

网宿科技 (300017.SZ)

短期竞争仍然激烈，拐点仍需观察

公司公布 17 年一季报，实现营业收入 11.75 亿元，同比增长 21%；实现归属母公司净利润 1.96 亿元，同比增长下滑 19%；实现扣非净利润 1.77 亿元，同比下滑 17%；每股收益 0.24 元，同比下滑 28%。

● 价格竞争导致毛利率降幅扩大，大幅影响收入和利润

公司认为近年国内 CDN 市场竞争激烈，云计算厂商逐步开展 CDN 业务，使得市场竞争更加激烈。公司对产品价格导致公司报告期内毛利率下降较多，导致收入增速低于流量增速，并直接导致利润同比下滑。

公司从 2016 年 Q3 开始毛利率有大幅下滑的趋势，17 年 Q1 毛利率为 35.69%，环比下降 3.78%，同比下降 7.97%，而 16 年 Q4 环比 Q3 毛利率下滑了 2.24%，17 年 Q1 相比于 16Q4 的降幅有所扩大，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。

● 公司完成并购 CDNW，对当年业绩影响有待观察

公司在 3 月 24 日完成了 CDNW 公司股份的过户和交割。由于并购方案中并不包含业绩承诺，我们目前无法估算 2017 年 CDNW 并表贡献。公司为向 KDDI 公司支付现金完成收购，公司向银行申请内保外贷业务，总额为 4,500 万美元（折合人民币约 3.1 亿元），预期会产生一定的财务费用。并购 CDNW 对公司的整体影响有待后续财报观察。

● 预测 17-19 年 EPS 为 0.532 元/股、0.620 元/股、0.804 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 28.5%、30.5%、33.4%，营业收入分别为 57.1、74.5、99.4 亿元；净利润增长分别为 2.46%、16.5%、29.7%，净利润为 12.8、14.9、19.3 亿元；对应 PE 分别为 25、22、17 倍，维持“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；海外并购案的效应预计短期很难显现；今年尚未有爆款的下游新应用催生新增量。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,931.66	4,446.53	5,712.13	7,451.34	9,939.88
增长率(%)	53.43%	51.67%	28.46%	30.45%	33.40%
EBITDA(百万元)	909.40	1,285.91	1,322.03	1,616.87	2,002.81
净利润(百万元)	831.35	1,250.40	1,281.15	1,492.11	1,934.57
增长率(%)	71.87%	50.41%	2.46%	16.47%	29.65%
EPS(元/股)	1.174	1.560	0.532	0.620	0.804
市盈率(P/E)	51.09	34.37	25.26	21.69	16.73
市净率(P/B)	17.00	5.88	3.77	3.21	2.69
EV/EBITDA	45.58	30.91	22.86	18.98	14.73

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 13.45 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-04-28

分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

网宿科技(300017.SZ)：16 2017-03-14
 年业绩符合预期，短期竞争仍然激烈

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)：拟 2017-03-05
 海外收购，扩张欧美和亚洲市场

联系人：张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

公司发布 2017 年 Q1 季报

公司发布2017年一季度报告:

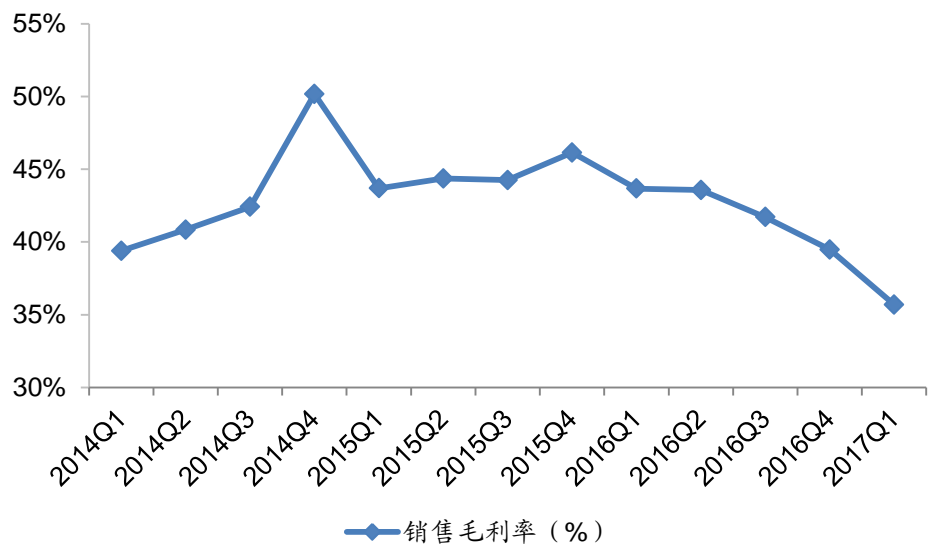
- 实现营业总收入11.75亿元，同比增长21%;
- 实现归母公司净利润1.96亿元，同比下滑-19%;
- 实现扣非净利润1.77亿元，同比下滑-17%，其中非经常性损益为1916万元;

报告期内，公司Q1单季净利润出现同比下滑，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，云计算厂商逐步开展CDN业务，使得市场竞争更加激烈。报告期内，公司在提高产品性能及服务品质的同时，对产品价格进行了调整，从而提高客户稳定性。由于产品价格的调整，导致公司报告期内毛利率下降，并直接对净利润产生影响。

收入/利润环比增速下降，毛利率下降较为明显

公司从2016年Q3开始毛利率有大幅下滑的趋势，17年Q1毛利率为35.69%，环比下降3.78%，同比下降7.97%，而16年Q4环比Q3毛利率下滑了2.24%，17年Q1相比于16Q4的降幅有所扩大，**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-2017年一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

由于价格大幅度下降的影响，虽然CDN业务流量增长依然维持良好的态势，但营收增速则发生了明显的放缓，而跌下毛利率大幅下滑则导致净利润下滑。

表 1: 2014 年-2017 年一季度营业收入/归母净利润 (单位: 亿元) 及环比/同比增速

	2014	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2015	2016	2016	2016	2016	2017
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
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	11.75
环比增速		7%	9%	10%	3%	21%	14%	19%	6%	11%	8%	5%	-4%
同比增速	72%	78%	64%	34%	33%	50%	57%	69%	74%	60%	51%	33%	21%
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	1.96
环比增速		38%	1%	58%	-26%	46%	24%	16%	-11%	42%	-4%	1%	-41%
同比增速	268%	229%	45%	73%	62%	71%	109%	53%	85%	80%	40%	22%	-19%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

公司完成并购 CDNW, 对当年业绩影响有待观察

公司于2017年2月21日披露了并购CDNW方案, 并在3月24日完成了CDNW公司股份的过户手续, 公司与KDDI顺利完成交割。由于并表时间为一季度末, 我们认为CDNW对Q1业绩影响有限。

另一方面, 公司为向KDDI公司支付现金完成收购, 公司向银行申请内保外贷业务, 为香港网宿向银行贷款提供担保, 本次担保总额为4,500万美元(折合人民币约3.1亿元)。预期会产生一定的财务费用。

CDNW在2016年前三季度经营不善, 有小幅度亏损, 我们预期公司在完成收购后能够形成协同效应, 有效削减海外重复布局并覆盖更广泛的客户覆盖网络, 利用规模效应提升双方的效益。但由于并购方案中并不包含业绩承诺, 我们目前无法估算2017年CDNW并表贡献, 因此并购CDNW的最终影响暂时无法评估。

2017 年一季报主要财务指标一览

表 2: 2017 年一季度财报数据对比 (单位: 百万元)

	2015Q4	2016Q1	16Q1 环比	16Q1 同比	2016Q4	2017Q1	17Q1 环比	17Q1 同比
营业收入	920	974	6%	74%	1,224	1,175	-4%	21%
营业毛利	425	425	0%	74%	483	419	-13%	-1%
销售费用	62	59	-5%	55%	82	69	-16%	17%
管理费用	105	114	8%	95%	138	158	15%	39%
财务费用	-9	-1	84%	-36%	-83	-14	83%	-878%
投资收益	10	8	-27%	1%	32	17	-47%	125%
营业利润	270	255	-6%	68%	373	216	-42%	-15%
归母净利润	273	242	-12%	84%	334	196	-41%	-19%
扣非净利润	256	213	-17%	70%	297	177	-40%	-17%
同比增长率	2015Q4	2016Q1	+-%		2016Q4	2017Q1	+-%	
营业收入	69%	74%	5%		33%	21%	-12%	
归母净利润	54%	84%	31%		22%	-19%	-41%	
主要比率	2015Q4	2016Q1	+-%		2016Q4	2017Q1	+-%	
毛利率	46%	44%	-2%		39%	36%	-4%	
销售费用率	7%	6%	-1%		7%	6%	-1%	
管理费用率	11%	12%	0%		11%	13%	2%	
净利率	30%	25%	-5%		27%	17%	-11%	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 3: 2017 年一季度非经常性收入与利润总额对比 (单位: 百万元)

	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
非经常性损益/利润总额	0%	10%	4%	10%	9%
营业外收入/利润总额	0%	9%	1%	11%	2%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 2017 年一季度经营性现金流对比 (单位: 百万元)

	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
经营性现金流净额	24	43	53	145	-22
经营性现金流净额同比增速	240%	82%	23%	174%	-115%
经营性现金流/营业总收入	10%	10%	9%	15%	-2%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 5: 2017 年一季度现金及现金等价物对比 (单位: 百万元)

	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
现金及现金等价物净增加额	-15	-22	-299	3,362	360
现金及现金等价物/营业收入	243%	129%	28%	413%	68%
期末现金及现金等价物余额	597	543	154	4,020	795

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

盈利预测

基于17年一季报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。

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28.5%、30.5%、33.4%，营业收入分别为57.1、74.5、99.4亿元；净利润增长分别为2.46%、16.5%、29.7%，净利润为12.8、14.9、19.3亿元；对应PE分别为25、22、17倍，维持“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；
- 海外并购案的效应预计短期很难显现；
- 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	5870	5889	7552
货币资金	1050	3221	2148	1686	2858
应收及预付	770	1026	1067	1455	1898
存货	47	251	147	240	287
其他流动资产	921	2508	2508	2508	2508
非流动资产	717	1656	4370	6239	7093
长期股权投资	0	6	1406	2406	2906
固定资产	466	763	1118	981	845
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	10239	12128	14645
流动负债	717	1040	1338	1737	2323
短期借款	26	0	0	0	0
应付及预收	691	1039	1338	1737	2323
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	1604	2002	2588
股本	708	802	2406	2406	2406
资本公积	127	3747	2142	2142	2142
留存收益	1663	2755	4037	5529	7463
归属母公司股东权	2498	7303	8585	10077	12011
少数股东权益	11	36	34	32	28
负债和股东权益	3506	8663	10239	12128	14645

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	718	1071	1648	1491	2109
净利润	830	1248	1279	1489	1931
折旧摊销	125	187	290	331	328
营运资金变动	-221	-296	321	-97	150
其它	-16	-68	-241	-233	-300
投资活动现金流	-917	-4892	-2722	-1952	-937
资本支出	-380	-1028	-1370	-1008	-489
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	-1073	-461	1172
期初现金余额	762	1050	3221	2148	1686
期末现金余额	967	828	2148	1686	2858

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	28.5	30.4	33.4
营业利润增长	70.7	53.1	-10.2	23.6	33.7
归属母公司净利润增长	71.9	50.4	2.5	16.5	29.7
获利能力(%)					
毛利率	44.8	42.0	33.2	33.3	33.4
净利率	28.3	28.1	22.4	20.0	19.4
ROE	33.3	17.1	14.9	14.8	16.1
ROIC	50.4	25.3	19.4	20.3	25.3
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	15.1	15.7	16.5	17.7
净负债比率	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
流动比率	3.89	6.73	4.39	3.39	3.25
速动比率	3.76	6.46	4.23	3.21	3.08
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.73	0.60	0.67	0.74
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	0.53	0.62	0.80
每股经营现金流	1.01	1.34	0.69	0.62	0.88
每股净资产	3.53	9.11	3.57	4.19	4.99
估值比率					
P/E	51.1	34.4	25.3	21.7	16.7
P/B	17.0	5.9	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	45.6	30.9	22.9	19.0	14.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2932	4447	5712	7451	9940
营业成本	1619	2580	3815	4970	6620
营业税金及附加	4	7	9	11	15
销售费用	201	268	343	477	636
管理费用	323	493	514	708	994
财务费用	-15	-98	-81	-58	-68
资产减值损失	17	13	40	15	-56
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	1120	1384	1850
营业外收入	68	88	240	200	200
营业外支出	4	9	6	7	7
利润总额	878	1326	1353	1576	2044
所得税	49	78	74	87	112
净利润	830	1248	1279	1489	1931
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	-3
归属母公司净利润	831	1250	1281	1492	1935
EBITDA	909	1286	1322	1617	2003
EPS(元)	1.17	1.56	0.53	0.62	0.80

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。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 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。