

白酒糟饲料量价齐升，高附加值产品有望提升盈利空间

核心观点：

- **事件：**路德环境发布22年报和23年一季报，公司22年实现营收3.42亿元，同比下降10.4%；实现归母净利润2593万元，同比下降65.7%。23Q1实现营收5575万元，同比下降2.4%；实现归母净利润368万元，同比下降4.2%。22年公司加权平均ROE为3.35%，同比减少6.89pct。
- **盈利能力保持稳定，河湖淤泥业务拖累业绩。**22年公司毛利率为37.32%，同比增加1.03pct；期间费用率为16.91%，同比增加2.40pct。22年公司河湖淤泥处理业务收入、毛利下降幅度较大，应收账款付款延迟，回款较慢，导致减值计提大幅增加。此外，公司业务扩张带来费用增加，加之新增的固定资产投资导致折旧增加压制了盈利空间。
- **白酒糟饲料量价齐升，带动板块业绩高速增长。**22年公司白酒糟生物发酵饲料业务实现营业收入1.58亿元，同比增长39%，占总收入46%。2022年公司白酒糟生物发酵饲料销量为7.31万吨，同比增长27%；销售均价为2168元/吨，同比提升90元/吨，公司产品量价齐升带动板块业绩增长。23Q1公司白酒糟饲料业务实现产品销量1.47万吨，同比增长21%；实现销售收入3088万元，同比增长27%。随着重点项目金沙路德一期（10万吨/年）在今年4月初正式投产，公司全年白酒糟饲料销量有望达到17万吨，板块业务有望维持高速增长。
目前公司在手产能规划已达52万吨/年（40万吨酱香+12万吨浓香），白酒糟处理量达136万吨/年。古蔺路德和金沙路德一期已经正式投产，遵义路德（8万吨/年酱香）和亳州路德（12万吨/年浓香）正在筹建。预计2023-2025年，公司白酒糟饲料产量分别为17万吨、35万吨、50万吨，对比当前依然有较大提升空间。
- **打造高附加值产品，提升盈利空间。**公司在白酒糟资源化利用的基础上，进一步扩展到酒企其他发酵底物的高附加值再利用，以此打造出“菌福”系列新产品。“菌福”较“倍肽德”产品增加了有机酸、糖类指标，显著提高了蛋白利用率，而粗纤维、粗灰分等均有一定程度的降低，整体营养成分和饲用价值进一步提升，功能性更加突出。公司目前在赤水河沿岸酱香型白酒核心产区已具备生产“菌福”生物发酵饲料的能力，目前已开始试销售。高附加值产品有望进一步提升公司盈利空间。
- **股权激励彰显公司发展信心。**23年4月公司发布限制性股票激励计划，拟向54名激励对象共计授予150万股限制性股票。通过计算，本次激励计划23-25年对应收入目标分别为6.16/7.70/10.09亿元，净利润为0.82/0.96/1.51，业务目标为新增两个发酵饲料项目/发酵饲料销量不低于35万吨/发酵饲料销量不低于50万吨。高增长目标彰显公司对未来高速发展的信心。

路德环境 (688156.SH)

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2023-04-28

A股收盘价(元)	33.60
A股一年内最高价(元)	40.86
A股一年内最低价(元)	14.64
上证指数	3,323.27
市盈率	120.47
总股本(万股)	9,237.38
实际流通A股(万股)	7,132.44
限售的流通A股(万股)	2,104.94
流通A股市值(亿元)	23.96

相对上证指数表现

2023-04-28



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

投资建议：预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.00/1.39/1.99 亿元，对应 EPS 分别为 1.08/1.51/2.15 元/股，对应 PE 分别为 31x/22x/16x，维持“推荐”评级。

风险提示：酒糟饲料产能释放不及预期的风险；酒糟原材料价格上涨的风险；酒糟资源化产品价格下滑的风险；传统环保业务业绩下滑的风险；行业竞争加剧的风险。

附录：

1. 盈利预测

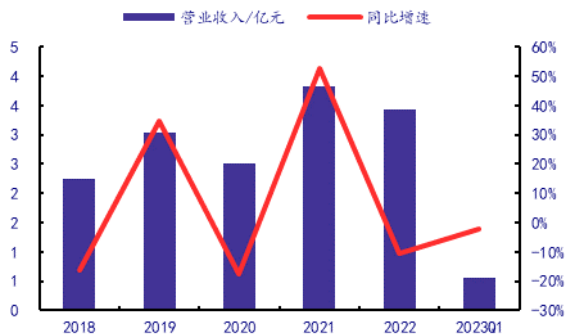
表 1. 路德环境盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	342.08	655.74	1171.52	1618.77
收入增长率	-10.45%	91.69%	78.66%	38.18%
归母净利润（百万元）	25.93	99.71	139.37	198.81
利润增速	-65.68%	284.59%	39.77%	42.65%
毛利率	35.17%	33.76%	33.10%	32.82%
摊薄 EPS（元）	0.28	1.08	1.51	2.15
PE	119.72	31.13	22.27	15.61

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

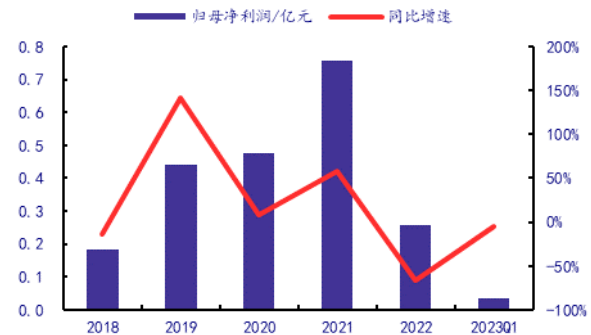
2. 公司经营情况

图 1：2018-2023Q1 路德环境营业收入



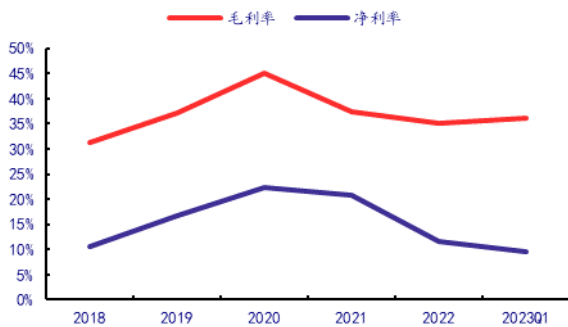
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 2：2018-2023Q1 路德环境归母净利润



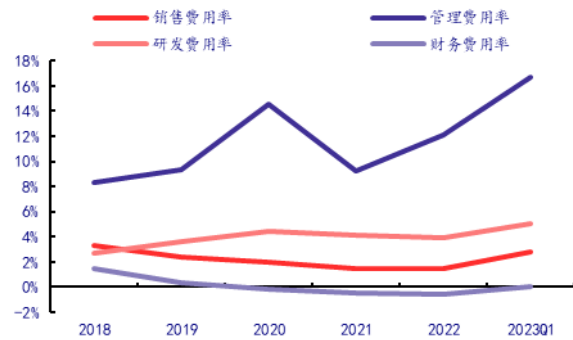
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 3：2018-2023Q1 路德环境毛利率与净利率



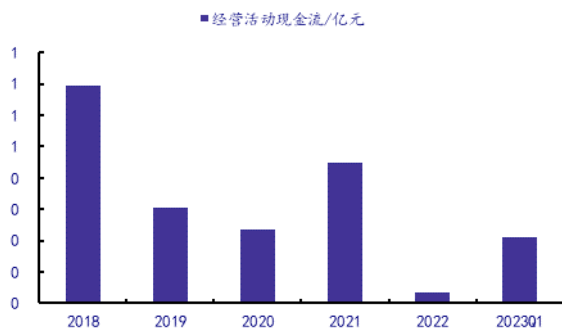
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 4：2018-2023Q1 路德环境费用率



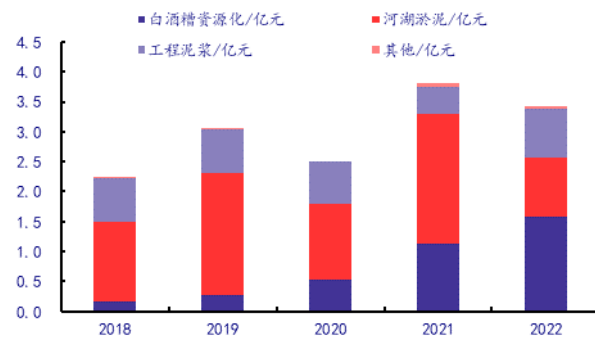
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 5：2018-2023Q1 路德环境经营活动现金流



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 6：2018-2022 路德环境主营业务收入占比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表 2. 2021-2023Q1 分季度路德环境营收和净利润情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入/亿元	0.49	0.98	0.88	1.46	0.57	0.93	0.79	1.12	0.56
营业收入同比增长率	191.10%	51.89%	28.51%	45.95%	15.41%	-5.05%	-10.02%	-23.13%	-2.39%
归母净利润/亿元	0.08	0.22	0.15	0.30	0.04	0.15	0.05	0.03	0.04
归母净利润同比增长率	192.42%	84.62%	-21.34%	17.03%	-54.18%	-34.39%	-67.99%	-91.07%	-4.21%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	767.69	965.62	1300.84	1643.29	营业收入	342.08	655.74	1171.52	1618.77
现金	259.40	213.24	-19.40	170.06	营业成本	221.77	434.33	783.78	1087.41
应收账款	272.24	456.35	845.34	953.29	营业税金及附加	2.28	4.15	7.20	10.18
其它应收款	31.21	39.57	85.32	93.65	营业费用	5.06	10.36	17.98	24.94
预付账款	14.09	25.72	46.58	65.29	管理费用	41.22	65.57	140.58	178.06
存货	49.31	59.49	148.99	148.06	财务费用	-1.96	-4.96	-2.69	5.26
其他	141.43	171.25	194.01	212.95	资产减值损失	-2.18	0.00	0.00	0.00
非流动资产	428.84	533.17	651.91	760.99	公允价值变动收益	0.21	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.08	8.35	15.79	21.78
固定资产	215.46	231.40	247.77	261.02	营业利润	50.85	133.90	188.84	273.47
无形资产	57.00	66.85	76.59	84.44	营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	156.37	234.92	327.54	415.53	营业外支出	0.98	0.00	0.00	0.00
资产总计	1196.53	1498.79	1952.75	2404.28	利润总额	49.88	133.90	188.84	273.47
流动负债	275.33	466.81	765.92	994.07	所得税	10.67	23.11	33.99	50.09
短期借款	80.10	107.86	139.50	172.31	净利润	39.21	110.79	154.85	223.38
应付账款	119.76	242.18	434.52	568.32	少数股东损益	13.28	11.08	15.49	24.57
其他	75.48	116.76	191.91	253.44	归属母公司净利润	25.93	99.71	139.37	198.81
非流动负债	90.24	90.24	90.24	90.24	EBITDA	108.89	147.63	201.18	288.08
长期借款	87.50	87.50	87.50	87.50	EPS (元)	0.28	1.08	1.51	2.15
其他	2.74	2.74	2.74	2.74					
负债合计	365.58	557.05	856.16	1084.31	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	56.28	67.36	82.85	107.42	营业收入	-10.45%	91.69%	78.66%	38.18%
归属母公司股东权益	774.67	874.38	1013.74	1212.55	营业利润	-40.96%	163.31%	41.04%	44.81%
负债和股东权益	1196.53	1498.79	1952.75	2404.28	归属母公司净利润	-65.68%	284.59%	39.77%	42.65%
					毛利率	35.17%	33.76%	33.10%	32.82%
					净利率	7.58%	15.21%	11.90%	12.28%
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	3.35%	11.40%	13.75%	16.40%
经营活动现金流	3.49	51.92	-126.79	279.74	ROIC	5.93%	8.67%	10.55%	13.19%
净利润	39.21	110.79	154.85	223.38	资产负债率	30.55%	37.17%	43.84%	45.10%
折旧摊销	33.57	28.53	30.82	33.05	净负债比率	43.99%	59.15%	78.08%	82.15%
财务费用	2.42	2.82	3.71	4.68	流动比率	2.79	2.07	1.70	1.65
投资损失	-5.08	-8.35	-15.79	-21.78	速动比率	2.51	1.83	1.40	1.40
营运资金变动	-79.40	-80.38	-300.38	42.34	总资产周转率	0.29	0.44	0.60	0.67
其它	12.77	-1.49	0.00	-1.92	应收帐款周转率	1.26	1.44	1.39	1.70
投资活动现金流	-212.81	-123.03	-133.77	-118.43	应付帐款周转率	2.86	2.71	2.70	2.85
资本支出	-147.33	-131.37	-149.57	-140.21	每股收益	0.28	1.08	1.51	2.15
长期投资	-55.29	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.04	0.56	-1.37	3.03
其他	-10.19	8.35	15.79	21.78	每股净资产	8.39	9.47	10.97	13.13
筹资活动现金流	108.72	24.95	27.92	28.14	P/E	119.72	31.13	22.27	15.61
短期借款	46.44	27.76	31.63	32.81	P/B	4.01	3.55	3.06	2.56
长期借款	87.50	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	24.57	20.90	16.65	11.09
其他	-25.23	-2.82	-3.71	-4.68	P/S	9.07	4.73	2.65	1.92
现金净增加额	-100.60	-46.16	-232.64	189.45					

数据来源: iFind, 银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn