

路德环境(688156)

报告日期: 2025 年 06 月 15 日

饲料业务仍显韧性，关注需求回暖拐点

——路德环境更新报告

投资要点

- **事件:** 24 全年公司实现营业收入 2.78 亿元 (-20.92%); 归母净利润-0.57 亿元 (23 年为 0.27 亿元); 扣非归母净利润-0.60 亿元 (23 年为 0.20 亿元)。24Q4 公司实现营业收入 0.56 亿元 (-53.50%); 归母净利润-0.53 亿元 (23Q4 为 0.01 亿元); 扣非归母净利润-0.54 亿元 (23Q4 为 -0.01 亿元)。25Q1 公司实现营业收入 0.63 亿元 (-7.18%); 归母净利润 0.01 亿元 (-77.89%); 扣非归母净利润 0.01 亿元 (-85.75%)。

4 月 29 日，农业农村部办公厅印发了《养殖业节粮行动实施方案》。

近日，公司组织召开了股东大会及业绩交流会，董事长季总就近期的销售情况做了深入分享。

- **饲料业务销量增长、价格下调，期待下游需求回暖后产能释放**

①白酒糟生物发酵饲料: 24 年实现营业收入 2.17 亿元 (+10.19%)，实现销量 11.26 万吨 (+20.74%)、吨价 1926 元/吨 (-8.74%); 24Q4 实现营业收入 0.48 亿元 (-15.90%)，实现销量 3.15 万吨 (+15.56%)、吨价 1532 元/吨 (-27.22%); 25Q1 实现营业收入 0.47 亿元 (-7.38%)，实现销量 2.75 万吨 (+12.24%)、吨价 1695 元/吨 (-17.48%)。24 年生物发酵饲料业务的收入占比提升 22.06pcts 至 78.11%; 基于公司扩张性的销售策略，公司白酒糟生物发酵饲料产品价格有所下调。

截至 2024 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，白酒糟处理量达 184 万吨/年，伴随下游需求端回暖、豆粕价格上行，叠加 4 月 29 日农业农村部印发《养殖业节粮行动实施方案》，持续推进饲料粮减量替代，我们预计 25 年起公司的产能有望逐步释放。

据业绩说明会报道，目前大客户拓展按计划推进中，截至 2025 年 5 月末，公司新增已完成意向沟通环节并进入后续环节的大客户（部分大客户分区域或业务板块进行采购管理，公司针对其进行市场开发时亦针对其采购管理单元进行开发，故部分大客户存在不同区域或业务板块）共 13 家，其中 9 家已完成全部采购前序环节并每月稳定提货，月提货量合计约 4,200 吨，公司正积极沟通促进相关客户提高添加比例及扩大养殖工厂应用范围；另有 4 家已进入产品评估、试验、联合市场推广阶段。

②无机固废处理服务: 24 年实现收入 0.41 亿元 (-71.52%)，其中包括河湖淤泥处理服务实现收入 0.10 亿元 (-88.41%)、工程泥浆处理服务实现收入 0.31 亿元 (-43.66%); 24Q4 实现收入 0.06 亿元 (-90.44%)，25Q1 实现收入 0.13 亿元 (+22.35%)。当前公司主动调整业务结构，未来将环保业务规模控制在总业务量的 1/4-1/3。

此外，2023 年公司在连云港市落地首个碱渣治理与综合利用产业项目，合同金额约 6 亿元，项目前期小规模开工，后因技术问题暂停，2025 年 3 月，中核生态环境有限公司董事长莅临路德环境调研，深入探讨了碱渣治理产业新路径，双方达成共识，将推动项目建设加码加速，加快形成产业效益，预计该项目 2025 年 6 月将正式启动开工。

③合成生物业务: 公司近年来积极布局合成生物业务，董事长将其称为公司的“第三条增长曲线”，公司正积极推进合成生物学、酶工程及微反应技术等创新领域。通过人工智能驱动的酶分子理性设计平台，实现了关键酶的智能化定向进化。该技术体系已成功构建“AI 酶设计-绿色工艺开发-废弃物高值转化”的闭环产业链。

- **华北区域表现较优，白酒糟生物发酵饲料业务直销比例提升**

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

执业证书号: S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家祯

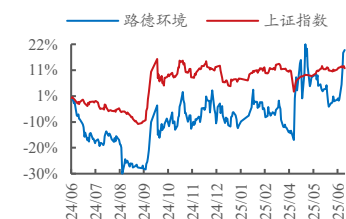
执业证书号: S1230523080001

zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.16
总市值(百万元)	1,728.25
总股本(百万股)	100.71

股票走势图



相关报告

- 1 《生物制造风起，产销两端发力》 2024.07.02
- 2 《饲料业务量增价稳，关注四季度放量情况》 2023.11.13
- 3 《河湖淤泥业务承压，关注 23H2 有机&无机业务放量》 2023.08.03

①分区域：24年华东、华北、华中、西南、华南、西北、东北地区实现营收0.38亿元（-66.53%）、1.33亿元（+56.78%）、0.29亿元（-54.51%）、0.26亿元（-35.21%）、0.31亿元（-12.07%）、0.02亿元（+22.34%）、0.002亿元（-5.14%）。华北区域收入显著增长主要系公司积极拓展销售渠道，且白酒糟生物发酵饲料的大型饲料加工企业与养殖企业客户主要分布在上述区域；华东等区域收入下滑主要系河湖淤泥处理业务和工程泥浆处理业务收入大幅减少+白酒糟生物发酵饲料销量区域性变动影响。

②分渠道：24年经销/直销实现收入1.53/1.07亿元，同比变动+6.86%/-45.92%，24年经销收入占比提升16.86pct至58.78%，其中白酒糟生物发酵饲料业务的直销比例从23年度的27.27%提升至24年的30.33%。

□ 盈利能力受原料成本+摊销成本影响显著，费用率阶段性承压

①盈利能力：24年公司毛利率/净利率较上年同期-14.32/-32.57个百分点至21.93%/-24.13%，25Q1公司毛利率/净利率较上年同期-13.84/-5.65个百分点至16.94%/0.34%。25Q1毛利率下行主要系受高价存量原料的影响，25Q1核算的原材料成本较高，加之新投产工厂的各类成本摊销较高，白酒糟生物发酵饲料业务的毛利率有所下降+办公楼、原料堆场等房屋建筑物的折旧摊销等管理成本有所上升，我们预计伴随低价原料使用+价格回升毛利率有望恢复。

②费用率：24年公司销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比变动+4.49/+10.95/+2.43pct至7.22%/26.80%/3.50%，25Q1公司销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比变动-0.05/+5.87/+4.79pct至4.94%/27.13%/7.52%。24年销售费用率提升主要系公司加大白酒糟生物发酵饲料的销售投入、拓展销售渠道、大力引进专业营销人才、组建专业营销团队，销售服务费及销售人员开支增加所致；管理费用率提升主要系公司扩张白酒糟发酵饲料厂增设的管理人员及新办公楼的折旧费增加所致。

③现金流：24年经营性现金流为0.53亿元（23年为-0.19亿元），25Q1经营性现金流为0.09亿元（-72.10%）。

□ 盈利预测及估值

公司聚焦白酒糟饲料发酵业务，当前销量仍有韧性、价格阶段性下调，建议关注下游需求回暖+豆粕价格上行后公司产能释放进程及价格回升表现。由于下游需求较弱+公司主动出清无机业务，故下调盈利预测，预计2025-2027年收入增速为66.42%/59.05%/44.62%，归母净利润增速为107.20%/986.71%/94.14%，EPS为0.04/0.44/0.85，PE为424/39/20倍。由于今年公司饲料销量或迎显著增长，故维持买入评级。

□ 催化剂：白酒糟产能持续扩张、倍肽德产品提价、新品持续推出。

□ 风险提示：白酒糟生物发酵饲料业务竞争加剧；河湖淤泥及工程泥浆业务开展受阻。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	277.62	462.01	734.83	1062.74
(+/-) (%)	-20.92%	66.42%	59.05%	44.62%
归母净利润	-56.55	4.07	44.26	85.92
(+/-) (%)	-309.69%	107.20%	986.71%	94.14%
每股收益(元)	-0.56	0.04	0.44	0.85
P/E	/	424.36	39.05	20.11

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	656	949	1263	1707
现金	226	228	218	224
交易性金融资产	0	45	22	34
应收账款	211	370	587	860
其它应收款	46	57	99	151
预付账款	7	30	47	49
存货	113	165	236	336
其他	54	54	54	54
非流动资产	1069	1494	1895	2250
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	854	1248	1614	1953
无形资产	132	154	184	200
在建工程	27	29	30	31
其他	56	64	67	66
资产总计	1725	2443	3158	3957
流动负债	540	1305	1963	2655
短期借款	173	890	1334	1834
应付款项	221	310	498	666
预收账款	0	0	0	0
其他	147	104	132	154
非流动负债	312	266	274	284
长期借款	238	238	238	238
其他	74	27	35	45
负债合计	853	1570	2237	2939
少数股东权益	39	39	46	61
归属母公司股东权益	834	833	874	957
负债和股东权益	1725	2443	3158	3957

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	53	(85)	83	90
净利润	(67)	5	51	101
折旧摊销	47	73	99	127
财务费用	10	43	72	96
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	63	(136)	(53)	(115)
其它	1	(70)	(86)	(118)
投资活动现金流	(246)	(531)	(475)	(494)
资本支出	(246)	(463)	(463)	(463)
长期投资	(5)	3	(1)	(1)
其他	4	(72)	(12)	(31)
筹资活动现金流	240	619	382	410
短期借款	46	717	444	501
长期借款	105	0	0	0
其他	89	(99)	(62)	(90)
现金净增加额	47	2	(10)	6

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	278	462	735	1063
营业成本	217	317	454	646
营业税金及附加	4	5	8	12
营业费用	20	18	29	43
管理费用	55	51	73	96
研发费用	20	18	29	37
财务费用	10	43	72	96
资产减值损失	(7)	(7)	(13)	(20)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	3	2	3	3
营业利润	(79)	6	60	118
营业外收支	0	(0)	(0)	(0)
利润总额	(79)	6	59	118
所得税	(12)	1	8	17
净利润	(67)	5	51	101
少数股东损益	(10)	1	7	15
归属母公司净利润	(57)	4	44	86
EBITDA	(12)	122	231	341
EPS（最新摊薄）	(0.56)	0.04	0.44	0.85

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-20.92%	66.42%	59.05%	44.62%
营业利润	-330.31%	107.57%	892.79%	98.15%
归属母公司净利润	-309.69%	107.20%	986.71%	94.14%
获利能力				
毛利率	21.93%	31.48%	38.27%	39.25%
净利率	-24.13%	1.05%	6.96%	9.50%
ROE	-6.22%	0.47%	4.94%	8.86%
ROIC	-3.60%	2.06%	4.48%	5.85%
偿债能力				
资产负债率	49.41%	64.28%	70.85%	74.26%
净负债比率	58.88%	74.42%	72.67%	72.63%
流动比率	1.21	0.73	0.64	0.64
速动比率	1.01	0.60	0.52	0.52
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.22	0.26	0.30
应收账款周转率	1.19	1.68	1.63	1.59
应付账款周转率	0.92	1.31	1.23	1.21
每股指标(元)				
每股收益	-0.56	0.04	0.44	0.85
每股经营现金	0.53	-0.85	0.82	0.90
每股净资产	8.28	8.27	8.68	9.51
估值比率				
P/E	/	424.36	39.05	20.11
P/B	2.07	2.07	1.98	1.81
EV/EBITDA	-146.83	22.02	13.81	10.86

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>