

2020年08月21日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

## 营业收入小幅下滑，长期营收能力不减，“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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,014	1,172	1,420	1,786
同比（%）	9.1%	15.6%	21.1%	25.8%
归母净利润（百万元）	175	218	279	365
同比（%）	102.9%	25.0%	27.7%	31.0%
每股收益（元/股）	0.13	0.16	0.20	0.27
P/E（倍）	55.30	44.23	34.64	26.44

### 投资要点

- **事件：**8月21日，二六三披露中报业绩，2020年H1实现营业收入4.89亿元，同比下滑4.19%，实现归母净利润1.32亿元，同比增长105.56%，营收率有所下降，业绩整体回升。
- **营业收入略有下降，长期营收能力不受影响：**受疫情影响，部分订单延后提货以及本期订单有所减少，公司2020年Q2营业收入有所下滑，归母净利润0.96亿元，同比增长252.04%，较Q1（0.36亿元）环比增加170.27%。剔除非经常性变动损益（公允价值变动损益）同比增长56.55%，环比增加15.01%。在线教育、远程办公、视频协作等受疫情影响需求增加，公司相应业务同比增长，其长期盈利能力持续增强，盈利在稳步上升。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，其营业收入增幅将逐渐回升。
- **费用及现金流释压，营收能力整体向好：**2020年Q2公司2B业务毛利有所提升，销售毛利率56.11%，较Q1（55.34%）提升0.77pp，销售净利率40.21%，较Q1（14.69%）提升25.52pp。2020年Q2发生销售费用0.33亿元，同比下滑24.57%；公司管理费用（含研发费用0.23亿元）0.51亿元，同比下滑25.26%，费用合理变动；公司财务费用-0.0069亿元，利息收入减少导致同比下滑83.21%。2020年H1公司经营产生的现金流量净额为0.93亿元，上半年企业会议、直播业务发展带来的现金流增加及疫情期间社保减免、房租减免、广告宣传费下降。较去年同期增加61.65%，Q2销售现金占收比（117.24%）较去年同期（99.42%）小幅提升，销售现金占收比整体保持在100%，回款能力好，经营现金流整体趋势向好。
- **“视频+”战略引领，全面进入云视频会议主赛道：**公司云视频业务中的视频会议业务方面，公司提出了“视频+”战略，开始全面进入云视频会议主赛道。通过“云+端+行业”的模式，以视频技术与企业内、外部深度融合，赋能行业及企业所处的上下游生态链。视频会议能解决国内多运营商之间的南北互通问题，保障高清、流畅的视频通信质量，视频会议具有全面的兼容性，可与市面主流视频会议终端互联互通且具备稳定、高清、易用等多重优势，成为现代企业面向互联网的必备赋能工具。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2020-2022年的营业收入分别为11.72亿元、14.20亿元以及17.86亿元，归母净利润分别为2.18亿元、2.79亿元以及3.65亿元，EPS为0.16元、0.20元、0.27元，当前股价对应PE分别为44/35/26X，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)	7.09
一年最低/最高价	5.06/10.17
市净率(倍)	4.44
流通A股市值(百万元)	8276.22

### 基础数据

每股净资产(元)	1.60
资产负债率(%)	19.93
总股本(百万股)	1361.92
流通A股(百万股)	1167.31

### 相关研究

- 1、《二六三（002467）：“视频+”战略引领，全面布局“云视频”会议赛道》2020-05-06
- 2、《二六三（002467）：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》2019-10-30
- 3、《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

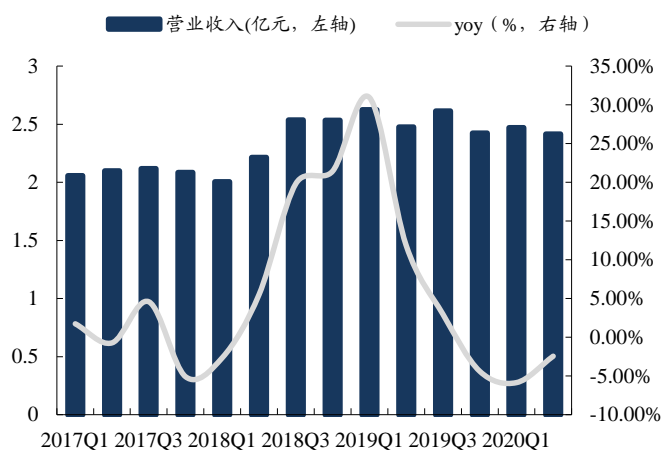
## 1. 营业收入小幅下降，利润整体保持增长

2020年H1实现营业收入4.89亿元，同比下滑4.19%，实现归母净利润1.32亿元，同比增长105.56%。2020年Q2实现营业收入2.42亿元，同比下降2.43%，较Q1（2.47亿元）环比下降2.24%；实现归母净利润0.96亿元，同比增长253.04%，较Q1（0.36亿元）环比增加170.30%。剔除非经常性变动损益（公允价值）同比增长56.55%，环比增加15.01%。

公司2020年Q2营业收入有所下滑，Q2营收与净利同比增幅相差较大，主要是因为Q2公允价值变动收益增长较大（因参股公司致远互联2019年10月31日、北京在线科技于2020年7月1日IPO上市，根据会计准则，期内公司可直接获取参股公司的公允价值，而上年无此项。）同时，在线教育、远程办公、视频协作等受疫情影响需求增加，公司相应业务同比增长，其长期盈利能力持续增强，盈利在稳步上升。

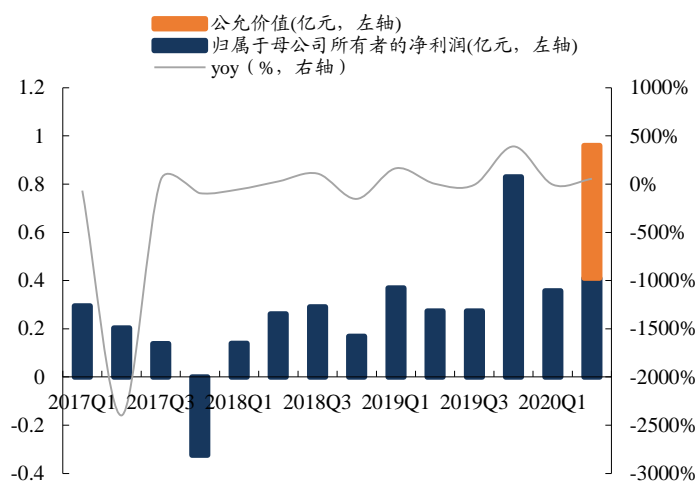
我们认为，二六三企业通信业务在“视频+”战略的指引下，随着公司不断深入探索新产品与各应用场景的融合，在各行业形成不同的解决方案，其营业收入增幅将逐渐回升。

图 1：二六三营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：二六三归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：2020年Q2同比增速剔除非公允价值变动损益）

由于疫情的影响，公司云视频业务（含视频直播、视频会议）以及云会议（电话会议）业务增长迅速，大幅优于同期。疫情影响下，远程办公、在线教育等成为复工复产复学的必要选择。大量的用户选择留在线上或以经常性采用线上方式取代了以往的生产、生活以及教育方式。促使云视频业务（含视频直播、视频会议）以及云会议（电话会议）业务增长迅速。

**2020年H1，云视频业务中的企业直播业务完成了基于稳定层面的应用创新的首要任务，推出了全新的全场景覆盖的高清视频应用--“263云视”。**目前企业直播服务于全球5000多家大中型企业及知名教育培训机构用户，成为IBM、阿里巴巴、国家电网、中国移动、中国联通、新东方、尚德、广汽本田、交通银行等众多知名企事业单位的合作伙伴。

**云会议业务稳步发展。推出的263人工会议、263畅听、263大方数会议产品**极大提高了用户对安全类、大方数类电话会议的高端专业会议需求。“移动”化是产品发展的必然趋势，

公司在**国际通信业务领域通过与NTT的战略合作**，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。**通过对并购公司日升的融合，导入国际业务能力**，优化Inbound业务的盈利能力，提高Inbound业务营销能效，并基本完成构建Outbound业务能力。

**公司北美互联网综合服务业务(品牌为iTalkBB)在继续为北美华人提供家庭电话，2020年4月，iTalkBB智能家庭安防服务又走进了加拿大的华人市场。**

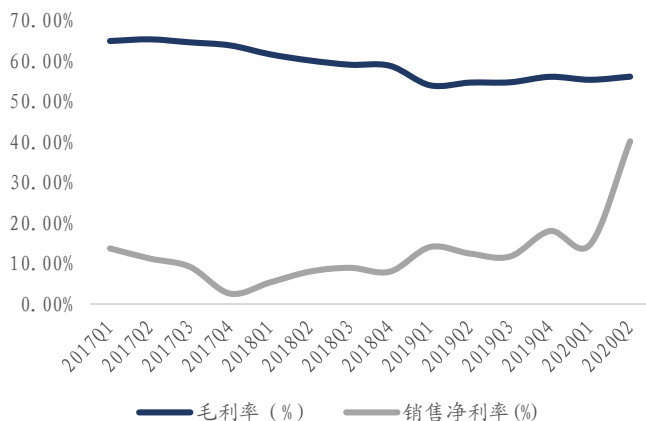
各业务稳步向好，随着公司不断深入探索新产品与各应用场景的融合，在各行业形成不同的解决方案，其营业收入增幅将逐渐回升。

## 2. 费用及现金流释压，营收能力整体向好

2020年Q2公司2B业务毛利有所提升，销售毛利率56.11%，较Q1(55.34%)提升0.77pp，销售净利率40.21%，较Q1(14.69%)提升25.52pp。

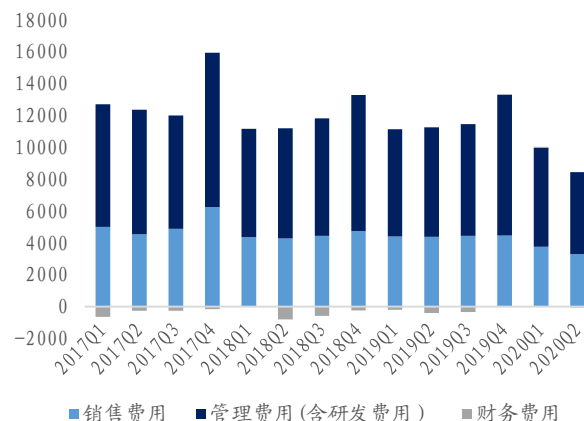
2020年Q2发生销售费用0.33亿元，同比下滑24.57%；公司管理费用(含研发费用)0.23亿元)0.51亿元，同比下滑25.26%，费用合理变动；公司财务费用-0.0069亿元，利息收入减少导致同比下滑83.21%。

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

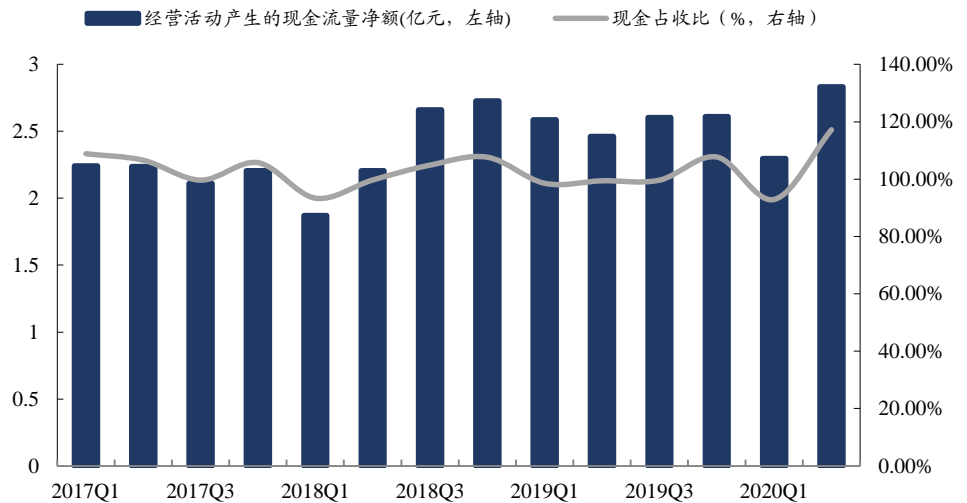
图6：二六三单季度三费情况(亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020年H1公司经营活动产生的现金流量净额为0.93亿元，上半年企业会议、直播业务发展带来的现金流增加及疫情期间社保减免、房租减免、广告宣传费下降。较去年同期增加61.65%，Q2销售现金占收比（117.24%）较去年同期（99.42%）小幅提升，销售现金占收比整体保持在100%，回款能力好，经营现金流整体趋势向好。

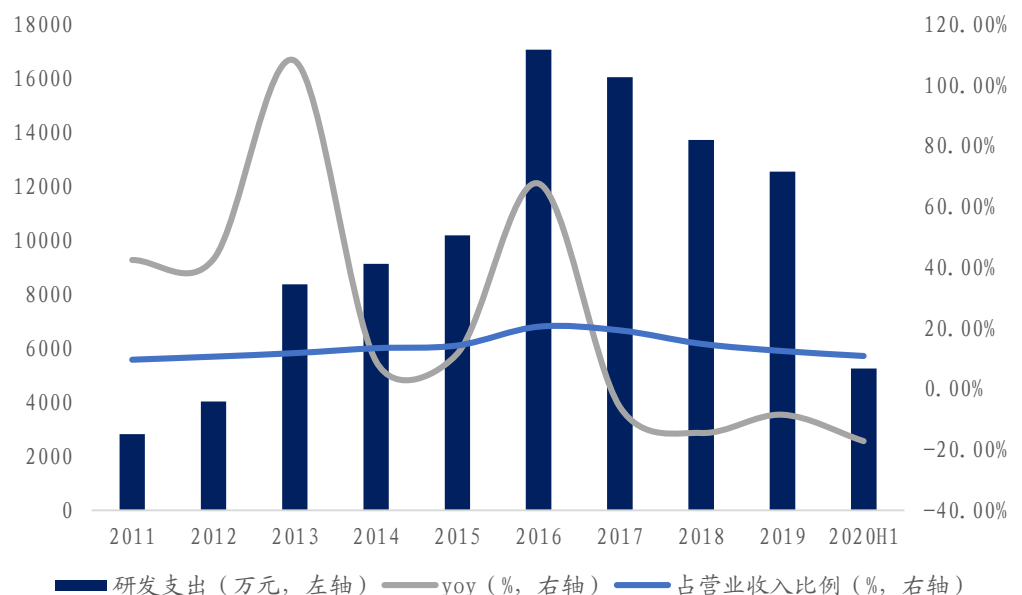
图7：二六三现金流情况（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020年H1研发支出为0.52亿元，比去年同期减少17.23%，研发支出占营业收入比例为10.74%。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. 受新冠肺炎疫情疫情影响部分项目进度不及预期

受疫情及其他外力影响，收购上海奈盛通信科技有限公司 51% 股权项目、云视频服务项目、基于 SDN-SR 技术的企业全球数据专网服务项目三大募集资金项目均进度不及预期。

表 1: 募集资金项目不及预期 (2020 年 06 月 30 日)

项目	收益情况	原因
收购上海奈盛通信科技有限公司 51% 股权项目	累计投资损失为 1248.87 万元。	由于受到国内外新冠肺炎疫情影响，人员、货物流动受阻，项目涉及的主要设备采购虽然已经到位，但计划中的国内外业务节点相应的运输、安装、部署、调试均受到严重影响，无法按期实施交付。除此之外，近期因受国际政治环境影响，个别国家所涉项目存在项目取消的风险。
云视频服务项目	累计确认投资损失为人民币 187.88 万元。	受疫情影响，项目开发及部署进度延后，导致新产品上线延期。
基于 SDN-SR 技术的企业全球数据专网服务项目	累计确认投资损失为人民币 417.68 万元。	由于受到国内外新冠肺炎疫情影响，人员、货物流动受阻，项目涉及的主要设备采购虽然已经到位，但计划中的国内外业务节点相应的运输、安装、部署、调试均受到严重影响，无法按期实施交付。除此之外，近期因受国际政治环境影响，个别国家所涉项目存在项目取消的风险。

数据来源：二六三中报，东吴证券研究所

为提高募集资金使用效率和投资回报，考虑到客户需求变化、技术方案调整，以及公司并购进展等因素，基于三项募集资金进行变更调整。

表 2: 募集资金变更项目情况 (截止 2020 年 6 月 30 日)

承诺投资项目和超募资金投向	调整后投资总额 (1)	本报告期投入金额	累计投入金额 (2)	投资进度 (2) / (1)	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	是否达到预期效益	项目可行性是否发生重大变化
收购上海奈盛通信科技有限公司 51% 股权项目	9000	-	9000		2016 年 12 月 1 日	152.04	否	否
收购香港 I-ACCESS NETWORK LIMITED 100% 股权项目	31000	-	19760.41	63.74%	2018 年 7 月 5 日	1753.09	是	否
云视频服务项目	7572	758.43	896.31	11.84%	2022 年 12 月 31 日	-167.14	否	否
基于 SDN-SR 技术的企业全球数据专网服务项目	5000	1333.08	1333.08	26.66%	2022 年 12 月 31 日	-417.68	否	否

数据来源：二六三中报，东吴证券研究所

#### 4. “视频+”战略引领，全面进击视频主赛道

公司专注通信领域逾 20 年，致力于运用互联网技术和转售方式为客户提供通信服务。提出了“视频+”战略，开始全面进入云视频会议主赛道。通过“云+端+行业”的模式，以视频技术与企业内、外部深度融合，赋能行业及企业所处的上下游生态链。视频会议具有全面的兼容性，可与市面主流视频会议终端互联互通且具备稳定、高清、易用等多重优势，成为现代企业面向互联网的必备赋能工具。

#### 5. 盈利预测

我们预计 2020-2022 年的营业收入分别为 11.72 亿元、14.20 亿元以及 17.86 亿元，归母净利润分别为 2.18 亿元、2.79 亿元以及 3.65 亿元，EPS 为 0.16 元、0.20 元、0.27 元，当前股价对应 PE 分别为 44/35/26X，维持“买入”评级。

#### 6. 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>893</b>	<b>1,086</b>	<b>1,530</b>	<b>1,866</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,014</b>	<b>1,172</b>	<b>1,420</b>	<b>1,786</b>
现金	289	450	837	1,098	减:营业成本	445	524	645	794
应收账款	140	173	206	270	营业税金及附加	3	4	4	5
存货	5	6	8	9	营业费用	177	225	264	333
其他流动资产	459	458	479	489	管理费用	177	204	247	311
<b>非流动资产</b>	<b>1,816</b>	<b>1,799</b>	<b>1,790</b>	<b>1,827</b>	财务费用	-10	-0	-10	-19
长期股权投资	36	49	62	74	资产减值损失	-75	-40	-57	-78
固定资产	139	137	145	166	加:投资净收益	6	11	9	9
在建工程	1	5	12	14	其他收益	178	0	0	0
无形资产	29	22	11	13	<b>营业利润</b>	<b>208</b>	<b>265</b>	<b>335</b>	<b>449</b>
其他非流动资产	1,611	1,586	1,560	1,561	加:营业外净收支	-6	-7	-5	-5
<b>资产总计</b>	<b>2,709</b>	<b>2,886</b>	<b>3,320</b>	<b>3,693</b>	<b>利润总额</b>	<b>202</b>	<b>259</b>	<b>329</b>	<b>444</b>
<b>流动负债</b>	<b>481</b>	<b>489</b>	<b>682</b>	<b>737</b>	减:所得税费用	19	30	38	62
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	8	10	13	17
应付账款	79	108	122	161	<b>归属母公司净利润</b>	<b>175</b>	<b>218</b>	<b>279</b>	<b>365</b>
其他流动负债	402	381	560	576	EBIT	193	247	310	415
<b>非流动负债</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	EBITDA	258	318	390	468
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	79	79	79	79	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>560</b>	<b>568</b>	<b>761</b>	<b>817</b>	每股收益(元)	0.13	0.16	0.20	0.27
少数股东权益	86	96	109	126	每股净资产(元)	1.51	1.63	1.80	2.02
					发行在外股份(百万 股)	1354	1362	1362	1362
归属母公司股东权益	2,063	2,221	2,449	2,750	ROIC(%)	8.5%	9.8%	11.2%	13.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,709</b>	<b>2,886</b>	<b>3,320</b>	<b>3,693</b>	ROE(%)	8.5%	9.9%	11.4%	13.3%
					毛利率(%)	56.1%	55.3%	54.6%	55.6%
					销售净利率(%)	17.2%	18.6%	19.6%	20.4%
					资产负债率(%)	20.7%	19.7%	22.9%	22.1%
					收入增长率(%)	9.1%	15.6%	21.1%	25.8%
					净利润增长率(%)	102.9%	25.0%	27.7%	31.0%
					P/E	55.30	44.23	34.64	26.44
					P/B	4.68	4.35	3.94	3.51
					EV/EBITDA	35.12	28.03	21.85	17.70

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>