

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

网宿科技 (300017)

增持

通信

重大事件快评

(首次覆盖)

2019年01月10日

剥离 IDC 业务，战略聚焦 CDN 和云安全

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 证券分析师：汪洋 010-88005317 wangyang7@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517090001

事项：

1月4日，公司发布公告称，拟向苏州思达柯转让子公司厦门秦淮全部股权，厦门秦淮100%股权作价为9.9亿元，公司目前持股90%，自然人居静持股10%。交易分两步实施：(1)公司以9900万元购买居静持有的厦门秦淮10%股权；(2)公司将厦门秦淮100%股权以9.9亿元转让给苏州思达柯。

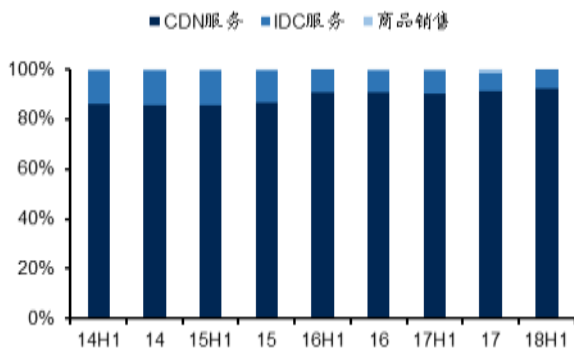
国信通信观点：1) 厦门秦淮是公司国内IDC业务的经营主体，此次出售厦门秦淮全部股权，剥离IDC业务，是公司重要战略调整；2) CDN行业目前仍处于充分竞争之中，5G渐行渐近，公司坚定看好行业前景，将更加聚焦主业；3) 公司新培育的云安全和边缘计算业务目前收入体量虽小，但空间广阔，中长期值得期待；4) 投资建议：我们看好公司此次战略调整及在CDN等领域的领先地位，暂不考虑新业务和此次交易影响，预计18-20年公司营收分别为63/76/94亿元，归母净利润8.7/10.3/13.1亿元，当前股价对应动态PE为23/19/15x，首次覆盖，给予“增持”评级；5) 风险提示：CDN行业竞争加剧；云安全、边缘计算等业务发展不及预期；此外，附上最新对公司的调研纪要，供大家参考。

评论：

■ 出售厦门秦淮全部股权，剥离IDC业务，业务方向更加聚焦

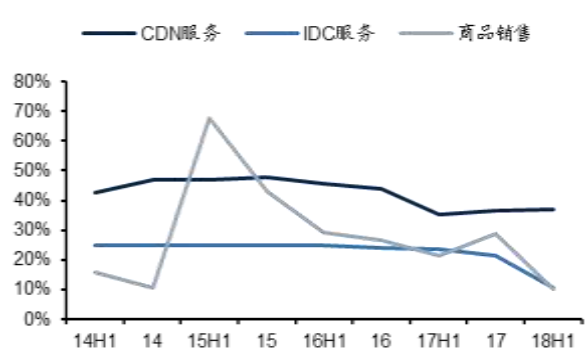
厦门秦淮为公司国内IDC业务的经营主体，在北京望京、河北怀来和深圳宝安均有IDC项目运营。IDC属于重资产业务，在公司总营收中的占比不大。截至2018年中，公司IDC业务实现收入2.35亿元，占比7.7%。

图 1：公司近年各业务收入结构占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司近年各业务毛利率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司 IDC 业务毛利率近几年呈下滑态势，从 2014 年中的 25.0% 下降至 2018 年中的 10.8%。根据公司披露的数据，秦淮数据最近一年及一期仍处于亏损状态。

表 1: 秦淮数据最近一年及一期主要财务数据 (单位: 万元)

项目	2018 年 1 月-6 月	2017 年 1 月-12 月
资产总额	96,970.61	80,794.65
负债总额	82,347.56	65,866.79
净资产	14,623.06	14,927.86
应收账款总额	8,219.14	1,516.20
营业收入	17,162.56	1,430.38
营业利润	-2,255.74	-5,982.48
净利润	-1,758.75	-4,494.06
经营活动产生现金流净额	-941.39	-4,875.68

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们认为，出售厦门秦淮全部股权，其将不再纳入报表，一方面，可以减少其对公司的财务和资金投入压力，公司将以轻资产业务为主；另一方面，出售股权的收益可用于公司在 CDN、云安全、边缘计算等业务的发展，业务方向更加聚焦，也更有侧重点，可谓一举两得。

■ 布局云安全及边缘计算，目前体量虽小，但未来大有可为

公司以 Akamai 为标杆，战略布局云安全业务，目前已经推出 DDoS 防护、Web 应用防护、业务安全防护、态势感知、安全评估等全方位的安全产品及解决方案。

图 3: 公司云安全产品——网宿网盾



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司云安全业务相对于传统硬件安全具有按需、弹性、自助、智能等特点。主要面向游戏、直播、社交媒体、电商等互联网企业以及汽车、交通、能源、快消、电子、金融等传统企业和政务网站，为客户提供可靠、全方位的安全防护服务。目前云安全业务收入体量在几千万左右，未来仍有广阔发展空间。

此外，公司通过和中国联通成立子公司，积极部署边缘计算节点，发展边缘计算业务。随着 5G 产业的发展和成熟，边缘计算未来有望成为一个新的蓝海市场。

■ 投资建议及风险提示

投资建议: 我们看好公司此次战略调整及在 CDN 等领域的领先地位，暂不考虑新业务和此次交易影响，预计 18-20 年公司营收分别为 63/76/94 亿元，归母净利润 8.7/10.3/13.1 亿元，同比增速为 5%/18%/28%，当前股价对应动态 PE 为 23/19/15x，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示: CDN 行业竞争加剧；云安全、边缘计算等新业务发展不及预期。

■ **附最新调研纪要:**

一、云安全业务

Q: 云安全主要有哪些产品, 跟国内传统安全产品的区别?

A: 产品跟传统产品有同有异, 比如 WAF 产品, 云 WAF 产品跟传统 WAF 从功能特性差别不大。我们云安全产品和 Akamai 高度对标, 基于 CDN 和云平台, 三大拳头产品分别是, 抗 DDOS 攻击、WAF 和 Bot。

Q: 云安全相对于传统安全产品的好处?

A: 传统安全有一定局限。第一, 传统安全运营成本比较高(发货、安装、运营、售后等环节都耗资源); 第二, 云安全利用大数据更智能, 将安全防范跟大数据很好衔接; 第三, 云安全跟云计算类似, 有很多冗余(上个月抵御了 1.02T DDos 攻击), 硬件厂商很难做到。此外, 云安全具有按需、弹性、自助等特点。

Q: 云安全未来发展方向?

A: 未来将云安全和企业安全打通, 企业对网络安全要求越来越高, 比如对企业员工访问流量分析等, 都是一些细分市场。云安全是基于云平台的架构, 比较难以渗透到企业内网, 但通过企业安全, 去获取一定市场。此外, 安全市场粘性比 CDN 市场强。

Q: 目前云安全收入体量, 收费模式?

A: 目前大概几千万的收入, 提供的主要是服务(不提供硬件)。按攻击带宽来收取费用, 攻击带宽越大, 收费越高。

Q: 云安全的客户是原来 CDN 客户为主, 还是新拓展?

A: 都有, 原来 CDN 客户对我们比较了解, 有的会增加对安全产品的使用, 周期会比较短。也会去拓展一些新的客户。CDN 是垂直市场, 客户数量比较少, 我们经营这么多年 CDN 业务, 现在客户 3000 家左右, 但安全是一个水平市场, 2B 的企业安全客户都是以万为单位的。

Q: 云安全产品是通用的, 还是根据不同公司定制化的?

A: 云安全底层是通用的, 然后针对不同行业, 不同客户, 会根据其需求做定向开发。

Q: 相对于传统安全公司差异化的竞争优势?

A: 国内传统硬件安全公司缺少云平台, 搭建一个全国范围内、几百个节点的云平台需要时间, 也需要运营能力, 这个是我们核心优势。上云是一个趋势, 云安全相对于传统硬件安全的区别就是云计算相对于传统 IT 系统之间的区别。

Q: 云安全的主要竞争对手有哪些?

A: 一方面是跟传统硬件安全公司的竞争, 另一方面主要还是与云厂商的竞争。

Q: 目前云安全主要客户具体有哪些?

A: 互联网公司、金融企业、购票网站等都是经常攻击的对象。典型客户像国航、12306 网站、国家税务总局、科大讯飞等。

Q: 公司直销还是渠道为主?

A: 直销+渠道都有, CDN 是全部直销, CDN 面对 2B 客户是一事一议, 需要定制化服务; 云安全是直销+渠道, 安全是碎片化市场, 传统安全公司也有很多渠道, 全部直销不现实, 效率也不高。我们是直销为主, 借助渠道拓展更多客户, 相辅相成。

二、CDN 业务

Q: 目前 CDN 行业价格情况? 明后年 CDN 价格趋势?

A: 目前价格在底部区间, 竞争激烈的时候, 有些对手追求收入体量, 会低价抢一些订单, 现在各家都不愿意亏着做。CDN 成本比较刚性。我们认为 CDN 市场依然是充分竞争的市场, 但竞争方向逐步会从单纯依靠降价来获取市场份额逐渐转向在产品多元化、服务质量上的竞争。

Q: CDN 主要成本有哪些?

A: 最重要的成本是租用运营商机柜及资源的成本, 这块占公司主营业务成本的 90%, 其次是设备折旧, 设备折旧占公司主营业务成本约 10%。

Q: 全球 CDN 市场增长情况?

A: 们看好 CDN 行业的发展, 会继续分享互联网流量增长的红利。根据思科报告, 2016-2021 年全球 IP 流量年复合增长率为 24%, 视频、移动端带来的流量占比也将继续提升。

三、边缘计算业务

Q: 如何看待未来边缘计算市场? 现在很多初创公司都在布局这块?

A: 初创公司主要聚焦在边缘计算的应用, 探索很多基于边缘计算的应用场景。我们主要聚焦在边缘计算平台服务, 为客户提供 IaaS 和 PaaS。CDN 平台天生就是分布式的, 对边缘计算有一定优势。

Q: CDN 节点和边缘计算节点区别?

A: CDN 节点的主要功能是分发, 边缘计算节点会对 CDN 节点进行升级, 使其具备计算、存储、数据库、安全、微服务等功能。边缘计算节点还会将节点进一步下沉, 部署边缘计算节点难度更大一些, CDN 节点是部署在骨干网(租机房、带宽、服务器, 通过软件算法实现分发), 边缘计算部署在城域网。我们跟联通成立合资公司, 推进部署边缘计算节点。边缘计算节点还会分层, 近边缘、中边缘、远边缘, 不同边缘应用场景可能不同。

Q: 边缘计算目前收入体量?

A: 目前不大, 现在不对边缘计算有 too 高的收入考核, 主要是战略部署, 还需要培育期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2480	2250	2650	2460
应收款项	1381	1701	2048	2511
存货净额	22	32	38	46
其他流动资产	680	804	969	1188
流动资产合计	4564	4789	5707	6208
固定资产	2350	3144	3985	4745
无形资产及其他	700	630	560	490
投资性房地产	2605	2605	2605	2605
长期股权投资	44	84	124	163
资产总计	10263	11251	12980	14210
短期借款及交易性金融负债	655	852	1465	1257
应付款项	711	658	781	943
其他流动负债	561	631	752	911
流动负债合计	1927	2140	2998	3111
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	363	453	512	595
长期负债合计	363	453	512	595
负债合计	2290	2593	3511	3706
少数股东权益	21	11	(2)	(18)
股东权益	7951	8648	9471	10523
负债和股东权益总计	10263	11251	12980	14210

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.34	0.36	0.42	0.54
每股红利	0.09	0.07	0.08	0.11
每股净资产	3.27	3.55	3.89	4.32
ROIC	9%	9%	10%	12%
ROE	10%	10%	11%	12%
毛利率	35%	35%	36%	37%
EBIT Margin	13%	12%	13%	14%
EBITDA Margin	20%	17%	18%	19%
收入增长	21%	18%	20%	23%
净利润增长率	-34%	5%	18%	28%
资产负债率	23%	23%	27%	26%
息率	1.1%	0.9%	1.0%	1.3%
P/E	23.9	22.8	19.3	15.1
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	21.0	20.8	17.1	13.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5373	6334	7628	9351
营业成本	3471	4087	4894	5918
营业税金及附加	12	13	15	19
销售费用	395	443	534	655
管理费用	813	1007	1199	1454
财务费用	(51)	(59)	(9)	(3)
投资收益	44	47	51	47
资产减值及公允价值变动	(35)	(42)	(30)	(36)
其他收入	93	0	0	0
营业利润	833	848	1016	1320
营业外净收支	17	53	50	40
利润总额	850	901	1066	1360
所得税费用	33	45	53	68
少数股东损益	(14)	(14)	(17)	(22)
归属于母公司净利润	830	870	1030	1314

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	830	870	1030	1314
资产减值准备	22	24	14	15
折旧摊销	376	295	379	453
公允价值变动损失	35	42	30	36
财务费用	(51)	(59)	(9)	(3)
营运资本变动	77	(323)	(200)	(271)
其它	(33)	(35)	(27)	(31)
经营活动现金流	1308	874	1226	1515
资本开支	(1732)	(1085)	(1194)	(1194)
其它投资现金流	(1)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1771)	(1126)	(1234)	(1235)
权益性融资	43	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(210)	(174)	(206)	(263)
其它融资现金流	99	197	614	(208)
融资活动现金流	(277)	22	408	(471)
现金净变动	(741)	(229)	400	(190)
货币资金的期初余额	3221	2480	2250	2650
货币资金的期末余额	2480	2250	2650	2460
企业自由现金流	(626)	(368)	(78)	229
权益自由现金流	(527)	(115)	544	23

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032