

公司研究 | 点评报告 | 路德环境（688156.SH）

路德环境 2025H1 业绩点评：生物发酵饲料量增价跌，客户覆盖持续拓展期待业绩提升

报告要点

路德环境 2025 上半年实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 1.08%，归母净利润亏损 0.13 亿元，去年同期为盈利 0.02 亿元；其中 Q2 单季度实现收入 0.84 亿元，同比增长 8.32%，归母净利润亏损 0.14 亿元，亏损同比扩大。生物发酵饲料量增价跌，收入略有提升，成本提升价格下降，综合毛利率同比下滑，生物发酵饲料业务快速发展，费用率大幅提升，客户覆盖拓展，期待业绩提升。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001
SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

SAC: S0490525070006

路德环境 (688156.SH)

路德环境 2025H1 业绩点评：生物发酵饲料量增价跌，客户覆盖持续拓展期待业绩提升

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

路德环境 2025 上半年实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 1.08%，归母净利润亏损 0.13 亿元，去年同期为盈利 0.02 亿元；其中 Q2 单季度实现收入 0.84 亿元，同比增长 8.32%，归母净利润亏损 0.14 亿元，亏损同比扩大。

事件评论

- **生物发酵饲料量增价跌，收入略有提升。2025 上半年收入结构来看：1) 白酒糟生物发酵饲料业务**实现产品销量 7.25 万吨，同比增长 42.68%，实现销售收入 1.10 亿元，同比小幅增长，销量增长主要是 2025 年上半年，新投产的亳州路德、遵义路德、永乐路德白酒糟生物发酵新厂在产能持续爬坡，7 月-8 月合计销量预计超过 3.5 万吨，预计下半年销量会进一步提。但国内大宗饲料原料价格低位运行，基于产能扩张提升销量的战略，为适应市场，公司相应调整了产品价格，上半年白酒糟生物发酵饲料平均单价 1513.8 元/吨；**2) 上半年工程泥浆业务**处理量较上年同期有所增长，**无机固废处理服务业务**实现销售收入 2,861.01 万元。
- **成本提升价格下降，综合毛利率同比下滑。**公司 2025 上半年综合毛利率为 18.9%，同比下降 15.1pct，其中白酒糟生物发酵饲料产品销售毛利率 10.2%，同比下降 14.6pct，对公司整体毛利率下降影响较大。2023 年白酒酒糟原料采购价格偏高，2024 年有所下调，2025 年吨成本有所下降，但上半年因亳州项目、遵义项目及永乐项目仍处于产能爬坡期，合计亏损超过 1400 万元，造成毛利率偏低，预计随着新客户开发和销量的提升将有所改善。
- **生物发酵饲料业务快速发展，费用率大幅提升。**上半年公司期间费用率提升 5.6pct 至 35.3%，其中：**1) 销售费用率**下滑 1.4pct 至 4.3%；**2) 管理费用率（含研发）**提升 3.3pct 至 24.7%，主要是公司新增部分管理人员，办公楼、原料堆场、厂房等房屋建筑物投入使用，导致人员开支和折旧摊销等管理费用较上年同期上升 18.42%，公司持续加大生物发酵业务的在研项目投入，研发费用较上年同期上升 9.52%；**3) 财务费用率**增长 3.8pct 至 6.4%，主要是新工厂固定资产贷款利息费用化导致财务费用较上年同期上升 153.16%。
- **客户覆盖持续拓展，期待业绩提升。**经过多年市场培育，公司产品以高性价比进入下游大型饲料加工企业与养殖企业的供应商目录，陆续进入了新希望集团、海大集团、现代牧业、君乐宝集团、首农集团、禾丰股份、巨星农牧、澳华集团、湖北农发集团等多家知名终端客户的采购范围，树立了良好的市场口碑。**公司产品供应的终端客户已覆盖全国绝大部分省市自治区。**近年来，公司生物饲料业务产能增长迅速，从 5 万吨/年上升到 47 万吨/年，未来 2-3 年内，随着公司白酒糟生物发酵饲料业务在建项目及后续投资规划项目的建成及完全达产，产能将进一步提升，期待产能爬坡打开未来业绩成长空间。预计公司 2025 年或仍将亏损，2026 实现扭亏，2027 年归母净利润为 0.46 亿元。

风险提示

1、新应用领域的业务开拓风险；2、原材料价格波动风险。

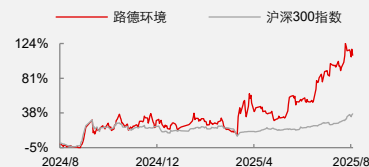
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	22.60
总股本(万股)	10,071
流通A股/B股(万股)	10,071/0
每股净资产(元)	8.15
近12月最高/最低价(元)	24.55/10.05

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《路德环境 2024&2025Q1 业绩点评：生物发酵饲料产能持续释放，价格下调拖累业绩提升》 2025-04-20
- 《路德环境 2024Q3 业绩点评：生物发酵饲料收入持续提升，环保业务下滑明显》 2024-10-29
- 《路德环境 2024H 业绩点评：生物发酵饲料收入占比持续提升，下游需求不足毛利率承压》 2024-08-27



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、新应用领域的业务开拓风险：公司近年来逐步加大有机糟渣及工业渣泥等新利用领域的市场开拓力度，但公司的技术储备及经营时间相对较短，相关运营经验尚有待进一步积累成熟，品牌认知度仍在建立过程中；
- 2、原材料价格波动风险：公司主要原材料为白酒糟、电石渣和粉煤灰。未来或将受上游市场环境、地方政策变化等因素影响，市场供需关系发生较大变化，将造成公司采购原材料价格的波动，进而对公司业务的盈利状况和后续发展产生一定影响。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	278	373	615	934	货币资金	226	147	76	41
营业成本	217	281	459	667	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	61	92	156	268	应收账款	198	411	585	948
%营业收入	22%	25%	25%	29%	存货	113	150	277	348
营业税金及附加	4	6	10	15	预付账款	7	9	15	22
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	112	131	205	255
销售费用	20	26	31	37	流动资产合计	656	848	1158	1613
%营业收入	7%	7%	5%	4%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	55	56	62	93	投资性房地产	5	10	14	19
%营业收入	20%	15%	10%	10%	固定资产合计	854	908	868	827
研发费用	20	15	25	37	无形资产	132	130	128	126
%营业收入	7%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	10	4	8	11	递延所得税资产	31	31	31	31
%营业收入	4%	1%	1%	1%	其他非流动资产	47	47	47	47
加：资产减值损失	-7	-5	-5	-5	资产总计	1725	1973	2246	2664
信用减值损失	-28	-20	-20	-20	短期贷款	173	218	264	310
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	202	406	586	855
投资收益	1	1	1	2	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-79	-36	4	59	应付职工薪酬	6	7	12	18
%营业收入	-29%	-10%	1%	6%	应交税费	4	6	9	14
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	155	181	215	258
利润总额	-79	-36	4	59	流动负债合计	540	819	1087	1455
%营业收入	-28%	-10%	1%	6%	长期借款	238	238	238	238
所得税费用	-12	-5	1	9	应付债券	0	0	0	0
净利润	-67	-30	3	51	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-57	-28	3	46	其他非流动负债	74	74	74	74
少数股东损益	-10	-3	0	5	负债合计	853	1131	1400	1767
EPS（元）	-0.56	-0.27	0.03	0.46	归属于母公司所有者权益	834	807	810	856
现金流量表（百万元）					少数股东权益	39	36	36	41
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	873	842	846	896
经营活动现金流净额	53	0	-91	-52	负债及股东权益	1725	1973	2246	2664
取得投资收益收回现金	1	1	1	2	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-334	-101	-2	-2	每股收益	-0.56	-0.27	0.03	0.46
其他	87	-15	-15	-15	每股经营现金流	0.53	0.00	-0.90	-0.52
投资活动现金流净额	-246	-116	-15	-15	市盈率	—	—	734.79	49.50
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.63	2.82	2.81	2.66
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	—	36.83	25.43	17.06
银行贷款增加（减少）	151	46	46	46	总资产收益率	-3.3%	-1.4%	0.1%	1.7%
筹资成本	-22	-9	-11	-13	净资产收益率	-6.8%	-3.4%	0.4%	5.4%
其他	111	0	0	0	净利率	-20.4%	-7.4%	0.5%	4.9%
筹资活动现金流净额	240	37	35	33	资产负债率	49.4%	57.3%	62.3%	66.3%
现金净流量（不含汇率变动影响）	47	-79	-71	-34	总资产周转率	0.17	0.20	0.29	0.38

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add/虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C/ (200080)

武汉

Add/武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C/ (430023)

北京

Add/朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C/ (100020)

深圳

Add/深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C/ (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。