

# 扬农化工 (600486)

证券研究报告  
2025年04月14日

## 业绩基本符合预期，葫芦岛进入贡献期

**事件：**扬农化工发布 2024 年年报，实现营业收入 104.35 亿元，同比减少 9.09%；归属于上市公司股东的净利润 12.02 亿元，同比减少 23.19%。按 4.07 亿股的总股本，实现每股收益 2.98 元，每股经营现金流 5.30 元。其中第四季度实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 9.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.76 亿元，同比减少 13.71%；折合单季度 EPS 0.43 元。

**营收规模同比下滑：销量同比增加，但受累于原药产品价格同比下降。**

2024 年，公司销售收入 104.35 亿元，较上年减少 10.43 亿元(同比-9.09%)；从结构上看，原药、贸易、制剂收入分别为 64.18 亿元、23.06 亿元、15.45 亿元，分别同比变动-9.65%、+0.82%、-1.31 亿元，yoy-13.1%、+3.7%、-7.8%。原药及制剂业务收入规模同比下降较多，但贸易收入略有增长。

从销量上看，2024 年全年原药销量 9.99 万吨，同比增加 0.34 万吨，yoy+3.5%，制剂（不折百）业务销量为 3.64 万吨，同比增加 0.06 万吨，yoy+1.8%。分季度看，2024 年 Q1-Q4 各季度原药销量分别 2.50/2.50/2.61/2.38 万吨，制剂销量分别为 1.50/1.31/0.62/0.21 万吨。

从销售价格上看，公司年报中提到“在全年产品价格损失高达 15 亿元”，原药价格产品的同比下跌是拖累公司营收下滑的主要原因。公司 2024 年原药平均销售价格为 6.43 万元/吨，制剂平均销售价格为 4.25 万元/吨，分别较 2023 年下降 16%和 9.38%。

**在产品价格下行的压力下毛利率略有下滑；费用控制良好，但减值增加对利润影响负面。**2024 年，公司综合毛利率 23.1%，yoy-2.5pcts；其中，原药业务毛利率为 27.7%（yoy-2.5pcts）、制剂业务毛利率 29.8%（yoy+2.4pcts）、贸易业务毛利率为 7.3%（yoy-2.6pcts）。公司综合毛利率较 2023 年有所下滑但幅度不大；我们分析，在原药类产品价格下行的压力下公司在成本端持续推进降本增效。

2024 年，公司加强费用管控，其中销售费用同比基本持平；管理费用同比减少约 0.5 亿元；财务费用（利息收入增加但汇兑收益减少）、投资净收益（到期的外汇远期结汇业务的结算损失减少）、公允价值变动（未到期的外汇远期结汇业务的浮动损益增加）三项合计增加 0.18 亿元（对净利润影响正面）。而信用减值损失较去年变化为 0.8 亿元、资产减值损失较去年增加约 0.35 亿元，均对净利润影响负面。

**盈利预测与估值：**综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 14.7、17.8、20 亿元（2025、2026 年前值为 17.2、20.7 亿元），维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期、气候异常风险及汇率风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,477.69	10,434.77	12,858.80	13,947.46	14,709.43
增长率(%)	(27.41)	(9.09)	23.23	8.47	5.46
EBITDA(百万元)	2,911.44	2,441.19	2,546.91	2,859.89	3,069.58
归属母公司净利润(百万元)	1,565.02	1,202.08	1,466.28	1,776.77	1,993.58
增长率(%)	(12.77)	(23.19)	21.98	21.17	12.20
EPS(元/股)	3.85	2.96	3.61	4.37	4.90
市盈率(P/E)	13.10	17.05	13.98	11.54	10.28
市净率(P/B)	2.12	1.95	1.77	1.62	1.47
市销率(P/S)	1.79	1.96	1.59	1.47	1.39
EV/EBITDA	8.22	8.38	6.95	5.70	4.86

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	49.6 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	406.69
流通 A 股股本(百万股)	402.87
A 股总市值(百万元)	20,171.67
流通 A 股市值(百万元)	19,982.28
每股净资产(元)	25.91
资产负债率(%)	40.32
一年内最高/最低(元)	70.89/46.12

### 作者

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**张峰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《扬农化工-季报点评:以量补价三季度实现同比增长,葫芦岛基地稳步推进》2024-11-01
- 《扬农化工-半年报点评:Q2 业绩符合预期,期待优创基地投产增量》2024-08-28
- 《扬农化工-季报点评:一季报业绩符合预期,期待优创基地投产》2024-04-25

## 事件

扬农化工发布 2024 年年报，实现营业收入 104.35 亿元，同比减少 9.09%；实现营业利润 14.13 亿元，同比减少 24.41%；归属于上市公司股东的净利润 12.02 亿元，同比减少 23.19%。按 4.07 亿股的总股本，实现每股收益 2.98 元（扣非后 2.88 元），每股经营现金流 5.30 元。

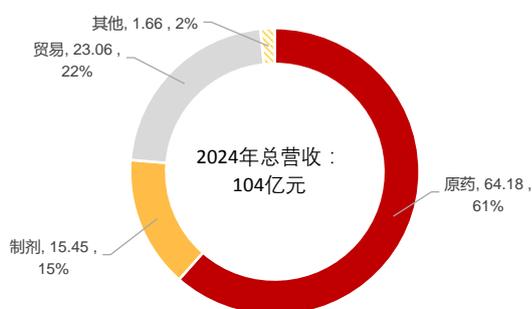
其中第四季度实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 9.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.76 亿元，同比减少 13.71%；折合单季度 EPS 0.43 元。公司 2024 年年度利润分配方案：以总股本约 4.07 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.80 元（含税）。

## 点评

### 营收规模同比下滑：销量同比增加，但受累于原药产品价格同比下降

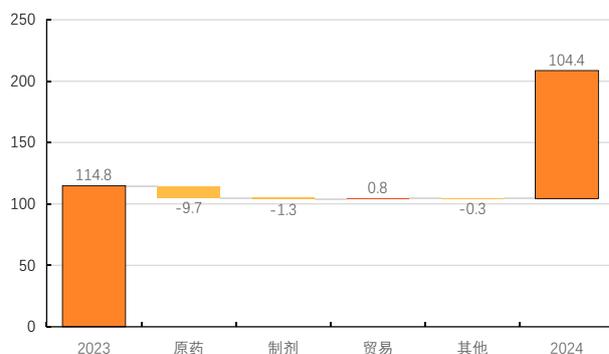
2024 年，公司销售收入 104.35 亿元，较上年减少 10.43 亿元（同比-9.09%）；从结构上看，原药、贸易、制剂收入分别为 64.18 亿元、23.06 亿元、15.45 亿元，分别同比变动-9.65、+0.82、-1.31 亿元，yoy-13.1%、+3.7%、-7.8%。原药及制剂业务收入规模同比下降较多，但贸易收入略有增长。

图 1：2024 年公司营收结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2024 年公司分业务营收同比变化（单位：亿元）

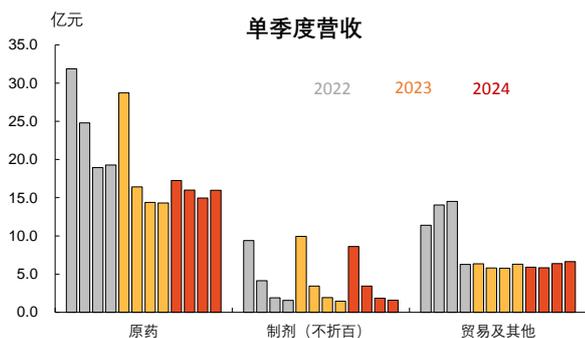


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从销量上看，2024 年全年原药销量 9.99 万吨，同比增加 0.34 万吨，yoy+3.5%，制剂（不折百）业务销量为 3.64 万吨，同比增加 0.06 万吨，yoy+1.8%。分季度看，2024 年 Q1-Q4 各季度原药销量分别 2.50/2.50/2.61/2.38 万吨，制剂销量分别为 1.50/1.31/0.62/0.21 万吨。

由于农药产品作为农作物刚性需求，季节性相对明显。农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。因此，上半年是公司产品的销售旺季，Q3 后原药与制剂的销量规模通常呈现季节性回落，但 2024 年下半年公司原药业务销量整体保持平稳，季节性波动显著降低。此外，辽宁优创一期项目 2024 年年内转固 15.5 亿元，项目进度 80%，实现营收 1.2 亿元，净利润 11 万元，伴随项目推进或将成为 25 年重要增量来源。

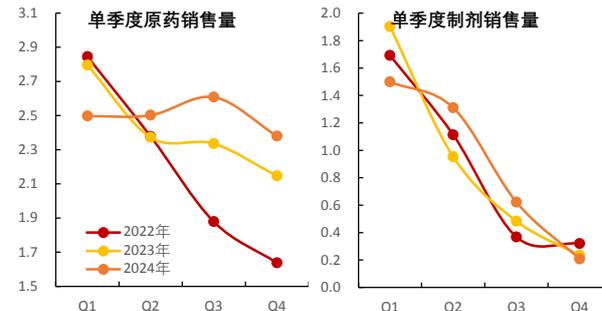
图 3：公司单季度主营产品营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：同色的四条柱状代表该年份的 Q1\Q2\Q3\Q4

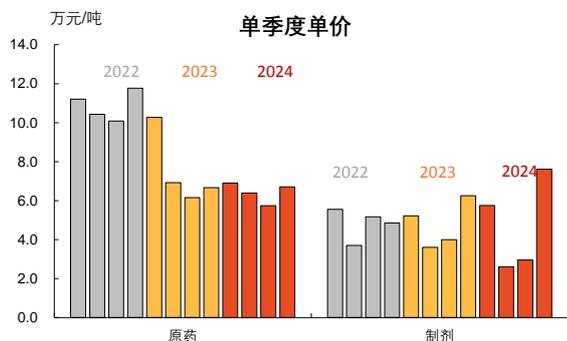
图 4：公司单季度主营产品销量情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

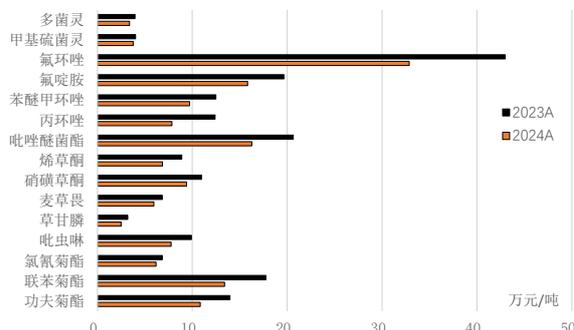
从销售价格上看，公司年报中提到“在全年产品价格损失高达 15 亿元”，原药价格产品的同比下跌是拖累公司营收下滑的主要原因。公司 2024 年原药平均销售价格为 6.43 万元/吨，制剂平均销售价格为 4.25 万元/吨，分别较 2023 年下降 16%和 9.38%。

图 5：公司单季度主营产品销售均价情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司主要原药产品 2024 年市场价格均同比下跌



资料来源：百川盈孚、中农立华，天风证券研究所

据百川盈孚、中农立华，公司产品高效氯氟菊酯/联苯菊酯/氯氰菊酯/吡虫啉/草甘膦/麦草畏/硝磺草酮/烯草酮/吡唑醚菌酯/丙环唑/苯醚甲环唑 /氟啶胺/氟环唑/甲基硫菌灵/多菌灵，24 年市场均价分别为 10.8/13.4/6.2/7.8/2.5/6.0/9.4/6.9/16.3/7.9/9.7/15.8/32.9/3.8/3.4 万元/吨，较 2023 年同期 yoy-22.5%/-24.6%/-9.7%/-21.6%/-22.2%/-12.8%/-14.5%/-22.8%/-21.1%/-36.6%/-22.2%/-19.5%/-23.5%/-6.5%/-14.5%，多数产品市场价格跌幅高于公司产品均价跌幅。

图 7：公司主要原药产品市场价格（含税，万元/吨）

日期	功夫菊酯	联苯菊酯	氯氰菊酯	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮	烯草酮	吡唑醚菌酯	丙环唑	苯醚甲环唑	氟啶胺	氟环唑	甲基硫菌灵	多菌灵
2022年	21.1	29.1	8.9	16.3	6.2	7.5	14.0	16.8	26.4	19.2	17.7	26.4	47.2	4.6	4.5
第一季	23.9	33.8	9.2	18.7	7.4	7.6	17.2	20.4	26.0	22.5	19.4	29.1	49.5	4.9	4.9
第二季	21.2	29.6	8.7	15.8	6.4	7.5	14.4	15.8	24.8	18.2	17.1	27.0	47.0	4.7	4.6
第三季	20.4	27.7	8.8	15.8	6.1	7.5	12.5	15.7	25.4	18.5	17.7	25.3	46.8	4.6	4.4
第四季	19.6	26.3	8.8	15.1	5.2	7.5	12.5	16.2	29.5	18.2	17.1	24.6	45.9	4.3	4.2
2023年	14.0	17.8	6.8	9.9	3.2	6.8	11.0	8.9	20.6	12.4	12.5	19.7	43.0	4.0	4.0
第一季	17.5	22.6	8.2	12.3	4.2	7.3	11.7	12.9	26.2	17.0	15.6	22.9	45.1	4.2	4.2
第二季	13.7	17.3	6.8	9.3	2.7	6.9	11.3	8.7	21.3	13.1	12.7	19.9	44.7	4.1	4.0
第三季	12.7	16.1	6.1	9.0	3.2	6.7	10.9	7.5	18.2	10.7	11.1	18.1	42.6	3.9	3.9
第四季	12.3	15.3	6.4	9.2	2.8	6.5	10.2	6.8	17.2	9.2	10.8	18.0	39.7	3.8	3.8
2024年															
第一季	11.43	14.42	5.60	8.55	2.53	6.15	10.00	6.80	16.02	8.42	10.04	17.21	36.08	3.88	3.54
第二季	10.7	13.3	6.1	7.8	2.6	6.0	10.0	6.6	16.7	7.8	9.5	16.0	33.1	3.8	3.4
第三季	10.5	12.9	6.5	7.4	2.5	5.8	8.9	6.7	16.3	7.6	9.6	15.4	31.7	3.8	3.3
第四季	10.7	12.9	6.5	7.3	2.4	5.8	8.7	7.3	16.1	7.6	9.6	14.7	30.7	3.6	3.3
2023A	14.0	17.8	6.8	9.9	3.2	6.8	11.0	8.9	20.6	12.4	12.5	19.7	43.0	4.0	4.0
2024A	10.8	13.4	6.2	7.8	2.5	6.0	9.4	6.9	16.3	7.9	9.7	15.8	32.9	3.8	3.4
YOY	-22.5%	-24.6%	-9.7%	-21.6%	-22.2%	-12.8%	-14.5%	-22.8%	-21.1%	-36.6%	-22.2%	-19.5%	-23.5%	-6.5%	-14.5%

资料来源：百川盈孚、中农立华，天风证券研究所

### 行业层面，农药行业需求虽具刚需属性，但 2024 年处于行业周期底部。

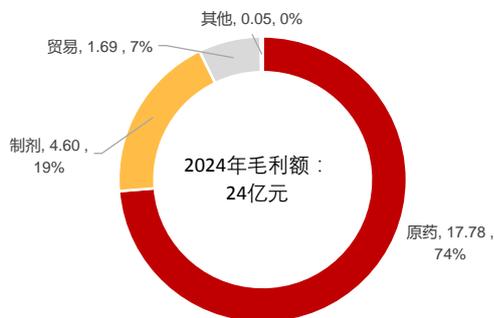
终端市场方面，受全球经济持续低迷，需求不振，粮食价格低位徘徊等因素叠加影响，农户偏向压低农业投入品成本以平衡收益；渠道采购模式变得谨慎且分散，企业多以价换量维持市场份额。供给方面，中国原药产量约占全球 68%，自 2022 年以来新一轮产能扩张进入投产期，根据统计局数据 2024 年我国化学农药产量同比增加 37.6%，供应整体大于需求，产品价格自 2022 年下半年以来持续下行，据 PPI 数据显示，农药产品价格近 20 年来历时最长、跌幅最大的周期性下行。展望 2025 年，海外市场去库存已见成效，新周期备货启动推动部分产品需求恢复。政策引导行业集中度提升，产能出清后中期价格或将有上升空间。

### 在产品价格下行压力下毛利率略有下滑，公司在成本端持续推进降本增效

2024 年，公司综合毛利率 23.1%，yoy-2.5pcts；毛利额为 24.12 亿元，同比减少 5.27 亿元。其中，原药业务毛利率为 27.7% (yoy-2.5pcts)，毛利额 17.78 亿元 (yoy-4.49 亿元)；制剂业务毛利率 29.8% (yoy+2.4pcts)，毛利额为 4.6 亿元 (同比基本持平)；贸易业务毛利率为 7.3% (yoy-2.6pcts)，毛利额为 1.69 亿元 (yoy-0.53 亿元)。

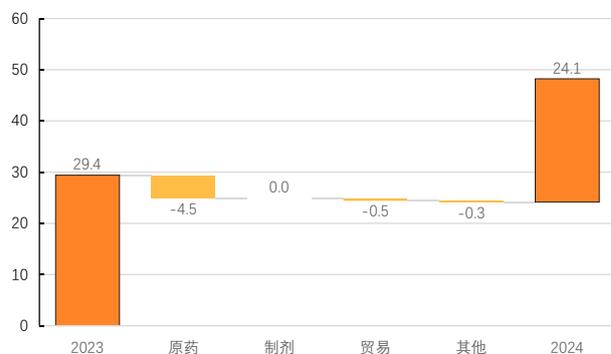
公司综合毛利率较 2023 年有所下滑但幅度不大；我们分析，在原药类产品价格下行的压力下公司在成本端持续推进降本增效：包括生产降耗及能源节支（全年节支约 1.41 亿元）、加强供应链管理（全年节支约 2.53 亿元）、从生产运营、采购、HSE、研发等 11 个方面做好全方位节支工作（全年节支 6.35 亿元）等。

图 8：2024 年毛利结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2024 年公司分业务毛利同比变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 费用控制良好，但减值增加对利润影响负面

2024 年，公司加强费用管控，其中销售费用同比基本持平；管理费用同比减少约 0.5 亿元；财务费用（利息收入增加但汇兑收益减少）、投资净收益（到期的外汇远期结汇业务的结算损失减少）、公允价值变动（未到期的外汇远期结汇业务的浮动损益增加）三项合计增加 0.18 亿元（对净利润影响正面）；研发费用维持了较高强度为 3.58 亿元（同比仅减少约 0.6 亿元）。

此外，信用减值损失较去年增加 0.8 亿元（对净利润影响负面，本期应收账款减少额少于上年同期，相应转回的坏账准备少于上年同期）；资产减值损失较去年增加约 0.35 亿元（对净利润影响负面，主要是计提了包括优士土地减值 1326 万元、农研公司部分没有产业化前景的专利及非专利资产减值 1881 万元、固定资产减值约 1615 万元，而存货跌价减值较去年有所减少）。

### 四季度单季度营收维持平稳增长，销量情况良好但单季度毛利率下滑较多，此外减值对单季度盈利影响较大。

公司四季度单季度实现营收 24.2 亿元，同比提升约 2.2 亿元，环比提升约 1 亿元。从业务结构上看，原药业务收入 15.98 亿元（环比增加约 1 亿元），制剂业务 1.58 亿元（环比减少约 0.26 亿元），贸易及企业业务 6.64 亿元（环比增加 0.28 亿元）。

从销量和单价上看，四季度单季度原药业务销量为 2.38 万吨，环比减少 0.23 万吨，但是销售价格环比提升约 0.97 万元/吨到 6.71 万元/吨。制剂业务销量 0.21 万吨，环比因为季节性显著下降 0.41 万吨，而单价环比提升 4.66 万元/吨至 7.62 万元/吨。我们推测，或因年末结算等因素，公司历史上四季度往往存在较大的业务单元销售单价波动。

四季度单季度毛利率为 20.1%环比下滑 3.4 个百分点，为历史单季度较低水平，主要是营业成本环比增加 1.6 亿元，增加幅度远超收入增幅。

单季度管理费用环比减少 0.58 亿元，研发费用环比增加 0.27 亿元；而财务费用+投资收益（到期的外汇远期合约结算收益）+公允价值变动（未到期的外汇远期合约浮动）环比增加 0.24 亿元（对净利润影响正面）。此外，资产减值损失（前文所述）发生四季度对单季度利润也有影响。

### 辽宁优创建设稳步进行，加快推进创制药成果产出

2024 年，辽宁优创一期第一阶段项目已经建成，正在陆续进行调试生产，功夫菊酯等多个品种已拿出合格产品。辽宁优创一期一阶段、二阶段项目相继投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的业绩增长点，为公司持续稳健发展奠定坚实基础。

创制药方面，公司自主创新水平居行业领先，在我国自主创新、年销售额超过亿元的6个品种中，公司占居3个。公司进一步推动创制化合物研发，做好在手研发管线化合物的研究，加快技术成果的产出。

## 盈利预测与估值

综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司2025~2027年归母净利润分别为14.7、17.8、20亿元（2025、2026年前值为17.2、20.7亿元），维持“买入”的投资评级。

## 风险提示

农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期、气候异常风险及汇率风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,762.94	1,618.03	2,571.76	3,068.17	4,114.08
应收票据及应收账款	2,547.51	2,593.78	3,121.24	3,077.63	3,051.30
预付账款	201.01	198.35	420.94	201.04	430.29
存货	1,589.84	1,104.87	2,257.93	1,516.82	2,138.57
其他	2,973.55	1,666.92	1,622.34	2,097.97	1,802.52
<b>流动资产合计</b>	<b>9,074.85</b>	<b>7,181.95</b>	<b>9,994.21</b>	<b>9,961.62</b>	<b>11,536.77</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,106.32	5,611.70	5,517.34	5,414.74	5,367.18
在建工程	1,293.80	1,615.40	1,089.24	1,133.54	1,280.13
无形资产	641.50	584.89	559.36	533.82	508.29
其他	586.78	2,670.88	1,215.10	1,489.67	1,791.06
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,628.40</b>	<b>10,482.87</b>	<b>8,381.04</b>	<b>8,571.77</b>	<b>8,946.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,703.25</b>	<b>17,664.82</b>	<b>18,375.25</b>	<b>18,533.40</b>	<b>20,483.42</b>
短期借款	360.82	1,192.47	965.20	350.00	300.00
应付票据及应付账款	3,707.91	4,462.93	3,672.87	3,876.64	4,043.38
其他	1,408.02	831.42	1,839.92	1,262.62	1,764.18
<b>流动负债合计</b>	<b>5,476.75</b>	<b>6,486.82</b>	<b>6,477.99</b>	<b>5,489.25</b>	<b>6,107.56</b>
长期借款	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	278.49	493.26	337.10	369.62	399.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>281.49</b>	<b>493.26</b>	<b>337.10</b>	<b>369.62</b>	<b>399.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,025.79</b>	<b>7,122.25</b>	<b>6,815.09</b>	<b>5,858.87</b>	<b>6,507.55</b>
少数股东权益	5.72	6.64	6.64	6.64	6.64
股本	406.37	406.69	406.69	406.69	406.69
资本公积	745.89	773.03	773.03	773.03	773.03
留存收益	8,593.89	9,438.06	10,391.14	11,546.04	12,841.87
其他	(74.42)	(81.84)	(17.33)	(57.86)	(52.35)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,677.46</b>	<b>10,542.57</b>	<b>11,560.16</b>	<b>12,674.52</b>	<b>13,975.87</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,703.25</b>	<b>17,664.82</b>	<b>18,375.25</b>	<b>18,533.40</b>	<b>20,483.42</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,566.17	1,202.96	1,466.28	1,776.77	1,993.58
折旧摊销	755.37	706.37	846.05	883.84	926.51
财务费用	(7.11)	(7.52)	(71.07)	(158.19)	(241.27)
投资损失	15.17	(2.91)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(2,873.41)	(640.79)	(482.34)	(86.59)	(131.94)
其它	2,938.41	897.20	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,394.60</b>	<b>2,155.31</b>	<b>1,753.93</b>	<b>2,410.82</b>	<b>2,541.88</b>
资本支出	1,658.83	2,261.40	356.16	767.48	969.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,204.06)	(4,454.62)	(551.16)	(1,562.48)	(1,964.62)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,545.23)</b>	<b>(2,193.23)</b>	<b>(195.00)</b>	<b>(795.00)</b>	<b>(995.00)</b>
债权融资	(132.53)	636.71	(156.50)	(457.01)	191.27
股权融资	(285.78)	20.03	(448.69)	(662.40)	(692.24)
其他	(76.63)	(485.05)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(494.94)</b>	<b>171.70</b>	<b>(605.19)</b>	<b>(1,119.41)</b>	<b>(500.97)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,645.57)</b>	<b>133.78</b>	<b>953.73</b>	<b>496.41</b>	<b>1,045.91</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>11,477.69</b>	<b>10,434.77</b>	<b>12,858.80</b>	<b>13,947.46</b>	<b>14,709.43</b>
营业成本	8,539.15	8,023.21	9,762.96	10,453.16	10,966.17
营业税金及附加	47.41	35.29	44.09	50.87	51.27
销售费用	229.79	232.07	308.61	334.74	353.03
管理费用	517.32	467.67	617.22	669.48	706.05
研发费用	418.03	358.16	450.06	488.16	514.83
财务费用	(58.09)	(64.68)	(71.07)	(158.19)	(241.27)
资产/信用减值损失	65.59	(50.24)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	3.49	(3.19)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(15.17)	2.91	5.00	5.00	5.00
其他	(139.10)	20.63	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,869.26</b>	<b>1,412.95</b>	<b>1,741.93</b>	<b>2,104.25</b>	<b>2,354.34</b>
营业外收入	2.11	4.95	4.37	3.81	4.37
营业外支出	5.23	11.78	11.54	9.51	10.94
<b>利润总额</b>	<b>1,866.15</b>	<b>1,406.12</b>	<b>1,734.76</b>	<b>2,098.54</b>	<b>2,347.77</b>
所得税	299.98	203.17	268.47	321.77	354.18
<b>净利润</b>	<b>1,566.17</b>	<b>1,202.96</b>	<b>1,466.28</b>	<b>1,776.77</b>	<b>1,993.58</b>
少数股东损益	1.15	0.88	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,565.02</b>	<b>1,202.08</b>	<b>1,466.28</b>	<b>1,776.77</b>	<b>1,993.58</b>
每股收益(元)	3.85	2.96	3.61	4.37	4.90

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-27.41%	-9.09%	23.23%	8.47%	5.46%
营业利润	-12.93%	-24.41%	23.28%	20.80%	11.89%
归属于母公司净利润	-12.77%	-23.19%	21.98%	21.17%	12.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.60%	23.11%	24.08%	25.05%	25.45%
净利率	13.64%	11.52%	11.40%	12.74%	13.55%
ROE	16.18%	11.41%	12.69%	14.03%	14.27%
ROIC	27.07%	14.48%	18.93%	18.82%	21.15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.37%	40.32%	37.09%	31.61%	31.77%
净负债率	-11.80%	-4.03%	-13.90%	-21.45%	-27.29%
流动比率	1.58	1.08	1.54	1.81	1.89
速动比率	1.30	0.92	1.19	1.54	1.54
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.92	4.06	4.50	4.50	4.80
存货周转率	6.25	7.74	7.65	7.39	8.05
总资产周转率	0.75	0.63	0.71	0.76	0.75
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.85	2.96	3.61	4.37	4.90
每股经营现金流	5.89	5.30	4.31	5.93	6.25
每股净资产	23.78	25.91	28.41	31.15	34.35
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.10	17.05	13.98	11.54	10.28
市净率	2.12	1.95	1.77	1.62	1.47
EV/EBITDA	8.22	8.38	6.95	5.70	4.86
EV/EBIT	11.10	11.79	10.41	8.25	6.96

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com