

2023年04月26日  
霍莱沃(688682.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

新兴计算机软件

投资评级

**买入-A****维持评级**

6个月目标价

103.2元

股价(2023-04-25)

86.20元

交易数据

总市值(百万元) 4,477.90

流通市值(百万元) 2,667.70

总股本(百万股) 51.95

流通股本(百万股) 30.95

12个月价格区间 70.3/124.2元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.4	10.4	-4.8
绝对收益	-12.0	5.1	-1.0

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

袁子翔

联系人

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

交付受限导致短期承压，23 2023-03-01

年修复可期

军工高景气度延续，电磁 2022-11-01

CAE 产品持续迭代

## 交付受限导致短期承压，23Q1 显著修复

### 事件概述：

1) 4月25日，霍莱沃发布《2022年年度报告》。公司于2022年实现营业总收入3.36亿元，同比增长2.02%；实现归母净利润5041.20万元，同比下降17.25%；扣非归母公司净利润为3746.60万元，同比下降26.75%。

2) 同日，公司发布《2023年第一季度报告》。23Q1营业收入7618.30万元，同比增长40.20%，归母净利润约419.08万元，同比增长49.14%，扣非归母净利润为67.68万元，同比增长442.19%。

### 交付受限导致短期承压，仿真业务增长韧性强

全年来看，公司实现营业收入3.36亿元，同比增长2.02%，增速出现下滑，业绩短期承压。我们认为外部环境对公司2022年的经营产生了一定压力，分业务来看：1) 电磁测量系统作为公司的主要业务，2022年收入为2.41亿元，同比下降8.05%，主要系该业务需要现场实施和交付，而公司总部位于上海，下游客户主要分布于成都、北京、西安，因此2022年外部环境变化对公司业务交付形成了明显的不利影响，进而影响到公司的收入确认。我们认为随着不利因素消退，该业务在2023年有望显著修复。2) 电磁场仿真业务2022年实现营收3627万元，同比增长28.39%，在诸多不利因素的扰动下，表现出较强的增长韧性，一方面是公司通用CAE软件RDSim开始产生收入，另一方面也反应出军工对于仿真的需求旺盛，叠加国产替代加速，未来可期。3) 相控阵产品2022年未实现收入，主要系样机研发未到交付节点，但均如期完成了关键技术节点，为下一年度完成交付奠定了基础。4) 通用测试业务保持稳定增长，2022年实现营收4273万元，同比增长35.99%。

### 23Q1 显著修复，收入同比增长超40%

2023Q1，公司实现营收7618.30万元，同比增长40.20%，实现归母净利润约419.08万元，同比增长49.14%，增速显著回升。我们认为，公司业绩的大幅修复一方面受益于交付侧障碍消失，项目进展加快；另一方面则是电磁测量、仿真系统作为装备研发、生产过程中的必备工具，整体需求旺盛。因此，我们预计公司的修复趋势将在全年得以延续。

### 电磁测量应用场景持续延伸，高景气下游应用持续涌现

根据公司2022年报，公司面向卫星载荷的射频测量系统业务增长明显，雷达散射截面测量系统的市场需求快速释放，未来隐身测试和卫

星射频测量业务有望成为电磁测量业务的重要组成部分。1) 装备隐身化是大势所趋，雷达散射截面测量需求大。当前，隐身能力已成为衡量现代武器装备性能的重要指标之一，包括飞机、导弹、舰船、坦克等都开始将隐身性能作为设计目标之一，对于隐身性能测量需求也随着隐身化程度的提升而快速增长。随着处于研发、量产、列装的隐身装备的数量提升，对于配套隐身性能测量系统的需求有望快速上升。2) 低轨卫星步入发展快车道，射频测量需求先行。近年来全球低轨卫星发射数量持续增加，主要系低轨卫星在低延时通信、军工、物联网领域的价值逐渐显现，而低轨的频谱与轨道归属采用“先发先得”原则，因此全球主要经济体均在低轨卫星领域展开了积极的布局。我们认为，中国星网的大规模建设有望带动行业景气度上行。考虑到公司收购的弘捷电子主要面向卫星载荷的相关厂商提供射频测量系统，其需求将先于星座实际建设，有望率先受益于行业景气度提升。

### 目 电磁 CAE2022R1 版本推出，有望充分受益于供应链自主可控，加速商业模式升级

2022 年 8 月，公司发布新版 3D 电磁 CAE 软件 RDSim2022R1。相较于 RDSim1.0，最新版本的 RDSim 开启了“云平台”线上仿真、CMA 特征模分析及阵列综合优化模块，并对算法、网格剖分、材料设置等功能进行了全方位的升级，在应用范围、功能丰富度以及部署方式等方面均取得了长足的进步。我们认为，公司继 2021 年 Q4 发布 1.0 版本后，在一年不到的时间内快速将产品成熟度提升到了新的水平，主要有两方面原因：1) 公司“仿测一体”的优势，即可利用软件仿真、半实物仿真和系统实测进行相互验证，一方面能验证算法本身的准确性和有效性，另一方面能快速实现算法的优化和升级。2) 基于客户使用反馈的迭代。对于 CAE 厂商而言，基于客户的使用反馈进行持续地迭代是建立起壁垒的核心手段，根据公司投资者关系所披露的信息，RDSim 已于 2022Q1 实现销售收入，我们认为公司目前拥有的数个种子客户也对公司改进 CAE 软件有着积极的作用。

### 目 投资建议：

随着国内产业链的不断爬升，仿真产业链价值亟待发掘，而公司是国内电磁 CAE 软件先行者，且具备一定先发优势。公司测量校准系统下游应用广泛且景气度高。总的来看，无论是仿真还是电磁测量领域，公司所处行业均存在巨大国产化空间，景气度极高。同时，公司还具备相控阵天线设计能力，在仿真/测量/设计垂直整合方面有优势。考虑到公司 2022 年增速出现下滑，我们调低此前的盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入为 5.35/6.93/8.71 亿元，归母净利润为 0.89/1.28/1.67 亿元，维持“买入-A”评级。由于公司仍处于成长期，我们给予 2023 年净利润 60 倍 PE，对应 6 个月目标价 103.2 元/股。

目 风险提示：1) 工业软件关键核心技术研发和商业模式发展不及预期；2) 相关软件政策的连续性和支持力度存在不确定性；3) 产品应用推广和产业生态构建不及预期；4) 专业人才供给不足。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	329.5	336.2	535.2	692.5	871.1
净利润	60.9	50.4	89.1	127.7	167.4
每股收益(元)	1.65	0.97	1.72	2.46	3.23
每股净资产(元)	16.80	13.02	14.66	17.17	20.52

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	98.99	81.88	50.25	35.04	26.73
市净率(倍)	10.00	6.39	6.24	5.42	4.59
净利率	18.5%	15.0%	16.6%	18.4%	19.2%
净资产收益率	15.3%	8.1%	13.1%	16.6%	18.6%
股息收益率	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
ROIC	29.5%	23.0%	26.0%	32.9%	39.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	329.5	336.2	535.2	692.5	871.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	189.3	195.6	301.3	386.0	480.0	营业收入增长率	43.8%	2.0%	59.2%	29.4%	25.8%
营业税费	1.2	1.4	2.3	3.0	3.8	营业利润增长率	53.1%	-22.3%	86.1%	43.4%	29.6%
销售费用	11.7	14.3	19.6	24.0	29.3	净利润增长率	35.9%	-17.2%	76.7%	43.4%	31.1%
管理费用	58.9	74.1	101.9	125.0	148.5	EBITDA增长率	53.2%	-15.9%	68.5%	39.8%	28.9%
财务费用	0.7	-2.3	-8.0	-6.0	-5.0	EBIT增长率	54.6%	-21.8%	80.0%	41.8%	30.0%
资产减值损失	-4.9	11.4	10.8	9.6	15.5	NOPLAT增长率	46.6%	0.7%	58.9%	41.8%	30.0%
加:公允价值变动收益	2.4	1.1	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	16.9%	40.3%	40.6%	-8.5%	26.0%
投资和汇兑收益	5.7	7.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	219.8%	8.8%	12.6%	17.1%	19.5%
<b>营业利润</b>	75.3	58.6	109.0	156.3	202.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	42.6%	41.8%	43.7%	44.3%	44.9%
<b>利润总额</b>	75.5	58.6	109.0	156.3	202.5	营业利润率	22.9%	17.4%	20.4%	22.6%	23.2%
减:所得税	8.8	-3.2	5.4	7.7	10.0	净利率	18.5%	15.0%	16.6%	18.4%	19.2%
<b>净利润</b>	60.9	50.4	89.1	127.7	167.4	EBITDA/营业收入	23.8%	19.6%	20.8%	22.4%	23.0%
						EBIT/营业收入	22.6%	17.3%	19.6%	21.5%	22.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	14	25	21	16	13
货币资金	93.0	91.4	434.8	585.1	655.0	流动营业资本周转天数	262	337	419	303	376
交易性金融资产	402.2	366.2	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	810	833	716	611	650
应收账款	188.1	216.7	427.7	387.2	614.0	应收账款周转天数	163	220	220	215	210
应收票据	5.4	3.8	6.0	7.8	9.8	存货周转天数	77	77	96	96	96
预付账款	5.0	39.1	62.2	80.5	101.2	总资产周转天数	656	949	707	645	616
存货	35.9	46.2	111.8	90.7	161.1	投资资本周转天数	252	346	306	216	217
其他流动资产	1.9	4.2	6.7	8.7	10.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	15.3%	8.1%	13.1%	16.6%	18.6%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	7.2%	5.6%	7.6%	10.0%	10.1%
长期股权投资	6.8	7.4	7.4	7.4	7.4	ROIC	29.5%	23.0%	26.0%	32.9%	39.6%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	17.6	29.3	31.1	30.9	30.8	销售费用率	3.6%	4.3%	3.7%	3.5%	3.4%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	17.9%	22.0%	19.0%	18.0%	17.0%
无形资产	14.0	15.6	12.8	9.9	6.8	财务费用率	0.2%	-0.7%	-1.5%	-0.9%	-0.6%
其他非流动资产	74.9	84.4	68.9	68.6	68.4	三费/营业收入	21.6%	25.6%	21.2%	20.6%	19.8%
<b>资产总额</b>	844.8	904.3	1,169.5	1,276.8	1,665.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	7.7	8.7	2.8	2.8	2.8	资产负债率	26.4%	25.2%	34.9%	30.2%	36.0%
应付账款	126.6	145.6	298.6	249.3	434.6	负债权益比	35.9%	33.7%	53.6%	43.2%	56.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.41	3.56	2.65	3.11	2.64
其他流动负债	79.9	61.2	94.3	120.8	150.2	速动比率	3.25	3.35	2.37	2.87	2.37
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.9	12.5	12.5	12.5	12.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	223.1	228.0	408.2	385.4	600.1	DPS(元)	0.80	0.36	0.36	0.36	0.36
少数股东权益	18.6	30.0	44.5	65.3	90.3	分红比率	66.0%	30.4%	32.1%	32.1%	32.1%
股本	37.0	51.9	51.9	51.9	51.9	股息收益率	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
留存收益	566.1	594.4	665.0	774.2	923.1						
<b>股东权益</b>	621.6	676.3	761.3	891.4	1,065.3						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	66.6	61.8	103.6	148.5	192.5	EPS(元)	1.65	0.97	1.72	2.46	3.23
加:折旧和摊销	4.0	5.7	6.2	6.5	6.9	BVPS(元)	16.80	13.02	14.66	17.17	20.52
资产减值准备	-4.9	11.4	10.8	9.6	15.5	PE(X)	98.99	81.88	50.25	35.04	26.73
公允价值变动损失	-2.4	-1.1	0.0	0.0	0.0	PB(X)	10.00	6.39	6.24	5.42	4.59
财务费用	0.7	-2.3	-8.0	-6.0	-5.0	P/FCF	90.10	-217.66	-228.71	26.51	50.64
投资损失	-5.7	-7.0	0.0	0.0	0.0	P/S	18.30	12.28	8.36	6.46	5.14
少数股东损益	5.7	11.4	14.5	20.8	25.0	EV/EBITDA	76.98	62.73	37.47	25.72	19.62
营运资金的变动	-46.3	-60.2	-128.4	-13.4	-148.1	CAGR(%)	29.4%	13.4%	25.7%	28.0%	49.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	17.7	19.8	-1.3	166.0	86.8	PEG	2.76	-4.75	0.66	0.81	0.86
<b>投资活动产生现金流量</b>	-429.8	-1.6	361.2	-3.2	-3.4	ROIC/WACC	4.43	3.45	3.90	4.94	5.95
<b>融资活动产生现金流量</b>	337.9	-21.6	-16.4	-12.5	-13.5	REP	6.00	3.76	2.38	1.97	1.28

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034