

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |               |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元)     | 5.84          |
| 总股本/流通股本(亿股) | 23.30 / 21.77 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 136 / 127     |
| 52周内最高/最低价   | 9.15 / 5.30   |
| 资产负债率(%)     | 60.4%         |
| 市盈率          | -8.47         |
| 第一大股东        | 先正达集团股份有限公司   |

研究所

分析师:张泽亮  
SAC 登记编号:S1340523100003  
Email:zhangzeliang@cnpsec.com  
分析师:马语晨  
SAC 登记编号:S1340524030001  
Email:mayuchen@cnpsec.com

## 安道麦 A (000553)

### 下行期业绩承压，差异化制剂产品有望驱动增长

- **事件：**公司于3月26日发布2023年财报，2023年实现营收327.79亿元，同比-12.31%；归母净利润为-16.06亿元，同比-363.52%。23Q4实现营收81.19亿元，同比-12.74%，环比+9.61%。单Q4归母净利润-5.64亿元，同比-4.05亿元，环比+2.36亿元。
- **农药行业下行期去库、需求疲软，量价双降拖累营收下滑。**由于1) 渠道库存较高；2) 高利率环境以及中国市场原药价格走低促使渠道倾向即时采购；3) 欧洲、非洲及中东等地天气条件恶劣一定程度影响终端需求，产品均价及植保产品销量下滑拖累营收。分产品，公司2023年植保产品/精细化工产品营收300.15/27.65亿元，同比分别-11.12%/-23.48%，销量分别65.31/156.15万吨，同比分别-5.35%/+0.2%；销售均价分别45956.3/1770.6元/吨，同比分别-6.09%/-23.64%。
- **行业去库存、产品价格走低使得盈利承压。**2023年公司毛利率为20.73%，同比-4.41pcts，其中23Q4毛利率为19.35%，同比-3.83pcts，环比+1.39pcts。分产品，2023年植保产品/精细化工产品毛利率分别21.41%/13.38%，同比-3.79pcts/-11.20pcts，23H2 植保产品/精细化工产品毛利率分别18.93%/16.18%，同比-4.73pcts/-9.09pcts；由于渠道去库存、海外高利率使得渠道倾向即时采购，下游客户对采购持观望心态。同时，渠道需求疲软，叠加原药价格同比下滑，公司主营植保产品定价承压，拖累公司盈利。公司财务费用增加主因利率上行导致贷款利息支出增加。
- **启动“逆转计划”，看好中期去库结束的业绩弹性、差异化制剂产品驱动长期增长。**公司启动实施“逆转计划”，通过1) 聚焦“价值创新”细分市场，凭借专有制剂技术赋能既有原药实现创新，而非依靠新型原药；2) 优化产品组合，在“价值创新”客户细分市场中通过聚焦战略作物领域，提升业务质量；3) 改善成本和营业费用，重塑运营模式。公司2023年经营活动现金流净额同增178.28%。2023年农药行业处于景气度底部，看好中期去库结束、产品均价上行带来的业绩弹性。作为全球植保领军企业，公司拥有300多种集中管理的原药及1,650款复配产品及制剂。2023年公司推出了11款差异化新品，在特定市场国家为20款差异化新产品取得了登记证。2024年公司两款天然植物源氨基酸生物刺激物麦佑、健佑上市，全面发力生物制剂、进入生物刺激素赛道，长期有望凭借差异化高价值制剂产品驱动增长。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为2.24/5.05/8.43亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发项目不及预期风险；需求不及预期风险；农药产品价格波动。

**■ 盈利预测和财务指标**

| 项目\年度         | 2023A    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 32779    | 33254   | 35284   | 37236   |
| 增长率(%)        | -12.31   | 1.45    | 6.10    | 5.53    |
| EBITDA(百万元)   | 2714.38  | 3423.41 | 3864.81 | 4400.03 |
| 归属母公司净利润(百万元) | -1605.89 | 223.65  | 505.29  | 842.63  |
| 增长率(%)        | -363.52  | 113.93  | 125.93  | 66.76   |
| EPS(元/股)      | -0.69    | 0.10    | 0.22    | 0.36    |
| 市盈率(P/E)      | -8.47    | 60.84   | 26.93   | 16.15   |
| 市净率(P/B)      | 0.62     | 0.61    | 0.60    | 0.58    |
| EV/EBITDA     | 10.91    | 7.88    | 7.30    | 6.57    |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

| 财务报表(百万元)         | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 主要财务比率              | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>利润表</b>        |              |              |              |              | <b>成长能力</b>         |              |              |              |              |
| 营业收入              | 32779        | 33254        | 35284        | 37236        | 营业收入                | -12.3%       | 1.4%         | 6.1%         | 5.5%         |
| 营业成本              | 25984        | 26394        | 27712        | 28873        | 营业利润                | -300.1%      | 118.7%       | 125.9%       | 66.8%        |
| 税金及附加             | 109          | 111          | 117          | 124          | 归属于母公司净利润           | -363.5%      | 113.9%       | 125.9%       | 66.8%        |
| 销售费用              | 4208         | 4257         | 4516         | 4766         | <b>获利能力</b>         |              |              |              |              |
| 管理费用              | 1057         | 1230         | 1306         | 1378         | 毛利率                 | 20.7%        | 20.6%        | 21.5%        | 22.5%        |
| 研发费用              | 483          | 499          | 529          | 559          | 净利率                 | -4.9%        | 0.7%         | 1.4%         | 2.3%         |
| 财务费用              | 1183         | 444          | 443          | 467          | ROE                 | -7.3%        | 1.0%         | 2.2%         | 3.6%         |
| 资产减值损失            | -550         | -86          | -86          | -86          | ROIC                | 1.8%         | 1.4%         | 2.0%         | 2.6%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>-1461</b> | <b>273</b>   | <b>616</b>   | <b>1028</b>  | <b>偿债能力</b>         |              |              |              |              |
| 营业外收入             | 110          | 0            | 0            | 0            | 资产负债率               | 60.4%        | 62.6%        | 63.4%        | 63.7%        |
| 营业外支出             | 54           | 0            | 0            | 0            | 流动比率                | 1.57         | 1.44         | 1.38         | 1.35         |
| <b>利润总额</b>       | <b>-1405</b> | <b>273</b>   | <b>616</b>   | <b>1028</b>  | <b>营运能力</b>         |              |              |              |              |
| 所得税               | 201          | 49           | 111          | 185          | 应收账款周转率             | 3.82         | 4.02         | 4.07         | 4.06         |
| <b>净利润</b>        | <b>-1606</b> | <b>224</b>   | <b>505</b>   | <b>843</b>   | 存货周转率               | 2.18         | 2.44         | 2.43         | 2.45         |
| <b>归母净利润</b>      | <b>-1606</b> | <b>224</b>   | <b>505</b>   | <b>843</b>   | 总资产周转率              | 0.58         | 0.58         | 0.58         | 0.59         |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>-0.69</b> | <b>0.10</b>  | <b>0.22</b>  | <b>0.36</b>  | <b>每股指标(元)</b>      |              |              |              |              |
| <b>资产负债表</b>      |              |              |              |              | 每股收益                | -0.69        | 0.10         | 0.22         | 0.36         |
| 货币资金              | 4881         | 6469         | 6762         | 7538         | 每股净资产               | 9.41         | 9.52         | 9.74         | 10.10        |
| 交易性金融资产           | 2            | 2            | 2            | 2            | <b>估值比率</b>         |              |              |              |              |
| 应收票据及应收账款         | 8233         | 8507         | 9027         | 9526         | PE                  | -8.47        | 60.84        | 26.93        | 16.15        |
| 预付款项              | 306          | 354          | 371          | 387          | PB                  | 0.62         | 0.61         | 0.60         | 0.58         |
| 存货                | 13089        | 14169        | 14876        | 15500        | <b>现金流量表</b>        |              |              |              |              |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>29622</b> | <b>32445</b> | <b>34044</b> | <b>36017</b> | 净利润                 | -1606        | 224          | 505          | 843          |
| 固定资产              | 10040        | 10534        | 10928        | 11222        | 折旧和摊销               | 2088         | 2707         | 2806         | 2906         |
| 在建工程              | 2507         | 2875         | 3242         | 3609         | 营运资本变动              | 391          | 947          | -701         | -655         |
| 无形资产              | 5318         | 5334         | 5350         | 5366         | 其他                  | 1746         | 589          | 617          | 645          |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>25784</b> | <b>26904</b> | <b>27924</b> | <b>28845</b> | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>2618</b>  | <b>4466</b>  | <b>3227</b>  | <b>3738</b>  |
| <b>资产总计</b>       | <b>55406</b> | <b>59348</b> | <b>61968</b> | <b>64862</b> | 资本开支                | -2330        | -3881        | -3880        | -3879        |
| 短期借款              | 5734         | 7243         | 8752         | 10262        | 其他                  | -58          | 8            | 9            | 10           |
| 应付票据及应付账款         | 5263         | 7050         | 7402         | 7712         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-2388</b> | <b>-3874</b> | <b>-3871</b> | <b>-3869</b> |
| 其他流动负债            | 7897         | 8292         | 8545         | 8778         | 股权融资                | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>18894</b> | <b>22585</b> | <b>24699</b> | <b>26751</b> | 债务融资                | -539         | 1509         | 1509         | 1509         |
| 其他                | 14587        | 14587        | 14587        | 14587        | 其他                  | 913          | -542         | -572         | -602         |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>14587</b> | <b>14587</b> | <b>14587</b> | <b>14587</b> | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>374</b>   | <b>968</b>   | <b>937</b>   | <b>907</b>   |
| <b>负债合计</b>       | <b>33481</b> | <b>37172</b> | <b>39286</b> | <b>41338</b> | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>632</b>   | <b>1588</b>  | <b>293</b>   | <b>776</b>   |
| 股本                | 2330         | 2330         | 2330         | 2330         |                     |              |              |              |              |
| 资本公积金             | 12950        | 12950        | 12950        | 12950        |                     |              |              |              |              |
| 未分配利润             | 4678         | 4896         | 5326         | 6042         |                     |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 0            | 0            | 0            | 0            |                     |              |              |              |              |
| 其他                | 1966         | 2000         | 2075         | 2202         |                     |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>21924</b> | <b>22176</b> | <b>22682</b> | <b>23524</b> |                     |              |              |              |              |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>55406</b> | <b>59348</b> | <b>61968</b> | <b>64862</b> |                     |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型    | 评级   | 说明                         |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048