

切入高成长光模块赛道，未来大有可为

2024年08月12日

► **传统主业聚焦园林领域，保持平稳发展：**汇绿生态为控股型企业，传统主业聚焦园林领域。1997年11月在深交所上市，2005年7月因连续亏损退市，在公司重大资产重组完成后，2021年11月在深交所重新上市。主营业务为园林工程施工、园林景观设计、苗木种植及销售、绿化养护等，能够完整的提供从苗木种植、园林工程设计、施工及后续绿化养护等全产业链服务。营收结构中，园林工程业务在2023年营收占比达87.31%，是公司收入和利润的主要来源。

► **近期完成武汉钧恒30%股权收购，切入AI驱动下高成长的光模块赛道：**汇绿生态近年来的战略为稳主营+开发新领域，在主营业务稳健的基础上，通过股权投资获得投资收益的同时，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。2024年5月19日，公司签订了《股权转让意向协议》及《承诺函》，拟以不超过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，公司发布公告，表示已正式签署《股权转让合同》，并完成股权转让的工商变更登记，自此成为武汉钧恒科技的第一大股东。

► **武汉钧恒聚焦光模块代工业务多年，深度绑定大客户充分享受AI带来的发展机遇：**武汉钧恒成立于2012年，光模块产品速率覆盖10G/s至800G/s，适用短距离的多模产品较多，单模领域同样发力布局，主要应用于数通市场。凭借产品研发迭代能力、交付周期、产品质量、成本控制等方面的优势深度绑定大客户，其分别在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，双方合作规模逐步增加，合作产品也由低速产品逐步拓展至各类速率产品，且高速产品占比持续提升。2024年一季度武汉钧恒实现了800G的批量交付，该季度武汉钧恒400G、800G产品销售收入占比超50%。并且由于高速光模块产品市场需求旺盛、盈利水平较高，因而带动武汉钧恒毛利率水平由2023年度的20.28%提升至2024年一季度的29.70%。突出的技术实力是公司代工业务发展的重要基础，COB是数通光模块的主流封装工艺，公司作为国内较早掌握并使用COB工艺的厂商，积淀深厚，在COB工艺最关键的耦合环节掌握核心技术，并实现耦合设备的自主研发。公司同样在硅光光模块、硅光耦合设备、LPO光模块等领域有深度布局。公司近期公告布局海外生产基地，未来有望助力公司进一步突破海外市场及客户，充分抓住AI带来的重要发展机遇。

► **投资建议：**考虑到公司传统主业园林业务的稳健发展以及通过对武汉钧恒的投资切入高增长的光模块赛道，我们预计公司在2024/2025/2026年分别实现营业收入7.93/9.12/10.40亿元，实现归母净利润0.79/1.43/1.90亿元，对应PE为56/31/23倍，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**园林业务发展不及预期、AI发展不及预期、光模块原材料短缺、海外生产基地建设不及预期、工程项目回款进度不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 685 | 793 | 912 | 1,040 |
| 增长率(%) | 12.1 | 15.7 | 15.1 | 14.1 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 57 | 79 | 143 | 190 |
| 增长率(%) | -1.9 | 37.9 | 80.1 | 33.1 |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.10 | 0.18 | 0.24 |
| PE | 78 | 56 | 31 | 23 |
| PB | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年08月09日收盘价)

谨慎推荐
首次评级
当前价格：
5.71元

分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majiawei@mszq.com

分析师 杨东谕

执业证书：S0100523080001

邮箱：yangdongyu@mszq.com

目录

| | |
|---------------------------------------------|-----------|
| 1 传统主业聚焦园林领域，保持平稳发展 | 3 |
| 1.1 公司为控股型企业，传统主业聚焦园林领域 | 3 |
| 1.2 投资布局高纯石英砂业务，尝试新领域拓展 | 4 |
| 2 完成武汉钧恒 30%股权的收购，切入 AI 驱动下高成长的光模块赛道 | 5 |
| 2.1 完成股权收购，正式切入光模块赛道 | 5 |
| 2.2 武汉钧恒聚焦光模块代工业务多年，深度绑定大客户充分享受 AI 带来的发展机遇 | 5 |
| 2.3 武汉钧恒技术积淀深厚，硅光&LPO 等前沿领域同样深度布局 | 8 |
| 2.4 布局海外生产基地，聚焦海外市场&客户的进一步突破 | 10 |
| 3 盈利预测与投资建议 | 11 |
| 3.1 盈利预测假设与业务拆分 | 11 |
| 3.2 估值分析 | 13 |
| 3.3 投资建议 | 13 |
| 4 风险提示 | 14 |
| 插图目录 | 16 |
| 表格目录 | 16 |

1 传统主业聚焦园林领域，保持平稳发展

1.1 公司为控股型企业，传统主业聚焦园林领域

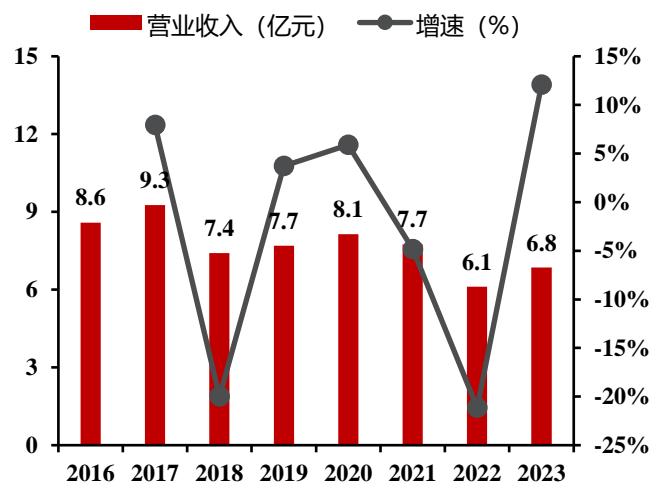
公司为控股型企业，传统主业聚焦园林领域。1997年11月在深交所上市，2005年7月因连续亏损退市，在公司重大资产重组完成后，2021年11月在深交所重新上市。公司为控股型企业，主营业务为园林工程施工、园林景观设计、苗木种植及销售、绿化养护等，能够完整的提供从苗木种植、园林工程设计、施工及后续绿化养护等全产业链服务。工程施工业务主要通过全资子公司汇绿园林开展，设计业务主要通过汇绿园林、蓝德凯尔开展，苗木种植业务主要通过绿泉苗木、源泉苗木、金溪华信等多个子公司的苗圃开展。汇绿园林作为公司主要的子公司，2001年注册成立，位于浙江省宁波市，业务范围覆盖浙江等华东经济发达地区，华中以及西北区域。资质齐全，具有独立承接园林绿化工程项目及配套的市政、道路、城市照明、生态治理、古建筑等施工业务的能力。

园林工程业务是公司收入和利润的主要来源。公司主要从事市政园林工程施工业务，辅之以地产园林工程施工业务。具体从营收结构来看，划分为园林工程、园林设计、苗木销售、其他业务四大块，其中园林工程业务在2023年营收占比达87.31%，是公司收入和利润的主要来源。

公司主要业务模式是在资质范围内向建设单位提供施工总承包服务以及向其他工程施工总承包方提供工程专业承包服务。根据公司全产业链优势，以EPC模式参与工程建设已成为公司的优势之一。公司业务的承接是由建设单位或者其他工程施工总承包单位就工程施工总承包或者专业分包的招标要求进行投标，确定中标后，公司预付投标保证金和履约保证金。工程实施过程中，根据合同约定开展工程施工。工程项目部根据工程建设进度以及合同约定，向业主方申请确认工程完工量并付款。工程完工后，办理竣工结算，后期工程审计完成尾款支付。

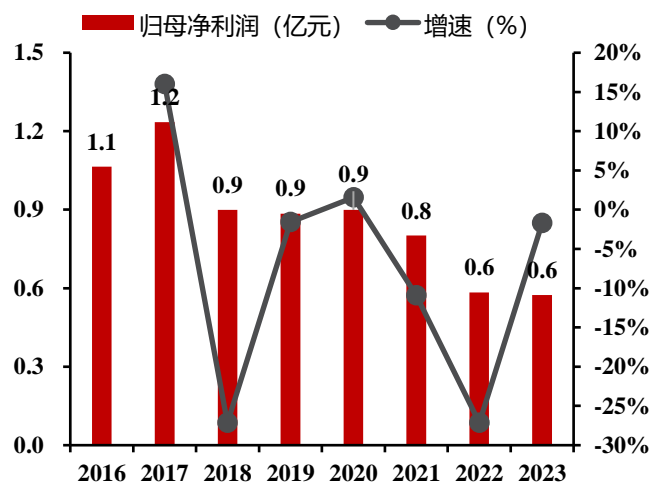
园林行业竞争激烈，项目获取能力、专业资质齐备、产业链一体化经营都是公司具备的竞争优势。我国园林绿化行业目前处于蓬勃发展阶段，行业整体集中度较低，拥有不同等级资质的企业众多，其经营规模普遍偏小，中小型项目竞争激烈，呈现出明显的“大行业，小公司”的特点。公司资质齐全，具有独立承接园林绿化工程项目及配套的市政、道路、城市照明、生态治理、古建筑等施工业务的能力。近年来，公司充分发挥自身全产业链协同优势，承建完成了多个EPC及大型绿化工程项目，取得了良好的成功业绩和行业声誉。

图1：公司营业收入及增速情况



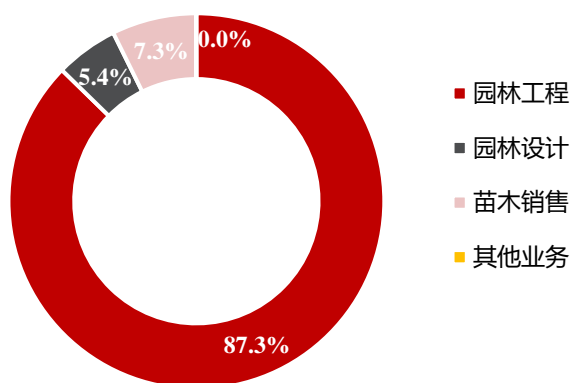
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司归母净利润及增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司营收结构（2023年）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.2 投资布局高纯石英砂业务，尝试新领域拓展

收购中科博胜 30%股权，尝试布局高纯石英砂赛道。2022年9月，公司出资1500万元收购中科博胜30%股权（不纳入汇绿生态合并报表范围）。中科博胜硅材料有限公司成立于2021年11月，是一家生产高纯石英砂材料的民营企业，中科博胜其它股东在非洲大陆拥有多处大量优质石英矿山合法的探矿开采权。在国家“双碳”战略指引下，光伏行业迎来扩张潮，单晶硅产能快速扩张，带来高纯石英砂需求的快速增长。由于光伏技术从P型硅片转向N型硅片，将使得石英坩埚更换频率提升。硅片的大型化，使得石英坩埚尺寸变大，消耗高纯石英砂变多，目前国内高纯石英砂供不应求。而我国高纯石英砂一直依赖进口，相关行业的发展受制于人。中科博胜与中国科学院过程工程研究所合作开展高纯石英砂技术开发与工业应用。该项目是以优质石英原矿为原料，经过多次试验形成了较为成熟的4.5-5N的石英砂提纯技术，并取得了多项关键核心技术及知识产权。

2 完成武汉钧恒 30%股权的收购，切入 AI 驱动下高成长的光模块赛道

2.1 完成股权收购，正式切入光模块赛道

收购武汉钧恒 30%股权，切入 AI 驱动下高成长的光模块赛道。汇绿生态近年来的战略为稳主营+开发新领域，在主营业务稳健的基础上，通过股权投资获得投资收益的同时，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。当前在 AI 驱动下，光模块行业持续高景气，成为了公司重点拓展的新方向。2024 年 5 月 19 日，公司与杭州杭实清紫泽源一号股权投资合伙企业（有限合伙）、苏州聚合鹏飞创业投资合伙企业（有限合伙）签订了《股权转让意向协议》及《承诺函》。公司以不超过 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，公司发布公告，表示已正式签署《股权转让合同》，并已完成股权转让的工商变更登记，自此成为武汉钧恒科技的第一大股东。本次收购武汉钧恒 30%股权为股权投资行为，交易完成后公司对武汉钧恒不构成控制，不参与武汉钧恒的日常经营管理，武汉钧恒不纳入公司的并表范围。业绩承诺方面，承诺期为 2024 年、2025 年和 2026 年，承诺净利润分别不低于 4500 万元、5500 万元和 6800 万元。

表1：收购完成前后，武汉钧恒的股权结构情况

| | 股东 | 投前出资比例 | 投后出资比例 |
|---|--------------------------|--------|--------|
| 1 | 彭开盛 | 29.73% | 29.73% |
| 2 | 杭州云坤丰裕股权投资合伙企业（有限合伙） | 26.60% | 26.60% |
| 3 | 杭州杭实清紫泽源一号股权投资合伙企业（有限合伙） | 21.50% | 1.50% |
| 4 | 苏州聚合鹏飞创业投资合伙企业（有限合伙） | 12.09% | 2.09% |
| 5 | 陈照华 | 5.86% | 5.86% |
| 6 | 刘鹏 | 4.22% | 4.22% |
| 7 | 汇绿生态科技集团股份有限公司 | / | 30.00% |

资料来源：汇绿生态科技集团股份有限公司《关于对汇绿生态科技集团股份有限公司的关注函》的回复，民生证券研究院

2.2 武汉钧恒聚焦光模块代工业务多年，深度绑定大客户充分享受 AI 带来的发展机遇

武汉钧恒深耕光模块代工领域十余年，底蕴深厚。武汉钧恒成立于 2012 年，总部位于武汉光谷，专业从事以光模块为主的光通信产品的研发、制造和销售，是高新技术企业、湖北省专精特新企业。成立之初主要从事军工领域光通信产品的研发与生产。经过十余年发展，武汉钧恒光通信产品深入民用与军工领域，且随着下游云计算、AIGC、5G 通信等市场快速增长，民用光模块已经成为公司盈利来源的主要产品。

产品矩阵丰富，光模块领域全面布局。武汉钧恒民用光模块产品线丰富，提供多款标准化产品以满足各类应用场景需求，产品传输速率覆盖 10G/s 至 800G/s，适用短距离的多模产品较多，单模领域同样聚焦布局，主要应用于数通市场。武汉钧恒提供的军工领域光通信产品主要是定制化的各类光组件，应用场景包括军工装备、军工通信设备等。

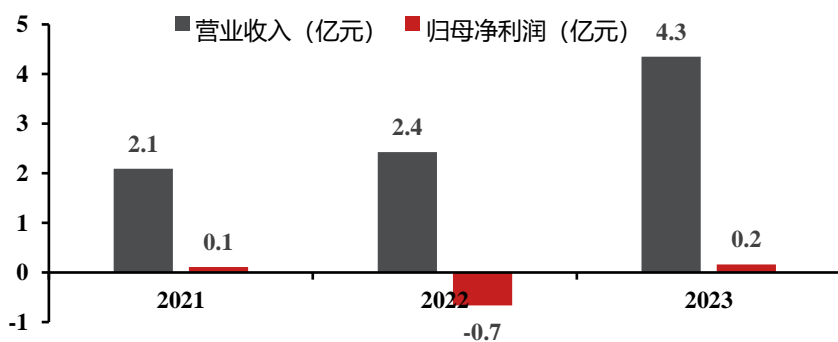
图4：武汉钧恒的产品矩阵

| | | 传输速率（每秒） | 200G/400G/800G | 100G | 100G 以下 |
|---------|--------|----------|---------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 光模块产品 | 主要产品图例 | | | | |
| | 封装形式 | | QSFPDD/OSFP/QSFP56/QSFP112 | QSFP28 | QSFP+/SFP28/SFP/SFP+ |
| | 主要产品型号 | | 200G QSFP56 SR4/AOC 400G QSFPDD/OSFP SR8/AOC 800G QSFPDD/OSFP | QSFP28 SR4/AOC QSFP28 LR4 QSFP28 CWDM4 100G DSFP AOC | QSFP SR4/Esr4 QSFP LR4 SFP28 SR SFP SX/LX |
| | 终端应用领域 | | 数据中心、云计算、AI 等 | | |
| 军工光通信产品 | 产品系列 | | 单通道 TLC 系列 | 并行 TLZ 系列 | 微波 TLR 系列 |
| | 主要产品图例 | | | | |
| | 终端产品领域 | | 军工装备、军工通信设备等 | | |

资料来源：汇绿生态科技集团股份有限公司《关于对汇绿生态科技集团股份有限公司的关注函》的回复，民生证券研究院

近年来武汉钧恒进入加速发展期，业绩保持高速增长。2021/2022/2023 年分别实现营收 2.09/2.42/4.35 亿元，分别实现净利润 1098/-6618/1649 万元（2021/2022 年为未经审计财务数据，2023 年为审计后财务数据）。其中，2022 年度光通信设备相关业务在研发和厂房设备方面投入较大、导致整体出现亏损，2023 年起武汉钧恒战略聚焦光模块业务，随着行业景气度提升和新产品迭代进程加速，盈利能力持续改善。

图5：武汉钧恒营收及归母净利润情况



资料来源：汇绿生态科技集团股份有限公司《关于对汇绿生态科技集团股份有限公司的关注函》的回复，《关于签订股权转让合同暨对外投资的进展公告(一)》，民生证券研究院
注：2021/2022 年业绩为未经审计财务数据，2023 年为审计后财务数据

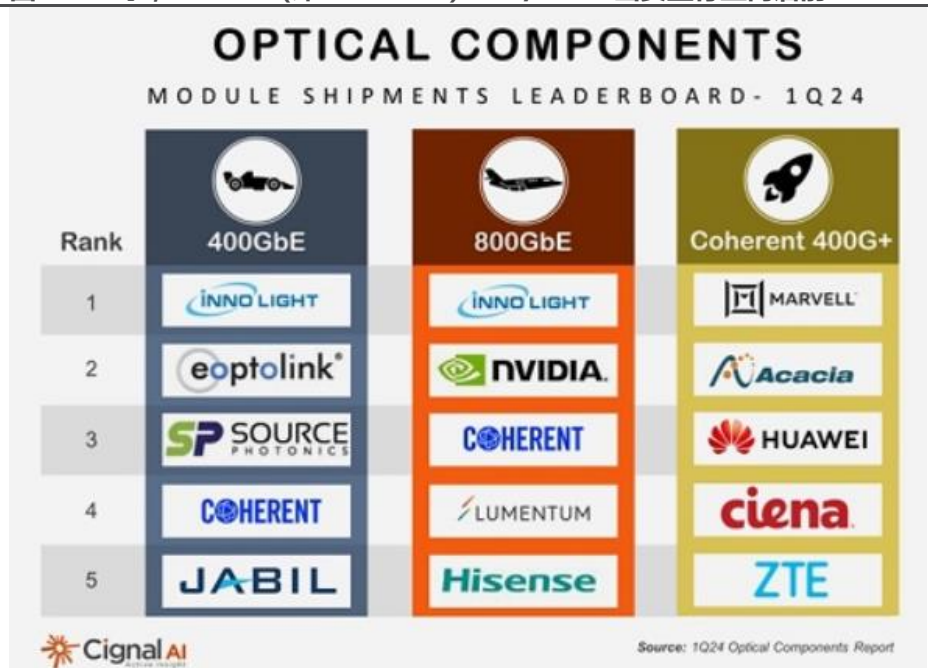
业务模式聚焦高端产品代工，深度绑定头部光模块客户。武汉钧恒主要通过 ODM/JDM/OEM 模式与客户开展销售合作，为客户提供专业的研发设计及生产制造服务，产品以贴客户品牌形式进行销售。采取该类模式交易的主要客户包括全球领先光模块厂商，武汉钧恒凭借产品研发迭代能力、交付周期、产品质量、成本控制等方面的优势得到客户认可，为光模块厂商客户自身的研发、制造产能以及产品组合提供有益补充。武汉钧恒分别在 2021 年、2022 年陆续通过 Finisar、新华三等主要客户的合格供应商认证，双方合作规模逐步增加，合作产品也由低速产品逐步拓展至各类速率产品，且高速率产品占比持续提升。Finisar（即 Coherent）是北美头部光模块厂商，在 Lightcounting 评选的 2023 年全球十大光模块厂商中排名第二。

表2：光模块厂商全球排名情况（Lightcounting，2024/5）

| | 2010 | 2016 | 2018 | 2023 |
|----|------------------|------------------|-----------------|--------------------|
| 1 | Finisar | Finisar | Finisar | Innolight |
| 2 | Opnext | Hisense | Innolight | Coherent |
| 3 | Sumitomo | Accelink | Hisense | Huawei (HiSilicon) |
| 4 | Avago | Acacia | Accelink | Cisco (Acacia) |
| 5 | Source Photonics | FOIT (Avago) | FOIT (Avago) | Accelink |
| 6 | Fujitsu | Oclaro | Lumentum/Oclaro | Hisense |
| 7 | JDSU | Innolight | Acacia | Eoptolink |
| 8 | Emcore | Sumitomo | Intel | HGGenuine |
| 9 | WTD | Lumentum | AOI | Source Photonics |
| 10 | NeoPhotonics | Source Photonics | Sumitomo | Marvell |

资料来源：Lightcounting，民生证券研究院

图6：24Q1，Finisar（即 Coherent）400/800G 出货量行业内居前



资料来源：Signal AI，民生证券研究院

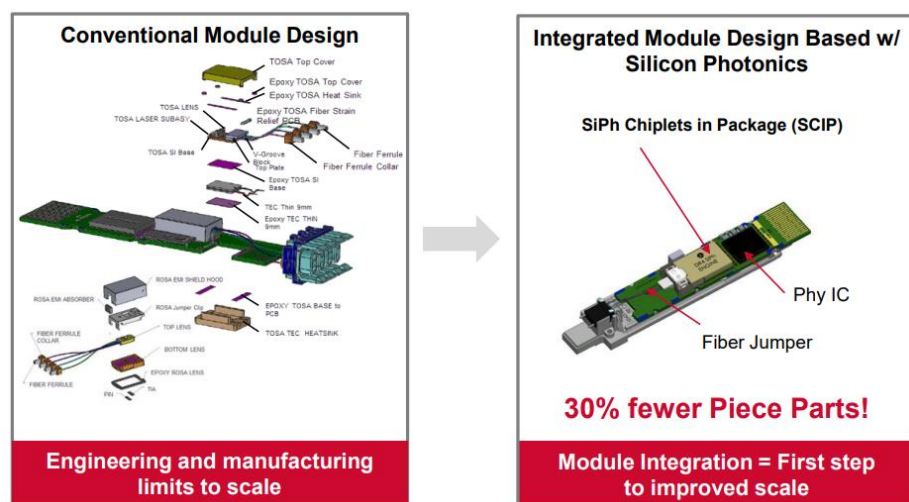
绑定头部大客户助力公司充分享受 AI 给光模块行业带来的发展机遇，2024 年一季度 400G&800G 产品营收占比过半。2024 年一季度，AI 驱动下 400G&800G 光模块需求强劲，根据 Cignal AI 的统计数据，Finisar(即 Coherent) 在 400G 和 800G 的出货量情况分别排名第四和第三。武汉钧恒深度绑定 Finisar 等头部客户，在 2023 年完成了 400G 和 800G 光模块新产品的研发测试和客户验证工作，并于 2024 年一季度实现了 800G 的批量交付，该季度武汉钧恒 400G、800G 产品销售收入占比超 50%。并且由于高速光模块产品市场需求旺盛、盈利水平较高，因而带动武汉钧恒毛利率水平由 2023 年度的 20.28%提升至 2024 年一季度的 29.70%。

2.3 武汉钧恒技术积淀深厚，硅光&LPO 等前沿领域同样深度布局

光模块 COB 封装工艺国内先驱，技术底蕴深厚是武汉钧恒绑定头部光模块厂商的重要因素之一。COB 是数通光模块的主流封装工艺，公司作为国内较早掌握并使用 COB 工艺的厂商，积淀深厚，在 COB 工艺最关键的耦合环节掌握核心技术，并实现耦合设备的自主研发。

具备高集成度、低功耗、低成本优势的硅光方案是光模块重要的技术路径之一，深度契合 AI 需求。1) **低功耗**：通过减少光源数量，优化高速链路性能、优化散热来实现功耗的大幅度降低；2) **低成本**：通过利用当前芯片产业 CMOS 工艺成熟的代工和封装产业链、硅光芯片和高速射频芯片集成封装、多通道共用光源，大幅度降低成本；3) **高速率&高集成度**：通过 CMOS 工艺将无源光组件和有源光组件单片集成，通过光源和高度电芯片的封装集成，大幅度缩小尺寸，以实现更高速率、更多通道的数据传输需求。

图7：传统分立式光模块 Vs. 硅光光模块



资料来源：Broadcom，民生证券研究院

武汉钧恒在硅光光模块、硅光耦合设备领域全面布局。1) 创新硅光封装工艺技术: 通过充分利用产业链资源, 选用业界主流硅光芯片方案, 创新硅光封装工艺技术, 将光源芯片、硅光芯片以及高速电芯片封装集成, 增加可靠性, 降低封装面积。**2) 创新硅光光学耦合工艺:** 通过自研硅光耦合设备, 创新硅光光学耦合工艺, 简化流程, 提高光源耦合效率, 降低链路损耗, 实现多通道全自动化耦合、4 通道和 8 通道耦合共平台, 实现 400G—800G—1.6T 同平台演进, 降低对设备和工艺要求的同时降低制造成本, 实现量产。当前, 武汉钧恒已成功推出了全系列针对 AI 和数据中心的 400G 和 800G 硅光模块产品, 实现批量生产销售。

LPO 领域与新华三深度合作。LPO 技术去掉 DSP(或 CDR)芯片, 相比传统的 DSP 解决方案, 在保证高宽带传输下, 大大降低了功耗和延迟, 能够高度契合 AI 计算中心链路短、数据吞吐量大、能耗低、传输延迟低的需求。在 CIOE 2023 光博会期间, 武汉钧恒携手新华三进行了 LPO 光互联现场演示, 其线性直驱 LPO 技术 400G DR4、800G DR8 硅光模块, 已成功通过新华三 H3C 最新交换机测试, 极致贴近 AI 应用场景下对于高带宽、低功耗、低延时的数据交换需求。其中基于熹联光芯 (Sicoya) 硅光方案与源杰科技 CW 光源的 400G DR4 LPO 模块产品在 2023 年已经开始进行小批量生产。

图8: CIOE 2023 武汉钧恒携手新华三进行 LPO 光互联现场演示



资料来源: 武汉钧恒官方公众号, 民生证券研究院

2.4 布局海外生产基地, 聚焦海外市场&客户的进一步突破

布局海外生产基地, 聚焦海外市场&客户的进一步突破。2024年7月11日, 汇绿生态发布公告, 拟与武汉钧恒共同投资在新加坡设立子公司(以下简称“A公司”), 计划总投资额人民币2亿元, 汇绿生态投资比例70%, 武汉钧恒投资比例30%, 投资计划分期执行, 首期投资人民币5000万元。A公司设立的最终目的是由A公司100%出资在马来西亚投资境外子公司(以下简称“B公司”), 马来西亚B公司作为公司光通信业务的海外生产基地, 从事光通信产品及配件的研发、生产、销售等业务。我们认为, 海外生产基地布局将助力公司进一步突破海外市场及客户, 充分抓住AI带来的重要发展机遇。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 公司传统主业聚焦园林工程、苗木销售和园林设计。本次收购武汉钧恒 30% 股权为股权投资行为，武汉钧恒不纳入公司并表范围。
- 2) 园林工程业务、园林设计业务预计维持稳健发展趋势，我们预计公司园林工程业务 2024/2025/2026 年将分别实现营业收入 6.88/7.77/8.70 亿元，对应增长率分别为 15%/13%/12%，毛利率为 18.0%/18.0%/18.0%；同时预计公司园林设计业务 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 0.30/0.30/0.30 亿元，毛利率为 78%/78%/78%。
- 3) 苗木销售属于公司成长性较强的业务，我们认为基于行业主业园林发展趋势稳定以及公司此前业务基数较小，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 0.75/1.05/1.40 亿元，对应增长率为 51%/40%/33%，毛利率为 70%/70%/70%；
- 4) 光模块业务方面，公司完成武汉钧恒 30% 股权收购后，将产生投资收益。武汉钧恒在高端光模块代工领域积淀深厚，前期已深度绑定 Finisar、新华三等国内外头部客户，当前公司与主要客户的合作也由前期的 200G 及以下产品转向 400G&800G 为主，合作规模持续提升。2024 年一季度，武汉钧恒整体营收 1.25 亿元，其中 400G&800G 均已实现批量交付，营收占比大幅提升至超 50%。营收占比大幅提升的同时，产品结构的优化也推动毛利率水平从 2023 年的 20.28% 大幅提升至 29.7%。展望未来，考虑到 AI 需求对 400G&800G 的显著拉动&Finisar 作为北美头部厂商在下游云巨头处的整体份额可观，武汉钧恒作为 Finisar 的重要代工商之一，预计 2024/2025/2026 年分别实现营收 8.33/17.86/21.88 亿元。净利率方面，考虑到高毛利率的 400G&800G 等产品将占据绝对主导以及大规模量产后规模效应的进一步体现，我们预计武汉钧恒 2024/2025/2026 年净利率分别为 12%/14%/16%，对应净利润分别为 1.00/2.50/3.50 亿元。因汇绿生态持股 30%，同时考虑到股权转让及工商登记在 24 年 6 月下旬完成，因此预计 2024/2025/2026 年汇绿生态对应的投资收益分别为 0.15/0.75/1.05 亿元。

表3：营收预测表

| 收入/亿元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 园林工程 | 7.74 | 6.94 | 5.36 | 5.98 | 6.88 | 7.77 | 8.70 |
| 增长率 | | -10% | -23% | 12% | 15% | 13% | 12% |
| 毛利率 | | 22.38% | 22.74% | 18.17% | 18% | 18% | 18% |
| 苗木销售 | 0.11 | 0.16 | 0.31 | 0.50 | 0.75 | 1.05 | 1.40 |
| 增长率 | | 46% | 91% | 62% | 51% | 40% | 33% |
| 毛利率 | | 50.53% | 84.89% | 70.36% | 70% | 70% | 70% |
| 园林设计 | 0.29 | 0.64 | 0.44 | 0.37 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 增长率 | | 122% | -31% | -17% | -19% | 0% | 0% |
| 毛利率 | | 69.17% | 67.73% | 78.13% | 78% | 78% | 78% |
| 其他业务 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增长率 | | -91% | 118% | -8% | -100% | | |
| 毛利率 | | -6.94% | 9.38% | 8.30% | | | |
| 合计 | 8.15 | 7.75 | 6.11 | 6.85 | 7.93 | 9.12 | 10.40 |

资料来源：wind，民生证券研究院测算

表4：汇绿生态的投资收益预测

| | 2023 | 2024Q1 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 武汉钧恒营业收入 (亿元) | 4.35 | 1.25 | 8.33 | 17.86 | 21.88 |
| 净利率 (%) | 3.8% | 7.9% | 12% | 14% | 16% |
| 武汉钧恒净利润 (亿元) | 0.16 | 0.10 | 1.00 | 2.50 | 3.50 |
| 汇绿生态持股比例 (%) | | | 30% | 30% | 30% |
| 汇绿生态投资收益 (亿元) | | | 0.15 | 0.75 | 1.05 |

资料来源：民生证券研究院测算

注：考虑到股权转让及工商登记在 24 年 6 月下旬完成，因此 24 年投资收益以半年计

3.2 估值分析

当前 AI 驱动下光模块行业需求持续高企，公司聚焦战略转型，通过切入高成长的光模块赛道打造新增长点，我们预计未来几年公司通过投资武汉钧恒所获得的投资收益有望超过传统园林业务成为公司最大的业绩贡献。同时，公司近期公告与武汉钧恒共同出资建设海外生产基地（汇绿生态投资比例占 70%），进一步彰显了公司转型发展的决心。因此，估值分析时我们将综合考虑公司传统园林业务和新兴光模块业务所分别对应的可比公司的估值情况。

对于公司传统业务，我们选取有一定相关性的华图山鼎、金螳螂作为可比公司。针对新布局的光模块业务，我们选取光模块厂商新易盛、联特科技、光迅科技作为可比公司。我们预计汇绿生态 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.79/1.43/1.90 亿元，对应 PE 分别为 56/31/23 倍，横向比较后我们认为，当前公司估值水平相对合理。

表5：公司传统园林业务所对应的可比公司估值

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300492.SZ | 华图山鼎 | 73.19 | 3.11 | 4.03 | 5.82 | 24 | 18 | 13 |
| 002081.SZ | 金螳螂 | 3.19 | 0.38 | 0.42 | 0.45 | 8 | 8 | 7 |

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价为 2024 年 08 月 09 日的收盘价

表6：公司新布局的光模块业务所对应的可比公司估值

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300502.SZ | 新易盛 | 93.88 | 2.17 | 3.19 | 4.37 | 43 | 29 | 21 |
| 301205.SZ | 联特科技 | 52.30 | 0.79 | 1.07 | 1.41 | 66 | 49 | 37 |
| 002281.SZ | 光迅科技 | 29.65 | 1.02 | 1.31 | 1.66 | 29 | 23 | 18 |

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价为 2024 年 08 月 09 日的收盘价

3.3 投资建议

考虑到公司传统主业园林业务的稳健发展以及通过对武汉钧恒的投资切入高增长的光模块赛道，我们预计公司在 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 7.93/9.12/10.40 亿元，实现归母净利润 0.79/1.43/1.90 亿元，对应 PE 为 56/31/23 倍，给予“谨慎推荐”评级。

4 风险提示

- 1) **园林业务发展不及预期**: 园林行业整体集中度较低, 中小型项目竞争激烈, 呈现出明显的“大行业, 小公司”特点, 未来若行业竞争进一步加剧, 或行业受宏观经济等因素影响面临需求波动, 则可能对公司的传统主业产生影响。
- 2) **AI 发展不及预期**: 若 AI 发展速度低于预期, 下游客户将放缓 AI 基础设施建设, 进而影响数通光模块整体需求。
- 3) **光模块原材料短缺**: 光模块需求快速增长的同时对上游核心原材料的供给提出了更高要求, 若核心元器件&光芯片&电芯片等出现短缺, 则可能影响光模块出货。
- 4) **海外生产基地建设不及预期**: 若光模块海外生产基地项目进度不及预期, 可能影响武汉钧恒未来的产能提升以及海外客户突破, 进而影响汇绿生态的投资收益。
- 5) **工程项目回款进度不及预期**: 公司业务涉及较多的工程项目, 若客户无法按期付款, 可能导致公司面临延期回款或应收账款不能收回的风险。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 685 | 793 | 912 | 1,040 |
| 营业成本 | 512 | 593 | 675 | 762 |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 5 |
| 销售费用 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 管理费用 | 63 | 71 | 82 | 94 |
| 研发费用 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| EBIT | 82 | 99 | 123 | 153 |
| 财务费用 | 15 | 9 | 11 | 10 |
| 资产减值损失 | -5 | -5 | -6 | -7 |
| 投资收益 | 6 | 15 | 75 | 105 |
| 营业利润 | 73 | 101 | 181 | 241 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 73 | 101 | 181 | 241 |
| 所得税 | 16 | 21 | 38 | 51 |
| 净利润 | 58 | 79 | 143 | 190 |
| 归属于母公司净利润 | 57 | 79 | 143 | 190 |
| EBITDA | 91 | 109 | 132 | 163 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 311 | 191 | 245 | 283 |
| 应收账款及票据 | 545 | 550 | 596 | 610 |
| 预付款项 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 存货 | 203 | 226 | 257 | 290 |
| 其他流动资产 | 1,169 | 1,248 | 1,318 | 1,454 |
| 流动资产合计 | 2,231 | 2,216 | 2,419 | 2,641 |
| 长期股权投资 | 13 | 208 | 208 | 208 |
| 固定资产 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 260 | 455 | 455 | 454 |
| 资产合计 | 2,491 | 2,671 | 2,874 | 3,095 |
| 短期借款 | 158 | 204 | 204 | 204 |
| 应付账款及票据 | 577 | 659 | 750 | 847 |
| 其他流动负债 | 91 | 94 | 105 | 117 |
| 流动负债合计 | 825 | 957 | 1,060 | 1,168 |
| 长期借款 | 129 | 129 | 129 | 129 |
| 其他长期负债 | 17 | 18 | 18 | 18 |
| 非流动负债合计 | 146 | 147 | 147 | 147 |
| 负债合计 | 971 | 1,104 | 1,206 | 1,315 |
| 股本 | 277 | 277 | 277 | 277 |
| 少数股东权益 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 股东权益合计 | 1,520 | 1,568 | 1,668 | 1,781 |
| 负债和股东权益合计 | 2,491 | 2,671 | 2,874 | 3,095 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 12.07 | 15.74 | 15.06 | 14.06 |
| EBIT 增长率 | -17.09 | 20.97 | 23.65 | 24.40 |
| 净利润增长率 | -1.88 | 37.94 | 80.11 | 33.08 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 25.20 | 25.19 | 25.96 | 26.73 |
| 净利润率 | 8.38 | 9.98 | 15.63 | 18.23 |
| 总资产收益率 ROA | 2.30 | 2.96 | 4.96 | 6.13 |
| 净资产收益率 ROE | 3.78 | 5.06 | 8.57 | 10.68 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.70 | 2.32 | 2.28 | 2.26 |
| 速动比率 | 1.12 | 0.84 | 0.85 | 0.82 |
| 现金比率 | 0.38 | 0.20 | 0.23 | 0.24 |
| 资产负债率 (%) | 38.99 | 41.32 | 41.98 | 42.48 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 258.25 | 248.58 | 226.06 | 208.70 |
| 存货周转天数 | 139.64 | 130.04 | 128.58 | 129.11 |
| 总资产周转率 | 0.27 | 0.31 | 0.33 | 0.35 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.07 | 0.10 | 0.18 | 0.24 |
| 每股净资产 | 1.95 | 2.01 | 2.13 | 2.28 |
| 每股经营现金流 | 0.08 | 0.08 | 0.06 | 0.04 |
| 每股股利 | 0.04 | 0.06 | 0.10 | 0.13 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 78 | 56 | 31 | 23 |
| PB | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 49.32 | 41.43 | 33.99 | 27.65 |
| 股息收益率 (%) | 0.70 | 0.97 | 1.74 | 2.32 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 58 | 79 | 143 | 190 |
| 折旧和摊销 | 9 | 9 | 9 | 10 |
| 营运资金变动 | -30 | -55 | -76 | -107 |
| 经营活动现金流 | 65 | 62 | 45 | 33 |
| 资本开支 | -3 | -6 | -6 | -6 |
| 投资 | 116 | -189 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 121 | -182 | 69 | 99 |
| 股权募资 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -119 | 46 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -165 | -1 | -59 | -94 |
| 现金净流量 | 21 | -121 | 55 | 38 |

插图目录

| | |
|---------------------------------------------------------|---|
| 图 1: 公司营业收入及增速情况..... | 4 |
| 图 2: 公司归母净利润及增速情况..... | 4 |
| 图 3: 公司营收结构 (2023 年) | 4 |
| 图 4: 武汉钧恒的产品矩阵 | 6 |
| 图 5: 武汉钧恒营收及归母净利润情况..... | 6 |
| 图 6: 24Q1, Finisar (即 Coherent) 400/800G 出货量行业内居前 | 7 |
| 图 7: 传统分立式光模块 Vs. 硅光光模块 | 8 |
| 图 8: CIOE 2023 武汉钧恒携手新华三进行 LPO 光互联现场演示 | 9 |

表格目录

| | |
|------------------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 收购完成前后, 武汉钧恒的股权结构情况..... | 5 |
| 表 2: 光模块厂商全球排名情况 (Lightcounting, 2024/5) | 7 |
| 表 3: 营收预测表..... | 12 |
| 表 4: 汇绿生态的投资收益预测..... | 12 |
| 表 5: 公司传统园林业务所对应的可比公司估值..... | 13 |
| 表 6: 公司新布局的光模块业务所对应的可比公司估值 | 13 |
| 公司财务报表数据预测汇总..... | 15 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026