

路德环境(688156)

报告日期: 2023年08月02日

河湖淤泥业务承压, 关注 23H2 有机&无机业务放量

——路德环境 23H1 半年报点评

投资要点

- **事件:** 23H1 公司实现营业总收入 1.25 亿元, 同比-16.87%; 实现归母净利润 0.12 亿元, 同比-36.73%。23Q2 公司实现营业总收入 0.69 亿元, 同比-25.73%; 实现归母净利润 0.08 亿元, 同比-45.32%。
- **23Q2 河湖淤泥业务仍承压, 饲料业务量增价稳**
 - 1) 白酒糟生物发酵饲料业务: 23H1 白酒糟饲料业务营收 7439 万元 (+26.73%), 23Q2 白酒糟饲料业务营收 4351 万元 (+26.24%), 23H1 白酒糟生物发酵饲料业务收入占比提升 20.45pct 至 59.45%。①量: 23H1 实现销量 3.46 万吨 (+25.90%), 古蔺工厂、金沙工厂分别实现销量 3.19 万吨、0.27 万吨, 23Q2 实现销量 1.99 万吨 (+29.75%); ②价: 23H1 吨价为 2150 元/吨 (+0.72%), 23Q2 吨价为 2186 元/吨 (-2.70%), 吨价总体保持稳定。
 - 2) 河湖淤泥业务: 23H1 河湖淤泥业务营收 1918 万元 (-72.26%), 23Q2 河湖淤泥业务营收 1259 万元 (-70.58%), 主因公司河湖淤泥处理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。
 - 3) 工程泥浆业务: 受益于基建项目投资建设保持复苏态势, 23H1 工程泥浆业务营收 3051 万元 (+36.60%), 23Q2 工程泥浆业务营收 1224 万元 (-22.67%)。
- **23H2 有机&无机业务放量可期, 关注工厂建设&新项目落地进度**
 - 1) 白酒糟生物发酵饲料业务: ①23 年: 公司正积极推进大客户开发工作, 吨价有望维持平稳, 预计年内将有 2 个新项目落地; ②24 年: 目前古井、永乐、汇川工厂建设持续推进, 预计 24 年销量可达 35 万吨以上。
 - 2) 无机固废处理业务: 2023 年 5 月, 公司新增连云港碱渣治理运营服务项目, 合计金额超 6 亿元, 服务期 5 年, 预计今年 8 月中旬正式投产运营, 下半年有望贡献业绩。
- **费用率增长显著, 23Q2 净利率&现金流承压**

23H1 毛利率为 34.92% (+1.72pct), 23Q2 毛利率为 33.91% (-1.77pct), 其中 23H1 白酒糟饲料(古蔺工厂)毛利率同比变动+2.98pct 至 32.71%。23Q2 净利率为 12.72% (-5.81pct), 盈利能力下降主因费用率增长明显: 23Q2 销售/管理(含研发)/财务费用率分别同比提升 1.29/7.04/2.31pct, 主要系因业务拓展需要, 公司销售、管理人员增加, 薪酬、差旅、办公等各项费用有所上涨。

23Q2 经营性现金流为 0.03 亿元 (-83.22%), 下降主要系公司河湖淤泥处理业务 23H1 应收账款出现不同程度的付款延迟、回款较慢, 加之上半年河湖淤泥处理服务客户回款较多采用银行承兑汇票等方式结算。

公司拟发行可转债 4.39 亿元, 主要用于白酒糟生物发酵饲料业务扩产项目等, 预计项目投资总额为 6.94 亿元, 不足部分由公司自筹资金解决。
- **盈利预测及估值**

由于金沙工厂达产时间延后, 预计 23 年白酒糟饲料业务销量承压, 此外河湖淤泥业务部分运营项目上年度已完工, 预计 23 年收入下降, 建议关注白酒糟饲料业务产能扩张进度及河湖淤泥业务恢复情况。预计 2023-2025 年收入增速为 31.09%/116.56%/37.15%, 归母净利润增速为 164.29%/105.77%/39.14%, EPS 为 0.68/1.40/1.95, PE 为 39/19/13 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; 河湖淤泥及工程泥浆业务开展受阻。

投资评级: 买入(维持)

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

分析师: 张家楨
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 26.22
总市值(百万元)	2,640.73
总股本(百万股)	100.71

股票走势图



相关报告

- 1 《酒糟饲料量价齐升, 定增&激励落地蓄势待发》 2023.05.05
- 2 《河湖淤泥拖累业绩, 仍看好饲料业务高成长性》 2023.03.01
- 3 《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	342.08	448.42	971.11	1331.84
(+/-) (%)	-10.45%	31.09%	116.56%	37.15%
归母净利润	25.93	68.52	140.99	196.18
(+/-) (%)	-65.68%	164.29%	105.77%	39.14%
每股收益(元)	0.26	0.68	1.40	1.95
P/E	101.86	38.54	18.73	13.46

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
流动资产	768	895	1412	1807
现金	259	343	317	307
交易性金融资产	115	88	102	95
应收账款	285	343	745	1059
其它应收款	31	25	58	92
预付账款	14	17	36	51
存货	49	65	139	190
其他	14	14	14	14
非流动资产	429	499	589	683
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	18	22	21
资产总计	1197	1394	2000	2490
流动负债	275	405	871	1153
短期借款	80	193	451	563
应付款项	139	159	338	487
预收账款	0	0	0	0
其他	57	53	82	103
非流动负债	90	91	91	91
长期借款	88	88	88	88
其他	3	3	3	3
负债合计	366	496	961	1244
少数股东权益	56	63	79	101
归属母公司股东权益	775	835	960	1145
负债和股东权益	1197	1394	2000	2490

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3	66	(129)	31
净利润	39	76	157	218
折旧摊销	34	23	29	33
财务费用	(2)	8	16	26
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	1	(35)	(242)	(184)
其它	(63)	(0)	(84)	(57)
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	109	97	226	75
短期借款	46	113	258	112
长期借款	88	0	0	0
其他	(25)	(16)	(32)	(37)
现金净增加额	(101)	84	(26)	(11)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	342	448	971	1332
营业成本	222	290	626	853
营业税金及附加	2	2	4	6
营业费用	5	7	14	19
管理费用	41	43	87	113
研发费用	14	18	39	53
财务费用	(2)	8	16	26
资产减值损失	(2)	(2)	(5)	(7)
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
营业利润	51	88	188	263
营业外收支	(1)	3	2	1
利润总额	50	91	190	264
所得税	11	15	33	46
净利润	39	76	157	218
少数股东损益	13	7	16	22
归属母公司净利润	26	69	141	196
EBITDA	89	121	235	324
EPS (最新摊薄)	0.26	0.68	1.40	1.95

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.45%	31.09%	116.56%	37.15%
营业利润	-40.96%	72.78%	113.82%	40.12%
归属母公司净利润	-65.68%	164.29%	105.77%	39.14%
获利能力				
毛利率	35.17%	35.29%	35.58%	35.99%
净利率	11.46%	16.87%	16.14%	16.37%
ROE	3.15%	7.93%	14.56%	17.17%
ROIC	4.61%	7.35%	11.36%	13.33%
偿债能力				
资产负债率	30.55%	35.59%	48.05%	49.95%
净负债比率	45.88%	56.52%	56.02%	52.29%
流动比率	2.79	2.21	1.62	1.57
速动比率	2.61	2.05	1.46	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.35	0.57	0.59
应收账款周转率	1.30	1.51	1.89	1.57
应付账款周转率	2.04	2.20	2.80	2.32
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.68	1.40	1.95
每股经营现金	0.03	0.65	-1.28	0.31
每股净资产	8.39	8.29	9.53	11.37
估值比率				
P/E	101.86	38.54	18.73	13.46
P/B	3.13	3.16	2.75	2.31
EV/EBITDA	29.46	21.03	12.10	9.24

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>