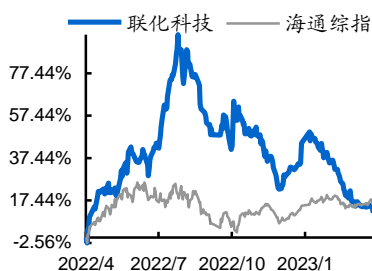


投资评级 **优于大市** 维持

22年归母净利润同比增长120.93%，看好新能源化学品和CDMO业务发展潜力

股票数据

04月23日收盘价(元)	13.10
52周股价波动(元)	11.41-23.80
总股本/流通A股(百万股)	923/919
总市值/流通市值(百万元)	12095/12041

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.4	-22.5	-24.8
相对涨幅(%)	-11.7	-19.8	-21.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@haitong.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 联化科技发布2022年年度报告。**2022年公司实现营业收入78.65亿元,同比增长19.41%,实现归母扣非净利润5.08亿元,同比增长76.21%。公司非经常性损益主要为公司营业中断保险赔款3.18亿元计入营业外收入。
- 2022年公司营业收入增长主要系医药板块收入维持高速增长,且全球植保市场需求增加,公司植保业务订单增加,经营向好。**1)分产品营业收入来看,2022年医药、植保、功能化学品营业收入同比变化20.57%、21.59%、-10.35%至14.67、57.93、2.22亿元;2)分产品毛利率来看,2022年医药、植保、功能化学品毛利率同比变化-7.61、1.60、-3.95个pct至33.05%、24.91%、20.78%;3)除草剂、杀虫剂、杀菌剂、医药、功能化学品销售价格同比分别变化11.59%、-0.52%、5.60%、43.60%、-17.57%至19.7万元/吨、31.6万元/吨、32.4万元/吨、120.6万元/吨、1.8万元/吨。4)除草剂、杀虫剂、杀菌剂产能分别为21005、8265、6097吨,在建产能0、3300、1750吨;医药产能2446吨,在建产能70吨;功能化学品18131吨,在建产能30000吨。5)销售、管理(包括研发)、财务费用率2022年同比分别变化-0.06、-1.53、-0.92个pct至0.16%、15.00%、0.61%,合计三项费用率变化-2.51个pct至15.77%。
- 公司围绕“成为全球领先的化学与技术解决方案提供商”的愿景,坚持走差异化发展的道路,持续提高核心竞争力。**1)功能化学品板块,公司积极拓展新能源化学品领域,产品持续开发新工艺。截至2022年末,管道内待商业化新能源产品为2个,并已在下游客户完成产品验证,中试阶段为4个,小试阶段为10个。2022年公司在个人护理、电子化学品、电池化学品、光伏相关化学品及环保材料等多个新兴领域与客户进一步加深合作,并为稳定且快速增长打下扎实的基础。2)植保业务板块,2022年全球对植保产品需求的增加,公司商业化产品订单充裕,销售额稳步上升。公司积极拓展在“生物化学”植保领域的合作,已有一系列项目进入产品孵化管道。3)医药业务板块,公司2022年商业化、临床3期、其他临床阶段的产品个数分别为18、39、67个,各自收入分别为10.3、3.1、1.3亿元。公司在2022年为全球客户提供不同临床阶段及商业化阶段的CDMO服务,业务管线持续推进,同时加大研发力量投入,逐步建立PROTAC、Linker等研发技术平台。
- 盈利预测与参考评级。**我们预计2023-2025年公司EPS分别为0.79、0.93、1.11元。参考同行业可比公司估值,我们认为合理估值倍数为2023年21-23倍PE,对应合理价值区间为16.59-18.17元,维持优于大市评级。

- 风险提示。**产品价格下跌的风险;在建产能投放不达预期;宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6587	7865	9238	10562	12166
(+/-)YoY(%)	37.7%	19.4%	17.5%	14.3%	15.2%
净利润(百万元)	315	697	733	863	1027
(+/-)YoY(%)	186.6%	120.9%	5.3%	17.6%	19.0%
全面摊薄EPS(元)	0.34	0.75	0.79	0.93	1.11
毛利率(%)	26.9%	26.1%	26.2%	26.2%	26.2%
净资产收益率(%)	5.0%	10.0%	9.6%	10.2%	10.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设：

1) 增长率假设：a. 2022 年公司已经完成或正在执行共计 15 个验证项目，其中 2 个为 API 项目，我们预计未来几年将为业务营收带来增量。我们预计公司医药中间体 2023-2025 年营收增长率均为 20%；b. 公司继续推进与全球各大战略客户的以技术创新为基础的 CDMO 业务合作，深挖管道内产品的业务机会，为中长期的业务增长做好储备；除了传统的农化产品外，公司积极拓展在“生物化学”植保领域的合作，已有一系列项目进入产品孵化管道。我们预计公司农药中间体 2023-2025 年营收增长率为 15%、10%、10%。c. 2022 年公司积极拓展新能源化学品领域，产品持续开发新工艺，提升自主产品及工艺的竞争力与发展潜力，目前管道内待商业化新能源产品为 2 个，并已在下游客户完成产品验证，中试阶段为 4 个，小试阶段为 10 个。我们预计公司功能化学品 2023-2025 年营收增长率均为 10%。

2) 毛利率假设：a. 我们预计公司农药中间体 2023-2025 年毛利率均为 25%；b. 我们预计公司医药中间体 2023-2025 年毛利率均为 33%；c. 我们预计公司功能化学品 2023-2025 年毛利率均为 20%。

表 1 联化科技分产品盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	7865.47	9238.20	10561.95	12165.73
总成本 (百万元)	5808.90	6818.76	7792.76	8975.34
总毛利 (百万元)	2056.57	2419.44	2769.19	3190.39
总毛利率	26.15%	26.19%	26.22%	26.22%
农药中间体 (植保)				
收入 (百万元)	5792.72	6661.62	7327.79	8060.56
成本 (百万元)	4349.80	4996.22	5495.84	6045.42
毛利 (百万元)	1442.92	1665.41	1831.95	2015.14
毛利率	24.91%	25.00%	25.00%	25.00%
医药中间体				
收入 (百万元)	1467.24	1760.69	2112.83	2535.40
成本 (百万元)	982.33	1179.66	1415.60	1698.72
毛利 (百万元)	484.92	581.03	697.23	836.68
毛利率	33.05%	33.00%	33.00%	33.00%
功能化学品				
收入 (百万元)	221.56	243.72	268.09	294.90
成本 (百万元)	175.52	194.97	214.47	235.92
毛利 (百万元)	46.04	48.74	53.62	58.98
毛利率	20.78%	20.00%	20.00%	20.00%
其他工业产品				
收入 (百万元)	374.78	562.17	843.25	1264.87
成本 (百万元)	291.94	437.91	656.86	985.29
毛利 (百万元)	82.84	124.26	186.39	279.58
毛利率	22.10%	22.10%	22.10%	22.10%
其他业务				
收入 (百万元)	9.17	10.00	10.00	10.00
成本 (百万元)	9.32	10.00	10.00	10.00
毛利 (百万元)	-0.15	0.00	0.00	0.00
毛利率	-1.60%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: WIND, 公司 2022 年年报、海通证券研究所

表 2 联化科技可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002821.SZ	凯莱英	139.01	4.07	8.93	7.10	34.15	15.57	19.58
300363.SZ	博腾股份	36.84	0.96	3.67	2.12	38.38	10.04	17.38
603456.SH	九州药业	33.13	0.76	1.04	1.40	43.59	31.86	23.66
平均值						38.71	19.15	20.21

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	7865	9238	10562	12166
每股收益	0.75	0.79	0.93	1.11	营业成本	5809	6819	7793	8975
每股净资产	7.53	8.27	9.16	10.22	毛利率%	26.1%	26.2%	26.2%	26.2%
每股经营现金流	0.69	2.54	2.01	1.93	营业税金及附加	52	55	63	73
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.05	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	12	14	16	18
P/E	17.36	16.49	14.02	11.78	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.74	1.58	1.43	1.28	管理费用	785	785	898	973
P/S	1.54	1.31	1.15	0.99	管理费用率%	10.0%	8.5%	8.5%	8.0%
EV/EBITDA	12.62	7.07	6.34	5.63	EBIT	773	1117	1279	1533
股息率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	财务费用	48	165	159	200
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	1.8%	1.5%	1.6%
毛利率	26.1%	26.2%	26.2%	26.2%	资产减值损失	-34	0	0	0
净利润率	8.9%	7.9%	8.2%	8.4%	投资收益	-71	0	0	0
净资产收益率	10.0%	9.6%	10.2%	10.9%	营业利润	649	993	1168	1391
资产回报率	4.6%	4.8%	4.9%	5.1%	营业外收支	295	0	0	0
投资回报率	5.6%	8.3%	8.4%	8.7%	利润总额	944	993	1168	1391
盈利增长 (%)					EBITDA	1368	2023	2329	2764
营业收入增长率	19.4%	17.5%	14.3%	15.2%	所得税	208	219	257	306
EBIT 增长率	33.0%	44.5%	14.5%	19.8%	有效所得税率%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	120.9%	5.3%	17.6%	19.0%	少数股东损益	39	41	49	58
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	697	733	863	1027
资产负债率	51.9%	48.4%	49.5%	50.7%					
流动比率	1.14	1.31	1.35	1.43	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.59	0.57	0.59	0.64	货币资金	583	317	449	460
现金比率	0.10	0.07	0.08	0.08	应收账款及应收票据	1468	1645	1939	2333
经营效率指标					存货	2911	3363	3843	4549
应收账款周转天数	68.14	65.00	67.00	70.00	其它流动资产	1427	939	999	1331
存货周转天数	182.88	180.00	180.00	185.00	流动资产合计	6389	6264	7230	8673
总资产周转率	0.52	0.60	0.61	0.61	长期股权投资	84	84	84	84
固定资产周转率	1.69	1.90	1.93	1.98	固定资产	4645	4854	5469	6152
					在建工程	3076	3376	3826	4226
					无形资产	509	514	529	554
					非流动资产合计	8620	9134	10214	11322
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	15009	15398	17444	19996
净利润	697	733	863	1027	短期借款	1702	200	200	200
少数股东损益	39	41	49	58	应付票据及应付账款	2916	3363	3843	4426
非现金支出	666	906	1051	1231	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	236	144	147	189	其它流动负债	1008	1224	1324	1454
营运资金变动	-960	522	-254	-720	流动负债合计	5626	4787	5367	6080
经营活动现金流	639	2346	1855	1785	长期借款	1516	2016	2616	3416
资产	-1727	-1420	-2130	-2340	其它长期负债	649	649	649	649
投资	-28	0	0	0	非流动负债合计	2165	2665	3265	4065
其他	26	0	0	0	负债总计	7791	7452	8632	10145
投资活动现金流	-1729	-1420	-2130	-2340	实收资本	923	923	923	923
债权募资	1006	-1002	600	800	归属于母公司所有者权益	6951	7639	8455	9436
股权募资	245	0	0	0	少数股东权益	267	308	357	415
其他	-200	-190	-193	-235	负债和所有者权益合计	15009	15398	17444	19996
融资活动现金流	1051	-1192	407	565					
现金净流量	-2	-266	132	10					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
孙维容 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技, 赛轮轮胎, 桐昆股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。