

2019年08月28日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

中报利润上行，企业通信业务稳步提升，业绩保持高速发展

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）	51.56	45.24	35.05	27.65

投资要点

- **事件：**2019年上半年二六三实现营业收入510.08百万元，较上年同期增加20.94%。2019年上半年公司归母净利润64.22百万元，同比增加60.23%。
- **营业收入稳定增加，利润增速保持上行：**受互联网数据中心（IDC）业务收入增加、本报告期将263环球通信全部业绩纳入合并范围，2019年上半年公司营业收入同比增长20.94%。2019年上半年二六三销售毛利率为54.65%，较去年同期减少5.47个PC，主要系公司业务毛利率下滑所致；销售净利率为12.46%，较去年同期增加4.43个PC。2019H1公司经营活动产生的现金流量净额为57.68百万元，较去年同期增加225.90%。
- **三费小幅变化，国内及北美市场齐头并进：**2019H1二六三实现国内市场营业收入258.26百万元，占公司营业收入的50.63%；国外市场实现营业收入251.82百万元，占公司营业收入的49.37%。2019H1二六三销售费用87.74百万元，同比增加1.64%；公司管理费用（含研发费用）135.95百万元，同比减少0.85%；公司财务费用-6.21百万元，同比增加22.63%。
- **视频布局初见成效，积极构建国际通信业务：**二六三视频会议产品继续布局教育市场，打造的直播网校、双师课堂产品已经初见成效。公司秉承“一带一路”、“走出去”等国家战略积极布局、构建国际通信业务。公司在国际通信业务领域通过与NTT战略合作，充分利用NTT的品牌影响力、优质的客户资源及全球营销能力完成IDC+VPN组网的产品及解决方案能力构建，放大公司自身业务规模。
- **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45/35/28X，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)	5.58
一年最低/最高价	2.42/8.11
市净率(倍)	3.85
流通A股市值(百万元)	6437.09

基础数据

每股净资产(元)	1.45
资产负债率(%)	20.20
总股本(百万股)	1353.71
流通A股(百万股)	1153.60

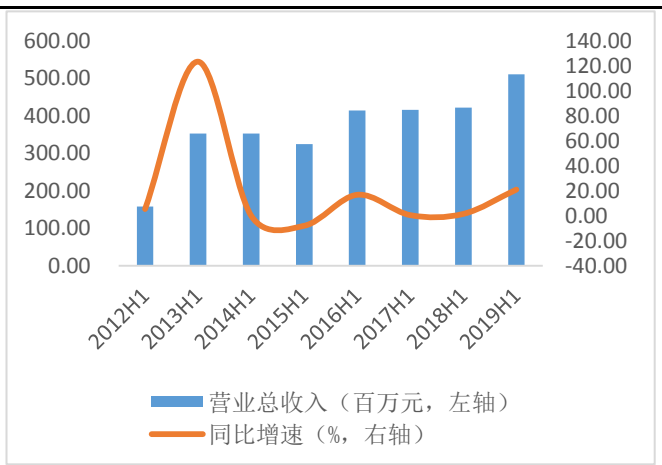
相关研究

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

1. 营业收入稳定增加，利润增速保持上行

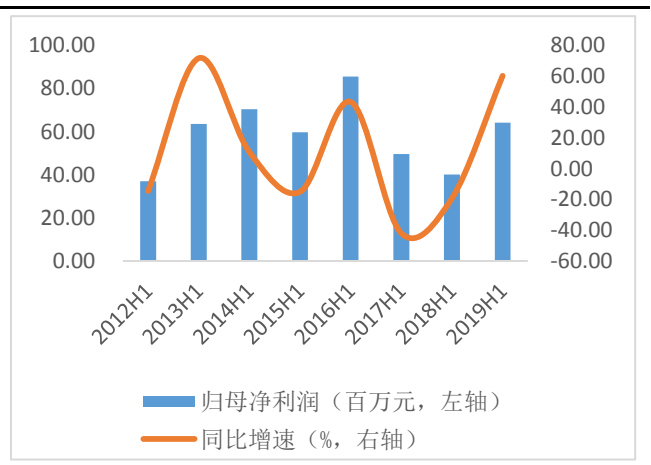
2019 年上半年二六三实现营业收入 510.08 百万元，较上年同期增加 20.94%，主要原因为：互联网数据中心（IDC）业务收入增加、将深圳日升和 263 环球通信全部业绩纳入合并范围，而上年同期仅合并深圳日升 6 月份业绩。2019 年上半年公司归母净利润 64.22 百万元，同比增加 60.23%，主要原因为：（1）263 环球通信全部业绩纳入合并范围；（2）母公司按未来利润预计情况，确认了递延所得税资产相应减少所得税费用；（3）原并购展动科技时确认的自研软件于 2018 年摊销完毕。

图 1：二六三半年度营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：二六三半年度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年上半年二六三销售毛利率为 54.65%，较去年同期减少 5.47 个 PC，主要系公司业务毛利率下滑所致；销售净利率为 12.46%，较去年同期增加 4.43 个 PC。2019H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 57.68 百万元，较去年同期增加 225.90%，主要原因为：1、本报告期包含日升科技、263 环球通信经营性现金流，较上年同期增长 18.39 百万元；2、本期收回对中国联通应收账款 295.83 万美金（折合人民币约 19.79 百万元），上年同期无收回。

图 3：二六三半年度销售毛利率、净利率

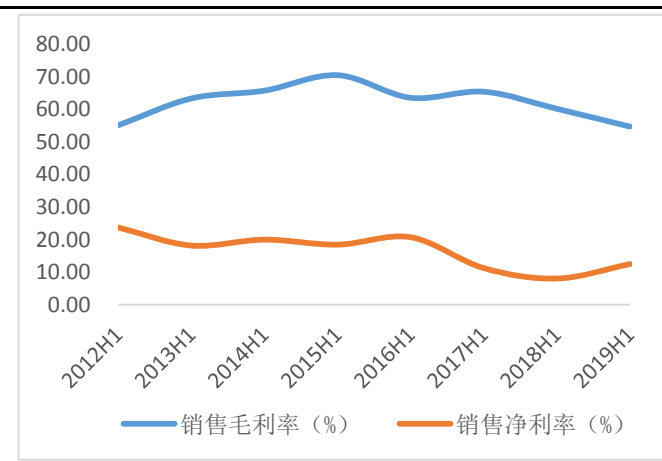
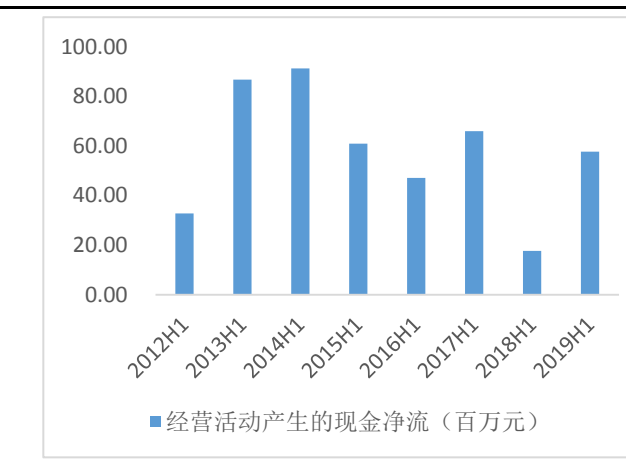


图 4：二六三半年度现金净流



数据来源：Wind，东吴证券研究所

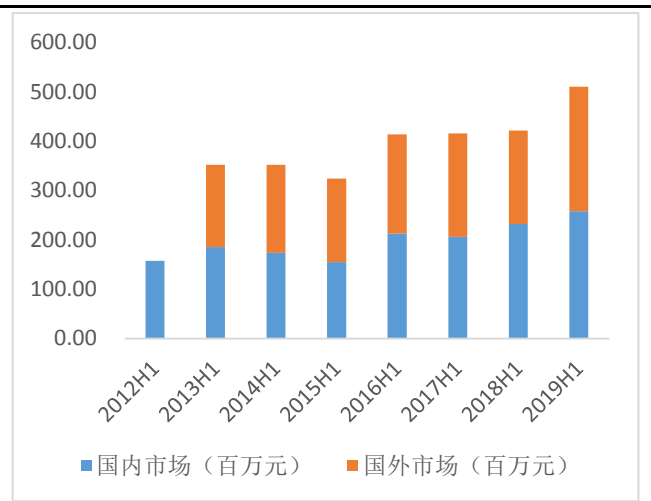
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 三费小幅变化，国内及北美市场齐头并进

2019H1 二六三实现国内市场营业收入 258.26 百万元，占公司营业收入的 50.63%。公司与国内基础电信运营商建立了类型丰富、资源完整、独立运营、互联互通的通信资源体系，拥有有效的产品推介能力，有助于公司各项通信服务产品的迅速拓展。。2019H1 二六三国外市场实现营业收入 251.82 百万元，占公司营业收入的 49.37%。公司长期积累形成了独特的面向海外华人的营销渠道，公司与海外的华文媒体建立了良好的长期合作关系，和全球超过百万的海外华人终端用户建立了良好的信任关系。

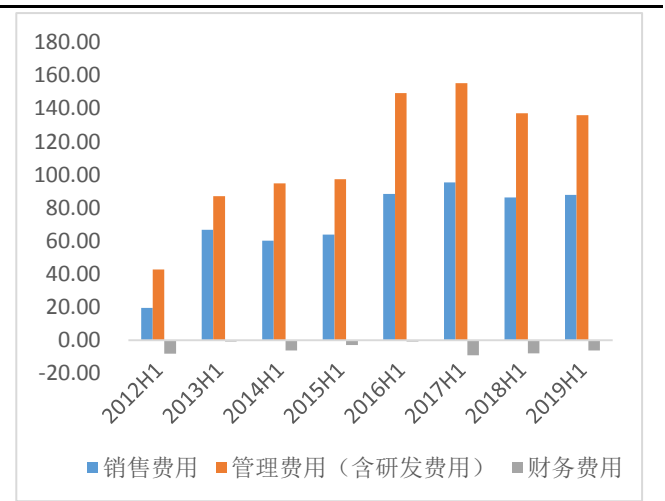
2019H1 二六三销售费用 87.74 百万元，同比增加 1.64%；公司管理费用（含研发费用）135.95 百万元，同比减少 0.85%；公司财务费用-6.21 百万元，同比增加 22.63%，主要系持有货币资金减少利息收入降低所致。

图 5：中兴通讯分地区营业收入



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

图 6：二六三三费（百万元）



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

3. 视频布局初见成效，积极构建国际通信业务

公司企业通信业务在“视频+”战略的指引下，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。企业通信业务的已有产品如邮件、会议等产品质量、业务规模和服务水平均稳步提高，继续为客户提供“融合、创新、专业、高效”的服务。视频会议产品继续布局教育市场，打造的直播网校、双师课堂产品已经初见成效。在内部融合方面，电话接入直播业务、视频会议的同时做直播发布，产品上的融合已经凸显业务竞争威力，为大型企业提供了具有完整方案服务的能力。

公司秉承“一带一路”、“走出去”等国家战略积极布局、构建国际通信业务。公司在国际通信业务领域通过与 NTT 的战略合作，不仅通过设立的合资公司（公司控股 51%）开展 IDC、云计算等业务，同时公司充分利用 NTT 的品牌影响力、优质的客户资源及全

球营销能力完成 IDC+VPN 组网的产品及解决方案能力构建，放大公司自身业务规模。公司通过并购的深圳日升、香港 I-Access 导入国际业务能力，提高 Inbound 业务营销能效，并逐步构建 Outbound 业务能力。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。

图 7：二六三视频云



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

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 45/35/28X，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%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.3%	14.7%	15.6%	16.3%
经营活动现金流	127	335	150	405	资产负债率(%)	22.0%	25.7%	24.8%	27.2%
投资活动现金流	-268	-31	-33	-56	收入增长率(%)	11.1%	22.1%	21.7%	21.0%
筹资活动现金流	-1	-76	-49	-42	净利润增长率(%)	177.7%	94.1%	29.1%	26.8%
现金净增加额	-135	229	68	307	P/E	51.56	45.24	35.05	27.65
折旧和摊销	91	66	74	55	P/B	2.33	3.79	3.50	3.16
资本开支	27	-23	-22	6	EV/EBITDA	43.51	32.28	26.19	22.09
营运资本变动	-51	156	-69	156					

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>

