

酒糟业务转型顺利，业绩爆发在即

——路德环境（688156.SH）年报与一季报点评

事件

公司发布2022年年报和2023年一季报，2022年实现营收3.42亿元，同比-10.45%；实现归母净利润0.26亿元，同比-65.68%。2023Q1实现营收0.56亿元，同比-2.39%；实现归母净利润0.04亿元，同比-4.21%。

点评

白酒糟发酵饲料业务转型顺利，规模持续高增。分业务看，2022年白酒糟发酵饲料/河湖淤泥/工程泥浆业务分别实现营收1.58/0.99/0.82亿元，分别同比+39.37%/-53.76%/+77.39%，2023Q1白酒糟发酵饲料/工程泥浆业务分别实现营收0.31/0.18亿元，分别同比+27.41%/+180.67%，白酒糟发酵饲料业务转型顺利，河湖淤泥受宏观环境扰动，工程泥浆业务受益基建投资复苏。白酒糟发酵饲料业务方面，2022年其收入占比升至46.31%，同比+16.55pct，2022/2023Q1销量分别为7.31/1.47万吨，分别同比+27.19%/+20.86%，放量情况良好。

业务扩张与固定资产投资推升管理费用，利润端趋势向好。成本端，2022年公司毛利率为35.17%，同比-2.25pct，2023Q1毛利率为36.16%，同比+7.04pct，随外部宏观形势转好，前期压制开工因素褪散，公司毛利率趋势向好。费用端，2022年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.48%/12.05%/3.95%/-0.57%，分别同比-0.03pct/+2.77pct/-0.23pct/-0.12pct，2023Q1费用率分别为2.83%/16.75%/5.01%/0.00%，分别同比+0.67pct/+3.41pct/-3.45pct/+0.75pct，管理费用率上升主要系白酒糟业务扩张叠加固定资产投资导致折旧增加。公司2022年净利率为11.46%，同比-9.30pct，2023Q1净利率为9.54%，同比+2.16pct。

先发优势显著，产能布局不断完善，业绩有望迎来爆发。伴随我国酱酒产量及相关环保要求提升，酒糟资源化利用行业前景广阔。公司率先开启酒糟等食饮糟渣研究，已形成核心技术壁垒，并已与多家大型酱酒企业签订长期供货协议，锁定酒糟资源，先发优势明显。2023年公司金沙路德一期10万吨项目投产，年内出台新一轮限制性股票激励计划。随我国宏观经济与下游需求企稳回升，公司业绩有望迎来爆发。

投资建议

宏观经济回暖及需求持续旺盛下，公司业绩有望稳步增长。我们预计2023-2025年公司EPS分别为1.21/2.50/4.26元，基于2023年4月28日收盘价，对应PE分别为27.78/13.44/7.88X，维持“推荐”评级。

风险提示

宏观经济不景气风险；市场竞争加剧风险；疫情反复风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	342.08	694.46	1266.11	1995.22
增长率 (%)	-10.45	103.01	82.32	57.59
归母净利润	25.93	111.73	230.88	393.96
增长率 (%)	-65.68	330.95	106.64	70.64
EPS (元/股)	0.28	1.21	2.50	4.26
市盈率 (P/E)	106.96	27.78	13.44	7.88
市净率 (P/B)	3.57	3.50	2.78	2.05

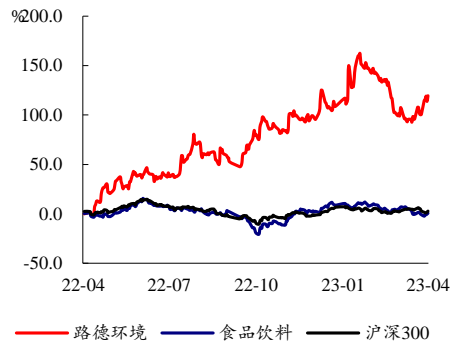
资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为2023年4月28日收盘价

评级 推荐 (维持)

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	92.37
流通A股/B股(百万股)	92.37/0.00
资产负债率(%)	30.72
每股净资产(元)	8.41
市净率(倍)	3.99
净资产收益率(加权)	0.47
12个月内最高/最低价	40.14/15.25

相关研究

《【食品饮料】路德环境(688156.SH): 酒糟资源化龙头, 政策东风助业绩起飞_20230330》2023.03.30

《【食品饮料】路德环境(688156.SH)业绩数据跟踪点评: 产业结构转型关键期, 中长远可期_20230206》2023.02.06

《【食品饮料】路德环境(688156.SH): 技术驱动布局领先, 酒糟处理乘东风_20230202》2023.02.02

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	342.08	694.46	1266.11	1995.22
%同比增速	-10.45%	103.01%	82.32%	57.59%
营业成本	221.77	408.95	721.16	1120.74
毛利	120.31	285.51	544.96	874.48
%营业收入	35.17%	41.11%	43.04%	43.83%
税金及附加	2.28	4.66	7.57	12.86
%营业收入	0.67%	0.67%	0.60%	0.64%
销售费用	5.06	10.35	21.32	33.77
%营业收入	1.48%	1.49%	1.68%	1.69%
管理费用	41.22	88.82	155.25	225.54
%营业收入	12.05%	12.79%	12.26%	11.30%
研发费用	13.51	31.60	56.95	87.75
%营业收入	3.95%	4.55%	4.50%	4.40%
财务费用	-1.96	-2.79	-6.03	-9.65
%营业收入	-0.57%	-0.40%	-0.48%	-0.48%
资产减值损失	-2.18	0.02	-1.25	-1.14
信用减值损失	-15.20	-0.11	-6.91	-7.41
其他收益	1.87	1.39	4.46	7.30
投资收益	5.08	7.79	16.49	26.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.21	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.87	1.31	3.09	4.58
营业利润	50.85	163.28	325.79	553.55
%营业收入	14.87%	23.51%	25.73%	27.74%
营业外收支	-0.97	-0.60	-0.71	-0.76
利润总额	49.88	162.69	325.08	552.79
%营业收入	14.58%	23.43%	25.68%	27.71%
所得税费用	10.67	26.70	53.46	99.95
净利润	39.21	135.99	271.62	452.83
%营业收入	11.46%	19.58%	21.45%	22.70%
归属于母公司的净利润	25.93	111.73	230.88	393.96
%同比增速	-65.68%	330.95%	106.64%	70.64%
少数股东损益	13.28	24.26	40.74	58.87
EPS (元/股)	0.28	1.21	2.50	4.26

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.28	1.21	2.50	4.26
BVPS	8.39	9.60	12.10	16.36
PE	106.96	27.78	13.44	7.88
PEG	—	0.08	0.13	0.11
PB	3.57	3.50	2.78	2.05
EV/EBITDA	24.57	16.49	8.55	5.10
ROE	3%	13%	21%	26%
ROIC	6%	11%	18%	23%

资产负债表 (百万)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	259	334	369	496
交易性金融资产	115	81	108	124
应收账款及应收票据	285	520	697	1336
存货	49	102	137	206
预付账款	14	24	42	67
其他流动资产	45	77	127	201
流动资产合计	768	1138	1480	2429
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	215	216	226	251
无形资产	57	67	81	88
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	10	10	10	10
其他非流动资产	147	187	223	249
资产总计	1197	1618	2019	3026
短期借款	80	110	130	146
应付票据及应付账款	139	367	427	887
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	7	15	23	36
应交税费	9	16	32	51
其他流动负债	41	52	78	125
流动负债合计	275	561	690	1245
长期借款	88	88	88	88
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	366	651	781	1335
归属于母公司的所有者权益	775	886	1117	1511
少数股东权益	56	81	121	180
股东权益	831	967	1239	1691
负债及股东权益	1197	1618	2019	3026

现金流量表 (百万
元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3	84	119	193
投资	-55	34	-27	-16
资本性支出	-147	-78	-91	-86
其他	-10	8	20	30
投资活动现金流净额	-213	-36	-98	-72
债权融资	-34	0	0	0
股权融资	6	0	0	0
银行贷款增加(减少)	168	30	20	15
筹资成本	-31	-3	-6	-10
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	109	27	14	5
现金净流量	-101	75	35	126

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，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>