远程办公龙头，国际业务助力成长

二六三（002467）投资价值分析报告丨2020.2.5

中信证券研究部

顾海波
首席通信分析师
S1010517100003

丁奇
通信分析师
S1010519120003

核心观点

2020 年初的新冠疫情，对企业集中办公、学校集中教育带来一定的冲击，但同时也使得远程办公和远程教育的需求大增。公司作为企业云通信的龙头，长期耕耘于电话/视频会议、企业直播、企业电邮等领域，有望核心受益。我们预测公司 2019/2020/2021 年的归母净利润为 1.68/2.1/2.49 亿，对应 PE 为 51/41/34 倍。我们给予二六三 2020 年 45 倍估值，对应目标价 7.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

- **企业云通信仍属于高速发展期，新冠疫情后远程教育和远程医疗需求大增。**公司过去二十年一直聚焦于企业通信，在企业邮箱、电话会议、视频会议、企业直播领域进行深耕，下游覆盖金融、教育、电商、航空等。本次新冠疫情后，公司电话会议和视频会议业务量大增，春节后使用量相比之前约有一倍以上提升。由于国内企业云通信渗透率相对较低，预计本次云视频行业将迎来较大的发展，行业空间将倍增。

- **核心城市 IDC 由于流量激增处于黄金赛道，国内企业出海助力跨境通信。**公司与全球领先的通信企业 NTT Com Asia 合资设立上海奈盛，切入 IDC/云计算领域，一期 1000 个机柜，二期规划建设 3000 个机柜。NTT COM 有优质日企资源，因此公司 IDC 可以获得高于市场的溢价。2018 年，公司分别收购日升科技及香港 I-ACCESS 全部股权，构建跨境通信能力。公司跨境业务具有高毛利，高净利的特点，未来几年的复合增速我们预计将在 22%左右，维持较快增长。

- **公司着力打造成华裔运营商，海外华人业务多点开花。**海外华人数量庞大，公司依托跨境业务，公司旗下的 italk Global 致力于成为海外为华裔提供服务的运营商。由于留学生与华人人数复合增长在 6%左右，我们预计北美地区对于中文影视剧、综艺以及中美个人通信的需求将持续增长，公司的 IPTV 业务前景看好。另外，公司在北美获得了中国公司稀缺的 MVNO 牌照，往返中美的客户一张 SIM 卡就可以分别使用美国套餐和中国套餐，随着中美往来人员的增多，有望迎来较大增长。

- **风险因素：**国内巨头入局企业云通讯、IDC 拓展资源受限、中美贸易摩擦。

- **投资建议：**公司未来主要增长动力将位于“企业云通信”、“国际通信”与“移动转售”，我们预测 2019/2020/2021 年归母净利润为 1.68 亿、2.1 亿、2.49 亿，对应 PE 为 51/41/34 倍，我们给予公司 2020 年目标 PE 45 倍，对应目标价 7.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

二六三	002467
评级	增持（首次）
当前价	6.00 元
目标价	7.2元
总股本	1,354 百万股
流通股本	1,154 百万股
52 周最高/最低价	12.43/5.07 元
近 1 月绝对涨幅	20.22%
近 6 月绝对涨幅	25.93%
近 12 月绝对涨幅	122.53%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	835.85	928.73	1,145.00	1,381.35	1,625.87
营业收入增长率	0%	11%	23%	21%	18%
净利润(百万元)	30.99	86.04	168.46	210.16	249.73
净利润增长率	N/A	178%	96%	25%	19%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.04	0.11	0.12	0.16	0.18
毛利率%	64%	59%	54%	55%	56%
净资产收益率 ROE%	1.71%	4.52%	8.46%	9.77%	10.68%
每股净资产（元）	1.34	-	1.47	1.59	1.73
PE	159	58	51	41	34
PB	5	0	4	4	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 2 月 3 日收盘价

目录

公司概况：企业通信专家，深耕电话/视频会议等领域 1
发展历程：深耕企业互联网通信服务二十年 1
股权结构：自然人控股结构稳定，2019/2020 股权激励目标 1.7/2.1 亿元 2
人员情况：管理层行业经验丰富，技术人员占比较高 2
业绩表现：三大业务鼎足而立，内生外延带来较快增长 3

企业通信：云通信高速发展，企业直播方兴未艾 9
云通信行业解析：处于成长期，新冠疫情后空间或进一步打开 9
企业直播行业解析：MCN 时代来临，2B 端也要直播 11
公司解析：“云通信”及“视频+”战略双轮驱动 13

国际通信：IDC 长期需求看好，跨境通信需求旺盛 18
IDC 行业解析：全球流量高速增长，核心城市 IDC 供不应求 18
跨境通信行业分析：中国企业海外业务增长迅速，跨境通信需求旺盛 20
公司解析：IDC 携手 NTT COM Asia，跨境通信并购深圳日升/I-ACCESS 21

海外华人服务：IPTV 盈利改善，MVNO 大有可为 25
行业分析：IPTV 付费意识不断增强，MVNO 有较好发展空间 25
公司解析：IPTV 略有下滑；MVNO 获美国牌照，大有可为 27

风险因素 30

盈利预测与估值评级 30

插图目录

图 1：公司股权结构 2
图 2：公司主营业务概览 4
图 3：2014- 2019Q3 公司营收及同比增速 6
图 4：2014- 2019Q3 公司归母净利润及同比增速 6
图 5：2014- 2019Q3 公司毛利率及净利率 6
图 6：2014- 2019Q1 公司期间费用率 6
图 7：2015-2018 年公司各业务营收及同比增速 7
图 8：2015-2018 年公司各业务毛利率 7
图 9：2015-2018 年公司各业务营收占比 7
图 10：2015-2018 年公司各业务毛利占比 7
图 11：2014-2018 年企业业务修改成营收及同比增速 8
图 12：2014-2018 年企业业务净利润及净利率 8
图 13：2014-2018 年个人业务营收及同比增速 8
图 14：2014-2018 年个人业务净利润及净利率 8
图 15：公司战略架构 9
图 16：云通信的概念界定和类型 9
图 17：2018 年中国通讯云服务产业链结构 10
图 18：2018 年中国通讯云服务行业产业图谱 11
图 19：2018 年中国视频云服务的应用场景 11
图 20：2018-2020E 使用企业直播的企业用户数量预计 12
图 21：2016-2018E 企业直播用户行业占比及预测 12
图 22：企业直播平台用户对于平台关注点调查 13
图 23：2018 年中国视频云服务产业图谱 13
图 24：企业邮件混合云模式 14
图 25：公司企业会议硬件产品 15
图 26：公司视频业务客户 15
图 27：“263 教育”大班课堂（左）/小班课堂（右）客户 17
图 28：“263 教育”解决方案的政府/企业用户 17
图 29：公司视频直播金融客户 18
图 30：2012-2022E 全球 IDC 市场规模及增长率 19
图 31：2012-2020E 中国 IDC 市场规模及增长率 19
图 32：中国流向不同地区的互联网流量同比增速 21
图 33：上海奈盛 IDC 概况 22
图 34：上海奈盛 2017-2018 业绩表现 23
图 35：公司跨境数据传输业务模式 24
图 36：电信价值链开放程度与 MVNO 运营模式 26
图 37：MVNO 运营模式的利润结构 26
图 38：2014-2018 年我国 MVNO 用户数及占比 26
图 39：2003-2013 年全球 MVNO 占移动通信用户份额 26
图 40：Virgin Mobile EBITDA 转正情况 27
图 41：Tesco Mobile EBITDA 转正情况 27
图 42：2014-2018 年 IPTV/VoIP 业务业绩表现 27
图 43：iTalkBB 产品介绍 28

图 44：“学生计划”服务内容 29

表格目录

表 1：公司发展历程及部分荣誉 1
表 2：公司股权激励摘要 2
表 3：公司重要董事、高管情况 3
表 4：二六三及其可比公司人员情况 3
表 5：云通信各细分赛道规模及增速预测 10
表 6：公司企业云通信用途 14
表 7：一线城市数据中心规模统计及预测 20
表 8：中国跨境陆缆统计表 21
表 9：香港 I-ACCESS 业绩拆分 23
表 10：香港 I-ACCESS 前五大客户收入占比 24
表 11：香港 I-ACCESS 与可比公司经营情况 24
表 12：iTalkBB 移动通信服务内容 29
表 13：经典绑定套餐收费标准及服务内容 29
表 14：公司各项业务收入预测 30
表 15：公司各项业务毛利率预测 30
表 16：公司销售/管理/研发率预测 31
表 17：可比公司 PE 估值情况 31

公司概况：企业通信专家，深耕电话/视频会议等领域

发展历程：深耕企业互联网通信服务二十年

公司于 1999 年 12 月成立，总部位于北京，2010 年 9 月在深交所上市，致力于运用互联网技术和转售方式为企业及个人客户提供通信服务。在 B 端市场，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，同时借助“一带一路”战略积极布局国际市场。在 C 端市场，公司为海外华人家庭提供互联网综合通信服务和虚拟移动通信服务(MVNO)。公司在注重技术研发，在互联网通信、通信转售方面拥有多项核心技术，承担过国家级 863 课题，获得过 8 项专利和 173 项软件著作权。目前，公司产品包括业务遍及亚洲、北美等地，客户包括 IBM、华为、联想、京东、阿里巴巴、摩根汇通、新东方、尚德、广汽本田、交通银行、南方电网、天狮集团等众多知名企事业单位。

表 1：公司发展历程及部分荣誉

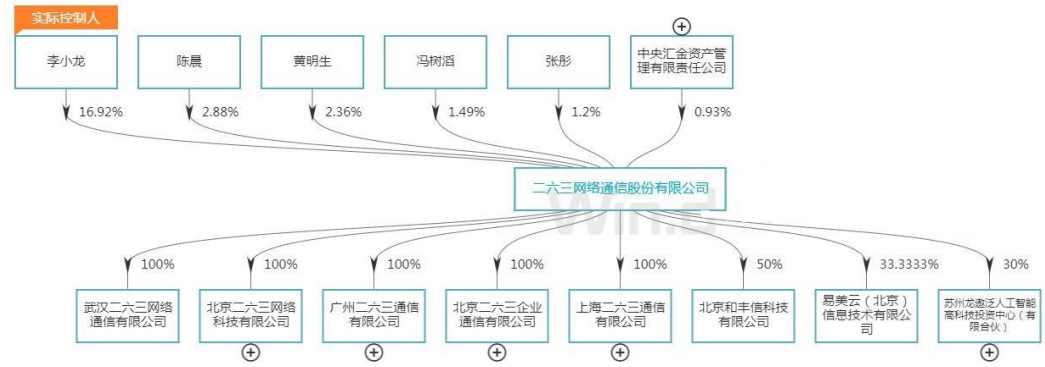
时间	事件	荣誉
2019	发布视频+战略	
2018	2018 年深耕教育行业，全资收购香港 I-ACCESS 及深圳日升股权，进入国际跨境通信业务	2018 博鳌直播技术优秀服务商 2018 中国企业邮箱明星产品奖 2018年中国好教育教育科技创新影响力品牌
2017	与 NTT 旗下子公司 Arkadin 战略合作为中国市场提供云通信解决方案	2017 中国互联网百强企业 2017 中国互联网领军教育企业
2016	263 云通信新品战略，炫目登场	2016 中国互联网百强企业 中国企业培训最佳服务商 10 强
2015	并购展视互动，开启 263 企业直播服务新篇章	
2014	企业邮箱获“外包服务金奖”，企业会议获“Frost&Sulivan 成长迅速多方会议服务商”；与日本 NTT 合资设立上海奈盛通信科技，进入 IDC-云计算行业；	Frost&Sullivan 成长最快多方会议提供商奖 中国信息产业最安全企业邮箱奖 中国软件和信息服务也最具竞争力产品奖
2013	263 企业邮箱全面升级为 263 云通信服务	最佳统一通信服务提供商 中国企业网络通信大奖电话会议新锐提供商
2012	推出“263 云通信”产品战略，实现 IT 与通信融合；公司业务多元化—收购 iTalk 系列公司、首都在线、上海翰平部分股权、进入海外个人业务、企业 VPN 业务	企业邮箱服务商十大顶级品牌
2011	成立北京二六三企业通信有限公司，推出 263 电话会议服务，布局企业会议市场	中国行业信息化值得信赖品牌奖 最佳智能视频会议品牌
2010	二六三网络通信股份有限公司上市（股票代码：002467）	
2009	推出企业即时通信产品-263EM	
2008	263CC 电话会议业务推出	
2007	成为企业邮箱外包服务专业品牌	
2006	“推出 G 邮局”，改变企业邮箱销售模式，迅速奠定企业邮箱市场地位	
2005	“反垃圾邮件系统”通过了国家 863 计划专家组验收，获得国家 3 项专利	
2004	更名为“二六三网络通信”，成为首批获得多方通信牌照的电信增值服务商	
2003	推出 IP 长途电话转售业务，成为国内 IP 电话代理商	
2002	正式推出“263 企业邮箱”，免费邮箱升级为收费邮箱服务	
2001	成为“国内四星级互联网数据中心服务商（IDC）”	
2000	成为中国免费互联网邮箱服务商	
1999	前身“北京首都在线”成为仅次于基础运营商的互联网拨号上网服务商	

资料来源：公司官网，中信证券研究部

股权结构：自然人控股结构稳定，2019/2020 年股权激励目标 1.7/2.1 亿元

公司自上市以来大股东保持为自然人李小龙，据最新公告其持股 16.92%；前十大股东多为自然人，据三季报合计持股 28.33%。二六三共有四个重要全资子公司，分别为北京二六三网络科技有限公司（海外华人 VoIP/IPTV 业务）、广州二六三通信有限公司（MVNO 业务）、北京二六三企业通信有限公司（海外华人 VoIP/IPTV 业务）、上海二六三通信有限公司（VPN/IDC 业务）。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司 2019 年三季报，中信证券研究部

公司于 2017 年底及 2018 年底各进行股权激励，对象涉及董事、高管及核心管理/技术/业务人员，2018 年业绩目标达成，2019 年业绩目标分别为归母净利润不低于 12289/16200 万元（同比+42.8/88.3%），2020 年要求归母近利润不低于 21000 万元。

表 2：公司股权激励摘要

时间	对象	数量	业绩目标
2017 年 12 月	董事、高管和核心管理人员共计 9 人	股票 380 万份	以 2016 年扣除商誉减值、或有对价增加额及展动科技并购前持有股权估值调整后的归母净利润 6,199 万元为基数，2018/2019 年归母净利润增长率不低于 10%/100%
2018 年 1 月	核心技术/业务骨干 107 人	期权 361 万份	
2018 年 10 月	高管及核心管理人员共 9 人 核心技术/业务骨干共 162 人	股权 760 万份 期权 824 万份	以 2017 年归母净利润 3,099 万元为基数，2019/2020 年归母净利润不少于 16,200/21000 万元；

资料来源：公司公告，中信证券研究部

人员情况：管理层行业经验丰富，技术人员占比较高

管理层方面，大多拥有丰富的行业经验和专业的技术背景。董事兼副总裁 Jie Zhao 是美国辛辛那提大学计算机科学应用硕士；董事兼副总裁李玉杰是重庆大学计算机本科、中国人民大学 MBA，拥有二十余年 TMT 行业管理经验；总裁梁京曾任中国联通（香港）运营公司董事总经理和中国联通国际业务部副总经理；副总裁兼展示互动董事长 HAIBIN CHEN 拥有美国 MBA 学历，长期从事于计算机软件和互联网领域工作，曾任 Trilogy（Texas）、Accenture（NYC）、Vignette（NYC）、思科网讯（WebEx）等公司的技术、研发和咨询顾问等职务。

表 3：公司重要董事、高管情况

姓名	职务	主要经历
李小龙	董事长	曾任北京自动化控制设备厂工程师、北京海洋电子公司副总经理、北京海诚电讯技术有限公司董事长兼总经理、北京首都在线科技发展有限公司董事长兼总经理
芦兵	董事	曾任方正集团广州分公司副总经理、总经理、任北京北大方正电子有限公司中南区副总经理、总经理
李玉杰	董事 副总裁	美国辛辛那提大学计算机科学应用硕士，1987-1999 年任毕马威高级经理人；2000-2003 年任 Innostar 公司总裁，2003 年至今担任 iTalk Global Communications Inc.CEO
JIE ZHAO	董事 副总裁	1987-1999 年在毕马威会计师事务所担任高级经理人；2000 年至 2003 年任职 Innostar 公司总裁一职，2003 年至今担任 iTalk Global Communications Inc.CEO
CHEN HAIBIN	副总裁	曾任 Trilogy(Texas)、Accenture(NYC)、Vignette(NYC)等公司的技术、研发和咨询顾问等职务及思科网讯(WebEx)技术副总裁和研发总经理
蒋必金	独立 董事	曾任北大方正集团技术服务部主任、电子出版分公司总经理、北京北大方正电子有限公司高级副总裁、方正控股有限公司执行董事、北大方正集团公司副总裁

资料来源：中创网，公司 2018 年年报，中信证券研究部

员工方面，高学历人员、技术人员占比高。截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有员工 1132 人，其中技术人员 676 人，占比 59.72%，显著高于行业平均；本科及以上学历人员 754 人，占比 66.61%，也高于行业平均水平。

表 4：二六三及其可比公司人员情况

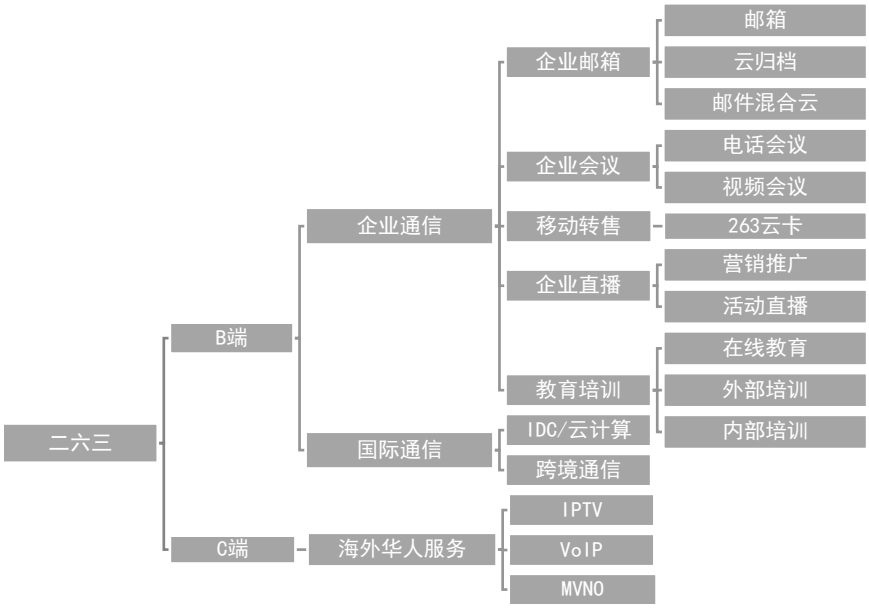
公司名称	员工数	技术人员	技术人员占比	本科及以上学历人数	本科及以上学历人数占比
苏州科达	4831	2184	45.21%	3192	66.07%
华平股份	517	285	55.13%	263	50.87%
视联动力	2080	409	19.66%	1173	56.39%
会畅通讯	582	188	32.30%	247	42.44%
亿联网络	842	407	48.34%	735	87.29%
淳中科技	408	181	44.36%	267	65.44%
视源股份	3597	2123	59.02%	2923	81.26%
均值	1748.625	806.625	45.47%	1194.25	64.55%
二六三	1132	676	59.72%	754	66.61%

资料来源：Wind、各公司 2018 年年报，中信证券研究部

业绩表现：三大业务鼎足而立，内生外延带来较快增长

公司深耕移动转售和企业通信二十年，业务发展相对多元，在 B 端和 C 端都取得了较大的细分市场份额和一定的品牌影响力，2015 年公司开始进行战略布局和业务调整，目前业务逻辑逐渐梳理清晰，可以归纳为 2B 的企业通信、国际通信业务和 2C 的海外华人综合服务三条业务线。

图 2：公司主营业务概览



资料来源：公司官网

企业通信：主要为 B 端客户提供对内通信服务（企业邮箱/企业会议/移动转售）和对外视频赋能（企业直播/教育培训）

（1） **企业邮箱：**包含**邮箱+云归档+邮件混合云**产品，提供安全信息传输、通讯录插件、企业级日程管理、云网盘、API 接口等服务。作为公司 20 年来的传统业务，市占率连续多年保持领先，服务于 13 万+企业/600 万+用户。

（2） **企业会议：电话会议**携手美国 Compunetix，引进 Summit 会议平台，所有线路均采用专线传输，采用全球专业的 PSTN 交换设备，提供全球 100 余国家和地区接入能力；**视频会议**采用“云+端”一站式解决方案，云平台全面兼容各种硬件终端，同时也提供智能云终端产品。

（3） **移动转售：**公司获国内首批移动转售正式商用牌照，与联通合作推出 **263 云卡**，手机卡归属于企业，可按需定制，企业内部互打/采用 263 企业服务免费。

（4） **企业直播：**应用于**营销推广、活动直播**等场景，能够实现线上邀约、注册反馈、参会体现、统计分析的全面自动化。

（5） **教育培训：**公司 2017 年底依托企业通信全线产品结合 263 教育提供一站式解决方案，涵盖在线教育（双师课堂/直播网校/大班课堂/小班课堂）、外部培训（经销商/供应链培训等）、内部培训（管理/技术/营销培训等）细分场景。

国际通信：2014 年 1 月与 NTT 合资建设上海奈盛（二六三持股 51%）开始布局 IDC/云计算业务，2018 年 6 月通过并购 I-ACCESS Network Limited 导入跨境通信能力。

（1） **IDC/云计算：**由于上海奈盛外资成分审核严苛，2017 年 6 月才获得 IDC 牌照， 2018 年 3 月获得互联网资源协作服务（云服务）资质，业务开展时间较晚。

（2） **跨境通信：**服务于在中国拥有分支机构的跨国公司，借助海外运营商将数据传输至香港（I-ACCESS），再通过国内三大运营商线路进行香港-深圳（深圳日升）的跨境传输，最后在内地完成数据分发。

海外华人服务：二六三 2008 年入股，2012 年全盘收购北美 iTalkBB，初始主要为 30w 华人用户提供 VoIP 电话服务，后续开展了 IPTV 业务，目前拥有 30 余家门店，在北美华人通信服务市场影响力较大。

（1） **VoIP：**为海外华人家庭提供电话服务，大陆/台湾/香港/韩国无需支付国际长途费用即可拨打至海外亲友家中，目前约 30 万用户。

（2） **IPTV：**通过引进了华语电影/综艺节目/电视剧为海外华人提供中文电视服务，终端包含机顶盒+APP，收入来源于用户收视和广告投放，2018 年开始持续加大版权内容的采购和保护，目前约 16 万用户。

（3） **MVNO**：公司获得了美国 214license（美国 MVNO 通信牌照），服务包括移动通讯运营、移动手机卡、电子商城，目前用户不到 2 万，仍处于起步阶段。

业绩表现

公司通过外延并购实现规模扩张，一方面导致并表年份营收高速增长，另一方面也带来商誉减值风险。2018 年公司提质增效，归母净利润同比增长 178%；2019Q1 业绩增势延续，营收/归母净利润同比增长 31%/166%。

营收方面，公司依靠持续并购实现扩张，2012 年并入上海翰平/iTalk Global，2012 年底并入首都在线，2016 年并入展视互动，因此 2012/2013/2016 年增速较高。2018 年营收 9.28 亿元，同比增长 11%；2019Q3 营收 7.71 亿元，同比增长 31%，原因在于上海奈盛 IDC、企业会议、收购深圳日升和香港 I-ACCESS 国际专网业务增长。

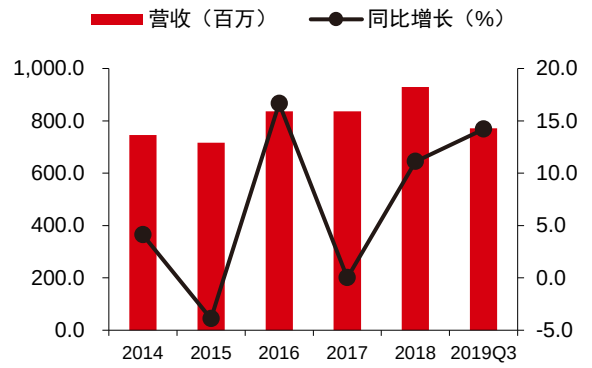
毛利率方面，2014 年以来维持在 63%左右，2018 年下降至 59%，原因在于公司降价换取市场份额及并表 I-ACCESS（2017 年毛利率 37%，净利率 29%）。2019Q3 继续下降至 54.65%，原因在于上海奈盛 IDC 一次性服务成本增加和并表日升科技、I-ACCESS。

费用率方面，2017 年以前费用率下持续上升，2018 年公司业务梳理、人员裁减、费用控制三管齐下，销售/管理费用率由 25%/19%下降至 19%/17%。2019Q1 由于营收的快速增长，期间费用率保持下降态势。公司研发费用率维持在 10%以上，2016 年达 20%，持续投入到网络直播、海外 MVNO、物联网等方面，目前在视频技术领域积累起一定优势。

利润方面，2016 年由于 3.55 亿商誉减值亏损 3.78 亿，剔除商誉减值净利润约 6200 万；2017 年公司减员增效，实现归母净利润 3100 万；2018 年公司经过业务调整业绩反转，营收增长费用率降低，实现归母净利润 8600 万，同比增长 178%。2019Q3 增势不减，

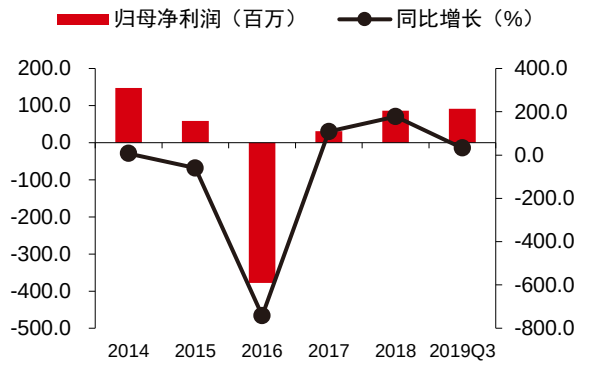
实现归母净利润 9160 万元，同比增长 32.39%。

图 3：2014- 2019Q3 公司营收（百万元）及同比增速



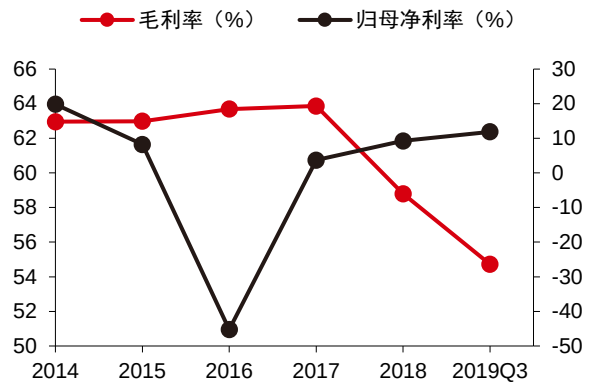
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2014- 2019Q3 公司归母净利润（百万元）及同比增速



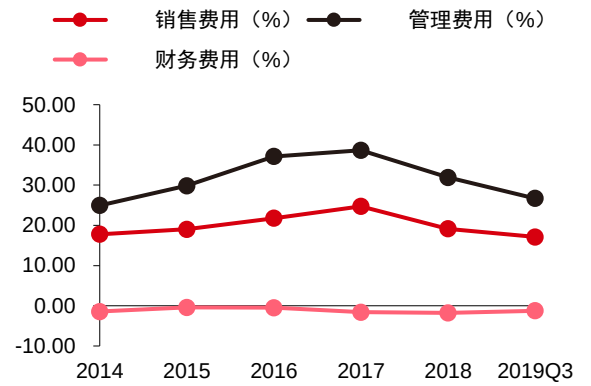
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2014- 2019Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

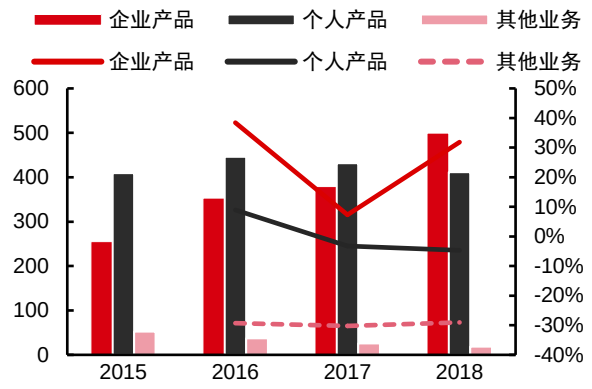
图 6：2014- 2019Q1 公司期间费用率



资料来源：Wind，中信证券研究部

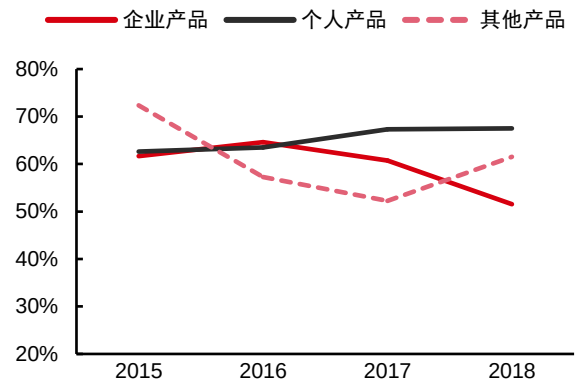
分业务来看，2C 业务聚焦北美华人 IPTV/VoIP/MVNO 业务，近两年连续下滑，但毛利率保持 65%左右，原因在于部分客户的付费惯性（减少使用仍然付费）。2B 业务一方面由于企业通信的持续景气和公司外延扩张，2015-2018 年营收 CAGR 达 18%；另一方面由于公司降价换取市场份额的战略和并表因素，毛利率持续走低（三年内由 65%下降至 52%），因此 **2B 业务未来营收增速及毛利率水平将成为主要关注点。**

图 7：2015-2018 年公司各业务营收（百万元）及同比增速



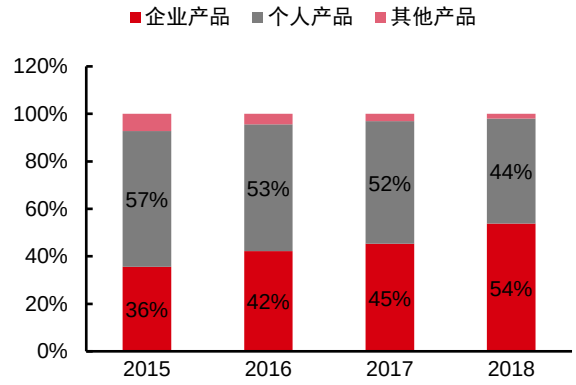
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2015-2018 年公司各业务毛利率



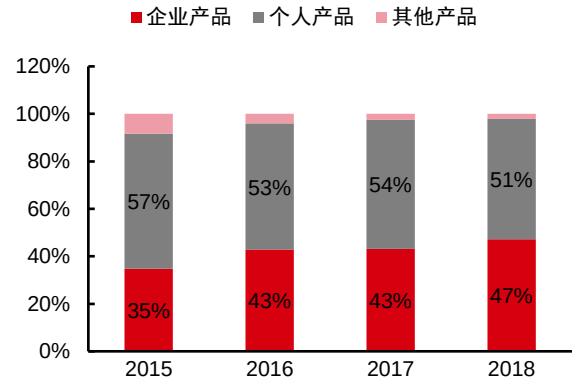
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：2015-2018 年公司各业务营收占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：2015-2018 年公司各业务毛利占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

按子公司拆分，2C 业务主要由北京二六三网络科技有限公司（VoIP/IPTV）与广州二六三移动通信有限公司（MVNO）承担，2B 业务主要由北京二六三企业通信有限公司（263 云通信）、上海二六三通信有限公司（IDC）、深圳日升/I-ACCESS（跨境通信）承担。

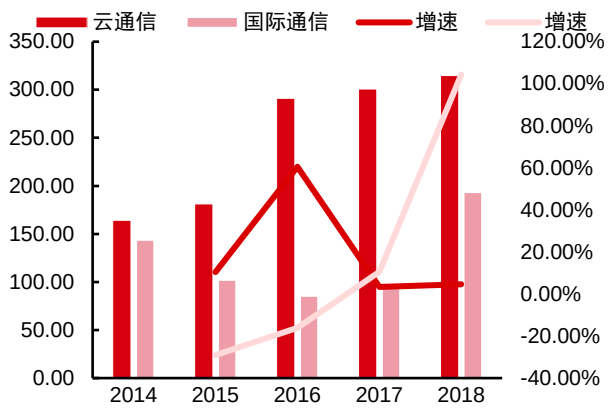
云通信稳步增长，2018 年营收 3.14 亿，5 年 CAGR 17.63%；净利润 4500 万元，净利率 14%。其中，2016 年营收高增 60.51%，主要由于 2015 年并购展示互动后企业直播、视频会议业务增长，但由于计提商誉减值利润下滑。

国际通信开始发力，2018 年营收达 1.93 亿元，同比增长 104.3%，主要由于公司收购深圳日升/I-ACCESS、获得 IDC（2017 年 6 月）/云服务牌照（2018 年 3 月）上海 IDC 投入运营；2018 年国际通信净利润-5.22 百万元，减亏明显。

VoIP/IPTV 维持稳定，营收规模稳定在 3.5-4 亿，2018 年营收 3.88 亿，2018 年度营收同比减少 7%，近 5 年首次下滑，净利润 5100 万元，净利率 13%。

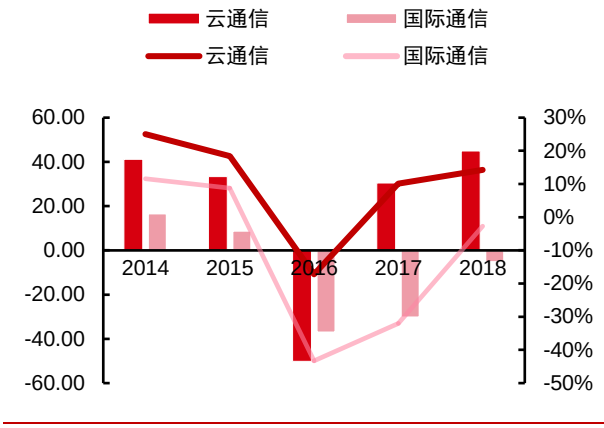
MVNO 仍未盈利，2018 年营收 5.1 千万，4 年 CAGR 达 26.89%，但 2018 年亏损 1230 万元仍未实现盈利。

图 11：2014-2018 年企业业务修改成营收及同比增速（百万元）



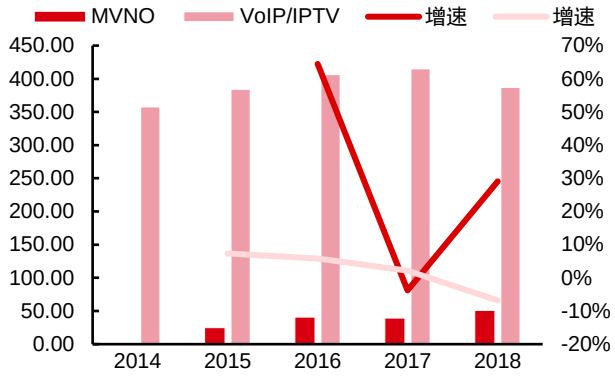
资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 12：2014-2018 年企业业务净利润（百万元）及净利率



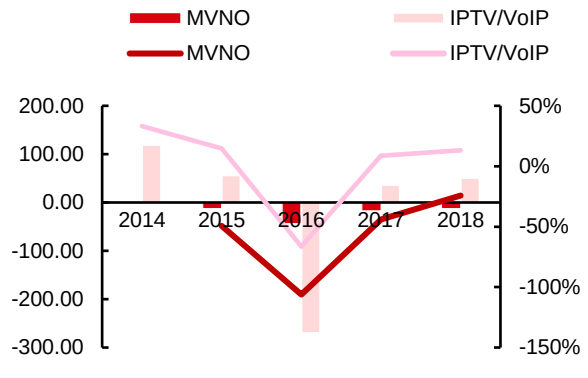
资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 13：2014-2018 年个人业务营收及同比增速（百万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 14：2014-2018 年个人业务净利润（百万元）及净利率

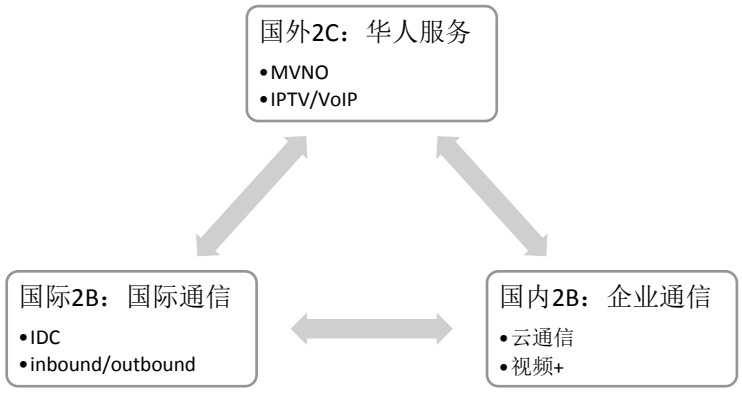


资料来源：公司年报，中信证券研究部

未来战略：国内/国际/国外三足布局，2B/2C 双轮驱动

经过 2015 年至 2018 年三年调整，公司梳理出企业通信、国际通信、海外华人综合服务三大业务线：国内围绕 2B 业务，依托“云通信”和“视频+”能力满足企业通讯需求，借助 NTT 等现有客户资源布局 IDC/跨境 ICT 强化国际通信能力；国外围绕 2C 业务，加大版权购买、优化增值服务，满足海外华人的定制化华语娱乐、家庭通信及移动互联。公司重整后各板块分工明确、相互协同，有望助力公司进入快速稳定的发展阶段。

图 15：公司战略架构



资料来源：263 网络通信官网，中信证券研究部

企业通信：云通信高速发展，企业直播方兴未艾

云通信行业解析：处于成长期，新冠疫情后空间或进一步打开

云通信服务即基于云计算的企业通信服务，是传统企业通信发展到云计算时代的新产物，涵盖运营商业务（短信/语音）、互联网业务（即时通讯/实时音视频/云客服等）和融合通信业务，其中短信与语音解决基于运营商资源的信息传递问题，IM 与实时音视频满足企业的互联网云通讯需求，呼叫中心与云客服用于企业与用户间的双向联络，融合通信则用于统一管理企业通信需求。

图 16：云通信的概念界定和类型

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国通讯云服务行业研究报告》

行业规模方面，各细分赛道多保持较高增速。目前我国 FTTH 与 4G 网络基础设施建设基本完善，电信市场竞争逐步规范和开放，为云通信的发展打下良好基础。运营商管道业务“增量不增收”持续，但以非点对点短信为代表的企业级通讯却逆势上涨，充分表明了云通信发展的蓬勃需求。据艾瑞咨询《2018 中国通讯云服务行业研究报告》，云通信产品形态日趋多样化，在传统短信和语音之外已经发展出 IM、实时音视频、云客服等多样化的产品形态，并可以基于不同的应用场景满足个性化和差异化的通讯需求，预计 2017-2022 年各细分市场增速维持在较高水平。

表 5：云通信各细分赛道规模及增速预测（亿人民币）

	2017	2020E	2022E
短信 PaaS	196.6	245.1	266.8
CAGR		7.6%	4.4%
语音 PaaS	21.1	51.2	83.4
CAGR		34.3%	27.7%
IM PaaS	7.6	13.3	18.2
CAGR		20.5%	16.9%
云客服	12.3	19.7	31.8
CAGR		17.0%	27.2%
企业融合通信	142.6	249.9	324.7
CAGR		20.6%	14.0%

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国通讯云服务行业研究报告》预测，中信证券研究部

产业链结构方面，云通信包括 PaaS、SaaS 和私有云三个层面。电信运营商和硬件设备厂商是通讯服务上游的核心资源提供者，底层的 IaaS 服务则是 PaaS 和 SaaS 服务的基础。下游客户覆盖金融、教育、电商、航空等广泛的行业应用领域，同时面向企业和 2C 应用的开发者。随着 AI+通讯的结合率先落地，人工智能厂商在通讯云服务产业链中也开始扮演起重要角色。

图 17：2018 年中国通讯云服务产业链结构

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国通讯云服务行业研究报告》

竞争格局方面，传统通信厂商、云服务创业公司和互联网巨头是最核心的三类参与者。其中，云服务创业公司是市场最活跃的玩家，早期以面向中小企业和互联网行业为主，在市场成熟的过程中已经越来越多地服务于大型企业和传统领域，不断冲击着传统通信厂商的业务。传统通信厂商的核心优势体现在私有化部署，尤其是金融、电力和大型国有企业等对安全性要求较高的客户群体中。互联网巨头作为通讯云服务的后来者，延续其在云服务其他领域的一贯做法，更倾向于提供相对标准化的通用能力和整合资源搭建生态平台，而将行业定制化的内容交由其他合作伙伴完成。

图 18：2018 年中国通讯云服务行业产业图谱

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国通讯云服务行业研究报告》

企业直播行业解析：MCN 时代来临，2B 端也要直播

互联网时代的通信载体由单一维度的文字，逐渐向多维度的图片、音频、视频演进。其中视频能够承载更多的信息量，在信息交流的深度上具有明显的优势，并且逐渐朝向高清化、实时性、互动性的方向发展，直播成为其最重要的应用场景。如今的视频应用不仅局限在文化娱乐内容，已经渗透到教育、金融、电商诸多垂直行业，而在对视频需求强烈的广电、安防等传统行业则存在巨大的潜在机会。

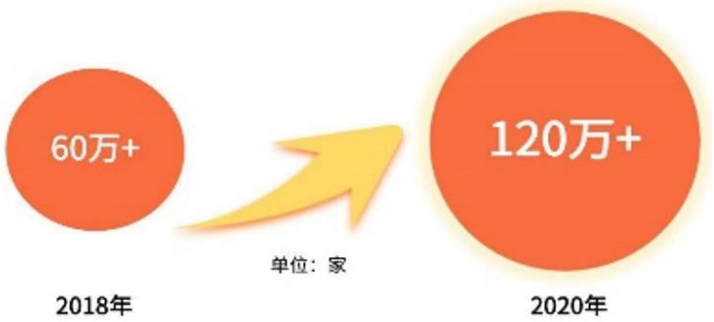
图 19：2018 年中国视频云服务的应用场景

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国通讯云服务行业研究报告》

需求端来看，目前 C 端直播已经普及，B 端直播空间巨大。根据艾媒咨询，目前国内在线直播用户规模已达 4.56 亿人，未来增速将放缓至 10%以下，同时 2017 年初泛娱乐直播平台开始受到严密监管发展受限。然而，直播不仅是流量快速变现的平台，也是高效的传播工具，其多样性、互动性与广泛性能够帮助企业/政府进行宣传营销、资源分配、上下游联络等等，从而大幅提升企业效率。因此，我们认为随着 C 端转为稳定市场，B 端市场有望高速增长。根据艾媒咨询，2018 年企业直播用户已超 60 万家，预计 2020 年可超 120

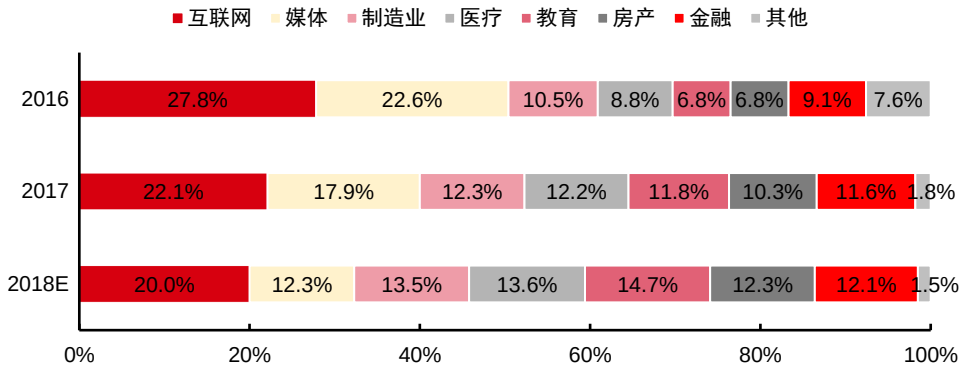
万家，并且教育/医疗/金融等行业用户占比也将进一步提升。

图 20：2018-2020E 使用企业直播的企业用户数量预计



资料来源：艾媒咨询预测

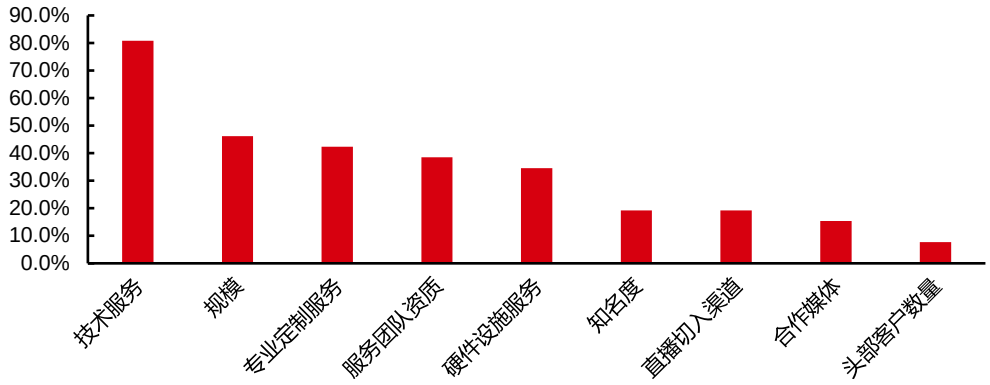
图 21：2016-2018E 企业直播用户行业占比及预测



资料来源：艾媒咨询（含预测），中信证券研究部

供给端来看，直播平台效率/数量供给不足。据 Gartner 数据，美国同类企业服务或者它的创业公司运营效率远高于中国目前的公司，原因在于美国拥有强大的企业级增值服务为企业提供运营支持。根据 Crozdesk 对 SaaS 服务融资情况统计，大约 63%的公司和 89%的资金都来自于美国，中国企业直播平台仍处于成长期。**另外，技术服务决定了企业直播平台的吸引力。**据艾媒咨询显示，B 端客户最关注直播平台的技术服务，而非 C 端的常见指标如知名度与头部客户数量。未来随着 5G 的不断推进，其更高的网络带宽、更可靠的网络连接和更低的网络时延，有望为企业直播的快速发展打下更坚实基础。

图 22：企业直播平台用户对于平台关注点调查



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

竞争格局方面，PaaS 层的行业集中度相对比较高。SaaS 层的视频云更加注重场景化应用。视频云厂商主要是向下游客户提供 PaaS 或 SaaS 层的视频服务，PaaS 层服务以提供通用的视频能力为主，通常面向以视频为关键业务的客户群体，客户可以根据业务具体需要进行定制化开发和优化，对客户自身的 IT 研发能力有较高要求。SaaS 层服务提供的是可直接使用的视频软件，相比 PaaS 而言，更适合 IT 研发能力较弱或视频非关键业务的客户。PaaS 层服务相对标准化，而不同行业客户之间的诉求差异较大，SaaS 厂商更倾向于针对特定垂直场景开发相应的功能，以满足行业客户深度结合视频业务的发展需求。由于 PaaS 和 SaaS 面临的客户群体之间存在较大的差异，客户会根据需求特征选择不同的云服务模式，因而在两类厂商的竞争交叉相对有限。

图 23：2018 年中国视频云服务产业图谱

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国视频云服务行业研究报告》

公司解析：“云通信”及“视频+”战略双轮驱动

公司利用“263 云通信”实现统一通讯录、统一通信、统一协作与统一应用。用户只需一个账号，即可在各个操作系统/移动终端实现统一用户管理、产品权限管理、会议预约和使用管理等。同时公司在企业管理需求方面进行了进一步的产品优化，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。公司长期进行企业端业务，

行业内具有口碑，获客优势明显。

表 6：公司企业云通信用途

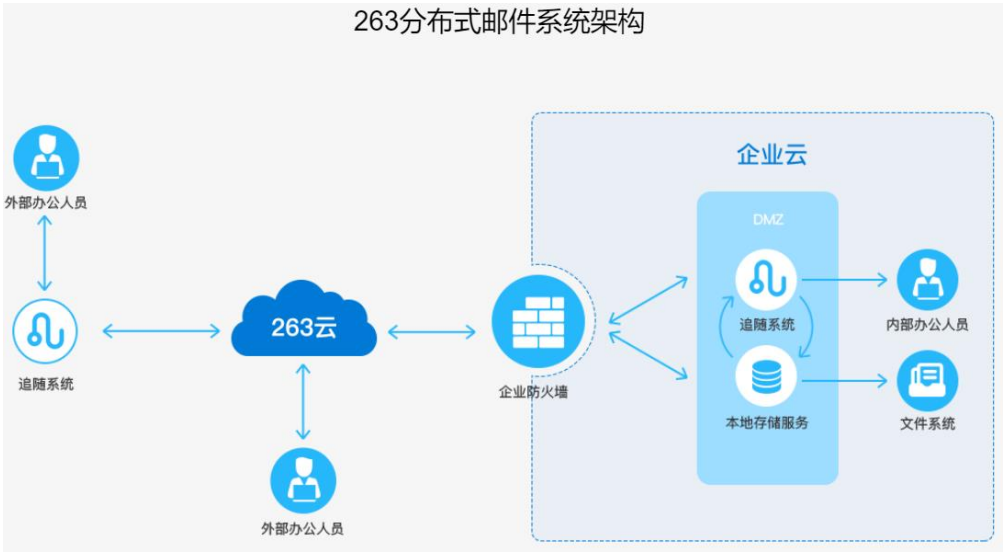
用途	方式
提升企业沟通效率	通过 API 接入多种办公室系统及应用，清晰展示企业组织架构及成员信息，多种沟通方式并存。
办公便利性	支持 iOS/Android 移动端及 Windows/Mac 电脑端，随时随地高效办公
企业信息安全性	数据加密存储，内外网多层分离技术，确保传输安全；电信级运营服务，系统可用度 99.99%，提供不间断服务
科学易用的管理平台	管理员一键导入组织架构和成员通讯录，实时更新；科学的用户权限设置，多级管理；对用户信息监控、管理。

资料来源：公司官网

云通信

首先，公司通信产品丰富，满足多种企业通信需求，营收来源广泛。公司云通信产品包含企业邮箱业务来看，数据通过 HTTPS/SSL 全程加密传输，全面保障数据安全；企业邮箱具有国家专利反垃圾技术，能够智能识别各种类型垃圾邮件，提高企业运营效率。**并且，公司推进混合云方式，实现分布式邮件系统，**既可享受享受 263 云端服务，包括 SMTP/MX/POP/IMAP/TAP/WEB /MA 等邮件系统标准模块，保障本地存储空间，亦可优先访问客户本地的数据存储，从而保障客户业务的连续性、稳定性。**企业会议业务方面，**公司将 263 电话会议、网络会议和视频会议进行了统一融合。用户仅需一个 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。此外，人工会议服务、263 畅听会产品通过功能优化及服务能力提升，全面保障各类客户对会议安全性及高端服务的需求。

图 24：企业邮件混合云模式



资料来源：公司官网

另一方面，公司电话/视频会议软件兼容性良好，能够为有需求、有使用经验、且已使用第三方硬件的企业客户提供服务，可拓展现存客户群体。一方面，会议平台支持企业应用集成：提供会控、单点登录、AD 域同步、通讯录同步等多种 API/SDK 接口，可供企业

与各种应用集成。另一方面，会议平台支持固话，手机、PC、及使用标准 SIP 和 H.323 协议的视频终端接入。**同时，会议连接稳定性有强大网络支撑。**北京、上海、杭州、深圳、佛山、青岛等核心网络节点多线机房万兆专线互联；德国、美国、新加坡等海外地区，采用国际专线直连。

公司持续加大视频业务研发投入。公司自主研发实时视频服务器与 CDN 加速服务，分布式多机房互为热备，拥有数百 GB 带宽规模，支持单一直播间/会议室万人在线。公司目前采用国际领先的 H.265/VP9 编解码技术，跨代提升音视频质量。音频可选 HE-AAC，网络声音高保真还原。**2018 年下半年公司在低成本、低功耗的硬件终端方面进行大量研发投入**，并推出“绝对低成本”硬件终端：用 1/3 的价格、1/2 的带宽占用，即可实现甚至超出主流的视频效果；同时，**公司视频平台能够从协议层对第三方硬件视频会议系统实现完美兼容**（包括宝利通、思科、华为、中兴等品牌设备厂商），解决了传统视频会议 MCU 无法灵活扩容、使用复杂、对专线专网依赖性大等问题。公司与宝利通和华为硬件厂商签订了战略合作协议，并同硬件厂商合作推出了自有品牌的硬件终端，为客户提供“云+端”完整解决方案，263 企业通信产品线从纯软件 SaaS 服务扩充了硬件“端”的能力。

图 25：公司企业会议硬件产品

资料来源：公司官网

公司处于 B 端视频平台提供商第一梯队，营收增长可期，毛利率保持稳定。公司直播业务基于强大的视频处理能力和成熟的 API&SDK 能力，为客户减少了近 80%的开发成本，维护成本几近于零。另一方面，公司不同业务间客户重叠大，如电话会议用户均可转移至视频业务。目前公司企业直播业务平均每天服务企业 2816 家、开设直播 4823 场、每天在线人数 135.5 万人，总计回播观看人数 6709 万人。其中，公司服务全球 1000 多家大中型企业及知名教育培训机构用户，客户包括 IBM、华为、联想、京东、阿里巴巴、新东方、尚德等知名企业。

图 26：公司视频业务客户

资料来源：公司官网

视频赋能：SaaS 模式拓展性强，依托展视互动布局教育/金融/医疗行业

B 端视频业务玩家大致可分为两类：一是以硬件终端为切入（宝利通/亿联网络等），二是采用 SaaS 方式（二六三）。前者云端多采用阿里云，终端计算能力要求较高，同时终端硬件具有一定排他性；而二六三自有云通信体系和 IDC 资源，能够把计算能力放在自己的云端，减轻终端计算压力，更好地实现业务协同，视频 SaaS 具有接入终端类型多样（PC/手机均可）、兼容性好（宝利通/华文/中兴均可）、可拓展性强（直播/点播/电话/会议等）等优势。另外，公司也通过 OEM 提供硬件终端，采取 SaaS 服务搭售的方式，由于终端要求不高成本较低，因而价格相对较低（低于市价约 33%），用以满足中小企业的长尾需求。未来，公司也考虑与硬件厂商合作开发自身平台设备。

公司 2015 年收购 B 端互动视频云服务龙头展视互动，开始布局视频领域，不仅仅将视频作为企业通信的一环，简单开展视频会议业务；更多地是通过“视频+”战略赋能企业的视频能力，帮助企业提高内部效率和拓展外部业务。主要拓展方向为教育、金融、医疗三大行业，客户涉及 1000 多家大型企业，包含新东方尚德、IBM、深交所（用于上市公司培训）、北京证监局（用于上市公司董监高培训）。2018 年，展视互动收入 1 亿，利润 3000 万。2019 年 9 月公司以增资方式向全资子公司北京二六三企业通信有限公司投入 7572 万元募集资金，以保障云视频服务项目的顺利实施。北京企通全资控股展示互动，注册资本 4 亿元，2018 年营业收入/净利润 2.3/0.22 亿元，2019 年上半年营业收入/净利润 1.0/0.11 亿元，此次追加投资显示公司在云视频领域加深布局的战略进一步落实。

目前，公司在教育/医疗/金融三大业务增长市场布局清晰，未来空间巨大。公司在各行业方向均设置销售团队。各个行业方向中，教育端收入占比最大，市场也最为广阔。公司同样同时以金融方面为例，公司为客户提供直播间进行新闻播报/内部培训/产品分享。通过其业务质量、定制化服务、以及持续创新能力，公司获得银天下、和讯、平安证券、安信证券、益盟、金策黄金等企业用户。经过不断研发改进，产品目前只需通过一块绿色（蓝色）幕布，根据需求添加背景图片、字幕，即可实现真实视频和虚拟素材多图层结合，零成本搭建电视台级的虚拟直播间。

视频+教育：二六三推出“263 教育”解决方案，针对行业各种使用需求打造了丰富的细分产品，在线教育企业、大/中/小学校、科研机构均能找到适合的解决方案。以直播网校、大班课堂、小班课堂和双师课堂四大产品全面覆盖远程教育需求。客户包括新东方、尚德机构、学而思、美联英语等众多在线教育龙头企业。

（1） **双师课堂：**提供运营商级的高清、稳定视频服务，为双师课堂提供自动化软件服务及一体化硬件服务——对于软件，263 管理后台根据课表自动外呼各教室终端接入，无需学习软件操作与课前调试；对于硬件，263 高清视频一体机通过嵌入式架构，替代软件客户端+摄像机+麦克风+电脑+调音台+显示器+音箱的组装方案，开机即用、任意插拔。

（2） **直播网校：**为学校提供一体化管理系统——建班排课、考勤查询、课堂表现记录、教学工具配套，使学校进行高效运营与数据分析；并为学校提供自主品牌和专属独立域名。

（3） **大班/小班课堂：**提供丰富的 API 接口和 SDK 集成服务，支持网页/客户端的混合架构模式，提供稳定可靠的平台与高清音视频，万人在线不卡顿。

图 27：“263 教育”大班课堂（左）/小班课堂（右）客户

资料来源：公司官网

针对教育行业的个性化需求，公司不断优化自身服务；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。对于直播网校、大班课堂、小班课堂和双师课堂四种教学形式，263 企业直播分别推出了相应的在线教育解决方案，服务体制内外市场。远程教育市场将会在至少未来 5 年保持迅猛增长，公司通过深耕在线教育细分领域，巩固和建立在远程教育行业的领导者地位。

同时，**公司视频互动技术已经具备推广能力，服务公共教育/政府端业务。**263 双师课堂推广至大型企业的视频会议混合云部署方案。由于会议节点部署于企业内网，信息安全性高。公司 SaaS 服务“云端运维，自动升级”的便捷性，和丰富开放的系统接口，让除了教育行业客户以外的更多行业客户尝试更多视频应用场景的深度集成。公司将着力拓展政府端视频业务——中小学/高等教育、党建平台、远程信访、企业监管，等等

图 28：“263 教育”解决方案的政府/企业用户

资料来源：公司官网

视频+金融：公司平台提供内外部培训、项目推介会、在线股评、产品营销等服务。**深入金融营销来看，**公司直播平台通过开发使用独立大数据系统，更易于金融机构分析目标客户、精准营销定位、跟踪客户操作行为、有效提高客户粘性；平台亦提供实时服务，使得金融机构可根据实时行情波动向个人投资者发出投资操作建议，个性化地给予用户指导、提升客户信任程度。同时，公司为业务员提供独立的推广链接以及销售量化信息，从而为销售推广带来显著效率提升。

图 29：公司视频直播金融客户

资料来源：公司官网

视频+医疗：由于优质医疗资源稀缺，且医生时间安排难以协调，公司为医院、药企等提供一站式医疗解决方案，突破传统医疗时空局限，推动医疗资源共享革新，让医疗更智能便捷。产品形式主要由讲座论坛、手术直播、以及医药产品推介。目前公司客户有辉瑞制药、新华医疗、中国红十字援外医疗队、唯医网等。

（1） **讲座论坛：**由于医务人员本身有不断学习的刚需，而由于经费、时间等限制，很难经常参加现场的学术会议，尤其是基层或较为偏远地区的医务人员。医疗讲座及论坛直播及事后回放能够有效为其提供学习机会。

（2） **手术直播：**出于卫生及安全的多重考虑，多数手术无法对外公开，阻碍专业手术学习交流。而远程的手术直播则能打破这一阻碍，让更多医生参与其中。对于医疗从业者，手术直播不但为其提供更真实、全面的学习交流场景，医疗同行亦可在直播过程中互动交流，为医学教学带来极大创新。

（3） **医药产品推介：**直播以低成本、多互动等属性，成为药企药品营销首选。能够通过直播进行药品知识的普及及药品功用的科学论证，亦可通过直播的方式传达给目标医生并进行交流；由此，药企得以覆盖更大范围的医生群体，高曝光产品，达到精准化营销。

国际通信：IDC 长期需求看好，跨境通信需求旺盛

IDC 行业解析：全球流量高速增长，核心城市 IDC 供不应求

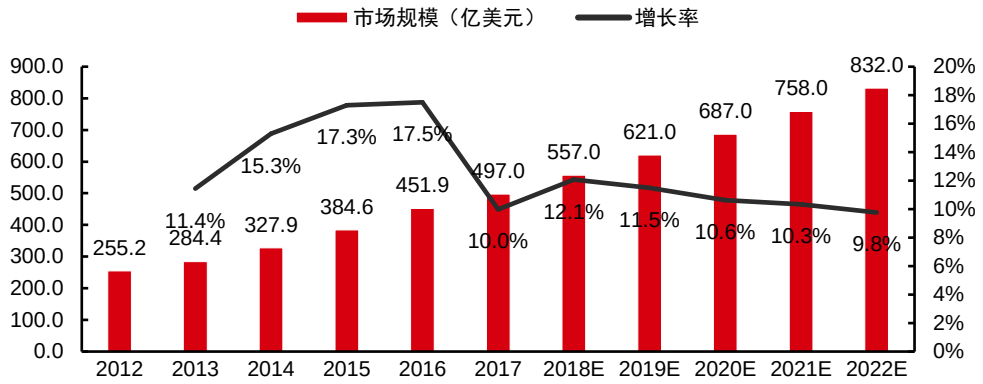
需求端来看，全球流量高速增长，数据中心流量占主导拉动 IDC 发展。互联网（社交/搜索/电商等）、移动 APP（微博/微信等）、金融（银行/股市/保险等）等产生大量数据，AI、VR 和 AR 等技术的发展成熟有望进一步推动数据流量增长。根据思科 VNI 报告，2016 年全球流量年度总量为 6.8ZB，2021 年将达 20.6ZB，CAGR25%。根据思科 VNI 及 GCI 指数统计，预计 2021 年全部流量中，仅 0.22ZB 不属于 IDC，IDC 流量占据绝对主导。

供给端来看，摩尔定律接近失效、功耗受限推动 IDC 建设。一方面，随着通信领域快速发展，摩尔定律面临失效：预计 2020 年芯片线路达到 2-3 纳米，仅容纳 10 个原子，电子行为不再可靠。另一方面，提高 IDC 功率密度与机架散热的矛盾也将导致机架建设的增加。IDC 实际运营经验表明，若机架功率超过 10KW，冷却成本大幅提升，带来电源故障风险。根据艾默生网络能源在 2014 年秋季对机架容量进行的计算，在未来五年内，面临数据处理量大幅增加与机架功率提升受限的矛盾，多数数据中心容量将达上限，面临扩建。

单体服务器的计算能力随着摩尔定律日渐失效而受限，流量需求的迅猛爆发和云计算的快速发展需要信息基础设施承载，散热问题又限制了机架平均功率的提升，因此预计**未来对于服务器数量的需求将大大提升，带动以 IDC 为代表的计算集群的增长。**

全球 IDC 产业持续景气。中国信通院联合开放数据中心委员会发布的《数据中心白皮书（2018）》显示，全球 IDC 产业将延续高景气度。截至 2017 年底全球数据中心共计 44.4 万个，收入平稳增长，2017 年市场规模近 465.5 亿美元（仅包括数据中心基础设施租赁收入，不包括云服务等收入），相比 2016 年增长 10.7%，预计 2018 年将达到 514 亿美元。

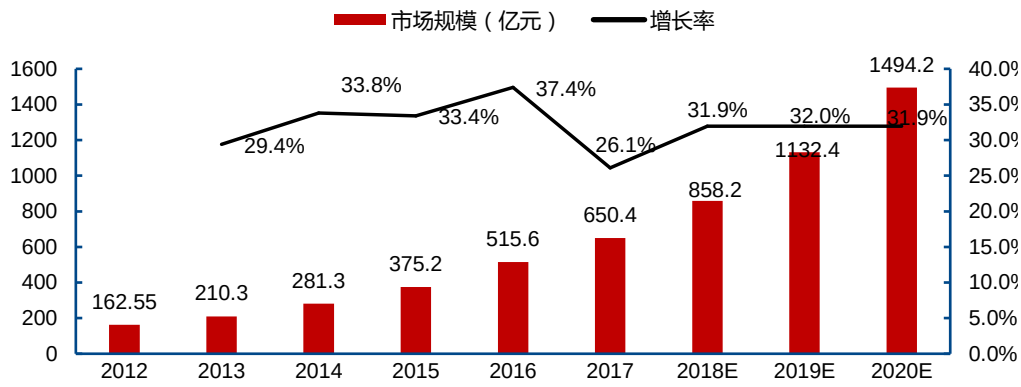
图 30：2012-2022E 全球 IDC 市场规模及增长率



资料来源：《数据中心白皮书（2018）》（中国信通院、开放数据中心委员会）(含预测)，中信证券研究部

我国处于 IDC 快速发展阶段，增速超全球。根据工信部，2017 年我国在用 IDC 机架总体规模 166 万架，数量 1844 个，规划在建数据中心规模 107 万架，数量 463 个。2017 年中国 IDC 市场总规模 650.4 亿元，近五年复合增长率为 32%，持续保持快速增长势头。随着国家“+互联网”计划的逐步推进，移动互联网和视频行业呈现爆发增长，游戏等行业增速稳定，国内 IDC 市场有望继续保持 30%以上增速增长。

图 31：2012-2020E 中国 IDC 市场规模及增长率



资料来源：《数据中心白皮书（2018）》【中国信通院、开放数据中心委员会(含预测)】，中信证券研究部

网络结构/客户资源/服务质量决定了一线城市 IDC 的区位价值。中国的网络围绕北京、上海、广州三大超核建设，如果要考虑全国用户的体验，那么把 IDC 布放到超核附近是最

优选择。**此外，客户资源和服务质量也是一线城市的另一大优势。**一线城市的数据流量需求较大，大客户较为集中，且网络条件优异，是 IDC 布局的优良区位。二是靠近客户，方便技术服务团队及时到达现场维护设备和排除故障、提高服务质量。

全球范围来看，IDC 行业收入仍然集中于核心城市。根据 Synergy 统计，全球托管数据中心市场 2017 年 Q3 获得的收入中 59%来自 20 个一线城市，排在前五的分别是华盛顿、纽约、东京、伦敦和上海占总收入 26%，且同比增速高于其他地区。**中国来看，核心城市 IDC 资源比较短缺。**根据信通院《全国数据中心应用发展指引（2017）》，北京 IDC 资源紧缺，2016 年底在用机架规模 14.6 万架，规划在建 4 万架，预测 2018 年可用模将达 18.6 万架左右，需求规模超过 30 万架，供不应求的情形较为显著。上海、广州、深圳等一线城市 IDC 可用资源同样有限，政策监管持续趋严，供不应求的局面预计也将持续。2019 年 1 月，上海市发改委和经信委发布《推进新一代信息基础设施建设三年行动计划(2018-2020)》，要求到 2020 年，全市 IDC 新增机架数在 6 万架以内，规定存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4，新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下，上海 IDC 指标进一步收严。

表 7：一线城市数据中心规模统计及预测

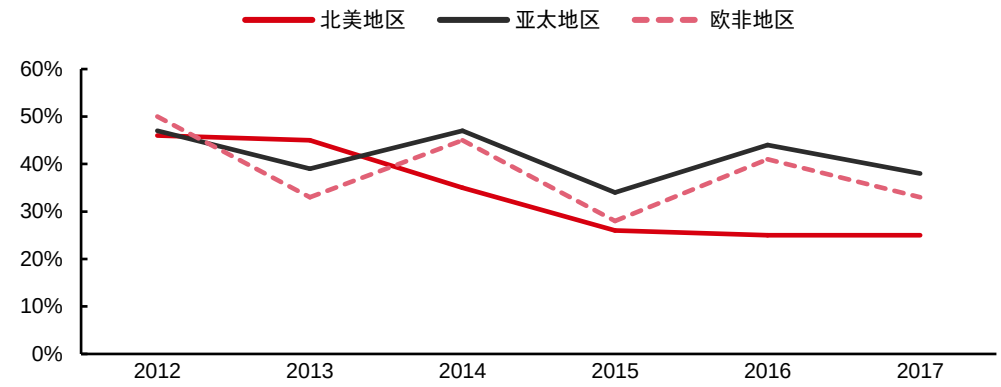
	2017 年测算可用机架（万）	2018 年预计可用机架（万）	2018 年需求预计（万）	供需缺口（万）
北京	16.6	18.6	30	11.4
上海	23.9	29.5	35	5.5
广深	13.8	14.6	18.2	3.6

资料来源：中国信通院《全国数据中心应用发展指引（2017）》（含预测），中信证券研究部

跨境通信行业分析：中国企业海外业务增长迅速，跨境通信需求旺盛

一方面，中国企业对外直接投资存量由世界第六位升至第二位，海外通信需求维持高增长，带动 Outbound 业务发展。据商务部发布的《中国对外投资发展报告》数据显示，2017 年底中国 2.55 万家境内投资者在境外共设立对外直接投资企业 3.92 万家，境外企业资产总额达到了 6 万亿美元，对外直接投资存量达到 1.8 万亿美元。另一方面，全球跨国公司于中国广泛布局多年，Inbound 通信市场业务较大。同时，中国互联网通信的发展、跨境企业的内部联络与信息整合一同带动国际通信需求。据中国信通院发布的《中国国际光缆互联互通白皮书（2018 年）》，中国跨境通信流量年增速基本维持在 30%以上，需求增势不减。

图 32：中国流向不同地区的互联网流量同比增速



资料来源：中国信通院《中国国际光缆互联互通白皮书（2018 年）》

供给端来看，工信部自 2017 年着力管控跨境数据传输，通过设立诸如《网络安全法》等一系列法律法规，首次从法律层面限制数据跨境转移。目前，跨境数据仅能通过工信部批准的互联网国际出入口连接，而具有“国际通信设施服务业务经营权”这一资质的仅为中国移动、中国电信、中国联通三家运营商。即，跨境数据必须通过三大运营商的接口，才能够出入境。这表明企业与三大运营商的合作程度将决定其跨境通信业务的发展情况。

表 8：中国跨境陆缆统计表

序号	方向	陆缆名称	边境站	运营商
1	俄罗斯、蒙古	中国-俄罗斯跨境光缆系统	抚远、满洲里、黑河、绥芬河	中国电信、中国联通、中国移动
2		中国-蒙古跨境光缆系统	二连浩特	中国电信、中国联通、中国移动
3	东盟	中国-越南跨境光缆系统	凭祥、东兴	中国电信、中国联通、中国移动
4		中国-缅甸跨境光缆系统	瑞丽	中国电信、中国联通
5		中国-老挝跨境光缆系统	勐腊	中国电信、中国联通
6	中亚	中国-哈萨克跨境光缆系统	霍尔果斯、阿拉山口	中国电信、中国联通、中国移动
7		中国-吉尔吉斯斯坦跨境光缆系统	阿图什	中国电信、中国联通
8		中国-塔吉克跨境光缆系统	塔什库尔干	中国电信
9	南亚	中国-巴基斯塔跨境光缆系统	塔什库尔干	中国电信
10		中国-印度跨境光缆系统	亚东	中国电信、中国联通、中国移动
11		中国-尼泊尔跨境光缆系统	樟木	中国电信、中国联通
12	东亚	中国-朝鲜跨境光缆系统	丹东	中国联通

资料来源：公司官网、公司公告，中信证券研究部

公司解析：IDC 携手 NTT COM Asia，跨境通信并购深圳日升/I-ACCESS

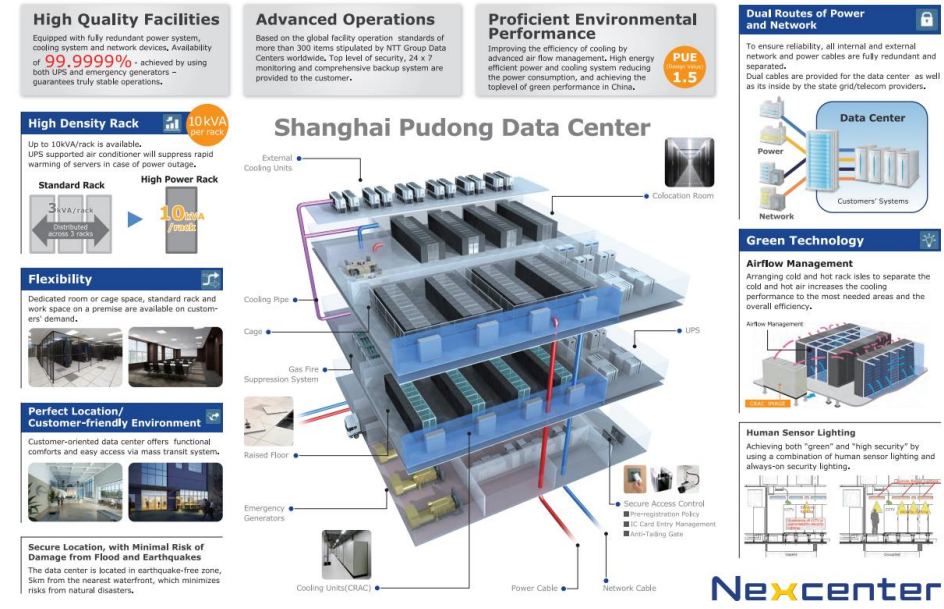
公司作为民营企业，在海外合作与商业模式上更加灵活，通过并购布局全球，不断扩大国际通信业务范围及规模。2014 年，公司与全球领先的通信企业 NTT Com Asia 合资设立上海奈盛，切入 IDC/云计算领域。2018 年，公司以 2 千万/3.1 亿元分别收购深圳日升科技有限公司及香港 I-ACCESS NETWORK LIMITED 全部股权，构建跨境通信能力。未

来，公司希望借助“一带一路”的产能转移趋势、自身“云通信”和“视频+”B 端企业通信技术能力和 20 年丰富的移动转售行业经验，开展境外 2B 虚拟运营商业务。

IDC：与 NTT 合建上海奈盛，2019/2020 年有望业绩释放

2016 年 10 月公司与日本 NTT Com Asia 合资建设上海奈盛 IDC，公司出资 51%。2017 年 6 月，上海奈盛获得 IDC 牌照；2018 年 3 月，上海奈盛获得互联网资源协作服务（云服务）资质，业务进入发力阶段。IDC 位于上海浦东，一方面区位较好，距市区车程约 25 分钟，距上海浦东国际机场车程约 40 分钟；另一方面可靠性高（Tier 3+），主要技术和运营管理由 NTT 负责，能够提供 10KVA 功率和高密度安装机架，持续电力供应达 99.9999%。目前，上海奈盛一期 IDC 占地面积 2600 平方米，机架规模 1000 个，面向中高端客户销售，单机架每月收入 2 万元以上。我们预计奈盛二期规模或更大。

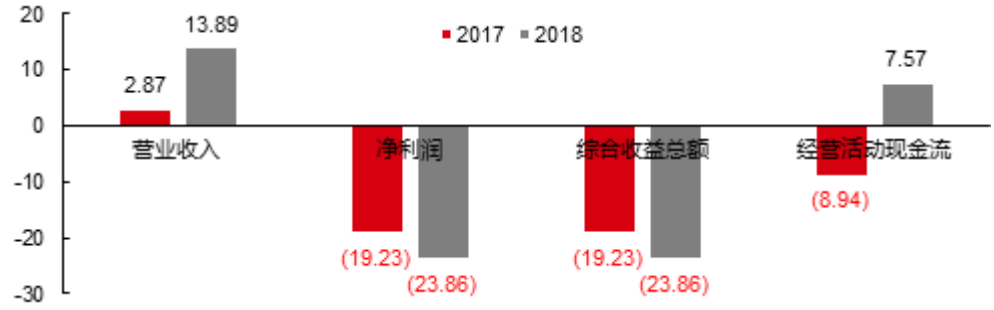
图 33：上海奈盛 IDC 概况



资料来源：NTT Com 官网，中信证券研究部

NTT Com 是全球顶尖的 ICT 服务商，拥有全球 300 多家 IDC 和国际超一流数据中心品牌奈盛（　　），其在中国区的三个子公司 NTT 通信系统、NTT 通信工程、NTT 奈盛（即上海奈盛）分别负责销售、工程维护、IDC。二六三与其合作能够获得两方面好处：一方面全球通信能力，NTT 拥有全球 300 多家 IDC，能够帮助二六三完善国际通信能力，甚至切入东亚（日本）市场；另一方面客户品牌资源，NTT 拥有大量全球优质大型客户，上海奈盛客户也多为日资大型企业（如索尼松下），因此其 IDC 售价比市面价格高 60%以上。2018 年由于 IDC 牌照的发放，上海奈盛营收、经营性现金流大幅好转。2018 年营收 1389 万元，同比增长 383.97%；经营活动现金流转正，净流入 757 万元，同比增长 184.68%，预计 2019/2020 年成为二六三重要业务增长和营收支撑。

图 34：上海奈盛 2017-2018 业绩表现（百万元）



资料来源：二六三 2017、2018 年报

跨境通信收购深圳日升/I-ACCESS

通过收购深圳日升与香港 I-ACCESS，公司在跨境通信(中转香港)市场构建完整的 Inbound/Outbound 业务。I-ACCESS 通过嵌套自身服务于海外运营商通信服务中，将跨国企业客户的海外数据由 I-ACCESS 传输到香港，进而与三大基础运营商合作实现跨境，并最终通过深圳日升连接其中国境内的分支机构。由于此业务涉及面广、环节众多，且据公司估计，业务总量每年不及 100 亿港元，所以并非基础运营商的主营业务，公司获得细分领域竞争优势。

除去跨境通信，由于“一带一路”、产能转移，国内公司出海需求增长，公司作为境外虚商为此类公司提供境外本地通信资源转售。与运营商比，二六三占据优势：第一是技术。运营商它更多的是关注于国内的 to C 的市场，基本都是关注功能和业务，而二六三是 2B 的；第二点是作为民营企业更灵活，包括运营环节以及海外合作方面。

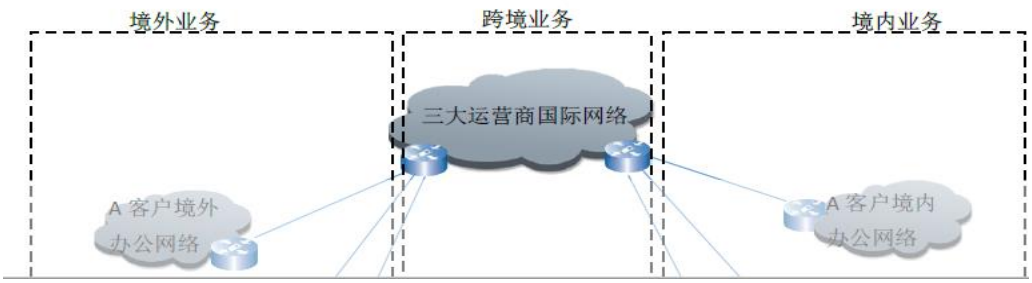
公司对于实现业绩指标信心较高：日升并购涉及到的跨境业务增长很快；公司也对境外本地通信进行布局（南亚、东南亚），由于境外本地通信需要与当地运营商合作，我们认为公司作为私营企业，效率或更高。

表 9：香港 I-ACCESS 业绩拆分

	业务收入（百万元）	占比
网络带宽接入	9.85	10.2%
虚拟专网接入	17.65	18.3%
数据传输服务	46.39	48.1%
数据中心服务	5.35	5.5%
其他	17.27	8.9%

资料来源：公司官网、公司公告，中信证券研究部

图 35：公司跨境数据传输业务模式



资料来源：公司公告

公司在跨境通信业务中具有技术、经营、业务维护的竞争优势。经过多年积累，I-ACCESS 与 6 家海外基础运营商分别建有 15 个 NNI 接口（Network Netwok Interface），提供的联网能力覆盖了从高层的互联网公网、中层的 MPLS-VPN 到底层的 IPLC/IEPL，这些基础设施为海外基础运营商及其终端跨国企业客户的网络连接的可用性、灵活性和性价比优势。通过高质量的服务、精细的市场定位、以及长期客户积累，公司获得海外众多基础运营商的认可，成为其主要的候选供应商之一（其他候选商包括三大运营商、CPC Limited 以及 DYX Net），此获客渠道成为公司核心竞争力。

表 10：香港 I-ACCESS 前五大客户收入占比

客户名称	收入占比
PCCW Global Limited	57%
Wharf T&T Limited	25%
HKNet Company Limited	5%
Global Link Information Services Limited	5%
Hutchison Global Communications Limited	4%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

I-ACCESS 经营能力良好，为高净利率提供空间。尽管公司 2017 年毛利率仅为 37%，但由于独特的获客渠道及良好的薪酬、管理费用控制，公司净利率达 29%，显著高于可比公司 Citic Telecom International 及鹏博士。

表 11：香港 I-ACCESS 与可比公司经营情况

	I-ACCESS	Citic Telecom International	鹏博士
营业收入	1.14 亿港元	74.5 亿港元	81.7 亿人民币
毛利率	37.0%	48.0%	54.0%
员工薪酬占比	9.4%	12.9%	25.6%
销售费用占比	0.3%	未获得	26.6%
管理费用占比	2.8%	未获得	14.5%
净利润	0.32 亿港元	8.81 亿港元	7.69 亿人民币
净利润率	29.0%	12.0%	9.4%

资料来源：公司公告，中信证券研究部【注：公司估计 Citic Telecom International/鹏博士与公司业务相近的收入占比不及 30%/20%（数据均未公开）】

目前二六三与深圳日升作为中国跨境数据通信产业联盟成员，业务合规得以保证，为与三大运营商的合作提供程序性保障。2018 年 3 月，中国信通院牵头，并联合三大基础电

信企业和 IP-VPN 等相关业务经营者共同组建了“中国跨境数据通信产业联盟”，旨在加强对工信部信息通信管理局工作的支撑力度，积极和联盟成员共同遵守相关法律法规，合规经营，共同维护跨境数据通信业务市场的秩序。三大基础运营商作为联盟理事单位，可以预计公司与其合作将获得更稳固的基础。

由于贸易摩擦影响，2018 年跨境通信订单数量减少，成单率下降，深圳日升与香港 I-ACCESS2018 年合并净利润（指扣除非经常性损益项目后的税后净利润）为 3061.49 万元，未达到其 2018 年 3500 万元的业绩承诺。由于跨国企业通信需求持续增长，且跨境数据政策逐渐开放并规范化，公司收购深圳日升及香港 I-ACCESS 时公布业绩承诺：2018/19/20 年日升及 I-ACCESS 合并净利润为 3500/4300/5200 万元，保持年复合增长率 21.89%，预计未来增长向好。

海外华人服务：IPTV 盈利改善，MVNO 大有可为

行业分析：IPTV 付费意识不断增强，MVNO 有较好发展空间

IPTV 即交互式网络电视，是一种利用宽带网，集互联网、多媒体、通讯等技术于一体，向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的崭新技术；VoIP（Voice over Internet Protocol）是一种语音通话技术，经由网际协议（IP）以达成语音通话与多媒体会议，即经由互联网进行通信。对于海外华人，IPTV 产品的主要应用场景为观看中文影视剧与综艺；由于 VoIP 并非收取运营商固话费用，则其主要用于与国内亲朋好友进行联系。

需求端而言，中国留学生人数近年保持高速增长，且海外华人拥有较大基数。据美国国际教育协会发布的《美国门户开放报告》，2018 年，留美中国学生已达 36.33 万人，占比全球留美学生 33.2%，同比增长 3.6%，5 年内复合增长率达 9%。对于在美华人，美国人口调查局数据显示 2017 年在美华人约为 502.58 万人，7 年内复合增长率约 6%。由于近年来留学生与华人人数维持稳定增长，因此我们预计，北美地区对于中文影视剧、综艺以及中美个人通信的需求将维持稳定。

供给端来看，VoIP 优势消减。社交软件发展迅速，海外华人与国内亲朋好友联系逐渐脱离实体产品。对于由于微信等聊天软件在全球范围内的全面普及，个人可直接通过 APP 与全球好友进行视频/语音通话，再无需通过实体电话进行联络；**IPTV 则随着版权意识加重，供给难以非法传播、消费者付费心理改变，出现增长空间。**由于版权限制，在中国大陆以外无法通过腾讯视频/爱奇艺/优酷等主流平台观看中文影视剧及综艺，因此中文影视剧及综艺的海外传播目前分为合法/非法途径。

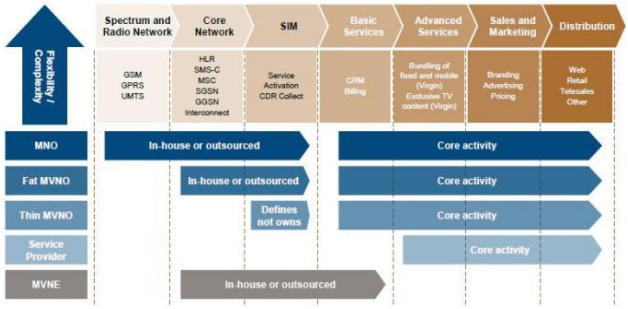
合法途径：企业通过在国内购买相应作品版权，并于海外进行传播。一方面，由于购买版权操作分立，无法进行打包购买，使得合法影视剧综艺资源较少；另一方面，由于版权费用不可忽略，此类影视剧资源通常需要收费。**非法途径：**个人/机构通过盗版途径，将中文影视剧综艺资源输送至海外进行传播；同时，海外用户也可以通过连接国内 VPN 在视频网站上观看中文影视剧。此类方式无需收费、平台数量广泛、且较为方便。

国内版权意识增强，盗版视频的获取与传播均受到打击。国家版权局严厉打击盗录偷拍、阿里巴巴启动版权保护计划、平台利用法律进行维权——以盗版传播为例，因其网络剧遭到网盘侵权盗版传播，搜狐视频向法院提出诉讼并获得受理。与之前相比，网盘/网页目前均无法较易获得盗版影视剧资源。**进一步，华人消费者付费心理改善。**随着获取盗版视频的时间成本与心理成本上升，消费者愿意转向平台付费渠道。截至 2018 年底公布数据，腾讯/爱奇艺的付费会员数分别已达 8200 万/8070 万，若算入优酷会员数（未公开），则保守估计国内视频平台付费用户数量为 2 亿。

MVNO

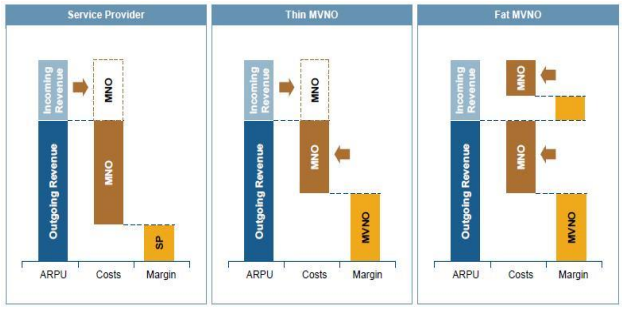
移动虚拟运营商（Mobile Virtual Network Operator）是指依托特有能力（技术/渠道/内容/终端/品牌等）与基础运营商业务合作（比如移动通信转售）并分成的企业。虚商不自建网络，按照电信价值链开放程度可分为 Fat MVNO、Thin MVNO 和 SP 三种模式。

图 36：电信价值链开放程度与 MVNO 运营模式



资料来源：COLEAGO Consulting

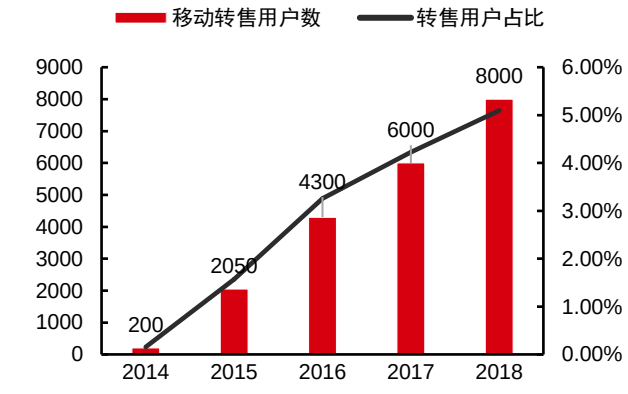
图 37：MVNO 运营模式的利润结构



资料来源：COLEAGO Consulting

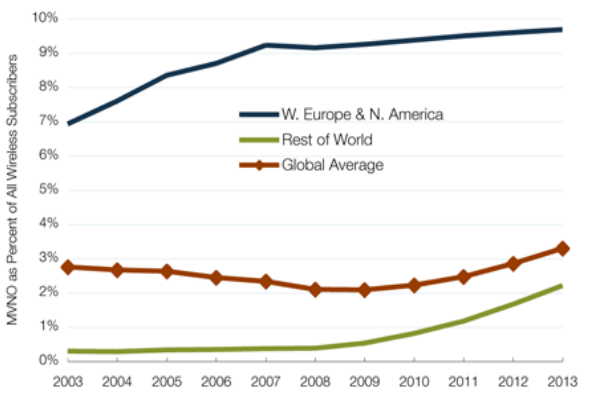
用户规模方面，欧美发达地区 MVNO 用户占全部移动通信用户比例能够达到 10%左右的水平，全球平均水平能达到 3%的水平，其他地区占比则相对较小，但呈现出快速发展的趋势。以我国为例，2013 年 5 月，工信部发布移动通信转售方案，42 家分 5 批获得试点牌照。2018 年 5 月，工信部宣布正式商用，截至 2019 年 4 月底，包括二六三在内的 37 家获正式牌照。我国 MVNO 试点五年间，平均每年用户增量大约 2000 万。

图 38：2014-2018 年我国 MVNO 用户数（万户）及占比



资料来源：中国虚拟运营商产业联盟、工信部，中信证券研究部

图 39：2003-2013 年全球 MVNO 占移动通信用户份额



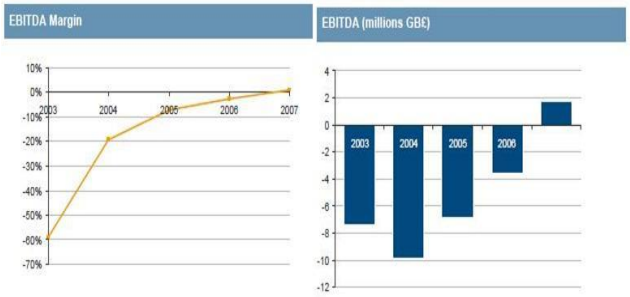
资料来源：Telegeography，中信证券研究部

盈利能力方面，MVNO 更多地利用独有能力差异化经营，将通信能力视为自身业务的辅助，实现用户数的多维度变现。参考 MVNO 发源地欧洲，表现较好的如 Virgin Mobile 第三年 EBITDA 转正，之后 Margin 维持在 20%，表现一般的如 Tesco Mobile 第五年勉强转正。NEREO 预计，Thin MVNO 模式稳定后 EBITDA Margin 在 15%-20%，4-6 年收回成本，而 Fat MVNO 和 SP 模式 EBITDA Margin 分别为 20%-25%和 10%-15%。

图 40：Virgin Mobile EBITDA 转正情况

资料来源：COLEAGO Consulting

图 41：Tesco Mobile EBITDA 转正情况

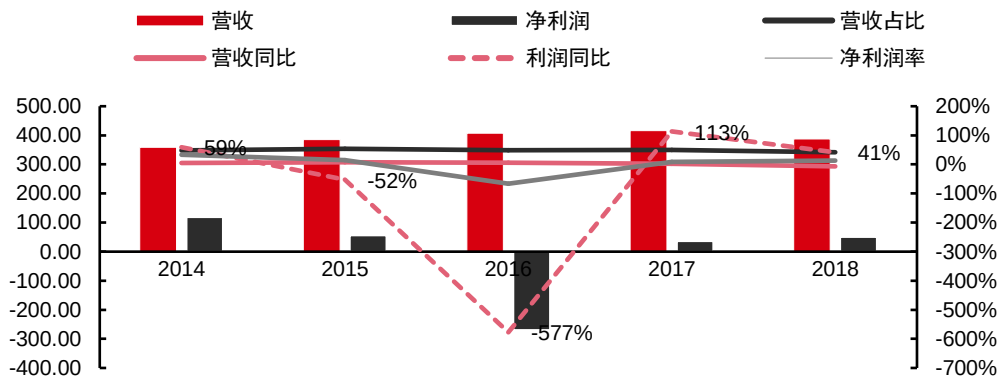


资料来源：COLEAGO Consulting

公司解析：IPTV 略有下滑；MVNO 获美国牌照，大有可为

业绩来看，公司 IPTV/VoIP 业务营收五年来首次出现负增长。2018 年，IPTV/VoIP 业务营收 3.87 亿元（同比下降 7%）；净利润为 0.51 亿元（同比增长+41%），净利率 13%。近年来看，营收/净利润五年 CAGR 分别为 1.97%/-19.05%。2014 年获得较高利润，主要由于 IPTV 产品定位于迅速扩展用户数量，通过多种渠道和手段发展用户，用户数量增长明显，并带动 VoIP 业务发展。公司 2016 年对 VoIP 与 IPTV 业务进行商誉减值，金额为 3.2 亿元，导致本业务净利润于 2016 年大幅下降，目前 IPTV/VoIP 业务商誉净值为 412,860,602.10 元。

图 42：2014-2018 年 IPTV/VoIP 业务业绩表现（百万人民币）

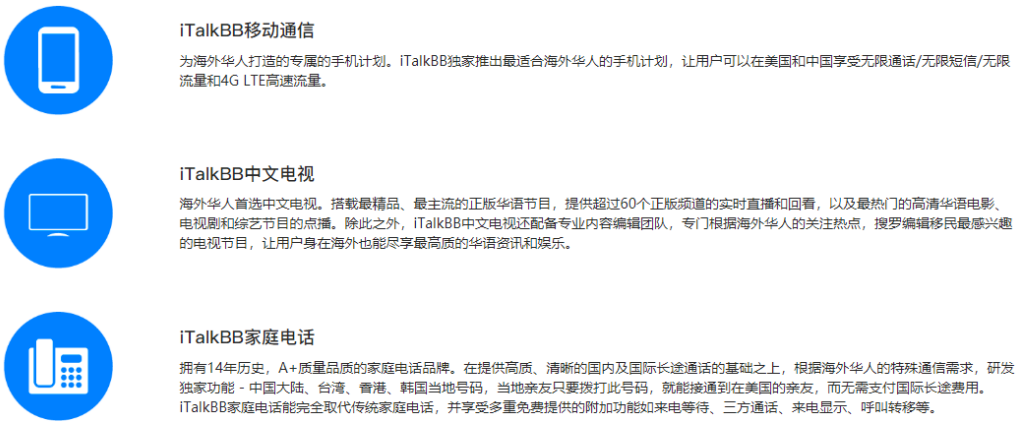


资料来源：公司年报

业务来看，公司海外华人业务由全资孙公司 iTalk Global Communications, Inc.承担，其提供移动通信、IPTV、以及 VoIP 业务。其为北美华人 IPTV/VoIP 市场龙头，据公司访谈，目前 IPTV/VoIP 用户数分别为 16 万/30 万；其中，VoIP/IPTV 营收约为 2.7 亿/1.2 亿

元。同时，公司在华人聚集地区有广泛门店下沉渠道。公司全资子公司 iTalkbb 在美国/加拿大拥有 21 家/8 家门店，覆盖纽约/华盛顿/加州/多伦多/温哥华等华人密集地区。

图 43：iTalkBB 产品介绍



资料来源：公司官网

深入 IPTV，随着华人消费者心理转变，且公司能够提供优质视频资源，未来 IPTV 业务有增长空间。一方面，国内盗版影视剧资源难以获取和传播，且华人/华侨/留学生逐渐养成付费习惯，致使正版影视剧需求增长。另一方面，通过不断购买国内版权，公司持续更新中文影视剧综艺高清资源库，包括新剧、热播剧、热门综艺、相声等等，着力满足海外华人需求。同时，公司利用 Youtube 平台/自建 APP 进行推广，得以实现多平台、多终端的视频播放。

对于 IPTV 业务，版权成为核心稀缺资源。公司 2018 年加大了 IPTV 版权内容的采购和保护，从而使得自身产品更加丰富、盗版观看途径更难获得；计划今年将继续加大影视资源的采购及版权保护。因此，预计公司本业务 2019 年营收保持稳定增长，利润率会有所降低；但随着未来垄断海外影视剧资源，预计此后公司利润率将会走高。

海外华人移动通信来看，作为非国资企业，公司获得了由美国通讯管理局颁发的 FCC214 执照（国内三大运营商未获得，中国移动的牌照申请于 2019 年 5 月被拒绝），由此加入到和 Verizon，AT 和 T 以及 T-Mobile 等主流美国移动通讯运营商的竞争行列。2017 年公司在北美的 iTalkBB 移动手机业务正式上线，标志着 iTalkBB 成为真正意义上的同时为海外华人提供固话和移动手机服务的电信通讯运营商。MVNO 业务处于起步阶段，据公司访谈，移动通信用户仅有 2 万。未来发展可期。

iTalkBB 移动通信产品内容丰富，为客户提供美国卡和中国卡。美国卡供客户在美国境内使用，中国卡供客户在中国大陆使用，两张 SIM 卡共用一个手机计划。不论客户在美国还是中国，都能享受无限通话、无限短信、高速流量。并且，公司产品定位华人用户群体，所提供服务很好地满足华人需求；如，中国亲友拨号至美国仅需支付中国本地花费，美国亲友拨号至中国仅需支付美国本地话费。

表 12：iTalkBB 移动通信服务内容

在美国	在中国
● 享受美国本地无限通话、无限短信、无限流量 ● 接收来自中国卡的电话-中国亲友拨打的中国手机号，将自动转接到用户美国的手机上，而用户中国的亲友只需支付中国本地话费 ● 独家功能：接收来自中国的短信和验证码； 注册银行账号、网上账户，淘宝购物轻松搞定	● 享受中国本地高速流量(4G 速度)。 ● 享受中国本地无限通话 6、无限短信 ● 接收来自美国卡的电话-美国亲友拨打用户的美国手机号，将自动转接到用户中国的手机上，而用户美国的亲友只需支付美国本地话费

资料来源：公司官网，中信证券研究部

MVNO 价格低廉为公司获取竞争优势。由于公司采用 MVNO 机制，无需自建基站网络，使得公司产品价格低于美国本土运营商。以 AT&T 为例，无限流量/短信/语音的套餐月费为$40/月，而 iTalkBB 仅为$20-$35/月。同时，通过与 IPTV/VoIP 产品折价绑定出售，公司移动通信产品得以更低价出售，获取价格竞争优势的同时也优化自身产品线和产品生态。

表 13：经典绑定套餐收费标准及服务内容

	套餐收费：$24.99/月		
套餐产品	**iTalkBB 移动通信（1G 流量）**	**iTalkBB 中文电视**	**iTalkBB 家庭电话**
详细内容	在中国享受高速流量（4G 速度），无限通话和短信。 >无限流量，短信和通话 >高速流量：1G@4G LTE >送免费 100 分钟国际通话	>2018 年独家正版院线大片 >最新综艺，电视剧 >高清中港台直播频道 >支持 72 小时回放 >海量影视剧点播 >无合约，无设备费	>接听免费 >免费保留原号码 >赠送手机 App >赠送 6 个月中美双号 >拨打全球 29 个国家和地区美/加/中/港/台仅需$0.02/分钟，其他地区超低费率

资料来源：公司官网，中信证券研究部

同时，iTalkBB 推广留学生业务“学生计划”。中美双卡共享套餐，两张 SIM 卡共用一个手机计划。不论在美国还是中国，用户都能享受无线通话、无限短信、高速流量，能够免费拨打和接听全球 29 个国家和地区，国内亲友直播美国，无需再付国际长途费，畅流全球无国界。

图 44：“学生计划”服务内容

资料来源：公司官网

“学生计划”营销方式新颖，通过“Club Elite”项目向学生用户提供专享福利，吸引年轻群体。如，iTalkBB 为 NBA 布鲁克林篮网队官方合作伙伴，iTalkBB 学生用户加入 Club Elite，即有机会免费进入 NBA 球赛 VIP 包厢，比赛前进入球场近距离观看球员热身、观看比赛、获得 NBA 特制伴手礼、并由 NBA 提供特色餐点；也有机会参与最新最热华语电影首映礼，与中国同步看大片。

海外华人业务来看，我们认为业务主要增长点位于 IPTV 业务以及 MVNO 业务。作为成熟的 2C 业务模式，海外华人业务未来营收预计呈稳步增长态势。**成本端**，由于其业务模式，固定成本较大，边际成本远低于边际收益，如 VoIP/IPTV 的边际成本可能大部分为机顶盒及固定电话生产成本；同时，公司 IPTV 及 MVNO 均处于扩张阶段，主力购买版权与通信资源，导致固定成本投入较大。因此，短期内预计营收稳定增长，毛利率下降。未来随着固定成本投入到位、用户群体扩张，毛利率预计将得以上升。

风险因素

科技巨头利用自身资本和研发能力介入 2B 视频行业，中美贸易摩擦导致公司美元资产汇兑损益，IDC 资源扩张受限。

盈利预测与估值评级

企业产品（对应云通信/国际通信）：2018 年，由于并购及获得牌照，国际通信业务带领营收同比高速增长。随着 IDC 业务进一步推进、跨境通信业务落实业绩承诺，预计未来企业业务将维持高水平增长；由于公司获取市场份额的战略，毛利率预计在未来一年维持当前 50%以下较低水平。但由于公司 IDC 业务/企业云通信业务营业成本较低，毛利偏高，预计战略达成、IDC 业务扩张后可回归 55%左右水平。

个人产品（对应海外华人）：IPTV 来看，公司未来将提高中文影视剧综艺的版权保护；随着非法传播途径的减少、观众对视频清晰度的要求提升、以及华人付费心理的培养，海外华人业务营收有望维持稳定；毛利率而言，由于 IPTV/VoIP 营业模式主要通过机顶盒、电话的分发，毛利率因此较高，预计将来可以维持当前较高水平。

表 14：公司各项业务收入预测（百万人民币）

收入	2017	2018	2019E	2020E	2021E
企业产品	378.78	499.39	734.26	983.91	1249.57
个人产品	431.30	411.05	396.72	384.82	365.58
其他业务	25.77	18.29	14.02	12.62	10.73

资料来源：Wind、公司公告，中信证券研究部预测

表 15：公司各项业务毛利率预测

毛利率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
企业产品	60.73%	51.54%	46.78%	49.59%	52.07%
个人产品	67.31%	67.50%	67.55%	68.90%	70.28%
其他业务	52.23%	59.27%	59.27%	59.27%	59.27%

资料来源：Wind、公司公告，中信证券研究部预测

费用率（对应销售/管理/研发费用）：公司企业云通信/国际通信业务 2B，销售体系（口碑销售）和管理团队较为完善和稳定；且公司注重费用削减：2018 年度，销售费用率由 25%下降至 19%，管理费用同比小幅下降，大部分款项均显著降低；仅有人工费、差旅费、股份支付费用有较明显上升，预计未随着来营收增加、国际通信业务整合梳理，管理费用将能够小幅下滑。同时，伴随着通信技术与客户需求的提升，云通信业务研发需求大，预计未来研发费用维持较高水平。

表 16：公司销售/管理/研发率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	24.7%	19.2%	19.0%	17.0%	16.5%
管理费用率（除研发）	38.7%	17.4%	17.0%	15.5%	15.0%
研发费用率		14.6%	14.0%	13.5%	13.0%

资料来源：Wind、公司公告，中信证券研究部预测

综合以上的假设和估计，我们预测公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 168/210/250 百万元，最新股本下对应 EPS 分别为 0.12/0.16/0.18 元。

PE 估值：公司未来主要增长动力将位于“企业云通信”、“国际通信”与“移动转售”，可比公司选取会场通信、亿联网络和鹏博士。考虑到公司与日本 NTT 合作带来的企业通信/跨境通信客户，以及企业云通信布局的协同效应，公司应享有一定估值溢价，**给予公司 2020 年目标 PE 45 倍，对应目标价 7.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。**

表 17：可比公司 PE 估值情况

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	预测 PE(2019)	预测 PE(2020)	预测 PE(2021)
002467.SZ	二六三	79.39	53.00	39.75	35.33
	平均	78.75	38.66	29.92	23.87
300578.SZ	会畅通讯	111.44	42.67	29.41	22.33
300628.SZ	亿联网络	42.75	41.14	32.23	25.81
600804.SH	鹏博士	82.07	32.17	28.12	23.48

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　注：股价为 2020 年 2 月 3 日收盘价；可比公司盈利预测为 wind 一致预期

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	836	929	1,145	1,381	1,626
营业成本	302	383	525	621	712
毛利率	63.87%	58.80%	54.12%	55.06%	56.21%
营业税金及附加	3	3	5	6	6
销售费用	207	178	218	235	268
营业费用率	24.72%	19.16%	19.00%	17.00%	16.50%
管理费用	323	161	195	214	244
管理费用率	38.67%	17.35%	17.00%	15.50%	15.00%
财务费用	(13)	(16)	(11)	(12)	(17)
财务费用率	-1.61%	-1.77%	-0.97%	-0.84%	-1.05%
投资收益	21	8	120	76	50
营业利润	33	90	175	209	253
营业利润率	3.95%	9.68%	15.26%	15.16%	15.58%
营业外收入	2	2	7	11	7
营业外支出	8	3	9	6	6
利润总额	27	89	173	214	254
所得税	6	15	28	32	38
所得税率	20.95%	16.39%	16.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(9)	(12)	(23)	(29)	(34)
归属于母公司股东的净利润	31	86	168	210	250
净利率	3.71%	9.26%	14.71%	15.21%	15.36%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	751	616	1,099	1,161	1,335
存货	5	4	8	9	9
应收账款	64	130	127	150	195
其他流动资产	201	190	183	201	198
流动资产	1,021	940	1,417	1,521	1,738
固定资产	172	153	165	173	176
长期股权投资	4	23	23	23	23
无形资产	45	20	20	20	20
其他长期资产	1,134	1,405	1,405	1,405	1,405
非流动资产	1,355	1,600	1,613	1,621	1,623
资产总计	2,376	2,540	3,029	3,142	3,361
短期借款	20	0	339	239	216
应付账款	54	80	99	119	140
其他流动负债	373	459	525	587	655
流动负债	446	539	963	945	1,011
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	19	19	19	19
非流动性负债	28	19	19	19	19
负债合计	474	559	982	964	1,030
股本	787	795	1,354	1,354	1,354
资本公积	833	851	292	292	292
归属于母公司所有者权益合计	1,812	1,903	1,992	2,151	2,338
少数股东权益	90	78	55	27	-7
股东权益合计	1,902	1,981	2,047	2,178	2,331
负债股东权益总计	2,376	2,540	3,029	3,142	3,361

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	27	89	173	214	254
所得税支出	-6	-15	-28	-32	-38
折旧和摊销	95	91	17	20	22
营运资金的变化	32	-51	90	40	46
其他经营现金流	-8	14	-131	-88	-67
经营现金流合计	141	127	122	154	217
资本支出	-37	-27	-30	-28	-25
投资收益	21	8	120	76	50
其他投资现金流	-407	-249	0	0	0
投资现金流合计	-422	-268	90	48	25
发行股票	16	19	0	0	0
负债变化	27	20	339	-101	-22
股息支出	0	-79	-79	-51	-63
其他融资现金流	-102	40	11	12	17
融资现金流合计	-59	-1	271	-140	-68
现金及现金等价物净增加额	-340	-141	483	62	174

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	0.02%	11.11%	23.29%	20.64%	17.70%
营业利润增长率	N/A	172.33%	94.43%	19.88%	20.92%
净利润增长率	N/A	177.67%	95.79%	24.75%	18.83%
毛利率	63.87%	58.80%	54.12%	55.06%	56.21%
EBITDA Margin	12.16%	17.53%	17.68%	18.15%	18.03%
净利率	3.71%	9.26%	14.71%	15.21%	15.36%
净资产收益率	1.71%	4.52%	8.46%	9.77%	10.68%
总资产收益率	1.30%	3.39%	5.56%	6.69%	7.43%
资产负债率	19.96%	22.00%	32.43%	30.68%	30.65%
所得税率	20.95%	16.39%	16.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	0.00%	92.39%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。