | 609          | 609          | 609          | 609          |
| 留存收益           | 7634         | 8657         | 9541         | 10848        | 12292        |
| 少数股东权益         | 4            | 6            | 7            | 8            | 9            |
| 归属于母公司所有者权益    | 8535         | 9672         | 10556        | 11863        | 13307        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>14793</b> | <b>15703</b> | <b>16018</b> | <b>17972</b> | <b>20025</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2022       | 2023          | 2024E       | 2025E      | 2026E       |
|----------------|------------|---------------|-------------|------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2124       | 2395          | 2357        | 1748       | 2093        |
| 净利润            | 1796       | 1566          | 1243        | 1591       | 1843        |
| 折旧摊销           | 642        | 755           | 802         | 801        | 799         |
| 财务费用           | (41)       | (7)           | (42)        | (53)       | (70)        |
| 投资收益           | 106        | 15            | (15)        | (15)       | (15)        |
| 营运资金变动         | (117)      | 50            | 372         | (580)      | (467)       |
| 其它             | (261)      | 15            | (3)         | 5          | 4           |
| <b>投资活动现金流</b> | (1469)     | (3545)        | (751)       | (751)      | (751)       |
| 资本支出           | (1167)     | (1518)        | (766)       | (766)      | (766)       |
| 其他投资           | (302)      | (2027)        | 15          | 15         | 15          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (507)      | (495)         | (586)       | (206)      | (259)       |
| 借款变动           | (715)      | (303)         | (270)       | 25         | 68          |
| 普通股增加          | 0          | 96            | 0           | 0          | 0           |
| 资本公积增加         | 0          | 17            | 0           | 0          | 0           |
| 股利分配           | (201)      | (403)         | (358)       | (283)      | (397)       |
| 其他             | 410        | 98            | 42          | 53         | 70          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>148</b> | <b>(1646)</b> | <b>1020</b> | <b>791</b> | <b>1083</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2022        | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 15811       | 11478       | 10417       | 12338       | 13931       |
| 营业成本             | 11750       | 8539        | 7899        | 9223        | 10373       |
| 营业税金及附加          | 44          | 47          | 43          | 51          | 58          |
| 营业费用             | 346         | 230         | 209         | 247         | 279         |
| 管理费用             | 841         | 517         | 469         | 556         | 628         |
| 研发费用             | 498         | 418         | 333         | 395         | 446         |
| 财务费用             | (246)       | (58)        | (42)        | (53)        | (70)        |
| 资产减值损失           | (266)       | 70          | (35)        | (35)        | (35)        |
| 公允价值变动收益         | (81)        | 3           | 3           | 3           | 3           |
| 其他收益             | 22          | 27          | 27          | 27          | 27          |
| 投资收益             | (106)       | (15)        | (15)        | (15)        | (15)        |
| <b>营业利润</b>      | 2147        | 1869        | 1485        | 1898        | 2198        |
| 营业外收入            | 6           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| 营业外支出            | 18          | 5           | 5           | 5           | 5           |
| <b>利润总额</b>      | 2135        | 1866        | 1482        | 1895        | 2195        |
| 所得税              | 340         | 300         | 239         | 305         | 352         |
| 少数股东损益           | 1           | 1           | 1           | 1           | 1           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1794</b> | <b>1565</b> | <b>1242</b> | <b>1590</b> | <b>1841</b> |

## 主要财务比率

|                | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 34%   | -27%  | -9%   | 18%   | 13%   |
| 营业利润           | 49%   | -13%  | -21%  | 28%   | 16%   |
| 归母净利润          | 47%   | -13%  | -21%  | 28%   | 16%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 25.7% | 25.6% | 24.2% | 25.2% | 25.5% |
| 净利率            | 11.3% | 13.6% | 11.9% | 12.9% | 13.2% |
| ROE            | 23.2% | 17.2% | 12.3% | 14.2% | 14.6% |
| ROIC           | 18.6% | 15.5% | 11.4% | 13.4% | 13.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 42.3% | 38.4% | 34.1% | 33.9% | 33.5% |
| 净负债比率          | 5.5%  | 4.0%  | 2.2%  | 2.1%  | 2.2%  |
| 流动比率           | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 2.0   | 2.1   |
| 速动比率           | 1.3   | 1.3   | 1.5   | 1.7   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.1   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率          | 5.9   | 4.6   | 5.2   | 5.8   | 5.7   |
| 应收账款周转率        | 5.2   | 3.9   | 4.3   | 4.9   | 4.8   |
| 应付账款周转率        | 3.5   | 2.4   | 2.2   | 2.5   | 2.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 4.41  | 3.85  | 3.05  | 3.91  | 4.53  |
| 每股经营净现金        | 5.22  | 5.89  | 5.80  | 4.30  | 5.15  |
| 每股净资产          | 20.99 | 23.78 | 25.96 | 29.17 | 32.72 |
| 每股股利           | 0.99  | 0.88  | 0.70  | 0.98  | 1.13  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 13.8  | 15.9  | 20.0  | 15.6  | 13.5  |
| PB             | 2.9   | 2.6   | 2.4   | 2.1   | 1.9   |
| EV/EBITDA      | 8.9   | 8.9   | 10.0  | 8.5   | 7.7   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。