

2019年10月29日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

第三季度收入稳步提升, 利润小幅下滑, “视频+”战略加速推动业绩稳步向上 买入 (维持)

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	929	1,134	1,381	1,671
同比 (%)	11.1%	22.1%	21.7%	21.0%
归母净利润 (百万元)	86	167	216	273
同比 (%)	177.7%	94.1%	29.1%	26.8%
每股收益 (元/股)	0.11	0.12	0.16	0.20
P/E (倍)	53.68	47.11	36.49	28.79

投资要点

- **事件:**2019年第三季度二六三实现营业收入2.61亿元,同比增长2.99%,实现归母净利润0.27亿元,同比下滑5.94%。2019年前三季度实现营业收入7.71亿元,同比增长14.2%,实现归母净利润0.92亿元,同比增长32.39%。
- **营业收入稳步增加,利润整体保持增长:**二六三第三季度单季度营业收入稳步增加,盈利虽有所下滑,但不影响其长期盈利能力。我们认为,二六三企业通信业务在“视频+”战略的指引下,随着公司不断深入探索新产品与各应用场景的融合,在各行业形成不同的解决方案,其营业收入将会稳步增加。
- **费用及现金流小幅承压:**2019年第三季度二六三发生销售费用0.44亿元,同比增加0.23%;公司管理费用(含研发费用0.30亿元)0.70亿元,同比下滑9.09%;公司财务费用-0.034亿元,同比增加43.21%,主要因为定期存款减少导致利息收入减少及汇率上升导致汇兑损失减少所致。2019年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为0.82元,较去年同期减少8.3%,现金流小幅承压,仍需持续改善。
- **满足一站式通信需求,三大业务线协同发展:**二六三运用互联网技术和转售方式为企业提供更全方位、一站式的通信产品和服务,二六三的三大事业部的设立使得各业务板块的供、产、销之间更容易协调,事业部制更利于组织专业化生产和实现企业的内部协作,各事业部之间的比较和竞争也利于企业的发展和人才培养,从而公司进入稳定、高速发展的阶段。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司2019-2021年的EPS为0.12元、0.16元、0.20元,当前股价对应PE分别为47/36/29X,维持“买入”评级。
- **风险提示:**中美贸易摩擦缓和低于预期,视频技术研发进度不及预期,核心客户流失风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.81
一年最低/最高价	2.62/8.11
市净率(倍)	3.93
流通A股市值(百万元)	6703.45

基础数据

每股净资产(元)	1.48
资产负债率(%)	20.28
总股本(百万股)	1353.71
流通A股(百万股)	1153.78

相关研究

1、《二六三 (002467): 中报利润上行, 企业通信业务稳步提升, 业绩保持高速发展》

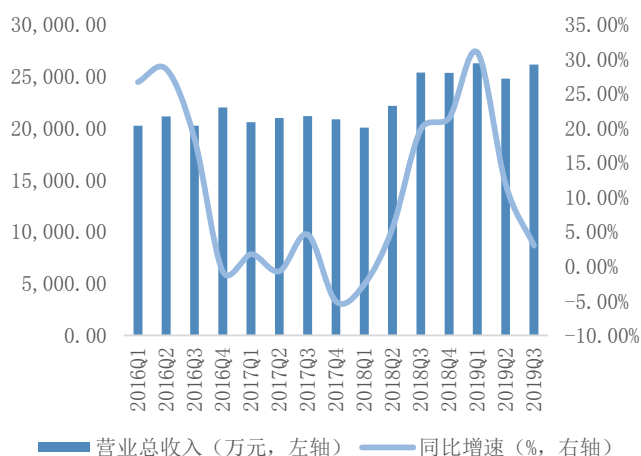
2019-08-29

2、《二六三 (002467): 企业服务的领军者, “视频+”战略大有可为》2019-07-25

1. 营业收入稳步增加，利润整体保持增长

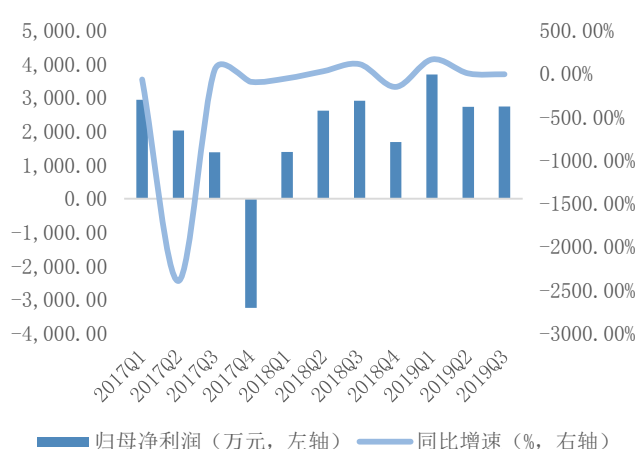
2019年第三季度二六三实现营业收入2.61亿元，同比增长2.99%，实现归母净利润0.27亿元，同比下滑5.94%。2019年前三季度实现营业收入7.71亿元，同比增长14.2%，实现归母净利润0.92亿元，同比增长32.39%。二六三第三季度单季度营业收入稳步增加，盈利虽有所下滑，但不影响其长期盈利能力。我们认为，二六三企业通信业务在“视频+”战略的指引下，随着公司不断深入探索新产品与各应用场景的融合，在各行各业形成不同的解决方案，其营业收入将会稳步增加。

图 1：二六三单季度营业收入及同比增速



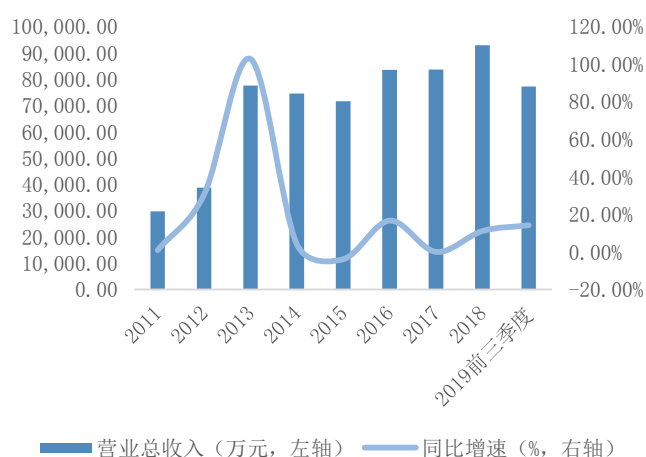
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：二六三单季度归母净利润及同比增速



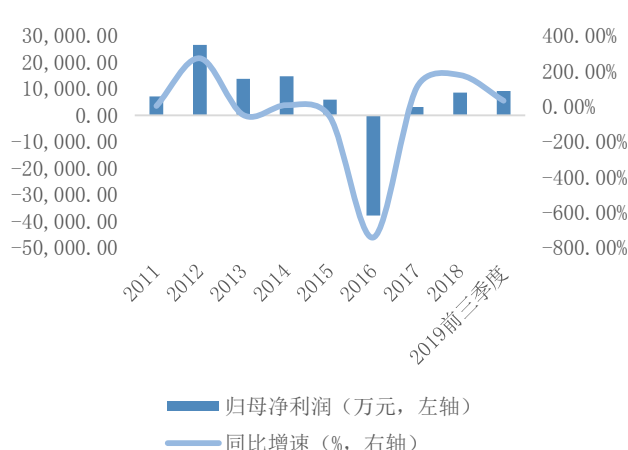
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：二六三营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：二六三归母净利润及同比增速

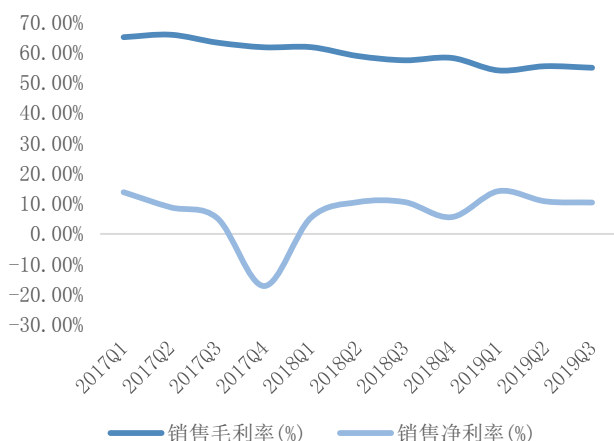


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 费用及现金流小幅承压

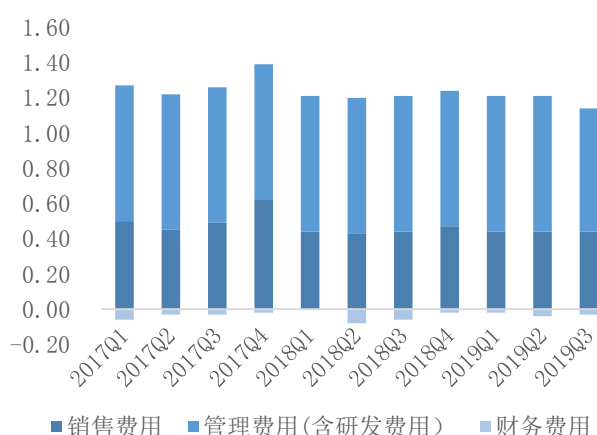
2019 年第三季度二六三销售毛利率为 54.85%，较去年同期减少 2.47 pp，主要系公司业务毛利率下滑所致。2019 年第三季度二六三发生销售费用 0.44 亿元，同比增加 0.23%；公司管理费用（含研发费用 0.30 亿元）0.70 亿元，同比下滑 9.09%，费用合理变动；公司财务费用-0.034 亿元，同比增加 43.21%，主要系定期存款减少导致利息收入减少及汇率上升导致汇兑损失减少所致。

图 5：二六三单季度销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

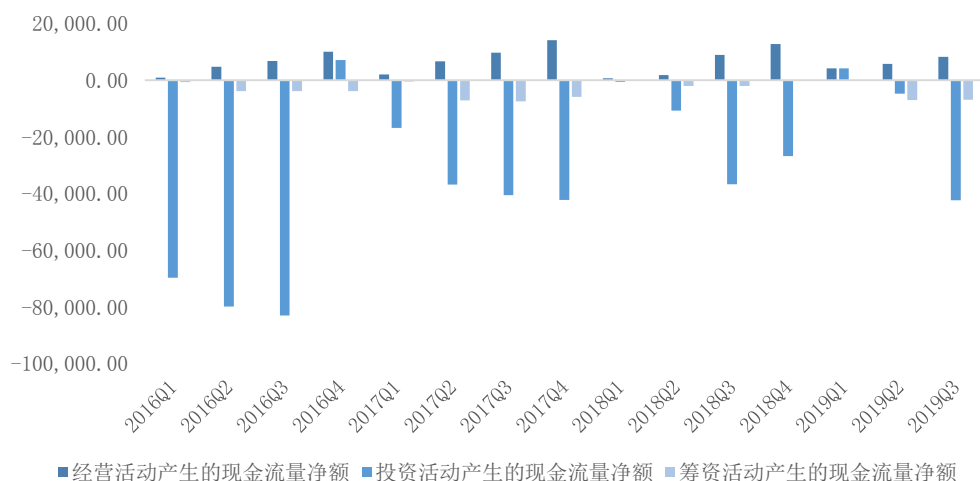
图 6：二六三单季度三费情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 0.82 元，较去年同期减少 8.3%，投资活动产生的现金流量净额为-4.23 亿元，较去年同期减少 15.28%，主要原因为二六三购买银行理财产品收益减少、首都在线本年未分红及对苏州龙遨投资按权益法核算确认投资损失所致；筹资活动产生的现金流量净额为-0.69 亿元，较去年同期减少 241.67%，主要原因为支付股东股利。

图 7：二六三现金流情况（万元）

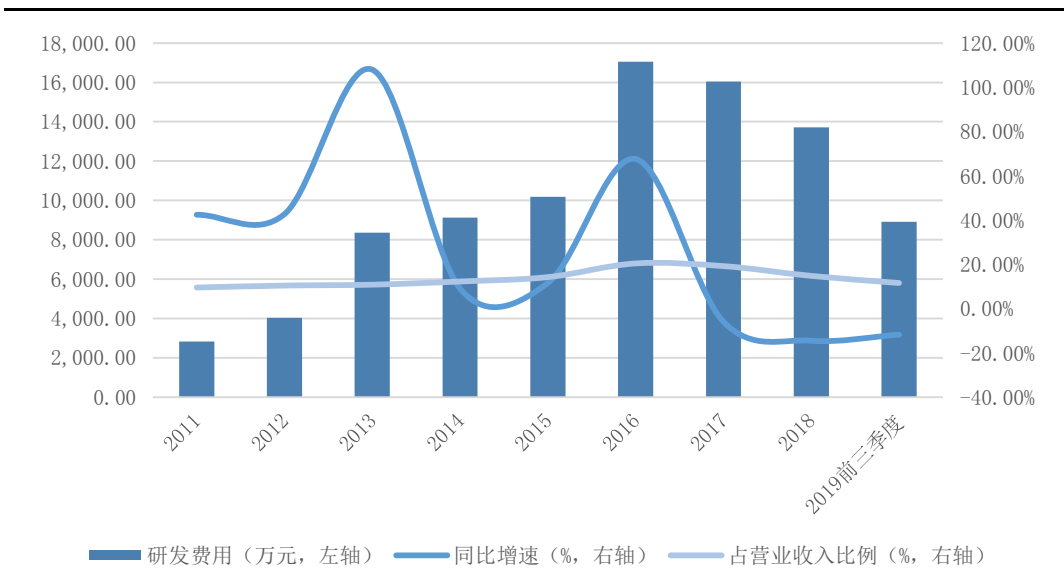


数据来源：Wind，东吴证券研究所

二六三 2019 年第三季度研发支出为 0.30 亿元，同比减少 14.29%，前三季度研发支

出为 0.89 亿元，同比减少 11.8%，研发支出占营业收入比例为 11.56%。第三季度公司研发支出有所减少，主要系前期研发项目效果逐渐凸显，营业收入有所增长，从整体来看，研发支出占营业收入比例较为稳定。

图 8：研发支出、同比增速及所占营业收入比例情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 满足一站式通信需求，三大业务线协同发展

二六三运用互联网技术和转售方式为企业提供全方位、一站式的通信产品和服务，包括：263 云通信（融合企业邮箱、电话会议、网络会议、视频会议、网络直播、企业网盘、即时通信、协同办公等产品）、企业云电话、企业短信、企业 VPN、企业无线、IDC 及云计算、设计和制作网络广告等服务。

图 8：263 云+端一站式解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在个人客户市场，二六三针对全球华人跨境通信需求，为海外华人家庭提供 VoIP、IPTV 等互联网综合通信服务，为全球商旅华人提供虚拟移动通信服务(MVNO)。此外，本集团也为运营商提供漫游系统解决方案与服务。

目前公司主要有三大事业部（三大业务线）：企业通信事业部、国际通信事业部和北美互联网综合服务事业部。三大事业部的设立使得各业务板块的供、产、销之间更容易协调，事业部制更利于组织专业化生产和实现企业的内部协作，各事业部之间的比较和竞争也利于企业的发展和人才培养，从而公司进入稳定、高速发展的阶段。此外，公司积极布局、构建公司在“一带一路”中所涉及国家或地区通信资源服务能力，满足国内企业跨境及境外本地通信需求。

4. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.12 元、0.16 元、0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 47/36/29X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1. 中美贸易摩擦缓和低于预期，公司个人业务主要涉及北美市场，如果中美贸易摩擦加剧，业务有可能受到波及。
2. 视频技术研发进度不及预期，视频业务实现低时延、超高清是所有厂商的目标，如果公司编解码技术、通信传输能力研发不及预期，可能影响公司的市场地位。
3. 核心客户流失风险，企业通信市场竞争激烈，视频会议邻域不仅有传统硬件商思科、华为等的竞争，更有小鱼、会畅通讯等云通讯厂商加入，市场份额可能流失。

二六三三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	940	1,163	1,309	1,624	营业收入	929	1,134	1,381	1,671
现金	616	844	913	1,220	减:营业成本	383	425	514	609
应收账款	130	106	182	167	营业税金及附加	3	6	6	7
存货	4	6	6	8	营业费用	178	240	300	362
其他流动资产	190	206	209	228	管理费用	161	328	390	457
非流动资产	1,600	1,596	1,593	1,618	财务费用	-16	-2	1	-4
长期股权投资	23	42	61	80	资产减值损失	6	0	0	0
固定资产	153	155	159	165	加:投资净收益	8	31	38	25
在建工程	1	6	12	20	其他收益	0	0	0	0
无形资产	22	18	12	5	营业利润	90	166	208	264
其他非流动资产	1,402	1,376	1,348	1,348	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-2
资产总计	2,540	2,759	2,902	3,242	利润总额	89	166	207	262
流动负债	539	690	699	863	减:所得税费用	15	20	25	40
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-12	-22	-34	-51
应付账款	80	69	111	102	归属母公司净利润	86	167	216	273
其他流动负债	459	622	588	761	EBIT	70	144	180	230
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	161	210	255	286
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	559	710	719	882	每股收益(元)	0.11	0.12	0.16	0.20
少数股东权益	78	57	23	-29	每股净资产(元)	2.39	1.47	1.60	1.76
归属母公司股东权益	1,903	1,992	2,161	2,388	发行在外股份(百万股)	795	1354	1354	1354
负债和股东权益	2,540	2,759	2,902	3,242	ROIC(%)	3.1%	6.3%	7.3%	8.1%
					ROE(%)	3.8%	7.1%	8.3%	9.4%
					毛利率(%)	58.8%	62.5%	62.8%	63.6%
					销售净利率(%)	9.3%	14.7%	15.6%	16.3%
					资产负债率(%)	22.0%	25.7%	24.8%	27.2%
					收入增长率(%)	11.1%	22.1%	21.7%	21.0%
					净利润增长率(%)	177.7%	94.1%	29.1%	26.8%
					P/E	53.68	47.11	36.49	28.79
					P/B	2.43	3.95	3.64	3.29
					EV/EBITDA	45.44	33.77	27.41	23.18

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

