

2024年07月28日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

收购武汉钧恒 30% 股权，大力布局新质生产力

—汇绿生态（001267.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（元）	5.29
总市值（亿元）	41
总股本（百万股）	780
流通股本（百万股）	363
52 周价格范围（元）	3.4-6.42
日均成交额（百万元）	68.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2024年5月19日，汇绿生态科技集团股份有限公司与杭州杭实清紫泽源一号股权投资合伙企业及苏州聚合鹏飞创业投资合伙企业签订了《股权转让意向协议》及《承诺函》，计划以不超过1.95亿元的价格收购武汉钧恒科技有限公司30%的股权。2024年6月17日，双方正式签署《股权转让合同》并完成工商变更登记，汇绿生态成为武汉钧恒科技的第一大股东。

投资要点

■ 主营业务稳固，开拓新曲线

汇绿生态的主营业务包括园林工程施工、园林景观设计及苗木种植等，2023 年营业收入达 6.85 亿元，同比增长 12.07%；归母净利润为 0.57 亿元，同比下降 1.88%；扣非净利润为 0.48 亿元，同比下降 6.53%。在美丽中国的大背景下，汇绿生态提供苗木种植、园林工程设计、施工及后续绿化养护等全产业链服务，保持了稳健经营。然而，随着我国明确多元供给、优化布局等原则，推动算力基础设施高质量发展，武汉钧恒所处的光模块行业存在重大机遇，有望成为汇绿生态的新利润增长点。光模块行业是一个技术密集型行业，具有较高的技术及生产工艺壁垒和市场准入门槛。公司收购武汉钧恒 30% 股权，旨在丰富产业布局，提升综合竞争实力。

■ 深耕光模块领域，营收节节攀升

武汉钧恒科技成立于 2012 年，专注于光模块领域，于 2021 年、2022 年陆续通过 Finisar、新华三等主要客户的合格供应商认证。近年来，随着下游云计算、AI 等市场的快速增长，民用光模块成为公司主要的盈利来源。公司主要通过 ODM/JDM/OEM 模式与客户合作，随着行业产品迭代周期加速，主要产品亦由 200G 及以下产品转向 400G、800G 产品为主，合作规模持续提升。2021 年至 2023 年，公司分别实现营收 2.09 亿元、2.42 亿元和 4.43 亿元，显示出高速增长的趋势。在 2024 年一季度，武汉钧恒实现营收 1.38 亿元，净利润 0.16 亿元，完成了 800G 新品的批量交付，并且 400G 和 800G 产品的销售占比超过 50%。高速光模块产品的占比提升推动了公司毛利率从 2023 年的 20.28% 提升至 2024 年一季度的 29.70%。

■ 拓展新领域，武汉钧恒迎机遇

光模块行业是一个技术密集型行业，具有较高的技术及生产工艺壁垒和市场准入门槛。光模块生产企业需要具备强大的研发能力、稳定的生产能力和完善的客户渠道。近年来，国内光模块行业的市场竞争格局逐渐稳定，头部厂商的市场份额稳步提升，而优秀的第二梯队厂商也在高速产品方面提前布局，并逐步缩短与第一梯队厂商的产品升级时间差。武汉钧恒所处的光模块行业受益于数据中心建设、网络架构升级、AI 算力发展持续增长，尤其是 400G 及以上高速率光模块进入产品迭代升级周期，行业当前存在较大的发展机遇。汇绿生态通过此次股权投资，尝试进入新技术新材料等高科技领域，以获得新的利润增长及发展机会，符合国家对“大力发展新质生产力”的指引。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 7.66、8.61、9.67 亿元，EPS 分别为 0.13、0.19、0.25 元，当前股价对应 PE 分别为 38.4、26.5、20.2 倍，公司主营业务稳健经营，收购武汉钧恒切入光模块行业，预计将打造公司第二利润增长点，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济的风险，产品研发不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游需求不及预期的风险，新业务进展不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	685	766	861	967
增长率（%）	12.1%	11.9%	12.4%	12.3%
归母净利润（百万元）	57	105	152	199
增长率（%）	-1.7%	83.0%	44.8%	30.9%
摊薄每股收益（元）	0.21	0.13	0.19	0.25
ROE（%）	3.8%	6.7%	9.4%	11.8%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	311	342	404	446
应收款	563	521	479	498
存货	203	213	231	191
其他流动资产	1,154	1,181	1,184	1,227
流动资产合计	2,231	2,257	2,298	2,363
非流动资产:				
金融类资产	47	47	47	47
固定资产	34	32	30	28
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
长期股权投资	13	13	13	13
其他非流动资产	213	213	213	213
非流动资产合计	260	258	256	254
资产总计	2,491	2,514	2,553	2,617
流动负债:				
短期借款	158	158	158	158
应付账款、票据	577	566	552	543
其他流动负债	69	69	69	69
流动负债合计	825	812	797	791
非流动负债:				
长期借款	129	129	129	129
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	971	958	943	937
所有者权益				
股本	277	780	780	780
股东权益	1,520	1,556	1,610	1,680
负债和所有者权益	2,491	2,514	2,553	2,617

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	58	105	152	199
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	5	2	2	2
公允价值变动	5	-1	0	5
营运资金变动	-2	-9	7	-29
经营活动现金净流量	65	98	161	177
投资活动现金净流量	121	2	2	2
筹资活动现金净流量	-156	-68	-99	-129
现金流量净额	30	32	64	50

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	685	766	861	967
营业成本	512	559	619	686
营业税金及附加	3	4	4	5
销售费用	4	4	4	5
管理费用	63	69	59	54
财务费用	15	-1	-2	-3
研发费用	4	4	3	4
费用合计	85	76	65	59
资产减值损失	-5	-6	-4	-4
公允价值变动	5	-1	0	5
投资收益	6	16	19	24
营业利润	73	133	192	249
加:营业外收入	1	0	0	0
减:营业外支出	1	0	0	0
利润总额	73	133	192	249
所得税费用	16	28	40	50
净利润	58	105	152	199
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	57	105	152	199

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	12.1%	11.9%	12.4%	12.3%
归母净利润增长率	-1.7%	83.0%	44.8%	30.9%
盈利能力				
毛利率	25.2%	27.0%	28.1%	29.1%
四项费用/营收	12.4%	9.9%	7.5%	6.1%
净利率	8.4%	13.7%	17.7%	20.6%
ROE	3.8%	6.7%	9.4%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	39.0%	38.1%	37.0%	35.8%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	1.2	1.5	1.8	1.9
存货周转率	2.5	2.6	2.7	3.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.21	0.13	0.19	0.25
P/E	25.0	38.4	26.5	20.2
P/S	2.1	5.3	4.7	4.2
P/B	0.9	2.6	2.5	2.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 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。本报告清晰准确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。