

扬农化工（600486.SH）2024 年年报点评

农化行业去库渐进尾声，辽宁优创项目稳步推进

优于大市

核心观点

全球农化去库拖累公司业绩,2024 年归母净利润同比下降 23.19%。公司 2024 年实现营业收入 104.35 亿元,同比下降 9.09%;实现归属于上市公司股东的净利润 12.02 亿元,同比下降 23.19%。2024 年全年,公司的销售毛利率 23.11%,同比下降 2.49 pcts;销售净利率 11.53%,同比下降 2.12 pcts;期间费用率 9.52%,同比提升 0.13 pcts。随着全球农化供需秩序恢复,公司的营收和盈利水平逐渐趋稳。分产品来看,2024 年公司原药销量 9.99 万吨,同比增长 3.50%,销售均价 6.43 万元/吨,同比降低 16.01%,销售收入 64.18 亿元,同比下降 13.07%,毛利率 27.70%,同比下降 2.46 pcts。制剂销量 3.64 万吨,同比增长 1.77%,销售均价 4.25 万元/吨,同比降低 9.38%,销售收入 15.45 亿元,同比下降 7.78%,毛利率 29.77%,同比提升 2.38 pcts。

全球农化去库周期渐进尾声,行业供需秩序恢复正常。中国原药产量约占全球 68%,农药产品以出口为主。据 Trade Map,2024 年中国农药(HS 编码 3808)出口数量达 317.61 万吨,同比增长 28.82%,创历史最大值。库存方面,截至 2024 年底,公司存货价值 11.05 亿元,同比下降 30.50%,较 2022 年末下降 47%。据中农立华,2025 年 3 月 23 日,中农立华原药价格指数报 72.78 点,同比去年下跌 6.45%,目前多数农药的价格继续下行空间有限,少数小品种农药价格开始企稳回升。总的来说,我们认为随着全球农化供需秩序恢复正常,公司凭借丰富的“研产销”经验,有望在市场竞争中持续保持技术、成本、市占率等全方位的竞争优势。

辽宁优创一期项目工程进度已达 80%。2023 年公司战略布局的辽宁优创一期项目开工建设,项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰羟胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种,其中氟唑菌酰羟胺是先正达创新药。据公司年报,辽宁优创一期项目工程进度已达 80%,预计 2025 年上半年进入试生产阶段。优创项目的建设延续了扬农一贯的高效率,展示出公司优秀的决策定力和管理效力,随着公司葫芦岛项目产能逐步释放,对公司业绩的贡献将逐步显现。

风险提示:原材料价格波动;下游需求不及预期;在建项目进展不及预期等。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。考虑近两年国内农药产能快速扩张,多数农药品种产能过剩,行业落后产能出清仍需一定时间。因此,我们下调公司盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.55/16.14/17.57 亿元(2025/2026 年原值为 20.09/21.87 亿元),EPS 为 3.33/3.97/4.32 元,对应当前股价 PE 为 16.5/13.8/12.7X,维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,478	10,435	11,488	13,211	14,456
(+/-%)	-27.4%	-9.1%	10.1%	15.0%	9.4%
归母净利润(百万元)	1565	1202	1355	1614	1757
(+/-%)	-12.8%	-23.2%	12.7%	19.2%	8.8%
每股收益(元)	3.85	2.96	3.33	3.97	4.32
EBIT Margin	15.0%	12.6%	13.9%	14.6%	14.4%
净资产收益率(ROE)	16.2%	11.4%	11.8%	12.8%	12.7%
市盈率(PE)	14.2	18.6	16.5	13.8	12.7
EV/EBITDA	11.4	14.5	13.2	11.4	10.4
市净率(PB)	2.30	2.12	1.94	1.77	1.62

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师:杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人:王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	54.85 元
总市值/流通市值	22307/22097 百万元
52 周最高价/最低价	70.89/46.12 元
近 3 个月日均成交额	129.50 百万元

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《扬农化工(600486.SH)-农化行业去库拖累公司业绩,优创项目稳步推进》——2024-03-26
- 《扬农化工(600486.SH)-23Q3 业绩同比改善,全力推进辽宁优创项目建设》——2023-10-24

全球农化去库拖累公司业绩，2024 年归母净利润同比下降 23.19%。扬农化工于 3 月 25 日晚披露 2024 年年报，公司 2024 年实现营业收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.02 亿元，同比下降 23.19%；基本每股收益 2.978 元/股。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.80 元(含税)。2024 年全年，公司的销售毛利率 23.11%，同比下降 2.49 pct；销售净利率 11.53%，同比下降 2.12 pct；期间费用率 9.52%，同比提升 0.13 pct。其中 2024 年第四季度，公司实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 9.76%；归母净利润 1.76 亿元，同比下降 13.11%，随着全球农化去库周期渐进尾声，公司的营收和盈利水平逐渐趋稳。

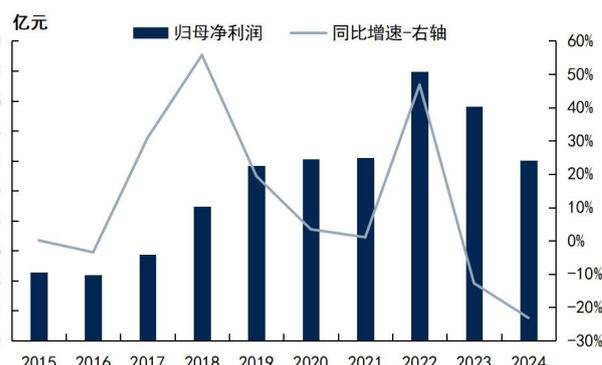
整体来看，2024 年公司生产运营保持稳中向好，年内公司努力抢抓订单，保证了市场份额不流失，围绕生产、采购、供应管理进行降本节支，坚持研发投入，寻求公司长期成长驱动力，2024 年公司生产经营有序推进，在激烈的市场竞争中保持了显著的竞争优势。分产品来看，2024 年公司原药产量 9.69 万吨，销量 9.99 万吨，同比增长 3.50%，销售均价 6.43 万元/吨，同比降低 16.01%，销售收入 64.18 亿元，同比下降 13.07%，毛利率 27.70%，同比下降 2.46 pct。制剂产量 3.54 万吨，销量 3.64 万吨，同比增长 1.77%，销售均价 4.25 万元/吨，同比降低 9.38%，销售收入 15.45 亿元，同比下降 7.78%，毛利率 29.77%，同比提升 2.38 pct。

图1：扬农化工营业收入及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：扬农化工归母净利润及同比增速



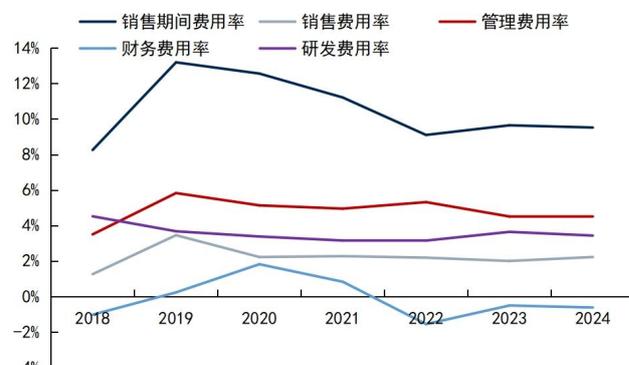
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：扬农化工销售毛利率及净利率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：扬农化工销售期间费用率

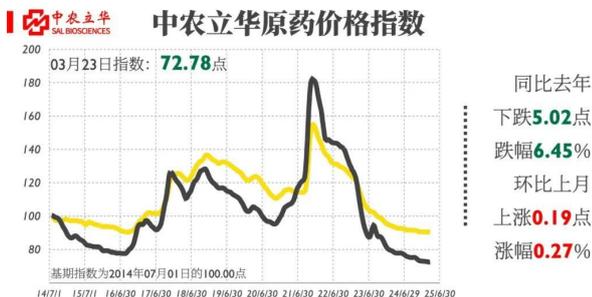


资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

全球农化去库周期渐进尾声，行业供需秩序恢复正常。中国原药产量约占全球68%，农药产品以出口为主，出口量占中国农药产量的三分之二左右，在全球农药市场的份额也较高，2021年开始，受公共卫生事件影响国内农药出现阶段性供应不畅，导致海外进行恐慌性备货，叠加产品原料价格上涨等诸多因素，全球农药价格一路走高，中国农药的出口数量在2021、2022年不断创下新高，导致海外库存累积，而2023年以来，随着全球农药供应秩序恢复正常，农药行业进入去库周期，同时新增产能不断投放使得行业供过于求矛盾日益显现，绝大多数农药产品价格持续下跌，中国农药出口数量也在2023年上半年出现显著下滑。2023年四季度以来，中国农药出口到南美的数量逐渐恢复到正常区间，2024年下半年以来中国农药出口到北美的数量也已恢复，整体看目前全球农药行业的供需秩序已经恢复，此轮全球农药行业的去库已渐进尾声，产能过剩已取代行业去库成为当前全球农化行业的首要矛盾。

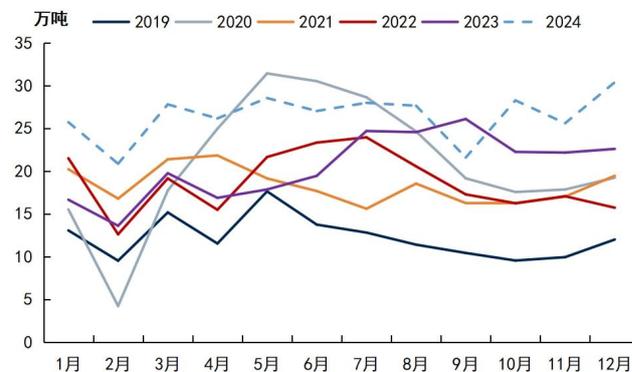
据中农立华，2025年3月23日，中农立华原药价格指数报72.78点，同比去年下跌6.45%，环比上月上涨0.27%。跟踪的上百个产品中，同比去年56%产品下跌；环比上月61%产品持平，12%产品上涨，经历了3年多的调整，目前多数农药的价格继续下行空间有限，少数小品种农药价格开始企稳回升。出口方面，据Trade Map，2024年中国农药出口数量达317.61万吨，同比增长28.82%，创历史最大值。库存方面，2022年以来扬农化工的存货价值也显著降低，截至2024年12月31日，公司存货价值11.05亿元，同比下降30.50%，较2022年末下降47%。总的来说，我们认为随着全球农药供需秩序恢复正常，公司凭借丰富的“研产销”经验，有望在市场竞争中持续保持技术、成本、市占率等全方位的竞争优势。

图5：中农立华原药价格指数



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：中国农药月度出口数量（HS 编码 3808）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

辽宁优创一期项目工程进度已达80%。2023年公司战略布局的辽宁优创一期项目开工建设，项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种，其中氟唑菌酰胺是先正达创新药。据公司年报，当前葫芦岛基地仍处于边建设、边调试、边生产阶段，辽宁优创一期项目工程进度已达80%，预计2025年上半年进入试生产阶段。总的来说，优创一期项目的建设延续了扬农一贯的高效率，展示出公司优秀的决策定力和管理效力，随着公司葫芦岛项目产能逐步释放，对公司业绩的贡献将逐步显现。

表1: 辽宁优创年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体项目产品方案

	产品分类	产品名称	产能 (吨/年)	
15650 吨/年农药原药	8050 吨/年除草剂	咪草烟	1500	
		甲氧咪草烟	200	
		甲基咪草烟	100	
		3100 吨/年杀菌剂	烯草酮	5000
			烯禾啶	250
			莎稗磷	500
	4500 吨/年杀虫剂		吡氟酰草胺	500
			啶菌噁唑	100
			氟唑菌酰羟胺	2500
	7000 吨/年农药中间体	中间体	多效唑	500
			功夫菊酯	3000
			双酰胺类杀虫剂	1500
一氯吡啶			2000	
环己二酮			2000	
三氮唑			3000	

资料来源: 公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。作为国内农药行业龙头与领跑者, 公司研产销一体化, 具有产业链、品牌等多方位优势。未来, 公司将持续布局新项目, 同时进一步融入先正达集团产业链, 成长确定性高, 我们看好公司有望成长为国际性综合农化龙头企业。考虑近两年国内农药产能快速扩张, 多数农药品种面临供过于求问题, 同时印度原药产量提升也正在挤占国内农药公司市场空间, 虽然当前全球农药行业去库周期已渐进尾声, 但行业落后产能出清仍需时间, 综合成本端因素, 我们预计全球多数农药价格仍将继续磨底一段时间。因此, 我们下调公司盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.55/16.14/17.57 亿元 (2025/2026 年原值为 20.09/21.87 亿元), EPS 为 3.33/3.97/4.32 元, 对应当前股价 PE 为 16.5/13.8/12.7X, 维持“优于大市”评级。

表2: 扬农化工: 可比公司估值

股票代码	股票简称	主营产品	收盘价 (2025/3/24)	EPS			PE			PB (2025E)	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
600141.SH	兴发集团	农药原药、磷化工	23.04	1.24	1.63	2.04	14.7	14.1	11.2	1.20	254
002749.SZ	国光股份	植物生长调节剂	13.84	0.69	0.79	0.96	17.3	17.6	14.4	3.48	65
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	54.85	3.85	2.96	3.33	14.2	18.6	16.5	2.12	223

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1763	1618	1800	2000	2200	营业收入	11478	10435	11488	13211	14456
应收款项	2579	2638	2645	3116	3464	营业成本	8539	8023	8703	9931	10908
存货净额	1590	1105	1452	1627	1697	营业税金及附加	47	35	39	48	50
其他流动资产	3144	1821	1835	2678	2588	销售费用	230	232	230	264	289
流动资产合计	9075	7182	7732	9422	9949	管理费用	517	468	506	565	602
固定资产	5400	7227	8140	9007	9802	研发费用	418	358	414	476	520
无形资产及其他	641	584	561	537	514	财务费用	(58)	(65)	32	53	43
投资性房地产	587	2672	2672	2672	2672	投资收益	(15)	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(21)	(62)	50	50	50
资产总计	15703	17665	19105	21638	22937	其他收入	(297)	(269)	(414)	(476)	(520)
短期借款及交易性金融负债	618	1193	2133	2349	1888	营业利润	1869	1413	1614	1923	2093
应付款项	3708	4463	3718	4703	5284	营业外净收支	(3)	(7)	0	0	0
其他流动负债	1419	973	1232	1398	1312	利润总额	1866	1406	1614	1923	2093
流动负债合计	5744	6629	7083	8451	8485	所得税费用	300	203	258	308	335
长期借款及应付债券	3	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他长期负债	278	493	543	593	643	归属于母公司净利润	1565	1202	1355	1614	1757
长期负债合计	281	493	543	593	643	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6026	7122	7626	9044	9128	净利润	1565	1202	1355	1614	1757
少数股东权益	6	7	7	8	9	资产减值准备	(144)	35	(14)	5	5
股东权益	9672	10536	11471	12586	13800	折旧摊销	755	706	680	822	928
负债和股东权益总计	15703	17665	19105	21638	22937	公允价值变动损失	21	62	(50)	(50)	(50)
						财务费用	(58)	(65)	32	53	43
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1741)	222	(818)	(284)	223
每股收益	3.85	2.96	3.33	3.97	4.32	其它	145	(34)	14	(4)	(4)
每股红利	1.05	0.91	1.03	1.23	1.34	经营活动现金流	600	2193	1168	2103	2859
每股净资产	23.80	25.91	28.21	30.95	33.93	资本开支	0	(2479)	(1507)	(1620)	(1654)
ROIC	15.43%	10.95%	11%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16.18%	11.41%	12%	13%	13%	投资活动现金流	0	(2479)	(1507)	(1620)	(1654)
毛利率	26%	23%	24%	25%	25%	权益性融资	13	13	0	0	0
EBIT Margin	15%	13%	14%	15%	14%	负债净变化	(250)	(3)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(427)	(372)	(419)	(500)	(544)
收入增长	-27%	-9%	10%	15%	9%	其它融资现金流	(853)	878	940	217	(461)
净利润增长率	-13%	-23%	13%	19%	9%	融资活动现金流	(2196)	141	521	(283)	(1005)
资产负债率	38%	40%	40%	42%	40%	现金净变动	(1595)	(145)	182	200	200
股息率	1.9%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%	货币资金的期初余额	3358	1763	1618	1800	2000
P/E	14.2	18.6	16.5	13.8	12.7	货币资金的期末余额	1763	1618	1800	2000	2200
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(423)	(304)	536	1249
EV/EBITDA	11.4	14.5	13.2	11.4	10.4	权益自由现金流	0	452	609	708	752

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032