

控股武汉钧恒，公司将持续受益 AI 数据中心需求提升

2025 年 11 月 03 日

► **事件：**2025 年 10 月 28 日，汇绿生态发布 2025 年三季度报告，前三季度实现营业收入约 10.81 亿元，同比增长 206.15%；实现归属于上市公司股东的净利润约 0.52 亿元，同比增长 96.96%；基本每股收益 0.07 元，同比增长 97.92%。

► **与钧恒并表营收同比大幅上升，毛利率同环比均出现下滑。**2025Q3 单季度公司实现营业收入 3.85 亿元，同比增长 356.13%，环比下降 0.41%，同比大幅上升系收购武汉钧恒并表后所致；2025Q3 单季度实现归母净利润 0.14 亿元，同比增长 6.80%，环比下降 19.66%；实现销售毛利率 16.02%，较 2024Q3 的 19.39% 和 2025Q2 的 22.89% 同环比均出现下滑。

► **收购武汉钧恒资产持续推进中。**武汉钧恒 2012 年成立，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、国家级专精特新企业。武汉钧恒成立之初主要从事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，且随着下游云计算、AIGC、5G 通讯等市场快速增长，民用光模块已经成为公司盈利来源的主要产品。武汉钧恒民用光模块产品覆盖 10G 至 800G 速率，以适用短距离的多模产品为主，广泛应用于 AI（人工智能）、HPC（高性能计算）、IDC（数据中心）、光纤通信等领域。2025 年 2 月资产重组完成后，汇绿生态已持有武汉钧恒 51.00% 股权，2025 年 9 月，公司发布增发初次预案，拟通过购买钧恒科技 49% 的股权，进一步增强对武汉钧恒的控制，强化公司在光模块行业的产业布局。

► **光模块新锐企业，受益 AI 浪潮。**根据 LightCounting 预测，光模块的全球市场规模在 2024-2029 年或将以 22% 的 CAGR 保持增长，2029 年有望突破 370 亿美元；从中国市场来看，2024 年中国光模块市场规模为 606 亿元左右，预计 2025 年将达到 670 亿元。未来，随着 AI、数据中心的发展推动、光纤接入市场持续扩容、5G 技术的推动以及新兴产业的发展带动光通信市场的发展，都有助于光模块行业迎来快速增长。

► **投资建议：**考虑到 AI 驱动下高端光模块需求持续高企，我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 14.16/20.57/28.66 亿元，实现归母净利润 0.81/1.21/1.68 亿元（暂时不考虑武汉钧恒全部并表），对应 PE 为 174/117/84 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**AI 领域发展进度及需求不及预期，行业竞争加剧，中美贸易摩擦，北美云厂商资本开支不及预期等。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

18.05 元

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majawei@glms.com.cn

研究助理 朱正卿

执业证书：S0100123120001

邮箱：zhuzhengqing@glms.com.cn

相关研究

1. 汇绿生态 (001267.SZ) 公司点评：增资优质光模块公司武汉钧恒，持股比例将提升至 35%-2024/10/01

2. 汇绿生态 (001267.SZ) 公司动态报告：切入高成长光模块赛道，未来大有可为-2024/08/12

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	587	1,416	2,057	2,866
增长率 (%)	-14.3	141.2	45.3	39.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	65	81	121	168
增长率 (%)	13.8	24.6	48.3	39.3
每股收益 (元)	0.08	0.10	0.15	0.21
PE	217	174	117	84
PB	9.1	8.8	8.5	8.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	587	1,416	2,057	2,866
营业成本	431	1,026	1,438	2,016
营业税金及附加	3	7	10	14
销售费用	6	18	25	34
管理费用	60	113	165	229
研发费用	4	42	62	86
EBIT	66	195	344	470
财务费用	18	26	37	44
资产减值损失	1	-15	-19	-26
投资收益	27	7	0	0
营业利润	75	161	287	400
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	78	161	287	400
所得税	12	26	46	64
净利润	66	136	241	336
归属于母公司净利润	65	81	121	168
EBITDA	75	226	396	522

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	329	438	472	558
应收账款及票据	639	1,357	1,691	2,200
预付款项	3	4	6	9
存货	219	669	860	1,038
其他流动资产	1,024	1,025	1,269	1,472
流动资产合计	2,214	3,493	4,298	5,277
长期股权投资	270	5	5	5
固定资产	30	180	180	180
无形资产	0	60	60	60
非流动资产合计	530	716	715	715
资产合计	2,744	4,208	5,013	5,992
短期借款	436	594	744	824
应付账款及票据	536	1,140	1,458	1,988
其他流动负债	95	151	195	250
流动负债合计	1,067	1,885	2,397	3,062
长期借款	93	285	385	435
其他长期负债	19	78	78	78
非流动负债合计	112	362	462	512
负债合计	1,180	2,247	2,860	3,575
股本	277	277	277	277
少数股东权益	3	358	478	646
股东权益合计	1,565	1,961	2,154	2,417
负债和股东权益合计	2,744	4,208	5,013	5,992

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.28	141.16	45.29	39.34
EBIT 增长率	-19.63	195.60	75.95	36.80
净利润增长率	13.85	24.62	48.33	39.29
盈利能力 (%)				
毛利率	26.57	27.54	30.07	29.66
净利率	11.12	5.75	5.87	5.87
总资产收益率 ROA	2.38	1.93	2.41	2.81
净资产收益率 ROE	4.18	5.08	7.21	9.49
偿债能力				
流动比率	2.07	1.85	1.79	1.72
速动比率	0.95	0.99	0.93	0.92
现金比率	0.31	0.23	0.20	0.18
资产负债率 (%)	42.98	53.40	57.04	59.66
经营效率				
应收账款周转天数	359.90	251.43	265.04	242.70
存货周转天数	176.23	155.82	191.28	169.47
总资产周转率	0.22	0.41	0.45	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.10	0.15	0.21
每股净资产	1.99	2.04	2.13	2.26
每股经营现金流	0.09	-0.32	-0.09	0.16
每股股利	0.05	0.06	0.09	0.13
估值分析				
PE	217	174	117	84
PB	9.1	8.8	8.5	8.0
EV/EBITDA	195.82	65.43	37.36	28.29
股息收益率 (%)	0.28	0.34	0.51	0.71

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	66	136	241	336
折旧和摊销	9	31	52	52
营运资金变动	-21	-465	-462	-379
经营活动现金流	74	-254	-73	129
资本开支	-8	-431	-47	-47
投资	-227	264	0	0
投资活动现金流	-230	34	-47	-47
股权募资	0	0	0	0
债务募资	242	354	250	130
筹资活动现金流	190	329	155	3
现金净流量	34	109	35	85

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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
	行业评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048