公司点评

路德环境(688156.SH)

环保 | 环境治理

底部改善迹象已现，期待销售提速

2025 年 04 月 23 日

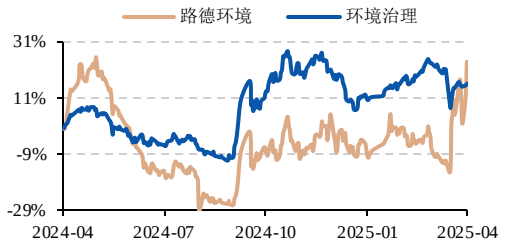
评级 增持

评级变动 维持

交易数据

当前价格（元）	16.83
52 周价格区间（元）	10.04-17.80
总市值（百万）	1695.02
流通市值（百万）	1695.02
总股本（万股）	10071.42
流通股（万股）	10071.42

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
路德环境	28.08	31.79	24.02
环境治理	-5.96	5.16	15.70

黄静 分析师

执业证书编号:S0530524020001

huangjing48@hnchasing.com

相关报告

1 路德环境（688156.SH）：新产能投放期，中期业绩可期 2025-01-03

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（亿元）	3.51	2.78	4.41	6.37	7.60
归母净利润（亿元）	0.27	-0.57	-0.22	0.21	0.49
每股收益（元）	0.27	-0.56	-0.22	0.21	0.48
每股净资产（元）	8.91	8.28	8.06	8.24	8.65
P/E	62.85	-29.97	-75.71	79.50	34.73
P/B	1.89	2.03	2.09	2.04	1.94

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，改善迹象已现。**2024 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%；其中，单 Q4，公司实现营收 0.56 亿元，同比-53.50%；归母净利润-0.53 亿元，由盈转亏。2025Q1，公司实现营收 0.63 亿元，同比-7.18%，环比+13.59%；实现归母净利润 0.01 亿元，同比-77.89%，环比扭亏。

- **白酒糟生物发酵饲料业务产能持续扩张，主动缩减无机固废处理服务业务。**2024 年，公司白酒糟生物发酵饲料收入为 2.17 亿元，同比增长 10.19%，营收占比提升 22.06 个百分点至 78.11%；无机固废处理服务业务收入为 0.41 亿元，占营收的 14.84%。当前，公司已有五座生物发酵饲料工厂建成投产，产能达 47 万吨/年，公司已公告规划产能合计 70 万吨/年，白酒糟处理量达 184 万吨/年。2025Q1，白酒糟生物发酵饲料收入为 0.47 亿元，同比下降 7.38%，营收占比为 77.77%，主要因产品价格有所下调；无机固废处理服务业务收入为 0.13 亿元，同比增长 22.35%，开工率有所恢复。

- **白酒糟生物发酵饲料业务销售已有一定进展，月销呈缓步上行态势，25Q1 均价环比提升 10.66%。**24A/24Q4/25Q1，发酵饲料销量分别为 11.26/3.15/2.75 万吨，分别同比+20.68%/+15.12%/+12.16%；收入分别为 2.17/0.48/0.47 亿元，分别同比+10.19%/-15.89%/-7.38%；对应的单价分别为 1926/1532/1695 元/吨，分别同比-8.69%/-26.94%/-17.48%。自 24Q4 起，公司产品有比较明显降价，主要原因在于：1）下游养殖行业低迷，且替代品豆粕价格大幅下降，故公司针对主要客户有一定的让利保量行为，产品降价幅度低于豆粕价格下降幅度。2）去年新一批酱酒酒糟平均采购价格有较明显下降，给公司产品带来一定的让利空间。从客户拓展层面来看，2024 年公司根据下游的发展情况，适当增加家禽、家猪养殖集团客户占比，成功新增山西锦绣大象集团、新希望猪产业、海大益豚等大型养殖集团客户。后续，公司有望通过产品分类升级和客户深度需求挖掘，逐步构建起功能完备的生物饲料产

品矩阵，进一步打开销售局面，期待未来新落地客户带来的增量。

- **业务结构变化和饲料业务价格下降，毛利率大幅下降，饲料业务拓展加大费用投入，致盈利能力承压。**24A/24Q4/25Q1 的毛利率分别为 21.93%/-12.02%/16.94%，分别同比-14.32/-51.44/-13.84pct；净利率分别为-24.13%/-106.33%/0.34%，分别同比-32.57/-107.10/-5.65pct。费用端，因业务拓展，人力成本增加，新办公楼折旧费用增加，叠加收入下滑，费用率显著升高。24A/24Q4/25Q1 的期间费用率分别为 60.44%/64.20%/39.59%，分别同比+40.78/+46.35/+10.61pct。针对应收账款部分，2024 年计提信用减值损失 2828 万元。公司积极加强应收账款催收，2025 年一季度冲回 911 万元。

- **往后看，公司最艰难的时候或已经过去，随着下游景气度回升，新客户持续拓展，期待生物发酵饲料业务销售取得显著进步。**未来，公司的主要催化剂有：1）替代品豆粕价格因中美关税问题导致较大幅度上涨，从而带动公司产品涨价，而公司成本端因原材料囤积大幅下降，公司盈利能力有望改善。2）下游反刍等行业景气度回升，公司产品销售有望获得较大进展。当前，牛肉价格已有所回升，原奶价格底部有企稳迹象。因公司 2024 年新投产的 3 个工厂仍在爬坡期，带来的折旧摊销或侵蚀短期业绩，建议更多关注收入端的变化。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 4.41/6.37/7.60 亿元，分别同比增长 58.69%/44.54%/19.36%；归母净利润分别为 -0.22/0.21/0.49 亿元，分别同比增长 60.41%/195.23%/128.92%；当前股价对应的 PE 分别为-76/80/35 倍，PB 分别为 2.09/2.04/1.94 倍。考虑到公司底部改善迹象已现，期待后续销售提速，维持“增持”评级。

- **风险提示：下游景气度持续低迷；豆粕价格下行；新客户拓展不顺利等风险。**

报表预测（单位：百万元）					
利润表	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
营业收入	351.08	277.62	440.56	636.78	760.04
减：营业成本	223.82	216.74	321.30	431.58	497.24
营业税金及附加	3.66	4.47	4.87	7.04	8.40
营业费用	9.59	20.03	32.16	41.39	46.36
管理费用	42.00	54.65	57.27	66.86	72.20
研发费用	13.65	19.76	22.03	26.74	30.40
财务费用	3.76	9.73	22.03	28.66	30.40
减值损失	-25.92	-34.84	-15.00	-10.00	-10.00
加：投资收益	2.20	0.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	30.89	-81.93	-34.10	24.51	65.03
加：其他非经营损益	2.96	3.13	5.00	5.00	5.00
利润总额	33.85	-78.80	-29.10	29.51	70.03
减：所得税	4.23	-11.80	0.75	4.43	10.50
净利润	29.63	-67.00	-29.85	25.08	59.52
减：少数股东损益	2.66	-10.45	-7.46	3.76	10.71
归属母公司股东净利润	26.97	-56.55	-22.39	21.32	48.81
资产负债表	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
货币资金	199.23	225.77	198.25	286.55	342.02
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	351.86	263.71	240.97	235.42	228.46
其他应收款（合计）	40.36	46.11	42.00	55.96	39.04
存货	93.52	112.82	144.22	201.04	196.76
其他流动资产	31.30	53.85	53.85	53.85	53.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	4.75	3.26	1.77	0.27
固定资产和在建工程	635.89	881.48	889.02	894.91	875.45
无形资产和开发支出	134.03	132.06	146.63	160.54	171.84
其他非流动资产	54.06	50.97	846.32	790.33	801.90
资产总计	1589.43	1725.40	1723.68	1878.04	1912.63
短期借款	127.10	172.75	194.77	256.48	294.20
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	326.60	249.24	271.21	341.98	342.16
长期借款	133.44	238.46	222.60	222.60	167.08
其他负债	183.30	364.83	386.85	448.56	486.28
负债合计	643.35	852.53	880.66	1013.13	995.52
股本	100.71	100.71	100.71	100.71	100.71
资本公积	573.95	573.01	573.01	573.01	573.01
留存收益	222.23	160.64	138.25	156.37	197.86
归属母公司股东权益	896.89	834.37	811.98	830.10	871.59
少数股东权益	49.19	38.51	31.04	34.80	45.52
股东权益合计	946.08	872.87	843.02	864.91	917.11
负债和股东权益合计	1589.43	1725.40	1723.68	1878.04	1912.63
现金流量表	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
经营性现金净流量	-19.13	53.45	104.10	174.20	204.74
投资性现金净流量	-263.30	-246.38	-115.75	-115.75	-93.75
筹资性现金净流量	197.64	239.80	-15.86	29.85	-55.52
现金流量净额	-84.79	46.87	-27.52	88.30	55.47

财务和估值数据摘要					
主要指标	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
营业收入	351.08	277.62	440.56	636.78	760.04
增长率(%)	2.63%	-20.92%	58.69%	44.54%	19.36%
归属母公司股东净利润	26.97	-56.55	-22.39	21.32	48.81
增长率(%)	4.02%	-309.69%	60.41%	195.23%	128.92%
每股收益(EPS)	0.27	-0.56	-0.22	0.21	0.48
每股股利(DPS)	0.05	0.00	0.00	0.03	0.07
每股经营现金流	-0.19	0.53	1.03	1.73	2.03
销售毛利率	0.36	0.22	0.27	0.32	0.35
销售净利率	0.08	-0.24	-0.07	0.04	0.08
净资产收益率(ROE)	0.03	-0.07	-0.03	0.03	0.06
投入资本回报率(ROIC)	0.04	-0.06	-0.01	0.04	0.06
市盈率(P/E)	62.85	-29.97	-75.71	79.50	34.73
市净率(P/B)	1.89	2.03	2.09	2.04	1.94
股息率(分红/股价)	0.30%	0.00%	0.00%	0.19%	0.43%
主要财务指标	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
收益率					
毛利率	36.25%	21.93%	27.07%	32.23%	34.58%
三费/销售收入	18.59%	34.04%	25.31%	21.21%	19.61%
EBIT/销售收入	10.72%	-24.88%	-1.61%	9.13%	13.21%
EBITDA/销售收入	20.77%	-7.81%	18.34%	24.09%	26.06%
销售净利率	8.44%	-24.13%	-6.78%	3.94%	7.83%
资产获利率					
ROE	3.01%	-6.78%	-2.76%	2.57%	5.60%
ROA	2.37%	-4.00%	-0.41%	3.10%	5.25%
ROIC	3.89%	-5.71%	-1.30%	3.59%	6.04%
资本结构					
资产负债率	40.48%	49.41%	51.09%	53.95%	52.05%
投资资本/总资产	67.69%	68.58%	73.12%	71.56%	72.07%
带息债务/总负债	40.50%	48.23%	47.39%	47.29%	46.34%
流动比率	151.63%	121.43%	109.06%	108.37%	108.79%
速动比率	126.90%	90.58%	75.16%	72.82%	75.59%
股利支付率	18.67%	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%
收益留存率	81.33%	100.00%	100.00%	85.00%	85.00%
资产管理效率					
总资产周转率	0.22	0.16	0.26	0.34	0.40
固定资产周转率	0.88	0.32	0.50	0.71	0.87
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	1.30	1.32	2.32	3.89	4.37
估值指标	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
EBIT	37.62	-69.07	-7.07	58.16	100.43
EBITDA	72.90	-21.67	80.80	153.37	198.07
NOPLAT	30.28	-61.39	-15.38	45.19	81.11
归母净利润	26.97	-56.55	-22.39	21.32	48.81
EPS	0.27	-0.56	-0.22	0.21	0.48
BPS	8.91	8.28	8.06	8.24	8.65
PE	62.85	-29.97	-75.71	79.50	34.73
PEG	-8.34	0.15	—	—	2693.76
PB	1.89	2.03	2.09	2.04	1.94
PS	4.83	6.11	3.85	2.66	2.23
PCF	-88.62	31.71	16.28	9.73	8.28

资料来源：Wind，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438