



持续拓宽成长空间

中信证券研究部

2015 年 1 月 14 日

陈剑

电话：010-60838585

邮件：chenjian@citics.com

执业证书编号：S1010512120001

李伟

电话：010-60838159

邮件：liw1@citics.com

执业证书编号：S1010513110003

王浩冰

电话：010-60836760

邮件：wanghaobing@citics.com

执业证书编号：S1010513110003

投资评级

买入（维持）

当前价：58.43 元

目标价：68.10 元

事项：

2015 年 1 月 14 日晚间，公司发布公告称：

- 网宿科技拟以投资设立的方式，与公司董事兼副总裁储敏健先生共同出资设立“深圳绿色云图科技有限公司”，开展新一代绿色数据中心解决方案和云计算服务等相关业务。该公司注册资本为 3,000 万元人民币，其中，网宿科技使用自有资金出资 2,100 万元，占注册资本的 70%，储敏健先生出资 900 万元，占注册资本的 30%。
- 为进一步开拓海外市场，网宿科技的全资子公司香港网宿科技有限公司以自有资金出资 100 万马来西亚币（折合人民币约 175 万元），在马来西亚设立全资子公司 Wangsu Technology (M) Sdn. Bhd.。

对此，我们点评如下。

评论：

继续进军海外市场，拓宽成长空间

公司 2014 年上半年海外收入 4736 万元，占比约为 5.4%。我们认为，随着海外华人的不断增加及中国互联网企业逐步走向海外市场，网宿科技的海外客户群体将不断扩大，海外收入的占比仍有较大提升空间。东南亚是海外华人比例较高的地区，也是中国互联网企业的重要市场，因此公司此次设立马来西亚全资子公司将有助于开拓这一重要市场，拓宽公司在海外的成长空间。

切入 IDC 节能领域，一专多能外延式扩张有望持续

此外，网宿科技与公司副总裁储敏健共同出资设立绿色云图，切入 IDC 节能服务领域，这是公司基于主营业务进行横向拓展的一次有益尝试。公司基于云计算分布式构架的 CDN 平台发展高速、运营稳定，也为公司未来向云计算、云备份和大数据领域拓展打下了网络资源基础、技术储备基础和数据沉淀基础。预期公司未来将借助其 CDN 优势，逐步向云计算、云备份和大数据分析领域拓展，实现一专多能的外延式扩张。

公司 CDN 行业龙头地位展现，未来增长速度将会持续高于行业整体增长速度

中国互联网业务的变化和创新层出不穷，游戏直播、OTT 视频和云计算等业务的快速发展将推动第三方 CDN 行业的快速发展。在 2014 年前三季度，网宿的 CDN 收入金额及增速已明显超越蓝汛，成为了 CDN 行业的龙头，完成了从市场挑战者到市场领导者的转变，充分证明其在平台技术、运营效率、新产品推广上的领先优势。相信后期网宿的业绩增速将会持续高于 CDN 行业整体增速。

风险因素：

CDN 恶性价格竞争；运营商 CDN 政策变化造成负面影响。

投资建议：

我们认为，中国整体互联网化的大潮才刚刚开始，行业仍处高速增长前期，互联网视频、移动互联网和云计算、云存储服务在中国开始爆发式增长，CDN 行业随流量增长的逻辑没有改变，这将会推动 CDN 业务未来持续数年高速增长，而行业双寡头垄断格局仍然稳定，公司料持续保持超越行业平均水平以上的发展速度。公司积极拓展海外业务，且有望积极进行一专多能外延式扩张，预期长期成长空间将得到拓宽。公司的收入、业绩、市值没有看到天花板，依然是随着互联网高速成长的 A 股最好的配置标的之一。维持公司 2014-2016 年 EPS 预测为 1.42/2.27/3.47 元，维持目标价 68.10 元，对应 2015 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测与估值

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	815	1,205	2,015	3,296	5,119
增长率 YoY %	50.29	47.89	67.22	63.57	55.31
净利润(百万元)	104	237	446	712	1,087
增长率 YoY%	89.59	128.55	88.31	59.50	52.66
每股收益(元)	0.33	0.76	1.42	2.27	3.47
毛利率%	33.84	42.34	45.08	44.42	43.85
净资产收益率%	11.91	20.83	28.82	32.78	34.88
P/E (倍)	177	77	41	26	17
P/B (倍)	21.0	16.1	11.8	8.4	5.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 13 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	815	1205	2015	3296	5119
营业成本	539	695	1107	1832	2874
毛利率	33.8%	42.3%	45.1%	44.4%	43.9%
营业税金及附加	27	39	65	106	165
营业费用	85	118	165	257	389
营业费用率	10.4%	9.8%	8.2%	7.8%	7.6%
管理费用	67	117	212	353	527
管理费用率	8.3%	9.7%	10.5%	10.7%	10.3%
财务费用	(16)	(18)	(23)	(41)	(49)
财务费用率	-2.0%	-1.5%	-1.1%	-1.2%	-0.9%
投资收益	2	4	0	0	0
营业利润	112	255	487	786	1207
营业利润率	13.8%	21.2%	24.2%	23.8%	23.6%
营业外收入	14	21	24	24	24
营业外支出	4	9	9	9	9
利润总额	123	266	502	800	1221
所得税	19	29	55	88	134
所得税率	15.5%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	104	237	446	712	1087
净利率	12.7%	19.7%	22.2%	21.6%	21.2%
每股收益(元)(摊薄)	0.33	0.76	1.42	2.27	3.47

现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	123	266	502	800	1221
少数股东损益	(19)	(29)	(55)	(88)	(134)
折旧和摊销	55	69	83	91	101
营运资金变动	6	241	(65)	(84)	(131)
其他	20	(271)	(21)	(38)	(44)
经营现金流	185	276	444	682	1013
资本支出	(59)	(146)	(47)	(64)	(71)
投资收益	2	4	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	(38)	(196)	0	0	0
投资现金流	(95)	(338)	(47)	(64)	(71)
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	(23)	(31)	(35)	(89)	(142)
其他	0	48	23	41	49
融资现金流	(23)	17	(13)	(48)	(94)
现金净增加额	66	(45)	384	569	849

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	612	565	950	1519	2367
存货	11	39	61	102	159
应收账款	88	202	338	552	857
其他流动资产	56	277	308	357	428
流动资产	766	1083	1656	2529	3813
固定资产	168	247	212	173	130
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	37	42	52	64	76
其他长期资产	11	20	9	9	9
非流动资产	216	309	273	246	216
资产总计	982	1391	1929	2775	4028
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	41	111	176	292	458
其他流动负债	67	119	179	287	430
流动负债	107	229	356	579	888
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	24	24	24	24
非流动性负债	5	24	24	24	24
负债合计	112	253	379	603	911
股本	154	157	314	314	314
资本公积	496	555	398	398	398
股东权益合计	871	1138	1549	2172	3117
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	983	1391	1929	2775	4028

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	50.3%	47.9%	67.2%	63.6%	55.3%
营业利润	109.8%	126.7%	91.1%	61.3%	53.6%
净利润	89.6%	128.6%	88.3%	59.5%	52.7%
利润率(%)					
毛利率	33.8%	42.3%	45.1%	44.4%	43.9%
EBIT Margin	13.1%	20.6%	23.8%	23.0%	22.9%
EBITDA Margin	19.8%	26.3%	27.9%	25.8%	24.9%
净利率	12.7%	19.7%	22.2%	21.6%	21.2%
回报率(%)					
净资产收益率	11.91%	20.83%	28.82%	32.78%	34.88%
总资产收益率	10.6%	17.0%	23.1%	25.7%	27.0%
其他(%)					
资产负债率	11.4%	18.2%	19.7%	21.7%	22.6%
所得税率	15.5%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
股利支付率	16.6%	14.9%	20.0%	20.0%	20.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。