

## 路德环境 (688156.SH) 业务转型酒糟资源化, 项目快速落地前景广阔

2023年05月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

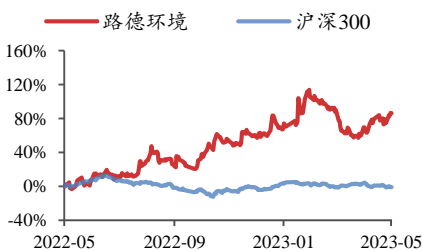
张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2023/5/18
当前股价(元)	34.96
一年最高最低(元)	40.86/18.10
总市值(亿元)	32.29
流通市值(亿元)	24.92
总股本(亿股)	0.92
流通股本(亿股)	0.71
近3个月换手率(%)	122.14

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 业务转型, 项目推进, 壁垒深厚, 前景广阔, 首次覆盖给予“买入”评级

路德环境从传统环保业务出发, 布局产业转型, 新业务食品饮料糟渣资源化项目近年发展迅速, 收入占比快速提升, 带动公司高速增长。公司产品下游需求旺盛, 供不应求, 量价齐升, 市场空间广阔; 上游项目持续落地, 扩产规划亮眼, 项目壁垒深厚。公司传统淤泥及泥浆业务有序恢复, 稳步成长。实际控制人全额认购定增, 股权激励设定较高目标, 彰显未来发展信心。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 5.6、10.0、14.2 亿元, 同比增长 64.6%、77.7%、42.3%; 归母净利润分别为 0.9、1.8、2.5 亿元, 同比增长 237.0%、102.0%、39.7%; 对应 EPS 分别为 1.0、1.9、2.7 元, 当前股价对应 PE 分别为 37.0、18.3、13.1 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 酒糟资源化业务下游需求旺盛, 上游绑定酒企先发布局, 持续扩产高速增长

公司食饮糟渣业务产品具有营养性价值、功能性价值和经济型价值的综合优势, 下游客户综合考虑后对公司产品认可度较高, 愿意使用公司产品对传统饲料原料进行替代。受到下游豆粕减量替代和禁抗替抗政策催化, 公司产品需求旺盛, 产品量价齐升, 下游市场空间广阔。上游绑定头部酒企, 保障原材料供应, 公司项目布局先发优势显著, 多重壁垒下单寡头竞争格局优异, 切入浓香型酒企, 上游蓝海空间打开, 在手项目产能预计从 2022 年的 7 万吨扩产至 2025 年的 52 万吨, 同时仍有新项目落地预期。

### ● 传统项目顺利恢复, 未来持续稳步成长

传统环保业务近年受到宏观因素影响有所波动, 河湖淤泥处理业务 2022 年各个项目施工、验收、结算等多环节均受到影响, 应收账款减值较多侵蚀利润, 另外公司布局业务转型酒糟资源化, 对部分回款预期较长传统项目主动放弃, 未来该业务将迎来稳步复苏。工程泥浆处理服务业务 2022 年在基建行业回暖背景下, 项目运营明显恢复, 未来将保持平稳运行。

### ● 风险提示: 原材料涨价风险, 竞争格局加剧风险, 项目落地不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	382	342	563	1,000	1,423
YOY(%)	52.6	-10.5	64.6	77.7	42.3
归母净利润(百万元)	76	26	87	177	247
YOY(%)	58.2	-65.7	237.0	102.0	39.7
毛利率(%)	37.4	35.2	36.3	35.5	34.7
净利率(%)	19.8	7.6	15.5	17.6	17.3
ROE(%)	9.8	4.7	11.2	18.8	21.2
EPS(摊薄/元)	0.82	0.28	0.95	1.91	2.67
P/E(倍)	42.8	124.6	37.0	18.3	13.1
P/B(倍)	4.2	4.2	3.7	3.1	2.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 路德环境：传统环保拓展酒糟资源化，公司迈向高速发展.....	4
1.1、 公司从淤泥环保业务出发，向酒糟资源化业务拓展.....	4
1.2、 民营企业结构稳定，实控人全额定增，股权激励凝聚人心.....	4
1.3、 公司业务稳步发展，酒糟资源化业务占比持续提升.....	5
2、 食饮糟渣业务：产品优质需求旺盛，绑定酒企先发布局，持续扩产高速增长.....	7
2.1、 产品：产品营养功能和经济价值高，酒糟资源化业务技术领先.....	7
2.2、 需求：产品销售快速增长，下游客户需求旺盛，蓝海市场空间广阔.....	10
2.3、 供给：头部酒企持续扩产，绑定原料壁垒深厚，项目落地高速增长.....	13
2.3.1、 政府政策支持，酒企布局扩产，供给端持续扩张.....	13
2.3.2、 项目优质，壁垒深厚，绑定核心酒企，保障原料供应.....	14
2.3.3、 公司产能规划亮眼，竞争格局优异，成长空间广阔.....	16
3、 传统淤泥及泥浆处理业务：稳步恢复，持续成长.....	18
3.1、 传统业务收入占比下降，宏观因素下有所波动.....	18
3.2、 双轮驱动布局，传统业务稳步成长.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	21
5、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

## 图表目录

图 1： 公司成立以来稳步发展.....	4
图 2： 定增落地后，实际控制人董事长季光明股权将更加夯实，公司股权结构稳定.....	4
图 3： 公司营收受疫情影响有所波动.....	6
图 4： 公司净利润变化趋势与营收相似.....	6
图 5： 2022 年公司收入结构中食饮糟渣业务已达 46.6%.....	6
图 6： 2022 年公司毛利结构中传统环保业务占比较大.....	6
图 7： 公司食饮糟渣资源化业务占比持续提升.....	7
图 8： 公司整体毛利率水平收到宏观环境影响有所波动.....	7
图 9： 公司酒糟资源化产品包括“倍肽德”和升级产品“菌福”.....	8
图 10： 公司食饮糟渣资源化业务工艺流程较复杂.....	9
图 11： 公司过去 3 年研发费用率占比 4%左右.....	10
图 12： 公司酿酒酵母培养物产品含有多种营养.....	10
图 13： 公司食饮糟渣业务收入持续增长.....	10
图 14： 公司食饮糟渣业务产品量价齐升.....	10
图 15： 国内大豆进口对外依存度较高.....	11
图 16： 豆粕价格过去 3 年呈波动上行趋势.....	11
图 17： 玉米价格过去 3 年呈上升趋势.....	11
图 18： 公司赤水河流域布局多个项目，靠近多家酒企，亳州项目贴近古井贡酒，地理区位优势明显.....	15
图 19： 公司河湖淤泥和工程泥浆处理服务业务具有一定技术门槛.....	18
图 20： 公司河湖淤泥业务近 4 年波动较大.....	19
图 21： 公司工程泥浆业务 2022 年恢复较好.....	19
图 22： 2021 年国内地表水质IV类-劣V类占比 15.2%.....	19
图 23： 全国环保疏浚总量持续增长.....	19

图 24: 公司河湖淤泥和工程泥浆处理服务业务项目主要分布在中华华东区域.....	20
表 1: 股权激励设定未来较高增长目标.....	5
表 2: 传统配合饲料通过配比豆粕、玉米和添加剂达到综合功效.....	7
表 3: 公司产品相对其他饲料原料具有营养价值、功能性和成本的综合优势.....	8
表 4: 多项学术研究结果表明公司产品具有较高营养价值.....	9
表 5: 政府部门各项政策出台助力下游需求增长.....	12
表 6: 测算公司产品市场空间广阔.....	12
表 7: 国内多家白酒企业规划投资扩产.....	13
表 8: 政府部门出台各项政策鼓励白酒企业稳步发展.....	14
表 9: 路德环境解决酒企酒糟处理痛点.....	15
表 10: 公司食饮槽渣业务项目储备丰富, 未来 2-3 年持续落地高速扩产.....	16
表 11: 测算酱酒酒糟处理市占率及酱酒糟处理需求, 公司理论市场空间广阔.....	17
表 12: 2019 年以来公司河湖淤泥业务前五大项目收入占比较高.....	20
表 13: 预计公司食饮槽渣业务各项目对应销量快速增长.....	21
表 14: 公司食饮槽渣业务吨价 2019 年以来稳步提升.....	21
表 15: 收入分项预测, 食饮槽渣业务贡献较大增量.....	22
表 16: 可比公司估值表.....	22

## 1、路德环境：传统环保拓展酒糟资源化，公司迈向高速发展

### 1.1、公司从淤泥环保业务出发，向酒糟资源化业务拓展

路德环境（688156.SH）设立于 2006 年，经过多年发展，公司在水环境治理和固体废弃物无害化、资源化处理业务方面持续开拓，目前主营业务包括工程泥浆处理、河湖淤泥处理和食品饮料糟渣资源化业务，公司于 2020 年 9 月科创板上市，食品饮料糟渣资源化业务近年发展迅速，营收占比快速提升，带动公司高速成长。

图1：公司成立以来稳步发展

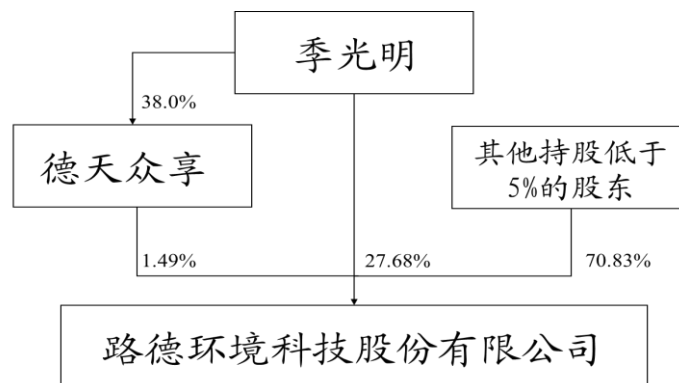


资料来源：公司公开交流 PPT

### 1.2、民营企业结构稳定，实控人全额定增，股权激励凝聚人心

**实控人全额定增，夯实股权结构。**公司实际控制人为董事长季光明先生，同时担任公司总经理，2022 年 5 月公司公告向董事长季光明先生全额定向增发 8,340,397 股，计划募集资金 1.13 亿元，定增落地后季光明先生股权占比将达 27.68%，2023 年 4 月获得证监会批复。实际控制人全额认购定增，将对公司食饮糟渣资源化业务的发展起到重大支持，彰显出实际控制人对公司未来前景的信心，同时巩固实际控制人对上市公司的控制权，增强公司稳定性。

图2：定增落地后，实际控制人董事长季光明股权将更加夯实，公司股权结构稳定



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：信息截至 2023 年一季度末，假设定增顺利发行完成

管理层工作经验丰富，股权激励设定高增长目标。董事长兼总经理季光明先生从业经验丰富，曾任交通部长江航运规划设计院室负责人、工程师，湖北省建筑总承包集团公司岩土基础工程分公司经理，具有较强的项目经验背景，公司管理层其他人员同样具有较丰富的项目和管理经验。公司2023年5月发布新一期股权激励计划，设定较高增长目标，绑定技术总监、副总经理、核心技术人员等共54名核心员工，提升团队凝聚力，同时股权激励设定较高增长目标，彰显公司对未来业务发展的充足信心。

**表1：股权激励设定未来较高增长目标**

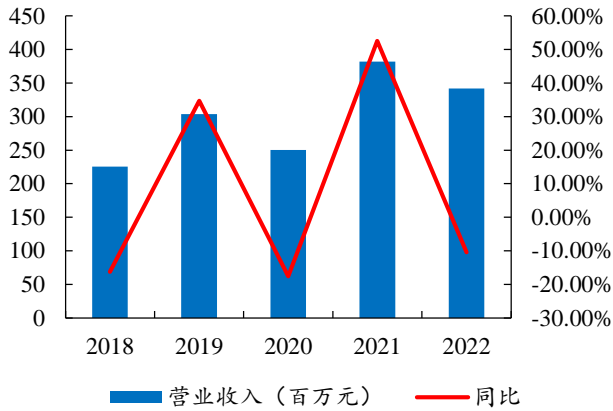
目标 A: 100% 归属	2022 基准	2023	2024	2025
营业收入（百万元）	342.08	530.22	769.68	1009.14
YOY		<b>55.0%</b>	<b>45.2%</b>	<b>31.1%</b>
较基准年		55.0%	125.0%	195.0%
扣非归母净利润（百万元）	20.00	78.00	96.00	150.00
YOY		<b>290.0%</b>	<b>23.1%</b>	<b>56.3%</b>
较基准年		290.0%	380.0%	650.0%
其他项		酒糟业务销量	酒糟业务销量	酒糟业务销量
		不低于 15 万吨	不低于 35 万吨	不低于 50 万吨

目标 B: 80% 归属	2022 基准	2023	2024	2025
营业收入（百万元）	342.08	496.02	667.06	855.20
YOY		<b>45.0%</b>	<b>34.5%</b>	<b>28.2%</b>
较基准年		45.0%	95.0%	150.0%
扣非归母净利润（百万元）	20.00	69.00	88.00	128.00
YOY		<b>245.0%</b>	<b>27.5%</b>	<b>45.5%</b>
较基准年		245.0%	340.0%	540.0%
其他项		酒糟业务销量	酒糟业务销量	酒糟业务销量
		12-15 万吨	28-35 万吨	40-50 万吨

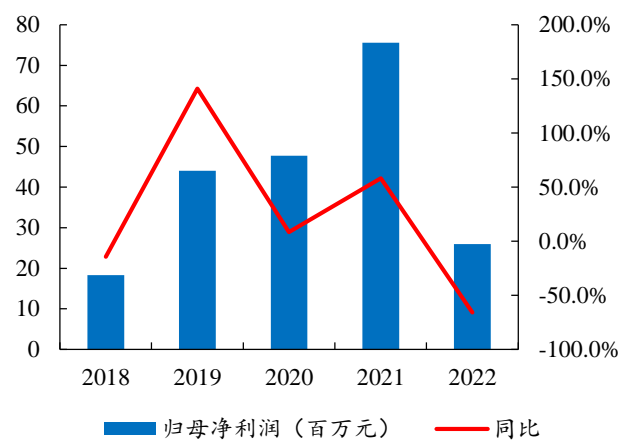
资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：每年股权激励考核完成收入、利润、其他项中任一目标即可解锁

### 1.3、公司业务稳步发展，酒糟资源化业务占比持续提升

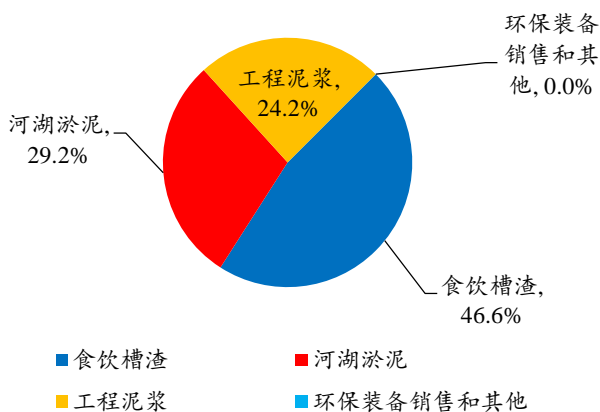
公司收入近年受到疫情影响，有所波动，但整体呈稳步增长趋势。2022年公司实现营收3.42亿元，同比下滑10.5%；归母净利润0.26亿元，同比下滑65.7%。2023年一季度公司实现营收0.56亿元，同比下滑2.4%；归母净利润0.04亿元，同比下滑4.2%，主因疫情影响公司河湖淤泥运营项目存在延迟开工、产能利用率不够等情况，订单落地推迟，项目施工、验收结算进度均受到影响，同时公司发力食品饮料糟渣资源化业务，主动放弃个别回款预期较长的传统工程项目。

**图3：公司营收受疫情影响有所波动**


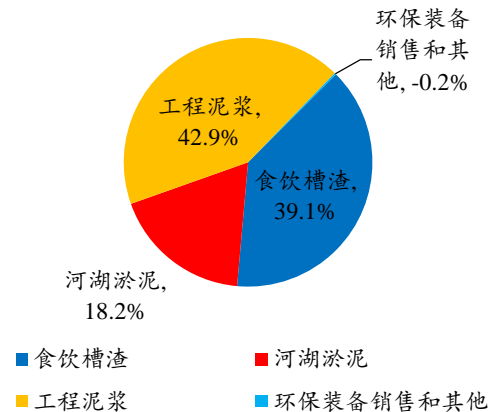
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司净利润变化趋势与营收相似**


数据来源：Wind、开源证券研究所

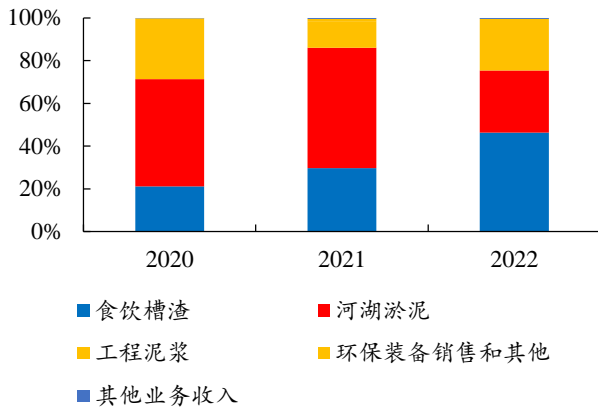
**图5：2022年公司收入结构中食饮槽渣业务已达46.6%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

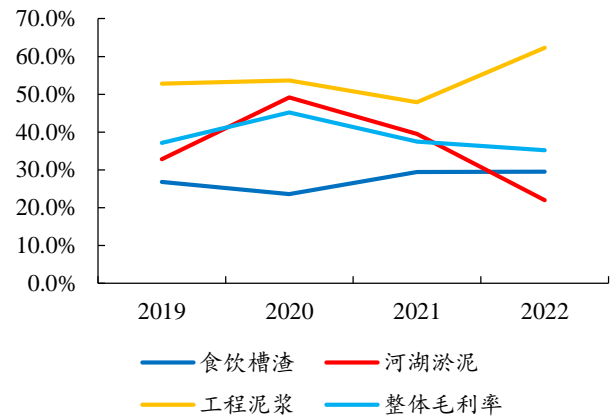
**图6：2022年公司毛利结构中传统环保业务占比较大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

食饮槽渣资源化业务收入占比持续提升，公司整体毛利率水平受疫情影响有所波动，后续有望回升。公司食饮槽渣资源化业务营收占比从2019年的9.0%快速增长至2022年的46.3%，河湖淤泥业务和工程泥浆业务2022年收入占比分别为29.1%、24.1%。公司河湖淤泥毛利率受到疫情影响有所下滑，食饮槽渣和工程泥浆业务毛利率稳中有升，后续随着疫情等宏观影响消散，公司整体毛利率有望回升。

**图7：公司食饮槽渣资源化业务占比持续提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：公司整体毛利率水平收到宏观环境影响有所波动**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、食饮槽渣业务：产品优质需求旺盛，绑定酒企先发布局，持续扩产高速增长

### 2.1、产品：产品营养功能和经济价值高，酒糟资源化业务技术领先

公司酿酒酵母培养物产品为功能性原料饲料，兼具营养价值、功能性价值。公司食饮槽渣资源化业务上游收回白酒厂酒糟废料，通过有机微生物发酵过程，生产出“倍肽德”生物发酵功能性饲料原料，下游销售产品给饲料厂养殖场。公司产品作为酿酒酵母培养物，属于国家饲料原料目录下微生物发酵产品及副产品品类，在使用上根据不同动物不同生长阶段，等量替代 1-8% 豆粕饲料原料。

**表2：传统配合饲料通过配比豆粕、玉米和添加剂达到综合功效**

传统配合饲料	配合饲料中三大核心	功效	路德产品综合功效
根据不同动物不同生长阶段对三大核心进行合理配比，可直接喂养动物	豆粕	蛋白质营养供给原料	兼顾蛋白质、能量、功能性价值，同时具有适口性、豆粕减量替代等价值。
	玉米	能量营养供给原料	
	饲料添加剂	功能性效果，如促进动物生长发育、提高动物机体免疫力、改善畜禽产品质量	

资料来源：美农生物招股书、开源证券研究所

**图9：公司酒糟资源化产品包括“倍肽德”和升级产品“菌福”**


资料来源：公司官网

布局产品升级，酿酒窖底水资源化处理回收，营养价值进一步提升。公司通过技术工艺创新，对酿酒窖底水进行脱毒浓缩处理，将窖底水中具有饲用价值的成分提取，应用到酒糟生物发酵饲料产品中，产出“菌福”系列升级产品，同时降低后续废水处理难度和费用，实现窖底水资源化利用。升级产品有机酸含量达 7% 以上，较升级前产品提升 40%；酸溶蛋白占粗蛋白比例提升至 30% 以上，酸溶蛋白净含量提升 40%，进一步提升蛋白质利用率，营养价值更高有望提升售价。目前公司已布局习湖窖底水项目，同时后续永乐路德项目同样将配套建设窖底水资源化项目。

**表3：公司产品相对其他饲料原料具有营养价值、功能性和成本的综合优势**

	路德产品倍肽德	升级产品菌福	玉米	豆粕	玉米酒精糟 DDGS
粗蛋白	23.4%	>21%	<9.0%	44.2%	27.5%
粗脂肪	7.1%	>5%	<5.3%	1.9%	10.1%
粗纤维	13.3%	<17%	<2.8%	5.9%	6.6%
猪消化能 (kcal/kg)	3030	3030	3440	3370	3430
禽代谢能 (kcal/kg)	2586	2586	3180	2390	2200
钙 (mg/g)	6.31	3.5	1.6	3.3	0.6
磷 (mg/g)	5.5	7.2	3.1	6.2	7.1
B 族维生素 (mg/g)	367.24	>380			
益生菌数 (亿/g)	2.0	>5.0			
酸溶蛋白占粗蛋白	>5%	>7%			
价格 (元/吨)	2600-2700	2800-3000	2700-2800	3800-4100	2700-2800

数据来源：公司公开交流 PPT、中国饲料数据库、Wind、开源证券研究所

对比各项营养指标和价格，公司产品具有综合优势。公司生物发酵饲料产品 2022 年出厂价为 2167.3 元/吨，叠加运费终端价为 2600-2700 元/吨。通过对比公司产品与豆粕、玉米、DDGS 和其他饲料，公司产品在粗蛋白、粗脂肪、矿物质、功能性成分等营养指标以及产品价格方面具有相对优势。多项学术研究结果表明公司产品具有较高营养价值和功能性价值，下游客户综合考虑各因素后通常愿意使用公司产品对传统饲料原料进行部分替代，客户认可度较高。

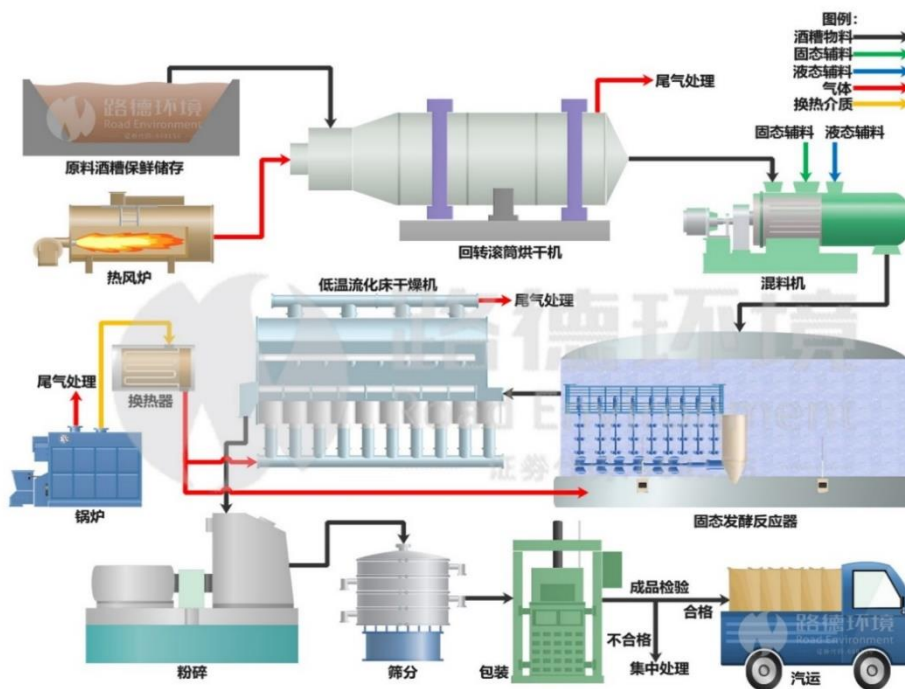


**表4: 多项学术研究结果表明公司产品具有较高营养价值**

期刊名称	研究内容	研究动物	研究结果
《现代农业科技》 2018,(2)244-245	酿酒酵母培养物对杜寒羔羊育肥效果的影响	羊	日粮中添加酵母培养物的试验组比对照组增重效果明显, 试验组羊只日增重比对照组提高 7.17%-16.38%,
《中国畜牧兽医学动物营养学会第十二次动物营养学术研讨会论文集》2016, 362	倍肽德酵母培养物的种公鸡表现代谢能测定	种公鸡	倍肽德酵母培养物的含水量 9.42%, 粗蛋白 25.1%, 总能 18.93MJ/kg; 表现代谢约 10.82MJ/kg)
《动物营养学报》 2018,30(12)41-44	发酵白酒糟对育肥猪血浆生化参数和抗氧化指标的影响	猪	FML 替代部分基础饲料可改版育肥猪的机体代谢和抗氧化能力, 其作用与替代量有关; 其中, 15%替代量可显著改善 75kg 和 110kg 育肥猪的机体氮代谢能力, 增强 60kg 育肥猪的机体抗氧化能力。
《饲料工业》 2020,47(19)111-114	不同水平酿酒酵母发酵白酒糟对蛋鸡生产性能, 蛋品质, 粪便菌群微生物的影响	蛋鸡	产蛋后期饲料中添加 1-2% 发酵白酒糟可提高采食量, 改善生产性能、蛋品质, 提高肠道健康水平, 减少有害菌危害。

资料来源: 公司公开交流 PPT、开源证券研究所

**图10: 公司食饮糟渣资源化业务工艺流程较复杂**



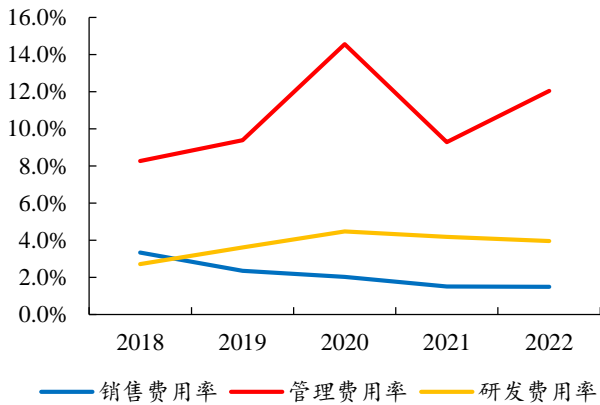
有机糟渣微生物固态发酵技术工艺流程图

资料来源: 公司公告

多年技术积累, 专利壁垒深厚。公司通过多年对有机糟渣持续进行技术研究,

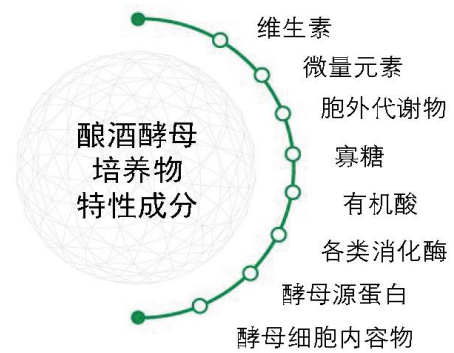
形成了有机糟渣微生物固态发酵核心自主知识产权技术体系，包括自主集成的定制设备系统、连续多级低温干燥、自主选育的酵母发酵菌种、专一性酶降解、白酒糟高浓度滤液收集及利用等各个工艺环节，公司在核心技术体系下已获得授权的专利31项（其中发明专利5项），在申请专利20余项（其中发明专利10余项）。从研发费用率看，公司近年不断投入研发，研发费用率占比保持4%左右，2022年公司研发支出达1351万元。

图11：公司过去3年研发费用率占比4%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司酿酒酵母培养物产品含有多种营养

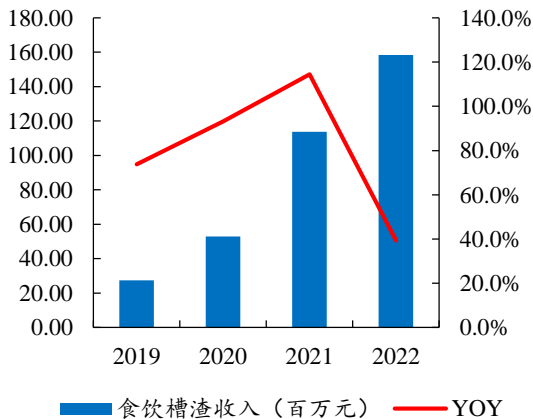


资料来源：公司官网

## 2.2、需求：产品销售快速增长，下游客户需求旺盛，蓝海市场空间广阔

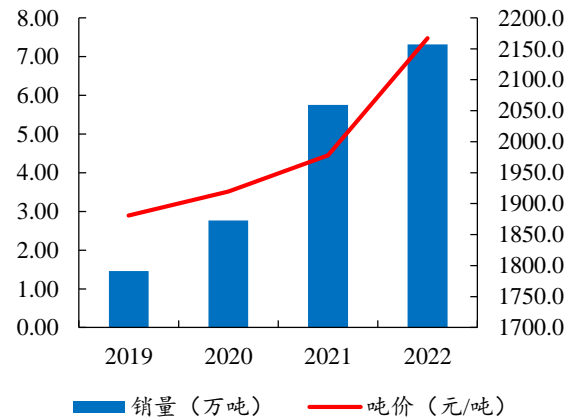
公司食饮糟渣业务持续增长，量价齐升，供不应求。公司食饮糟渣业务近4年快速发展，2022年该板块收入增速达39.4%，销量从2019年的1.46万吨提升至2022年的7.31万吨，吨价从2019年的1880.8元/吨提升至2022年的2167.3元/吨，呈现出量价齐升，供不应求趋势。

图13：公司食饮糟渣业务收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：公司食饮糟渣业务产品量价齐升

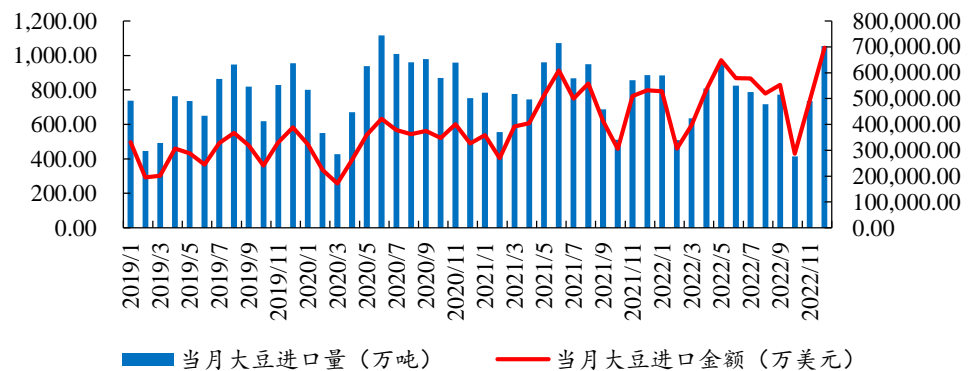


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司产品质量优异，得到大型养殖企业和饲料企业认可，客户粘性较高。经过2-3年时间产品推广和客户培育，公司目前下游客户包括澳华集团、新希望集团、现代牧业等国内大型养殖企业，产品供不应求。大型养殖企业对饲料质量和经济效益通常非常敏感，有严格的试用和认证过程，以保证动物安全和饲养效率。公司产品的经济价值、营养价值目前已得到下游大型养殖企业和饲料企业认可，顺利进入客户供应商名录，订单量大，具有较高的客户粘性。

国内粮食安全背景下，豆粕减量替代提升公司产品需求。我国作为人口大国，多年以来大豆进口量大，而粮食安全问题关系到国计民生，过去几年豆粕玉米价格呈上涨趋势，饲料价格上涨导致养殖企业利润承压，在配合饲料中使用公司产品对豆粕减量替代可有效帮助养殖企业降本增效。2021年农业农村部公布的《猪鸡饲料中玉米豆粕减量替代技术方案》中，明确提出采用生物发酵等方式，处理杂粕和槽渣类副产品等原料，能够降解抗营养因子，增加有益微生物，产生部分有机酸和酶类，实现养分预消化，可提高其在饲料中的添加比例。

图15：国内大豆进口对外依存度较高



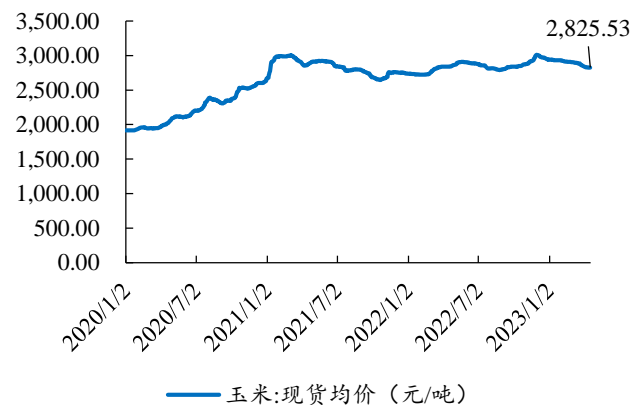
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：豆粕价格过去3年呈波动上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：玉米价格过去3年呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

国家禁抗政策要求，推动企业对替抗产品需求提升。过去动物养殖杀灭有害细菌通常喂饲抗生素产品，但抗生素残留、耐药性等问题对动物和人体健康存在较大威胁，2021年农业农村部公告要求全面禁抗。根据《饲料工业》文献的研究，饲料中添加酵母培养物可以有效滋养定植在动物胃肠道内的微生物，刺激动物的新陈代谢过程，进而达到提高动物饲料利用率和维持消化道微生态稳定的目的。为了维持营养物质利用效率和动物生产性能，下游企业对能够替代抗生素且安全健康的微生物发酵饲料原料产生较大需求。

**表5：政府部门各项政策出台助力下游需求增长**

时间	部门	政策内容
2023.4	农业农村部	《饲用豆粕减量替代三年行动方案》
2022.9	农业农村部	召开豆粕减量替代工作推进会
2021.7	农业农村部	第194号公告，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品。
2021.3	农业农村部	《猪鸡饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》
2020.9	国务院	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》
2018.7	农业农村部	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案(2021-2025年)》

资料来源：国务院、农业农村部、开源证券研究所

根据我们测算，公司食饮槽渣业务2022年潜在市场需求量约为1200万吨，潜在市场空间约250亿元。根据公司披露的各个品种推荐平均添加比例，测算出公司2021-2022年产品潜在需求和潜在市场空间稳步增长，公司2022年酿酒酵母培养物产品约7.3万吨销量，仍有广阔蓝海市场等待挖掘。

**表6：测算公司产品市场空间广阔**

饲料品种	2021年产量(万吨)	2022年产量(万吨)	各类饲料平均添加比例
猪类饲料	13076.5	13579.5	5%
蛋禽饲料	3231.4	3210.9	2%
肉禽饲料	8909.6	8925.4	2%
水产饲料	2293.0	2525.7	8%
反刍饲料	1480.3	1616.8	5%
产品理论需求量	1154.1	1204.6	
产品均价(元/吨)	1977.9	2167.3	
潜在市场空间(亿元)	228.27	261.07	

数据来源：Wind、饲料工业协会、公司公开交流PPT、开源证券研究所

## 2.3、供给：头部酒企持续扩产，绑定原料壁垒深厚，项目落地高速成长

### 2.3.1、政府政策支持，酒企布局扩产，供给端持续扩张

上游白酒行业高质量发展，头部白酒企业规划增产。根据国家统计局数据，2021年我国白酒产量715.6万千升，总产量近年逐步萎缩，但产业集中度持续提升，2021年白酒上市公司十强实现总产量近162万千升，占全行业约五分之一。梳理国内头部白酒企业未来扩产计划，各香型头部品牌企业均有激进投产计划，为品牌酒企未来高质量发展保驾护航。

2022年4月，五粮液生态酿酒项目揭牌，稳步推进五粮液“打造零碳酒企”公司战略；剑南春大唐国酒生态园酿酒工程落地，对剑南春现有废水处理中心进行扩建改造。随着头部白酒企业扩产，上游酒企对环保处理要求同样不断提升，为路德环境业务发展带来更多机会。

表7：国内多家白酒企业规划投资扩产

酒企	2021 产能(万吨)	2022-2023 投产 (万吨)	中长期规划 (万吨)	投资金额(亿元)	
酱香型	贵州茅台+系列酒	5.6+3.0	6+5	10+10	
	四川郎酒	4.5	6	10	
	贵州习酒	2.3	5.0	10	
	贵州珍酒	2	3.5	10	
	贵州安酒	2	2.7	5	
	贵州金沙窖酒	2	2.5	5	
	川酒集团	1.5	2	5	
	劲牌酱酒	1.3	2	3	
	四川仙谭酒厂	2	2	3	
	贵州国台酒	1	1.7	5.6	
浓香型	五粮液	10.6	14.6	25	200+
	泸州老窖	17		25	47.83
	舍得	4.27		10.27	
	古井贡酒	10.99		16.65	83.84
	今世缘	6.7		9.38	90.76
	洋河	20.21		30.21	
清香	山西汾酒	18		23.1	91.02

数据来源：酒业家公众号、云酒头条公众号、开源证券研究所

政府部门支持白酒企业高质量发展。名牌白酒企业的高质量发展同样得到各级政府部门支持，川黔两省作为国内白酒核心产区，各地方政府均把未来支持白酒企业发展，提升白酒企业产能列入当地“十四五”规划。

**表8：政府部门出台各项政策鼓励白酒企业稳步发展**

时间	部门	文件	相关内容
2022.1	国务院	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2号）	发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地。
2023.3	工信部等十一部门	《关于培育传统优势食品产区 and 地方特色食品产业的指导意见》	“酒糟高值化综合利用技术”被列为技术工艺及装备提升重点方向。
2021.1	四川省政府	川酒“十四五”发展蓝图	继续打造成都、德阳、泸州、宜宾“四大主产区”，支持泸州、宜宾培育世界级优质白酒产业集群，实施“倍增翻番”奖励计划。
2021.2	贵州省政府	贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	进一步做强做优白酒产业，稳步扩大酱香型白酒产能，加强酿酒原料基地建设。到2025年，白酒产量达到60万千升，白酒产业产值达到2500亿元
2021.11	仁怀市政府	仁怀市“十四五”规划纲要	到2025年，仁怀市酱香酒产量力争达到50万吨，销售收入超过2000亿元。
2022.7	古蔺县政府	《古蔺县白酒产业高质量发展“十四五”规划》	力争到2025年实现白酒产能达到17万吨。
2021.8	习水县政府	习水县“十四五”规划纲要	到2025年，白酒产能突破20万千升，产值达到380亿元。优先支持习酒公司、茅台201厂实现百亿目标；支持小糊涂仙、贵州安酒、贵州洞酿洞藏酒突破十亿大关。
2022.4	金沙县政府	《金沙县“十四五”工业发展专项规划》	2025年，金沙县白酒产业年产值达100亿元以上，实现基酒年产能8万吨以上，支持金沙酒业成长为100亿级龙头企业、上市企业。

资料来源：路德环境官方公众号、各政府部门官网、开源证券研究所

### 2.3.2、项目优质，壁垒深厚，绑定核心酒企，保障原料供应

公司食饮糟渣业务能够帮助上游酒企解决酒糟处理痛点。上游白酒企业的持续扩产也带来了酒糟处理需求的扩张，但传统白酒企业酒糟处理方法具有环境污染、流程繁琐、经济性差等多项缺陷。白酒糟渣含水量高，禁止高速公路运输，同时易腐坏变质，产生环境污染，另外头部酒企产量大，丢糟量大，对下游配套企业规模化收糟处理要求更高。路德环境的食饮糟渣处理业务作为酒企环保配套产业，公司项目近地布局、酒糟处理量大，能够帮助白酒企业解决多项痛点，上游白酒企业更愿意将酒糟废料交给公司处理，从而确保公司上游原材料稳定。

表9: 路德环境解决酒企酒糟处理痛点

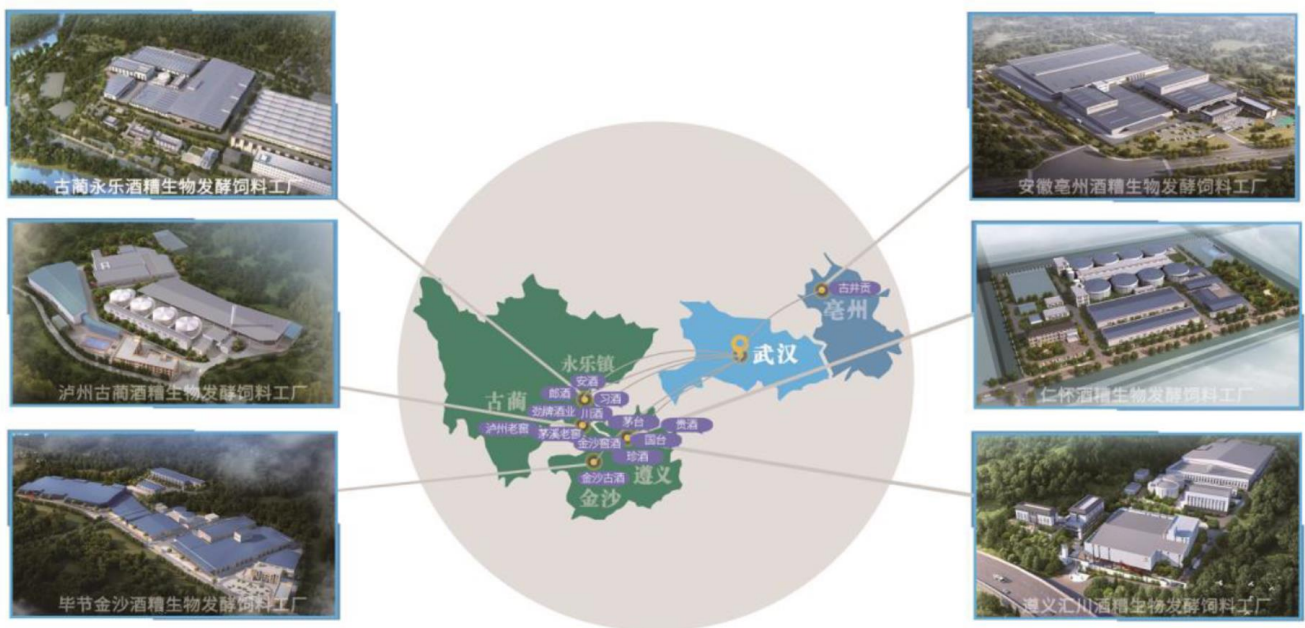
白酒企业痛点	路德环境优势
废酒糟须快速处理, 保证下轮产酒	酒糟处理项目布局地理贴近酒企
每次丢糟招投标, 小糟粉厂处理量不够持续稳定	大规模且持续稳定收糟处理
监管环保考核趋严, 酒企社会责任提升	变废为宝, 绿色生态, 提升酒企 ESG 评分

资料来源: 开源证券研究所

**先发布局, 壁垒深厚, 绑定核心酒企。**公司食饮糟渣业务项目主要布局川黔区域赤水河流域, 具有一定区位壁垒。2022 年古蔺路德项目技改产能提升后达产 7 万吨, 为公司业务发展打下坚实基础, 目前公司现有项目储备中金沙路德、遵义路德、永乐路德、仁怀路德均布局赤水河流域, 贴近酱香型白酒核心产区布局, 与金沙、珍酒、郎酒签订长期合作协议; 另外公司 2022 年 8 月公告与安徽亳州市政府、古井贡酒签订合作协议, 配套古井贡酒智能园区建设项目, 打开浓香型白酒合作空间。

川黔交界区域地貌环境复杂多山, 工业用地指标稀缺, 审批较难, 路德环境在项目落地执行力上具有行业领先经验, 同时能够帮助酒企解决自身痛点, 项目均为酒企产酒配套工程, 大规模酒糟处理项目资本开支较大, 酒企更换合作商的转换成本很高, 因此**双方合作通常签订多年长期保量协议**, 另外时常引入当地政府以小股东或其他形式介入项目合作, 公司项目落地为当地政府部门就业税收带来红利, 同时保障酒糟处理项目的长期运营稳定性, 而这种深度绑定的合作方式也为路德环境的食饮糟渣业务带来运营深厚壁垒。

图18: 公司赤水河流域布局多个项目, 靠近多家酒企, 亳州项目贴近古井贡酒, 地理区位优势明显



资料来源: 公司公开交流 PPT

### 2.3.3、公司产能规划亮眼，竞争格局优异，成长空间广阔

公司在手项目储备丰富，持续推进落地，产能快速扩张。根据公司公告和各地方政府官网，2022年公司古蔺路德项目已顺利达产7万吨产能，项目酒糟处理量17.5万吨。金沙路德项目在疫情解封后快速推进，2022年底已收糟超10万吨，2023年上半年可顺利投产，规划产能15万吨，酒糟处理量37.5万吨。遵义路德项目稳步推进，2023年3月项目政府公示已完成，产能规划8万吨，酒糟处理量20万吨，预计四季度投产。永乐路德项目作为古蔺二基地，2022年10月与古蔺县政府签约，收储辐射将扩大至古蔺县东北部、仁怀市北部、习水县区域，产能规划10万吨，酒糟处理量25万吨，拟于2023年底前建成产线。亳州路德项目于2022年8月与安徽亳州市政府、古井贡酒签订合作协议，规划产能12万吨，酒糟处理量36万吨，预计2023年底建成。

**表10：公司食饮糟渣业务项目储备丰富，未来2-3年持续落地高速扩产**

项目名称	产能 (万吨)	酒糟处理量 (万吨)	地理位置	附近酒厂	规划进度
古蔺路德	7	17.5	四川省泸州市古蔺县 东南部	附近大量中小酱酒厂	2015年8月建成，逐步增加产能，总投资1.4亿元， <b>2022年7万吨已达产。</b>
金沙路德	15	37.5	贵州省毕节市金沙县	金沙、摘要等	2021年10月与金沙县经开区管委会签约，2亿投资，年产15万吨，一期10万吨，二期5万吨，金沙路德2022年底糟库已收糟超过10万吨， <b>2023年3月顺利完成试产，4月取得生产许可证。</b>
遵义路德	8	20	贵州省遵义市汇川区	珍酒、董酒等	2022年初与遵义市汇川区政府签约，因疫情延期，一期1亿元，产能5万吨，二期0.5亿元，产能3万吨，2023年3月项目公示已通过，根据与政府部门签署的协议，自土地交付使用后9个月内需完成建设并投产， <b>2023年2月土地摘牌，预计四季度建成。</b>
永乐路德/ 古蔺2期	10	25	四川省泸州市古蔺县 北部永乐街道	郎酒、习酒、安酒、 川酒集团等	2022年10月与古蔺县人民政府合资建设集酒糟与酿酒废水综合处理于一体的循环经济产业园配套项目，总投资3亿，产能10万吨，处理酿酒废水1千吨/天。 <b>2023年2月设立，拟于2023年底前建成产线。</b>
亳州路德	12	36	安徽省亳州市	古井贡酒	2022年8月与亳州市政府、古井贡酒签约，总投资2.5亿元，年产12万吨。 <b>2023年3月已获得环评批复，预计2023年12月底竣工。</b>
仁怀路德			贵州省遵义市仁怀市	国台等	因土地规划问题暂缓，持续跟进中。通过仁怀水投切入酿酒废水处理，布局生产升级产品“葡福”。
合计	52	136			

资料来源：公司官网、公司公开交流PPT、各地方政府官网、开源证券研究所



赤水河区域项目布局先发优势显著，多重壁垒下单寡头竞争格局优异。根据酒业家公布的数据，2022年酱酒产能约70万吨，未来几年将稳步扩产。酱酒工艺的酿酒周期为一年，端午制曲、重阳下沙，通常第二年8月集中丢糟，因此公司项目通常优先建设糟库用于存储酒糟，优先帮助酱酒企业处理丢糟，酱酒酒糟量通常为酒产量3倍，而公司酒糟饲料产量通常为酒糟量0.4倍，根据测算，预计2024年酱酒酒糟饲料理论市场空间将提升至21亿左右，而公司川黔区域项目全部落地后，2024年在酱酒酒糟处理市占率将达到40%左右，公司在酱酒酒糟资源化业务方面单寡头竞争格局优异，在多重壁垒下其他企业难以进入。

**表11：测算酱酒酒糟处理市占率及酱酒糟处理需求，公司理论市场空间广阔**

	2021	2022	2023E	2024E
酱香型（万千升）	60	70	75-80	80-85
酱酒酒糟产量（万吨）	180	210	225-240	240-255
公司酱酒项目产能（万吨）	5.3	7	22	40
公司酒糟处理量	11	15	52	97
公司酒糟处理市占率	6.1%	7.1%	21.7%-23.1%	38.0%-40.4%
理论可产酒糟饲料产品量 （万吨）	72	84	90-96	96-102
产品均价（元/吨）	1977.9	2134.5	2134.5	2134.5
理论市场空间	14.2	17.9	19.2-20.5	20.5-21.8

数据来源：公司公告、酒业家公众号、开源证券研究所 注：酱酒酒糟量通常为酒产量3倍，而酒糟饲料产量通常为酒糟量0.4倍。

古井贡酒合作项目切入浓香型酒企，蓝海市场空间广阔。公司2022年8月与安徽亳州市政府、古井贡酒达成合作，拟投资2.5亿元，建设年产12万吨酒糟生物发酵饲料项目，标志着公司从酱香型酒糟到浓香型酒糟资源化应用的重大突破。浓香型白酒酒糟蛋白质含量通常较酱香型酒糟更低，而公司在该项目下同样采取长单锁量方式深度绑定古井贡酒，另外该项目在产品升级、工艺创新和成本节约上将有多突破，以保证亳州路德项目更高效运营。

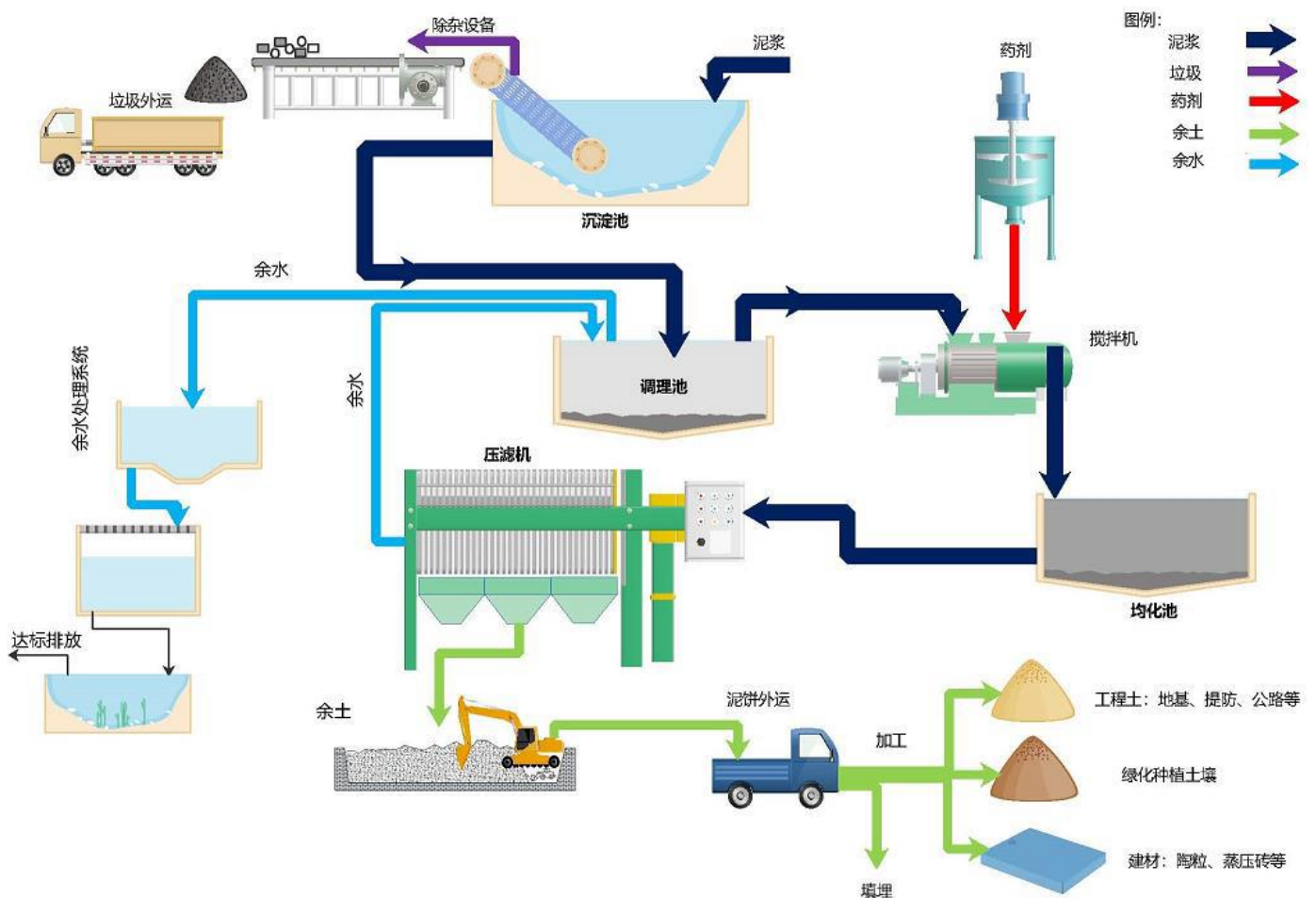
国内浓香型酒企数量多，产量大，预计占国内白酒产量一半左右，2022年白酒总产量671.2万吨，保守估计国内浓香型酒企产量约330多万吨，则对应理论浓香型酒糟处理需求量约1000万吨，公司凭借多年技术积累、优秀的项目谈判能力和行业内的先发优势，顺利切入浓香型酒企酒糟资源化合作项目，为公司未来在蓝海市场成长打下坚实基础，我们预计公司将凭借自身优势持续落地更多酒企合作项目，保障公司远期持续成长。

### 3、传统淤泥及泥浆处理业务：稳步恢复，持续成长

#### 3.1、传统业务收入占比下降，宏观因素下有所波动

公司传统环保业务包括河湖淤泥处理业务和工程泥浆处理业务。商业模式上公司通过各个地方政府招投标平台或合作伙伴介绍等渠道获取项目信息，通过项目经验宣讲、主动对接沟通、邀请客户参观等方式，参与项目公开招标和项目磋商，获取项目订单。获取订单后，公司投资建设固化处理中心并配置处理设备，提供脱水固化处理服务，该商业模式运营时间长、处理量大、区域集中、项目复制性强。河湖淤泥业务根据项目实际处理立方数以及合同约定单价收取处理费用，每月确认。工程泥浆业务根据实际泥浆收纳量及合同约定单价进行结算。

图19：公司河湖淤泥和工程泥浆处理服务业务具有一定技术门槛

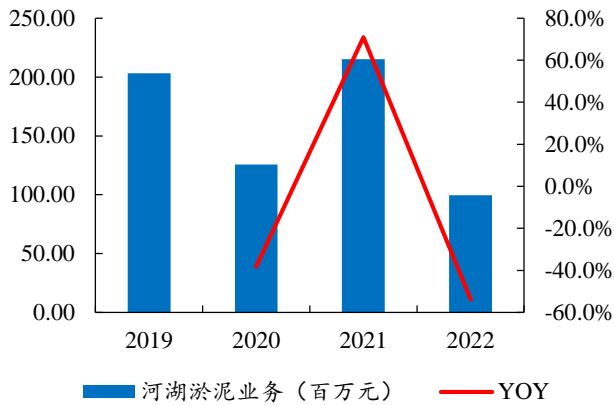


资料来源：公司公告

传统环保业务近年受到宏观因素影响有所波动。河湖淤泥处理业务，2022 年疫情传播封控等宏观外部因素较复杂，各个项目施工、验收、结算等多环节均受到不同程度影响，另外公司布局业务结构转型升级，加大食饮槽渣资源化业务布局和投入，为确保资金效率，公司对部分回款预期较长项目主动放弃，2022 年度该业务收入有所下降。

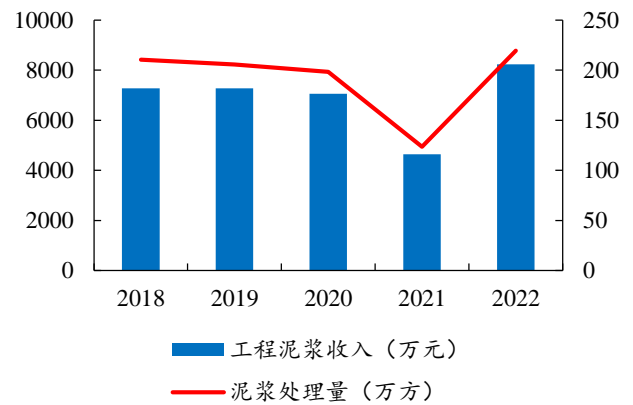
工程泥浆处理服务主要为绍兴柯桥项目贡献，受到 2021 年房地产行业低迷，开工率较低影响和疫情等宏观因素影响，有所下滑，2022 年受到绍兴地区基建行业复苏的影响，业务迎来明显恢复，未来将保持平稳运行。

图20：公司河湖淤泥业务近 4 年波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司工程泥浆业务 2022 年恢复较好

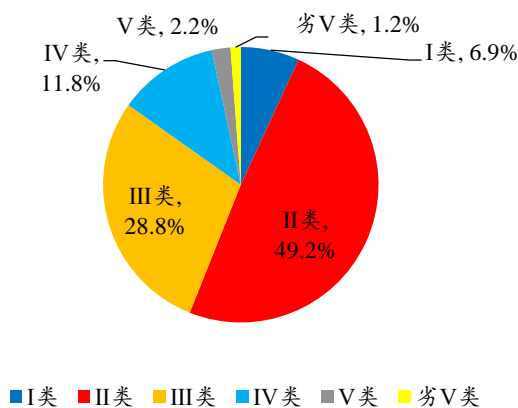


数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

### 3.2、双轮驱动布局，传统业务稳步成长

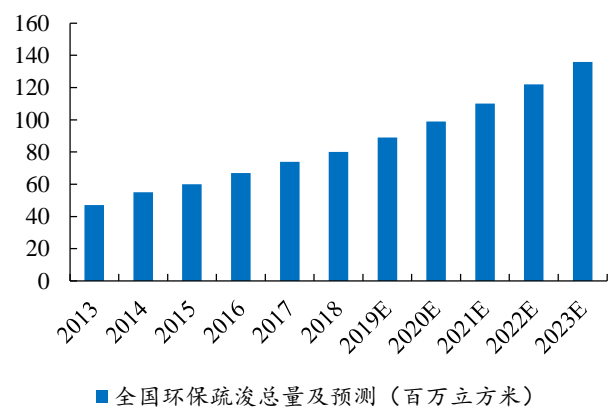
国内环保产业政策趋严，业务空间广阔。我国国土面积广阔，河湖众多，同时城市化进程快速发展，多年以来积累大量水质污染和建筑垃圾问题。在二十大报告中明确指出，统筹水资源、水环境、水生态治理，推动重要江河湖库生态保护治理，基本消除城市黑臭水体。在“十四五”规划中，“十四五”规划中明确提出建筑垃圾综合利用率达到 50% 目标，根据中国循环经济协会的数据，2020 年国内建筑垃圾资源化率不足 10%，公司传统环保业务空间仍然广阔。

图22：2021 年国内地表水质Ⅳ类-劣Ⅴ类占比 15.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：全国环保疏浚总量持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

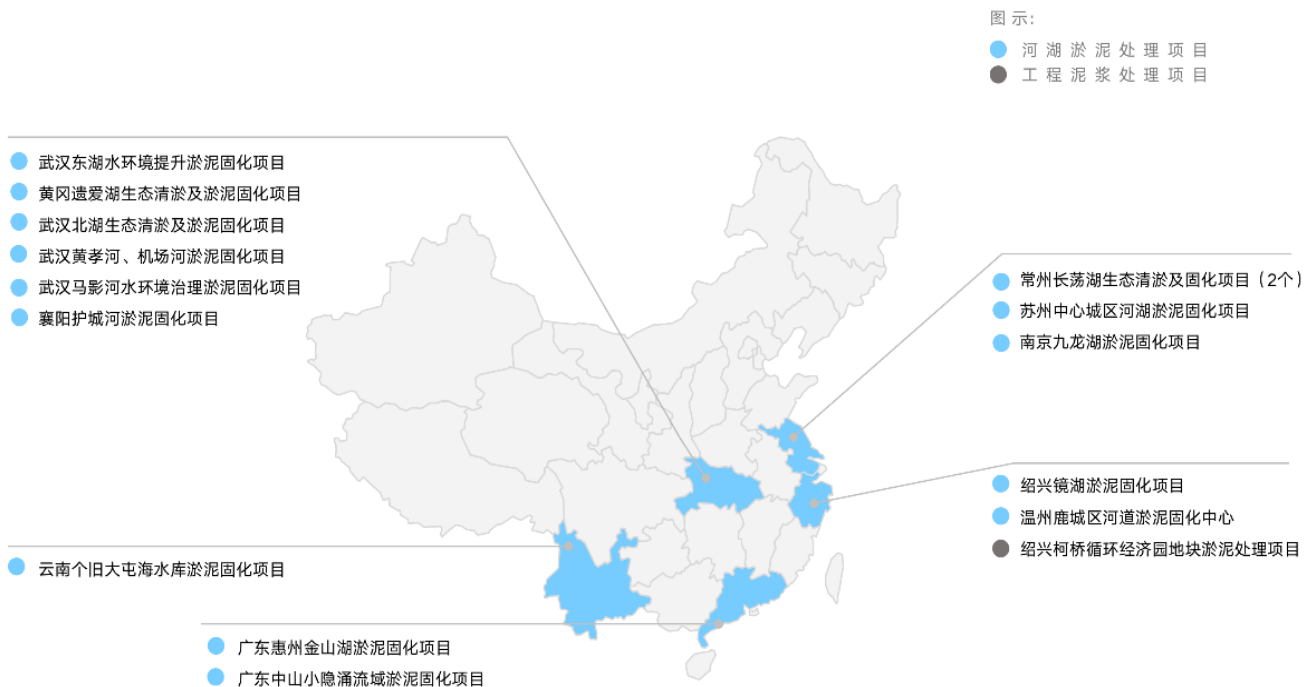
传统环保业务是公司双轮驱动产业布局的重要环节，稳步推进持续成长。公司在行业内积累了多年经验，培养出大量专业技术人才，树立起一定品牌力和知名度，行业内尚未形成全国性的竞争市场，集中度较低。目前宏观环境造成的业务波动已逐步缓解，未来公司将持续开拓，争取更多运营期长、资金保障强的优质项目，同时与三峡集团等大型央企合作，加强应收账款管理，确保公司经营现金流稳健。2023年4月，公司成功新中标江西省九江市中心城区水环境系统综合治理二期项目，项目对九江市内甘棠湖、南门湖进行清淤治理。

表12：2019年以来公司河湖淤泥业务前五大项目收入占比较高

年份	前五大项目收入 (万元)	占比	前五大项目
2019	16063.1	79.1%	武汉青山、襄阳襄城、常州金坛、绍兴钱清、温州瓯海
2020	11104.4	88.3%	常州金坛二三期、云南个旧、南京九龙湖、武汉马影河、温州瓯海
2021	16470.1	76.6%	黄冈遗爱湖、云南个旧、惠州金山湖、中山小隐涌、温州鹿城
2022Q1-3	7406.8	94.9%	襄阳排水管网、山西太原龙潭公园、武汉东湖水质提升、襄阳车城湖、云南个旧

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司河湖淤泥和工程泥浆处理服务业务项目主要分布在华中华东区域



数据来源：路德环境2017年及以后所承揽的主要项目

资料来源：公司2021年报

#### 4、盈利预测与投资建议

公司食品饮料槽渣业务发展迅速，各项目稳步推进落地，产能持续扩张，产销率自 2019 年以来保持 100% 以上，下游需求旺盛，在手订单充裕，预计公司食饮槽渣业务产品销量未来跟随产能释放快速增长。

**表13：预计公司食饮槽渣业务各项目对应销量快速增长**

单位：万吨	2021	2022	2023E	2024E	2025E
古蔺路德项目	5.75	7.3	8.0	8.0	7.0
金沙路德项目			9.0	10.0	15.0
遵义路德项目				5.0	8.0
亳州路德项目				7.0	12.0
永乐路德（古蔺二期）				5.0	10.0
总销量	5.75	7.3	17.0	35.0	52.0

数据来源：公司公开交流 PPT、开源证券研究所

食饮槽渣产品自 2019 年以来单吨售价稳步提升，跟随 2022 年豆粕玉米价格保持上升趋势，自 2022 年 12 月以来豆粕价格呈现下降趋势，玉米价格稳中有降，而公司 2023 年 3 月通过互动平台回复投资者称产品价格未下降，侧面证明公司产品性价比获得下游客户认可，相对目前 4300 元左右/吨的豆粕，公司产品终端价约 2600-2700 元，仍有一定价格优势，另外公司升级产品藜福已开始试销，预计 2023 年公司产品仍有一定提价空间。

**表14：公司食饮槽渣业务吨价 2019 年以来稳步提升**

	2019	2020	2021	2022
食饮槽渣业务收入（百万元）	27.43	53.00	113.68	158.43
销量（万吨）	1.46	2.76	5.75	7.31
吨价（元/吨）	1880.8	1919.5	1977.9	2167.3
吨价 YOY		2.06%	3.04%	9.57%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

传统业务方面，河湖淤泥业务随着疫情传播封控等宏观外部因素影响消退，公司原有项目将恢复正常运行，同时公司更加聚焦回款优质项目，2023 年 4 月已公布中标九江两湖项目，未来将稳步增长。工程泥浆业务主要为绍兴柯桥项目贡献，2022 年绍兴区域基建行业复苏，公司业务明显恢复，未来将保持平稳运营。

毛利率方面，食饮槽渣资源化业务发展迅速，下游需求仍然旺盛，在 2023 年一季度替代品豆粕降价趋势下，公司产品维持均价，2023 年 4 月豆粕价格反弹向上，预计仍有一定提价空间；传统业务方面随着宏观环境明显好转，应收账款减值将明显减少，毛利率预计恢复正常。我们预测公司 2023-2025 年整体毛利率为 36.33%、35.55%、34.68%。费用方面，随着新项目落地投产产生收入，预计管理费用率及研发费用率呈下降趋势，另外随着直销占比提升，预计公司销售费用率呈稳中有升趋势。

**表15: 收入分项预测, 食饮槽渣业务贡献较大增量**

		2022A	2023E	2024E	2025E
食饮槽渣	收入 (百万元)	158.43	379.49	796.94	1184.02
	YOY	39.36%	139.5%	110.00%	48.57%
	毛利率	29.52%	31.58%	32.92%	32.92%
河湖淤泥	收入 (百万元)	99.46	99.46	119.36	155.16
	YOY	-53.76%	0.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	21.96%	34.77%	36.16%	34.56%
工程泥浆	收入 (百万元)	82.43	84.08	84.08	84.08
	YOY	77.38%	2.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	62.28%	59.62%	59.62%	59.62%
整体营收	收入 (百万元)	342.08	563.03	1000.37	1423.26
	YOY	-10.45%	64.6%	77.67%	42.27%
	毛利率	35.17%	36.33%	35.55%	34.68%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

路德环境公司业务从传统环保转型食品饮料槽渣资源化业务, 新业务上游为白酒头部企业, 下游为大型饲料企业和养殖企业, 新产品作为饲料原料同时具有营养价值、功能性价值和经济价值的综合优势。我们采用分部估值法, 从不同角度选取公司业务可比企业, 可发现 2024 年公司食饮槽渣业务可比企业平均估值为 20.8 倍, 而路德环境扣除传统环保业务, 食饮槽渣业务当前估值 18.3 倍, 低于平均水平。

**表16: 可比公司估值表**

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	1691.00	2124.23	58.84	69.44	80.88	28.7	24.4	20.9
603739.SH	蔚蓝生物	13.26	3.35	0.55	0.62	0.69	24.1	21.4	19.2
002311.SZ	海大集团	49.86	82.95	2.29	2.99	3.63	21.8	16.7	13.7
	平均值						24.9	20.8	18.0
300388.SZ	节能国祯	7.39	5.17	0.65	0.72	0.78	11.4	10.3	9.5
603588.SH	高能环境	9.50	14.49	0.75	0.96	1.17	12.7	9.9	8.1
	平均值						12.0	10.1	8.8
688156.SH	路德环境	34.96	3.23	0.95	1.91	2.67	37.0	18.3	13.1

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、路德环境扣除传统环保业务(约 2.3 亿市值), 计算食饮槽渣业务 2024 年估值约 18.3 倍 PE  
 2、除贵州茅台、路德环境、海大集团外, 其他公司均使用 Wind 一致预期  
 3、股价日期 2023 年 5 月 18 日

投资建议: 综上所述, 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 5.6、10.0、14.2 亿元, 同比增长 64.6%、77.7%、42.3%; 归母净利润分别为 0.9、1.8、2.5 亿元, 同比增长 237.0%、102.0%、39.7%; 对应 EPS 分别为 1.0、1.9、2.7 元, 当前股价对应 PE 分别为 37.0、18.3、13.1 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 5、风险提示

原材料涨价风险，竞争格局加剧风险，项目落地不及预期风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	741	768	723	1190	1579
现金	349	259	427	759	1079
应收票据及应收账款	263	285	0	0	0
其他应收款	12	31	41	87	95
预付账款	12	14	30	48	62
存货	26	49	73	147	169
其他流动资产	78	129	154	150	173
<b>非流动资产</b>	263	429	565	824	1052
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	180	215	357	602	810
无形资产	59	57	61	67	74
其他非流动资产	24	156	147	156	168
<b>资产总计</b>	1005	1197	1288	2014	2631
<b>流动负债</b>	188	275	275	807	1147
短期借款	34	80	189	701	1028
应付票据及应付账款	106	139	0	0	0
其他流动负债	48	57	86	106	119
<b>非流动负债</b>	3	90	77	69	59
长期借款	0	88	75	66	56
其他非流动负债	3	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	191	366	352	876	1206
少数股东权益	43	56	74	111	166
股本	92	92	92	92	92
资本公积	471	477	477	477	477
留存收益	207	205	290	454	697
<b>归属母公司股东权益</b>	770	775	862	1027	1259
<b>负债和股东权益</b>	1005	1197	1288	2014	2631

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	45	3	224	165	356
净利润	79	39	105	214	301
折旧摊销	32	34	33	57	88
财务费用	-2	-2	6	16	30
投资损失	-5	-5	-3	-4	-4
营运资金变动	-74	-79	95	-96	-26
其他经营现金流	13	17	-11	-23	-33
<b>投资活动现金流</b>	-113	-213	-165	-313	-310
资本支出	59	149	168	317	315
长期投资	-61	-57	0	0	0
其他投资现金流	7	-6	3	4	5
<b>筹资活动现金流</b>	-6	109	-1	-33	-52
短期借款	14	46	109	513	327
长期借款	0	88	-13	-8	-10
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	-96	-537	-369
<b>现金净增加额</b>	-74	-101	59	-181	-6

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	382	342	563	1000	1423
营业成本	239	222	358	645	930
营业税金及附加	2	2	4	7	9
营业费用	6	5	10	13	18
管理费用	35	41	61	72	83
研发费用	16	14	17	24	34
财务费用	-2	-2	6	16	30
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
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	3	4	4
资产处置收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	86	51	124	254	359
营业外收入	4	0	3	3	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	90	50	126	256	361
所得税	10	11	21	42	60
<b>净利润</b>	79	39	105	214	301
少数股东损益	4	13	17	38	55
<b>归属母公司净利润</b>	76	26	87	177	247
EBITDA	114	86	160	326	477
EPS(元)	0.82	0.28	0.95	1.91	2.67

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	52.6	-10.5	64.6	77.7	42.3
营业利润(%)	39.7	-41.0	143.4	105.1	41.6
归属于母公司净利润(%)	58.2	-65.7	237.0	102.0	39.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.4	35.2	36.3	35.5	34.7
净利率(%)	19.8	7.6	15.5	17.6	17.3
ROE(%)	9.8	4.7	11.2	18.8	21.2
ROIC(%)	8.9	4.4	9.3	12.4	13.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.0	30.6	27.3	43.5	45.8
净负债比率(%)	-38.4	-10.7	-15.2	2.9	2.2
流动比率	3.9	2.8	2.6	1.5	1.4
速动比率	3.7	2.5	2.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.8	1.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.8	2.0	6.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.28	0.95	1.91	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.04	2.43	1.78	3.86
每股净资产(最新摊薄)	8.34	8.39	9.33	11.12	13.63
<b>估值比率</b>					
P/E	42.8	124.6	37.0	18.3	13.1
P/B	4.2	4.2	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	25.5	35.7	19.0	10.0	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn