

可持续订单支撑增长，预付款改善消除疑虑

——凯乐科技（600260）深度报告

报告摘要：

可持续订单支撑公司未来业绩稳定增长，高毛利率产品占比或提升。公司目前生产的专网通信产品主要有星状网络数据链通信机、小型数据链终端、智能自主网数据通信台站等 17 种。2018 年上半年，公司签订专网通信设备订单合同总含税金额为人民币 105 亿元。我们认为公司未来收入结构会发生较大变化，毛利率相对较高的专网通信产品多环节生产制造业务订单占比会提升，而毛利率相对较低的专网通信产品后端加工业务占比会下降。

预付账款改善消除疑虑，预收账款较多显示订单饱满。从 2016 年起，公司预付账款增长较快，我们认为主要原因或为公司供应商要求的预付款比例较高所致，公司未来的预付账款比例或将显著下降，回款能力方面的疑虑有望消除：1.公司 2018 年三季度预收账款环比已出现下滑；2.公司经营取得的现金流量净额从今年年初开始已大幅改善；3.公司今年 10 月公告已取得军工四证，意味着将具备直接供应能力和一定的议价能力，预付款比例会显著下降，同时公司未来毛利率有提升且客户有望得到拓展。2017 年末，公司后端加工业务收到的预收款 37.6 亿元，多环节制造业务收到的预收款 5.1 亿元，预收账款较多显示订单饱满。

市场占有率较大，具备产业布局优势和规模优势。目前专网通信业务同行业竞争对手包括七一二、海能达、中利集团等上市公司。其中，七一二主营产品为专网无线通信终端，海能达主营产品为专业无线通信行业（终端+系统），中利集团主营产品为特种通讯设备（智能通讯自主网设备）。公司 2017 年销售收入超过 150 亿元，体量领先于竞争对手。通过多年来的布局，公司得以形成在专网通信领域，特别是在军用专网通信领域的完整产业链。

量子通信产业化可期，军民融合技术优势明显。公司量子通信业务方面主要从事量子通信技术在数据链产品，及专网通信产品的产业化应用。公司联合北京中创为量子通信技术有限公司作为技术合作方组成项目技术团队共同开展量子通信数据链产品的技术研发，目前已共同研发出多种基于量子保密通信技术的数据链产品实验室原型机，后续的工作主要是进一步完善产品设计和工艺设计并将之标准化、工业化和规模化的生产。

股权激励绑定管理层利益，回购股份彰显信心。公司 5 月初发布限制性股票激励计划（草案），我们认为，一方面，股权激励可以充分调动公司管理层及核心技术员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益捆绑，使各方共同关注公司的可持续发展；另一方面，考虑到限制性股票的授予价格不得低于公告前 1 个交易日公司股票交易均价的 50% 以及公告前 20 个交易日公司股票交易均价的 50%，限制性股票计划的发布令压制股价上涨的一大因素解除。同时公司也于今年 10 月份公告，拟以不超过每股 30.00 元/股的价格回购公司股份，回购金额不低 3 亿元，不超过 6 亿元。本次回购的股份计划用于公司员工持股计划或股权激励计划，回购计划彰显公司对未来前景的信心。

公司盈利预测及投资评级。我们认为，公司作为军工数据链龙头，军民两

2018 年 12 月 13 日

强烈推荐/维持

凯乐科技

深度报告

陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：

张卓琦

010-66554018

zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

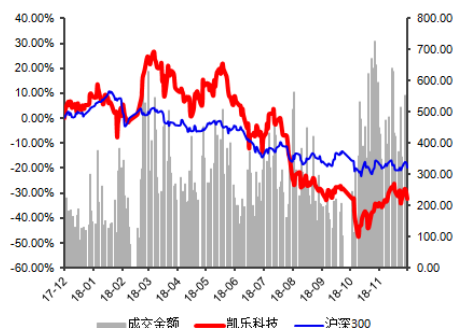
执业证书编号：

S1480117080010

交易数据

52 周股价区间（元）	14.23-35.54
总市值（亿元）	133.85
流通市值（亿元）	117.56
总股本/流通 A 股（万股）	71479/62826
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.00

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《凯乐科技-600260-事件点评：军工数据链龙头，量子通信引领变革-》2018-05-27

用专网市场空间广阔，未来量子通信业务产业化可期。公司未来订单持续性较好且高毛利率产品占比或提升，同时预付账款未来有望改善，消除资本市场的疑虑。我们预测公司 2018 年~2020 年 EPS 分别为 1.57 元、2.07 元、2.52 元，对应 PE 分别为 12X、9X、7X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：专网后端加工业务市场竞争激烈；需要持续适应客户对产品更新迭代要求；量子通信业务经营风险。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,420.68	15,138.43	16,727.96	18,735.32	20,796.21
增长率（%）	160.69%	79.78%	10.50%	12.00%	11.00%
净利润（百万元）	246.16	806.43	1,162.67	1,536.41	1,859.70
增长率（%）	105.15%	227.60%	44.18%	32.14%	21.04%
净资产收益率（%）	6.10%	15.73%	18.26%	21.59%	23.34%
每股收益(元)	0.27	1.08	1.57	2.07	2.52
PE	69.33	17.33	11.96	9.05	7.42
PB	4.18	2.82	2.18	1.95	1.73

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 可持续订单支撑公司未来业绩稳定增长，高毛利率产品占比或提升	3
2. 预付账款改善消除疑虑，预收账款较多显示订单饱满	4
3. 市场占有率较大，具备产业布局优势和规模优势	5
4. 量子通信产业化可期，军民融合技术优势明显	5
5. 股权激励绑定管理层利益，回购股份彰显信心	6
6. 投资建议及评级	6
7. 风险提示	6

表格目录

表 1：2017 年专网通信业务订单构成	3
表 2：2017 年专网通信业务收入对比	5
表 3：公司盈利预测表	7

插图目录

图 1：2017 年收入结构	3
图 2：近两年盈利增速较快	3
图 3：预付账款三季度环比下滑	4
图 4：经营活动产生的现金流量净额（万元）	4

1. 可持续订单支撑公司未来业绩稳定增长，高毛利率产品占比或提升

公司在手订单充足且具备可持续性。公司主营业务包含专网通信，目前生产的专网通信产品主要有星状网络数据链通信机、小型数据链终端、智能自主网数据通信台站等 17 种。公司 2016 年签订专网通信业务订单 104 亿元（含税），完成交货并结算 60 亿元（含税）；2017 年签订专网通信业务订单 170 亿元（含税），完成交货并结算 130 亿元（含税）；2018 年上半年，公司签订专网通信设备订单合同总含税金额为人民币 105 亿元，完成交货并结算的含税金额为 75 亿元。我们认为公司预计公司未来三年订单增速稳健，复合增速预计在 10-20% 之间。

公司收入结构未来或将发生变化。公司的增值服务类型根据专网通信业务分两种，一种是专网通信产品后端加工业务订单，承接的工作主要是软件加密及设备测试检测；另一种是专网通信产品多环节生产制造业务订单，承接的工作是设计研发、集成总装、软件加密及产品测试检测等过程。我们认为公司未来收入结构会发生较大变化，毛利率相对较高的专网通信产品多环节生产制造业务订单占比会提升，而毛利率相对较低的专网通信产品后端加工业务占比会下降。2016 年交付订单中大部分为后端加工，2017 年以来多环节加工制造的比例快速上升。目前这两种业务的元器件都是外购的，公司通过两种模式生产加工后销售给下游客户。2017 年专网通信后端加工业务毛利率为 3.8%；专网通信多环节制造业务毛利率为 20%。根据公司发布的对上交所问询函回复的公告，专网通信行业的市场规模近年来加速猛增，根据权威机构 IHS 数据，2016 年全球专网通信市场规模达 1031 亿元，2017 年超过 1200 亿元，预计 2018 年到 2020 年继续高景气态势，年复合增长率可达 18.85%。公司三季报业绩增长失速，全年有望利润正增长。

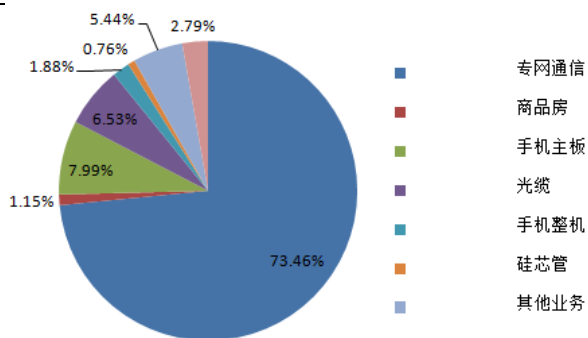
表 1：2017 年专网通信业务订单构成

序号	年份	订单（亿元含税）		结算（亿元含税）	
		专网通信产品后端加工业务订单	专网通信产品多环节生产制造业务订单	专网通信产品后端加工业务订单	专网通信产品多环节生产制造业务订单
1	2016 年	82		22	58
2	2017 年	91		79	91

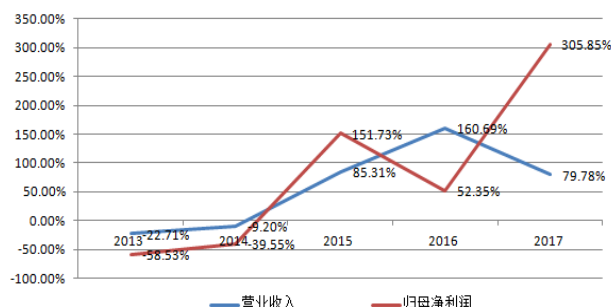
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 1：2017 年收入结构

图 2：近两年盈利增速较快



资料来源：公司年报，Wind，东兴证券研究所



资料来源：公司年报，Wind，东兴证券研究所

2. 预付账款改善消除疑虑，预收账款较多显示订单饱满

公司预付账款未来或显著改善。从 2016 年起，公司预付账款增长较快，2016、2017 和 2018 年上半年预付账款余额分别为 62.19 亿元、97.22 亿元和 99.33 亿元，我们认为主要原因或为公司供应商要求的预付款比例较高所致，我们认为公司未来的预付账款比例或将显著下降，回款能力方面的疑虑有望消除：1. 公司 2018 年三季度预收账款环比已出现下滑；2. 公司经营活动取得的现金流量净额从今年年初开始已大幅改善；3. 公司今年 10 月公告，全资子公司湖北凯乐量子通信光电科技有限公司收到中央军委装备发展部颁发的《装备承制单位资格证书》，至此公司已取得军工四证。公司在拿到军工四证后意味着将具备直接供应能力和一定的议价能力，预付款比例会显著下降，同时公司未来毛利率有提升且客户有望得到拓展。

预收账款增长显示订单饱满。根据公司发布的对上交所问询函回复的公告，2015-2017 年，公司预收款项金额分别为 12.82 亿元、42.21 亿元、44.68 亿元，增长较快且金额较大。公司专网通信业务均需提前支付货款，其中，后端加工业务收取 100%预收款，多环节制造收取 10%预收款。2017 年末，公司后端加工业务收到的预收款 37.6 亿元，多环节制造业务收到的预收款 5.1 亿元。2017 年前五大客户（销售方涉密，不能披露销售方信息）预收款占比为 87.58%，预收第一名单位的主要产品为某智能通信网络数据处理器等，预收第二名单位的主要产品为某数据链通信机等，预收第三至第五名单位的主要产品分别为某小型数据链终端、某智能自主网通信机台站。

图 3：预付账款三季度环比下滑

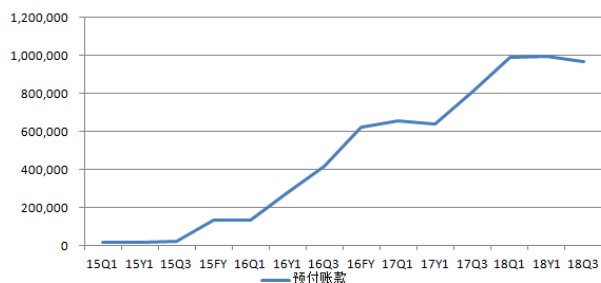
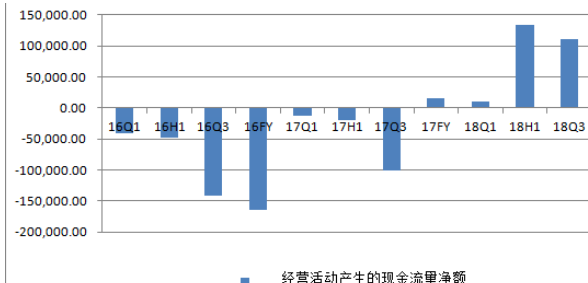


图 4：经营活动产生的现金流量净额（万元）



资料来源：公司年报，Wind，东兴证券研究所

资料来源：公司年报，Wind，东兴证券研究所

3. 市场占有率较大，具备产业布局优势和规模优势

与竞争对手相比优势明显。目前公司专网通信业务同行业竞争对手包括七一二、海能达、中利集团等上市公司。其中，七一二主营产品为专网无线通信终端，海能达主营产品为专业无线通信行业（终端+系统），中利集团主营产品为特种通讯设备（智能通讯自主网设备）。公司 2017 年销售收入超过 150 亿元，体量领先于竞争对手。从行业布局角度来看，公司深耕通信行业十余年，具备丰富的行业经验、客户积累和技术积淀。通过多年来的布局，公司得以形成在专网通信领域，特别是在军用专网通信领域的完整产业链，子公司获得数据链产品二级保密、国军标认证、科研生产复审等。公司专网通信业务按最终客户统计军用占比为 100%，占营业收入 73.46%。

表 2：2017 年专网通信业务收入对比

上市公司	主要产品	生产量（台）	销售量（台）	销售收入（亿元）	市场占有率（测算）	特有技术
七一二	专网无线通信终端	-	-	11.65	0.97%	自主研发机车综合无线通信设备（CIR）等技术。
新海宜	专网通信设备	25,038	31,700	8.76	0.73%	专网通信行业具有多年经验和 技术积累等。
海能达	专网无线通信行业（终端+系统）	1,769,963	1,761,265	44.16	3.68%	提供 TETRA、PDT、DMR、专网 LTE 等全系列标准产品设备商等。
中利集团	特种通信设备（智能通讯自主网设备）	14,913	14,913	14.69	1.22%	智能自主网设备已获得二级保密资质、武器装备质量管理体系论证等。
凯乐科技	专网通信设备	359,277	355,627	130.11	10.84%	取得专利证书 5 项、软件著作权 27 项；子公司获得数据链产品二级保密、国军标认证、科研生产复审等。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 量子通信产业化可期，军民融合技术优势明显

量子通信将逐步贡献业绩。公司量子通信业务方面主要从事量子通信技术在数据链产品，及专网通信产品的产业化应用。公司通过资本市场发行股份募集资金投入量子通信产业化项目，是第一家通过证券市场发行股份，投入量子通信产业化项目的上市公司。公司联合北京中创为量子通信技术有限公司作为技术合作方组成项目技术团队共同开展量子通信数据链产品的技术研发，项目技术团队在量子通信方面具有雄厚的专业实力和丰富的项目经验，目前已共同研发出多种基于量子保密通信技术的数据链产品实验室原型机，后续的工作主要是进一步完善产品设计和工艺设计并将之标准化、工业化和规模化的生产。我们判断，目前公司在量子通信领域订单或已超过 10 亿元。

中创为量子通信技术行业领先。中创为在量子通信方面的技术依托于科大国盾量子技术股份有限公司，面向科大国盾量子授权的行业市场提供定制化量子产品及方案。科大国盾由中国科学技术大学发起组建，主要股东包括中科大资产经营有限责任公司、中国科学院国有资产经营有限责任公司、核心技术团队等。科大国盾量子是中国第一家从事量子信息技术产业化的创新型企业，是中国最大的量子通信设备制造商和量子信息系统服务提供商，是全球广域量子通信网络化技术和商用服务的开拓者、实践者和引领者。公司用于量子通信技术数据链产品产业化项目的募集资金净额为 4.36 亿元，截止 2017 年 12 月底，已使用 1.3 亿元。量子通信技术作为一种原理上被证明的无条件安全的通信方式，在国防、金融、政务、重要基础设施（电网、核电站等）、能源（中石油、中石化、中海油等）方面都具有重大的应用价值。随着量子通信理论研究和实践应用的不断突破，未来量子通信技术具有广阔的应用前景，市场空间有望超千亿。

5. 股权激励绑定管理层利益，回购股份彰显信心

股权激励绑定管理层利益。公司 5 月初发布限制性股票激励计划（草案），拟向包括高管和核心技术骨干在内的 32 人授予 969 万股限制性股票，授予价格为 15.62 元/股，涉及的标的股票占股本总数的 1.37%。解除限售的业绩条件以 2015-2017 年三年平均净利润为基数，2018 年、2019 年和 2020 年净利润增长率分别不低于 150%、170% 和 180%。我们认为，一方面，股权激励可以充分调动公司管理层及核心技术员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益捆绑，使各方共同关注公司的可持续发展；另一方面，考虑到限制性股票的授予价格不得低于公告前 1 个交易日公司股票交易均价的 50% 以及公告前 20 个交易日公司股票交易均价的 50%，限制性股票计划的发布令压制股价上涨的一大因素解除。我们看好公司未来的业绩可持续增长潜力。

回购股份彰显信心。公司于今年 10 月份公告，拟以不超过每股 30.00 元/股的价格回购公司股份，回购金额不低 3 亿元，不超过 6 亿元。本次回购的股份计划用于公司员工持股计划或股权激励计划，回购计划彰显公司对未来前景的信心。

6. 投资建议及评级

我们认为，公司作为军工数据链龙头，军民两用专网市场空间广阔，未来量子通信业务产业化可期。未来订单持续性较好且高毛利率产品占比或提升，同时预付账款未来有望改善，消除资本市场的疑虑。我们预测公司 2018 年~2020 年 EPS 分别为 1.57 元、2.07 元、2.52 元，对应 PE 分别为 12X、9X、7X，维持“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

专网后端加工业务市场竞争激烈；需要持续适应客户对产品更新迭代要求；量子通信业务经营风险。

表 3:公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	11239	15696	34884	37824	40993	营业收入	8421	15138	16728	18735	20796
货币资金	654	739	18401	20609	22876	营业成本	7570	13386	14219	15269	16845
应收账款	848	773	854	957	1062	营业税金及附加	22	40	44	50	55
其他应收款	149	262	290	325	360	营业费用	107	132	146	163	190
预付款项	6219	9722	9864	10016	10185	管理费用	214	278	308	344	382
存货	2649	2833	3992	4287	4730	财务费用	234	433	646	1115	1160
其他流动资产	326	379	392	408	424	资产减值损失	25.31	29.57	25.05	26.64	27.09
非流动资产合计	2666	2922	3139	3415	3474	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	269	254	254	254	254	投资净收益	12.15	4.75	4.75	4.75	4.75
固定资产	767.78	865.32	1102.09	1379.84	1232.59	营业利润	261	848	1345	1772	2141
无形资产	150	131	241	240	239	营业外收入	12.81	82.40	33.14	33.14	33.14
其他非流动资产	1	84	0	0	0	营业外支出	1.75	9.06	50.00	50.00	50.00
资产总计	13905	18618	38023	41239	44467	利润总额	272	921	1328	1755	2124
流动负债合计	8742	11937	30281	31918	34211	所得税	26	115	165	219	265
短期借款	2299	3289	20925	21661	22895	净利润	246	806	1163	1536	1860
应付账款	481	583	611	656	723	少数股东损益	64	67	44	58	56
预收款项	4267	4508	5177	5926	6758	归属母公司净利润	182	740	1119	1478	1803
一年内到期的非流	292	226	226	226	226	EBITDA	715	1482	2113	3058	3472
非流动负债合计	1805	1562	1150	1950	1950	EPS (元)	0.27	1.08	1.57	2.07	2.52
长期借款	395	338	1138	1938	1938	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	1391	1195	0	0	0						
负债合计	10547	13499	31432	33868	36161	成长能力					
少数股东权益	373	416	460	518	575	营业收入增长	160.69%	79.78%	10.50%	12.00%	11.00%
实收资本(或股本)	667	709	715	715	715	营业利润增长	100.74%	224.71	58.64%	31.74%	20.84%
资本公积	1171	2111	2989	2989	2989	归属于母公司净利润	51.30%	32.11%	51.30%	32.11%	22.00%
未分配利润	865	1502	1479	1449	1412	获利能力					
归属母公司股东权	2985	4702	6127	6848	7727	毛利率(%)	10.10%	11.58%	15.00%	18.50%	19.00%
负债和所有者权	13905	18618	38023	41239	44467	净利率(%)	2.92%	5.33%	6.95%	8.20%	8.94%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.91%	1.31%	3.97%	2.94%	3.58%
单位:百万元						ROE(%)	6.10%	15.73%	18.26%	21.59%	23.34%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	-1639	157	1190	3038	3393	偿债能力					
净利润	246	806	1163	1536	1860	资产负债率(%)	76%	73%	83%	82%	81%
折旧摊销	220.13	201.32	0.00	147.25	147.25	流动比率	1.29	1.31	1.15	1.19	1.20
财务费用	234	433	646	1115	1160	速动比率	0.98	1.08	1.02	1.05	1.06
应付帐款的变化	0	0	-81	-103	-105	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	669	749	832	总资产周转率	0.78	0.93	0.59	0.47	0.49
投资活动现金流	-349	-246	-360	-493	-276	应收账款周转率	11	19	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.47	28.46	28.03	29.59	30.16
长期股权投资减少	0	0	201	0	0	每股指标(元)					
投资收益	12	5	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.27	1.08	1.57	2.07	2.52
筹资活动现金流	2010	279	16832	-337	-850	每股净现金流(最新	0.03	0.27	24.71	3.09	3.17
应付债券增加	0	0	-1195	0	0	每股净资产(最新摊	4.48	6.63	8.57	9.58	10.81
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	42	6	0	0	P/E	69.33	17.33	11.96	9.05	7.42
资本公积增加	-1	940	878	0	0	P/B	4.18	2.82	2.18	1.95	1.73
现金净增加额	22	190	17662	2208	2267	EV/EBITDA	22.67	11.86	8.17	5.43	4.48

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。