

网宿科技 (300017.SZ)

拟海外收购，扩张欧美和亚洲市场

● 并购 CDNetworks 和 CDN-VIDEO，发力海外市场

公司发布公告拟收购韩国 CDNetworks (以下简称 CDNW) 1215 万股股份 (占公司总股本 97.83%)，交易价格为 211 亿日元 (折合人民币 12.75 亿元)；以 4.31 亿卢布 (折合人民币约 0.52 亿元) 购买俄罗斯 CDN-VIDEO LLC 公司 70% 股权。

标的公司 CDNW 是总部位于韩国的全球性 CDN 厂商，2016 年前三季度公司营业收入为 4.41 亿元，净利润为 -53.35 万元，期末净资产为 6.33 亿元。标的公司 CDN-VIDEO 是俄罗斯的一家领先的 CDN 服务提供商，2016 年营业收入为 0.18 亿元，净利润为 -124.96 万元，期末净资产为 0.12 亿元。

● 并购标的拥有优质大客户资源，与并购标的形成优势资源互补

以大客户 SAP 为例，CDNW 凭借全球布局的 CDN 网络为 SAP 遍布全球的软件厂商客户提供了全球一致的加速体验，并凭借着安全加速和 DDoS 这样的增值服务保障了 SAP 客户的业务服务质量。

网宿科技未来能够与 CDNW 等并购标的形成节点布局和区域客户优化互补，CDNW 能够填补网宿的空白，而相近节点则有机会优化提效。双方在云安全等技术方面也能进一步整合，此次并购对网宿国际化意义重大。

● 预测 16-18 年 EPS 为 1.577 元/股、2.221 元/股、3.099 元/股

暂不考虑并表利润及并购产生的费用。我们预测公司 2016-2018 年营业收入增长为 51.67%、43.33%、41.03%，营业收入分别为 44.5、63.7、89.9 亿元；净利润增长分别为 50.5%、40.8%、39.6%，净利润为 12.5 亿、17.6 亿、24.6 亿元；对应 PE 分别为 40/28/20 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

海外业务的政策风险；海外并购存在监管审批风险，海外并购的协同效应有待进一步观察，网宿以中国为主的网络与此次标的公司欧美日韩印等地的网络的互联互通在技术和政策层面是否有障碍或挑战需要验证。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,910.77	2,931.66	4,446.52	6,373.16	8,987.98
增长率 (%)	58.57%	53.43%	51.67%	43.33%	41.03%
EBITDA (百万元)	549.43	909.40	1,768.73	2,723.06	3,469.45
净利润 (百万元)	483.70	831.35	1,251.17	1,761.70	2,458.42
增长率 (%)	104.00%	71.87%	50.50%	40.80%	39.55%
EPS (元/股)	1.524	1.048	1.577	2.221	3.099
市盈率 (P/E)	79.04	57.24	39.75	28.23	20.23
市净率 (P/B)	9.35	17.01	6.66	5.39	4.25
EV/EBITDA	26.45	45.58	26.73	16.90	12.78

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

49.00 元

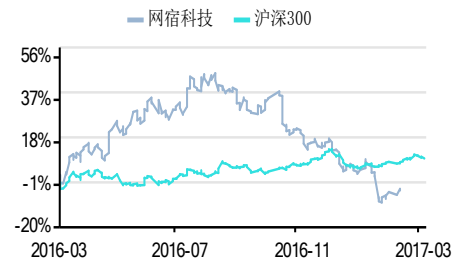
前次评级

买入

报告日期

2017-03-05

相对市场表现



分析师： 刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

网宿科技 (300017.SZ)：拟 2017-01-15
发 H 股迈向资本国际化，预告
符合预期

网宿科技 (300017.SZ)：收 2016-10-28
入高增地位屹立，投入加大加
速升级

网宿科技 (300017.SZ)：辨 2016-10-17
识格局趋势、无惧短期小扰动

联系人： 张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

目录索引

投资要点	4
一、并购 CDNETWORKS 和 CDN-VIDEO，发力海外市场	5
二、CDNW 主要产品和业务	6
2.1、CDN 业务	6
2.2、DDoS 云安全业务	8
三、从 SAP 与 CDNW 合作测试看大客户需求	11
3.1、CDNW 与 SAP 合作介绍	11
3.2、SAP 与 CDNW 合作测试的结果	11
3.3、CDNW 为 SAP 提供的安全防控能力	13
四、CDNW 财报分析	14
4.1、CDNW 基本财务数据	14
4.2、CDNW 与海外同行公司对比	15
4.3、公司近年净利润持续下滑原因详解	17
五、联通推出无限流量套餐，关注移动业务机会	20
盈利预测	21

图表索引

图 1: 并购交易完成前 CDNW 股权结构	5
图 2: 并购交易完成后 CDNW 股权结构	5
图 3: 网宿科技全球 CDN 布局概况	7
图 4: CDNW 全球布局概况	7
图 5: 网宿科技和 CDNW 全球布局的整合效果	8
图 6: 2016 年 Q4 全球主要 DDoS 攻击时间和强度	9
图 7: CDNW 为 SAP 提供服务的概览	11
图 8: 测试一“欢迎界面”全球主要国家测试结果	12
图 9: 测试一“欢迎界面”全球主要地区测试结果	12
图 10: 测试二“下载文件”全球主要国家测试结果	12
图 11: 测试二“下载文件”全球主要地区测试结果	12
图 12: 单位时间(分钟)处理访问量	13
图 13: 登录响应时间	13
图 14: 2013 年-2016 年 Q3 营业收入(亿韩元)及同比增幅	14
图 15: 2014-2016 年 Q3 公司业务分类收入占比	15
图 16: 2014-2016 年 Q3 公司各业务毛利率变化	15
图 17: 2013 年-2016 年 Q3 净利润(亿韩元)及同比增幅	15
图 18: 2015-2016 年分季度 Akamai 云安全业务收入	16
图 19: 2014-2016 年 Q3 公司地区分类收入占比	16
图 20: 2014-2016 年 Akamai 地区分类收入占比	16
图 21: 2013-2016 年 Q3 公司销售毛利率和销售净利率	17
图 22: 2013-2016 年 Q3 同类型公司销售毛利率对比	17
图 23: 2014-2016 年 Q3 资产负债率与同行对比	17
图 24: 2014-2016 年 Q3 流动比率与同行对比	17
图 25: 2014 至 2016 年前三季度 CDNW 各项业务毛利额	19
图 26: CDNW 全球带宽成本和收入(PB/万元)以及总流量	19
表 1: CDNW 公司主要产品和服务	6
表 2: CDNW 与网宿科技全球节点布局对比	7
表 3: 2016 年全球 DDoS 僵尸网络 IP 来源统计	10
表 4: 调整汇兑并统一税率后 CDNW 的净利润	18

投资要点

网宿科技日前发布公告拟收购韩国CDNetworks（以下简称CDNW）1215万股股份（占公司总股本97.83%），交易价格为211亿日元（折合人民币12.75亿元）；以4.31亿卢布（折合人民币约0.52亿元）购买俄罗斯CDN-VIDEO LLC公司70%股权。

- **本次并购标志着网宿科技国际化迈出了重要的一步。**网宿科技充分利用本地团队快速切入日本、韩国、俄罗斯的CDN市场，同时完善了欧洲，北美，南美中东及非洲地区的节点布局。
- 国际化有助于网宿科技分享其他国家和地区流量快速增长的红利，并帮助网宿避免对单一国家地区的互联网经济景气度依赖过重造成业绩起伏。国际化是网宿科技自15年8月定增方案公布时的三大战略方向之一，**本次并购证明了网宿科技始终按照既定长期路线坚定不移推进其规划。**
- 网宿科技在云安全抗DDoS领域已经取得了一定成就，但其想要进入国际化跨国公司供应商序列，必须加强全球资源的分布，改变目前大部分资源在中国境内的现状。CDNW目前拥有流量清洗能力300GB，并分散在5大洲，**此次并购后网宿科技也能完善其云安全的全球布局提升跨国企业大客户的竞争力。**
- **在CDN业务层面，CDNW在一些网宿布局空白的国家和地区的资源能够进一步提升网宿科技对跨国公司大客户服务的能力。**而两家公司相对重合地区的布局也有进一步优化提升的空间。此外CDNW服务类似SAP的经验能够帮助网宿科技提升服务全球化企业的技术和经验。
- 联通推出无限流量套餐，我们认为这会刺激移动视频的消费，**将在长期层面利好网宿科技。**但CDN下游的需求变化依然需要一些时间。

风险提示：港股事宜仍需相关监管批准存在不确定性；海外业务的政策风险；海外并购存在监管审批风险，海外并购的协同效应有待进一步观察。网宿以中国为主的网络与此次标的公司欧美日韩印等地的网络的互联互通在技术和政策层面是否有障碍或挑战需要验证。

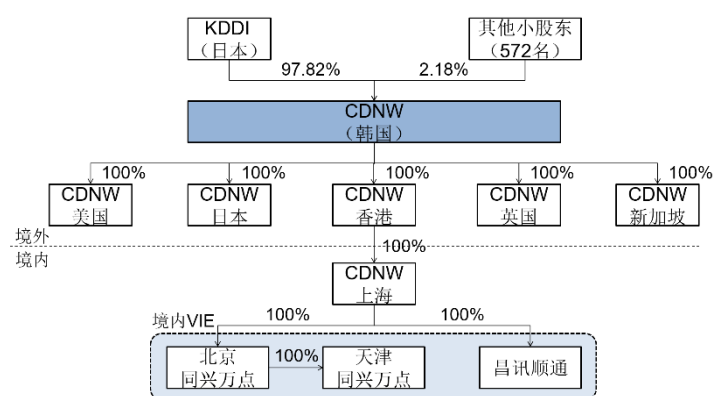
一、并购 CDNetworks 和 CDN-VIDEO, 发力海外市场

2017年2月21日网宿科技正式发布公司重大资产重组草案:

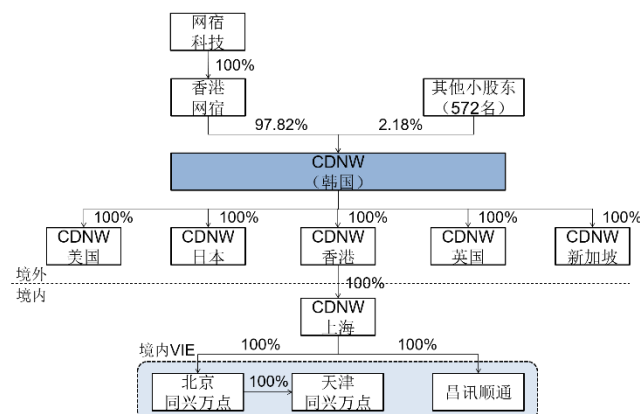
- 拟收购韩国CDNetworks（以下简称CDNW）的1215万股股份（占公司总股本97.83%），交易价格为211亿日元（折合人民币12.75亿元，按照2017年2月17日汇率，下同），交易将通过全资子公司香港网宿科技有限公司（以下简称香港网宿）以支付现金的方式向日本KDDI Corporation（以下简称KDDI）购买。
- 香港网宿以4.31亿卢布（折合人民币约0.52亿元，按照2017年2月16日汇率）购买俄罗斯CDN-VIDEO LLC公司70%股权。
- 为保证公司本次重大资产购买的顺利进行及交割所需资金的准备，公司拟以自有资金1.52亿美元（折合人民币约10.41亿元，具体以出资当天汇率为准）对香港网宿增资，并将向境内银行申请内保外贷业务，为香港网宿向银行贷款提供担保，担保总额为4500万美元（折合人民币约3.08亿元）。

图1：并购交易完成前CDNW股权结构

图2：并购交易完成后CDNW股权结构



数据来源：网宿科技并购草案、广发证券发展研究中心



数据来源：网宿科技并购草案、广发证券发展研究中心

标的公司CDNW是一家总部位于韩国的全球性CDN服务提供商，2016年前三季度，该公司营业收入为4.41亿元人民币，净利润为-53.35万元人民币，期末净资产为6.33亿元人民币。CDNW主要向客户提供全球范围内的CDN服务，在美国、英国、中国、日本和新加坡设有子公司，目前已在全球部署180余个节点，拥有4.2T储备带宽，覆盖49个国家的98个城市。

标的公司CDN-VIDEO LLC是俄罗斯的一家领先的CDN服务提供商，2016年年末，该公司营业收入为0.18亿元人民币，净利润为-124.96万元人民币，期末净资产为0.12亿元人民币。公司拥有30余个节点，覆盖俄罗斯及独联体区域，客户约400余家。公司在俄罗斯及独联体区域市场份额超过40%，排名第一。

本次网宿大手笔收购海外领先CDN企业，充分利用本地团队快速切入日本、韩国、俄罗斯的CDN市场。这次并购对于网宿的国际化战略而言，可以说是最重要的里程碑时刻，**不仅大大节约公司业务全球化的时间，同时能够将双方优势节点资源进行整合，加速健全全球范围内的高效内容分发网络，快速完善公司的国际化布局，进一步提升公司的全球行业地位。**

二、CDNW 主要产品和业务

CDNW在亚洲具有较强的竞争优势，在韩国CDN行业排名第一，在日本CDN行业位于前三位。CDNW客户群覆盖电子商务、金融、网络游戏、媒体和娱乐、社区网络、软件及科技、制造、旅游、云计算等行业，目前服务客户约1300余家，知名客户包括三星、韩国现代、经济学人、TEXCO、DELL、ebay等公司，**客户结构中大型知名跨国企业较多。**

除CDN服务外，CDNW还向客户提供云安全、云应用等云服务整体解决方案、全球视频会议系统服务和IDC服务。通过十六年的发展，CDNW积累了大量的技术研发及服务经验，已形成较为完整的产品线，可以充分满足客户个性化、一站式的互联网服务需求。

表 1: CDNW 公司主要产品和服务

产品类型	具体产品	功能概述
CDN 服务	静态内容加速	对静态内容文件 JPG、PDF 等进行加速
	视频加速	对各类媒体文件分发进行管理
	动态网页加速	优化网络中段距离，对时效性和高定制化的动态内容进行加速
	动态网络加速	对分布式企业级应用 CRM、HR 等在公共网络进行加速
云安全	安全应用接入服务	通过 SAA 云共享基于浏览器的应用程序，而不直接提供对内部网络的访问，无需通过企业 VPN 访问企业应用程序
	DDoS 攻击清洗	配合 Anycast DNS 和 DDoS 抗攻击功能的组合，使全球网络自动响应异常的流量
	网络应用防火墙	通过云安全入口，实时查看网站和网络应用的运行情况，设置警报、运行权限等
云服务	云存储	高效无限制存储数字资产，并快速分发给分布在各地的网民
	云 DNS	提供可管理的云授权 DNS 服务，确保 DNS 查询能够准确、可靠地获取最新数据
	云负载均衡	提供基于云的负载均衡服务，可提高用户灵活性，便于管理内容分发策略
全球视频会议系统		连接 PC、iOS、Android 智能设备等，在单个屏幕上最多可显示 60 个用户，最多可有 10,000 个并发用户参与视频会议。
行业解决方案	云应用	提供各行各业云服务解决方案

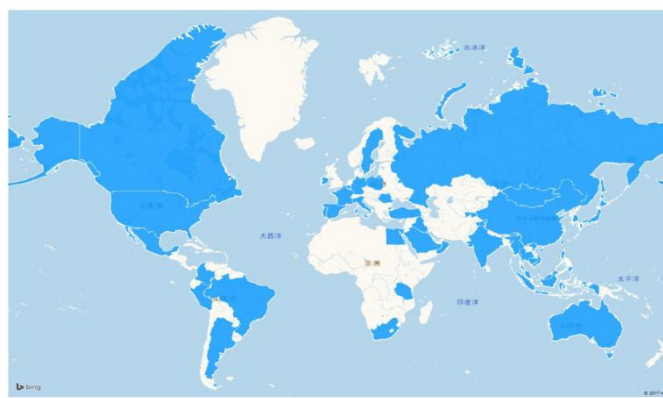
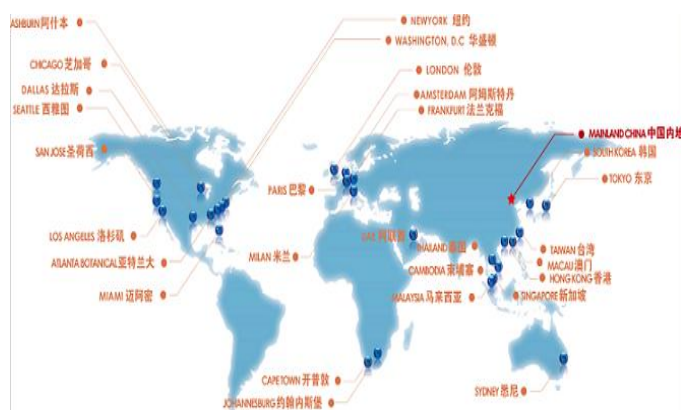
数据来源：网宿科技并购草案、广发证券发展研究中心

2.1、CDN 业务

CDNW与网宿科技能够形成的第一个协同效应就在于其CDN网络布局的协同。网宿科技长期深耕中国CDN市场，全国布局500余节点，但海外布局相对较弱，截至2017年初仅有80个节点。而CDNW则在全球49个国家的98个城市有布局，共计180余个节点。网宿科技并购CDNW后在中国和全球业务均能形成很强的协同效应：

图3：网宿科技全球CDN布局概况

图4：CDNW全球布局概况



数据来源：网宿科技官方网站、广发证券发展研究中心

数据来源：网宿科技并购草案、广发证券发展研究中心

表 2：CDNW 与网宿科技全球节点布局对比

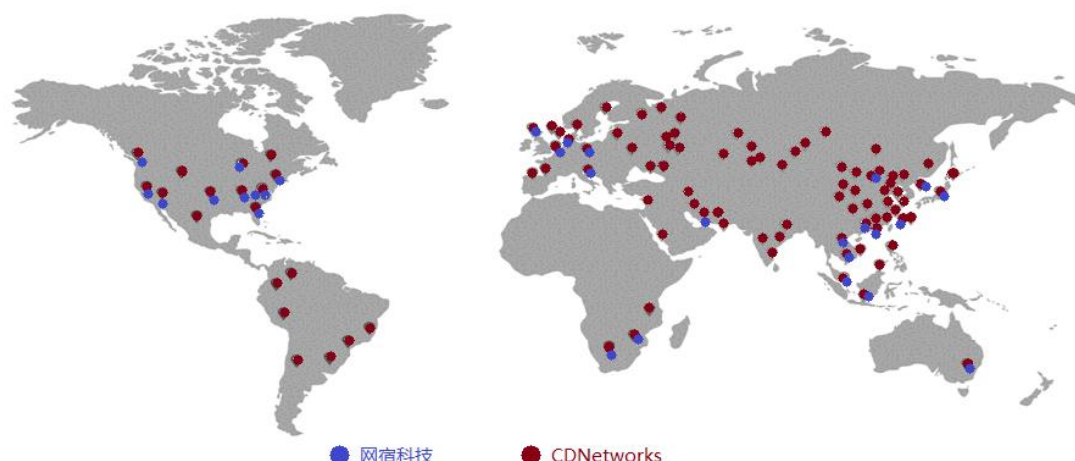
	CDNW	网宿科技
北美洲	美国亚特兰大、芝加哥、达拉斯、洛杉矶、迈阿密、纽约、圣荷西、西雅图、华盛顿、丹佛；加拿大多伦多；墨西哥墨西哥城	美国亚特兰大、芝加哥、达拉斯、洛杉矶、迈阿密、纽约、圣荷西、西雅图、华盛顿、阿什本
南美洲	阿根廷布宜诺斯艾利斯；巴西里约热内卢、圣保罗；智利圣地亚哥；哥伦比亚麦德林；秘鲁利马	无
欧洲	比利时布鲁塞尔；英国伦敦；法国巴黎；德国法兰克福；爱尔兰都柏林；意大利米兰、巴勒莫；荷兰阿姆斯特丹；波兰华沙；葡萄牙里斯本；罗马尼亚布加勒斯特；西班牙马德里；瑞典斯德哥尔摩；土耳其安卡拉、伊斯坦布尔；俄罗斯车里雅宾斯克、赤塔、喀山、哈巴罗夫斯克、克拉斯诺达尔、克拉斯诺亚尔斯克、莫斯科、诺夫哥罗德、新西伯利亚、彼得罗扎沃茨克、普斯科夫、罗斯托夫、萨马拉、沃罗涅日、叶卡捷琳堡、彼尔姆	英国伦敦；法国巴黎；德国法兰克福；意大利米兰；荷兰阿姆斯特丹
非洲	南非开普敦、约翰内斯堡；埃及开罗；坦桑尼亚达累斯萨拉姆	南非开普敦、约翰内斯堡
大洋洲	澳大利亚悉尼	澳大利亚悉尼
中东	伊拉克巴格达；以色列佩克提克瓦；科威特科威特城；阿曼马斯喀特；卡塔尔多哈；沙特阿拉伯吉达；阿联酋迪拜	阿联酋
亚洲	中国大陆；香港；中国台湾台北、高雄；韩国首尔；印度金奈、海得拉巴、孟买；印度尼西亚雅加达；日本东京、大阪；柬埔寨金边；马来西亚吉隆坡；蒙古乌兰巴托；缅甸内比都；菲律宾马尼拉；新加坡；泰国曼谷；越南胡志明市、河内	中国大陆；香港；澳门；中国台湾；韩国首尔；日本东京；柬埔寨；马来西亚；新加坡；泰国

数据来源：公司公开数据，广发证券发展研究中心

我们将两家公司的资源合并在一张图上比较：

- CDNW在南美，俄罗斯，中亚，中东和非洲等地的布局都能够弥补网宿现有的空白，并增强网宿科技在欧洲地区的资源实力。
- 而两家公司在中国，北美地区的布局也能够进一步重整优化，去除一些重复开销，提高效率，发挥出规模效应。

图5：网宿科技和CDNW全球布局的整合效果



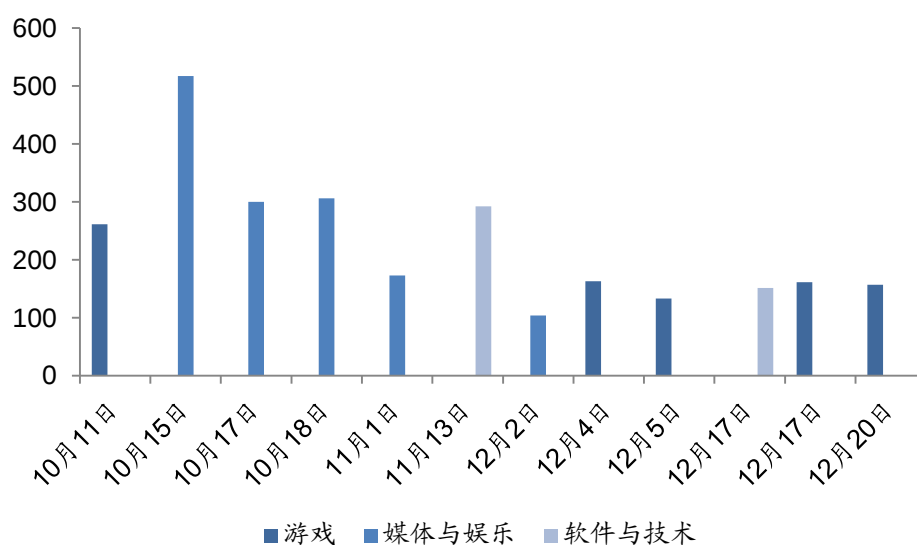
数据来源：网宿科技官网、CDNW 官网、广发证券发展研究中心

2.2、DDoS 云安全业务

CDNW基于云的DDoS保护非常适合减轻DDoS攻击。通过180多个全球节点，配合Anycast DNS和DDoS抗攻击功能的组合，使CDNW全球网络自动响应异常的流量。如果一个或多个节点面对大量DDoS请求，则其余防DDoS攻击的节点自动检查和清除流量。CDNW还基于这个网络建立了智能识别系统，当网络上出现异常流量时能够通过将特定请求类型列入黑名单和阻止来快速响应攻击行为。在抗DDoS攻击方面，CDNW在全球有6个主要流量清洗点和5个次要流量清洗节点，共300G的清洗能力，其中北美100G，欧洲80G，亚洲120G。

根据Akamai最新发布的《2016Q4 State of Internet-Security》报告，2016年4季度全球发生大于100Gbps的DDoS攻击一共12次，其中仅有一次10月15日的攻击显著超过了CDNetworks的防护能力，其余攻击的峰值带宽均在CDNetworks的承受范围内，这证明CDNetworks的完全可以防御住全球绝大多数DDoS攻击。

图6: 2016年Q4全球主要DDoS攻击时间和强度(Gbps)



数据来源: Akamai、广发证券发展研究中心

网宿科技在云安全抗DDoS方向上也有着不错的积累,网宿科技早在2015年推出的定增项目中就包含了云安全建设和实施项目。在16年7月,网宿科技云安全平台在中国成功抵御了一场带宽峰值接近500G的DDoS攻击(来源:网宿科技官方网站)。而在2017年2月13日的美国旧金山国际RSA安全会议上,网宿科技宣布其云安全网络具备了Tbps级抗DDoS能力。

此次并购后双方能够在云安全DDoS业务上取得多方面的协同效应:

- 网宿目前具备Tbps级别的防御能力,超过CDNW的三倍,但其布局却未必有CDNW那样分散,网宿的CDN节点资源大部分(超过80%)部署在中国境内,逻辑上其DDoS清洗资源也应该在国内为主。因此与CDNW合并后其海外资源将提升网宿开展海外抗DDoS服务的能力。

下表展示了Akamai统计的2016年度全球DDoS僵尸网络IP来源统计,我们可以看出虽然中国有排名靠前的占比,但美国,英国等地区的僵尸网络规模也并不小,如果缺乏海外资源,就可能造成当地清洗服务器过载,损害全球型用户服务质量。而此次合并为网宿的海外云安全业务提供更高的空间。

表 3: 2016 年全球 DDoS 僵尸网络 IP 来源统计

Q1 2016		Q2 2016		Q3 2016		Q4 2016	
国家或地区	百分比 源 IPs	国家或地区	百分比 源 IPs	国家或地区	百分比 源 IPs	国家或地区	百分比 源 IPs
中国	16% 115,478	中国	40% 306,627	中国	19% 81,276	美国	24% 180,652
美国	10% 72,598	美国	12% 95,004	美国	14% 59,350	英国	10% 72,949
土耳其	6% 43,400	台湾	4% 28,546	英国	10% 44,460	德国	7% 49,408
巴西	5% 36,472	加拿大	3% 20,601	法国	6% 23,980	中国	6% 46,783
韩国	4% 31,692	越南	3% 20,244	巴西	3% 13,502	俄罗斯	4% 33,211

数据来源: Akamai、广发证券发展研究中心

- 两家公司合并后将在研发, DDoS僵尸网络数据库方面进一步整合, 提升研发效率, 共享技术和数据库, 给客户提升更好的服务水平。

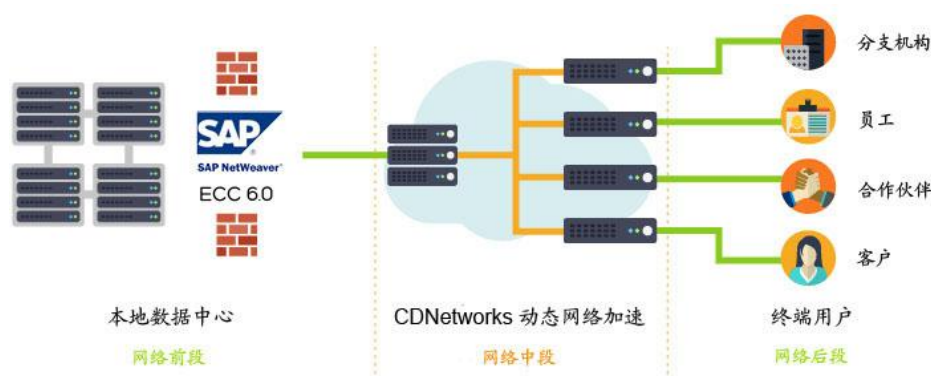
三、从 SAP 与 CDNW 合作测试看大客户需求

3.1、CDNW 与 SAP 合作介绍

SAP是全球企业管理系列软件龙头公司，为客户提供从人力资源管理到客户管理到供应链管理等系列IT软件。同时，利用其企业端部署或基于云的应用平台，客户能够快速、高效地运行现有应用、开发下一代应用，开展实时运营。SAP的重要革新在于帮助客户实现远程、实时软件运行、数据处理、工作安排。而实现此项技术的关键核心便在于利用CDN技术对软件内容及应用进行加速。CDNW是SAP Partner Edge®计划中的SAP软件解决方案和技术合作伙伴。

CDNW主要为SAP提供动态网络加速业务，动态加速业务最近两年一期的毛利率分别为78.69%，77.59%和76.64%，保持了较高且较稳定的水平。**从这个案例中可以管中窥豹，寻找高毛利的大客户主要关注的服务指标和业务特点的共性。**

图7：CDNW为SAP提供服务的概览



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

SAP在CDN供应商采购评选中最主要关注的性能点和CDNW中选的原因是：

1、全球节点部署，重点渗透新兴市场，保障全球加速体验：CDNW在全球98个主要城市拥有180余个CDN节点，满足全球各地用户的应用网络加速需求。同时，公司在包括中国、巴西、俄罗斯、印度在内的新兴市场拥有最完整的CDN业务布局，帮助SAP公司稳步拓展其在新兴市场的业务。

2、使用效率及安全性能保障：公司CDN基础上的附加服务通过密钥交换、数据加密、身份验证等方式提高客户数据的保密性和安全性。同时公司网络保障SAP服务的高可用性和使用效率。

我们认为以上两条标准对大多数SAP这一级别全球化布局的大客户都是重要的。

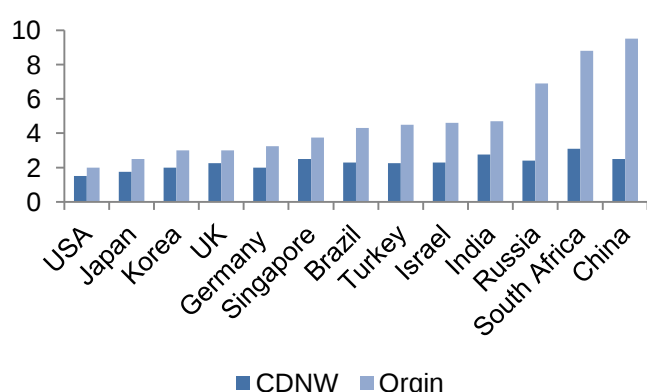
3.2、SAP 与 CDNW 合作测试的结果

CDNW与SAP就CDN对SAP全球终端用户的应用加速能力在SAP创新实验室进行了内部测试。测试对象为采集SAP企业核心组件6.0（SAP ECC 6.0，全称SAP Enterprise Central Component 6.0）后端系统企业数据的SAP企业集成平台。测试由第三方应用性能管理软件Compuware Gomez利用其覆盖全球的150,000+主干网、

160+国家的终端测试站点以及2,500+服务提供商完成。测试按小时运行，比较SAP软件运用CDN动态网页加速技术（DWA，全称Dynamic Web Acceleration）以及未运用该技术的功能、表现和可靠性。（CDNW白皮书《ACCELERATE SAP® APPLICATIONS WITH CDNETWORKS》）

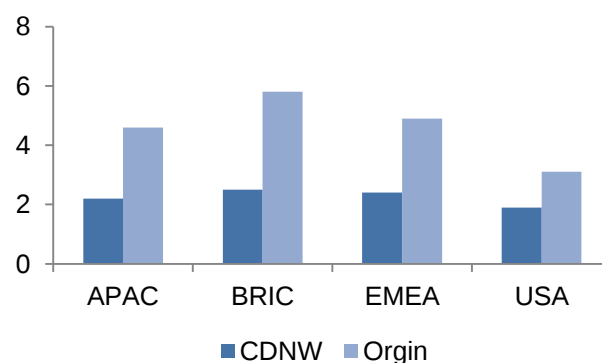
测试一是“欢迎界面”出现时间，公司使用动态加速技术帮助SAP提升52%全球平均响应时间（2.1倍速优于无动态加速技术情况）；测试二是“下载5M文件”耗时间，通过大量数据转移和TCP（Transmission Control Protocol，传输控制协议）优化，公司帮助SAP缩短66%全球平均下载速度（2.9倍速优于无动态加速技术情况）。两项测试中，响应速度均在全球各地取得了较稳定的结果，并在中国、印度、南非、俄罗斯等新兴市场取得了更优的表现。

图8：测试一“欢迎界面”测试结果（响应时间：秒）



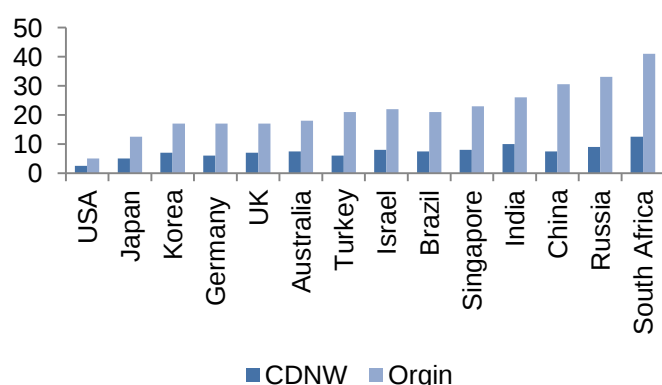
数据来源：CDNW 官方网站、广发证券发展研究中心

图9：测试一全球主要地区测试结果（响应时间：秒）



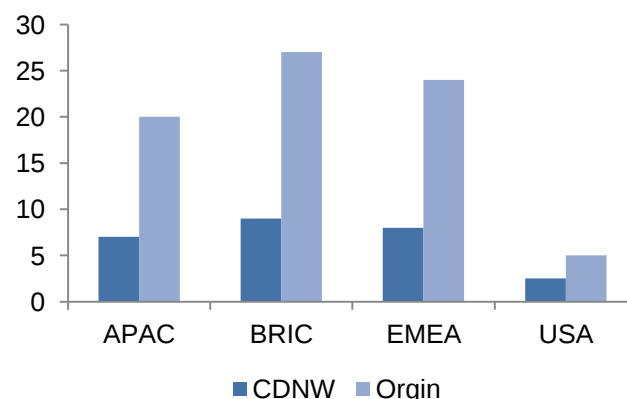
数据来源：CDNW 官方网站、广发证券发展研究中心

图10：测试二“下载文件”测试结果（下载时间：秒）



数据来源：CDNW 官方网站、广发证券发展研究中心

图11：测试二全球主要地区测试结果（下载时间：秒）

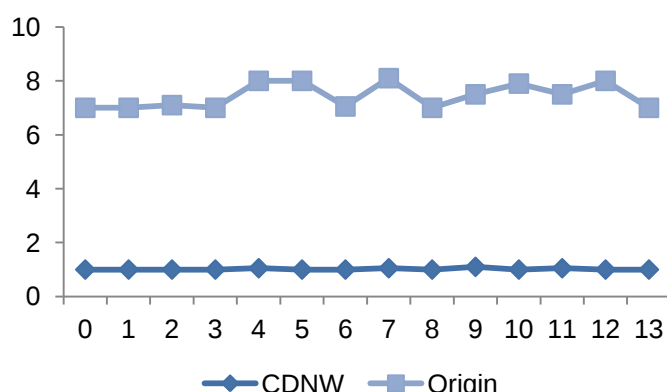
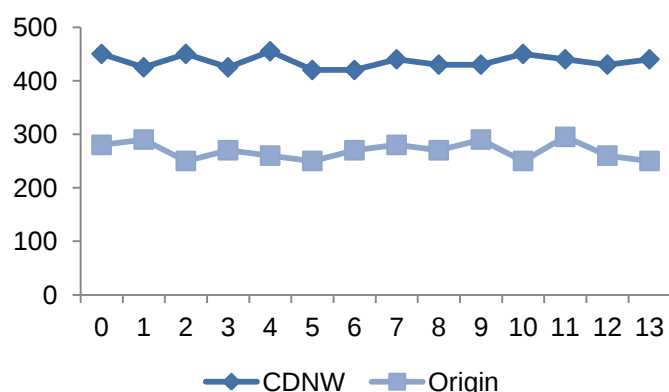


数据来源：CDNW 官方网站、广发证券发展研究中心

考虑到CDN除了性能提升的功能，稳定性和可靠性也是其核心功能。第三项测试针对SAP软件在有无CDNetworks支持下每分钟处理业务量（登录响应时间）进行观察。没有支持下，SAP软件每分钟可处理250-300业务量，耗时7-8秒，失败率为4%；而使用CDNetworks可以将访问量提升至400-450，耗时仅1秒，提升幅度达650%，失败率为0。由此CDN也保证了SAP应用程序的稳定性和可靠性。

图12: 单位时间 (分钟) 处理业务量量(次/分钟)

图13: 登录响应时间 (单位: 秒)



数据来源: CDNW 官方网站、广发证券发展研究中心

数据来源: CDNW 官方网站、广发证券发展研究中心

3.3、CDNW 为 SAP 提供的安全防控能力

公司产品在提升SAP软件性能的同时,可以最大程度的保证安全性。目前,主要采用以下四种方式:

- 高可用性: 通过高性能的基于云的CDN业务和云安全业务,保证网站和应用功能。
- 抗DDoS (Distributed Denial of Service, 分布式拒绝服务) 攻击: 通过自动和人工结合的方式精准有效的提供防DDoS机制告警,在攻击达到前迅速引流、清洗DDoS攻击。
- 数据安全: 通过TLS (Transport Layer Security, 传输层安全协议) /SSL (Secure Socket Layer, 安全接口层)、数字权限管理等,保证客户组织数据安全。
- 遵照标准: CDN基础设施和服务提供均遵从行业和政府标准。

从SAP客户案例上我们可以看出CDNW不仅提供了足够让客户满意的加速性能,而且也凭借其全球布局的资源满足了SAP这样客户遍布全球的国际化大公司对国际化业务通盘考虑的需求。同时CDNetworks能够提供信息安全等在CDN服务和资源基础上的增值服务是CDNW有效稳定SAP这样的大客户的主要原因。

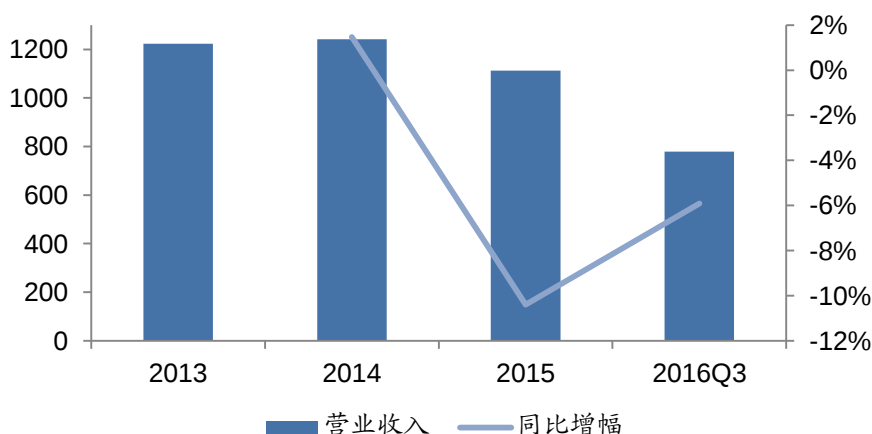
目前网宿科技在国内加速服务具备较强竞争力,在第三方加速服务中市场占有率已经超过50%,这背后依托的也是较强的技术及完善的资源而支撑的。但网宿科技海外业务占比并不高,资源的地理布局相对不够均衡,可想而知并不满足SAP这类大客户全球布局的需求。**此次并购的协同效应将大幅改善网宿科技在全球的布局,同时将CDNW服务全球大客户的经验和积累带入网宿的体系,为将来开发更多的大客户提供坚实基础。**

四、CDNW 财报分析

4.1、CDNW 基本财务数据

2015年公司营业收入规模达到6.18亿元，较2014年营业收入7.27亿元同比下降15%。2016年前三季度公司营业收入规模达到4.41亿元，年均整体降幅约为9.84%。报告期内，CDNW提供的服务流量从2014年的1545PB增长到2016年预测的1879PB，年均增长率约为10.81%，增长幅度较大。但营业收入有所下降，主要系韩国及美国在内的CDNW主要业务市场竞争加剧，产品单价下降所致。

图14：2013年-2016年Q3营业收入（亿韩元）及同比增幅

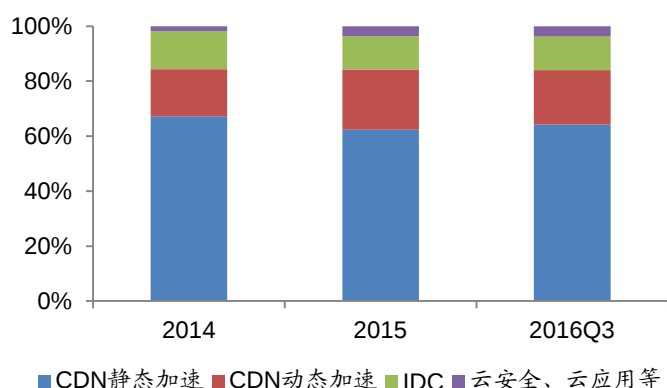


数据来源：CDNW 财报、广发证券发展研究中心

从主营业务分类收入来看，我们看到公司云安全、云应用等业务占营业收入比由2014年的1.91%增长至2016年前三季度的3.76%，虽然体量依然很小，但增长非常迅速，我们认为未来云安全、云应用也是公司未来拓展丰富业务类型、提升营业收入，继续壮大发展的关键。

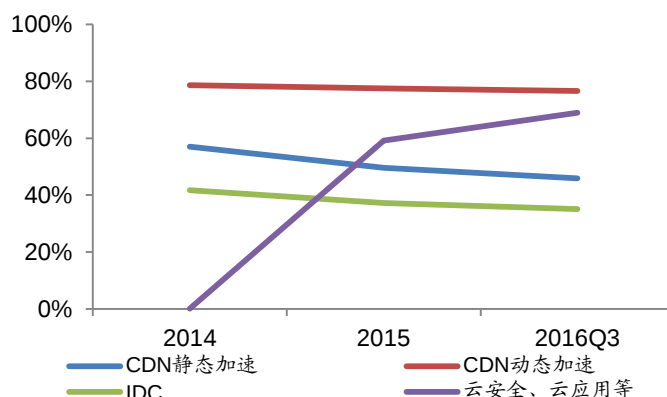
从各项业务毛利率看，公司IDC业务以及CDN静态加速业务毛利率近年在缓慢下滑，CDN动态加速业务毛利较高且下滑幅度较小。而云安全与云应用业务毛利率快速增长，且毛利较高，逼近CDN动态加速业务。随着CDNetworks在云业务的扩大，以及毛利进一步提升，云安全及云应用业务将成为公司利润支柱。

图15: 2014-2016年Q3公司业务分类收入占比



数据来源: CDNW 财报、广发证券发展研究中心

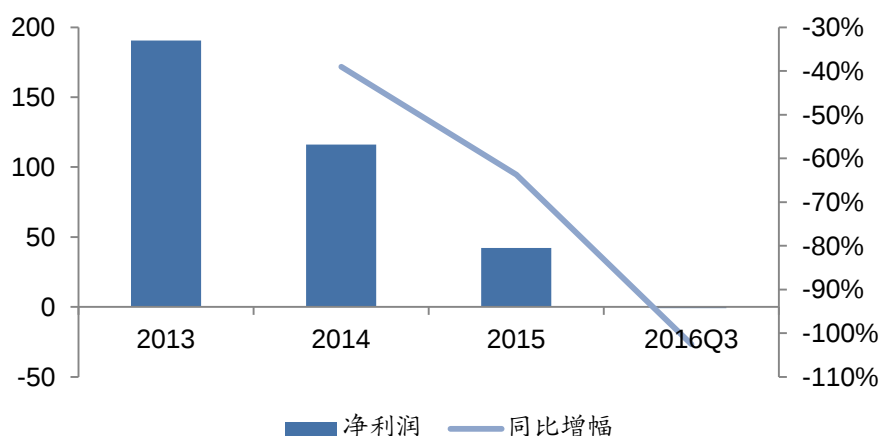
图16: 2014-2016年Q3公司各业务毛利率变化



数据来源: CDNW 财报、广发证券发展研究中心

公司净利润近三年呈逐步下降趋势，2014年度、2015年度和2016年前三季度净利润分别为6800万元、2343万元和-53.36万元。主要系全球市场竞争激烈，公司产品成本增速快于收入增速所致。2016年前三季度公司出现了小额亏损，净利润同比下滑幅度较大，主要原因系营业利润下滑的同时，受韩元兑美元及人民币汇率变动的影响，CDNW营业外支出大幅上升所致。也反映出公司现在面临较强的竞争压力，急需较大程度调整转型以摆脱目前的盈利下滑态势。

图17: 2013年-2016年Q3净利润（亿韩元）及同比增幅

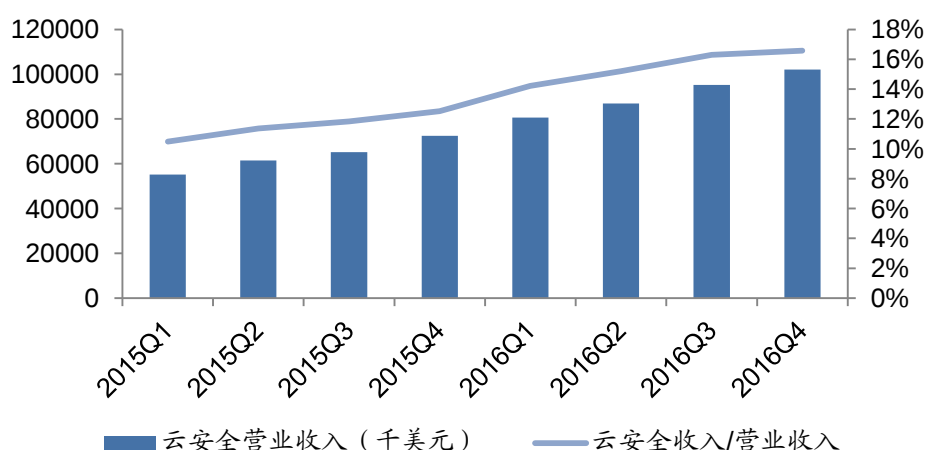


数据来源: CDNW 财报、广发证券发展研究中心

4.2、CDNW 与海外同行公司对比

在对比国际CDN行业其他龙头公司，我们可以发现这些公司的发展有一定相似性，例如Akamai的云安全收入最近两年也保持持续的高速增长，而收入占比也从15年Q1的小于12%提高到了16年Q4的接近17%。网宿和CDNW合并后有机会在云安全与云应用上进一步拓展，业务结构向CDN与云安全、云应用并进靠拢，进一步大量丰富CDN衍生的技术服务类型。

图18: 2015-2016年分季度Akamai云安全业务收入

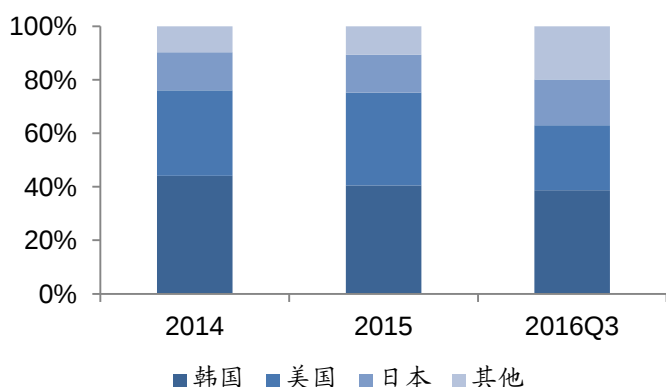


数据来源: Akamai、广发证券发展研究中心

从收入的全球地区分布来看,公司2014年起海外营业收入(主要系美国、日本、中国、非洲等)超过韩国营业收入,近年来海外占比呈逐渐上升趋势,2016年前三季度海外收入达到61%。公司全球布局的CDN网络成为了公司主要收入来源。全球化布局能够帮助公司避免受单一经济体互联网流量业务增长波动的制约,并能在未来及时抓住新兴市场爆发的机会。

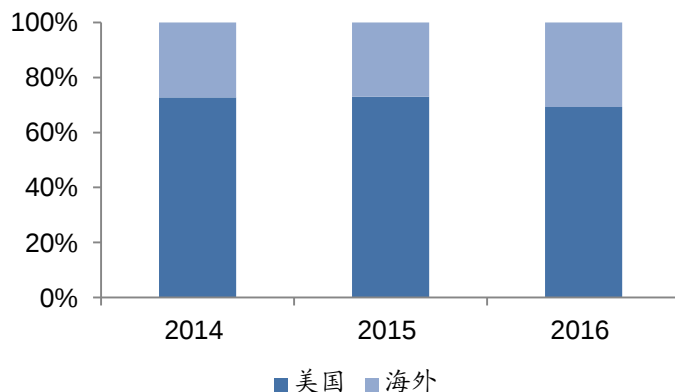
对比Akamai,2014年-2016年该公司非美国地区收入占比也在缓慢提升之中,这印证了国际化是CDN公司的普遍选择。而Akamai在美国地区收入占营业收入比接近70%,可见CDNW相比Akamai在地区依赖性上较低,并积极拓展新兴市场。

图19: 2014-2016年Q3公司地区分类收入占比



数据来源: CDNW 财报、广发证券发展研究中心

图20: 2014-2016年Akamai地区分类收入占比



数据来源: Akamai 财报、广发证券发展研究中心

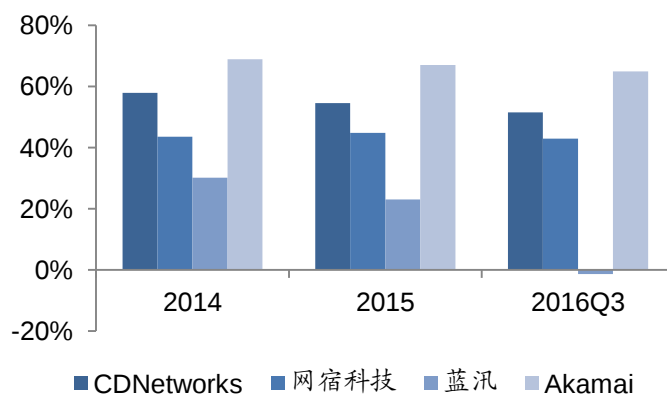
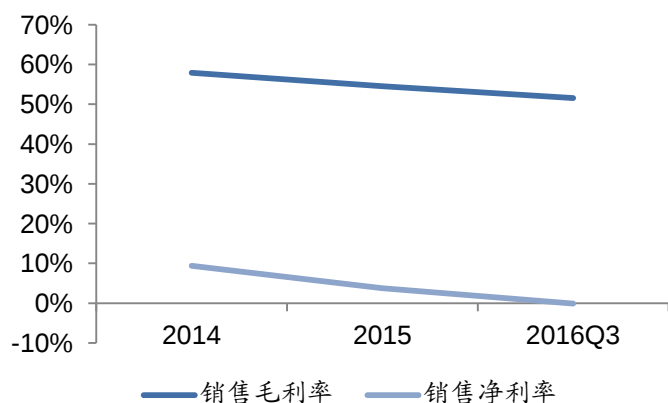
从销售毛利率看,2014年度、2015年度和2016年前三季度销售毛利率分别为57.92%、54.54%和51.54%,呈小幅下降趋势,主要系CDN静态加速业务受产品单价下降导致毛利率下降所致。从销售净利率看,2014年度、2015年度和2016年前三季度销售毛利率分别为9.36%、3.79%和-0.12%。2015年净利润下滑幅度较高,主要系2015年其CDN价格有所下降,但CDN投入成本较为固定所致。而2016年前三季度形

势继续恶化，但净利润率下滑幅度已有所减缓。

与CDN同行业公司相比，公司毛利率高于网宿科技和蓝汛，低于Akamai，高于行业平均水平。表明公司在营业成本方面控制良好，通过调整产品结构，增加高毛利市场（如欧洲）和高毛利产品（如动态加速业务，云安全、云应用等其他），并通过新技术优化成本，实现服务器成本下降，公司毛利率将进一步上升。

图21：2013-2016年Q3公司销售毛利率和销售净利率

图22：2013-2016年Q3同类型公司销售毛利率对比



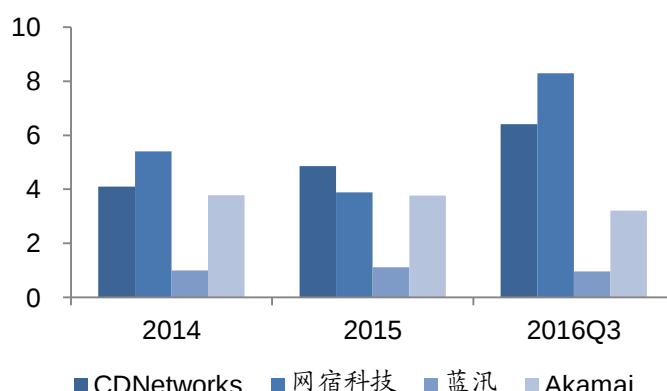
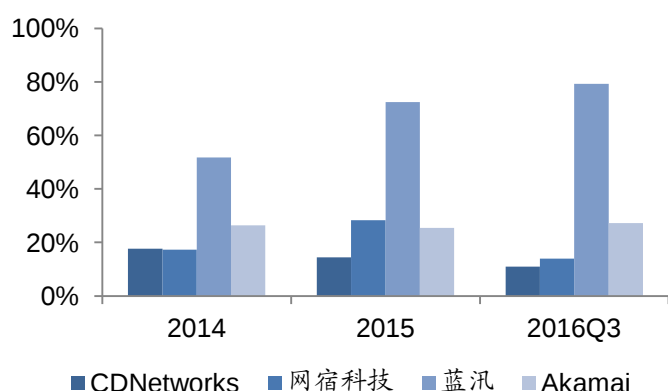
数据来源：CDNW 财报、广发证券发展研究中心

数据来源：各家公司财报、广发证券发展研究中心

报告期内，公司资产负债率水平较低，且低于行业平均水平，长期偿债风险不大。2016年前三季度资产负债率分别为17.66%、14.37%和10.97%，2015年和2016年前三季度资产负债率低于网宿科技、Akamai以及蓝汛。另外，公司在流动比率上高于网宿科技和Akamai，且整体高于行业平均水平，2016年前三季度流动比率为4.10，短期偿债能力和变现能力较强。主要原因系公司借款、应付账款较少，公司财务政策较为稳健，期望降低企业财务杠杆所致。

图23：2014-2016年Q3资产负债率与同行对比

图24：2014-2016年Q3流动比率与同行对比



数据来源：CDNW 财报、广发证券发展研究中心

数据来源：各家公司财报、广发证券发展研究中心

4.3、公司近年净利润持续下滑原因详解

单从报表上看，CDNW近年净利润下滑速度较快，2016年前三季度已出现亏损状态，考虑主业CDN行业季节性特点，2016全年度大幅好转概率不大。但仔细分析

其净利润下滑的原因,我们认为其为基本业务层面和非经常性损益层面叠加的结果,公司净利润下滑未来可能有所好转。

- 首先在2016年,公司出现了较大额度的汇兑影响,2014,15和16年1~9月间公司的营业外收入分别为72,546和-781万元(支出),其中汇兑损益分别为-53万、299万和-908万元,2016年1-9月,韩元兑美元及人民币汇率持续上升,导致CDNW出现汇兑损失,我们认为这一损失并不具备持续性。

根据网宿科技披露的敏感性测试结果,一篮子外币对韩元升值或贬值5%,CDNW将分别获得非经常损益616.61/-616.61万元。

- 最近三年净利润影响较大的第二个因素是税率的变化,最近两年一期的有效税率分别为33%、45%及105%,变动幅度巨大。CDNW有效税率整体较高,受包括扣缴的外国所得税、以前年度税款调整等因素的影响。根据CDNW截止2016年6月30日的中期财务报告,预计2016财年的加权平均有效税率为59%。我们认为所得税率变动的的影响消除后,最近两年净利润的下滑幅度将有所减少。

表4首先扣除了汇兑影响,再按照统一的59%的有效税率算出同口径下的净利润,从表4中我们可以看出调整后的净利润依然是下滑态势,但2016年前3季下滑态势相比2015年已有大幅度缓和,CDNW净利润最大的下滑发生在2015年。

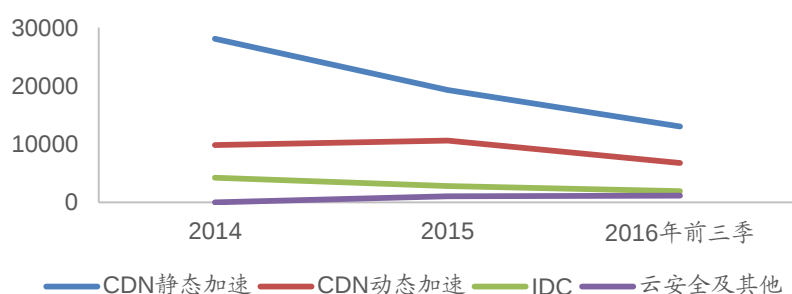
表 4: 调整汇兑并统一税率后 CDNW 的净利润(单位: 万元 ¥)

	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
营业利润	9327.5	3258.6	1559.2
加利息收入	791.3	461.0	279.5
减利息费用	17.5	16.6	20.7
加营业外收入	72.2	564.3	-781.5
扣除汇兑损益	-53.5	299.5	-908.5
调整后利润总额	10227.0	3967.9	1945.1
统一税率后所得税费用	6033.9	2341.0	1147.6
调整汇兑税率后净利润	4193.1	1626.8	797.5

数据来源: CDNW 公司财报、广发证券发展研究中心

从图25来看,毛利润下滑的最主要因素是低毛利率(从57%跌至46%)的CDN静态加速业务,其次是IDC业务。而CDN动态加速业务和云安全和云相关的业务2015年相比2014年的毛利仍然增长,而2016年前3季度考虑季节因素后,毛利也未必有大幅度的下降。另一方面,16年前3季度云相关业务毛利已经超过了2015年全年。

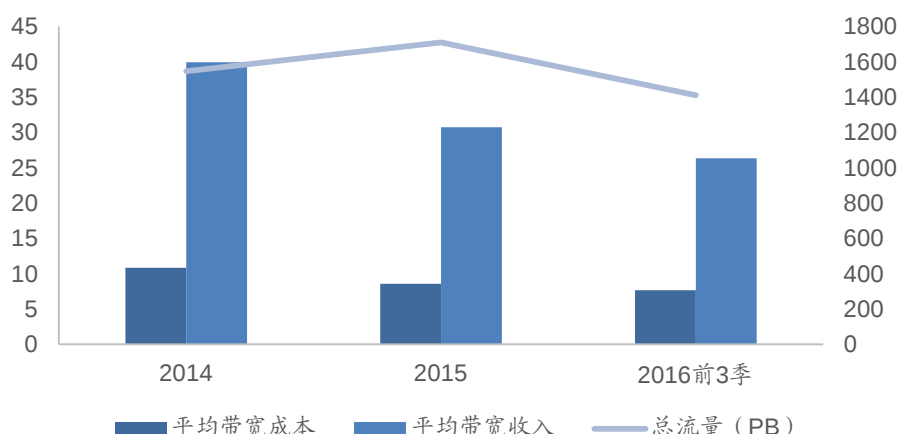
图25：2014至2016年前三季度CDNW各项业务毛利额（单位：万元¥）



数据来源：CDNW 公司财报、广发证券发展研究中心

公司公告显示，全球带宽成本在最近3年有所下降，从10.84万/PB下降到16年前三季度的7.63万/PB。但与此同时公司全球单位流量收入从14年的39.9万/PB下降到16年前三季的26.34/PB万。单位流量收入相比于成本多下降了约10W元/PB，这导致最近三年公司业务流量虽然持续增长，但毛利却依然快速下滑。

图26：CDNW全球带宽成本和收入(PB/万元)以及总流量（PB）



数据来源：网宿科技公告、广发证券发展研究中心

综上所述：CDNW最近三年净利润持续下滑是由多个因素叠加造成的：

- 16年前三季度相比15年受税率和汇兑损失影响较大，调整这些非经常因素并考虑行业季节性后16年前三季相对于15年下滑并不高；
- 最近三年单位流量的收入降幅大幅度大于带宽下降的速度，构成了公司毛利下降的主要因素，但这一态势主要影响的是低毛利，低技术含量低门槛的CDN静态加速业务，且毛利并不会无下限持续下滑，未来下滑幅度有望改善。另一方面15年动态加速，15、16年的云安全和相关业务毛利额都在持续增长。
- 即便不考虑并购协同效应，CDNW高毛利业务-动态CDN加速，云安全等能够继续保持增长态势，同时静态CDN加速业务的价格下滑能够基本稳住的情况下，再排除汇兑和税务变动的影响，公司净利润能够稳住或增长。

五、联通推出无限流量套餐，关注移动业务机会

中国联通于17年2月末推出了“无限流量套餐”，该套餐内398元/月档可使用无限流量（单月累计超过一定使用量后网络服务质量可能从4G变为3G）。我们认为联通这一新套餐符合“运营商降低资费”的国家大政策，若是市场反应良好，其他运营商同行或许不会坐视，市场的竞争会进一步刺激流量增长。目前这一套餐刚推出不久，推广和客户使用情况有待观察。

无限流量套餐如果能过大面积推广，将能显著带动移动视频类业务的发展，进一步利好网宿相关业务。但目前我们认为仍需观察：

- 考虑到398元/月较高的价格，无限流量套餐的普及情况有待观察；
- 用户在购买该套餐后是否会显著增加网络的负载从而提升CDN业务需求有待观察，提升的业务量目前较难估算；
- 这一业务刚刚展开，同时考虑网宿科技去年一季报业绩基数较高，因此该套餐是否能带来显著变化有待观察。

我们认为从长期看，随着电信资费的降低，移动视频、在线游戏为代表的重度应用越来越多的跑到移动网络上，大带宽消耗将利好有移动加速业务的相关厂商，尽管传导到CDN需求需要时间，未必在短期令财报明显变化，但对中长期的流量消费增长趋势仍是有利支持。

盈利预测

由于本次重大资产重组事项仍需要诸多审批环节，尚存在较大不确定性，因此我们在本篇报告中暂时不考虑并购后的协同效应，也不计入并表带来的收入和利润，以及相关并购操作的一次性费用以及内保外贷的长期财务费用。

基于16年三季报及本次16年业绩预告，考虑到市场实际竞争的态势，我们小幅下调公司16/17年的收入增速，但预测公司的收入增速依然能略高于整个行业预测的平均增速。我们预测未来毛利率将更趋于稳定。同时考虑到公司社区云和海外CDN建设项目的投入有一定的不确定性，费用率将不会有明显的下降。

我们预测公司2016-2018年营业收入增长为50.5%、46.9%、42.9%，营业收入分别为44.1、64.8、92.6亿元；净利润增长分别为50.5%、42.2%、42.2%，净利润为12.5亿、17.8亿、25.3亿元；维持“买入”评级。

风险提示

- 社区云等新业务的推广有一定挑战和不确定性；
- 港股发行事宜仍需相关监管批准，存在较大不确定性；
- 海外业务的政策风险；海外并购存在一定的审批风险和不确定性；
- 并购海外公司后整合并发挥协同效应存在挑战。
- 网宿以中国为主的网络与此次标的公司欧美日韩印等地的网络的互联互通在技术和政策层面是否有障碍或挑战需要验证。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1578	2789	4188	5846	7983
货币资金	762	1050	2463	3710	5395
应收及预付	369	770	746	1138	1556
存货	17	47	57	76	111
其他流动资产	430	921	921	921	921
非流动资产	400	717	4366	4911	5659
长期股权投资	0	0	0	2000	4000
固定资产	306	466	3210	2332	1373
在建工程	0	0	1035	462	176
无形资产	81	121	101	97	90
其他长期资产	13	130	20	20	20
资产总计	1978	3506	8554	10757	13642
流动负债	292	717	794	1240	1671
短期借款	0	26	0	0	0
应付及预收	292	691	794	1240	1671
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	50	275	274	274	274
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	275	274	274	274
负债合计	342	992	1069	1514	1946
股本	317	708	793	793	793
资本公积	440	127	3764	3764	3764
留存收益	879	1663	2914	4676	7134
归属母公司股东权	1637	2497	7471	9233	11691
少数股东权益	0	11	8	4	-1
负债和股东权益	1978	3506	8554	10757	13642

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1911	2932	4447	6373	8988
营业成本	1078	1619	2536	3613	5087
营业税金及附加	30	4	7	10	13
销售费用	160	201	285	408	575
管理费用	193	323	458	656	926
财务费用	-17	-15	-52	-93	-137
资产减值损失	6	17	28	15	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	32	24	28	26
营业利润	477	815	1210	1792	2534
营业外收入	38	68	120	75	70
营业外支出	13	4	9	6	8
利润总额	501	878	1321	1860	2596
所得税	18	49	73	102	143
净利润	484	830	1248	1758	2453
少数股东损益	0	-2	-3	-4	-5
归属母公司净利润	484	831	1251	1762	2458
EBITDA	549	909	1769	2723	3469
EPS (元)	1.52	1.17	1.58	2.22	3.10

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	522	718	1837	2733	3426
净利润	484	830	1248	1758	2453
折旧摊销	99	125	607	1037	1083
营运资金变动	-36	-221	88	20	-37
其它	-25	-16	-107	-82	-73
投资活动现金流	-628	-917	-4121	-1486	-1742
资本支出	-147	-380	-4144	486	232
投资变动	-458	-537	24	-1972	-1974
其他	-24	0	0	0	0
筹资活动现金流	-6	404	3697	0	0
银行借款	0	247	-26	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	29	51	3722	0	0
其他	-35	106	0	0	0
现金净增加额	-113	205	1413	1247	1684
期初现金余额	565	762	1050	2463	3710
期末现金余额	453	967	2463	3710	5395

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	58.6	53.4	51.7	43.3	41.0
营业利润增长	87.2	70.7	48.5	48.1	41.4
归属母公司净利润增长	104.0	71.9	50.5	40.8	39.5
获利能力(%)					
毛利率	43.6	44.8	43.0	43.3	43.4
净利率	25.3	28.3	28.1	27.6	27.3
ROE	29.6	33.3	16.7	19.1	21.0
ROIC	49.7	50.4	22.0	45.4	98.9
偿债能力					
资产负债率(%)	17.3	28.3	12.5	14.1	14.3
净负债比率	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	5.40	3.89	5.27	4.72	4.78
速动比率	5.23	3.76	5.15	4.61	4.66
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.07	0.74	0.66	0.74
应收账款周转率	7.67	5.97	6.83	6.37	6.59
存货周转率	39.07	51.17	44.31	47.49	45.85
每股指标(元)					
每股收益	1.52	1.17	1.58	2.22	3.10
每股经营现金流	1.64	1.01	2.32	3.45	4.32
每股净资产	5.16	3.53	9.42	11.64	14.74
估值比率					
P/E	31.6	51.1	39.7	28.2	20.2
P/B	9.3	17.0	6.7	5.4	4.3
EV/EBITDA	26.4	45.6	26.7	16.9	12.8

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997 年起先后在数家 IT 行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010 年 7 月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机行业研究工作, 2014 年 1 月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013 年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

免责声明

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

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

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

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