

网宿科技 (300017.SZ) 5G 网络应用 MEC 化, 拓展 CDN 新增长空间

2020 年 06 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)
赵良毕 (分析师)
戴晶晶 (联系人)

zhaoliangbi@kysec.cn

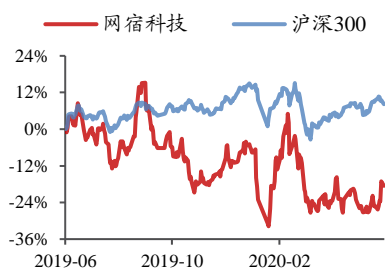
daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790120040005

日期	2020/6/15
当前股价(元)	8.65
一年最高最低(元)	12.62/6.70
总市值(亿元)	210.54
流通市值(亿元)	190.93
总股本(亿股)	24.34
流通股本(亿股)	22.07
近 3 个月换手率(%)	177.44

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 5G 流量爆发为 CDN 行业再添新活力, 首次覆盖给予“增持”评级

网宿科技专注于 CDN 行业多年, 主营业务包括 CDN、IDC 相关产品及服务, 同时公司也积极布局云计算、云安全、边缘计算等新兴领域, 协同扩大业务范围。公司 CDN 业务市占率高, 客户遍布各个行业, 并持续加码研发投入, 技术优势明显。5G 全面铺开, 数据流量爆发待即, 叠加新冠疫情产生的上云需求, 随着“价格战”的企稳, CDN 行业有望迎来新一轮复苏并快速发展趋势, 公司作为 CDN 龙头企业将优先受益, 业绩有望保持快速增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 4.10/5.28/6.81 亿元, 同增 1088.5%/28.8%/29.1%, EPS 为 0.17/0.22/0.28 元, 对应 PE 分别为 51.4/39.9/30.9 倍, 相对可比公司, 存在一定估值优势, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

● 5G 应用繁荣拓宽新一轮 CDN 需求, 龙头企业有望优先受益

随着 5G 建设的全面铺开, 5G 多样化应用将逐渐普及, CDN 作为流量经营的主要平台, 将迎来进一步变革与发展。5G 首先爆发的是高流量业务, 随后是低时延、大连接业务, 车联网、物联网、VR/AR、云游戏等将逐步进入生活并快速普及, 新的应用需求、新的应用模式、新的应用架构将进一步推动 CDN 市场发展, 带来行业的整体复苏。公司作为 CDN 龙头企业, 能够凭借其技术优势和客户黏性, 有望在行业复苏过程中扩大市场份额, 经营业绩有望保持快速增长。

● 公司着力产品广覆盖+服务深应用, 全球化布局业绩有望边际改善

公司重研发, 在高清视频加速、动态加速技术、TCP 加速技术、大数据传输加速、移动互联网加速技术、流媒体直播加速、互联网安全技术等领域均取得了较大突破, 作为第三方 CDN 企业技术优势明显。公司依靠技术优势以及高性价比产品积极进行海外扩张, 目前已在全球部署超过 3 万台服务器, 在欧洲、非洲以及亚太地区部署超过 60 个海外加速节点, 随着国外疫情的逐步控制以及数通业务的企稳发展, 公司海外业务有望取得再突破, 带来经营业绩边际改善。

● 风险提示: 竞争加剧导致毛利下降风险; 5G 商用不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,337	6,007	6,788	7,875	9,607
YOY(%)	18.0	-5.2	13.0	16.0	22.0
归母净利润(百万元)	804	34	410	528	681
YOY(%)	-3.2	-95.7	1088.5	28.8	29.1
毛利率(%)	33.2	25.1	25.4	25.6	25.8
净利率(%)	12.7	0.6	6.0	6.7	7.1
ROE(%)	9.2	0.4	4.9	6.0	7.2
EPS(摊薄/元)	0.33	0.01	0.17	0.22	0.28
P/E(倍)	26.2	610.6	51.4	39.9	30.9
P/B(倍)	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 CDN 行业龙头，发展空间广阔	4
1.1、 深耕行业数十载，客户遍布全球	4
1.2、 公司 2020 年财务状况有望迎来边际改善	5
1.3、 公司产品丰富，积极开拓海外市场	7
2、 CDN 行业迎来新机遇，未来发展空间广阔	10
2.1、 CDN 行业发展前景广阔，格局逐渐稳定	10
2.2、 5G 时代有望带来 CDN 行业新变革	11
3、 第三方 CDN 龙头有望在新浪潮中持续受益	13
3.1、 公司注重研发，技术优势明显	13
3.2、 公司深化战略布局，继续扩大规模优势	14
4、 盈利预测与投资建议	15
4.1、 关键假设	15
4.2、 盈利预测	15
5、 风险提示	16
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 公司股权相对分散	5
图 2： 公司营业收入 2019 年有所调整（单位：亿元）	6
图 3： 2020 年公司总利润、营业利润状况有望改善（单位：亿元）	6
图 4： 公司毛利率、净利率 2020 年有望触底回升	7
图 5： 公司加权 ROE 有望触底回升	7
图 6： 公司近年来费用控制效果明显（单位：亿元）	7
图 7： 公司以 CDN、IDC 为主要的收入来源（单位：亿元）	8
图 8： 公司积极向海外扩张（单位：亿元）	9
图 9： 公司专注研发，持续增加研发费用（单位：亿元）	9
图 10： CDN 主要为用户提供网络加速服务	10
图 11： 全球 CDN 市场规模受益于流量爆发，步入快速增长期（单位：亿美元）	10
图 12： 国内 CDN 市场规模高速增长（单位：亿元）	11
图 13： 国内 CDN 市场行业应用多样	11
图 14： 我国 CDN 行业格局逐渐稳定，网宿科技市占率第一	11
图 15： 5G 推动互联网流量大爆发	12
图 16： 公司作为第三方 CDN，具有优势	14
表 1： 网宿科技成长迅速	4
表 2： 公司服务对象涵盖大部分行业	5
表 3： 公司主营 CDN、云安全、云计算、SD-WAN、IDC 五大业务	8
表 4： BAT 有望终结“价格战”乱象	12
表 5： 疫情突发带来带宽大幅增加	13
表 6： 公司规模优势明显	14
表 7： 公司积极布局海外	15

表 8: 可比公司估值: 网宿科技存在一定估值优势	16
---------------------------------	----

1、CDN 行业龙头，发展空间广阔

1.1、深耕行业数十载，客户遍布全球

深耕细作 CDN 数十年，全面布局新科技。公司成立于 2000 年 1 月，致力于为用户提供大数据和云计算基础设施等方面的技术，主营业务包括 CDN、IDC、边缘计算、云计算、云安全等产品及服务。公司专注于在 CDN “产品、服务”上深耕细作，专注于产品功能的优化、快速响应客户需求、为客户提供定制化的服务，提高客户粘性。同时，公司也积极布局云计算、云安全、边缘计算等新兴领域，扩大业务范围。

表1：网宿科技成长迅速

时间	公司大事
2000 年 1 月 1 日	网宿科技于上海正式注册成立
2004 年 10 月 31 日	推出基于 IPSEC 技术的 VPN 管理平台，向企业推广 VPN 服务
2005 年 10 月 31 日	推出自主研发 CDN 系统平台，正式进军 CDN 领域
2006 年 4 月 1 日	推出 CDN2.0 技术，提供动态内容加速服务
2008 年 8 月 1 日	为北京奥运会提供 CDN 服务，并荣获“北京 2008 奥运会新媒体传播技术合作伙伴”称号
2009 年 10 月 1 日	网宿科技正式在深交所创业板上市
2010 年 7 月 1 日	首次推出覆盖全球的 12 个海外节点，全球加速战略启动
2011 年 1 月 1 日	网宿科技 CDN 网络分发平台完成云架构改造
2012 年 10 月 17 日	网宿科技美国子公司正式成立，海外加速节点增至 25 个，遍布亚、欧、美及非洲
2013 年 11 月 11 日	网宿科技为“双十一”提供加速保障，日峰值突破 600G
2014 年 12 月 1 日	网宿科技业界首发移动应用加速技术，实现最后一公里加速
2016 年 12 月 13 日	获工信部首批 CDN 牌照
2017 年 3 月 29 日	收购韩国最大 CDN 服务商 CDNetworks
2018 年 8 月 28 日	网宿科技率先完成 CDN 平台改造，全面支持 IPv6
2018 年 9 月 6 日	网宿科技成为中国联通 5G+视频合作伙伴
2019 年 8 月 29 日	网宿科技正式宣布新上线纽约、法兰克福、伦敦等 8 大清洗中心截至目前，网宿在全球范围内已落地 12 大清洗中心

资料来源：公司官网、开源证券研究所

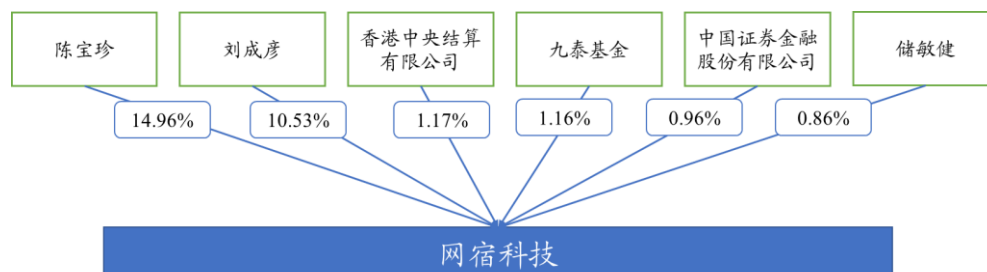
公司服务对象涵盖大部分行业，目前拥有约 3000 名中大型客户。其中包括互联网企业、政府、传统企业及电信运营商。公司注重客户定制化需求，针对客户在 IT 部署及数据计算、传输、安全等方面的不同需求，推出针对手机直播、媒体、家电、汽车、电商、快消、金融、消费电子、游戏、政务、教育等行业的个性化解决方案。

表2: 公司服务对象涵盖大部分行业

服务领域	代表企业
大型互联网公司	百度、搜狐、腾讯、新浪、网易等
视频直播	Bilibili、爱奇艺、斗鱼直播等
电商平台	京东、苏宁易购、唯品会、口袋购物等
游戏	完美世界、游族网络、4399 游戏吧等
阅读资讯	掌阅、卷皮、今日头条、虎扑体育等
生活旅游	滴滴出行、携程旅游、大众点评、中国国际航空等
央媒	中国日报、人民网、新华网等
企业	海尔、海信、华为、联想、长虹电器等
政务部门	财政部、中国铁路总公司、教育部等
金融	招商银行、海通证券、中国银联、中国工商银行等
消费电子	VIVO、酷派、小米、中兴、OPPO
海外客户	GUCCI、周生生、迪卡侬、CHANEL 等

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

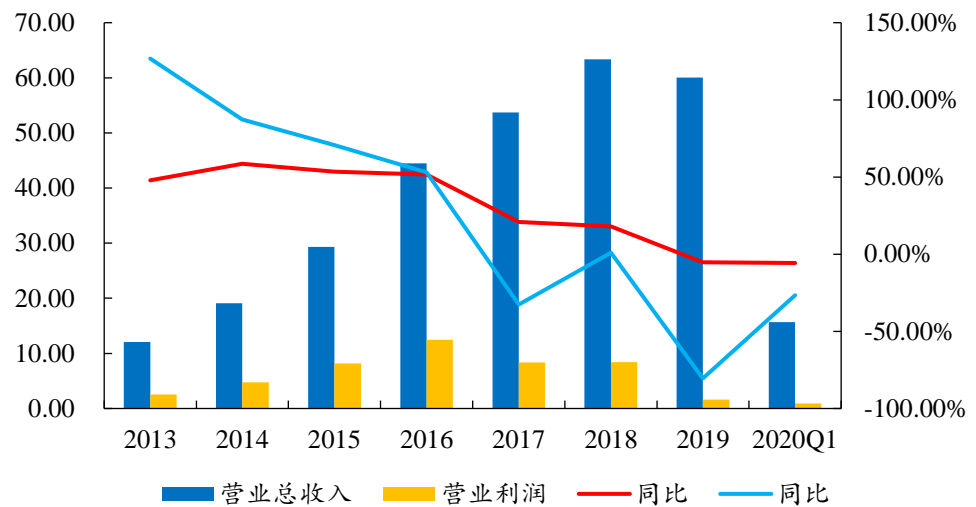
公司股权相对分散。2018 年 7 月, 根据公司《关于一致行动人协议到期的公告》, 公司原控股股东、实际控制人陈宝珍与刘成彦决定解除一致行动关系, 公司不再拥有控股股东、实际控制人, 2019 年末陈宝珍与刘成彦持股比例分别为 14.96%、10.53%。2019 年 6 月, 根据《股份转让框架协议》, 陈宝珍与刘成彦分别向广西投资集团有限公司 (广投集团) 转让无限售条件的股份, 分别占总股本的 10.37% 与 1.63%。

图1: 公司股权相对分散


资料来源: Wind、开源证券研究所

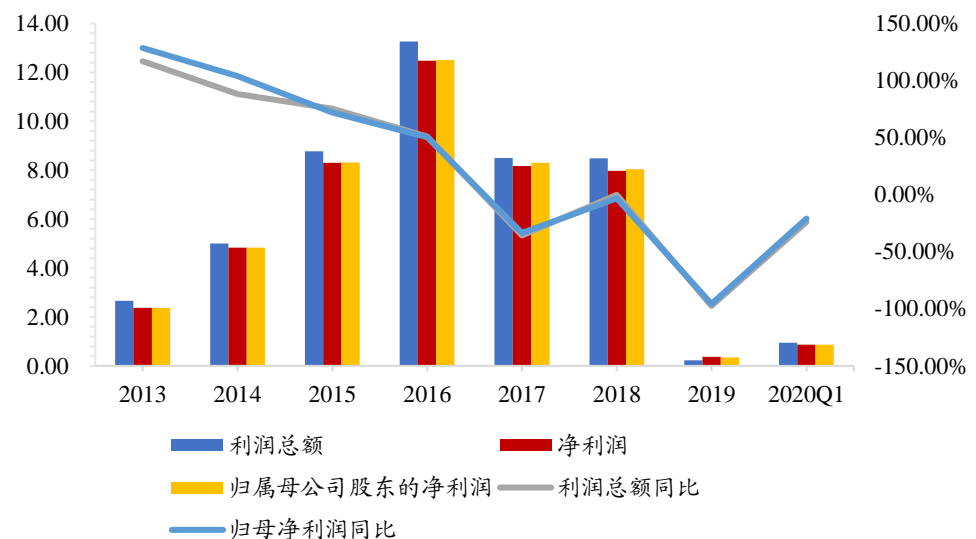
1.2、公司 2020 年财务状况有望迎来边际改善

公司步入调整期, 后续仍有增长空间。公司 2019 年实现业务总收入 60.07 亿元, 同比下降 5.21%; 实现营业利润 1.64 亿元, 同比下降 80.5%; 实现总利润 0.22 亿元, 同比下降 97.45%; 实现净利润 0.37 亿元; 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比下降 95.71%。公司 2019 年盈利能力有所下降, 主要原因包括: 公司所在互联网行业增速逐渐放缓, 市场趋于饱和; 公司深耕领域 CDN 行业增速下降, 市场竞争持续激烈, 大流量分发业务市场价格下降等。但随着 5G 时代的来临, 公司在“产品、服务”上深耕细作, 从 CDN 到云安全, 再发展边缘计算实现产品广覆盖, 从快速响应客户需求到为客户提供定制化服务实现服务深应用, 公司营收有望迎来边际改善。

图2：公司营业收入 2019 年有所调整（单位：亿元）


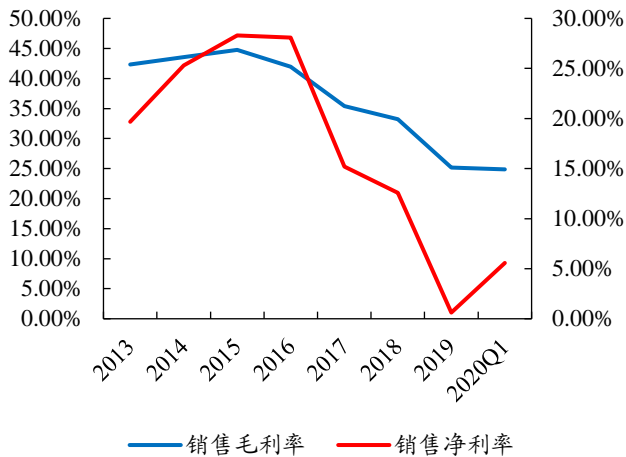
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2020 年财务状况有望改善。从公司披露的 2020 年第一季度业绩报告来看，公司 2020 年一季度公司实现营业总收入 15.66 亿元，同比下降 5.72%；实现利润总额 0.95 亿元，同比下降 24.11%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 21%。考虑到疫情影响，公司 2020 年一季度业绩降幅低于预期。随着 2020 年 5G 开始商用，公司在保持 CDN 业务核心优势的同时继续推进精细化运营，2020 年财务状况有望改善。

图3：2020 年公司总利润、营业利润状况有望改善（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

国内 CDN 市场竞争持续加剧，市场价格继续下降，导致公司毛利率下降。公司销售毛利率与净利率自 2013 年来逐步下滑，2019 年毛利率为 25.15%，净利率为 0.62%。2020 年一季度公司实现销售毛利率 24.87%，销售净利率 5.58%，较 2019 年触底回升。

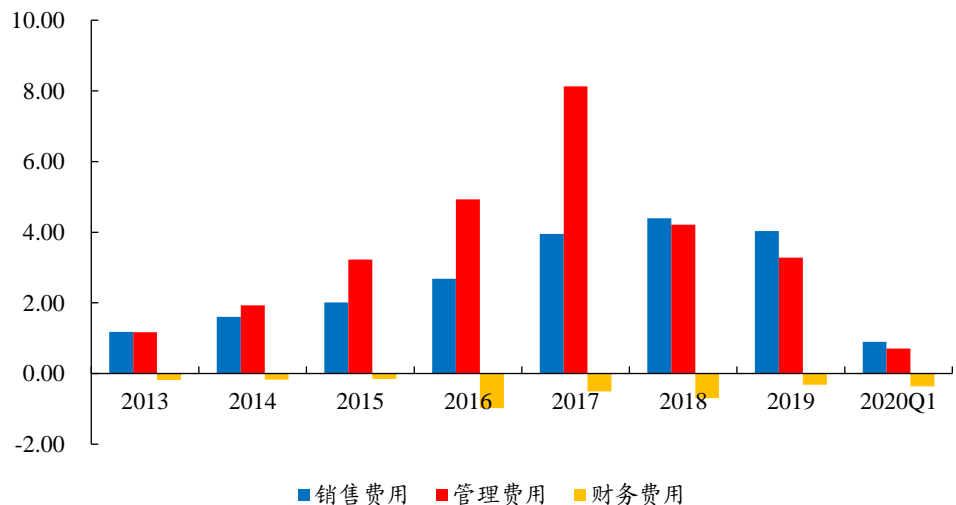
图4：公司毛利率、净利率 2020 年有望触底回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司加权 ROE 有望触底回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

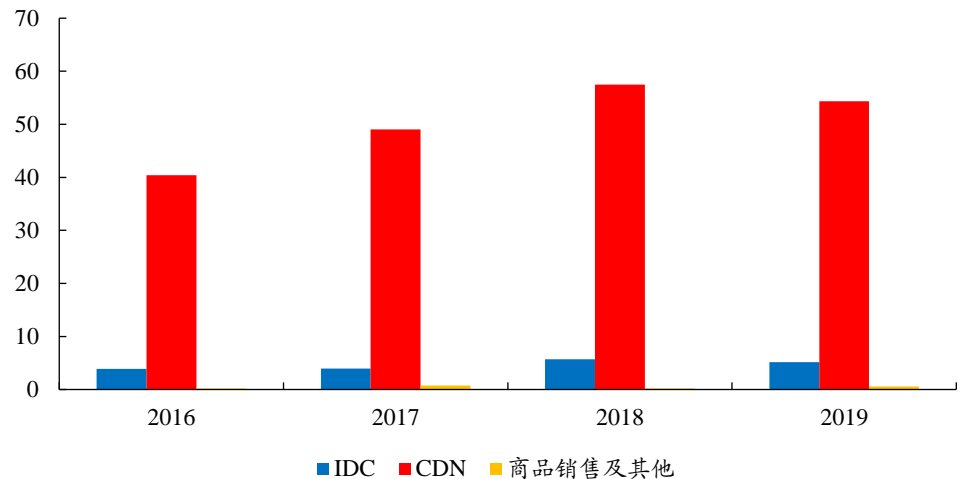
近年来公司费用控制效果明显。2019 年销售费用达 4.03 亿元，与 2018 年相比略有下降（降幅 8.4%），主要系人工成本减少；管理费用自 2017 年起下降明显，2019 年管理费用为 3.28 亿元，主要系期权费用减少；财务费用 2019 年为 -0.32 亿元，同比下降 54.13%，主要系汇兑收益减少，整体看，三费控制效果明显。

图6：公司近年来费用控制效果明显（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、公司产品丰富，积极开拓海外市场

公司主营产品以 CDN、IDC 为主。公司基于强大的数据分发和处理能力，提供 CDN、边缘计算、云计算、云安全等丰富的产品及服务。在全球部署了超过 1500 个 CDN 节点（其中，国内节点>1000 个、海外节点>500 个）、10+大型流量清洗中心，与 100 多家海外运营商建立起合作关系。其中，以 CDN、IDC 为主要收入来源。

图7：公司以 CDN、IDC 为主要的收入来源（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

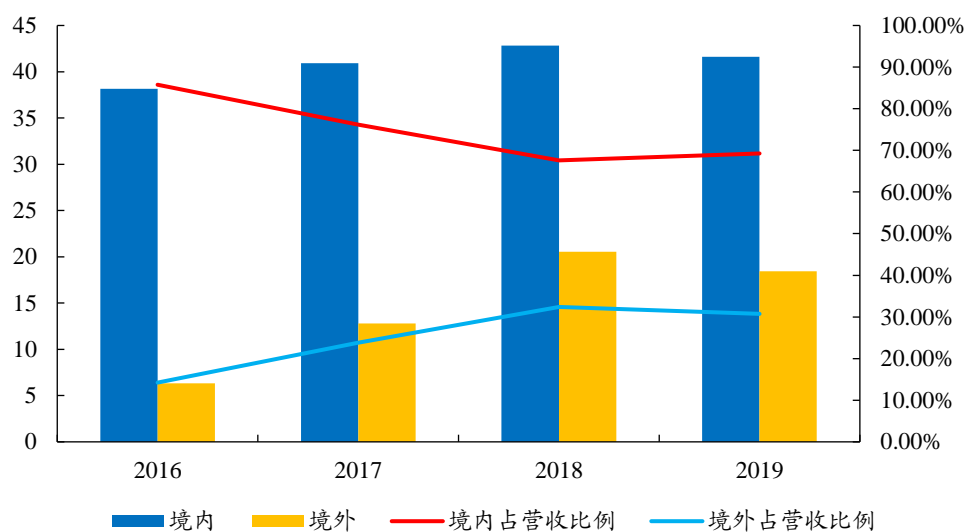
公司产品丰富，应用领域广泛，主要包括 CDN、云安全、云计算、SD-WAN、IDC 等。其中 CDN 主要应用于网络加速；云安全主要应用于网络防护领域；云计算主要为客户提供数据计算与储存服务等。

表3：公司主营 CDN、云安全、云计算、SD-WAN、IDC 五大业务

主营产品	内容
CDN	网页/下载/上传/动态/全站/海外加速；点播分发；S-P2P 及增值服务等； 云视频：云直播/云点播/云课堂/智控高清/版权保护等
云安全	云防护：DDoS 云清洗/web 应用防火墙 业务安全：内容安全/网页防篡改 安全监测：网站安全监测/全网态势感知 DNS 安全：DNS 防劫持/高防 DNS 安全专家服务：安全加固服务/漏洞扫描服务
云计算	计算服务；存储服务；网络服务；数据库/云监控/云备源等基础服务
SD-WAN	连接组网；应用优化
IDC	托管空间及带宽租用；托管设备及软件代购/租用；液冷数据中心解决方案

资料来源：公司公告、开源证券研究所

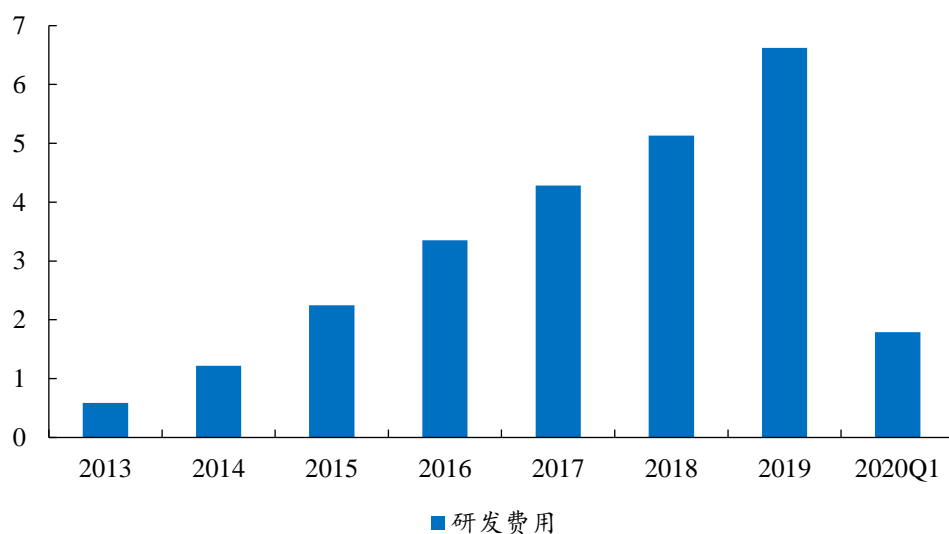
公司立足国内市场，积极向海外扩张。从公司收入的地区分布来看，公司的主要营收来源于境内，但近年来公司开始注重布局海外，加速推动全球化战略，把握全球发展机遇。因此，境外收入有了很大改善，在营收中占比呈提高趋势，2019 年境外收入 18.45 亿元，占营收的 30.71%。

图8：公司积极向海外扩张（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司专注研发，持续加大研发投入力度。2019年公司研发费用支出达6.62亿元，研发人员数量占比超过65%，每年研发投入占公司营业收入10%左右。公司针对不同行业开发不同产品，不断丰富产品线。

公司放眼全球进行技术创新，在多个领域拥有领先技术。目前，公司在美国、俄罗斯、韩国、中国厦门和中国深圳设立五大研发中心，拥有顶级的技术研发团队，满足不同客户的个性化需求。公司目前已经申请包括国内和国际发明专利850多件，内容涉及到协议加速、移动加速、应用加速、流媒体直播点播加速、流量管理、云安全、云存储、缓存传输、分布传输、宽带接入、智能路由等CDN及云计算行业领先技术。

图9：公司专注研发，持续增加研发费用（单位：亿元）


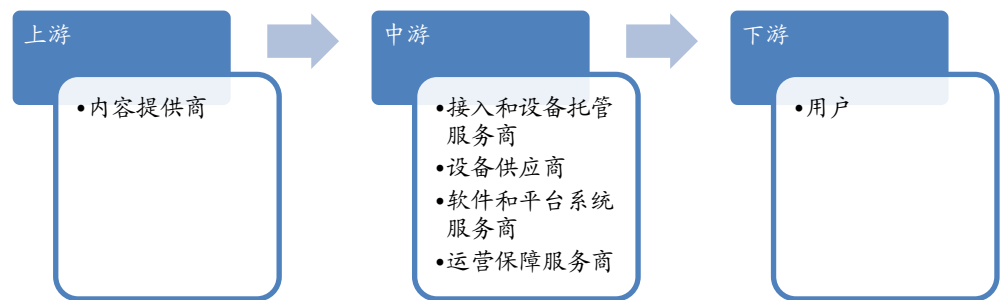
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、CDN 行业迎来新机遇，未来发展空间广阔

2.1、CDN 行业发展前景广阔，格局逐渐稳定

CDN (Content Delivery Network) 指内容分发网络，是网络的加速器，具体是指通过在现有的互联网中增加一层新的网络架构，将网站内容发布到最接近用户的网络边缘，使用户可以就近取得所需的内容，改善网络的传输速度，解决互联网络拥挤的状况，从技术上解决由于网络带宽小、用户访问量大、网点分布不均等原因所造成的用户访问网站响应速度慢的问题。

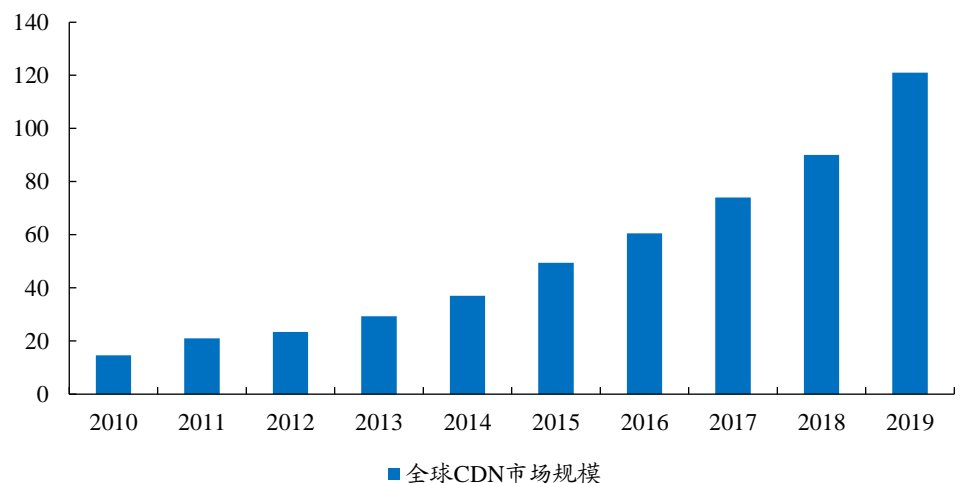
图10: CDN 主要为用户提供网络加速服务



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

CDN 受益于流量爆发，有望迎来高速增长。CDN 始于 1999 年，初期的发展历程较为坎坷，受互联网泡沫影响，服务商数量少；从 2008 年开始，互联网视频的爆发，使得全球互联网流量迎来爆发式增长，从而极大地带动了 CDN 服务的成长，CDN 市场驶入高速发展轨道，此后一直保持着较高、稳定的增长。

图11: 全球 CDN 市场规模受益于流量爆发，步入快速增长期（单位：亿美元）

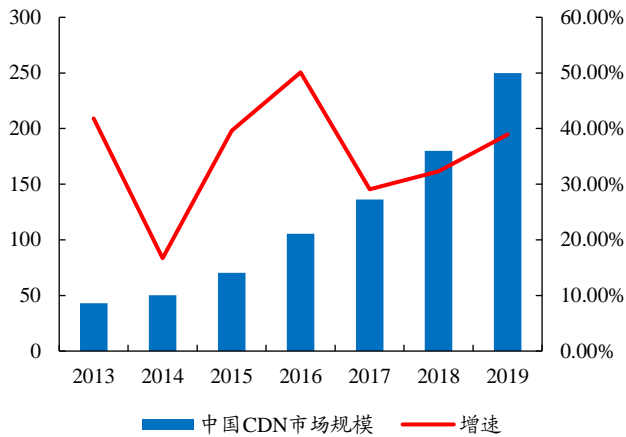


数据来源：IDC 圈、开源证券研究所

我国 CDN 市场发展与国际发展步调基本一致。但我国从 2016 年 CDN 的牌照开始正式发放之后，市场行业格局发生了变化。而随着万物互联、直播短视频高数据业务业态爆发，使得数据的总量出现了指数级增长。同时，暴增的数据量催生了海量 CDN 市场需求，云服务和视频企业 CDN 服务商发展迅速，带动 CDN 行业快速扩张。数据显示，2019 年我国 CDN 市场规模达 250 亿元，同比增长 39%，2013-2019 年间复

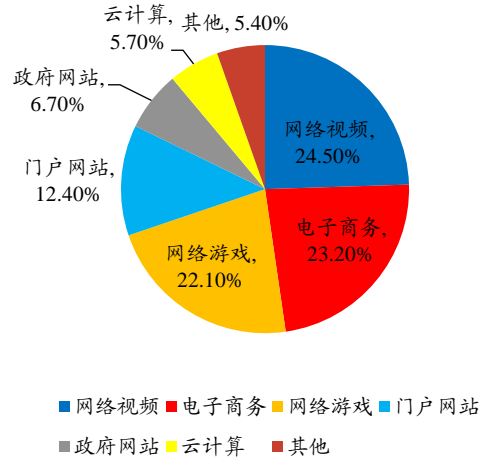
合增长率达 34.04%。

图12: 国内 CDN 市场规模高速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 中国信通院、开源证券研究所

图13: 国内 CDN 市场行业应用多样

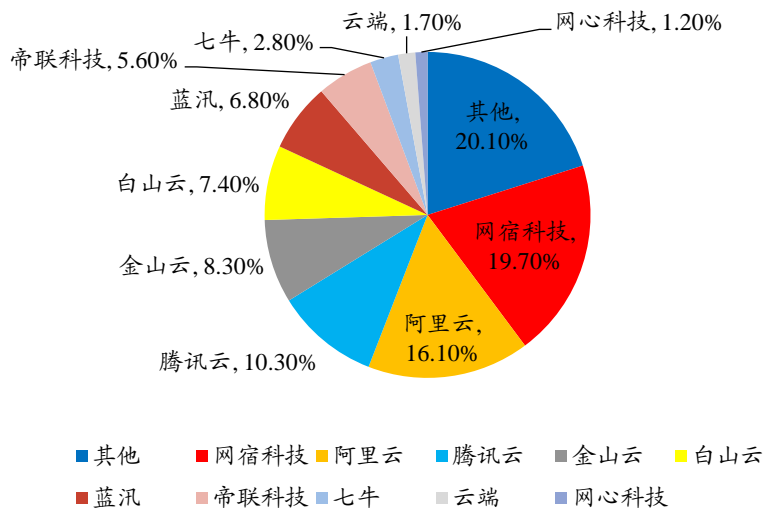


数据来源: 中国信通院、开源证券研究所

我国 CDN 有望继续保持增长姿态。截至 2020 年 2 月，共有 732 家企业获得工信部颁布的 CDN 牌照。在互联网行业巨头相继进入市场之后，我国 CDN 市场的价格竞争将逐渐平息，行业格局将趋于稳定。

目前我国 CDN 行业格局趋于稳定。按照不同的模式可以将 CDN 厂商分为三类。其中，第一类是传统的 CDN 厂商，包括网宿科技、蓝汛等，以自建服务器为主。第二类是利用云 CDN 平台上实现加速，从而为客户提供服务，包括阿里云、腾讯云、金山云等。第三类主要包括迅雷星域，通过 P2P 技术和智能硬件的模式来扩展节点，从而达到加速目的。

图14: 我国 CDN 行业格局逐渐稳定，网宿科技市占率第一



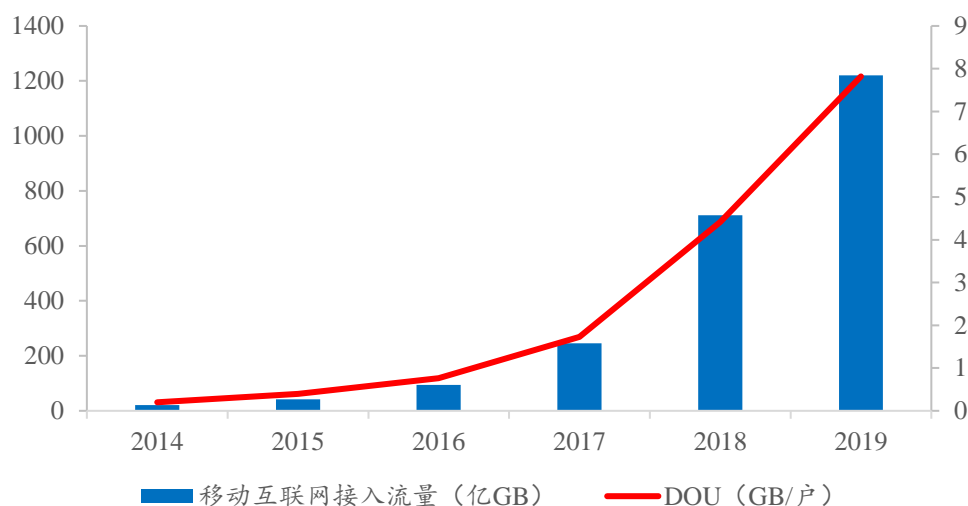
数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、5G 时代有望带来 CDN 行业新变革

随着 5G 的快速发展，CDN 网络成为流量承载的主要平台，CDN 领域将迎来进一步变革。5G 网络具有扁平化的特点，需要满足超低延时、超高可靠性、超高协同性的

要求，对网络带宽和计算处理能力都提出了更高的要求。5G 的到来使大批高流量应用，如车联网、物联网、VR/AR 等将逐步进入生活并普及，将进一步推动 CDN 市场发展。CDN 下沉将是变革的解决方法，具体包括 CDN 架构，即从 CR、SR 端变为用户端；节点部署越加小型化与灵活化；进一步下沉到用户家庭，即 P2P-CDN。

图15: 5G 推动互联网流量大爆发



数据来源：工信部、开源证券研究所

运营商涨价或带来 CDN 市场巨变。目前运营商正在全力开启 5G 时代，CDN 是 5G 时代的流量承载的生力军，而行业内由于竞争所引发的价格战，导致负毛利现象长期存在，若任由其发展，整个行业都将陷入恶性循环中。而运营商明确表示禁止低价销售，这一肃清价格乱象、规范行业有序运行的举动，将推动 CDN 行业步入正轨，迎来新增长。

表4: BAT 有望终结“价格战”乱象

时间	降价幅度
2015 年 5 月	腾讯云宣布降价 25%
2017 年 3 月	阿里云宣布降价 35%
2017 年 4 月	百度云 CDN 业务全线降价最高至 40%
2018 年 5 月	腾讯云降价 25%
2018 年 6 月	百度云 CDN 再降价，价格低于腾讯和阿里云

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

受疫情影响，生产生活方式改变带来大幅带宽需求。远程办公与远程学习的新型工作（学习）方式使得云视频需求大量增长，进一步推动 CDN 行业发展。据估算，疫情带来的生活工作方式变化而带来的新需求（约 100Tbps）将会占到现有整体带宽（400Tbps）供给的 1/4 左右。同时，由于疫情持续时间较长，将对人们的生产生活方式带来较为长远的深刻变革，进一步引发带宽需求，推动 CDN 行业发展。

表5: 疫情突发带来带宽大幅增加

应用领域	带宽增加幅度
在线网校	40-50Tbs
在线办公	16Tbs
长视频	10-20 Tbs
短视频	15-20 Tbs
娱乐性直播	5-10 Tbs
游戏	10-20 Tbs

数据来源：开源证券研究所

CDN+MEC 将成为 5G 时代的发展趋势，行业有望迎来新变革。随着 5G 和 IoT 时代的到来，高带宽，多连接和低延时将成为网络应用的最大特点。超高清，VR，智能设备，自动驾驶等，对这些应用和设备的连接和处理，集中式的云计算已经无法应对，因此除了传输边缘化、存储边缘化外，计算也将被边缘化。因此，CDN+MEC 的模式将成为未来的发展方向。

3、 第三方 CDN 龙头有望在新浪潮中持续受益

3.1、 公司注重研发，技术优势明显

网宿科技作为第三方 CDN 厂商，具备网络中立天然优势。不管是运营商，还是 BAT 等云服务商，在中立性上都有欠缺，而那些有着严格商业隐私要求的需求方，对于中立性有着极高的要求，因此，网宿科技成为不少厂商的优先选择。

动态 CDN 业务成为公司重要竞争点。网宿科技在与 BAT 云计算巨头竞争过程中，通过技术创新方式，将其 CDN 业务发展重点放在了动态 CDN 业务（不仅仅提供内容分发，还提供分布式应用交互、交互加密等多种能力），提升了其 CDN 业务的差异化和业务增值能力。这使得网宿科技除了互联网企业之外，获得了大量的如在线教育、企业应用等多个细分市场的大量客户

CDN 是技术驱动行业，技术引领公司发展。公司已经形成了完备的技术体系，在高清视频加速、动态加速技术、TCP 加速技术、大数据传输加速、移动互联网加速技术、流媒体直播加速、互联网安全技术等领域均取得了突破，其中部分技术达到国际先进水平。公司目前已经申请包括国内和国际发明专利 850 多件，且每年研发费用仍在不断增长。

图16: 公司作为第三方 CDN, 具有优势

	电信运营商 (中国联通等)	大型互联网公司 (腾讯、阿里等)	专业CDN厂商 (网宿科技等)
优势	<ul style="list-style-type: none"> 带宽资源、机房资源丰富, 成本低廉 资本雄厚, 资金优势明显 网络直接连接终端用户 	<ul style="list-style-type: none"> 自身对CDN需求大 拥有强大技术开发能力和运维水平 闲置机房、服务器资源可再利用 	<ul style="list-style-type: none"> 进入市场较早, 经验丰富, 运营成熟 技术持续研发能力强 专注核心业务 网络中立优势
劣势	<ul style="list-style-type: none"> 技术储备落后 互联互通问题导致跨网络操作受阻 非主营业务, 缺乏运营经验和服务能力 	<ul style="list-style-type: none"> 非主营业务, 主营提供内部使用 缺乏营销、服务团队, 无法为大型客户提供定制服务 缺乏中立性 	<ul style="list-style-type: none"> 受限于电信运营商带宽租用费用, 不能形成价格优势

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

3.2、公司深化战略布局, 继续扩大规模优势

公司市场覆盖面积广泛。公司的客户几乎涵盖了所有的行业。公司服务的约 3000 家大中型客户中, 是同类公司中拥有客户数量较多、覆盖面较广的公司。全国前十大游戏公司有八家选择网宿科技, 全国前十五大电商网站中有 13 家是其客户, 全国前 15 家社交咨询网站中过半数是其用户, 同时, 公司还为全国 90% 的视频直播网站、50% 以上中央媒体、五大国有银行等企业提供服务。

表6: 公司规模优势明显

设施或产品	数量
全球部署服务器	15 万+
全球 CDN 节点	1500+
全球覆盖国家及地区	70+
合作海外运营商	100+
全球清洗中心	10+
专利创新数	850+
可承载 DDoS 攻击	15Tbps

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司积极推进海外扩张, 扩大规模。公司目前已在全球部署超过 3 万台服务器, 建设超过 500 个 CDN 加速节点, 在北美、欧洲、非洲以及亚太地区部署超过 60 个海外加速节点。此外, 公司还收购了多家海外 CDN 企业, 与国外多家运营商合作, 积极扩展海外市场。

表7: 公司积极布局海外

时间	战略部署
2010年7月1日	首次推出覆盖全球的12个海外节点，全球加速战略启动
2012年10月17日	网宿科技美国子公司正式成立，海外加速节点增至25个，遍布亚、欧、美及非洲
2015年4月1日	网宿与中东运营商 Etisalat 达成合作，首次将 CDN 服务扩展至中东地区
2015年10月28日	启动海外 CDN、云安全、社区云三大战略
2016年8月9日	网宿设立爱尔兰及印度子公司
2017年3月29日	收购韩国最大 CDN 服务商 CDNetworks
2017年5月22日	收购俄罗斯领先 CDN 服务商 CDN-video
2017年5月28日	印度节点全部上线
2017年7月25日	网宿科技正式加入国际电信联盟 ITU-T
2017年10月6日	主导 CDN 国际标准获国际电联批准立项
2017年12月3日	网宿科技中东节点上线
2018年3月1日	正式上线洛杉矶、新加坡和日本三大安全清洗中心
2018年9月11日	网宿正式加入全球云安全联盟（CSA）
2018年9月26日	网宿上线巴西节点，持续推进国际化战略
2019年8月29日	网宿科技正式宣布新上线纽约、法兰克福、伦敦等8大清洗中心截至目前，网宿在全球范围内已落地12大清洗中心

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

5G 带来流量大幅提升，疫情进一步推动 CDN 需求。公司作为行业领先企业，拥有丰富的经验和领先的技术，随着运营商引导各企业结束“价格战”，公司营收有望进一步增长，假设 2020/2021/2022 三年公司 CDN 业务增速分别为 13.2%/16.1%/22.8%，IDC 业务增速分别为 10%/15%/15%。

4.2、盈利预测

网宿科技专注于 CDN 行业多年，主营业务包括 CDN、IDC 相关产品及服务，同时公司也积极布局云计算、云安全、边缘计算等新兴领域，协同扩大业务范围。公司 CDN 业务市占率高，客户遍布各个行业，并持续加码研发投入，技术优势明显。5G 全面铺开，数据流量爆发待即，叠加新冠疫情产生的上云需求，随着“价格战”的企稳，CDN 行业有望迎来新一轮复苏并快速发展趋势，公司作为 CDN 龙头企业将优先受益，业绩有望保持快速增长。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 4.10/5.28/6.81 亿元，同增 1088.5%/28.8%/29.1%，EPS 为 0.17/0.22/0.28 元，对应 PE 分别为 51.4/39.9/30.9 倍，同时考虑公司作为 CDN 龙头，技术领先，可给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表8: 可比公司估值: 网宿科技存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)		PE (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
300383.SZ	光环新网	374	24.22	0.66	0.81	36.70	29.90
603881.SH	数据港	175	82.92	0.66	1.11	125.64	74.70
600804.SH	鹏博士	114	7.94	0.18	0.23	44.11	34.52
平均值				0.50	0.72	68.81	46.38
300017.SZ	网宿科技	210.54	8.65	0.17	0.22	51.4	39.9

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/06/15, 除网宿科技、光环新网外使用 Wind 一致预期预测数据)

5、风险提示

竞争加剧导致毛利下降风险。各个厂商之间的“价格战”仍有持续的可能。随市场竞争加剧, 若成本不能随未来产品价格下降而下降, 公司现阶段毛利水平可能较难维持。

5G 商用不及预期。5G 应用虽有诸多优势, 但现阶段的应用依然受限, 各厂商、客户对于 5G 应用的接受程度仍有待考察, 若 5G 普及不及预期, 对公司未来的增长有一定的影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6102	6037	7494	8139	9364
现金	2319	1647	2130	2639	3334
应收票据及应收账款	1833	1695	1700	2339	2465
其他应收款	154	49	217	92	275
预付账款	43	51	56	65	82
存货	22	10	23	26	36
其他流动资产	1730	2586	3369	2977	3173
非流动资产	5838	4294	3648	3627	3805
长期投资	95	135	150	169	195
固定资产	2476	1485	1412	1343	1348
无形资产	775	469	361	238	278
其他非流动资产	2492	2205	1726	1877	1985
资产总计	11940	10331	11142	11765	13169
流动负债	2589	1390	1798	1908	2661
短期借款	1099	136	155	232	405
应付票据及应付账款	964	879	1046	1207	1534
其他流动负债	526	374	597	469	721
非流动负债	668	310	343	359	347
长期借款	254	0	0	0	0
其他非流动负债	414	310	343	359	347
负债合计	3257	1699	2141	2267	3008
少数股东权益	12	1	33	75	130
股本	2433	2434	2434	2434	2434
资本公积	2274	2266	2266	2266	2266
留存收益	4117	4079	4033	3877	3615
归属母公司股东权益	8672	8631	8968	9423	10031
负债和股东权益	11940	10331	11142	11765	13169

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	735	611	171	813	1069
净利润	797	37	443	570	736
折旧摊销	542	581	554	662	652
财务费用	-70	-32	-34	-36	-32
投资损失	-58	-732	-224	-264	-325
营运资金变动	-611	-85	-585	-102	48
其他经营现金流	135	841	17	-17	-11
投资活动现金流	-1948	-741	324	-358	-505
资本支出	1437	804	41	-197	71
长期投资	-654	-830	-15	-20	-27
其他投资现金流	-1165	-767	350	-575	-460
筹资活动现金流	707	406	-12	55	130
短期借款	444	-963	19	77	173
长期借款	254	-254	0	0	0
普通股增加	21	1	0	0	0
资本公积增加	107	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-119	1629	-31	-22	-44
现金净增加额	-467	279	483	509	694

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6337	6007	6788	7875	9607
营业成本	4231	4497	5064	5859	7128
营业税金及附加	24	15	35	38	40
营业费用	439	403	474	535	624
管理费用	421	328	393	449	550
研发费用	513	662	767	898	1105
财务费用	-70	-32	-34	-36	-32
资产减值损失	49	-766	22	20	19
其他收益	61	84	63	68	71
公允价值变动收益	-2	37	22	22	22
投资净收益	58	732	224	264	325
资产处置收益	-7	-34	-14	-18	-22
营业利润	841	164	363	448	567
营业外收入	12	6	10	9	9
营业外支出	5	148	41	49	61
利润总额	848	22	332	408	515
所得税	51	-16	-111	-162	-221
净利润	797	37	443	570	736
少数股东损益	-7	3	33	42	54
归母净利润	804	34	410	528	681
EBITDA	1404	562	839	1011	1097
EPS(元)	0.33	0.01	0.17	0.22	0.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.0	-5.2	13.0	16.0	22.0
营业利润(%)	0.9	-80.5	121.2	23.5	26.5
归属于母公司净利润(%)	-3.2	-95.7	1088.5	28.8	29.1
获利能力					
毛利率(%)	33.2	25.1	25.4	25.6	25.8
净利率(%)	12.7	0.6	6.0	6.7	7.1
ROE(%)	9.2	0.4	4.9	6.0	7.2
ROIC(%)	7.8	-0.4	4.0	4.9	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	27.3	16.4	19.2	19.3	22.8
净负债比率(%)	-7.5	-14.4	-18.8	-22.3	-26.0
流动比率	2.4	4.3	4.2	4.3	3.5
速动比率	1.7	4.2	3.6	3.9	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.0	3.4	4.0	3.9	4.0
应付账款周转率	5.1	4.9	5.3	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.01	0.17	0.22	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.25	0.07	0.33	0.44
每股净资产(最新摊薄)	3.56	3.55	3.68	3.87	4.12
估值比率					
P/E	26.2	610.6	51.4	39.9	30.9
P/B	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	14.5	31.0	20.2	16.4	14.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835