

路德环境 (688156)

2024 年报&2025 一季报点评：生物发酵饲料销量稳步增长，现金流大幅改善

2025 年 04 月 20 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

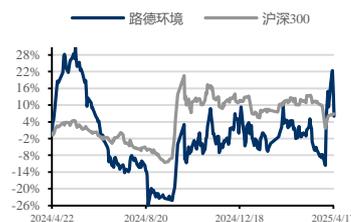
买入 (维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	351.08	277.62	423.67	587.88	811.75
同比 (%)	2.63	(20.92)	52.61	38.76	38.08
归母净利润 (百万元)	26.97	(56.55)	17.32	35.28	74.50
同比 (%)	4.02	(309.69)	130.62	103.71	111.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.27	(0.56)	0.17	0.35	0.74
P/E (现价&最新摊薄)	57.70	(27.52)	89.85	44.11	20.89

投资要点

- **事件**：2024 年公司营收 2.78 亿元 (同比-20.92%，下同)，归母净利润-0.57 亿元 (-309.69%)；2025Q1 公司营收 0.63 亿元 (-7.18%)，归母净利润 0.01 亿元 (-77.89%)。
- **2024 年生物发酵饲料收入占比提至 78%，主动缩减环保工程类业务。** 2024 年公司销售毛利率 21.93% (-14.32pct)，期间费用率 37.52% (+17.87pct)，其中销售费用率 7.22% (+4.49pct)，主要系公司大力拓展销售渠道，引进营销人才；财务费用率 3.50% (+2.43pct)，主要系原料储备增加流动资金借款，以及项目陆续投产贷款利息费用化导致财务费用增长。随着产能爬坡和收入规模提升，预计费用率具备较大下行空间。分业务来看，**1) 酒糟饲料**：营收 2.17 亿元 (+10.19%)，收入占比 78.11% (+22.06pct)，毛利率 22.04% (-7.76pct)，主要受国内大宗饲料原料价格持续下跌等因素影响，公司产品价格有所下调，同时 2023 年储备酒糟原料采购单价偏高，产品成本受到上期存量原料的影响，并未随产品销售单价同步下降。**2) 河湖淤泥**：营收 0.10 亿元 (-88.41%)，毛利率 -8.55% (-49.67pct)，公司积极清收历史应收账款，主动放弃承接回款预期较长的环保工程类新项目，新增订单量减少。**3) 工程泥浆**：营收 0.31 亿元 (-43.66%)，毛利率-0.98% (-44.21pct)，主要系受建筑工程开工减少影响，公司工程泥浆处理服务业务收纳、处置的泥浆量大幅减少。**4) 环保技术装备及其他**：营收 0.02 亿元，毛利率-15.31%。
- **酒糟饲料销量稳步增长，2025Q1 销售单价环比抬升。** 在养殖业经营承压、以豆粕为主大宗饲料原料价格下行背景下，公司呈现较强的发展韧性。2024 年公司白酒糟生物发酵饲料产量 11.56 万吨 (+14.02%)，销量 11.26 万吨 (+20.75%)，销售均价 1926 元/吨 (-8.74%)，直销比例 30.33% (+3.06pct)。2024 年底金沙路德产能逐步爬坡，24Q4 遵义路德、亳州路德、永乐路德项目建成投运，截至 2024 年底，公司生物发酵饲料业务已公告规划产能 70 万吨/年 (对应白酒糟年处理量达 184 万吨)，其中已投运产能 47 万吨/年，在建产能 14 万吨。2025Q1 公司白酒糟生物发酵饲料业务营收 4,661.47 万元 (-7.38%)，销量 2.75 万吨 (+12.16%)，单价 1695 元/吨，同比-17.48%，环比+10.69%。
- **2024 年经营性现金流净额大增，加强存款欠款清收。** 2024 年公司经营性现金流净额 0.53 亿元 (+379.41%)，主要系酒糟饲料业务收入占比提升，账期相较于无机固废业务大幅缩短。受宏观经济环境影响，无机固废业务付款延迟，2024 年公司计提信用减值损失 0.28 亿元，同增 715 万元，侵蚀利润。公司积极采取措施对历史欠款进行清收，2024 年 2 年以上账龄清欠金额 4953 万元，减少计提信用减值损失 2822 万元。
- **盈利预测与投资评级**：考虑下游景气度、客户拓展及产能爬坡等因素，我们将 2025-2026 年归母净利润从 1.37/2.23 亿元下调至 0.17/0.35 亿元，预计 2027 年归母净利润为 0.74 亿元。酒糟饲料可部分替代豆粕、玉米，对保障粮食安全具有重要战略意义，公司作为行业龙头，产能逐步扩大，提升远期盈利空间，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.39
一年最低/最高价	9.97/17.85
市净率(倍)	1.73
流通 A 股市值(百万元)	1,449.28
总市值(百万元)	1,449.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.30
资产负债率(% LF)	47.33
总股本(百万股)	100.71
流通 A 股(百万股)	100.71

相关研究

- 《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》  
2024-05-01
- 《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

路德环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>656</b>	<b>620</b>	<b>686</b>	<b>809</b>	<b>营业总收入</b>	<b>278</b>	<b>424</b>	<b>588</b>	<b>812</b>
货币资金及交易性金融资产	226	152	185	277	营业成本(含金融类)	217	291	408	555
经营性应收款项	221	229	237	252	税金及附加	4	4	6	8
存货	113	119	134	144	销售费用	20	12	17	24
合同资产	1	2	2	2	管理费用	55	55	71	89
其他流动资产	96	118	129	134	研发费用	20	14	17	20
<b>非流动资产</b>	<b>1,069</b>	<b>1,169</b>	<b>1,167</b>	<b>1,143</b>	财务费用	10	11	12	13
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	5	6	9
固定资产及使用权资产	854	966	971	951	投资净收益	1	1	1	2
在建工程	27	16	11	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	132	130	128	126	减值损失	(35)	(20)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	8	9	10	<b>营业利润</b>	<b>(79)</b>	<b>22</b>	<b>45</b>	<b>94</b>
其他非流动资产	49	49	49	49	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,725</b>	<b>1,789</b>	<b>1,853</b>	<b>1,952</b>	<b>利润总额</b>	<b>(79)</b>	<b>22</b>	<b>45</b>	<b>94</b>
<b>流动负债</b>	<b>540</b>	<b>570</b>	<b>585</b>	<b>593</b>	减:所得税	(12)	3	6	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	264	264	264	264	<b>净利润</b>	<b>(67)</b>	<b>19</b>	<b>39</b>	<b>82</b>
经营性应付款项	221	240	252	258	减:少数股东损益	(10)	2	3	7
合同负债	12	13	12	12	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(57)</b>	<b>17</b>	<b>35</b>	<b>74</b>
其他流动负债	45	53	58	59	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.56)	0.17	0.35	0.74
非流动负债	312	327	337	347	EBIT	(65)	47	69	116
长期借款	238	253	263	273	EBITDA	(18)	104	128	177
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.93	31.42	30.55	31.67
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(20.37)	4.09	6.00	9.18
其他非流动负债	74	74	74	74	收入增长率(%)	(20.92)	52.61	38.76	38.08
<b>负债合计</b>	<b>853</b>	<b>897</b>	<b>922</b>	<b>940</b>	归母净利润增长率(%)	(309.69)	130.62	103.71	111.17
归属母公司股东权益	834	852	887	961					
少数股东权益	39	40	44	51					
<b>所有者权益合计</b>	<b>873</b>	<b>892</b>	<b>931</b>	<b>1,013</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,725</b>	<b>1,789</b>	<b>1,853</b>	<b>1,952</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	53	81	93	132	每股净资产(元)	8.28	8.46	8.81	9.55
投资活动现金流	(246)	(166)	(66)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	240	1	(4)	(5)	ROIC(%)	(4.23)	2.95	4.19	6.70
现金净增加额	47	(84)	23	82	ROE-摊薄(%)	(6.78)	2.03	3.98	7.75
折旧和摊销	47	57	59	61	资产负债率(%)	49.41	50.14	49.78	48.14
资本开支	(334)	(156)	(56)	(36)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(27.52)	89.85	44.11	20.89
营运资本变动	45	(28)	(38)	(43)	P/B(现价)	1.86	1.83	1.75	1.62

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>