



# 新平台，新增长点

中信证券研究部

2015年1月20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：S1010514080004

## 投资评级

**买入（维持）**

当前价：68.0 元

目标价：82.6 元

## 事项：

网宿科技 1 月 20 日午间休市期间发布募集资金投资公告。公司投资 8000 万元研发、建设流量经营平台、投资 5600 万元研发、建设高清视频 CDN 平台。对此我们点评如下：

## 评论：

### 流量经营平台带来新的商业模式

流量经营平台是公司基于自身资源、渠道、技术优势顺应市场流量差异化定价需求推出的，既满足移动运营商提出的后向流量经营需求，又顺应移动互联网 app 公司希望借助流量套餐包模式增加用户黏性的需求。网宿与主要运营商各个省级公司具有长久合作关系，拥有现在的移动 CDN 平台和节点资源，2014 年一季度推出的 MAA（Mobile Application Accelerator）产品为网宿打造流量经营平台提供了强大的竞争优势。

网宿的新流量经营平台可以帮助移动运营商经营双向流量业务和定制定向流量业务，将运营商丰富的流量定时定量定向批发给 CP，并在多种前向经营中能与运营商合作分成；面向 CP 的后向流量经营，不光为 CP 提供日常所需的骨干网 CDN 分发流量，流量经营平台与 MAA 结合还能在最后一公里的接入网为最终用户提供更快的体验更少的流量消耗，同时给 CP 更好的业务体验，更多的用户以及更低的带宽成本。我们认为，将运营商的定向流量包批发给 app 厂商的模式，将为网宿带来全新的业务模式和市场空间。目前国内运营商整体经营策略正在向互联网智能管道拓展，流量差异化定价为未来主流，流量经营模式刚刚展开，未来市场空间巨大或超过百亿。

网宿的流量经营平台也将有利于与网宿的 MAA 产品产生协同，加强网宿 CDN 平台对移动互联网 app 厂商的粘性和依赖性。

### 高清视频 CDN 平台提前布局高清视频市场

公司应用 H.265 高清视频编码格式建设高清视频 CDN 平台，满足国内视频网站、OTT 视频应用向高清视频逐步切换的趋势，高清视频的流量是传统标清视频的 4 倍，带宽需求大幅增加，而 H.265 对比现在的 H.264 高清编码格式可以节省 30% 以上的带宽需求。预期未来 2 年内 H.265 标准将会在行业中快速普及。

高清视频 CDN 平台有利于网宿进一步巩固自己的技术领先优势，树立更高的技术门槛，进一步增加对视频类客户的黏性和竞争力。随着视频网站的竞争加剧，高清视频的渗透率将会逐步提升。高清视频 CDN 业务也将会成为新的业绩增长点。

### 新平台、新模式突显网宿的平台优势和技术优势

公司新研发和建设流量经营平台和高清视频 CDN 平台都依托网宿现有的广泛的 CDN 业务平台，具有较强的技术壁垒和市场规模壁垒。网宿基于现在的 CDN 平台不断进行业务创新和技术升级彰显公司的技术实力和业务创新能力。相信公司将会依托现有的技术积累和客户积累，未来将会不断的持续创新。

## 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：

公司在新产品、新业务模式上的不断创新，彰显其技术优势和业务创新能力。我们认为，公司在依托其主营 CDN 业务上，不断拓展新的业务模式和商业模式。其流量经营平台符合行业趋势和需求，也将会为公司打开一个近百亿收入规模的新市场空间。网宿科技将会打破原有第三方 CDN 市场规模限制，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。我们目前维持公司 EPS 为 1.48/2.36/3.52 元的预测，上调目标价至 82.60 元，对应 2015 年 35 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	2,107	3,259	4,853
增长率 YoY %	50.29	47.89	74.85	54.68	48.92
净利润(百万元)	104	237	463	741	1,103
增长率 YoY%	89.59	128.55	95.22	59.97	48.92
每股收益(元)	0.33	0.76	1.48	2.36	3.52
毛利率%	33.84	42.34	44.15	44.32	44.32
净资产收益率%	11.91	20.83	29.56	33.45	34.80
P/E (倍)	176	77	39	25	17
P/B (倍)	20.9	16.0	11.6	8.2	5.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 20 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	2107	3259	4853
营业成本	539	695	1177	1815	2702
毛利率	33.8%	42.3%	44.2%	44.3%	44.3%
营业税金及附加	27	39	68	105	157
营业费用	85	118	169	248	359
营业费用率	10.4%	9.8%	8.0%	7.6%	7.4%
管理费用	67	117	209	313	456
管理费用率	8.3%	9.7%	9.9%	9.6%	9.4%
财务费用	(16)	(18)	(23)	(42)	(50)
财务费用率	-2.0%	-1.5%	-1.1%	-1.3%	-1.0%
投资收益	2	4	0	0	0
营业利润	112	255	506	817	1224
营业利润率	13.8%	21.2%	24.0%	25.1%	25.2%
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	520	832	1239
所得税	19	29	57	91	136
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	463	741	1103
净利率	12.7%	19.7%	22.0%	22.7%	22.7%
每股收益(元)(摊薄)	0.33	0.76	1.48	2.36	3.52

## 现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	123	266	520	832	1239
少数股东损益	(19)	(29)	(57)	(91)	(136)
折旧和摊销	55	69	83	91	101
营运资金变动	6	241	(73)	(87)	(124)
其他	20	(271)	(20)	(39)	(45)
经营现金流	185	276	452	706	1034
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)	(93)	(148)
其他	0	48	23	42	50
融资现金流	(23)	17	(12)	(51)	(99)
现金净增加额	66	(45)	393	591	865

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	958	1549	2415
存货	11	39	65	101	150
应收账款	88	202	353	546	813
其他流动资产	56	277	311	357	423
流动资产	766	1083	1687	2553	3801
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	1960	2799	4017
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	41	111	188	289	431
其他流动负债	67	119	183	272	394
流动负债	107	229	370	561	824
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	394	585	848
股本	154	157	314	314	314
资本公积	496	555	398	398	398
股东权益合计	871	1138	1566	2214	3168
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	983	1391	1960	2799	4017

## 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%	74.8%	54.7%	48.9%
营业利润	109.8%	126.7%	98.3%	61.7%	49.8%
净利润	89.6%	128.6%	95.2%	60.0%	48.9%
利润率(%)					
毛利率	33.8%	42.3%	44.2%	44.3%	44.3%
EBIT Margin	13.1%	20.6%	23.6%	24.2%	24.5%
EBITDA Margin	19.8%	26.3%	27.5%	27.0%	26.6%
净利率	12.7%	19.7%	22.0%	22.7%	22.7%
回报率(%)					
净资产收益率	11.9%	20.8%	29.6%	33.4%	34.8%
总资产收益率	10.6%	17.0%	23.6%	26.5%	27.5%
其他(%)					
资产负债率	11.4%	18.2%	20.1%	20.9%	21.1%
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](mailto: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。