

2024年05月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q1 利润超预期，白酒糟业务开拓顺利

—路德环境（688156.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年4月25日，路德环境发布2023年年报及2024年一季度报。

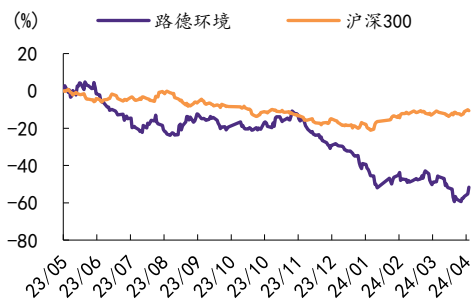
投资要点

基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	16.08
总市值（亿元）	16
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	92
52周价格范围（元）	13.6-35.2
日均成交额（百万元）	29.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《路德环境（688156）：酒糟业务再添合作，确定性稳定向上》2023-11-21
- 《路德环境（688156）：利润环比改善，酒糟业务营收增长提速》2023-10-27
- 《路德环境（688156）：业绩符合预期，期待酒糟产能释放》2023-07-30

Q1 利润弹性释放，费用投入力度加大

全年业绩符合预期，Q1 利润弹性释放。2023 年总营收 3.51 亿元（同增 2.63%），归母净利润 0.27 亿元（同增 4.02%），扣非净利润 0.20 亿元（同增 2.30%）。其中，2023Q4 总营收 1.19 亿元（同增 6.49%），归母净利润 0.01 亿元（同减 76.96%），扣非净利润-0.01 亿元（去年同期为 0.01 亿元）。2024Q1 总营收 0.68 亿元（同增 21.90%），归母净利润 0.06 亿元（同增 54.15%），扣非净利润 0.05 亿元（同增 88.16%）。组建专业营销团队，销售费用率提升。2023 年毛利率/净利率分别为 36.25%/8.44%，分别同比+1.08/+0.93pcts，销售/管理费用率分别同比+1.25%/-0.09pcts，销售费用率上升主要系公司组建白酒糟专业营销团队，引进专业营销人才所致。2024Q1 毛利率/净利率分别同比-5.38/-3.54pcts，销售/管理费用率分别同比+2.16/-0.34pcts。现金流健康运行，后续动力充足。2023/2024Q1 经营净现金流分别为-0.19/0.34 亿元，2024Q1 经营净现金流同比+60.86%；2023/2024Q1 销售回款分别为 3.71/1.10 亿元，分别同增 21.89%/59.25%。截至 2024Q1 末，合同负债为 0.15 亿元，环比增长 45.84%。

白酒糟业务陆续投产，规模效应持续释放

全年白酒糟业务规模效应释放，工程泥浆业务受损明显。2023 年白酒糟生物发酵饲料/河湖淤泥/工程泥浆营收分别为 1.97/0.90/0.55 亿元，分别同比+24.22%/-9.46%/-33.77%；毛利率分别为 29.80%/41.12%/43.23%，分别同比+0.27/+19.16/-19.05pcts。2023 年金沙路德建成投产，白酒糟业务收入占比持续提高，其中古蔺路德规模效应较好，单吨生产成本降低，带来毛利率提升；金沙路德产能逐步释放。2023 年白酒糟生物发酵饲料销量/均价分别同比+27.63%/-2.67%。Q1 白酒糟业务表现较好，工程泥浆业务恢复缓慢。2024Q1 白酒糟生物发酵饲料/河湖淤泥/工程泥浆收

入分别为 0.50/0.07/0.03 亿元，同比+62.99%/+16.97%/-81.37%。Q1 白酒糟营收同比增速较快主要系公司销售团队重点发力，产品迭代升级所致；其中，古蔺路德销量 1.54 万吨，同比增长 4.50%。工程泥浆业务大幅下降主要系房建、基建等项目开工减少所致。

■ 新兴区域逐步开拓，经销模式进展顺利

基本盘稳健增长，新兴区域开拓顺利。2023 年华东/华北/华中/西南/华南/西北营收为 1.15/0.85/0.64/0.41/0.35/0.02 亿元，同比 +8.06%/-20.17%/-13.40%/+77.95%/+24.55%/-28.92%，基本盘华东地区增长稳健，西南、华南地区快速增长，主要系金沙路德建成投产，积极拓展销售渠道。华北、华中、西北等区域的营收下滑主要系河湖淤泥收入下滑及白酒糟饲料销量区域性变动影响。**直销模式为主，白酒糟业务经销模式开拓速度加快。**2023 年经销/直销收入分别为 1.43/1.98 亿元，分别同比+21.99%/-11.07%。河湖淤泥及工程泥浆业务为直销模式，其占比下降致直销模式营收下滑。

■ 盈利预测

我们看好公司产业转型，积极布局新业务白酒糟生物发酵饲料，打造第二增长曲线。暂不考虑可转债发行影响，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.61 /1.07/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 26/15/10 倍，我们认为无机业务受影响较大，白酒糟业务处于产能释放期，需考察需求恢复，长期看白酒糟业务具备增长空间，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、原材料涨价风险、白酒糟生物发酵饲料竞争加剧风险、河湖淤泥及工程泥浆业务开展不及预期、项目落地不及预期风险、可转债发行不及预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (百万元)	351	509	759	1,162
增长率 (%)	2.6%	45.1%	49.1%	53.0%
归母净利润 (百万元)	27	62	108	166
增长率 (%)	4.0%	129.3%	74.1%	54.5%
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.61	1.07	1.65
ROE (%)	2.9%	6.3%	10.4%	14.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	199	202	311	423
应收款	311	321	333	382
存货	94	48	62	90
其他流动资产	162	130	145	159
流动资产合计	765	701	851	1,054
非流动资产:				
金融类资产	90	100	108	113
固定资产	401	515	537	524
在建工程	235	94	38	15
无形资产	134	127	121	114
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	54	54	54	54
非流动资产合计	824	791	750	707
资产总计	1,589	1,492	1,600	1,762
流动负债:				
短期借款	127	147	162	172
应付账款、票据	290	131	154	200
其他流动负债	78	78	78	78
流动负债合计	505	364	404	463
非流动负债:				
长期借款	133	143	151	156
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	139	149	157	162
负债合计	643	512	561	624
所有者权益				
股本	101	101	101	101
股东权益	946	979	1,040	1,137
负债和所有者权益	1,589	1,492	1,600	1,762

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	30	70	120	181
少数股东权益	3	8	12	14
折旧摊销	35	33	41	42
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-84	-8	-38
经营活动现金净流量	-19	28	165	200
投资活动现金净流量	-263	17	26	31
筹资活动现金净流量	285	-7	-36	-68
现金流量净额	3	38	155	162

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	351	509	759	1,162
营业成本	224	315	464	725
营业税金及附加	4	3	4	6
销售费用	10	9	13	20
管理费用	42	66	95	139
财务费用	4	7	5	2
研发费用	14	20	30	46
费用合计	69	102	143	208
资产减值损失	-21	-9	-6	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	5	5	5
营业利润	34	86	146	220
加:营业外收入	0	2	1	0
减:营业外支出	1	1	0	0
利润总额	34	87	147	220
所得税费用	4	16	27	40
净利润	30	70	120	181
少数股东损益	3	8	12	14
归母净利润	27	62	108	166

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	2.6%	45.1%	49.1%	53.0%
归母净利润增长率	4.0%	129.3%	74.1%	54.5%
盈利能力				
毛利率	36.2%	38.2%	38.9%	37.6%
四项费用/营收	19.7%	20.0%	18.8%	17.9%
净利率	8.4%	13.8%	15.8%	15.6%
ROE	2.9%	6.3%	10.4%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	40.5%	34.3%	35.0%	35.4%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.7
应收账款周转率	1.1	1.6	2.3	3.0
存货周转率	2.4	6.6	7.6	8.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.27	0.61	1.07	1.65
P/E	60.0	26.2	15.0	9.7
P/S	4.6	3.2	2.1	1.4
P/B	1.8	1.8	1.7	1.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。