



拥抱行业竞争新常态, 直播问答将引爆收入增长

——网宿科技 (300017)

报告摘要:

拥抱 CDN 行业竞争新常态: 比价格更重要的是行业竞争格局。当前 CDN 行业仍然是群雄并起的竞争格局。以阿里云、腾讯云、金山云为首的云服务厂商在整个 CDN 市场都在激烈厮杀, 这种状况短期内是难以改变的。整个市场格局已经发生了根本性转变, 不要用周期的眼光来看待 CDN 行业, 期望毛利率大幅回升, 超额利润的时代已经过去。

直播问答将引爆 CDN 收入增长: 直播问答是一款经典的节目类型, 在电视时代直播问答节目已经得到验证, 持续性很好, 好几款节目生命周期都持续 10 年以上。在移动互联网时代扩展了用户参与的边界, 并且后续更多玩法正在持续进化。我们看好其未来发展。

直播问答已经初步跑通了商业闭环, 实现了广告主、直播平台和用户的共赢。 广告主付费意愿很强, 广告触达效果好, 效率成本很高; 直播平台获客成本大幅降低, 可以引流用户使用平台更多的产品服务; 用户则享受到了知识变现的游戏快感和金钱奖励。未来主播也将加入到这一循环体系内。

龙头直播平台将是最终受益方。 通过直播问答的形式, 直播平台能够提升平台产品使用时间和粘性、以更低成本获取新的用户。而且有望在直播打赏之外开辟广告这种新的收入模式, 将带来巨大的商业价值提升。

在直播平台背后, 最受益的是公有云和 CDN 厂商。 它们将能够分享直播问答带来的市场爆发红利。从静态网页加速到视频点播、直播加速、再到短视频的推出, 每一次新产品的推出都会引起 CDN 行业的需求爆发。有望成为下一波 CDN 需求爆发的需求产品。网宿科技作为 CDN 行业龙头, 将能够分享直播问答带来的行业需求增长红利。

公司盈利预测及投资评级。 我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 52.8 亿元、72.4 亿元和 96.7 亿元, 归母净利润为 7.9 亿元, 10.4 亿元和 14.0 亿元, 对应 PE 分别为 37、28 和 21 倍。按照公司 2018 年 35 倍市盈率, 给予 6 个月目标价 15.1 元, 维持公司“推荐”评级。

风险提示: 市场竞争加剧风险; 直播问答发展不及预期风险;

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,931.66	4,446.53	5,281.97	7,235.63	9,668.98
增长率 (%)	53.43%	51.67%	18.79%	36.99%	33.63%
净利润 (百万元)	829.55	1,248.20	790.55	1,035.03	1,398.92
增长率 (%)	71.50%	50.47%	-36.66%	30.92%	35.16%
净资产收益率 (%)	33.21%	17.08%	8.51%	10.55%	13.31%
每股收益 (元)	1.19	1.62	0.33	0.43	0.58
PE	10.16	7.46	36.72	28.04	20.75
PB	3.41	1.32	3.12	2.96	2.76

2018 年 01 月 24 日

推荐/维持

网宿科技

调研简报

分析师: 叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517070003

研究助理: 夏清莹

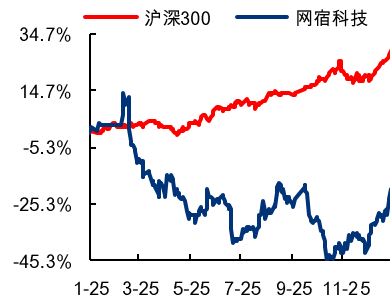
0755-83256464

xiaqy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.7-46.99
总市值 (亿元)	330.35
流通市值 (亿元)	218.02
总股本/流通 A 股 (万股)	241132/159138
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.27

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《网宿科技 (300017): 国内业务竞争有所缓和, 海外业务稳步增长》2017-10-30
- 2、《网宿科技 (300017) 调研简报: 持续高速增长 CDN 龙头》2016-12-21

目 录

1. 网宿科技投资逻辑.....	4
1.1 拥抱行业竞争新常态	4
1.2 直播问答将引爆收入增长	5
2. 网宿科技是 CDN 行业龙头.....	6
2.1 公司竞争优势	7
3. 公司 CDN 业务发展顺利.....	8
3.1 公司 CDN 业务迎来加速上涨.....	8
3.1.1 我国 CDN 市场进入加速期，市场竞争激烈	8
3.1.2 网宿科技是国内传统 CDN 行业的龙头企业	9
3.2 公司加速拓展海外 CDN 业务.....	10
3.2.1 公司积极拓展海外业务，海外 CDN 业务取得良好发展	10
3.2.2 公司外延并购助推公司业绩更上台阶	11
3.3 公司响应国家号召，积极推进云平台建设	11
4. 盈利预测及估值.....	12
5. 风险提示.....	12

表格目录

表 1:直播问答电视节目持续性很好	5
表 2: 公司盈利预测表.....	13

插图目录

图 1:网宿科技历史净利润/净营运资本.....	4
图 2:HQ 排名趋势	5
图 3:HQ 每日评论数量	5
图 4:网宿科技营业收入图（万元）	7
图 5:网宿科技利润率图	7
图 6:网宿科技各产品收入构成图	7
图 7:网宿科技各产品毛利率图	7
图 8:国内传统专业 CDN 服务市场规模图.....	8
图 9:国内传统 CDN 提供商市场营收份额图	8
图 10:网宿科技 CDN 业务销售收入图（万元）	9
图 11:网宿科技 CDN 业务毛利率图.....	9
图 12:各公司 2012-2016 年 CDN 业务收入对比图（百万元）	9

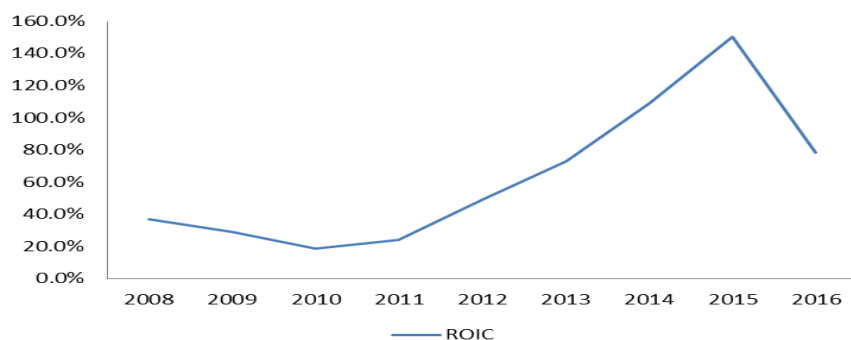
图 13:各公司 2012-2016 年 CDN 业务毛利率对比图	9
图 14:网宿科技海外营业收入图（百万元）	10
图 15:网宿科技海外营业收入份额 2012-2016 变化图	10

1. 网宿科技投资逻辑

1.1 拥抱行业竞争新常态

毫无疑问，网宿科技是一家优秀的 CDN 公司。经过多年市场厮杀，老对手蓝汛、世纪互联、帝联科技等纷纷没落，网宿在业内的行业地位的不断强化。后来，它成功地将曾经占据行业 80% 市场份额的蓝汛从行业老大的位置上拉下马，成为国内 CDN 行业毫无争议的第一名。

图 1:网宿科技历史净利润/净营运资本



资料来源：wind、东兴证券研究所

随着网宿在 CDN 行业内的行业地位的不断强化，网宿的财务指标也越来越惊艳。2011 年开始，网宿科技的净利润/净营运资本的回报率一路走高，到 2015 年达到了 150% 的惊人水平，也就是说每投入 1 块钱的净营运资本就能在当年获得 1.5 块钱的净利润。从财务指标来看，历史上的网宿是一家“超级公司”。而靓丽财务指标的背后的根本原因是它竞争优势的不断增强。

而随着阿里云、腾讯云、金山云及很多第三方厂商纷纷进入 CDN 行业，行业竞争格局发生了根本性改变。行业里面轮番掀起价格战，将 CDN 价格一降再降，部分厂商甚至在成本线以下售卖。受 CDN 价格战的影响，网宿科技的利润率也出现大幅下降，其毛利率从 2015 年底的 46.1%，一直下降到 2017 年二季度的 32.5% 方止跌回升。2017 年第三季度，网宿科技毛利率 35.6%，相比二季度回升了 3 个百分点。

站在当前时点上，大家都在猜测 CDN 价格是否会企稳回升么？我们认为比价格更重要的是行业竞争格局。只有拥有了良好的竞争格局，行业内的龙头公司才能够持续获取超额收益。正如之前，当网宿和蓝汛拥有 CDN 行业大部分市场的时候，网宿科技拥有极强的盈利能力和财务表现。

而当前 CDN 行业仍然是群雄并起的竞争格局。以阿里云、腾讯云、金山云为首的云服务厂商在整个 CDN 市场都在激烈厮杀，这种状况短期内是难以改变的。因此，我们要适应 CDN 行业竞争新常态：整个市场格局已经发生了根本性转变，不要用周期的眼光来看待 CDN 行业，期望毛利率大幅回升，超额利润的时代已经过去。

1.2 直播问答将引爆收入增长

直播问答是一款经典的节目类型。《百万富翁》1998年9月在英国初次登场，设计者是大卫·布瑞格斯，英国独立电视台（ITV）制作并播出了该节目。节目播出之后大火，仅在美国，《百万富翁》就为美国广播公司（ABC）带来10亿多美元的进帐，在激烈的媒体竞争中为其扩大的影响更是难以用金钱估计。

而我国也纷纷引进模仿，有多款问答节目火爆银屏，包括耳熟能详的《幸运52》、《开心辞典》和《一站到底》等。这些节目持续性很好，好几款节目生命周期都持续10年以上。

表 1:直播问答电视节目持续性很好

节目名称	开播时间	停播时间
《幸运52》	1998年11月	2008年10月
《开心辞典》	2000年7月	2013年1月
《三星智力快车》	2000年7月	2009年10月更名
《百万智多星》	2007年9月	2008年4月
《一站到底》	2012年3月	至今

资料来源：东兴证券研究所

生于移动互联网的产品 HQ，也采用了类似的模式。而由于采用了新技术，能够让每个 app 用户都能参与其中，而不是坐在电视机前旁观。这款 APP 从 17 年 8 月份上线，早期奖金只有 100 美元，题目简单，用户很轻松拿到奖金，口碑不断传播，吸引更多用户加入，在短短不到 4 个月内冲到了 App store 美国游戏榜最高第 5，房间同时在线人数最高已达 50W 人。

图 2:HQ 排名趋势



资料来源：ASO100、东兴证券研究所

图 3:HQ 每日评论数量



资料来源：ASO100、东兴证券研究所

HQ 上线以后，保持了快速发展的势头。从 2017 年 8 月份上线以来，到了 10 月份开始上榜，11 月初开始排名迅速攀升，接下来增速逐渐稳定且排名靠前，对一个不到

半岁的产品来说增速还是非常迅速的。HQ 的排名虽然一直在上涨，但由于技术问题引起用户大量的差评，12月7号更是达到了惊人的300多条差评，导致HQ整体评分仅在3.7分左右

而国内直播问答的玩法最早由王思聪在2018年1月3日自己生日那天引燃火苗，【冲顶大会】10万元一场的答题瓜分现金游戏，换来了25万同时在线人数！极低的获客成本玩法刺痛着各大视频直播平台，加之技术门槛低、模式简单，纷纷上线类似产品跟进。在短短两周内，映客、今日头条、花椒、网易新闻、YY和一直播等纷纷上线直播问答类产品。而更多的玩家还在跑步进入这个新的风口。

我们认为直播问答类节目是一类经典节目，在移动互联网下出现了新的玩法，持续性看好。而且现在的直播问答只是初级版本，后续更多玩法正在紧锣密鼓推出，将能够有效提高产品粘性和用户使用时间，对整个直播行业都会有很大的价值提升。

直播问答已经初步跑通了闭环商业模式，实现了广告主、直播平台和用户的共赢。一方面，广告主付费意愿很强，广告触达效果很好，且效率成本很高。另一方面，直播平台获客成本大幅降低，可以导流用户使用平台更多的产品服务。而用户则享受到了知识变现的游戏快感和金钱奖励。未来主播也将加入到这一循环体系内。

而通过直播问答的形式，直播平台一方面能够提升平台产品使用时间和粘性，以更低成本获取新的用户。另一方面，有望在直播打赏之外开辟广告这种新的收入模式。这将对龙头直播平台带来巨大的商业价值提升。我们看好龙头直播平台的未来发展。

而在直播平台之下，最受益的是技术支撑系统。直播问答需要强大的CDN、高性能云服务器和数据库支撑。我们看好公有云厂商和CDN厂商将能够分享直播问答带来的市场爆发红利。

从历史来看，CDN行业需求一直保持着快速增长。从静态网页加速到视频点播、直播加速、再到短视频的推出，每一次新产品的推出都会引起CDN行业的需求爆发。直播问答有望成为下一波CDN需求爆发的需求产品。网宿科技作为CDN行业龙头，将能够分享行业需求增长带来的红利。

2. 网宿科技是CDN行业龙头

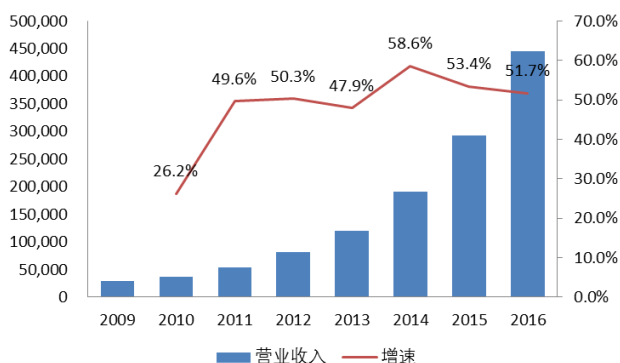
科技目前所从事的主要业务是向互联网企业、政府网站、传统企业网站以及运营商等提供全球范围内的CDN服务、IDC服务及云服务解决方案。

公司实际控制人为陈宝珍、刘成彦，两人持股合计达到30.96%。

公司2016年销售收入44.5亿元，净利润12.5亿元。自2009年上市以来，公司营业收入呈指数式增长。从2009年到2016年，公司营业收入年均复合增长率为47.9%，净利润年均复合增长率为64.2%。

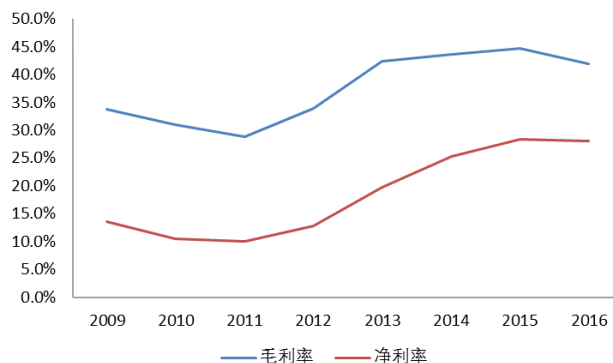
公司利润率水平较高。2016年，公司销售毛利率为42%，销售净利率为28.1%。2009年以来，公司销售毛利率和销售净利率首先缓慢下降，然后上扬，整体处于较好水平。

图 4:网宿科技营业收入图（万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5:网宿科技利润率图

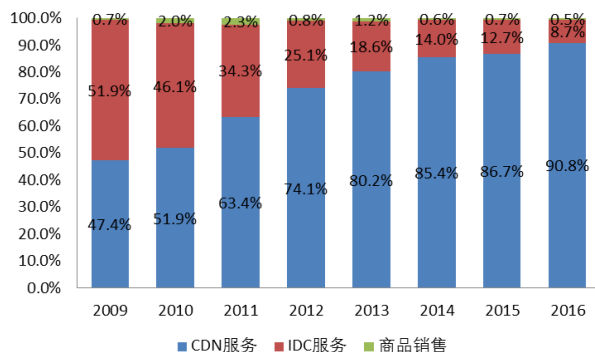


资料来源：wind、东兴证券研究所

从收入结构来看，CDN 服务是公司最重要的收入组成部分，自 2009 年上市以来，营收份额逐年上升，近几年占公司营业收入的 2/3 以上。而 IDC 服务、商品销售收入占比较小，且近几年产品边缘化趋势明显。2016 年，公司 CDN 服务、IDC 服务和商品销售收入占比依次为 90.8%，8.7%和 0.5%。

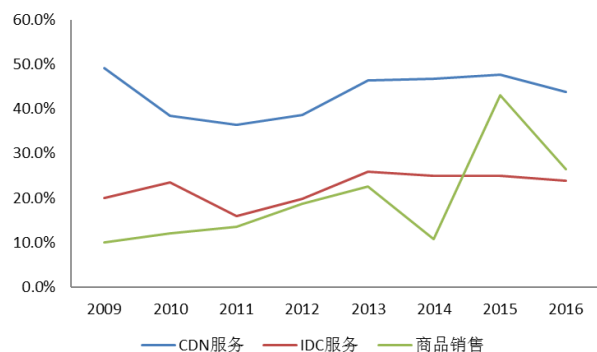
从产品利润率来看，公司 CDN 服务销售毛利率保持在 45%左右，IDC 服务和商品销售毛利率较低。受市场大环境的影响，三者销售毛利率近两年均走低。公司以 CDN 业务发展为主，从近几年的营收和毛利率数据变化来看，这部分业务取得良好的业绩。

图 6:网宿科技各产品收入构成图



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7:网宿科技各产品毛利率图



资料来源：wind、东兴证券研究所

2.1 公司竞争优势

网宿科技在国内专业 CDN 市场处于行业领先地位，其竞争优势明显：

- ◆ 公司技术研发能力强。公司对研发工作非常重视，不断加大研发投入力度，目前研发技术人员占比超过 60%，2016 年研发投入占比达 9.9%，较上年同期增长 57.5%。目前公司已经形成了完备的技术体系，且部分技术达到国际先进水平。

- ◆ 公司业务规模逐渐扩大，规模优势明显。经过过去十多年的发展，公司积累了丰富的客户资源，在行业内保持稳固的市场地位，凭借丰富的资源，未来公司业务规模将进一步提升，这将极大地增强公司的竞争能力。
- ◆ 公司建立了联动的营销模式。公司始终把服务质量放在营销活动的第一位，长期以来与客户紧密沟通，根据客户的需求和反馈，及时调整产品，以满足客户需求。这种联动的营销模式无疑为公司树立了良好的品牌形象，增强了公司的竞争力。

3. 公司 CDN 业务发展顺利

3.1 公司 CDN 业务迎来加速上涨

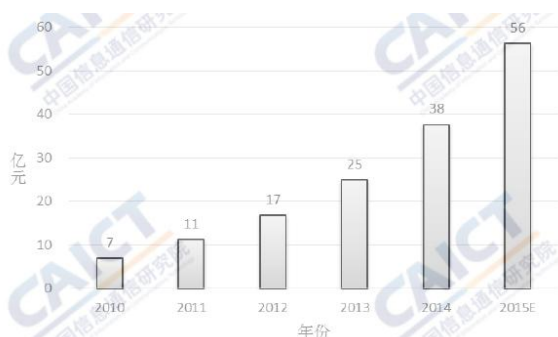
3.1.1 我国 CDN 市场进入加速期，市场竞争激烈

近年来，国内 CDN 市场规模加速扩张，竞争愈加激烈。根据中国信息通信研究所统计，2014 年我国专业 CDN 服务市场规模达 38 亿元，同比增长 52%，过去五年复合增长率约 52.6%，预计 2015 年 CDN 市场规模将达到 56 亿元。由此可见，CDN 市场未来的发展空间不可估量。

目前，国内 CDN 市场主要存在三种势力：第一种是传统的专业 CDN。其特点是企业建设自己的服务器，为客户提供专业的 CDN 服务；代表公司主要为网宿科技、蓝汛通讯和帝联科技等。第二种是云 CDN。其特点是在云平台上实现 CDN 加速；代表公司主要为阿里云、腾讯云；第三种是创新型 CDN。其主要特点是通过 P2P 技术和智能硬件的模式来扩展节点，实现无限节点，代表公司主要为星域和迅雷。

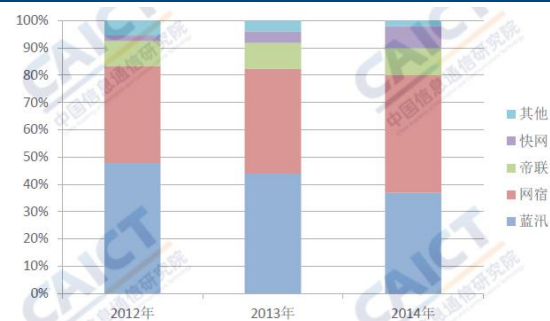
目前，国内传统 CDN 行业竞争愈加激烈，网宿科技凭借其技术沉淀和较大的市场份额仍然保持着龙头地位。根据中国信息通信研究所统计，2014 年 CDN 业务营收网宿科技以 43% 的市场份额保持绝对领先地位，其竞争对手蓝汛约占 37%。从网宿 2012 年到 2014 年的市场份额变化来看，其迅速成长，逐渐超越蓝汛，成为国内传统 CDN 行业的龙头企业。

图 8:国内传统专业 CDN 服务市场规模图



资料来源：中国信息通信研究所、东兴证券研究所

图 9:国内传统 CDN 提供商市场营收份额图

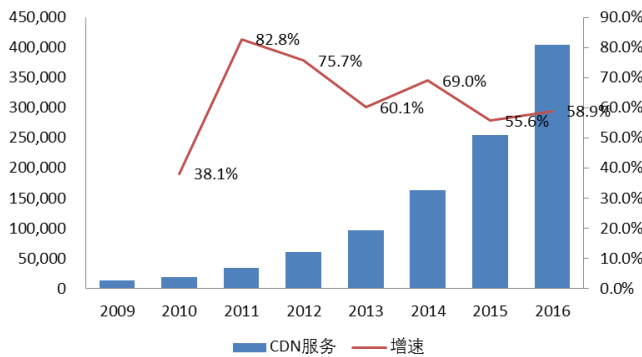


资料来源：中国信息通信研究所、东兴证券研究所

3.1.2 网宿科技是国内传统 CDN 行业的龙头企业

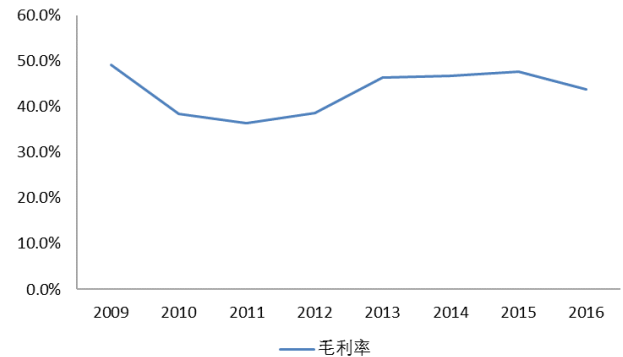
网宿科技是传统 CDN 行业的龙头企业。2016 年，公司 CDN 业务销售收入达到 40.4 亿元，同比增长了 58.9%。上市以来，公司 CDN 业务收入年均复合增长率为 62.3%。从毛利率来看，公司 CDN 业务毛利率保持在 45%左右的较高水平。

图 10:网宿科技 CDN 业务销售收入图（万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

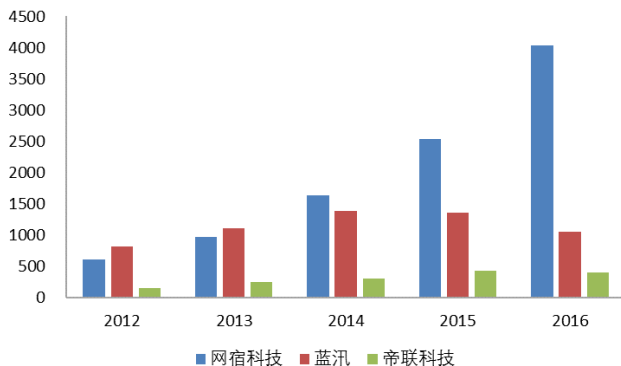
图 11:网宿科技 CDN 业务毛利率图



资料来源：wind、东兴证券研究所

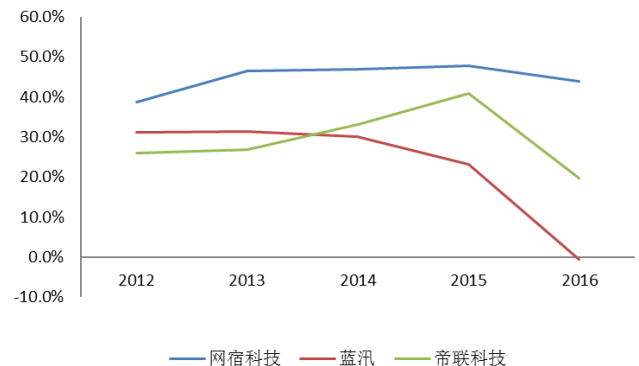
公司作为传统 CDN 龙头，起步早，具有先发优势。即使是在竞争局面这么激烈的今天，仍然保持着东方霸主的地位。与传统 CDN 行业领先公司蓝汛和帝联科技相比，网宿科技 CDN 业务收入高于蓝汛和帝联科技，并且收入近五年保持持续上涨的趋势，优势明显。而从毛利率来看，近五年，网宿科技 CDN 业务的毛利率明显高于蓝汛和帝联科技，处于绝对领先的地位。近几年，随着互联网技术的发展以及市场格局的变化，许多云计算公司开始拓展自己的 CDN 业务，网宿作为龙头企业不甘示弱，加速向云计算转型，这将为公司收入带来持续稳定的增长。

图 12:各公司 2012-2016 年 CDN 业务收入对比图（百万元）



资料来源：wind、Bloomberg、东兴证券研究所

图 13:各公司 2012-2016 年 CDN 业务毛利率对比图



资料来源：wind、Bloomberg、东兴证券研究所

公司加快部署海内外节点，目前节点数量在众多其他 CDN 公司中处于领先地位。公司的节点数量在 500-600 之间，节点规模已覆盖全国，而云 CDN 代表公司腾讯云的节点数量为 400-500 之间，相比之下，网宿优势明显，并且在节点质量上也是更胜一筹。随着公司节点的部署，公司 CDN 业务销售收入将继续增长。

公司多年来凭借较高的品质、低廉的价格和强大的客户资源在市场上占有一席之地，不仅在市场营收份额上处于领先地位，在带宽规模上也是一骑绝尘。据内部资料统计，网宿对外服务的带宽在 2017 年初的时候达到 20T，现在保持在 15T 左右，而市场上其他家 CDN 提供商，比如腾讯云带宽在 10T 左右、金山云带宽 3T 左右，网宿在带宽规模上占有较高的市场份额。

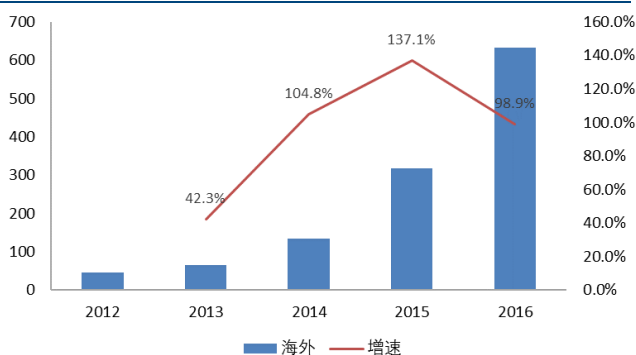
2017 年上半年，网宿科技 CDN 业务收入为 21.99 亿元，同比增长 18.1%。我们预计公司 CDN 业务将有望保持快于行业的增速水平。

3.2 公司加速拓展海外 CDN 业务

3.2.1 公司积极拓展海外业务，海外 CDN 业务取得良好发展

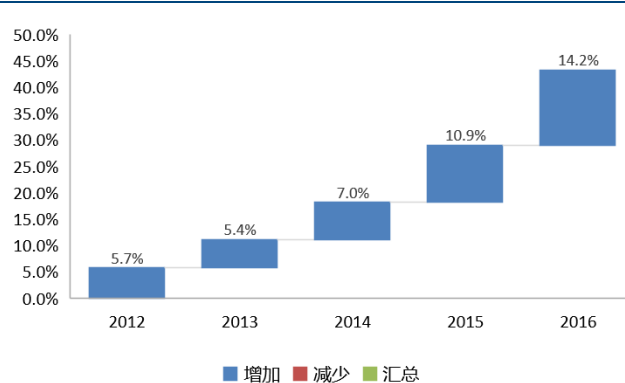
公司坚持走国际化发展道路，积极部署海外节点，建立海外分支机构，加快海外市场拓展。2016 年，公司海外市场实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 98.9%，从近五年营收数据来看，公司海外业务收入增长率曾一度达到 137.1% 的高增长率，今年受海外市场竞争的影响，增长有所放缓。从海外业务营收份额来看，公司 2016 年海外业务收入占总营业收入的 14.2%，同比增长 3 个百分点，2012-2016 年，海外业务收入份额逐年上涨。随着公司海外市场布局的推进，我们预计未来公司海外业务将持续稳定的增长。

图 14:网宿科技海外营业收入图（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15:网宿科技海外营业收入份额 2012-2016 变化图



资料来源：wind、东兴证券研究所

在国家“一带一路”的战略指导下，加快海外 CDN 节点的布局已然成为国家的一大政策。公司 2010 年开始进入海外市场，截止 2016 年末，海外节点已经覆盖亚洲、欧洲、美洲以及大洋洲和非洲几十个国家及地区，节点数量达 100 多个，同比增加 66.7%。

2012 年以来，公司在美国及马来西亚布局海外业务，2016 年在爱尔兰、印度设立子公司，逐步建设海外团队，加快海外 CDN 项目的建设及海外业务拓展。截止 2017 年 7 月，公司海外 CDN 项目投入资金共计 3.9 亿元，目前，公司已在部分境外地区拥有较为完善的 CDN 业务运营体系，足以满足客户在境外的 CDN 加速业务。

近几年，随着互联网的快速发展，全球 CDN 市场规模逐渐扩大。根据研究机构 MicroMarketMonitor 的统计，全球 CDN 市场规模预计将从 2014 年的 37.03 亿美元上升至 2019 年的 121.64 亿美元，超过 50% 的互联网流量将通过 CDN 进行加速。CDN 国际市场的良好发展前景为公司拓展海外市场提供了坚实的基础。未来，随着国家“一带一路”的深入发展，国际及地区间的交流将更加密切，CDN 流量渗透率有望加速增长。

3.2.2 公司外延并购助推公司业绩更上台阶

2017 年上半年，公司以现金 211 亿日元和 0.52 亿元分别收购了韩国公司 CDNetworks Co., Ltd. 97.82% 的股权和俄罗斯公司 CDN-VIDEO LLC 70% 的股权。通过外延并购的方式，公司国际化进程加快，海外服务能力和范围实现飞跃式提升。

CDNetworks Co., Ltd. 是一家专业的 CDN 业务提供商。在 CDN 领域是继 Akamai 和 LimeLight 市场占有第三的 CDN 提供商。其在六大洲覆盖 160 多个 CDN 节点，并在美国、韩国、中国、日本、新加坡等多个国家设立子公司和办公室。公司拥有十几年的 CDN 研发经验，产品服务在国际市场上竞争力非常强，其目前服务的知名客户包括福布斯，三星和现代公司等。CDN-VIDEO LLC 是一家俄罗斯领先的 CDN 服务公司，其 CDN 网络覆盖俄罗斯、独联体及美国等区域，拥有 30 多个节点，服务于 400 多个客户。通过这两次海外收购，网宿能够充分利用两家公司的全球化运营体系，在节点、客户以及研发上进行资源整合并发挥协同作用，这将大大加快公司的全球化进程和国际化布局，进一步巩固和加强公司的全球行业地位。

3.3 公司响应国家号召，积极推进云平台建设

2017 年 1 月 12 日，发改委和工信部联合发布了《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》，明确指出：构建全球化网络设施，加快 CDN 节点布局，加大海外网络服务提供点建设力度，加快数据中心与云服务平台、内容分发网络节点的全球布局。为我国云计算的发展提供了政策支持。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书（2016 年）》，全球云计算市场总体平稳增长。2015 年以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的典型云服务市场规模达到 522.4 亿美元，增速 20.6%，预计 2020 年将达到 1435.3 亿美元，年复合增长率达 22%。

随着云计算的应用和推广，公司客户在现有需求的基础上产生了更多样的需求，为了跟上市场发展趋势和客户需求变化的脚步，公司积极推动现有技术和服务体系的升级，逐步向计算、存储、安全等方向进行产业链延伸。目前，公司已投入建设“社区云”和“云安全”项目。

随着重度应用的发展，现有的网络架构将无法满足日益增长的互联网需求。针对这个问题，公司 2016 年开始建设“社区云”平台，通过建设一个贴近用户、提供强大云计算服务的社区云平台，有效支持未来各种重度应用和创新业务。目前，该项目已投入募集资金约 3.6 亿元。

随着互联网的发展，网络安全形势日益严峻。公司计划投入募集资金 3.5 亿元建设“云安全”项目，提升公司在安全领域的技术及服务能力。截止 2016 年末，公司云安全项目投入募集资金一亿元。未来，公司云计算业务发展空间巨大。

4. 盈利预测及估值

公司是国内 CDN 行业龙头，技术研发能力强，产品质量好。受行业竞争加剧影响，公司 2017 年前三季度实现营业收入 38 亿元，同比增长 17.8%。如果我们剔除海外并购的影响，公司前三季度收入同比增速约为 8.6%。

我们对公司未来基本假设：

- 1、CDN 行业保持竞争新常态，公司毛利率保持稳定；
- 2、以直播问答为代表的新需求爆发带动 CDN 收入快速增长，2017-2019 年国内 CDN 收入增速在 8%、35%、35%；

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 52.8 亿元、72.4 亿元和 96.7 亿元，归属母公司的净利润为 7.9 亿元，10.4 亿元和 14.0 亿元，对应每股收益分别为 0.33 元、0.43 元和 0.58 元，对应 PE 分别为 37、28 和 21 倍。按照公司 2018 年 35 倍市盈率，给予 6 个月目标价 15.1 元，维持公司“推荐”评级。

5. 风险提示

1. CDN 市场竞争加剧的风险
2. 直播问答发展不及预期的风险

表 2：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2789	7007	8378	8718	9961	营业收入	2932	4447	5282	7236	9669
货币资金	1050	3221	4319	3980	4351	营业成本	1619	2580	3453	4688	6203
应收账款	686	936	1158	1645	2278	营业税金及附加	4	7	8	11	15
其他应收款	39	54	64	87	117	营业费用	201	268	396	543	677
预付款项	45	32	67	114	176	管理费用	323	493	792	1085	1450
存货	47	251	331	450	595	财务费用	-15	-98	-75	-77	-52
其他流动资产	916	2434	2434	2434	2434	资产减值损失	17.29	13.04	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	717	1656	2253	2935	3533	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	6	6	6	6	投资净收益	32.38	63.04	50.00	33.00	30.00
固定资产	466	762	1017	1381	1811	营业利润	815	1247	753	1013	1400
无形资产	78	126	118	111	105	营业外收入	67.99	87.61	90.00	90.00	90.00
其他非流动资产	110	509	400	350	300	营业外支出	4.17	8.50	2.00	2.00	2.00
资产总计	3506	8663	10631	11653	13494	利润总额	878	1326	841	1101	1488
流动负债合计	717	1040	1225	1731	2874	所得税	49	78	50	66	89
短期借款	26	0	0	230	1036	净利润	830	1248	791	1035	1399
应付账款	306	476	662	938	1275	少数股东损益	-2	-2	-1	-2	-2
预收款项	77	73	73	73	73	归属母公司净利润	831	1250	792	1037	1401
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	975	1423	929	1328	1825
非流动负债合计	275	266	45	45	45	BPS（元）	1.19	1.62	0.33	0.43	0.58
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	992	1306	1270	1776	2919	成长能力					
少数股东权益	11	36	35	33	31	营业收入增长	53.43%	51.67%	18.79%	36.99%	33.63%
实收资本（或股	708	802	2411	2411	2411	营业利润增长	70.71%	53.06%	-39.61%	34.54%	38.21%
资本公积	127	3747	3747	3747	3747	归属于母公司净利润	-36.66%	30.92%	-36.66%	30.92%	35.16%
未分配利润	1481	2448	2646	2905	3255	获利能力					
归属母公司股东	2503	7320	9309	9828	10528	毛利率（%）	44.76%	41.97%	34.63%	35.20%	35.85%
负债和所有者权	3506	8663	10631	11653	13494	净利率（%）	28.30%	28.07%	14.97%	14.30%	14.47%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润（%）	23.71%	14.43%	7.45%	8.90%	10.38%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE（%）	33.21%	17.08%	8.51%	10.55%	13.31%
经营活动现金流	718	1071	762	920	1265	偿债能力					
净利润	830	1248	791	1035	1399	资产负债率（%）	28%	15%	12%	15%	22%
折旧摊销	176.16	274.01	0.00	379.94	464.91	流动比率	3.89	6.73	6.84	5.04	3.47
财务费用	-15	-98	-75	-77	-52	速动比率	3.82	6.49	6.57	4.78	3.26
应收账款减少	0	0	-222	-488	-633	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.07	0.73	0.55	0.65	0.77
投资活动现金流	-917	-4892	-731	-1048	-1051	应收账款周转率	6	5	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.05	11.38	9.28	9.05	8.74
长期股权投资减	0	0	30	0	0	每股指标（元）					
投资收益	32	63	50	33	30	每股收益（最新摊薄）	1.19	1.62	0.33	0.43	0.58
筹资活动现金流	398	3576	1067	-211	157	每股净现金流（最新	0.28	-0.31	0.46	-0.14	0.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新摊	3.54	9.13	3.86	4.08	4.37
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	391	94	1610	0	0	P/E	10.16	7.46	36.72	28.04	20.75
资本公积增加	-313	3620	0	0	0	P/B	3.41	1.32	3.12	2.96	2.76
现金净增加额	199	-245	1098	-339	371	EV/EBITDA	7.70	4.53	26.66	19.08	14.12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

研究助理简介

夏清莹

计算机行业研究员，英国拉夫堡大学、银行与金融学硕士，2016 年 4 月加入东兴证券研究所，专注人工智能、金融科技及次新股等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。