

## 路德环境 (688156)

### 费用影响净利，酒糟资源化领跑趋势不改

#### 报告摘要

##### ◆ 短期费用影响净利，长期趋势不改

22年公司实现营业收入3.42亿元，同比减少10.45%；归母净利润2592.61万元，同比减少65.68%；。23年一季度公司实现营业收入5574.68万元，同比减少2.39%；归母净利润368.06万元，同比减少4.21%。公司收入和利润有所下滑，主要因素：1) 外部因素影响公司河湖淤泥处理项目运转和推进。22年公司河湖淤泥处理项目推进阻滞、新订单开展受阻，全年实现收入9946.3万元(同比-53.76%)，毛利率21.96%(同比-17.56pcts)。2) 战略发酵饲料业务推进(资金调拨、产能投建)。23年3月金沙路德投产，报告期内未能形成收入。同时，战略业务投建带来管理费用和新增折旧增加，短期对利润实现构成影响。22年Q4，公司管理费用率16.46%(同比增5.0pcts，环比增6.2pcts)。

##### ◆ 战略业务笃定扩张，竞争优势明显

22年酒糟生物发酵饲料业务收入1.58亿元，同比增39.37%，占整体收入比提升至46.3%。1) 量上，22年公司酒糟生物发酵饲料产品实现销售7.3万吨，同比增27.13%；产能方面，23年3月公司金沙年产15万吨白酒糟生物发酵饲料一期项目(产品规模10万吨/年)已顺利完成试生产工作。公司已公告总计52万吨产能规划，并且随着各型酒企的合作推进，有望落地新增规划产能。2) 价上，22年公司发酵饲料产品均价2170.3元/吨，同比增9.8%；3) 盈利能力上，22年公司酒糟生物发酵饲料业务毛利率29.52%，同比增0.09pct，基本稳定。我们认为，公司发酵饲料产品具备优势，虽上游大宗和原料成本有所抬升，公司能够有效向下游传导成本压力。

##### ◆ 定增激励及时推进，注入内生动力

1) 定增获批。4月27日，公司公告定增申请获证监会批准，拟向大股东定增募资不超1.13亿元，发行数量为834.04万股，增发价格为13.57

投资评级

买入

维持评级

2023年04月28日

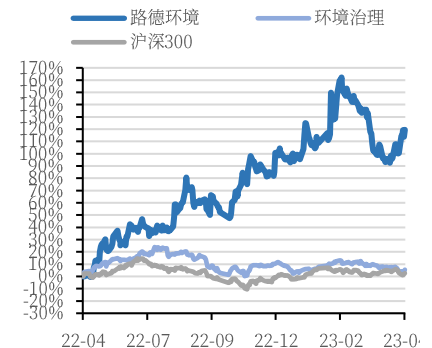
收盘价(元):

33.60

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	92.37
总市值(百万)	3,103.76
流通股本(百万股)	71.28
流通市值(百万)	2,395.16
12月最高/最低价(元)	40.86/14.64
资产负债率(%)	30.72
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	120.47
市净率(PB)	∞
净资产收益率(%)	0.47

#### 股价走势图



#### 作者

彭海兰 分析师  
SAC执业证书: S0640517080001  
联系电话: 010-59562522  
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理  
SAC执业证书: S0640121080014  
联系电话: 010-59562522  
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

#### 相关研究报告

路德环境(688156)深度报告: 酒糟资源化趋势的产业先锋 —2022-12-24

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

元/股。募集资金将为公司研发创新和业务营运带来重要支持。2) 激励出炉。4月28日,公司公告拟向公司核心管理技术人员等54位激励对象授予150万股限制性股票。方案对授予第一归属期的考核目标A为:2023年营业收入较2022年增长率不低于80.00%;或2023年净利润较2022年增长率不低于310.00%;或2023年新增白酒糟生物发酵饲料项目2个及以上。我们认为,本次激励彰显公司业绩信心,也将有效激励公司员工、注入内生动力。

#### ◆ 投资建议

公司是酒糟饲料资源化利用的领先企业。公司战略业务笃定扩张,优势明显。定增和员工激励注入动力,看好未来业绩。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.91亿元、1.65亿元、1.98亿元, EPS分别为0.99元、1.79元、2.14元,对应23、24、25年PE分别为34.07、18.79、15.69倍,维持评级给予“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

产能建设投产不及预期、原料大宗价格波动等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	382.00	342.08	615.80	1035.98	1237.59
增长率(%)	52.56	-10.45	80.02	68.23	19.46
归母净利润(百万元)	75.54	25.93	91.09	165.15	197.81
增长率(%)	58.23	-65.68	251.34	81.30	19.78
毛利率(%)	37.43	35.17	36.57	34.93	34.54
每股收益(元)	0.82	0.28	0.99	1.79	2.14
市盈率PE	41.09	119.72	34.07	18.79	15.69
市净率PB	4.03	4.01	3.76	3.38	3.01
净资产收益率ROE(%)	9.81	3.35	11.03	17.97	19.20

资料来源: iFind, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	259.40	246.32	414.39	495.03	营业收入	342.08	615.80	1035.98	1237.59
应收票据及账款	285.64	484.20	814.58	973.09	营业成本	221.77	390.63	674.08	810.09
预付账款	14.09	21.97	36.96	44.16	税金及附加	2.28	4.10	6.89	8.23
其他应收款	31.21	34.17	57.48	68.66	销售费用	5.06	8.62	10.36	12.38
存货	49.31	55.69	96.10	115.49	管理费用	41.22	55.42	72.52	86.63
其他流动资产	128.03	125.36	132.28	135.61	研发费用	13.51	24.02	20.72	12.38
<b>流动资产总计</b>	<b>767.69</b>	<b>967.71</b>	<b>1551.80</b>	<b>1832.05</b>	财务费用	-1.96	10.27	20.83	29.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-2.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	215.46	283.10	416.23	514.86	信用减值损失	-15.20	0.00	0.00	0.00
在建工程	121.37	201.14	180.91	160.68	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00
无形资产	57.00	47.50	38.00	28.50	投资收益	5.08	3.83	3.83	3.83
长期待摊费用	0.22	0.11	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.21	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	34.79	34.79	34.79	34.79	资产处置收益	0.87	0.68	0.68	0.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>428.84</b>	<b>566.63</b>	<b>669.93</b>	<b>738.83</b>	其他收益	1.87	2.73	2.73	2.73
<b>资产总计</b>	<b>1196.53</b>	<b>1534.34</b>	<b>2221.73</b>	<b>2570.89</b>	营业利润	50.85	129.99	237.82	285.38
短期借款	80.10	248.82	604.64	712.65	营业外收入	0.01	3.24	3.24	3.24
应付票据及账款	138.52	214.65	370.41	445.14	营业外支出	0.98	0.60	0.60	0.60
其他流动负债	56.72	88.65	149.44	178.62	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>275.33</b>	<b>552.12</b>	<b>1124.49</b>	<b>1336.42</b>	利润总额	49.88	132.63	240.47	288.03
长期借款	87.50	77.50	63.74	46.71	所得税	10.67	21.77	39.46	47.27
其他非流动负债	2.74	2.74	2.74	2.74	净利润	39.21	110.87	201.00	240.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>90.24</b>	<b>80.24</b>	<b>66.49</b>	<b>49.46</b>	少数股东损益	13.28	19.78	35.86	42.95
<b>负债合计</b>	<b>365.58</b>	<b>632.36</b>	<b>1190.98</b>	<b>1385.88</b>	归属母公司股东净	25.93	91.09	165.15	197.81
股本	92.37	92.37	92.37	92.37	利润				
资本公积	476.97	476.97	476.97	476.97	EBITDA	81.49	205.10	358.00	448.86
留存收益	205.33	256.58	349.50	460.80	NOPLAT	37.58	116.68	215.64	262.84
归属母公司权益	774.67	825.92	918.84	1030.14	EPS(元)	0.28	0.99	1.79	2.14
少数股东权益	56.28	76.06	111.92	154.87					
<b>股东权益合计</b>	<b>830.95</b>	<b>901.98</b>	<b>1030.76</b>	<b>1185.00</b>					
<b>负债和股东权益合</b>	<b>1196.53</b>	<b>1534.34</b>	<b>2221.73</b>	<b>2570.89</b>					
<b>计</b>									

**现金流量表**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
------	------	-------	-------	-------

**主要财务比率**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-10.45%	80.02%	68.23%	19.46%
营业利润增长率	-40.96%	155.63%	82.96%	20.00%
EBIT 增长率	-45.51%	198.23%	82.85%	21.61%

税后经营利润	39.21	102.60	192.74	232.49	EBITDA 增长率	-32.33%	151.69%	74.55%	25.38%
折旧与摊销	33.57	62.20	96.70	131.10	归母净利润增长率	-65.68%	251.34%	81.30%	19.78%
财务费用	-1.96	10.27	20.83	29.74	经营现金流增长率	-116.57%	1197.07%	54.03%	160.84%
投资损失	-5.08	-3.83	-3.83	-3.83	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-79.49	-105.03	-199.48	-95.68	毛利率	35.17%	36.57%	34.93%	34.54%
其他经营现金流	6.87	9.21	9.21	9.21	净利率	11.46%	18.00%	19.40%	19.45%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-6.87</b>	<b>75.42</b>	<b>116.17</b>	<b>303.02</b>	营业利润率	14.87%	21.11%	22.96%	23.06%
资本支出	149.88	200.00	200.00	200.00	ROE	3.35%	11.03%	17.97%	19.20%
长期投资	-57.18	0.00	0.00	0.00	ROA	2.17%	5.94%	7.43%	7.69%
其他投资现金流	-120.11	2.89	2.89	2.89	ROIC	6.38%	15.34%	19.37%	16.59%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-212.81</b>	<b>-197.11</b>	<b>-197.11</b>	<b>-197.11</b>	<b>估值倍数</b>				
短期借款	46.44	168.72	355.83	108.01	P/E	119.72	34.07	18.79	15.69
长期借款	87.50	-10.00	-13.75	-17.03	P/S	9.07	5.04	3.00	2.51
普通股增加	0.53	0.00	0.00	0.00	P/B	4.01	3.76	3.38	3.01
资本公积增加	5.85	0.00	0.00	0.00	股息率	0.89%	1.28%	2.33%	2.79%
其他筹资现金流	-31.61	-50.11	-93.06	-116.25	EV/EBIT	57.45	23.73	14.42	12.28
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>108.72</b>	<b>108.61</b>	<b>249.02</b>	<b>-25.27</b>	EV/EBITDA	33.78	16.53	10.53	8.69
<b>现金流量净额</b>	<b>-110.97</b>	<b>-13.08</b>	<b>168.07</b>	<b>80.64</b>	EV/NOPLAT	73.25	29.06	17.48	14.85

资料来源：iFind，中航证券研究

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637