

霍莱沃(688682)

报告日期: 2023年04月25日

## 一季度业绩增长 49%，受益低轨卫星+隐身装备行业发展

### ——霍莱沃点评报告

事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报

#### 2022 年、2023 年一季度公司归母净利分别同比增长-17%、49%

公司 2022 年共实现营收 3.36 亿元, 同比增长 2%; 实现归母净利 0.5 亿元, 同比减少 17%。2023 年一季度公司实现营收 0.76 亿元, 同比增长 40%; 实现归母净利 0.04 亿元, 同比增长 49%。

#### 业绩低点逐渐过去, 业务扩张下公司费用有所提升

1) 公司业务偏项目制, 需人员到客户现场进行实施及交付, 2022 年疫情影响公司产品交付。22Q2-23Q1 公司营收同比增速分别为 30%、21%、-17%、40%, 归母净利同比增速分别为 19%、-5%、-23%、49%, 一季度环比改善明显。

2) 2022 年公司毛利率、净利率分别达到 41.83%、18.39%, 同比下滑 0.74、1.83pct, 主要系公司加大对 CAE 仿真软件和相控阵产品等新兴业务的投入。2022 年公司研发费用率 13.37%, 同比增长 3.98pct; 销售费用率 4.27%, 同比增长 0.71pct; 管理费用率 8.68%, 同比提升 0.2pct; 财务费用率-0.67%, 同比下降 0.88pct, 主要系汇兑波动形成的汇兑收益所致。

#### 电磁测量: 受益行业高景气, 立足相控阵测量品类横向扩展

1) 相控阵测量: 相控阵测量作为公司目前核心主业, 市场份额行业领先, 未来有望持续受益相控阵雷达应用边界的不断扩展。

2) 雷达散射截面测量: 22 年 4 月公司公告 3.3 亿大额合同, 标志雷达散射截面测量业务走向成熟, 未来将充分受益隐身装备行业的发展, 实现从 1-N 的跨越。

3) 射频测量: 公司收购弘捷电子 51% 股权。弘捷电子重点面向卫星领域提供射频微波部组件测量、微放电测量系统, 有望不断受益我国低轨卫星建设。

#### 电磁仿真: 电磁 CAE 仿真核心供应商, 国产替代进程下公司持续受益

1) 根据中商产业研究院及 IDC 数据, 2021 年我国 CAE 市场达 21 亿元, 近三年复合增速 14%, 同时行业国产化率仅为 15%, 国产替代空间广阔。

2) 公司下游主要面向国防等高端领域用户, 发布的 RDSim 在电磁细分领域形成国产替代, 知识产权保护与自主可控要求下, 公司电磁仿真业务未来可期。

#### 相控阵产品: 依托电磁测量仿真优势, 有望打开公司第二增长曲线

作为业内少数同时从事电磁仿真和测量业务的企业, 公司拥有多年仿真总体设计及相控阵校准优化的经验积累, 在向下游相控阵产品扩展上具备先天优势, 未来有望实现从十亿级校准测试市场向百亿级相控阵产品市场的延伸。

#### 霍莱沃: 预计 2023-2025 年归母净利复合增速 48%

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.90、1.26、1.65 亿元, 同比增长 78%、40%、31%, CAGR=48%, 对应 PE 为 50/36/27 倍, 维持“买入”评级。

#### 风险提示: 1) 特种行业订单波动风险; 2) 相控阵产品等新业务开拓不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	336	521	737	960
(+/-) (%)	2%	55%	42%	30%
归母净利润	50	90	126	165
(+/-) (%)	-17%	78%	40%	31%
每股收益(元)	0.97	1.73	2.42	3.17
P/E	89	50	36	27
ROE	8%	13%	15%	17%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 刘村阳

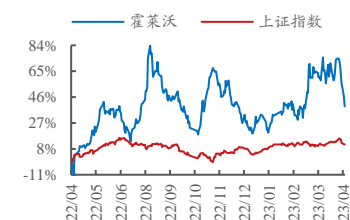
执业证书号: S1230522100001

liucunyang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 86.20
总市值(百万元)	4,477.90
总股本(百万股)	51.95

#### 股票走势图



#### 相关报告

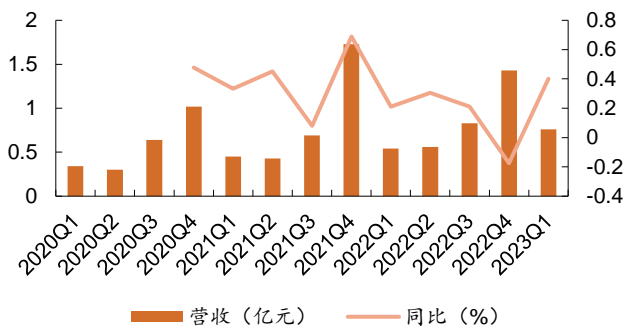
- 《业绩低点已过, 电磁测量仿真民企龙头品类拓展将提速》 2023.03.07
- 《电磁测量仿真领航者, 看好公司品类拓展与产业链延伸 ——霍莱沃更新报告》 2022.11.17
- 《受益科技创新与核心技术自主可控, CAE 软件国产替代正当时 ——霍莱沃点评报告》 2022.10.17

## 1 业绩低点逐渐过去，业务扩张下公司费用有所提升

公司 2022 年共实现营收 3.36 亿元，同比增长 2%；实现归母净利 0.5 亿元，同比减少 17%。单季度看，四季度公司实现营收 1.43 亿元，同比减少 17%；实现归母净利 0.31 亿元，同比减少 23%。公司业务偏项目制，需人员到客户现场进行实施及交付，上半年上海疫情及下半年全国疫情均对公司造成较大影响。

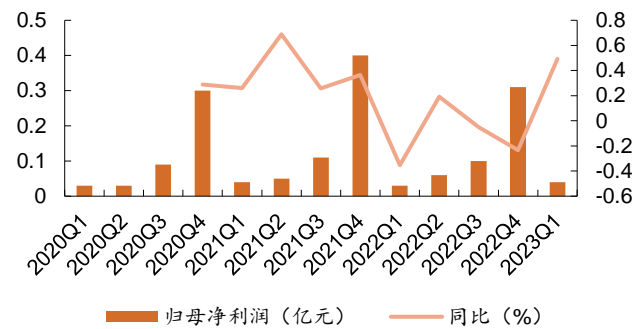
2023 年一季度公司实现营收 0.76 亿元，同比增长 40%；实现归母净利 0.04 亿元，同比增长 49%。22Q2-23Q1 公司营收同比增速分别为 30%、21%、-17%、40%，归母净利同比增速分别为 19%、-5%、-23%、49%，一季度环比改善明显。

图1：公司 2022 年/2023Q1 营收同比增长 2%/40%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：公司 2022 年/2023Q1 归母净利同比增长-17%/49%

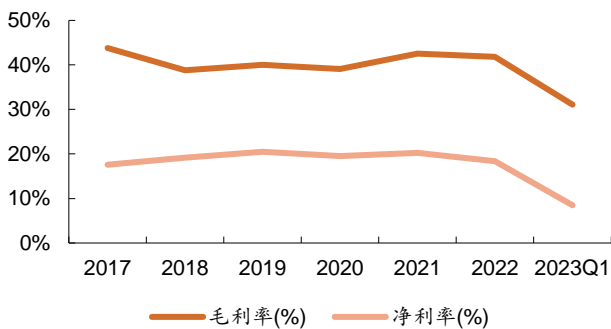


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**盈利能力：** 2022 年公司毛利率、净利率分别达到 41.83%、18.39%，同比下滑 0.74、1.83pct，主要系公司加大对 CAE 仿真软件和相控阵产品等新兴业务的投入。

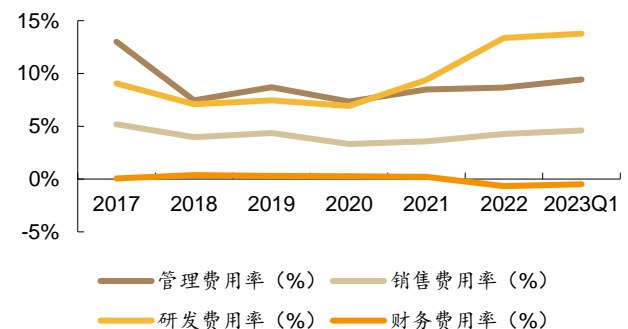
**期间费用：** 2022 年公司研发费用率 13.37%，同比增长 3.98pct；销售费用率 4.27%，同比增长 0.71pct；管理费用率 8.68%，同比提升 0.2pct；财务费用率-0.67%，同比下降 0.88pct，主要系汇兑波动形成的汇兑收益所致。

图3：公司 2022 年毛利率、净利率同比下滑 0.74、1.83 pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：公司 2022 年期间费用率 25.65%，同比提升 4 pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1: 可比公司估值 (市值数据截至 2023 年 4 月 25 日收盘)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
001270.SZ	铖昌科技	132	1.33	2.01	2.73	3.49	100	66	48	38	
301050.SZ	雷电微力	125	2.77	4.14	6.07	-	45	30	21	-	
688283.SH	坤恒顺维	48	0.81	1.19	1.65	2.32	60	41	29	21	
		PE 平均值						68	46	33	29
688682.SH	霍莱沃	45	0.50	0.90	1.26	1.65	89	50	36	27	

资料来源: 表中霍莱沃为浙商证券研究所测算, 其余来自 Wind 一致盈利预测

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	768	957	1174	1453
现金	91	119	191	298
交易性金融资产	366	384	375	380
应收账款	181	286	388	493
其它应收款	4	6	9	11
预付账款	39	60	85	110
存货	46	74	95	129
其他	40	27	31	33
<b>非流动资产</b>	137	139	155	165
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	7	5	6	6
固定资产	29	34	42	48
无形资产	16	20	25	28
在建工程	0	0	0	0
其他	84	80	82	82
<b>资产总计</b>	904	1096	1329	1618
<b>流动负债</b>	215	325	432	553
短期借款	3	19	3	3
应付款项	120	181	242	327
预收账款	25	45	60	80
其他	67	80	127	144
<b>非流动负债</b>	13	9	10	11
长期借款	0	0	0	0
其他	13	9	10	11
<b>负债合计</b>	228	335	442	564
少数股东权益	30	44	62	84
归属母公司股东权益	646	717	825	971
<b>负债和股东权益</b>	904	1096	1329	1618

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	20	51	108	132
净利润	62	104	144	187
折旧摊销	8	4	5	6
财务费用	(2)	(0)	(1)	(4)
投资损失	(7)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(61)	(25)	(20)	(31)
其它	20	(23)	(11)	(17)
<b>投资活动现金流</b>	(2)	(19)	(3)	(11)
资本支出	(12)	(7)	(10)	(10)
长期投资	(0)	4	(2)	0
其他	10	(15)	10	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	(22)	(5)	(33)	(15)
短期借款	(2)	17	(17)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(19)	(21)	(16)	(15)
<b>现金净增加额</b>	(3)	27	72	107

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	336	521	737	960
营业成本	196	302	424	548
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	14	20	29	37
管理费用	29	41	58	75
研发费用	45	62	88	115
财务费用	(2)	(0)	(1)	(4)
资产减值损失	11	5	11	19
公允价值变动损益	1	1	2	1
投资净收益	7	9	9	9
其他经营收益	9	10	12	13
<b>营业利润</b>	59	109	149	188
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	59	109	149	188
所得税	(3)	5	5	2
<b>净利润</b>	62	104	144	187
少数股东损益	11	14	18	22
<b>归属母公司净利润</b>	50	90	126	165
EBITDA	65	113	153	191
EPS (最新摊薄)	0.97	1.73	2.42	3.17

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.02%	54.90%	41.62%	30.20%
营业利润	-22.29%	85.89%	37.00%	26.23%
归属母公司净利润	-17.25%	78.32%	39.96%	30.83%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.83%	42.00%	42.55%	42.88%
净利率	18.39%	19.95%	19.50%	19.43%
ROE	7.77%	12.50%	15.27%	16.96%
ROIC	9.20%	13.93%	17.10%	18.73%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.21%	30.53%	33.28%	34.83%
净负债比率	3.80%	6.66%	1.50%	1.24%
流动比率	3.56	2.94	2.72	2.63
速动比率	3.35	2.71	2.50	2.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.38	0.52	0.61	0.65
应收账款周转率	2.02	2.35	2.27	2.19
应付账款周转率	2.05	2.17	2.19	2.12
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.97	1.73	2.42	3.17
每股经营现金	0.38	0.98	2.07	2.54
每股净资产	12.44	13.81	15.87	18.68
<b>估值比率</b>				
P/E	88.83	49.81	35.59	27.20
P/B	6.93	6.24	5.43	4.61
EV/EBITDA	57.08	35.91	26.03	20.38

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>