

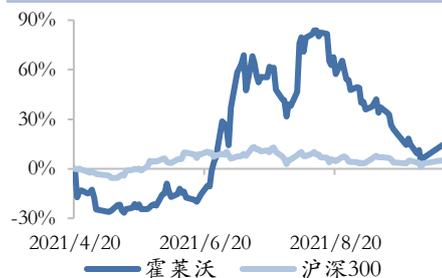
## 拟收购弘捷电子 51% 股权，加速校准测量业务边界扩张

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-10-13

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 116.88      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 200.0/74.25 |
| 总股本（百万股）        | 37.00       |
| 流通股本（百万股）       | 7.52        |
| 流通股比例（%）        | 20.32       |
| 总市值（亿元）         | 43.25       |
| 流通市值（亿元）        | 8.79        |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

### 分析师：夏瀛韬

执业证书号：S0010521090002

邮箱：xiayt@hazq.com

### 联系人：赵阳

执业证书号：S0010120050035

邮箱：zhaoyang@hazq.com

### 联系人：袁子翔

执业证书号：S0010121050046

邮箱：yuanzx@hazq.com

### 相关报告

- 《华安证券\_公司研究\_霍莱沃：国内电磁 CAE 软件先行者，仿真产业链价值待发掘》2021-07-01
- 《华安证券\_公司研究\_霍莱沃\_点评报告\_积极把握下游行业高景气度，通用型电磁 CAE 进程有望加速》2021-08-20

### 主要观点：

#### ● 事件概况

10 月 12 日霍莱沃发布公告称，拟使用自有资金或自筹资金 7548 万元向西安弘捷电子技术有限公司（弘捷电子）原股东崔检林先生、舒方先生、冯文女士收购弘捷电子合计 51% 的股权。本次交易完成后，公司持有弘捷电子 51% 的股权，弘捷电子将成为公司的控股子公司。同时，弘捷电子现有股东承诺，标的公司 2021/2022/2023 年的扣除非经常性损益后的净利润分别为 1500/2000/2500 万元。

#### ● 拟收购标的深耕射频和微波测量领域，业务从天线向 T/R 组件扩展

弘捷电子长期深耕系统射频特性测量技术的研发及应用，主要面向卫星、雷达、通信及电子对抗等系统的研发与生产提供测量与应用试验技术保障。公司在微放电测量、微波器件大功率测量、多通道相参接收发射测量、各类微波毫米部件测量等方面积累了丰富的技术成果及项目经验，并在射频微波部件测量、微放电测量（用于航天微波部件的功率耐受性验证）等方面拥有国内领先的技术优势。此外，标的公司也自主研发了系统内部分核心单机产品，如开关矩阵、固态功率放大器、门控信号发生器、同步指令机箱等。我们认为：1) 从产品线的延展来看，收购弘捷电子有助于公司的电子测量系统从原有的电磁辐射及散射领域向射频微波及无源器件领域拓展；2) 从业务范围拓展来看，弘捷电子在卫星载荷的射频特性及微放电测量领域拥有丰富的项目经验，而射频特性及微放电测量系统是卫星及其载荷不可或缺的研发生产保障条件。伴随着地轨卫星网络建设的加速进行，公司有望凭借本次收购开拓卫星星载相控阵天线及整星测量系统等业务。

#### ● 客户资源有望实现复用，行业从以国防军工为主向卫星产业链扩展

客户及渠道方面，弘捷电子经过多年的实践及积累，在国防军工、航空航天、电子信息领域积累了丰富的客户资源。主要客户包括航天科技、航天科工、中国电子技术、航空工业、中国兵器工业集团、中国科学院、成都亚光电子等。我们认为，在产品条线和业务范围得到延展的同时，收购弘捷电子还有助于双方共享下游客户资源。其中，航天科技、航天科工、中国电子技术、航空工业为霍莱沃的现有客户，而中国兵器工业集团、中国科学院、成都亚光电子等则有望成为双方共享的客户资源。

#### ● 对赌协议业绩增长有保障，持续增厚上市公司利润

业绩方面，弘捷电子现有股东承诺，标的公司 2021/2022/2023 年的扣除非经常性损益后的净利润分别为 1500/2000/2500 万元。我们认为，若本次收购成功则有望为公司带来较大的业绩增量，按 51% 的股权计算，本次收购成功后公司 2021/2022/2023 年的扣非归母净利润有望额外增加 765/1020/1275 万元。

### ● 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。同时,公司测量校准系统彰显技术领先性,且下游应用广泛。总的来看,无论是仿真还是测量校准领域,公司所处行业均存在巨大国产化空间,景气度极高,未来有望在四大方面持续超预期。我们预计公司 2021-2023 年分别实现收入 3.16/4.26/5.78 亿元,同比增长 37.8%/34.8%/35.8%;实现归母净利润 0.62/0.83/1.12 亿元,同比增长 38.1%/33.5%/35.8%,维持“买入”评级。

#### 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 229   | 316   | 426   | 578   |
| 收入同比(%)   | 35.8% | 37.8% | 34.8% | 35.8% |
| 归属母公司净利润  | 45    | 62    | 83    | 112   |
| 净利润同比(%)  | 29.7% | 38.1% | 33.5% | 35.8% |
| 毛利率(%)    | 39.1% | 39.8% | 40.2% | 40.5% |
| ROE(%)    | 24.1% | 29.0% | 32.2% | 35.7% |
| 每股收益(元)   | 1.62  | 1.67  | 2.23  | 3.03  |
| P/E       | 0.00  | 69.88 | 52.34 | 38.55 |
| P/B       | 0.00  | 18.66 | 15.41 | 12.44 |
| EV/EBITDA | 0.00  | 65.96 | 49.31 | 36.44 |

资料来源: WIND, 华安证券研究所

### 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。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |            |            |            |            | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |            |            |            |            | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2020       | 2021E      | 2022E      | 2023E      | 会计年度            | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>329</b> | <b>409</b> | <b>566</b> | <b>723</b> | <b>营业收入</b>     | <b>229</b>  | <b>316</b>   | <b>426</b>   | <b>578</b>   |
| 现金             | 172        | 237        | 319        | 433        | 营业成本            | 140         | 190          | 255          | 344          |
| 应收账款           | 106        | 67         | 143        | 110        | 营业税金及附加         | 1           | 1            | 1            | 2            |
| 其他应收款          | 1          | 2          | 2          | 3          | 销售费用            | 8           | 13           | 18           | 26           |
| 预付账款           | 2          | 2          | 3          | 5          | 管理费用            | 33          | 48           | 63           | 86           |
| 存货             | 44         | 96         | 91         | 161        | 财务费用            | 1           | (2)          | (2)          | (2)          |
| 其他流动资产         | 4          | 101        | 98         | 171        | 资产减值损失          | 4           | 4            | 6            | 7            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>11</b>  | <b>12</b>  | <b>12</b>  | <b>13</b>  | 公允价值变动收益        | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0          | 0          | 0          | 0          | 投资净收益           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| 固定资产           | 7          | 7          | 7          | 7          | <b>营业利润</b>     | <b>49</b>   | <b>68</b>    | <b>90</b>    | <b>123</b>   |
| 无形资产           | 1          | 1          | 1          | 1          | 营业外收入           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产        | 3          | 4          | 4          | 4          | 营业外支出           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | <b>340</b> | <b>421</b> | <b>579</b> | <b>736</b> | <b>利润总额</b>     | <b>49</b>   | <b>68</b>    | <b>90</b>    | <b>123</b>   |
| <b>流动负债</b>    | <b>140</b> | <b>183</b> | <b>292</b> | <b>382</b> | 所得税             | 4           | 6            | 8            | 11           |
| 短期借款           | 0          | 27         | 59         | 99         | <b>净利润</b>      | <b>45</b>   | <b>62</b>    | <b>83</b>    | <b>112</b>   |
| 应付账款           | 120        | 130        | 198        | 235        | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债         | 20         | 27         | 36         | 48         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>45</b>   | <b>62</b>    | <b>83</b>    | <b>112</b>   |
| <b>非流动负债</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | EBITDA          | 51          | 66           | 89           | 121          |
| 长期借款           | 0          | 0          | 0          | 0          | EPS (元)         | 1.62        | 1.67         | 2.23         | 3.03         |
| 其他非流动负债        | 6          | 6          | 6          | 6          |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>146</b> | <b>189</b> | <b>298</b> | <b>388</b> | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>会计年度</b>     | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 股本             | 28         | 37         | 37         | 37         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 78         | 93         | 112        | 139        | 营业收入            | 35.83%      | 37.84%       | 34.79%       | 35.77%       |
| 留存收益           | 89         | 102        | 132        | 172        | 营业利润            | 34.34%      | 37.64%       | 33.51%       | 35.77%       |
| 归属母公司股东权益      | 194        | 232        | 281        | 348        | 归属于母公司净利润       | 29.67%      | 38.05%       | 33.51%       | 35.77%       |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>340</b> | <b>421</b> | <b>579</b> | <b>736</b> | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |            |            |            |            | 毛利率(%)          | 39.10%      | 39.78%       | 40.15%       | 40.50%       |
|                |            |            |            |            | 净利率(%)          | 19.56%      | 19.59%       | 19.40%       | 19.40%       |
|                |            |            |            |            | ROE(%)          | 24.12%      | 29.04%       | 32.25%       | 35.71%       |
|                |            |            |            |            | ROIC(%)         | 27.32%      | 26.31%       | 26.92%       | 28.02%       |
|                |            |            |            |            | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |            |            |            |            | 资产负债率(%)        | 42.82%      | 44.93%       | 51.53%       | 52.74%       |
|                |            |            |            |            | 净负债比率(%)        | -88.38%     | -90.51%      | -92.82%      | -96.12%      |
|                |            |            |            |            | 流动比率            | 2.35        | 2.23         | 1.94         | 1.89         |
|                |            |            |            |            | 速动比率            | 2.04        | 1.71         | 1.63         | 1.47         |
|                |            |            |            |            | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |            |            |            |            | 总资产周转率          | 0.73        | 0.83         | 0.85         | 0.88         |
|                |            |            |            |            | 应收账款周转率         | 3.32        | 3.65         | 4.06         | 4.56         |
|                |            |            |            |            | 应付账款周转率         | 1.49        | 1.52         | 1.56         | 1.59         |
|                |            |            |            |            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |            |            |            |            | 每股收益(最新摊薄)      | 1.62        | 1.67         | 2.23         | 3.03         |
|                |            |            |            |            | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.10        | 1.62         | 2.22         | 3.16         |
|                |            |            |            |            | 每股净资产(最新摊薄)     | 7.00        | 6.26         | 7.58         | 9.40         |
|                |            |            |            |            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |            |            |            |            | P/E             | 0.0         | 69.9         | 52.3         | 38.6         |
|                |            |            |            |            | P/B             | 0.0         | 18.7         | 15.4         | 12.4         |
|                |            |            |            |            | EV/EBITDA       | 0.00        | 65.96        | 49.31        | 36.44        |

资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 尹沿技, 华安证券研究总监、研究所所长, 兼 TMT 首席分析师, 曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

**分析师:** 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 五年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

**联系人:** 赵阳, 厦门大学硕士, 八年产业和证券行业从业经验, 曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司。

**联系人:** 袁子翔, 英国华威商学院金融硕士, 2021 年 2 月加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。