

路德环境(688156)

报告日期: 2023年05月04日

# 酒糟饲料量价齐升, 定增&激励落地蓄势待发

## ——路德环境 2022 年&23Q1 业绩点评报告

### 投资要点

- 事件:** 2022 年营业收入 3.42 亿元 (-10.45%); 归母净利润 0.26 亿元 (-65.68%); 扣非净利润 0.20 亿元 (-69.33%)。23Q1 收入 0.56 亿元 (-2.39%); 归母净利润 0.04 亿元 (-4.21%), 扣非净利润 0.03 亿元 (-21.97%)。
- 关注点 1: 如何看待 22 年&23Q1 营收及利润下滑?**  
 营收及利润下滑主因河湖淤泥业务受疫情影响较大, 白酒糟饲料及工程泥浆业务均表现优异, 伴随疫情影响减弱, 预计河湖淤泥业务将自底部逐渐回升。
  - 1) 2022 年河湖淤泥/工程泥浆/白酒糟饲料营业收入 0.99/0.82/1.58 亿元 (-53.76%/+77.39%/+39.37%), 毛利率同比变动-17.56/14.42/0.09pct, 疫情影响下河湖淤泥业务存在开工效率低、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, 但工程泥浆&白酒糟饲料均迎高增, 其中工程泥浆业务受益于稳增长背景下基建项目投资建设复苏销量高增 77.43%。
  - 2) 23Q1 营收及利润下滑, 主因河湖淤泥业务收入同比降幅较大, 但工程泥浆营收同比增长 180.67%, 白酒糟饲料营收同比增长 27.41%。
- 关注点 2: 如何看待食品饮料糟渣业务量价趋势?**  
 伴随后续工厂陆续投产, 产能持续释放, 销售维持紧俏不变, 吨价趋势向上。
  - 1) 量: 2022 年白酒糟饲料业务销量增长 27.13%至 7.31 万吨, 23Q1 销量增长 20.86%至 1.47 万吨, 考虑到金沙工厂一期 10 万吨已于 3 月完成试生产、4 月初取得饲料许可证并正式投产, 预计全年销量有望高增, 金沙工厂销量贡献将于 23Q2 体现。另据股权激励考核目标, 公司有望于 23 年新增白酒糟生物发酵饲料项目 2 个及以上, 保证中长期高成长性。
  - 2) 价: 2022 年白酒糟饲料业务吨价提升 9.63%至 2168 元/吨, 23Q1 吨价提升 5.42%至 2101 元/吨, 在 Q1 豆粕价格下行背景下, 公司仍保持价格稳定, 伴随高附加值新品菌福系列投放市场、直销比例逐渐提高, 公司整体吨价趋势向上。
- 关注点 3: 如何看待公司盈利能力变动?**  
 22 年盈利能力下降, 主因河湖淤泥业务毛利率阶段性下滑, 另存在少数股东损益及所得税率影响, 预计 23 年后少数股东损益比例及所得税率将恢复至正常水平, 酒糟饲料业务毛利率趋势向上。
  - 1) 2022 年公司毛利率/净利率分别同比变动-2.25/-9.3pct 至 35.17%/11.46%, 销售费用率/管理费用率同比变动-0.03/2.77pct, 毛利率下行主因 22 年河湖淤泥毛利率同比下降 17.56pct。
  - 2) 2023Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动 7.04/2.16pct 至 36.16%/9.54%, 销售费用率/管理费用率同比提升 0.67/3.41pct。
- 盈利预测及估值**  
 定增&股权激励落地, 员工积极性有望释放, 此次股权激励 23 年及 24 年考核目标与前一期股权激励考核目标相近, 我们仍看好公司高成长性。预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 81.24%、71.06%、46.72%; 归母净利润增速分别为 285.79%、58.30%、46.72%; EPS 为 1.08、1.71、2.51 元/股; PE 分别为 32、20、14 倍。维持买入评级。
- 催化剂:** 白酒糟产能持续扩张、倍肽德产品提价、新品持续推出。
- 风险提示:** 白酒糟生物发酵饲料业务竞争加剧; 国内疫情反复影响河湖淤泥及工程泥浆业务开展。

### 投资评级: 买入(维持)

**分析师:** 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

**研究助理:** 张家祯  
 zhangjiachen@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 34.50
总市值(百万元)	3,186.89
总股本(百万股)	92.37

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《河湖淤泥拖累业绩, 仍看好饲料业务高成长性》 2023.03.01
- 2 《酒糟资源化领航, 提价扩产谱新篇》 2023.02.02

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	342.1	619.98	1060.51	1555.93
(+/-) (%)	-10.5%	81.24%	71.06%	46.72%
归母净利润	25.9	100.02	158.33	232.30
(+/-) (%)	-65.7%	285.79%	58.30%	46.72%
每股收益(元)	0.28	1.08	1.71	2.51
P/E	122.92	31.86	20.13	13.72

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	768	1067	1502	2040
现金	259	343	317	307
交易性金融资产	115	88	102	95
应收账款	285	475	814	1237
其它应收款	31	34	63	107
预付账款	14	24	40	60
存货	49	89	151	221
其他	14	14	14	14
<b>非流动资产</b>	429	503	591	688
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	215	271	327	385
无形资产	57	66	78	84
在建工程	121	144	162	193
其他	35	22	25	26
<b>资产总计</b>	1197	1570	2093	2727
<b>流动负债</b>	275	557	919	1306
短期借款	80	274	465	625
应付款项	139	221	367	567
预收账款	0	0	0	0
其他	57	62	86	115
<b>非流动负债</b>	90	91	91	91
长期借款	88	88	88	88
其他	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	366	648	1010	1397
少数股东权益	56	63	80	105
归属母公司股东权益	775	859	1003	1226
<b>负债和股东权益</b>	1197	1570	2093	2727

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3	(7)	(61)	(16)
净利润	39	107	175	257
折旧摊销	34	23	29	33
财务费用	(2)	10	19	28
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	1	(112)	(208)	(251)
其它	(63)	(29)	(70)	(78)
<b>投资活动现金流</b>	(213)	(78)	(123)	(117)
资本支出	(156)	(94)	(93)	(115)
长期投资	0	0	0	0
其他	(57)	16	(29)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	109	169	158	122
短期借款	46	194	191	160
长期借款	88	0	0	0
其他	(25)	(25)	(33)	(38)
<b>现金净增加额</b>	(101)	84	(26)	(11)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	342	620	1061	1556
营业成本	222	402	681	992
营业税金及附加	2	3	5	7
营业费用	5	9	15	23
管理费用	41	56	95	140
研发费用	14	24	40	59
财务费用	(2)	10	19	28
资产减值损失	(2)	(2)	(5)	(8)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
其他经营收益	3	4	3	3
<b>营业利润</b>	51	124	208	308
营业外收支	(1)	3	3	3
<b>利润总额</b>	50	127	211	311
所得税	11	20	36	54
<b>净利润</b>	39	107	175	257
少数股东损益	13	7	17	25
<b>归属母公司净利润</b>	26	100	158	232
EBITDA	89	160	259	372
EPS (最新摊薄)	0.28	1.08	1.71	2.51

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-10.45%	81.24%	71.06%	46.72%
营业利润	-40.96%	143.79%	67.69%	48.05%
归属母公司净利润	-65.68%	285.79%	58.30%	46.72%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.17%	35.20%	35.79%	36.24%
净利率	11.46%	17.28%	16.50%	16.51%
ROE	3.15%	11.41%	15.79%	19.25%
ROIC	4.61%	9.43%	12.25%	14.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.55%	41.24%	48.24%	51.22%
净负债比率	45.88%	55.86%	54.73%	50.99%
流动比率	2.79	1.92	1.63	1.56
速动比率	2.61	1.76	1.47	1.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.31	0.45	0.58	0.65
应收账款周转率	1.30	1.73	1.74	1.61
应付账款周转率	2.04	2.51	2.58	2.39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.28	1.08	1.71	2.51
每股经营现金	0.04	-0.07	-0.66	-0.17
每股净资产	8.39	9.30	10.86	13.27
<b>估值比率</b>				
P/E	122.92	31.86	20.13	13.72
P/B	4.11	3.71	3.18	2.60
EV/EBITDA	29.46	19.83	13.15	9.68

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>