

路德环境 (688156.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

固废主业拖累业绩，酒糟资源化量/利提升

业绩简评

- 7月28日晚间公司披露23年半年报，1H23实现营收1.3亿元，同比-16.9%；实现归母净利润1163.1万元，同比-36.7%。业绩下滑主要受河湖淤泥处理业务收入贡献减少影响。

经营分析

- 淤泥处理业务拖累1H23业绩，期待碱渣治理带来主业改善。公司河湖淤泥处置业务为项目制，1H23部分项目完工而新项目尚处于前期阶段，故业务营收同比-72.3%。5M23公司新增连云港碱渣治理运营服务项目，金额超6亿元(服务期5年)，或为主业带来业绩改善。
- 酒糟资源化业绩贡献继续扩大，量利均有提升。(1)量：古蔺基地满产满销、金沙基地开始出货，1H23共销售饲料3.5万吨，同比+25.9%；贡献营收7438.6万元，同比+26.7%（营收占比升至59.5%）。(2)利：1H23饲料平均单价2149.9元/吨，在上半年养殖周期下行背景下，相比22年仅下调0.8%，反映一定的价格韧性；同时，规模效应已现，古蔺基地业务毛利率扩至32.7%，同比+3.0%。
- 拟向不特定对象发行可转债4.39亿元，支持三地酒糟资源化产能扩张。截至1H23末公司已投产17万吨（饲料产量口径，下同），规划总产能52万吨，本次募资计划用于其中遵义/亳州/永乐路德三地共30万吨新产能的扩建，将是未来业绩的主要驱动力。

盈利预测、估值与评级

- 伴随新产能投放和二代产品市场逐步打开，公司酒糟资源化业务有望快速扩张；但综合考虑传统主业对业绩的拖累，我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润0.75/1.47/1.96亿元，EPS分别为0.74/1.46/1.94元，对应PE分别为37倍、19倍和14倍。

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

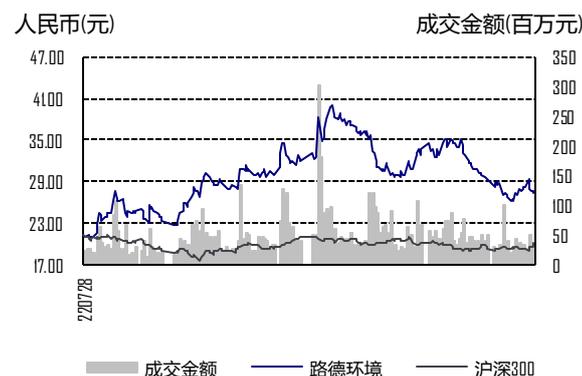
联系人：张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.39元

相关报告：

1.《路德环境公司深度研究：抢滩布局、产品为王，酒糟资源化大有可为》，2023.6.6



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	536	1,049	1,385
营业收入增长率	52.56%	-10.45%	56.74%	95.70%	32.02%
归母净利润(百万元)	76	26	75	147	196
归母净利润增长率	58.23%	-65.68%	188.69%	96.33%	33.25%
摊薄每股收益(元)	0.823	0.281	0.743	1.459	1.944
每股经营性现金流净额	0.49	0.04	0.52	-0.51	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.81%	3.35%	7.87%	13.51%	15.37%
P/E	33.30	97.59	36.86	18.77	14.09
P/B	3.27	3.27	2.90	2.54	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	250	382	342	536	1,049	1,385
增长率		52.6%	-10.5%	56.7%	95.7%	32.0%
主营业务成本	-137	-239	-222	-343	-667	-871
%销售收入	54.8%	62.6%	64.8%	63.9%	63.6%	62.9%
毛利	113	143	120	194	382	515
%销售收入	45.2%	37.4%	35.2%	36.1%	36.4%	37.1%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-4	-7	-9
%销售收入	0.9%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-5	-6	-5	-12	-23	-30
%销售收入	2.0%	1.5%	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-36	-35	-41	-70	-136	-180
%销售收入	14.6%	9.3%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	-11	-16	-14	-21	-42	-55
%销售收入	4.5%	4.2%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	58	84	58	87	173	239
%销售收入	23.3%	22.0%	17.0%	16.2%	16.5%	17.3%
财务费用	0	2	2	-4	-8	-15
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.6%	0.8%	0.7%	1.1%
资产减值损失	-4	-7	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	5	5	5	5	5
%税前利润	2.2%	5.5%	10.2%	5.6%	2.9%	2.2%
营业利润	62	86	51	88	171	229
营业利润率	24.6%	22.5%	14.9%	16.4%	16.3%	16.5%
营业外收支	5	4	-1	1	1	1
税前利润	67	90	50	89	172	230
利润率	26.8%	23.5%	14.6%	16.6%	16.4%	16.6%
所得税	-11	-10	-11	-11	-21	-28
所得税率	16.3%	11.5%	21.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	56	79	39	78	151	202
少数股东损益	8	4	13	4	4	7
归属于母公司的净利润	48	76	26	75	147	196
净利率	19.1%	19.8%	7.6%	14.0%	14.0%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	56	79	39	78	151	202
少数股东损益	8	4	13	4	4	7
非现金支出	32	40	51	33	47	59
非经营收益	0	-6	-7	11	10	17
营运资金变动	-64	-68	-79	-70	-259	-173
经营活动现金净流	24	45	3	52	-51	105
资本开支	-12	-57	-147	-150	-303	-203
投资	0	-61	-55	0	0	0
其他	1	5	-10	5	5	5
投资活动现金净流	-10	-113	-213	-145	-298	-198
股权募资	339	15	6	112	0	0
债权募资	2	15	134	80	458	36
其他	-27	-36	-31	-17	-26	-33
筹资活动现金净流	314	-6	109	174	432	3
现金净流量	327	-74	-101	82	83	-90

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	422	349	259	341	425	334
应收款项	202	275	316	418	818	1,080
存货	13	26	49	47	91	119
其他流动资产	18	90	143	177	218	244
流动资产	655	741	768	983	1,552	1,778
%总资产	74.5%	73.8%	64.2%	64.7%	66.2%	65.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	182	181	337	455	709	852
%总资产	20.7%	18.0%	28.2%	29.9%	30.2%	31.4%
无形资产	38	66	57	60	62	64
非流动资产	224	263	429	537	793	938
%总资产	25.5%	26.2%	35.8%	35.3%	33.8%	34.5%
资产总计	879	1,005	1,197	1,519	2,345	2,717
短期借款	20	34	80	130	558	564
应付款项	85	116	150	211	411	536
其他流动负债	27	39	45	48	75	92
流动负债	133	188	275	388	1,043	1,192
长期贷款	0	0	88	118	148	178
其他长期负债	4	3	3	3	3	3
负债	137	191	366	509	1,193	1,373
普通股股东权益	708	770	775	951	1,088	1,274
其中：股本	92	92	92	101	101	101
未分配利润	134	184	182	247	384	569
少数股东权益	34	43	56	60	64	70
负债股东权益合计	879	1,005	1,197	1,519	2,345	2,717

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.520	0.823	0.281	0.743	1.459	1.944
每股净资产	7.708	8.385	8.386	9.443	10.802	12.646
每股经营现金净流	0.256	0.488	0.038	0.520	-0.505	1.044
每股股利	0.200	0.300	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.74%	9.81%	3.35%	7.87%	13.51%	15.37%
总资产收益率	5.43%	7.52%	2.17%	4.93%	6.27%	7.21%
投入资本收益率	6.40%	8.78%	4.58%	6.09%	8.22%	10.10%
增长率						
主营业务收入增长率	-17.55%	52.56%	-10.45%	56.74%	95.70%	32.02%
EBIT 增长率	-9.26%	44.33%	-30.70%	49.49%	99.22%	38.00%
净利润增长率	8.36%	58.23%	-65.68%	188.69%	96.33%	33.25%
总资产增长率	66.97%	14.31%	19.11%	26.99%	54.35%	15.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	221.4	204.7	280.4	250.0	250.0	250.0
存货周转天数	28.1	30.0	62.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	204.9	131.7	178.7	180.0	180.0	180.0
固定资产周转天数	255.9	172.2	229.9	227.0	134.9	113.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.11%	-46.32%	-24.90%	-20.65%	14.39%	21.72%
EBIT 利息保障倍数	-129.6	-48.4	-29.7	21.6	22.5	15.5
资产负债率	15.57%	19.05%	30.55%	33.47%	50.88%	50.52%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-06	买入	32.01	38.48~38.48

来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806