

路德环境 (688156.SH)

业务结构持续优化，饲料新项目投产加速增长

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	382	342	633	1,070	1,516
增长率 yoy (%)	52.6	-10.5	85.1	68.9	41.7
归母净利润(百万元)	76	26	93	162	236
增长率 yoy (%)	58.2	-65.7	258.2	74.1	45.7
ROE (%)	9.8	4.7	11.8	17.4	20.6
EPS 最新摊薄(元)	0.82	0.28	1.01	1.75	2.55
P/E (倍)	40.8	118.8	33.1	19.0	13.1
P/B (倍)	4.0	4.0	3.5	3.0	2.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

事件: 公司发布 2023 年第一季度报告, 2023Q1 公司实现营业收入 5574.68 万元, 同比下降 2.39%; 实现净利润 531.63 万元, 同比增长 26.25%; 实现归母净利润 368.06 万元, 同比下降 4.21%。

工程泥浆处理业务恢复明显, 白酒糟发酵饲料增长加速可期。分业务来看, 2023Q1 公司白酒糟生物发酵饲料实现营收 3087.78 万元, 同比增长 27.41%, 营收占比提升至 55%左右。进入二季度金沙路德项目投产, 白酒糟发酵饲料产销量有望加速增长; 工程泥浆处理服务实现营收 1827.36 万元, 同比增长 180.67%, 主要受益于基建项目投资建设保持复苏态势; 河湖淤泥处理服务受复杂外部环境持续影响, 在运营项目较少, 新承接项目处于筹建期, 故收入同比降幅较大。盈利端, 2023Q1 公司毛利率为 36.16% (+7.04pct), 预计主要系工程泥浆处理业务在规模效应下毛利率回升; 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.83% (+0.68pct)、16.75% (+3.41pct)、5.00% (-3.45pct), 综合影响下净利率为 9.54% (+2.17pct)。

从公司白酒糟发酵饲料产能看, 金沙路德项目建成投产, 全年产能具备支撑。当前公司已有、待建成白酒糟发酵饲料项目共 5 个, 所有项目全面达产后, 公司生物发酵饲料产能将达到 52 万吨/年, 酒糟处理能力超 130 万吨/年: 1) 古蔺路德(技改完成), 年产 7 万吨酱香型白酒糟发酵饲料; 2) 金沙路德(一期建成), 投资总额 2 亿元, 年产 15 万吨(一期产品规模 10 万吨/年, 二期产品规模 5 万吨/年)酱香型白酒糟发酵饲料; 3) 遵义路德(建设中), 投资总额 1.5 亿元, 年产 8 万吨酱香型白酒糟发酵饲料项目; 4) 永乐路德(建设中), 投资总额 3 亿元, 年产 10 万吨酱香型白酒糟发酵饲料项目; 5) 亳州路德(建设中), 投资总额 2.50 亿元, 年产 12 万吨浓香型白酒糟生物发酵饲料项目。根据公司公告, 金沙路德项目(一期) 2023 年 1 月已完成主体建设及设备安装、调试, 并顺利完成试生产工作, 从试生产成功到全面达产并产生预期的经济效益尚需一定的时间。金沙路德项目是公司赤水河沿岸酱香型白酒核心产区酒糟资源化利用业务的重要布局, 该项目的正式建成及运营, 将进一步提升公司盈利能力和市场竞争力。

从产品价格看: 一方面, 公司白酒糟发酵饲料价格高于糟粉, 体现研发优势带来的产品溢价, 另一方面, 价格低于玉米、豆粕等饲料粮, 兼具功能性、

增持 (维持评级)	
股票信息	
行业	电力及公用事业
2023 年 5 月 5 日收盘价(元)	33.33
总市值(百万元)	3,078.82
流通市值(百万元)	2,375.91
总股本(百万股)	92.37
流通股本(百万股)	71.28
近 3 月日均成交额(百万元)	50.42



作者

分析师 刘鹏
执业证书编号: S1070520030002
邮箱: liupeng@cqws.com

相关研究

1、《酒糟资源化助推结构升级, 生物发酵饲料迎快速发展—路德环境动态点评》2022-12-30

性价比，同时具备随着饲料粮涨价而提价的能力，在豆粕市场价涨跌起伏的过程中，公司产品七次上调出厂价，从 1500 元/吨至 2200 元/吨。此外，公司未来有望通过分类、分区、分级策略，以产品结构优化方式提升产品吨价及盈利水平。公司持续加大研发投入打造“茵福”系列新产品，较“倍肽德”产品将显著提高蛋白利用率，功能性和附加值将更加突出。

投资建议：公司正处在结构转型的关键时期，通过白酒糟生物发酵饲料打造第二增长曲线，从原料供应、发酵技术到下游客户资源，全方位构筑综合竞争优势。公司正积极扩产，并实现从酱香型到浓香型酒糟生物饲料化应用的重大突破，未来随着产能逐渐释放、“分类、分区、分级”的策略下产品升级提质，白酒糟生物发酵饲料量价齐升仍可期。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 6.33、10.70、15.16 亿元，归母净利润分别为 0.93、1.62、2.36 亿元，EPS 分别为 1.01、1.75、2.55 元，对应 PE 分别为 33、19、13X，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、项目扩产进度不及预期、下游需求不及预期、研发风险、盈利能力下降风险。

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	741	768	1110	1884	2453
现金	349	259	443	780	1083
应收票据及应收账款	263	285	451	695	1015
其他应收款	12	31	21	86	51
预付账款	12	14	26	49	53
存货	26	49	40	142	91
其他流动资产	78	129	128	133	161
非流动资产	263	429	605	769	890
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	180	215	401	568	692
无形资产	59	57	61	67	74
其他非流动资产	24	156	142	135	124
资产总计	1005	1197	1715	2654	3342
流动负债	188	275	655	1388	1805
短期借款	34	80	336	818	1212
应付票据及应付账款	106	139	229	448	463
其他流动负债	48	57	89	122	129
非流动负债	3	90	116	133	127
长期借款	0	88	113	130	125
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	191	366	770	1522	1932
少数股东权益	43	56	75	109	161
股本	92	92	92	92	92
资本公积	471	477	477	477	477
留存收益	207	205	296	446	677
归属母公司股东权益	770	775	869	1023	1249
负债和股东权益	1005	1197	1715	2654	3342

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	45	3	61	90	149
净利润	79	39	111	196	288
折旧摊销	32	34	35	58	80
财务费用	-2	-2	7	23	40
投资损失	-5	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-74	-79	-99	-194	-271
其他经营现金流	13	17	11	12	16
投资活动现金流	-113	-213	-180	-230	-188
资本支出	59	149	220	218	203
长期投资	-61	-57	0	0	0
其他投资现金流	7	-6	40	-11	14
筹资活动现金流	-6	109	23	6	-57
短期借款	14	46	256	482	394
长期借款	0	88	25	18	-6
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	5	6	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-32	-258	-493	-446
现金净增加额	-74	-101	-96	-134	-97

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	382	342	633	1070	1516
营业成本	239	222	405	681	960
营业税金及附加	2	2	4	7	9
销售费用	6	5	9	13	17
管理费用	35	41	54	77	99
研发费用	16	14	24	35	45
财务费用	-2	-2	7	23	40
资产和信用减值损失	-7	-17	-10	-14	-17
其他收益	1	2	3	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5	5
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	86	51	129	228	337
营业外收入	4	0	3	3	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	90	50	131	231	339
所得税	10	11	20	35	51
净利润	79	39	111	196	288
少数股东损益	4	13	18	34	52
归属母公司净利润	76	26	93	162	236
EBITDA	120	81	173	311	458
EPS (元/股)	0.82	0.28	1.01	1.75	2.55

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	52.6	-10.5	85.1	68.9	41.7
营业利润 (%)	39.7	-41.0	153.7	76.9	47.7
归属母公司净利润 (%)	58.2	-65.7	258.2	74.1	45.7
获利能力					
毛利率 (%)	37.4	35.2	36.1	36.3	36.6
净利率 (%)	20.8	11.5	17.6	18.3	19.0
ROE (%)	9.8	4.7	11.8	17.4	20.6
ROIC (%)	9.6	4.0	8.7	10.7	12.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.0	30.6	44.9	57.3	57.8
净负债比率 (%)	-38.4	-10.7	3.9	18.7	21.8
流动比率	3.9	2.8	1.7	1.4	1.4
速动比率	3.7	2.5	1.6	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.8	1.3	1.9	2.0	1.9
应付账款周转率	2.8	2.0	2.4	2.2	2.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	0.28	1.01	1.75	2.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.49	0.04	0.66	0.97	1.61
每股净资产 (最新摊薄)	8.34	8.39	9.39	11.02	13.41
估值比率					
P/E	40.8	118.8	33.1	19.0	13.1
P/B	4.0	4.0	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	22.8	36.0	17.9	10.6	7.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 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