

以现金收购西班牙 Sarabia，欧盟市场布局加速

核心观点

公司近期公告，以现金方式不超过 3200 万欧元收购西班牙本土农化标的 Sarabia，当前已完成交割。标的 21 年净利润 220 万欧元，22 年 1-9 月净利润 171 万欧元。标的拥有欧盟本土工厂、登记、团队及品牌渠道，将为公司进入欧盟的快速进入及业务布局赋能。

- **欧盟植保市场价值大但进入壁垒极高：**欧盟植保市场价值约 90 亿美金，市场价值大，利润高，但是进入壁垒极高。主要体现在登记规则复杂多变，加上定期 Renewal，产品登记投资大且错误选择产品登记的投资风险大；欧盟市场相对封闭排外，大部分活性组分的 Task Force 对新的进入者不开放（一个活性组分登记需要做大量的实验，实验费用很高，几个公司会组成一个小组即 Task Force，共同承担费用分摊风险），使得新进入者的市场机会并不平等，面临投资大且耗时长期的障碍；欧盟对于不同活性组分的评估十分严苛，不同活性组分的禁限用政策走在全球各市场之前。对于这种进入壁垒，最合适的进入路径是购并中小型当地公司。
- **Sarabia 为公司在欧盟布局加速赋能：**润丰目前已在欧盟开始了原药等同登记下的原药供应业务，22 年欧盟业务规模约 1600 万美金，属于起步阶段。我们认为公司并购该资产并不是单纯类似跨国同行兼并一个现成的渠道资源，而是具备重要战略意义。标的属于欧洲当地优质稀缺资产，有助于公司加入更多活性组分的 Task Force，降低投资风险和投资额，加快丰富公司在欧盟的产品组合。标的拥有本土的工厂、团队、品牌和渠道，以及良好的运营基础，能帮助公司快速进入欧洲市场，成为公司拓展欧盟业务的前沿阵地。标的属于轻架构，小团队，团队与公司价值观吻合；且公司已有丰富且成功的海外并购经验及海外合资公司和制造基地、团队上的运营基础。标的估值合理，且未考量到其在周边市场的业务增长以及公司整合后的增长潜力。公司有望以此节点进一步发挥自身在登记及供应链管理等方面的平台优势，形成 1+1>2 的整合效果，此次收购标志着公司欧盟市场布局正在主动加速。而公司在部分市场的拓展进度快于预期也将支撑公司业绩持续增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 6.07、7.54、8.64 元，按照可比公司 23 年 17 倍市盈率，给予目标价 128.18 元并维持买入评级。

风险提示

- 原材料及终端市场波动风险；业务拓展不及预期风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,290	9,797	15,701	17,945	19,905
同比增长(%)	20.0%	34.4%	60.3%	14.3%	10.9%
营业利润(百万元)	566	1,013	2,110	2,619	2,997
同比增长(%)	32.9%	78.8%	108.3%	24.1%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	438	800	1,676	2,084	2,386
同比增长(%)	29.0%	82.7%	109.6%	24.3%	14.5%
每股收益(元)	1.58	2.90	6.07	7.54	8.64
毛利率(%)	17.1%	19.0%	20.9%	21.4%	21.7%
净利率(%)	6.0%	8.2%	10.7%	11.6%	12.0%
净资产收益率(%)	16.7%	20.7%	29.8%	28.8%	26.3%
市盈率	56.9	31.1	14.8	11.9	10.4
市净率	8.9	5.1	3.9	3.1	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年12月01日）	91.46 元
目标价格	128.18 元
52 周最高价/最低价	111.88/48.81 元
总股本/流通 A 股（万股）	27,712/8,791
A 股市值（百万元）	25,345
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2022 年 12 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.41	0.65	-8.67	73.68
相对表现	-0.26	-6.52	-4.99	93.27
沪深 300	3.67	7.17	-3.68	-19.59



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

业绩高增超预期，公司具备行业 β 与自身 α 双击的成长性 2022-11-01
单季度业绩创新高，市场布局持续推进 2022-09-02
海外登记不停歇，中国制剂闯世界 2022-01-18

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,414	3,725	5,969	6,823	8,737	营业收入	7,290	9,797	15,701	17,945	19,905
应收票据、账款及款项融资	2,144	2,364	3,750	4,286	4,755	营业成本	6,040	7,938	12,422	14,097	15,579
预付账款	76	77	175	200	222	营业税金及附加	12	13	27	31	34
存货	1,009	1,775	2,778	3,152	3,484	营业费用	177	220	245	262	281
其他	305	525	541	544	547	管理费用及研发费用	442	606	804	907	1,026
流动资产合计	5,948	8,466	13,213	15,005	17,743	财务费用	231	96	29	29	(9)
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产、信用减值损失	43	63	100	37	32
固定资产	924	1,218	1,196	1,174	1,152	公允价值变动收益	118	(84)	16	16	16
在建工程	193	282	428	582	737	投资净收益	86	224	5	5	5
无形资产	120	118	114	110	106	其他	18	11	15	15	15
其他	106	226	224	224	224	营业利润	566	1,013	2,110	2,619	2,997
非流动资产合计	1,346	1,846	1,964	2,092	2,221	营业外收入	10	8	8	8	8
资产总计	7,294	10,312	15,177	17,097	19,964	营业外支出	28	32	22	22	22
短期借款	650	550	1,454	596	550	利润总额	548	989	2,096	2,605	2,983
应付票据及应付账款	3,387	4,249	6,648	7,545	8,338	所得税	83	143	322	401	459
其他	229	372	392	405	416	净利润	465	846	1,773	2,204	2,524
流动负债合计	4,266	5,171	8,494	8,545	9,305	少数股东损益	28	46	97	121	138
长期借款	49	26	26	26	26	归属于母公司净利润	438	800	1,676	2,084	2,386
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.58	2.90	6.07	7.54	8.64
其他	51	72	71	71	71	主要财务比率					
非流动负债合计	100	97	96	96	96		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	4,366	5,269	8,590	8,642	9,401	成长能力					
少数股东权益	126	134	231	352	490	营业收入	20.0%	34.4%	60.3%	14.3%	10.9%
实收资本（或股本）	207	276	276	276	276	营业利润	32.9%	78.8%	108.3%	24.1%	14.4%
资本公积	858	2,227	2,227	2,227	2,227	归属于母公司净利润	29.0%	82.7%	109.6%	24.3%	14.5%
留存收益	1,747	2,397	3,843	5,592	7,561	获利能力					
其他	(10)	8	8	8	8	毛利率	17.1%	19.0%	20.9%	21.4%	21.7%
股东权益合计	2,928	5,043	6,586	8,455	10,563	净利率	6.0%	8.2%	10.7%	11.6%	12.0%
负债和股东权益总计	7,294	10,312	15,177	17,097	19,964	ROE	16.7%	20.7%	29.8%	28.8%	26.3%
现金流量表						ROIC	21.3%	20.4%	26.4%	26.1%	25.0%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	465	846	1,773	2,204	2,524	资产负债率	59.9%	51.1%	56.6%	50.5%	47.1%
折旧摊销	52	16	29	27	27	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	231	96	29	29	(9)	流动比率	1.39	1.64	1.56	1.76	1.91
投资损失	(86)	(224)	(5)	(5)	(5)	速动比率	1.16	1.29	1.23	1.39	1.53
营运资金变动	97	(64)	(179)	(66)	(52)	营运能力					
其它	(248)	121	83	20	16	应收账款周转率	3.5	4.1	4.9	4.2	4.2
经营活动现金流	512	791	1,730	2,209	2,501	存货周转率	7.4	5.7	5.4	4.7	4.7
资本支出	(308)	(382)	(146)	(155)	(155)	总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	77	(198)	15	21	21	每股收益	1.58	2.90	6.07	7.54	8.64
投资活动现金流	(230)	(580)	(130)	(133)	(133)	每股经营现金流	2.47	2.86	6.26	8.00	9.05
债权融资	58	(13)	0	0	0	每股净资产	10.15	17.77	23.01	29.34	36.47
股权融资	0	1,438	0	0	0	估值比率					
其他	(158)	(303)	645	(1,222)	(453)	市盈率	56.9	31.1	14.8	11.9	10.4
筹资活动现金流	(100)	1,122	645	(1,222)	(453)	市净率	8.9	5.1	3.9	3.1	2.5
汇率变动影响	(46)	(20)	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	25.1	18.9	9.8	8.0	7.1
现金净增加额	136	1,313	2,245	853	1,914	EV/EBIT	26.7	19.2	10.0	8.0	7.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。