# 华泰证券 HUATAI SECURITIES

# 公司研究/年报点评

2017年03月15日

计算机软硬件/计算机应用 ||

## 投资评级: 增持(调低评级)

当前价格(元): 48.29 合理价格区间(元): 51~59.5

**郭雅丽** 执业证书编号: S0570515060003

研究员 010-56793965 guoyali@htsc.com

高宏博 执业证书编号: S0570515030005

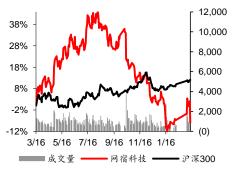
研究员 010-56793966

gaohongbo@htsc.com

## 相关研究

- 1《网宿科技(300017):业绩依旧靓丽,布局 白马正当时》2016.10
- 2《网宿科技(300017):成长加速, 剑指全球 一流云服务商》2016.07
- 3《网宿科技(300017):内生加速增长,开启 外延大幕》2016.04

## 股价走势图



资料来源: Wind

# 公司基本资料

总股本 (百万股)	801.54
流通 A 股 (百万股)	521.29
52 周内股价区间 (元)	46.18-75.50
总市值 (百万元)	38,707
总资产 (百万元)	8,663
每股净资产 (元)	9.13

资料来源:公司公告

# 竞争激烈延续, 国际战略快速推进

网宿科技(300017)

#### 公司 2016 年业绩增长 50%, 2017Q1 业绩-30%-0%低于预期

1、网宿科技 2016 年实现营收 44.47 亿元,同比增长 51.67%;营业利润 12.47 亿元,同比增长 53.06%;归母净利润 12.50 亿元,同比增长 50.41%。符合我们预期。2、公司 2017 年 Q1 业绩预期为盈利 1.69 亿-2.42 亿元,增速为-30%-0%,低于预期;3、向全体股东每 10 股派发现金股利 2.5 元人民币(含税);同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 20 股;4、公司实控人陈宝珍女士拟以大宗交易方式减持不超过 500 万股,占总股本比例不超过 0.62%。

## 直播业务爆发成 2016 高增长主因,竞争加剧导致毛利率逐季降低

2016 年公司 CDN 营收 40.38 亿元,同比增长 59%,15 年下半年开始爆发的直播业务成为带动公司 CDN 高增长主因。16 年下半年直播行业监管升级,行业洗牌加速,众多小型平台逐渐退出,行业格局初定。2016 年公司综合毛利率下滑 3.87 个百分点,自 2011 年以来首次出现下滑,且毛利率从 Q1 至 Q4 逐季降低,分别为 43.66%、43.56%、41.71%、39.47%。毛利率下滑主因是去年增速最快的直播业务下半年竞争加剧。根据公司 2017Q1 预告,目前竞争仍然激烈,公司毛利率继续下降,成为公司业绩首次出现下滑的主因。

# 竞争激烈态势延续, 行业格局面临改写, CDN "暴利"时代终结

CDN 行业原是双寡头格局,网宿和蓝汛份额超过 80%。网宿过去持续高增长主要依赖于行业快速增长及份额持续提升,份额达 40%+。随着视频直播的兴起,CDN 行业格局面临改写,阿里云、腾讯云、金山云、乐视云、网心科技、七牛、ucloud、又拍等一批新兴 CDN 服务商相继入局,降价、扩容、生态成为CDN厂商竞争关键词,CDN 暴利时代终结。随着更多厂商入局,国内 CDN 竞争将更加激烈。我们认为未来网宿综合毛利率的提升将主要依赖于客户结构的继续优化以及更高毛利新业务占比的提升,而其对价格的敏感性将大幅提升。因此我们判断在行业价格战延续的背景下,公司毛利率短期内或将继续下降。

#### 公司积极布局云服务及国际化寻破局, 收购 CDNW 加速推进国际化战略

面对国内 CDN 市场逐渐进入红海,公司未雨绸缪积极布局云计算和国际化来寻求新的增长点。2016年上半年公司成功募集 35 亿资金,着力打造面向家庭用户的"社区云"平台和面向政企用户的"托管云"服务及配套的"云安全"业务,同时加速推进国际化。近日公司拟作价 211 亿日元收购韩国公司 CDNW 97.82%股权及俄罗斯 CDN-VIDEO LLC70%股权。CDNW 拥有 180+节点,4.2T 储备带宽,覆盖49 个国家的 98 个城市。网宿将充分利用 CDNW 全球化运营架构加速推进国际化。

#### 鉴于公司毛利率仍存在继续下降可能性,下调公司评级至"增持"

鉴于 CDN 市场竞争仍然激烈,公司毛利率继续下滑概率较大,因此下调盈利预测。预计公司 2017~2019 年对应 EPS 分别为 1.70 元、2.21 元、2.96 元,对应当前股价的 PE 为 29 倍、22 倍、16 倍。但长远来看,我们相信网宿借助自身优异的管理执行研发运营能力,能够在行业变革中赢得先机,毛利率触底回升将会成为网宿业绩拐点重要标志。综上,我们下调公司评级至"增持",给予目标价为 51-59.5 元,对应 17 年 PE 为 30-35 倍。

风险提示: 新业务拓展低于预期; CDN 行业竞争加剧导致价格大幅下滑。

#### 经营预测指标与估值

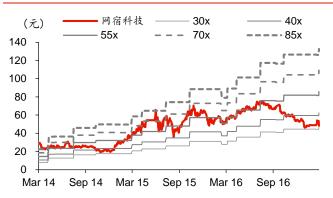
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,932	4,447	5,558	7,226	9,610
+/-%	53.43	51.67	25.00	30.00	33.00
净利润 (百万元)	831.35	1,250	1,359	1,770	2,371
+/-%	71.87	50.41	8.72	30.19	33.98
EPS (元)	1.17	1.56	1.70	2.21	2.96
PE (倍)	41.23	31.03	28.54	21.92	16.36

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测



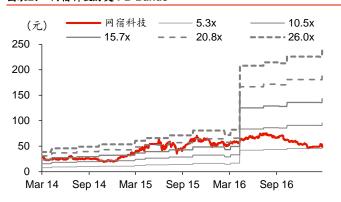
#### PE/PB - Bands

#### 图表1: 网宿科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 网宿科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所



# 盈利预测

资产负债表					
会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,789	7,007	8,546	10,738	13,599
现金	1,050	3,221	4,831	6,602	8,862
应收账款	686.07	935.93	1,169	1,519	2,021
其他应收账款	39.31	53.61	68.74	88.24	118.11
预付账款	44.90	32.28	41.72	53.34	69.74
存货	46.67	251.33	332.76	382.83	444.92
其他流动资产	921.32	2,512	2,103	2,093	2,083
非流动资产	717.14	1,656	1,495	1,320	1,140
长期投资	0.04	5.55	5.55	5.55	5.55
固定投资	465.67	762.44	670.79	500.02	305.51
无形资产	78.47	125.68	141.69	156.66	170.87
其他非流动资产	172.96	762.45	677.41	657.91	657.97
资产总计	3,506	8,663	10,042	12,059	14,739
流动负债	717.12	1,040	1,058	1,308	1,623
短期借款	25.81	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	305.57	475.83	619.75	790.22	1,034
其他流动负债	385.74	564.63	438.19	518.25	588.94
非流动负债	274.68	265.77	270.39	270.29	268.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	274.68	265.77	270.39	270.29	268.81
负债合计	991.80	1,306	1,328	1,579	1,892
少数股东权益	10.85	36.43	33.77	30.47	25.94
股本	707.98	801.54	801.54	801.54	801.54
资本公积	126.76	3,747	3,747	3,747	3,747
留存公积	1,663	2,755	4,131	5,901	8,273
归属母公司股	2,503	7,320	8,679	10,449	12,821
负债和股东权益	3,506	8,663	10,042	12,059	14,739

ED	仝	泫	哥	表
~~	322	mL	*	<b>∕</b> ×

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	717.98	1,071	1,515	1,698	2,203
净利润	829.55	1,248	1,357	1,767	2,367
折旧摊销	125.33	186.79	219.50	234.76	239.49
财务费用	(15.47)	(97.77)	(74.00)	(50.00)	(35.00)
投资损失	(32.38)	(63.04)	(63.04)	(63.04)	(63.04)
营运资金变动	(253.37)	(383.25)	60.16	(206.34)	(325.65)
其他经营现金	64.33	180.48	15.21	16.34	20.34
投资活动现金	(916.79)	(4,892)	23.03	22.06	22.25
资本支出	379.86	1,029	0.00	0.00	0.00
长期投资	586.04	3,907	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	49.11	43.94	23.03	22.06	22.25
筹资活动现金	397.81	3,576	72.57	50.00	35.00
短期借款	25.81	(25.81)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	390.68	93.56	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(313.37)	3,620	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	294.68	(111.82)	72.57	50.00	35.00
现金净增加额	204.80	(221.84)	1,610	1,770	2,260

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表					
会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,932	4,447	5,558	7,226	9,610
营业成本	1,619	2,580	3,335	4,263	5,574
营业税金及附加	4.48	7.02	8.64	11.32	14.99
营业费用	200.68	267.54	349.77	448.05	598.86
管理费用	323.05	492.61	614.66	799.54	1,063
财务费用	(15.47)	(97.77)	(74.00)	(50.00)	(35.00)
资产减值损失	17.29	13.04	15.16	14.10	14.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.38	63.04	63.04	63.04	63.04
营业利润	814.64	1,247	1,372	1,803	2,443
营业外收入	67.99	87.61	77.80	82.70	80.25
营业外支出	4.17	8.50	8.50	8.50	8.50
利润总额	878.45	1,326	1,441	1,877	2,514
所得税	48.90	77.80	84.57	110.11	147.52
净利润	829.55	1,248	1,357	1,767	2,367
少数股东损益	(1.79)	(2.20)	(2.67)	(3.29)	(4.53)
归属母公司净利润	831.35	1,250	1,359	1,770	2,371
EBITDA (倍)	924.50	1,336	1,518	1,987	2,647
EPS (元)	1.17	1.56	1.70	2.21	2.96

## 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	53.43	51.67	25.00	30.00	33.00
营业利润	70.71	53.06	10.04	31.37	35.51
归属母公司净利润	71.87	50.41	8.72	30.19	33.98
获利能力 (%)					
毛利率	44.76	41.97	40.00	41.00	42.00
净利率	28.36	28.12	24.46	24.50	24.68
ROE	33.21	17.08	15.66	16.94	18.50
ROIC	53.27	30.23	36.50	49.07	65.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.29	15.08	13.23	13.09	12.84
净负债比率 (%)	2.60	0	0	0	0
流动比率	3.89	6.73	8.08	8.21	8.38
速动比率	3.82	6.49	7.76	7.91	8.10
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.73	0.59	0.65	0.72
应收账款周转率	5.78	5.31	5.12	5.21	5.26
应付账款周转率	7.21	6.60	6.09	6.05	6.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.56	1.70	2.21	2.96
每股经营现金流(最新博)	0.90	1.34	1.89	2.12	2.75
每股净资产(最新摊薄)	3.12	9.13	10.83	13.04	16.00
估值比率					
PE (倍)	41.23	31.03	28.54	21.92	16.36
PB (倍)	15.50	5.30	4.47	3.71	3.03
EV_EBITDA (倍)	37.51	25.96	22.85	17.45	13.10



# 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司(以下简称"本公司")客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,本公司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头寸并进行交易,也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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"华泰证券研究所",且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的"证券投资咨询"业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。全资子公司华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的"就证券提供意见"业务资格,经营许可证编号为: A0K809 ⑥版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

#### 评级说明

#### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准:

-投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准:

-投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

#### 华泰证券研究

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999 /传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932 /传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦 A座18层

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com