

## 酒糟饲料业务占比持续提升，碱渣项目未来有望贡献稳定业绩

### 核心观点：

- **事件：**路德环境发布23年半年报，公司23上半年实现营收1.25亿元，同比下降16.9%；实现归母净利润1163万元，同比下降36.7%。23Q2单季度实现营收6937万元，同比下降25.7%；实现归母净利润795万元，同比下降45.3%。
- **毛利率有所提升，期间费用率高增压制净利率。**23H1公司毛利率为34.9%，同比增加1.7pct，公司高毛利白酒糟生物发酵饲料业务占比提升带动整体毛利率提升。期间费用率为23.7%，同比增加7.2pct，期间费用率大幅增加主要是新项目带来的固定资产、无形资产折旧摊销费用增加以及业务开展使销售和管理人员的薪酬、差旅费、办公费等费用增加所致。这也使得公司整体净利率有所下滑，23H1公司净利率为11.3%，同比下降3.0pct。
- **酒糟饲料业务占比提升，期待未来产能释放。**23H1公司酒糟饲料业务实现收入7438万元，同比增长26.7%，占比59.5%。今年4月，金沙路德一期建成投产，加上古蔺路德项目，公司在运产能达到17万吨/年。上半年公司白酒糟生物发酵饲料销量达到3.46万吨，同比增长25.9%。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。遵义路德（8万吨/年酱香）、亳州路德（12万吨/年浓香）和永乐路德（10万吨/年酱香）均在建设中。未来产能仍有较大提升空间。
- **打造高附加值酒糟饲料产品，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“茵福”系列新产品。“茵福”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“茵福”生物发酵饲料的能力，高附加值产品有望进一步提升公司盈利空间。
- **河湖淤泥拖累业绩，连云港碱渣项目未来有望贡献稳定利润。**23H1公司无机固废处理业务实现营业收入4969万元，其中河湖淤泥业务部分运营项目上年度已完工，报告期内新增项目处于筹建期和运营初期，收入贡献较少，23H1实现营业收入1918万元，同比下滑72.3%；工程泥浆业务则受益于基建项目投资建设的推进，23H1实现收入3051万元，同比增长36.6%；此外，今年5月公司中标连云港碱渣治理运营项目材料采购，中标金额9392.7万元，并与中核环保工程有限公司签订了《连云港碱渣治理与资源化利用创新示范项目A工艺运行专业分包合同》，服务期5年，合同总额暂定为5.18亿元，目前该项目已进入调试准备阶段，预计8月中旬正式投产运营。该业务未来将为公司提供稳定的运营收入和利润，增厚公司业绩。

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

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

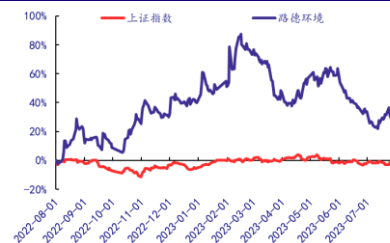
### 市场数据

2023-07-28

A股收盘价(元)	27.39
A股一年内最高价(元)	40.86
A股一年内最低价(元)	20.50
上证指数	3,275.93
市盈率	143.87
总股本(万股)	10,071.42
实际流通A股(万股)	7,128.46
限售的流通A股(万股)	2,942.96
流通A股市值(亿元)	19.52

### 相对上证指数表现

2023-07-28



资料来源: iFIND, 中国银河证券研究院

**公司拟发行可转债用于支持白酒糟发酵饲料项目扩产。**公司公告拟向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金总额不超过 4.39 亿元，扣除发行费用后，拟投入募集资金 3.74 亿元用于白酒糟生物发酵饲料业务扩产，其中投入遵义市汇川区白酒酒糟循环利用项目拟投入 1.20 亿元；古井酒糟资源化利用项目拟投入 1.30 亿元；古蔺酱酒循环产业开发项目拟投入募集资金 1.24 亿元，剩余 0.65 亿元用于补充流动资金。

**投资建议：**预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.70/1.35/2.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/1.34/2.11 元/股，对应 PE 分别为 40x/20x/13x，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

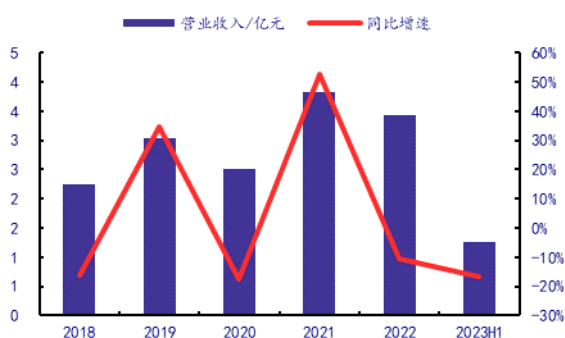
表 1. 路德环境盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	342.08	450.70	1059.83	1641.31
收入增长率	-10.45%	31.75%	135.15%	54.87%
归母净利润（百万元）	25.93	69.59	134.94	212.29
利润增速	-65.68%	168.43%	93.89%	57.33%
毛利率	35.17%	33.74%	33.54%	33.75%
摊薄 EPS（元）	0.26	0.69	1.34	2.11
PE	106.40	39.64	20.44	12.99

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

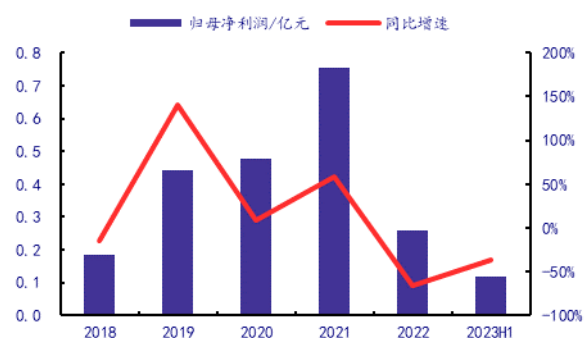
### 2. 公司经营情况

图 1：2018-2023H1 路德环境营业收入



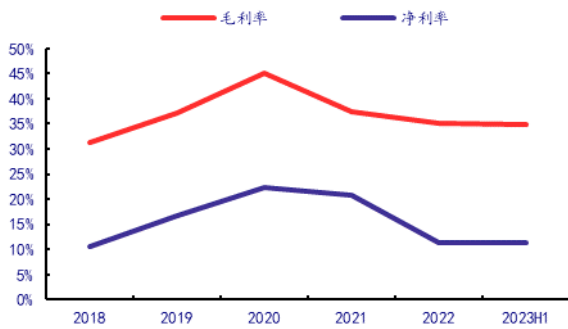
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 2：2018-2023H1 路德环境归母净利润



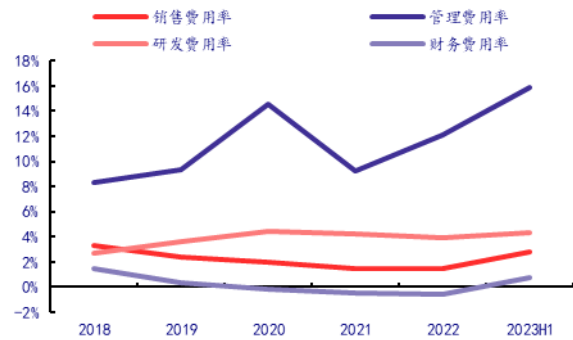
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 3：2018-2023H1 路德环境毛利率与净利率



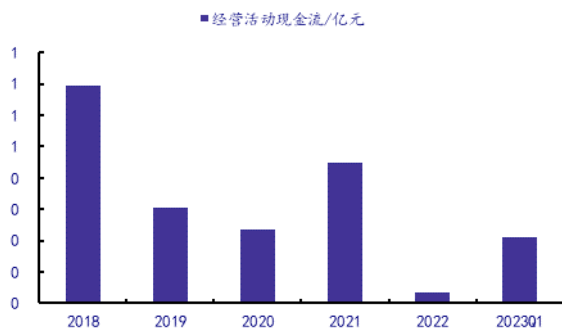
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图 4：2018-2023H1 路德环境费用率



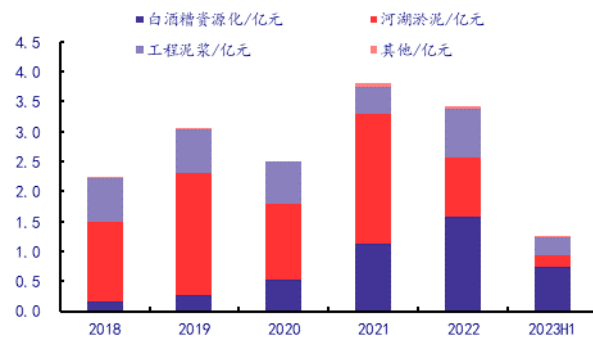
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

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. 2021-2023Q2 分季度路德环境营收和净利润情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业收入/亿元	0.57	0.93	0.79	1.12	0.56	0.69
营业收入同比增长率	15.41%	-5.05%	-10.02%	-23.13%	-2.39%	-25.73%
归母净利润/亿元	0.04	0.15	0.05	0.03	0.04	0.08
归母净利润同比增长率	-54.18%	-34.39%	-67.99%	-91.07%	-4.21%	-45.32%

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
<b>流动资产</b>	767.69	892.44	1411.24	1678.23	营业收入	342.08	450.70	1059.83	1641.31
现金	259.40	449.43	-35.22	308.54	营业成本	221.77	298.64	704.39	1087.41
应收账款	272.24	228.53	949.06	874.62	营业税金及附加	2.28	2.85	6.51	10.33
其它应收款	31.21	17.44	95.55	85.91	营业费用	5.06	7.12	16.26	25.28
预付账款	14.09	17.68	41.86	65.29	管理费用	41.22	45.07	127.18	180.54
存货	49.31	25.50	161.86	135.18	财务费用	-1.96	-4.96	-9.77	5.73
其他	141.43	153.86	198.13	208.69	资产减值损失	-2.18	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	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	5.74	14.29	22.09
固定资产	215.46	231.40	247.77	261.02	营业利润	50.85	93.45	182.84	292.02
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
<b>资产总计</b>	1196.53	1425.61	2063.15	2439.22	利润总额	49.88	93.45	182.84	292.02
<b>流动负债</b>	275.33	318.07	805.67	943.21	所得税	10.67	16.13	32.91	53.49
短期借款	80.10	107.86	139.50	172.31	净利润	39.21	77.33	149.93	238.53
应付账款	119.76	129.11	479.04	523.79	少数股东损益	13.28	7.73	14.99	26.24
其他	75.48	81.09	187.13	247.11	归属母公司净利润	25.93	69.59	134.94	212.29
<b>非流动负债</b>	90.24	90.24	90.24	90.24	EBITDA	78.48	110.26	189.60	306.78
长期借款	87.50	87.50	87.50	87.50	EPS (元)	0.26	0.69	1.34	2.11
其他	2.74	2.74	2.74	2.74					
<b>负债合计</b>	365.58	408.31	895.91	1033.45	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	56.28	64.01	79.01	105.25	营业收入	-10.45%	31.75%	135.15%	54.87%
归属母公司股东权益	774.67	953.29	1088.23	1300.52	营业利润	-40.96%	83.78%	95.65%	59.71%
<b>负债和股东权益</b>	1196.53	1425.61	2063.15	2439.22	归属母公司净利润	-65.68%	168.43%	93.89%	57.33%
					毛利率	35.17%	33.74%	33.54%	33.75%
					净利率	7.58%	15.44%	12.73%	12.93%
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	3.35%	7.30%	12.40%	16.32%
<b>经营活动现金流</b>	3.49	182.16	-377.29	433.72	ROIC	3.53%	5.58%	9.34%	13.42%
净利润	39.21	77.33	149.93	238.53	资产负债率	30.55%	28.64%	43.42%	42.37%
折旧摊销	33.57	28.53	30.82	33.05	净负债比率	43.99%	40.14%	76.76%	73.52%
财务费用	2.42	2.82	3.71	4.68	流动比率	2.79	2.81	1.75	1.78
投资损失	-5.08	-5.74	-14.29	-22.09	速动比率	2.51	2.60	1.46	1.53
营运资金变动	-79.40	80.24	-547.47	181.49	总资产周转率	0.29	0.32	0.51	0.67
其它	12.77	-1.03	0.00	-1.94	应收帐款周转率	1.26	1.97	1.12	1.88
<b>投资活动现金流</b>	-212.81	-126.10	-135.28	-118.10	应付帐款周转率	2.86	3.49	2.21	3.13
资本支出	-147.33	-131.84	-149.57	-140.18	每股收益	0.26	0.69	1.34	2.11
长期投资	-55.29	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.03	1.81	-3.75	4.31
其他	-10.19	5.74	14.29	22.09	每股净资产	7.69	9.47	10.81	12.91
<b>筹资活动现金流</b>	108.72	133.97	27.92	28.14	P/E	106.40	39.64	20.44	12.99
短期借款	46.44	27.76	31.63	32.81	P/B	3.56	2.89	2.53	2.12
长期借款	87.50	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	34.08	22.72	15.93	8.83
其他	-25.23	106.21	-3.71	-4.68	P/S	7.40	6.12	2.60	1.68
<b>现金净增加额</b>	-100.60	190.03	-484.65	343.76					

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。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 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：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn