

## 联化科技（002250）深度研究报告

# 三轮驱动，向全球小分子 CDMO 龙头砥砺前行

- 全球领先的化学与技术解决方案提供商。**我们认为，长期坚持下来的优秀的产品品质、严格的质量体系、持续的技术创新及工艺精益以及对客户需求的快速响应能力、对客户知识产权及技术秘密的严格保密管理体系，让联化走出了一条较为独特的中国先进制造的发展道路。依托与全球多家顶尖企业的战略合作，联化未来有望在医药、植保、功能化学品三大小分子 CDMO 板块的共同驱动下，向全球小分子 CDMO 龙头企业的宝座砥砺前行。
- 医药 CDMO：厚积薄发，向全球领先小分子医药 CDMO 平台迈进。**我们认为，已和多家头部大药企形成战略合作的医药 CDMO 业务，是公司中期业绩高速增长的主要来源，也是公司现有三大块业务中最为核心的看点。  
 目前公司一方面已和诺华、BI、阿斯利康等多家全球前 20 位的跨国药企建立了较为紧密的合作关系，另一方面也更为重要的是，公司在 19-21 年分别完成了 5、6、8 个验证批产品的交付，其中有大量战略客户的重磅品种。未来随着这些重磅品种的商业化订单放量，我们预计公司 CDMO 业务有望在未来多年均保持快速的增长状态。
- 植保 CDMO：龙头地位稳固，生产恢复叠加新品放量拉动业绩持续向好。**近年来，虽然受苏北环保事故停产、响水爆炸事故停产等因素的影响，公司植保 CDMO 业务收入端增长受阻，利润端也出现了较大幅度的下滑。但是从客户关系来看，目前公司依然是全球领先的植保 CDMO 公司，与世界前五的农化巨头先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏杜邦、FMC 均保持着战略合作的关系。  
 2021 年，随着江苏两家子公司陆续复产，公司植保 CDMO 业务收入端创下历史新高。未来随着公司产能利用率的爬坡、上游原材料成本的下降，我们认为公司植保 CDMO 毛利率也有望回暖。且随着公司参与的更多植保新品种的放量，公司植保 CDMO 有望在较长周期实现持续的快速增长。
- 功能化学品：现有品种市场广阔，向新能源等方向的延伸打开更大成长空间。**与植保和医药 CDMO 不同，公司功能化学品事业部的现有产品均为自产自销模式下的自有产品。其中部分优势品种产品由于具备技术和成本优势，近年来市场规模持续增长。展望未来，我们认为除了现有品种的持续增长外，向新能源方向的拓展有望给公司带来较大的业绩弹性。一旦锂盐项目顺利投产，有望为公司功能化学品板块带来爆发式的业绩增长。
- 投资建议：**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.06、6.89、9.76 亿元，同比增长 60.5%、36.1%和 41.6%，EPS 分别为 0.55、0.75、1.06 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 35、26、18 倍。考虑到公司明确较快的增长前景，我们认为应当给予公司较高的估值水平。由于公司绝大部分业务均为 CDMO 业务，我们选取凯莱英、博腾、九洲等 CDMO 公司作为可比公司，参考可比公司估值，给予 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 26.25 元。首次覆盖，给予“强推”评级。
- 风险提示：**1、CDMO 业务订单放量进度晚于预期；2、大客户丢失风险；3、大订单丢失风险；4、功能化学品新产品放量低于预期。

**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	6,587	7,632	8,938	10,694
同比增速(%)	37.7%	15.9%	17.1%	19.6%
归母净利润(百万)	315	506	689	976
同比增速(%)	186.6%	60.5%	36.1%	41.6%
每股盈利(元)	0.34	0.55	0.75	1.06
市盈率(倍)	57	35	26	18
市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2022 年 8 月 4 日收盘价

**强推（首次）**

目标价：26.25 元

当前价：19.40 元

## 华创证券研究所

**证券分析师：高岳**

邮箱：gaoyue@hcyjs.com

执业编号：S0360520110003

**证券分析师：郑辰**

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

**证券分析师：张泉**

邮箱：zhangquan@hcyjs.com

执业编号：S0360521040001

**公司基本数据**

总股本(万股)	92,324.63
已上市流通股(万股)	91,907.01
总市值(亿元)	178.65
流通市值(亿元)	177.84
资产负债率(%)	50.17
每股净资产(元)	6.92
12个月内最高/最低价	27.19/11.78

**市场表现对比图(近 12 个月)**


## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告从小分子 CDMO 业务的视角，对公司植保、医药和功能化学品三大业务板块进行了详细梳理，认为凭借良好的全球大客户合作关系，公司有望走出一条独特的成长路径，向全球领先的小分子 CDMO 企业迈进。

### 投资逻辑

当下时点来看，我们认为公司的医药 CDMO 业务、植保 CDMO 业务以及功能化学品业务均具备了较强的市场竞争力和明确的发展前景。在三大业务拉动下，公司有望逐步向中大型市值公司迈进。

### 关键假设、估值与盈利预测

1) 医药 CDMO 业务: 通过对战略客户订单的持续承接和客户群的进一步扩容，公司医药 CDMO 业务有望在未来较长周期实现持续快速的业绩增长。

2) 植保 CDMO 业务: 随着公司现有生产基地的复产，植保 CDMO 业务有望赢来恢复期。中长期来看，随着公司植保 CDMO 业务管线中新产品的持续上市放量，公司植保 CDMO 业务也有望迎来长周期的持续增长。

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.06、6.89、9.76 亿元，同比增长 60.5%、36.1% 和 41.6%，EPS 分别为 0.55、0.75、1.06 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 35、26、18 倍。考虑到公司明确较快的增长前景，我们认为应当给予公司较高的估值水平。由于公司绝大部分业务均为 CDMO 业务，我们选取凯莱英、博腾、九洲等 CDMO 公司作为可比公司，参考可比公司估值，给予 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 26.25 元。首次覆盖，给予“强推”评级。

# 目 录

一、全球领先的化学与技术解决方案提供商.....	6
二、医药 CDMO：厚积薄发，向全球领先医药小分子 CDMO 平台迈进.....	8
（一）体系完备、能力出众，服务领域不断拓展.....	9
（二）与国际大药企多年合作，深度和广度不断强化.....	10
三、植保 CDMO：龙头地位稳固，生产恢复叠加新品放量拉动业绩持续向好.....	13
（一）生产端：老产能复产叠加新产能有序释放，公司生产端已做好充足准备....	14
（二）需求端：行业格局进一步集中，外包需求持续增长.....	17
1、植保行业持续增长，外包比例进一步提升.....	17
2、行业集中度进一步提升，加剧新品种迭代进程.....	18
四、功能化学品：现有品种市场广阔，向新能源等方向的延伸打开更大成长空间.....	19
五、看好公司成长潜力，给予“强推”评级.....	21
六、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1	公司营业收入及增速	6
图表 2	公司归母净利润及增速	6
图表 3	公司三大业务营收占比（2021 年）	6
图表 4	公司三大业务毛利占比（2021 年）	6
图表 5	评价 CDMO 公司的三个维度	7
图表 6	全球前二十药企处方药占比（2016 年，亿美金）	7
图表 7	全球植保市场竞争格局（2020 年）	7
图表 8	公司医药 CDMO 营收及其增速	9
图表 9	公司医药 CDMO 毛利及其毛利率	9
图表 10	联化科技部分医药 CDMO 环评项目	10
图表 11	公司不同临床阶段订单数目（个）	11
图表 12	公司不同临床阶段营收情况（亿元）	11
图表 13	公司和诺华已有项目合作情况	11
图表 14	诺华对 2026 年前上市的药物的预计	12
图表 15	阿斯利康临床管线数目及其分布情况（2021 年）	13
图表 16	BI 临床管线数目及其分布情况（2020 年）	13
图表 17	公司和新客户可能签订的订单情况	13
图表 18	公司植保 CDMO 营收情况	14
图表 19	公司植保 CDMO 毛利和毛利率	14
图表 20	江苏联化营收和净利润情况	15
图表 21	盐城联化营收和净利润情况	15
图表 22	盐城联化规划产品方案及预期收入和净利润（截至 2021 年 2 月）	15
图表 23	德州联化营收及增速	16
图表 24	德州联化净利润及增速	16
图表 25	德州联化二期精细化工生产项目	16
图表 26	部分项目已开始环保调试	16
图表 27	公司英国子公司营收和净利润情况	17
图表 28	全球植保市场规模及预测	17
图表 29	农化巨头产业布局调整	18
图表 30	先正达植保原药采购金额及其占比	18
图表 31	FMC 在研发中的植保产品管线情况	19
图表 32	公司功能化学品板块收入及增速	20
图表 33	公司功能化学品板块毛利及毛利率	20

图表 34	我国湿电子化学品年产量及变化趋势 .....	20
图表 35	我国化妆品市场规模及变化趋势 .....	20
图表 36	公司申报六氟磷酸锂和双氟磺酰亚胺锂项目 .....	21
图表 37	六氟磷酸锂价格变化趋势（万元/吨） .....	21
图表 38	分版块公司收入预测 .....	22
图表 39	可比公司估值表 .....	22

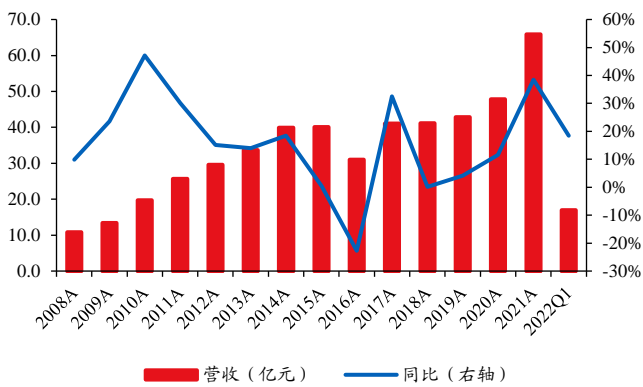
## 一、全球领先的化学与技术解决方案提供商

联化科技成立于 1985 年，总部位于浙江台州，前身是黄岩县城关联合化工厂。公司于 21 世纪初便与农化巨头 FMC 签订长期定制生产合同，深耕植保 CDMO 领域。2015 年，在勃林格殷格翰任职超过十年的 Andreas Winterfeldt 加盟公司担任总裁，此后公司医药 CDMO 业务也渐入佳境。目前，公司在植保和医药 CDMO 两大领域均已建立起出色的全球竞争力，致力于为客户提供贯穿其产品整个生命周期的创新型一体化服务及技术解决方案。

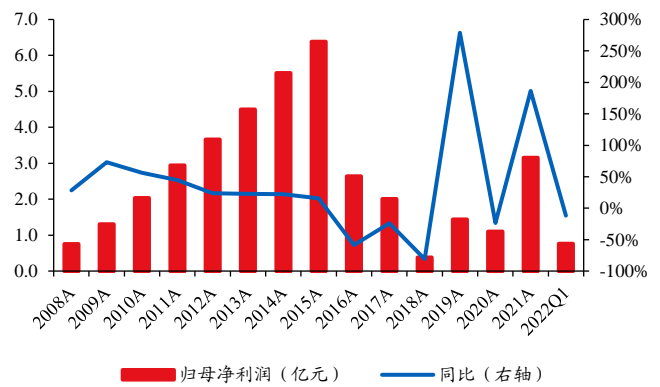
从 2008 年上市到 2015 年期间，得益于与全球前几大农化巨头的战略合作关系，公司植保 CDMO 业务发展迅速。公司整体营收和利润端均呈快速增长态势，2008-2015 年 CAGR 分别为 21% 和 36%，营收和归母净利润在 2015 年分别达到 40.1 亿元、6.4 亿元。2016-2020 年，受海外农化巨头实施去库存、苏北环保停产、“321”爆炸事故停产等事件影响，公司营收端增速放缓，利润端则出现大幅下滑。

2021 年以来，随着江苏联化以及盐城联化多条生产线陆续复产，公司基本面出现明确的向上拐点。2021 年全年实现营收 65.9 亿元，同比增长 38%；净利润 3.2 亿元，同比大增 187%。2022 年一季度实现营收 16.9 亿元，同比增长 19%；净利润 0.76 亿元，同比下滑 12%。营收端继续保持较快的增长趋势。

图表 1 公司营业收入及增速



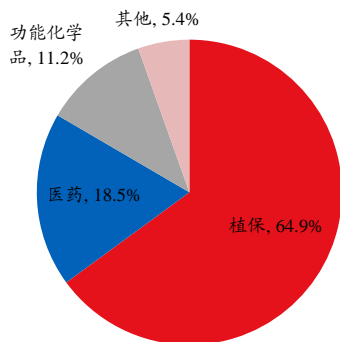
图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

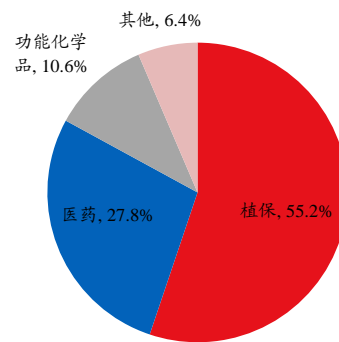
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 公司三大业务营收占比 (2021 年)



资料来源: Wind, 华创证券

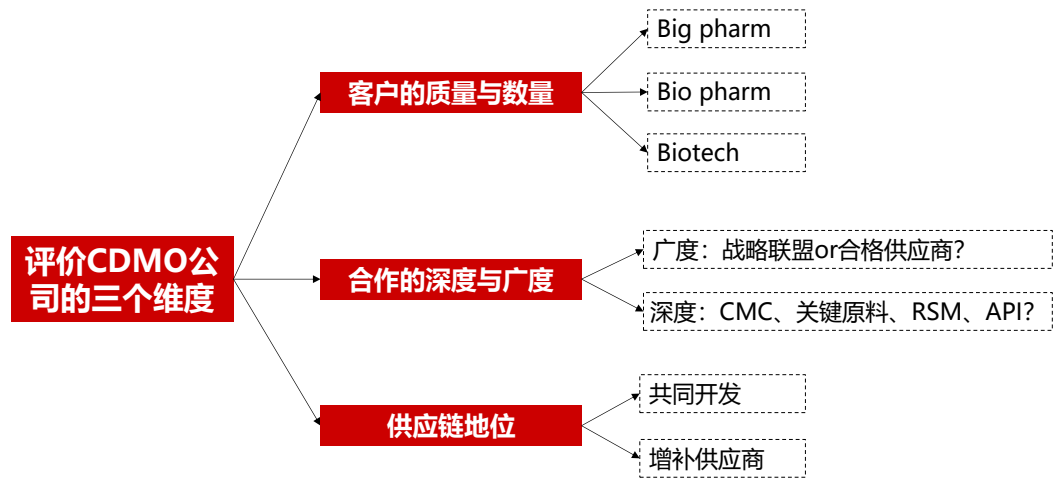
图表 4 公司三大业务毛利占比 (2021 年)



资料来源: Wind, 华创证券

我们认为，评价一个 CDMO 公司的能力，主要可以从客户的质量与数量、合作的深度与广度、供应链的地位三个维度进行考虑。大客户策略下的联化，经过在 CDMO 领域 20 余年的深耕，在产品工艺的开发和优化、质量研究和控制、合规体系、服务效率上均已处于全球领先水平。和多个全球领先的植保和医药企业建立了 API 阶段的深度战略合作关系。

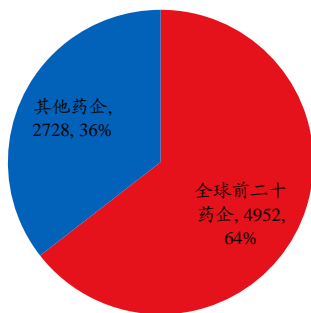
图表 5 评价 CDMO 公司的三个维度



资料来源：华创证券

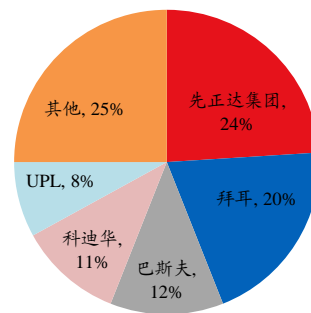
从市场占有率来看，无论是植保产业还是医药产业，商业化的市场主要在大企业手中。根据 Evaluate pharma 的相关统计，2016 年全球前 10 和前 20 大制药企业在全世界处方药销售额中的占比分别达到 41% 和 64%。而根据先正达的招股书，75% 的植保市场均被全球前五大企业占据。

图表 6 全球前二十药企处方药占比（2016 年，亿美金）



资料来源：Evaluate pharma，华创证券

图表 7 全球植保市场竞争格局（2020 年）



资料来源：先正达招股书，华创证券

我们认为，长期坚持下来的优秀的产品品质、严格的质量体系、持续的技术创新及工艺精益以及对客户需求的快速响应能力、对客户知识产权及技术秘密的严格保密管理体系，让联化走出了一条较为独特的中国先进制造的发展道路。依托与全球多家顶尖企业的战略合作，联化未来有望在医药、植保、功能化学品三大小分子 CDMO 板块的共同驱动下，向全球小分子 CDMO 龙头企业的宝座砥砺前行。分业务板块来看：

### 1) 医药 CDMO 业务

2021 年公司 CDMO 业务实现收入 12.17 亿元，已经实现了多年的高速增长。且经过多年的积淀，公司目前和诺华、BI、阿斯利康等多家 MNC 药企以及日本、韩国、中国等 Biotech 公司均形成了深度的合作关系，也积累了多个即将上市的重磅品种的商业化订单。未来随着这些新品种的上市，公司 CDMO 业务有望在长周期继续保持持续的高速增长。

### 2) 植保 CDMO 业务

公司是国内植保 CDMO 先行者和领先者，服务于全球 top5 农化巨头。从公司端来看，随着 2020 年 12 月以来，江苏联化和盐城联化生产线陆续复产，以及两家子公司吸收合并，降本增效，公司植保 CDMO 业务拐点已现。未来随着现有产能利用率的爬坡和英国及德州联化新项目的投产，公司植保 CDMO 业务有望重回快速增长的轨道。

行业端来看，随着非专利农化市场份额的持续提升，农化巨头产业布局调整，生产制造环节外包力度不断加大。公司作为头部供应商，有望凭借在技术创新、生产管理、质量管理和供应链管理能力的优势获得更多的新品种订单，保障公司植保 CDMO 业务的长周期的持续增长。

### 3) 功能化学品业务

目前公司功能化学品下游主要用于高性能颜料、工业杀菌剂、个人护理及化妆品领域。2021 年收入仅有 7.34 亿元。目前公司在德州联化及临海联化均有大吨位电解质锂盐项目的申报，如若投产及销售顺利，公司功能化学品业务有望在小基数下迎来爆发式的增长。

## 二、医药 CDMO：厚积薄发，向全球领先医药小分子 CDMO 平台迈进

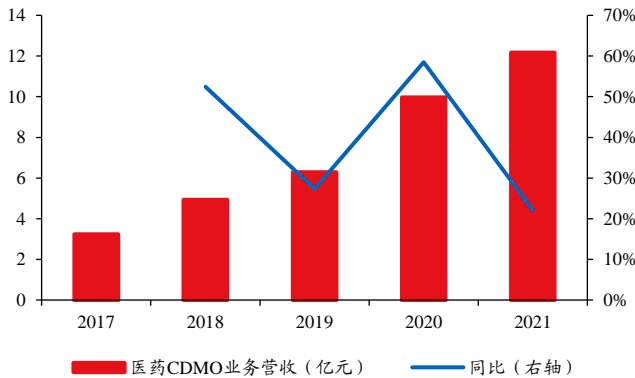
我们认为已和多家头部大药企形成战略合作的医药 CDMO 业务，是公司中期业绩高增长的主要来源，也是公司现有三大块业务中最为核心的看点。

从技术而言，医药小分子 CDMO 和植保 CDMO 本质上都是有机化学合成，受益于多年来服务于植保行业巨头所积累的经验，公司目前的研发生产水平并不亚于全球第一梯队的 CDMO 企业。且在 Andreas Winterfeldt 总裁上任后，公司在医药 GMP 体系上也进行了重点的强化。目前公司一方面质量标准和 EHS 体系已得到了较为充分的验证，cGMP 产能开始快速释放，另一方面公司已和诺华、BI、阿斯利康等多家全球前 20 位的跨国药企建立起了较为紧密的合作关系。良好的质量体系和稳定的客户关系，为公司 CDMO 业务中长期的快速发展奠定的良好的基础。

2021 年，公司医药 CDMO 业务实现收入 12.17 亿元，同比增长 22.1%。虽然与 2017-2020 年复合 45% 的增速相比略有降速，但依然保持着较好的增长状态。而且随着公司多个待放量的重磅品种开始交付，我们预计公司 CDMO 业务有望从今年开始重回 30% 以上的高速增长状态。

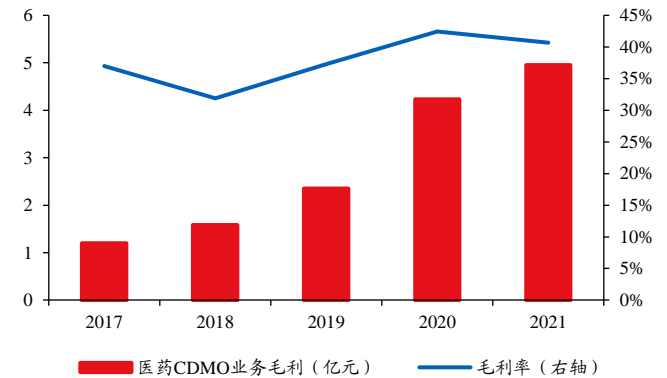


图表 8 公司医药 CDMO 营收及其增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 公司医药 CDMO 毛利及其毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

### （一）体系完备、能力出众，服务领域不断拓展

目前，主流医药 CDMO 公司基本都是医药业务起家，和联化一样从农药 CDMO 业务向医药端切入的玩家较少。但是我们从工艺的开发和优化、质量研究和控制、合规体系、服务效率等多个评价医药 CDMO 公司的能力的维度分析，联化已具备承接医药 CDMO 业务的完备基础。

#### ■ 质量体系

在质量体系管理上，公司多年来一直秉承 SHEQ&C（Safety- Health- Environment Quality Compliance）为先的核心价值观，坚持安全高于一切，优先考虑安全、健康、环保和质量因素，毫不妥协地遵守相关法规，追求高标准。江口工厂和英国工厂均已通过 FDA 审计，拥有完善的 cGMP 体系。

同时，公司推行清洁生产与有效治理相结合的经营模式，从项目立项到工艺研发，再到放大生产，全过程进行环境风险管理，争取把环境风险控制源头，在合规基础上将环境污染带来的影响降到最低；加大环保技术研发投入，完善环境风险防控体系，建立并完善风险评估流程及风险预警机制。经过近几年发展，环保实验室形成了以项目前端三废研发为主，在产项目三废处理优化为辅，以研发部、技术部、RC 运营部为服务对象，支持三废配套方案研发、投产项目三废技术评审、污染源识别分类、三废处理工艺模拟优化等业务。

#### ■ 工艺能力

目前，公司建立了多层次的研发平台，包括项目早期研发平台、项目中期研发平台及各下属子公司技改平台三个层级。项目早期研发平台主要位于上海，负责跟客户的研发合作、早期的产品工艺设计和全新路线开发，促进工艺技术和工程技术的快速融合，并寻求不同技术领域间的协同。项目中期研发平台主要位于台州，负责产品工艺路线和客户项目的迅速落地和有效转化。各下属子公司技改平台主要由各子公司技术部组成，负责日常生产的技术支持和原有产品生产工艺的持续改进工作。通过现有研发平台的高效运作、不断的技术创新，扩充了公司拥有的核心技术领域并提高客户产品和自有产品的市场竞争能力。

在技术平台上，公司目前在卤代芳烃催化氨氧化技术、有机小分子催化技术、微通道反

应技术、偶联催化剂开发及应用技术、连续光气化反应技术、高效偶联催化剂配体的开发与应用技术、连续重氮化反应、连续光催化取代反应等领域均获得突破性进展。截至2021年12月末，公司各业务版块获得国内发明专利78项、实用新型专利60项，拥有欧洲发明专利1项。

## （二）与国际大药企多年合作，深度和广度不断强化

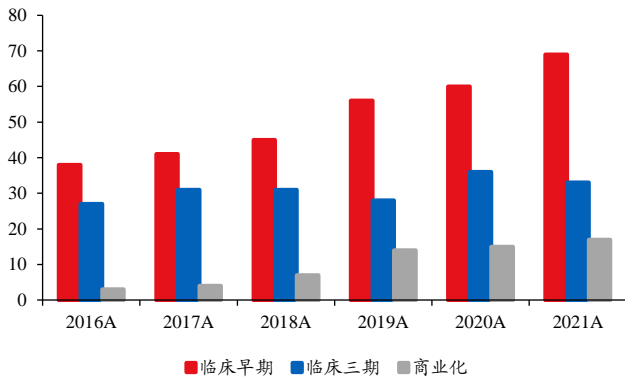
根据公司年报和相关公告、环评的披露，我们认为公司已和诺华、BI以及阿斯利康等多家MNC药企形成了战略合作。并且凭借在研发、质量、生产、供应链管理等多方面的综合服务能力，公司与这些客户在合作深度上也在不断强化，从最初的起始物料逐步延伸到API环节。

图表 10 联化科技部分医药 CDMO 环评项目

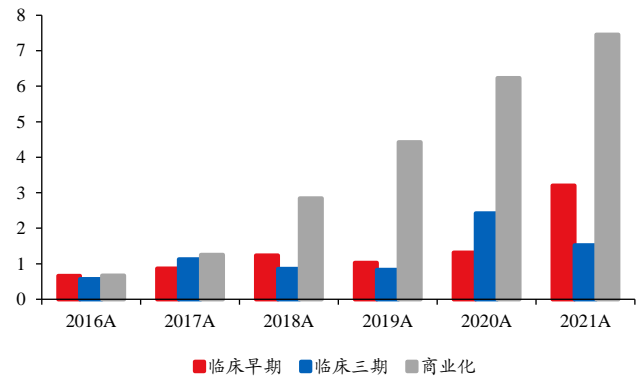
工厂	项目	产品	设计总产能	预计收入	环评公示时间	验收状态（截至2022年1月）
			（吨/每年）	（亿元）		
江口工厂	第四期	AMTP、6-BIMS、SMPZ、和 LN01	580	2.96	2017年	2019年全部验收
台州联化	第一期	LT228、LT968、LT559	750	4.4	2010年	2015年全部验收
	第二期	AMTB、TMEDA、MACC、LT822	445	3.78	2015年	2017和2019年分两批全部验收，AMTB不再建设
	第三期	LT390等10个高级中间体	380	13.51	2016年	LT226等五个产品已于2017年验收，其余在建
	第四期	阿拉泊韦等六个API	330	7.56	2018年	除缬沙坦外，其余2021年自主验收
	第五期	LT305等14个中间体	1480	11.79	2018年	LT305于2021年自主验收，LT441和LT223搬迁至联化新材，其余在建
	第六期	维贝格龙中间体等9个中间体	2720	10	2019年	联苯胺四氮唑等四个产品2021年自主验收，其余在建
	第七期	奥卡西平等六个API	330	2.1	2020年	全部在建
	第八期	LT822和LT520	820	2.1	2022年	全部在建
临海联化	第一期	LT222等9个中间体	13230	20	2019年	全部在建
	第二期	利韦他定中间体、塞雷普利中间体和尼氟康唑中间体	2500	10.9	2020年	全部在建
总计收入				89.1	-	-

资料来源：公司环评报告书，增发招股书，华创证券

而从订单数量来看，公司医药CDMO订单近年来增长迅速：商业化订单呈现爆发式增长，数目从2016年的3个提升至2021年的17个，营收也相应从0.67亿元增长到7.45亿元，CAGR高达62%；临床三期订单个数总体稳定，营收已经突破1亿元；临床早期管线个数也呈逐年上升趋势，营收在2021年取得突破，实现3.2亿元销售收入，同比增长142%。

**图表 11 公司不同临床阶段订单数目（个）**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 12 公司不同临床阶段营收情况（亿元）**


资料来源：公司公告，华创证券

2019 年起，公司年报中开始披露医药 CDMO 业务完成工艺验证的项目数量。一般企业完成工艺的订单会在 1-2 年后实现商业化放量，这一指标具备较强的前瞻意义。且由于公司的客户主要是跨国大药企，我们判断公司验证批订单的含金量较高。根据公司年报的披露，2019-2021 年，公司分别完成工艺验证项目 5、6、8 个，我们预计随着这些订单的落地，有望给公司未来几年 CDMO 业务的高增长，带来充足的保障。

### ■ 诺华

从环评已披露的项目来看，目前公司已和诺华形成了多个中间体和 API 的供货，包括缬沙坦、帕罗西汀中间体等；此外还有多个专利期内重磅品种的 API 技改项目在建，包括诺欣妥中间体、瑞博西利等。

**图表 13 公司和诺华已有项目合作情况**

项目代号	对应诺华产品	合作方式	环评设计产能（吨）	验收情况	是否专利期内
MACC	帕罗西汀	中间体	20	2017 年验收	否
缬沙坦	代文/诺欣妥	API	200	在建	是
PRXT	帕罗西汀	API 技改	50	2021.5 自主验收	否
奥卡西平	奥卡西平	API 技改	130	在建	否
瑞博西利	瑞博西利	API 技改	20	在建	是
沙库巴曲	诺欣妥	API 技改	20	在建	是
非韦匹仑	Fevipirant	API 技改	100	在建	是
苯扎米特	卡马替尼	API 技改	50	在建	是

资料来源：公司环评报告，华创证券

2021 年，诺华以 516 亿美元的营收排名全球药企第五，其中创新药收入 420 亿美元。根据诺华预计，2020-2026 年公司创新药收入仍将在巨大体量基数下以 4% 的 CAGR 继续增长。

且百亿美元一年的研发支出，也支撑起诺华极其丰富的临床管线。截至 2021 年底，诺华

临床 1/2 期、临床 3 期以及 NDA 阶段的管线数目分别是 107 个, 54 个以及 8 个。根据诺华年报的披露, 2026 年之前, 诺华有望上市超过 20 款重磅炸弹级药物, 其中有半数以上均为小分子药。

图表 14 诺华对 2026 年前上市的药物的预计

预计销售峰值	药物名称	药物类别	靶点	临床进度	适应症
十亿美金以上	Leqvio	RNAi	LDL-C	已获批	降低动脉粥样硬化性心血管疾病风险
	Cosentyx	单抗	IL-17A	申请上市	多发性肌炎
	Scemblix	小分子	BCR-ABL1	申请上市	一线、三线治疗慢性髓性白血病
	Tislelizumab	单抗	PD-1	申请上市	替雷利珠单抗, 从百济神州 license in
	Piqray	小分子	PIK3CA	申请上市	HR 阳性、HER2 阴性、PIK3CA 突变、晚期或转移性的绝经后女性和男性在以内分泌为基础的治疗方案的乳腺癌
	Sabatolimab	单抗	TIM-3	临床 III 期	骨髓增生异常综合征 MDS、急性髓系白血病 AML
	NIS793	单抗	TGF- $\beta$	临床 III 期	胰腺导管腺癌(PDAC)、结直肠癌
	Pelacarsen	反义寡核苷酸 (ASO)	脂蛋白 (a)	临床 III 期	降低心血管风险
	Ociperlimab	单抗	TIGIT	临床 III 期	非小细胞肺癌 (从百济神州 license in)
	Iptacopan	小分子	补体因子 B	临床 III 期	阵发性睡眠性血红蛋白尿症、IgA 肾病和 C3 肾小球病、非典型溶血尿毒综合征
	Remibrutinib	小分子	BTK	临床 III 期	慢性自发性荨麻疹、复发型多发性硬化
	Zolgensma	基因疗法		临床 III 期	脊髓性肌萎缩症 (SMA)
	Ligelizumab	单抗	IgE	临床 III 期	乳腺纤维腺瘤、宫颈上皮癌
	YTB323	CAR-T 细胞疗法	CD19	临床 III 期	二线治疗弥漫性大 B 细胞淋巴瘤
	Ianalumab	单抗	BAFF	临床 III 期	自身免疫性肝炎、荨麻疹、食物过敏、系统性红斑狼疮
	UNR844	小分子	晶状体中的二硫键	临床 II 期	外用滴眼液, 治疗老花眼
	Libvatrep (SAF312)	小分子	TRPV 阳离子通道	临床 II 期	外用滴眼液, 慢性眼表疼痛
	TNO155	小分子	SHP2、KRAS	临床 II 期	实体瘤
	JDQ443	小分子	KRAS G12C	临床 II 期	非小细胞肺癌、结直肠癌、骨髓瘤
	十亿美金以内	Lutathera	放射性核药	生长抑素	临床 III 期
Kymriah		CAR-T 细胞疗法	CD19	申请上市	滤泡性淋巴瘤
Tafinlar/Mekinist		小分子	BRAF/MEK	申请上市	不限瘤种实体瘤
Beovu		单抗	VEGF	申请上市	糖尿病性黄斑水肿 (DME) 引起的视力障碍
Jakavi		小分子	JAK1	申请上市	移植物抗宿主病

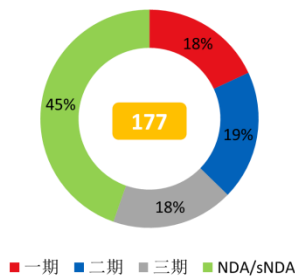
资料来源: 诺华官网, 华创证券

### ■ BI 和阿斯利康

除了诺华以外，我们在公司已落地的环评项目上看到了 BI 的替米沙坦关键中间体、阿斯利康的替卡格雷中间体供货，设计产能分别为 80 吨和 150 吨。

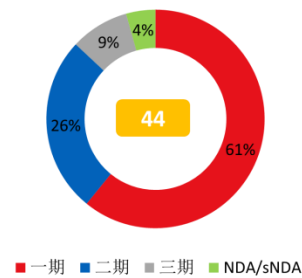
阿斯利康和 BI 在 2020 年分别以 266 亿美元以及 223 亿美元的营收排名全球药企营收的第 11 和 16 位。在临床管线上，阿斯利康有多达 177 个管线，其中包含 15 个处于临床后期的新分子实体(NME)。BI 也有将近 100 个处于临床和临床前管线，包含 60 种新物质；其中已处于临床的管线超过 40 个。我们认为公司和阿斯利康以及 BI 的合作还有巨大挖掘空间，一旦较好推进，将进一步提升公司营收天花板。

图表 15 阿斯利康临床管线数目及其分布情况(2021 年)



资料来源：阿斯利康官网，华创证券

图表 16 BI 临床管线数目及其分布情况(2020 年)



资料来源：BI 官网，华创证券

### ■ 其他客户

在和诺华、BI 以及阿斯利康三家战略客户合作深度加深的同时，公司也在积极开拓新的大客户与中小制药公司。目前，公司客户既包括欧美前二十位的大型制药公司，也包括日本、韩国、中国等创新药开发公司。从环评项目上，公司和武田、拜耳、GSK 以及 Urovant Sciences 等企业均有落地项目。

图表 17 公司和新客户可能签订的订单情况

项目代号	客户	对应产品名称	合作方式	环评设计产能(吨)	验收情况	是否专 利期内
TMEDA	武田	尼欣那	高级中间体	10	2017 年验收	是
RVXB	拜耳	利伐沙班	API 技改	20	2021.5 自主验收	否
齐多夫定	GSK	齐多夫定	API 技改	10	在建	否
维贝格龙中间体	Urovant Sciences	维贝格龙	高级中间体	20	在建	是

资料来源：公司环评报告，华创证券

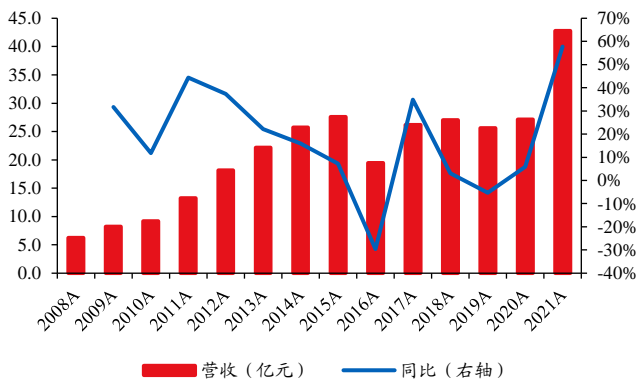
### 三、植保 CDMO：龙头地位稳固，生产恢复叠加新品放量拉动业绩持续向好

近年来，虽然受苏北环保事故停产、响水爆炸事故停产，公司植保 CDMO 业务在收入端增长受阻，利润端出现了较大幅度的下滑。但是从客户关系来看，目前公司依然是全球领先的植保 CDMO 公司，与世界前五的农化巨头先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏杜邦、FMC

均保持着战略合作的关系。

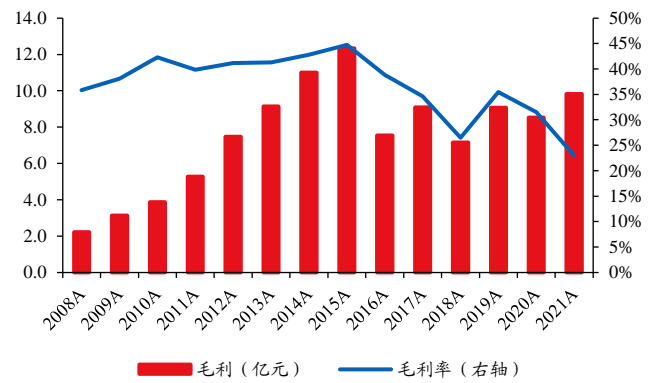
2021年，随着江苏两家子公司陆续复产，公司植保 CDMO 业务实现营收 42.8 亿元，收入端创下历史新高，同比增长 57.8%。不过由于江苏联化和盐城联化刚刚复产，产能利用率依然偏低，叠加原材料价格上升导致成本上行，毛利率依旧承压。但我们认为随着复产有序推进、产能利用率提高、盐城联化并入江苏联化实现降本增效，公司植保 CDMO 毛利率有望持续回暖。展望未来，随着老品种订单的执行和更多新产品订单的放量，公司植保 CDMO 有望迎来新一轮成长周期。

图表 18 公司植保 CDMO 营收情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 19 公司植保 CDMO 毛利和毛利率



资料来源：Wind，华创证券

### （一）生产端：老产能复产叠加新产能有序释放，公司生产端已做好充足准备

公司植保 CDMO 板块有主要有台州新材、江苏联化、盐城联化、德州联化、辽宁联化以及英国子公司六个生产基地。我们认为，其中江苏联化和盐城联化的复产不、德州联化和英国子公司新产能建设，是公司植保业务未来增长的主要看点。

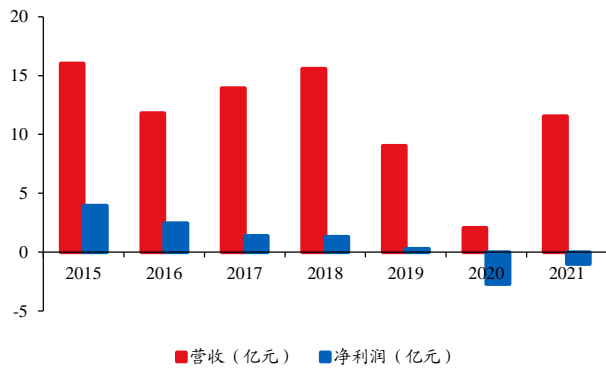
#### ■ 江苏联化和盐城联化

江苏联化未停产之前，是公司植保 CDMO 板块业绩贡献的主要力量，生产超过 20 种农药中间体和原料药。2012-2018 年间，江苏联化营收占公司植保板块总收入的比例全都超过 50%。2015 年年销售额已达到 16 亿元，净利润达到 3.94 亿元。

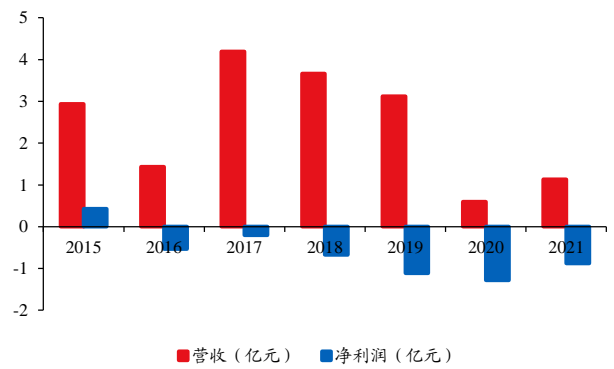
盐城联化是公司以高标准建设的高度自动化农药生产基地，停产前，共申报六期项目，生产超过 10 个品种。2018 年实现营收 3.66 亿元，但由于前期投入，并未实现盈利。

受苏北环保事故停产和响水爆炸事故影响，2016 年开始江苏联化和盐城联化的生产经营便陷入困境，一直持续到 2020 年 12 月。两家公司停产对公司植保板块业绩产生重大影响。2020 年，江苏联化营收和净利润分别只剩 2.06 亿元、-2.7 亿元；盐城联化营收 0.6 亿元，亏损加大至 1.28 亿元。

2020 年底以来，两家子公司生产线陆续复产。截至 2021 年，江苏联化和盐城联化合计已有 20 条产线复产。2021 年，两家子公司营收也因此明显回暖，亏损幅度也在缩小。其中江苏联化实现营收 11.55 亿元，净利润-1.0 亿元；盐城联化实现营收 1.13 亿元，净利润-0.88 亿元。

**图表 20 江苏联化营收和净利润情况**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 21 盐城联化营收和净利润情况**


资料来源: Wind, 华创证券

复产同时, 公司也对江苏和盐城联化的管理上进行了进一步优化。2021 年 8 月, 江苏联化吸收合并盐城联化全部资产、负债、权益及业务, 江苏联化作为吸收合并方存续经营, 盐城联化作为被吸收合并方依法予以注销登记。这一举措, 有望进一步降低公司这两个子公司的管理成本。

此外, 根据盐城联化申报的六期项目, 在停产前, 约有 40% 产能并未释放。按照环评预期, 如果全部投产, 总销售额达到 40.26 亿元、净利润 4.08 亿元; 我们认为, 随着公司江苏联化的经营逐步步入正轨, 现有品种仍有较大的成长空间。

**图表 22 盐城联化规划产品方案及预期收入和净利润 (截至 2021 年 2 月)**

规划期	规划品种	规划产能 (吨)	已建设产能 (吨)	建设进度	预计销售收入 (亿元)	预计净利润 (亿元)
一期	PBA	150	150	100%	19.09	1.42
	A-NBE	300	300	100%		
	索酚胺	2500	0	0%		
二期	E9260	300	300	100%	8.42	1.3
	J290	350	0	0%		
	DFEE	2000	2000	100%		
	联苯醇	1000	0	0%		
三期	JG303	500	500	100%	1.87	0.19
四期	LH-1	1000	0	0%	5.98	0.61
五期	邻氯苯腈	5000	5000	100%	3.4	0.41
	对氯苯腈	1500	1500	100%		
	2,6-二氯苯腈	1000	1000	100%		
	2-氟基-4-硝基苯胺	1000	0	0%		
	2-氟基-4-硝基-6-溴苯胺	500	0	0%		
六期	联苯菊酯	500	0	0%	1.5	0.15
合计		17600	10750	61%	40.26	4.08

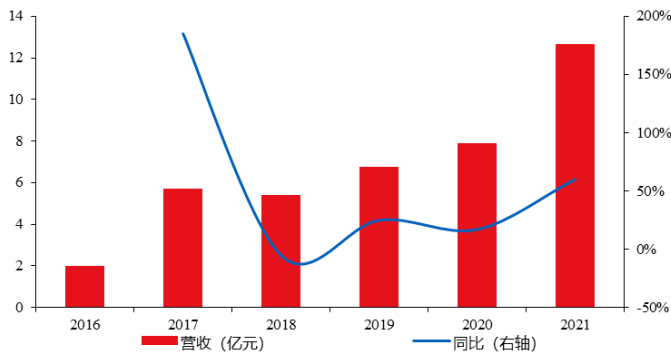
资料来源: 盐城联化环评报告, 华创证券

## ■ 德州联化

德州联化源于公司 2011 年 5 月和 2012 年 3 月分两次收购的山东省平原永恒化工有限公司。2014 年 1 月对其增资完成后变更名称为联化科技（德州）有限公司。

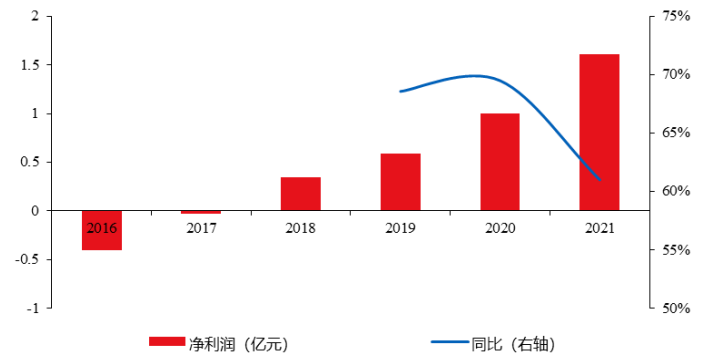
德州联化依托稀缺的光气资源，生产农化中间体和原料药及部分功能化学品。自 2016 年以来，营收和净利润始终呈增长态势。2021 年实现营收 12.65 亿元，同比增长 60.1%；净利润 1.61 亿元，同比增长 61%。俨然已成为江苏联化之后，公司植保 CDMO 板块业绩贡献的又一重要力量。

图表 23 德州联化营收及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 德州联化净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

展望未来，我们认为随着总投资 15 亿元的德州联化二期精细化工生产项目陆续建成投产，有望给公司植保 CDMO 业务带来更多新的成长动力。

图表 25 德州联化二期精细化工生产项目

### 联化科技（德州）有限公司二期精细化工生产项目具体情况：

1. 项目建设地址：山东省德州市平原县平伊路1588号联化科技（德州）有限公司
2. 项目内容：占地总面积24万平方米，项目拟建设18条生产线，生产MFBA、CPH、DF161、G2S78、SFT原料药、CLZ原料药、BFR、CFNBTC、MAT26、JG303、氢氧化系列产品联产6%氨水或氯化铵（氢氧化系列产品包括：2,6-DCBN、3,4-DCBN、OCBN、PCBN）、2,6-DFBA、BIT、芳烃催化剂等。
3. 项目总投资：150997.9万元。

资料来源: 世界农化网, 华创证券

图表 26 部分项目已开始环保调试

### 关于联化科技（德州）有限公司二期精细化工生产项目中 CPH 项目环保设施调试公示

根据《建设项目竣工环境保护验收暂行办法》（国环规环评〔2017〕4号）中第十一条规定，建设项目配套建设的环境保护设施竣工后，公开调试日期。因此，我公司对“联化科技（德州）有限公司二期精细化工生产项目中 CPH 项目”作出以下公示。我单位承诺对公示时间的真实性负责，并承担由此产生的一切责任。

#### 一、环保设施调试日期

环保设施调试日期：2021 年 12 月 25 日-2022 年 3 月 24 日

资料来源: 公司官网

## ■ 英国子公司

2017 年，公司以 1.07 亿英镑收购位于英国米德尔斯堡希尔桑德斯的 Project Bond Holdco Limited 公司 100% 股权，为公司 CDMO 业务国际化发展战略迈出重要一步。

Project Bond Holdco Limited 是欧洲先进的研发和生产定制加工商，主要为农药、医药和功能化学品客户提供复杂的中间体和活性成分的研发、生产以及广泛的解决方案，并已通过 FDA 审计。Project Bond Holdco Limited 优势集中在参与客户新产品早期的开发阶段，能够和公司在产品成长期、成熟期业务形成优势互补，帮助客户实现产品全生命周期管

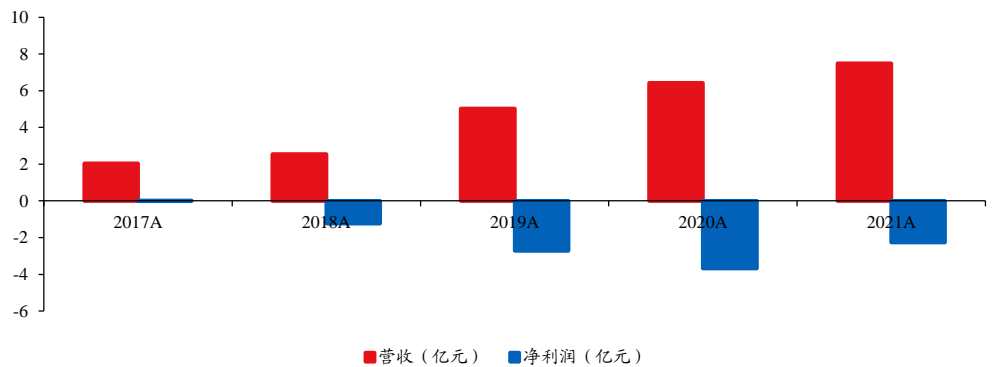


理的目的。

从业绩端来看，英国子公司的营收在不断增加，但由于持续的资金投入，目前并未实现盈利。但随着建设周期向前不断推进，厂区工程逐步完善，所需投入在减少；2021年，英国子公司利润亏损首次缩窄，当年实现净利润-2.26亿元。

展望未来，我们预计随着英国工厂的运营逐步进入正轨，一方面其盈利能力将在未来几年得到进一步的改善。另一方面也是更为重要的是，欧洲产能将成为公司承接更多高端CDMO项目的桥头堡，和国内三大基地形成协同效应，为公司植保及医药CDMO业务的长期增长带来有效的拉动。

图表 27 公司英国子公司营收和净利润情况



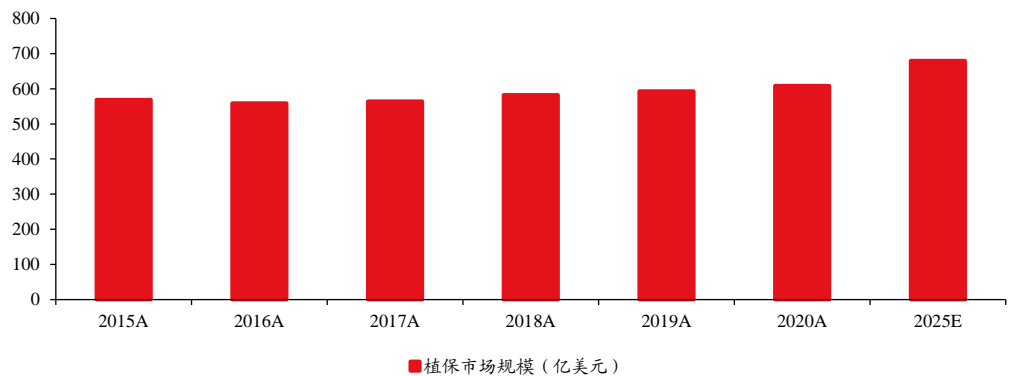
资料来源：Wind，华创证券

## （二）需求端：行业格局进一步集中，外包需求持续增长

### 1、植保行业持续增长，外包比例进一步提升

根据 AgbioInvestor 预测，2020-2025 年，随着在新型产品的发现、新技术在新兴市场不断应用、先进且符合环保要求的产品对旧产品的替代等因素影响下，植保行业整体市场将以 2.3% 的 CAGR 增长至 680 亿美元。

图表 28 全球植保市场规模及预测



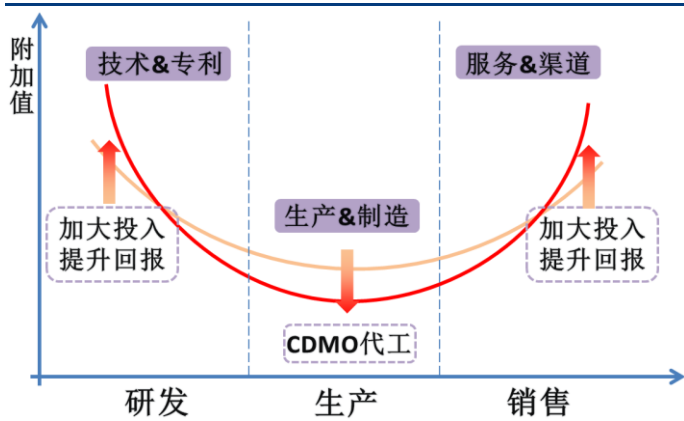
资料来源：先正达招股书，华创证券

从产品类别上看，经过长期发展和持续的创新研发，植保产品种类已逐渐齐全。新化学成分的开发难度在逐年增加，导致新型原药的研发成本不断加大、研发周期不断拉长。

根据 Phillips McDougall 数据，新农药有效成分研发的总成本从 1995 年的 1.52 亿美元增加到 2011-2014 年的 2.86 亿美元，增长 88.16%。

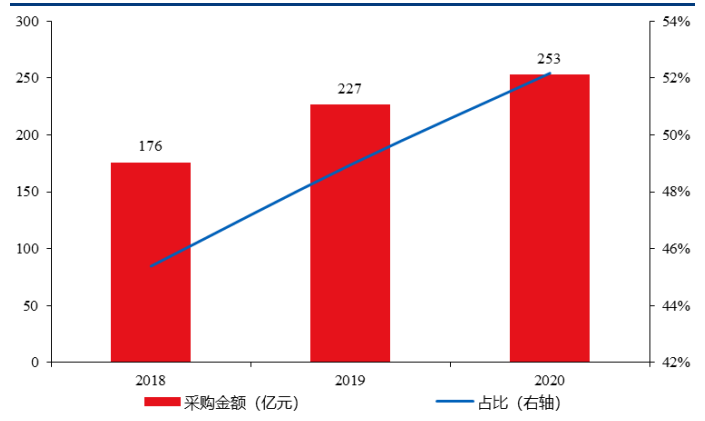
为应对研发周期的延长以及回报压力的加大，农化巨头对自身业务重心布局进行调整。一方面，在研发和销售环节不断加大投入，通过产品创新和渠道下沉等方式，在产业链两端协同建立更高的竞争壁垒，从而加大盈利回报空间。另一方面，通过加大生产制造环节的外包，让利给具有区域优势的中游 CDMO 企业，进而获取生产环节成本差异带来的盈利空间。以全球植保龙头先正达集团为例，在 2018-2020 年，公司的原药采购金额从 176 亿元提升到 253 亿元，占总采购成本的比例从 45.39% 提升至 52.17%。

图表 29 农化巨头产业布局调整



资料来源：华创证券整理

图表 30 先正达植保原药采购金额及其占比



资料来源：先正达招股书，华创证券

## 2、行业集中度进一步提升，加剧新品种迭代进程

随着 2017 年开始的全球第三次农化并购潮的落幕，全球植保行业市场集中度愈发提高。2020 年，全球植保排名前五的公司合计总的市场份额高达 75%。其中，排名前两位的先正达集团和拜耳均超过 20%。

行业集中度的提升，也为数字农业、精准农业的全球化变革奠定了基础，对绿色高效植保品种的推陈出新起到了积极的作用。食品安全、农药减量、抗性管理等因素催生了植保行业产品迭代的需求以及对效果更好，安全性更高的新品种的需求。

公司是中国植保 CDMO 行业的先行者和领先者，与全球多个国际农化/植保公司开展了以技术创新为基础的 CDMO 业务，致力于为全球农化/植保行业提供化学和工程解决方案。受益于长期的技术以及客户信任度的积累，进一步将业务向产品生命周期前端拓展，为客户提供从工艺研发，中试放大到商业化生产一揽子的服务，覆盖了从管道新植保产品前期开发到市场投放的全周期。我们认为随着这些公司新品种的上市放量，公司植保 CDMO 业务也有望迎来长周期持续较快的增长。

**图表 31 FMC 在研发中的植保产品管线情况**

Name	Launch Year <sup>1</sup>	Market Area	New Mode of Action <sup>2</sup>	F&V	Rice	Cereals	Corn	Soy	North America	Latin America	Asia	EMEA	Current Development Gate <sup>3</sup>
<b>WEED CONTROL</b>													
Isoflex™ Active	2021	Selective (grasses)	✓		■	■	■	■		●	●	●	Launch & Realization
Herbicide 1 (Tetflupyrrolimet)	2023	Selective (grasses)	✓		■				●	●	●	●	Development
Herbicide 2	2027	Selective (broad spectrum)	✓		■	■	■	■				●	Validation
Herbicide 3	2028	Selective (broadleaf)	✓				■	■	●	●	●	●	Validation
Herbicide 4	2031	Selective (broad spectrum)	✓		■	■	■	■	●	●	●		Definition
<b>INSECT &amp; NEMATODE CONTROL</b>													
Insecticide 1	2028	Piercing insects		■	■	■	■	■	●	●	●	●	Validation
Avodigen™	2021	Bionematicide	✓	■		■	■	■	●		●	●	Launch & Realization
Bioinsecticide 1	2023	Bioinsecticide (soil pests)	✓	■			■	■	●	●		●	Development
<b>DISEASE CONTROL</b>													
Fluindapyr	2021	Broad spectrum		■	■	■	■	■	●	●	●	●	Development
Biofungicide 1	2021	Biofungicide	✓	■	■	■	■	■	●	●	●	●	Launch & Realization
Biofungicide 2	2024	Biofungicide (foliar)	✓	■					●	●	●	●	Definition

<sup>1</sup> Launch is dependent upon obtaining regulatory approvals <sup>2</sup> New Modes of Action include new chemistries and new applications on specific crops <sup>3</sup> Gate current as of Nov. 2020

资料来源: FMC 官网

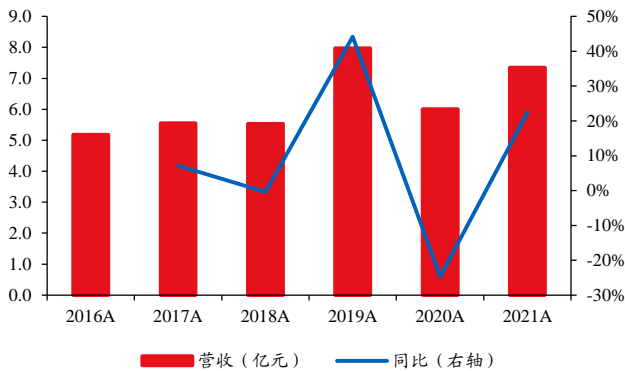
#### 四、功能化学品: 现有品种市场广阔, 向新能源等方向的延伸打开更大成长空间

随着我国经济的飞速发展, 中产阶级人口已经达到相当的规模, 消费升级已成为新趋势。而国内新兴行业蓬勃发展, 与之相关联的新材料、新能源、信息技术等领域, 也离不开功能化学品的支持。

目前公司上市的功能化学品产品均为自产自销模式下的公司自有产品, 产品价格随行就市。由于参与充分的市场竞争, 公司部分产品在产品成本、技术路线和产品质量不断改进, 产品规模不断扩大, 目前极具市场竞争力。

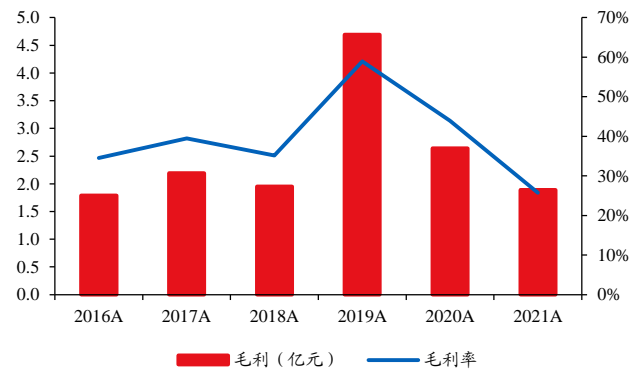
从过往业绩来看, 功能化学品板块已能为公司贡献可观利润。疫情前, 2019 年营收 8.0 亿元, 毛利 4.7 亿元。近两年受产品价格波动影响, 业绩略有波动。2021 年营收和毛利分别为 7.3 亿元、1.9 亿元。

图表 32 公司功能化学品板块收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 公司功能化学品板块毛利及毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

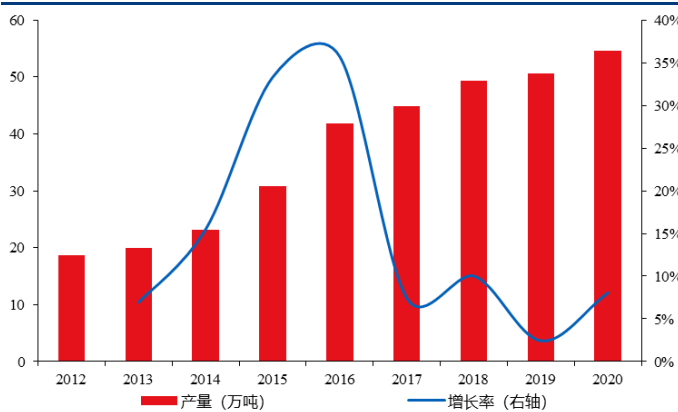
目前, 公司功能化学品的下游主要是于高性能颜料、工业杀菌剂、个人护理及化妆品、电池化学品、新能源等领域上游的产品。

从行业空间来看, 近年来受益于电子信息行业的蓬勃发展, 上游原材料电子化学品迎来快速发展契机, 全球湿电子化学品整体市场规模已超过 50 亿美元。在国内, 湿电子化学品正成为我国化工行业发展最快并具活力的领域之一。我国湿电子化学品产量由 2012 年的 18.70 万吨快速增加至 2020 年的 54.68 万吨, CAGR 达到 14.94%。

在化妆品领域, 随着欧美化妆品大牌对于国内市场的持续投入和培育, 国内消费者已经逐步形成使用习惯和消费理念。依托庞大的人口基数和日益增长的国民收入, 中国化妆品市场规模处于快速增长阶段, 2018 年达到 3942 亿元。据 iiMedia Research 预测, 2018-2023 年我国化妆品市场规模仍将以 6.11% 的 CAGR 增长至 5125 亿元。

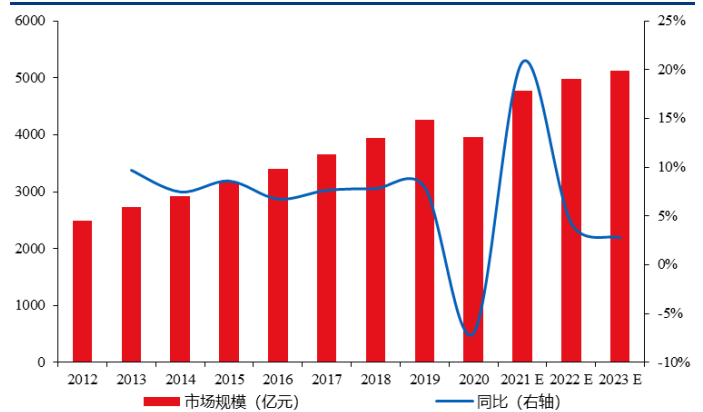
我们认为电子化学品和个人护理及化妆品巨大市场空间以及行业快速增长的态势, 将为公司功能化学品板块带来广阔的发展前景。

图表 34 我国湿电子化学品年产量及变化趋势



资料来源: 中国电子材料协会, 转引自联盛化学招股书, 华创证券

图表 35 我国化妆品市场规模及变化趋势



资料来源: iiMedia Research, 转引自联盛化学招股书, 华创证券

展望未来, 我们认为向电池化学品的延伸, 有望给公司功能化学品业务带来较大的业绩弹性。根据平原县生态环境局官网的信息, 公司子公司德州联化已于 2022 年申报年产 2 万吨六氟磷酸锂 ( $\text{LiPF}_6$ )、1 万吨双氟磺酰亚胺锂 ( $\text{LiFSI}$ ) 的环评。

在化学类储能电池中，锂电池拥有最优秀的综合性能，包括能量密度、功率密度、循环寿命及安全性等。电解液是锂电池关键组成之一，被称为锂电池的“血液”。LiPF<sub>6</sub> 凭借在电解液中电导率高、电化学稳定性强的优势，成为目前全球范围内最主流的电解质锂盐。

随着新能源汽车的不断普及，锂电池市场需求扩大进而带动 LiPF<sub>6</sub> 需求不断上升。由于产能受限，难以满足高增需求，LiPF<sub>6</sub> 的价格自 2020 年下半年以来从低点 6.95 万元/吨一度涨至 59 万元/吨，尽管近期有所回落，但依旧保持在 26.75 万元/吨的高位。

而 LiFSI 是性能优良的新型锂盐，2012 年由日本触媒率先量产，具有较强的热稳定性、低温性能、导电率，但由于技术壁垒较高，因此产量较少，价格较高。预计随着工艺不断改善以及规模化生产带来的成本下降，有望逐步提升在电解质锂盐的占比。

图表 36 公司申报六氟磷酸锂和双氟磺酰亚胺锂项目

联化科技（德州）有限公司年产30000吨电子新材料项目环境影响评价第一次公告

来源：德州市生态环境局平原分局 发布时间：2022-02-16

一、项目概况

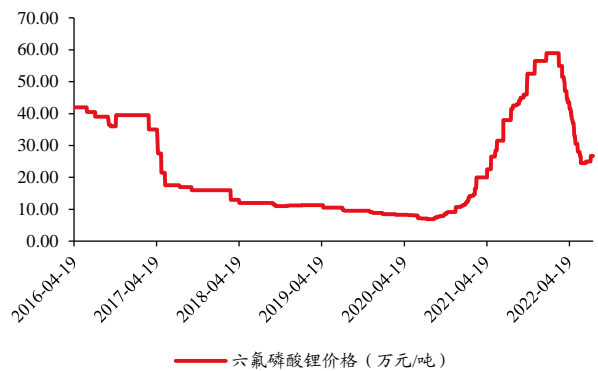
- 1、项目名称：年产30000吨电子新材料项目；
- 2、建设单位：联化科技（德州）有限公司；
- 3、项目性质：新建；
- 4、建设地点：位于德州市平原县平尹路1588号、现有厂区内，具体地理位置位于北纬37.132°，东经116.533°附近；

5、项目概况：

本项目总投资110000万元，利用现有厂房，购置54台套设备，形成年产20000吨六氟磷酸锂、10000吨双氟磺酰亚胺锂、130000吨副产盐酸和29000吨副产亚硫酸钠的生产规模。

资料来源：平原县生态环境局官网

图表 37 六氟磷酸锂价格变化趋势（万元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

### 五、看好公司成长潜力，给予“强推”评级

当下时点来看，我们认为公司的医药 CDMO 业务、植保 CDMO 业务以及功能化学品业务均具备了较强的市场竞争力和明确的发展前景。在三大业务拉动下，公司有望逐步向中大型市值公司迈进，从细节来看：

- 1) 医药 CDMO 业务：通过对战略客户订单的持续承接和客户群的进一步扩容，公司医药 CDMO 业务有望在未来较长周期实现持续快速的业绩增长。
- 2) 植保 CDMO 业务：随着公司现有生产基地的复产，植保 CDMO 业务有望赢来恢复期。中长期来看，随着公司植保 CDMO 业务管线中新产品的持续上市放量，公司植保 CDMO 业务也有望迎来长周期的持续增长。
- 3) 功能化学品业务：如果德州联化大吨位电解质锂盐项目推进顺利，公司该板块有望迎来小基数下的爆发式增长，基于保守考虑，盈利预测中并未计算电解质锂盐项目的弹性。

图表 38 分板块公司收入预测

单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	41.07	41.14	42.84	47.82	65.87	76.32	89.38	106.94
YOY	32.53%	0.16%	4.12%	11.63%	37.75%	15.86%	17.12%	19.65%
农药中间体（植保）								
收入	26.18	27.01	25.59	27.10	42.77	49.19	56.73	64.97
YOY		3.17%	-5.26%	5.90%	57.82%	15.01%	15.33%	14.53%
医药中间体								
收入	3.24	4.94	6.29	9.97	12.17	14.73	17.61	23.50
YOY		52.47%	27.33%	58.51%	22.07%	21.06%	19.55%	33.40%
精细与功能化学品								
收入	5.55	5.53	7.97	6	7.34	8.81	11.45	14.89
YOY		-0.36%	44.12%	-24.72%	22.33%	20.00%	30.00%	30.00%
其他主营业务								
收入	6.10	3.66	2.99	4.75	3.59	3.59	3.59	3.59
YOY		-40.00%	-18.31%	58.86%	-24.42%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，华创证券测算

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.06、6.89、9.76 亿元，同比增长 60.5%、36.1%和 41.6%，EPS 分别为 0.55、0.75、1.06 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 35、26、18 倍。考虑到公司明确较快的增长前景，我们认为应当给予公司较高的估值水平。由于公司绝大部分业务均为 CDMO 业务，我们选取凯莱英、博腾、九洲等 CDMO 公司作为可比公司，参考可比公司估值，给予 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 26.25 元。首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 39 可比公司估值表

公司名称	PE		
	22E	23E	24E
博腾股份	23	21	18
凯莱英	24	23	20
九洲药业	43	32	24
平均	30	25	20

资料来源：Wind，华创证券（估值来自 2022 年 8 月 4 日 wind 一致预期）

## 六、风险提示

1、CDMO 业务订单放量进度晚于预期；2、大客户丢失风险；3、大订单丢失风险；4、功能化学品新产品放量低于预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	561	707	1,681	3,012
应收票据	0	22	9	13
应收账款	1,332	1,637	1,836	2,150
预付账款	123	138	158	181
存货	2,253	1,621	1,868	2,180
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	882	926	1,115	1,304
流动资产合计	5,151	5,051	6,667	8,840
其他长期投资	8	9	10	11
长期股权投资	71	71	71	71
固定资产	4,193	4,125	3,967	3,771
在建工程	2,464	2,464	2,464	2,464
无形资产	512	461	415	373
其他非流动资产	243	242	242	243
非流动资产合计	7,491	7,372	7,169	6,933
<b>资产合计</b>	<b>12,642</b>	<b>12,423</b>	<b>13,836</b>	<b>15,773</b>
短期借款	1,660	1,660	1,660	1,660
应付票据	1,077	669	891	1,287
应付账款	1,600	1,547	1,927	2,323
预收款项	0	0	0	0
合同负债	164	190	222	266
其他应付款	133	133	133	133
一年内到期的非流动负债	104	104	104	104
其他流动负债	288	355	428	530
流动负债合计	5,026	4,658	5,365	6,303
长期借款	679	679	679	679
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	608	244	244	244
非流动负债合计	1,287	923	923	923
<b>负债合计</b>	<b>6,313</b>	<b>5,581</b>	<b>6,288</b>	<b>7,226</b>
归属母公司所有者权益	6,301	6,802	7,491	8,467
少数股东权益	28	40	57	80
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,329</b>	<b>6,842</b>	<b>7,548</b>	<b>8,547</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,642</b>	<b>12,423</b>	<b>13,836</b>	<b>15,773</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>738</b>	<b>837</b>	<b>1,335</b>	<b>1,630</b>
现金收益	989	1,179	1,362	1,644
存货影响	-393	632	-247	-312
经营性应收影响	-432	-262	-127	-261
经营性应付影响	1,008	-460	603	791
其他影响	-435	-252	-255	-232
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,536</b>	<b>-500</b>	<b>-400</b>	<b>-340</b>
资本支出	-1,870	-500	-401	-341
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	323	0	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>792</b>	<b>-191</b>	<b>39</b>	<b>41</b>
借款增加	872	0	0	0
股利及利息支付	-142	-75	-76	-75
股东融资	0	0	0	0
其他影响	62	-116	115	116

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>6,587</b>	<b>7,632</b>	<b>8,938</b>	<b>10,694</b>
营业成本	4,814	5,476	6,313	7,378
税金及附加	63	73	87	108
销售费用	15	17	18	21
管理费用	772	885	1,023	1,208
研发费用	317	382	447	535
财务费用	101	42	51	66
信用减值损失	-49	-49	-49	-49
资产减值损失	-79	-79	-79	-79
公允价值变动收益	6	6	6	6
投资收益	37	37	37	37
其他收益	33	33	33	33
<b>营业利润</b>	<b>450</b>	<b>702</b>	<b>943</b>	<b>1,322</b>
营业外收入	15	15	16	16
营业外支出	48	48	48	48
<b>利润总额</b>	<b>417</b>	<b>669</b>	<b>911</b>	<b>1,290</b>
所得税	94	151	205	291
<b>净利润</b>	<b>323</b>	<b>518</b>	<b>706</b>	<b>999</b>
少数股东损益	8	12	17	23
<b>归属母公司净利润</b>	<b>315</b>	<b>506</b>	<b>689</b>	<b>976</b>
NOPLAT	401	551	745	1,050
EPS(摊薄) (元)	0.34	0.55	0.75	1.06

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	37.7%	15.9%	17.1%	19.6%
EBIT 增长率	53.1%	37.3%	35.3%	41.0%
归母净利润增长率	186.6%	60.5%	36.1%	41.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.9%	28.2%	29.4%	31.0%
净利率	4.9%	6.8%	7.9%	9.3%
ROE	5.0%	7.4%	9.1%	11.4%
ROIC	5.9%	7.7%	9.6%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.9%	44.9%	45.4%	45.8%
债务权益比	48.2%	39.3%	35.6%	31.4%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	60	70	70	67
应付账款周转天数	99	103	99	104
存货周转天数	154	127	99	99
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.34	0.55	0.75	1.06
每股经营现金流	0.80	0.91	1.45	1.77
每股净资产	6.82	7.37	8.11	9.17
<b>估值比率</b>				
P/E	57	35	26	18
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	31	25	21	17

## 医药组团队介绍

### 所长助理、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名。

### 首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

### 高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522