

# 路德环境 (688156)

证券研究报告  
2024年04月26日

23年白酒糟生物饲料营收占比首超50%，24年30万吨新产能在建中

**事件：**公司发布2023年报与24Q1季报，2023全年，公司实现总营收3.51亿元，同比增2.63%，归母净利润0.27亿元，同比增4.02%；24Q1，公司实现总营收0.68亿元，同比增21.90%，环比降43.09%；归母净利润0.06亿元，同比增54.15%，环比增827.66%。

## 1、紧抓废弃物循环利用产业发展历史机遇，24年30万吨新产能建设中

2024年2月，国务院《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》提出，到2025年，初步建成覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，主要废弃物循环利用取得积极进展。资源循环利用产业年产值达到5万亿元；3月，《政府工作报告》提出，要大力发展绿色低碳经济，推动废弃物循环利用产业发展。

公司是国内率先进入高含水废弃物处理与利用领域的科技型专业化环保企业之一，多年来专注于食品饮料糟渣、高浓度酿造水、无机固废资源化利用的技术研发、成果转化和产业应用，并于2022年荣获了国家级专精特新“小巨人”企业称号、2023年获得了E20环境平台颁发的《2023年度有机废弃物领域领先企业-有机糟渣资源化利用标杆企业》奖项。在白酒糟转化生物发酵饲料领域，截至2023年报，公司已公布合计174万吨酒糟年处理量，对应66万吨/年饲料产能规划，其中已投产饲料产能（古蔺路德+金沙一期）合计17万吨/年，2024年在建产能（遵义路德+亳州路德+永路德）合计30万吨/年。

## 2、2023年白酒糟生物饲料年度营收占比首次超过50%，销量同比增28%

根据2023年报，公司营收中56.05%由白酒糟生物发酵饲料业务贡献，较上年增近10pct，对应1.97亿元，同比增24.22%，销量达9.33万吨，同比增27.63%。值得一提的是，23年销量的增量主要来自23Q2投产的金沙路德，但由于投产时间的关系，金沙一期10万吨/年产能于23年仅贡献了3.6万吨产量和2.8万吨销量，由此可见该项目产能23年尚未完全发挥，因此在未来或将有较大潜力助力公司业绩增长。

**3、盈利预测&投资建议：**我们看好国家对废弃物循环利用相关产业政策持续推进的趋势，同时公司正处于产能快速扩张期、且产品已证明自身盈利能力，因此我们看好公司未来业绩随产能增长的可能性。由于公司处于业务转型期，考虑到传统业务近年来处于收缩态势，因此我们下调公司业绩。预计2024-2026年，公司实现营收5.04/8.23/12.82亿元（24年前值：13.27亿元），归母净利润0.48/0.95/1.63亿元（24年前值：3.46亿元），2024年4月26日股价对应PE为31/16/9x，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司经营业绩波动风险、白酒糟生物发酵饲料业务进展不及预期、行业政策进展不及预期、与传统项目相关的风险、当前市值过小的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	342.08	351.08	504.26	823.07	1,282.03
增长率(%)	(10.45)	2.63	43.63	63.22	55.76
EBITDA(百万元)	105.59	114.06	227.02	339.71	489.34
归属母公司净利润(百万元)	25.93	26.97	47.97	95.08	163.19
增长率(%)	(65.68)	4.02	77.85	98.21	71.64
EPS(元/股)	0.26	0.27	0.48	0.94	1.62
市盈率(P/E)	58.15	55.90	31.43	15.86	9.24
市净率(P/B)	1.95	1.68	1.62	1.51	1.34
市销率(P/S)	4.41	4.29	2.99	1.83	1.18
EV/EBITDA	24.44	21.18	9.38	7.02	5.14

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	环保/环境治理
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.97元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	100.71
流通A股股本(百万股)	92.37
A股总市值(百万元)	1,507.69
流通A股市值(百万元)	1,382.84
每股净资产(元)	8.96
资产负债率(%)	43.36
一年内最高/最低(元)	37.41/13.10

## 作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
戴飞	分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004	
daifei@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

1 《路德环境-首次覆盖报告:生物经济之：双向赋能白酒与饲料行业，食饮糟渣资源化龙头崛起正当时！》  
2022-10-26

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	259.40	199.23	40.34	65.85	102.56	营业收入	342.08	351.08	504.26	823.07	1,282.03
应收票据及应收账款	284.62	270.45	514.87	730.97	1,166.38	营业成本	221.77	223.82	324.19	528.63	824.67
预付账款	14.09	41.05	27.25	81.80	90.13	营业税金及附加	2.28	3.66	6.56	9.84	14.10
存货	49.31	93.52	86.58	30.89	60.74	销售费用	5.06	9.59	14.80	26.04	41.63
其他	159.24	159.83	189.67	199.97	232.09	管理费用	41.22	42.00	55.29	90.17	124.78
<b>流动资产合计</b>	<b>766.67</b>	<b>764.09</b>	<b>858.72</b>	<b>1,109.48</b>	<b>1,651.91</b>	研发费用	13.51	13.65	13.93	14.52	17.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1.96)	3.76	4.10	6.11	8.82
固定资产	215.46	400.63	580.56	598.99	559.40	资产/信用减值损失	(17.38)	(25.92)	(21.05)	(17.84)	(14.55)
在建工程	121.37	235.26	288.94	239.21	186.91	公允价值变动收益	0.21	0.03	0.00	0.00	0.00
无形资产	57.00	134.03	330.00	382.48	431.46	投资净收益	5.08	2.20	3.64	3.97	3.72
其他	35.01	54.06	69.08	87.86	111.76	其他	21.44	43.87	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>428.84</b>	<b>823.98</b>	<b>1,268.59</b>	<b>1,308.53</b>	<b>1,289.52</b>	<b>营业利润</b>	<b>50.85</b>	<b>34.41</b>	<b>67.98</b>	<b>133.90</b>	<b>239.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,196.53</b>	<b>1,589.43</b>	<b>2,127.31</b>	<b>2,418.01</b>	<b>2,941.43</b>	营业外收入	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
短期借款	80.10	127.10	238.48	323.81	401.43	营业外支出	0.98	0.58	0.78	0.72	0.76
应付票据及应付账款	138.52	289.88	304.47	224.15	371.44	<b>利润总额</b>	<b>49.88</b>	<b>33.85</b>	<b>67.22</b>	<b>133.19</b>	<b>238.94</b>
其他	49.22	77.73	96.07	98.87	155.54	所得税	10.67	4.23	10.37	20.26	38.54
<b>流动负债合计</b>	<b>267.84</b>	<b>494.71</b>	<b>639.02</b>	<b>646.83</b>	<b>928.41</b>	<b>净利润</b>	<b>39.21</b>	<b>29.63</b>	<b>56.85</b>	<b>112.93</b>	<b>200.40</b>
长期借款	87.50	133.44	497.73	697.12	785.25	少数股东损益	13.28	2.66	8.88	17.86	37.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>25.93</b>	<b>26.97</b>	<b>47.97</b>	<b>95.08</b>	<b>163.19</b>
其他	2.74	5.09	3.83	3.77	3.86	每股收益(元)	0.26	0.27	0.48	0.94	1.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>90.24</b>	<b>138.54</b>	<b>501.56</b>	<b>700.89</b>	<b>789.11</b>						
<b>负债合计</b>	<b>365.58</b>	<b>643.35</b>	<b>1,140.58</b>	<b>1,347.72</b>	<b>1,717.52</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	56.28	49.19	55.54	68.75	97.28	<b>成长能力</b>					
股本	92.37	100.71	100.71	100.71	100.71	营业收入	-10.45%	2.63%	43.63%	63.22%	55.76%
资本公积	476.97	573.95	573.95	573.95	573.95	营业利润	-40.96%	-32.33%	97.57%	96.96%	79.01%
留存收益	205.33	222.23	256.52	326.87	451.97	归属于母公司净利润	-65.68%	4.02%	77.85%	98.21%	71.64%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>830.95</b>	<b>946.08</b>	<b>986.72</b>	<b>1,070.28</b>	<b>1,223.91</b>	毛利率	35.17%	36.25%	35.71%	35.77%	35.67%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,196.53</b>	<b>1,589.43</b>	<b>2,127.31</b>	<b>2,418.01</b>	<b>2,941.43</b>	净利率	7.58%	7.68%	9.51%	11.55%	12.73%
						ROE	3.35%	3.01%	5.15%	9.49%	14.48%
						ROIC	9.31%	5.67%	6.82%	7.64%	11.10%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	30.55%	40.48%	53.62%	55.74%	58.39%
						净负债率	-11.03%	9.60%	73.51%	91.99%	90.99%
						流动比率	2.79	1.52	1.34	1.72	1.78
						速动比率	2.61	1.33	1.21	1.67	1.71
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.25	1.26	1.28	1.32	1.35
						存货周转率	9.07	4.92	5.60	14.01	27.98
						总资产周转率	0.31	0.25	0.27	0.36	0.48
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.26	0.27	0.48	0.94	1.62
						每股经营现金流	0.03	-0.19	-0.57	-0.28	1.02
						每股净资产	7.69	8.91	9.25	9.94	11.19
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.15	55.90	31.43	15.86	9.24
						市净率	1.95	1.68	1.62	1.51	1.34
						EV/EBITDA	24.44	21.18	9.38	7.02	5.14
						EV/EBIT	32.58	30.57	22.05	14.82	9.45

  

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	39.21	29.63	47.97	95.08	163.19
折旧摊销	33.57	35.28	130.40	178.84	222.91
财务费用	2.42	7.04	4.10	6.11	8.82
投资损失	(5.08)	(2.20)	(3.64)	(3.97)	(3.72)
营运资金变动	(104.92)	(151.00)	(245.60)	(321.62)	(325.57)
其它	38.29	62.12	8.88	17.86	37.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>3.49</b>	<b>(19.13)</b>	<b>(57.89)</b>	<b>(27.71)</b>	<b>102.84</b>
资本支出	181.24	408.78	561.26	200.06	179.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(394.05)	(672.08)	(1,117.62)	(396.09)	(356.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(212.81)</b>	<b>(263.30)</b>	<b>(556.36)</b>	<b>(196.03)</b>	<b>(176.28)</b>
债权融资	136.03	118.57	471.56	278.61	156.93
股权融资	(3.69)	105.33	(16.20)	(29.37)	(46.77)
其他	(23.62)	(26.26)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>108.72</b>	<b>197.64</b>	<b>455.36</b>	<b>249.24</b>	<b>110.16</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(100.60)</b>	<b>(84.79)</b>	<b>(158.89)</b>	<b>25.50</b>	<b>36.72</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com