

路德环境（688156.SH）

酒糟饲料销量稳增，短期盈利受扰动，长期产能具备支撑

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	351	278	390	534	722
增长率 yoy（%）	2.6	-20.9	40.4	37.0	35.2
归母净利润（百万元）	27	-57	1	27	61
增长率 yoy（%）	4.0	-309.7	101.0	4574.1	125.2
ROE（%）	3.1	-7.7	0.1	3.6	7.5
EPS 最新摊薄（元）	0.27	-0.56	0.01	0.27	0.60
P/E（倍）	59.1	-28.2	2754.8	58.9	26.2
P/B（倍）	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8

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 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告。24 年全年公司实现营收 2.78 亿元，同比-20.92%；实现归母净利润-0.57 亿元，同比-309.69%；扣非归母净利润-0.6 亿元，同比-391.60%。25Q1 公司实现营收 0.63 亿元，同比-7.18%；归母净利润 125 万元，同比-77.89%；扣非归母净利润 72 万元，同比-85.75%。

持续转型核心业务稳健，酒糟饲料销量具备韧性，行业需求低迷公司主动调整价格；费用前置投入、信用减值损失致盈利承压。

2024 年公司生物发酵饲料业务实现收入 2.2 亿元，同比增长 10.19%，销量 11.26 万吨，较上年同期增长 20.74%，销售均价有所承压，24 年饲料业务营收占比 78.11%，同比提升 22.06 个百分点；无机固废处理服务业务实现收入 0.4 亿元，同比下降 71.52%，主要系公司主动放弃承接回款预期较长的新项目。2025Q1 公司白酒糟生物发酵饲料业务收入 0.5 亿元，较上年同期下降 7.38%，实现产品销量 2.75 万吨，同比增长 12.16%，基于公司扩张性的销售策略，产品价格有所下调；无机固废处理服务业务实现营业收入 0.13 亿元，较上年同期上升 22.35%，主要系无机固废处理服务上年同期开工率低，本报告期有所恢复。

盈利能力上，24 年公司毛利率 21.9%，同比下降 14.3pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别提升 4.5、7.7、3.2、2.4pct，期间费用率增加主要是销售渠道拓展、扩张饲料厂的管理人员及办公楼折旧、原料储备增加借款等因素影响，叠加信用减值损失 2828 万元，24 年公司净利润亏损 6700 万元。25Q1 公司毛利率持续承压，同比下滑 13.8pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别变动-0.1、7.2、-1.3、4.8pct，期间费用率维持高位，未来随着产能爬坡、新收购低价原料投入使用、优化资金来源等方式，盈利能力有望修复。

产能规划具备支撑，探索战投模式减轻资金压力。

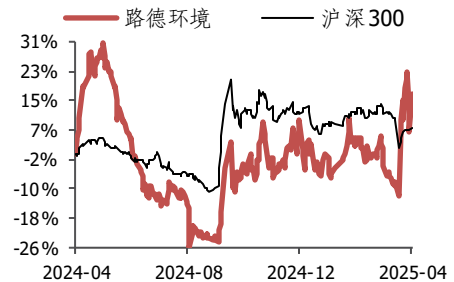
产能方面，24Q4 遵义路德、亳州路德、永乐路德三座新建工厂有序建成投产，截至 24 年末公司生物发酵饲料已有五座工厂建成投产，产能达 47 万吨/年，公司已公告规划产能合计 70 万吨/年。

增持（维持评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 4 月 21 日收盘价（元）	15.83
总市值（百万元）	1,594.31
流通市值（百万元）	1,594.31
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）	36.79

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

- 《子公司增资扩股，产能建设有序推进》2025-01-06
- 《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

资金方面，24年子公司遵义路德、金沙路德顺利引入具有产业协同效应的国资战略投资者，进一步优化了资本结构与债务配置，显著提升了财务稳健性。依托国资平台在区域内广泛的资源网络与强大影响力，子公司深入挖掘本地及周边市场潜力，积极拓展与大型养殖集团的合作，进一步筑牢核心主业根基。

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，同时公司探索战投模式引入国资减轻资金压力；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 25-27 年公司营收分别为 3.9、5.3、7.2 亿元，EPS 分别为 0.01、0.27、0.60 元，当前股价对应 26-27 年估值分别为 59、26 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。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	765	656	658	744	792
现金	199	226	263	326	255
应收票据及应收账款	270	211	179	144	236
其他应收款	40	46	14	57	28
预付账款	41	7	60	32	93
存货	94	113	86	130	123
其他流动资产	121	54	55	55	57
非流动资产	824	1069	1168	1234	1309
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	401	854	891	910	947
无形资产	134	132	150	171	191
其他非流动资产	289	83	127	152	171
资产总计	1589	1725	1826	1978	2100
流动负债	505	540	526	639	689
短期借款	127	173	120	120	120
应付票据及应付账款	290	221	244	338	336
其他流动负债	88	147	162	181	233
非流动负债	139	312	423	440	447
长期借款	133	238	349	366	373
其他非流动负债	5	74	74	74	74
负债合计	643	853	948	1079	1136
少数股东权益	49	39	39	43	54
股本	101	101	101	101	101
资本公积	574	573	573	573	573
留存收益	222	161	161	187	248
归属母公司股东权益	897	834	839	855	910
负债和股东权益	1589	1725	1826	1978	2100

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-19	53	169	193	80
净利润	30	-67	1	32	72
折旧摊销	35	47	78	86	93
财务费用	4	10	16	15	15
投资损失	-2	-1	-5	-3	-3
营运资金变动	-111	45	73	61	-101
其他经营现金流	25	19	7	3	4
投资活动现金流	-263	-246	-171	-148	-165
资本支出	309	337	177	152	168
长期投资	26	89	0	0	0
其他投资现金流	20	2	5	4	3
筹资活动现金流	198	240	39	17	15
短期借款	47	46	-53	0	0
长期借款	46	105	111	17	7
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	97	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1	90	-19	0	8
现金净增加额	-85	47	37	63	-70

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	351	278	390	534	722
营业成本	224	217	279	378	506
营业税金及附加	4	4	4	6	8
销售费用	10	20	21	24	25
管理费用	42	55	55	56	58
研发费用	14	20	17	21	27
财务费用	4	10	16	15	15
资产和信用减值损失	-26	-35	-8	-3	-4
其他收益	4	3	4	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	5	3	3
资产处置收益	-0.004	-0.360	0.4	0.2	0.1
营业利润	34	-79	0	38	84
营业外收入	0	1	1	0	1
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	34	-79	1	37	84
所得税	4	-12	0	6	13
净利润	30	-67	1	32	72
少数股东损益	3	-10	0	4.8	11
归属母公司净利润	27	-57	1	27	61
EBITDA	73	-22	94	138	192
EPS (元/股)	0.27	-0.56	0.01	0.27	0.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	2.6	-20.9	40.4	37.0	35.2
营业利润 (%)	-32.3	-330.3	100.2	19901.4	124.2
归属母公司净利润 (%)	4.0	-309.7	101.0	4574.1	125.2
获利能力					
毛利率 (%)	36.2	21.9	28.5	29.2	30.0
净利率 (%)	8.4	-24.1	0.2	6.0	9.9
ROE (%)	3.1	-7.7	0.1	3.6	7.5
ROIC (%)	2.7	-4.2	0.9	2.9	5.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.5	49.4	51.9	54.6	54.1
净负债比率 (%)	10.1	40.1	42.1	38.9	47.4
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	1.3	1.2	2.1	3.5	4.0
应付账款周转率	1.2	0.9	1.3	1.5	1.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	-0.56	0.01	0.27	0.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.19	0.53	1.68	1.92	0.79
每股净资产 (最新摊薄)	8.91	8.28	8.29	8.45	8.99
估值比率					
P/E	59.1	-28.2	2754.8	58.9	26.2
P/B	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	22.7	-90.7	21.3	14.4	11.0

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