2025 年 04 月 08 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

农药进入微利时代导致公司业绩承压

—扬农化工（600486.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
联系人：高铭谦 S1050124080006
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据 2025-04-07

当前股价（元）	48.63
总市值（亿元）	198
总股本（百万股）	407
流通股本（百万股）	403
52 周价格范围（元）	46.81-66.53
日均成交额（百万元）	129.04

市场表现

资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《扬农化工（600486）：农药景气度下行，公司具备抗风险能力》2024-08-28

2、《扬农化工（600486）：静待农药景气度提升，多项目推进巩固龙头地位》2024-07-28

3、《扬农化工（600486）：2024Q1 盈利承压，新项目推进助力成长》2024-04-25

事件

扬农化工发布年度业绩报告：2024 年全年实现营业总收入 104.35 亿元，同比下降 9.09%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比下滑 23.19%。其中，2024Q4 单季度实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 9.76%，环比上升 4.41%，实现归母净利润 1.76 亿元，同比下滑 13.71%，环比下滑 32.91%。

投资要点

农药行业景气度下行，公司于农药微利时代克难求进

2024 年，农药行业处于低谷，产能过剩致价格下行，进入微利时代。2024 全年，公司原药销量同比增长 3.50%，达 9.99 万吨，其中拟除虫菊酯原药产量达 9.69 万吨，同比增长 6.67%，公司凭借深化客户合作等策略，稳固国内核心供应商地位，规模与品种数量全国领先，但价格下跌使原药销售额同比下降 13%。制剂业务销量增长 1.77% 至 3.63 万吨，销售额下降 8%。公司农药产品价格低迷导致了业绩承压，但公司优秀的成本控制与产量结构调整保证了公司的长期稳定经营。在原药方面，公司在海内外依据客户特点加强客户管理，深挖客户潜能和需求；在贸易业务方面，公司创新业务模式，加快推进全球登记布局，使得公司贸易板块的销售额同比增加 4%；制剂方面，通过种衣剂销售和新品市场布局，制剂业务在销售额下降情况下利润与上年持平。

期间费用动态及经营现金流遇冷

期间费用方面，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用分别为 2.22%/4.48%/-0.62%/3.43%，同比 0.22/-0.03/-0.11/-0.21pct，各项费用基本保持平稳，销售费用率小有上行，或由公司客户管理动作引起。现金流方面，2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 21.55 亿元，较上年同比下滑 9.99%。主因是销售账期延长、收入下滑，致销售回款同比减少 。

专利与非专利药研发驱动，赋能农药产业升级

从研发战略看，扬农化工专利药与非专利药双轮驱动特色凸显。在专利药研发上，公司凭借 “研制一代、开发一代、储备一代” 的思路，菊酯产品关键技术突破，打破跨国垄断，

填补 20 项技术空白，坐拥 50 多个品种。后续，随着重点创制产品商业化落地，如新型高效低毒的杀虫剂、杀菌剂等，公司将加快切入高端市场，并借先发优势盈利。非专利药方面，公司研发紧扣高附加值主题，帮助公司切入高端市场，扩大份额和品牌知名度。

盈利预测

扬农化工是国内领先的原药和制剂生产商，静待农药产业修复。预测公司 2025-2027 年收入分别为 122、138、149 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.6、11.7、10.7 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

产品价格继续回落风险；上游原材料大幅涨价的风险；下游需求受极端天气影响风险；葫芦岛项目落地不及预期风险；农药行业竞争加剧风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	10,435	12,212	13,825	14,908
增长率（%）	-9.1%	17.0%	13.2%	7.8%
归母净利润（百万元）	1,202	1,459	1,691	1,848
增长率（%）	-23.2%	21.4%	15.8%	9.3%
摊薄每股收益（元）	2.96	3.59	4.15	4.54
ROE（%）	11.4%	12.6%	13.3%	13.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,618	2,832	4,283	5,898
应收款	2,638	3,087	3,495	3,769
存货	1,105	1,281	1,449	1,564
其他流动资产	1,821	2,131	2,413	2,602
流动资产合计	7,182	9,332	11,641	13,832
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,612	6,159	6,118	5,857
在建工程	1,536	615	246	98
无形资产	584	555	526	498
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	2,751	2,751	2,751	2,751
非流动资产合计	10,483	10,080	9,640	9,204
资产总计	17,665	19,411	21,280	23,036
流动负债：				
短期借款	1,192	1,192	1,192	1,192
应付账款、票据	4,463	5,176	5,855	6,319
其他流动负债	831	831	831	831
流动负债合计	6,629	7,366	8,067	8,546
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	493	493	493	493
非流动负债合计	493	493	493	493
负债合计	7,122	7,860	8,560	9,039
所有者权益				
股本	407	407	407	407
股东权益	10,543	11,551	12,720	13,998
负债和所有者权益	17,665	19,411	21,280	23,036

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1203	1460	1692	1850
少数股东权益	1	1	1	1
折旧摊销	706	403	438	434
公允价值变动	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	249	-198	-157	-99
经营活动现金净流量	2155	1663	1971	2183
投资活动现金净流量	-2193	374	411	408
筹资活动现金净流量	1252	-452	-523	-572
现金流量净额	1,214	1,586	1,859	2,019

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**10,435**	**12,212**	**13,825**	**14,908**
营业成本	8,023	9,264	10,479	11,309
营业税金及附加	35	41	47	50
销售费用	232	272	307	332
管理费用	468	547	620	668
财务费用	-65	-32	-72	-117
研发费用	358	419	475	512
费用合计	993	1,206	1,329	1,394
资产减值损失	-59	-59	-59	-59
公允价值变动	-3	-3	-3	-3
投资收益	3	3	3	3
营业利润	**1,413**	**1,714**	**1,984**	**2,169**
加:营业外收入	5	5	5	5
减:营业外支出	12	12	12	12
利润总额	1,406	1,707	1,978	2,162
所得税费用	203	247	286	312
净利润	**1,203**	**1,460**	**1,692**	**1,850**
少数股东损益	1	1	1	1
归母净利润	**1,202**	**1,459**	**1,691**	**1,848**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-9.1%	17.0%	13.2%	7.8%
归母净利润增长率	-23.2%	21.4%	15.8%	9.3%
盈利能力				
毛利率	23.1%	24.1%	24.2%	24.1%
四项费用/营收	9.5%	9.9%	9.6%	9.4%
净利率	11.5%	12.0%	12.2%	12.4%
ROE	11.4%	12.6%	13.3%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	40.3%	40.5%	40.2%	39.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
存货周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
每股数据(元/股)				
EPS	2.96	3.59	4.15	4.54
P/E	16.5	13.6	11.7	10.7
P/S	1.9	1.6	1.4	1.3
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。