

2017年03月07日

# 网宿科技 (300017.SZ)

## 动态分析

### 低估值高成长行业龙头，CDN 业务国际化拓展迈出坚实一步

#### 投资要点

- ◆ **国内 CDN 市场高速发展，公司龙头地位有望进一步巩固**：基于我国 CDN 流量占比相比亚太和国际平均水平仍然处于较低位置以及过去五年我国 CDN 市场增速远远高于国际平均水平这两个事实，我们认为未来 3 年，我国 CDN 流量增速将高于亚太区域增速，以 2015 年我国 CDN 市场 56 亿元的规模来计算，若取定 CDN 流量年增长率为 45%，2018 年我国 CDN 市场规模将超过 170 亿元；网宿科技 CDN 业务的毛利率在 2012 年-2015 年期间持续领先于竞争对手，我们认为公司龙头地位有望进一步巩固。
- ◆ **拟收购 CDNW 公司，CDN 业务国际化拓展迈出坚实一步**：未来几年，随着新兴经济地区的迅速崛起，国际及地区间交流的日益密切，CDN 流量渗透率有望加速增长。受益于较低的基数水平，到 2018 年，亚太地区将成为全球最重要的 CDN 细分市场，CDN 流量规模远超欧美。CDNW 在东亚、东南亚、美洲、俄罗斯、欧洲、中东和非洲拥有较好的 CDN 节点布局，尤其是南非、坦桑尼亚、埃及、南美、中欧和东欧公司目前尚未覆盖或覆盖很少的地区，可以与公司形成优势互补。
- ◆ **投资建议**：根据公司发布的 2016 年业绩预告数据显示，2016 年公司的 EPS 达到了 1.618 元，对应 2017 年 3 月 7 日收盘价的 PE 约 33.5 倍，与行业平均水平相比较，处于低位。我们预计，2017 年公司的收入仍将维持高速增长，行业龙头地位有望进一步巩固。因此，我们认为公司是低估值高成长的行业龙头。我们预测公司 2017 年至 2018 年每股收益分别为 2.41 和 3.91 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 72 元。
- ◆ **风险提示**：1、CDN 市场竞争加剧和客户自建 CDN 比例加大，使公司 CDN 业务毛利率下降；2、宏观经济发展不及预期，使得 CDN 行业需求增长不及预期；3、公司收购 CDNW 公司不成功。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,910.8	2,931.7	4,446.5	6,670.1	10,028.5
同比增长(%)	58.6%	53.4%	51.7%	50.0%	50.4%
营业利润(百万元)	477.2	814.6	1,271.7	1,909.8	3,142.3
同比增长(%)	87.2%	70.7%	56.1%	50.2%	64.5%
净利润(百万元)	483.7	831.3	1,283.8	1,910.0	3,098.5
同比增长(%)	104.0%	71.9%	54.4%	48.8%	62.2%
每股收益(元)	0.61	1.05	1.62	2.41	3.91
PE	114.3	66.5	43.1	28.9	17.8
PB	33.8	22.1	15.3	10.7	7.2

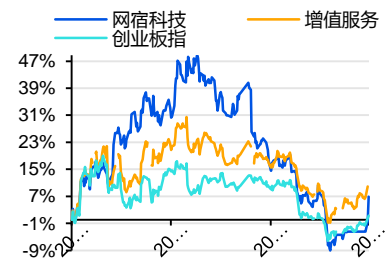
数据来源：Wind，华金证券研究所

通信   增值服务 III	
投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	72 元
股价(2017-03-07)	54.26 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	43,377.57
流通市值(百万元)	28,171.25
总股本(百万股)	799.44
流通股本(百万股)	519.19
12 个月价格区间	45.60/76.50 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.18	0.15	-7.89
绝对收益	13.25	-6.66	-4.11

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20655640

#### 报告联系人

朱琨  
 zhukun@huajinsec.cn  
 021-20655647

#### 相关报告

- 网宿科技：国内 CDN 市场仍将高速发展，公司龙头地位将进一步巩固 2016-09-30
- 网宿科技：受益于行业红利持续释放，2016 年 H1 归母净利润增长超 80% 2016-08-06
- 网宿科技：2015 年净利润增长长达 72.10%，市场占有率超 50% 2016-06-20
- 网宿科技：独孤求败，2015 年净利润增长长达 72.10%，市场占有率超 50% 2016-02-25
- 网宿科技：精准符合预期，公司经营业绩一枝独秀 2016-01-12

## 内容目录

<b>一、国内 CDN 市场高速发展，公司龙头地位有望进一步巩固</b> .....	
(一) 移动流量快速增长，助力 CDN 市场高速增长 .....	
1、我国移动流量规模快速增长，2016 年用户月均流量增速接近 100% .....	
2、受益于流量快速增长，2018 年我国 CDN 市场有望达 170 亿元 .....	
(二) 经营质量领先竞争对手，公司龙头地位有望进一步巩固 .....	
<b>二、拟收购 CDNW 公司，CDN 业务国际化拓展迈出坚实一步</b> .....	
(一) 新兴市场 CDN 流量渗透率较低，竞争格局未定 .....	
(二) CDNW 公司的海外节点资源可与公司形成互补 .....	
<b>三、公司是低估值高成长行业龙头，维持买入-A 评级</b> .....	
<b>四、风险提示</b> .....	

## 图表目录

图 1：2012 年-2016 年中国移动互联网用户月均流量情况 .....	
图 2：2012 年-2015 年中国 CDN 市场结构情况 .....	
图 3：2012 年-2015 年公司与主要竞争对手 CDN 业务毛利率对比 .....	
表 1：2016 年-2018 年亚太区域 CDN 流量情况 .....	

## 一、国内 CDN 市场高速发展，公司龙头地位有望进一步巩固

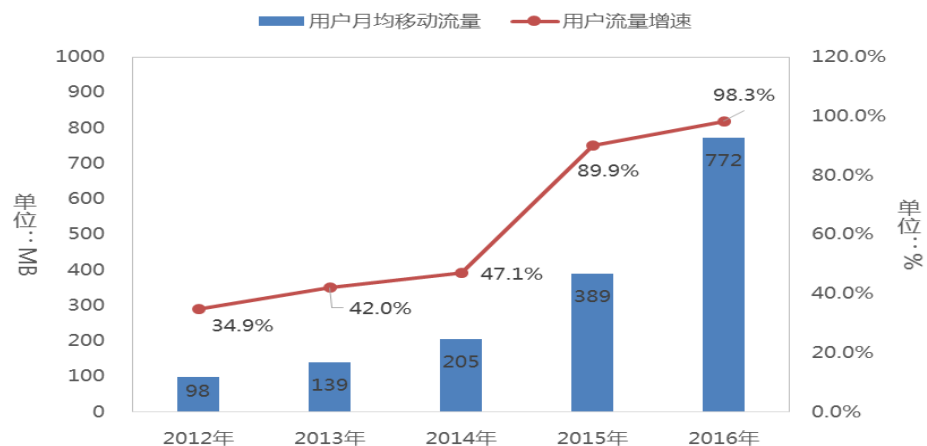
### （一）移动流量快速增长，助力 CDN 市场高速增长

#### 1、我国移动流量规模快速增长，2016 年用户月均流量增速接近 100%

2016 年，在 4G 移动电话用户大幅增长、移动互联网应用加快普及的带动下，移动互联网接入流量消费达 93.6 亿 G，同比增长 123.7%，比上年提高 20.7 个百分点。全年月户均移动互联网接入流量达到 772M，同比增长 98.3%。其中，通过手机上网的流量达到 84.2 亿 G，同比增长 124.1%，在总流量中的比重达到 90.0%。固定互联网使用量同期保持较快增长，固定宽带接入时长达 57.5 万亿分钟，同比增长 15.0%。

据 CAICT 的预测数据显示，预计 2016 至 2020 年间，我国移动互联网用户人均月流量消耗增长将近 13 倍，2020 年人均移动流量将接近 5GB/月，年化增长率约 67%。

图 1：2012 年-2016 年中国移动互联网用户月均流量情况



资料来源：工信部，华金证券研究所

#### 2、受益于流量快速增长，2018 年我国 CDN 市场有望达 170 亿元

根据思科公司发布的 VNI 报告数据显示，2016 年-2018 年亚太区域的 CDN 流量将快速增长。从 2015 年的 5590PB/Month 增长到 2018 年的 15115PB/Month，年化增长率约 40%。

表 1：2016 年-2018 年亚太区域 CDN 流量情况

	2016 年	2017 年	2018 年
CDN 流量 ( PB/Month )	7807	10924	15115
增长率	39.7%	39.9%	38.4%

资料来源：Cisco，华金证券研究所

基于我国 CDN 流量占比相比亚太和国际平均水平仍然处于较低位置以及过去五年我国 CDN 市场增速远远高于国际平均水平这两个事实，我们认为未来 3 年，我国 CDN 流量增速将高于亚太区域增速。

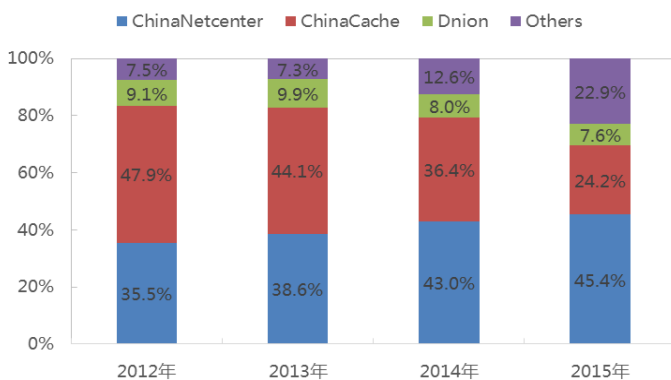
以 2015 年我国 CDN 市场 56 亿元的规模来计算，若取定 CDN 流量年增长率为 45%，2018 年我国 CDN 市场规模将超过 170 亿元。

## （二）经营质量领先竞争对手，公司龙头地位有望进一步巩固

根据 CAICT 发布的数据以及 Wind 资讯提供的网宿科技、蓝汛以及帝联科技的财务数据显示：2012 年-2015 年期间，在其他厂商市场份额受到冲击的同时，网宿科技的市场份额占比稳步提升，由 2012 年 35.5% 提升至 2015 年的 45.4%，并在 2014 年成功超越中国 CDN 市场的领先厂商蓝汛成为市场龙头。蓝汛的市场份额则从 2012 年的 47.9% 下降至 2015 年 24.2%，帝联科技的市场份额由 2012 年的 9.1% 下降至 2015 年的 7.6%。

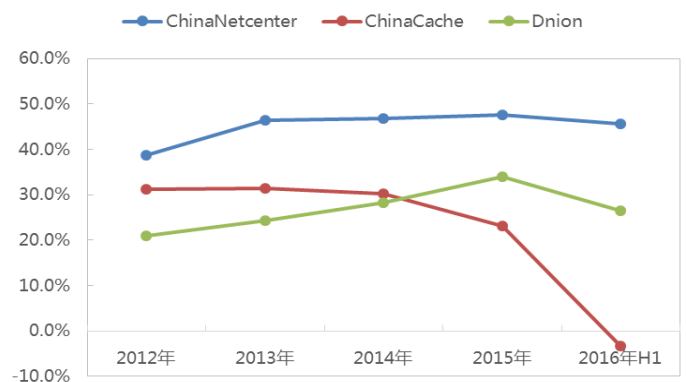
此外，网宿科技 CDN 业务的毛利率在 2012 年-2015 年期间持续领先于竞争对手。自 2013 年起，网宿科技 CDN 业务的毛利率就稳定在 45% 以上，而竞争对手蓝汛和帝联科技只有大约 30% 左右。

图 2：2012 年-2015 年中国 CDN 市场结构情况



资料来源：CAICT，Wind，华金证券研究所

图 3：2012 年-2015 年公司主要竞争对手 CDN 业务毛利率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

2016 年 H1，由于阿里云和腾讯云等互联网公司的加入以及又拍云和星域 CDN 等创业公司的加入，国内的 CDN 市场竞争加剧。因此，网宿科技的毛利率也受到了一定的冲击。与 2015 年 H1 相比，网宿科技的毛利率下降了大约 1.62 个百分点；而帝联科技和蓝汛的毛利率下降的趋势更加明显。帝联科技的毛利率下降了 8.2 个百分点，而蓝汛的毛利率则从去年的同期的 28.49% 变成负数。

我们认为，网宿科技的经营质量大幅领先主要竞争对手的原因有：1) 公司的节点数量以及带宽大幅领先同行；2) 公司产品范围更加丰富，能够为用户提供定制或者半定制化的服务；3) 受益于公司优质的基础资源以及丰富的产品，公司能够给客户id提供高质量的服务。

## 二、拟收购 CDNW 公司，CDN 业务国际化拓展迈出坚实一步

2017 年 3 月 4 日，公司发布公告称：2017 年 2 月 17 日，网宿科技子公司香港网宿与 KDDI 签署了《股权购买协议》。根据该协议，香港网宿拟通过现金方式向 KDDI 购买其持有的 CDNW 公司 12149768 股股份。

## （一）新兴市场 CDN 流量渗透率较低，竞争格局未定

由于发展阶段不同，经济实力迥异，地区间的互联网发展水平以及与之高度相关的 CDN 行业发展水平呈现巨大差异。相较于欧美等成熟的 CDN 市场，由于亚洲、拉丁美洲、中东欧等新兴经济地区的互联网发展相对滞后，其 CDN 流量渗透率较低，市场竞争并不激烈。

根据思科 VNI 的统计，除北美及西欧 CDN 技术发展历史较长，市场成熟的地区 CDN 流量渗透率接近或超过 50%以外，全球其他地区的 CDN 流量渗透率均低于 25%，目前较具实力的国际 CDN 服务提供商大多集中于北美业务，在亚非拉等地区市场中并未形成显著的竞争优势，该等地区的 CDN 行业竞争格局尚未明晰。

未来几年，随着新兴经济地区的迅速崛起，国际及地区间交流的日益密切，CDN 流量渗透率有望加速增长。受益于较低的基数水平，到 2018 年，亚太地区将成为全球最重要的 CDN 细分市场，CDN 流量规模远超欧美。

## （二）CDNW 公司的海外节点资源可与公司形成互补

CDNW 目前在全球已部署了 180 余个节点，拥有 4.2T 储备带宽，这些节点覆盖 49 个国家的 98 个城市。CDNW 在东亚、东南亚、美洲、俄罗斯、欧洲、中东和非洲拥有较好的 CDN 节点布局，尤其是南非、坦桑尼亚、埃及、南美、中欧和东欧公司目前尚未覆盖或覆盖很少的地区，可以与公司形成优势互补。

## 三、公司是低估值高成长行业龙头，维持买入-A 评级

根据公司发布的 2016 年业绩预告数据显示，2016 年公司的 EPS 达到了 1.618 元，对应 2017 年 3 月 7 日收盘价的 PE 约 33.5 倍，与行业平均水平相比较，处于低位。我们预计，2017 年公司的收入仍将维持高速增长，行业龙头地位有望进一步巩固。

因此，我们认为公司是低估值高成长的行业龙头，维持买入-A 评级。我们预测，2017 年-2018 年公司 EPS 分别为：2.41 元和 3.91 元。6 个月目标价 72 元。

## 四、风险提示

- 1、CDN 市场竞争加剧和客户自建 CDN 比例加大，使公司 CDN 业务毛利率下降；
- 2、宏观经济发展不及预期，使得 CDN 行业需求增长不及预期；
- 3、公司收购 CDNW 公司不成功。

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1,910.8	2,931.7	4,446.5	6,670.1	10,028.5	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,078.1	1,619.4	2,521.1	3,944.7	5,693.2	营业收入增长率	58.6%	53.4%	51.7%	50.0%	50.4%
营业税费	29.6	4.5	44.5	60.1	253.7	营业利润增长率	87.2%	70.7%	56.1%	50.2%	64.5%
销售费用	159.5	200.7	230.3	305.5	366.0	净利润增长率	104.0%	71.9%	54.4%	48.8%	62.2%
管理费用	192.9	323.0	398.4	506.3	677.9	EBITDA 增长率	84.1%	65.3%	56.7%	50.8%	61.3%
财务费用	-17.0	-15.5	-8.6	-14.2	-49.7	EBIT 增长率	94.6%	73.6%	58.1%	50.1%	63.2%
资产减值损失	5.7	17.3	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	110.9%	70.0%	57.3%	50.1%	63.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	52.1%	57.5%	124.4%	3.4%	7.3%
投资和汇兑收益	15.3	32.4	31.0	62.0	75.0	净资产增长率	43.7%	53.7%	44.6%	42.0%	48.0%
<b>营业利润</b>	477.2	814.6	1,271.7	1,909.8	3,142.3	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	24.2	63.8	94.0	122.1	154.0	毛利率	43.6%	44.8%	43.3%	40.9%	43.2%
<b>利润总额</b>	501.4	878.5	1,365.7	2,031.9	3,296.3	营业利润率	25.0%	27.8%	28.6%	28.6%	31.3%
减:所得税	17.7	48.9	81.9	121.9	197.8	净利润率	25.3%	28.4%	28.9%	28.6%	30.9%
<b>净利润</b>	483.7	831.3	1,283.8	1,910.0	3,098.5	EBITDA/营业收入	29.2%	31.4%	32.5%	32.7%	35.0%
						EBIT/营业收入	24.1%	27.3%	28.4%	28.4%	30.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	17.3%	28.3%	37.2%	26.0%	16.3%
货币资金	762.2	1,050.3	1,600.7	2,401.2	4,137.9	负债权益比	20.9%	39.5%	59.3%	35.1%	19.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.40	3.89	3.59	4.02	6.93
应收帐款	335.2	725.4	830.9	1,059.0	1,281.0	速动比率	5.35	3.82	3.53	3.95	6.82
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-27.08	-51.65	-147.34	-133.20	-62.25
预付帐款	34.2	44.9	78.2	114.4	163.6	<b>营运能力</b>					
存货	16.6	46.7	89.3	100.3	127.7	固定资产周转天数	52	47	42	35	27
其他流动资产	429.8	921.3	2,356.1	2,356.1	2,356.1	流动营业资本周转天数	76	96	149	142	97
可供出售金融资产	-	15.0	30.0	30.0	30.0	流动资产周转天数	251	268	313	296	253
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	51	65	63	51	42
长期股权投资	-	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	5	4	6	5	4
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	317	337	376	345	289
固定资产	306.3	465.7	582.9	700.9	827.3	投资资本周转天数	134	136	177	166	117
在建工程	-	-	0.5	0.3	0.3	<b>费用率</b>					
无形资产	74.5	106.9	100.6	94.9	86.3	销售费用率	8.3%	6.8%	5.2%	4.6%	3.7%
其他非流动资产	18.9	129.6	121.9	118.5	117.4	管理费用率	10.1%	11.0%	9.0%	7.6%	6.8%
<b>资产总额</b>	1,977.7	3,505.7	5,791.2	6,975.8	9,127.6	财务费用率	-0.9%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.5%
短期债务	-	25.8	660.4	513.7	-	三费/营业收入	17.6%	17.3%	13.9%	12.0%	9.9%
应付帐款	155.1	466.6	439.0	617.8	728.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	29.6%	33.2%	35.4%	37.1%	40.6%
其他流动负债	136.9	224.7	279.9	368.5	435.3	ROA	24.5%	23.7%	22.2%	27.4%	33.9%
长期借款	-	-	481.2	-	-	ROIC	78.8%	88.0%	87.9%	58.8%	92.8%
其他非流动负债	49.6	274.7	295.0	312.0	321.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	341.7	991.8	2,155.4	1,812.0	1,485.1	DPS(元)	0.06	0.20	0.32	0.48	0.78
少数股东权益	-	10.8	10.8	10.8	10.8	分红比率	9.8%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	317.3	708.0	793.3	793.3	793.3	股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	1.1%
留存收益	1,319.2	1,789.6	2,831.6	4,359.6	6,838.4						
<b>股东权益</b>	1,636.0	2,513.9	3,635.7	5,163.7	7,642.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	483.7	829.6	1,283.8	1,910.0	3,098.5	EPS(元)	0.61	1.05	1.62	2.41	3.91
加:折旧和摊销	98.8	125.3	181.8	282.8	420.3	BVPS(元)	2.06	3.16	4.57	6.50	9.62
资产减值准备	5.7	17.3	-	-	-	PE(X)	114.3	66.5	43.1	28.9	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	33.8	22.1	15.3	10.7	7.2
财务费用	-15.2	-12.3	-8.6	-14.2	-49.7	P/FCF	290.8	152.0	76.8	46.9	23.5
投资损失	-15.3	-32.4	-31.0	-62.0	-75.0	P/S	28.9	18.9	12.4	8.3	5.5
少数股东损益	-	-1.8	-	-	-	EV/EBITDA	26.0	44.8	37.9	24.5	14.5
营运资金的变动	-166.6	-561.1	-1,560.7	12.5	-110.7	CAGR(%)	58.1%	55.2%	75.6%	58.1%	55.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	521.9	718.0	-134.8	2,129.0	3,283.4	PEG	2.0	1.2	0.6	0.5	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-628.4	-916.8	-277.2	-333.0	-463.0	ROIC/WACC	7.6	8.5	8.5	5.7	9.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-6.2	397.8	962.4	-995.6	-1,083.8						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn