

路德科技 (688156)

2025 年报&2026 一季报点评: 生物发酵饲料销量高增, 26Q1 利润端明显改善

买入 (维持)

2026 年 04 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	277.62	380.21	558.74	736.32	913.90
同比 (%)	(20.92)	36.95	46.96	31.78	24.12
归母净利润 (百万元)	(56.55)	(70.10)	35.20	59.00	86.30
同比 (%)	(309.69)	(23.96)	150.22	67.60	46.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.56)	(0.70)	0.35	0.59	0.86
P/E (现价&最新摊薄)	(44.51)	(35.90)	71.49	42.66	29.17

投资要点

■ **事件:** 2025 年公司实现营业收入 3.80 亿元 (同比+36.95%, 下同), 归母净利润-0.70 亿元 (24 年-0.57 亿元), 扣非归母净利润-0.74 亿元 (24 年-0.60 亿元); 2026Q1 实现营业收入 1.10 亿元 (+74.60%), 归母净利润 0.11 亿元 (+780.45%), 扣非归母净利润 0.10 亿元 (+1,341.08%)。

■ **饲料销量高增 63%、收入占比升至 74%，行业承压+新厂爬坡拖累全年毛利率。** 2025 年公司销售毛利率 19.93%(-2.00pct), 期间费用率 30.53% (-6.99pct), 其中销售费用率 5.79% (-1.43pct); 财务费用率 5.79% (+2.29pct), 主要系原料储备增加流动资金借款, 以及项目陆续投产贷款利息费用化导致财务费用增长。分业务来看, **1) 酒糟饲料:** 2025 年公司白酒糟生物发酵饲料产量 18.33 万吨 (+58.58%)、销量 18.41 万吨 (+63.47%)、销售收入 2.83 亿元 (+30.50%), 收入占比升至 74.43%, 2025 年饲料业务毛利率 14.44% (-7.60pct), 其中古蔺、金沙老厂区毛利率稳定维持 20%以上, 亳州、遵义、永乐新厂区 Q4 产能爬坡导致固定成本未充分摊薄, 拖累整体毛利率。**2) 河湖淤泥:** 营收 0.30 亿元 (+183.17%), 毛利率 11.27% (+19.82pct), 主要系公司主动采取风险管控与市场拓展措施, 部分项目恢复经营, 新项目择优投入所致。**3) 工程泥浆:** 营收 0.47 亿元 (+53.96%), 毛利率 36.12% (+37.10pct), 主要系受建筑工程开工增加影响, 公司工程泥浆处理服务业务收纳、处置的泥浆量均有较大增长。**4) 环保技术装备及其他:** 营收 0.04 亿元, 毛利率 5.01%。

■ **规划产能 66 万吨/年、酒糟处理量 174 万吨/年, 5 大基地投产+宿迁在建。** 公司已在贵州、四川、安徽、江苏四大白酒核心产区布局 6 座生物发酵饲料基地: 古蔺路德 (四川泸州·酱香·7 万吨/年)、金沙路德 (贵州毕节·酱香·一期 10/规划 15 万吨)、遵义路德 (贵州遵义·酱香·8 万吨)、亳州路德 (安徽亳州·浓香·12 万吨)、永乐路德 (四川泸州·酱香·10 万吨) 均已投产; 宿迁路德 (江苏宿迁·浓香·14 万吨/年) 在建中。上游与古井贡酒、洋河股份等头部酒企合作稳固, 下游成功与国内头部乳企达成合作, 快速开拓市场。

■ **经营性现金流持续为正、无机固废清欠成效显著。** 2025 年经营性现金流净额 0.33 亿元 (-37.73%), 2026Q1 为 0.09 亿元 (-9.78%)。针对存量应收款项, 公司已建立专项清收机制、加大历史欠款催收力度, 实现部分回款落地, 较上年比较, 有效对冲并大幅缓解了无机固废处理业务减值对公司盈利的不利影响。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑下游景气度、客户拓展及产能爬坡等因素, 我们维持 2026 年归母净利润 0.35 亿元, 将 2027 年归母净利润从 0.74 亿元下调至 0.59 亿元, 预计 2028 年归母净利润 0.86 亿元。酒糟饲料可部分替代豆粕、玉米, 对保障粮食安全具有重要战略意义, 公司作为行业龙头, 产能逐步扩大, 提升远期盈利空间, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 产品销量不及预期, 原材料价格波动, 项目扩产低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.99
一年最低/最高价	13.90/26.80
市净率(倍)	3.25
流通 A 股市值(百万元)	2,516.85
总市值(百万元)	2,516.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.68
资产负债率(% LF)	57.38
总股本(百万股)	100.71
流通 A 股(百万股)	100.71

相关研究

《路德科技(688156): 2024 年报&2025 一季报点评: 生物发酵饲料销量稳步增长, 现金流大幅改善》

2025-04-20

《路德科技(688156): 2023 年报&2024 一季报点评: 24Q1 酒糟饲料销量高增, 打造生物发酵新质生产力》

2024-05-01

路德科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	730	838	911	1,017	营业总收入	380	559	736	914
货币资金及交易性金融资产	312	247	290	389	营业成本(含金融类)	304	414	546	677
经营性应收款项	206	308	306	293	税金及附加	8	8	10	11
存货	108	148	164	176	销售费用	22	21	24	28
合同资产	1	1	1	2	管理费用	57	56	66	79
其他流动资产	102	134	149	156	研发费用	15	13	15	16
非流动资产	1,191	1,240	1,233	1,205	财务费用	22	12	18	19
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	6	7	9
固定资产及使用权资产	908	980	986	965	投资净收益	0	2	2	3
在建工程	47	26	15	10	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	164	161	159	156	减值损失	(33)	(3)	(3)	(3)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	8	9	10	营业利润	(78)	38	64	92
其他非流动资产	64	64	64	64	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,921	2,078	2,145	2,222	利润总额	(78)	38	64	93
流动负债	841	948	946	926	减:所得税	(8)	3	5	6
短期借款及一年内到期的非流动负债	374	374	374	374	净利润	(70)	35	59	87
经营性应付款项	233	323	320	304	减:少数股东损益	0	0	0	1
合同负债	14	19	16	15	归属母公司净利润	(70)	35	59	86
其他流动负债	221	233	235	233	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.70)	0.35	0.59	0.86
非流动负债	278	293	303	313	EBIT	(52)	45	76	103
长期借款	211	226	236	246	EBITDA	23	104	139	168
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.93	25.83	25.88	25.97
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(18.44)	6.30	8.01	9.44
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	36.95	46.96	31.78	24.12
负债合计	1,120	1,241	1,249	1,239	归母净利润增长率(%)	(23.96)	150.22	67.60	46.26
归属母公司股东权益	763	798	857	943					
少数股东权益	39	39	39	40					
所有者权益合计	801	837	896	983					
负债和股东权益	1,921	2,078	2,145	2,222					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	33	40	104	139	每股净资产(元)	7.57	7.92	8.51	9.36
投资活动现金流	(162)	(115)	(65)	(44)	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	215	0	(6)	(6)	ROIC(%)	(3.39)	3.00	4.77	6.22
现金净增加额	87	(76)	34	89	ROE-摊薄(%)	(9.19)	4.41	6.89	9.15
折旧和摊销	75	58	63	65	资产负债率(%)	58.29	59.74	58.23	55.76
资本开支	(165)	(106)	(56)	(36)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(35.90)	71.49	42.66	29.17
营运资本变动	(16)	(70)	(35)	(29)	P/B(现价)	3.30	3.15	2.94	2.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>