

二六三 (002467.SZ)

业绩虽不亮眼，云通信平台仍值得期待

事件:

2015 年，公司实现营业收入 7.16 亿，同比下降 3.9%；实现营业利润 6560 万，同比下降 54.63%；归属母公司净利润 5890 万，同比下降 60.2%；扣非净利润 5590 万，同比下降 57.7%。

● 营业收入微降，三因素拖累净利润大幅下滑

报告期内，增值通信业务线收入下降 29% 拖累整体收入微降，综合毛利率基本持平表明产品本身盈利性没有下降。净利润大幅度下滑主要受累于三方面因素：1) 新业务投入加大导致管理费用较高；2) 全额计提易美云带来 2440 万减值损失；3) 政府补贴金额大幅度减少。

● 围绕企业通信环节打造 SaaS 生态圈

公司深耕企业通信多年独具优势，15 年公司积极布局目标打造统一通信协作平台构建企业级 SaaS 生态圈，短期公司有望在二六三云通信平台上进一步完善各类企业通信服务及应用场景的集成，完成初步平台化的建设。我们认为公司在企业级市场具备核心优势：1) 深耕企业通信，构筑“护城河”；2) 企业通信之于企业级服务的入口价值 3) 多年积累的有付费习惯的企业级用户 4) 上市公司融资优势。公司的平台生态式发展战略值得期待。

● 16-18 年业绩分别为 0.12 元/股、0.15 元/股、0.18 元/股

预计公司短期仍会维持较高的销售费用和管理费用用于新业务线的研发和推广，预计公司 16 年 EPS 0.12 元/股，16、17 与 18 年利润增长率为 64.6%、19.6%、21.7%，对应 PE 分别为 106、89、73。看好公司在企业级 SaaS 方向的布局，给予“持有”评级。

● 风险提示

二六三云通信推广不达预期；海外个人通信业务开展不达预期；

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	745.41	716.36	895.32	1,077.99	1,331.15
增长率(%)	-3.83%	-3.90%	24.98%	20.40%	23.48%
EBITDA(百万元)	183.18	149.35	135.02	160.62	191.45
净利润(百万元)	147.86	58.92	96.98	115.97	141.11
增长率(%)	7.31%	-60.15%	64.59%	19.58%	21.68%
EPS(元/股)	0.306	0.074	0.121	0.145	0.177
市盈率(P/E)	42.32	284.44	105.96	88.61	72.82
市净率(P/B)	4.41	7.60	4.47	4.25	4.02
EV/EBITDA	31.38	105.78	66.35	54.72	44.47

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

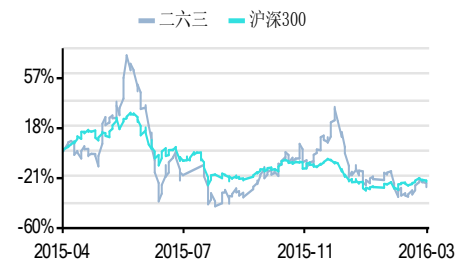
公司评级

持有

当前价格 12.87 元

报告日期 2016-03-31

相对市场表现



分析师: 刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 郑楠 020-60757898

zhengnan@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

年报概况

2015年，公司实现营业收入7.16亿，同比下降3.9%；实现营业利润6560万，同比下降54.63%；归属母公司净利润5890万，同比下降60.2%；扣非净利润5590万，同比下降57.7%。

财务分析：

- 公司营业收入7.16亿，同比下降3.9%，收入减少的主要原因是固网语音增值服务（96446IP长途转售和95050多方通话）收入下降所致，通过收入分拆，增值通信业务线收入下降29%。
- 毛利率与上一年度基本持平，表明虽然公司利润下降，但产品本身盈利性并没有出现下降。
- 三项费用率：报告期，公司财务费用与销售费用基本与2014年持平，而管理费用率提升了5个百分点，主要原因是新业务导致各方面投入加大所致，此外股权激励带来的摊销成本也一定程度增加了管理费用。
- 报告期内公司资产减值损失3193万，比2014年增加3100万，主要原因是公司全额计提了对易美云信息技术有限公司长期股权投资的减值准备共计2446万。
- 报告期内营业外收支为186万元，比2014年减少1000万元，主要原因是政府补贴大幅度减少所致。

综上，虽然公司收入基本持平，但净利润大幅下降的主要原因来自于三方面原因：

- ◇ 管理费用升高
- ◇ 资产减值损失
- ◇ 政府补贴大幅度减少

表 1：财务关键数据（年度）

财报数据（百万元）	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业收入	297	387	775	745	716
营业成本	124	177	314	276	265
销售费用	42	52	132	133	136
管理费用	50	105	192	186	214
财务费用	-19	-11	-2	-11	-3
投资净收益	10	209	7	0	0
营业利润	75	264	135	145	66
归属于母公司所有者的净利润	71	266	138	148	59
扣非净利润	63	58	123	132	56
主要比率	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
毛利率	58.25%	54.26%	59.48%	62.95%	62.99%
销售费用率	14.14%	13.44%	17.03%	17.85%	18.99%
管理费用率	16.84%	27.13%	24.77%	24.97%	29.89%
营业利润率	25.25%	68.22%	17.42%	19.46%	9.22%

净利率	23.91%	68.73%	17.81%	19.87%	8.24%
YOY	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业收入	-	30.30%	100.26%	-3.87%	-3.89%
净利润	-	274.65%	-48.12%	7.25%	-60.14%
扣非净利润	-	-7.94%	112.07%	7.32%	-57.58%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：财务关键数据（季度）

财报数据（百万元）	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入	168	225	160	164	171	221
营业成本	122	106	49	47	54	116
销售费用	31	41	30	34	34	39
管理费用	43	49	45	53	52	65
财务费用	-3	-1	-2	-1	-1	0
投资净收益	-2	0	1	3	2	-5
营业利润	45	28	38	203	32	-31
归属于母公司所有者的净利润	46	32	34	26	24	-25
扣非净利润	42	28	32	28	21	-25
主要比率	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
毛利率	27.38%	52.89%	69.38%	71.34%	68.42%	47.51%
销售费用率	18.45%	18.22%	18.75%	20.73%	19.88%	17.65%
管理费用率	25.60%	21.78%	28.13%	32.32%	30.41%	29.41%
营业利润率	26.79%	12.44%	23.75%	123.78%	18.71%	-14.03%
净利率	27.38%	14.22%	21.25%	15.85%	14.04%	-11.31%
YOY	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入	-7.18%	58.45%	-8.05%	-7.87%	1.79%	-1.78%
净利润	9.52%	0.00%	-8.11%	-21.21%	-47.83%	-178.13%
扣非净利润	10.53%	7.69%	-5.88%	-3.45%	-50.00%	-189.29%
QOQ	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入	-5.62%	33.93%	-28.89%	2.50%	4.27%	29.24%
净利润	39.39%	-30.43%	6.25%	-23.53%	-7.69%	-204.17%
扣非净利润	44.83%	-33.33%	14.29%	-12.50%	-25.00%	-219.05%

数据来源：广发证券发展研究中心

围绕企业通信环节打造 SaaS 生态圈

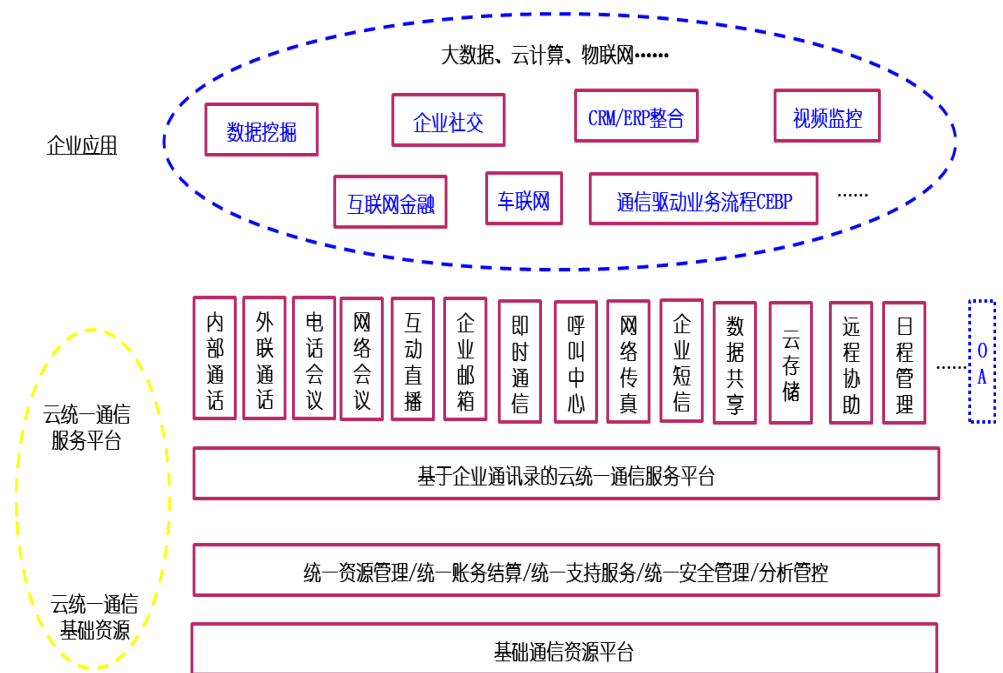
从2015年开始，中国企业级SaaS市场开始活跃，投融资事件不断，我们认为企业级市场足够大，不会像个人消费端被BAT垄断，具备有竞争力核心能力圈的公司都有机会抢到一片属于自己的市场，而二六三的核心能力圈无疑就是多年深耕的企业通信环节，二六三企业邮箱营收份额以18.1%占据中国企业邮箱市场榜首，目前服务10万家企业，在企业会议、企业云存储等领域公司也都具有绝对竞争力。

过去一年,公司围绕自身的优势“企业通信”开始进行深层次的企业级SaaS布局,构建生态雏形,公司在2015年的布局:

- ✓ 2015年3月定增募集资金7.6亿,其中3.4亿元投向企业云统一通信项目。
- ✓ “263云通信”基于PC、IOS、及Android不断推出新版本
- ✓ 全资收购展视互动,基于SaaS模式的互动直播和虚拟教室平台
- ✓ 参股国内最大的OA厂商用友致远7.5%股权,后续有望展开深层次合作
- ✓ 2016年1月,263云通信首次开放注册、一改以往非邮箱用户无法使用的问题

根据公司远景,如下图,公司目标基于云统一通信基础资源,为企业提供基础语音、数据、视频、会议、协同、存储、共享等各种应用场景,同时将基于大数据、云计算、物联网等技术以及通过整合第三方资源满足企业的深层次SaaS需求,如:数据挖掘、企业社交、互联网金融、与CRM/ERP整合等。

图1: 二六三云统一通信平台



数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

我们认为公司打造企业统一通信协作平台构建生态的路线清晰。短期来看,公司有望在二六三云通信平台上进一步完善各类企业通信服务及应用场景的集成,完成初步平台化的建设。随着企业用户数的提升以及影响力的进一步扩大,盈利模式的升级有望带来ARPU和收入规模的快速提升。

我们重申公司在企业级市场的核心优势:

1. 公司在企业通信领域,多年来已经建立了竞争优势,形成“护城河”,这对于企业级市场非常关键,有自己独特的优势就会有属于自己的市场。
2. 企业通信是企业的刚性需求,用户使用频率高,依赖性高,作为企业服务的入口价值高,以此为入口进一步扩展到企业的日常管理环节更具合理性。
3. 公司凭借企业邮箱等服务目前已拥有10万企业用户,该部分用户已经形成对企业服务的付费习惯,在中国企业用户付费意愿不强的背景下显得弥足珍贵。此外,针对已建立销售关系的客户,后期再次推广增值服务的成本和难度远低于新用户,后期增值业务有望较快落地。

4. 公司作为上市公司，融资优势明显。Salesforce在过去十年间收购了35家公司，才逐步建立了围绕其核心应用CRM的大生态圈。企业服务市场细分领域众多，借助资本市场赋予的融资优势快速完成板块的布局可以快速提升竞争力。

盈利预测

假设条件1（收入预测）：企业通信业务线是公司重点发展战略，此外展视互动将于2016年并表，预判企业通信业务线未来3年收入将会较快增长，预计增速分别为80%、35%、30%；海外互联网业务线预计维持小幅增长；增值通信业务线收入预计将继续下降，预计未来-5%-15%的下滑。

假设条件2（毛利率）：假设毛利率基本维持不变。

假设条件3（费用率）：未来两年，预计公司仍将投入大量研发费用专注新产品的研发，管理费用仍然会较高，17、18年可以小幅度下降。同样263云通信后续的推广将会产生持续的营销费用，判断销售费用率也将继续维持在较高水平。

综合，我们预计公司2016-2018年营业收入增速分别为24.98%、20.4%、23.48%，净利润增速分别为64.6%、19.6%、21.7%，对应16-18年EPS分别为0.12元/股、0.15元/股、0.18元/股。

风险提示

二六三云通信推广不达预期；海外个人通信业务开展不达预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	650	1318	1462	1676	1987
货币资金	510	961	1317	1487	1762
应收及预付	99	136	137	180	212
存货	5	7	9	10	13
其他流动资产	37	213	0	0	0
非流动资产	1035	1309	1239	1249	1218
长期股权投资	35	35	35	35	35
固定资产	91	96	76	55	33
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	854	970	927	958	950
其他长期资产	56	207	200	200	200
资产总计	1686	2627	2701	2925	3205
流动负债	260	410	400	508	647
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	260	410	400	508	647
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	8	13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	13	0	0	0
负债合计	267	423	400	508	647
股本	482	798	798	798	798
资本公积	350	896	896	896	896
留存收益	563	535	632	748	889
归属母公司股东权	1418	2204	2301	2417	2558
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1686	2627	2701	2925	3205

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	745	716	895	1078	1331
营业成本	276	265	341	409	505
营业税金及附加	16	7	8	10	12
销售费用	133	136	174	209	261
管理费用	186	214	270	326	399
财务费用	-11	-3	0	0	0
资产减值损失	1	32	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	145	66	101	124	153
营业外收入	12	4	4	4	4
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	156	67	103	126	155
所得税	8	9	6	10	14
净利润	148	59	97	116	141
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	59	97	116	141
EBITDA	183	149	135	161	191
EPS (元)	0.31	0.07	0.12	0.15	0.18

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	201	129	330	214	282
净利润	148	59	97	116	141
折旧摊销	48	55	33	36	38
营运资金变动	7	-22	201	64	104
其它	-2	37	-2	-1	-2
投资活动现金流	103	-455	32	-44	-6
资本支出	-37	-45	32	-45	-7
投资变动	-51	-238	0	0	0
其他	191	-172	0	0	0
筹资活动现金流	-86	776	-6	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-6	0	0
股权融资	14	865	0	0	0
其他	-99	-89	0	0	0
现金净增加额	218	451	356	170	276
期初现金余额	292	510	961	1317	1487
期末现金余额	510	961	1317	1487	1762

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-3.8	-3.9	25.0	20.4	23.5
营业利润增长	7.2	-54.6	54.7	22.4	23.3
归属母公司净利润增长	7.3	-60.2	64.6	19.6	21.7
获利能力(%)					
毛利率	63.0	63.0	61.9	62.1	62.1
净利率	19.8	8.2	10.8	10.8	10.6
ROE	10.4	2.7	4.2	4.8	5.5
ROIC	16.2	8.1	12.7	16.5	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	16.1	14.8	17.4	20.2
净负债比率	-0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7
流动比率	2.51	3.21	3.66	3.30	3.07
速动比率	2.35	3.06	3.49	3.12	2.91
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.33	0.34	0.38	0.43
应收账款周转率	16.15	12.59	14.15	13.32	13.72
存货周转率	36.23	43.04	39.34	41.11	40.20
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.07	0.12	0.15	0.18
每股经营现金流	0.42	0.16	0.41	0.27	0.35
每股净资产	2.94	2.76	2.88	3.03	3.20
估值比率					
P/E	42.3	284.4	106.0	88.6	72.8
P/B	4.4	7.6	4.5	4.3	4.0
EV/EBITDA	31.4	105.8	66.4	54.7	44.5

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。