

霍莱沃 (688682.SH)

业绩稳定增长，重大订单验证行业高景气

买入

核心观点

2021 年业绩保持稳定增长。2021 年公司实现收入 3.30 亿元 (+43.78%)，归母净利润 0.67 亿元 (+48.63%)，扣非归母净利润 0.51 亿元 (+22.72%)。其中，2021Q4 收入 1.73 亿元 (+68.91%)，归母净利润 0.40 亿元 (+36.63%)。四季度收入增速加快，主要系合并弘捷电子影响；剔除并表因素后，公司 2021 年收入 2.64 亿元 (+15.17%)。2022Q1 公司受到伤害疫情影响，收入 0.54 亿元 (+21.10%)，归母净利润 0.03 亿元 (-35.31%)，主要系公司股份支付费用增加所致；剔除股份支付影响后，公司利润增长仍保持健康。

毛利率提升，人员增长带动费用率增加较快。2021 年公司毛利率为 42.57%，提升 3.47pct；净利率水平也略有提升。2021 年公司人员达到 119 人，同比增长 41.67%。因此公司费用增长较快，2021 年公司销售费用率为 3.56% (+0.24pct)，管理费用率为 8.48% (+1.14pct)，研发费用率为 0.39% (+2.47pct)；研发费用增长较快，主要系人员和平均薪酬均有明显增长。

测量系统增长较快，弘捷电子完成业绩承诺。分产品来看，电磁测量系统收入 2.62 亿元 (+80.49%)，同时毛利率为 41.53% (+6.21pct)；电磁场仿真分析验证业务收入 0.32 亿元 (+10.83%)，毛利率略有提升；通用测试业务收入 0.31 亿元 (+34.38%)，毛利率略有下降。2021 年公司相控阵产品业务承接了研制订单，截止期末尚未交付，因此报告期内未形成收入。弘捷电子被公司收购 51% 股份后，其业绩承诺为 2021-2023 年扣非归母净利润为 1500 万元、2,000 万元、2,500 万元，合计 6,000 万元。2021 年弘捷电子实现收入约 8560 万元，净利润约 1632 万元，顺利完成业绩承诺。

重大合同验证行业景气度，CAE 和相控阵发展机会空前。公司近期公布特别重大合同公告，公司与某客户签订了一份产品销售合同，合同金额暂定为约 3.34 亿元 (含税)，合同标的为某载体项目工程配套系统。本次合同金额已超过公司 2021 年全年收入，因此对公司当前及未来业绩产生积极贡献，同时进一步验证了当前军工信息化的高景气度。随着相控阵雷达在各类装载平台持续深入应用，相控阵雷达及各类装备开始逐步进入批量生产阶段，公司相控阵校准测量系统需求旺盛。另一方面，公司发布通用三维电磁仿真软件 RDSim1.0 版，致力于推进 CAE 仿真软件的国产替代进程。

风险提示：疫情反复影响正常经营节奏；相控阵产品及 CAE 推广不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 4.80/6.64/8.93，增速分别为 46%/38%/35%，归母净利润为 0.91/1.24/1.68 亿元，对应当前 PE 为 37/27/20 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	229	330	480	664	893
(+/-%)	35.8%	43.8%	45.6%	38.4%	34.5%
净利润 (百万元)	45	61	91	124	168
(+/-%)	29.7%	35.9%	48.8%	36.5%	35.5%
每股收益 (元)	1.62	1.65	2.45	3.35	4.53
EBIT Margin	21.2%	20.8%	22.0%	22.2%	22.4%
净资产收益率 (ROE)	23.1%	10.1%	13.6%	16.4%	19.3%
市盈率 (PE)	55.7	54.7	36.7	26.9	19.9
EV/EBITDA	52.5	50.1	34.4	25.4	19.5
市净率 (PB)	12.85	5.52	5.00	4.42	3.83

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

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

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	90.01 元
总市值/流通市值	3330/1980 百万元
52 周最高价/最低价	200.00/74.61 元
近 3 个月日均成交额	24.91 百万元

市场走势



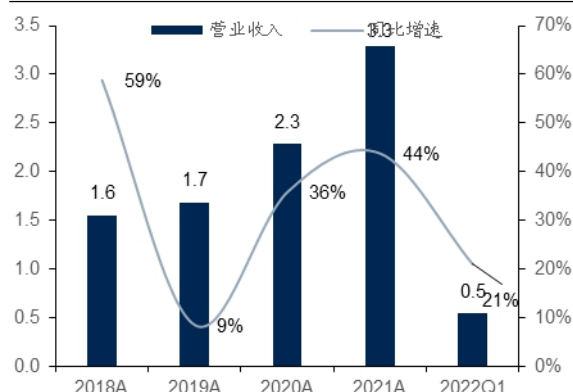
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《霍莱沃 (688682.SH) - 电磁仿真领先企业，相控阵领域迎加速发展》——2022-04-07

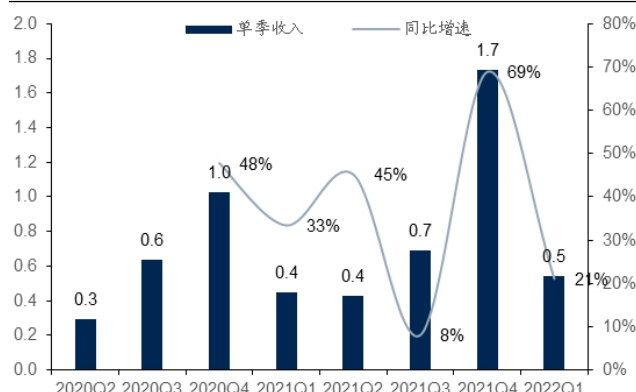
弘捷电子并表，公司保持较高增长。2021 年公司实现收入 3.30 亿元（+43.78%），归母净利润 0.67 亿元（+48.63%），扣非归母净利润 0.51 亿元（+22.72%）。其中，2021Q4 收入 1.73 亿元（+68.91%），归母净利润 0.40 亿元（+36.63%），扣非后归母净利润 0.36 亿元（+26.46%）。四季度收入增速加快，主要系合并弘捷电子影响；剔除并表因素后，公司 2021 年收入 2.64 亿元（+15.17%）。2022Q1 公司受到伤害疫情影响，收入 0.54 亿元（+21.10%），归母净利润 0.03 亿元（-35.31%），主要系公司股份支付费用增加所致；剔除股份支付影响后，公司利润增长仍保持健康。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



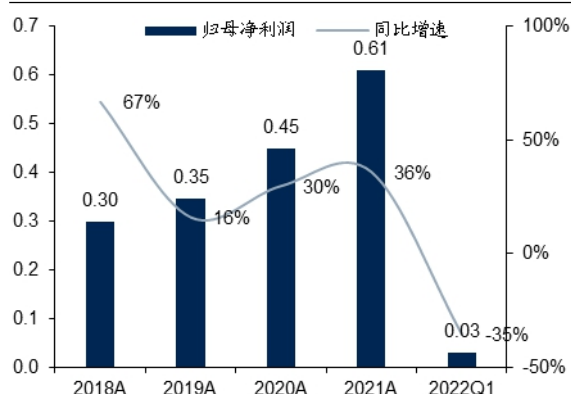
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



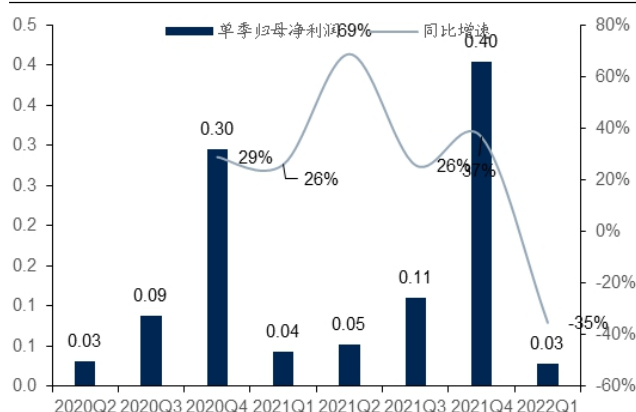
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

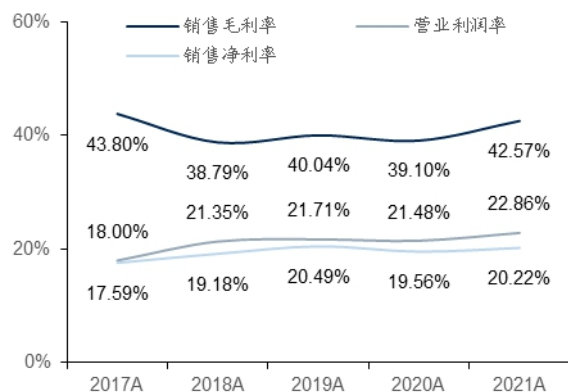
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

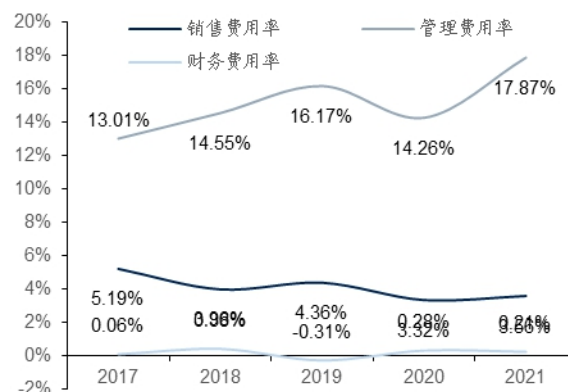
毛利率提升，人员增长带动费用率增加较快。2021 年公司毛利率为 42.57%，提升 3.47pct；净利率水平也略有提升。2021 年公司人员达到 119 人，同比增长 41.67%。因此公司费用增长较快，2021 年公司销售费用率为 3.56%（+0.24pct），管理费用率为 8.48%（+1.14pct），研发费用率为 0.39%（+2.47pct）；研发费用增长较快，主要系人员和平均薪酬均有明显增长。同时，弘捷电子并表也导致费用增长，一季度公司整体费用增速也保持较高水平。

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

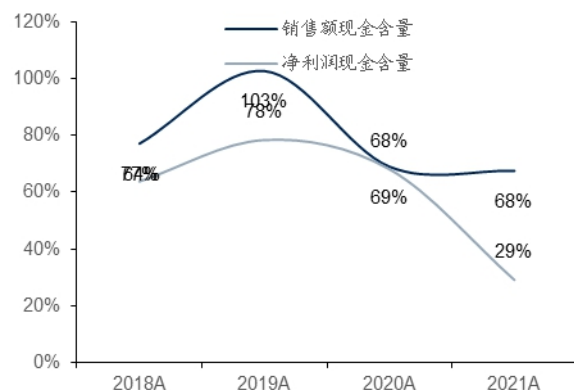
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

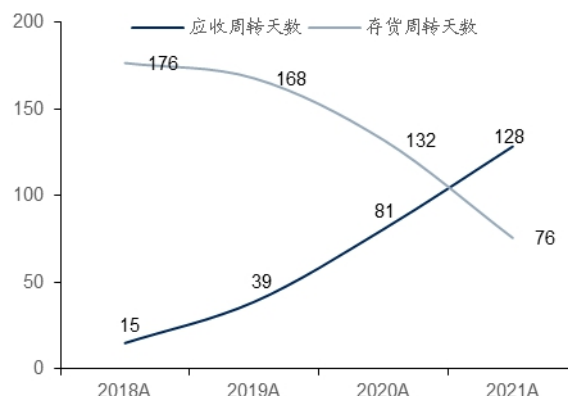
2021 年公司销售商品收到现金 2.23 亿元, 经营活动现金净流量 0.18 亿元, 整体水平均低于收入及利润。公司存货整体呈下降水平, 应收账款增长较快。

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: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 预计 2022-2024 年营业收入为 4.80/6.64/8.93, 增速分别为 46%/38%/35%, 归母净利润为 0.91/1.24/1.68 亿元, 对应当前 PE 为 37/27/20 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
688682	霍莱沃	90.01	33.30	1.6	2.5	3.3	4.5	54.7	36.7	26.9	19.9	10.1	0.75	买入
301117	佳缘科技	43.98	40.58	1.3	1.7	2.6	3.7	32.8	26.3	16.7	12.0	31.3	0.40	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	172	93	200	329	505	营业收入	229	330	480	664	893
应收款项	96	170	248	237	269	营业成本	140	189	276	382	514
存货净额	44	36	52	115	155	营业税金及附加	1	1	2	2	3
其他流动资产	17	30	44	60	81	销售费用	8	12	19	25	34
流动资产合计	329	731	947	1143	1413	管理费用	17	28	37	50	66
固定资产	7	18	16	14	12	研发费用	16	31	41	57	77
无形资产及其他	1	14	14	15	15	财务费用	1	1	0	(0)	(2)
投资性房地产	3	75	75	75	75	投资收益	1	6	4	2	2
长期股权投资	0	7	14	20	27	资产减值及公允价值变动	1	3	(2)	(2)	(2)
资产总计	340	845	1065	1267	1542	其他收入	(17)	(32)	(36)	(52)	(71)
短期借款及交易性金融负债	0	8	61	50	50	营业利润	49	75	112	153	208
应付款项	96	95	139	193	259	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	44	112	162	224	301	利润总额	49	75	112	153	208
流动负债合计	140	214	362	467	610	所得税费用	4	9	13	18	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	6	8	12	16
其他长期负债	6	9	12	15	18	归属于母公司净利润	45	61	91	124	168
长期负债合计	6	9	12	15	18	现金流量表（百万元）					
负债合计	146	223	374	481	628	净利润	45	61	91	124	168
少数股东权益	0	19	25	33	44	资产减值准备	0	0	(0)	(0)	(0)
股东权益	194	603	667	753	871	折旧摊销	2	3	2	3	3
负债和股东权益总计	340	845	1065	1267	1542	公允价值变动损失	(1)	(3)	2	2	2
关键财务与估值指标						财务费用	1	1	0	(0)	(2)
每股收益	1.62	1.65	2.45	3.35	4.53	营运资本变动	(24)	(81)	(11)	51	53
每股红利	1.00	0.94	0.74	1.00	1.36	其它	0	2	6	8	11
每股净资产	7.00	16.30	18.02	20.36	23.53	经营活动现金流	22	(18)	90	187	237
ROIC	28.28%	29.07%	33%	42%	69%	资本开支	0	(16)	(3)	(3)	(3)
ROE	23.06%	10.10%	14%	16%	19%	其它投资现金流	61	(402)	0	0	0
毛利率	39%	43%	43%	42%	42%	投资活动现金流	61	(425)	(10)	(10)	(10)
EBIT Margin	21%	21%	22%	22%	22%	权益性融资	(1)	394	0	0	0
EBITDA Margin	22%	22%	22%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	36%	44%	46%	38%	35%	支付股利、利息	(28)	(35)	(27)	(37)	(50)
净利润增长率	30%	36%	49%	37%	35%	其它融资现金流	29	39	54	(11)	0
资产负债率	43%	29%	37%	41%	44%	融资活动现金流	(28)	364	26	(48)	(50)
股息率	0.8%	1.0%	0.8%	1.1%	1.5%	现金净变动	54	(79)	107	129	177
P/E	55.7	54.7	36.7	26.9	19.9	货币资金的期初余额	117	172	93	200	329
P/B	12.9	5.5	5.0	4.4	3.8	货币资金的期末余额	172	93	200	329	505
EV/EBITDA	52.5	50.1	34.4	25.4	19.5	企业自由现金流	0	(34)	82	180	229
						权益自由现金流	0	6	135	169	231

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