

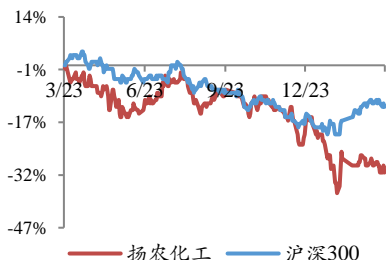
## 降本增效彰显盈利韧性，北方基地助力远期成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-28

收盘价（元）	51.43
近12个月最高/最低（元）	74.03/46.90
总股本（百万股）	406
流通股本（百万股）	403
流通股比例（%）	99.14
总市值（亿元）	209
流通市值（亿元）	207

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘旭升

执业证书号：S0010122070055

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩同比增长，北方基地助力远期成长 2023-10-25

2. 二季度业绩短期承压，看好优创项目远期成长 2023-08-29

3. 一季度业绩韧性十足，优创项目接力成长 2023-04-26

### 主要观点：

#### ● 事件描述

3月25日晚间，扬农化工发布2023年年度报告。2023年公司实现营业总收入114.78亿元，同比-27.41%；实现归母净利润15.65亿元，同比-12.77%；实现扣非归母净利润15.06亿元，同比-22.05%。2023Q4实现营业总收入22.04亿元，同比-18.63%；实现归母净利润2.04亿元，同比+31.03%；实现扣非归母净利润2.03亿元，同比+53.01%。

#### ● 农药去库周期拖累公司业绩，降本增效彰显盈利韧性

2023年以来，全球农药市场处于去库存周期，需求不足，市场端采购观望及延迟采购加剧了阶段性供应过剩，农药价格中枢下行，2023年公司原药平均售价7.65万元/吨，同比-29.54%；2023年公司制剂（不折百）平均售价4.69万元/吨，同比-3.50%。在此背景下，公司通过深化规模客户合作，强化核心品种销售，全面加快新品布局，全年销量实现增长，彰显公司强势的渠道运营能力，2023年公司原药产品销量为9.65万吨，同比+10.43%；2023年公司制剂（不折百）销量为3.57万吨，同比+2.36%。此外，公司降本增效成效显著，从生产降耗、能源节支、维修与辅材费管理做好多点挖潜，全年节支超1亿元。深化采购统一集中管理，积极拓宽采购渠道，加大原料价格走势分析研判，2023年公司采购因原料价格下降较上年节支12.1亿元，整体来看，公司2023年实现毛利率25.60%，同比-0.08pct，实现净利率13.65%，同比+2.29pct，充分彰显盈利韧性。

#### ● 优嘉、优创项目稳步推进，优化布局助力长期成长

公司全面打响四次创业攻坚战，多个项目实现了高效统筹推进。优嘉四期二阶段项目11月底完成调试，迅速达产达效，同步加快推进优嘉五期项目。2023年4月，公司公告投资优创项目，计划投资年产15,650吨农药原药、7,000吨农药中间体及66,133吨副产品项目，项目总投资423,781万元，项目建设期2.5年。据辽宁日报报道，目前该项目工程建设进展顺利，4月份将进行设备调试，计划今年第三季度投入试生产。项目建成投产后，预计年均营业收入为40.83亿元。优创项目的推进有助于解决子公司沈阳科创目前面临的瓶颈问题，优化公司的生产布局，形成南北均衡布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。

#### ● 投资建议

我们充分看好公司优嘉、优创项目带来的新一轮成长，展望后市，海外市场去库存已接近尾声，农药市场节奏有望逐渐步入正轨，公司有

望受益于农药行业底部修复带来的需求增量。综合考虑目前农药行业的所处的周期位置，我们下调了公司 2024-2025 年的盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.94、21.13、23.56 亿元（原 2024-2025 年预测值为 19.72、22.34 亿元），对应 PE 分别为 12X、10X、9X 倍。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11478	13275	15198	17085
收入同比 (%)	-27.4%	15.7%	14.5%	12.4%
归属母公司净利润	1565	1694	2113	2356
净利润同比 (%)	-12.8%	8.3%	24.7%	11.5%
毛利率 (%)	25.6%	25.8%	26.5%	26.2%
ROE (%)	16.2%	14.9%	15.6%	14.8%
每股收益 (元)	3.87	4.17	5.20	5.80
P/E	16.32	12.33	9.89	8.87
P/B	2.65	1.84	1.55	1.32
EV/EBITDA	9.52	7.25	5.25	4.38

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	9075	10473	13293	15923	
现金	1763	2852	4600	6558	
应收账款	1895	2214	2522	2842	
其他应收款	31	47	48	57	
预付账款	201	265	282	329	
存货	1590	1790	2055	2307	
其他流动资产	3595	3303	3787	3829	
<b>非流动资产</b>	6628	6979	7485	7828	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	4106	4403	4484	4608	
无形资产	641	718	770	834	
其他非流动资产	1881	1858	2230	2386	
<b>资产总计</b>	15703	17451	20778	23751	
<b>流动负债</b>	5744	5759	6928	7508	
短期借款	361	381	401	421	
应付账款	1950	1784	2287	2434	
其他流动负债	3433	3594	4240	4653	
<b>非流动负债</b>	281	306	329	344	
长期借款	3	23	43	63	
其他非流动负债	278	283	286	281	
<b>负债合计</b>	6026	6066	7257	7852	
少数股东权益	6	7	9	10	
股本	406	406	406	406	
资本公积	746	746	746	746	
留存收益	8519	10226	12360	14736	
归属母公司股东权益	9672	11379	13512	15888	
<b>负债和股东权益</b>	15703	17451	20778	23751	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	2395	2043	3008	3061	
净利润	1566	1696	2115	2358	
折旧摊销	755	573	769	755	
财务费用	-7	60	64	68	
投资损失	15	-40	-50	-56	
营运资金变动	119	-301	87	-102	
其他经营现金流	1393	2051	2051	2498	
<b>投资活动现金流</b>	-3545	-949	-1258	-1091	
资本支出	-1509	-978	-1298	-1137	
长期投资	-2042	-10	-10	-10	
其他投资现金流	6	40	50	56	
<b>筹资活动现金流</b>	-495	-19	-21	-33	
短期借款	61	20	20	20	
长期借款	-250	20	20	20	
普通股增加	96	0	0	0	
资本公积增加	154	0	0	0	
其他筹资现金流	-556	-59	-61	-73	
<b>现金净增加额</b>	-1633	1089	1749	1957	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	11478	13275	15198	17085	
营业成本	8539	9849	11168	12616	
营业税金及附加	47	46	58	62	
销售费用	230	278	311	354	
管理费用	517	652	716	822	
财务费用	-58	-10	-50	-116	
资产减值损失	-24	-58	-28	-43	
公允价值变动收益	3	0	0	0	
投资净收益	-15	40	50	56	
<b>营业利润</b>	1869	2018	2519	2808	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	5	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1866	2018	2519	2808	
所得税	300	323	404	450	
<b>净利润</b>	1566	1696	2115	2358	
少数股东损益	1	1	2	2	
<b>归属母公司净利润</b>	1565	1694	2113	2356	
EBITDA	2575	2581	3238	3447	
EPS (元)	3.87	4.17	5.20	5.80	

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-27.4%	15.7%	14.5%	12.4%
营业利润	-12.9%	8.0%	24.8%	11.5%
归属于母公司净利润	-12.8%	8.3%	24.7%	11.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	25.6%	25.8%	26.5%	26.2%
净利率 (%)	13.6%	12.8%	13.9%	13.8%
ROE (%)	16.2%	14.9%	15.6%	14.8%
ROIC (%)	14.8%	14.0%	14.6%	13.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	38.4%	34.8%	34.9%	33.1%
净负债比率 (%)	62.3%	53.3%	53.7%	49.4%
流动比率	1.58	1.82	1.92	2.12
速动比率	0.89	1.08	1.26	1.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.80	0.80	0.77
应收账款周转率	5.03	6.46	6.42	6.37
应付账款周转率	4.85	5.28	5.49	5.34
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.87	4.17	5.20	5.80
每股经营现金流(薄)	5.89	5.03	7.40	7.53
每股净资产	23.80	28.00	33.25	39.10
<b>估值比率</b>				
P/E	16.32	12.33	9.89	8.87
P/B	2.65	1.84	1.55	1.32
EV/EBITDA	9.52	7.25	5.25	4.38

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。