

路德环境（688156.SH）

子公司增资扩股，产能建设有序推进

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	342	351	347	505	716
增长率 yoy（%）	-10.5	2.6	-1.3	45.6	41.9
归母净利润（百万元）	26	27	13	40	78
增长率 yoy（%）	-65.7	4.0	-53.2	216.3	95.1
ROE（%）	4.7	3.1	1.6	4.8	9.0
EPS 最新摊薄（元）	0.26	0.27	0.13	0.40	0.77
P/E（倍）	54.1	52.0	111.1	35.1	18.0
P/B（倍）	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布关于全资子公司增资扩股引入投资者的公告，金沙路德拟实施增资扩股并引入投资者，贵州生态基金拟以现金人民币 3,200 万元认购金沙路德新增注册资本 3,200 万元，增资完毕后，金沙路德注册资本增加至 11,200 万元，贵州生态基金持有金沙路德 28.57% 股权，公司持有金沙路德 71.43% 股权，金沙路德仍为公司合并报表范围内控股子公司。

此次增资扩股有利于改善金沙路德整体资产负债结构，补充营运资金，满足其业务发展需要，符合其长期发展战略规划。本次投资者贵州生态基金实控人为贵州国资委，12 月初公司公告子公司遵义路德引入农发饲料公司，增资后农发饲料持有遵义路德 25% 股权，并协定 2025 年起酒糟饲料采购量不低于 2 万吨/年，农发饲料实控人为湖北国资委。我们认为通过子公司引入国资一方面可缓解项目营运资金需求，另一方面推动国资资源与公司业务协同，如农发饲料广泛的销售渠道和丰富的客户资源，有利于公司加速产能建设和市场开拓。

公司已经形成了白酒糟资源化利用的产业化体系，白酒糟发酵饲料已成为公司的主要产品，业务规模持续增长。目前，公司在该业务领域通过直销和经销相结合的模式，产品陆续进入了新希望集团、海大集团、首农集团等多家知名终端客户的采购范围，树立了良好的市场口碑。

投资建议：随着酒糟发酵饲料业务持续扩产，公司调整销售策略并加强产品迭代升级，未来饲料产销有望保持较快增长，连云港碱渣治理项目若顺利运营，预计将贡献主要无机固废处理业务增量收益。我们预计 24-26 年公司营收分别为 3.5 亿元、5.1 亿元、7.2 亿元，EPS 分别为 0.13 元、0.40 元、0.77 元，当前股价对应 25-26 年估值分别为 35 倍、18 倍，维持“增持”评级。

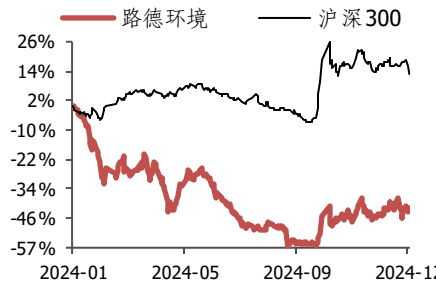
风险提示：行业竞争加剧、项目扩产进度不及预期、下游需求不及预期、研发风险、盈利能力下降风险。

增持（维持评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 1 月 2 日收盘价（元）	13.93
总市值（百万元）	1,402.95
流通市值（百万元）	1,402.95
总股本（百万股）	100.71
流通股本（百万股）	100.71
近 3 月日均成交额（百万元）	26.13

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号：S1070523080001

邮箱：luoliwen@cgws.com

相关研究

1、《酒糟饲料业务持续快速发展，销售&研发提升效果逐步显现》2024-05-13

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	768	765	674	973	956
现金	259	199	156	202	251
应收票据及应收账款	285	270	307	366	350
其他应收款	31	40	13	54	30
预付账款	14	41	13	66	47
存货	49	94	64	164	156
其他流动资产	129	121	120	122	122
非流动资产	429	824	955	1047	1149
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	215	401	488	572	663
无形资产	57	134	152	174	200
其他非流动资产	156	289	315	302	286
资产总计	1197	1589	1630	2021	2105
流动负债	275	505	543	925	956
短期借款	80	127	273	319	389
应付票据及应付账款	139	290	184	500	460
其他流动负债	57	88	86	106	108
非流动负债	90	139	128	104	76
长期借款	88	133	123	99	71
其他非流动负债	3	5	5	5	5
负债合计	366	643	670	1029	1032
少数股东权益	56	49	52	59	77
股本	92	101	101	101	101
资本公积	477	574	574	574	574
留存收益	205	222	232	265	333
归属母公司股东权益	775	897	908	932	995
负债和股东权益	1197	1589	1630	2021	2105

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3	-19	15	205	216
净利润	39	30	15	47	96
折旧摊销	34	35	49	63	77
财务费用	-2	4	13	18	19
投资损失	-5	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	-79	-111	-72	73	23
其他经营现金流	17	25	13	8	4
投资活动现金流	-213	-263	-177	-150	-175
资本支出	149	309	181	154	179
长期投资	-57	26	0	0	0
其他投资现金流	-6	20	4	5	4
筹资活动现金流	109	198	-28	-56	-62
短期借款	46	47	146	47	69
长期借款	88	46	-11	-23	-28
普通股增加	1	8	0	0	0
资本公积增加	6	97	0	0	0
其他筹资现金流	-32	-1	-162	-79	-103
现金净增加额	-101	-85	-189	-1	-20

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	342	351	347	505	716
营业成本	222	224	248	357	501
营业税金及附加	2	4	3	4	6
销售费用	5	10	16	18	15
管理费用	41	42	35	38	47
研发费用	14	14	11	14	18
财务费用	-2	4	13	18	19
资产和信用减值损失	-17	-26	-14	-8	-5
其他收益	2	4	3	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	2	3	4	4
资产处置收益	1	-0.004	1	1	0
营业利润	51	34	16	55	112
营业外收入	0	0	2	2	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	50	34	18	56	113
所得税	11	4	3	8	17
净利润	39	30	15	47	96
少数股东损益	13	3	2	7	18
归属母公司净利润	26	27	13	40	78
EBITDA	81	73	79	136	209
EPS (元/股)	0.26	0.27	0.13	0.40	0.77

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-10.5	2.6	-1.3	45.6	41.9
营业利润 (%)	-41.0	-32.3	-54.2	247.9	104.7
归属母公司净利润 (%)	-65.7	4.0	-53.2	216.3	95.1
获利能力					
毛利率 (%)	35.2	36.2	28.6	29.2	30.0
净利率 (%)	11.5	8.4	4.3	9.4	13.4
ROE (%)	4.7	3.1	1.6	4.8	9.0
ROIC (%)	4.0	2.7	1.9	4.5	7.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.6	40.5	41.1	50.9	49.1
净负债比率 (%)	-10.7	10.1	28.8	25.8	23.2
流动比率	2.8	1.5	1.2	1.1	1.0
速动比率	2.5	1.2	1.0	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5
应付账款周转率	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.27	0.13	0.40	0.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.03	-0.19	0.15	2.03	2.15
每股净资产 (最新摊薄)	7.69	8.91	8.98	9.21	9.83
估值比率					
P/E	54.1	52.0	111.1	35.1	18.0
P/B	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.4	20.1	20.7	12.0	7.9

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686