

新股研究

询价报告

申购建议：申购

## 网宿科技（300017）：优秀的互联网业务平台服务商

### 核心观点

#### 询价结论：

我们预计公司 09-11 年摊薄每股收益为 0.59 元、0.87 元和 1.23 元。考虑到公司在行业内显著的行业地位以及未来几年 CDN 及 IDC 业务较大的发展潜力，我们认为公司发行后合理的 09 年动态市盈率区间为 38 - 42 倍，对应公司二级市场股价的合理区间为 22.59 元 - 24.96 元。建议一级市场询价区间为 20.33 元 - 22.47 元。

#### 主要依据：

**1、公司 CDN 业务及 IDC 业务的市场占有率位居市场前列。**公司产品可细分为：CDN（内容分发加速网络）服务和 IDC（互联网数据中心）服务。2008 年，公司 CDN 业务规模达 8568 万元人民币，市场占有率为 23.8%，居专业 CDN 市场第二位；2008 年，公司 IDC 业务销售规模为 1.51 亿元，在专业 IDC 市场中处于领导者地位。

**2、我国的 CDN 业务及 IDC 业务的市场空间巨大且市场规模增长迅速。**2008 年中国专业 CDN 服务市场规模达 3.6 亿元，较 2007 年增长了 89.47%；2008 年中国 IDC 市场整体规模达 48.7 亿元人民币，较 2007 年增长 40.8%。

**3、公司技术优势明显，客户群稳定。**公司已成功研发了大量互联网业务平台服务的核心技术，且在国内处于领先水平。公司服务的客户数量近 2000 家，是目前市场同类公司中拥有客户数量最多，客户行业覆盖最广的公司之一。许多知名网络公司均与公司签订有长期服务合同，这为公司的业绩增长提供了有效保障。

#### 风险提示：

公司可能存在以下风险：

- （1）CDN 在我国尚处于起步阶段面临的市场开发风险。
- （2）互联网技术革新带来的风险。
- （3）基础网络设施发达后可能导致 CDN 服务需求减少的市场风险。

#### 发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	2300
发行后总股本（万股）	9071.4286
发行日期	2009-10-13
建议询价区间（元）	20.33-22.47

#### 国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号国华投资大厦

联系人：姜瑛、曹源

电话：010-84183292

E-mail: caoyuan@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 1、本次发行一般情况

**表 1 公司此次发行概况**

公司名称	上海网宿科技股份有限公司
公司简称	网宿科技
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2009-10-13
申购代码	300017
本次发行股数（万股）	2300
发行方式	网下向配售对象询价配售与网上资金 申购定价发行相结合的方式
正常发行后总股本（万股）	9071.4286
每股收益（2008）年（元）	0.61
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）（元）	0.41
发行前每股净资产（元）	2.11

数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

## 2、公司概况

### 2.1 公司简介

公司的主营业务为互联网业务平台综合服务，即向客户提供服务器的托管与网络接入、内容的分发与加速等互联网业务平台解决方案。公司产品可细分为：CDN（内容分发加速网络）服务和IDC（互联网数据中心）服务。公司的客户群包括各类门户网站、网络游戏运营商、电子商务网站、即时通讯、音乐网站、电影网站、交友网站、行业资讯、企业网站等。

公司是一家知识和技术密集型的高新技术企业。公司自主研发了速通VPN企业互联平台系统、网宿CDN平台软件V2.0、网宿CDN平台软件V3.0、网宿快速海量文件传输软件V1.0、网宿分布式海量存储软件V1.0、网宿服务质量监测软件V1.0等专有技术，并取得了计算机软件著作权。其中网宿CDN平台软件V2.0被中华人民共和国科学技术部认定为国家火炬计划项目、被中华人民共和国科学技术部联合中华人民共和国环境保护部、商务部、国家质量监督检验检疫总局认定为国家重点新产品，是互联网业务平台提供商中唯一一家获此殊荣的公司。

2003 年至今公司被持续认定为高新技术企业。

表2 公司主要服务介绍

服务名称	服务简介
CDN 服务	公司的 CDN 系统是位于网络层与应用层之间的网络应用，其目的是通过在现有的互联网中增加一层新的网络架构，通过智能中心管理系统，使用广泛分布的服务器群来改善互联网上的服务质量，提高网站服务的承载能力及网站运行的安全性，同时通过通讯协议的优化、创新，改善网络的传输速度，解决互联网络拥挤的状况，改善用户访问的响应质量。
IDC 服务	公司的 IDC 服务主要是在整合基础电信运营商的网络资源的基础上，不仅向客户提供优质稳定的带宽、机位、服务器等资源，还向客户提供优质的 24x7 安全监控和技术支持、数据备份、防火墙等增值服务。能够全方位地满足客户的需求，提高了客户服务器的性能，并帮助客户节省了在技术、人力等方面的成本。

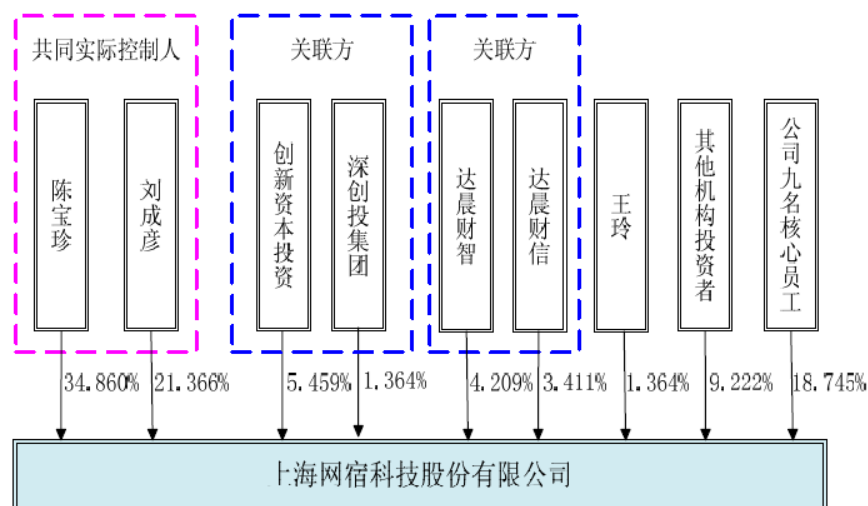
数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

## 2.2 公司股权结构

公司目前有12名自然人股东及9名法人股东，发行前总股本为6771.43万股。陈宝珍和刘成彦分别为公司的第一、第二大股东，为一致行动人且同为公司的实际控制人。刘成彦任公司董事长，其持有公司1446.78万股的股份，占发行前公司总股本比为21.37%。

公司拥有5家分公司，分别位于上海、北京、广州、深圳和厦门。

图 1 公司股权结构图（发行前）



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

## 2.3 公司主要财务指标

表3 公司主要财务指标

财务指标	2009.6.30	2008.12.31	2007.12.31	2006.12.31
流动比率	8.83	8.96	5.62	4.84
速动比率	8.36	8.42	5.15	4.72
母公司资产负债率	6.83%	6.17%	11.82%	16.81%
应收账款周转率(次/年或期)	4.61	10.81	17.26	22.64
存货周转率(次/年或期)	15.43	29.99	24.65	48.91
息税折旧摊销前利润(万元)	3184.71	5385.91	3283.96	1969.89
利息保障倍数	196.58	246.31	1932.29	-
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.46	0.34	2.51	1.18
每股净现金流量(元)	0.48	0.14	2.61	-0.01
全面摊薄净资产收益率	12.00%	25.98%	30.75%	54.54%
加权平均净资产收益率	13.95%	35.40%	51.32%	71.26%
基本每股收益(元/股)	0.33	0.61	/	/

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

## 2.4 募集资金投向

公司此次募集资金将投向两个项目: CDN网络加速平台技术升级及扩建项目以及流媒体及网络游戏互联网数据中心(IDC)专用平台建设项目。上述两个项目投资总额为2.42亿元人民币。

**CDN网络加速平台技术升级及扩建项目:** 该项目包括CDN加速节点的扩容、CDN技术研发以及研发中心的扩建, 计划投资13170亿元。

**流媒体及网络游戏互联网数据中心(IDC)专用平台建设项目:** 该项目拟在北京、上海、广州、沈阳、成都、汕头、镇江、重庆、西安、太原等地建设十处流媒体互联网数据中心专用平台及五处网络游戏互联网数据中心专用平台, 计划投资11074亿元。

以上项目顺利实施后, 有利于提升公司的核心竞争力和服务能力。

表4 公司募集资金投向

项目名称	投入资金(万元)
CDN 网络加速平台技术升级及扩建项目	13170
流媒体及网络游戏互联网数据中心(IDC)专用平台建设项目	11074
合计	24244

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

### 3、行业概况及公司地位

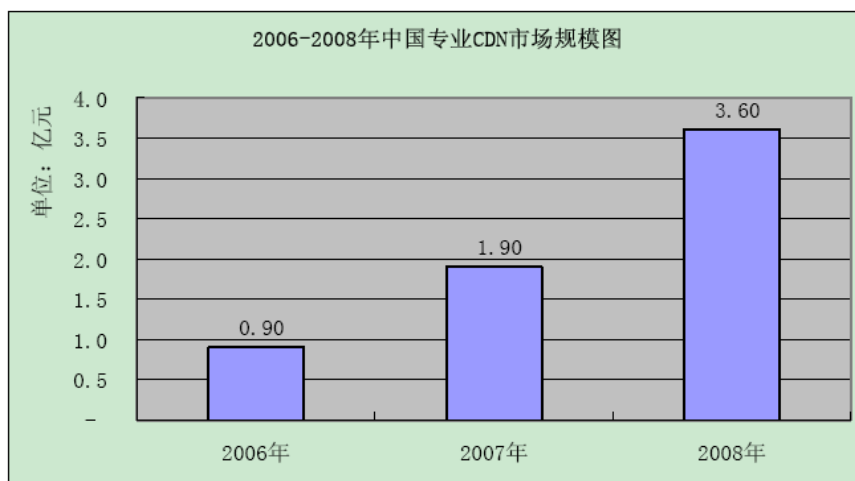
#### 3.1 行业概况

互联网高速发展催生CDN、IDC业务。公司的主营业务CDN及IDC业务属于增值电信业务中的因特网数据中心业务，是在互联网高速发展下产生的信息服务业务。

我国的CDN业务及IDC业务的市场空间巨大且市场规模增长迅速。

■ **CDN市场概况：**CDN（Content Delivery Network）技术源于美国，是解决由于网络带宽小、用户访问量、网点分布不均等原因所造成的用户访问网站响应速度慢、访问效果差的问题。在美国，目前CDN市场普及率已经很高，并且出现了一些大型的专业CDN服务商，如Akamai、Limelight等上市公司。在美国CDN服务市场高度细分，出现了专门致力于媒体加速、数据库加速、游戏应用加速的CDN服务商。中国的CDN行业始于二十世纪末。目前我国的CDN业务的市场空间巨大且市场规模增长迅速，近三年国内CDN服务市场增长速度保持在90%-120%。2008年中国专业CDN服务市场规模达3.6亿元，较2007年增长了89.47%。同时，随着技术的进步，CDN的应用领域也在不断扩大。

图2 近三年中国专业CDN市场规模

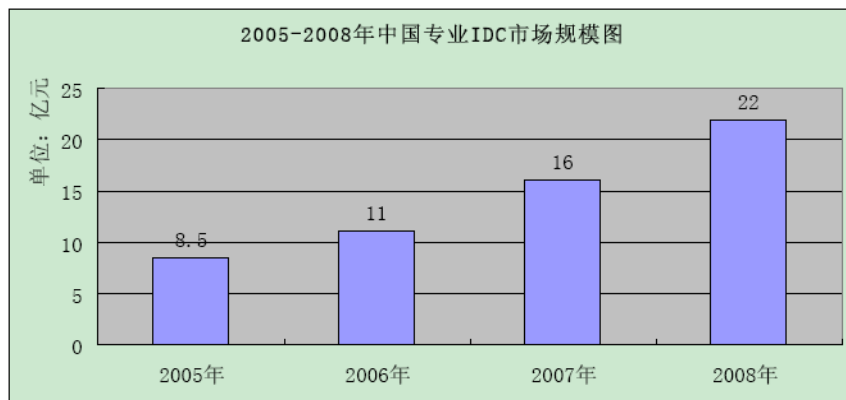


资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

■ **IDC市场概况：**国内IDC（Internet Data Center）服务的雏形始于1996年，经过10多年的发展，2008年中国IDC市场整体规模达48.7亿元人民币，较2007年增长40.8%，IDC市场增长迅速且市场潜力巨大。依IDC服务商类

型的不同，目前国内IDC市场可以分为基础电信IDC市场、专业IDC服务市场、虚拟主机服务市场、以及其他IDC服务市场等类型。公司的IDC业务属于专业IDC服务市场，其运营模式为：公司向基础电信运营商租用相应的电信资源，通过数据中心的服务将资源转卖给用户，同时提供增值服务获得利润。专业IDC服务商提供的是整机服务，服务规模相对较大。到2008年中国专业IDC服务市场已达22亿元人民币，较2007年增长37.50%。

图3 近四年中国专业IDC市场规模



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

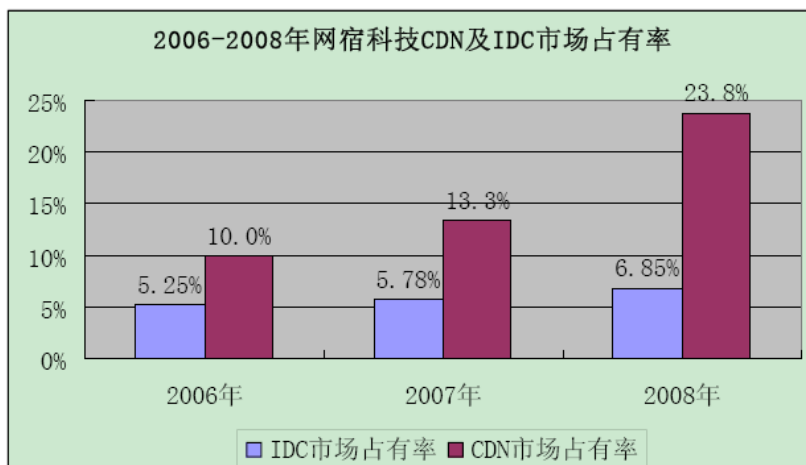
### 3.2 公司的行业地位

公司IDC及CDN业务的市场占有率位居市场前列。凭借领先的技术及卓越的服务，公司的CDN及IDC业务得到市场的广泛认同，取得了长足的发展，CDN及IDC业务的市场占有率位居市场前列。

**IDC业务：**公司自2000年开展IDC业务，目前公司在全国范围内重点运营超过30家A类IDC机房，拥有带宽93G，自有服务器数量超过2,500台，托管服务器数量近万台，客户数量近1,800家。2008年，公司IDC业务销售规模为1.51亿元，较2007年增长63.0%。近三年来，公司在专业IDC市场始终处于领导者地位，市场份额稳步提升。

**CDN业务：**公司自2005年开展CDN业务的经营，并于2006年开始全面推广。目前在全国25个省、市、自治区拥有88个CDN加速节点，拥有带宽数量近230G，客户数量超过200家。2008年，公司CDN业务规模达8568万元人民币，较2007年增长239.6%，市场占有率为23.8%，居专业CDN市场第二位。

图4 近三年公司CDN及IDC市场占有率



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

#### 4、公司的竞争优势

**公司服务种类齐全。**相对于同行业大多数服务商而言，公司服务种类齐全，且具有明显的技术优势。公司既提供全国范围内的IDC服务，又能够提供各类互联网业务的CDN服务，能够为客户提供全方位的互联网业务平台解决方案。公司拥有自主知识产权的核心技术，能够通过修改软件编码，以较低的服务成本为不同类型的客户提供定制化的服务，满足其个性化需求。

**公司技术优势明显。**公司已成功研发了网宿智能负载均衡技术、网宿自动路由技术、网宿任务跟踪管理技术、网宿流量管理技术、分布式海量文件存储技术、大批量文件快速分发技术、内容智能分发技术、网宿私有传输协议、网宿质量检测技术（系统）、网宿自动拓扑等技术。这些技术均为互联网业务平台服务的核心技术，且在国内处于领先水平。

**坚实的客户基础。**公司服务的客户数量近2000家，是目前市场同类公司中拥有客户数量最多，客户行业覆盖最广的公司之一。公司在网络游戏与流媒体行业客户众多，较为知名的公司如腾讯网、土豆网、新浪网、搜狐网、央视国际、凤凰网、盛大、久游、联众游戏、天联希捷、17GAME、光通、世纪天成、网域、完美时空、游戏蜗牛等，均与公司签订有长期服务合同，这为公司的业绩增长提供了有效保障。

## 5、盈利预测

表 5 公司未来三年业绩预测 (单位: 万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>一、营业总收入</b>	<b>6900.95</b>	<b>11932.31</b>	<b>23903.11</b>	<b>35854.66</b>	<b>54499.09</b>	<b>83928.59</b>
营业收入	6900.95	11932.31	23903.11	35854.66	54499.09	83928.59
<b>二、营业总成本</b>	<b>5096.18</b>	<b>8958.92</b>	<b>19837.86</b>	<b>29511.02</b>	<b>45266.44</b>	<b>70837.56</b>
营业成本	3812.29	6810.18	15416.75	23305.53	35969.40	56232.16
营业税金及附加	214.18	398.04	761.03	1150.14	1767.12	2695.25
销售费用	281.99	666.46	1036.37	1674.10	2650.51	3879.81
管理费用	746.15	1095.13	2486.23	3632.24	5397.15	8514.53
财务费用	-4.07	-8.97	-19.29	-250.98	-517.74	-484.19
资产减值损失	45.64	-1.93	156.77	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	6.91	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>1804.77</b>	<b>2973.39</b>	<b>4072.16</b>	<b>6343.64</b>	<b>9232.65</b>	<b>13091.03</b>
加: 营业外收入	103.01	78.60	369.92	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.09	2.39	45.66	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>1907.69</b>	<b>3049.60</b>	<b>4396.42</b>	<b>6343.64</b>	<b>9232.65</b>	<b>13091.03</b>
减: 所得税	325.75	470.38	689.14	951.55	1384.90	1963.65
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>1581.94</b>	<b>2579.23</b>	<b>3707.28</b>	<b>5392.09</b>	<b>7847.75</b>	<b>11127.38</b>
减: 少数股东损益	-42.19	31.11	-0.57	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的</b>						
<b>净利润</b>	<b>1624.12</b>	<b>2548.12</b>	<b>3707.85</b>	<b>5392.09</b>	<b>7847.75</b>	<b>11127.38</b>
<b>七、每股收益</b>						
<b>每股收益 (摊薄)</b>	<b>0.18</b>	<b>0.28</b>	<b>0.41</b>	<b>0.59</b>	<b>0.87</b>	<b>1.23</b>

数据来源: Wind、国都证券研究所

## 6、估值定价

我们预计公司 09-11 年摊薄每股收益为 0.59 元、0.87 元和 1.23 元。

目前 A 股市场软件与服务行业类的公司 09 年动态市盈率的平均值为 38.56 倍。考虑到公司在行业内显著的行业地位以及未来几年 CDN 及 IDC 业务较大的发展潜力, 我们认为公司发行后合理的 09 年动态市盈率区间为 38 - 42 倍, 对应公司二级市场股价的合理区间为 22.59 元 - 24.96 元。考虑到限售期的影响, 我们在合理价值区间上给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 20.33 元 - 22.47 元。

## 7、风险提示

**CDN 在我国尚处于起步阶段面临的市场开发风险。**我国CDN市场尚处于发展起步阶段，目前只有不到10%的互联网企业和网站接受CDN服务。很多中小互联网站对CDN缺乏了解，没有认识到CDN服务对改善用户体验的重要作用。未来几年内若国内互联网企业的CDN普及率不能快速提高，或者CDN技术在中国市场不能被普遍接受，则公司仍然存在由于国内互联网用户对CDN认知度低而面临的市场开发风险。

**互联网技术革新带来的风险。**若未来互联网出现新的网络内容形式，可能需要新的CDN技术来进行网络加速，公司可能面临因研发投入有限、科研难题等原因使研发停滞或陷入暂时困难，不能及时根据新的互联网技术及应用需求而相应研发适用的CDN技术及IDC技术。

**基础网络设施发达后可能导致CDN 服务需求减少的市场风险。**当前我国正在加强互联网基础设施的建设，互联网国际出口带宽、宽带接入端口等资源逐步增加，网络环境不断改善。若未来我国互联网基础设施建设达到一定水准，带宽资源丰富，能够满足互联网业务发展的需要，则CDN服务需求将可能减少。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。