

网宿科技 (300017.SZ)

市场疑虑终将消除、CDN 龙头创新将持续

● 电信联通合作 CDN 进展不妙、专业化优势逐渐明朗

据 C114 中国通信网报道此次电信、联通联合组建 CDN 公司的进展并不顺利。双方对股权比例和管理权争夺导致计划被不断拖延，对业务方向上也存在分歧。事情进展基本符合我们的判断，而我们也认为，即使合资公司成立并开展业务，专业属性的差异依然将导致其难以与网宿科技这样专业经验丰富的行业龙头供应商相抗衡。回想公司的 CATM 等业务，推出时饱受市场质疑，但经时间检验，这些质疑都已烟消云散。我们相信随着此次联通电信共建 CDN 的推进难度逐渐明朗化，市场对网宿科技在这一事项上的误解也将有望消除。

● 领先差距逐渐拉大、龙头地位愈发突出

国内 CDN 市场规模从 09 年的 3.5 亿发展至 13 年已超过 20 亿，复合增速高达 55%。市场呈现双寡头格局，两大龙头网宿科技与蓝汛合计占据了 80% 以上的市场份额。比较来看，网宿科技自 2013 年以来，逐渐完成了从追赶者到全面超越者的进化过程，在营收规模上赶超蓝汛，在经营效率的财务体现上更占优势。我们相信专注 CDN 的网宿科技的收入高增长将可持续，更有可能在 CDN 市场独领风骚，乘市场高速发展之风扩大领先优势。

● 未来高附加值创新产品有望成为突破之关键

网宿科技作为 CDN 行业龙头，产品线一直保持创新。今年推出了符合互联网创新和演进轨迹的 APPA、MAA 等加速产品。我们相信未来网宿还将持续顺应行业的创新与客户新需求，推出更多高附加值产品，而目前产品线中以 WSA 为代表，也将伴随着我国互联网的发展和成熟而打开市场。

与美国市场 CDN 龙头 AKAMAI 相比，网宿目前在收入与毛利率上依然有明显差距。但在中国互联网规模成长为与美国相比肩的期望下，我们相信未来更多政企用户对 CDN 需求的爆发和对创新业务的接受将有望推动网宿在业务规模和层次等各方面上都成长为与 AKAMAI 比肩，届时网宿在市值上同样比肩 AKAMAI 将是合理期待。未来公司发展到一定规模后，将有望实现向更多相关新业务领域的发展。在业绩保持高增长的前提下，未来两年将成为网宿业务布局的关键时间点。预计 2014-2016 年 EPS 为 1.46 元、2.30 元、3.59 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

技术变化快，不易被资本市场充分理解；新业务占比上升需要时间；

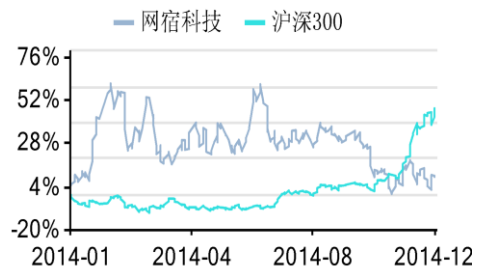
盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	814.80	1,204.99	1,911.19	2,833.93	4,170.95
增长率(%)	50.29%	47.89%	58.61%	48.28%	47.18%
EBITDA(百万元)	151.68	305.86	546.28	855.66	1,307.38
净利润(百万元)	103.75	237.11	458.08	722.26	1,126.50
增长率(%)	89.59%	128.55%	93.19%	57.67%	55.97%
EPS(元/股)	0.673	0.756	1.460	2.303	3.591
市盈率(P/E)	51.07	112.05	33.52	21.26	13.63
市净率(P/B)	2.99	11.66	10.01	7.10	4.85
EV/EBITDA	13.14	41.56	26.20	15.90	9.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	46.56 元
前次评级	买入
报告日期	2014-12-31

相对市场表现



分析师：刘雪峰 S0260514030002

02160750605

gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：康健 S0260111040002

010-59136690

kangjian@gf.com.cn

相关研究：

网宿科技(300017.SZ)：三 2014-10-27

季报高增长持续、运营商投建

CDN 影响有限

网宿科技(300017.SZ)：中 2014-07-31

报高增长超预期、上调全年盈

利预测

网宿科技(300017.SZ)：最 2014-07-15

高 260% 的增长破除对市场需

求和专业分工的误解

联系人：孙阳冉 021-60750629

sunyangran@gf.com.cn

电信联通合作 CDN 进展不妙、专业化优势逐渐明朗

十月末，由中国电信和中国联通将合作开展CDN业务的传闻市场掀起浪潮——据传，双方集团战略投资部拟共同出资，并引入两家经营CDN的民营企业（北京阅联和北京浩瀚深度）合作，成立专门运营CDN的子公司，具体运营事项由电信云计算分公司负责（数据来源：21世纪经济报道）。当时我们对此事件的判断是：“不论从CDN行业专业性强，需要专业分工的角度考虑，还是从此次合作方本身之间的协调和利益关系考虑，此次合作都不太可能对网宿科技现有的业务和行业龙头的地位有太大影响。”

而目前喧嚣逐渐归于平静。根据C114中国通信网报道，此次电信、联通联合组建CDN公司的进展并不顺利。双方对股权比例和管理权争夺导致计划被不断拖延，对业务方向上的分歧也导致合作难以落地。事情的进展基本符合我们的判断，而我们也认为，即使合资公司成立并开展业务，专业属性的差异依然将导致其难与网宿科技这样专业经验丰富的行业龙头供应商相抗衡。

再回想公司的CATM等业务，同样在移动传自建CDN、阿里云计算推出CDN等事件中，饱受市场质疑，但经过时间检验，这些质疑都已经烟消云散。我们相信随着此次联通电信共建CDN的推进难度逐渐明朗化，市场对网宿科技在这一事项上的误解也将有望消除。总结来看，我们坚信专业化分工是科技前沿发展的历史经验和必然规律，对规模客户的进入威胁过分恐惧是对实体企业经营效率最大化的实践策略不够了解。

领先差距逐渐拉大、龙头地位愈发突出

近年来，互联网高速发展带动着网络流量的暴增，国内CDN市场呈高速发展趋势。CDN市场规模从09年的3.5亿发展至13年已超过20亿，复合增速高达55%。市场呈现双寡头格局，市场地位领先的两家龙头企业网宿科技与蓝汛合计占据了80%以上的市场份额。

图 1：2013 年总体市场峰值带宽容量

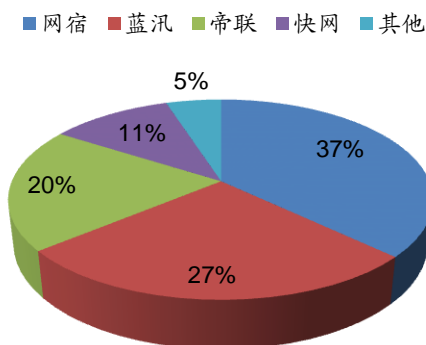
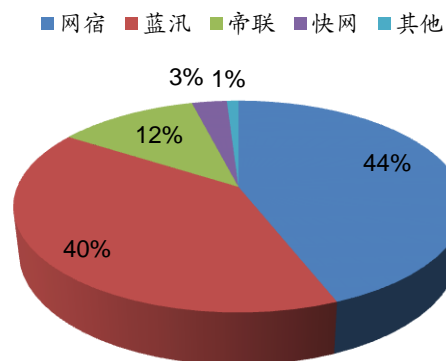


图 2：2013 年国内专业 CDN 市场份额

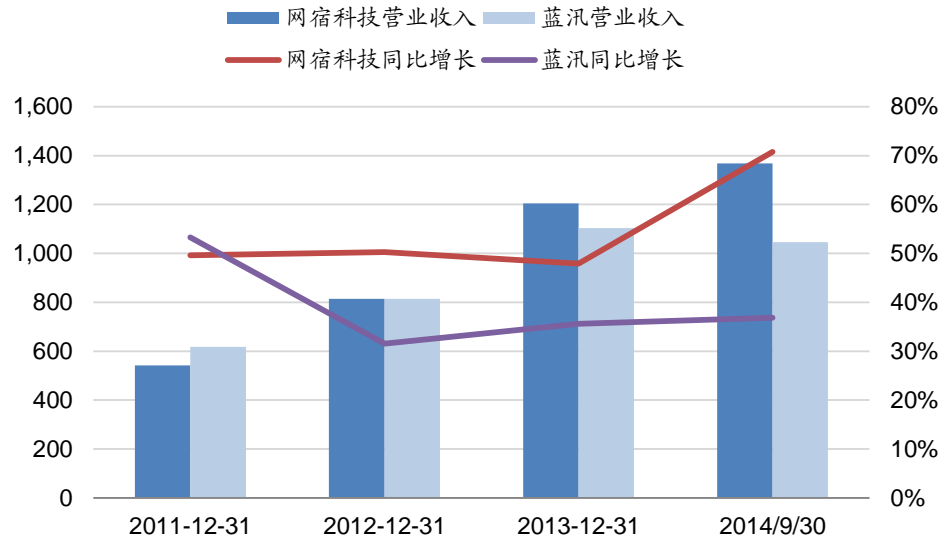


数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

而比较遥遥领先市场的双寡头，网宿科技自2013年以来，逐渐完成了从追赶者到全面超越者的进化过程，不仅在营收规模上赶超蓝汛，同比增速的差距也逐渐拉开。今年前三季度，网宿收入增速进一步提高到70%以上，远远领先于蓝汛的37%。

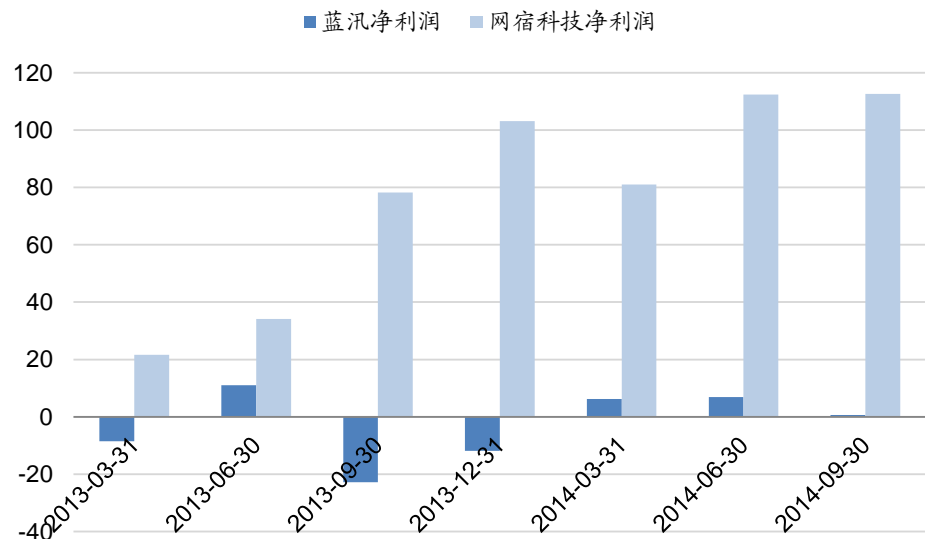
图3: 网宿和蓝汛11-14年营业收入(单位: 百万元)及同比增长比较



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

从经营效率的财务体现上来说，网宿科技同样更占优势。自上市起，公司即一直保持较强的盈利能力，且净利润自2012年起即维持高速增长。

图4: 网宿科技和蓝汛13-14年单季净利润比较(单位: 百万元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

蓝汛在三季报的电话会议里提出，IDC将是公司未来发展的重点业务之一。考虑到蓝汛下阶段的业务重点将不仅仅是CDN，在业务方向上更专注的网宿则更有可能在CDN市场独领风骚，乘市场高速发展之风扩大其领先优势。

未来高附加值创新产品有望成为突破之关键

近年来，电子商务的爆发与渗透、高清视频的普及和传统行业的互联网化都是互联网与移动互联网的持续演进和创新的结果，而这样的演进和创新也给CDN市场带来了足够的发展空间和充足的前进动力：

网宿科技作为CDN行业技术与市场的龙头，一直在产品线上保持着创新。今年以来更是跟随互联网创新脚步，推出了符合互联网创新和演进轨迹的APPA动态加速、MAA移动加速等新产品。具体看来：

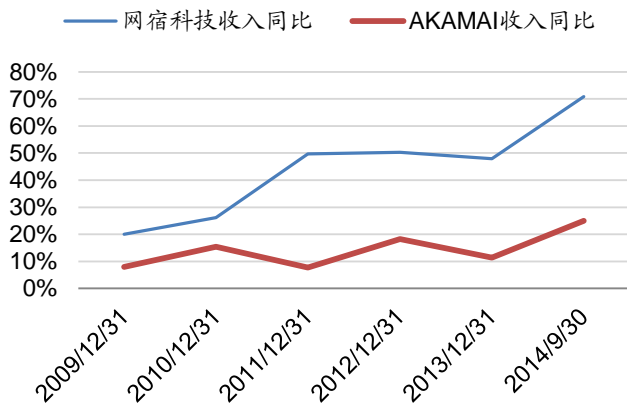
- 针对网络视频市场。网宿整合流媒体传输优化技术，推出了流媒体加速解决方案；
- 针对日益增加的互联网动态内容，公司推出了WSA全站加速产品，显著加快访问速度，提高访问成功率；
- 针对云计算市场，公司推出Cloudedge平台，面向网站、游戏、电商等行业中小型企业网站，提供高效便捷的自助式CDN内容分发服务；
- 针对近年来爆发式增长的移动互联网流量，公司推出MAA移动应用加速解决方案，大幅提升移动应用用户访问体验。

随着互联网行业在传统行业的不断渗透，越来越多经过信息化和互联网化的传统企业有望以开放的姿态拥抱CDN，而互联网行业本身的业务模式与形态也在进行着不断的创新，这将为CDN行业带来不断的创新动力。我们相信未来网宿还将持续顺应行业的创新与客户新需求，推出越来越多高附加值的新产品，而目前产品线中现在看来较为创新的产品，以WSA网络安全服务为代表，也将伴随着我国互联网的发展和成熟而打开市场。

与互联网发展更为成熟、具有参照意义的美国市场CDN龙头AKAMAI相比，网宿目前在收入与毛利率上依然有明显差距。但是，在中国互联网规模成长为与美国相比肩的期望下，我们相信未来更多政企用户对CDN需求的爆发和对创新业务的接受将有望推动网宿在业务规模和层次等各方面上都成长为与AKAMAI比肩，而届时，网宿在市值上同样与AKAMAI比肩将是合理期待。

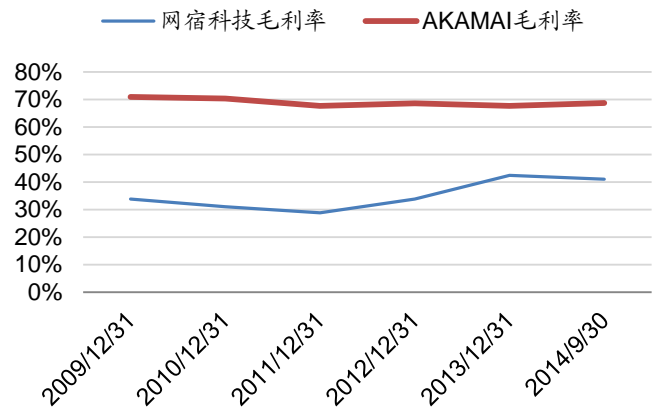
未来，网宿科技在发展达到一定规模后，将会有望实现向更多新业务相关领域的发展。因此，在业绩保持高增长的前提下，未来两年将成为网宿业务布局的关键时间点。

图 5: AKAMAI 与网宿科技收入增速比较



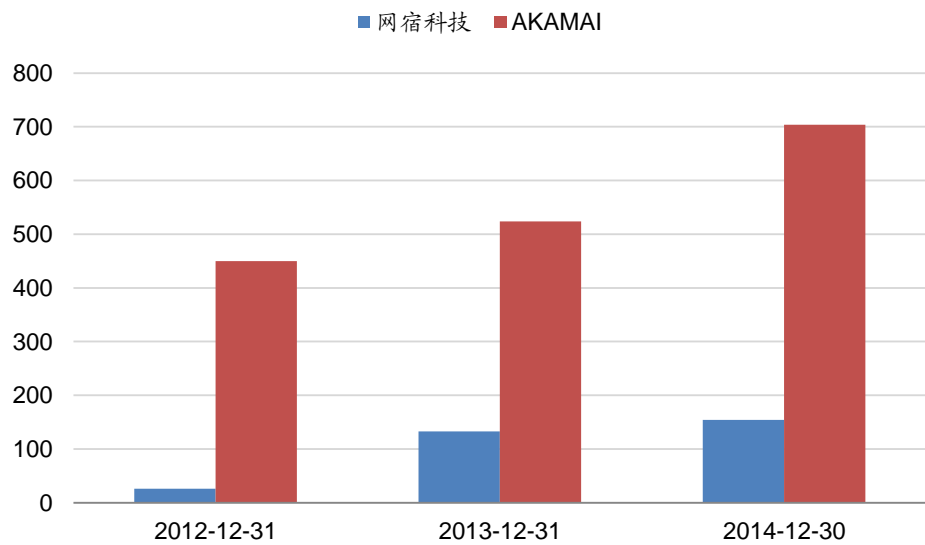
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 6: AKAMAI 与网宿科技毛利率比较



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 7: 网宿和AKAMAI12-14年市值比较 (单位: 亿元)



数据来源: WIND、彭博、广发证券发展研究中心

风险提示

技术变化快, 不易被资本市场充分理解。

新业务占比上升需要时间;

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	766	1083	1605	2440	3714
货币资金	612	565	1044	1746	2814
应收及预付	95	230	274	390	572
存货	11	39	38	55	79
其他流动资产	49	249	249	249	249
非流动资产	216	309	296	258	197
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	168	247	227	189	134
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	44	55	63	62	56
其他长期资产	4	7	7	7	7
资产总计	982	1391	1902	2698	3911
流动负债	107	229	344	512	725
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	107	229	344	512	725
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	24	24	24	24
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	5	24	24	24	24
负债合计	112	253	368	536	749
股本	154	157	314	314	314
资本公积	496	555	398	398	398
留存收益	220	427	822	1450	2451
归属母公司股东权	870	1138	1534	2162	3163
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	982	1391	1902	2698	3911

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	185	276	516	805	1197
净利润	104	237	458	722	1127
折旧摊销	55	69	89	106	123
营运资金变动	24	-35	0	-2	-34
其它	2	5	-32	-21	-18
投资活动现金流	-95	-338	-37	-40	-35
资本支出	-59	-146	-40	-43	-38
投资变动	-37	-192	3	3	3
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-23	16	0	-63	-94
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	45	0	0	0
其他	-23	-28	0	-63	-94
现金净增加额	66	-46	478	702	1068
期初现金余额	545	612	565	1044	1746
期末现金余额	612	565	1044	1746	2814

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	50.3	47.9	58.6	48.3	47.2
营业利润增长	109.8	126.7	77.3	65.0	58.0
归属母公司净利润增长	89.6	128.6	93.2	57.7	56.0
获利能力(%)					
毛利率	33.8	42.3	44.1	45.9	47.2
净利率	12.7	19.7	24.0	25.5	27.0
ROE	11.9	20.8	29.9	33.4	35.6
ROIC	-	-	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	11.4	18.2	19.4	19.9	19.1
净负债比率	-0.7	-0.5	-0.7	-0.8	-0.9
流动比率	7.14	4.72	4.66	4.76	5.12
速动比率	7.00	4.47	4.47	4.58	4.93
营运能力					
总资产周转率	0.89	1.02	1.16	1.23	1.26
应收账款周转率	10.18	8.32	8.09	8.47	8.47
存货周转率	52.34	27.96	27.96	27.96	27.96
每股指标(元)					
每股收益	0.67	1.51	1.46	2.30	3.59
每股经营现金流	1.20	1.76	1.64	2.57	3.82
每股净资产	5.64	7.26	4.89	6.89	10.08
估值比率					
P/E	25.1	56.0	33.5	21.3	13.6
P/B	3.0	11.7	10.0	7.1	4.9
EV/EBITDA	13.1	41.6	26.2	15.9	9.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	815	1205	1911	2834	4171
营业成本	539	695	1068	1534	2201
营业税金及附加	27	39	62	92	135
销售费用	85	118	152	210	292
管理费用	67	117	172	249	359
财务费用	-16	-18	0	0	0
资产减值损失	2	4	8	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	4	3	3	3
营业利润	112	255	452	746	1178
营业外收入	14	21	39	28	28
营业外支出	4	9	2	3	4
利润总额	123	266	489	771	1202
所得税	19	29	31	49	76
净利润	104	237	458	722	1127
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	237	458	722	1127
EBITDA	152	306	546	856	1307
EPS(元)	0.67	1.51	1.46	2.30	3.59

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的工作。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。
- 惠毓伦: TMT群组首席研究顾问, 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 16年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 12年证券研究所从业经历。
- 康健: 资深分析师, 美国南加州大学金融数学硕士, 2010年进入广发证券发展研究中心。
- 孙阳冉: 研究助理, 华中科技大学通信工程学士, 美国东北大学金融学硕士, 2014年进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	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	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	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

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。