



2019 年 03 月 03 日

买入(维持)

当前价: 21.17 元

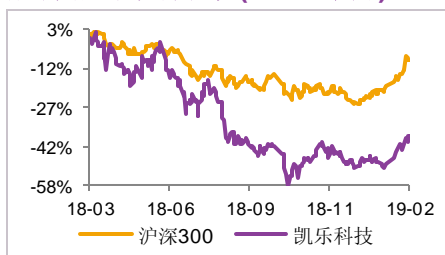
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 刘智

电话: 021-51782232
邮箱: liuzhi_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	949	1,362	1,687	2,059
(+/-)	49.87%	43.46%	23.88%	22.06%
归母净利润	237	377	481	577
(+/-)	19.03%	59.01%	27.39%	20.06%
EPS(元)	0.77	1.02	1.30	1.56
P/E	58.45	44.17	34.67	28.88

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯军工公司深度】凯乐科技(600260): 专网通信进入技术驱动的新发展时代, 量子通信打造业绩新爆点》
2019-01-29

凯乐科技(600260.SH)

【联讯军工公司点评】凯乐科技(600260): 预中标中国移动和对讲4亿订单, 宽带智能终端首次进入运营商大规模应用

投资要点

一、事件:

3月2日, 凯乐科技公告公司全资子公司深圳凡卓通讯技术有限公司预中标中国移动《和对讲自主品牌系列终端研发与量产项目-C系列》和《和对讲自主品牌系列终端研发与量产项目-S系列》, 两个项目采购框架金额约为人民币4亿元(不含税)。

二、运营商公网通信产品获得突破, 有望进一步渗透公网通信市场

本次中标是公司自主研发的宽带智能终端在国内运营商面向行业市场的首次大规模应用, 中标产品也是本次客户采购中的最高端产品之一, 终端用户主要为城管、应急救援等泛执法部门。本次中标金额4亿, 超过之前海能达公告的中国移动和对讲中标金额(2.88亿), 体现了公司研发团队在泛执法行业应用领域的专业优势以及在高端产品的技术优势。

本项目标志着公司宽带智能终端开始大规模进入公网对讲、运营商行业市场, 市场空间广阔。本项目的顺利实施, 有利于公司进一步加深与运营商的合作, 抢占公网对讲高端市场, 提升公司宽带产品的市场占有率。公司将发挥在专网通信行业多年积累的行业市场和技术优势, 继续在军民两用市场探索扩大业务。

三、直接军工订单比例提升, 净利润改善空间巨大, 现金流有望明显改善

公司去年拿齐军工资质后, 2019年1月2日公告首次获得首笔直接军工业务订单, 今年预计直接军工订单比例将大幅提升, 军品业务毛利率有望提升, 净利润改善空间巨大。另外, 直接军工业务订单对公司预收款、预付款等都有明显改善, 困扰公司已久的现金流问题有望明显改善。

四、研发、生产、市场布局完善, 静待军民融合开花结果

公司积极吸引军工及高校科研人才加入公司, 先后组建了北京、长沙两个研究院, 拥有大量的研发技术人才和技术产品储备。结合公司在生产、市场的优势, 研发、生产、市场三位一体布局完善, 静待研究院其他研发项目开花结果。公司是从传统产业转型军民融合的成功典范企业, 有望借助军民融合的政策东风, 在军民融合的道路不断取得新突破。

五、盈利预测与投资建议

我们预测公司2018年-2020年营业收入分别为176.59、195.49亿、224.03亿元, 2018-2020年归母净利润分别为10.79亿元、15.12亿元、20.20亿元, 每股收益为1.51元、2.11元、2.82元, 对应的P/E分别为11.34倍、8.09倍、



6.06 倍。考虑到公司已经拿到武器装备承制资质，成功进入军工供应体系多年，规模优势明显，未来产品有望向多军种渗透，维持“买入”评级。

六、风险提示

- 1) 军工专网通信市场竞争激烈，公司订单出现滑坡，毛利率下滑，对业绩造成较大影响。
- 2) 大股东负债风险、股票质押风险
- 3) 量子通信产品市场开拓不达预期
- 4) 其他业务的经营风险、剥离进度不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15,696	18,050	19,855	21,444	经营活动现金流	157	1,216	1,642	2,135
货币资金	739	1,191	1,655	1,871	净利润	803	1,149	1,590	2,109
应收账款	773	928	1,067	1,174	折旧摊销	106	116	122	128
其它应收款	262	315	362	398	财务费用	433	565	508	493
预付账款	9,722	10,694	11,228	11,790	营运资金变动	1,261	922	1,137	2,290
存货	2,833	3,683	4,051	4,456	其它	-2,441	-1,533	-1,711	-2,881
其他	1,367	1,240	1,492	1,755	投资活动现金流	-246	-443	-535	-641
非流动资产	2,922	3,361	3,630	3,920	资本支出	131	150	173	190
长期股权投资	254	266	293	322	长期投资	254	266	293	322
固定资产	865	1,038	1,194	1,373	其他	-631	-860	-1,001	-1,153
无形资产	131	160	192	230	筹资活动现金流	279	-322	-643	-1,278
其他	1,672	1,896	1,951	1,994	短期借款	3,289	3,454	3,108	2,797
资产总计	18,618	21,411	23,485	25,364	其他	-3,347	-4,164	-4,198	-4,589
流动负债	11,937	13,370	14,038	13,336	现金净增加额	190	451	464	216
短期借款	3,289	3,454	3,108	2,797	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
应付账款	583	1,457	1,821	2,277	成长能力				
其他	8,065	8,459	9,109	8,262	营业收入	79.78%	16.65%	10.70%	14.60%
非流动负债	1,562	1,328	1,394	1,464	营业利润	223.54%	58.32%	34.52%	30.54%
其他	1,224	939	947	950	归母公司净利润	304.18%	46.43%	40.19%	33.57%
负债合计	13,499	14,698	15,432	14,800	获利能力				
少数股东权益	416	479	551	606	毛利率	11.58%	13.99%	15.02%	15.70%
归母公司股东权益	4,702	6,234	7,502	9,958	净利率	4.87%	6.11%	7.73%	9.01%
负债和股东权益	18,618	21,411	23,485	25,364	ROE	18.95%	19.42%	21.54%	22.66%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	6.82%	8.18%	10.65%	13.95%
营业收入	15,138	17,659	19,549	22,403	偿债能力				
营业成本	13,386	15,189	16,613	18,885	资产负债率	72.51%	68.65%	65.71%	58.35%
营业税金及附加	40	42	47	54	流动比率	1.31	1.35	1.41	1.61
销售费用	132	159	176	179	速动比率	1.08	1.07	1.13	1.27
管理费用	278	318	352	381	营运能力				
财务费用	433	565	508	493	总资产周转率	0.93	0.88	0.87	0.92
资产减值损失	30	53	59	67	应收帐款周转率	18.67	20.76	19.60	19.99
营业利润	845	1,338	1,799	2,349	应付帐款周转率	25.17	14.89	10.13	9.22
营业外收入	82	35	39	45	每股指标(元)				
营业外支出	9	12	14	16	每股收益	1.08	1.51	2.11	2.82
利润总额	918	1,361	1,825	2,378	每股经营现金	0.22	1.70	2.30	2.99
所得税	115	212	235	269	每股净资产	7.22	9.39	11.26	14.77
净利润	803	1,149	1,590	2,109	估值比率				
少数股东损益	67	71	78	90	P/E	15.84	11.34	8.09	6.06
归属母公司净利润	737	1,079	1,512	2,020	P/B	2.37	1.82	1.52	1.16
EBITDA	1,388	1,454	1,921	2,477	EV/EBITDA	17.94	17.70	13.54	10.16

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华, 中国人民大学硕士研究生, 现任联讯证券研究院执行院长。2016 年加入联讯证券, 证书编号: S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 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, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com