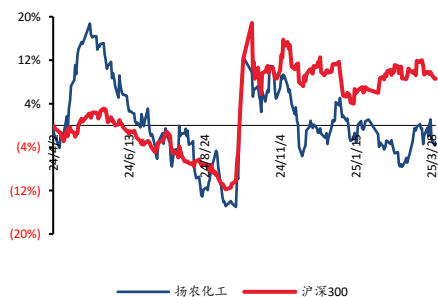


扬农化工 2024 年报点评： 价格下滑拖累公司业绩，葫芦岛项目有望贡献增量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 4.07/4.03
总市值/流通(亿元) 216.4/214.37
12 个月内最高/最低价 70.89/46.12 (元)

相关研究报告

<<业绩符合预期，多项目持续推进巩固龙头地位>>—2024-04-01
<<趋势转好，近五个季度首次实现业绩同比增长>>—2023-12-01
<<菊酯以量补价，草甘膦格局重塑价格中枢向上>>—2021-04-27

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523010001

事件：扬农化工 2024 年实现营业收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%；归母净利润 12.02 亿元，同比下降 23.19%。公司拟每 10 股派现 6.80 元（含税）。

点评：

销量增长，但产品价格下滑导致公司业绩承压。2024 年公司实现营业收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%；归母净利润 12.02 亿元，同比下降 23.19%。其中，第四季度公司实现营业总收入 24.19 亿元，同比增长 9.76%，环比增长 4.04%；归母净利润 1.76 亿元，同比下降 13.71%，环比下降 32.63%。尽管公司主要产品的销量均取得增长，原药销量达到 9.99 万吨，同比增长 3.50%，制剂销量达到 3.64 万吨，同比增长 1.77%，但公司主要产品功夫菊酯、联苯菊酯报价分别降至 10.7 万元/吨、13.0 万元/吨，均接近或达到历史最低水平，草甘膦价格亦处于近十年低位。受此影响，公司的原药产品综合均价同比下跌 13.07%，导致营收降至 64.18 亿元；制剂业务营收降至 15.45 亿元，同比下降了 7.78%。盈利能力也体现了相似的趋势，2024 年公司的毛利率同比下降 2.59 个百分点至 23.11%，净利率下滑 2.12 个百分点至 11.53%。

产能扩张+技术护城河为公司的竞争力提供保障。葫芦岛项目一期一阶段规划有年产 15,650 吨农药原药及中间体，涵盖氟唑菌酰胺、四氯虫酰胺等高附加值品种，目前已产出合格产品。二阶段设备安装中，预计 2025 年下半年形成增量。项目达产后预计将新增年收入超 20 亿元。另一方面，公司的研发投入持续取得收获，菊酯合成工艺专利群扩展至 62 项，硝磺草酮纯度突破 99.5%（行业平均 98.2%）；与先正达联合研发管线储备 15 个在研品种，覆盖基因编辑作物配套农药。公司通过整合农研公司登记资源，新增 28 个海外制剂登记证（累计超 200 个）。

投资建议：扬农化工是国内领先的原药和制剂生产商，优创项目等在建项目稳步推进，将给公司未来的持续较快发展提供支撑，预计公司 2025/2026/2027 年 EPS 分别为 3.38 元、3.97 元、4.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌、需求下滑、项目推进不及预期等

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,435	11,507	12,718	13,977
营业收入增长率(%)	-9.09%	10.28%	10.52%	9.91%
归母净利（百万元）	1,202	1,376	1,615	1,790
净利润增长率(%)	-23.19%	14.45%	17.39%	10.81%
摊薄每股收益（元）	2.98	3.38	3.97	4.40
市盈率（PE）	19.43	15.86	13.51	12.19

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,763	1,618	2,539	3,993	6,532
应收和预付款项	2,749	2,792	3,075	3,396	3,732
存货	1,590	1,105	1,195	1,308	1,434
其他流动资产	2,974	1,667	1,921	2,287	2,046
流动资产合计	9,075	7,182	8,729	10,984	13,744
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	4,106	5,612	6,690	7,002	6,930
在建工程	1,294	1,615	1,008	654	477
无形资产开发支出	641	585	576	542	495
长期待摊费用	4	2	1	0	1
其他非流动资产	9,658	9,851	11,400	13,656	16,418
资产总计	15,703	17,665	19,674	21,854	24,321
短期借款	361	1,192	1,498	1,897	2,409
应付和预收款项	3,716	4,463	4,826	5,285	5,793
长期借款	3	0	0	0	0
其他负债	1,946	1,467	1,551	1,653	1,766
负债合计	6,026	7,122	7,875	8,835	9,968
股本	406	407	407	407	407
资本公积	746	773	773	773	773
留存收益	8,594	9,438	10,693	11,912	13,245
归母公司股东权益	9,672	10,536	11,791	13,010	14,343
少数股东权益	6	7	8	9	10
股东权益合计	9,677	10,543	11,798	13,019	14,353
负债和股东权益	15,703	17,665	19,674	21,854	24,321

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,395	2,155	2,246	2,551	3,503
投资性现金流	-3,545	-2,193	-1,444	-1,019	-914
融资性现金流	-495	172	-76	-55	-5
现金增加额	-1,633	147	739	1,477	2,584

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,478	10,435	11,507	12,718	13,977
营业成本	8,539	8,023	8,677	9,500	10,414
营业税金及附加	47	35	39	43	47
销售费用	230	232	256	283	311
管理费用	517	468	516	570	626
财务费用	-58	-65	51	60	68
资产减值损失	-24	-59	-50	-32	-43
投资收益	-15	3	3	4	4
公允价值变动	3	-3	0	0	0
营业利润	1,869	1,413	1,616	1,895	2,100
其他非经营损益	-3	-7	-7	-6	-7
利润总额	1,866	1,406	1,609	1,889	2,093
所得税	300	203	233	273	302
净利润	1,566	1,203	1,377	1,616	1,791
少数股东损益	1	1	1	1	1
归母股东净利润	1,565	1,202	1,376	1,615	1,790

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.60%	23.11%	24.60%	25.30%	25.50%
销售净利率	13.64%	11.52%	11.96%	12.70%	12.80%
销售收入增长率	-27.41%	-9.09%	10.28%	10.52%	9.91%
EBIT 增长率	-18.84%	-24.02%	20.08%	17.36%	10.90%
净利润增长率	-12.77%	-23.19%	14.45%	17.39%	10.81%
ROE	16.18%	11.41%	11.67%	12.41%	12.48%
ROA	10.27%	7.21%	7.37%	7.78%	7.76%
ROIC	14.83%	10.08%	10.68%	11.17%	11.03%
EPS (X)	3.87	2.98	3.38	3.97	4.40
PE (X)	16.32	19.43	15.86	13.51	12.19
PB (X)	2.65	2.23	1.85	1.68	1.52
PS (X)	2.23	2.26	1.90	1.72	1.56
EV/EBITDA (X)	9.52	10.99	7.97	6.52	5.30

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。