

公司研究

24Q4 业绩超预期，持续优化植保业务供应链布局

——联化科技（002250.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评

买入（维持）

当前价：6.43 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

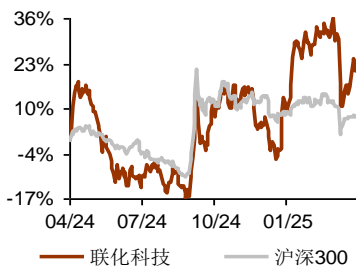
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.11
总市值(亿元)	58.60
一年最低/最高(元)	4.41/7.64
近 3 月换手率	178.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.36	6.64	4.52
绝对	-7.08	6.28	8.87

资料来源：Wind

要点

事件 1：公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 56.77 亿元，同比减少 11.88%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非后归母净利润 1.21 亿元，同比扭亏为盈。2024Q4，公司单季度实现营收 13.18 亿元，同比减少 7.44%，环比减少 4.55%；实现归母净利润 7064 万元，同比扭亏为盈，环比增长 285%。

事件 2：公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 15.10 亿元，同比增长 3.02%，环比增长 14.55%；实现归母净利润 4972 万元，同比增长 1747%，环比减少 29.62%。

点评：

医药及植保业务毛利率回升，24Q4 业绩超预期。2024 年，公司医药业务实现营收 12.85 亿元，同比减少 13.3%，对应业务毛利率同比提升 13.1pct 至 48.0%；植保业务实现营收 35.90 亿元，同比减少 15.4%，对应业务毛利率同比提升 5.8pct 至 20.1%。植保业务方面，由于 2024 年整体农药价格仍然呈现下降趋势，因此公司植保业务营收有所下滑。但是凭借公司的技术创新和经营管理的优化，2024 年公司植保业务毛利率得以回升。分季度来看，24Q4 公司单季度毛利率显著提升，24Q4 公司毛利率为 37.2%，同比提升 24.3pct，环比提升 15.5pct。公司 24Q4 毛利率的提升一方面得益于公司英国基地四季度经营改善，另一方面得益于公司 Q4 集中发货的产品结构的调整。2024 年，公司英国子公司 Lianhetech Holdco Limited 实现营收 8.00 亿元，同比增长 39.2%；实现净利润-1.82 亿元，同比亏损减少 4.94 亿元。25Q1，得益于植保行业景气的逐步回升，公司营收实现小幅增长，单季度毛利率同比提升 1.0pct 至 26.2%。

优化植保业务供应链布局，医药业务稳步推进。公司植保业务目前在国内设有多个生产基地并在海外设有英国基地，同时为满足客户布局供应链的需求，公司正在推进马来西亚生产基地的建设，并将其作为“差异化的供应链布局”的第二海外基地。基于海内外基地的布局，公司可以提供基于植保产品生命周期不同需求的全产业链服务。医药业务方面，公司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。2024 年公司已经完成或正在执行共计 6 个验证项目，其中 3 个为 API 项目。同时，公司医药业务板块销售产品服务从注册起始物料不断向后拓展，2024 年公司创新药注册中间体和 API 在医药业务中的营收占比接近二分之一。在 CRO 业务方面，2024 年公司处于商业化阶段的产品为 18 个，处于临床阶段的产品合计为 95 个。在功能化学品业务方面，截至 2024 年年报披露日，公司已经完成包含正极材料、电解液及其配套产品在内的 4 个新能源产品的试生产运行及客户导入，并推进中试阶段产品 1 个，小试阶段产品 15 个。

盈利预测、估值与评级：得益于公司英国基地的减亏以及 24Q4 公司产品销售结构的调整，公司 2024 年业绩超预期。考虑到植保行业景气的回升，以及公司毛利率的同比好转，我们上调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.05（前值为 1.11）/4.15（前值为 1.83）/5.36 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产品研发风险，客户导入进度不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,442	5,677	6,248	7,354	8,679
营业收入增长率	-18.10%	-11.88%	10.06%	17.70%	18.01%
归母净利润 (百万元)	-465	103	305	415	536
归母净利润增长率	-166.76%	-	195.93%	35.91%	29.21%
EPS (元)	-0.50	0.11	0.33	0.46	0.59
ROE (归属母公司) (摊薄)	-7.22%	1.59%	4.51%	5.82%	7.06%
P/E	-	57	19	14	11
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-28, 2023 年公司总股本为 9.23 亿股, 2024 年及以后公司总股本为 9.11 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,442	5,677	6,248	7,354	8,679
营业成本	5,162	4,197	4,497	5,278	6,217
折旧和摊销	767	763	892	920	954
税金及附加	65	51	56	66	78
销售费用	33	31	35	41	48
管理费用	778	696	760	895	1,056
研发费用	376	291	312	368	434
财务费用	21	74	128	107	91
投资收益	-121	-18	-10	0	0
营业利润	-366	261	489	636	797
利润总额	-402	241	471	617	779
所得税	27	90	118	154	195
净利润	-430	151	353	463	584
少数股东损益	36	48	48	48	48
归属母公司净利润	-465	103	305	415	536
EPS(元)	-0.50	0.11	0.33	0.46	0.59

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,077	1,237	1,249	1,153	1,216
净利润	-465	103	305	415	536
折旧摊销	767	763	892	920	954
净营运资金增加	-397	-490	248	558	678
其他	1,173	861	-197	-740	-952
投资活动产生现金流	-1,073	-618	-860	-850	-850
净资本支出	-1,050	-576	-850	-850	-850
长期投资变化	95	74	0	0	0
其他资产变化	-117	-116	-10	0	0
融资活动现金流	128	-256	-341	-82	-102
股本变化	0	-12	0	0	0
债务净变化	524	-20	-195	78	59
无息负债变化	-1,166	-210	184	406	479
净现金流	127	392	47	221	265

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	19.9%	26.1%	28.0%	28.2%	28.4%
EBITDA 率	18.3%	22.8%	24.5%	23.0%	21.6%
EBIT 率	6.4%	9.4%	10.3%	10.5%	10.6%
税前净利润率	-6.2%	4.2%	7.5%	8.4%	9.0%
归母净利润率	-7.2%	1.8%	4.9%	5.6%	6.2%
ROA	-3.1%	1.1%	2.5%	3.1%	3.6%
ROE (摊薄)	-7.2%	1.6%	4.5%	5.8%	7.1%
经营性 ROIC	3.8%	3.2%	4.4%	5.1%	5.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	51%	50%	49%	49%	49%
流动比率	1.41	1.28	1.37	1.43	1.50
速动比率	0.69	0.70	0.75	0.77	0.80
归母权益/有息债务	1.60	1.62	1.78	1.83	1.92
有形资产/有息债务	3.30	3.28	3.53	3.68	3.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	13,907	13,795	14,119	15,013	16,066
货币资金	651	1,202	1,250	1,471	1,736
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,113	1,226	1,349	1,588	1,874
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	50	52	58	68	80
存货	2,620	2,454	2,640	3,125	3,708
其他流动资产	594	336	336	336	336
流动资产合计	5,158	5,457	5,823	6,787	7,944
其他权益工具	1	1	1	1	1
长期股权投资	95	74	74	74	74
固定资产	5,460	7,155	6,605	6,125	5,685
在建工程	2,238	114	505	799	1,019
无形资产	493	522	561	600	637
商誉	6	6	6	6	6
其他非流动资产	267	292	292	292	292
非流动资产合计	8,749	8,338	8,297	8,227	8,122
总负债	7,149	6,919	6,908	7,392	7,930
短期借款	804	586	391	469	528
应付账款	1,018	1,150	1,232	1,446	1,703
应付票据	761	767	822	964	1,136
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9	2	2	2	2
流动负债合计	3,659	4,275	4,264	4,749	5,287
长期借款	2,778	2,240	2,240	2,240	2,240
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	647	352	352	352	352
非流动负债合计	3,490	2,643	2,643	2,643	2,643
股东权益	6,758	6,876	7,211	7,621	8,136
股本	923	911	911	911	911
公积金	2,621	2,584	2,615	2,656	2,666
未分配利润	2,893	2,962	3,218	3,539	3,996
归属母公司权益	6,442	6,474	6,761	7,123	7,589
少数股东权益	317	402	451	499	547

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.51%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
管理费用率	12.07%	12.26%	12.16%	12.16%	12.16%
财务费用率	0.33%	1.30%	2.04%	1.46%	1.05%
研发费用率	5.83%	5.13%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	-7%	37%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.02	0.02	0.06	0.08	0.10
每股经营现金流	1.17	1.36	1.37	1.27	1.33
每股净资产	6.98	7.10	7.42	7.82	8.33
每股销售收入	6.98	6.23	6.86	8.07	9.52

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	-	57	19	14	11
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.4	8.1	6.8	6.3	5.8
股息率	0.3%	0.3%	0.9%	1.2%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP