



# 路德环境 (688156.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 酒糟项目规划量增,碱渣项目期待投运

### 业绩简评

- 2024年4月25日晚间公司披露23年报及24年一季报。23年全年实现营收3.5亿元,同比+2.6%;实现归母净利润0.3亿元,同比+4.0%。1Q24实现营收0.7亿元,同比+21.9%;归母净利润0.1亿元,同比+54.2%。

### 经营分析

- 酒糟项目营收占比继续提升,产能规划量增。得益于金沙一期产能释放,公司23年实现酒糟生物发酵饲料销售9.3万吨,同比+27.6%;实现营收1.97亿元,同比+24.2%,营收占比升至56.1%。受原料成本下行、2H23下游景气度转弱因素影响,产品单价有所下降;但叠加古蔺路德项目规模效应释放,酒糟业务毛利率仍稳中有增,升至29.8%(同比+0.3pct)。截至23年末,公司已投产+在建+筹建项目合计产能达174万吨/年(酒糟处理口径),规划中项目为酒鬼酒馥郁香型酒糟处理项目(9年合计44万吨,酒糟处理口径)。
- 工业渣泥处理业务进入前期阶段,投运后有望贡献业绩增量。公司23年内中标了连云港碱渣治理项目分包合同,服务期5年,合同总额约为5.2亿元,当前处于前期建设、设备调试阶段。
- 出于业务转型考虑,传统业务增速下滑。公司河湖淤泥处理/工程泥浆处理业务23年营收增速分别为-9.5%/-33.8%,主因公司主动放弃承接回款预期较长的环保工程类新项目、建筑工程开工减少导致泥浆处理需求下降。

### 盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司2024~2026年分别实现归母净利润0.6/0.8/0.97亿元,EPS分别为0.61/0.82/0.97元,对应PE分别为24倍、18倍和15倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

- 产能落地不及规划预期、行业竞争加剧、传统业务需求及回款不及预期风险等。

国金证券研究所

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

联系人:张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价(人民币):14.51元

相关报告:

- 《路德环境公司点评:古蔺彰显规模效应,金沙产能静待爬坡》,2023.10.27
- 《路德环境公司点评:固废主业拖累业绩,酒糟资源化量/利提升》,2023.7.29
- 《路德环境公司深度研究:抢滩布局、产品为王,酒糟资源化大有可为》,2023.6.6



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	342	351	536	724	855
营业收入增长率	-10.45%	2.63%	52.61%	35.15%	18.10%
归母净利润(百万元)	26	27	62	82	97
归母净利润增长率	-65.68%	4.02%	128.39%	33.72%	18.06%
摊薄每股收益(元)	0.281	0.268	0.612	0.818	0.966
每股经营性现金流净额	0.04	-0.19	0.73	1.16	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.35%	3.01%	6.49%	8.09%	8.85%
P/E	51.70	54.19	23.72	17.74	15.03
P/B	1.73	1.63	1.54	1.44	1.33

来源:公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>382</b>	<b>342</b>	<b>351</b>	<b>536</b>	<b>724</b>	<b>855</b>
增长率		-10.5%	2.6%	52.6%	35.2%	18.1%
主营业务成本	-239	-222	-224	-348	-471	-552
%销售收入	62.6%	64.8%	63.8%	65.0%	65.0%	64.6%
毛利	143	120	127	188	254	303
%销售收入	37.4%	35.2%	36.2%	35.0%	35.0%	35.4%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-5	-7	-9
%销售收入	0.5%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-6	-5	-10	-14	-20	-23
%销售收入	1.5%	1.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-35	-41	-42	-64	-87	-103
%销售收入	9.3%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
研发费用	-16	-14	-14	-21	-28	-33
%销售收入	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	84	58	58	83	112	135
%销售收入	22.0%	17.0%	16.6%	15.4%	15.4%	15.8%
财务费用	2	2	-4	-7	-13	-18
%销售收入	-0.5%	-0.6%	1.1%	1.2%	1.8%	2.1%
资产减值损失	-7	-17	-26	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	5	2	5	5	5
%税前利润	5.5%	10.2%	6.4%	6.3%	4.8%	4.1%
营业利润	86	51	34	78	103	122
营业利润率	22.5%	14.9%	9.8%	14.6%	14.2%	14.3%
营业外收支	4	-1	-1	1	1	1
税前利润	90	50	34	79	104	123
利润率	23.5%	14.6%	9.6%	14.8%	14.3%	14.4%
所得税	-10	-11	-4	-9	-12	-15
所得税率	11.5%	21.4%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	79	39	30	70	91	108
少数股东损益	4	13	3	8	9	11
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>76</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>97</b>
净利率	19.8%	7.6%	7.7%	11.5%	11.4%	11.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	79	39	30	70	91	108
少数股东损益	4	13	3	8	9	11
非现金支出	40	51	61	58	70	81
非经营收益	-6	-7	1	4	13	19
营运资金变动	-68	-79	-111	-58	-58	-42
<b>经营活动现金净流</b>	<b>45</b>	<b>3</b>	<b>-19</b>	<b>74</b>	<b>117</b>	<b>166</b>
资本开支	-57	-147	-305	-214	-303	-203
投资	-61	-55	26	0	0	0
其他	5	-10	16	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-113</b>	<b>-213</b>	<b>-263</b>	<b>-209</b>	<b>-298</b>	<b>-198</b>
股权募资	15	6	130	0	0	0
债权募资	15	134	114	243	262	132
其他	-36	-31	-47	-22	-32	-41
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>109</b>	<b>198</b>	<b>221</b>	<b>230</b>	<b>91</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-74</b>	<b>-101</b>	<b>-85</b>	<b>86</b>	<b>48</b>	<b>59</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	349	259	199	285	334	393
应收款项	275	316	312	383	518	612
存货	26	49	94	100	135	159
其他流动资产	90	143	161	172	186	195
流动资产	741	768	765	941	1,173	1,358
%总资产	73.8%	64.2%	48.2%	48.8%	49.0%	50.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	181	337	636	784	1,017	1,140
%总资产	18.0%	28.2%	40.0%	40.7%	42.5%	42.2%
无形资产	66	57	135	136	137	139
非流动资产	263	429	824	985	1,221	1,345
%总资产	26.2%	35.8%	51.8%	51.2%	51.0%	49.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,005</b>	<b>1,197</b>	<b>1,589</b>	<b>1,926</b>	<b>2,393</b>	<b>2,703</b>
短期借款	34	80	157	302	464	496
应付款项	116	150	308	333	450	528
其他流动负债	39	45	40	50	60	67
流动负债	188	275	505	684	973	1,091
长期贷款	0	88	133	233	333	433
其他长期负债	3	3	5	3	3	3
负债	191	366	643	920	1,309	1,527
<b>普通股股东权益</b>	<b>770</b>	<b>775</b>	<b>897</b>	<b>948</b>	<b>1,018</b>	<b>1,099</b>
其中：股本	92	92	101	101	101	101
未分配利润	184	182	199	250	320	401
少数股东权益	43	56	49	57	66	77
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,005</b>	<b>1,197</b>	<b>1,589</b>	<b>1,926</b>	<b>2,393</b>	<b>2,703</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.823	0.281	0.268	0.612	0.818	0.966
每股净资产	8.385	8.386	8.905	9.417	10.105	10.910
每股经营现金净流	0.488	0.038	-0.190	0.735	1.158	1.649
每股股利	0.300	0.100	0.050	0.100	0.130	0.160
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.81%	3.35%	3.01%	6.49%	8.09%	8.85%
总资产收益率	7.52%	2.17%	1.70%	3.20%	3.44%	3.60%
投入资本收益率	8.78%	4.58%	4.13%	4.72%	5.22%	5.66%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	52.56%	-10.45%	2.63%	52.61%	35.15%	18.10%
EBIT增长率	44.33%	-30.70%	0.19%	41.49%	35.26%	21.19%
净利润增长率	58.23%	-65.68%	4.02%	128.39%	33.72%	18.06%
总资产增长率	14.31%	19.11%	32.84%	21.18%	24.26%	12.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	204.7	280.4	281.6	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	30.0	62.1	116.5	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	131.7	178.7	315.2	300.0	300.0	300.0
固定资产周转天数	172.2	229.9	416.5	339.5	268.3	237.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-46.32%	-24.90%	0.14%	15.94%	34.51%	38.02%
EBIT利息保障倍数	-48.4	-29.7	15.5	12.6	8.7	7.7
资产负债率	19.05%	30.55%	40.48%	47.79%	54.71%	56.49%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	5	7	17
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-06	买入	32.01	38.48~38.48
2	2023-07-29	买入	27.39	N/A
3	2023-10-27	买入	26.58	N/A

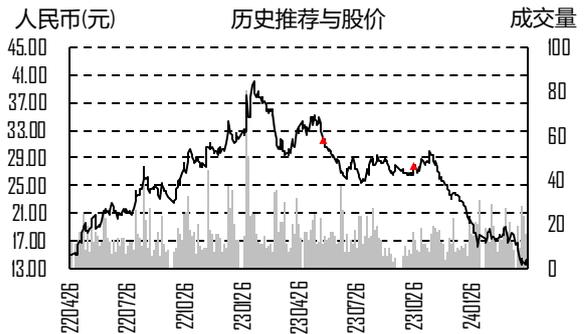
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究