

## 收购展动科技, 企业通信有望实现新跨越

- **事件:** 公司发布公告称拟收购展动科技 100% 股权。此前, 公司于 2013 年 9 月认购了展动科技 15% 股权, 并于 2014 年 12 月追加认购 15% 股权, 已经持有展动科技 30% 股权, 此次收购完成后将持有 100% 股权, 此举意在进一步拓展公司的企业通信业务。
- **展动科技为全球用户提供标准的 SaaS 云服务, 拥有超 1000 家大中型企业及教育培训机构用户。** 展动科技业务涵盖: 企业培训、在线教育、企业网络直播, 解决客户内部培训、异地交流、外部沟通、网络营销等多种需求。公司在中国及海外机房部署了大规模服务器集群, 在音视频处理、高并发、大容量等技术方面拥有一流的技术和专业的人才。公司在全球拥有 1000 多家大中型企业及知名教育培训机构用户, 如: 新东方、尚德、华图教育、环球雅思、北京大学、东方财富、同花顺、宜信、摩根汇通、交通银行、IBM、华为、联想、京东、阿里巴巴、广汽本田、南方电网、天狮集团等, 客户资源丰富。
- **展动科技成长迅速, 业务规模迅猛扩张。** 2015 年我国企业级 SaaS 市场规模预计达 200 亿元, 增长率高达 69.7%, 预计 2016 年市场规模超 300 亿元, 而其中基于互动直播的云服务在我国仍处于发展初期, 展动科技在该细分领域已处于领先地位, 市占率近 50%。展动科技业务规模扩张迅速, 15H1 营收已完成了 14 年全年的 78.4%。此外, 公司 15H1 营业利润 221 万元, 而根据对赌, 预计 2016 年全年将实现营业利润 2000 万元, 增长迅速。
- **通过全资子公司二六三企业通信有限公司收购, 形成协同效应。** 此次收购通过全资子公司二六三企业通信有限公司收购剩余 70% 股权, 同时将 30% 原有股权转让给该子公司。二六三企业通信主营包括企业邮箱、263 云通信等企业通信业务, 收购之后标的公司的企业互动直播云服务产品与二六三企业通信现有的统一通信业务形成协同, 不仅完善了企业云通信的产品布局, 同时共享了客户资源, 双方在市场覆盖、运营效率、服务水平等多方面能力将得到提升。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.19 元、0.24 元和 0.30 元, 对应 15 和 16 年动态 PE 分别为 82X 和 66X。我们看好公司全球华人移动通信业务的市场前景, 及标的资产展动科技的成长性, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 移动 APP 的发展给公司增值通信业务带来不断挑战的风险; 全球移动虚拟运营业务拓展不及预期的风险; 收购项目业绩实现或不及预期的风险。

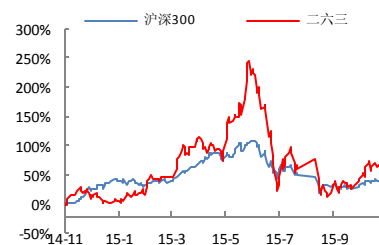
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	684.90	714.92	888.19	1181.13
增长率	-4.34%	4.38%	24.24%	32.98%
归属母公司净利润(百万元)	147.86	141.88	176.30	223.19
增长率	7.31%	-4.05%	24.26%	26.59%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.19	0.24	0.30
净资产收益率 ROE	10.43%	6.19%	7.44%	9.04%
PE	78	82	66	52
PB	8.16	5.04	4.88	4.68

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 田明华  
执业证号: S1250515060001  
电话: 021-68415819  
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	7.37
流通 A 股(亿股)	6.43
52 周内股价区间(元)	8.11-32.28
总市值(亿元)	102.55
总资产(亿元)	18.14
每股净资产(元)	2.13

### 相关研究

1. 二六三(002467): 中报业绩小幅下滑, 长期看好跨境通信业务 (2015-08-20)

## 1. 展动科技情况简介

### 1.1 公司简介

展视互动（Gensee）成立于2009年1月，是中国领先的互动视频云服务商。展视互动为企业提供稳定可靠、超大规模并发的网络培训、在线教育、企业网络直播 SaaS 云服务，解决客户内部培训、异地交流、外部沟通、网络营销等多种需求。我们在中国及海外机房部署了大规模服务器集群，在音视频处理、高并发、大容量等技术方面拥有一流的技术和专业的人才。

公司总部设于北京，拥有上海、杭州、深圳、成都、沈阳五大分支机构；在中国及海外机房部署了大规模服务器集群，为全球用户提供标准的 SaaS 服务，具有完全自主知识产权。

公司全球拥有 1000 多家大中型企业及知名教育培训机构用户；占据中国近 50% 的市场份额，成为 IBM、SAP、京东、招商银行、长城汽车、高教社、弘成教育、辉瑞制药等众多知名企业事业单位的首选合作伙伴；阿里巴巴、华图、新东方、尚德、用友、交通银行、中信证券、广汽本田、神州数码、华为等 90% 以上用户认为展视互动（Gensee）对其工作具有战略意义。

### 1.2 在线教育业务

展视互动为教育培训机构、大中小学及政府、企业培训部门量身提供中国领先的基于云计算架构的网络课堂服务，丰富的应用满足了在线学习内容的创建，传播和管理。

图1：在线课堂业务功能



数据来源：公司官网，西南证券

图2：在线教育应用场景



数据来源：公司官网，西南证券

### 1.3 企业网络直播和互动平台

企业网络直播和互动平台提供多种培训模式，从大规模全员培训到部门级小规模培训。支持直播、点播、录播和插播，实现碎片化学习和碎片化管理。将企业培训的价值

最大化，提升企业盈利能力。应用场景包括：网络培训、网络研讨会、直播课堂、大会直播、企业级网络会议、年会直播、财经直播、网络市场活动。

平台可与 OA、LMS、E-Learning、CRM 等系统完美整合，Web 端基于 SDK 可自定义界面布局，根据自身使用习惯重构产品页面，同时提供防录屏保护机制，保护版权

平台有效引导学员投入培训，增加学员参与度。大数据与云计算技术融合帮助用户优化培训资源。

图3：广泛的行业应用



数据来源：公司官网，西南证券

图4：客户案例



数据来源：公司官网，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	684.90	714.92	888.19	1181.13	净利润	147.86	141.88	176.30	223.19
营业成本	215.59	215.45	266.88	363.35	折旧与摊销	48.12	33.79	33.79	33.79
营业税金及附加	15.83	15.37	18.99	25.64	财务费用	-10.68	0.32	-0.66	0.25
销售费用	132.50	135.83	168.76	224.41	资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	185.91	193.03	239.81	318.90	经营营运资本变动	178.60	17.86	40.51	72.19
财务费用	-10.68	0.32	-0.66	0.25	其他	-163.85	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>200.87</b>	<b>193.85</b>	<b>249.94</b>	<b>329.41</b>
投资收益	-0.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	106.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>102.92</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>144.57</b>	<b>154.91</b>	<b>194.41</b>	<b>248.57</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.50	12.00	13.00	14.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>156.07</b>	<b>166.91</b>	<b>207.41</b>	<b>262.57</b>	股权融资	14.78	859.89	0.00	0.00
所得税	8.21	25.04	31.11	39.39	支付股利	-96.51	-103.56	-99.37	-123.48
净利润	147.86	141.88	176.30	223.19	其他	-1.42	-23.26	0.66	-0.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-83.14</b>	<b>733.07</b>	<b>-98.71</b>	<b>-123.73</b>
归属母公司股东净利润	147.86	141.88	176.30	223.19	<b>现金流量净额</b>	<b>218.22</b>	<b>926.91</b>	<b>151.23</b>	<b>205.68</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	510.29	1437.21	1588.44	1794.12	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	98.64	85.68	107.76	144.68	销售收入增长率	-4.34%	4.38%	24.24%	32.98%
存货	4.84	4.84	5.99	8.15	营业利润增长率	7.22%	7.15%	25.50%	27.86%
其他流动资产	36.72	36.82	37.39	38.34	净利润增长率	6.99%	-4.05%	24.26%	26.59%
长期股权投资	34.68	34.68	34.68	34.68	EBITDA 增长率	3.50%	3.86%	20.38%	24.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	90.71	68.01	45.32	22.62	毛利率	68.52%	69.86%	69.95%	69.24%
无形资产和开发支出	790.35	785.63	780.91	776.19	三费率	44.93%	46.05%	45.93%	46.02%
其他非流动资产	119.31	112.94	106.57	100.20	净利率	21.59%	19.84%	19.85%	18.90%
<b>资产总计</b>	<b>1685.54</b>	<b>2565.81</b>	<b>2707.05</b>	<b>2918.98</b>	ROE	10.43%	6.19%	7.44%	9.04%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.77%	5.53%	6.51%	7.65%
应付和预收款项	225.50	230.52	286.68	383.63	ROIC	11.71%	13.60%	17.44%	22.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.57%	26.44%	25.62%	23.93%
其他负债	41.81	41.79	49.93	65.21	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>267.31</b>	<b>272.31</b>	<b>336.62</b>	<b>448.84</b>	总资产周转率	0.42	0.34	0.34	0.42
股本	482.49	736.68	736.68	736.68	固定资产周转率	7.65	9.01	15.67	34.77
资本公积	349.89	955.59	955.59	955.59	应收账款周转率	14.83	15.65	18.47	19.03
留存收益	563.17	601.49	678.42	778.13	存货周转率	28.29	44.55	49.31	51.38
归属母公司股东权益	1418.23	2293.50	2370.43	2470.14	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	102.95%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1418.23</b>	<b>2293.50</b>	<b>2370.43</b>	<b>2470.14</b>	资产负债率	15.86%	10.61%	12.43%	15.38%
负债和股东权益合计	1685.54	2565.81	2707.05	2918.98	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.51	5.91	5.29	4.50
					速动比率	2.49	5.89	5.27	4.48
					股利支付率	65.27%	72.99%	56.36%	55.33%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	182.00	189.02	227.54	282.61	每股收益	0.20	0.19	0.24	0.30
PE	78.22	81.52	65.60	51.82	每股净资产	1.93	3.11	3.22	3.35
PB	8.16	5.04	4.88	4.68	每股经营现金	0.27	0.00	0.00	0.00
PS	16.89	16.18	13.02	9.79	每股股利	0.13	0.14	0.13	0.17
EV/EBITDA	38.32	53.11	43.45	34.26					
股息率	0.83%	0.90%	0.86%	1.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn