

# 霍莱沃 (688682.SH)

## 一季度收入增长超 40%，研发持续取得突破

买入

### 核心观点

**22 年交付受影响, 23Q1 重回高增长。**公司 22 年实现收入 3.36 亿元(+2.02%)，归母净利润 0.50 亿元(-17.25%)，扣非归母净利润 0.37 亿元(-134.18%)。单 q4 来看，公司收入 1.43 亿元(-17.50%)，归母净利润 0.31 亿元(-23.27%)，扣非归母净利润 0.28 亿元(-22.33%)。2022 年在宏观环境对公司业务交付产生较大影响，收入增速有所放缓。公司 23Q1 收入 0.76 亿元(+40.20%)，归母净利润 0.04 亿元(+49.14%)，扣非归母净利润 0.01 亿元(+442.19%)。

**加大研发投入, CAE 产品开始贡献收入。**公司在 22 年对技术及研发团队进行了较大幅度扩充，公司人员达到 157 人(+31.93%)，导致研发费用增长较快。公司 22 年销售、管理、研发费用率分别为 4.27% (+0.71 pct)、8.68% (+0.20 pct)、13.37% (+3.98 pct)。分业务看，电磁测量业务收入 2.41 亿元(-8.05%)；电磁场仿真分析验证业务收入 0.42 亿元(+28.39%)，主要是 CAE 等核心产品下游需求明显提升；通用测试业务收入 0.43 亿元(+35.99%)，该业务受外界影响较小。22 年公司中标合同额为 3.34 亿元的某载体项目工程配套系统，当前待履行金额仍有 2.64 亿元。

**研发持续取得突破, 相控阵产品 23 年有望逐步交付。**公司研发投入在各个业务板块均取得了里程碑式的研发成果：三维电磁仿真软件、复杂电磁环境仿真软件进行了研发迭代；在电磁测量系统业务板块研发了动态散射测量系统以及测量系统内多个关键硬件；在相控阵产品业务板块持续研发迭代多款样机，22 年虽然未产生收入，主要系样机研发任务未到交付节点，但均如期完成关键技术节点，23 年有望逐步交付。相控阵系统向低成本、高集成度、小型化、多模复合等趋势发展，公司将进一步提升相控阵雷达产品的研发技术水平并形成批量交付能力。

**CAE 进步可期, 军工信息化下游持续高景气。**CAE 国产化需求迫切，尤其国防军工、航空航天等国家战略产业自主可控要求的持续提升，公司不断加大 CAE 产品研发，致力于加速追赶国外成熟厂商。我国卫星互联网产业加速发展，中国低轨通信卫星行业有望进入快车道，服务于低轨卫星的测试测量市场需求已呈现快速增长态势。隐身装备的研制及生产需求的快速上升，雷达散射截面测量系统的市场需求快速释放，公司也取得了突破性进展。

**风险提示：**宏观经济影响 IT 支出；项目交付缓慢；CAE 拓展不及预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 4.87/6.57/8.64 亿元，增速分别为 45%/35%/32%，归母净利润为 0.86/1.17/1.54 亿元，对应当前 PE 为 51/37/28 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	330	336	487	657	864
(+/-%)	43.8%	2.0%	44.9%	34.9%	31.6%
净利润(百万元)	61	50	86	117	154
(+/-%)	35.9%	-17.2%	69.7%	36.4%	31.8%
每股收益(元)	1.17	0.97	1.65	2.24	2.96
EBIT Margin	20.8%	15.1%	19.3%	20.9%	21.6%
净资产收益率 (ROE)	10.1%	7.8%	12.1%	14.8%	17.2%
市盈率 (PE)	71.0	85.8	50.5	37.1	28.1
EV/EBITDA	64.1	80.7	47.5	33.6	25.6
市净率 (PB)	7.17	6.69	6.12	5.49	4.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 计算机 · 软件开发

证券分析师: 熊莉

021-61761067

xiongli@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	83.16 元
总市值/流通市值	4320/2574 百万元
52 周最高价/最低价	127.71/69.10 元
近 3 个月日均成交额	65.69 百万元

#### 市场走势



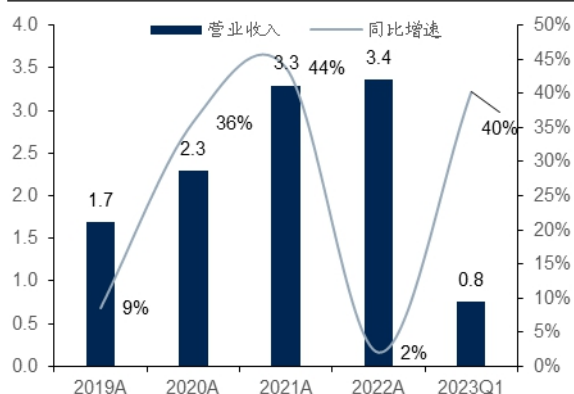
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《霍莱沃 (688682.SH) ——2022 中报点评-Q2 收入加速, CAE 和相控阵产品进展顺利》——2022-08-30
- 《霍莱沃 (688682.SH) -业绩稳定增长, 重大订单验证行业高景气》——2022-05-03
- 《霍莱沃 (688682.SH) -电磁仿真领先企业, 相控阵领域迎加速发展》——2022-04-07

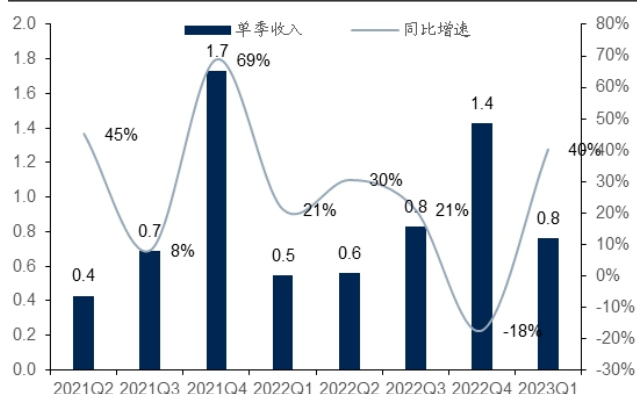
公司发布 2022 年报，全年实现收入 3.36 亿元 (+2.02%)，归母净利润 0.50 亿元 (-17.25%)，扣非归母净利润 0.37 亿元 (-134.18%)。单 q4 来看，公司收入 1.43 亿元 (-17.50%)，归母净利润 0.31 亿元 (-23.27%)，扣非归母净利润 0.28 亿元 (-22.33%)。2022 年在宏观环境对公司业务交付产生较大影响，收入增速有所放缓。公司 23Q1 收入 0.76 亿元(+40.20%)，归母净利润 0.04 亿元(+49.14%)，扣非归母净利润 0.01 亿元 (+442.19%)。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



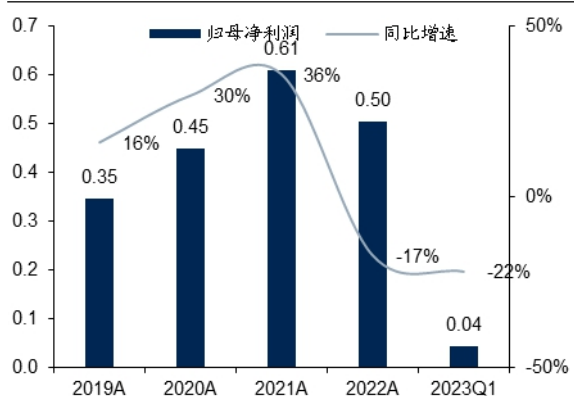
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



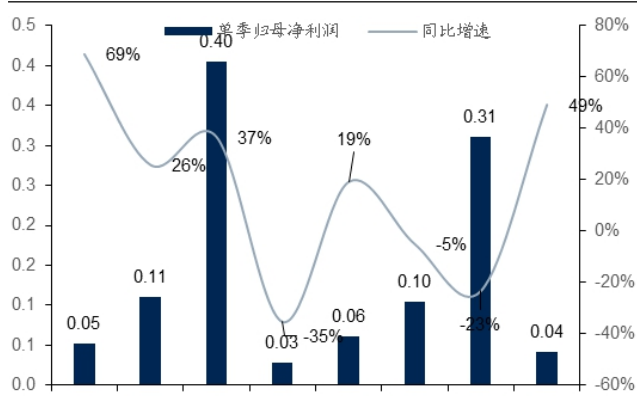
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

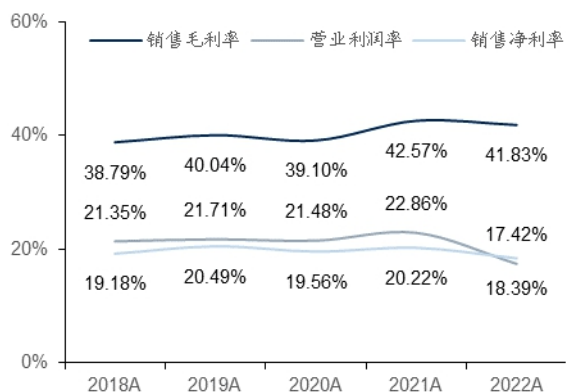
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

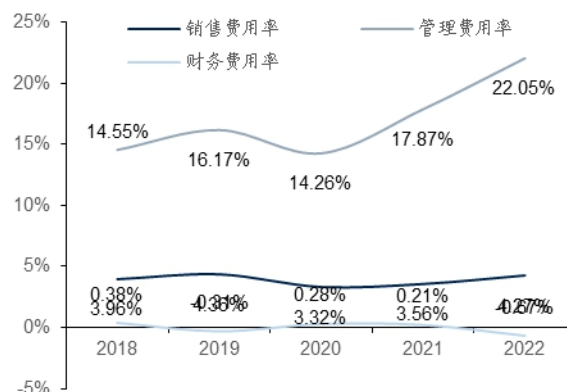
公司 22 年整体毛利率为 41.83%，同比略有下降。公司在 22 年对技术及研发团队进行了较大幅度扩充，公司人员达到 157 人 (+31.93%)，导致研发费用增长较快。公司 22 年销售、管理、研发费用率分别为 4.27% (+0.71 pct)、8.68% (+0.20 pct)、13.37% (+3.98 pct)。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

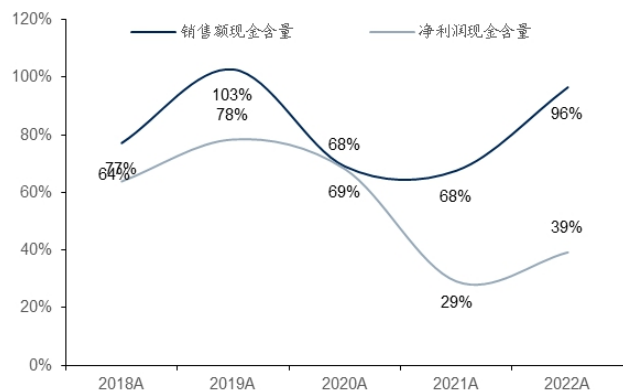
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

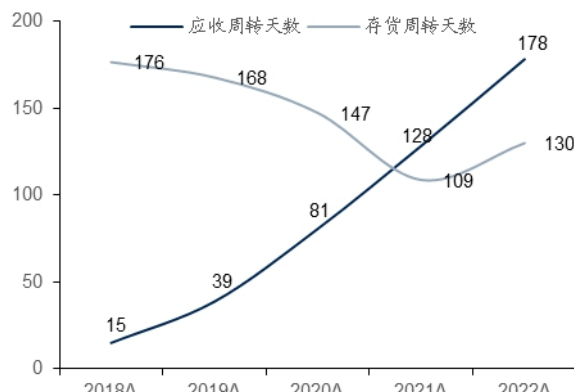
公司销售商品收到现金为 3.24 亿元, 同比增长 45.29%; 经营活动现金净流量为 0.20 亿元, 同比略有提升。公司存货整体保持稳定, 22 年周转天数有所提升; 应收周转天数增长较快。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 4.87/6.57/8.64 亿元, 增速分别为 45%/35%/32%, 归母净利润为 0.86/1.17/1.54 亿元, 对应当前 PE 为 51/37/28 倍, 维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	93	91	128	198	353	营业收入	330	336	487	657	864
应收款项	170	185	267	324	355	营业成本	189	196	282	379	497
存货净额	36	46	67	114	150	营业税金及附加	1	1	2	3	4
其他流动资产	30	79	115	155	204	销售费用	12	14	20	26	34
<b>流动资产合计</b>	<b>731</b>	<b>768</b>	<b>943</b>	<b>1157</b>	<b>1427</b>	管理费用	28	29	36	47	60
固定资产	18	29	24	18	12	研发费用	31	45	54	66	82
无形资产及其他	14	16	16	16	17	财务费用	1	(2)	(1)	(2)	(4)
投资性房地产	75	84	84	84	84	投资收益	6	7	4	2	2
长期股权投资	7	7	8	9	9	资产减值及公允价值变动	3	4	(5)	(5)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>845</b>	<b>904</b>	<b>1075</b>	<b>1284</b>	<b>1550</b>	其他收入	(32)	(50)	(42)	(52)	(66)
短期借款及交易性金融负债	8	9	10	10	10	营业利润	75	59	106	150	204
应付款项	95	120	175	235	310	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	112	87	124	166	218	<b>利润总额</b>	<b>75</b>	<b>59</b>	<b>106</b>	<b>150</b>	<b>204</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>214</b>	<b>215</b>	<b>308</b>	<b>411</b>	<b>538</b>	所得税费用	9	(3)	0	5	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	6	11	21	29	40
其他长期负债	9	13	16	20	24	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>50</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>154</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>223</b>	<b>228</b>	<b>325</b>	<b>431</b>	<b>561</b>	净利润	61	50	86	117	154
少数股东权益	19	30	44	65	93	资产减值准备	0	2	(1)	(1)	(1)
股东权益	603	646	706	788	895	折旧摊销	3	6	4	4	4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>845</b>	<b>904</b>	<b>1075</b>	<b>1284</b>	<b>1550</b>	公允价值变动损失	(3)	(4)	5	5	5
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1	(2)	(1)	(2)	(4)
每股收益	1.17	0.97	1.65	2.24	2.96	营运资本变动	(81)	(77)	(45)	(37)	14
每股红利	0.67	0.36	0.49	0.67	0.89	其它	2	5	15	21	28
每股净资产	11.60	12.43	13.58	15.15	17.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(18)</b>	<b>64</b>	<b>109</b>	<b>204</b>
ROIC	29.07%	21.66%	28%	35%	45%	资本开支	0	(22)	(3)	(3)	(3)
ROE	10.10%	7.80%	12%	15%	17%	其它投资现金流	(402)	36	0	0	0
毛利率	43%	42%	42%	42%	42%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(409)</b>	<b>14</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>
EBIT Margin	21%	15%	19%	21%	22%	权益性融资	(1)	5	0	0	0
EBITDA Margin	22%	17%	20%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	44%	2%	45%	35%	32%	支付股利、利息	(35)	(19)	(26)	(35)	(46)
净利润增长率	36%	-17%	70%	36%	32%	其它融资现金流	419	35	1	0	0
资产负债率	29%	29%	34%	39%	42%	<b>融资活动现金流</b>	<b>348</b>	<b>2</b>	<b>(24)</b>	<b>(35)</b>	<b>(46)</b>
股息率	0.8%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(79)</b>	<b>(2)</b>	<b>36</b>	<b>70</b>	<b>155</b>
P/E	71.0	85.8	50.5	37.1	28.1	货币资金的期初余额	172	93	91	128	198
P/B	7.2	6.7	6.1	5.5	4.8	货币资金的期末余额	93	91	128	198	353
EV/EBITDA	64.1	80.7	47.5	33.6	25.6	企业自由现金流	0	(40)	50	97	192
						权益自由现金流	0	(5)	53	99	196

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032