

路德环境 (688156)

12 万吨浓香酒糟饲料项目落地，锁定长协& 品类扩张

买入 (维持)

2022 年 08 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书: S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	382	406	667	890
同比	53%	6%	64%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	76	81	142	189
同比	58%	7%	74%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.82	0.88	1.53	2.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.89	29.68	17.01	12.76

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司与安徽亳州谯城区人民政府及安徽古井贡酒签订合作协议, 拟投资 2.5 亿元建设古井酒糟资源化利用项目, 一期饲料规模 12 万吨。
- **12 万吨浓香型白酒糟资源化项目落地, 锁定古井贡 30 万吨酒糟长协, 实现品类扩张。** 公司拟投资 2.5 亿元于安徽亳州谯城区建设古井酒糟资源化利用项目。项目总用地约 200 亩, 一期用地约 140 亩, 一期投产生物发酵饲料 12 万吨, 对应酒糟利用规模约 36 万吨, 其中古井贡酒年供应白酒糟量不少于 30 万吨。二期预留用地约 60 亩, 将根据销售情况安排扩产建设。本次古井贡酒糟资源化项目落地, 是公司继酱酒酒糟饲料项目后, 在浓香型白酒糟饲料领域的重大突破, 且锁定了古井贡酒酒糟长协, 保障来料稳定性, 助力提升公司长期盈利规模。
- **饲料产品价格连续提价, 市场渗透率提升空间大。** 公司产品较常用饲料原料玉米、豆粕及普通饲料性价比突出。考虑成本上升等因素, 公司自今年 3 月起将所有产品出厂价格上调 100 元/吨, 并于 7 月份再次上调 100 元/吨。产品提价一方面体现了公司成本及销售端的联动机制以保障稳定盈利, 同时也反映了公司产品下游接受度较高, 性价比优势凸显, 随着公司销售力度加强, 产品定价有望回归内在价值, 提升市场渗透率。
- **规划饲料产能 42 万吨超 6 倍扩张, 新品类有机糟渣利用持续打开成长空间。** 公司已在贵州古蔺、金沙、遵义、亳州进行产业布局, 计划至 2024 年实现酒糟饲料产能 42 万吨, 较 2021 年产能实现 6 倍以上扩张。此外公司正积极拓展其他香型白酒、醋糟、昆虫蛋白等有机糟渣利用, 有望新增落地 1 个酱酒酒糟饲料项目, 1 个醋糟中试项目, 建成投产 1-2 个酿酒高浓度有机废水高值化利用项目, 落实新产品应用实验。
- **酒糟资源化龙头扩产在即, 技术&渠道&产品优势巩固地位。** 1) 深耕研发专利丰富, 技术产业化已见成效。2) 区域卡位&渠道绑定, 占据产业先发优势。a. 储备稀缺土地资源;b. 上游直采酒糟, 签署长协保障来料;c. 下游客户遍布全国, 进入大客户供应商名录稳定合作。3) 高性价比&功能价值, 饲料产品价格&市场渗透率提升空间大。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为酒糟资源化市场空间充足, 公司先发&产品优势突出巩固龙头地位, 产能投放在即有望实现快速增长, 考虑定增发行后摊薄 EPS 情况下, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 0.81/1.42/1.89 亿元, 对应 30、17、13 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单不及预期, 原材料价格波动风险, 项目扩产低于预期。

市场数据

收盘价(元)	26.08
一年最低/最高价	14.78/26.23
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	1,829.16
总市值(百万元)	2,409.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.30
资产负债率(% ,LF)	18.60
总股本(百万股)	92.37
流通 A 股(百万股)	70.14

相关研究

- 《路德环境(688156): 拟对实控人特定发行 1.1 亿元, 生物饲料再得政策支持》  
2022-05-15
- 《路德环境(688156): 2021 年年报&22 年一季报点评: 酒糟资源化发力, 现金流改善》  
2022-04-22
- 《路德环境(688156): 生物科技新星, 酒糟资源化龙头扩产在即》  
2022-03-09

路德环境三大财务预测表

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</b>	<b>951</b>	<b>1,203</b>	<b>1,494</b>	<b>营业总收入</b>	<b>382</b>	<b>406</b>	<b>667</b>	<b>890</b>
货币资金及交易性金融资产	410	600	626	726	营业成本(含金融类)	239	261	432	575
经营性应收款项	275	290	478	637	税金及附加	2	2	3	4
存货	26	29	47	63	销售费用	6	6	10	13
合同资产	15	16	27	36	管理费用	35	38	49	61
其他流动资产	14	16	25	33	研发费用	16	17	27	36
<b>非流动资产</b>	<b>263</b>	<b>286</b>	<b>307</b>	<b>328</b>	财务费用	-2	-3	-4	-3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	1	2	3
固定资产及使用权资产	180	181	182	185	投资净收益	5	5	9	12
在建工程	1	5	13	22	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	59	78	92	101	减值损失	-7	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	2	3
长期待摊费用	7	5	4	4	<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>92</b>	<b>165</b>	<b>221</b>
其他非流动资产	17	17	17	17	营业外净收支	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>1,005</b>	<b>1,237</b>	<b>1,510</b>	<b>1,822</b>	<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>97</b>	<b>169</b>	<b>225</b>
<b>流动负债</b>	<b>188</b>	<b>222</b>	<b>346</b>	<b>460</b>	减:所得税	10	12	20	27
短期借款及一年内到期的非流动负债	34	49	69	94	<b>净利润</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>149</b>	<b>198</b>
经营性应付款项	106	117	194	258	减:少数股东损益	4	4	7	10
合同负债	6	6	10	14	<b>归属母公司净利润</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>142</b>	<b>189</b>
其他流动负债	42	50	73	94	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.88	1.53	2.04
非流动负债	3	3	3	3	EBIT	78	82	147	201
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	111	110	178	235
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.43	35.69	35.33	35.37
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.77	20.00	21.22	21.22
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	52.56	6.24	64.44	33.33
<b>负债合计</b>	<b>191</b>	<b>225</b>	<b>349</b>	<b>463</b>	归母净利润增长率(%)	58.23	7.46	74.49	33.31
归属母公司股东权益	770	964	1,106	1,295					
少数股东权益	43	47	54	64					
<b>所有者权益合计</b>	<b>813</b>	<b>1,012</b>	<b>1,160</b>	<b>1,359</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,005</b>	<b>1,237</b>	<b>1,510</b>	<b>1,822</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	45	104	47	115	每股净资产(元)	8.38	9.64	11.06	12.95
投资活动现金流	-113	-70	-57	-46	最新发行在外股份(百万股)	92	100	100	100
筹资活动现金流	-6	126	16	20	ROIC(%)	8.60	7.54	11.34	13.18
现金净增加额	-74	159	7	89	ROE-摊薄(%)	9.81	8.42	12.81	14.58
折旧和摊销	32	28	31	34	资产负债率(%)	19.05	18.20	23.15	25.42
资本开支	-57	-47	-46	-48	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.89	29.68	17.01	12.76
营运资本变动	-74	-7	-136	-116	P/B(现价)	3.11	2.70	2.36	2.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

