

路德环境 (688156)

2023 年报&2024 一季报点评: 24Q1 酒糟饲料销量高增, 打造生物发酵新质生产力

买入 (维持)

2024 年 05 月 01 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

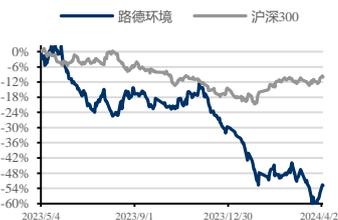
yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	342.08	351.08	513.52	893.90	1,200.43
同比 (%)	(10.45)	2.63	46.27	74.07	34.29
归母净利润 (百万元)	25.93	26.97	77.85	137.06	222.52
同比 (%)	(65.68)	4.02	188.66	76.06	62.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.26	0.27	0.77	1.36	2.21
P/E (现价&最新摊薄)	62.47	60.05	20.80	11.82	7.28

股价走势



投资要点

- **事件:** 2023 年公司营收 3.51 亿元 (同比+2.63%, 下同), 归母净利润 0.27 亿元 (+4.02%); 2024Q1 公司营收 0.68 亿元 (+21.90%), 归母净利润 0.06 亿元 (+54.15%)。
- **2023 年酒糟饲料销量同增 28%至 9.33 万吨, 古蔺项目盈利稳健, 金沙项目产能爬坡中。** 2023 年公司酒糟饲料营收 1.97 亿元 (+24.22%), 收入占比 56.05% (+9.74pct), 毛利率 29.80% (+0.27pct), 酒糟饲料产量 10.14 万吨 (+38.89%), 销量 9.33 万吨 (+27.63%), 销售均价 2110 元/吨 (-2.67%), 其中 1) **古蔺项目:** 产能 7 万吨/年, 2023 年产量 6.54 万吨 (-10.42%), 销量 6.53 万吨 (-10.63%), 产销率 99.85%, 子公司古蔺路德净利润 0.31 亿元 (-4.93%)。2) **金沙一期:** 2023Q2 投产, 产能 10 万吨/年, 2023 年产量 3.60 万吨, 销量 2.80 万吨, 产销率 77.78%, 子公司金沙路德净利润-138 万元, 产能爬坡中, 盈利有待提升。
- **2024Q1 白酒糟生物发酵饲料销量同增 66%, 酒糟资源化收入占比提至 74%。** 2024Q1 白酒糟生物发酵饲料业务实现营收 5032.72 万元 (+62.99%), 收入占比 74.06% (+18.67pct), 销量 2.45 万吨 (+66.30%), 主要系公司重塑销售架构组建销售公司和专业营销团队, 调整营销策略, 持续加强市场开发力度, 进行产品迭代升级, 提升产品性价比。
- **河湖淤泥择优开展, 工程泥浆处置量下滑, 连云港碱渣项目进入调试阶段。** ①**河湖淤泥:** 2023 年营收 9005.29 万元 (-9.46%), 2024Q1 营业收入 748.82 万元 (+16.97%), 公司主动放弃承接回款预期较长的环保工程类新项目; ②**工程泥浆:** 2023 年营收 5459.41 万元 (-33.77%), 2024Q1 营收 340.49 万元 (-81.37%), 主要受基础建设和房地产复苏尚未实质性启动的影响, 未来有望回归正常; ③**工业渣泥:** 连云港碱渣治理项目尚处于设备调试阶段, 投运后将对未来无机板块业务形成收益贡献。
- **创新生物发酵技术发展新质生产力, 酒糟资源化龙头扩产加速。** 我国将生物制造列为重点发展的战略性新兴产业, 是提升新质生产力的重要手段之一。公司创新开辟白酒糟生物发酵饲料新赛道, 助力新质生产力发展, 技术&渠道&产品优势护航龙头地位。截至 2023 年底公司已规划了 7 个白酒糟生物发酵饲料项目, 年酒糟处理量约 180 万吨/年, 涵盖酱香型、浓香型、馥郁香型三种酒糟, 公司已规划酒糟饲料产能 66 万吨/年, 其中已投产 17 万吨, 在建 30 万吨/年。古蔺项目孵化成熟, 2023 年毛利率 32.23%, 净利率达 22.27%。公司加大销售投入, 调整销售策略, 有望快速打开销路, 加速成熟项目复制。
- **盈利预测与投资评级:** 公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模, 将提升远期盈利, 考虑下游养殖业景气度、大客户拓展及产能爬坡、新项目建设进展等因素, 我们将公司 2024-2025 年归母净利润从 1.49/2.42 调降至 0.78/1.37 亿元, 预计 2026 年归母净利润为 2.23 亿元, 对应 21、12、7 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销量不及预期, 原材料价格波动, 项目扩产低于预期

市场数据

收盘价(元)	16.08
一年最低/最高价	13.10/37.41
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	1,485.37
总市值(百万元)	1,619.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.96
资产负债率(%LF)	43.36
总股本(百万股)	100.71
流通 A 股(百万股)	92.37

相关研究

- 《路德环境(688156): 预中标洋河股份 38 万吨/年酒糟处置项目, 浓香型领域再落一子》
2023-08-13
- 《路德环境(688156): 2023 年中报点评: 酒糟资源化量利双增, 新增金沙项目爬坡可期》
2023-08-01

事件：2023 年公司实现营业收入 3.51 亿元，同比增加 2.63%，归母净利润 0.27 亿元，同比增加 4.02%；2024 年一季度公司实现营业收入 6795.47 万元，同比增加 21.90%，归母净利润 567.38 万元，同比增长 54.15%。

1. 2023 年古蔺项目盈利稳健，金沙项目产能爬坡中

2023 年酒糟饲料销量同增 28%至 9.33 万吨，古蔺项目盈利稳健，金沙项目产能爬坡中。2023 年公司白酒糟生物发酵饲料业务实现营业收入 1.97 亿元，同比增长 24.22%，占公司总收入的 56.05%，同比提升 9.74pct，毛利率 29.80%，同比增加 0.27pct。得益于节粮养殖，豆粕减量替代等政策推动，以及全资子公司金沙路德建成投产，公司白酒糟生物发酵饲料产销量齐升。2023 年公司酒糟饲料产量 10.14 万吨，同比增长 38.89%，销量 9.33 万吨，同比增长 27.63%，销售均价 2110 元/吨，同比下降 2.67%，其中 1) **古蔺项目：**产能 7 万吨/年，2023 年产量 6.54 万吨，同比下降 10.42%，销量 6.53 万吨，同比下降 10.63%，产销率 99.85%。2023 年子公司古蔺路德净利润为 0.31 亿元，同比下降 4.93%。2) **金沙一期：**2023 年二季度投产，产能 10 万吨/年，2023 年产量 3.60 万吨，销量 2.80 万吨，产销率 77.78%。2023 年子公司金沙路德净利润为-138 万元，产能爬坡中，盈利有待提升。

河湖淤泥择优开展，工程泥浆处置量下滑，连云港碱渣项目进入调试阶段。在无机固废处理方面，1) **河湖淤泥：**2023 年实现营业收入 9005.29 万元，同比下滑 9.46%，收入占比 25.65%，同比下降 3.43pct，毛利率 41.12%，同比增加 19.16pct。由于公司逐渐向生物发酵饲养业务转型，主动放弃承接回款预期较长的环保工程类新项目，综合导致该业务业绩同比下滑。2) **工程泥浆：**2023 年实现营业收入 5459.41 万元，同比减少 33.77%，收入占比 15.55%，同比下降 8.55pct，毛利率 53.23%，同比减少 19.05pct。受建筑工程开工减少及杭州亚运会期间部分建设项目缓建或停工影响，公司工程泥浆处理服务业务收纳、处置的泥浆量大幅减少，2023 年公司工程泥浆处理总量达 145.71 万方，同比减少 33.63%。3) **工业渣泥：**2023 年公司中标连云港碱渣治理运营项目材料采购，中标金额 9392.70 万元，并与中核环保工程有限公司签订了《连云港碱渣治理与资源化利用创新示范项目 A 工艺运行专业分包合同》，服务期 5 年，合同总额暂定约为 5.18 亿元。目前该项目已进入前期建设、设备调试阶段。

加大销售投入&增加资金储备，期间费用率上行。2023 年公司期间费用同比增长 19.31%至 0.69 亿元，期间费用率上升 2.75pct 至 19.65%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 89.27%、增加 1.88%、增加 1.10%、增加 292.15%至 0.10 亿元、0.42 亿元、0.14 亿元、0.04 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 1.25pct、下降 0.09pct、下降 0.06pct、上升 1.64pct 至 2.73%、11.96%、3.89%、1.07%。销售费用率提升主要系公司白酒糟生物发酵饲料产能产量的持续提升，公司加大销售投入，大力引进

专业营销人才，组建专业营销团队，销售人员开支费用增加所致；财务费用大幅上行主要系公司为确保 2024 年遵义、亳州、永乐项目投产后原料储备增加流动资金借款，加之金沙路德投产后条件项目贷款利息费用导致财务费用支出增长明显。

资产负债率上行，净营业周期缩短。2023 年公司资产负债率为 40.48%，同比上升 9.92pct。2023 年公司应收账款同比减少 1.03%至 2.69 亿元，应收账款周转天数同比增加 1.13 天至 277.73 天；存货同比增长 89.65%至 0.94 亿元，存货周转天数同比增加 42.51 天至 116.78 天；应付账款同比增长 122.77%至 2.67 亿元，应付账款周转天数同比增加 134.6 天至 310.86 天，使净营业周期同比减少 90.96 天至 83.66 天。

2023 年公司经营性现金流净额承压。2023 年，1) 经营活动现金流净额-0.19 亿元，同比减少 647.88%，主要系①因诉讼冻结影响支付的其他与经营活动有关的现金 1477.10 万元，2024 年 2 月已解冻；②加大原辅料储备，公司购买商品、接受劳务支付的现金流出大幅增加；③新增项目集中开工，以及金沙路德投产，公司销售、管理人员较上年度均有所增加，导致人员薪资和日常管理费用开支增加。2) 投资活动现金流净额-2.63 亿元，同比减少 23.73%；3) 筹资活动现金流净额 1.98 亿元，同比增加 81.80%，主要系公司和亳州路德、遵义路德、永乐路德项目建设和经营需要，银行借款增加。

2. 2024Q1 酒糟饲料销量同增 66%，酒糟资源化收入占比提至 74%

2024Q1 白酒糟生物发酵饲料销量同增 66%，酒糟资源化收入占比上升至 74%。2024 年第一季度公司实现营业收入 6795 万元，同比增长 21.90%，归母净利润 567 万元，同比增长 54.15%。分业务来看，1) 白酒糟生物发酵饲料业务：2024Q1 实现销售收入 5032.72 万元，同比增长 62.99%，收入占比达 74.06%，同比提升 18.67pct，销量 2.45 万吨，同比增长 66.30%，主要系公司重塑销售架构组建销售公司和专业营销团队，调整营销策略，持续加强市场开发力度，同时不断地进行产品迭代升级，提升产品性价比。2) 无机固废处理业务：2024Q1 实现营业收入 1089.31 万元，同比下降 55.85%。其中，①河湖淤泥：2024Q1 营业收入 748.82 万元，同比增长了 16.97%；②工程泥浆：2024Q1 营业收入 340.49 万元，同比下降 81.37%，主要受基础建设和房地产行业的复苏尚未实质性启动的影响所致，未来有望回归正常水平；③工业渣泥：连云港碱渣治理项目尚处于设备调试阶段，投入运营后将对未来无机板块业务形成收益贡献。

2024Q1 经营性现金流净额同增 61%至 0.34 亿元。2024Q1，公司 1) 经营活动现金流净额 0.34 亿元，同比增加 60.86%，主要系报告期内销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增加和缴纳上期的税金减少所致；2) 投资活动现金流净额-1.32 亿元，同比减少 508.11%，主要系公司技术研发中心升级和项目建设投资支出加大；3) 筹资活动现金流净额 1.21 亿元，同比增加 1045.85%，银行借款增加。

3. 创新生物发酵技术发展新质生产力，酒糟资源化龙头扩产加速

创新生物发酵技术，发展新质生产力。我国将生物制造列为重点发展的战略性新兴产业，是提升新质生产力的重要手段之一。2024 年政府工作报告提出，“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”。生物发酵是生物制造的基础产业，路德环境创新采用微生物固态发酵和连续多级低温干燥技术，以非常规原料-白酒糟作为培养基制备生物发酵饲料，可以有效保留产品营养及功能物质活性，保护动物肠道健康，实现生态健康养殖，在白酒糟综合利用、资源化处理方面有着显著的优势。

酒糟资源化龙头，技术&渠道&产品优势巩固地位。公司创新开辟酒糟生物发酵饲料新赛道，技术&渠道&产品优势护航龙头地位。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，同时受益于国家倡导节粮养殖，豆粕减量替代等政策推动，市场渗透率提升空间大。

2023 年底已规划饲料产能 66 万吨，典型项目盈利能力强，待销量提升有望快速复制。2023 年公司与洋河和酒鬼酒达成酒糟处置合作，截至 2023 年底公司已规划了 7 个白酒糟生物发酵饲料项目，年酒糟处理量约 180 万吨/年，资源化处理酒糟涵盖酱香型、浓香型、馥郁香型三种类型，公司已规划酒糟饲料产能 66 万吨/年，其中已投产 17 万吨，在建 30 万吨/年。古蔺项目孵化成熟，2023 年毛利率 32.23%，净利率达 22.27%。公司加速组建销售队伍，建立完善营销渠道，提升销售和服务能力建设，后续有望快速打开销路，加速成熟项目复制。

表1：公司白酒糟生物发酵饲料项目

项目	位置	酒糟香型	产能规划 (万吨/年)	酒糟处理量 (万吨/年)	项目状态
古蔺路德	四川省泸州市	酱香型	7	17.5	已投产
金沙路德	贵州省毕节市	酱香型	15	37.5	一期产能 10 万吨/年已投产
遵义路德	贵州省遵义市	酱香型	8	20	建设中
亳州路德	安徽省亳州市	浓香型	12	36	建设中
永乐路德	四川省泸州市	酱香型	10	25	建设中
宿迁路德	江苏省宿迁市	浓香型	14	38	筹建中
合计	/	/	66	174	
酒鬼酒酒糟 利用项目	湖南省吉首市	馥郁香型	/	9 年合计 44 万吨	规划中

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模，将提升

远期盈利，考虑下游养殖业景气度、大客户拓展及产能爬坡、新项目建设进展等因素，我们将公司 2024-2025 年归母净利润从 1.49/2.42 调降至 0.78/1.37 亿元，预计 2026 年归母净利润为 2.23 亿元，对应 21、12、7 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：产品销量不及预期，原材料价格波动风险，项目扩产低于预期。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	765	694	968	1,337	营业总收入	351	514	894	1,200
货币资金及交易性金融资产	289	223	203	314	营业成本(含金融类)	224	337	618	806
经营性应收款项	313	370	632	854	税金及附加	4	5	9	12
存货	94	49	66	86	销售费用	10	11	16	19
合同资产	1	5	9	12	管理费用	42	45	69	85
其他流动资产	69	46	59	70	研发费用	14	14	15	18
非流动资产	824	986	1,035	1,035	财务费用	4	5	9	11
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	5	9	12
固定资产及使用权资产	401	612	706	737	投资净收益	2	4	5	6
在建工程	235	168	109	69	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	134	153	166	175	减值损失	(26)	(13)	(11)	(7)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	34	92	161	260
其他非流动资产	53	53	53	53	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	1,589	1,680	2,003	2,371	利润总额	34	92	161	260
流动负债	505	400	582	721	减:所得税	4	10	19	31
短期借款及一年内到期的非流动负债	157	172	192	217	净利润	30	82	141	229
经营性应付款项	290	157	278	362	减:少数股东损益	3	4	4	6
合同负债	10	8	15	19	归属母公司净利润	27	78	137	223
其他流动负债	48	63	98	123	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.77	1.36	2.21
非流动负债	139	139	139	139	EBIT	41	101	166	260
长期借款	133	133	133	133	EBITDA	76	159	233	331
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.25	34.32	30.83	32.90
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.68	15.16	15.33	18.54
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	2.63	46.27	74.07	34.29
负债合计	643	539	720	860	归母净利润增长率(%)	4.02	188.66	76.06	62.35
归属母公司股东权益	897	1,088	1,225	1,448					
少数股东权益	49	53	58	64					
所有者权益合计	946	1,141	1,283	1,511					
负债和股东权益	1,589	1,680	2,003	2,371					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(19)	35	83	166	每股净资产(元)	8.91	9.98	11.23	13.27
投资活动现金流	(263)	(246)	(130)	(74)	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	198	115	6	10	ROIC(%)	3.19	6.72	9.60	13.21
现金净增加额	(85)	(96)	(41)	102	ROE-摊薄(%)	3.01	7.16	11.19	15.37
折旧和摊销	35	58	66	70	资产负债率(%)	40.48	32.06	35.97	36.26
资本开支	(305)	(220)	(115)	(70)	P/E(现价&最新股本摊薄)	60.05	20.80	11.82	7.28
营运资本变动	(111)	(126)	(144)	(149)	P/B(现价)	1.81	1.61	1.43	1.21

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>