

**路德环境 (688156)**

**2022 年报&2023 一季报点评：酒糟资源化产品量价齐升，河湖淤泥业务承压**

2023 年 05 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057  
chenzw@dwzq.com.cn

买入 (维持)

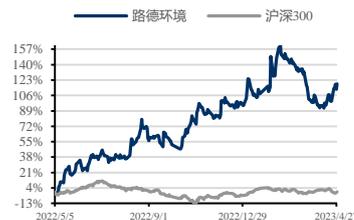
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	342	574	1,027	1,449
同比	-10%	68%	79%	41%
归属母公司净利润 (百万元)	26	100	196	289
同比	-66%	284%	97%	47%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.28	1.08	2.12	3.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	119.72	31.16	15.84	10.74

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件**：2022 年公司实现营业收入 3.42 亿元，同比减少 10.45%；归母净利润 0.26 亿元，同比减少 65.68%；2023 年一季度实现营收 5,574.68 万元，同比减少 2.39%，归母净利润 368.06 万元，同比减少 4.21%。
- **酒糟资源化量价齐升，河湖淤泥业务承压，工程泥浆业务修复**。公司收入下滑主要系 2022 年河湖淤泥在运营项目存在开工效率低、施工周期不足、结算验收滞后、新业务订单开展受阻等不利情况，同时公司主动放弃部分回款预期较长的项目。分业务来看，1) **酒糟资源化**：营收 1.58 亿元，占比 46.31%，同增 39.37%，毛利率 29.52%，同增 0.09pct，主要系古蔺项目量价齐升，2022 年产品产量 7.30 万吨，同增 27.31%，销量 7.31 万吨，同增 27.13%，均价 2168 元/吨，同比提升 190 元/吨。2) **河湖淤泥处理**：营收 0.99 亿元，同降 53.76%，毛利率 21.96%，同降 17.56pct。3) **工程泥浆处理**：营收 0.82 亿元，同增 77.39%，毛利率 62.28%，同增 14.42pct，主要系受绍兴地区基建复苏影响。4) **环保技术装备及其他销售**：营收 1.92 万元，同降 99.62%。
- **2022Q1 酒糟资源化收入占比提至 55%，项目积极推进增长动能充足**。分业务来看：1) **酒糟资源化**：①古蔺项目产品销量 1.47 万吨，同增 20.86%，实现收入 3,087.78 万元，占比 55.39%，同增 27.41%；②金沙项目投产前期存在成本费用支出；③筹建遵义、亳州新项目管理费用增长；2) **河湖淤泥处理**：在运营项目较少，新承接项目处于筹建期，项目开工率、产能利用率尚不足；应收账款回收较慢，信用减值损失计提增加，导致该业务整体利润率下滑明显。3) **工程泥浆处理**：受益于基建项目投资复苏，工程泥浆处理服务实现收入 1,827.36 万元，同增 180.67%。
- **酒糟资源化龙头规划产能 52 万吨超 7 倍扩张，技术&渠道&产品优势巩固地位**。公司已在古蔺、金沙、遵义、亳州、仁怀进行产业布局，规划酒糟饲料产能 52 万吨，较 2022 年产能实现 7 倍以上扩张。1) **深耕研发专利丰富**，技术产业化已见成效。2) **区域卡位&渠道绑定，占据产业先发优势**。a. 储备稀缺土地资源；b. 上游直采酒糟，签署长协保障来料；c. 下游客户遍布全国，进入大客户供应商名录稳定合作。3) **高性价比&功能价值，饲料产品价格&市场渗透率提升空间大**。
- **盈利预测与投资评级**：考虑疫情影响河湖泥浆板块短期业绩，有望迎来恢复增长，同时公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模，将提升远期盈利，考虑定增发行后摊薄 EPS 情况下，我们将公司 2023-2024 年归母净利润从 1.16/2.55 亿元调整至 1.00/1.96 亿元，预计 2025 年归母净利润 2.89 亿元，对应 31、16、11 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：河湖淤泥订单不及预期，原材料价格波动风险，项目扩产低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.60
一年最低/最高价	15.01/40.86
市净率(倍)	3.99
流通 A 股市值(百万元)	2,395.16
总市值(百万元)	3,103.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.41
资产负债率(% ,LF)	30.72
总股本(百万股)	92.37
流通 A 股(百万股)	71.28

相关研究

- 《路德环境(688156)：2022 年三季报点评：酒糟资源化量利齐增，酱酒糟饲料项目再落一子》  
2022-10-28
- 《路德环境(688156)：12 万吨浓香酒糟饲料项目落地，锁定长协&品类扩张》  
2022-08-22

**事件：**2022 年公司实现营业收入 3.42 亿元，同比减少 10.45%；归母净利润 0.26 亿元，同比减少 65.68%；2023 年一季度实现营收 5,574.68 万元，同比减少 2.39%，归母净利润 368.06 万元，同比减少 4.21%。

## 1. 酒糟资源化产品量价齐升，2023Q1 资源化收入占比提至 55%

**2022 年酒糟资源化收入同增 39%，河湖淤泥业务承压，工程泥浆业务修复。**2022 年公司收入下滑主要系 2022 年以来受复杂外部因素的影响，河湖淤泥处理业务在运营项目存在开工效率低、施工周期不足、结算验收滞后、新业务订单开展受阻等不利情况，同时公司处于产业结构转型期，主动放弃部分回款预期较长的项目。分业务来看，**1) 酒糟资源化：**营业收入 1.58 亿元，**占总收入的 46.31%**，同比增长 39.37%，毛利率 29.52%，同比增长 0.09pct，主要系受益于国家倡导节粮养殖，饲养业“减抗、限抗”等政策红利持续释放，公司产品白酒糟生物发酵饲料以高性价比优势得到下游客户广泛认可，且随着古蔺路德“高肽蛋白饲料技改及扩能项目”的建设完成，在量价齐升的加持下，营业收入增幅较大，2022 年白酒糟生物发酵饲料产品产量 7.30 万吨，同比增长 27.31%，销量 7.31 万吨，同比增长 27.13%。**2) 河湖淤泥处理：**营收 0.99 亿元，同比下降 53.76%，毛利率 21.96%，同比下降 17.56pct。**3) 工程泥浆处理：**营收 0.82 亿元，同比增长 77.39%，毛利率 62.28%，同比增长 14.42pct，主要系受绍兴地区基建复苏的正面影响。**4) 环保技术装备及其他销售：**营收 1.92 万元，同比下降 99.62%。

**2022Q1 酒糟资源化收入占比提至 55%，项目积极推进增长动能充足。**2023 年一季度实现营收 5,574.68 万元，同比减少 2.39%，归母净利润 368.06 万元，同比减少 4.21%，扣非归母净利润为 269.77 万元，同比减少 21.97%。分业务来看：**1) 酒糟资源化：****① 古蔺项目量价齐升：**2023Q1 古蔺项目产品销量 1.47 万吨，同比增长 20.86%，实现销售收入 3,087.78 万元，**占总收入的 55.39%**，同比增长 27.41%。**② 金沙项目投产前期存在成本费用支出：**金沙一期项目于 3 月中旬完成主体建设及设备安装、调试，并顺利完成试生产工作，于 4 月初取得饲料生产许可证并正式投产，2023Q1 没有产品销售，但有成本费用支出产生；**③ 筹建新项目管理费用增长：**公司积极筹建遵义年产 8 万吨白酒糟生物发酵饲料项目、亳州年产 12 万吨白酒糟生物发酵饲料项目，导致管理费用有所增长。**2) 河湖淤泥处理：**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，项目开工率、产能利用率尚不足，收入同比降幅较大；应收账款回收较慢，信用减值损失计提增加，导致该业务整体利润率下滑明显。**3) 工程泥浆处理：**受益于基建项目投资建设保持复苏态势，公司工程泥浆处理服务实现收入 1,827.36 万元，同比增长 180.67%。

**2022 年期间费用率同比上升 2.40pct 至 16.91%。**2022 年公司期间费用同比增长 4.33%至 0.58 亿元，期间费用率上升 2.40pct 至 16.91%。其中，销售、管理、研发、财

务费用同比分别减少 12.04%、增加 16.24%、减少 15.31%、减少 12.83%至 0.05 亿元、0.41 亿元、0.14 亿元、-0.02 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.03pct、上升 2.77pct、下降 0.23pct、下降 0.12pct 至 1.48%、12.05%、3.95%、-0.57%。管理费用提升主要系公司白酒糟生物发酵饲料业务在不断扩张管理人员费用、开办费用增加，加之新增的固定资产投资导致折旧费用增加。

**2022 年经营性净现金流净额承压。**1) 2022 年公司经营活动现金流净额 0.03 亿元，同比减少 92.21%，主要系河湖淤泥业务进度滞后应收账款回款较慢，同时为保证金沙项目投产后的正常生产提前储备原辅料，购买商品、接受劳务支付的现金流出大幅增加；2) 投资活动现金流净额-2.13 亿元，上年同期为-1.13 亿元；3) 筹资活动现金流净额 1.09 亿元，上年同期为-0.06 亿元。

## 2. 发布 2023 年股票激励计划，激发团队活力

**发布 2023 年股票激励计划，健全长效激励机制。**公司拟向激励对象授予 150.00 万股第二类限制性股票，约占本激励计划草案公告时总股本的 1.62%。其中首次授予 121.00 万股，预留 29.00 万股。本次限制性股票的首次授予价格为每股 17.16 元，首次授予的激励对象总人数为 54 人（董事、高管、核心技术人员等），约占公司全部职工人数 467 人（截至 2023 年 3 月 31 日）的 11.56%。激励设置了 A、B 两级业绩考核目标，其中 A 档下净利润考核目标为 2023-2026 年较 2022 年增长率不低于 310%/380%/650%/840%。股权激励绑定核心人员利益，进一步激发团队活力。

表1：公司 2023 年股票激励计划

激励内容	激励规模（万股）	占总股本比例
总授予规模	150	1.62%
首次授予	121	1.31%
预留授予	29	0.31%
授予价格（	17.16 元/股	
归属期	分三期归属，每期归属比例为 30%，40%，30%	
业绩考核目标	A 档目标	B 档目标
	公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 80%
首次授予归属期 1	2023 年营收较 2022 年增长率 $\geq 80\%$ ；或 2023 年净利润较 2022 年增长率 $\geq 310\%$ ；或 2023 年新增白酒糟生物发酵饲料项目 2 个及以上	$60\% \leq 2023$ 年营收较 2022 年增长率 $< 80\%$ ；或 $280\% \leq 2023$ 年净利润较 2022 年增长率 $< 310\%$ ；或 2023 年新增白酒糟生物发酵饲料项目 1 个
首次授予归属期 2 / 预留授予归属期 1	2024 年营收较 2022 年增长率 $\geq 125\%$ ；或 2024 年净利润较 2022 年增长率 $\geq 380\%$ ；或 2024 年白酒糟生物发酵饲料销量 $\geq 35$ 万吨	$95\% \leq 2024$ 年营收较 2022 年增长率 $< 125\%$ ； $340\% \leq 2024$ 年净利润较 2022 年增长率 $< 380.00\%$ ；或 2024 年白酒糟生物发酵饲料销量为 28 万吨（含）至 35 万吨（不含）

首次授予归属期 3 / 预留授予归属期 2	2025 年营收较 2022 年增长率 $\geq 195\%$ ; 或 2025 年净利润较 2022 年增长率 $\geq 650\%$ ; 或 2025 年白酒糟生物发酵饲料销量 $\geq 50$ 万吨	$150\% \leq 2025$ 年营业收入较 2022 年增长率 $< 195\%$ ; 或 $540\% \leq 2025$ 年净利润较 2022 年增长率 $< 650\%$ ; 或 2025 年白酒糟生物发酵饲料销量为 40 万吨 (含) 至 50 万吨 (不含)
预留授予归属期 3	2026 年营收较 2022 年增长率 $\geq 270\%$ ; 或 2026 年净利润较 2022 年增长率 $\geq 840\%$	$215\% \leq 2026$ 年营业收入较 2022 年增长率 $< 270\%$ ; 或 $695\% \leq 2026$ 年净利润较 2022 年增长率 $< 840\%$

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 酒糟资源化龙头扩产在即，技术&渠道&产品优势巩固地位

**酒糟上游市场化，下游限抗政策&价格优势共促酒糟饲料需求释放。**1) 上游酒糟获取：**原料市场化，规模&储运能力共促拿料优势。**2020 年全国白酒产量 741 万吨，按比例换算关系测算得对应酒糟饲料理论市场空间达 178 亿元；2) 下游产品销售：**限抗政策催生产品需求，高性价比加速放量。**5%酒糟饲料的添加比例可替代 2%玉米和 3%豆粕，按各产品现价计算酒糟饲料产品性价比突出，2021 年全国四类主要动物饲料产量合计 2.9 亿吨，按不同品类对应的添加比例测算得对应酒糟饲料理论市场空间达 231 亿元。

**深耕研发专利丰富，技术产业化已见成效。**公司作为科技创新型企业，持续进行技术积累。公司有机糟渣微生物固态发酵技术、工艺及设备已构筑起系统的知识产权保护体系，截至 2022 年末已获得授权的自主研发专利 31 项（其中发明专利 5 项），在申请的专利 20 余项（其中发明专利 10 余项）。

**区域卡位&渠道绑定，占据产业先发优势。**1) 储备稀缺土地资源。由于酒糟的高含水率叠加保鲜要求，运输一般存在 40km 的运输半径限制，因此合适的项目区域布局显得尤为重要。公司作为资源型的高新技术企业被当地政府作为白酒的产业集群配套引进，政府支持力度较大，公司储备了较丰富的土地资源。2) 上游直采酒糟，签署长协保障来料稳定。公司项目毗邻酿酒产业园区，上游供应商实力雄厚，包括贵州珍酒、贵州金少窖酒、劲酒集团、国台酒业、贵州安酒等，原料来源充足稳定。公司已与酱酒主要产地的多家大型酒企签订了长期供货协议，并与安徽省亳州市浓香型酒企古井贡酒达成合作，锁定了酒糟资源。3) 下游客户遍布全国，多年培育已进入大客户供应商名录稳定合作。公司下游客户均为大型饲料集团和养殖集团，产品已销往全国 23 个省、2 个直辖市。公司长期合作的客户有 70 多家，采取分散化供应的策略，以免形成对大客户的重度依赖。同时根据一年一签的销售合同公司有权利调整产品价格。

**高性价比&功能价值，饲料产品价格&市场渗透率提升空间大。**公司产品较常用饲料原料玉米、豆粕等有显著的成本和功能价值优势，未来产品价格和市场渗透率提升空间较大。经过多年技术改进和产品升级，公司白酒糟生物发酵饲料产能逐步优化，产品作为功能性饲料原料，具有丰富的营养物质和微生物活性成分，以高性价比优势得到市

场普遍认可，产销量同比大幅增长。加之饲料行业“禁抗”、养殖业“减抗限抗”政策红利逐步释放，以及豆粕、玉米等大宗饲料原料价格上涨等因素，公司产品供不应求。2022年公司控股子公司古蔺路德实现产品销售 7.31 万吨，同比增长 27.13%；实现产品销售收入 1.58 亿元，同比增长 39.37%。考虑煤炭价格高位运行，物流及人工成本上升等因素，2022 年 3 月、7 月进行两轮提价，2022 年产品均价较 2021 年增加 190.41 元。

**规划饲料产能 52 万吨超 4 倍扩张，典型项目盈利能力强。**公司已在古蔺、金沙、遵义、亳州、仁怀进行产业布局，规划酒糟饲料产能 52 万吨，较 2022 年产能实现 7 倍以上扩张，典型项目满产净利率达 21.75%，ROE 37%。其中金沙路德年产 15 万吨白酒糟生物发酵饲料（一期 10 万吨/年，二期 5 万吨/年）一期项目于 2023 年 3 月中旬完成主体建设及设备安装、调试，并顺利完成试生产工作，于 4 月初取得饲料生产许可证并正式投产。

表2：公司白酒糟生物发酵饲料项目

项目	位置	酒糟香型	产能规划 (万吨/年)	酒糟处理量 (万吨/年)	项目状态
古蔺路德	四川省泸州市	酱香型	7	17.5	已投产
金沙路德	贵州省毕节市	酱香型	15	37.5	一期产能 10 万吨/年于 2023 年 4 月取得饲料许可证
遵义路德	贵州省遵义市	酱香型	8	20	2023 年 2 月土地摘牌
亳州路德	安徽省亳州市	浓香型	12	36	2023 年 2 月土地摘牌
永乐路德	四川省泸州市	酱香型	10	25	2023 年 2 月设立
合计	/	/	52	136	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**其他香型白酒、昆虫蛋白等有机糟渣利用有望打开成长空间。**公司持续在有机固废处理与资源化利用领域深耕，2021 年 9 月，公司设立路德生物（武汉）公司，尝试通过昆虫协同微生物降解技术处理餐厨、厨余等固体有机废弃物，将其转化成数量与效益可观的昆虫蛋白饲料原料。

**盈利预测与投资评级：**考虑疫情影响河湖泥浆板块短期业绩，有望迎来恢复增长，同时公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模，将提升远期盈利，考虑定增发行后摊薄 EPS 情况下，我们将公司 2023-2024 年归母净利润从 1.16/2.55 亿元调整至 1.00/1.96 亿元，预计 2025 年归母净利润 2.89 亿元，对应 31、16、11 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**河湖淤泥订单不及预期，原材料价格波动风险，项目扩产低于预期。

路德环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>768</b>	<b>1,056</b>	<b>1,480</b>	<b>2,021</b>	<b>营业总收入</b>	<b>342</b>	<b>574</b>	<b>1,027</b>	<b>1,449</b>
货币资金及交易性金融资产	375	536	614	805	营业成本(含金融类)	222	374	673	943
经营性应收款项	299	426	735	1,036	税金及附加	2	3	4	6
存货	49	56	74	103	销售费用	5	7	10	12
合同资产	1	6	10	14	管理费用	41	43	52	65
其他流动资产	44	32	48	62	研发费用	14	15	18	25
<b>非流动资产</b>	<b>429</b>	<b>448</b>	<b>462</b>	<b>470</b>	财务费用	-2	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	3	5	7
固定资产及使用权资产	215	218	217	213	投资净收益	5	8	10	14
在建工程	121	120	122	125	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	57	75	88	96	减值损失	-17	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	3	4
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>51</b>	<b>146</b>	<b>288</b>	<b>425</b>
其他非流动资产	35	35	35	35	营业外净收支	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,197</b>	<b>1,504</b>	<b>1,942</b>	<b>2,491</b>	<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>146</b>	<b>288</b>	<b>425</b>
<b>流动负债</b>	<b>275</b>	<b>345</b>	<b>538</b>	<b>726</b>	减:所得税	11	22	43	64
短期借款及一年内到期的非流动负债	80	95	115	140	<b>净利润</b>	<b>39</b>	<b>125</b>	<b>245</b>	<b>361</b>
经营性应付款项	139	174	303	424	减:少数股东损益	13	25	49	72
合同负债	7	9	16	23	<b>归属母公司净利润</b>	<b>26</b>	<b>100</b>	<b>196</b>	<b>289</b>
其他流动负债	49	67	104	139	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	1.08	2.12	3.13
非流动负债	90	90	90	90	EBIT	45	133	269	399
长期借款	88	88	88	88	EBITDA	78	169	308	441
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.17	34.92	34.45	34.90
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.58	17.35	19.07	19.94
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	-10.45	67.78	79.00	41.06
<b>负债合计</b>	<b>366</b>	<b>435</b>	<b>629</b>	<b>816</b>	归母净利润增长率(%)	-65.68	284.20	96.67	47.48
归属母公司股东权益	775	987	1,183	1,472					
少数股东权益	56	81	130	202					
<b>所有者权益合计</b>	<b>831</b>	<b>1,069</b>	<b>1,314</b>	<b>1,675</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,197</b>	<b>1,504</b>	<b>1,942</b>	<b>2,491</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3	87	108	209	每股净资产(元)	8.39	9.80	11.75	14.62
投资活动现金流	-213	-76	-60	-42	最新发行在外股份(百万股)	92	92	92	92
筹资活动现金流	109	120	11	14	ROIC(%)	3.83	10.02	16.53	19.82
现金净增加额	-101	131	58	181	ROE-摊薄(%)	3.35	10.09	16.55	19.62
折旧和摊销	34	36	39	42	资产负债率(%)	30.55	28.95	32.37	32.77
资本开支	-147	-54	-50	-46	P/E(现价&最新股本摊薄)	119.72	31.16	15.84	10.74
营运资本变动	-79	-102	-195	-207	P/B(现价)	4.01	3.43	2.86	2.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

