

## 酒糟饲料量价齐升，古井项目标志打开浓香型酒糟市场

### 核心观点：

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，实现营收 1.51 亿元，同比增长 1.80%；实现扣非净利 1542.64 万元，同比下降 32.92%；经现净额 2938.97 万元，同比大幅增长 2002.28%；ROE(加权) 2.36%，下降 1.86 个百分点。公司同时发布公告与古井贡酒签订协议，拟投资 2.5 亿元，在安徽亳州建设“古井酒糟资源化项目”。项目建设总用地 200 亩，其中一期用地 140 亩，对古井贡酒（约供应 30 万吨酒糟）及周边酿酒企业的酒糟进行资源化利用，年产生物发酵饲料 12 万吨。
- **河湖淤泥拖累业绩，酒糟饲料量价齐升。**上半年公司白酒糟发酵饲料销量 2.75 万吨，同比增长 8.43%；产量两轮提价合计 200 元/吨，使得该业务总收入 5869.81 万元，同比增长 22.41%。上半年在稳增长政策推动下，公司工程泥浆收入 2233.52 万元，同比增长 23.06%。上半年受疫情影响以及公司聚焦生物饲料业务等因素影响，河湖淤泥实现营收 6915.46 万元，同比下降 9.50%，我们判断毛利率也有小幅下滑，是拖累公司整体业绩主因。
- **从酱香型扩展到浓香型，酒糟饲料市场空间广阔。**公司目前运营（古蔺路德：7 万吨/年）及在建（金沙路德：15 万吨/年；汇川路德：8 万吨/年）白酒糟饲料项目合计产能 30 万吨/年，均为酱香型白酒糟项目。本次古井贡酒 12 万吨/年酒糟饲料项目的落地，一方面为公司长期业绩增长提供重要推动力，同时标志着公司从酱香型酒糟饲料扩展至浓香型酒糟饲料，打开了新的市场空间。2022~2024 年，公司白酒糟饲料产量预计分别达到 9.5 万吨、19.5 万吨、36 万吨。  
我国白酒糟年产生量超过 2000 万吨（其中酱香型白酒糟 200 万吨左右）；同时，公司还在持续推进啤酒糟、醋糟等其它有机糟渣生产生物饲料项目，市场空间巨大。用白酒糟生产发酵生物饲料，一方面可以减少环境污染；另一方面，白酒糟生物饲料营养价值高，市场需求迫切。按照全国 3 亿吨饲料产量，添加比例为 2%~8%，市场需求空间可达 1000 万吨量级。
- **斩获工信部专精特新，技术优势显著；产品附加值有望持续提升。**公司目前已获得授权的自主研发专利 30 项（其中发明专利 6 项），在申请的专利 20 余项（其中发明专利 10 余项）。公司近期入选国家级专精特新“小巨人”，彰显公司技术实力。在持续的研发投入下，公司高端生物饲料产品有望带动公司整体盈利能力的持续提升。如，公司高浓度白酒酿造废水资源化利用技术“一举双得”，可提取其中的“高粱肽”等营养物质加入到生物饲料产品中提升产品附加值。
- **估值分析与评级说明：**预计 2022 年至 2024 年归母净利分别为 0.84 亿、1.23 亿和 2.03 亿，对应 PE 为 27x、18x 和 11x。公司酒糟生物饲料产能进入快速释放期，标的稀缺，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**公司酒糟饲料产能释放不及预期及传统业务下滑的风险。

路德环境(688156)

推荐(首次)

分析师：陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

分析师：严明

☎：010-80927667

✉：yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

研究助理：梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据

2022-08-19

A 股收盘价(元)	24.54
股票代码	688156
A 股一年内最高价(元)	26.00
A 股一年内最低价(元)	14.78
上证指数	3,258.08
市盈率(TTM)	31.9
总股本(万股)	9,237
实际流通 A 股(万股)	7,014
流通 A 股市值(亿元)	17

### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	382.00	454.52	697.59	1155.61
收入增长率	52.56%	18.98%	53.48%	65.66%
归母净利润(百万元)	75.54	83.89	123.03	202.66
利润增速	58.23%	11.06%	46.65%	64.73%
毛利率	37.43%	33.28%	33.29%	32.88%
摊薄 EPS(元)	0.82	0.91	1.34	2.21
PE	23.84	26.86	18.32	11.12
PB	2.33	2.64	2.31	1.91
PS	5.93	4.99	3.25	1.96

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>流动资产</b>	<b>741.25</b>	<b>807.32</b>	<b>985.68</b>	<b>1344.37</b>	<b>营业收入</b>	<b>382.00</b>	<b>454.52</b>	<b>697.59</b>	<b>1155.61</b>
现金	349.43	231.52	346.72	522.47	<b>营业成本</b>	<b>239.03</b>	<b>303.24</b>	<b>465.38</b>	<b>775.66</b>
应收账款	253.42	286.41	286.68	348.27	营业税金及附加	1.75	2.27	3.49	5.78
其它应收款	12.45	14.94	21.02	31.66	营业费用	5.76	6.82	10.46	17.33
预付账款	12.41	15.16	23.27	38.78	管理费用	35.46	34.09	50.92	80.89
存货	26.09	33.23	48.45	76.50	财务费用	-1.74	-5.24	-3.47	-5.20
其他	87.45	226.06	259.54	326.69	资产减值损失	-1.60	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>263.31</b>	<b>325.19</b>	<b>361.31</b>	<b>373.04</b>	公允价值变动收益	0.10	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	4.97	5.45	8.37	13.87
固定资产	180.19	238.81	266.62	264.98	营业利润	86.13	101.06	148.48	244.16
无形资产	58.84	62.28	70.72	84.16	营业外收入	4.09	5.00	6.00	6.00
其他	24.27	24.10	23.97	23.89	营业外支出	0.55	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	<b>1004.56</b>	<b>1132.50</b>	<b>1347.00</b>	<b>1717.41</b>	利润总额	89.67	105.56	153.98	249.66
<b>流动负债</b>	<b>187.95</b>	<b>226.17</b>	<b>309.78</b>	<b>467.98</b>	所得税	10.34	15.83	23.10	37.45
短期借款	33.65	33.65	33.65	33.65	净利润	79.33	89.73	130.88	212.21
应付账款	97.40	120.47	178.50	286.89	少数股东损益	3.79	5.83	7.85	9.55
其他	56.90	72.05	97.62	147.44	<b>归属母公司净利润</b>	<b>75.54</b>	<b>83.89</b>	<b>123.03</b>	<b>202.66</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3.41</b>	<b>3.41</b>	<b>3.41</b>	<b>3.41</b>	EBITDA	110.70	110.76	156.33	241.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (元)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.91</b>	<b>1.34</b>	<b>2.21</b>
其他	3.41	3.41	3.41	3.41					
<b>负债合计</b>	<b>191.37</b>	<b>229.58</b>	<b>313.19</b>	<b>471.39</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	43.12	48.95	56.80	66.35	营业收入	52.56%	18.98%	53.48%	65.66%
归属母公司股东权益	770.08	853.97	977.00	1179.66	营业利润	39.74%	17.33%	46.92%	64.44%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1004.56</b>	<b>1132.50</b>	<b>1347.00</b>	<b>1717.41</b>	归属母公司净利润	58.23%	11.06%	46.65%	64.73%
					毛利率	37.43%	33.28%	33.29%	32.88%
					净利率	19.77%	18.46%	17.64%	17.54%
					ROE	9.81%	9.82%	12.59%	17.18%
					ROIC	8.17%	7.95%	10.55%	14.49%
					资产负债率	19.05%	20.27%	23.25%	27.45%
					净负债比率	23.53%	25.43%	30.30%	37.83%
					流动比率	3.94	3.57	3.18	2.87
					速动比率	3.66	3.28	2.86	2.53
					总资产周转率	0.38	0.40	0.52	0.67
					应收帐款周转率	1.51	1.59	2.43	3.32
					应付帐款周转率	3.92	3.77	3.91	4.03
					每股收益	0.82	0.91	1.34	2.21
					每股经营现金	0.49	0.83	1.95	2.37
					每股净资产	8.38	9.30	10.64	12.84
					P/E	23.84	26.86	18.32	11.12
					P/B	2.33	2.64	2.31	1.91
					EV/EBITDA	13.37	18.56	12.41	7.31
					P/S	5.90	4.96	3.23	1.95

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

### 分析师简介及承诺

**陶贻功**，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**，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

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。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

### 联系方式

#### 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

北京市丰台区西营街 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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)