

联化科技 (002250.SZ)

国内农药 CDMO 龙头，关注公司医药 CDMO、新能源材料进展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,587	7,865	8,415	11,116	13,101
增长率 yoy (%)	37.7	19.4	7.0	32.1	17.9
归母净利润(百万元)	315	697	537	975	1,233
增长率 yoy (%)	186.6	120.9	-22.9	81.6	26.5
ROE (%)	5.1	10.2	7.3	11.7	13.0
EPS 最新摊薄(元)	0.34	0.75	0.58	1.06	1.34
P/E(倍)	39.4	17.8	23.1	12.7	10.1
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

事件: 2023 年 4 月 21 日, 联化科技发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 78.65 亿元, 同比增长 19.41%; 归母净利润为 6.97 亿元, 同比增长 120.93%; 扣非净利润为 5.08 亿元, 同比增长 76.21%。对应公司 4Q22 营业总收入为 19.64 亿元, 环比下降 10.71%; 归母净利润为 3.54 亿元, 环比上升 156.58%。

植保医药双板块拉动整体收入增长。 公司营业收入增长 19%, 净利润同比增长 121%, 主要与以下 3 个方面相关, 1、2022 年度全球植保市场需求增加, 公司植保事业部与客户合作紧密, 订单增加, 经营向好; 2、2022 年度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, 扣除所得税费用后, 对净利润影响为 23,850 万元; 3、公司 2021 年度计提了因收购 Project Bond Holdco Limited 100% 股权形成的商誉减值准备及对应资产组资产减值准备合计 7,059.39 万元, 公司 2022 年度不存在上述事项。分板块来看, 2022 年公司植保/医药/功能化学品板块收入分别为 57.93/14.67/2.2 亿元, YoY 分别为 21.59%/20.57%/-10.35%, 毛利率分别为 24.91%/33.05%/20.78%, 同比分别 1.93/-7.61/-4.96ppt。公司营业收入的增长主要与植保以及医药板块收入的高速增长有关。销售费用同比下降 15.31%, 系公司控制销售费用支出所致; 管理费用同比上升 1.81%, 变化不大; 财务费用同比下降 52.46%, 主要是获得美元汇兑收益所致。研发费用同比上升 24.47%, 系公司加大研发投入所致。2022 年公司净利润实现较大幅度增加, 净利率为 9.36%, 同比增长 4.46ppts。

公司现金流量情况稳定。 经营性活动产生现金流净额为 6.39 亿元, 同比下降 13.42%, 投资性活动产生现金流净额为 -17.29 亿元, 同比上升 12.57%, 筹资性活动产生现金流净额为 10.51 亿元, 同比上升 32.69%。期末现金及现金等价物余额为 4.69 亿元。应收账款同比增加 10.24%, 应收账款周转率有所下降, 由 5.98 次变为 5.62 次。存货同比增加 29.2%, 存货周转率有所下降, 由 2.34 次变为 2.25 次。

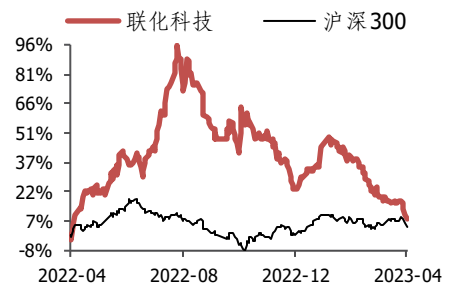
受益于市场规模扩大与自身竞争力提升, 植保板块呈高速发展趋势。 受益于人口增加带来的粮食需求上涨以及局部地区冲突带来的粮食供需关系紧张, 农产品价格走高, 农民种植意愿较高, 2022 年全球农化行业市场整体规模呈

买入 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 4 月 24 日收盘价(元)	12.80
总市值(百万元)	11,817.55
流通市值(百万元)	11,764.90
总股本(百万股)	923.25
流通股本(百万股)	919.13
近 3 月日均成交额(百万元)	144.78

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

相关研究

扩大趋势。行业内部由于原研企业对原药、中间体供应商的安全环保标准的要求不断提高，落后中小产能逐渐被淘汰，头部供应商优势更加明显，行业集中度进一步增加。公司是中国植保 CDMO 行业的先行者和领先者，与多个国际农化/植保公司开展了以技术创新为基础的 CDMO 业务，致力于为全球植保行业提供化学和工程解决方案。同时，公司积极优化生产工艺以及污染物处理工艺，加强绿色硝化、氟化、加氢和酶催化的研究，满足客户对于安全环保的要求，进一步提升市场竞争力。2022 年，公司订单量充裕，农药业务板块销售收入创历史新高。子公司江苏联化摆脱安全事故的影响，开工率逐渐提高，实现营业收入 21.70 亿元，净利润 4.43 亿元，扭亏为盈。公司将发挥多基地布局优势，深化与客户的全方位合作，积极拓展原有业务规模，同时布局“生物化学”领域，继续丰富管道内产品线，拓展与该领域内领先企业的合作。近期，受国内农药产能扩展和海外库存偏高的影响，国内农药产品价格整体出现下跌趋势，我们认为 2023 年公司植保板块短期受农药行业整体情况拖累，收入增速放缓，但从中长期来看，全球农化下游整体需求的提升，全球植保产业集中度的提高带来全球农药 CDMO 行业需求的提升，公司农药 CDMO 发展前景仍有较大成长空间，在未来仍有维持较高增速的可能。

医药 CDMO 业务合作不断加深，打造一体化服务模式，关注 CDMO 业务增长。全球医药行业研发投入持续提高，大企业为了追求效率与控制成本，将更多的研发与生产工作外包给 CDMO 企业及一体化新药开发服务公司，为 CDMO 市场提供了更多的容量，中国 CDMO 行业在此背景下快速发展。同时，随着药企对合作伙伴要求不断提高，针对前期药物开发阶段的服务（CRO 业务）呈现了飞速发展的状态。2022 年，公司的医药业务实现快速发展，为全球客户提供不同临床阶段及商业化阶段的 CDMO 服务。公司商业化阶段/临床三期阶段/其他临床阶段产品数量分别为 18/39/67 个，同比分别 +1/-6/-2 个，收入分别为 10.27/3.10/1.30 亿元，YoY+37.85%/+103.95%/-59.38%。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，产品从注册起始物料不断向后拓展，目前创新药注册中间体和 API 占比近二分之一。同时，公司顺应行业发展趋势，加快布局 CRO 业务，完成了 CRO 业务设立的初步工作，打造了相应团队，其有利于拓展服务范围，深化与合作客户的合作，并与原有 CDMO 业务形成完整链条式服务。我们认为公司医药 CDMO 业务集中行业头部客户，集中在商业阶段项目，并采取 CRO 业务增加客户粘性，考虑未来公司承接项目数量的增加，公司医药板块收入有望维持较高增速。

功能化学品业务布局加快，有望打造新收入增长曲线。随着新能源、新材料等下游新兴行业的高速发展，功能化学品的需求快速增长。同时，地缘政治因素的影响，使得市场从依赖外循环转为内需型成长，进口替代趋势明显，我国功能化学品材料市场发展空间巨大。公司着力于开发电子化学品、电池化学品、高性能聚合物材料和个人护理及化妆品等领域上游的系列产品。以新能源功能化学品为例，公司通过持续开发新工艺，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。公司 2 万吨六氟磷酸锂、1 万吨 LiFSI 项目持续推进。我们预计，公司在功能化学品板块的持续投入，新能源材料下游需求仍处于较好增速，未来有望成为公司新的业务增长曲线。

项目建设稳步推进，各板块产能稳步提升。公司在建项目众多，植保（杀虫剂及中间体）在建产能 3300 吨，植保（杀菌剂及中间体）在建产能 1750 吨，

医药（原料药及中间体）在建产能 70 吨，功能化学品在建产能 30000 吨。目前已取得环评批复项目包括年产 30000 吨电子新材料项目、年产 4100 吨精细化工项目、年产 800 吨氟氨苯甲酰胺（LT822）、20 吨吗啉吡啶水合物（LT520）技改项目、年产 100 吨环丙基嘧啶（LT234）、100 吨氯苯四唑酮（LT220）、80 吨醛基吡啶（LT289）、100 吨萘乙腈（LT167）、10 吨雷米布替尼（RMBT）生产项目，年产 20 万吨电解液、2 万吨 LT612、1411 吨氢氧化锂溶液、500 吨三(三甲基硅基)磷酸酯等项目。随着上述项目逐步推进，我们认为公司产品数量进一步增加，产品布局更为宽泛，利好公司未来业绩。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 84.15/111.16/131.01 亿元，实现归母净利润分别为 5.37/9.75/12.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/1.06/1.34，当前股价对应的 PE 倍数分别为 23X/13X/10X。我们基于以下三个方面，1) 从中长期来看，全球农化下游整体需求的提升，全球植保产业集中度的提高带来全球农药 CDMO 行业需求的提升，公司农药 CDMO 发展前景仍有较大成长空间，在未来仍有维持较高增速的可能，利好公司业绩；2) 公司医药 CDMO 业务集中行业头部客户，集中在商业阶段项目，并采取 CRO 业务增加客户粘性，考虑未来公司承接项目数量的增加，公司医药板块收入有望维持较高增速，利好公司未来业绩；3) 公司六氟磷酸锂、LiFSI 项目持续推进，公司在功能化学品板块的持续投入，新能源材料下游需求仍处于较好增速，未来有望成为公司新的业务增长曲线。我们看好公司农药 CDMO、医药 CDMO 及新能源材料业务进展。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；新建项目进展不及预期；上游原材料价格波动等风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5151	6389	5997	9174	8340
现金	561	583	670	855	1026
应收票据及应收账款	1332	1468	1527	2430	2234
其他应收款	45	366	74	507	178
预付账款	123	130	141	217	205
存货	2253	2911	2653	4234	3767
其他流动资产	837	931	931	931	931
非流动资产	7491	8620	9025	10808	11815
长期投资	71	84	98	112	123
固定资产	4193	4645	5409	7426	8571
无形资产	512	509	529	562	601
其他非流动资产	2715	3382	2988	2708	2520
资产总计	12642	15009	15021	19982	20155
流动负债	5026	5626	5348	9482	8640
短期借款	1660	1702	2472	5904	4950
应付票据及应付账款	2677	2916	1848	2427	2540
其他流动负债	689	1008	1028	1150	1150
非流动负债	1287	2165	1888	1720	1464
长期借款	679	1516	1238	1070	815
其他非流动负债	608	649	649	649	649
负债合计	6313	7791	7236	11201	10104
少数股东权益	28	267	297	352	422
股本	923	923	923	923	923
资本公积	2215	2215	2215	2215	2215
留存收益	3158	3809	4234	4955	5867
归属母公司股东权益	6301	6951	7488	8429	9630
负债和股东权益	12642	15009	15021	19982	20155

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	738	639	595	-268	3742
净利润	323	736	567	1030	1303
折旧摊销	565	587	557	765	1015
财务费用	101	48	79	270	333
投资损失	-37	71	-8	-6	-3
营运资金变动	-356	-1046	-599	-2327	1095
其他经营现金流	142	242	0	0	0
投资活动现金流	-1536	-1729	-953	-2542	-2019
资本支出	1645	1731	946	2534	2011
长期投资	0	-28	-15	-14	-11
其他投资现金流	109	30	8	6	3
筹资活动现金流	792	1051	-325	-438	-598
短期借款	993	42	770	3432	-954
长期借款	33	836	-277	-168	-256
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-239	173	-818	-3702	612
现金净增加额	-24	-2	-683	-3248	1125

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6587	7865	8415	11116	13101
营业成本	4814	5809	6259	7749	9002
营业税金及附加	63	52	56	74	87
销售费用	15	12	16	19	24
管理费用	772	785	840	1110	1308
研发费用	317	395	422	558	657
财务费用	101	48	79	270	333
资产和信用减值损失	-128	-71	0	0	0
其他收益	33	32	0	0	0
公允价值变动收益	6	-6	0	0	0
投资净收益	37	-71	8	6	3
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	450	649	750	1342	1692
营业外收入	15	327	12	15	16
营业外支出	48	32	35	35	37
利润总额	417	944	728	1322	1671
所得税	94	208	161	291	369
净利润	323	736	567	1030	1303
少数股东损益	8	39	30	55	70
归属母公司净利润	315	697	537	975	1233
EBITDA	1111	1717	1439	2356	3019
EPS (元/股)	0.34	0.75	0.58	1.06	1.34

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	37.7	19.4	7.0	32.1	17.9
营业利润 (%)	102.2	44.4	15.6	78.8	26.1
归属母公司净利润 (%)	186.6	120.9	-22.9	81.6	26.5
获利能力					
毛利率 (%)	26.9	26.1	25.6	30.3	31.3
净利率 (%)	4.9	9.4	6.7	9.3	9.9
ROE (%)	5.1	10.2	7.3	11.7	13.0
ROIC (%)	4.5	8.0	5.7	7.6	9.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.9	51.9	48.2	56.1	50.1
净负债比率 (%)	38.9	48.7	50.7	80.5	56.8
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.0	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.75	0.58	1.06	1.34
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.69	0.64	-0.29	4.05
每股净资产 (最新摊薄)	6.83	7.53	8.11	9.13	10.43
估值比率					
P/E	39.4	17.8	23.1	12.7	10.1
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.4	9.4	11.6	8.4	6.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686