

网宿科技 (300017.SZ)

16年业绩符合预期，短期竞争仍然激烈

公司发布 2016 年度年报，全年实现营业总收入 44.47 亿元，同比增长 52%；归母净利润为 12.50 亿元，同比增长 50%；扣非净利润为 11.28 亿元，同比增长 51%，其中非经常性损益为 1.22 亿元。期末总资产 86.63 亿元。

公司公布 2017 年一季报预告，预计归母净利润 1.69 亿元~2.42 亿元，中值 2.06 亿元，同比增长-30%~0%，中值-15%。预计扣非净利润 1.57 亿元~2.29 亿元，中值 1.93 亿元，同比增长-26%~7.5%，中值-9%。

● 一季报显示公司仍承受较大的市场竞争压力

公司一季报预告显示公司 Q1 单季净利润可能同比下滑，为近年首次出现。公司认为 2017 年第一季度，国内 CDN 市场竞争激烈，市场价格明显下降，从而导致公司毛利率下降，进而导致了公司利润可能出现同比下滑。

● 16年 Q4 营收/净利润同比和环比增速下降，毛利率下降较为明显

对比近三年公司 Q4 的收入和净利润同比及环比增速，可以发现 16 年 Q4 各项增速都有较大幅度的下降。营收增速下降表明公司面临了较强的市场竞争压力，而毛利率和净利润增速下降则表明公司主营业务产品价格存在压力。16 年 Q4 环比 Q3 毛利率又下滑了 2.24%，相比于 Q3 对 Q2 的 1.85% 有所扩大。公司毛利率下降能否扭转还需要一季度财报最终数字才能确认。

● 预测 17-19 年 EPS 为 1.97 元/股、2.43 元/股、2.97 元/股

暂不考虑拟收购公司并表，H 股增发等事项的影响，我们预测公司 2017-2019 年营业收入增长为 33.0%、28.7%、24.2%，营业收入分别为 59.1、76.0、94.5 亿元；净利润增长分别为 26.3%、23.2%、22.3%，净利润为 15.8、19.4、23.8 亿元；对应 PE 分别为 27/22/18 倍，给予“谨慎增持”评级。

● 风险提示

行业竞争态势还需要一段时间才可能企稳；海外并购短期效应不会明显具有不确定性；今年尚未有爆款的下流新应用催生新增量。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,931.66	4,446.53	5,912.03	7,607.26	9,448.71
增长率(%)	53.43%	51.67%	32.96%	28.67%	24.21%
EBITDA(百万元)	909.40	1,285.91	1,767.26	2,189.96	2,620.63
净利润(百万元)	831.35	1,250.40	1,579.23	1,944.87	2,377.87
增长率(%)	71.87%	50.41%	26.30%	23.15%	22.26%
EPS(元/股)	1.174	1.560	1.970	2.426	2.967
市盈率(P/E)	57.84	34.37	27.20	22.09	18.07
市净率(P/B)	17.00	5.88	4.84	3.97	3.25
EV/EBITDA	45.58	30.91	22.78	18.45	14.83

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

52.53 元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-14

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 2017-03-05
海外收购, 扩张欧美和亚洲市场

网宿科技(300017.SZ): 业 2017-02-28
绩符合预期, 静待新业务发力

联系人:

张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

公司发布年报和一季报业绩预告

公司发布2016年度年报:

- 2016年营业总收入44.47亿元, 同比增长52%;
- 2016年归母净利润为12.50亿元, 同比增长50%;
- 2016年扣非净利润为11.28亿元, 同比增长51%, 其中非经常性损益为1.22亿元。
- Q4营业收入为12.24亿元, 同比增长33%, 环比增长5%;
- Q4归母净利润为3.45亿元, 同比增长22%, 环比增长1.21%;
- Q4扣非净利润为2.97亿元, 同比增长16%, 环比下降5%,

公司同时公布2017年一季报预告:

- 预计归母净利润1.69亿元~2.42亿元, 同比增长-30%~0%, 中值-15%。
- 预计扣非净利润1.57亿元~2.29亿元, 同比增长-26%~7.5%, 中值-9%。

公司一季报预告显示公司Q1单季净利润可能同比下滑, 为近年首次出现。公司认为2017年第一季度, 国内CDN市场竞争激烈, 市场价格明显下降, 从而导致公司毛利率下降, 进而导致了公司利润可能出现同比下滑。公司近一年面临的新进入者竞争, 还在过程中, 尚未进入平衡稳定状态。

Q4 收入/利润环比增速下降, 毛利率下降较为明显

对比近三年公司Q4的收入和净利润同比及环比增速, 可以发现16年Q4各项增速都有较大幅度的下降。纵观最近3年12季度的同比和环比增速, 总体呈现下行态势, 我们认为主要有两个原因:

- 公司持续多年高速增长之后边际效应递减, 增速自然放缓。
- 公司近一年面临的新进入者竞争, 还在过程中, 尚未进入平衡稳定状态。产品价格下滑导致收入增速低于流量增长的速度, 进一步导致毛利和净利润增速低于收入增速。

从公司一季报预告可能出现多年罕见的同比下滑来看, 我们认为市场竞争的因素更高一些, 目前这一市场竞争态势持续到何时还有待观察:

- 市场竞争导致价格下跌是否到底仍需观察;
- 价格下降总有底线, 我们认为年内稳定的可能性较大;
- 网宿科技和对手产品线/定位和客户群体并非等同, 仍是一定范围内的竞争;
- 后续还需要可能一两个季度才能接近市场格局的动态稳定。

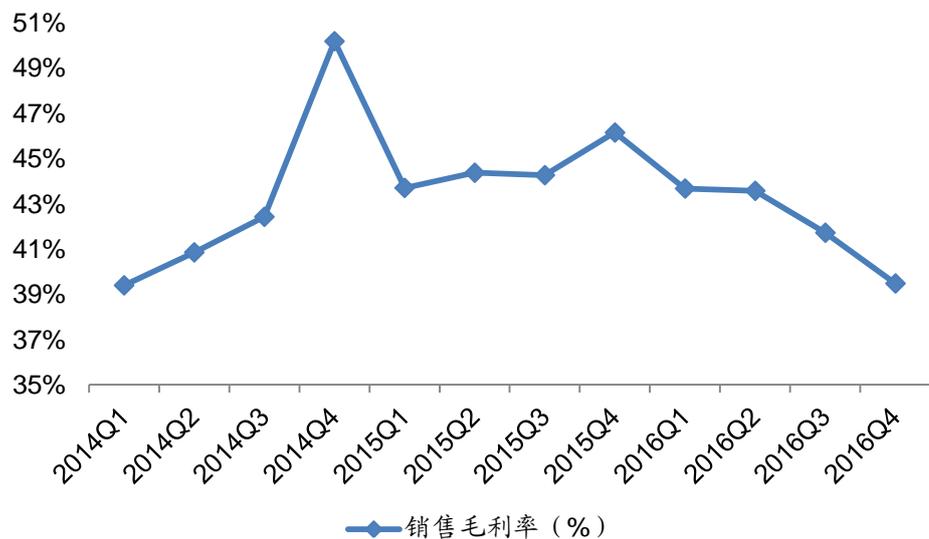
表 1: 2014 年-2016 年季度营业收入/归母净利润 (单位: 亿元) 及环比/同比增速

	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4
营业收入	4.22	4.53	4.93	5.43	5.60	6.77	7.75	9.20	9.74	10.82	11.66	12.24
环比增速		7%	9%	10%	3%	21%	14%	19%	6%	11%	8%	5%
同比增速	72%	78%	64%	34%	33%	50%	57%	69%	74%	60%	51%	33%
归母净利润	0.81	1.12	1.13	1.78	1.31	1.91	2.36	2.73	2.42	3.44	3.30	3.34
环比增速		38%	1%	58%	-26%	46%	24%	16%	-11%	42%	-4%	1%
同比增速	268%	229%	45%	73%	62%	71%	109%	53%	85%	80%	40%	22%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

公司从2016年Q3开始毛利率有大幅下滑的趋势, 16年Q4环比Q3毛利率又下滑了2.24%, 相比于Q3的降幅(1.85%)有所扩大, 从17年Q1预告来看, 公司毛利率大幅下滑的趋势依然没有改变, 公司未来的业绩拐点仍有待观察。

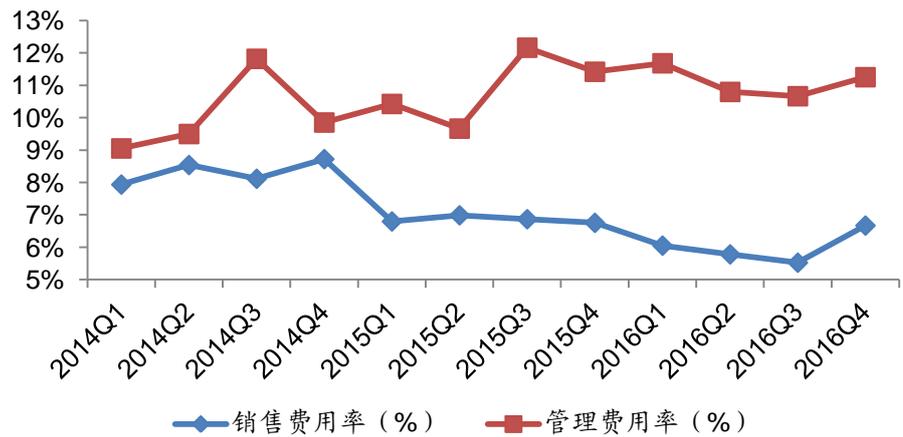
图 1: 2014 年-2016 年季度销售毛利率变化情况



数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

公司的销售费用率和管理费用率在16年Q4均有一定程度的环比上升, 也导致利润增速与收入增速的差距进一步拉开。但我们认为公司费用率大体保持了平稳态势。预计未来随着收入规模的进一步扩大, 管理费用和销售费用率还可能有所下降。公司人员特别是研发人员最近两年快速增长, 我们认为这一趋势未来可能放缓。

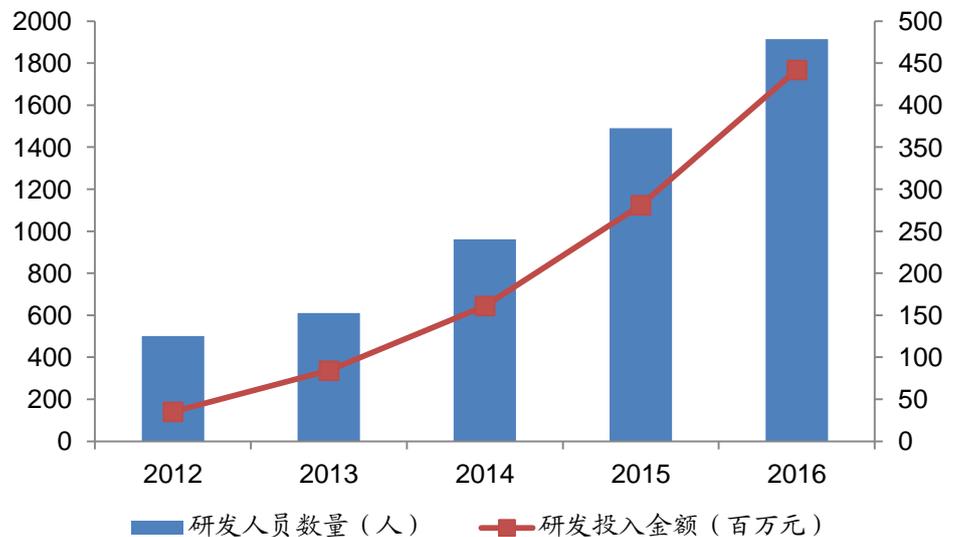
图2：2014年-2016年季度费用率变化情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

值得注意的是，公司近年研发力度持续加强。研发人员从2015年的1490人提升至2016年的1914人，研发费用也从2.81亿提升至4.42亿，同比增速57%，高于公司净利润增速。公司的研发费用主要为社区云，托管私有云和云安全建设项目服务，这表明公司在持续加大投入为战略转型而努力。

图3：2013年-2016年研发人员数量及研发投入



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

年报主要财务指标一览

表 2: 年度财报数据 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	1911	2932	4447
营业成本	1078	1619	2580
销售费用	160	201	268
管理费用	193	323	493
财务费用	-17	-15	-98
投资净收益	15	32	63
营业利润	477	815	1247
归母净利润	484	831	1250
扣非净利润	448	750	1128
同比增长率			
营业收入		53%	52%
营业利润		71%	53%
归母净利润		72%	50%
扣非净利润		67%	51%
主要财务比率			
毛利率	44%	45%	42%
销售费用率	8%	7%	6%
管理费用率	10%	11%	11%
财务费用率	-1%	-1%	-2%
净利率	25%	28%	28%
扣非净利率	23%	26%	25%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 3: 季度财报数据 (单位: 百万元)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	974	1082	1166	1224
营业成本	549	611	680	741
销售费用	59	63	64	82
管理费用	114	117	124	138
财务费用	-1	-11	-3	-83
投资净收益	8	9	14	32
营业利润	255	310	309	373
归母净利润	242	344	330	334
扣非净利润	213	308	311	297
同比增长率				
营业收入	74%	60%	51%	33%
营业利润	68%	60%	55%	38%
归母净利润	84%	80%	40%	22%
扣非净利润	70%	79%	58%	16%
主要财务比率				
毛利率	44%	44%	42%	39%
销售费用率	6%	6%	6%	7%
管理费用率	12%	11%	11%	11%
财务费用率	0%	-1%	0%	-7%
净利率	25%	32%	28%	27%
扣非净利率	22%	28%	27%	24%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 分业务收入 (单位: 百万元)

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	成本同比	毛利率变化
IDC	386	294	24%	4%	6%	-1%
CDN	4038	2270	44%	59%	71%	-4%
商品销售	23	17	26%	15%	49%	-17%
其他	0.07					

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 5: 非经常性收入与利润总额对比 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
非经常性损益/利润总额	7%	9%	9%
营业外收入/利润总额	8%	8%	7%
非经常性损益	35	82	122
营业外收入	38	68	88
利润总额	501	878	1,326

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 6: 经营性现金流对比 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
经营性现金流净额	522	718	1071
经营性现金流净额同比 增速	89%	38%	49%
经营性现金流/营业总收 入	27%	24%	24%
营业收入	1911	2932	4447

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 7: 现金及现金等价物对比 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
现金及现金等价物净增 加额	-113	205	-222
现金及现金等价物/营业 收入	24%	22%	10%
营业收入	1911	2932	4447
期末现金及现金等价物 余额	453	658	436

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

盈利预测

由于公司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, 因此我们暂不考虑并购后的协同效应, 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17年一季报预告数据以及公司的分析, 我们认为公司今年仍将面临较大的竞争压力导致收入增速下滑, 低于市场流量增速, 以及毛利率下滑的风险, 因此我们下调17~19年的收入以及利润增速。

我们预测公司2017-2019年营业收入增长为33.0%、28.7%、24.2%, 营业收入分别为59.1、76.0、94.5亿元; 净利润增长分别为26.3%、23.2%、22.3%, 净利润为15.8、19.4、23.8亿元; 对应PE分别为27/22/18倍, 给予“谨慎增持”评级。

风险提示

- 行业竞争态势还需要一段时间才可能企稳;
- 海外并购短期效应不会明显具有不确定性;
- 今年尚未有爆款的下游新应用催生新增量。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2789	7007	6453	6765	8641
货币资金	1050	3221	2713	2565	4099
应收及预付	770	1026	1097	1477	1794
存货	47	251	135	216	241
其他流动资产	921	2508	2508	2508	2508
非流动资产	717	1656	4025	6020	6917
长期股权投资	0	6	1406	2406	2906
固定资产	466	763	774	762	669
在建工程	0	133	1633	2633	3133
无形资产	121	208	176	183	173
其他长期资产	130	546	37	37	37
资产总计	3506	8663	10478	12785	15559
流动负债	717	1040	1279	1645	2044
短期借款	26	0	0	0	0
应付及预收	691	1039	1279	1645	2044
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	275	266	265	265	265
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	275	266	265	265	265
负债合计	992	1306	1544	1910	2310
股本	708	802	802	802	802
资本公积	127	3747	3747	3747	3747
留存收益	1663	2755	4335	6279	8657
归属母公司股东权	2498	7303	8883	10828	13206
少数股东权益	11	36	34	30	26
负债和股东权益	3506	8663	10478	12785	15559

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	718	1071	2006	2047	2697
净利润	830	1248	1576	1941	2374
折旧摊销	125	187	263	318	380
营运资金变动	-221	-296	242	-109	114
其它	-16	-68	-75	-103	-171
投资活动现金流	-917	-4892	-2515	-2195	-1163
资本支出	-380	-1028	-1163	-1250	-714
投资变动	-537	-3860	-1352	-945	-448
其他	0	-5	0	0	0
筹资活动现金流	404	3599	1	0	0
银行借款	247	0	0	0	0
债券融资	0	-26	0	0	0
股权融资	51	3661	0	0	0
其他	106	-36	1	0	0
现金净增加额	205	-222	-508	-148	1534
期初现金余额	762	1050	3221	2713	2565
期末现金余额	967	828	2713	2565	4099

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	53.4	51.7	33.0	28.7	24.2
营业利润增长	70.7	53.1	28.3	24.5	22.9
归属母公司净利润增长	71.9	50.4	26.3	23.2	22.3
获利能力(%)					
毛利率	44.8	42.0	41.0	41.2	41.3
净利率	28.3	28.1	26.7	25.5	25.1
ROE	33.3	17.1	17.8	18.0	18.0
ROIC	50.4	25.3	29.8	30.2	34.2
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	15.1	14.7	14.9	14.8
净负债比率	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3
流动比率	3.89	6.73	5.05	4.11	4.23
速动比率	3.76	6.46	4.90	3.94	4.07
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.73	0.62	0.65	0.67
应收账款周转率	5.97	5.48	6.08	5.77	5.92
存货周转率	51.17	17.32	25.88	20.75	23.03
每股指标(元)					
每股收益	1.17	1.56	1.97	2.43	2.97
每股经营现金流	1.01	1.34	2.50	2.55	3.36
每股净资产	3.53	9.11	11.08	13.51	16.48
估值比率					
P/E	51.1	34.4	27.2	22.1	18.1
P/B	17.0	5.9	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	45.6	30.9	22.8	18.4	14.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2932	4447	5912	7607	9449
营业成本	1619	2580	3488	4476	5550
营业税金及附加	4	7	9	11	14
销售费用	201	268	378	487	605
管理费用	323	493	532	761	1039
财务费用	-15	-98	-89	-79	-100
资产减值损失	17	13	42	15	-57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	63	48	55	52
营业利润	815	1247	1600	1992	2449
营业外收入	68	88	75	70	70
营业外支出	4	9	6	7	7
利润总额	878	1326	1668	2054	2512
所得税	49	78	92	113	138
净利润	830	1248	1576	1941	2374
少数股东损益	-2	-2	-3	-3	-4
归属母公司净利润	831	1250	1579	1945	2378
EBITDA	909	1286	1767	2190	2621
EPS(元)	1.17	1.56	1.97	2.43	2.97

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
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组行业研究工作, 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	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31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。