

网宿科技 (300017.SZ)

优于大市

利润高速增长，产业布局与全球化战略卓有成效

核心观点

业绩符合预期，利润增速亮眼。2023年，公司全年实现营收47.05亿元（-7.45%），实现归母净利润6.13亿元（+221.68%）。24年Q1，公司实现营收11.20亿元（-4.13%），实现归母净利润1.38亿元（+45.96%）。公司稳步推进海内外业务联动拓展，业绩符合预期，利润实现高速增长。

综合毛利率显著提升，费用管控稳中有效。2023年，公司整体毛利率达32.18%，同比增长+5.98pct。公司持续优化业务结构，提升中高毛利业务占比，适当缩减较低毛利业务，公司综合毛利率实现较高水平。2023年公司整体费用率为21.58%，同比+0.17pct；其中销售/管理/研发费用率分别为21.58%/8.49%/6.18%/10.24%，同比+1.21pct/+0.51pct/+0.32pct，主要系公司逐步推进海内外业务拓展进程所致；24年Q1公司销售/管理/研发费用率分别为8.39%/6.28%/11.56%，同比-0.15pct/+0.08pct/+1.70pct，主要系公司持续加大研发投入力度，推动业务结构优化、创新化。

深化“2+3”产业布局，深耕优势领域，拓展创新业务。公司推进产业战略，聚焦发展CDN及边缘计算、云安全两大核心业务，创新拓展算力云、MSP、液冷解决方案三大独立业务。“边缘+安全”双轮驱动，CDN等成熟业务向边缘计算与安全方向发展，依托边缘计算平台等产品持续为视频、车联网等行业提供服务，同时深研安全能力，打造“零信任综合解决方案”为金融、制造等行业赋能。公司推进三大独立业务进程，子公司爱捷云瞄准算力云定位，助力企业数字化转型；公司聚焦MSP业务，打造全栈式信创生态建设和产品服务能力；子公司绿色云图自主研发浸没式液冷技术，开展生态合作。

稳步拓展“国内+海外”市场，推进全球化战略。伴随海外需求逐步释放，公司逐步构建强大的全球资源网络和全球化服务体系，进一步加强国内和海外业务联动，推动安全、MPS等业务出海。目前公司全球部署1500+节点，覆盖70+国家及地区，合作100+海外运营商，全球化运营成效显著。

风险提示：业务推进不及预期；市场竞争加剧；海外市场拓展不及预期。

投资建议：预计公司2024-2026年归母净利润为6.17/7.33/8.63亿元，对应当前PE分别为33/28/23倍。我们采用PE估值，选取光环新网、数据港和启明星辰作为可比公司，按照Wind一致预期，2024年行业平均PE为33.3倍。考虑到国内市场蓬勃发展，海外市场势头强劲，公司具有较强的竞争力和全球化战略优势，我们给予公司2024年35-37倍PE，预计合理估值8.85-9.35元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

计算机·IT服务II

证券分析师：熊莉
021-61761067
xiongli1@guosen.com.cn
S0980519030002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	8.85 - 9.35元
收盘价	8.60元
总市值/流通市值	20991/19602百万元
52周最高价/最低价	11.54/6.26元
近3个月日均成交额	864.08百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,084	4,705	5,247	5,804	6,366
(+/-%)	11.1%	-7.4%	11.5%	10.6%	9.7%
归母净利润(百万元)	191	613	617	733	863
(+/-%)	15.3%	221.7%	0.6%	18.8%	17.7%
每股收益(元)	0.08	0.25	0.25	0.30	0.35
EBIT Margin	3.1%	7.0%	9.1%	10.1%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	2.1%	6.4%	6.1%	6.9%	7.7%
市盈率 (PE)	103.7	32.2	32.0	27.0	22.9
EV/EBITDA	38.4	32.1	37.7	31.1	26.2
市净率 (PB)	2.19	2.05	1.97	1.87	1.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

◆ 公司概况：国内领先的 IT 平台服务公司，数字化转型的坚实后盾

网宿科技成立于 2000 年，致力于大数据和云计算基础设施等方面的关键技术研究。公司在全球构建了广泛高效的内容分发（CDN）、边缘计算网络，满足用户随时随地的数据计算及交互需求。基于强大的数据分发和处理能力，网宿科技提供 CDN、边缘计算、云计算、云安全等丰富的产品及服务，业务遍及全球 70 多个国家和地区。公司坚决以技术创新为核心，不断提升用户的数字化体验，为用户提供安全、可靠的数据处理及交互服务，致力于成为全球领先的互联网基础设施服务提供商，推动各行业实现数字化转型。

◆ 公司治理：公司治理能力专业高效，激励计划强化人才优势

公司股权结构稳定，管理团队经验丰富。公司第一大股东陈宝珍，持有公司 11.45% 的股份；公司第二大股东刘成彦，现任公司董事长、法定代表人，持有公司 2.22% 的股份；香港中央结算有限公司、储敏健、王治富分别持有公司 2.25%、0.69%、0.60% 的股份。公司董事长刘成彦，毕业于东南大学，曾在中国科协管理科学研究中心工作，具备深厚的专业知识和丰富的管理经验；2023 年 6 月，公司董事会、监事会及管理层顺利进行换届选举与任命，为公司治理注入新的活力，公司专业高效的管理层，为公司战略规划的实施提供了坚实的保障。

表1：顶点科技股权结构

股东名称	持股数量（股）	持股比例
陈宝珍	2.611 亿	11.45%
香港中央结算有限公司	5138 万	2.25%
刘成彦	5063 万	2.22%
华安媒体互联网混合 A	3312 万	1.45%
南方中证 500ETF	2762 万	1.21%
王治富	1577 万	0.69%
华安景气领航混合 A	1549 万	0.68%
民生加银成长优选股票	1500 万	0.66%
储敏健	1468 万	0.60%
博时基金-招商银行-西藏信托-晋泽 1 号单-资金信托	1363 万	0.60%
其他		

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，数据截至 2024 年 3 月 31 日

限制性股票激励计划，持续强化人才优势。公司于 2017 年、2020 年、2023 年分别发布限制性股票激励计划。2017 年确定授予 431 名激励对象 1544.55 万股限制性股票；2020 年确定授予 198 名激励对象 2268.44 万股限制性股票；2023 年确定授予 250 名激励对象 3200.00 万股限制性股票。公司推出限制性股票激励计划有利于进一步建立健全公司长效激励机制，吸引和保留优秀人才，激发员工的归属感和责任感，有效增强股东利益、公司利益和骨干员工个人利益的一致性，同时有助于提升市场信心。

表2: 公司限制性股票激励计划

日期	激励对象	限制性股票数量（万股）	占授予时公司总股本比例
2017年	共 431 人，中层管理人员、核心技术（业务）人员	1544.55	0.63%
2020年	共 198 人，中高层管理人员、核心技术（业务）人员	2268.44	0.93%
2023年	共 250 人，中高层管理人员、核心技术（业务）人员	3200.00	1.31%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，数据截至 2024 年 3 月 31 日

◆ 主营业务：“2+3”产业布局，提供全面创新的产品与服务

公司始终致力于为客户提供全面的互联网基础设施服务，提升用户的数字化体验，为各行业的数字化转型和业务发展提供坚实的技术支持和服务保障。近年来，公司逐步形成“2+3”产业布局，聚焦发展 CDN 及边缘计算、云安全两大核心业务，深耕优势领域的同时，创新拓展算力云、MSP、液冷解决方案三大独立业务，致力于为客户打造一站式数字化创新服务，建设“云-管-边”一体化平台，满足数字化转型中各行业不断更新的 IT 服务需求。

表3: 公司主营业务

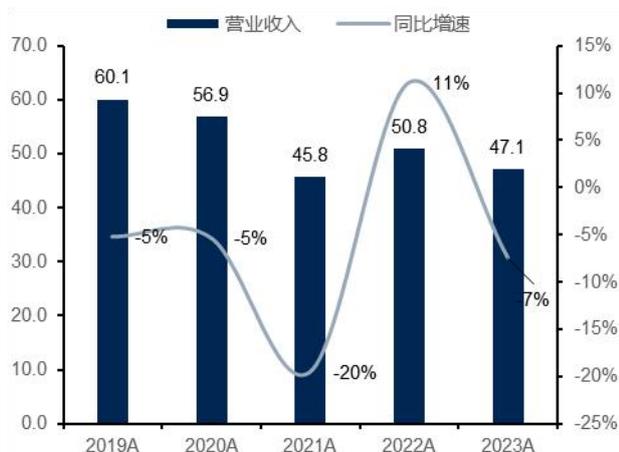
行业	产品分类	产品介绍
两大核心业务	CDN 及边缘计算	网宿 CDN，基于自研的私有传输协议及全球网络负载均衡系统，通过使用链路优选、智能调度、传输优化、边缘缓存等技术，提供高可靠、低延时、可编程的全球 CDN 加速服务；网宿边缘计算平台 ECP，基于全球广泛的节点，融合网络、存储等核心能力构建的边缘开放平台，为用户提供边缘算力等服务，适用于低时延、多连接、广覆盖等应用场景，如视频直播、在线教育等。
	安全业务	基于全球分布的边缘节点，依托安全运营和攻防数据，构建从边缘到云的智能安全防护体系，提供 DDoS 防护、Web 应用防护、爬虫管理、安全 SD-WAN 等安全产品及服务，覆盖云安全、企业安全和安全服务等领域。
三大独立业务	私有云/混合云	子公司爱捷云以统一技术栈为内核，覆盖虚拟化、容器化、微服务化、DevOps 化的全场景应用服务治理，实现一朵云平台、跨地域统一管理、自由连接，获取一致体验。
	MSP 服务	提供“云咨询、云迁移、云管理、云运维”为一体的云上全生命周期管理服务。基于多云管理平台及自动化运维平台，有效管理云资源及开发进程，同时持续对资源和成本进行优化。
	IDC 及液冷解决方案	提供 IDC+液冷节能解决方案，关注高品质、绿色数据中心服务。公司子公司绿色云图自主研发的浸没式液冷技术，能够为企业提供更节能、高效的液冷数据中心建设及改造方案。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 业绩符合预期，利润增速亮眼

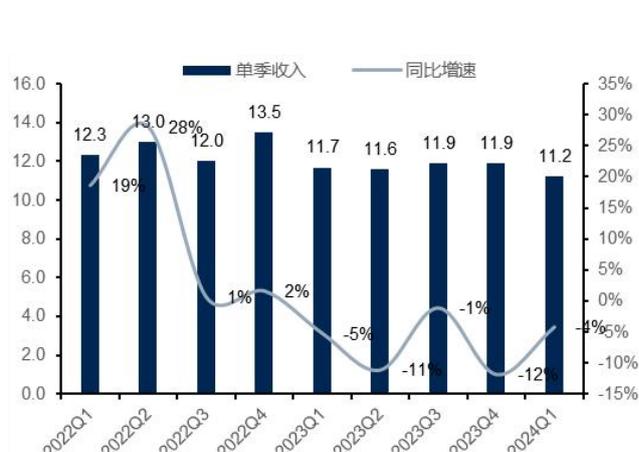
公司发布 2023 年年报与 2024 一季报，公司 2023 全年实现收入实现营业收入 47.05 亿元（-7.45%）；实现归母净利润 6.13 亿元（+221.68%）。24Q1 公司实现营收 11.20 亿元（-4.13%），实现归母净利润 1.38 亿元（+45.96%）。总体来看，公司业绩符合预期，利润实现高速增长。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



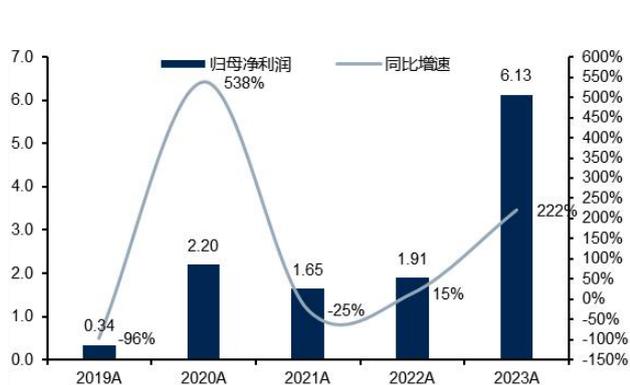
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



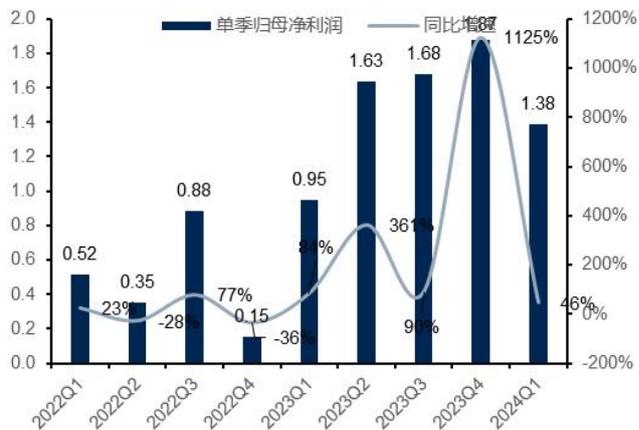
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

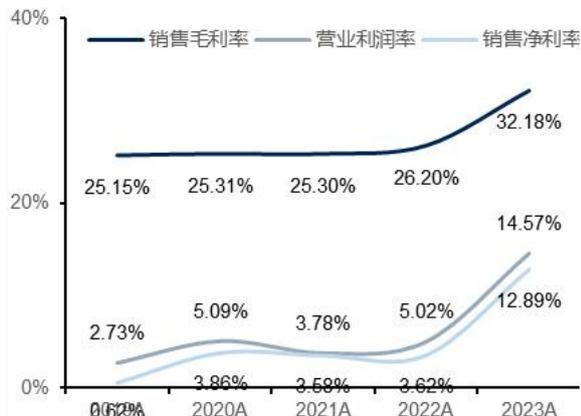
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

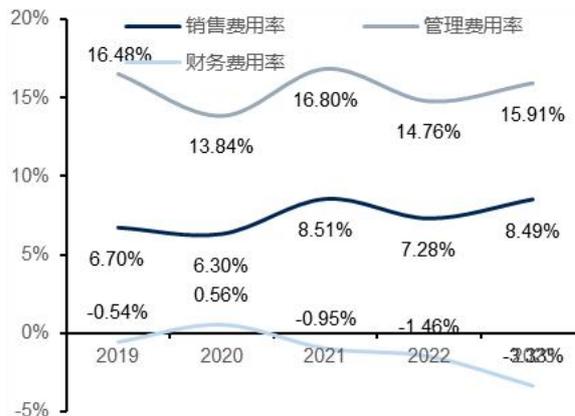
毛利率显著提升, 费用管控稳中有效。2023年, 公司整体毛利率达 32.18%, 同比增长 +5.98pct, 公司通过持续优化业务结构, 实现较高水平毛利率。在公司整体控费管理下, 2023年公司整体费用率为 21.58%, 同比+0.17pct; 其中销售/管理/研发费用率分别为 21.58%/8.49%/6.18%/10.24%, 同比+1.21pct/+0.51pct/+0.32pct, 主要系公司逐步推进海内外业务拓展进程所致。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

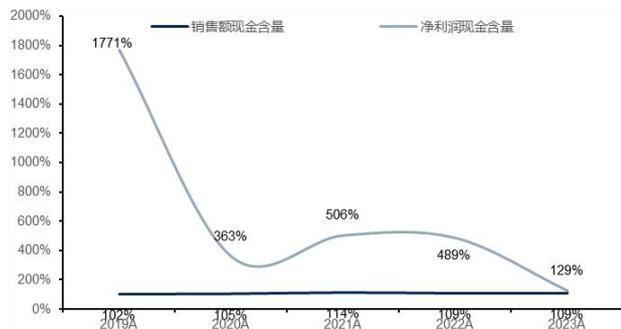
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

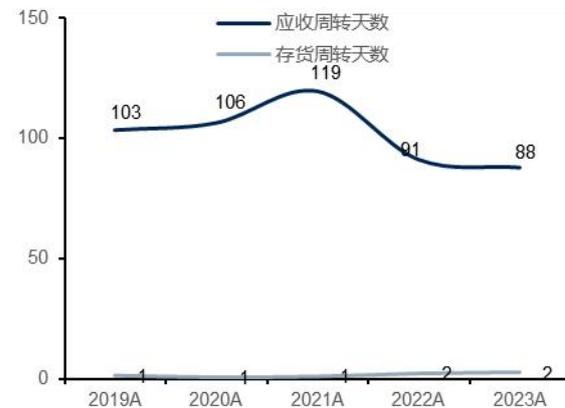
经营性现金流情况较为稳定, 存货周转效率提升。公司 23 年销售额现金含量和净利润现金含量有小幅下降。公司 23 年存货周转天数下降至 88 天 (-3.3%), 周转效率有所提升。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测: 业务规模预计持续扩大, 盈利能力有望稳步提升

假设前提

1) 内容分发网络业务 (CDN 业务): 该业务是公司最为核心的业务, 营收占比常年保持在 90% 以上, 远高于其他业务收入。该业务指基于公司自研的私有传输协议以及全球网络负载均衡系统, 提供高可靠、低时延、可编程的全球 CDN 加速服务。全球 CDN 行业进入高速发展阶段, CDN 业务的应用场景逐渐丰富和多元化, 国内市场需求稳定增长, 海外市场势头强劲, 公司逐步增强国内海外市场联动; 同时公司积极推进传统 CDN 业务转型, 不断向边缘计算的方向革新, 发展出丰富成熟的产品体系, 成本管理控制有效, 该业务收入有望稳步增长, 预计 2024-2026 年公司 CDN 业务收入增速分别为 12%/11%/10%, 预计其毛利率分别为 33%/34%/35%。

2) 互联网数据中心业务 (IDC 业务): 该业务指提供 IDC+液冷节能解决方案, 关注高品质、绿色数据中心服务, 并提供托管空间租用、托管带宽租用、数据中心托管服务及企业级互联网通信整体解决方案。随着海内外市场逐步扩大, 公司的客户数量不断增加, 公司 IDC 业务需求将持续增加; 通过持续的技术创新、规模效应和运营效率的提升, 降本增效成果将会更为显著, IDC 业务有望实现稳健的收入增长和盈利能力提升, 预计 2024-2026 年公司 IDC 业务将持续以 5% 的速度增长, 预计其毛利率分别为 22%/23%/24%。

3) 商品销售业务: 该业务营收占比较小, 在全球数字化转型的推动下, 随着公司海内外市场的开拓和公司产品线的扩展, 公司的智能硬件和网络设备等产品的销售规模将持续扩大; 通过优化供应链、提升产品附加值和实现高效的成本管理, 公司的盈利能力将稳步提升, 预计 2024-2026 年公司商品销售业务将持续以 5% 的速度增长, 预计其毛利率分别为 33%/35%/36%。

4) 总营业收入: 公司持续推进全球化战略, 增强“国内+海外”市场联动, 迅速扩大的海外市场成为公司持续发展的有力支撑和营收增长的新支点; 公司逐步形成“2+3”产业布局, 不断优化产业结构, 积极拓展创新业务, 公司有望向边缘端 AI 应用等高附加值方向渗透; 同时得益于规模效应和运营效率提升, 综合来看, 公司的盈利水平将稳步提升。预计 2024-2026 年公司总营业收入增速分别为 11.51%/10.60%/9.69%, 预计其毛利率分别为 32.41%/33.45%/34.48%。

表4: 分业务营收预测

分项收入预测 (百万元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
CDN 业务	5,370.96	4,290.24	4,763.79	4,376.37	4901.53	5440.70	5984.77
YoY	-1.22%	-20.12%	11.04%	-8.13%	12.00%	11.00%	10.00%
毛利率	25.70%	25.32%	26.49%	32.82%	33.00%	34.00%	35.00%
收入占比	94.45%	93.78%	93.70%	93.01%	93.41%	93.75%	94.01%
IDC 业务	275.90	246.35	263.39	267.11	280.47	294.49	309.21
YoY	-46.33%	-10.71%	6.92%	1.41%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	18.14%	24.92%	20.14%	21.40%	22.00%	23.00%	24.00%
收入占比	4.85%	5.38%	5.18%	5.68%	5.35%	5.07%	4.86%
商品销售业务	25.19	15.78	29.27	62.02	65.12	68.38	71.80
YoY	2.40%	-37.36%	85.52%	111.87%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.34%	13.58%	19.87%	33.15%	33.00%	35.00%	36.00%
收入占比	0.44%	0.34%	0.58%	1.32%	1.24%	1.18%	1.13%
其他业务	14.59	22.65	27.77	0.00	0.00	0.00	0.00
YoY	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收入占比	0.26%	0.50%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总营业收入	5,686.64	4,575.02	5,084.22	4,705.50	5,247.12	5,803.57	6,365.78
YoY	-	-19.55%	11.13%	-7.45%	11.51%	10.60%	9.69%
毛利率	25.26%	25.13%	25.98%	32.18%	32.41%	33.45%	34.48%

资料来源: 国信证券经济研究所整理和预测

费用率假设

➤ **期间费用率:** 公司主营为互联网基础设施与边缘计算服务, 因此研发费用与销售费用占比较高。近年来, 为应对业务发展和市场竞争, 尽管公司持续加大研发投入力度以增强技术能力并维持其在相应领域的领先地位, 但同时公司收入表现优异, 稳步增长, 其总体费用率保持良好的稳定性。未来, 公司将进一步扩大各业务的市场份额, 并通过优化资源配置和提升运营效率合理管控费用, 预计公司期间费用率将继续保持在稳定合理的区间内, 支持公司可持续的盈利能力和市场竞争力。

- **销售费用率**：公司 21/22/23 年销售费用率分别为 8.5%/7.3%/8.5%。随公司营收稳步增长，公司将继续优化销售团队的结构和效率，保持销售费用率的相对稳定，预计 24/25/26 年销售费用率分别为 8.0%/8.0%/8.0%。
- **管理费用率**：公司 21/22/23 管理费用率分别为 4.1%/4.1%/5.5%，其中 23 年管理费用较高主要系支付股权激励费用。未来公司将进一步优化管理体系，并对费率有效管控，使其保持在合理稳定的区间内，预计 24/25/26 年管理费用率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。
- **研发费用率**：公司 21/22/23 研发费用率分别为 11.9%/9.9%/10.2%。为确保公司在高速发展的行业和激烈竞争的市场中保持技术领先地位，公司将继续加大对研发投入力度，但同时随着公司的市场规模有效扩大，公司收入将保持稳步增长，研发费用率将继续保持稳定，预计 24/25/26 年管理费用率分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

未来三年业绩预测

表5：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4705	5247	5804	6366
营业成本	3191	3546	4171	2284
销售费用	399	420	464	509
管理费用	259	262	290	318
研发费用	482	525	580	637
财务费用	(157)	(46)	(56)	(69)
营业利润	651	643	763	898
利润总额	651	643	763	898
归属于母公司净利润	613	617	733	863
EPS	0.25	0.25	0.30	0.35
ROE	6.37%	6.13%	6.93%	6.72%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 投资建议：

相对估值

公司聚焦于为客户提供互联网基础设施与边缘计算服务，我们选取光环新网、数据港和启明星辰为可比公司。

光环新网：公司是国内领先的数据中心及云计算服务提供商，致力于为用户提供安全、稳定、高速的互联网服务，目前产品及服务包括：1) 互联网数据中心服务（IDC）：为大型客户提供从数据中心前期规划设计、定制化建设、后期运维管理的全生命周期服务，为中小型用户提供 IDC 到云网互联的个性化零售解决方案；2) 云计算服务：公司运营亚马逊中国（北京）区域云服务，为用户提供超过 165 项全功能服务，涵盖计算、存储、人工智能、物联网、安全等方面；3) 互联网宽带接入服务：提供专业的售前咨询和支持、优质的网络带宽资源和完善的售后服务；4) 系统集成服务：针对中小企业的互联网一体化解决方案、面向大型企业的 ERP 解决方案和为特定行业提供的电信级运营服务。

数据港：公司是服务于以阿里云为代表的云计算巨头企业和超大型互联网公司，是国内运营规模最大、运营专业度最高的云计算企业之一，目前公司的主要产品及服务包括：1) 互联网数据中心服务（IDC 服务）：根据大型数据中心用户的多样化部署需求，提供定制化的规划、设计、系统集成及运营管理服务；2) 全生命周期解决方案（IDC 解决方案）：提供从数据中心的咨询建设到后期运维管理的全生命周期解决方案；3) 云服务（云销售）：通过云服务为企业提供大数据、云计算，以及计算、存储、网络、CDN、BGP 等资源。

启明星辰：公司致力于提供具有国际竞争力的自主创新的安全产品，帮助客户全面提升 IT 基础设施的安全性和生产效能，目前公司的主要产品及服务包括：1) 安全产品：基于多核硬件架构和一体化软件设计，集防火墙、VPN、IPS、抗拒绝服务攻击等安全技术为一体，为网络边界提供全面实时的安全防护；2) 安全运营与服务：结合客户的外部要求和内部需求，提供覆盖客户信息系统规划、设计、建设、运行全生命周期的专业安全服务。

表6: 可比公司 PE 估值

代码	公司简称	股价	总市值	EPS (24-26 年为 wind 一致预期)							PE
		2024/6/2	亿元	23A	2024E	2025E	2026E	23A	2024E	2025E	2026E
300383.SZ	光环新网	8.65	155.49	0.21	0.34	0.44	0.52	41.1	25.6	19.7	16.7
603881.SH	数据港	17.55	80.82	0.27	0.34	0.42	0.46	65.4	51.6	42.1	38.4
002439.SZ	启明星辰	18.23	222.11	0.57	0.80	0.99	1.19	32.0	22.7	18.3	15.3
							平均	46.2	33.3	26.7	23.4

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理；可比公司 24-26 年 EPS 为 Wind 一致预测

预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.17/7.33/8.63 亿元，对应当前 PE 分别为 33/28/23 倍。我们采用 PE 估值，选取光环新网、数据港和启明星辰作为可比公司，按照 Wind 一致预期，2024 年行业平均 PE 为 33.3 倍。考虑到国内市场蓬勃发展，海外市场势头强劲，公司具有较强的竞争力和全球化战略优势，我们给予公司 2024 年 35-37 倍 PE，预计合理估值 8.85-9.35 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法，多角度综合得出公司合理估值在 8.85-9.35 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 1-3 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险。

我们假定未来 1-3 年公司所处行业平稳发展，但实际可能因为新创企业发展节奏加快、政策支持发生波动或不利变化，公司持续成长性实际很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或相同的光环新网、数据港和启明星辰等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023-2026E PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司在互联网基础设施与边缘计算领域处于领先地位，国内市场蓬勃发展，海外市场势头强劲，且公司业务不断创新拓展、多元化发展，给予公司 2024 年 35-37 倍 PE 估值，可能并未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计 2024-2026 年公司营业总收入增长率分别为 11.51%/10.60%/9.69%，预计 2024-2026 年 CDN 业务收入增速分别为 12%/11%/10%，预计其毛利率分别为 33%/34%/35%，预计 2024-2026 年 IDC 业务收入持续以 5% 的速度增长，预计其毛利率分别为 22%/23%/24%，预计 2024-2026 年商品销售业务收入持续以 5% 的速度增长，预计其毛利率分别为 33%/35%/36%，可能存在对公司产品与服务的销量及价格预期偏乐观，进而高估未来三年业绩的风险。

我们对公司未来 3 年毛利的预测也可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

CDN 业务是公司最核心盈利业务，营收常年占到公司收入的 90% 以上，预计 2024-2026 年 CDN 业务收入增速分别为 12%/11%/10%，预计其毛利率分别为 33%/34%/35%，但是建立在随着公司产品体系完善成熟、市场认可度的不断提升，该业务需求持续稳定增长的情况下。实际情况价格或市场认可度的推广可能不达预期，从而带来高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司是国内领先的互联网基础设施与边缘计算服务企业，自成立以来，公司始终专注于提供高效可靠的 CDN、云安全等互联网服务。公司坚持基础技术研究和持续的技术创新，以自主研发的技术平台引领行业发展。通过全球化布局和多元化的业务拓展，公司在互联网、物联网、视频直播、游戏、在线教育等多领域为客户提供全面创新的产品与服务，推动各行业数字化转型。随着互联网基础设施行业的高速发展，市场可能逐渐饱和，行业竞争将进一步加剧，公司的市场份额和盈利能力可能面临一定的风险。

新产品的研发与市场推广的风险：公司近期研发上线 SecureLink 等系列产品并持续开展研发创新，以保持行业领域的竞争优势。身在技术密集型的互联网行业，公司必须不断进行技术创新以应对快速变化的市场需求和技术更新速度的挑战，否则会被现有竞争者取得重大技术突破而超越。随着全球化的推进，公司可能还会面临国际市场竞争对手的挑战，国际竞争对手可能拥有更高的科学技术水平和先进的解决方案，在出口和国内商业化方面可能会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能按照预期迅速获取市场认可，将会对公司经营产生不利影响。

海外市场拓展的风险：公司逐步构建强大的全球资源网络和全球化服务体系，进一步加强国内和海外业务联动，推动安全、MPS 等业务出海。目前公司全球部署 1500+ 节点，覆盖 70+ 国家及地区，合作 100+ 海外运营商，全球化运营成效显著。但海外政治和经济环境的不确定性、文化和市场需求的不同、国际激烈的竞争环境等方面可能对公司在海外市场的业务拓展和运营产生不利影响。

CDN 业务推进不及预期的风险：CDN 业务是公司最核心盈利业务，营收常年占到公司收入的 90%以上，公司在 CDN 业务领域具备深厚的技术优势和市场基础。如果后续市场需求受制于技术发展速度或政策变动，导致业务推进不及预期，公司业绩可能会受到影响。CDN 业务的推进依赖于网络基础设施的不断优化和用户的持续增长，目前国内在部分核心技术方面与国际先进水平还有一定的发展空间，特别是在高性能网络设备和数据处理能力。现市场对国内 CDN 业务的接受度和信任度还不够高，可能影响公司的实际盈利能力。

数据安全保护的风险：公司作为互联网基础设施服务提供商，需要处理大量客户的数据信息，存在一定的数据安全风险。如果公司在数据存储、传输和处理过程中发生数据泄露、黑客攻击或其他网络安全事件，可能会对客户信息安全和公司声誉造成重大影响。

财务风险

应收账款风险：公司应收账款账面价值为 10.73 亿元，占总资产比例 9.78%，占比不高，但如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司存货账面价值为 1348.04 万元，占当前总资产的比例较低，但若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司盈利能力产生不利影响。

资产负债率及短期负债增高的风险：公司 2023 年负债合计 11.80 亿元，资产负债率 10.76%；24 年 Q1 负债合计 12.37 亿元，流动负债合计 11.64 亿元。若财务管理不当，未来存在一定短期流动性的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所在的互联网基础设施行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失或缺乏风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前对研发技术人员需求较大。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

政策法规变动的风险：互联网基础设施和边缘计算服务行业受到严格的政策限制和法规监管。如果国家或地方政府对行业监管政策进行调整，如加强数据隐私保护、网络安全等方面的法规，可能会增加公司的合规成本，影响公司的盈利能力。随着全球各国对跨境数据流动的限制逐步加强，公司在海外市场拓展过程中可能面临数据传输和存储方面的合规挑战，会对公司国际业务的发展产生不利影响。

内控风险

内部控制体系建设不完善的风险。公司目前内部控制体系建设已逐渐完善，如果未来出现较大变动，可能导致公司内部控制体系效率下降，在财务管理、运营管理和合规管理方面可能出现漏洞，从而影响公司运营的有效性和可靠性，会导致资源浪费、管理效率低下，甚至出现财务舞弊或违规行为。

其它风险

法律风险：公司所处的互联网基础设施和边缘计算服务行业受到各国法律法规的严格监管，随着数据安全和隐私保护意识的提高，如果公司未能及时遵守并确保其产品和服务符合相关法律法规，如数据保护、网络安全、隐私保护等方面的规定，公司将会受到法律制裁或失去客户信任，影响公司正常的运营和声誉。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2470	1832	2586	2831	3269	营业收入	5084	4705	5247	5804	6366
应收款项	1240	1112	1294	1431	1570	营业成本	3752	3191	3546	3862	4171
存货净额	31	13	19	21	22	营业税金及附加	14	14	16	17	19
其他流动资产	61	69	105	116	127	销售费用	370	399	420	464	509
流动资产合计	6473	5726	6704	7099	7688	管理费用	288	291	264	292	320
固定资产	1125	870	926	976	1019	研发费用	504	482	525	580	637
无形资产及其他	80	45	44	43	43	财务费用	(74)	(157)	(46)	(56)	(69)
投资性房地产	2619	4187	4187	4187	4187	投资收益	(21)	115	100	100	100
长期股权投资	205	141	101	61	21	资产减值及公允价值变动	(0)	(15)	50	50	50
资产总计	10503	10969	11961	12365	12957	其他收入	(457)	(381)	(525)	(580)	(637)
短期借款及交易性金融负债	167	102	500	300	200	营业利润	255	685	673	793	928
应付款项	748	568	761	829	895	营业外净收支	(61)	(34)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	432	431	415	454	491	利润总额	194	651	643	763	898
流动负债合计	1347	1101	1676	1582	1587	所得税费用	10	45	32	38	45
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	(7)	(7)	(8)	(9)
其他长期负债	83	79	69	59	49	归属于母公司净利润	191	613	617	733	863
长期负债合计	83	79	69	59	49	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1429	1180	1745	1641	1636	净利润	191	613	617	733	863
少数股东权益	54	163	158	153	146	资产减值准备	(8)	9	2	2	2
股东权益	9019	9626	10058	10571	11175	折旧摊销	396	324	94	101	107
负债和股东权益总计	10503	10969	11961	12365	12957	公允价值变动损失	0	15	(50)	(50)	(50)
关键财务与估值指标						财务费用	(74)	(157)	(46)	(56)	(69)
每股收益	0.08	0.25	0.25	0.30	0.35	营运资本变动	(1018)	(1606)	(54)	(52)	(56)
每股红利	0.03	0.05	0.08	0.09	0.11	其它	4	(14)	(7)	(7)	(8)
每股净资产	3.70	3.95	4.13	4.34	4.59	经营活动现金流	(434)	(659)	603	726	858
ROIC	5.50%	7.17%	7%	10%	11%	资本开支	0	(31)	(101)	(101)	(101)
ROE	2.11%	6.37%	6%	7%	8%	其它投资现金流	2182	(28)	0	0	0
毛利率	26%	32%	32%	33%	34%	投资活动现金流	2226	4	(61)	(61)	(61)
EBIT Margin	3%	7%	9%	10%	11%	权益性融资	(7)	161	0	0	0
EBITDA Margin	11%	14%	11%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	11%	-7%	12%	11%	10%	支付股利、利息	(85)	(123)	(185)	(220)	(259)
净利润增长率	15%	222%	1%	19%	18%	其它融资现金流	(162)	102	398	(200)	(100)
资产负债率	14%	12%	16%	15%	14%	融资活动现金流	(339)	17	213	(420)	(359)
股息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	现金净变动	1453	(638)	754	245	438
P/E	103.7	32.2	32.0	27.0	22.9	货币资金的期初余额	1017	2470	1832	2586	2831
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	2470	1832	2586	2831	3269
EV/EBITDA	38.4	32.1	37.7	31.1	26.2	企业自由现金流	0	(1008)	392	506	625
						权益自由现金流	0	(906)	833	359	590

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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