

2024年04月24日

# 霍莱沃 (688682.SH)

## 公司快报

### 营收稳健利润承压，延伸布局低空及卫星赛道

国防军工 | 其他军工III

投资评级

**增持-B(首次)**

股价(2024-04-24)

30.80 元

#### 投资要点

**事件：**2024年4月23日，霍莱沃发布2023年度报告，2023年公司实现营业收入3.94亿元，同比增长17.26%，实现归母净利润0.27亿元，同比减少46.22%。

◆ **营收稳健增长，毛利率波动及费用增加拖累利润。**报告期内，公司实现整体营业收入3.94亿元，同比增加17.26%。公司管理层积极应对环境变化，围绕电磁测量系统、电磁CAE仿真软件等主要产品，积极开拓卫星等景气度较高的下游市场，并实现了客户覆盖广度及深度的进一步提升，同时公司积极推进业务实施及交付工作，从而实现了营业收入的稳步增长。报告期内，公司的收入增长主要由电磁测量系统业务贡献，其中，面向隐身装备的雷达散射截面测量系统、面向卫星的相控阵校准测量系统等产品收入大幅增长。2023年公司综合毛利率为33.84%，较2022年减少7.99个百分点，主要系报告期内部分项目本期结算的硬件成本较高，使得毛利率水平较上年同期有所下滑，此外，公司加大CAE仿真软件、面向隐身装备的雷达散射截面测量系统等产品的研发投入并扩充技术团队，由此带来的期间费用上升亦导致了利润水平的下滑。

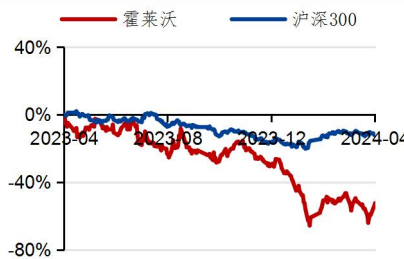
◆ **隐身+卫星测量系统大幅增长，研制相控阵样机静待订单。**2023年公司的电磁测量系统业务实现营收3.18亿元，同比增长32.07%，成为营收增长的主要贡献，其中，面向隐身装备的雷达散射截面测量系统、面向卫星的相控阵校准测量系统等产品收入大幅增长，报告期内，公司面向卫星领域的测量系统订单同比快速增长，同时成功开拓了多个卫星领域新客户。电磁场仿真分析验证业务营收同比下滑11.30%，报告期内公司围绕核心产品三维电磁仿真软件RDSim进行市场推广并取得了良好的订单及收入增长，但复杂电磁环境仿真软件及半实物仿真系统因特种行业环境原因收入有所下降。通用测试业务营收同比下滑45.60%，主要系该业务技术壁垒及毛利率相对较低，公司将市场开拓的重心放在电磁测量系统、电磁仿真分析验证等核心业务板块，对该板块业务则有所收缩。相控阵产品业务未实现营收，但公司所承担的多项样机研发任务在年内完成并实现了技术目标，为批量订单的获取打下了坚实的基础。

◆ **研发投入持续增加，布局低空经济+低轨卫星赛道。**2023年研发投入合计0.51亿元，同比增长14.02%，新申请国内专利4项，新增国内专利13项，截至报告期末，公司累计获得国内专利42项，软件著作权98项。公司开展的电磁场仿真分析验证、电磁测量系统、相控阵产品等业务的关键优势为算法技术。其中，电磁测量系统业务所面向的主要下游为特种、卫星、通信、汽车等高端制造业，在低空经济等各类新兴领域也有广泛的应用空间。目前，卫星通信、智能驾驶以及低空产业等新兴产业发展势猛，公司的电磁仿真及测量产品在其中的应用场景不断增加。报告期内，公司针对低空经济、低轨卫星等领域开展了多项在研项目，例如电磁测量系统关键硬件及自动化设备研发、低轨卫星专用检测系统研究以及多模共口径一体化天线研发，均属国内先进水平，具有广阔的市场应用前景。

#### 交易数据

总市值(百万元)	2,240.46
流通市值(百万元)	2,240.46
总股本(百万股)	72.74
流通股本(百万股)	72.74
12个月价格区间	89.60/24.50

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.93	-24.39	-42.63
绝对收益	-7.59	-15.43	-55.3

分析师

李宏涛

 SAC 执业证书编号: S0910523030003  
 lihongtao1@huajinsec.cn

#### 相关报告



- ◆ **自研国产 RDSim 软件，国产替代放量可期。**CAE 作为研发设计类工业软件中最具技术难度的领域，具有极长的研发周期和极高的技术壁垒。CAE 软件目前主要应用于特种、卫星、通信、汽车等高端制造业，在制造业体系内有着广泛的拓展空间。公司自主研发的国产 CAE 软件三维电磁仿真软件 RDSim 系工信部工业软件优秀产品。报告期内，公司 CAE 产品的客户数量及潜在客户群体持续扩大，并成功开拓多个新客户，新客户主要分布于船舶、卫星、汽车等领域。目前，我国 CAE 软件市场目前的总体渗透率和国产化程度均较低，随着国家对 CAE 等研发设计类工业软件重视程度的日益上升，以及特种领域等国家战略产业自主要求的持续提升，以公司为代表的国产 CAE 软件厂商有望加速追赶国外成熟厂商。
  
- ◆ **投资建议：**公司长期聚焦于电磁仿真及测量技术的自主研发及应用，构建了电磁仿真验证、电磁测量系统、相控阵产品三大业务板块，同时延伸布局低空经济、低轨卫星等赛道，随着主业需求释放及新业务起量，公司有望受益。我们预测公司 2024-2026 年收入 4.94/6.06/7.29 亿元，同比增长 25.2%/22.7%/20.4%，归母净利润分别为 0.65/0.85/1.09 亿元，同比增长 139.2%/31.2%/28.7%，对应 EPS 为 0.89/1.17/1.50 元，PE 为 34.5/26.3/20.5，首次覆盖，给予“增持”评级。
  
- ◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；业务拓展不及预期；市场竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	336	394	494	606	729
YoY(%)	2.0	17.3	25.2	22.7	20.4
净利润(百万元)	50	27	65	85	109
YoY(%)	-17.2	-46.2	139.2	31.2	28.7
毛利率(%)	41.8	33.8	40.7	40.9	40.9
EPS(摊薄/元)	0.69	0.37	0.89	1.17	1.50
ROE(%)	9.1	5.9	9.9	12.4	14.5
P/E(倍)	44.4	82.6	34.5	26.3	20.5
P/B(倍)	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6
净利率(%)	15.0	6.9	13.1	14.0	15.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-2026 年公司整体营收 4.94/6.06/7.29 亿元, 毛利率 40.70%/40.91%/40.94%。在电磁测量系统领域, 随着相控阵校准测量、雷达散射截面测量和射频测量等业务的持续成长及卫星测量等新市场的拓展, 公司预计保持稳健增长, 预计 2024-2026 年实现收入 4.0/4.9/5.9 亿元, 毛利率 38.8%/38.5%/38.2%; 电磁仿真分析验证领域, 随着公司三维电磁仿真软件 RDSim 和复杂电磁环境仿真软件的研发迭代及市场推广, 有望受益国产化软件替代放量, 预计 2024-2026 年实现收入 0.4/0.5/0.5 亿元, 毛利率 54.5%/54.3%/54.3%; 通用测试领域, 公司整体业务维持稳健增长, 预计 2024-2026 年实现收入 0.2/0.3/0.3 亿元, 毛利率 12.0%/11.8%/11.5%; 相控阵及其他业务随着下游应用场景增加及新市场持续开拓, 有望保持快速增长。

表 1: 分产品预测表

分产品预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>电磁测量系统</b>					
收入/亿元	2.4	3.2	4.0	4.9	5.9
YOY (%)	/	32.1%	25.5%	22.5%	20.50%
毛利率 (%)	41.5%	31.1%	38.8%	38.5%	38.2%
<b>电磁场仿真分析验证</b>					
收入/亿元	0.42	0.3	0.4	0.5	0.5
YOY (%)	/	-17.3%	17.5%	15.5%	14.5%
毛利率 (%)	60.9%	53.6%	54.5%	54.3%	54.3%
<b>通用测试</b>					
收入/亿元	0.43	0.2	0.2	0.3	0.3
YOY (%)	/	-45.6%	5.5%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	15.1%	11.9%	12.0%	11.8%	11.5%
<b>相控阵及其他</b>					
收入/亿元	0.11	0.2	0.3	0.4	0.6
YOY (%)	/	163.6%	60.0%	50.0%	35.0%
毛利率 (%)	80.7%	73.0%	72.0%	71.0%	70.0%
<b>合计</b>					
收入/亿元	3.4	3.9	4.9	6.0	7.3
YOY (%)	/	17.3%	25.2%	22.7%	20.4%
毛利率 (%)	41.83%	33.84%	40.70%	40.91%	40.94%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司华力创通(仿真测试)、雷科防务(复杂电测环境测试)、华如科技(军用仿真)作为可比公司。随着军工需求持续修复及卫星互联网、低空经济等需求放量, 公司相关产品有望迎来加速增长, 预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	EPS/元		PE/倍	
				2024E	2025E	2024E	2025E
300045.SZ	华力创通	20.75	137.51	0.16	0.33	132.22	63.37
002413.SZ	雷科防务	4.45	59.07	0.16	0.21	28.53	21.56
301302.SZ	华如科技	18.85	29.82	0.76	0.87	24.65	21.77
	平均			0.36	0.47	61.80	35.57
688682.SH	霍莱沃	30.80	22.40	0.89	1.17	34.55	26.34

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 4 月 24 日)

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	768	770	869	955	1111	<b>营业收入</b>	336	394	494	606	729
现金	91	173	203	253	311	营业成本	196	261	293	358	431
应收票据及应收账款	181	152	177	227	259	营业税金及附加	1	1	2	2	2
预付账款	39	17	53	33	71	营业费用	14	19	20	24	28
存货	46	70	76	83	108	管理费用	29	32	40	48	58
其他流动资产	410	357	360	358	361	研发费用	45	51	59	70	80
<b>非流动资产</b>	137	147	149	152	156	财务费用	-2	1	1	1	-1
长期投资	7	8	8	8	9	资产减值损失	-11	-14	-10	-9	-7
固定资产	29	39	40	42	44	公允价值变动收益	1	2	1	2	1
无形资产	16	14	15	17	19	投资净收益	7	11	6	8	8
其他非流动资产	84	86	86	85	84	<b>营业利润</b>	59	36	77	103	133
<b>资产总计</b>	904	916	1018	1106	1267	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	215	203	228	241	285	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	3	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	59	36	77	103	133
应付票据及应付账款	120	125	130	145	162	所得税	-3	-5	0	-2	-7
其他流动负债	93	78	98	96	123	<b>税后利润</b>	62	41	77	105	140
<b>非流动负债</b>	13	15	15	15	15	少数股东损益	11	14	12	20	31
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	50	27	65	85	109
其他非流动负债	13	15	15	15	15	EBITDA	64	39	78	105	134
<b>负债合计</b>	228	218	243	256	300	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	30	44	56	76	107	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	52	73	73	73	73	<b>成长能力</b>					
资本公积	442	421	421	421	421	营业收入(%)	2.0	17.3	25.2	22.7	20.4
留存收益	152	161	215	295	403	营业利润(%)	-22.3	-38.0	111.7	34.5	28.8
归属母公司股东权益	646	654	719	774	860	归属于母公司净利润(%)	-17.2	-46.2	139.2	31.2	28.7
<b>负债和股东权益</b>	904	916	1018	1106	1267	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	41.8	33.8	40.7	40.9	40.9
						净利率(%)	15.0	6.9	13.1	14.0	15.0
						ROE(%)	9.1	5.9	9.9	12.4	14.5
						ROIC(%)	8.9	5.3	9.7	12.5	15.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	25.2	23.8	23.8	23.2	23.7
						流动比率	3.6	3.8	3.8	4.0	3.9
						速动比率	3.0	2.9	2.8	3.1	3.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.9	2.4	3.0	3.0	3.0
						应付账款周转率	1.8	2.1	2.3	2.6	2.8
						<b>估值比率</b>					
						P/E	44.4	82.6	34.5	26.3	20.5
						P/B	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6
						EV/EBITDA	28.8	47.3	23.5	17.3	13.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，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。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)