

002250.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 11.38

板块评级：强于大市

本报告要点

- 25H1 公司归母净利润同比大幅增长，植保业务毛利率提升。看好公司所处植保行业景气度回暖，各业务产品布局有序推进，维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	109.2	1.6	7.1	102.5
相对深圳成指	76.8	(4.7)	(18.6)	74.9

发行股数(百万)	911.33
流通股(百万)	906.53
总市值(人民币 百万)	10,370.97
3 个月日均交易额(人民币 百万)	674.43
主要股东	
年金套	25.74%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 10 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《联化科技》20250529
《联化科技》20240530
《联化科技》20231127

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：农化制品

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040001

联化科技

归母净利润同比大幅增长，植保业务毛利率提升

公司发布 2025 年中报，25H1 实现营收 31.50 亿元，同比+5.76%；实现归母净利润 2.24 亿元，同比+1,481.94%。其中 25Q2 实现营收 16.40 亿元，同比+8.43%，环比+8.61%；实现归母净利润 1.74 亿元，同比+1,419.69%，环比+250.44%。看好公司所处植保行业景气度回暖，各业务产品布局有序推进，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司归母净利润同比大幅增长。25H1 公司营收及归母净利润同比均实现增长，其中归母净利润同比大幅提升，主要原因为 25H1 公司致力于降本增效，全面提升运营效率，植保业务产能利用率提升，产品结构调整，从而实现毛利率增加，此外医药业务因集中发货增长显著。25H1 公司毛利率为 26.72%（同比+3.56pct），净利率为 8.36%（同比+6.91pct），期间费用率为 15.99%（同比-2.17pct），其中财务费用率为-0.75%（同比-2.59pct），主要系 25H1 汇兑收益较上年同期增加所致。25Q2 公司归母净利润同环比均大幅增长，毛利率为 27.25%（同比+6.07pct，环比+1.10pct），净利率为 11.80%（同比+10.55pct，环比+7.18pct）。
- 植保业务毛利率大幅提升。25H1 公司植保业务实现营收 17.02 亿元（同比+9.13%），毛利率 24.99%（同比+9.48 pct）。根据 2025 年中报，植保行业发展具有周期性，自 24 年末起市场总体需求已呈现逐步恢复态势，然而原料、中间体及大部分非专利期植保产品价格仍在低位。公司长期保持与核心客户紧密的沟通，依据客户需求安排生产，新业务方面凭借两大海外基地，为核心客户提供了一站式供应链方案。另一层面，公司积极推进与全球主要公司在前端管道内新产品上的合作，同时为了适应全球农化行业发展趋势和大客户的需求，公司已完成生物技术和生物农药团队的组建，以及生物发酵研发平台的搭建。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，与多个国际客户建立前期研发合作关系。
- 医药业务研发、验证、生产工作稳步推进。25H1 公司医药业务实现营收 10.18 亿元（同比+42.80%），毛利率 42.75%（同比-0.08pct）。根据 2025 中报，25H1 公司医药事业部顺利完成多个关键验证项目，为后续业务规模放量奠定了坚实的产能与技术基础。公司国际市场拓展取得突破性进展，已与两家全球医药领域头部企业深化研发合作。公司国内业务拓展也取得积极进展，已经与多家国内创新药公司展开业务合作，完成多个临床前及临床项目的交付，有望在中间体合作的基础上拓展原料药合作业务。25H1 公司研发领域成果丰硕，在连续反应技术、酶催化技术、多肽合成技术，以及寡核苷酸合成及递送系统、多糖合成技术、PEG 系列化合物工艺开发等前沿领域均实现阶段性突破，多项新技术已成功应用于新项目落地。
- 新能源产品推进商业化工作。25H1 公司精细与功能化学品业务实现营收 2.65 亿元（同比+109.18%），毛利率-19.05%（同比-45.07pct）。根据 2025 中报，25H1 公司已商业化新能源产品 4 个，并推进中试阶段产品 4 个、小试阶段产品 25 个。25H2 公司将继续做好试生产、质量体系建设和产能爬坡工作，尽快做到高质量商业化生产。公司将继续发挥现有的光气化和氟化等几大优势合成技术和资源，形成“合成+工程”的综合性技术，同时往电池化学品等细分领域市场延伸，进行市场和客户拓展。

估值

- 公司植保业务高质量发展、医药及功能化学品业务稳步增长，调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.18/4.21/5.30 亿元，每股收益分别为 0.35/0.46/0.58 元，对应 PE 分别为 32.6/24.6/19.6 倍。看好公司所处植保行业景气度回暖，各业务产品布局有序推进，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 产能建设不及预期，医药项目验证风险，原材料价格波动，行业需求不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	6,442	5,677	6,845	7,984	9,149
增长率(%)	(18.1)	(11.9)	20.6	16.6	14.6
EBITDA(人民币 百万)	513	1,094	1,405	1,573	1,802
归母净利润(人民币 百万)	(465)	103	318	421	530
增长率(%)	(166.8)	(122.2)	208.8	32.2	26.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.51)	0.11	0.35	0.46	0.58
原归母净利润(人民币 百万)			279	400	514
调整幅度(%)			14.0	5.3	3.1
市盈率(倍)	(22.3)	100.6	32.6	24.6	19.6
市净率(倍)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	26.3	10.2	11.3	10.6	9.1
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司 2025 年上半年财务报告摘要

(百万元)	2025 年上半年	2024 年上半年	同比增长 (%)
一、营业总收入	3,149.67	2,978.01	5.76
二、营业总成本	2,837.69	2,855.74	(0.63)
其中：营业成本	2,308.01	2,288.31	0.86
营业税金及附加	25.90	26.44	(2.04)
销售费用	15.93	13.51	17.95
管理费用	352.35	333.05	5.79
研发费用	158.97	139.38	14.06
财务费用	(23.47)	55.05	(142.64)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	7.67	(14.37)	-
投资收益	(3.59)	(5.41)	-
资产处置收益	0.00	0.06	(100.00)
资产减值损失	0.35	(20.01)	-
信用减值损失	(25.10)	(13.55)	-
其他收益	24.96	24.79	0.70
四、营业利润	316.27	93.76	237.31
加：营业外收入	1.17	10.81	(89.17)
减：营业外支出	8.11	13.88	(41.54)
五、利润总额	309.33	90.69	241.08
减：所得税	45.88	47.52	(3.44)
六、净利润	263.44	43.17	510.23
减：少数股东损益	39.51	29.02	36.16
七、归属母公司净利润	223.94	14.16	1,481.94

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2025 年第二季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	1,639.84	1,512.41	8.43
二、营业总成本	1,429.09	1,470.49	(2.82)
其中：营业成本	1,193.01	1,192.06	0.08
营业税金及附加	10.87	12.73	(14.65)
销售费用	8.46	6.96	21.48
管理费用	171.47	176.85	(3.04)
研发费用	84.57	67.20	25.85
财务费用	(39.27)	14.69	(367.38)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	3.62	(1.84)	-
投资收益	(0.21)	9.61	(102.20)
资产处置收益	0.00	0.00	-
资产减值损失	(1.29)	(24.16)	-
信用减值损失	(11.50)	4.43	(359.39)
其他收益	18.48	9.94	85.93
四、营业利润	219.85	39.91	450.91
加：营业外收入	0.31	10.26	(96.94)
减：营业外支出	3.13	11.22	(72.10)
五、利润总额	217.03	38.94	457.35
减：所得税	23.47	20.00	17.33
六、净利润	193.56	18.94	922.19
减：少数股东损益	19.34	7.47	158.83
七、归属母公司净利润	174.22	11.46	1,419.69

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,442	5,677	6,845	7,984	9,149
营业收入	6,442	5,677	6,845	7,984	9,149
营业成本	5,162	4,197	5,005	5,828	6,653
营业税金及附加	65	51	59	68	77
销售费用	33	31	35	41	45
管理费用	778	696	826	963	1,094
研发费用	376	291	346	399	448
财务费用	21	74	53	58	63
其他收益	38	48	43	46	44
资产减值损失	(328)	(73)	(10)	(32)	(32)
信用减值损失	36	(14)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	0	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	(20)	0	0	0
投资收益	(121)	(18)	(18)	(18)	(18)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(366)	261	529	614	754
营业外收入	3	23	13	18	15
营业外支出	39	42	41	42	41
利润总额	(402)	241	501	590	729
所得税	27	90	135	156	182
净利润	(430)	151	366	434	547
少数股东损益	36	48	48	13	16
归母净利润	(465)	103	318	421	530
EBITDA	513	1,094	1,405	1,573	1,802
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.51)	0.11	0.35	0.46	0.58

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,158	5,457	5,505	6,260	6,845
现金及等价物	651	1,202	685	798	732
应收帐款	1,113	1,226	1,513	1,636	1,921
应收票据	0	0	0	0	0
存货	2,620	2,454	2,467	3,037	3,209
预付账款	57	50	77	71	98
合同资产	46	40	61	53	73
其他流动资产	670	485	702	664	811
非流动资产	8,749	8,338	8,640	8,976	9,222
长期投资	96	75	75	75	75
固定资产	5,460	7,155	7,412	7,623	7,788
无形资产	493	522	550	573	591
其他长期资产	2,700	586	603	704	767
资产合计	13,907	13,795	14,145	15,235	16,067
流动负债	3,659	4,275	4,401	5,024	5,549
短期借款	804	586	445	674	753
应付账款	1,018	1,150	1,433	1,571	1,855
其他流动负债	1,836	2,540	2,522	2,778	2,941
非流动负债	3,490	2,643	2,558	2,666	2,519
长期借款	2,778	2,240	2,000	2,185	2,000
其他长期负债	712	404	558	481	519
负债合计	7,149	6,919	6,959	7,690	8,068
股本	923	911	911	911	911
少数股东权益	317	402	450	463	479
归属母公司股东权益	6,442	6,474	6,736	7,083	7,519
负债和股东权益合计	13,907	13,795	14,145	15,235	16,067

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(430)	151	366	434	547
折旧摊销	776	771	849	930	1,012
营运资金变动	74	408	30	(411)	(124)
其它	657	(93)	269	(24)	130
经营活动现金流	1,077	1,237	1,514	928	1,565
资本支出	(1,055)	(580)	(1,161)	(1,260)	(1,260)
投资变动	(8)	8	0	0	0
其他	(9)	(46)	(17)	(17)	(17)
投资活动产生的现金流	(1,073)	(618)	(1,178)	(1,277)	(1,277)
银行借款	364	(756)	(381)	414	(106)
股权融资	(380)	(169)	(56)	(74)	(94)
其他	144	669	(417)	124	(154)
筹资活动现金流	128	(256)	(854)	463	(354)
净现金流	133	363	(518)	114	(66)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(18.1)	(11.9)	20.6	16.6	14.6
营业利润增长率(%)	(156.4)	(171.2)	103.1	16.0	22.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(166.8)	(122.2)	208.8	32.2	26.0
息税前利润增长(%)	(135.5)	(222.9)	72.0	15.8	22.8
息税折旧前利润增长(%)	(61.6)	113.1	28.5	12.0	14.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(166.8)	(122.2)	208.8	32.2	26.0
获利能力					
息税前利润率(%)	(4.1)	5.7	8.1	8.1	8.6
营业利润率(%)	(5.7)	4.6	7.7	7.7	8.2
毛利率(%)	19.9	26.1	26.9	27.0	27.3
归母净利润率(%)	(7.2)	1.8	4.7	5.3	5.8
ROE(%)	(7.2)	1.6	4.7	5.9	7.1
ROIC(%)	(2.1)	1.6	3.2	3.4	4.3
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1
应付账款周转率	4.9	5.2	5.3	5.3	5.3
费用率					
销售费用率(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
管理费用率(%)	12.1	12.3	12.1	12.1	12.0
研发费用率(%)	5.8	5.1	5.1	5.0	4.9
财务费用率(%)	0.3	1.3	0.8	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.5)	0.1	0.3	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	1.4	1.7	1.0	1.7
每股净资产(最新摊薄)	7.1	7.1	7.4	7.8	8.3
每股股息	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(22.3)	100.6	32.6	24.6	19.6
P/B(最新摊薄)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	26.3	10.2	11.3	10.6	9.1
价格/现金流(倍)	9.6	8.4	6.9	11.2	6.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371