

路德环境（688156.SH）

酒糟饲料产能利用率爬坡在即，2025 年毛利率有望回升

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	351	278	423	611	829
增长率 yoy（%）	2.6	-20.9	52.5	44.3	35.8
归母净利润（百万元）	27	-57	10	42	81
增长率 yoy（%）	4.0	-309.7	117.8	316.2	93.9
ROE（%）	3.1	-7.7	1.3	5.0	8.9
EPS 最新摊薄（元）	0.27	-0.56	0.10	0.42	0.81
P/E（倍）	59.8	-28.5	160.5	38.6	19.9
P/B（倍）	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：6 月 6 日，公司发布了《2024 年年度报告的信息披露监管问询函回复的核查意见》。经核查，持续督导机构认为：（1）公司已补充说明各白酒糟生物发酵饲料项目产能利用率、产销率、在手订单、建设进度、预计待投资金额、建设资金来源等。（2）固定资产投资、规划规模及增速与对应业务规模及增速不匹配，主要由于固定资产的建设投产具有整体性、一次性的特点，而白酒糟生物发酵饲料业务的产量/销量增长受市场开拓、客户验证等因素影响，需要一定时间才能逐步显现。上述说明与分析符合其实际情况，具有合理性。

酒糟业务毛利率有望回升，新产能利用率提升将摊薄固定成本。2024 年白酒糟生物发酵饲料业务毛利率为 22.04%（yoy-7.76pct），主要有 3 方面的原因：（1）下游景气度下行，国内大宗饲料原料价格持续下跌，销售单价下滑：2024 年白酒糟生物发酵饲料平均销售单价为 1925.97 元/吨（yoy-8.74%），下游需求较为低迷，国内大宗饲料原料价格下跌，白酒糟生物发酵饲料作为非常规原料的替代品，销售单价承压；（2）2024 年耗用的大部分是 2023 年存储的较高价酒糟，虽然 2024 年白酒糟生物发酵饲料单位直接材料成本为 637.04 元/吨，同比下降 48.83 元/吨，降幅 7.12%，但采购价格下降对直接材料成本的影响具有一定滞后性；（3）新产能投入下折旧摊销增加，华北、西北地区销售占比提升带动运费提升。公司单吨产品折旧摊销上升 28.65 元/吨，单吨产品运费同比上升 41.07 元/吨，2024 年遵义路德、永乐路德、亳州路德相继建成投产，固定资产折旧增加，叠加生产量较低，单位制造费用增加。展望 2025 年，随着产能爬坡、新收购低价原料投入使用，酒糟业务毛利率有望回升。

产能跃升、客户突破，2025 年边际向好趋势明显。2025 年产能预计 47 万吨，其中 30 万吨新建产能处于爬坡阶段，公司合作客户多为行业内上市公司，新建工厂产品需完成客户备案、试用、性能评估等标准化检验流程，参考金沙工厂的运营经验，整个认证周期通常为半年左右。2024 年公司新开拓了新希望猪产业线、大象农牧等头部客户，德康农牧、巨鲸、君乐宝、园丰、桂柳在试验和批量试用过程中，有望在 2025 年带来新增销量。

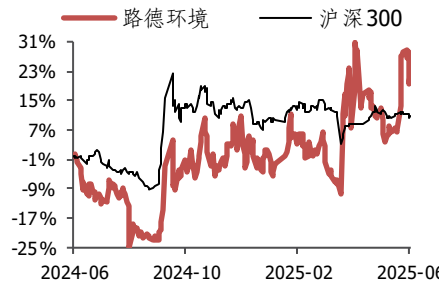
投资建议：随着酒糟发酵饲料业务持续扩产，公司调整销售策略并加强产品

增持（维持评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 6 月 20 日收盘价（元）	16.40
总市值（百万元）	1,651.71
流通市值（百万元）	1,651.71
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）	61.18

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 袁紫馨

执业证书编号：S1070524090004

邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《酒糟饲料销量稳增，短期盈利受扰动，长期产能具备支撑》2025-04-23
- 《子公司增资扩股，产能建设有序推进》2025-01-06

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。预计公司 2025-2027 年实现营收 4.23/6.11/8.29 亿元，分别同比增长 52%/44%/36%；实现归母净利润 0.1/0.42/0.81 亿元，分别同比增长 118%/316%/94%；对应 PE 估值分别为 160/39/20X，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	741	879	937
现金	199	226	290	421	322
应收票据及应收账款	270	211	213	158	279
其他应收款	40	46	19	62	35
预付账款	41	7	66	40	104
存货	94	113	98	143	140
其他流动资产	121	54	55	56	57
非流动资产	824	1069	1212	1311	1406
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	401	854	921	963	1017
无形资产	134	132	150	171	191
其他非流动资产	289	83	141	177	199
资产总计	1589	1725	1953	2190	2343
流动负债	505	540	572	712	771
短期借款	127	173	120	120	120
应付票据及应付账款	290	221	271	377	376
其他流动负债	88	147	181	215	275
非流动负债	139	312	492	547	553
长期借款	133	238	419	473	480
其他非流动负债	5	74	74	74	74
负债合计	643	853	1064	1259	1325
少数股东权益	49	39	40	44	53
股本	101	101	101	101	101
资本公积	574	573	573	573	573
留存收益	222	161	169	207	283
归属母公司股东权益	897	834	849	886	965
负债和股东权益	1589	1725	1953	2190	2343

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	157	245	67
净利润	30	-67	11	46	90
折旧摊销	35	47	79	90	98
财务费用	4	10	16	16	16
投资损失	-2	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	-111	45	45	91	-140
其他经营现金流	25	19	8	4	5
投资活动现金流	-263	-246	-218	-187	-191
资本支出	309	337	221	189	192
长期投资	26	89	0	0	0
其他投资现金流	20	2	3	2	2
筹资活动现金流	198	240	125	74	25
短期借款	47	46	-53	0	0
长期借款	46	105	180	55	6
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	-2	19	18
现金净增加额	-85	47	64	131	-99

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	351	278	423	611	829
营业成本	224	217	295	421	565
营业税金及附加	4	4	4	6	8
销售费用	10	20	17	21	21
管理费用	42	55	59	73	87
研发费用	14	20	17	21	29
财务费用	4	10	16	16	16
资产和信用减值损失	-26	-35	-8	-4	-5
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	3	2	2
资产处置收益	-0.004	-0.360	0.0	0.0	0.0
营业利润	34	-79	13	53	103
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	34	-79	13	53	104
所得税	4	-12	2	7	13
净利润	30	-67	11	46	90
少数股东损益	3	-10	1	5	9
归属母公司净利润	27	-57	10	42	81
EBITDA	73	-22	108	159	218
EPS (元/股)	0.27	-0.56	0.10	0.42	0.81

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	52.5	44.3	35.8
营业利润 (%)	-32.3	-330.3	116.1	318.6	93.9
归属母公司净利润 (%)	4.0	-309.7	117.8	316.2	93.9
获利能力					
毛利率 (%)	36.2	21.9	30.3	31.0	31.9
净利率 (%)	8.4	-24.1	2.6	7.6	10.9
ROE (%)	3.1	-7.7	1.3	5.0	8.9
ROIC (%)	2.7	-4.2	1.6	3.5	5.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.5	49.4	54.5	57.5	56.5
净负债比率 (%)	10.1	40.1	48.4	42.2	52.7
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.2	0.9	0.9	0.9	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	0.10	0.42	0.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.19	0.53	1.56	2.43	0.67
每股净资产 (最新摊薄)	8.91	8.28	8.38	8.75	9.52
估值比率					
P/E	59.8	-28.5	160.5	38.6	19.9
P/B	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	23.0	-91.6	19.3	12.9	10.1

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：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686