

增持 (维持)

路德环境 (688156)

饲料业务强劲增长，股权激励彰显信心

2023年05月03日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	33.60
总股本(百万股)	92.37
流通股本(百万股)	71.32
净资产(百万元)	777.23
总资产(百万元)	1195.41
每股净资产(元)	8.41

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《路德环境：乘风而行，酒糟资源化龙头开启新征途》2023-01-04

分析师:

金旻

jinhm@xyzq.com.cn
S0190521080003

蔡屹

caiyi@xyzq.com.cn
S0190518030002

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 22 年总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 3.42/0.26/0.20 亿元, 同比-10.45%/-65.68%/-69.33%, 其中 22Q4 总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.12/0.03/0.01 亿元, 同比-23.13%/-91.07%/-97.26%。23Q1 总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 0.56/0.04/0.03 亿元, 同比-2.39%/-4.21%/-21.97%。
- **22 年白酒糟生物发酵饲料稳健增长, 河湖淤泥业务拖累营收。** 2022 年公司白酒糟生物发酵饲料业务收入 1.58 亿元, 同比增长 39.37%, 收入占比 46.31%、同比提升 16.55pct, 公司积极调整业务结构, 白酒糟生物发酵饲料业务占比接近一半, 成为主要收入来源。近年来受益于“节粮养殖”、养殖业“减抗、限抗”等政策红利释放, 公司生物发酵饲料产品以高性价比优势得到市场普遍认可, 实现量价齐升: 1) 量: 22 年销量 7.31 万吨、同比+27.1%, 主要系古蔺路德工厂技改完成、下游需求旺盛带动饲料产品销量增长; 2) 价: 公司 22 年两次上调出厂价带动吨价同比+9.6%。河湖淤泥业务表现不佳拖累营收, 22 年收入同比下滑 53.76%, 主要系疫情扰动致部分项目推迟开工、产能利用率不足、回款逾期等。22 年工程泥浆业务同比增长 77.39%, 主要受益于绍兴地区基建复苏。
- **23Q1 业绩逐步恢复, 降幅环比收窄。** 分业务来看: 白酒糟生物发酵饲料业务收入 0.31 亿元, 同比+27.41%; 工程泥浆业务收入 0.18 亿元, 同比+180.67%, 河湖淤泥业务收入同比降幅较大。随着古蔺路德工厂产能利用率提高, 白酒糟生物发酵饲料业务保持较快增长; 工程泥浆业务延续 22 年高增势头, 营收大幅增加。盈利能力: 23Q1 毛利率 36.16%, 同比+7.04pct, 主要系工程泥浆业务处理总量增加摊薄单位成本。23Q1 管理费用率同比+3.41pct, 主要系折旧费用增加。此外, 信用减值损失负向影响 0.3 亿元。综合以上因素, 23Q1 归母净利率为 6.60%, 同比-0.12pct。
- **盈利预测与投资建议:** 根据 22 年年报调整盈利预测, 预计 2023-2025 年营业收入分别为 6.49/10.61/14.86 亿元, 同比增长 89.84%/63.34%/40.09%, 归母净利润分别为 0.90/1.63/2.47 亿元, 同比增长 247.66%/80.91%/51.77%, EPS 为 0.98/1.77/2.68 元; 对应 2023 年 4 月 28 日收盘价, PE 为 34.43/19.03/12.54 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 白酒糟资源化项目落地进度不及预期, 生物饲料提价不及预期, 河湖淤泥新增订单不足的风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	342.08	649.40	1060.72	1486.00
同比增长	-10.45%	89.84%	63.34%	40.09%
归母净利润(百万元)	25.93	90.13	163.06	247.47
同比增长	-65.68%	247.66%	80.91%	51.77%
毛利率	35.17%	33.26%	32.00%	31.43%
ROE	3.35%	10.42%	16.08%	20.08%
每股收益(元)	0.28	0.98	1.77	2.68
市盈率	119.72	34.43	19.03	12.54

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报：22 年总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 3.42/0.26/0.20 亿元，同比-10.45%/-65.68%/-69.33%，其中 22Q4 总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.12/0.03/0.01 亿元，同比-23.13%/-91.07%/-97.26%。23Q1 总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 0.56/0.04/0.03 亿元，同比-2.39%/-4.21%/-21.97%。

点评

- **22 年白酒糟生物发酵饲料稳健增长，河湖淤泥业务拖累营收。**

2022 年公司白酒糟生物发酵饲料业务收入 1.58 亿元，同比增长 39.37%，收入占比 46.31%、同比提升 16.55pct，公司积极调整业务结构，白酒糟生物发酵饲料业务占比接近一半，成为主要收入来源。近年来受益于“节粮养殖”、养殖业“减抗、限抗”等政策红利释放，公司生物发酵饲料产品以高性价比优势得到市场普遍认可，实现量价齐升：1) 量：22 年销量 7.31 万吨、同比+27.1%，主要系古蔺路德工厂技改完成、下游需求旺盛带动饲料产品销量增长；2) 价：公司 22 年两次上调出厂价带动吨价同比+9.6%。河湖淤泥业务表现不佳拖累营收，22 年收入同比下滑 53.76%，主要系疫情扰动致部分项目推迟开工、产能利用率不足、回款逾期等。22 年工程泥浆业务同比增长 77.39%，主要受益于绍兴地区基建复苏。

- **22 年毛利率小幅下滑，部分项目折旧费用增加致管理费用率有所提升。**

22 年毛利率为 35.17%，同比下滑 2.25pct，主要系多因素合力影响：1) 河湖淤泥业务产能利用率不足致毛利率同比-17.56pct；2) 工程泥浆业务增加、规模效应摊薄单位成本，毛利率同比+14.42pct。22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.48%/12.05%/3.95%/-0.57%，同比-0.03pct/+2.77pct/-0.23pct/-0.12pct。管理费用率提升主要系河湖淤泥项目闲置，期间设备折旧费用增加。综合以上因素，22 年归母净利率为 7.58%，同比-12.20pct。

- **23Q1 业绩逐步恢复，降幅环比收窄。**

- ✓ 分业务来看：白酒糟生物发酵饲料业务收入 0.31 亿元，同比+27.41%；工程泥浆业务收入 0.18 亿元，同比+180.67%；河湖淤泥业务收入同比降幅较大。随着古蔺路德工厂产能利用率提高，白酒糟生物发酵饲料业务保持较快增长；工程泥浆业务延续 22 年高增势头，营收大幅增加。
- ✓ 盈利能力：23Q1 毛利率 36.16%，同比+7.04pct，主要系工程泥浆业务处理总量增加摊薄单位成本。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.83%/16.75%/5.01%/0.00%，同比+0.67pct/+3.41pct/-3.45pct/+0.75pct，管理费用率提升主要系折旧费用增加。此外，信用减值损失负向影响 0.3 亿元。综合以上因素，23Q1 归母净利率为 6.60%，同比-0.12pct。

- **产能快速拓张，酒糟资源化业务具备高成长性。**白酒糟业务先发优势显著，成长属性强，规模效应下有望驱动业绩高增。根据公司产能规划，预计2024年白酒糟生物发酵饲料项目产能达52万吨，白酒糟生物发酵饲料产能正处于快速增长期。公司饲料产品性价比高，长期处于供不应求状态，预计产能释放后实现量增贡献。此外，23年公司全新推出功能性更强的菌福产品，该产品具备更高的营养成分和饲用价值，预计新品推出有望进一步带动产品结构升级，提升公司利润率。
- **发布2023年股权激励计划，新增对饲料业务考核。**2023年4月公司发布限制性股票激励计划，拟向54名董事、高级管理人员、核心技术人员等授予150万股限制性股票，约占公告时总股本1.62%，授予价格为17.16元/股。本激励计划考核年度为2023-2025年三个会计年度，以2022年营业收入和扣非净利润为业绩基数，对当年营收增长率、扣非净利润增长率或饲料项目数量/销量进行考核，若达到营业考核目标值方可解锁全部股权激励额度，达到触发值可解锁80%额度。本次股权激励计划新增了对饲料业务考核目标，体现了公司对白酒糟资源化业务发展信心。
- **盈利预测与投资建议：**根据22年年报调整盈利预测，预计2023-2025年营业收入分别为6.49/10.61/14.86亿元，同比增长89.84%/63.34%/40.09%，归母净利润分别为0.90/1.63/2.47亿元，同比增长247.66%/80.91%/51.77%，EPS为0.98/1.77/2.68元；对应2023年4月28日收盘价，PE为34.43/19.03/12.54倍，维持“增持”评级。

表1、2023年限制性股票激励计划

姓名	职务	获授数量 (万股)	占授予总 量的比例	占当前总 股本比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员(共7人)				
程润喜	董事、副总经理、技术总监、核心技术人员	12.00	8.00%	0.13%
刘菁	董事、副总经理、董事会秘书	12.00	8.00%	0.13%
吴军	副总经理	9.00	6.00%	0.10%
胡卫庭	财务总监	12.00	8.00%	0.13%
胡芳	核心技术人员	7.00	4.67%	0.08%
刘建忠	核心技术人员	3.00	2.00%	0.03%
杨健	核心技术人员	1.00	0.67%	0.01%
合计		56.00	37.34%	0.61%
二、其他激励对象(共47人)				
董事会认为需要激励的人员(共47人)		65.00	43.33%	0.70%
首次授予部分合计		121.00	80.67%	1.31%
三、预留部分				
		29.00	19.33%	0.31%

合计 150.00 100.00% 1.62%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

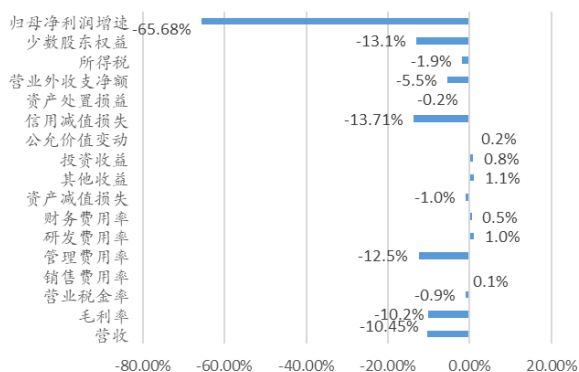
表 2、首次授予限制性股票的激励考核目标

首次授予归属期	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	解禁比例
	公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 80%	
第一个归属期	当年营业收入 6.16 亿元; 或当年扣非净利润 0.82 亿元; 或当年新增白酒糟生物发酵饲料项目 2 个及以上	当年营业收入 5.47-6.16 亿元; 或当年扣非净利润 0.76-0.82 亿元; 或当年新增白酒糟生物发酵饲料项目 1 个	30%
第二个归属期	当年营业收入 7.70 亿元; 或当年扣非净利润 0.96 亿元; 或当年白酒糟生物发酵饲料销量不低于 35 万吨	当年营业收入 6.67-7.70 亿元; 或当年扣非净利润 0.88-0.96 亿元; 或当年白酒糟生物发酵饲料销量 28-35 万吨	40%
第三个归属期	当年营业收入 10.09 亿元; 或当年扣非净利润 1.50 亿元; 或当年白酒糟生物发酵饲料销量不低于 50 万吨	当年营业收入 8.55-10.09 亿元; 或当年扣非净利润 1.28-1.50 亿元; 或当年白酒糟生物发酵饲料销量 40-50 万吨	30%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

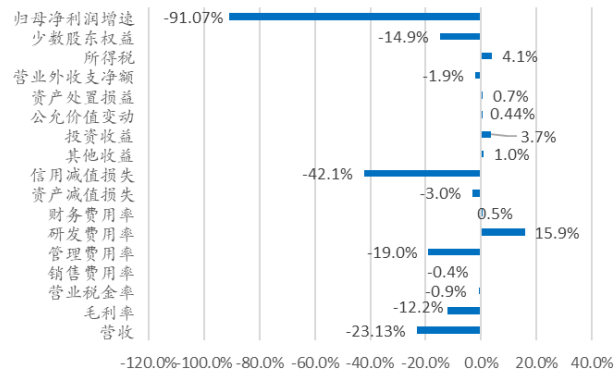
*注：扣非净利润剔除股权支付费用影响

图 1、2022 年归母净利润增速贡献拆分



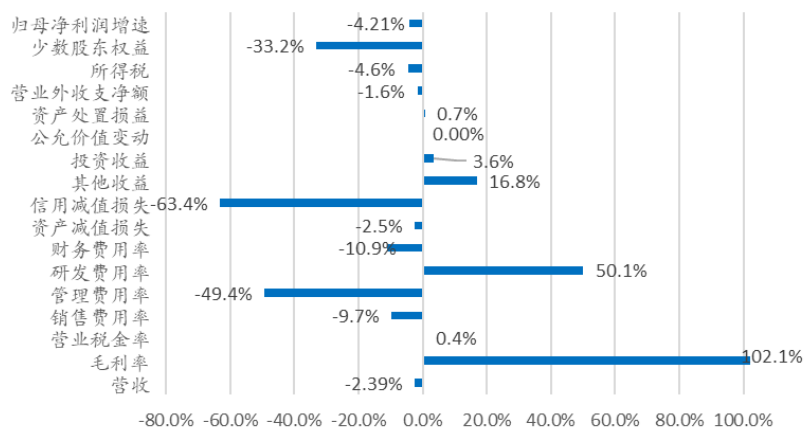
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q4 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2023Q1 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

原材料价格波动风险，白酒糟资源化项目落地进度不及预期，生物饲料提价不及预期，河湖淤泥新增订单不足的风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	768	1448	1889	2414
货币资金	259	727	987	1391
交易性金融资产	115	115	115	115
应收票据及应收账款	285	471	545	574
预付款项	14	25	42	61
存货	49	51	98	149
其他	45	59	102	123
非流动资产	429	548	636	659
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	215	408	529	567
在建工程	121	61	24	10
无形资产	57	61	66	73
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-6	-12	-18
其他	35	24	29	28
资产总计	1197	1997	2525	3073
流动负债	275	976	1334	1629
短期借款	80	682	1013	1323
应付票据及应付账款	139	238	265	249
其他	57	56	56	56
非流动负债	90	91	90	91
长期借款	88	88	88	88
其他	3	3	3	3
负债合计	366	1066	1425	1719
股本	92	92	92	92
资本公积	477	477	477	477
未分配利润	182	266	407	616
少数股东权益	56	66	86	121
股东权益合计	831	930	1100	1354
负债及权益合计	1197	1997	2525	3073

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	26	90	163	247
折旧和摊销	34	30	47	58
资产减值准备	2	24	-2	-6
资产处置损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-0	-0	-0	-0
财务费用	-2	-1	-1	-2
投资损失	-5	-2	-3	-3
少数股东损益	13	9	20	35
营运资金的变动	-79	-126	-144	-126
经营活动产生现金流量	3	28	75	204
投资活动产生现金流量	-213	-163	-133	-84
融资活动产生现金流量	109	602	319	284
现金净变动	-101	467	261	404
现金的期初余额	346	259	727	987
现金的期末余额	259	727	987	1391

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	342	649	1061	1486
营业成本	222	433	721	1019
税金及附加	2	3	5	7
销售费用	5	9	13	18
管理费用	41	50	60	52
研发费用	14	26	27	30
财务费用	-2	-1	-1	-2
其他收益	2	3	3	2
投资收益	5	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-15	-9	-10	-10
资产减值损失	-2	-1	-2	-2
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	51	125	232	357
营业外收入	0	2	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	50	127	233	360
所得税	11	27	50	77
净利润	39	99	183	283
少数股东损益	13	9	20	35
归属母公司净利润	26	90	163	247
EPS(元)	0.28	0.98	1.77	2.68

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-10.45%	89.84%	63.34%	40.09%
营业利润增长率	-40.96%	145.51%	85.51%	54.30%
归母净利润增长率	-65.68%	247.66%	80.91%	51.77%
盈利能力				
毛利率	35.17%	33.26%	32.00%	31.43%
归母净利率	7.58%	13.88%	15.37%	16.65%
ROE	3.35%	10.42%	16.08%	20.08%
偿债能力				
资产负债率	30.55%	53.40%	56.42%	55.95%
流动比率	2.79	1.48	1.42	1.48
速动比率	2.61	1.43	1.34	1.39
营运能力				
资产周转率	0.31	0.41	0.47	0.53
应收账款周转率	1.25	1.76	2.13	2.79
存货周转率	5.88	8.65	9.67	8.24
每股资料(元)				
每股收益	0.28	0.98	1.77	2.68
每股经营现金	0.04	0.30	0.81	2.21
每股净资产	8.39	9.36	10.98	13.34
估值比率(倍)				
PE	119.72	34.43	19.03	12.54
PB	4.01	3.59	3.06	2.52

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn