

抢滩布局、产品为王，酒糟资源化大有可为

投资逻辑：

- 抢滩布局酱酒核心产地，扩张产能带来“量”增。
 - 看点 1：赤水河流域对酒糟处理的环保政策趋严。公司环保业务起家，利好业务协同，绑定上游酒企获取酒糟资源；
 - 看点 2：上游龙头酒企市占率提升，扩产集中于川贵、集中于酱酒。当前酱酒糟年处理需求约 201 万吨，22 年酒企扩产规划对应新增处理需求 100 万吨以上。公司抢先布局赤水河流域，截至 5M23 已投产 17/42.5 万吨（饲料/酒糟处理量口径），规划总产能 52 /136 万吨（其中川贵两省 40/100 万吨），覆盖率有望接近 50%。对应 22~25 年饲料销量分别为 7.3/16.2/38/49.4 万吨。
- 产品定位功能性饲料原料，配方迭代平滑价格周期性波动。
 - 行业需求：粮食安全隐忧&“限抗、禁抗”利好酒糟资源化；
 - 公司看点：二代产品“菌福”推出，对比一代产品降本增效更显著。考虑配方迭代带来溢价空间、对冲玉米/豆粕等饲料原料大宗商品价格波动影响，预计 23~25 年产品均价年增 2%。
- 河湖/工程淤泥处理业务市场开拓、资金回笼并重。
 - 下游疏浚工程“十四五”新签订单需求表现较好，年增速在 20% 以上，河湖淤泥处置业务有望恢复性增长；
 - 疫后基建投资拉动，工程淤泥处置双年 CAGR 为 5%，后续有望稳步增长。
- 股权激励彰显信心，定增利好新业务拓展。
 - 4M23 公司公告股权激励方案，增强扩产确定性；
 - 5M23 公司公告向公司实控人季光明完成发行 834.04 万股，募资总额 1.13 亿元（发行价 13.57 元/股），定增资金用于研发储备资金等，利好新业务拓展。

盈利预测、估值和评级

预计 23~25 年营收分别为 5.69/10.96/13.99 亿元，归母净利润分别为 0.83/1.49/1.97 亿元，对应 EPS 为 0.82/1.48/1.96 元。给予公司 24 年综合 PE 26 倍，目标价 38.48 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

产能落地不及规划预期、饲料原料大宗商品价格下滑超预期、行业竞争加剧、传统业务需求及回款不及预期、限售股解禁风险、董事/高管减持风险等。

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001）

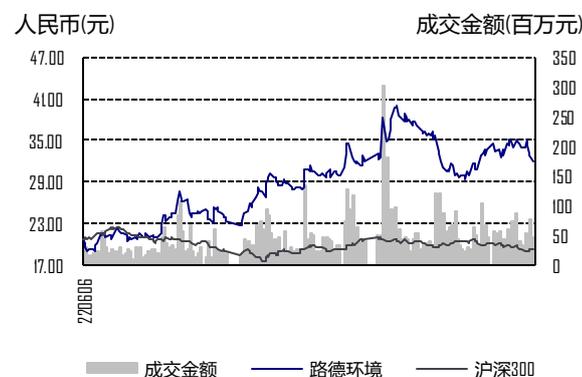
xujunyi@gjzq.com.cn

联系人：张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：32.01 元

目标价（人民币）：38.48 元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	382	342	569	1,096	1,399
营业收入增长率	52.56%	-10.45%	66.35%	92.63%	27.67%
归母净利润(百万元)	76	26	83	149	197
归母净利润增长率	58.23%	-65.68%	218.27%	80.65%	32.24%
摊薄每股收益(元)	0.823	0.281	0.819	1.480	1.957
每股经营性现金流净额	0.49	0.04	0.96	-0.24	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.81%	3.35%	8.79%	14.10%	16.10%
P/E	38.92	114.05	39.07	21.63	16.36
P/B	3.82	3.82	3.43	3.05	2.63

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、酒糟资源化：抢滩布局、产品为王.....	4
1.1 酒糟原料产地布局，扩产带来量增.....	6
1.2 产品迭代有望平滑价格周期性波动.....	9
2、河湖/工程淤泥处理：市场开拓、资金回笼.....	12
3、盈利预测与投资建议.....	14
3.1 盈利预测.....	14
3.2 投资建议及估值.....	16
4、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：传统业务（泥浆处理项目）流程示意图.....	4
图表 2：新业务（酒糟资源化项目）流程示意图.....	4
图表 3：2019~1Q23 营业收入及增速情况.....	5
图表 4：2019~1Q23 公司扣非归母净利润及增速情况.....	5
图表 5：22 年酒糟资源化业务营收占比达 46.3%.....	5
图表 6：工业糟渣业务营收（左轴，万元）及增速情况（右轴）.....	5
图表 7：综合毛利率/净利率情况.....	5
图表 8：分业务毛利率情况.....	5
图表 9：白酒产量下行，产地趋于集中.....	6
图表 10：酱酒占比提升.....	6
图表 11：4M22 出台《贵州省深化赤水河流域生态保护专项行动方案》.....	6
图表 12：酒企（公司上游原料端）市占率提升，绑定大厂具有优势.....	7
图表 13：22 年 A 股龙头酒企扩产规模庞大.....	7
图表 14：公司 IPO 募投古蔺产能技改项目.....	7
图表 15：扩产计划明确，处理品种向浓香型扩张.....	8
图表 16：公司股权激励方案彰显发展信心.....	8
图表 17：产能利用率/产销率维持较高水平.....	8
图表 18：国内饲料产量（左轴）及增速（右轴）.....	9
图表 19：进口配制的动物饲料需求逐年提升.....	9
图表 20：进口玉米约占国内玉米消费量 6%~10%.....	9
图表 21：饲料用玉米消费约占国内玉米总消费 60%.....	9
图表 22：“限抗、禁抗”政策落地，利好生物饲料发展.....	10
图表 23：酒糟与部分粮食作物的营养成分对比（%）.....	10
图表 24：菌种筛选孵化工序流程图示意图.....	10
图表 25：2019~1Q23 研发费用（左轴，百万元）及费率（右轴）情况.....	11
图表 26：5M23 定增投入研发储备、补充营运资金.....	11
图表 27：二代产品“菌福”进一步降本增效.....	11
图表 28：一代产品定价与玉米豆粕大宗价格弱关联（元/公斤）.....	12

图表 29: 18~22 年公司河湖淤泥与工程泥浆处置营收情况	12
图表 30: 18~22 年公司河湖淤泥与工程泥浆处置毛利率	12
图表 31: 2018~1Q23 可比公司应收账款周转率 (次)	13
图表 32: 2020~1Q23 公司应收账款情况	13
图表 33: 2021 年全国地表水总体水质特征	13
图表 34: 1Q23 全国流域总体水质特征	13
图表 35: 疏浚行业龙头新签订单反映“十四五”需求较好	14
图表 36: 公司工程泥浆处理量 22 年同比恢复性增长	14
图表 37: 酒糟资源化业务产销/单价及营收预测	15
图表 38: 分业务营收/毛利率预测 (百万元)	15
图表 39: 可比公司估值情况 (截至 23 年 6 月 5 日)	16

1、酒糟资源化：抢滩布局、产品为王

■ 公司深耕高含水废弃物处理与利用。目前已实现河湖淤泥、工程泥浆和白酒糟等工业糟渣的产业化应用。

(1) 公司在传统业务（泥浆/淤泥处理）发展总体上经历三个阶段：

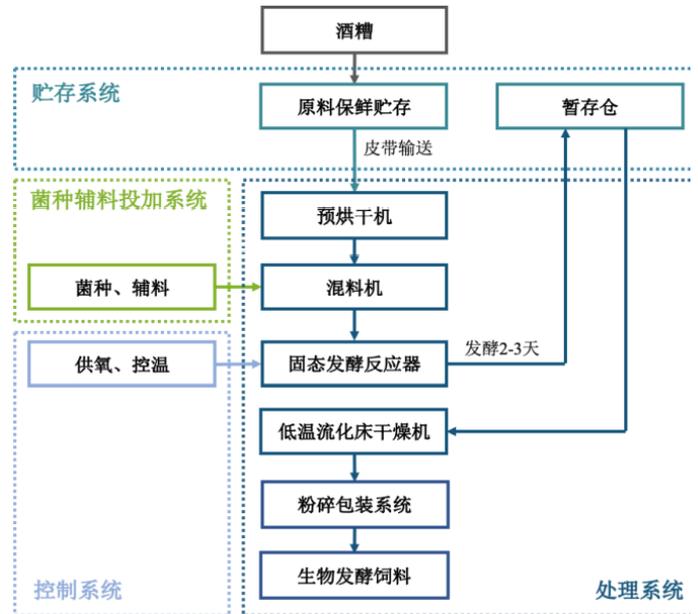
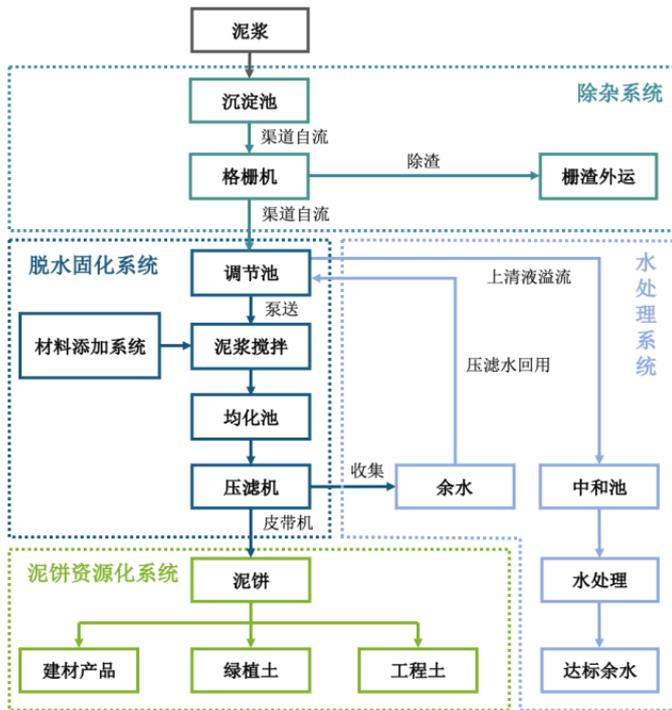
- ✓ 技术研发与业务探索阶段（200年~2008年）：自主研发泥浆脱水固结一体化技术；
- ✓ 核心技术突破阶段（2009年~2013年）：订单以河湖淤泥处理的短周期项目为主，于2009年获得第一个大型产业化应用项目—武汉市外沙湖淤泥脱水固化工程项目；
- ✓ 业务模式快速推广阶段（2014年至今）：通过绍兴柯桥河湖淤泥固化处理中心总结出工厂化运营的可推广模式，业务规模扩大。

(2) 公司发展重心逐步向新业务（酒糟资源化）倾斜：

- ✓ 2015年：古蔺路德建成投产，实现酱香型白酒糟经发酵成为功能性饲料原料；
- ✓ 2023年：金沙路德一期建成投产，截至5M23年合计产能17万吨，已规划总产能达52万吨（饲料产量口径）。

图1：传统业务（泥浆处理项目）流程示意图

图2：新业务（酒糟资源化项目）流程示意图



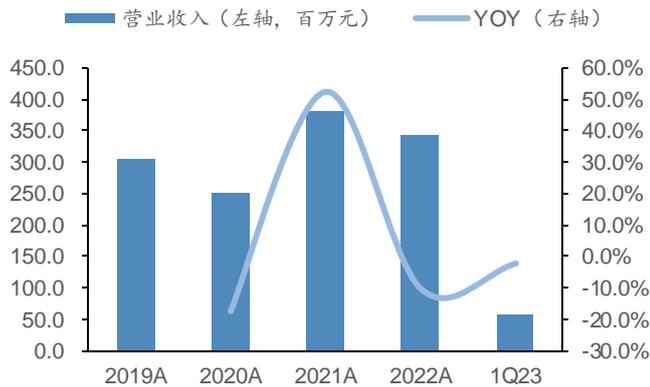
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 22年传统业务拖累业绩，酒糟资源化业务转型方向明确。

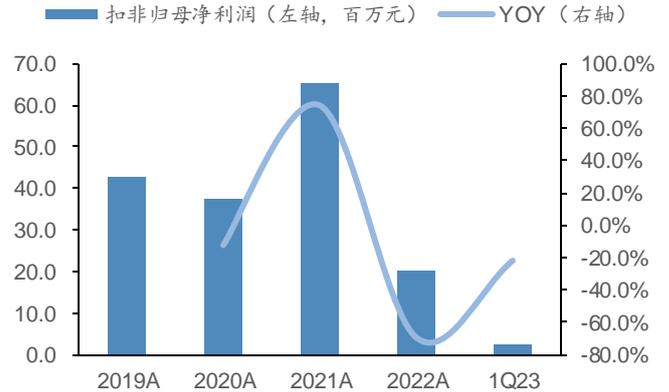
- ✓ 22年全年实现营收3.4亿元，同比-10.4%，扣非归母净利润2000万元，同比-69.3%；1Q23实现营收0.6亿元，同比-2.3%，扣非归母净利润270万元，同比-22%，降幅环比收窄。22年河湖淤泥业务新开工项目较少，在运项目减少，拖累业绩。
- ✓ 22年酒糟资源化业务实现营收1.6亿元，同比+39.4%，同比增速降低主因21年技改完成贡献了当年增量；而产能利用率由21年81.9%提升至22年的104.3%则带来22年业绩增长，相应营收占比也继续升至46.3%。相关功能性饲料原料产品主要面向下游饲料加工企业或饲料-养殖一体化企业销售，满产满销反映产品力撬动下需求旺盛。往后看，扩产规划落地将是业绩持续增长的最大动力。

图表3: 2019~1Q23 营业收入及增速情况



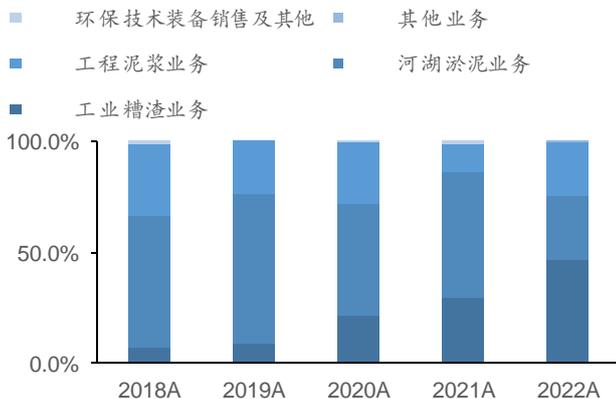
来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 2019~1Q23 公司扣非归母净利润及增速情况



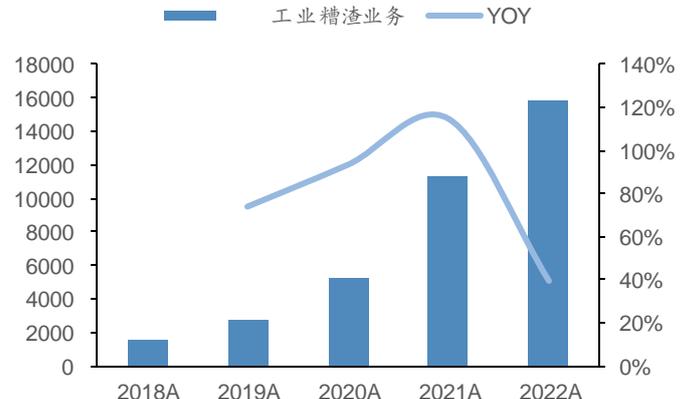
来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 22年酒糟资源化业务营收占比达46.3%



来源: Wind、国金证券研究所

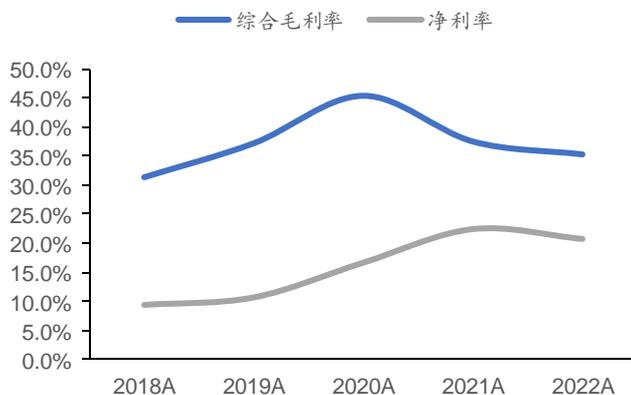
图表6: 工业糟渣业务营收(左轴, 万元)及增速情况(右轴)



来源: Wind、国金证券研究所

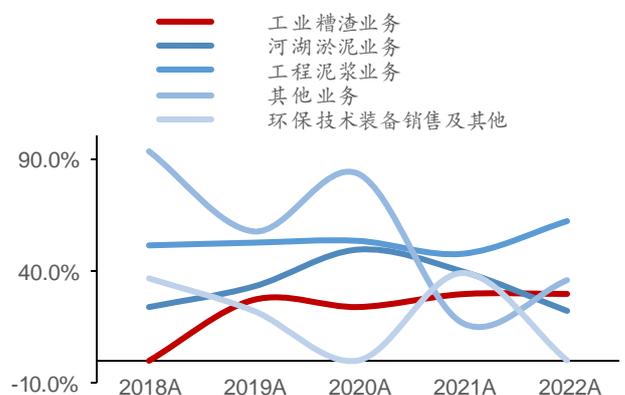
■ 业务转型带来毛利率下降, 看好降本+提价带来酒糟资源化业务盈利上行。毛利率相对较高的工程泥浆处置业务占比下降, 而酒糟资源化业务占比逐年提升带来近两年毛利率下行趋势。往后看, 随着赤水河产能集中布局完成及新产品投入市场, 预计资源化业务具备规模效应降本与产品提价的能力, 使得业务毛利率可维持当前总体上行趋势。

图表7: 综合毛利率/净利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 分业务毛利率情况

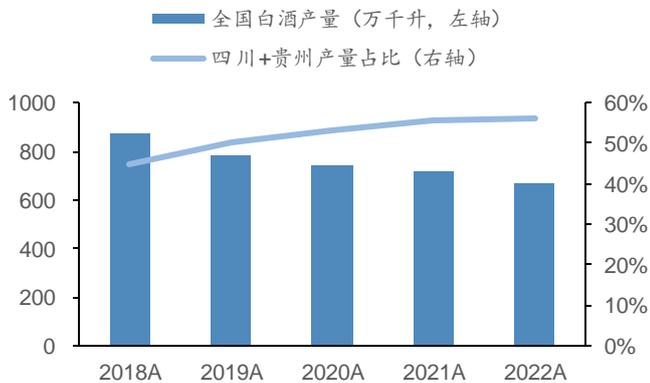


来源: Wind、国金证券研究所

1.1 酒糟原料产地布局，扩产带来量增

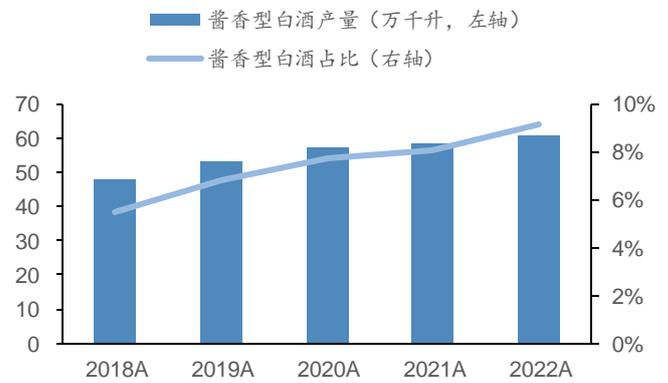
- 白酒产量下行，产地更集中、酱酒占比提升。从国家统计局的数据来看，2018年以来全国白酒产量呈现逐年下滑的趋势，从2017年产量近1200万吨下降至2020年的629.7万吨；而与此同时，国内白酒生产第一大省四川，和酱香白酒核心生产地贵州合计产量占比逐年攀升，至2021Q3合计占比达57.6%，产地集中化趋势愈加明显。

图表9：白酒产量下行，产地趋于集中



来源：Wind、国金证券研究所

图表10：酱酒占比提升



来源：Wind、国金证券研究所

- 酱酒糟年处理需求超200万吨。酒糟及渗滤液如未得到环保处理，易发生霉变，产生黄曲霉毒素，会对当地土壤、水体造成污染；而直接喂饲，动物消化率低、适口性差、饲用价值低。根据测算：酱酒糟单位产生量约为3.3吨/千升，随着酱香型白酒糟产出占比提升，以酱酒年产量61万千升测算，对应酱酒糟年处理需求约201万吨。
- 赤水河流域环保政策趋严，促进公司业务协同，利于锁定酒糟资源。贵州省提出赤水河流域酱白酒生产环境保护条例，文件提出酱酒生产企业环保资金投入应加大，这将倒逼流域内酱酒企业购买污染处理服务，利好公司通过提供相关处理能力的支持，来获得锁定资源的优势。

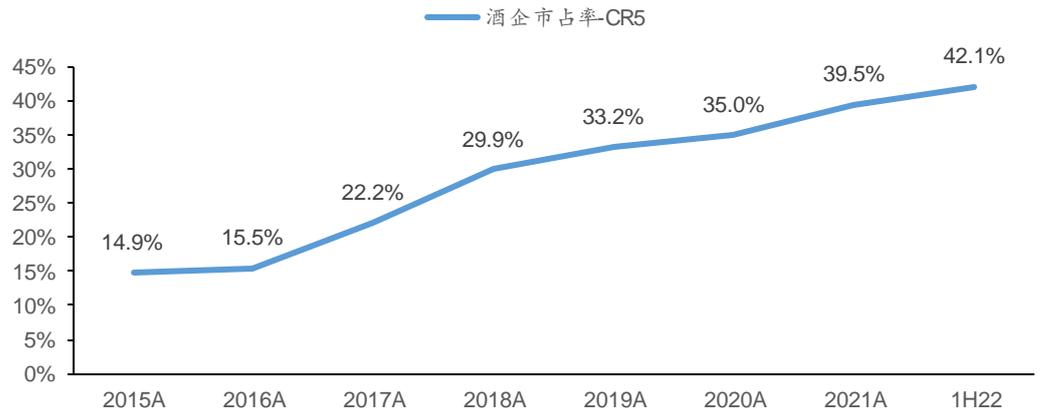
图表11：4M22 出台《贵州省深化赤水河流域生态保护专项行动方案》

政策精神	主要内容
加大环保资金投入	酱香型白酒生产企业应加大对环境保护的资金投入
设备升级改造	淘汰落后生产设备、技术和产能，不断升级改造环境保护设备设施
酒糟处理	赤水河流域县级以上人民政府应统筹规划，推动酱香型白酒生产企业建设酒糟、窖泥尾料、污泥等废弃物的集中综合利用场所和处置场所。酱香型白酒生产企业应开展酒糟、窖泥尾料、污泥等废弃物的综合利用，提升酒糟、窖泥尾料、污泥等废弃物的资源利用效率

来源：贵州省人民政府门户网站、国金证券研究所

- 与大品牌酒厂建立稳定的原材料供应渠道。公司当前扩产产能均有与当地酒厂合作绑定关系，类项目制。当前上游白酒行业龙头市占率逐年攀升，22年龙头酒企纷纷逆周期改造扩产，抢占远期市场份额。在这一背景下，与龙头酒厂合作并签订长期合作协议，对于保障原材料供应意义重大。

图表12: 酒企（公司上游原料端）市占率提升，绑定大厂具有优势



来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 22年A股龙头酒企扩产规模庞大

	所在地区	增产规划 (万吨)
贵州茅台	贵州	3.2
五粮液	四川	6
山西汾酒	山西	5.1
泸州老窖	四川	8
今世缘	江苏	3.8
舍得酒业	四川	6
水井坊	四川	1.3
合计扩产		33.4
对应新增酒糟处理需求 (万吨)		100-134

来源: 公司公告、Wind、国金证券研究所 注: “万吨”口径下, 单位白酒产量对应3-4单位酒糟处理需求

- 资源化项目扩产带来业绩释放, 赤水河流域集中布局优势将逐步体现。公司最早于2014年布局白酒糟资源化利用领域, 依托古蔺路德(四川泸州)6万吨/年开展业务。该地区为我国酱香型白酒核心产区, 产业集聚为公司提供了便捷的交通运输及充足的原材料供应。

图表14: 公司IPO募投古蔺产能技改项目

序号	项目名称	实施主体	变更前		变更后	
			投资总额 (万元)	原拟投入募集资金金额 (万元)	投资总额 (万元)	变更后拟投入募集资金金额 (万元)
1	路德环境技术研发中心升级建设项目	路德环境	18400	15000	18400	11800
2	古蔺路德高肽蛋白饲料技改及扩能项目	古蔺路德	-	-	3315	3200
3	路德环境信息化建设项目	路德环境	2000	2000	2000	2000
4	补充营运资金	路德环境	18000	18000	18000	18000
合计			38400	35000	41715	35000

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表15: 扩产计划明确, 处理品种向浓香型扩张

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(已开工)
亳州路德	安徽省亳州市	浓香型	12	36	2023年2月土地摘牌(计划23年内投产)
永乐路德	四川省泸州市	酱香型	10	25	2023年2月设立(规划年内开工)
合计			52	136	

来源: Wind、国金证券研究所

- 公司股权激励方案彰显发展信心, 增强了扩产确定性。公司于4M23公告了股权激励计划, 首次授予包括董事、高管、核心技术人员在内的共54人, 授予价格为17.16元/股, 股权激励将有利于稳定核心团队人员。同时, 由披露的业绩考核目标可见疫情影响逐步消除后, 公司扩产节奏预计加快, 产能释放贡献业绩增量。

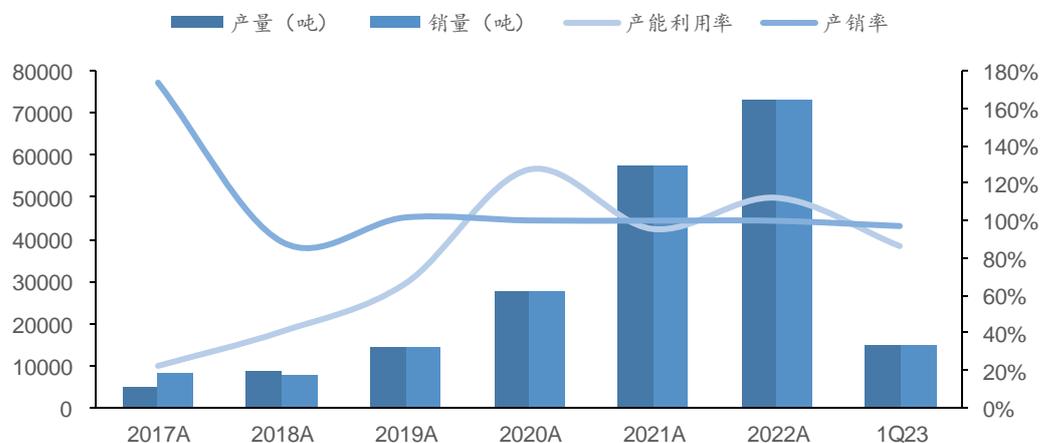
图表16: 公司股权激励方案彰显发展信心

首次授予归属期	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
第一个归属期	23年同比22年 (1) 营收增速: 55%以上或 (2) 净利润增速: 290%以上或 (3) 饲料销量: 15万吨以上	23年同比22年 (1) 营收增速: 45%~55%或 (2) 净利润增速: 245%~290%或 (3) 饲料销量: 12~15万吨
第二个归属期	24年同比22年 (1) 营收增速: 125%以上或 (2) 净利润增速: 380%以上或 (3) 饲料销量: 35万吨以上	24年同比22年 (1) 营收增速: 95%~125%或 (2) 净利润增速: 340%~380%或 (3) 饲料销量: 28~35万吨
第三个归属期	25年同比22年 (1) 营收增速: 195%以上或 (2) 净利润增速: 650%以上或 (3) 饲料销量: 50万吨以上	25年同比22年 (1) 营收增速: 150%~195%或 (2) 净利润增速: 540%~650%或 (3) 饲料销量: 40~50万吨

来源: Wind、国金证券研究所

- 近两年历史业绩显示资源化产品(生物饲料)均为满产满销。公司下游客户以大型饲料加工企业与饲料/养殖一体化企业为主, 客户范围涵盖多家知名品牌包括首农集团、新希望集团、现代牧业、澳华集团、大成食品、嘉立荷牧业、玖兴农牧等; 采用直销+经销的模式。往后看, 由于产品定位为功能性饲料原料, 产量规模扩大有望为客户使用带来规模效应, 客户粘性有望支撑产销水平的确定性。

图表17: 产能利用率/产销率维持较高水平

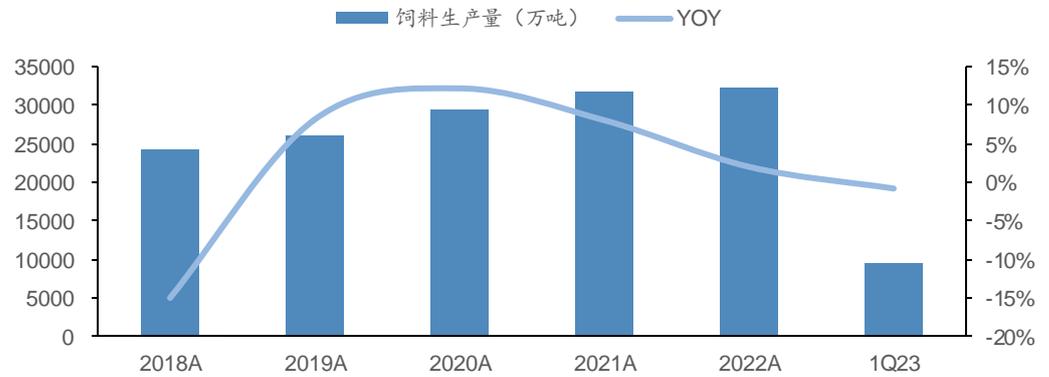


来源: Wind、国金证券研究所

1.2 产品迭代有望平滑价格周期性波动

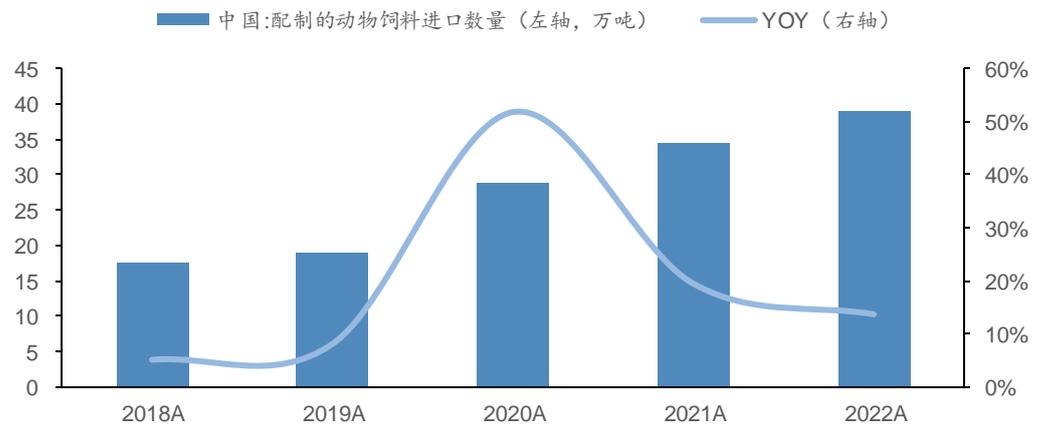
- 我国动物饲料需求量大。我国是一个畜牧、水产养殖大国，对饲料需求量大。22 年受生猪养殖去产能、肉鸡产能下降等影响饲料产量/进口量增速有所下滑，但绝对量上近几年总体上升，国内饲料产量年增速约 5%~15%、进口配制的动物饲料量年增速约 10%以上。

图表18: 国内饲料产量(左轴)及增速(右轴)



来源: Wind、国金证券研究所

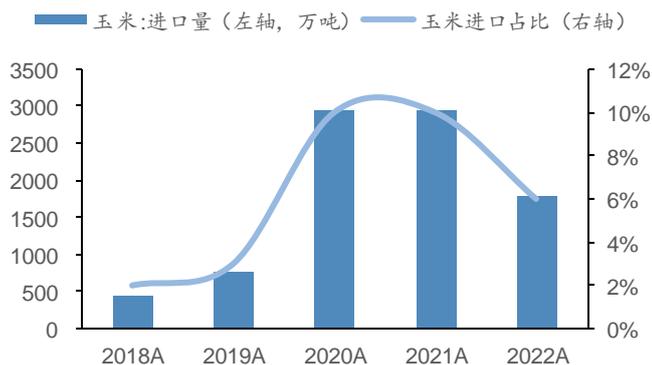
图表19: 进口配制的动物饲料需求逐年提升



来源: Wind、国金证券研究所

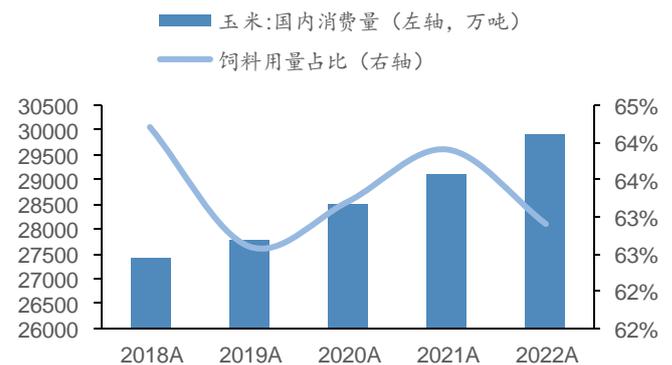
- 饲料原料需求高占比带来粮食安全格局隐忧。目前进口玉米平均约占我国玉米消费总量的 6%~10%，近 60%以上的玉米用于饲料加工。长期来看，为保障粮食安全格局，从存量废弃资源中寻找可用于替代增量粮食作物的路径将获得青睐，资源化利用业务将从中受益。

图表20: 进口玉米约占国内玉米消费量6%~10%



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 饲料用玉米消费约占国内玉米总消费 60%



来源: Wind、国金证券研究所

- “限抗、禁抗”政策落地，利好生物饲料发展。长期以来，抗生素对于养殖生产成绩的改善效果突出，尤其是在保持肠道健康，抵抗感染和非传染性疾病方面有显著作用，养殖场已经习惯依赖抗生素来预防畜禽临床疾病。农业农村部于 2019 年 7 月发布的第 194 号文，提出自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料，意味着当前已实现饲料端全面“禁抗”，养殖端“减抗、限抗”。由于保护畜禽肠道健康是减少抗生素使用的关键途径。生物发酵饲料成为当前明确的“替抗”途径之一。

图表22：“限抗、禁抗”政策落地，利好生物饲料发展

时间	机构	政策法规	政策内容
2012.12	国务院	《生物产业发展规划》	突破一批绿色农用生物制品生产关键技术、新工艺和装备，加快新型生物疫苗与兽药、生物农药、生物饲料、生物肥料等重要农用生物制品的产业化
2016.12	国家发展委	《“十三五”生物产业发展规划》	在生物种业、生物农药、生物兽药、生物饲料和生物肥料等新产品开发与应用方面取得重大突破，大幅提升生物农业竞争力
2018.10	全国人大常委会	《中华人民共和国循环经济促进法》	促进循环经济发展，提高资源利用效率，保护改善环境，实现可持续发展
2017.3	国务院	《饲料和饲料添加剂管理条例》	加强对饲料、饲料添加剂的管理，提高饲料、饲料添加剂的质量，保障动物产品质量安全，维护公众健康。
2018.5	农业农村部	《兽用抗菌药使用减量行动计划试点工作方案》（2018—2021年）	明确了养殖端减抗和限抗的时间表，到2020年饲料端“禁抗”，养殖端“减抗、限抗”
2019.7	农业农村部	《农业农村部第194号公告》	自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自2020年7月1日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料

来源：国家发改委官网、国金证券研究所

- 粮食安全&“限抗、禁抗”背景下，资源化利用作生物饲料具有广阔前景。我国对饲料的需求量大，生物发酵饲料的开发利用，有利于节约粮食、减少大宗商品的进口依赖，是实现饲料开源节流的一种新的有效途径。以白酒糟为原料生产微生物发酵饲料适用性好，营养含量高。相比其他粮食作物，酒糟中含有大量钙、粗纤维，且富含益生菌的酒糟饲料可以促进动物的肠道健康。

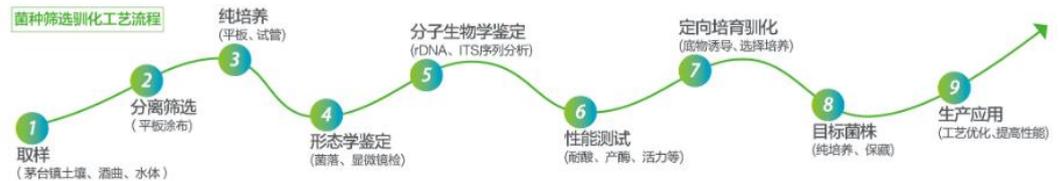
图表23：酒糟与部分粮食作物的营养成分对比（%）

样品	水分	粗蛋白质	粗脂肪	粗纤维	淀粉	灰分	钙	磷
酒糟	7~13	10~16	3.83~8.04	18~24	1~6	1.9~2.3	0.21	0.38
小麦	9~14	13~16	13~16	1.2~2.7	60~74	0.4~2.6	0.09	0.32
玉米	11~13	10~12	2.7~5.3	1.5~3.5	62~70	1.4~2.6	0.03	0.28
大麦	11~12	11~12	1.9~2.8	4.2~7.0	61~62	3.4~4.2	0.09	0.41
高粱	11~13	7~12	1.6~4.3	1.6~2.8	56~64	1.4~1.8	0.07	0.27
大米	12~13	7~9	0.1~0.3	1.5~1.8	70~80	0.4~1.2	0	0

来源：酒糟饲料化利用的研究进展、国金证券研究所

- 自主选育酵母发酵菌种，提升产品性能。菌种筛选驯化需要经过多个环节，培育驯化出的目标菌株会对产品营养性指标、功能性指标产生影响。公司与华中农业大学、生物饲料开发国家工程研究中心就微生物菌种、配方及生产培养方案、白酒糟等高含水有机物的防霉保鲜研究开展合作研究。

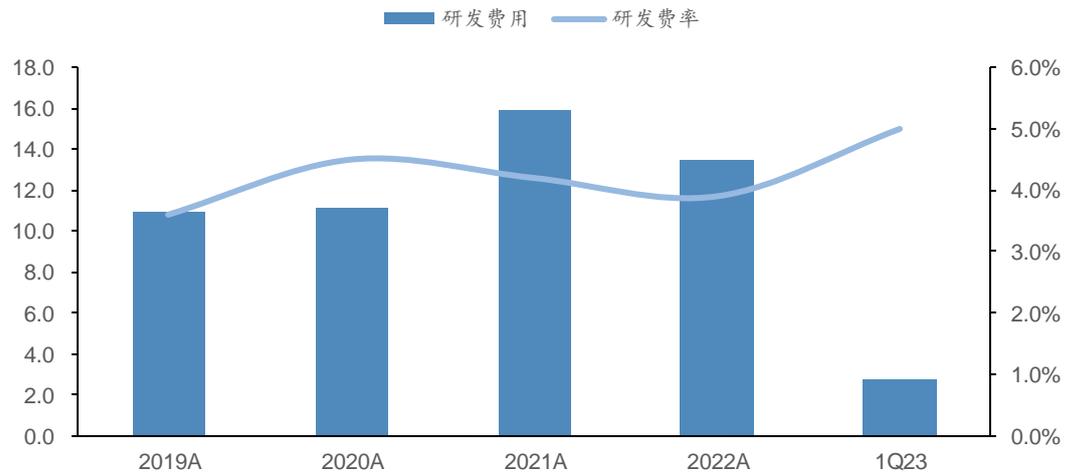
图表24：菌种筛选驯化工艺流程示意图



来源：公司官网、国金证券研究所

- 研发费率总体上升。虽受疫情影响导致整体业绩承压，研发费率仍整体呈现上升态势，2023Q1 研发费率达 5%。随着 IPO 募投项目技术研发中心升级建设完成，预计公司在研发投入方面将持续扩大、将酒糟资源“吃干榨尽”，构筑产品护城河。

图表25: 2019~1Q23 研发费用 (左轴, 百万元) 及费率 (右轴) 情况



来源: 国金证券研究所

- 5M23 公司公告定增完成, 研发再加码。5M23 公司公告向公司实控人季光明完成发行 834.04 万股, 募资总额 1.13 亿元 (发行价 13.57 元/股)。定增资金一方面用于研发储备资金、另一方面用于补充营运资金, 利好公司后续新业务发展。

图表26: 5M23 定增投入研发储备、补充营运资金

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	研发储备资金	3,600.00	3,600.00
2	补充营运资金	7,717.92	7,717.92
合计		11,317.92	11,317.92

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 二代产品“藺福”推出, 对比一代“倍肽德”降本增效更显著。由于产品功能提升, 达到相同效用水平平均可降本 10~75 元/吨, 而在增重率、生长速度、产蛋率等指标上均有提升。同时, 二代产品针对猪饲料完善适口性, 减短适应周期, 有利于猪饲料市场开拓。

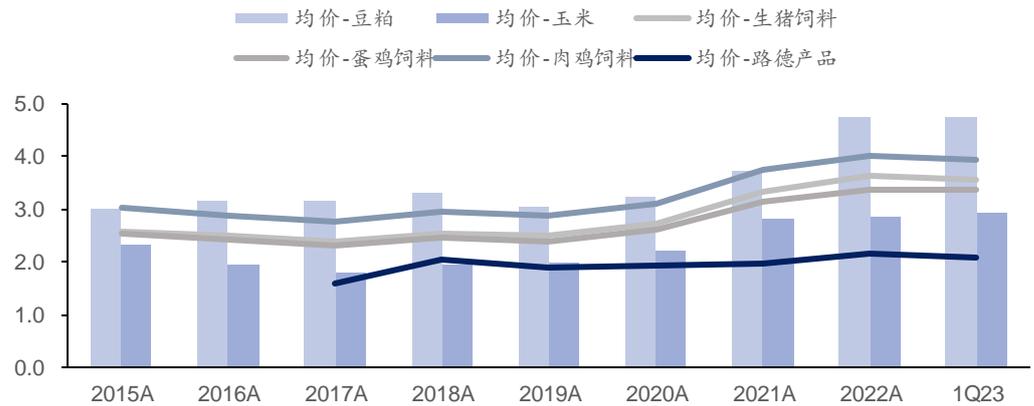
图表27: 二代产品“藺福”进一步降本增效

	反刍动物饲料	水产饲料	猪饲料	禽类饲料
添加量	5~15%	3~8%	2~10%	1~2%
平均饲料降本	30~60 元/吨	18~60 元/吨	7~80 元/吨	5~15 元/吨
优秀功效	提高奶牛产奶量 0.8~1.5kg/头·天	鱼类增重率提高 8.7%	缓解母猪便秘	蛋鸡产蛋率提高 1~3%
	肉牛肉羊日增重提高 6~10%	对虾生长速度提高 6%		肉鸡日增重提高 1~2.3%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 近几年产品定价受周期影响有限, 产品迭代有望稳住价格。自 19 年以来玉米豆粕大宗商品价格呈现逐年递增的态势, 与之对应的生猪/蛋鸡/肉鸡饲料价格也有上涨。公司一代产品定价总体稳定, 22 年均价略有上涨。往后看, 二代产品迭代能够理论上带来近 300 元/吨的涨价空间, 能够一定程度上缓冲大宗商品价格下行风险, 保持实际售价在 23~25 年间稳中有升。

图表28：一代产品定价与玉米豆粕大宗价格弱关联（元/公斤）



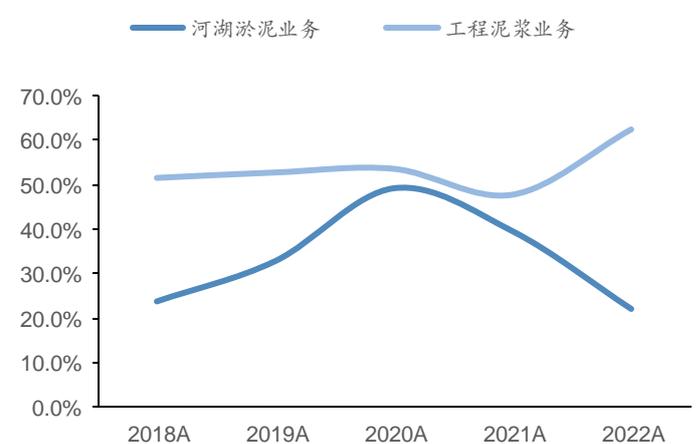
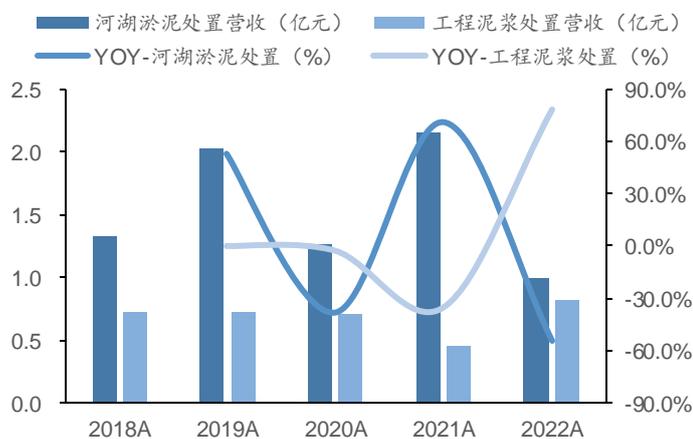
来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

2、河湖/工程淤泥处理：市场开拓、资金回笼

- 疫情影响下，河湖淤泥处置项目开工、回款延迟，拖累业绩；工程泥浆处置业务受益于稳增长背景下基建项目恢复。随着业务转型深化，公司逐渐放弃回款周期较长的工程类项目，22年河湖淤泥处置项目业务营收9946.3万元，同比下降53.8%；与此同时，22年工程泥浆处置业务营收8242.8万元，同比增加77.4%，主要与基建投资恢复有关。
- 传统业务受开工率影响，盈利水平波动。22年河湖淤泥处置毛利率为22.0%，同比-17.5pct，推迟开工、开工效率低、产能利用率不足拖累盈利水平；工程泥浆业务毛利率为62.3%，同比+14.4pct，绍兴地区基建增长带来开工率提升、盈利水平提升。

图表29：18~22年公司河湖淤泥与工程泥浆处置营收情况

图表30：18~22年公司河湖淤泥与工程泥浆处置毛利率



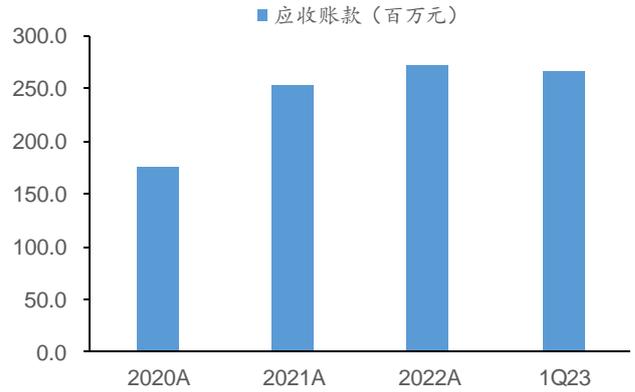
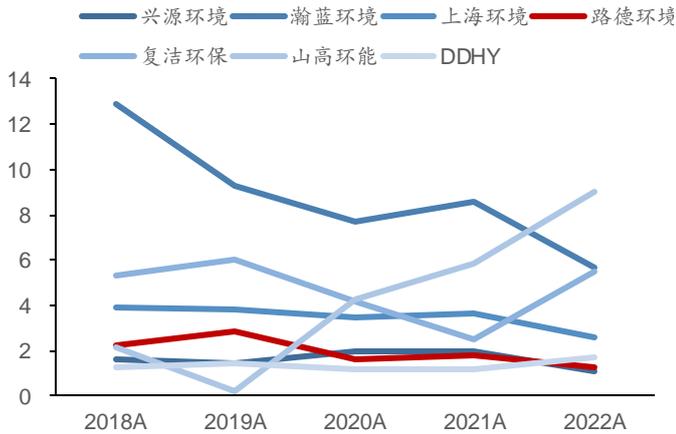
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- 应收账款周转率行业普降。1Q23公司应收账款净额达2.66亿元，应收账款周转率进一步下降。公司应收账款主要由河湖淤泥处置业务产生，该业务客户多为央企、地方政府下属公司，虽然信誉较好，但延迟付款影响公司整体资产质量。在近两年复杂外部条件下，相关情况在固废处置行业成为普遍待解决的问题。

图表31: 2018~1Q23 可比公司应收账款周转率(次)

图表32: 2020~1Q23 公司应收账款情况



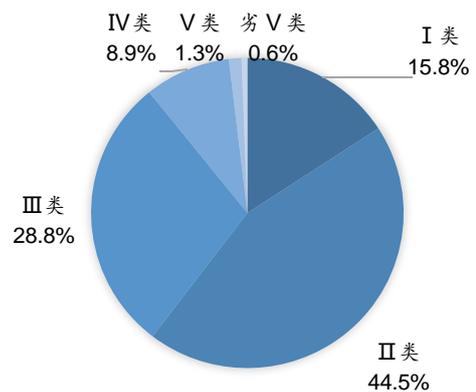
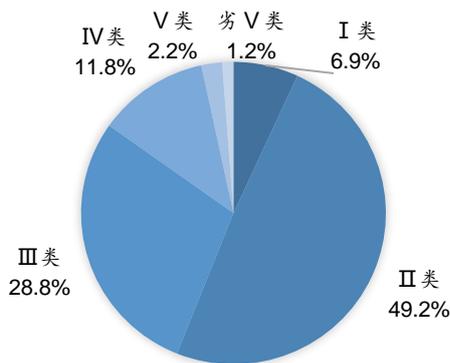
来源: 各可比公司公告、国金证券研究所 注: DDHY 为国内主营电子废弃物拆解企业

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 后续传统业务发展策略: “订单获取+项目实施+资金回笼”综合施策。一方面, 积极开拓市场, 在河湖淤泥处理业务上与三峡集团等央企联手, 发挥专业技术优势, 深度参与长江大保护等重大项目; 在工程泥浆处理业务上伴随基建项目投资建设恢复, 扩大订单量。另一方面, 对标山高环能等转型 To B 业务的资源化再生利用企业, 通过业务结构转变来改善应收结构。
- “十四五”下游疏浚新签订单扩大, 反映河湖淤泥处置业务仍具备成长空间。我国河流湖泊众多, 自然和人为原因叠加致使淤泥产生, 具备长期处置需求。从 21 年与 1Q23 全国地表水检测结果来看, I~III 类比例提高, 但存量 IV 类~劣 V 类比例仍有 10.8%。河湖淤泥处置是以水利疏浚、环保疏浚等为主的疏浚工程关键环节。在吹填造地类疏浚项目需求下降的背景下, 可见行业龙头中国交建扩大生态环保疏浚项目规模, “十四五”新签订单需求表现较好, 年增速在 20% 以上。公司作为中交建上游企业, 间接可反映淤泥处置业务仍具备成长空间。

图表33: 2021 年全国地表水总体水质特征

图表34: 1Q23 全国流域总体水质特征



来源: 中国生态环境状况公报、国金证券研究所

来源: 中国生态环境状况公报、国金证券研究所

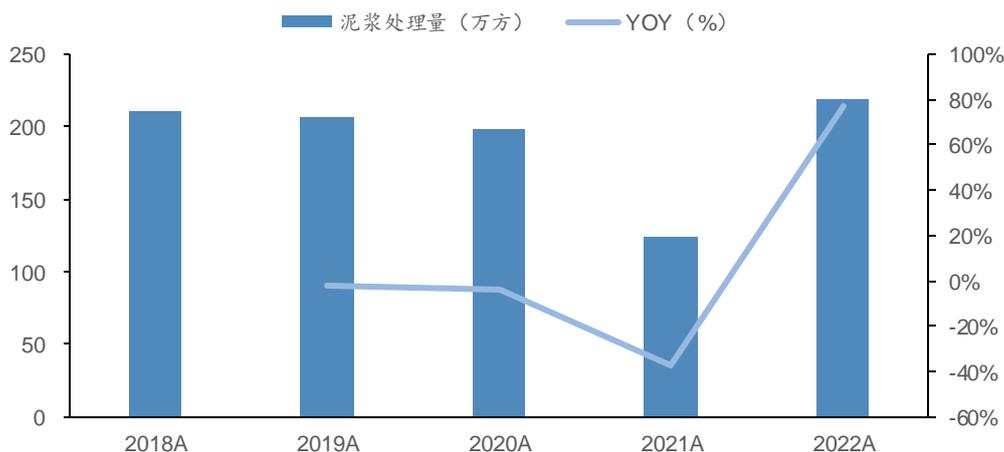
图表35：疏浚行业龙头新签订单反映“十四五”需求较好



来源：中国交建公司公告、国金证券研究所

- 城镇化推进，工程泥浆处置业务预计稳步发展。22年全国城镇率达65.2%，逐步逼近70%线，城市施工带来工程泥浆处理需求。22年公司工程泥浆处理量达219.5万方，同比+77.4%，相比21年体现较大的恢复性增长，相比20年双年CAGR约为5%。预计未来公司该业务仍将与行业增速相匹配，稳定发展。

图表36：公司工程泥浆处理量22年同比恢复性增长



来源：公司公告、国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

- 酒糟资源化业务营收预测：预计23~25年该业务营收3.6/8.6/11.4亿元，分别同比+125.5%/+140.0%/+32.6%。
- ✓ 产能假设：根据公司现有产能及规划情况，考虑已于5M23正式投产的金沙路德基地，年饲料产能预计达17万吨（原古蔺路德产能7万吨/年，金沙路德一/二期满产共15万吨/年，今年实际可生产不足3个季度）；遵义路德、永乐路德规划年内开工，亳州路德（浓香型项目）计划年内投产，预计24/25年总产能分别达40/52万吨/年。
- ✓ 销量假设：考虑投产节奏与历史产销水平，假设产能利用率和产销率分别设为95%/100%，对应23~25年饲料销量分别为16.2/38/49.4万吨。这一预测结论与公司股权激励方案A类目标达成条件较为吻合，方案要求23~25年生物饲料产品销量分别达15/35/50万吨以上。
- ✓ 单价假设：饲料原料玉米、豆粕大宗价格今年以来有所下滑，但考虑公司产品迭代带来溢价空间对冲影响，预计23~25年公司产品单价仍有望维持年增2%的稳中有升态势，对应23~25年单价分别为2211.7/2255.9/2301元/吨。

图表37：酒糟资源化业务产销/单价及营收预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
处理产能(万吨/年)	17.5	17.5	42.5	100	136
饲料产能(万吨/年)	7	7	17	40	52
产能利用率	81.9%	104.3%	95%	95%	95%
饲料产量(万吨/年)	5.73	7.30	16.15	38	49.4
产销率	100.2%	100.1%	100%	100%	100%
饲料销量(万吨/年)	5.75	7.31	16.15	38	49.4
饲料单价(元/吨)	1977.96	2168.32	2211.69	2255.92	2301.04
YOY		9.6%	2.0%	2.0%	2.0%
营收(百万元)	113.68	158.43	357.19	857.25	1136.71

来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

- 河湖淤泥/工程泥浆等传统业务营收预测：公司当前战略重心逐步向酒糟资源化业务倾斜，传统业务增速或相比过去有所放缓。但由于22年受疫情影响项目实施受阻，随着客观影响因素改善、下游施工量的扩大，未来传统业务有望逐步恢复，预计河湖淤泥业务23~25年营收增速分别为20%/15%/10%，营收分别为1.2/1.4/1.5亿元；预计伴随基建投资恢复、工程泥浆处理需求稳步增长，业务营收年增10%，对应23~25年业务营收分别为0.91/1/1.1亿元。

图表38：分业务营收/毛利率预测(百万元)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
工业糟渣业务	营收	113.7	158.4	357.2	857.2	1136.7
	YOY(%)	14.3%	15.0%	125.5%	140.0%	32.6%
	毛利率	29.4%	29.5%	30.9%	32.3%	33.6%
	毛利润	33.5	46.8	110.4	276.6	381.8
河湖淤泥业务	营收	215.1	99.5	119.4	137.3	151.0
	YOY(%)	71.0%	-53.8%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	39.5%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
	毛利润	85.0	21.8	26.3	30.2	33.2
工程泥浆业务	营收	46.5	82.4	90.7	99.7	109.7
	YOY(%)	-34.1%	77.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.9%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%
	毛利润	22.2	51.3	56.5	62.1	68.3
其他业务	营收	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
	YOY(%)	232.0%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.6%	35.8%	36.0%	36.0%	36.0%
	毛利润	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7
环保技术装备销售及其他	营收	5.1	0.02	0.02	0.02	0.02
	YOY(%)	846.3%	-99.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	39.1%	-1374.0%	36.0%	36.0%	36.0%
	毛利润	2.0	-0.3	0.01	0.01	0.01
合计	营收	382.0	342.1	569.1	1096.2	1399.4
	YOY(%)	52.6%	-10.5%	66.4%	92.6%	27.7%
	毛利率	37.4%	35.2%	34.1%	33.7%	34.6%
	毛利润	143.0	120.3	193.8	369.6	484.1

来源：公司公告、国金证券研究所

- 毛利率预测：预计23~25年公司实现总营收分别为5.69/10.96/13.99亿元，综合毛利率为34.1%/33.7%/34.6%，对应毛利润1.9/3.7/4.8亿元。毛利率先降后升主因业务结构变化，23~25年酒糟资源化业务营收占比预计将由22年的46%分别提至63%/78%/81%。公司23~25年酒糟资源化业务毛利率有望分别达30.9%/32.3%/33.6%，产品迭代升级有望对冲玉米豆粕等饲料原料价格下降带来的不利影响，促进售价稳中有升，从而带来盈利能力向上空间；随着赤水河流域集中布局完成也有望受益于物流、开工率方面的规模效应。而其余传统业务毛利率预计保持当前水平。
- 费用率预测：公司20~22年销售费用率分别为2.0%/1.5%/1.5%；管理费用率分别为14.6%/9.3%/12.1%。我们认为随着业务重心向酒糟资源化倾斜，主要客户由地方政府转向B端饲料/养殖企业，将维持当前费率水平。预计23~25年销售费用率、管理费用率分别维持在1.5%和12.1%。

- 盈利预测结果：基于上述对公司营收、毛利率、费用率的预测结果，得出预计 23~25 年公司实现归母净利润 0.83/1.49/1.97 亿元，分别同比 +218.3%/80.7%/32.2%。

3.2 投资建议及估值

- 给予公司 24 年 PE 26 倍，给予目标价 38.48 元。预计 23~25 年公司实现归母净利润分别为 0.83/1.49/1.97 亿元。在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，选取下游饲料生产可比公司海大集团、大北农，选取资源化再生利用可比公司 DDHY（电子废弃物拆解利用）、山高环能（餐厨垃圾资源化），选取污泥处理可比公司复洁环保。可比公司 24 年 PE 一致预期均值为 18 倍，根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 24 年 PE 为 22 倍。考虑到公司产能扩张后具备产销量弹性，新产品迭代带来提价空间，体现出较强的成长性，可享受一定的估值溢价。因此给予公司 24 年 PE 26 倍估值。基于此，给予公司目标价 38.48 元。

图表 39：可比公司估值情况（截至 23 年 6 月 5 日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS					市盈率 PE				
		6/5	6/5	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
002311.SZ	海大集团	774.8	46.6	0.96	1.79	2.47	3.29	3.77	49	26	19	14	12
002385.SZ	大北农	271.9	6.6	-0.11	0.01	0.24	0.38	0.37	-60	657	28	17	18
/	DDHY	35.0	41.6	0.76	0.66	1.03	1.33	1.85	55	63	41	31	22
000803.SZ	山高环能	39.7	11.3	0.39	0.25	0.67	1.02	1.34	29	45	17	11	8
688335.SH	复洁环保	25.6	25.2	0.89	1.14	1.31	1.59	1.90	28	22	19	16	13
中位数				0.76	0.66	1.03	1.33	1.85	29	45	19	16	13
平均值				0.58	0.77	1.14	1.52	1.85	20	163	25	18	15
688156.SH	路德环境	32.2	32.0	1.48	1.96	39	114	39	22	16	40	22	17

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所 注 1：市盈率 PE 计算基于 6/5 日收盘价；注 2：公司 23~25 年 EPS 取值于本报告盈利预测结果，其余公司取值于 Wind 一致预期 注 3：DDHY 为国内主营电子废弃物拆解企业

4、风险提示

- 产能落地不及规划预期风险。公司当前转型酒糟资源化业务方向明确，基于上游白酒企业酒糟处理的刚性需求与下游饲料企业对优质功能性饲料原料的需求考量，公司围绕赤水河流域及其他白酒集中产区已规划了合计约 52 万吨产能（饲料产量口径）。考虑到公司金沙路德一/二期产能满产后合计产能达 22 万吨（一期已投运、二期已封顶，产能具备确定性），对应剩余产能 30 万吨仍处于开工初期或待开工状态。若工期超预期，则将对公司新业务拓展带来不利影响。
- 饲料原料大宗商品价格下滑超预期风险。公司酒糟资源化后的产品定位为功能性饲料原料，与玉米/豆粕等主要饲料原料存在一定的功能上差异，但历史数据看产品价格仍与玉米/豆粕/成品饲料价格仍具有弱相关性。若后续玉米/豆粕等原料大宗商品价格持续下行，可能使公司产品定价承压，产品降本增效优势不再突出，则将对公司新业务拓展带来不利影响。
- 行业竞争加剧风险。公司酒糟资源化项目单个工厂投资约 1~2 亿元，资金壁垒相对较低。若新进入者增多，将对公司新项目获取及饲料产品定价产生不利影响，进而对公司业绩带来不利影响。
- 传统业务需求、回款不及预期风险。公司传统业务河湖淤泥处置及工程泥浆处置业务需求分别取决于环保疏浚政策的出台落地情况、基建项目投资情况。若政策释放不及预期或下游基建需求不景气，则将对公司传统业务稳步发展带来不利影响。同时，近几年行业内企业应收账款周转整体恶化，若公司不能加强资金回笼，则将对业绩产生不利影响。
- 限售股解禁风险。公司预计于 9M23 解禁 2108.92 万股，占总股本的 20.9%，占解禁前流通股的 29.6%。
- 董事/高管减持股份风险。公司于 2M23 公告了部分董事、高管集中竞价减持股份计划，预计于 3M23 至 8M23 期间以集中竞价方式减持公司部分股份。截至 5 月 31 日相关人员均尚未减持。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	250	382	342	569	1,096	1,399	货币资金	422	349	259	370	458	349	
增长率		52.6%	-10.5%	66.4%	92.6%	27.7%	应收款项	202	275	316	397	765	976	
主营业务成本	-137	-239	-222	-375	-727	-915	存货	13	26	49	57	109	138	
%销售收入	54.8%	62.6%	64.8%	65.9%	66.3%	65.4%	其他流动资产	18	90	143	163	197	216	
毛利	113	143	120	194	370	484	流动资产	655	741	768	987	1,529	1,679	
%销售收入	45.2%	37.4%	35.2%	34.1%	33.7%	34.6%	%总资产	74.5%	73.8%	64.2%	69.2%	75.1%	74.7%	
营业税金及附加	-2	-2	-2	-4	-8	-10	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.9%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	182	181	337	358	423	482	
销售费用	-5	-6	-5	-8	-16	-21	%总资产	20.7%	18.0%	28.2%	25.1%	20.8%	21.5%	
%销售收入	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	38	66	57	60	62	64	
管理费用	-36	-35	-41	-69	-132	-169	非流动资产	224	263	429	440	508	569	
%销售收入	14.6%	9.3%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	%总资产	25.5%	26.2%	35.8%	30.8%	24.9%	25.3%	
研发费用	-11	-16	-14	-22	-43	-55	资产总计	879	1,005	1,197	1,428	2,037	2,247	
%销售收入	4.5%	4.2%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	20	34	80	45	274	166	
息税前利润 (EBIT)	58	84	58	90	170	230	应付款项	85	116	150	224	433	545	
%销售收入	23.3%	22.0%	17.0%	15.9%	15.5%	16.4%	其他流动负债	27	39	45	54	86	105	
财务费用	0	2	2	1	-1	-4	流动负债	133	188	275	323	793	817	
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.1%	0.1%	0.3%	长期贷款	0	0	88	108	128	148	
资产减值损失	-4	-7	-17	0	0	0	其他长期负债	4	3	3	3	3	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	137	191	366	433	923	967	
投资收益	1	5	5	5	5	5	普通股股东权益	708	770	775	939	1,057	1,224	
%税前利润	2.2%	5.5%	10.2%	5.2%	2.9%	2.2%	其中：股本	92	92	92	101	101	101	
营业利润	62	86	51	96	174	231	未分配利润	134	184	182	234	353	520	
营业利润率	24.6%	22.5%	14.9%	16.9%	15.9%	16.5%	少数股东权益	34	43	56	56	56	56	
营业外收支	5	4	-1	1	1	1	负债股东权益合计	879	1,005	1,197	1,428	2,037	2,247	
税前利润	67	90	50	97	175	232	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	26.8%	23.5%	14.6%	17.1%	16.0%	16.6%	每股指标							
所得税	-11	-10	-11	-15	-26	-35	每股收益	0.520	0.823	0.281	0.819	1.480	1.957	
所得税率	16.3%	11.5%	21.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	7.708	8.385	8.386	9.319	10.499	12.156	
净利润	56	79	39	83	149	197	每股经营现金净流	0.256	0.488	0.038	0.955	-0.245	1.183	
少数股东损益	8	4	13	0	0	0	每股股利	0.200	0.300	0.000	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	48	76	26	83	149	197	回报率							
净利率	19.1%	19.8%	7.6%	14.5%	13.6%	14.1%	净资产收益率	6.74%	9.81%	3.35%	8.79%	14.10%	16.10%	
							总资产收益率	5.43%	7.52%	2.17%	5.78%	7.32%	8.77%	
							投入资本收益率	6.40%	8.78%	4.58%	6.69%	9.55%	12.24%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-17.55%	52.56%	-10.45%	66.35%	92.63%	27.67%	
							EBIT增长率	-9.26%	44.33%	-30.70%	55.09%	88.51%	34.88%	
							净利润增长率	8.36%	58.23%	-65.68%	218.27%	80.65%	32.24%	
							总资产增长率	66.97%	14.31%	19.11%	19.31%	42.68%	10.34%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	221.4	204.7	280.4	220.0	220.0	220.0	
							存货周转天数	28.1	30.0	62.1	55.0	55.0	55.0	
							应付账款周转天数	204.9	131.7	178.7	178.0	178.0	178.0	
							固定资产周转天数	255.9	172.2	229.9	151.8	83.8	68.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-54.11%	-46.32%	-24.90%	-33.51%	-15.36%	-11.70%	
							EBIT利息保障倍数	-129.6	-48.4	-29.7	-121.1	185.9	61.0	
							资产负债率	15.57%	19.05%	30.55%	30.31%	45.32%	43.02%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周 内	一月 内	二月 内	三月 内	六月 内
----	---------	---------	---------	---------	---------

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806