

扬农化工（600486.SH）

公司 2024 年业绩同比承压，农化行业景气度有望触底回升

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,478	10,435	11,849	13,446	14,359
增长率 yoy（%）	-27.4	-9.1	13.6	13.5	6.8
归母净利润（百万元）	1,565	1,202	1,362	1,605	1,792
增长率 yoy（%）	-12.8	-23.2	13.3	17.8	11.6
ROE（%）	16.2	11.4	11.7	12.5	12.5
EPS 最新摊薄（元）	3.85	2.96	3.35	3.95	4.41
P/E（倍）	12.9	16.8	14.8	12.6	11.3
P/B（倍）	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 3 月 24 日，扬农化工发布 2024 年年报，公司 2024 年营业收入为 104.35 亿元，同比下降 9.09%，归母净利润为 12.02 亿元，同比下降 23.19%，扣非净利润为 11.63 亿元，同比下降 22.81%；对应 4Q24 营业收入为 24.19 亿元，环比上升 4.41%，归母净利润为 1.76 亿元，环比下降 32.91%。

点评：农化行业短期景气度处于底部，公司产品量升价跌，原药业务承压。根据公司 2024 年年报披露，2024 年公司原药/制剂/贸易板块收入分别为 64.18/15.45/23.06 亿元，同比变化分别为-13.07%/-7.78%/3.65%，毛利率分别为 27.70%/29.77%/7.33%，同比变化分别为-2.45/+2.39/-2.64pcts。公司业绩下滑的主要原因为原药、制剂产品价格双双下跌。根据公司 2024 年年度主要经营数据公告披露，2024 年公司原药平均售价为 6.43 万元/吨，同比下降 16.01%；制剂平均售价为 4.25 万元/吨，同比下降 9.38%。

以菊酯类产品为例，根据中农立华原药公众号数据显示，截至 2024 年 12 月 29 日，高效氯氟氰菊酯原药价格为 11 万元/吨，较 2024 年初下跌 5.17%；联苯菊酯原药价格为 13 万元/吨，较 2024 年初下跌 10.96%；氯氰菊酯原药价格为 6.5 万元/吨，较 2024 年初上升 16.07%。除氯氰菊酯原药受反倾销事件影响价格有所上涨外，高效氯氟氰菊酯和联苯菊酯价格均出现下跌。

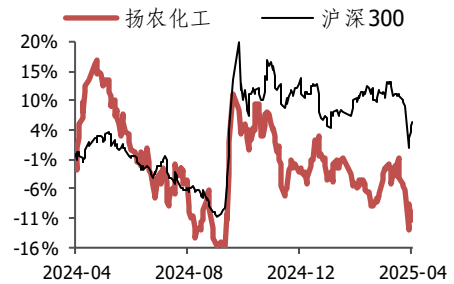
产销量方面，2024 年公司原药产量为 9.69 万吨，同比上升 6.67%，销量 9.99 万吨，同比上升 3.50%；制剂产量为 3.54 万吨，同比上升 4.33%，销量为 3.64 万吨，同比上升 1.77%。

公司 2024 年销售费用率为 2.22%，同比上升 0.22pcts，管理费用率为 4.48%，同比下降 0.03pcts，研发费用率为 3.43%，同比下降 0.21pcts，财务费用率为 -0.62%，同比下降 0.11pcts。

2024 年公司各项现金流净额变化较大。2024 年公司经营活动产生现金流净额 21.55 亿，同比下降 9.99%；投资活动产生现金流净额为 -21.93 亿，同比上升 38.14%；筹资活动产生现金流净额为 1.72 亿，同比上升 134.69%。应收账款同比上升 1.95%，应收账款周转率有所上升，由 5.03 次变为 5.45 次。存货同比下降 30.50%，存货周转率有所，由 4.65 次变为 5.95 次。

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	基础化工
2025 年 4 月 11 日收盘价（元）	49.60
总市值（百万元）	20,171.67
流通市值（百万元）	19,982.28
总股本（百万股）	406.69
流通股本（百万股）	402.87
近 3 月日均成交额（百万元）	136.24

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 1、《全球农化行业景气度仍处于底部，公司业绩同比承压》2024-11-05
- 2、《植保行业短期处于周期底部，看好公司葫芦岛项目建设》2024-09-25

全球农化行业仍处于底部盘整阶段，产业整合有望利好头部企业。根据中农立华原药公众号披露，截至 2024 年 12 月 29 日，中农立华原药价格指数报 72.92 点，同比上年下跌 9.07%。跟踪的上百个产品中，同比上年 64% 产品下跌，14% 产品持平，22% 产品上涨。分品种来看，2024 年除草剂涨幅前五品种分别为烯草酮、烯禾啶、2, 4-D、丙草胺、双草醚；杀虫剂涨幅前五品种分别为杀螟丹、杀虫单、哒螨灵、阿维菌素、甲维盐；杀菌剂涨幅前五品种分别为百菌清、烯酰吗啉、咪鲜胺、醚菌酯、80% 代锰 WP。

我们认为全球农化行业景气度短期仍处于底部，静待行业走出底部，短期大部分农药原药价格或在底部盘整，部分竞争格局较好、库存处于相对低位的单一原药品种价格或有回升空间。供给侧方面，国家发改委《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，将 28 种农药生产装置列为限制类，禁止新建并限期改造，淘汰 43 种高毒农药。农业农村部推行“一证一品”政策，要求同一登记证仅能标注一个商标，打击借证、贴牌等行为。在产品价格低迷的背景下，产能端的限制与登记端的趋严将会加快落后中小产能的出清，行业集中度有望进一步提升。随着整体市场库存的消化以及落后产能的出清与整合，农化行业景气度有望回升，具有丰富登记证资源及规模优势的头部企业将会获利。

葫芦岛项目一期顺利建成，二期稳步推进。根据公司 2024 年年报披露，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。未来公司将重点抓好优创一期一阶段项目调试和二阶段安装工作，拿出优创二期项目清单。根据世界农化网信息显示，葫芦岛一期包括部分沈阳科创产能迁移项目及一批技术来源于本公司或子公司的农药及中间体项目，总规模为 22650 吨/年，包括 4500 吨/年杀虫剂、8050 吨/年除草剂和 3100 吨/年杀菌剂，以及 7000 吨农药中间体等。我们看好公司葫芦岛基地产品的逐步投产，为公司长期业绩增长赋能。

投资建议：我们预计扬农化工 2025-2027 年收入分别为 118.49/134.46/143.59 亿元，同比增长 13.6%/13.5%/6.8%，归母净利润分别为 13.62/16.05/17.92 亿元，同比增长 13.3%/17.8%/11.6%，对应 EPS 分别为 3.35/3.95/4.41 元。结合公司 4 月 11 日收盘价，对应 PE 分别为 15/13/11 倍。我们基于以下三个方面：1) 我们认为全球农化行业景气度短期仍处于底部，静待行业走出底部，短期大部分农药原药价格或在底部盘整，部分竞争格局较好、库存处于相对低位的单一原药品种价格或有回升空间；2) 在产品价格低迷的背景下，产能端的限制与登记端的趋严将会加快落后中小产能的出清，行业集中度有望进一步提升。随着整体市场库存的消化以及落后产能的出清与整合，农化行业景气度有望回升，具有丰富登记证资源及规模优势的头部企业将会获利；3) 我们看好公司葫芦岛基地产品的逐步投产，为公司长期业绩增长赋能，维持“买入”评级。

风险提示：气候异常风险、汇率风险、市场风险、安全和环保风险、地缘政治风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9075	7182	9658	9413	10576
现金	1763	1618	1837	2232	2227
应收票据及应收账款	2548	2594	3244	3381	3694
其他应收款	31	44	47	57	55
预付账款	201	198	255	259	290
存货	1590	1105	1912	1492	2132
其他流动资产	2942	1623	2362	1993	2177
非流动资产	6628	10483	11285	11914	12140
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4106	5612	5952	6299	6336
无形资产	641	585	587	582	582
其他非流动资产	1880	4286	4746	5033	5222
资产总计	15703	17665	20943	21327	22716
流动负债	5744	6629	8794	7924	7909
短期借款	361	1192	3022	1192	1402
应付票据及应付账款	3708	4463	4684	5635	5351
其他流动负债	1676	974	1088	1096	1156
非流动负债	281	493	522	529	523
长期借款	3	0	29	36	30
其他非流动负债	278	493	493	493	493
负债合计	6026	7122	9316	8453	8432
少数股东权益	6	7	8	9	10
股本	406	407	407	407	407
资本公积	746	773	773	773	773
留存收益	8594	9438	10512	11759	13151
归属母公司股东权益	9672	10536	11619	12865	14274
负债和股东权益	15703	17665	20943	21327	22716

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2395	2155	232	4112	1386
净利润	1566	1203	1363	1606	1793
折旧摊销	741	706	736	866	994
财务费用	-58	-65	40	-3	-21
投资损失	15	-3	20	34	17
营运资金变动	178	216	-1931	1594	-1387
其他经营现金流	-48	97	3	15	-9
投资活动现金流	-3545	-2193	-1562	-1545	-1236
资本支出	1518	1835	1538	1495	1220
长期投资	-2042	-415	0	0	0
其他投资现金流	15	57	-24	-50	-16
筹资活动现金流	-495	172	-281	-343	-364
短期借款	61	832	1830	-1830	210
长期借款	-250.18	-3.00	29	7	-6
普通股增加	96	0	0	0	0
资本公积增加	154	27	0	0	0
其他筹资现金流	-556	-684	-2140	1480	-568
现金净增加额	-1633	147	-1611	2224	-215

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11478	10435	11849	13446	14359
营业成本	8539	8023	8981	10133	10788
营业税金及附加	47	35	38	45	50
销售费用	230	232	255	292	311
管理费用	517	468	532	603	645
研发费用	418	358	396	456	496
财务费用	-58	-65	40	-3	-21
资产和信用减值损失	66	-50	0.6	1	9
其他收益	27	65	34	37	41
公允价值变动收益	3	-3	-9	-23	-8
投资净收益	-15	3	-20	-34	-17
资产处置收益	5	16	6	7	8
营业利润	1869	1413	1617	1907	2124
营业外收入	2	5	5	4	4
营业外支出	5	12	11	11	10
利润总额	1866	1406	1611	1900	2118
所得税	300	203	248	294	325
净利润	1566	1203	1363	1606	1793
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1565	1202	1362	1605	1792
EBITDA	2558	2056	2427	2837	3128
EPS (元/股)	3.85	2.96	3.35	3.95	4.41

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-27.4	-9.1	13.6	13.5	6.8
营业利润 (%)	-12.9	-24.4	14.5	17.9	11.4
归属母公司净利润 (%)	-12.8	-23.2	13.3	17.8	11.6
获利能力					
毛利率 (%)	25.6	23.1	24.2	24.6	24.9
净利率 (%)	13.6	11.5	11.5	11.9	12.5
ROE (%)	16.2	11.4	11.7	12.5	12.5
ROIC (%)	14.7	9.6	9.6	11.6	11.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.4	40.3	44.5	39.6	37.1
净负债比率 (%)	-10.9	-1.2	13.1	-5.4	-3.4
流动比率	1.6	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	4.8	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.85	2.96	3.35	3.95	4.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.89	5.30	0.57	10.11	3.41
每股净资产 (最新摊薄)	23.78	25.91	28.58	31.65	35.12
估值比率					
P/E	12.9	16.8	14.8	12.6	11.3
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.5	9.8	8.9	6.9	6.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686