

企业服务的领军者，“视频+”战略大有可为 买入（首次）

2019年07月24日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houbin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	929	1,134	1,381	1,671
同比（%）	11.1%	22.1%	21.8%	21.0%
归母净利润（百万元）	86	167	215	273
同比（%）	177.7%	94.0%	29.1%	26.8%
每股收益（元/股）	0.11	0.12	0.16	0.20
P/E（倍）	54.79	48.06	37.24	29.37

投资要点

- **业绩稳中有升，企业业务为主要驱动力：**公司布局三大业务路线，企业通信事业部、国际通信事业部和北美互联网综合事业部。其中企业通信产品线不断拓展。2018年实现营业收入929百万元，同比增长11.11%，归母净利润86百万元，同比增长177.67%。净利润增速持续上升，我们认为公司在成功转型后，预计在2019年云通信、IDC等业务的业绩将迎来稳定增长。
- **三大业务相继发力，驱动业绩稳步向前：**企业业务方面，“视频+”战略为指引，满足视频化交流刚需；个人业务上，北美市场龙头，业务边界不断扩展；此外国际通信稳健发展，有望成为增长新动能。
- **行业前景向好，云会议发展可期：**云视讯具有广阔的市场空间，国内也有望产生大体量级别的视频会议服务商。二六三自身可以提供完整的“云+端”解决方案，且在企业客户服务和营销上具备强有力的竞争力。云视频会议提供商Zoom已成为视频会议XaaS界独角兽，2019年7月总市值已达到24.77亿美元。Zoom的成功也会带动国内相关产业，板块估值有望提升。
- **盈利预测与投资评级：**二六三作为企业服务的领军者，业务整合为三大业务线，集成“视频+”战略，我们看好公司业务发展路线。我们预计2019年-2021年的EPS分别为0.12元、0.16元、0.20元，对应PE为48.06/37.24/29.37倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**中美贸易摩擦缓和低于预期，视频技术研发进度不及预期，核心客户流失风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.93
一年最低/最高价	2.42/8.11
市净率(倍)	4.04
流通A股市值(百万元)	6840.85

基础数据

每股净资产(元)	1.47
资产负债率(%)	20.94
总股本(百万股)	1353.18
流通A股(百万股)	1153.60

相关研究

内容目录

1. “视频+”战略布局落地，企业视频业务加速发展	4
2. 业绩稳中有升，企业业务为主要驱动力	5
3. 三大业务相继发力，驱动业绩稳步向前	7
3.1. 企业业务：“视频+”战略为指引，满足视频化交流刚需	7
3.1.1. “视频+”战略为支点，实现业务资源整合	8
3.1.2. 邮箱业务为基础，为“视频+”导入客户资源	9
3.1.3. “视频+”应用，赋能垂直行业	10
3.1.4. 企业视频化交流需求稳增，率先受益新的增量市场	12
3.2. 个人业务：北美个人市场龙头，业务边界不断扩展	13
3.3. 国际通信：稳健发展，有望成为增长新动能	15
4. 从 Zoom 看二六三和云会议行业前景	16
5. 盈利预测与投资评级	18
5.1. 关键假设	18
5.2. 盈利预测	18
5.3. 估值与评级	19
6. 风险提示	20

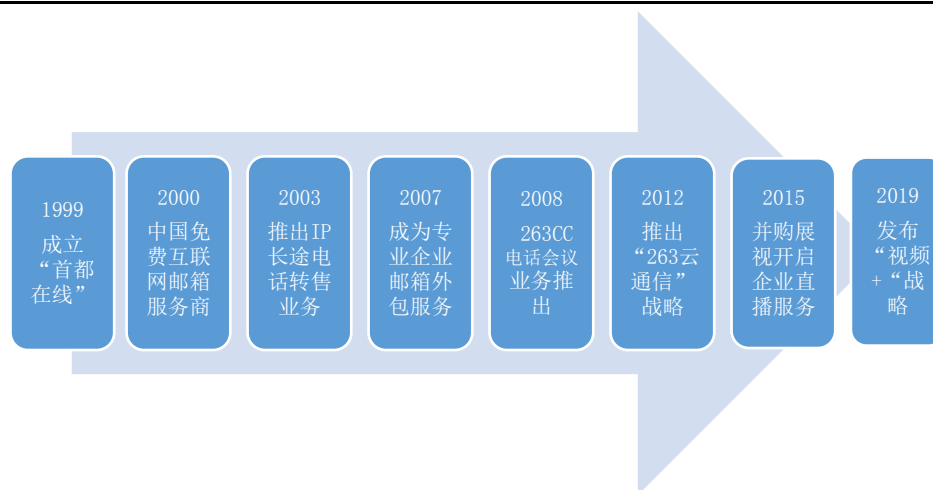
图表目录

图 1: 263 发展路径	4
图 2: 263 业务构成	4
图 3: 子公司及具体业务分布	4
图 4: “1 个平台+2 种能力+3 个产品”全方位布局	5
图 5: 2014-2018 年营业收入情况 (百万元, %)	6
图 6: 2014-2018 年母公司净利润情况 (百万元, %)	6
图 7: 销售毛利率与销售净利率情况 (%)	6
图 8: 销售费用与管理费用 (百万元)	6
图 9: 研发支出情况 (百万元, %)	7
图 10: 2016-2018 年分业务营收 (百万元)	7
图 11: “视频+”战略	8
图 12: 视频业务典型客户	8
图 13: 2017 年中国主流公有云邮箱运营商份额	9
图 14: 企业邮箱升级需求大	9
图 15: 中国在线教育市场规模统计及预测 (亿元, %)	10
图 16: 263 合作网校名单	11
图 17: 国金证券解决方案	11
图 18: 辉瑞制药解决方案	12
图 19: 全球超高清视频流量趋势	12
图 20: 全球视频会议市场规模 (十亿美元)	13
图 21: 二六三 2C 业务构成	14
图 22: 中国在美新增绿卡获得者人数稳定 (千人)	15
图 23: iTalkBB 三大业务	15
图 24: Zoom 商业模式	16
图 25: 营收对比 (万元)	17
图 26: 净利润对比 (万元)	17
图 27: 263 “云+端”完整解决方案	17
表 1: 二六三业务拆分	19
表 2: 二六三可比公司估值	19

1. “视频+”战略布局落地，企业视频业务加速发展

二六三早期专注于邮箱业务和国际数据漫游业务,2015 年公司业务开始进入调整发展期,利用开展个人国际数据漫游业务、MVNO 业务而获得移动技术和服务能力,专注于发展企业移动(如企业手机)、物联网(IoT)等企业业务。将国内运营、技术和服务等能力完全集中于企业客户方面,满足企业客户在全方位的通信需求。在海外市场积极构建国际通信业务、海外互联网综合通信服务业务以及北美移动通信(MVNO)业务。

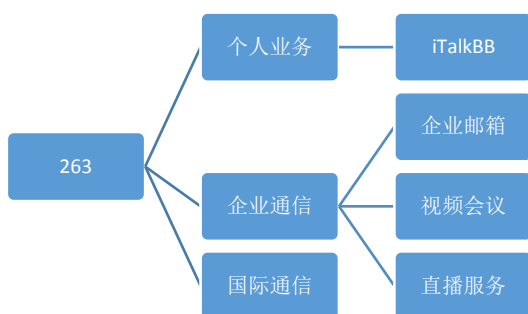
图 1: 263 发展路径



数据来源: 二六三官网, 东吴证券研究所

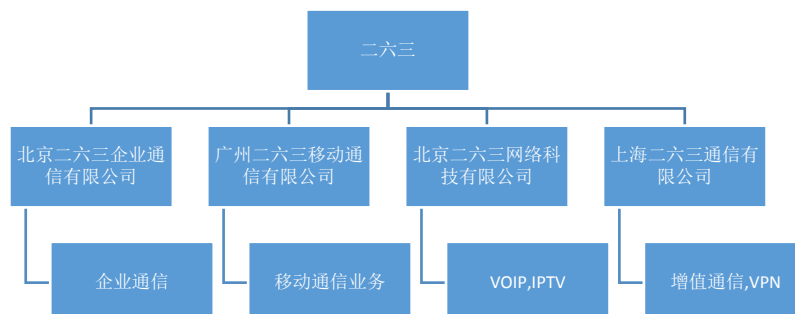
2018 年,公司在经历超过三年的转型调整后,落地企业通信、国际通信和北美互联网(个人业务)三大业务板块。2019 年公司继续巩固三大业务产品线,借助 5G 技术的发展和公司的移动通信能力,发展企业视频通信等领域。在继续拓展北美海外华人移动通信的用户规模的情况下,聚焦企业业务方向发力。

图 2: 263 业务构成



数据来源: 二六三官网, 东吴证券研究所

图 3: 子公司及具体业务分布



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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,同时公司持股

首都在线网络数据中心 IDC，专注中高端 IDC 云计算服务领域。同时，公司借助国家“一带一路”战略，积极布局企业国际化通信服务领域。

在个人客户市场，为海外华人家庭提供互联网综合通信服务和为海外华人提供虚拟移动通信服务 (MVNO)，致力于成为全球华人通信服务商。公司旗下 iTalkBB 在北美华人互联网综合通信市场处于领先地位，由于华人客户群体有限，此业务存在天花板。

在未来，二六三将企业业务作为重点，注重云通信业务的拓展，以“视频+”为战略指导，通过“1 个平台、2 种能力、3 个产品”进行全方位的产品布局，利用“云+端+通道”能力全方位支撑视频应用。

图 4：“1 个平台+2 种能力+3 个产品”全方位布局



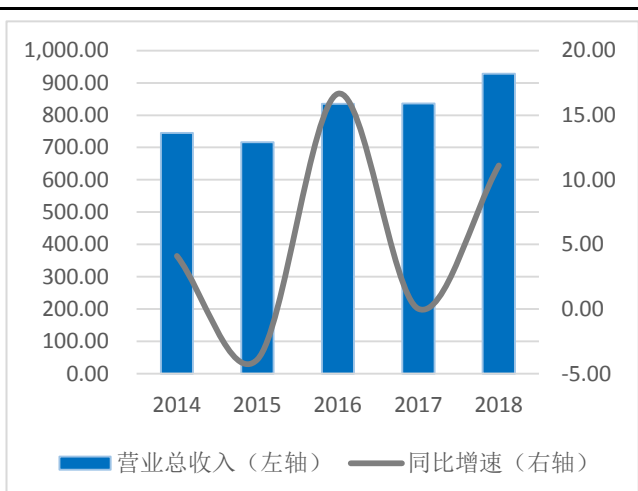
数据来源：二六三年报，东吴证券研究所

2. 业绩稳中有升，企业业务为主要驱动力

回顾近 5 年营业收入，二六三业绩呈稳中有升态势。2018 年受益于 IDC 业务、企业会议业务以及国家专网业务发展，营业收入增长率达 11.11%，实现营业收入 928.73 百万元。归母公司净利润方面，除 2016 年外（因相关或有对价增加额计入当期损益以及资产组计提商誉减值，归母净利润跌入历史最低谷），2017 年归母净利润同比增长 108.19%，2018 年净利润增长率同比增长 177.67pc。

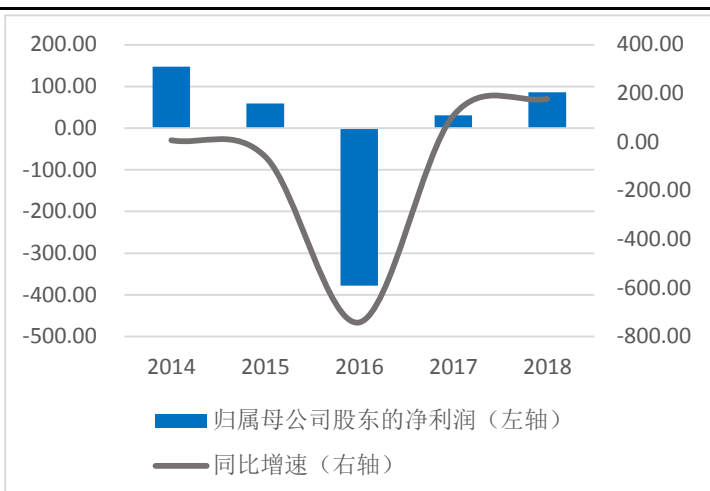
同时对比分析近五年的毛利率与净利率情况：毛利率稳定维持高位，2018 年毛利率为 58.8%，因销售费用及管理费用支出，整体净利润明显低于毛利。2018 年费用均呈现不同程度的下降，销售费用同比下降 13.91%，管理费用同比下降 1.03%，研发费用下降 15.67%，2018 年实现净利率 8.01%，较 2017 年同比增长 5.43pc。

图 5：2014-2018 年营业收入情况（百万元，%）



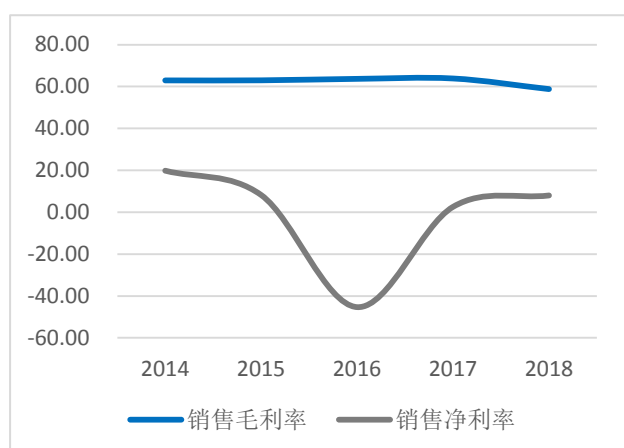
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2014-2018 年母公司净利润情况（百万元，%）



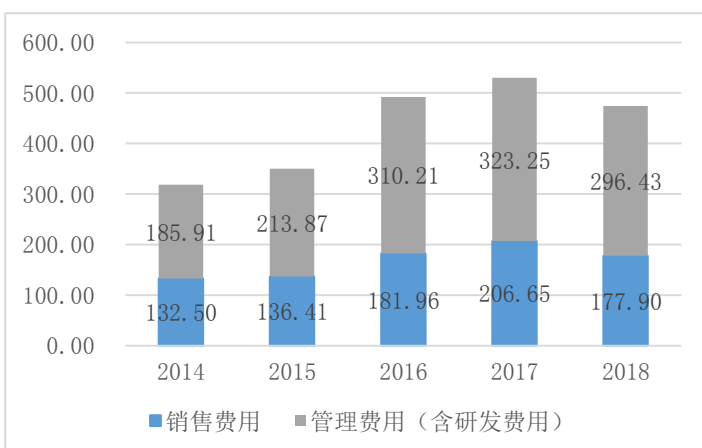
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：销售毛利率与销售净利率情况 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

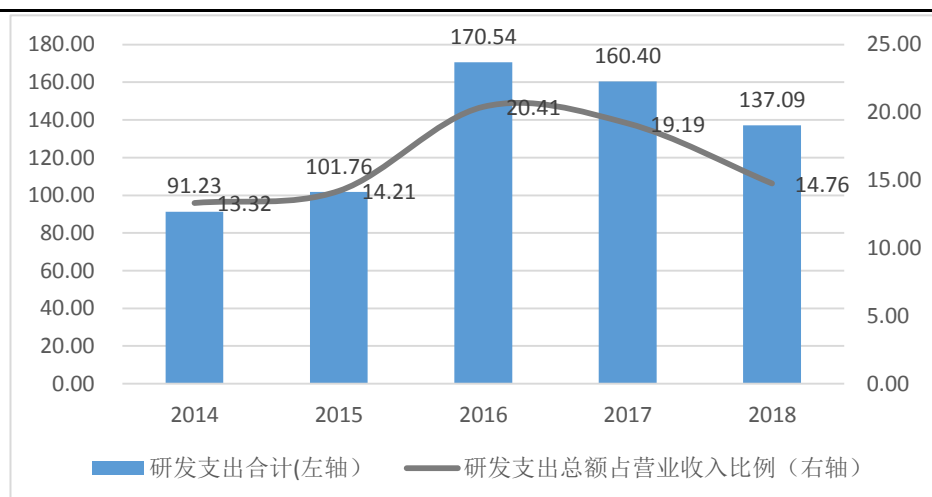
图 8：销售费用与管理费用（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从研发支出的角度来看，2018 年研发支出 137.09 百万元，占营业收入的比例为 14.76%，相较 2017 年，研发支出占营收有所下降，但是结合业务发展目标，实行整体减员增效的同时，仍然保持研发上一定规模的投入，目前主要投入到网络直播、海外 MVNO、企业手机、物联网等方面。

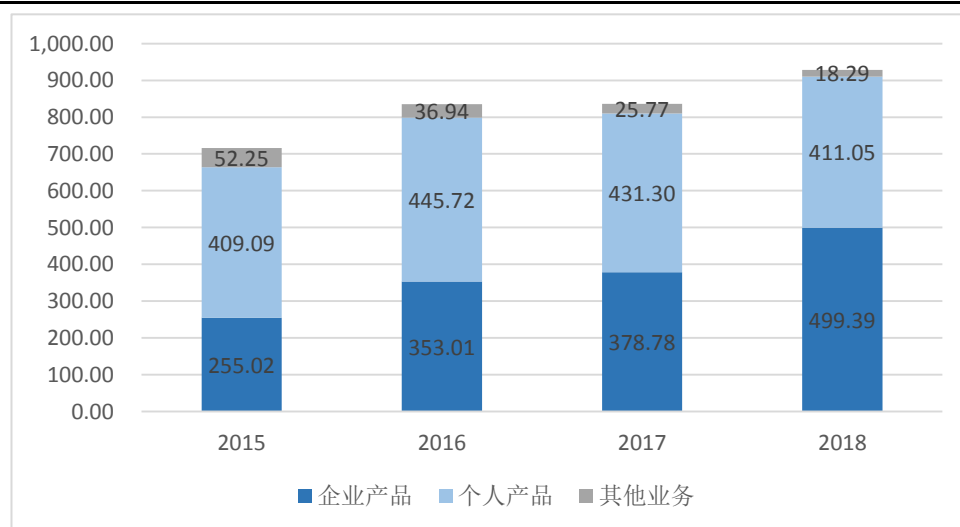
图 9：研发支出情况（百万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年营业收入情况：企业业务占比 53.77%，实现 499.39 百万元，个人业务占比 44.26%，实现 411.05 百万元。企业业务实现 32% 的增长，个人业务略有下滑。可以看出，企业业务在 2018 年二六三施行“视频+”战略中重点倾斜发展，而立足北美华人的个人互联网业务相对稳定。

图 10：2016-2018 年分业务营收（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在多线业务全面发展下，根据公司 2018 年 10 月公示的股权激励计划的业绩考核指标，以 2017 年归属于母公司的净利润 30.99 百万元为基数，目标在 2019 年归属于母公司净利润不少于 162 百万元，2020 年归属于母公司净利润不少于 210 百万元，激励对象、企业、股东三方的价值共赢。

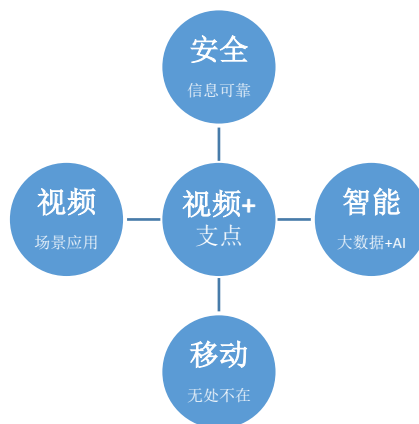
3. 三大业务相继发力，驱动业绩稳步向前

3.1. 企业业务：“视频+”战略为指引，满足视频化交流刚需

3.1.1. “视频+”战略为支点，实现业务资源整合

随着全民视频化时代的到来，企业信息沟通也在加速视频化，2019年，二六三以视频业务为战略支点，全能统筹智能、安全、视频、移动功能，构建“视频+”战略。

图 11：“视频+”战略



数据来源：二六三官网，东吴证券研究所

“视频+”提出前，企业相关业务已实现较好发展：企业邮箱服务方面，263 企业邮箱多年市场占有率领先；在互动直播领域，263 位列第一；263 云通信业务深度融合企业邮箱、企业网盘、电话会议、视频会议、企业直播和企业移动全线的企业数据通信技术，致力于为各类企业客户提供融合创新、专业高效的沟通、协作、分享和传播服务。

模块化整合得以让企业业务获得更大的用户粘性：视频的应用范围越发广泛，视频除用在企业内部办公和培训场景外，也被越来越多地用于企业外部，如直播营销，视频客服等场景。5G 的序幕已经打开，视频应用将不断随之革新升级，视频将在物联网行业实现终端与中控室的视频沟通，并延展出更多的应用场景。263 视频会议、263 电话会议和 263 网络直播产品无缝整合，丰富客户的应用场景，很好突显多产品融合的优势，落地“视频+”战略，填充 4000 亿级市场。

图 12：视频业务典型客户

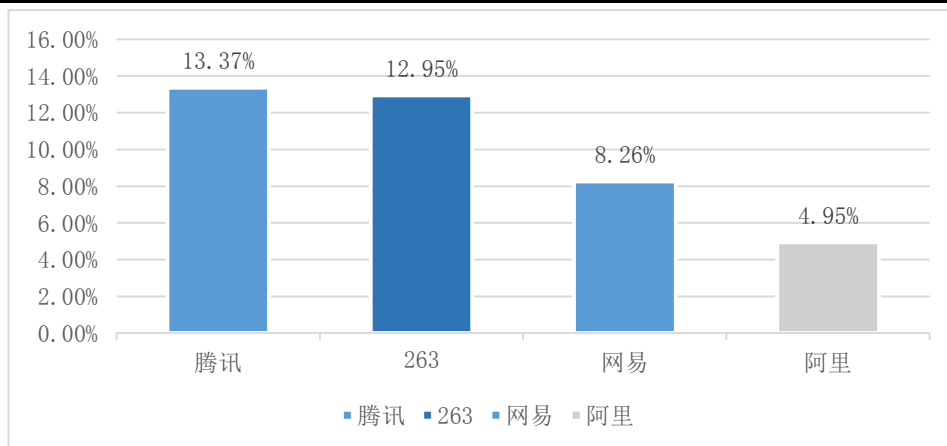


数据来源：二六三官网，东吴证券研究所

3.1.2. 邮箱业务为基础，为“视频+”导入客户资源

早在 2017 年整体中国公有云企业邮箱运营商的营收份额统计中, 263 企业邮箱收入占比已达大约 12.95%, 营收规模在主流运营商中仅次于腾讯邮箱, 为超过 13 万企业和超过 600 万企业用户提供企业邮箱服务。263 作为老牌邮箱企业, 转型企业视频业务, 以企业邮箱业务为基石, 在开拓客户过程中可以充分利用原有销售渠道资源优势。

图 13: 2017 年中国主流公有云邮箱运营商份额



数据来源: IT 桔子, 东吴证券研究所

根据 FORRESTER 在全世界的企业科技应用调研情况, 绿色指标代表受访企业中有扩容、升级需求比例, 紫色指标代表受访企业中有首次设置需求, 可以看出相比其他类型服务, 企业邮箱的扩容、升级需求相对较高, 而首次部署的需求已相对较小。上述数据从一个侧面说明企业邮箱服务是一个相对成熟的市场, 增量空间较小, 而另一方面升级扩容意愿较强, 企业希望邮箱业务可以更好的与其他办公协作整合, 提升企业整体移动互联能力, 这成为发展云通信“视频+”战略契机。

图 14: 企业邮箱升级需求大



数据来源: FORRESTER, 东吴证券研究所

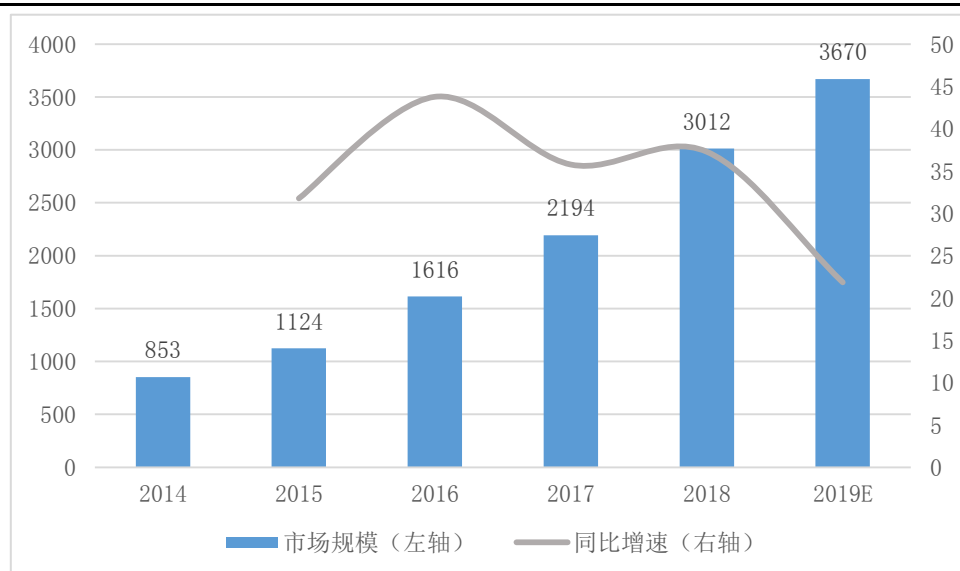
3.1.3. “视频+”应用，赋能垂直行业

目前二六三的视频业务已经应用于教育、金融以及医疗等行业。

近年，中国在线教育市场规模呈逐年增长趋势。2018年4月，《教育信息化2.0行动计划》出台，进一步推动教育信息化进程。中商产业研究院测算2018年，中国在线教育市场规模达到3012亿元，同比增长37.3%，预计到2019年我国在线教育市场规模将达到3670亿元。未来几年，中国在线教育的市场规模同比增长幅度将会降低但仍会保持稳健增长。

2018年263推出“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263教育可提供“直播网校(K12)、双师课堂、大班课堂、小班课堂”四种形式，为各省市教育局、大中小学校和教培机构提供软硬件结合的全套、一站式的在线教育解决方案。

图 15：中国在线教育市场规模统计及预测（亿元，%）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

在体制外教育培训市场，263已经占据70%以上的市场份额，如今规模较大的教育机构，如新东方、华图、达内、尚德、英语流利说、北京四中网校、101网校都是263的客户。而有壁垒之称的体制内K12学校，当众多企业仍徘徊其外之时，263就已经迈进第一步。263打通产业上下游，将自身的云端和硬件产品导入，产品、品牌优势明显。

图 16: 263 合作网校名单



数据来源：二六三官网，东吴证券研究所

在金融领域，263 云通信保障金融数据安全的同时，可提供多种协作沟通、营销方案，助力金融企业走近客户，创造价值。二六三企业通信系统可实现内外部培训、项目推介会、在线股评、直播营销、远程招聘、资料共享以及内部及时沟通。

图 17: 国金证券解决方案

国金证券

国金证券是沪深300指数、上证180指数、上证180金融股指数和上证中型企业指数成份股，是中国证券监督管理委员会核准的七家合规试点证券公司之一，现有客户超过30万户，托管的证券市值和保证金超过280亿元。

解决方案

问题需求

分支机构多，员工众多，每天都需大量的电话沟通；
金融产品更新快，信息需快速传递，线下培训时间、经济成本高昂；
触发业务系统通知信的发送邮件体量巨大；
信息时效性强，需要精准传递，实现快速交易；
信息留存时间长，且需具有客观法律效力。

使用效果

融合通信：解决内部沟通需求，打破营销瓶颈

263云通信融合多种会议方式，包括电话会议、视频会议和直播会议，提升金融机构的工作、营销效率。

- 1、电话会议：保障日常沟通，快速稳定。
- 2、视频会议：跨区域沟通，可传递音视频、文档等，身临其境，完美沟通。
- 3、直播会议：无需客户端，快速传递音视频、文档等，培育市场，收集线索。
- 4、会议服务：提供会前流程确认、会中支持、会后报告等服务。

投递精准 信息安全 电子指纹避免纠纷

- 1、263企业邮箱精准投递，快速安全，无延时。在市场动荡节点上，确保信息投递精准。保障股民权益，排除券商送达担忧。
- 2、263企业邮箱提供客观存在的归档服务，能够为金融机构提供当初的免责依据。附加公证处电子指纹，具有法律效力，保障股民和金融机构的合法权益。

数据来源：二六三官网，东吴证券研究所

263 赋能智慧医疗发展，云视讯为医院、药企等提供一站式医疗解决方案，突破传统医疗局限，推动医疗行业革新，让医疗更智能便捷。利用“视频+”整合可为医院、药企等提供一站式医疗解决方案，突破传统医疗局限，推动医疗行业革新，让医疗更智能便捷。

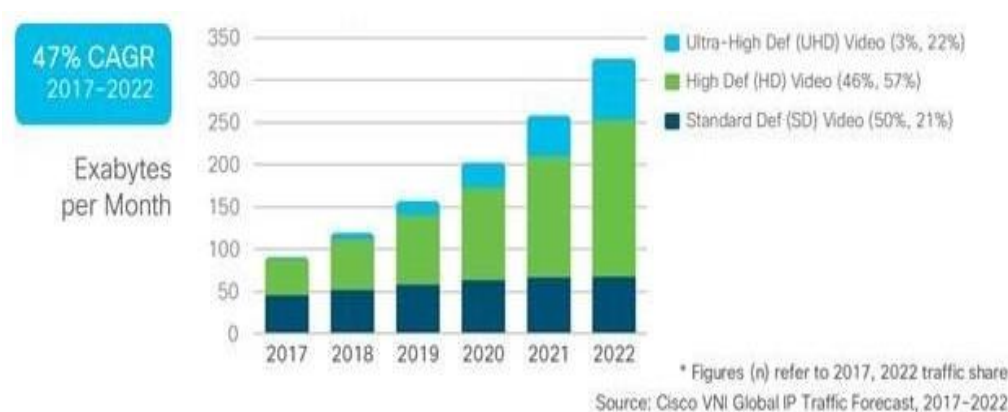
图 18：辉瑞制药解决方案



数据来源：二六三官网，东吴证券研究所

263 企业视频服务现已具备全球接入能力。随着 5G 时代的到来，超高清视频将会是继视频数字化、高清化之后的新一轮重大技术革新。此外，工信部发布的《超高清视频产品发展行动计划(2018-2022 年)》，势必会带动产业链各环节的产品升级。263 已具备超高清视频服务能力，随着 5G 网络逐步覆盖，基于超高清视频服务将会有十分广泛的应用场景，包括：无人智慧工厂、远程安防监管等等。5G 网络和超高清视频的结合，除更大的数据带宽、更快速的传输速度，还将会带来一些新的商业模式。

图 19：全球超高清视频流量趋势



数据来源：思科 VNI 预测和方法，东吴证券研究所

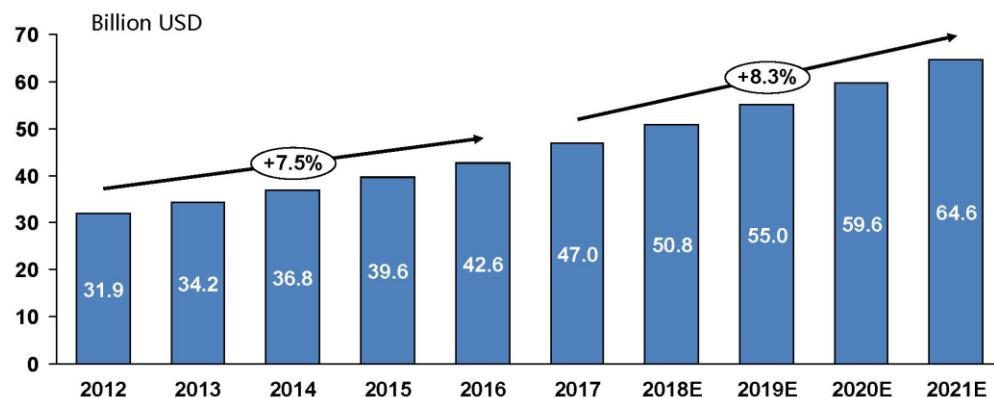
3.1.4. 企业视频化交流需求稳增，率先受益新的增量市场

据 IDC 估计，包括视频会议，语音聊天以及内容共享在内的移动办公与协作市场，其规模在 2022 年将达到 430 亿美元。

目前，移动办公与协作中的视频会议解决方案在云视讯方向以及中小企业（SMB）

的渗透率仍然偏低，仍处于发展初期。早期主要应用于巨头厂商，未来渗透率有望随着网络速率的提升以及视讯技术的发展进一步提升，优质的视频会议厂商有望不断开拓新的增量市场。随着芯片运算、网络带宽、视频编解码、云计算等技术的进步，视频通信系统正在加速渗透中小企业，改变目前中小企业内部沟通缺乏体系化管理，内部信息建设相对滞后的现状。

图 20：全球视频会议市场规模（十亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

根据 Frost & Sullivan 《全球视频会议市场研究报告》预测，从 2017 年到 2021 年，全球视频会议预计复合年增长率将达到 8.3% 的增长速度，测算 2018 年市场规模达 508 亿美元。而在这其中，据 IDC 预测，到 2020 年中国网络会议市场规模将达到 2.70 亿美元。随着云计算的不断发展，网络会议市场将保持强劲的增长趋势。

在我国，商务全球化在“一带一路”政策支持下，全球业务布局企业将成为发展趋势，越来越多的企业开始在企业内部构建移动电话会议系统；而在移动互联的发展浪潮中，其中不少企业在付费服务市场快速兴起，在线会议应用刚需驱动要素多元化。二六三的在线会议产品位居国内视频会议产品前列，且云视讯可实现与其他协同办公业务整合，丰富应用契合企业移动互联发展需求。

3.2. 个人业务：北美个人市场龙头，业务边界不断扩展

在个人客户市场，二六三是一家拥有国内移动通信转售牌照的国际移动通信虚拟运营商。以创新的“云+端”模式为海外华人家庭和全球商旅华人和海外华人移民、留学生提供虚拟移动通信运营服务。北美家庭对固话粘度高，信用卡绑定、911 定位都需要固话的支持，而固话本身使用率并不高，将 IPTV 附加到固话的价值，通过 YouTube 引流，多平台多终端的方式，使得用户群的价值得以挖掘。

图 21：二六三 2C 业务构成



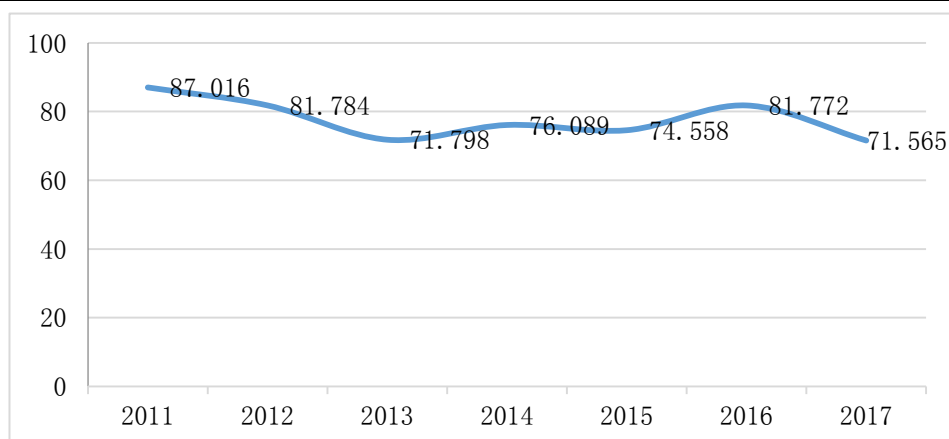
数据来源：二六三 2018 年报，东吴证券研究所

自 2012 年，公司相继收购 iTalkBB（北美 VOIP 产业排名前五）、迪讯（香港）、增持 GlobalTouch 公司股份（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，融合海外漫游移动通信技术和资源，目前 iTalkBB 已发展成为第一大全球华裔电信运营商。

2018 年，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。拥有由美国通讯管理局颁发的 214 执照，提升 iTalkBB 的整体业务价值，也加入到和 Verizon, AT&T 以及 T-Mobile 等主流美国移动通讯运营商的竞争行列。

根据中国产业研究院统计数据，2018 年，国内移动电话用户普及率达到 112.2 部/百人，用户数量达 15.7 亿户。不难看出，国内移动通信市场逐渐趋于饱和。而联合国国际移民组织与全球化智库发布《2018 世界移民报告》，中国海外移民存量已达近千万人，有接近 1000 万中国出生的移民生活在中国以外地区，中国大陆出国留学美国总人数已超过 36 万人。同时，北美华人移民聚集程度较高，客户群体有三十多万华人群体。

图 22：中国在美新增绿卡获得者人数稳定(千人)



数据来源：美国国土安全局，东吴证券研究所

由此可见，境外特别是北美华人移动通信市场潜力较大，公司战略性避开国内市场的竞争，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，市场需求广阔。

在美国、加拿大、澳大利亚、新加坡等国，iTalkBB 已开设超过 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%，品牌优势明显，下一步将积极布局新加坡、澳大利亚等国家，有望实现客户量进一步提升。

图 23：iTalkBB 三大业务



数据来源：iTalkBB 公司官网，东吴证券研究所

3.3. 国际通信：稳健发展，有望成为增长新动能

2018 年，263 与 NTT 加深合作，以 IDC 助力优质外企客户资源；在“一带一路”战略下，协作国内企业出海。公司国际专线业务和 IDC 业务不断收益，有望成为公司未来重要营收增长点。

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

全球营销能力完成 IDC+VPN 组网的产品及解决方案能力构建，放大公司自身业务规模。此外，2018 年公司通过并购深圳日升、香港 I-Access 导入国际业务能力，提高 Inbound 业务营销能效，并逐步构建 Outbound 业务能力，业务逐步稳健开展。

公司 2018 年度实现营业收入主要得益于互联网数据中心（IDC）业务及国际专网业务增长。二六三的 IDC 优势在于 263 网络通信公司独立运营，是一家从事全国性互联网数据中心业务的专业机构。二六三的 IDC 由北京、上海和广州三地机房组成，拥有接入电信、网通骨干节点的网络资源及独立自治域，快速联通南北，是国内电信级数据中心服务专业提供商，有多年的数据中心运营经验。

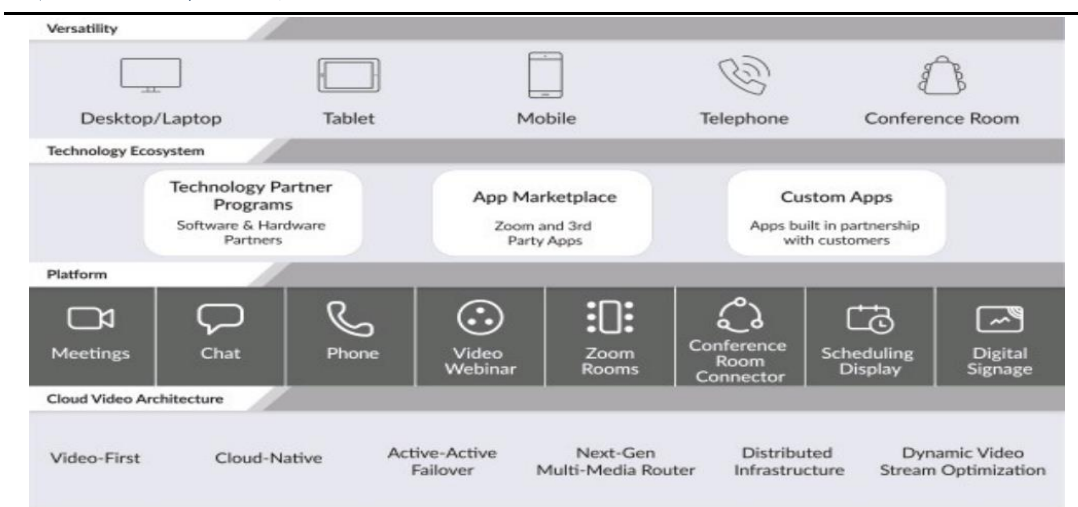
2018 年完成收购上海奈盛 51% 股权成立合资公司，公司进入 IDC 云计算服务领域，有利于公司在企业通信领域的整体布局和增加公司企业通信业务对全球大客户开发的广度和深度，同时为公司与 NTT COM Asia Limited 所在的 NTT 集团（日本电报电话公司）在其他通信业务领域开展进一步的战略合作打下基础。

在公司 2019 年经营计划的国际通信业务板块中提到，要进一步放大与 NTT 的合作，进一步提高产品及服务能力，确保提供符合高端客户品质要求的产品及服务。263 有望在 IDC 及 VPN 网络产品上进一步拓展 NTT 海外销售渠道。

4. 从 Zoom 看二六三和云会议行业前景

云视讯具有广阔的市场空间，国内也有望产生大体量级别的视频会议服务商。北美云视频会议提供商 Zoom 已成为视频会议 XaaS 界独角兽——现象级的 2B 会议平台。Zoom (ZM.O) 于 2019 年 4 月 19 日在纳斯达克上市，首日开盘报 65 美元，较 IPO 发行价 36 美元涨 80%（注：收盘涨幅为 72%），截止北京时间 2019 年 7 月 1 日，Zoom 收盘价为 86.86 美元。2017 年 D 轮融资时，Zoom 的估值仅 10 亿美元，截止 2019 年 7 月，现总市值已达 24.77 亿美元。Zoom 的成功也会带动国内相关产业，板块估值有望提升。

图 24：Zoom 商业模式



数据来源：Zoom 招股说明书，东吴证券研究所

Zoom 云会议优点在于将移动协作系统、多方云视频交互系统、在线会议系统三者进行无缝融合，为用户打造出便捷易用的一站式音视频交互、数据共享技术服务平台，提供统一通信技术解决方案。2019 年 Zoom 会议时长已达到 50 亿分钟/月。得益于 Zoom 云会议无须购买昂贵的 MCU，无须租用专线，无须专业 IT 人员进行维护相对于传统的硬件视频会议，Zoom 云会议可帮助企业布设视频会议系统实现相较传统视讯方案 90% 的成本节省。

图 25：营收对比（万元）

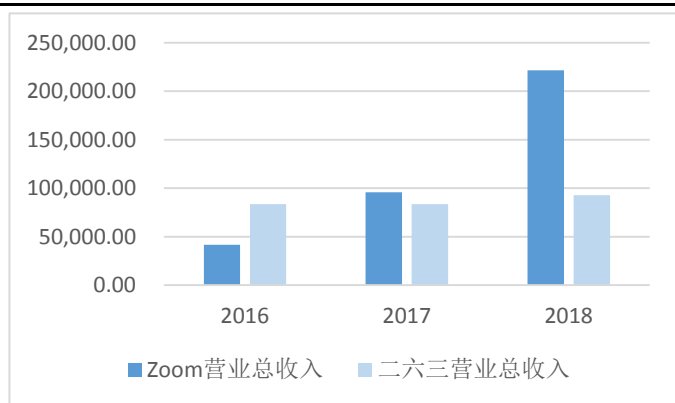
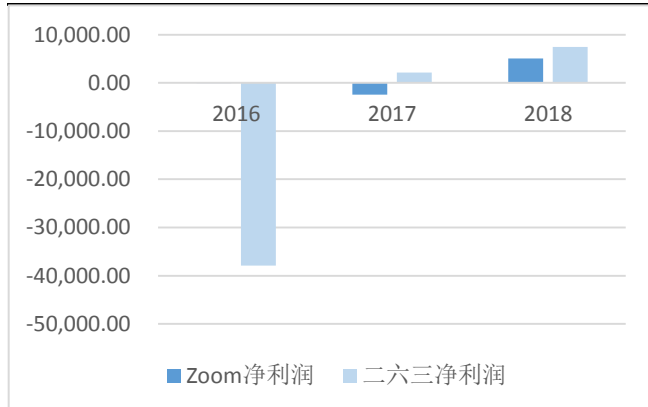


图 26：净利润对比（万元）



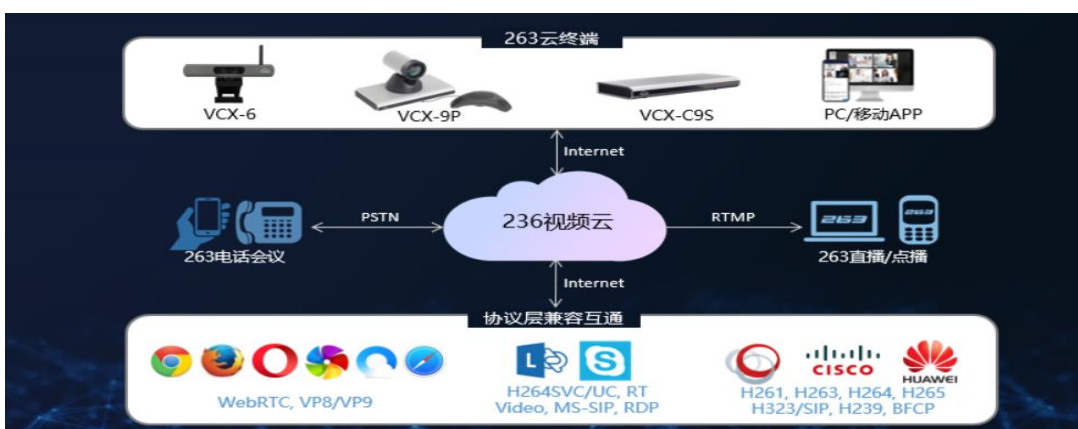
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 2017-2019 财年，Zoom 的收入分别 0.6 亿美元、1.5 亿美元和 3.3 亿美元。2018 财年净亏损 382 万美元，但 2019 年财年已实现盈利 758 万美元。2019 年度 Zoom 的毛利率高达 80%，高附加值体现了云视讯自身技术的先进性和相对旺盛的市场需求。

相比 Zoom 的视频会议模式，263 拥有更多的适合国内的功能设计：如随时随地入会；具备全球化的网络会议部署；网络会议需要支持各种终端同时入会等。在视频会议的市场细分上，基于云的业务是大势所趋，而 263 自身也具有云牌照。云通信的概念使得 263 可以将更多企业协作应用场合进行整合。

图 27：263 “云+端”完整解决方案



数据来源：二六三官网，东吴证券研究所

在视频会议设备上，Zoom 与 263 都注重“云+端”的结合，通过视频云的部署，实现视频融合，将服务集成于一个平台之上，大大加强企业内部甚至是企业间的互联互通能力，这些都是传统设备厂商无法碰及的。

此外，263 作为国内领先的企业邮箱服务商，为超过六百万的企业用户提供企业邮箱服务，相比其他云视频厂商，具有更强的品牌号召力和更为扎实的用户基础。相比美国竞争激烈的 SaaS 市场，国内云视频还未产生 Zoom 量级的公司，相信这一市场还有长期的发展空间。且 A 股中企业通信 SaaS 平台业务公司较少，263 自身形成的完整生态，具有一定的稀缺性。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 关键假设

二六三继续深耕“视频+”业务，在北美 2C 业务保持稳定，基于现有的技术以及品牌优势保持业绩稳健增加。

- 1、传统核心业务收入保持稳定增长，云通信合作客户“视频+”接入意愿积极。
- 2、实验产品与研发项目进度符合预期，同时基于雄厚的核心技术资源储备，积极进行前瞻性布局。
- 3、核心客户合作关系稳定，并随着产品应用场景的不断丰富和落地，公司产品将覆盖更多的客户与行业。

5.2. 盈利预测

我们预计，二六三在 5G 技术走向商用及企业相关技术储备更为完备后，营收增速和各产品毛利率都是保持比较稳健水平，布局教育行业的视频直播和跨国通信业务将是公司未来的增长点，预计二六三 2019-2021 年营收分别为 1134 百万元，1381 百万元及 1671 百万元，营收增速分别为 22.13%，21.75%和 21.02%，毛利率分别为 62.49%、62.80%与 63.57%。

表 1：二六三业务拆分

业务类型	营收及毛利	2018A	2019E	2020E	2021E
企业业务	营业收入（百万元）	499.39	679.18	910.10	1183.12
	同比增速	31.84%	36.00%	34.00%	30.00%
	毛利率	51.54%	59.30%	60.50%	62.11%
个人业务	营业收入（百万元）	411.05	440.73	459.37	477.74
	同比增速	-4.70%	7.22%	4.23%	4.00%
	毛利率	67.50%	67.42%	67.35%	67.25%
其他业务	营业收入（百万元）	18.29	14.38	11.50	10.35
	同比增速	-29.04%	-21.40%	-20.00%	-10.00%
	毛利率	61.51%	62.00%	63.00%	61.00%
合计	营业收入（百万元）	928.73	1,134.28	1,380.97	1,671.22
	同比增速	11.11%	22.13%	21.75%	21.02%
	毛利率	58.80%	62.49%	62.80%	63.57%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 估值与评级

1. 个人业务和企业业务增速保持稳定，公司保持稳健的规模增长，业务发展路径明确，毛利率仍将保持稳中向好态势。

2. 企业通信、国际通信和北美互联网业务布局进一步巩固，在 5G 技术走向商用及企业相关技术储备更为完备后，将进一步发展企业视频通信在相关垂直行业的应用，进一步探索 IDC 和跨境企业通信发展渠道，巩固北美通信业务，看好未来公司战略和发展趋势。

我们持续看好公司“视频+”战略发展相关业务，我们预计 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元、0.20 元，对应 PE 为 48.06/37.24/29.37 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：二六三可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市 值(亿 元)	市盈率 PE			EPS			市净率 PB(MRQ)
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002467.SZ	二六三	80.24	64.96	48	37	29	0.12	0.16	0.20	4.04
600804.SH	鹏博士	100.99	82.41	29	31	31	0.24	0.23	0.23	1.45
300578.SZ	会畅通讯	42.26	14.93	24	18	14	1.04	1.35	1.80	4.30

数据来源：鹏博士、会畅通讯取自 wind 一致预期（截止至 2019.7.24），东吴证券研究所

6. 风险提示

1. 中美贸易摩擦缓和低于预期，公司个人业务主要涉及北美市场，如果中美贸易摩擦加剧，业务有可能受到波及。
2. 视频技术研发进度不及预期，视频业务实现低时延、超高清是所有厂商的目标，如果公司编解码技术、通信传输能力研发不及预期，可能影响公司的市场地位。
3. 核心客户流失风险，企业通信市场竞争激烈，视频会议邻域不仅有传统硬件商思科、华为等的竞争，更有小鱼、会畅通讯等云通讯厂商加入，市场份额可能流失。

二六三三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	940	1,163	1,309	1,623	营业收入	929	1,134	1,381	1,671
现金	616	844	912	1,219	减: 营业成本	383	425	514	609
应收账款	130	106	182	167	营业税金及附加	3	6	6	7
存货	4	6	6	8	营业费用	178	240	300	362
其他流动资产	190	206	209	228	管理费用	161	328	390	457
非流动资产	1,600	1,596	1,593	1,618	财务费用	-16	-2	1	-4
长期股权投资	23	42	61	80	资产减值损失	6	0	0	0
固定资产	153	155	159	165	加: 投资净收益	8	31	38	25
在建工程	1	6	12	20	其他收益	0	0	0	0
无形资产	22	18	12	5	营业利润	90	166	208	264
其他非流动资产	1,402	1,376	1,348	1,348	加: 营业外净收支	-1	-1	-1	-2
资产总计	2,540	2,758	2,902	3,241	利润总额	89	166	207	262
流动负债	539	690	699	863	减: 所得税费用	15	20	25	40
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-12	-22	-34	-51
应付账款	80	69	111	102	归属母公司净利润	86	167	215	273
其他流动负债	459	622	588	761	EBIT	70	144	180	230
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	161	210	255	286
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19	重要财务与估值指				
负债合计	559	710	719	882	标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	78	57	23	-29	每股收益(元)	0.11	0.12	0.16	0.20
					每股净资产(元)	2.39	1.47	1.60	1.76
归属母公司股东权益	1,903	1,992	2,160	2,388	发行在外股份(百万				
负债和股东权益	2,540	2,758	2,902	3,241	股)	795	1353	1353	1353
					ROIC(%)	3.1%	6.3%	7.3%	8.1%
					ROE(%)	3.8%	7.1%	8.3%	9.4%
					毛利率(%)	58.8%	62.5%	62.8%	63.6%
					销售净利率(%)	9.3%	14.7%	15.6%	16.3%
					资产负债率(%)	22.0%	25.7%	24.8%	27.2%
					收入增长率(%)	11.1%	22.1%	21.7%	21.0%
					净利润增长率(%)	177.7%	94.0%	29.1%	26.8%
					P/E	54.79	48.06	37.24	29.37
					P/B	2.48	4.03	3.71	3.36
					EV/EBITDA	46.43	34.53	28.04	23.74

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

