

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 7.52

当前价格: 6.36

2019.09.16

二六三 (002467)

企业级云通信龙头，国际化业务助增长

	黄子健 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-59312736	010-59312799
	huangzjian@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880518100002	S0880518120002

本报告导读:

公司企业级云通信产品与品牌双优，业绩有望随市场红利期增长；瞄准海外，收购 iTalk、日升公司、上海奈盛、预期国际化业务爆炸增长。

投资要点:

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预测公司 2019-2021 年收入分别为 11.25 亿元 (21.16%)、13.40 亿元 (19.11%)、15.72 亿元 (17.31%)；归属上市公司股东对应的净利润分别为 1.68 亿元、2.17 亿元、2.54 亿元。每股 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元、0.19 元。考虑通信行业景气度上行和国际化业务顺利发展，我们给予二六三 2020 年 47 倍估值，对应目标价为 7.52 元。
- **企业级 SaaS 市场处于快速发展的红利窗口，国际化业务有望快速增长。**公司 263 云通信产品与品牌双优，市场认可度高；公司与日本 NTT 合资设立上海奈盛、收购香港 I-Access。业务调整顺利，有望拓展海外市场，国际业务增长可期。
- **个人级业务多点开花，海外华侨市场扩大注入发展活力。**海外华人通信市场前景巨大，公司跨境通信技术领先，收购 iTalkBB 已成全球最大华裔和韩裔电信运营商；受国际个人数据漫游资费下调影响，个人海外数据漫游业务面临调整，海外华人家庭电话 (VoIP)、电视 (IPTV)、及移动通信业务 (MVNO) 盈利模式完善，个人级业务稳中求进。
- **催化剂。**企业级通信市场迅速增长，5G 商用提前增加对视频会议需求，公司与 NTT 合资的奈盛海外通信市场拓展顺利。
- **主要风险因素。**通信行业竞争加剧；贸易战政策、经济环境，海外市场拓展受阻。

交易数据

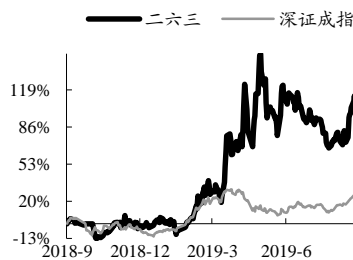
52 周内股价区间 (元)	4.15-12.91
总市值 (百万元)	8,610
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,354/1,154
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	85%
日均成交量 (百万股)	63.02
日均成交值 (百万元)	382.58

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,960
每股净资产	1.45
市净率	4.4
净负债率	-34.39%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.01	0.05
Q2	0.02	0.02
Q3	0.02	0.02
Q4	0.01	0.03
全年	0.06	0.12

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	-6%	94%
相对指数	12%	-17%	72%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	836	929	1,125	1,340	1,572
(+/-)%	0%	11%	21%	19%	17%
经营利润 (EBIT)	1	68	159	205	248
(+/-)%	-99%	12994%	133%	29%	21%
净利润 (归母)	31	86	168	217	254
(+/-)%	108%	178%	95%	29%	17%
每股净收益 (元)	0.02	0.06	0.12	0.16	0.19
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	0.1%	7.4%	14.2%	15.3%	15.8%
净资产收益率 (%)	1.7%	4.5%	8.3%	9.7%	10.2%
投入资本回报率 (%)	0.0%	4.8%	16.3%	21.1%	35.1%
EV/EBITDA	55.14	21.39	25.18	18.49	13.61
市盈率	277.85	100.06	51.30	39.73	33.87
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2019.09.16

股票研究

信息技术
电信运营

二六三 (002467)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 7.52

当前价格: 6.36

2019.09.16

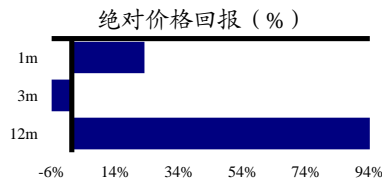
公司网址

www.net263.com

公司简介

公司致力于运用互联网技术和转售方式为客户提供通信服务。

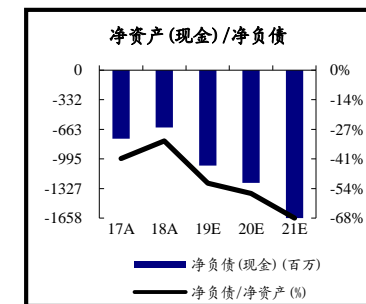
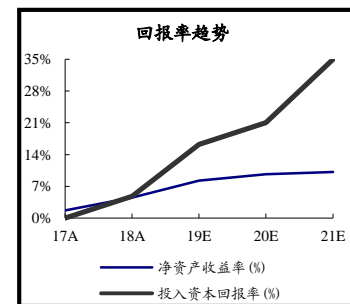
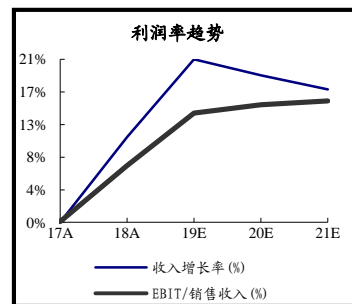
在企业客户市场,公司在企业通信和协同办公领域为国内各类企业客户提供企业级 SaaS 服务,致力于成为中国领先的企业通信服务商和企业 SaaS 服务商。



52 周价格范围 4.15-12.91
市值 (百万) 8,610

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	836	929	1,125	1,340	1,572
营业成本	302	383	488	614	768
税金及附加	3	3	5	5	6
销售费用	207	178	203	228	236
管理费用	163	161	169	174	189
EBIT	1	68	159	205	248
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	8	0	0	0
财务费用	-13	-16	0	0	0
营业利润	33	90	159	205	248
所得税	6	15	19	34	37
少数股东损益	-9	-12	-28	-45	-43
归母净利润	31	86	168	217	254
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	751	616	1,043	1,261	1,684
其他流动资产	270	324	259	299	326
长期投资	4	23	23	23	23
固定资产合计	172	153	153	153	153
无形及其他资产	1,179	1,425	1,424	1,381	1,367
资产合计	2,376	2,540	2,901	3,117	3,553
流动负债	446	539	811	856	1,081
非流动负债	28	19	19	19	19
股东权益	1,902	1,981	2,071	2,242	2,453
投入资本(IC)	985	1,197	860	813	601
现金流量表					
NOPLAT	0	57	140	171	211
折旧与摊销	95	91	0	0	0
流动资金增量	323	-32	-336	-5	-198
资本支出	-36	-26	1	42	14
自由现金流	383	90	-195	209	27
经营现金流	141	127	477	176	409
投资现金流	-422	-268	1	42	14
融资现金流	-59	-1	-50	0	0
现金流净增加额	-340	-141	427	218	423
财务指标					
成长性					
收入增长率	0.0%	11.1%	21.2%	19.1%	17.3%
EBIT 增长率	-98.5%	12993.7%	132.8%	28.8%	20.7%
净利润增长率	108.2%	177.7%	95.1%	29.1%	17.3%
利润率					
毛利率	63.9%	58.8%	56.6%	54.2%	51.2%
EBIT 率	0.1%	7.4%	14.2%	15.3%	15.8%
归母净利润率	3.7%	9.3%	14.9%	16.2%	16.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	1.7%	4.5%	8.3%	9.7%	10.2%
总资产收益率(ROA)	1.3%	3.4%	5.8%	7.0%	7.2%
投入资本回报率(ROIC)	0.0%	4.8%	16.3%	21.1%	35.1%
运营能力					
存货周转天数	7	4	5	5	5
应收账款周转天数	35	38	31	35	35
总资产周转天数	1,108	966	882	819	774
净利润现金含量	456.2%	148.2%	283.9%	81.2%	160.7%
资本支出/收入	4.3%	2.8%	-0.1%	-3.2%	-0.9%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	22.0%	28.6%	28.1%	31.0%
净负债率	-40.4%	-32.4%	-51.6%	-56.4%	-67.6%
估值比率					
PE(现价)	277.85	100.06	51.30	39.73	33.87
PB	5.72	3.60	4.26	3.85	3.46
EV/EBITDA	55.14	21.39	25.18	18.49	13.61
P/S	5.99	5.44	4.49	3.77	3.22
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. 通信服务市场龙头，多元化布局彰显实力	6
1.1. 扎根海内外市场，通信企业典型成长史	6
1.2. 股权结构分散，子公司化改事业部制运作彰显信心	8
1.2.1. 公司股权结构较为分散，员工激励计划提升凝聚力	8
1.2.2. 四大核心子公司改为三大核心事业部运作	9
1.3. 营收毛利稳定，公司管理边际改善	11
2. 企业级云通信独树一帜，IDC 业务初露锋芒	12
2.1. 云通信产业链成熟，行业规模初具雏形	12
2.2. 二六三云通信产品覆盖广，企业协同通信鼎力支持	14
2.2.1. 产品与品牌双优，强力驻足教育、金融、医疗领域	14
2.2.2. 二六三邮箱安全性最佳，站稳市场比肩腾讯阿里网易	18
2.2.3. 收购展视互动，打入企业直播市场，云通信更上一层楼	20
2.3. 拓展海外市场，企业集成与 IDC 业务渐入佳	22
3. 个人业务：海外华侨市场广度+深度覆盖	24
3.1. 电信产业链中游：增值电信模式提供通信服务	25
3.2. 乘“世界化”东风，另辟海外华人通信市场	25
3.3. 跨境通信技术领先，收购 iTalk 如虎添翼	26
3.3.1. 坚持自建核心网络，业务推广可期	26
3.3.2. iTalk 核心竞争力强，用户认可度高	26
3.4. 家庭电话及移动通信业务将调整，IPTV 盈利模式不断完善	27
3.4.1. 受国际个人数据漫游资费下调影响，家庭电话及移动通信业务面临调整	27
3.4.2. 中文网络电视业务（IPTV）盈利模式不断完善	28
4. 未来趋势：企业级云通信前景明朗，国际业务有望高增长	28
4.1. 企业级 SaaS 市场尚处于婴儿期，公司将随市场成长	29
4.2. “水平+垂直化”趋势明显，中小型企业是未来主战场	31
4.3. 企业通信空间较大，视频会议、直播市场有望随 5G 攀升	31
4.4. 顺应“一带一路”浪潮，国际化业务将迎高增长	33
5. 业绩与估值	33
5.1. 业务预测	34
5.2. 相对估值	34
5.3. 绝对估值	34
6. 投资建议	35
7. 催化剂和主要风险因素	35
7.1. 催化剂	35
7.2. 主要风险因素	35

图表目录

图 1: 公司企业和个人业务线均衡发展.....	7
图 2: 公司企业产品占比小幅提升 (百万)	7
图 3: 个人业务和企业云通信是主要收入来源.....	7
图 4: 北京二六三企业通信和网络科技营收较高 (百万)	10
图 5: 公司近年来毛利率较高, 净利率波动大.....	11
图 6: 公司个人业务、企业业务毛利率均在 53% 以上	11
图 7: 2018 年公司费用率边际下降显著.....	12
图 8: 2017 年人均效益边际提升	12
图 9: 二六三本科及以上学历员工占比较高.....	12
图 10: 二六三技术人员占比超 50%	12
图 11: 云通信不同服务模式及含义.....	12
图 12: 云通信行业与产业链结构.....	13
图 13: 云通信市场发展与区域经济水平正相关.....	14
图 14: 我国云通信市场规模不断增长.....	14
图 15: 263 云通信服务涵盖多个应用领域.....	14
图 16: 二六三云通信服务各行业标杆用户	14
图 17: 新东方双师业务推进成果.....	15
图 18: 在线教育市场规模达数千亿.....	15
图 19: “双师课堂”有效提高资源利用率	16
图 20: 二六三国金证券应用案例.....	16
图 21: 全国三甲医院分布集中在东部.....	17
图 22: 我国前 100 强医院分布.....	17
图 23: 公司医疗行业解决方案深受客户信赖.....	17
图 24: 公有云企业邮箱市场规模保持 20% 以上增速	18
图 25: 我国公有云企业邮箱用户规模保持 10% 以上增速	18
图 26: 二六三公有云企业邮箱营收排名第三.....	18
图 27: 二六三公有云企业邮箱用户数排名第四.....	18
图 28: 直播产业图谱	20
图 29: 展视互动在企业直播市场占有率位居第二.....	20
图 30: 二六三在教育板块中充分发挥直播的作用.....	21
图 31: 263 企业直播竞争优势	21
图 32: 263 企业直播应用行业分布.....	22
图 33: NTTCA 与公司业务具有强协同性, 补强公司技术优势	23
图 34: NTTCA 海外分支机构及客户丰富能够帮助公司拓展海外通信市场.....	23
图 35: 增值电信产业链	25
图 36: 我国跨境旅游人数稳步增长.....	26
图 37: 我国出国留学人数稳步增长.....	26
图 38: iTalkBB 线下实体店	27
图 39: 2016~2020E 年全球公有云市场规模 (十亿美元)	29
图 40: 2015~2020E 年中国 SaaS 服务市场规模.....	29
图 41: 中国公有云市场规模远低于美国, 有较大发展空间	29
图 42: 中国企业级 SaaS 市场前十大厂商市场份额仅为 36%	31
图 43: 行政办公是 SaaS 主要应用领域.....	31
图 44: 企业通信 SaaS 领域主要企业.....	32
图 45: 5G 的超高速率给视频会议行业带来需求增长潜力	32

图 46: 公司近几年海外收入占比稳步推进.....	33
表 1: 公司成立以来的业务逐渐拓展转型.....	6
表 2: 公司近十年重大并购事件	6
表 3: 公司股权结构分散	8
表 4: 公司 2018 年的限制性股票授予计划(万股).....	8
表 5: 公司 2018 年的期权授予计划.....	8
表 6: 2018 年四大核心事业部基本情况.....	9
表 7: 参控孙公司基本情况	10
表 8: 公司为教育行业客户定制解决方案, 有效提高资源共享效率.....	16
表 9: 263 邮箱产品特征	19
表 10: 主要公有云企业邮箱服务商容量对比.....	19
表 11: 公有云企业邮箱市场 263 邮箱安全性最佳.....	19
表 12: 公司收购的 I-Access 业绩.....	24
表 13: 公司收购的 I-Access 的业绩承诺.....	24
表 14: 二六三个人级业务产品及服务.....	24
表 15: iTalkBB 家庭电话业务费率	27
表 16: 移动通信业务费率	28
表 17: 美国主要 SaaS 巨头 2017 年发展情况.....	30
表 18: 中国 SaaS 行业上市企业发展情况.....	30
表 19: 二六三业务拆分	34
表 20: 可比公司估值	34
表 21: DCF 估值法估值.....	34

1. 通信服务市场龙头，多元化布局彰显实力

1.1. 扎根海内外市场，通信企业典型成长史

公司成立于1999年，早期业务为ISP业务；2003年开发出IP长途转售业务，也开始为企业及商务人士提供专业邮箱服务；2008年入资美国VOIP运营商 iTalk Global Communications 公司，构建海外互联网综合通信板块；2010年，公司在深交所上市；2013年公司将邮箱业务升级为云通信业务，海外综合通信板块初步形成；2015年并购展视互动，参股致远协同，构建深度企业云生态圈；2017年收购上海奈盛进军 IDC 云计算，2018收购 I-Access，布局国际通信业务。公司经过多年的业务发展逐步开拓了企业业务、个人业务两大业务线。

表 1: 公司成立以来的业务逐渐拓展转型

时间	企业通信业务	时间	个人通信业务
2000年	成为免费电子邮件提供商	2000年	开发主叫计费模式的互联网接入服务,推出 95963 全国统一接入号
2002年	升级为付费邮箱	2004年	获得多方通信商用实验许可牌照
2003年	推出长途电话转售业务	2008年	入资美国 iTalk,着手构建海外互联网综合通信板块, iTalk 成功打入北美韩侨市场
2009年	推出企业即时通讯通信产品 263EM	2010年	iTalk 公司在北美启动 iTalkBB 中文电视服务
2013年	263 企业邮箱全面升级为 263 云通信服务	2012年	完成对 iTalk 及旗下子公司、北京在线网络的全资收购,形成了海外互联网综合通信板块的战略布局
2015年	并购展时互动拓展 SaaS 级视频会议、直播业务	2015年	收购香港迪讯 100% 股权, 获得香港 MVNO 牌照, 迈出全球移动虚拟运营业务第一步
2017年	收购上海奈盛, 与日企 NTT 合资成立子公司进入 IDC 云计算领域	2016年	iTalkBB 创立“蜻蜓”中文品牌; 同年其全资子公司 iTalk Mobile 获得美国联邦通信委员会 (FCC) 颁发的 214 牌照。
2018年	收购日升科技和香港 I-Access 公司完善国际通信业务板块	2018年	投资设立 iTalkBB VIP 尝试电商业务, 为海外 iTalkBB 用户提供增值服务。

数据来源: 公司官网及公告, 国泰君安证券研究

表 2: 公司近十年重大并购事件

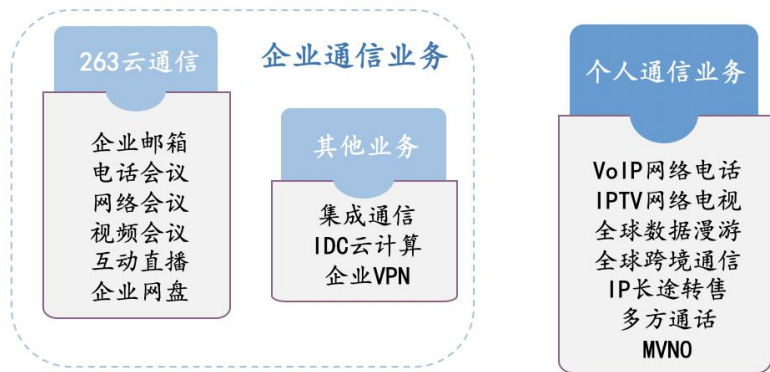
首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)
2018-11-08	苏州龙遨 5.61%股权	--	10,000.00
2018-06-09	I-ACCESS 100%股权	综合电信服务	31,000.00
2016-10-18	上海奈盛 51%股权	通信科技	9000.00
2016-04-01	朝歌科技 4%股权	消费电子产品	2,040.00
2015-12-26	GT 公司 4%股权	通信设备	1,294.26
2015-12-12	北京致远 26.52%股权	应用软件	18,564.00
2015-11-07	展动科技 57.2727%股权; Geesee, Inc. 100%股权	电脑硬件, 通信设备	37,363.62
2015-04-16	香港迪讯 100%股权	非传统电信运营商	10,000.00
2015-01-27	慧友云商 14.268%股权	互联网软件与服务	1,500.00
2014-04-28	翰平网络 28%股权	信息科技咨询与其它服务	2,884.85
2012-11-06	首都在线 70.23%股权	互联网软件与服务	5,338.00
2012-04-28	iTalk 旗下公司股权	信息科技咨询与其它服务	8,000.00
2012-03-31	翰平网络 100%股权	信息科技咨询与其它服务	7,946.00

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

企业通信业务: 公司在企业通信和协同办公领域为国内各类企业客户提供企业级通信服务, 主要包括: 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)、集成通信服务及企业 VPN、IDC、国际通信等。

个人通信业务: 针对全球华人跨境通信需求, 为海外华人家庭提供网络电话 (VoIP)、网络电视 (IPTV) 等互联网综合通信服务。业务包括: VOIP 家庭电话、IPTV 中文电视、全球数据漫游、全球跨境通信、IP 长途转售、多方通话、MVNO (移动虚拟网络运营)。

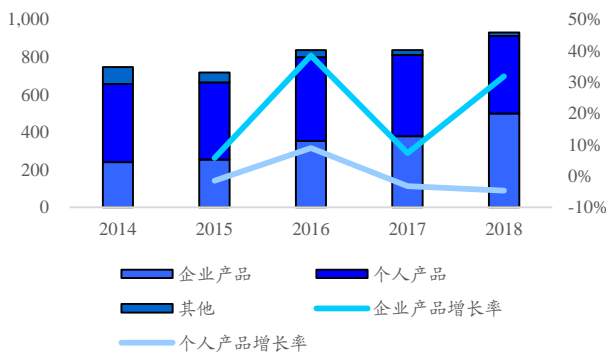
图 1: 公司企业和个人业务线均衡发展



数据来源: 公司官网

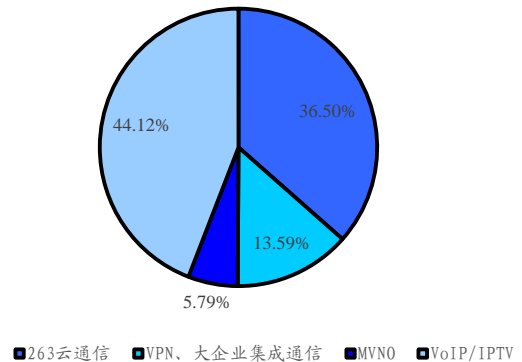
各业务占比情况: 公司企业级业务占比逐年增加, 从 2014 年的 32% 增长到 2018 年的 53.8%。公司企业业务线可分为 263 云通信业务及企业集成通信业务, 其中云通信业务占比不断提升, 从 2015 年占比 26.2% 增长到 2018 年上半年的 36.5%, 企业集成业务多年保持在 10%-14% 的水平; 公司的个人业务可分为 VoIP、IPTV 业务及 MVNO 业务, 其中 VoIP、IPTV 业务占比在 44% 以上, 是公司最大的收入来源, MVNO 业务占比相对较小, 目前仅为 6%。

图 2: 公司企业产品占比小幅提升 (百万)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 个人业务和企业云通信是主要收入来源



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. 股权结构分散，子公司化改事业部制运作彰显信心

1.2.1. 公司股权结构较为分散，员工激励计划提升凝聚力

李小龙是公司最大股东及实际控制人，但其占比也仅为 17.39%，其他股东控股不超过 5%，前十大股东控股数量总和占比 35.11%，其中张彤和张大庆是胞兄弟关系。

表 3: 公司股权结构分散

排名	股东名称	持股数量 (股)	占股本比例
1	李小龙	136894273	17.39%
2	陈晨	28180000	3.58%
3	宗明杰	22814631	2.9%
4	黄明生	21283396	2.7%
5	张彤	17500000	2.22%
6	宋凌	13500000	1.71%
7	吴天舒	12327044	1.57%
8	张大庆	10185000	1.29%
9	中央汇金	7426900	0.94%
10	谢扬初	6368300	0.81%
合计		276479544	35.11%

数据来源：公司官网及公告，国泰君安证券研究

2017、2018 年公司连续两年推出针对管理层以及核心技术（业务）人员的激励计划。2017 年针对 9 位高管推出共计 380 万股的限制性股票，2018 年又针对这 9 位高管推出共计 760 万股的限制性股票，同时 2018 年还推出共计 824 万份股票期权，授予人员共计 162 位。

表 4: 公司 2018 年的限制性股票授予计划(万股)

姓名	职务	2017	2018	占限制性股票比重 (2018)	占总股本 (2018)
芦兵	董事、总裁	40	80	10.53%	0.10%
JIE ZHAO	董事、副总裁	60	100	13.16%	0.13%
李玉杰	董事、副总裁	60	120	15.79%	0.15%
梁京	副总裁	50	100	13.16%	0.13%
忻卫敏	副总裁	50	100	13.16%	0.13%
肖瑗	副总裁	40	100	13.16%	0.13%
李光千	财务负责人	20	40	5.26%	0.05%
李波	董事会秘书	20	40	5.26%	0.05%
杨平勇	投资部总经理	40	80	10.53%	0.10%

数据来源：公司官网及公告，国泰君安证券研究

表 5: 公司 2018 年的期权授予计划

人员	期权数 (万)	行权价	占总股本比例
162 位核心技术（业务）骨干	824	5.10 元	1.05%

数据来源：公司官网及公告，国泰君安证券研究

1.2.2. 四大核心子公司改为三大核心事业部运作

事业部改制前，二六三下设四大核心子公司。北京二六三企业通信公司、上海二六三通信公司属企业业务线，分别负责 263 云通信业务和大企业集成通信业务；北京二六三网络科技有限公司、广州二六三移动通信属个人业务线，分别负责 VoIP、IPTV 业务和 MVNO 业务。其中北京二六三企业通信公司和北京二六三网络科技有限公司营收占比较高。四家子公司合计控股 23 家孙公司负责具体业务。

表 6: 2018 年四大核心事业部基本情况

名称	主要业务	注册资本	总资产	营业收入	营业利润
北京二六三企业通信有限公司	263 云通信	40000 万元	5.04 亿元	3.15 亿元	5123 万元
北京二六三网络科技有限公司	VoIP、IPTV	21000 万元	8.25 亿元	3.88 亿元	5613 万元
上海二六三通信有限公司	VPN、大企业集成通信、IDC 业务	15000 万元	6.31 亿元	1.93 亿元	-1442 万元
广州二六三移动通信有限公司	MVNO	25000 万元	1.70 亿元	0.51 亿元	-1072 万元

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

北京二六三企业通信有限公司专注打造 263 云通信产品。2015 年完成对展视互动的并购之后，在产品、研发、运营上形成了邮件、网盘、电话会议、网络会议、视频会议和企业直播等全线的企业数据通信产品服务能力，并将这些产品深度融合于 263 云通信产品。多年深耕企业通信服务领域，企业已经成为国内资深的企业级通信协作服务商。

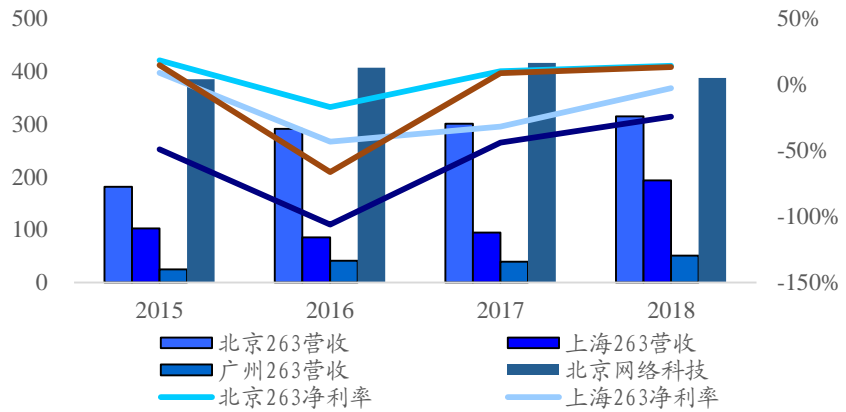
上海二六三通信有限公司全面负责增值通信业务。以国内企业和商务人士为主要服务对象，利用互联网或租借通信网构建虚拟运营能力，提供企业虚拟专网和商务语音服务。主打产品有：企业集成通信、企业专网服务、企业无线服务、企业消息服务、企业移动服务。在基础运营商的通信网络中建立起企业专有数据传输通道，将企业总部与远程营业网点、分支机构、商业伙伴、移动办公人员等连接起来，提供端到端有服务质量（QoS）保证以及安全服务的企业专属虚拟网络。

北京二六三网络科技有限公司以海外华人家庭为主要服务对象，旗下 iTalk Global 是国际 IP 电信行业的先驱。公司曾为北美主要电信运营商提供国际通讯服务，接通了美国至中国的网络电话，是北美地区向家庭用户提供网络电话服务的运营商之一，提出并实现了“一个价格全球无限拨打”创新服务模式。业务包含 VoIP 家庭电话、IPTV 中文电视等，目前已拥有超过 30 万的家庭电话用户以及超过 6 万的中文电视用户，在北美 VoIP 行业中排名前五，是海外华裔市场以及北美韩侨市场的电信服务商。企业在全球拥有超过 20 个分支机构、20 多家业务服务专营店以及超过 2000 家特许经销商。

广州二六三移动通信有限公司以创新的端+云模式提供虚拟移动通信服务，是一家互联网模式的国际移动通信运营商，同时也是中国、香港地区和美国的虚拟运营商。企业从 2007 年起开始为中国联通提供港澳台一卡双号平台、承载中国联通全球 400 余家运营商出访及来访中国的国际漫游预付费业务。从 2014 年开始，推出面向智能终端的国际漫游解决方案，在资源覆盖、资费成本、平台能力、后端运营支撑等多维度具综

合优势。企业凭借全球通信资源整合及管理平台、网间互通及结算平台、网间监控及运营数据分析平台，为国内的通信及上下游行业合作伙伴提供全球移动数据漫游与全球跨境移动通信服务支持，每年直接受益的用户数量超过 100 万人。

图 4：北京二六三企业通信和网络科技营收较高（百万）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 7：参控孙公司基本情况

序号	参控孙公司	主要经营地区	表决权比例	主营业务
1	上海奈盛科技有限公司	上海	51%	IDC 业务
2	iTalk Media Corporation	加拿大	100%	广告业务
3	iTalkBB Media Inc.	美国	100%	广告业务
4	北京展视互动科技有限公司	北京	100%	直播业务
5	展动科技（北京）有限公司	北京	100%	直播业务
6	前海迪讯（深圳）有限公司	深圳	100%	移动通信业务
7	迪讯(香港)有限公司	香港地区	100%	移动通信业务
8	二六三移动通信(香港)有限公司	香港地区	100%	移动通信业务
9	United Wise Services Limited	--	100%	投资控股
10	二六三香港控股有限公司	香港地区	100%	投资控股
11	爱涛网络电视香港有限公司	香港地区	100%	IPTV
12	北京首都在线网络技术有限公司	北京	100%	IPTV 业务
13	iTalk Mobile Corporation	美国	100%	海外移动虚拟网络运营
14	iTalkBB Singapore Pte, Ltd.	新加坡	100%	VoIP
15	Digital Technology Marketing and Information, Inc.	美国	100%	VoIP 经营推广
16	Freedom Enterprise, L.L.C	美国	100%	房屋租赁
17	iTalkBB Australia Pty Ltd.	澳大利亚	100%	VoIP 经营推广
18	iTalkBB Canada Inc.	加拿大	100%	VoIP 经营推广
19	iTalk Global Communications Inc.	美国	100%	VoIP
20	二六三软件技术(北京)有限公司	北京	100%	IT 业务
21	二六三增值通信香港有限公司	香港地区	100%	VPN
22	深圳市日升科技有限公司	深圳	100%	增值通信,VPN
23	iTalkBB VIP Inc.	美国	100%	电子商务

数据来源：公司年报，Wind，国泰君安证券研究

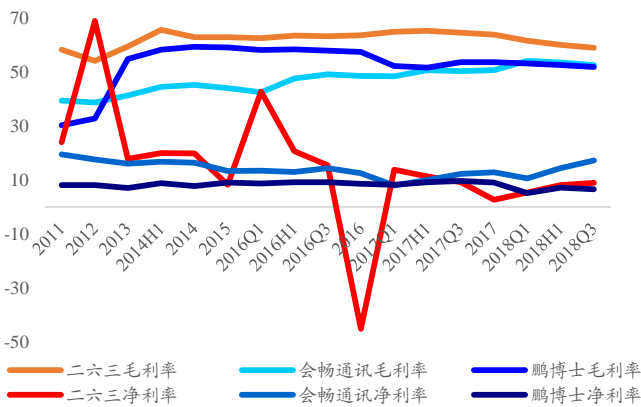
2019 年公司实行业务部制，彰显信心。公司下设三大核心事业部：企业通信事业部、国际通信事业部和海外个人通信事业部。企业通信事业部负责 263 云通信业务；国际通信事业部负责 IDC 及国际通信业务；海外个人通信事业部负责海外华人 VoIP、IPTV 业务和 MVNO 业务。实行业务部制证明公司已经脱离初级发展规模，没有低坡发展迹象，面临高速发展的黄金时期。事业部内部的供、产、销之间更容易协调，事业部制更利于组织专业化生产和实现企业的内部协作，各事业部之间的比较和竞争也利于企业的发展和人才培养。

1.3. 营收毛利稳定，公司管理边际改善

公司毛利率水平高，营收能力强。二六三主要从事企业通信服务以及海外个人通信业务，业务成本低，毛利率较高。2011-2018 年，公司整体毛利率保持在 50% 以上，与同样提供电信服务的非传统运营商会畅通讯、鹏博士相比毛利率略高。此外，公司各项分业务毛利率水平较高，个人业务和其他业务毛利率达 60% 以上，企业业务毛利率达 51% 以上，各项业务盈利能力较强。

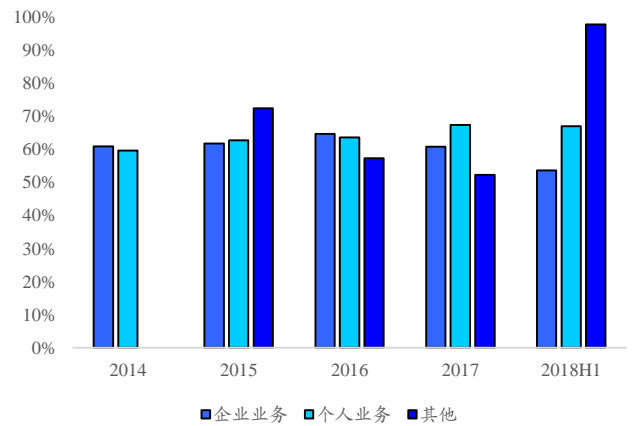
受个别事件影响，净利率波动大。2016 年受收购展动科技支付对价及大幅计提商誉减值的影响，公司净利润大幅下降，2017、2018 有所回升。公司 2018 年上半年归母净利润 4008.21 万元，比上年同期下降 955.16 万元。主要原因为：①上年同期并购 iTalk Media 相关长期股权估值调整较大；②部分子公司所得税免税期结束，公司综合税负上升。

图 5：公司近年来毛利率较高，净利率波动大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：公司个人业务、企业业务毛利率均在 53% 以上

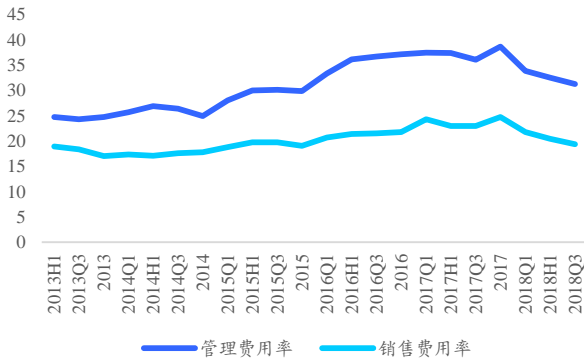


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司管理改善，费用率边际下降。受 2016、2017 年受收购展时互动无形资产摊销及开发新业务影响，公司管理费用、销售费用较高。从 2018 年开始，公司加大成本管控力度，管理费用、销售费用边际回落。

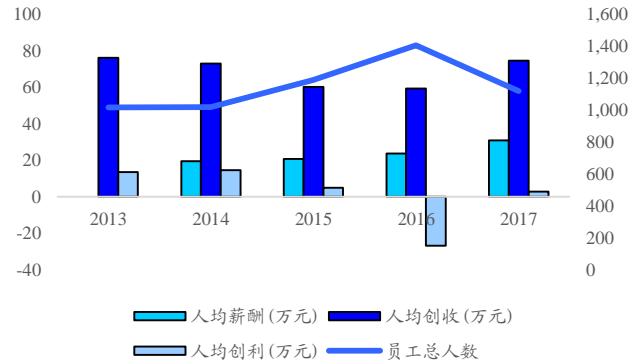
注重提高人均效益，团队实力雄厚。二六三本科及以上学历员工占比高，2016 年二六三净流入本科生 188 人，让员工中本科生占比从 52.8% 提升到 58%，2017 年公司大幅裁员，减少冗余人员，提高整体效率，员工数下降 14%，但人均薪酬提高了 30%，2018 年公司将继续加大减员增效力度。在员工专业构成中，技术人员占比最高，达到 59.72%。

图 7: 2018 年公司费用率边际下降显著



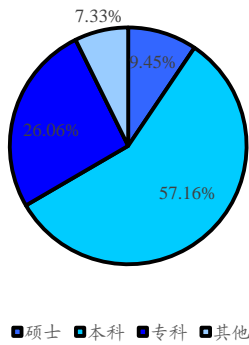
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 2017 年人均效益边际提升



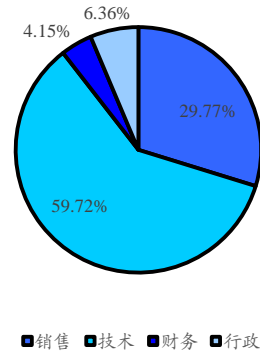
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 二六三本科及以上学历员工占比较高



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 二六三技术人员占比超 50%



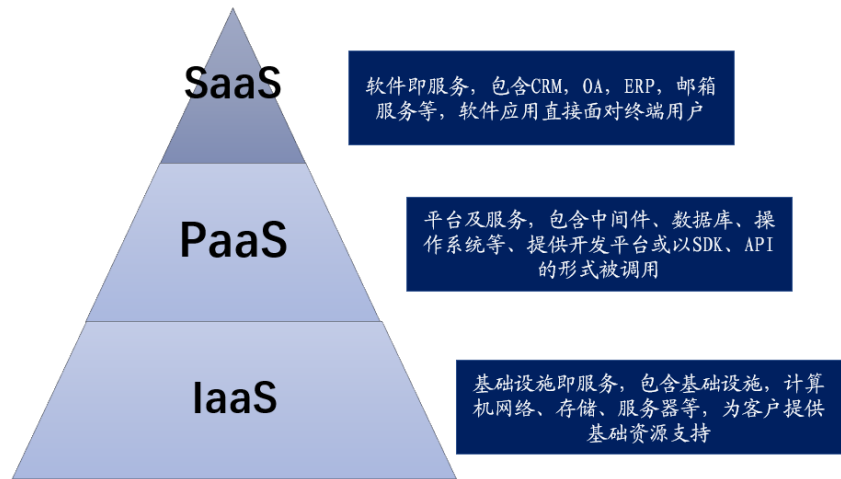
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 企业级云通信独树一帜, IDC 业务初露锋芒

2.1. 云通信产业链成熟, 行业规模初具雏形

云通信包括所有基于互联网云服务的语音与数据通信功能服务, 按服务模式可以分为 IaaS、PaaS、SaaS 三类, IaaS 类云通信提供包括基础设施、网络、存储、服务器等部分的基础资源支持; PaaS 类云通信提供包括中间件、数据库等部分的 SDK 或 API 接口; SaaS 类云通信提供包含 CRM (客户关系管理)、OA (办公自动化)、ERP (企业资源计划) 等部分的终端应用。

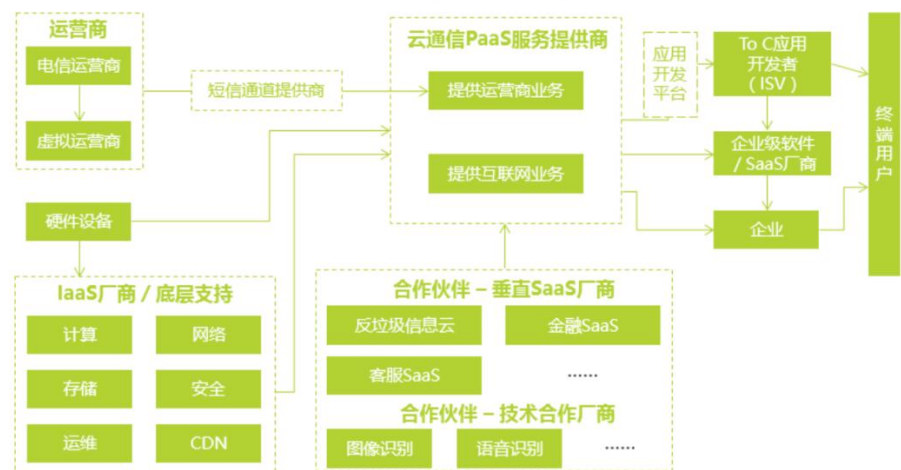
图 11: 云通信不同服务模式及含义



数据来源: 艾瑞咨询

云通信厂商整合上游资源, 收取下游客户服务费用。云通信产业链的上游运营商包括电信运营商和虚拟运营商, 中游 PaaS 厂商存在跨运营商和互联网两大业务的平台型企业, SaaS 厂商大多聚焦于特定应用场景, 下游客户已开发者和企业为主。

图 12: 云通信行业与产业链结构

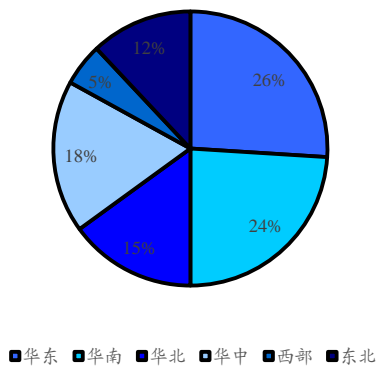


数据来源: 艾瑞咨询

我国云通信行业提供的信息服务种类主要包括短信、流量、语音等。企业短信服务涵盖客户服务、移动办公、移动商务、移动金融等业务环节, 客户服务方式包括用户身份验证、提醒通知、信息确认等触发类信息传输; 物联流量服务主要是为物联设备提供底层通信支持, 以及流量管理、设备管理等; 企业语音主要是作为企业短信的补充应用, 提供用户身份验证、提醒通知、信息确认等信息务。

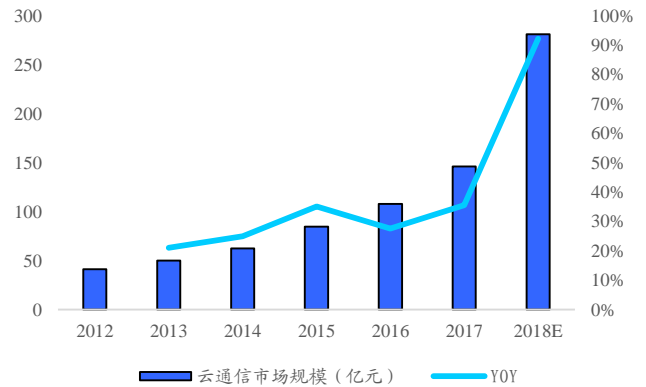
我国云通信行业规模初具雏形, 发展速度与区域经济水平正相关。我国智能移动终端快速发展、普及, 移动通信网络基本实现 3G 和 4G 的全覆盖, 硬件基础已经非常成熟, 促使云通信市场快速发展。云通信行业区域市场总体分布情况为: 华东、华南、华北、华中四个地区的市场份额之和占全国的 80% 以上, 这与区域经济水平呈正相关。

图 13: 云通信市场发展与区域经济水平正相关



数据来源: 观研天下, 国泰君安证券研究

图 14: 我国云通信市场规模不断增长



数据来源: 观研天下, 国泰君安证券研究

2.2. 二六三云通信产品覆盖广, 企业协同通信鼎力支持

2.2.1. 产品与品牌双优, 强力驻足教育、金融、医疗领域

二六三云通信产品覆盖面广。公司围绕企业通信需求, 丰富产品服务种类, 全面提升服务品质, 形成以 263 企业邮件、263 企业会议及 263 企业直播三大产品线为基础的 263 云通信解决方案。服务涵盖邮箱、网盘、视频会议、直播、短信等各个方面, 能够为客户提供系统的企业通信解决方案。2018 年, 公司会议业务将 263 电话会议、网络会议和视频会议进行了统一融合, 用户只需一个 263 企业会议账号, 即可召开任何所需类型的会议, 实现统一用户管理、产品权限管理、会议预约和使用管理等, 最大程度上提升终端用户使用便利性的同时满足企业复杂、多维度的管理需求。

图 15: 263 云通信服务涵盖多个应用领域



数据来源: 公司官网

二六三云通信品牌优势显著, 公司 2013-2018 连续六年获得由《互联网周刊》研究院与 eNet 评选的“2018 云计算企业百强榜”, 排名分别为 32、41。目前公司的云通信客户包括阿里巴巴、招商银行、京东、华为等一系列优质客户, 为各行业用户提供系统的解决方案, 二六三云通信成为企业级协同通信首选之一, 品牌优势显著。

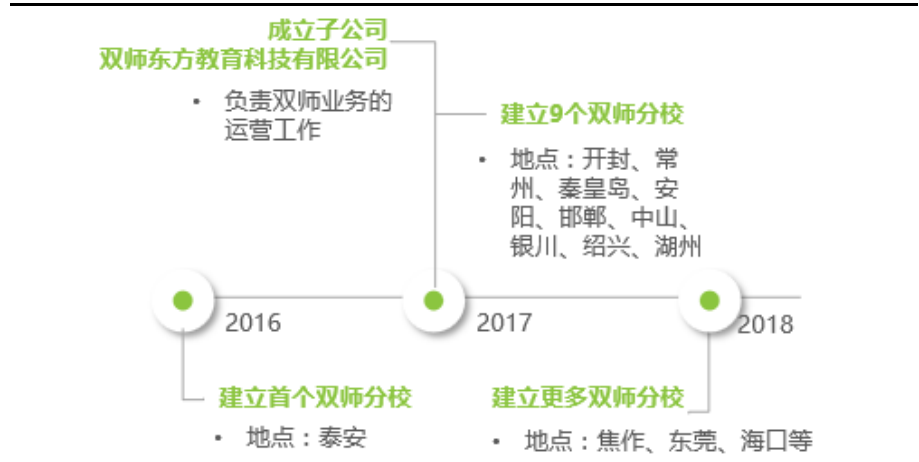
图 16: 二六三云通信服务各行业标杆用户



数据来源：公司官网

在线教育市场空间大，二六三开启教育新模式。我国在线教育市场规模高达数千亿，“直播+教育”模式让在线教育发展驶入快车道。公司依托企业直播产品及视频会议产品在教育行业的深耕和一定的品牌知名度，公司高度重视教育行业，2018年推出了“263教育”行业解决方案，从直播网校、大班课堂、小班课堂和双师课堂等四大产品全面覆盖所有远程教育的应用需求。同时，公司融合网盘、邮箱等进行教学资源的传输、管理，大幅提高了教育行业客户的资源利用率，有效解决了名师资源短缺问题，为教育机构的规模化扩张提供技术支持。公司在教育行业具有较强的竞争力，目前公司的客户包括新东方、学而思、中公、科大讯飞等多个教育机构以及密云教育局、山东教育局多个教育局。

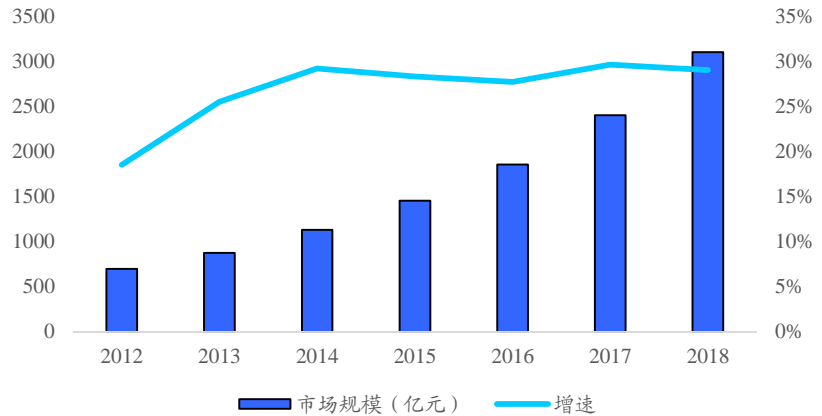
图 17：新东方双师业务推进成果



数据来源：艾瑞咨询

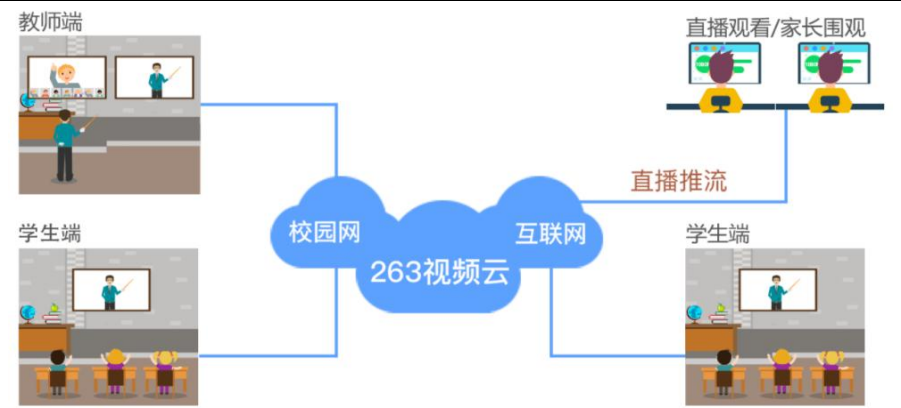
其中，新东方和学而思双师课堂建设成果显著。新东方 2017 财年累计招生人次过万，2018 财年，自建 8 个双师校区，累计招生已突破三万人次。学而思的双师课堂数量已经超过 1000 间，南京、北京的双师课堂的学生数均破万，双师的收入已经超过 2 亿元。

图 18：在线教育市场规模达数千亿



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 19: “双师课堂”有效提高资源利用率



数据来源：公司官网

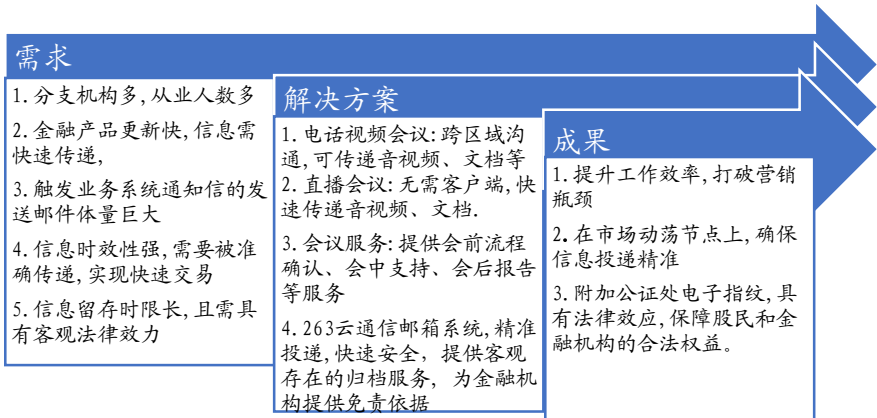
表 8: 公司为教育行业客户定制解决方案，有效提高资源共享效率

客户	尚德机构	佰平教育	朴新教育
问题	人员数量庞大、内部沟通效率低；学术资料等需要统一的知识库管理；师资固定，资源互换及共享存在地域局限。	业向三四线城市迅速扩张；优质教师资源难以复制；线下教师培训时间周期长，成本昂贵	由于地域限制，其优质师资很难覆盖到三四线城市
解决方案	263 云通信提供了组织通讯录，可随时随地发起即时通信、邮件、电话会议、视频会议、企业直播等多种沟通方式。263 云通信可与尚德机构 OA 深度集成，解决了平台统一管理问题。	通过 263 双师课堂将优质教育资源输送给三四线城市加盟校区或直营校的学生，名师在线教学+线下助教老师的实时解惑，弥补了传统在线学习中老师和学生互动不足的问题，让学员学习更加高效	通过“双师课堂”将昆明顶级的数学教师资源共享给贵阳当地一所英语学校
效果	解决内部沟通难题，提升管理效率；搭建专属存储平台，各类资源智能共享；突破地域局限完成多教育场景布局	名师资源低成本输送至加盟校；扩大教师产能，大大提高了机构的利润率；解放企业时间、资金成本，为扩张提供技术保障	全国范围内规模化复制；放大了名师的价值

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

二六三为金融行业用户提供高度安全可靠的企业云通信服务。公司目前金融行业的客户包括国金证券、平安等。公司针对金融行业客户对免责依据方面的需求在产品上附加了公证处电子指纹功能，该功能具有法律效力，能有效保证公民和金融机构的合法权益。

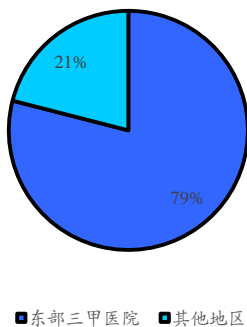
图 20: 二六三国金证券应用案例



数据来源: 公司官网

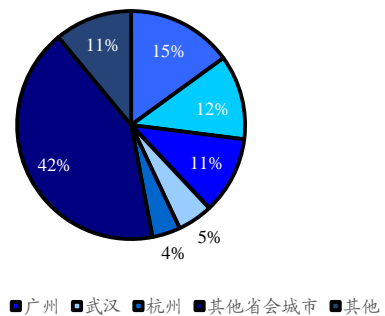
二六三有效提高医疗行业企业管理效率,为远程医疗提供有力的技术支持。我国医疗资源分布极度不均,全国的优势医疗资源基本上集中在一二线城市的三甲医院,三、四线城市以及农村地区医疗条件远远落后于一二线城市。因此政府近年来不断鼓励医疗资源共享、远程医疗发展,我国的远程医疗行业市场前景广阔。

图 21: 全国三甲医院分布集中在东部



数据来源: 复旦版中国医院排行榜, 国泰君安证券研究

图 22: 我国前 100 强医院分布



数据来源: 复旦版中国医院排行榜, 国泰君安证券研究

公司近几年医疗行业拓展顺利,医疗行业主要客户包括辉瑞制药、新华医疗、中国红十字会、唯医网。目前医疗行业、金融行业、教育行业是公司云通信业务三大主要服务行业,也是公司云通信业务的主要增长点之一。

图 23: 公司医疗行业解决方案深受客户信赖









云通信 企业直播 电话会议 企业网盘



云通信 企业邮箱



视频会议

随时随地发起邮件、会议、直播

大部分企业内部沟通可在263完美进行

263企业网盘提供便捷快速安全的信息文档存储、分享、管理等服务

垃圾邮件骤减，省去了自建邮箱的成本

63云通信深度整合了邮箱、网盘、会议、直播等通信协作功能，协同办公效率大幅提升

263视频会议克服了多数跨国连线容易出现的不稳定等问题，瓜达尔当地信号较差的情况下，双方依旧进行了长达84分钟的跨国交流

数据来源：公司官网

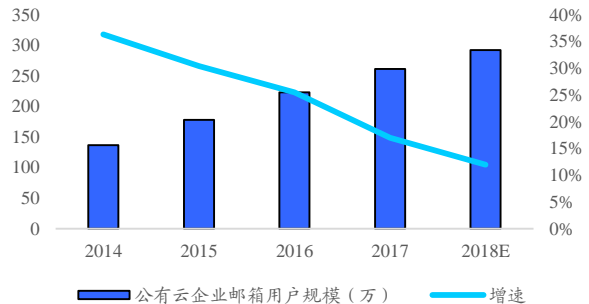
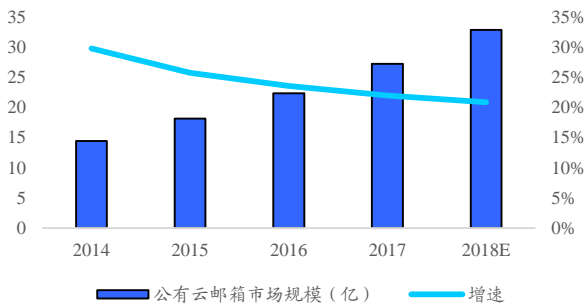
2.2.2. 二六三邮箱安全性最佳，站稳市场比肩腾讯阿里网易

我国企业公有云邮箱业务市场广阔，国内企业公有云邮箱市场规模多年保持 20%以上高增速，目前市场规模接近 30 亿；公有云企业邮箱用户数多年来增速在 10%以上，目前用户规模已突破 290 万。

公司 263 邮箱产品市占率在行业处于领先地位，营业收入市占率仅次于腾讯、网易，排名第三；企业公有云邮箱用户数市占率仅次于腾讯、阿里、网易，排名第四。

图 24：公有云企业邮箱市场规模保持 20%以上增速

图 25：我国公有云企业邮箱用户规模保持 10%以上增速

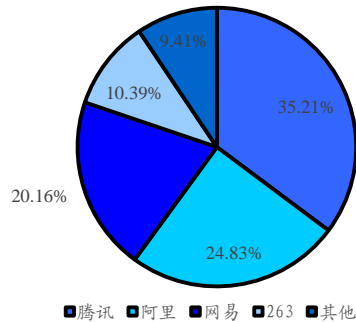
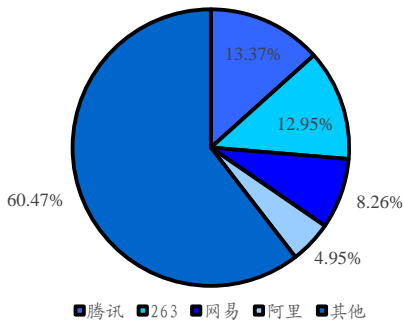


数据来源：IT 桔子，国泰君安证券研究

数据来源：IT 桔子，国泰君安证券研究

图 26：二六三公有云企业邮箱营收排名第三

图 27：二六三公有云企业邮箱用户数排名第四



数据来源：IT 桔子，国泰君安证券研究

数据来源：IT 桔子，国泰君安证券研究

263 邮箱安全性较高，且对于中小企业而言性价比较高。二六三电子邮件系统基于存储转发机制，整个系统包括反垃圾网关、邮件传输分发、

邮件存储等模块，以达到易于实现、灵活性、可扩展等目标。在公有云企业邮箱市场的四家主要企业中，263 邮箱相对而言安全性更高，阿里、腾讯的企业邮箱容量相对较大、价格相对便宜。对于对安全性有一定追求、又比较关心价格的中小企业而言，公司的产品性价比更高。

表 9: 263 邮箱产品特征

收发顺畅稳定性	数据安全保密	邮件信息可管理审计	国家级反垃圾技术	专业的运营及服务体系
海外收发、万无一失：国际认可的运营商级邮箱服务商，拥有 IP 地址解冻绿色通道，与亚马逊深度合作	NOC 专家 24 小时值守、7-15 天删除备份，邮件实时归档、内外网多层分离，SSL/TLS 加密传输	管理员操作日志、用户行为日志统计、流量统计、科学精细的用户权限设置、分组式管理	通过国家 863 项目 A 级验收，垃圾邮件阻挡率超过 99%，国际反垃圾组织白名单成员	7*24 小时服务

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

表 10: 主要公有云企业邮箱服务商容量对比

运营品牌	263	腾讯	网易	阿里
邮箱容量	基础班 12G、标准版 263G 专业版 263G	无限	商务版 5G 可免费扩容，旗舰版无限	无限
付费附件大小	普通附件	50M	100M	50M
	超大附件	2G	2G	16G
企业网盘	基础班 500M、标准版 5G 专业版 20G	5G-1000G	商务版 5G、旗舰版 50G	标准版 20G、尊享版 50G

数据来源：各公司官网，国泰君安证券研究

表 11: 公有云企业邮箱市场 263 邮箱安全性最佳

功能	263	腾讯	网易	阿里
机房及服务器	业内唯一邮件专用独立机房、最高控制权、双机热备 UPS 电力保障、7*24 小时 NOC 监控	自建大数据存储中心	服务器架构于几大国家级骨干网节点，采用大型矩阵式服务器架构	基于阿里自主研发的飞天云
邮件加密	数据传输全程 TLS/SSL 加密、BGP4 网络链路、netscreen 防火墙、MRTG 流量监控、HP open view 网管平台、防 DDOS、MD5 不可逆存储密码	数据全程 TLS/SSL 加密	全程 SSL 邮件加密	全程 TLS/SSL 邮件加密
邮件归档	可设置策略归档，实时搜索访问，与上海公证处合作，提供法律认可的公证邮件	可存档邮件	具有邮件归档功能、支持数据检索	长期自动保存企业来往邮件，快速检索邮件，实现邮件归档管理
反垃圾功能	国家 863 计划课题的独家邮件运营商承担者，获得两项国家专利，国际反垃圾组织白名单成员，有效避免 IP 地址被国际反垃圾组织加黑	自研 41 项国家反垃圾专利，覆盖全球反垃圾 IP RBL 服务	与国外反垃圾机构具有良好的合作关系，国内首家运用图片指纹技术，有效防止图片垃圾邮件，自主创新反垃圾技术，针对国内垃圾邮件特征进行特别屏蔽处理	垃圾邮件过滤率大于 99.99%
反病毒功能	与多家防病毒伙伴合作，实时更新病毒库	卡巴斯基杀毒引擎，每五分钟更新一次病毒库	卡巴斯基杀毒引擎，每小时更新一次全球病毒库	Clamav 防病毒引擎，实时更新病毒库

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2.2.3. 收购展视互动，打入企业直播市场，云通信更上一层楼

企业直播市场增长快，行业竞争加剧。直播行业从目标用户角度可分为To C的直播平台和To B的直播服务厂商。与泛娱乐直播用户群体相比，企业和机构用户的使用场景更加复杂，导致企业直播比泛娱乐直播有着更高的技术门槛和服务标准。其中稳定流畅性、是否可定制及技术服务是企业客户选择企业直播平台的几个重要标准。在企业直播市场竞争中，率先入局的企业在市场占有率方面具有绝对优势。企业直播市场占有率两极分化明显，在大量企业直播平台涌现的形势之下，行业内资源整合显得尤为重要，头部企业发挥主导作用，中尾部企业直播平台进入垂直细分领域或成未来企业直播竞争态势。目前，以263企业直播等为首的专注于企业直播领域的产品，凭借入局较早的先发优势和服务资源，占据着大部分市场份额。

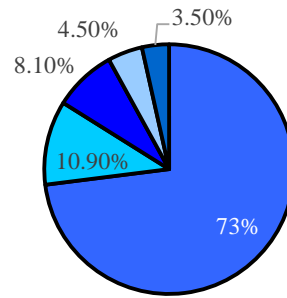
图 28: 直播产业图谱



数据来源：公司公众号

展视互动深耕企业直播市场，市占率较高。2015年，公司收购展视互动科技57.27%股权及Gensee.Inc 100%股权，Gensee间接持有展视互动科技23.73%股权，加上公司此前持有的30%股权，展视互动科技成为公司的全资子公司。展视互动主要从事商用互动直播云平台服务，提供在线教育直播课堂、互联网金融在线直播、企业网络培训及企业直播室营销等服务，服务对象来自教育培训、金融、TMT在内等各个行业，拥有包括包括新东方、北京大学、东方财富、同花顺、宜信、摩根汇通、IBM、华为、京东、阿里巴巴、南方电网等全球1000多家大中型企业及知名教育培训机构用户。展视互动市占率达到10.9%，位居第二。

图 29: 展视互动在企业直播市场占有率位居第二



■ 微吼直播 ■ 展视互动 ■ 目睹直播 ■ 云犀直播 ■ 其他

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

不断优化教育培训功能，以直播网校切入体制内市场。目前，263 企业直播产品覆盖教育培训和互动直播两大场景。针对教育行业的个性化需求，263 企业直播不断优化自身服务，其所提供的课堂点名、在线测试、桌面共享、录播插播及数据管理等功能，能够满足绝大部分教育类客户的需要。基于双师课堂、直播网校、大班课堂、小班课堂四种教学形式，263 企业直播分别推出了相应的在线教育解决方案，不仅可以服务于体制外的各类教育培训机构，更凭借名校网络课堂、应急响应教学等各类直播网校应用场景攻克体制内市场。与此同时，能够嵌入微信、官网、App 的企业直播工具，可以有效解决企业直播活动面临的地域限制，帮助客户轻松实现多会场的同屏实时互动，让企业直播活动得到最大限度的传播扩散，因而成为客户进行企业营销和品牌推广的重要途径。

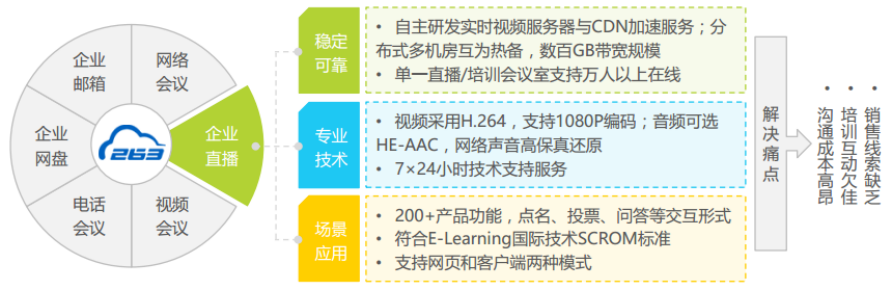
图 30：二六三在教育板块中充分发挥直播的作用



数据来源：艾瑞咨询

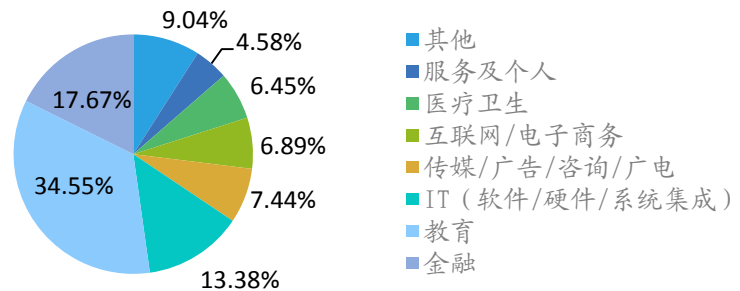
公司直播普及率持续提高，且完善了自身产品体系。通过收购展视互动，公司完善了企业云通信业务，成功将邮箱、视频会议、直播等业务合并推出 263 云通信系列产品。公司原有的企业邮箱业务与视频会议与直播业务有较好的协同效应，能够有效提高公司服务客户的能力，263 云通信业务更上一层楼。随着企业直播市场服务细分化、垂直化发展，企业应用场景逐步丰富，涵盖金融、教育、培训、医疗等多领域，商业价值被不断挖掘。艾瑞咨询显示，2018 年中国企业直播服务市场收入规模达 7.6 亿，预计 2019 年将达到 10 亿元的市场规模，未来企业直播市场将出现更多的机遇。

图 31：263 企业直播竞争优势



数据来源：艾瑞咨询

图 32：263 企业直播应用行业分布



数据来源：263 企业直播平台

2.3. 拓展海外市场，企业集成与 IDC 业务渐入佳

二六三企业集成、IDC 业务经过 2016、2017 年两年的整合逐步走入正轨。2016 年，上海二六三通信（公司的集成、IDC、VPN 等业务线）对 2013 年收购的翰平公司计提商誉减值 3464 万元。业绩“大洗澡”，致使上海二六三营收大幅下降 16%、净利润大幅下降 514%，亏损 3082 万元。2017 年，公司投资与 NTT 合作的上海奈盛，但上海奈盛 2017 年 6 月份才获得 IDC 牌照，2017 年上半年并未营业。再加上 IDC 业务特点决定了其固定成本高占比的成本构成，其 2017 年在建工程转固 7554 万元，造成 2017 年业绩不佳。2018 年上半年公司收购日升科技，使得 2018 年上半年上海二六三成本同比去年增加 983 万元，净利润仍然为负，但 2018 年上半年公司营收增长率大幅增长，增速高达 26%。随着上海二六三通信对上海奈盛、日升科技业务的不断整合，公司企业集成通信及 IDC 业务逐渐步入正轨。

控股上海奈盛进入中高端 IDC 云计算领域。2017 年，公司与全资子公司上海二六三与日本 NTTCA 合作投资上海奈盛通信科技有限公司，其中公司出资 9125 万持有 51% 股权，NTTCA 持有 49% 的股权。上海奈盛主要从事物联网、IDC 云计算及系统集成业务，其业务平台为国内第一个以国际运营商标准自建的 IDC 云计算平台。

NTTCA 是日本电信公司 NTT 旗下的子公司，1999 年成立于香港地区，主要提供一级的环球网络、互联网服务、数据中心、托管及各项 ICT 综合解决方案，其 VPN 业务连续获得英国营销服务公司 Ocean82, Ltd 客户满意度第一名，此外 NTTCA 还提供视频会议、直播、云服务等，与公司业务有一定程度的一致性，能够为公司提供技术交流。公司与

NTTCA 合同约定合资公司的股东提供其分别独自享有的信息及专有技术，在长期合作的基础上，共同运营合资公司，通过此次合资，公司的基础通信资源整合能力、基础通信服务能力及云计算能力得以明显提升。

图 33: NTTCA 与公司业务具有强协同性，补强公司技术优势



数据来源: NTTCA 官网

二六三有望充分利用 NTTCA 的品牌、客户和营销能力，完善海外通信领域布局。2017 年，上海奈盛获得工信部增值电信业务许可证，2017 年下半年开始开展业务。2018 年公司顺应国家“一带一路”倡议，深入挖掘企业国际化通信需求，发挥与 NTT 等国际一流运营商战略合作带来的资源、客户等优势，并发挥公司在国内和国外的通信牌照及资源优势，积极布局企业通信国际业务。

图 34: NTTCA 海外分支机构及客户丰富能够帮助公司拓展海外通信市场



数据来源: 公司公告

收购日升科技、I-Access 完善海外通信市场。2018 年，公司 3.1 亿元收购 I-Access 100% 股权，2000 万收购日升科技 100% 股权。I-Access 主要经营第二类增值电信业务中的传真存储转发业务，以及第一类增值电信业务中的国内因特网虚拟专用网业务，和电子设备产品等业务。日升科技主要经营 VPN 及电信增值服务业务，此外日升科技是 I-Access 的主

要技术服务提供商，能与 I-Access 形成较好的协同效应。I-Access 主要面向海外客户市场，公司通过收购 I-Access 进军海外通信服务市场，拓展了新业务领域同时也获得了新的业务收入和利润增长点。

I-Access 毛利率、净利率水平都较高，其毛利率在 60% 左右，净利率在 30% 左右。此外，I-Access 与二六三做出业绩承诺 2018-2020 年 I-Access 单独分别实现净利润 3500、4300、5200 万，与日升科技 2018-2020 年共同实现净利润 4000、5000、6000 万。

表 12: 公司收购的 I-Access 业绩

单位: 万元	2017 年	2018 年 1-2 月
总资产	5859	6422
净资产	2923	286
营业收入	9650.12	1534.53
营业成本	6106.59	900.91
毛利率	63.28%	58.71%
净利润	2805.23	480.79
净利率	29.07%	31.33%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 13: 公司收购的 I-Access 的业绩承诺

单位: 万元	2018	2019	2020
I-Access 净利润	3500	4300	5200
I-Access 与日升科技合并净利润	4000	5000	6000

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 个人业务: 海外华侨市场广度+深度覆盖

二六三的个人业务主要可以分为两大类: 一类是家庭业务, 为海外华人家庭提供 VoIP 家庭电话和 IPTV 中文电视业务; 另一类是个人跨境通信业务, 主要有长途转售、MVNO 等。公司个人业务主要服务的客户为海外华人家庭、全球商旅华人及留学生等, 主要海外市场包括美国、加拿大等。

表 14: 二六三个人级业务产品及服务

业务类型	业务概述
VoIP 家庭电话	以经济的价格, 为用户提供高质量的本地、国内、国际长途通话服务及多种独家附加服务。
IPTV 中文电视	IPTV 中文电视, 能提供热门华语电视频道实时直播、回放和海量电影及电视节目免费点播等功能
全球数据漫游	基于先进的端+云技术, 利用 OTA 等手段实现移动通信资源动态分配, 为运营商签约用户、移动终端使用者、商旅人士等, 提供多国家、优资费、优体验的国际数据上网服务。
全球跨境通信	利用先进的一卡多号技术, 在同一张 SIM 卡上加载多个号码, 为运营商签约用户, 提供门类完整、体验流畅的跨境跨网移动通信解决方案。
96446IP 长途转售	与中国联通公司北京分公司合作, 向广大用户提供的一种既方便又便宜的长途电话业务
95050 多方通话	无需开通、无需添加设备直接拨通 950509, 即可随时随地发起三方以上通话
MVNO	虚拟移动通信服务将以全球华人跨境通信需求为基础, 以自建核心网和相关系统为框架, 形成三个业务群组: 环球通业务、中外通业务、系统业务(为运营商提供漫游系统解决方案与服务)。

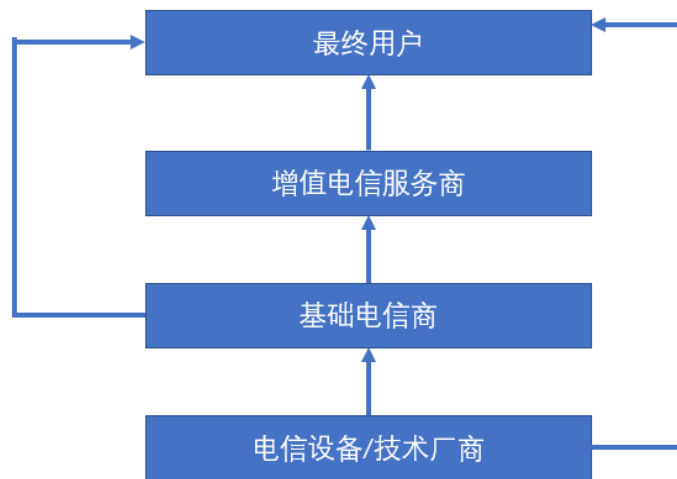
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1. 电信产业链中游：增值电信模式提供通信服务

增值电信服务的上游主要是基础运营商，在开展业务过程中需要向基础电信运营商租用或者购买基础电信资源(线路、传输设备、带宽、通信时长等)，通过对资源的重新组合、加入增值功能形成新的服务产品，以自有品牌进行市场营销，并通过自己的计费系统、业务平台、客户服务平台向用户群体提供服务。

二六三个人业务的下游客户是分散的通信需求主体。公司的目标客户是中小企业和商务人士，该细分市场对高品质的通信服务存在需求，愿意付费来购买更个性化的通信服务。

图 35：增值电信产业链



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

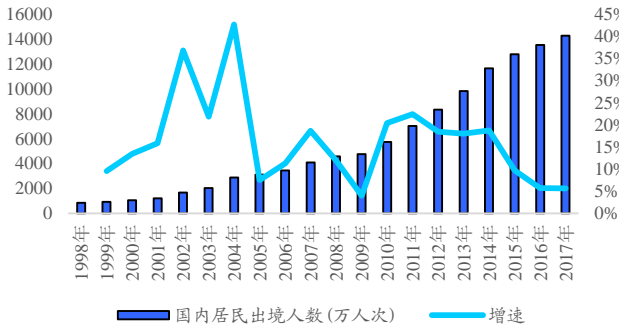
3.2. 乘“世界化”东风，另辟海外华人通信市场

海外华人市场潜力巨大。2017 年，我国出国留学人数达 60.84 万人，同比增长 11.74%，继续保持留学生生源国世界第一的地位。据 2019 年 3 月 27 日教育部官网发布《2018 年度我国出国留学人员情况统计》显示，改革开放以来，我国累计留学人员为 585.71 万人，目前有仍 153.39 万留学人员尚未完成学业。中国旅游研究院、携程旅游集团联合发布的《中国游客中国名片，消费升级品质旅游——2017 年中国出境旅游大数据报告》显示，2017 年中国公民出境旅游突破 1.3 亿人次，同期增长 5.6%，继续保持世界第一大出境旅游客源国地位。我国在留学生市场和境外旅游市场均保持世界第一，并且增速有望保持。境外华人的流量和存量形成公司的潜在客户，并且海外的通信需求属于刚需，客户转化率高。

二六三战略性地避开国内通信市场的竞争，以 iTalkBB 的 VoIP、IPTV 业务在海外华人市场的地位为基础，专注服务于海外华人移民、留学生、出境商旅客户群体，向全球华人提供专属的虚拟移动通信服务；公司是中国、香港地区和美国的虚拟运营商，长期聚焦于国际移动通信业务。从 2007 年起就开始为中国联通提供港澳台一卡两号平台、承载中国联通全球 400 余家运营商出访及来访中国的国际漫游预付费业务。从 2014

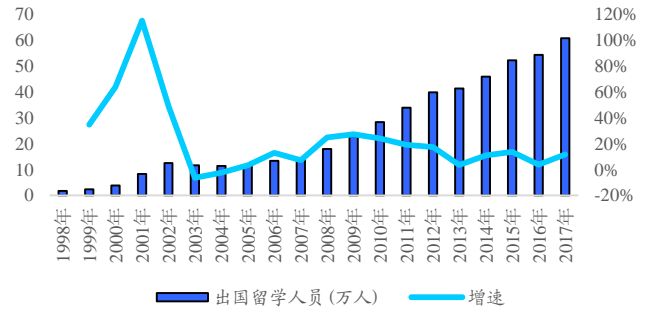
年开始，针对国人出境需求整合了公司研发及漫游资源，推出了面向智能终端的国际漫游解决方案，在资源覆盖、资费成本、平台能力、后端运营支撑等多维度具有综合优势，可预期随着我国跨境旅游、求学人数的增加，跨境通信需求不断增大，未来公司的个人业务将保持稳定增长。

图 36: 我国跨境旅游人数稳步增长



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 37: 我国出国留学人数稳步增长



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

3.3. 跨境通信技术领先，收购 iTalk 如虎添翼

3.3.1. 坚持自建核心网络，业务推广可期

目前，大多数的国际漫游提供商的资源采购方法是以批发方式大量采购境外网络资源，建立一个资源共享池，通过服务器再为用户匹配当地的资源而实现。自 2012 年起，二六三相继收购 iTalkBB（北美 VOIP 产业排名前五）、迪讯（香港）、增持 GlobalTouch 公司股份（GlobalTouch 是全球专业的跨境联网服务与方案提供商），坚持自建核心网络，并拥有自己的号码，融合海外漫游移动通信技术和资源，能够在与其他运营商进行资源互换时拥有更多话语权，进而为最终用户带来覆盖更广、稳定性更高的网络服务。

通信服务业务一般没有明显的季节性和周期性。通信服务业务通常在不同区域的可复制性很强。如果一项通信服务产品的业务模式在一地被证明是成功的，则很容易通过在其他区域进行复制和推广获得业务规模的增长。另外，基础电信业务发展较好、规模较大的地区，开展通信服务业务的市场规模也相应较大，业务的复制和推广会首先选择在这样的地区进行。公司已经成功站稳了北美市场，并打开了韩国、加拿大等地的华侨市场，业务推广可期。

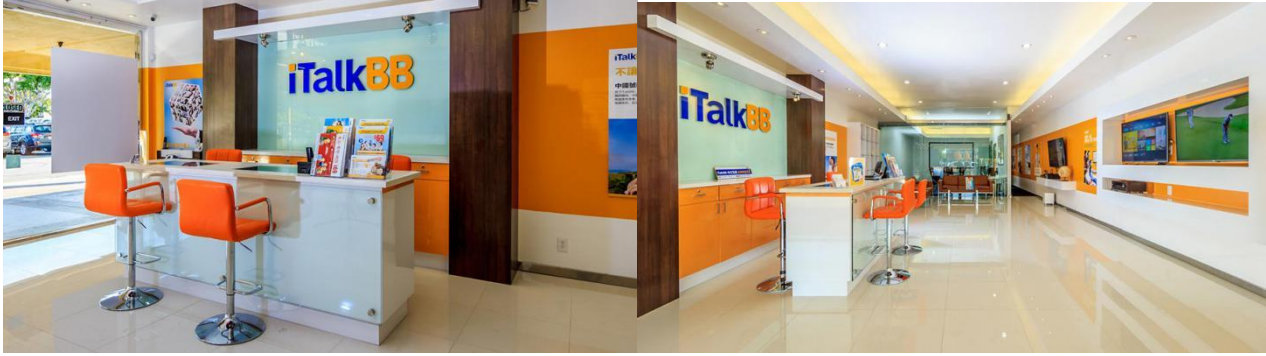
3.3.2. iTalk 核心竞争力强，用户认可度高

iTalk 是公司旗下一个涵盖国际通话业务和中文电视产品的电信通讯公司。总部位于华盛顿，在加拿大、澳大利亚、新加坡均设有子公司，iTalkBB 已成为全球第一大华裔和韩裔电信运营商，“iTalkBB 蜻蜓”品牌在海外华人特别是北美华人群体中树立了良好的品牌形象。在美国、加拿大、澳大利亚、新加坡等国开设超过 30 家体验店，全球用户超过 120 万，在美国，iTalkBB 品牌知名度超过 80%。

iTalk Global Communications Inc 原为美国德州一家家具电话供应商，公司 2008 年入资该企业，2012 年完成对该公司及其在加拿大、澳大利亚的子公司的收购。2016 年公司又收购了对从事电视广告业务的 iTalk

Media, 增加了广告业务板块, 完善了中 IPTV 产品线的盈利模式。2016 年, 公司正式获得由美国通讯管理局颁发的 214 执照 (国际电信业务经营许可), 加入到和 Verizon、AT&T 以及 T-Mobile 等美国主流移动通讯运营商的竞争行列。

图 38: iTalkBB 线下实体店



数据来源: iTalkBB 官网

iTalkBB 蜻蜓秉承着“为海外华人打造更美好的生活”的宗旨, 近年来业务进展顺利。成为 NBA 布鲁克林篮网队(Brooklyn Nets)的官方战略合作伙伴; 在纽约、华府和加州地区, 开展一系列电影和品牌宣传活动; iTalkBB Media 与美国保险公司品牌 AIG 进行合作, 线上线下广告相结合, 为客户提供了更多的宣传渠道; iTalkBB 蜻蜓与加拿大政府和中华人民共和国驻加拿大领事馆共庆加拿大国庆 150 周年和中华人民共和国建国 68 周年。

3.4. 家庭电话及移动通信业务将调整, IPTV 盈利模式不断完善

3.4.1. 受国际个人数据漫游资费下调影响, 家庭电话及移动通信业务面临调整

iTalkBB 家庭电话拥有 14 年的历史, 目前家庭电话用户数高达 30 万, 为华侨家庭提供经济的全球通信服务。iTalkBB 家庭电话在提供高质、清晰的国内及国际长途通话的基础之上, 根据海外华人的特殊通信需求, 研发独家功能——中国大陆、台湾地区、香港地区、韩国当地号码, 当地亲友只要拨打此号码, 就能接通到在美国的亲友, 而无需支付国际长途费用。

表 15: iTalkBB 家庭电话业务费率

	家庭经济计划	全球包月计划
费率	拨打美/加/中/港/台低至\$0.02/分钟, 全球接听免费	无限拨打美/加/中/港/台等全球 29 个国家和地区
号码	保留原号码	保留原号码
赠送	手机 App 及 6 个月中美双号 (国内亲友直拨美国无需再付国际长途费)	手机 App 及 12 个月中美双号 (国内亲友直拨美国无需再付国际长途费)

数据来源: iTalkBB 官网, 国泰君安证券研究

移动通信业务: iTalkBB 移动通信信号覆盖率高达 99%, 产品价格合理。用户在可享受美国本地无限通话无限短信、无限流量。在中国可享受中国本地高速流量(4G 速度), 享受中国本地无限通话无限短信, 产品深受华侨欢迎。

表 16: 移动通信业务费率

	非用户		用户	
	超值计划	畅享计划	超值计划	畅享计划
一条线	1G (4G 网) \$100/月	5G (4G 网) \$180/月	1G (4G 网) \$20/月	5G (4G 网) \$35/月
二条线	1G (4G 网) \$60/月; \$1/线/月	5G (4G 网) \$90/月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$40/月; \$1/线/月	5G (4G 网) \$70/月; \$1/线/月
三条线	1G (4G 网) \$80 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$135/月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$55 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$105/月; \$1/线/月
四条线	1G (4G 网) \$100 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$180/月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$70 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$140/月; \$1/线/月
五条线	1G (4G 网) \$120 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$225/月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$85/月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$105/月; \$1/线/月
六条线	1G (4G 网) \$140 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$270/月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$100 月; \$1/线/月	1G (4G 网) \$210/月; \$1/线/月

数据来源: iTalkBB 官网, 国泰君安证券研究

管制严格的电信行业, 业务放开往往导致基础运营商资费价格下降。从欧美电信行业发展的实践看, 以网络电话业务管制的放开为例, 由于催生了各种各样的虚拟运营商, 引致基础运营商的电话资费特别是国际长途资费的大幅下调。对于二六三这样的新型通信服务提供商, 具备良好的研发能力, 运营经验丰富, 冗员少, 没有背负传统电信网的巨大负担, 在新业务放开时具备很好的竞争力。

近三年 (尤其是 2017 年), 受国际个人数据漫游资费不断下调影响, 个人国际数据漫游业务目前无法继续开展。公司已对该项业务进行调整, 原从事该项业务的全资子公司广州二六三移动通信有限公司凭借开展个人国际数据漫游业务、MVNO 业务而积累的移动技术和服务能力, 进入到物联网 (IoT) 和企业移动 (如企业手机) 等企业业务领域, 营业收入相比 2017 年增长了 27.16%。

3.4.2. 中文网络电视业务 (IPTV) 盈利模式不断完善

公司目前中文电视活跃用户呈增长趋势, 2017、2018 年上半年, 用户数均有小幅增长。iTalkBB 蜻蜓电视取得了多部华语热门影片和综艺节目北美独家电视播放权。

广告业务增长, 盈利模式不断丰富。2016 年公司收购专门经营广告业务的 iTalkBB Media, 优化了中文电视产品线的盈利模式, 2017 年广告业务收入持续增长, 新的广告客户中包括 State Farm、WeChat 等。

开拓粤语市场。加大粤语人群的销售力度, 促进电话和电视的销售, 保持市场领导地位和竞争力。iTalkBB 蜻蜓电视在 2017 年引入多家合作伙伴, 2018 年将开展正式的商用合作, 引入丰富的粤语电视内容, 以满足海外粤语人群需求, 这将提升 iTalkBB 蜻蜓电视的竞争力和市占率, 并且通过中文电视的撬动, 带动提升其他产品包括家庭电话和中国手机卡的销售, 实现业务增长。

4. 未来趋势: 企业级云通信前景明朗, 国际业务有望

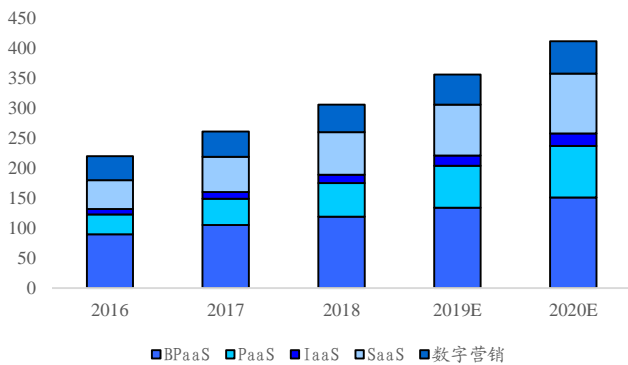
高增长

4.1. 企业级 SaaS 市场尚处于婴儿期，公司将随市场成长

全球公有云和 SaaS 市场保持快速增长。预计 2020 年公有云市场规模为 4120 亿美元，2017-2020 年复合增长率将达 16.44%。其中企业通信服务的强劲增长是推动云服务市场增长的中流砥柱，预计未来 SaaS 将持续保持 20% 左右的较快增长且 2020 年市场规模将达到千亿美元。

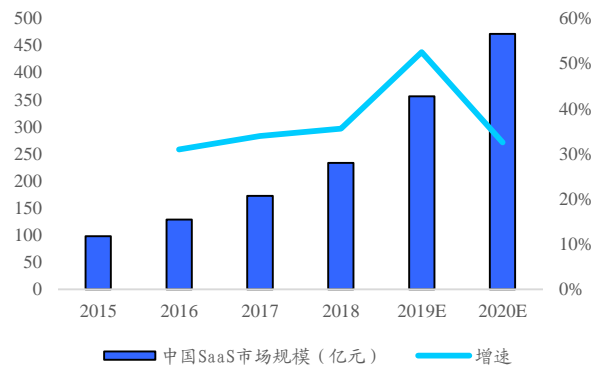
中国公有云和 SaaS 市场潜力巨大。“互联网+”将企业信息化建设推向了一次革命性的高潮，传统办公场景和沟通方式不满足当今企业内部对高效多维多层次的办公沟通需求，云通信对于企业来说是刚需，并且在未来将逐步得到兑现。根据 IDC 数据显示，2017 年中国公有云市场整体规模将超过 40 亿美元，其中 SaaS 市场份额位居第二，增速达到 40.1%。同时，未来五年中国企业级 SaaS 市场将保持高速增长，未来五年年复合增长率将超过 35%。

图 39: 2016-2020E 年全球公有云市场规模 (十亿美元)



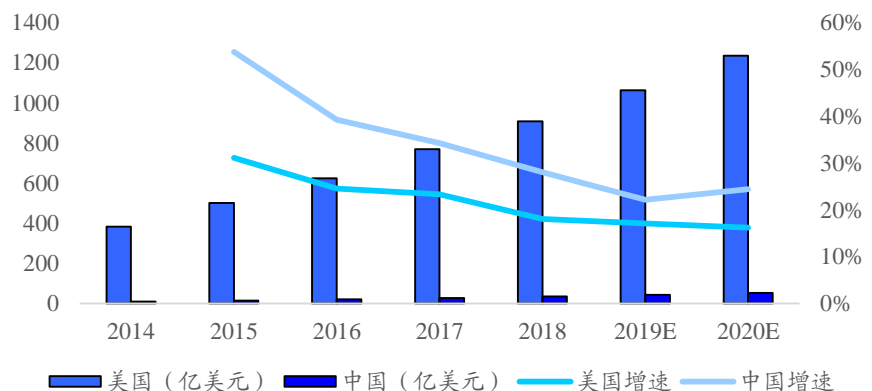
数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

图 40: 2015-2020E 年中国 SaaS 服务市场规模



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

图 41: 中国公有云市场规模远低于美国，有较大发展空间



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

中国通信企业级市场处于婴儿期: 2017 年, 美国 GDP 为 195558.74 亿美元, 中国 GDP 为 131735.85 亿美元, 中国 GDP 占美国 GDP 比例为 67.37%, 但 2017 年中国公有云市场规模仅为美国的 3.5%, 中国未来将

面临企业现代化管理的刚性需求爆发式增长。IDC 报告表明，中国企业级通信市场的增速高于美国，但市场的成熟度远低于美国市场，2018 年上半年，美国初创企业占美国 SaaS 风险投资的 70%。目前美国几家 SaaS 巨头估值基本上都在数百亿甚至上千亿人民币，我国目前通信业务尚在初步发展阶段，营收、市值相对而言都较低，预计随着市场的不断成熟，通信行业企业营收、估值将有较大的提升。中国市场在以下三个细分领域发展较快：客户关系管理（CRM）市场、企业资源管理（ERM）市场、协同应用市场。这三个细分板块也将在未来企业级通信市场的增长中扮演至关重要的角色。

表 17: 美国主要 SaaS 巨头 2017 年发展情况

公司名	所属领域	状态	市值	2017 营收 (亿元人民币)
Salesforce	CRM	上市	114.61B	663.79
Workday	HRM	上市	36.65B	135.74
Service Now	ITSM	上市	33.44B	179.05
Athenahealth	医疗行业	上市	5.42B	79.74
Zendesk	客服	上市	6.28B	41.09 (2018 年)
New relic	APM	上市	5.35B	22.33
Hubspot	营销自动化	上市	5.88B	24.54
Box	企业网盘	上市	2.80B	32.06
Concur	企业差旅管理	被 SAP 收购	2014 收购价 83 亿	-
Zoho	CRM\OA\HRM	-	-	数亿美元
Slack	协作、IM	计划上市	或超 70 亿美元	数亿美元
DocuSign	电子签名	2018 递交 IPO	估值 31 亿美元左右	3.82 亿美元

数据来源：各公司年报，国泰君安证券研究

表 18: 中国 SaaS 行业上市企业发展情况

公司名	所属领域	状态	市值 (亿元)	2017 营收 (亿元人民币)
随锐科技	会议系统	新三板	57.97	3.21
二六三	会议系统、通信	A 股	42.37	8.36
和创科技	CRM	新三板	46.30	1.03
北森云	HRM	退市	22.97	2.33
客如云	餐饮	退市	9.68	2.20
蓝海讯通	ITOM	新三板	1.51	0.51
明源软件	房地产	新三板	-	5.23
校宝在线	教育	新三板	5.09	0.44
点点客	电商	新三板	1.66	5.87
齐心集团	视频会议	A 股	57.56	3.43 (仅软件业务)

数据来源：各公司年报，国泰君安证券研究

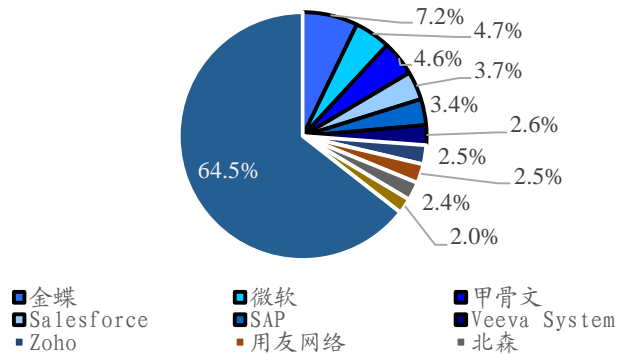
随着中国企业级通信市场的不断成熟，越来越多的企业对协同办公要求的提高，协同办公的定义随之扩展，将其提升到了智能化办公的范畴。大多数企业不仅需要解决日常办公、资产管理、业务管理、信息交流等常规协同的功能，并且在即时沟通、数据共享、移动办公等方面提出了

更进一步的需求。不仅如此，很多企业也在寻求低成本、高性能、高整合、智能化管理企业的综合性管理应用平台，二六三因此形成了一系列的协同办公系统，将企业中的“人”和“事”进行有效连接，将工作（日程、任务、备忘）、会议（电话会议、网络会议、视频会议）协同，进一步满足企业办公协同的需求，有望随市场一起成长。

4.2. “水平+垂直化”趋势明显，中小型企业是未来主战场

目前中国企业级 SaaS 市场的特点：整体市场竞争格局比较分散，市场集中度不高，前十大厂商市场份额占比仅为 36%，各个细分领域呈现不同的竞争格局。

图 42：中国企业级 SaaS 市场前十大厂商市场份额仅为 36%



数据来源：IDC，国泰君安证券研究

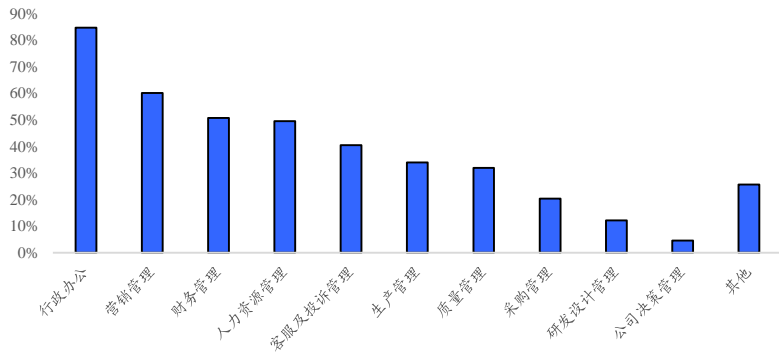
“水平化+垂直化”：总体来看，目前通用型 SaaS 厂商领先于垂直型 SaaS 厂商，预计未来五年，中国 SaaS 产品将经历“水平化+垂直化”的双向发展路径发展。通用厂商未来将着眼于行业客户定制化服务的需求，垂直行业细分领域也将出现更多中小型的新兴 SaaS 服务提供商。

中小型企业是未来主战场：我国中小企业数量目前已超 4000 万，占我国企业总数的 99% 以上，小微企业数量占比在 82% 以上，数量众多。中小企业的现代化管理程度总体上偏弱，这一方面是由管理难度低决定的，另一方面则由于管理成本的限制。因而中小企业对企业级 SaaS 服务的需求和可接受度将远超大企业，中小型企业市场将是未来的主战场。

4.3. 企业通信空间较大，视频会议、直播市场有望随 5G 攀升

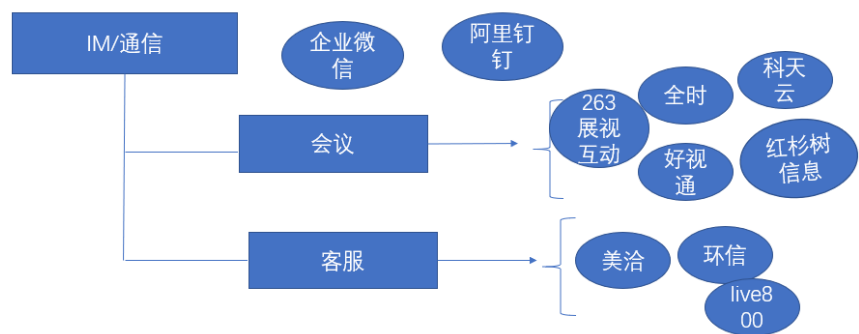
公司所经营的业务属于 SaaS 领域的行政办公的企业通信领域，目前同属于这一行业的还有企业微信、阿里钉钉、好视通、全时等。在我国，行政办公是 SaaS 部署的主要应用领域，占比达 84%。

图 43：行政办公是 SaaS 主要应用领域



数据来源：阿里云生态，国泰君安证券研究

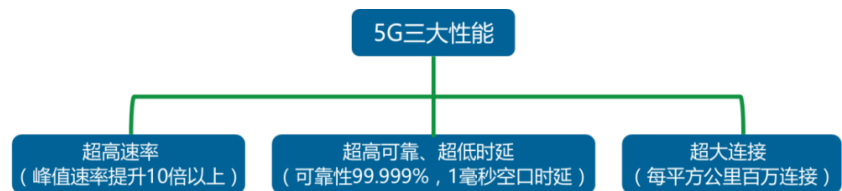
图 44：企业通信 SaaS 领域主要企业

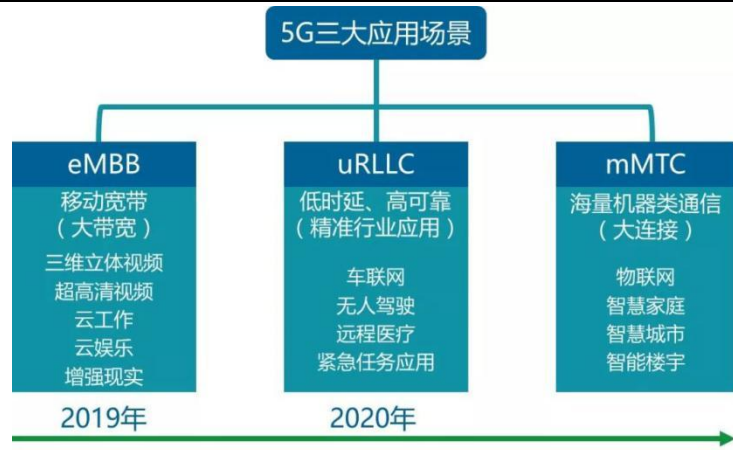


数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

5G 发展为视频会议、直播行业带来新机遇，5G 时代，网络传输速度更高、时延更短能够带来更好的视频、直播体验。5G 时代网络峰值速率相比 4G 将提高 10 倍以上，这为 4K 超高清视频、AR/VR 等视频与直播业务带来新的增长潜力。同时，5G 时代万物互联已成为行业发展趋势，通信市场人与人的连接已经发展得比较成熟，中国的移动用户已接近 15 亿，随着万物互联的发展，智能通信设备也将实现数量级的增长，这为公司通信业务发展带来机遇。

图 45：5G 的超高速率给视频会议行业带来需求增长潜力





数据来源：工信部 5G 白皮书

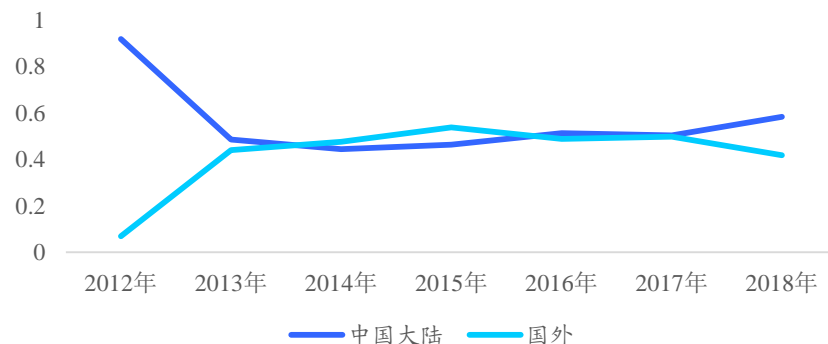
4.4. 顺应“一带一路”浪潮，国际化业务将迎高增长

工信部发放虚拟运营牌照，跨国运营底气更足。2018年7月和10月，工信部先后两次授予虚拟运营牌照，获得牌照的企业包括阿里巴巴、263、迪信通、京东、小米、中邮世纪等。未来随着流量的增加和基础运营商盈利能力的下降，虚拟运营商有很大的发展前景。

随着国家“一带一路”倡议的实施，越来越多的中国企业“走出去”。中国企业的国际化进程加快，中国企业的国际化通信需求迅速增长。“走出去”的中国企业在国外的人员、设备、场地具有本地通信网络环境需求，以及与企业国内总部、各部门、各分支机构之间的跨国语音、数据、会议、视频等方面的通信需求。国内互联网产业的崛起和国际化进程，使全球对中国互联网内容需求呈高速增长趋势，这些都带来了跨境通信需求的增长。

在中国企业“走出去”的同时，外国企业也在“引进来”。国内三大运营商对国际业务重视不足，海外收入占比不及总收入的1%，这为公司发展国际业务提供了机会。公司与日本NTT合资收购上海奈盛、收购香港日升等行为显示了管理层发展国际业务线的决心。公司近几年国外业务占比稳步推进。

图 46: 公司近几年海外收入占比稳步推进



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 业绩与估值

5.1. 业务预测

业务预测包含以下假设:

企业业务: 公司 263 云通信业务保持稳步增长, 企业集成业务、IDC 拿到牌照之后步入正轨, 保持稳步较快增长。

个人业务: 海外家庭电话、IPTV 业务保持稳步增长、海内外 MVNO 业务快速发展。

表 19: 二六三业务拆分

单位: 百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
1、企业产品					
营业收入	378.78	499.39	649.21	811.51	998.16
收入增速	7.30%	31.84%	30.00%	25.00%	23.00%
2、个人产品					
营业收入	431.3	411.05	452.155	506.4136	551.990824
收入增速	-3.24%	-4.70%	10.00%	12.00%	9.00%
3、其他业务					
营业收入	25.77	18.29	23.89	22.34	22.18
收入增速	-30.24%	-29.03%	30.62%	-6.49%	-0.72%
合计: 营业收入	835.85	928.73	1125.25	1340.26	1572.33
同比增速	0.02%	11.11%	21.16%	19.11%	17.31%
净利润	30.99	86.04	167.84	216.71	254.21
同比增速	108%	178%	95%	29%	17%
每股收益 (元)	0.02	0.06	0.12	0.16	0.19

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5.2. 相对估值

可比公司选取同为通信领域的上市公司会畅通讯 (300578.SZ)、苏州科达 (603660.SH)、亿联网络 (300628.SZ)。2020 年会畅通讯为 23.57 倍 PE 估值、苏州科达为 12.45 倍 PE 估值、亿联网络为 27.55 倍 PE 估值, 均值为 21.19 倍 PE 估值。考虑到二六三海外业务顺利拓展, 业绩有望大幅提升, 我们给予一定估值溢价。参考可比公司估值, 给予二六三 2020 年 47 倍 PE 估值, 对应的合理估值为 7.52 元。

表 20: 可比公司估值

代码	公司名称	股价(元) (9月12日)	EPS(元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300578.SZ	会畅通讯	30.53	0.96	1.30	1.73	31.86	23.57	17.64
602660.SH	苏州科达	13.02	0.82	1.05	1.33	15.82	12.45	9.77
300628.SZ	亿联网络	65.93	1.88	2.39	3.05	35.07	27.55	21.60
	均值		1.22	1.58	2.04	27.58	21.19	16.34

5.3. 绝对估值

我们根据下表中的假设, 使用 DCF 估值法 (FCFF,WACC) 得到公司的股权总价值为 103.85 亿元, 对应每股股票的合理估值为 7.67 元。

表 21: DCF 估值法估值

基本假设	数值
------	----

行业 Beta	1.25
股票 Beta	1.26
无风险利率 Rf	2.75%
风险溢价	3.59%
资产贴现率 Ka	7.26%
WACC	7.04%
TV 增长率	2.20%

数据来源：国泰君安证券研究

综合考虑以上两种估值方法，根据谨慎取低原则，对应目标价为 7.52 元，给予“增持”评级。

6. 投资建议

我国企业级通信行业处于起步阶段，发展迅速、市场广阔，我们看好公司企业通信服务 263 云通信的发展前景；公司集成业务及 IDC 业务受此前收购影响业绩下滑，随着公司此项业务逐渐调整，公司 IDC 业务有望凭借 NTT 优势拓展海外通信市场；国际化业务步入正轨，业绩将迎来高速增长。

预测公司 2019-2021 年收入分别为 11.25 亿元 (21.16%)、13.40 亿元 (19.11%)、15.72 亿元 (17.31%)；归属上市公司股东对应的净利润分别为 1.68 亿元、2.17 亿元、2.54 亿元。每股 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元、0.19 元。考虑到海外业务快速拓展，我们给予二六三 2020 年 47 倍估值，对应目标价为 7.52 元。

7. 催化剂和主要风险因素

7.1. 催化剂

企业级通信市场迅速增长，5G 商用提前增加对视频会议需求，公司与 NTT 合资的奈盛海外通信市场拓展顺利，国际业务快速发展。

7.2. 主要风险因素

通信行业竞争加剧，公司市场份额受吞噬；海外市场拓展受阻；5G 推进不及预期；国际业务发展不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		