

2023年11月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

酒糟业务再添合作，确定性稳定向上

—路德环境（688156.SH）公司事件点评报告

买入（维持） 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

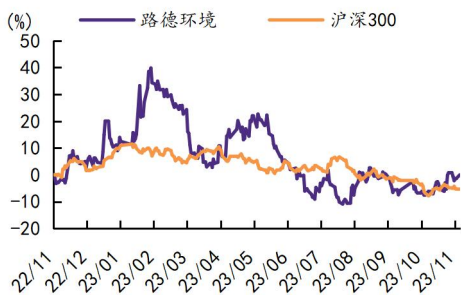
2023年11月20日，路德环境发布自愿披露成交通知书的公告。

基本数据

2023-11-20

当前股价（元）	28.34
总市值（亿元）	29
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	92
52周价格范围（元）	25.58-40.14
日均成交额（百万元）	40.64

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《路德环境（688156）：利润环比改善，酒糟业务营收增长提速》2023-10-27
- 2、《路德环境（688156）：业绩符合预期，期待酒糟产能释放》2023-07-30
- 3、《路德环境（688156）：定增和股权激励顺利落地，项目投产加快推进》2023-05-30

投资要点

酒糟业务持续开拓，多点开花

公司于2023年11月20日收到酒鬼酒酒糟处置项目的成交通知书，合同期内酒糟处理总量预计44万吨，合同期自2024年1月1日起，共计9年。公司将在酒鬼酒酒厂所在吉首市投资建设配套酒糟处理项目，完成酒糟清运、无害化处理及资源化利用等项目建设。根据公司公告，若项目签订正式合同并顺利实施，前两年处于项目建设与产能爬坡期，酒糟处理量预计较小，后续将逐年增加。公司今年持续加大对酒糟业务的开拓力度，8月收到洋河酒厂的成交通知书，预计形成酒糟处理量合计38万吨/年，合同期预计共6年，目前已进入正常推进阶段，预计明年开工建设。目前公司白酒糟生物发酵饲料业务每年可处理酒糟170万吨以上，贡献酒糟饲料产能66万吨左右，随着酒鬼酒项目的落地，公司白酒糟处理能力有望超过180万吨/年。

项目建设正常推进，聚力筑基

分业务看，白酒糟生物发酵饲料受益于金沙路德项目二季度投产及双胞胎等大客户有序推进，量增明显。目前古蔺路德处于稳定放量期；金沙路德产能利用率将进一步上升而带来毛利率提升；遵义汇川、永乐及亳州项目均在正常推进建设中，预计明年年中完工投产，对业绩增量贡献明显。未来随着白酒糟业务的持续放量，将进一步稳固公司白酒糟饲料龙头地位。另外河湖淤泥和工程泥浆处理业务目前正常开展，稳定性较强，盈利性仍高；连云港碱渣治理项目确定性强，轻资产运营模式利于公司管理效率保持稳定。

盈利预测

我们看好公司产业转型，积极布局新业务白酒糟生物发酵饲料，打造第二增长曲线。暂不考虑可转债发行影响，根据公司公告，我们调整2023-2025年EPS分别为0.47/1.06/2.11元（前值分别为0.45/0.75/1.19元），当前股价对应PE分别为60/27/14倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、原材料涨价风险、白酒糟生物发酵饲料竞争加剧风险、河湖淤泥及工程泥浆业务开展不及预期、项目落地不及预期风险、可转债发行不及预期风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	342	406	801	1,258
增长率（%）	-10.5%	18.6%	97.4%	57.1%
归母净利润（百万元）	26	48	108	213
增长率（%）	-65.7%	85.1%	124.8%	97.9%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.47	1.06	2.11
ROE（%）	3.1%	5.6%	11.8%	20.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	342	406	801	1,258
现金及现金等价物	259	364	387	491	营业成本	222	259	507	778
应收款	316	256	351	414	营业税金及附加	2	2	4	7
存货	49	39	67	97	销售费用	5	7	14	15
其他流动资产	143	150	173	189	管理费用	41	52	96	126
流动资产合计	768	809	978	1,190	财务费用	-2	-2	-1	-4
非流动资产:					研发费用	14	16	32	50
金融类资产	115	125	133	138	费用合计	58	74	140	187
固定资产	215	274	285	277	资产减值损失	-15	-9	-6	-4
在建工程	121	49	19	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	57	54	51	49	投资收益	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	51	66	146	283
其他非流动资产	35	35	35	35	加:营业外收入	0	2	1	0
非流动资产合计	429	412	391	369	减:营业外支出	1	1	0	0
资产总计	1,197	1,220	1,369	1,559	利润总额	50	67	147	283
流动负债:					所得税费用	11	13	27	51
短期借款	80	100	115	125	净利润	39	55	120	232
应付账款、票据	139	107	168	215	少数股东损益	13	7	12	19
其他流动负债	49	49	49	49	归母净利润	26	48	108	213
流动负债合计	275	263	343	403					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	88	98	106	111	成长性				
其他非流动负债	3	3	3	3	营业收入增长率	-10.5%	18.6%	97.4%	57.1%
非流动负债合计	90	100	108	113	归母净利润增长率	-65.7%	85.1%	124.8%	97.9%
负债合计	366	364	452	516	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.2%	36.1%	36.7%	38.2%
股本	92	101	101	101	四项费用/营收	16.9%	18.3%	17.5%	14.9%
股东权益	831	857	917	1,043	净利率	11.5%	13.4%	15.0%	18.4%
负债和所有者权益	1,197	1,220	1,369	1,559	ROE	3.1%	5.6%	11.8%	20.5%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	30.6%	29.8%	33.0%	33.1%
净利润	39	55	120	232	营运能力				
少数股东权益	13	7	12	19	总资产周转率	0.3	0.3	0.6	0.8
折旧摊销	26	17	21	22	应收账款周转率	1.1	1.6	2.3	3.0
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	4.5	6.6	7.6	8.1
营运资金变动	-76	42	-74	-53	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	3	120	79	219	EPS	0.28	0.47	1.06	2.11
投资活动现金净流量	-213	4	10	14	P/E	101.0	59.9	26.6	13.5
筹资活动现金净流量	314	1	-36	-92	P/S	7.7	7.1	3.6	2.3
现金流量净额	105	126	53	142	P/B	3.4	3.6	3.4	3.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。