

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

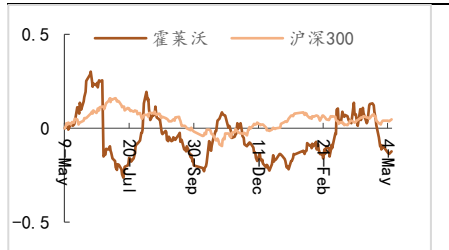
郭祥祥

研究助理

guoxiangxiang1@sczq.com.cn

电话：010-8115 2675

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	83.71
一年内最高/最低价(元)	117.78/65.49
市盈率(当前)	83.96
市净率(当前)	6.67
总股本(亿股)	0.52
总市值(亿元)	43.49

资料来源：聚源数据

相关研究

.
. .
. .

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 3.36 亿元，同比+2.02%，实现归母净利润 0.50 亿元，同比-17.25%。2023 年一季度，公司实现营业收入 0.76 亿元，同比+40.20%，实现归母净利润 419.01 万元，同比+49.14%。
- **2022 年电磁测量系统业务交付受外界环境影响，公司整体业绩承压。**分季度看：2022Q1-Q4 分别实现营业收入 0.54/0.56/0.83/1.43 亿元，分别同比+21.10%/+30.47%/+21.02%/-17.50%。2022Q1-Q4 分别实现归母净利润 0.03/0.06/0.10/0.31 亿元，分别同比-35.30%/+19.15%/-5.04%/-23.27%。2022 年分产品看：电磁测量系统业务实现营业收入 2.41 亿元，同比-8.05%，主要因产品交付受外部环境变化影响。毛利率 41.54%，同比+0.01pct。通用测试业务实现营收 0.43 亿元，同比+35.99%，系通用测试业务和客户的沟通工作相对简单，受外界环境影响较小。毛利率 15.12%，同比-0.62pct。电磁场仿真分析验证业务实现营收 0.42 亿元，同比+28.39%，系三维电磁仿真软件、复杂电磁环境仿真软件以及半实物仿真系统等核心产品下游需求明显提升。毛利率 60.89%，同比-10.47pct。
- **2022 年研发费用保持较快增长，净利率略有下降。**2022 年，公司期间费用率为 25.64%，同比+4.01pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.70pct/+0.20pct/+3.97pct/-0.88pct。2022 年，公司研发费用 0.45 亿元，同比+45.20%。2022 年末，公司研发人员数量 75 人，同比+53.06%。公司重点针对电磁仿真验证业务板块的核心产品三维仿真软件、复杂电磁环境仿真软件进行了研发迭代，在相控阵产品领域持续开展多款样机的迭代研发工作，在电磁测量系统领域进行了动态散射测量系统以及测量系统内的多个关键硬件的研发。2022 年，公司整体净利率为 18.39%，同比-1.83pct。2023Q1 公司净利率 8.48%，同比-0.55pct。
- **存货、合同负债均有提升，或预示下游需求旺盛。**2023Q1 公司存货 0.56 亿元，较年初增长 20.28%，合同负债 0.39 亿元，较年初增长 51.67%。公司募投项目中的研发中心升级建设项目和 5G 大规模天线智能化测试系统产业项目累计投入进度分别为 20.39%、26.41%，预计达到预定可使用状态的日期分别为 2022 年和 2023 年；数字相控阵测试与验证系统产业化项目由于场地原因暂未开始投入。未来随产能爬坡，公司收入规模有望不断扩大。
- **投资建议：**公司长期致力于电磁场领域 CAE 仿真及校准测量软件、系统的自主研发和应用，在多个细分领域形成了业内领先的技术优势。在电磁场仿真业务板块，公司可为用户提供高频电磁场仿真问题的全套解决方案，并持续推动 CAE 软件的自主研发和国产替代。在电磁场测量系统业务板块，公司达到国际先进水平的技术优势，可帮助雷达、电子对抗、通信领域的客户精确、快速地实现性能指标测量及优化。在相控阵产品业务板块，公司为客户提供相控阵天线阵面原型机的研制任务，顺利完成关键技术节点，为未来交付奠定坚实的基础。我们预测公司 2023 年-2025 年净利润分别为 0.74 亿元、1.04 亿元、1.42 亿元，对应 PE 分别为 58.5、41.8、30.5。首次覆盖，给予“增持”评级。

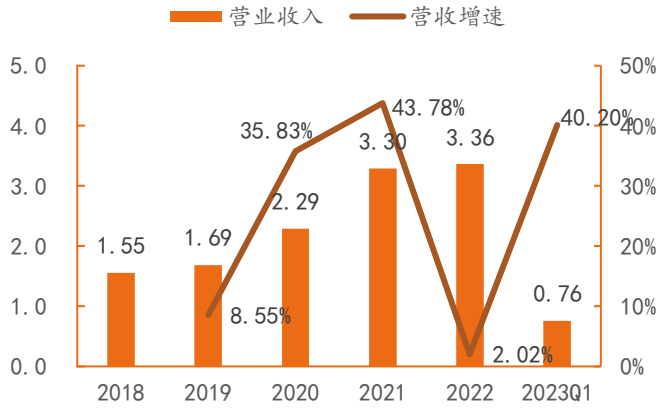
● **风险提示：**相控阵产品研制进度不及预期、市场竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	3.36	5.01	6.71	8.25
营收增速(%)	2.0%	49.0%	33.9%	23.0%
净利润(亿元)	0.50	0.74	1.04	1.42
净利润增速(%)	-17.2%	47.5%	39.9%	37.0%
EPS(元/股)	0.97	1.43	2.00	2.74
PE	86.3	58.5	41.8	30.5

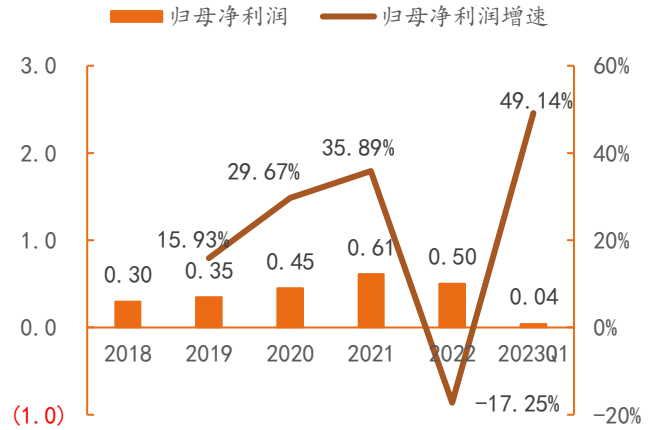
资料来源：Wind，首创证券

图 1：霍莱沃 2018-2023Q1 营收（亿元）及增速



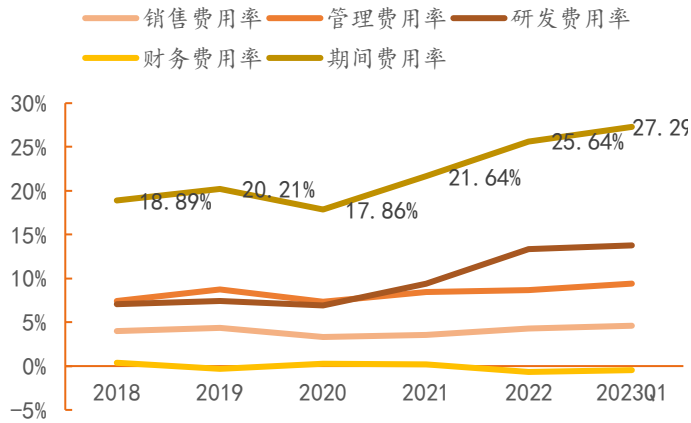
资料来源：Wind，首创证券

图 2：霍莱沃 2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及增速



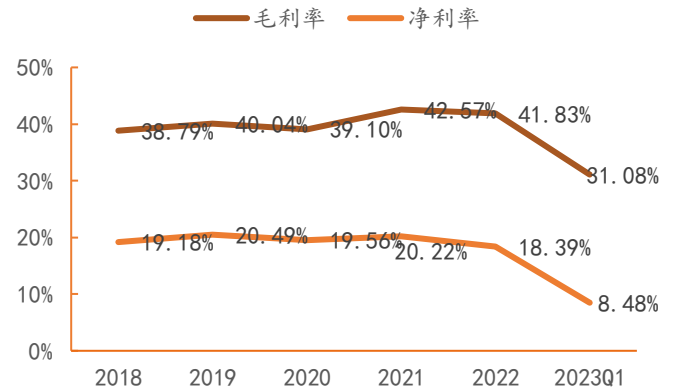
资料来源：Wind，首创证券

图 3：霍莱沃 2018-2023Q1 期间费用率



资料来源：Wind，首创证券

图 4：霍莱沃 2018-2023Q1 整体毛利率、净利率



资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	768	938	1,135	1,377	经营活动现金流	20	67	58	153
现金	91	134	199	344	净利润	50	74	104	142
应收账款	174	249	320	377	折旧摊销	13	14	15	17
其它应收款	4	6	8	9	财务费用	-2	-2	-3	-3
预付账款	39	33	63	67	投资损失	-7	-18	-19	-20
存货	46	62	77	86	营运资金变动	-54	-17	-63	-17
其他	413	454	469	495	其它	19	17	23	33
非流动资产	137	146	158	166	投资活动现金流	-2	-25	2	-10
长期投资	11	12	12	13	资本支出	-23	-25	-25	-25
固定资产	29	35	38	42	长期投资	-0	-0	-0	-0
无形资产	85	92	98	103	其他	22	1	27	15
其他	11	8	9	9	筹资活动现金流	-22	0	5	3
资产总计	904	1,084	1,293	1,543	短期借款	-34	1	0	0
流动负债	215	306	386	462	长期借款	3	-2	1	-0
短期借款	3	4	4	4	其他	9	1	4	3
应付账款	110	165	226	278	现金净增加额	-3	43	65	145
其他	102	137	156	179					
非流动负债	13	11	12	11	主要财务比率				
长期借款	-	-	-	-	成长能力				
其他	13	11	12	11	营业收入	2.0%	49.0%	33.9%	23.0%
负债合计	228	317	398	473	营业利润	-22.3%	62.3%	40.3%	37.2%
少数股东权益	30	47	70	103	归属母公司净利润	-17.2%	47.5%	39.9%	37.0%
归属母公司股东权益	646	721	825	967	获利能力				
负债和股东权益	904	1,084	1,293	1,543	毛利率	41.8%	41.5%	40.3%	40.2%
					净利率	18.4%	18.2%	19.0%	21.2%
					ROE	7.8%	10.3%	12.6%	14.7%
					ROIC	8.0%	10.6%	13.1%	15.3%
利润表 (百万元)					偿债能力				
营业收入	336	501	671	825	资产负债率	25.2%	29.2%	30.8%	30.7%
营业成本	196	293	401	494	净负债比率	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%
营业税金及附加	1	2	3	3	流动比率	3.56	3.06	2.94	2.98
营业费用	14	20	25	28	速动比率	3.35	2.86	2.74	2.80
研发费用	45	59	70	73	营运能力				
管理费用	29	40	49	54	总资产周转率	0.37	0.46	0.52	0.53
财务费用	-2	-2	-3	-3	应收账款周转率	1.94	2.28	2.26	2.27
资产减值损失	-11	-12	-13	-13	应付账款周转率	1.82	1.95	1.88	1.80
公允价值变动收益	1	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	16	17	18	18	每股收益	0.97	1.43	2.00	2.74
营业利润	59	95	133	183	每股经营现金	0.38	1.30	1.13	2.94
营业外收入	0	0	0	0	每股净资产	12.44	13.87	15.87	18.62
营业外支出	0	0	0	0	估值比率				
利润总额	59	95	133	183	P/E	86.3	58.5	41.8	30.5
所得税	-3	4	6	8	P/B	6.73	6.03	5.27	4.50
净利润	62	91	128	175					
少数股东损益	11	17	24	32					
归属母公司净利润	50	74	104	142					
EBITDA	64	101	140	190					
EPS (元)	0.97	1.43	2.00	2.74					

分析师简介

曲小溪，首创证券研究发展部机械及军工行业首席分析师，曾先后进入华创证券、方正证券、长城证券研究部从事机械及高端装备行业的研究相关工作，曾获得第九届新财富最佳分析师电力设备新能源行业第二名；第九、第十、第十一届水晶球最佳分析师机械行业分别获得第四、第三、第四名。

郭祥祥，研究助理，北京航空航天大学工学硕士，曾在中国电科下属研究所任设计师，2022年3月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现