

光韵达重组：双向奔赴的病人

导语：仅易主半年，熟悉的“高溢价收购+低价定增”套路就都回来了。

作者：市值风云 App：白猫

激光行业凭借工业制造技术的升级以及新兴应用领域的不断延伸，近年来呈现快速增长态势。

光韵达 (300227.SZ) 是国内首家激光应用上市公司，其产品和服务目前主要应用于电子制造和航空制造两大领域，核心业务包括 3D 打印、柔性电路板激光成型、精密激光钻孔 (HDI)、精密激光模板、激光光源及关键零部件制造等。

公司上市 14 年，从 2020 年开始业绩持续走低，并在 2024 年首亏，扣非净利润-4800 万。

2025 年一季度，其扣非净利润同比再度暴跌 352%，仍未见转机。

翻阅公司公告后发现，其业绩下滑的同时，**资本运作却开始粉墨登场，频频上演。**

这背后向投资者透露了什么信号？是破局重生的“逆袭剧本”，还是击鼓传花的资本套利？

光韵达 - 净利润



| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 |
|---------------|---------|-------|---------|---------|---------|----------|---------|
| ● 归母净利润 (元) | 7208.7万 | 1.3亿 | 9154.5万 | 8006.8万 | 5681.6万 | -2736.7万 | 15.8万 |
| ● 扣非归母净利润 (元) | 6128.8万 | 1.1亿 | 7714.9万 | 7350.1万 | 3612.6万 | -4810.7万 | -520.5万 |
| ● 归母净利润YOY | 5.6% | 80.0% | -29.5% | -12.5% | -29.0% | -148.2% | -97.4% |
| ● 扣非归母净利润YOY | 14.9% | 87.3% | -32.8% | -4.7% | -50.8% | -233.2% | -352.1% |

一、陷入亏损，老板提桶跑路，易主仅耗资 2.3 亿

2024 年 9 月 27 日晚间，光韵达发布了两则重要公告。

一个是原控股股东以及实控人，提前终止 989 万股的减持计划。

光韵达的创始股东为侯若洪、姚彩虹、王荣。其中侯若洪、姚彩虹两人曾是夫妻关系，也是公司原控股股东以及实控人。

深圳光韵达光电科技股份有限公司（以下简称“公司”）于2024年7月16日披露了《关于公司控股股东暨实际控制人减持股份预披露公告》，公司原控股股东暨实际控制人侯若洪先生计划自上述公告披露之日起十五个交易日后的三个月内以集中竞价或大宗交易方式减持本公司股份不超过989万股（即不超过本公司剔除回购专用账户股份后的总股本的1.9997%）。

近日，公司收到侯若洪先生出具的《关于提前终止股份减持计划的告知函》，侯若洪先生决定提前终止上述减持计划。

(光韵达，公告编号：2024-056)

一个就是转让控制权。

牛市刚冒头，实控人便提桶跑路，走得可真够急的。是没有那个发财命？还是形势所迫，实在等不急了？

转让的具体内容为：

原实控人以及董事王荣将合计持有的公司 **21.7%** 股份对应所享有的表决权、提名和提案权、参会权、会议召集权、征集投票权以及除收益权和处分权之外的其他权利，不可撤销地全权委托隽飞投资行使；

同时合计将持有的公司股份 25,498,000 股（占公司总股本 **5.2%**）以 2.3 亿元转让给隽飞投资。每股转让价格为 **9.1 元/股**，相较于签署协议前一天 9 月 26 日收盘价 5.6 元溢价 **62.5%**。



此次变更后，侯若洪、姚彩虹双方合计持有公司 11.9% 的股份。公司控股股东变更为光韵达集团（隼飞投资），实控人变更为曾三林。

简而言之，曾三林通过“小比例持股+大比例表决权”的方式，仅耗资 2.3 亿元便实现对光韵达的控股。

单位：股

| 股东名称 | 本次权益变动前 | | | | 本次权益变动后 | | | |
|------|-------------|--------|-------------|--------|------------|--------|-------------|--------|
| | 持股数量 | 持股比例 | 表决权股份数量 | 表决权比例 | 持股数量 | 持股比例 | 表决权股份数量 | 表决权比例 |
| 侯若洪 | 59,319,626 | 11.99% | 59,319,626 | 11.99% | 44,490,626 | 9.00% | 0 | 0.00% |
| 王荣 | 29,103,841 | 5.88% | 29,103,841 | 5.88% | 23,178,841 | 4.69% | 0 | 0.00% |
| 姚彩虹 | 18,976,550 | 3.84% | 18,976,550 | 3.84% | 14,232,550 | 2.88% | 0 | 0.00% |
| 小计 | 107,400,017 | 21.72% | 107,400,017 | 21.72% | 81,902,017 | 16.56% | 0 | 0.00% |
| 隽飞投资 | 0 | 0.00% | 0 | 0.00% | 25,498,000 | 5.16% | 107,400,017 | 21.72% |

(20240928 光韵达，公告编号：2024-055)

易主后，原董事会成员全部退出，新面孔走马上任，目前由 36 岁的曾三林担任总裁，41 岁的程飞担任董事长。

2024 年 2 月，第五届董事会、监事会任期届满，公司进行了换届选举，并将董事会成员由 7 人变更为 5 人。换届选举后，原董事张宇锋先生、原独立董事张锦慧女士、黄琳女士、贺正生先生、原监事会主席朱鸣学先生任期届满后不再担任公司任何职务；原高管郑谦先生任期届满后不再担任高管职务，继续在子公司任职；第六届董事会成员分别是侯若洪先生、姚彩虹女士、王荣先生、黄雷先生、李毓麟先生，第六届监事会成员分别是刘长勇先生、陈永明先生、胡雪平女士。

2024 年 10 月，由于公司控制权发生变更，原董事侯若洪先生、王荣先生、姚彩虹女士，原独立董事黄雷先生、李毓麟先生因个人原因向董事会递交了辞职申请，辞去董事会及专业委员会的全部职务；原监事会主席刘长勇先生、监事陈永明先生因个人原因向监事会递交了辞职申请，辞去监事会的全部职务；原财务总监王军先生因个人原因向董事会递交了辞职申请，辞去财务总监职务，上述董监高原定任期均为 2027 年 2 月 28 日。公司补选了董事、监事，聘任了高管，并将董事会人数由 5 人变更为 7 人，目前董事会成员为：董事程飞先生、曾三林先生、吴巍先生、黄文娜女士、独立董事陈重先生、王京京女士、邵世风先生，监事会成员为：董石先生、刘恒豪先生、胡雪平女士，高级管理人员为：总裁曾三林先生、副总裁程鑫先生、副总裁暨财务总监凌志云先生、董事会秘书张洪宇先生。

(2024 年报)

程飞还是公司控股股东一方中除实控人以外的大股东。



(天眼查)

虽然轻股重权的方式降低了资本投入，且控制权变更初期的高溢价转让释放了积极信号，但从长远来看，这种治理结构意味着利益分享与风险承担失衡，不确定

性较大。

而且，曾三林与程飞两人实体产业从业经历不足，都缺乏激光行业经验，能带领公司应对业绩下滑的困境和残酷的行业竞争吗？

程飞先生，曾任浦发银行深圳分行客户经理，担任平安银行惠州分行中小企业部副总经理，兴业银行深圳分行信贷业务部总经理、深圳联合金控风险资产管理有限公司董事长联合创始人。2024年10月14日起任本公司董事长。

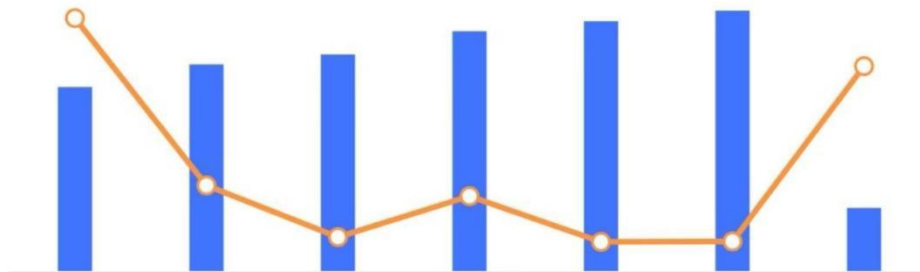
曾三林先生，曾任深圳广播电影电视集团编导及记者、深圳市中天迅通信技术有限公司董事、深圳市丰苑餐饮管理有限公司执行董事、总经理。现任深圳市隼山控股有限公司执行董事、总经理，深圳市光韵达投资控股集团有限公司董事，深圳市隼光投资控股有限公司董事。2024年10月14日起任本公司董事、总裁。

(2024 年报)

2019 年以来，公司营收一直在增长。

光韵达 - 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY

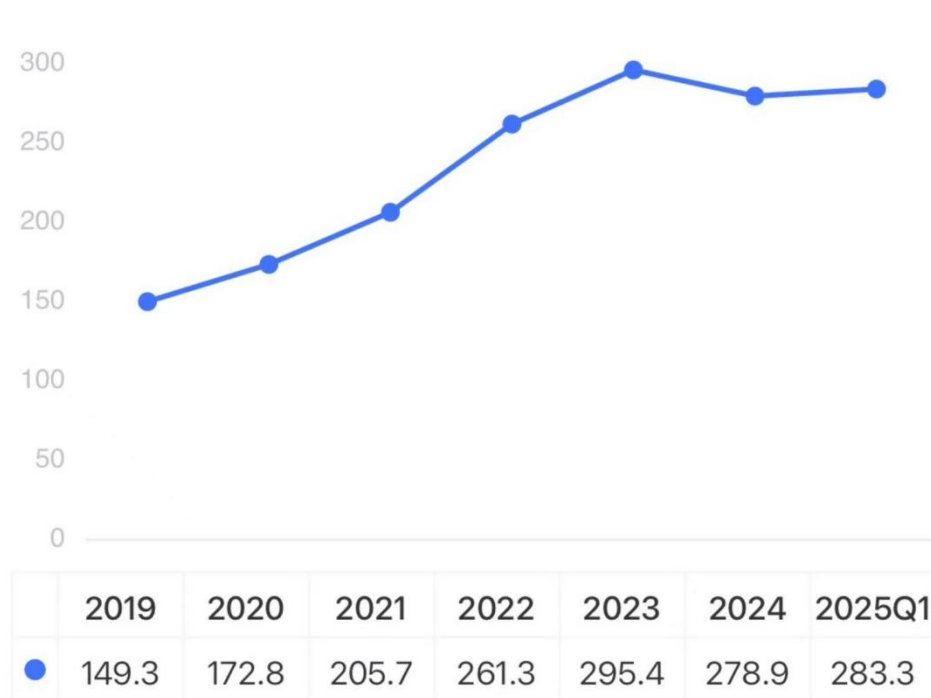


| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 |
|------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|
| ● 营业收入 (元) | 7.9亿 | 8.9亿 | 9.3亿 | 10.3亿 | 10.7亿 | 11.2亿 | 2.7亿 |
| ● 营收YOY | 36.2% | 12.2% | 4.9% | 10.7% | 4.2% | 4.2% | 29.3% |

但利润从 2021 年开始，便王小二过年一年不如一年，持续下滑直至亏损。

与此同时，公司资金周转效率堪忧，应收账款高企，现金周转天数不断被拉长，2024 年高达 280 天。

光韵达 – 现金循环天数



公司称是受大环境影响。

问：怎么做到业绩一年不如一年的，

回复：投资者您好，公司上市至 2020 年，业绩保持稳定增长，2021 年开始受行业大环境影响，出现了一些下滑，公司未来将努力做好业绩，力争重回上升通道。谢谢。

(20240508 光韵达投资者活动关系记录表)

在 2023 年报问询函中，公司花了几十页洋洋洒洒地验证了“存在即合理”。

综上所述，通过对本公司四类产品的单价、成本、销量及毛利的变动情况分析，本公司营业收入增长及毛利率的下滑是合理的。

话都说到这份儿上了，哪敢问公司还有什么投资价值呢？



就在大家要放弃公司的时候，公司又站出来说了：家人们，友友们，你有所不知，我们已经瞄准“一带一路”要进军新领域了。



请开始你的表演

二、IPO 折戟转并购，大撒币 6.5 亿？

入主约半年后的 2025 年 4 月 16 日，公司公告拟以现金方式收购亿联无限 100% 的股份，预计现金支付对价不超过 6.5 亿元。

按照亿联无限 2023 年 6 月底 2.3 亿的净资产测算，**增值率高达 185%**。

而且，6.5 亿对 10 年累计只能赚 4 亿出头的光韵达来说，可不是一个小数字！

亿联无限成立于 2012 年，是一家网络终端设备供应商，主要向海外卖光网络终端（俗称“光猫”）、路由器、DSL 终端等产品。近年业务聚焦于巴西、印度、马来西亚等“金砖国家”和“一带一路”国家。

| 产品名称 | 2023年1-6月 | | 2022年度 | | 2021年度 | | 2020年度 | |
|-------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 (万元) | 占比 (%) | 金额 (万元) | 占比 (%) | 金额 (万元) | 占比 (%) | 金额 (万元) | 占比 (%) |
| 光网络终端 | 18,515.67 | 65.81 | 51,026.95 | 64.95 | 23,162.09 | 53.22 | 16,661.50 | 44.54 |
| 无线路由器 | 5,791.38 | 20.58 | 20,055.69 | 25.53 | 10,517.50 | 24.17 | 12,166.81 | 32.52 |
| DSL终端 | 2,034.19 | 7.23 | 3,362.68 | 4.28 | 5,086.20 | 11.69 | 5,945.26 | 15.89 |
| 其他 | 1,793.75 | 6.38 | 4,113.20 | 5.24 | 4,753.13 | 10.92 | 2,634.55 | 7.04 |
| 合计 | 28,134.98 | 100.00 | 78,558.52 | 100.00 | 43,518.92 | 100.00 | 37,408.11 | 100.00 |

(亿联无限招股说明书)

公司称拟通过收购切入网络通信设备制造市场,完成公司智能设备制造业务在电子制造产业链上下游的整合,拓展海外市场,培育新的利润增长点。

事实上,就在2024年3月,亿联无限IPO遭终止,闯关创业板失败。

从进度来看,是在深交所发出第2轮审核问询函后,还未回复,亿联无限便撤回了申请。

问询与回复

| 序号 | 内容 | 更新日期 |
|----|-----------------------|------------|
| 1 | 已发出第2轮审核问询函 | 2024-01-29 |
| 2 | 发行人及保荐机构回复意见.pdf | 2024-01-17 |
| 3 | 2 会计师事务所回复意见.pdf | 2024-01-17 |
| 4 | 3 律师事务所补充法律意见书(一).pdf | 2024-01-17 |
| 5 | 已发出第1轮审核问询函 | 2023-07-23 |

(深交所发行上市审核信息公开网站)

深交所在首轮问询函中对亿联无限提出了14类问题,涉及行业增长空间与创业板定位、实际控制人认定的准确性、股权代持解除与股权清晰稳定、境外销售是否真实、研发费用的准确性、毛利率、成本、现金分红与募集资金补流等。

| | |
|----------------------------|-----|
| 1.关于行业增长空间与创业板定位..... | 3 |
| 2.关于实际控制人认定的准确性..... | 54 |
| 3.关于股份代持解除与股权清晰稳定..... | 69 |
| 4.关于境外销售是否实现真实销售、最终销售..... | 88 |
| 5.关于收入与主要客户..... | 170 |
| 6.关于研发费用归集的准确性..... | 199 |
| 7.关于毛利率..... | 249 |
| 8.关于成本..... | 272 |
| 9.关于原材料与主要供应商..... | 283 |
| 10.关于历史沿革和申报前新引入股东..... | 323 |
| 11.关于现金分红与募集资金补流..... | 390 |
| 12.关于特殊股东权利条款..... | 399 |
| 13.关于其他事项..... | 405 |
| 14.关于信息披露..... | 426 |

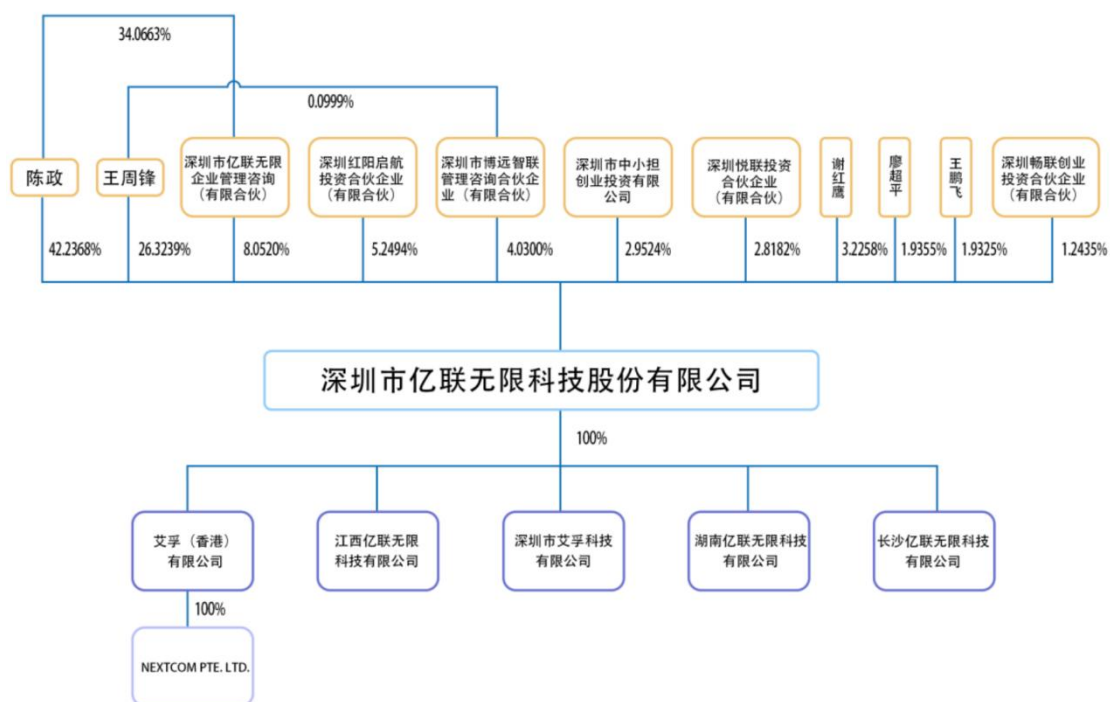
(亿联无限：发行人及保荐机构回复意见)

不如咱们来扒一扒这亿联无限到底是什么来头，值得公司如此大撒币！



三、持续成长存疑，大额分红 6500 万又募资补流 1 亿

从亿联无限的股权架构来看，控股股东、实控人陈政合计持有公司 45%的股份，合计控制公司 50.3%的股份。



(亿联无限招股说明书)

从前十大股东来看，外部投资者中仅中小担创投为专业投资机构、同时也是国有法人股东，其余主要为个人投资者以及个人投资者组建的合伙企业，其中廖超平、谢红鹰都是申报前十二个月突击入股。

| 序号 | 股东名称 | 持股数量 (万股) | 持股比例 (%) | 取得股份的时间 | 入股价格 | 定价依据 |
|----|------|--------------|-------------|----------|-------------------|---------------------|
| 1 | 廖超平 | 96.7742 | 1.94 | 2022年7月 | 14.14元/1元 注册资本 | 2021年扣非归母净利润的14.03倍 |
| 2 | 谢红鹰 | 161.2903 | 3.23 | 2022年12月 | 20元/1股 | 2022年扣非归母净利润的7.13倍 |
| 合计 | | 258.0645 | 5.16 | | | |

(亿联无限招股说明书)

2021年、2022年及2023年上半年，亿联无限的营收分别为4.4亿元、7.9亿元及2.8亿元，扣非归母净利分别为2424万元、8418万元及4205万元。

其中2022年，亿联无限业绩实现跨越式的增长，营收同比增长81%。根据亿联无限的回复，2022年，主要是来印度、P国、墨西哥地区的大客户采购大幅增长，导致公司营收大幅增长。

其中印度恰逢 2022 年政策目标冲刺期。而 P 国，受地缘政治影响，以欧美为主的各大电信设备商先后撤出 P 国市场，短期内留下了较大的市场空白。

直白得说，这一年的增长，7 成是狗屎运。

| 法律政策 | 国家或地区 | 时间 | 主要内容 |
|------------------|-------|--------|---|
| 《国家数字通信政策》2018 版 | 印度 | 2018 年 | <p>《国家数字通信政策》2018 版中，除明确通信产业长期发展方向外，亦提出了 2022 年需达到的阶段性目标。</p> <p>长期目标：以数字基础设施促进国家发展，改善国民生计；为国民提供宽带普遍接入服务；建设数字印度，提升经济效率，促进经济发展；促进新技术的发展应用。</p> <p>至 2022 年阶段性目标：为个人提供不低于 50Mbps 的宽带接入；为所有聚居区提供不低于 10Gbps 的宽带接入；为所有重要机构提供不低于 100Mbps 的宽带接入；50%的家庭接入固定宽带；实施“光纤优先计划”，推进光纤进入机构、企业、家庭；鼓励所有新建楼宇布设光纤设施。</p> |

(招股说明书)

长远来看，“金砖国家”和“一带一路”国家光网络尚处于初步发展阶段，市场潜力较大。

但是这些国家的电信运营商分散，单一运营商的光网络用户规模相对较少，因此其需求相对分散。其中巴西、印度等国，虽然其市场已向国际电信巨头开放，但现阶段国际运营商并未占据绝对市场份额，招股书显示该竞争格局将长期存在。

招股书显示，2022 年公司产品在全球市场占有率也仅有 2%。

公司的下游客户主要为不同国家和地区的通信设备品牌商或电信运营商，报告期内，前五大客户占比近 7 成。在单一市场主要依赖单一客户，是一件非常危险的事：如果客户业务发展受阻，将直接导致其在该国市场的成长性受限。

此外，光猫、路由器等产品使用寿命一般为 3-5 年，这意味着复购率较低。从 2023 年上半年的营收来看，年化后相较 2021 年没啥增长，增长压力显现。

据招股书，亿联无限拟募资 2.68 亿元用于长沙生产制造基地建设项目和研发中心建设项目，募资 1 亿元用于补流。

但其在报告期内却现金分红高达 6504 万元。

哈哈哈哈哈，想的倒挺美的。



单位：万元

| 项目名称 | 项目投资总额 | 拟投入募集资金金额 | 备案文号 | 环评批复 |
|--------------|-----------|-----------|---------------|-------------------|
| 长沙生产制造基地建设项目 | 21,443.61 | 21,443.61 | 望经投备【2023】4号 | 长环评（望经开）【2023】19号 |
| 研发中心建设项目 | 5,346.24 | 5,346.24 | 望经投备【2023】14号 | 不涉及 |
| 补充流动资金 | 10,000.00 | 10,000.00 | 不涉及 | 不涉及 |
| 合计 | 36,789.85 | 36,789.85 | - | - |

单位：万元

| 分红时间 | 分红金额 | 分红所属期间 | 分红期间净利润 | 分红比例 |
|-----------------|----------|-----------|----------|--------|
| 2020年12月 | 2,200.00 | 成立至2019年末 | 2,720.40 | 80.87% |
| 2021年5月 | 704.00 | 2020年度 | 2,223.77 | 31.66% |
| 2022年1月、5月 | 1,100.00 | 2021年度 | 2,781.26 | 39.55% |
| 2022年7月、2023年4月 | 2,500.00 | 2022年度 | 8,417.29 | 29.70% |

(亿联无限招股说明书)

值得一提的是，此次亿联无限 IPO 失败，触发了对赌协议，实控人陈政以及第

二大股东王周锋面临回购中小担创投股份的压力——以中小担创投 2021 年向公司增资 1000 万元作为基数、按照年化 8% 单利、以现金形式履行回购义务。

招股书显示，如果公司未能在 2023 年 12 月 31 日前递交 A 股 IPO 申报材料并获得审核机构受理的或未能在 2024 年 12 月 31 日前实现合格首次公开发行股票并上市的；以及在其他特定情形下，中小担创投有权要求陈政、王周锋回购其所持有的公司股权。

中小担创投持有发行人 147.6206 万股股份，占发行人股份总数的 2.9524%。恢复条款关于申报时间、上市时间的限定，如果触发中小担创投要求陈政、王周锋履行股权回购，陈政、王周锋应以中小担创投 2021 年向公司增资 1,000 万元作为基数、按照年化 8% 单利、以现金形式履行回购义务。根据陈政、王周锋持有发行人股份价值以及个人财产状况，即便该等对赌条款触发并履行，陈政、王周锋能够承担该等股权回购。回购将相应增加陈政、王周锋对公司股份的持有，根据中小担 2.95% 的持股比例，如陈政回购，陈政在回购后的持股比例将从 44.87% 上升至 47.82%，对公司的表决权比例将从 50.29% 上升至 53.24%；如王周锋回购，王周锋在回购后的持股比例将从 26.32% 上升至 29.27%，对公司的表决权比例将从 30.35% 上升至 33.30%，王周锋持股比例的提升，不会影响陈政对公司的控制权。

(问询回复函)

所以，亿联无限是典型的 IPO 失败转并购标的，光韵达现金收购方案为其提供了快速变现渠道。此外，对赌压力一定程度上迫使亿联无限大股东寻求并购退出。

从意向收购方案来看，业绩承诺条件设置较为宽松：陈政和王周锋承诺亿联无限 2025 年、2026 年及 2027 年的扣非净利润分别不低于 4500 万元、6000 万元以及 7500 万元。

而在 2022 年及 2023 年上半年，亿联无限的扣非净利润分别为 8418 万元、4205 万元。

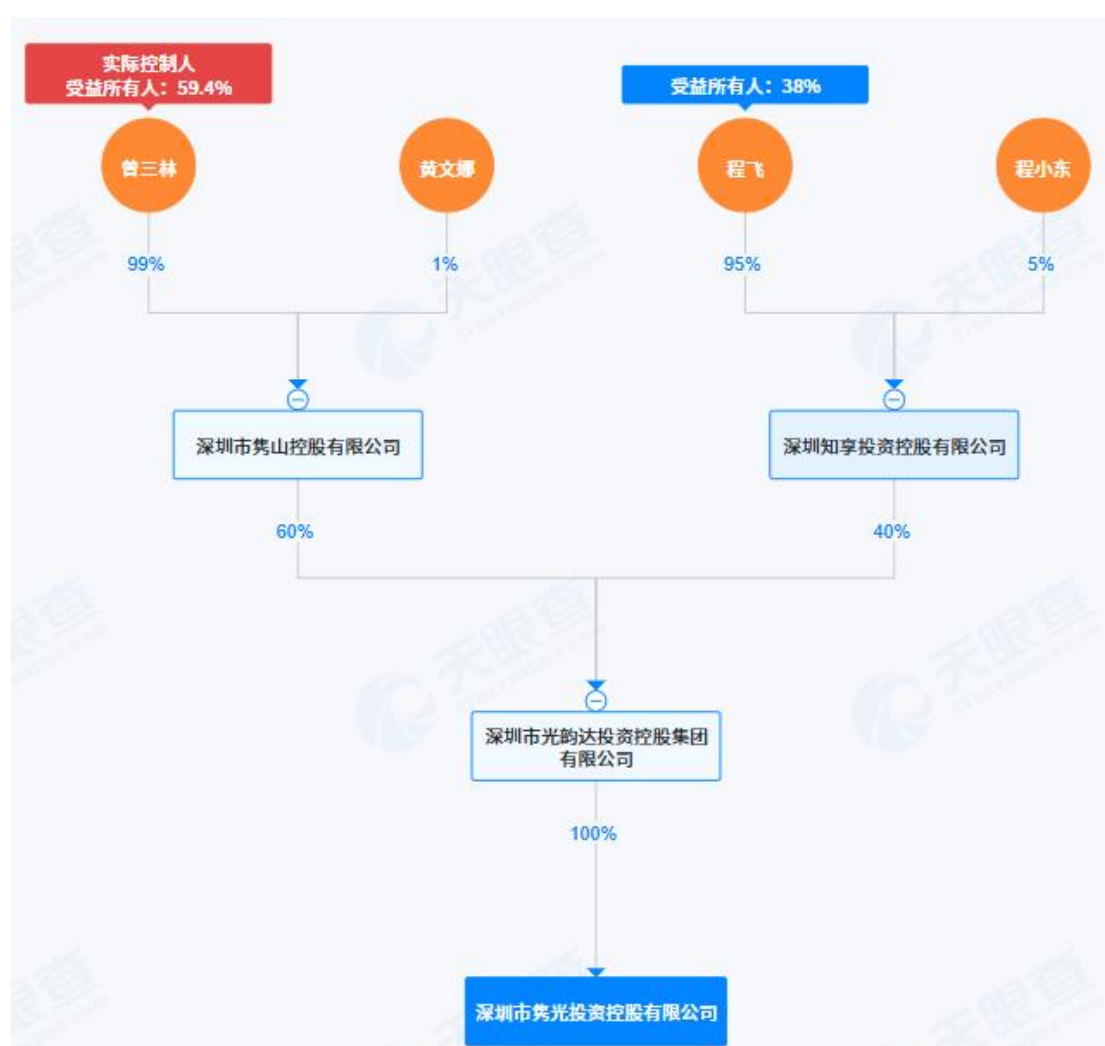
可是呢，光韵达也没钱呐！公司常年无法自我造血，截止 2025 年 1 季度末，有息负债率 30.9%，货币资金占资产比重 13.3%，账上货币资金余额 3.9 亿。

囊中羞涩下，怎么才能用“一本万利”的方式拿出这 6.5 亿呢？

四、控股股东拟低价定增，财务压力剧增

其实在意向收购之前，公司便筹划定增了。2024 年 12 月，公司公告拟向控股股东的全资子公司隽光投资发行股票。

该预案的发行价格确定为 7.74 元股。公告称本次发行主要是控股股东进一步增强公司控制权的稳定性，同时为上市公司注入现金流，增强公司资金实力。



(天眼查)

不过在 2025 年 2 月，发行股票的价格调整为 6.41 元/股，拟认购股数不超过 5800 万股，发行股票募集资金总额不超 3.72 亿元，募资净额拟全部用于补充流

动资金。

对于控股股东而言，进一步扩大了持股比例。但如果要完成此次现金收购，光韵达必定再加杠杆、增加贷款。

结语

分析下来，可以看出新实控人明显是资本扩张逻辑，而非主业强化。

光韵达当前经营状况恶劣，却要斥资 6.5 亿收购一家与主业没啥关系的公司。

表面上看，亿联无限的加入将直接对公司的业绩起到拉升作用，但面对债务泰山压顶、商誉剧增，业务一旦受阻，公司又应如何应对呢？

而且曾三林与程飞两人缺乏实体从业经验，抛开地缘政治冲突不说，从国内到国外，从激光技术转向通信应用，如何带领公司做到资源整合以及技术路径上的协同？

从火速易主、低价定增到此次高价收购 IPO 失败标的这一系列资本布局来看，以曾三林为代表的新团队是有备而来。

不过这背后到底是资本套利，还是真能带来实质性经营改善呢？

风云君只能眉头紧锁、翻个白眼：马什么梅呀？



马什么梅啊