

公司研究/中报点评

2017年08月23日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.41
合理价格区间(元): 11.5~13.8

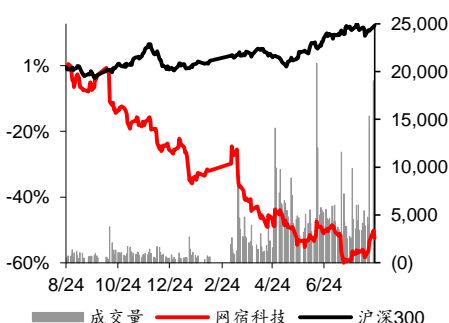
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

相关研究

- 1 《网宿科技(300017,增持): 竞争激烈延续, 国际战略快速推进》2017.03
- 2 《网宿科技(300017): 业绩依旧靓丽, 布局白马正当时》2016.10
- 3 《网宿科技(300017): 成长加速, 剑指全球一流云服务商》2016.07

股价走势图



资料来源: Wind

竞争加剧, 加码国际化与云计算

网宿科技(300017)

公司 2017 年中报营收增长 19%，业绩下滑 29%，略低于预期

网宿科技 2017 年上半年实现营收 24.42 亿元, 同比增长 18.78%; 营业利润 3.52 亿元, 同比下降 37.73%; 归母净利润 4.16 亿元, 同比下滑 29%; 扣非后归母净利润 3.30 亿元, 同比下滑 36.66%。其中 Q2 营收同比增长 17.13%, 归母净利润同比下滑 36.21%。Q2 业绩增速环比 Q1 加速下滑, 略低于预期。

竞争加剧导致毛利率继续下滑, 并表 CDN 导致费用率大幅提升

2017 年上半年公司营收仍实现快速增长, 主要得益于主业增长及收购的 CDN 并表 (营收 1.47 亿, 净利润亏损 1126 万元) 所致。其中 CDN 业务营收 21.99 亿元, 同比增长 18.05%; IDC 营收 2.34 亿, 同比增长 21.10%。公司净利润增速远低于营收增速, 主要原因有: 1、CDN 行业延续竞争激烈态势导致毛利率继续下滑。H1 公司综合毛利率为 34.04%, 同比下滑 9.57 个百分点, 环比 Q1 下滑 1.65 个百分点。其中 CDN 毛利率为 35.18%, 同比下滑 10.35 个百分点, IDC 毛利率为 23.81%, 同比下滑 1.28 个百分点; 2、销售费用率提升 3.8 个百分点。上半年销售费用和管理费用同比增长 46% 和 55%, 主要系将 CDNetworks 纳入合并报表及支付收购该公司中介机构费所致。

CDN 空间依旧广阔, 网宿持续提升核心竞争力积极应对竞争

继直播后, 点播和流媒体有望成为 CDN 领域重要增长点。2017 年初发改委《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》显示, 2016-2018 年 IDC 建设总投资达 453 亿元, CDN 新建和扩容工程总投资达 101.4 亿元。其中网宿的 IDC 及 CDN 新建和扩容工程首度被纳入方案之中。上半年 CDN 价格战愈演愈烈, 3 月份阿里云宣布 CDN 开始新一轮大幅降价, 降幅最高可达 35%, 竞争尚未看到缓和迹象。网宿持续提升竞争力积极应对, 优化直播加速技术; 完善移动短视频点播分发平台; 推出 VR 承载平台; 推出“金融安全加速解决方案”; 前瞻布局边缘计算, 满足未来物联网、人工智能、5G 等发展需求, 且公司先后成功拿到了 CDN 和云计算牌照。

内生+外延加速拓展海外市场, 加大云计算相关投入

为应对国内 CDN 竞争态势, 公司加速布局海外市场和云计算业务。1、公司拟投入 10.68 亿元建设“海外 CDN”项目, 目前海外节点已覆盖亚、欧、美、大洋洲、非洲的几十个国家级地区, 初步完成全球 CDN 业务布局; 启动并完成收购韩国公司 CDNetworks 97.82% 股权, 实施收购俄罗斯公司 CDN-video LLC 70% 股权; 2、公司加大云计算基础设施投入, 在北京望京、河北怀柔、深圳宝安建设大型数据中心, 为公司云计算业务发展夯实基础。此外, 已投入 5.4 亿打造基于边缘计算的“社区云”平台, 投入 1.4 亿打造基于 CDN 网络的安全平台, 提供一体化云安全服务。

投资 4 亿元入股联通参与混改, 维持“增持”评级

鉴于 CDN 市场竞争仍未缓和, 判断公司下半年毛利率继续下滑概率较大, 因此继续下调 2017-2019 年盈利预测至 10.97 亿元、14.63 亿元、20.09 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46 元、0.61 元、0.83 元, 对应当前股价的 PE 为 25 倍、19 倍、14 倍。近日公司投入 4 亿元入股联通, 看好双方未来的协同效应。鉴于对 CDN 行业前景的乐观及网宿自身优异的管理执行研发运营能力, 维持公司“增持”评级, 给予目标价为 11.5-13.8 元, 对应 17 年 PE 为 25-30 倍。静待公司毛利率触底回升。

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。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,410
流通 A 股 (百万股)	1,590
52 周内股价区间 (元)	9.60-72.19
总市值 (百万元)	27,495
总资产 (百万元)	9,154
每股净资产 (元)	3.13

资料来源: 公司公告

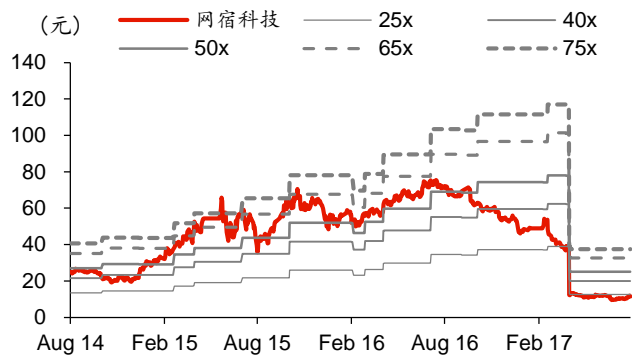
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,932	4,447	5,469	7,110	9,456
+/-%	53.43	51.67	23.00	30.00	33.00
归属母公司净利润 (百万元)	831.35	1,250	1,031	1,409	1,890
+/-%	71.87	50.41	(17.54)	36.65	34.13
EPS (元, 最新摊薄)	0.35	0.52	0.43	0.59	0.79
PE (倍)	32.95	21.91	26.57	19.44	14.50

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

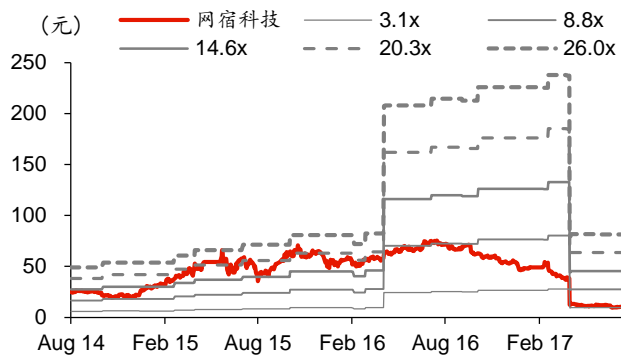
PE/PB – Bands

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	8,068	9,737	11,909
现金	1,050	3,221	4,342	5,596	7,171
应收账款	686.07	935.93	1,150	1,495	1,989
其他应收账款	39.31	53.61	67.64	86.83	116.22
预付账款	44.90	32.28	45.16	56.93	74.54
存货	46.67	251.33	360.17	408.63	475.55
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	9,564	11,057	13,048
流动负债	717.12	1,040	1,108	1,360	1,692
短期借款	25.81	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	305.57	475.83	670.82	843.48	1,105
其他流动负债	385.74	564.63	436.74	516.36	586.43
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	1,378	1,630	1,960
少数股东权益	10.85	36.43	34.41	31.79	28.18
股本	707.98	801.54	2,401	2,401	2,401
资本公积	126.76	3,747	2,147	2,147	2,147
留存公积	1,663	2,755	3,603	4,847	6,512
归属母公司股	2,503	7,320	8,151	9,395	11,060
负债和股东权益	3,506	8,663	9,564	11,057	13,048

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	717.98	1,071	1,225	1,347	1,742
净利润	829.55	1,248	1,029	1,406	1,886
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)	99.48	(196.94)	(305.54)
其他经营现金	64.33	180.48	14.44	16.08	20.01
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	(127.36)	(114.87)	(190.28)
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	1,599	0.00	0.00
资本公积增加	(313.37)	3,620	(1,599)	0.00	0.00
其他筹资现金	294.68	(111.82)	(127.36)	(114.87)	(190.28)
现金净增加额	204.80	(221.84)	1,121	1,254	1,574

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,932	4,447	5,469	7,110	9,456
营业成本	1,619	2,580	3,610	4,550	5,957
营业税金及附加	4.48	7.02	8.50	11.14	14.75
营业费用	200.68	267.54	344.18	440.89	589.28
管理费用	323.05	492.61	604.83	786.75	1,046
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	1,024	1,420	1,932
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	1,093	1,494	2,004
所得税	48.90	77.80	64.14	87.65	117.57
净利润	829.55	1,248	1,029	1,406	1,886
少数股东损益	(1.79)	(2.20)	(2.02)	(2.62)	(3.61)
归属母公司净利润	831.35	1,250	1,031	1,409	1,890
EBITDA	924.50	1,336	1,169	1,605	2,137
EPS (元)	1.17	1.56	0.43	0.59	0.79

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	23.00	30.00	33.00
营业利润	70.71	53.06	(17.88)	38.66	36.08
归属母公司净利润	71.87	50.41	(17.54)	36.65	34.13
获利能力 (%)					
毛利率	44.76	41.97	34.00	36.00	37.00
净利率	28.36	28.12	18.85	19.82	19.99
ROE	33.21	17.08	12.65	15.00	17.09
ROIC	53.27	30.23	27.02	38.91	52.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.29	15.08	14.41	14.74	15.02
净负债比率 (%)	2.60	0	0	0	0
流动比率	3.89	6.73	7.28	7.16	7.04
速动比率	3.82	6.49	6.96	6.86	6.76
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.73	0.60	0.69	0.78
应收账款周转率	5.78	5.31	5.08	5.21	5.26
应付账款周转率	7.21	6.60	6.30	6.01	6.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.52	0.43	0.59	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.45	0.51	0.56	0.73
每股净资产(最新摊薄)	1.04	3.05	3.39	3.91	4.61
估值比率					
PE (倍)	32.95	21.91	26.57	19.44	14.50
PB (倍)	10.94	3.74	3.36	2.92	2.48
EV_EBITDA (倍)	25.67	17.76	20.29	14.79	11.11

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

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、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

©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；

一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；

一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