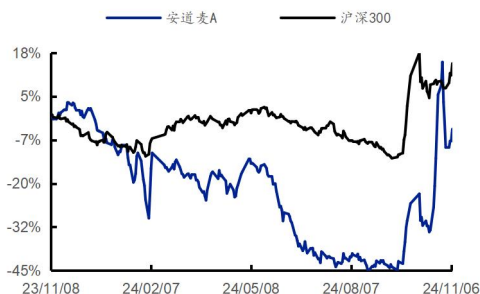


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：杨丽蓉 S0350524090008
 yanglr@ghzq.com.cn

三季度销量毛利率同比提升， 差异化产品助力公司逆境崛起 ——安道麦 A (000553) 公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/11/07		
表现	1M	3M	12M	
安道麦 A	28.8%	62.7%	-4.6%	
沪深 300	3.2%	24.1%	14.5%	

市场数据		2024/11/07
当前价格(元)		7.24
52 周价格区间(元)		4.10-9.02
总市值(百万)		16,867.84
流通市值(百万)		15,761.97
总股本(万股)		232,981.18
流通股本(万股)		217,706.75
日均成交额(百万)		198.81
近一月换手(%)		1.51

投资要点:

■ 全球领先的作物保护公司，三季度销量同比小幅增长

公司主要从事非专利作物保护产品的开发、生产及销售，是全球领先的作物保护公司之一，通过遍布全球各地的约 60 家子公司向 100 多个国家的农民提供除草、杀虫及杀菌的解决方案。

2024 年 Q3，公司销售额为 9.29 亿美元，同比减少约 10%（以人民币计算的营业收入为 66.13 亿元，同比下降 11%），其中销量增长 1%，价格下降 7%。销售额下降一方面源于市场价格下行的影响，另一方面是因为公司不再侧重销售部分低利润产品。源于中国和印度生产商的激烈竞争以及原药价格下行的趋势，植保产品市场总体定价压力加重，其中以大宗植保产品最为明显。

期间费用方面，2024 年 Q3，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.80%/4.25%/1.54%/9.02%，同比分别变化+1.69/+0.84/+0.06/+5.90 个 pct，环比分别变化-1.53/+0.79/+0.10/+5.55 个 pct，其中，财务费用同比明显增长的原因是，套保成本因汇率走势增加、以色列消费者物价指数 (CPI) 走高对以色列谢克尔计价、与 CPI 挂钩的债券产生负面净影响。经营活动现金流净额为 1.59 亿美元，同比增加 0.77 亿美元，原因包括公司继续严格管理采购，加强回款，改进供应商条款等；投资活动现金流净额为 0.07 亿美元，同比减少 0.62 亿美元，反映了公司对生产基地的固定资产投资进行优先序安排，以及落实奋进计划优化产品线结构，对与全球产品登记证相关的无形资产投资进行优先排序的结果。

■ 三季度北美区域销售额同比大增，公司毛利率同比回升

公司的主要经营区域覆盖全球，分为欧洲、非洲与中东区、北美区、拉美区以及亚太区（包括中国），可以在全球各地的重点市场针对农民的需求引入新型差异化产品。

分区域看，2024 年 Q3，北美区域的销售额为 1.58 亿美元，同比+19%，主要得益于理想的天气条件以及公司侧重高毛利产品；同时，这使得北美区域在 2024 年前三季度的销售额达到 5.72 亿美元，同比+1%，实现

同比增长。其余区域在 2024 年 Q3 单季度的销售额同比均出现下滑，欧洲、非洲及中东（EAME）区域销售额为 2.03 亿美元，同比-14%，主要因为欧洲东部、中部及北部天气条件不佳，且整个区域竞争激烈，致使定价承压。拉美区域销售额为 2.87 亿美元，同比-18%，主要受到不利天气条件的影响，以及定价承压进一步疲软。亚太区域销售额为 2.82 亿美元，同比-11%，造成销售额下滑的因素包括客户需求疲软、市场竞争激烈、极端天气条件和市场定价下行等。

总体来看，虽然 2024 年 Q3 公司销售额同比下降，但由于新近按更低的市场定价购入的库存、销量小幅增长产生积极影响，同时管理层聚焦提升业务质量，高毛利产品在销售中占比扩大，公司的毛利率达 20.25%，同比+2.30 个 pct。汇率走势则在同期产生了负面影响。

■ 多种差异化新产品取得登记，奋进计划持续提升业务质量

差异化产品通过创新制剂技术、新颖的原药混配创见来满足种植者的特定需求，创造丰厚回报。为继续壮大差异化产品线，公司 2024 年 Q3 继续在全球市场登记并推出多种新产品。其中，Bazak 创新型杀虫剂、Upturn 微乳型除草剂在印度上市，公司全球首款基于螺虫乙酯开发的制剂产品 Matos 在韩国获得登记，丙硫菌唑系列产品取得登记的国家继续增加，包括德国、意大利、比利时、保加利亚、阿根廷、澳大利亚、美国等。

公司已于 2024 年 Q1 起启动奋进计划，意在通过提升业务质量重塑公司价值、推动公司逆境崛起。多种差异化新产品取得登记、高毛利产品在销售中占比扩大等结果，反映出公司启动奋进计划后部分落实措施已见成效，这将持续提升公司业务质量，助力公司在 2024 年到 2026 年的三年时间逐步实现设定的利润与现金流目标。

■ **盈利预测和投资评级** 结合 2024 年前三季度表现，我们给出了公司盈利预期，预计公司 2024-2026 年营业收入分别 295、308、325 亿元，归母净利润分别-19、1.5、5.0 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 115、34 倍。考虑到农药行业景气度有望恢复，公司全球市场份额有望持续提升，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示** 行业与市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；利率及汇率波动风险；气候变化风险；安全生产及环保风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	32779	29456	30763	32473
增长率(%)	-12	-10	4	6
归母净利润 (百万元)	-1606	-1900	147	498
增长率(%)	-364	-18	108	240
摊薄每股收益 (元)	-0.69	-0.82	0.06	0.21
ROE(%)	-7	-10	1	2
P/E	—	—	114.98	33.86
P/B	0.74	0.85	0.85	0.83
P/S	0.49	0.57	0.55	0.52
EV/EBITDA	10.91	19.74	8.61	7.17

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：安道麦 A 盈利预测表

证券代码：	000553				股价：	7.24				投资评级：	买入				日期：	2024/11/07			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	-7%	-10%	1%	2%	EPS	-0.69	-0.82	0.06	0.21										
毛利率	21%	22%	24%	26%	BVPS	9.41	8.48	8.55	8.76										
期间费率	20%	23%	21%	21%	估值														
销售净利率	-5%	-6%	0%	2%	P/E	—	—	114.98	33.86										
成长能力					P/B	0.74	0.85	0.85	0.83										
收入增长率	-12%	-10%	4%	6%	P/S	0.49	0.57	0.55	0.52										
利润增长率	-364%	-18%	108%	240%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.58	0.54	0.58	0.62	营业收入	32779	29456	30763	32473										
应收账款周转率	3.82	3.63	3.95	4.21	营业成本	25984	23091	23512	24154										
存货周转率	1.73	1.67	1.73	2.00	营业税金及附加	109	97	108	114										
偿债能力					销售费用	4208	4949	4491	4936										
资产负债率	60%	63%	62%	61%	管理费用	1057	1178	1154	1234										
流动比	1.57	1.45	1.52	1.58	财务费用	1183	661	672	616										
速动比	0.80	0.63	0.72	0.85	其他费用/（-收入）	483	457	477	552										
					营业利润	-1461	-1480	267	683										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	56	50	50	33										
现金及现金等价物	4883	3237	4347	5982	利润总额	-1405	-1430	317	716										
应收款项	8233	8169	7606	7989	所得税费用	201	471	170	200										
存货净额	13089	14572	12682	11497	净利润	-1606	-1900	147	516										
其他流动资产	3417	2554	2462	2325	少数股东损益	0	0	0	18										
流动资产合计	29622	28532	27097	27793	归属于母公司净利润	-1606	-1900	147	498										
固定资产	10040	10661	11262	11581															
在建工程	2507	1976	1581	1265	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	13205	12236	12181	12206	经营活动现金流	2618	2639	4797	4863										
长期股权投资	31	30	30	30	净利润	-1606	-1900	147	498										
资产总计	55406	53435	52151	52874	少数股东损益	0	0	0	18										
短期借款	5734	4734	3734	3234	折旧摊销	2088	2301	2315	2407										
应付款项	5263	6927	6825	6978	公允价值变动	650	250	-50	0										
合同负债	1514	1767	1538	1624	营运资金变动	391	791	1508	1007										
其他流动负债	6383	6194	5779	5768	投资活动现金流	-2388	-864	-2308	-2347										
流动负债合计	18894	19622	17876	17603	资本支出	-2330	-1482	-2354	-2361										
长期借款及应付债券	9805	9355	9705	10255	长期投资	23	556	15	-5										
其他长期负债	4782	4693	4643	4593	其他	-81	62	31	19										
长期负债合计	14587	14048	14348	14848	筹资活动现金流	374	-3399	-1410	-911										
负债合计	33481	33670	32224	32451	债务融资	-539	-2136	-600	-80										
股本	2330	2330	2330	2330	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	21924	19765	19927	20423	其它	913	-1263	-810	-831										
负债和股东权益总计	55406	53435	52151	52874	现金净增加额	632	-1646	1109	1636										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，杨丽蓉，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。