

## 公司点评报告

2023年03月29日

東亞前海證券有限公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.酒糟资源化龙头，政策东风助业绩起飞  
——路德环境（688156.SH）跟踪点评

## 事件

2023年3月29日，工业和信息化部等十一部门联合印发《关于培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见》，其中“酒糟高值化综合利用技术”被列为技术工艺及装备提升重点方向之一。

## 点评

**白酒糟资源化利用体系率先打造，技术与产业经验深厚。**公司通过自主研发的有机糟渣微生物固态发酵技术，以酱香型白酒酒糟为原料，经过无害化处理后，进行复合功能型生物发酵饲料生产，率先建立起白酒糟资源化利用产业体系，并已积累长达7年的产业化运营经验，技术与产业运营模式已较为成熟。相关产品收入规模持续增长，已形成正向业绩贡献。

**产业链合作关系稳固，市场先发优势显著。**产业链上游，公司已加入中国酒业协会、中国生物发酵产业协会等产业行业协会，并与酱香型白酒主要产地多家知名酒企建立稳定合作关系。2022年公司与古井贡酒签订长期供货协议，业务范围拓展至浓香型白酒糟处理，同时保障了上游酒糟资源长期供应。下游方面，公司产品凭借高性价比进入多家大型饲料加工企业与养殖企业的供应商目录，产品需求旺盛。

**产能布局不断完善，未来业绩支撑强劲。**公司当前拥有白酒糟生物发酵饲料产能约7万吨，受益于政策支持、需求旺盛等因素，公司积极进行产能扩张。已规划项目预计2024年前陆续投产，全部达产后公司产能可达52万吨/年，对应酒糟处理能力超130万吨/年。其中，金沙路德年产15万吨项目一期（10万吨/年）已于2023年3月完成试生产。产能布局不断完善下，公司业绩发展支撑强劲。

## 投资建议

政策利好及需求持续旺盛下，公司业绩有望稳步增长。我们预计2022-2024年公司EPS分别为0.29/1.35/2.81元，基于2023年3月29日收盘价，对应PE分别为103.98/22.60/10.86X，维持“推荐”评级。

## 风险提示

宏观经济不景气风险；市场竞争加剧风险；疫情反复风险。

## 盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	382.00	334.58	673.40	1286.14
增长率(%)	52.56	-12.41	101.27	90.99
归母净利润	75.54	27.08	124.56	259.22
增长率(%)	58.23	-64.16	360.01	108.12
EPS(元/股)	0.82	0.29	1.35	2.81
市盈率(P/E)	23.84	103.98	22.60	10.86
市净率(P/B)	2.33	3.66	3.15	2.44

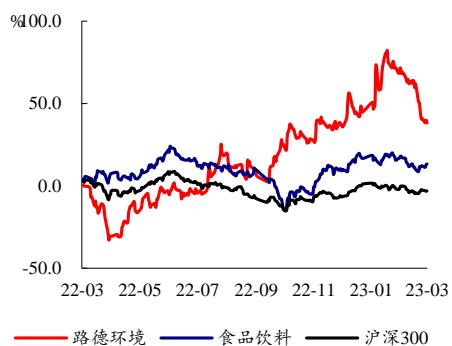
资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价基准为2023年3月29日收盘价30.48元/股

评级 推荐（维持）

## 报告作者

作者姓名 汪玲  
资格证书 S1710521070001  
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	92.37
流通A股/B股(百万股)	92.37/0.00
资产负债率(%)	27.64
每股净资产(元)	8.36
市净率(倍)	3.65
净资产收益率(加权)	3.00
12个月内最高/最低价	40.14/14.78

## 相关研究

《【食品饮料】路德环境（688156.SH）业绩数据跟踪点评：产业结构转型关键期，中长远可期 20230206》2023.02.06  
《【食品饮料】路德环境（688156.SH）：技术驱动布局领先，酒糟处理乘东风\_20230202》2023.02.02

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	382.00	334.58	673.40	1286.14
%同比增速	52.56%	-12.41%	101.27%	90.99%
营业成本	239.03	230.38	421.81	769.64
<b>毛利</b>	142.97	104.21	251.60	516.50
%营业收入	37.43%	31.14%	37.36%	40.16%
税金及附加	1.75	2.20	4.50	7.64
%营业收入	0.46%	0.66%	0.67%	0.59%
<b>销售费用</b>	5.76	7.12	10.95	24.64
%营业收入	1.51%	2.13%	1.63%	1.92%
<b>管理费用</b>	35.46	46.04	56.69	117.81
%营业收入	9.28%	13.76%	8.42%	9.16%
<b>研发费用</b>	15.95	16.35	27.86	56.59
%营业收入	4.18%	4.89%	4.14%	4.40%
<b>财务费用</b>	-1.74	-1.61	-2.20	-3.05
%营业收入	-0.45%	-0.48%	-0.33%	-0.24%
<b>资产减值损失</b>	-1.60	-0.61	-0.83	-1.01
信用减值损失	-5.42	-0.36	-3.06	-2.94
<b>其他收益</b>	1.19	0.67	5.76	5.85
投资收益	4.97	2.10	5.63	11.86
<b>净敞口套期收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.10	0.00	0.00	0.00
<b>资产处置收益</b>	1.10	0.36	0.94	2.30
<b>营业利润</b>	86.13	36.27	162.25	328.92
%营业收入	22.55%	10.84%	24.09%	25.57%
<b>营业外收支</b>	3.53	-0.50	-0.44	-0.50
<b>利润总额</b>	89.67	35.77	161.81	328.42
%营业收入	23.47%	10.69%	24.03%	25.54%
<b>所得税费用</b>	10.34	5.41	23.18	44.87
<b>净利润</b>	79.33	30.36	138.63	283.55
%营业收入	20.77%	9.07%	20.59%	22.05%
<b>归属于母公司的净利润</b>	75.54	27.08	124.56	259.22
%同比增速	58.23%	-64.16%	360.01%	108.12%
<b>少数股东损益</b>	3.79	3.28	14.07	24.33
<b>EPS (元/股)</b>	0.82	0.29	1.35	2.81

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.82	0.29	1.35	2.81
BVPS	8.38	8.33	9.68	12.48
PE	23.84	103.98	22.60	10.86
PEG	0.41	—	0.06	0.10
PB	2.33	3.66	3.15	2.44
EV/EBITDA	13.37	42.47	13.14	6.82
ROE	10%	4%	14%	22%
ROIC	8%	3%	14%	21%

资产负债表 (百万)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	349	309	398	497
<b>交易性金融资产</b>	61	86	114	152
应收账款及应收票据	263	267	374	835
<b>存货</b>	26	31	42	71
预付账款	12	11	24	40
<b>其他流动资产</b>	30	37	66	95
<b>流动资产合计</b>	741	740	1018	1691
<b>长期股权投资</b>	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
<b>固定资产合计</b>	180	173	163	160
<b>无形资产</b>	59	69	83	103
<b>商誉</b>	0	0	0	0
递延所得税资产	6	6	6	6
<b>其他非流动资产</b>	18	97	97	95
<b>资产总计</b>	1005	1086	1367	2054
<b>短期借款</b>	34	44	52	63
<b>应付票据及应付账款</b>	106	176	276	622
预收账款	0	2	0	0
应付职工薪酬	8	8	16	25
应交税费	9	7	15	31
其他流动负债	31	30	50	72
<b>流动负债合计</b>	188	266	409	813
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
<b>其他非流动负债</b>	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	191	270	412	816
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	770	769	894	1153
<b>少数股东权益</b>	43	46	60	85
<b>股东权益</b>	813	816	954	1238
<b>负债及股东权益</b>	1005	1086	1367	2054

现金流量表 (百万)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	45	110	138	162
投资	-61	-25	-29	-38
资本性支出	-57	-110	-31	-45
其他	5	3	6	14
<b>投资活动现金流净额</b>	-113	-131	-53	-69
债权融资	-30	0	0	0
股权融资	15	0	0	0
银行贷款增加(减少)	45	11	7	11
筹资资本	-34	-29	-3	-5
其他	-2	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	-6	-19	4	6
<b>现金净流量</b>	-74	-40	89	99

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>