

博睿数据 (688229.SH)

APM 行业领军，中国版 Datadog 启航

博睿数据是国内 APM 行业领军企业。博睿数据一直致力为企业级客户提供应用性能监测服务、销售应用性能监测软件及提供其他相关服务。公司主营业务属于 IT 运维管理 (ITOM) 领域的重要分支——应用性能管理 (APM) 行业。公司产品可通过监测、分析、优化企业软件应用的性能状况，如 APP 是否卡顿崩溃、交易的响应时间、服务器负载情况等，帮助企业精准定位影响其软件应用使用性能和用户体验的原因。

客户优质稳定，涵盖各行业头部客户。公司下游客户主要为大型互联网企业，主要客户包括百度、腾讯、阿里巴巴、平安集团等优质企业。随着信息技术的不断发展深入，数字化转型进程由互联网行业逐渐向传统行业渗透，制造、航空、金融、汽车等行业对于应用性能管理的需求迅速释放，公司客户也拓展至华为、南方航空、平安集团、嘉实基金、新华保险、招商银行、广汽本田等非互联网领域内的标杆企业。

产品全面而丰富，贯穿端到端全业务链。公司已形成了贯穿前端网页、APP 等应用 (数字体验监测产品)、中端网络 (网络性能监测产品)、后端服务器应用 (应用发现跟踪和诊断产品) 的完善的端到端全业务链产品体系。将企业从“事后发现问题、紧急处理”的 IT 运维思路逐渐向“事前预警问题、事中快速定位问题、事后溯源”的理念引导。

给予“买入”评级。国内尚没有可对标 APM 上市企业，参考美国，2019 年，两家 APM 领域的美国企业 Datadog、Dynatrace 相继登陆美股市场。截止至 2020 年 8 月，Datadog 和 Dynatrace 的市值已经分别达到了 250 亿美元以及 110 亿美元。预计博睿数据 2020-2022 年的收入为 2.45 亿元、3.65 亿元、5.44 亿元，给予公司 2021 年目标总市值 146 亿元，对应 P/S 值为 40 倍。

风险提示：技术研发不达预期的风险、市场竞争加剧的风险、下游需求培育较慢的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	153	165	245	365	544
增长率 yoy (%)	17.7	7.4	48.7	49.4	48.9
归母净利润 (百万元)	52	61	83	118	165
增长率 yoy (%)	8.3	16.6	35.3	42.4	40.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.18	1.37	1.86	2.65	3.72
净资产收益率 (%)	32.1	29.9	28.8	29.8	30.0
P/E (倍)	124.4	106.6	78.8	55.4	39.4
P/B (倍)	40.0	31.9	22.7	16.5	11.8

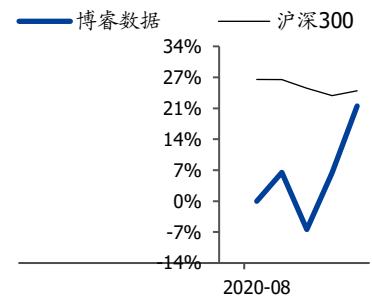
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	计算机应用
最新收盘价	146.60
总市值(百万元)	6,509.04
总股本(百万股)	44.40
其中自由流通股(%)	22.76
30 日日均成交量(百万股)	0.76

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	190	229	334	452	633
现金	128	158	209	285	365
应收票据及应收账款	59	66	119	157	254
其他应收款	2	4	5	9	11
预付账款	1	1	1	2	3
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	5	8	9	11	13
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3	4	6	7	9
无形资产	1	1	2	2	2
其他非流动资产	1	2	2	2	2
资产总计	194	236	343	463	646
流动负债	32	32	46	57	84
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	8	12	20	30
其他流动负债	27	24	34	38	54
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	32	32	46	57	84
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	33	33	44	44	44
资本公积	5	5	5	5	5
留存收益	125	166	235	337	474
归属母公司股东权益	163	204	298	406	562
负债和股东权益	194	236	343	463	646

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45	51	42	90	96
净利润	52	61	83	118	165
折旧摊销	2	2	1	2	3
财务费用	0	-1	1	2	4
投资损失	-1	-3	-1	-1	-2
营运资金变动	-10	-10	-42	-30	-74
其他经营现金流	2	2	0	0	0
投资活动现金流	0	-1	-2	-2	-3
资本支出	2	5	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	3	0	-1	-1
筹资活动现金流	0	-20	10	-11	-13
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	11	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	-20	-1	-11	-13
现金净增加额	45	30	50	76	80

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	153	165	245	365	544
营业成本	26	32	49	77	120
营业税金及附加	1	2	2	3	5
营业费用	25	27	41	60	89
管理费用	16	13	19	28	42
研发费用	29	31	45	67	102
财务费用	0	-1	1	2	4
资产减值损失	-2	0	0	0	0
其他收益	3	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	1	1	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	69	93	132	186
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	59	69	93	133	186
所得税	6	8	11	15	21
净利润	52	61	83	118	165
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	61	83	118	165
EBITDA	57	66	89	127	179
EPS (元/股)	1.18	1.37	1.86	2.65	3.72

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	17.7	7.4	48.7	49.4	48.9
营业利润 (%)	7.3	17.2	35.7	42.0	40.5
归属母公司净利润 (%)	8.3	16.6	35.3	42.4	40.6
获利能力					
毛利率 (%)	82.9	80.7	80.0	79.0	78.0
净利率 (%)	34.2	37.1	33.7	32.2	30.4
ROE (%)	32.1	29.9	28.8	29.8	30.0
ROIC (%)	30.0	27.9	27.1	28.1	28.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.3	13.7	13.3	12.4	13.1
净负债比率 (%)	-78.8	-77.6	-72.9	-72.2	-66.2
流动比率	6.0	7.1	7.3	7.9	7.5
速动比率	6.0	7.1	7.3	7.8	7.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	6.1	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.18	1.37	1.86	2.65	3.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.01	1.15	0.94	2.03	2.16
每股净资产 (最新摊薄)	3.67	4.59	6.45	8.89	12.40
估值比率					
P/E	124.4	106.6	78.8	55.4	39.4
P/B	40.0	31.9	22.7	16.5	11.8
EV/EBITDA	112.3	95.7	70.6	48.9	34.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、博睿数据是国内 APM 行业领军企业	4
1.1、国内 APM 行业领航者，致力于为企业级客户监测软件性能	4
1.2、客户优质稳定，涵盖各行业头部客户	4
1.3、大股东持股集中，股权稳定利于长远发展	6
二、行业分析：中国 APM 下游需求日趋强烈，带来弯道超车机会	6
2.1、APM 负责 IT 监控，迅速定位故障所在	6
2.2、中国 APM 行业相对落后北美，下游需求带来弯道超车机会	7
2.3、IT 技术快速发展，全球及中国 IT 运维需求持续扩大	8
三、公司分析：完全的产业链产品体系，形成强大技术和产品优势	10
3.1、应用性能监测产品日臻成熟，提供一体化监控体系	11
3.2、向网络性能监测领域延伸，进一步完善端到端体系	12
3.3、向大数据分析领域延伸，建立统一的 IT 运维数据中台	12
四、盈利预测与估值	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 博睿数据 Bonree Net 产品平台使用示意图	4
图表 2: 博瑞数据主要客户展示	5
图表 3: 博睿数据 2017-2019 年前五大客户情况	5
图表 4: 博睿数据股权结构	6
图表 5: 应用性能管理 APM 在 ITOM 领域所处位置	7
图表 6 中美 ITOM 行业发展对比	8
图表 7: 2016 年至 2018 年 APM 厂商在中国的收入 (单位: 万元)	8
图表 8: 全球 ITOM 市场规模及增速 (单位: 亿美元)	9
图表 9: 全球 APM 市场规模及增速 (单位: 亿美元)	9
图表 10: 中国 ITOM 市场规模及增速 (单位: 亿人民币)	10
图表 11: 博睿数据主营业务收入构成 (单位: 百万元)	10
图表 12: 博睿数据主要线上产品	11
图表 13: 公司主要产品线上业务链条	12
图表 14: 博睿数据未来三年收入预测 (单位: 百万元)	13
图表 15: 博睿数据未来三年毛利率预测	14
图表 16: 美股可对标公司估值情况 (2020 年 8 月 21 日)	14

一、博睿数据是国内 APM 行业领军企业

1.1、国内 APM 行业领航者，致力于为企业级客户监测软件性能

公司产品用于监测、分析、优化企业软件应用的性能状况。博睿数据成立于 2008 年，一直致力为企业级客户提供应用性能监测服务、销售应用性能监测软件及提供其他相关服务。公司主营业务属于 IT 运维管理 (ITOM) 领域的重要分支——应用性能管理 (APM) 行业。

公司产品可通过监测、分析、优化企业软件应用的性能状况，如 APP 是否卡顿崩溃、交易的响应时间、服务器负载情况等，帮助企业精准定位影响其软件应用使用性能和用户体验的原因，助力企业加速数字化转型进程。公司产品可供 IT 运维人员、开发人员、技术支持人员、前端业务人员等不同角色使用，可贯穿前端网页、APP 等应用、中端网络和后端服务器应用，提供端到端的统一监控视角；从界面交互的操作层到业务逻辑层、最后直击代码底层，实现全栈溯源；利用机器学习技术创建动态基线来判定客户的应用和业务交易的健康标准，自动发现业务异常，最终以可视化图表的方式向客户展示。

图表 1: 博睿数据 Bonree Net 产品平台使用示意图



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

1.2、客户优质稳定，涵盖各行业头部客户

客户已涵盖互联网、金融、制造业等多个行业，并长期服务各行业的头部客户。公司下游客户主要为大型互联网企业，主要客户包括百度、腾讯、阿里巴巴、平安集团等优质企业。随着信息技术的不断发展深入，数字化转型进程由互联网行业逐渐向传统行业渗透，制造、航空、金融、汽车等行业对于应用性能管理的需求迅速释放，公司客户也拓展至华为、南方航空、平安集团、嘉实基金、新华保险、招商银行、广汽本田等非互联网领域内的标杆企业。

图表 2: 博瑞数据主要客户展示



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

客户群体优质, 前五大客户囊括 BATH 之中三家。公司下游客户主要为大型互联网企业, 主要客户包括百度、腾讯、阿里巴巴、平安集团等优质企业。2019 年前五大客户中, 华为、腾讯、百度均位列其中, 此外, 还有平安、中信银行等大型金融企业。

图表 3: 博睿数据 2017-2019 年前五大客户情况

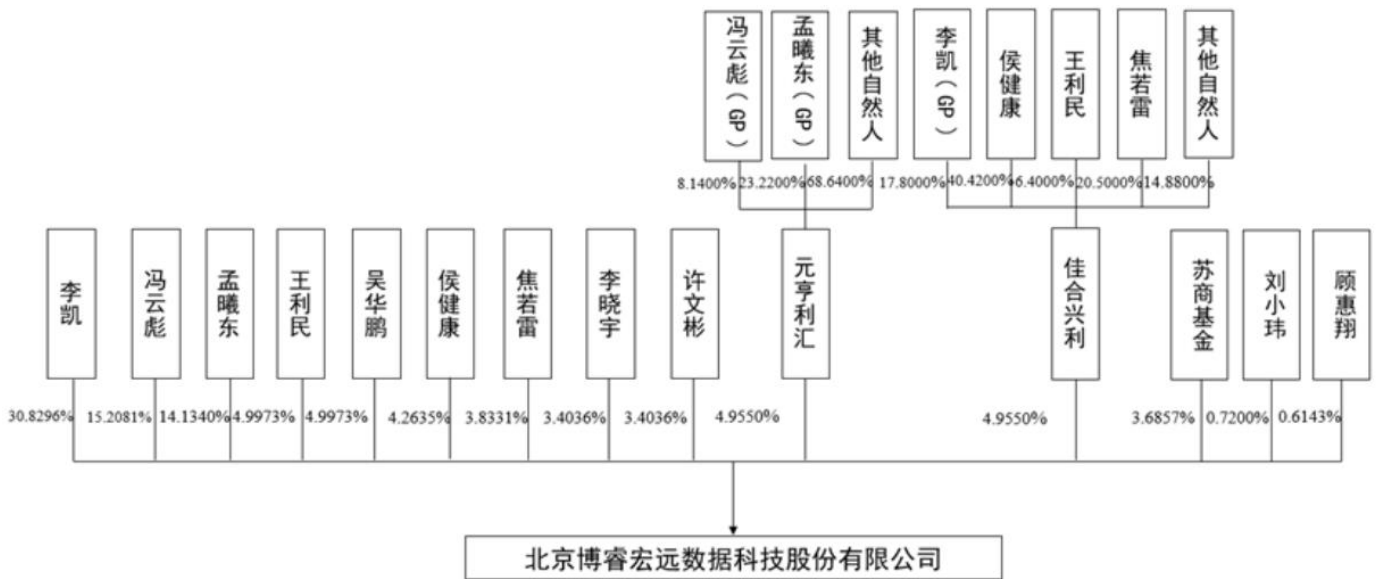
年度	序号	客户名称	收入金额(万元)	占比
2019 年	1	华为软件技术有限公司	1,710	10.4%
	2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1,529	9.3%
	3	中国平安保险(集团)股份有限公司	1,019	6.2%
	4	百度在线网络技术(北京)有限公司	752	4.6%
	5	中信银行股份有限公司	615	3.7%
		合计	5,626	34.2%
2018 年	1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1,587	10.4%
	2	华为软件技术有限公司	1,257	8.2%
	3	北京搜狗信息服务有限公司	1,106	7.2%
	4	百度在线网络技术(北京)有限公司	1,035	6.8%
	5	中国平安保险(集团)股份有限公司	946	6.2%
		合计	5,932	38.7%
2017 年	1	百度在线网络技术(北京)有限公司	1,294	10.0%
	2	北京搜狗信息服务有限公司	1,286	9.9%
	3	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1,241	9.5%
	4	中国平安保险(集团)股份有限公司	770	5.9%
	5	北京猎豹移动科技有限公司	676	5.2%
		合计	5,267	40.5%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.3、大股东持股集中，股权稳定利于长远发展

大股东持股集中，股权结构稳定。公司控股股东、实际控制人为董事长李凯，直接及通过佳合兴利间接持有合计公司 1056 万股，占总股本的 31.71%。公司的总经理冯云彪、副总经理孟曦东是公司实控人的一致行动人，分别持有公司总股本的 15.61%、15.28%。为了保证股权结构稳定，治理结构合理，李凯、冯云彪和孟曦东签署了《一致行动协议书》，李凯基于其合计持有的发行人股份、对佳合兴利的控制关系及与冯云彪、孟曦东、元亨利汇间的一致行动关系能够控制发行人合计 2333 万股股份的表决权，占本次发行前发行人全体股东所持表决权的 70.08%。李凯先生曾经任职于网宿科技、帝联信息，有着丰富的行业内经验。

图表 4：博睿数据股权结构



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

二、行业分析：中国 APM 下游需求日趋强烈，带来弯道超车机会

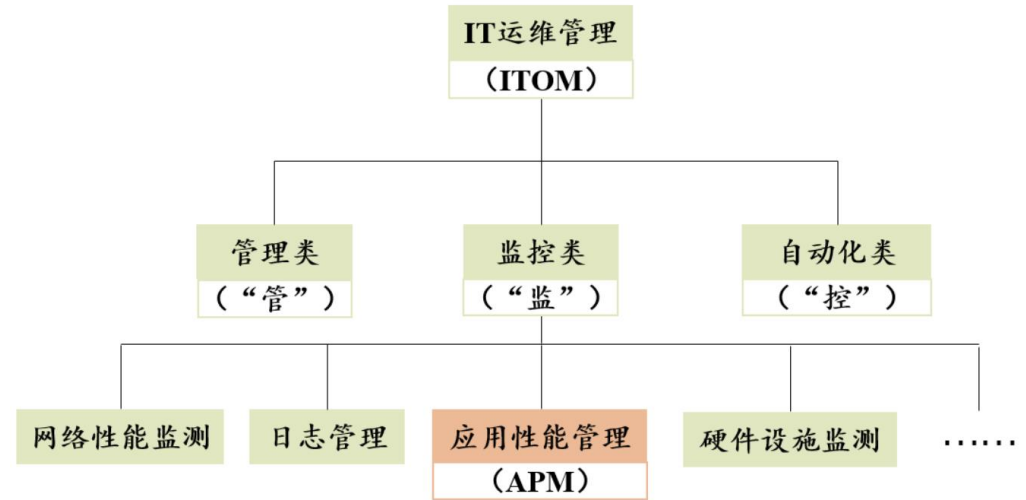
2.1、APM 负责 IT 监控，迅速定位故障所在

IT 运维分为“监”、“管”、“控”三大领域。IT 运维管理（ITOM）是指采用专业的信息技术和方法，对软硬件环境、网络、应用系统及运维服务流程等进行综合管理，其目的是保障系统与网络的可用性、安全性和业务的持续性。Gartner 将 ITOM 工具分为三大领域，分别是监控类、管理类以及自动化类（又称为 IT 运维的“监”、“管”、“控”）。其中，监控类产品的市场份额已超过 40%，而监控类产品中，应用性能管理产品又较为重要，Gartner 自 2012 年起已将 APM 作为独立的细分行业进行市场分析和调研，因此，可以说应用性能管理行业是 ITOM 领域的重要分支。

APM 监控产品可在系统中迅速定位问题和故障所在。一款优异的 APM 产品应可以对企业所有应用（网页、APP、服务器等）进行实时、全栈式（IT 系统架构的体验层、业务层、服务层、进程层、系统层等）、全生命周期（开发、测试和运营）的监控和管理，可以追踪、分析每一位用户每一次访问时的系统运行情况。如航空公司的运维人员可通过 APM 软件随时知悉订票系统是否发生响应缓慢、系统宕机等问题，以及何时发生的，且

新一代智能 APM 产品还可在系统发生性能问题时自动定位问题代码，帮助运维人员快速排障。

图表 5: 应用性能管理 APM 在 ITOM 领域所处位置



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2.2、中国 APM 行业相对落后北美，下游需求带来弯道超车机会

中国 APM 起步较晚，但下游需求日趋强烈。21 世纪初期，中国 ITOM 行业的主要参与者是以 IBM、CA、HP、BMC 为首的国际 IT 厂商，尤其在金融、电信等高端客户群体中占据了大部分市场份额，国内的 ITOM 软件厂商则集中在大量的长尾市场中服务于中小型企业。自 2005 年起，美国相继诞生了 NewRelic、AppDynamics、Dynatrace 等专注于 APM 产品与服务的专业厂商，迅速抢占北美市场。2006 年起，中国紧随其后，也陆续出现了博睿数据、飞思达科技、基调网络、蓝海讯通、云智慧等行业先行者。但由于中国信息产业的发展进程较短，云计算、移动互联网等信息技术起步稍晚，中国应用性能管理市场的行业渗透度与北美市场相比相对落后。随着 5G、云计算、物联网等技术领域的不断赶超，中国应用性能管理行业的下游需求日趋强烈，将迎来蓬勃的发展势头。

图表6 中美ITOM行业发展对比



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

从收入规模上来看，博睿数据、基调网络、飞思达科技已领跑国内市场。NewRelic、Dynatrace 等国际龙头厂商本土化较为艰难，整体收入规模较小。此外，其他本土厂商大部分仍处于产品线完善、技术积累、客户培育的早期阶段，与第一梯队企业已形成一定差距。

图表7：2016年至2018年 APM 厂商在中国的收入（单位：万元）

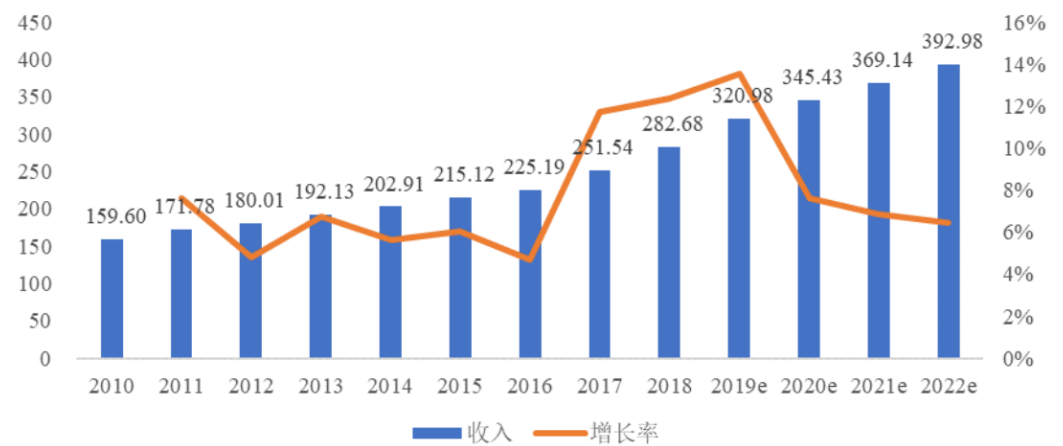
序号	APM 厂商	2016 年度	2017 年度	2018 年度
1	博睿数据	10,425	13,011	15,320
2	基调网络	13,822	14,356	-
3	飞思达科技	7,426	10,910	11,511
4	Splunk	3,902	5,523	7,308
5	IBM	7,047	6,896	6,848
6	蓝海讯通	7,153	5,148	6,778
7	NewRelic	2,605	3,663	5,119
8	Dynatrace	3,889	4,203	4,964
9	Microsoft	2,883	2,901	3,661
10	CA Technologies	3,327	3,346	2,648

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2.3、IT 技术快速发展，全球及中国 IT 运维需求持续扩大

从 2010 年至今，全球 ITOM 市场规模持续扩大。2016 年、2017 年、2018 年，该行业全球市场规模分别为 225.19 亿美元、251.54 亿美元、282.68 亿美元，增速分别达到 4.68%、11.70%、12.38%，呈现高速增长势头。

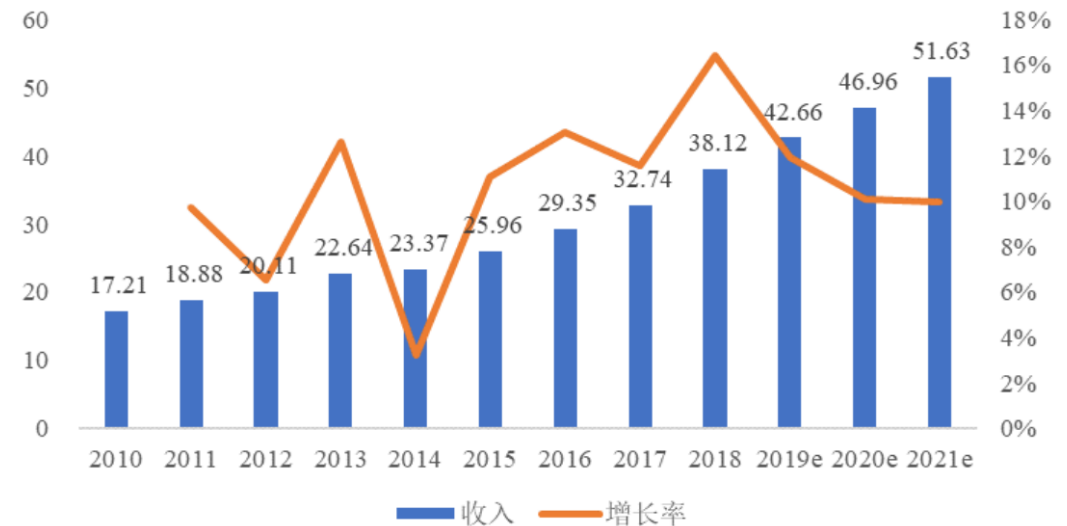
图表 8: 全球 ITOM 市场规模及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

从 2010 年至今，全球应用性能管理 (APM) 市场规模亦持续扩大。2016 年、2017 年、2018 年，该行业全球市场规模分别为 29.35 亿美元、32.74 亿美元、38.12 亿美元，增速分别达到 13.06%、11.55%、16.43%。2018 年至 2022 年，全球 ITOM 行业市场规模将以 8.58% 的年均复合增长率高速增长，预计到 2022 年，ITOM 市场规模将达 392.98 亿美元。而 APM 行业将以比 ITOM 行业更高的年均复合增长率 10.64% 快速扩张，预计到 2021 年，市场规模将达到 51.63 亿美元。

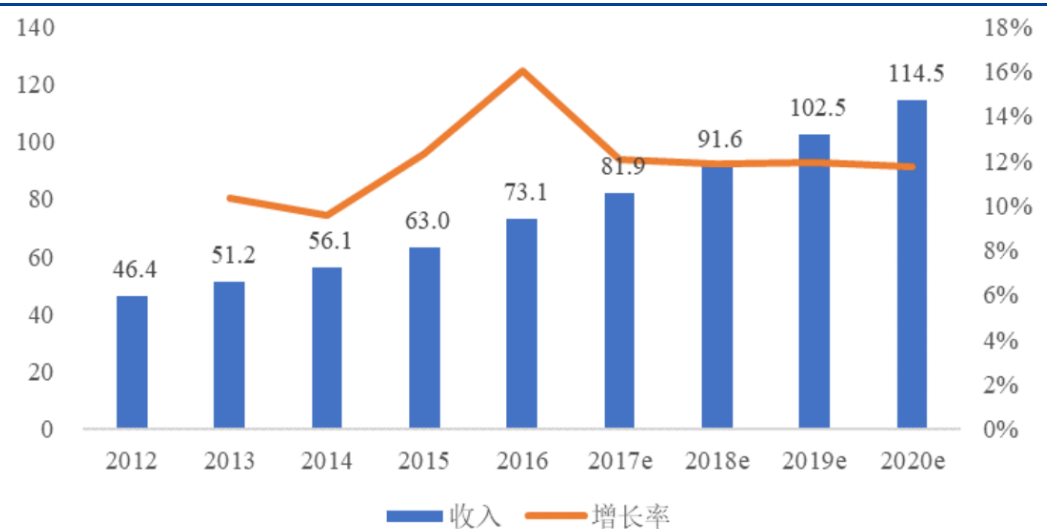
图表 9: 全球 APM 市场规模及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2016 年，中国 ITOM 市场规模已达到 73.1 亿人民币，预计到 2020 年，市场规模将以 11.87% 的年均复合增长率扩大至 114.5 亿人民币。

图表 10: 中国 ITOM 市场规模及增速 (单位: 亿人民币)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

三、公司分析: 完全的产业链产品体系, 形成强大技术和产品优势

数字体验监测产品是公司的主要收入来源。经过十余年发展, 公司已形成了贯穿前端网页、APP 等应用 (数字体验监测产品)、中端网络 (网络性能监测产品)、后端服务器应用 (应用发现跟踪和诊断产品) 的完善的端到端全业务链产品体系。数字体验监测产品是公司收入的主要来源, 其中 Net 产品收入占比较高; Server 产品是构建端到端监控的核心产品, 近几年增速较快。公司于 2019 年正式推出网络性能监测产品 Reesii, 以及大数据分析产品 Zeus、Ants, 目前该等产品的推广和营销工作陆续起步。

图表 11: 博睿数据主营业务收入构成 (单位: 百万元)

	2017 年	2018 年	2019 年
营业总收入	130.1	153.2	164.5
数字体验监测产品	120.7	130.8	118.2
Net	107.7	109.9	100.2
APP	5.2	12.1	10.9
SDK	7.4	6.5	6.5
Browser	0.4	2.4	0.6
应用发现跟踪和诊断产品	5.0	17.3	29.4
Server	5.0	17.3	29.4
网络性能监测产品			6.1
Reesii			6.1
大数据分析产品及服务			5.3
Ants			2.7
Zeus			2.6
其他主营业务	4.4	5.1	5.5

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.1、应用性能监测产品日臻成熟，提供一体化监控体系

公司应用性能监测产品日臻成熟。应用性能监测产品应具备三大核心能力：数字体验监测（DEM）、应用发现跟踪和诊断（ADTD）、智能运维（AIOps）。据此，公司将核心产品线进一步划分为“数字体验监测产品”、“应用发现跟踪和诊断产品”两大类，并在核心产品线中加载了“智能运维”能力。

随着全球互联网信息技术的飞速发展，企业纷纷将线下业务转移至线上。以航空公司在在线购票业务为例，当终端用户通过 APP、网页等前端应用发起购票请求，该业务请求将通过互联网传送至航空公司的数据中心，穿过防火墙和交换机等核心网络设备后，到达后端业务处理服务器，由运行于服务器上的应用程序处理业务请求。在处理过程中，应用程序与数据库等 IT 组件会发生一系列极为复杂的交互，如查询航班信息、支付、生成订单等，处理结果将按照原路径反馈至前端 APP 或网页向用户展示。上述任何一个环节发生性能问题，都会引发线上业务交易失败，为客户带来损失。

公司至今已形成完整的端到端产品体系：

- 数字体验监测产品：前端应用监控产品，通过采集并分析真实用户和模拟用户在使用网页、APP 等应用时的性能数据，帮助客户诊断和优化前端应用的用户体验，包括模拟用户监测、真实用户监测两类细分产品。
- 应用发现跟踪和诊断产品：后端服务器应用监控产品，采用被动式技术采集后端服务器应用响应前端线上业务请求过程中的性能数据，通过串联业务的前端和后端，帮助客户把控每一笔线上业务处理的全过程，及时发现并定位导致线上业务失败的问题根因。

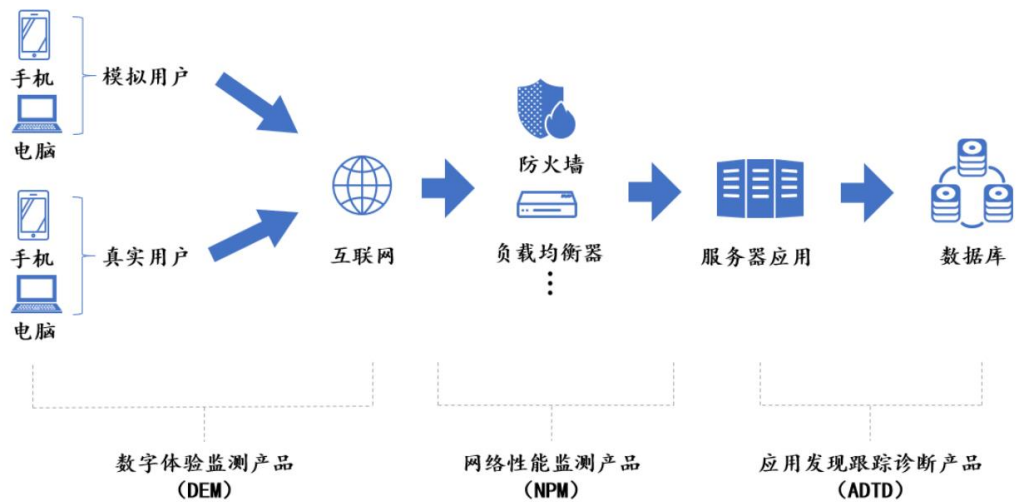
两款产品相结合可构建贯穿前端应用、后端服务器应用的端到端监控体系，精准把控每一次线上业务处理全过程的性能状况，为客户提供 IT 系统的一体化监控视角和立体式追踪能力。同时，公司利用 AI 技术赋能应用性能监测产品，提升产品的智能化水平，已初步具备“智能运维”能力。

图表 12：博睿数据主要线上产品

第一级	第二级	第三级	产品名称	监测技术	功能介绍
应用性能监测产品 (APM)	数字体验监测产品 (DEM)	模拟用户监测产品	Net	主动式	监控前端电脑及手机网页等应用的使用性能和用户体验，以及网络链路质量。
		模拟用户监测产品	APP	主动式	监控前端手机用户体验。APP 应用的使用性能和用户体验。
	真实用户监测产品	Browser	被动式	监控前端电脑及手机网页等应用的使用性能和用户体验。	
	真实用户监测产品	SDK	被动式	监控前端手机用户体验。APP 应用的使用性能和用户体验。	
网络性能监测产品 (NPM)	应用发现跟踪诊断产品 (ADTD)		Server	被动式	监控后端服务器应用响应前端请求过程中的性能情况，具有代码层定位分析能力，可串联业务的前端和后端，构建端到端全业务链监控视图。
			Reesii	-	监控中端网络层的性能质量。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 13: 公司主要产品线上业务链条



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2、向网络性能监测领域延伸, 进一步完善端到端体系

从应用向网络延伸, 填补基础网络核心设备监控视角。在如今的网络时代, 企业的各种生产和经营活动均高度依赖于网络开展, 随着互联网技术的蓬勃发展和企业各类新业务、新应用的频繁更迭, 网络规模在不断变大的同时, 网络构造也变得愈发复杂。一旦出现网络故障, 可能会直接影响企业生产, 给企业运营带来严重影响。

公司在应用性能监测产品体系已相对成熟的基础上, 逐渐向网络性能监测领域延伸, 推出了网络性能监测领域的核心产品 Bonree Reesii。该产品可根据企业实际需求对流量进行过滤、整合、脱敏、去重等操作, 通过结合 SNMP 和 Flow 技术将内外网带宽占比、延时、抖动、丢包、重传等网络指标以可视化的形式展现, 同时通过定制基于业务流的监控视图, 将业务穿越的多个关键节点 (如防火墙、负载均衡设备、行为管理设备等) 的性能参数集中展示, 并提供精确的性能对比分析, 不仅可以使运维人员更直观地查看网络流量组成和网络质量好坏, 而且可以发现和分析业务流程中某个关键节点的性能状况, 快速定位业务故障节点, 判断影响范围, 最终实现网络和应用性能可视化功能。

网络性能监测的推出填补了公司对于基础网络核心设备的监控视角, 与数字体验监测产品和应用发现跟踪和诊断产品相结合, 可进一步实现贯穿前端应用 (数字体验监测产品)、中端网络 (网络性能监测产品)、后端服务器 (应用发现跟踪和诊断产品) 的完善的端到端全业务链产品体系。

3.3、向大数据分析领域延伸, 建立统一的 IT 运维数据中台

打破数据孤岛, 构建统一的 IT 运维管理体系。ITOM 领域内存在众多的 IT 运维服务商, 为客户 IT 系统监控提供各类不同场景的监控产品, 如应用性能管理、网络性能监测、日志管理、硬件设施监控、安全监控等。由于这些监控产品常由不同厂商开发和维护, 彼此独立工作, 因此其采集的数据亦是相互独立存储和分析的, 数据之间缺乏联动, 使得客户在 IT 运维过程中普遍存在数据孤岛的问题。随着企业的 IT 系统愈发庞大和完善, 其数据整合和连动的价值也日益提高, 因此消除数据孤岛, 建立统一的 IT 运维数据中台的重要性凸显。而传统企业在大数据领域内普遍缺乏相应的技术积累, 尤其在异构大数据统一存储及分析接口标准化等领域的技术能力相对较弱。

公司多年来在应用性能管理领域持续深耕，服务了大量企业级客户，其应用性能监测产品采集的性能监测数据种类丰富、格式各异。基于上述背景，公司在应用性能监测产品体系已相对成熟的基础上，对自研的数据处理、存储和分析技术能力进行剥离、扩展和封装，形成了全新的大数据分析产品线，可为传统企业提供强大的数据处理、存储和分析的软件工具，帮助客户整合各类 IT 运维监控数据，实现数据的统一存储和关联分析，打破数据孤岛，构建统一的 IT 运维管理体系。

四、盈利预测与估值

1、收入假设

数字体验监测产品：公司紧抓移动互联网快速发展机会，随着 5G 商用的真正带来，预计监测产品收入将会加速。假设未来三年增速分别为 35%、30%、30%。

应用发现跟踪和诊断产品：此业务是为了满足 APM 产品后端服务能力，过去两年快速增长，假设未来三年增速分别为 55%、30%、30%。

网络性能监测产品：该业务是公司 2019 年正式推出的业务，主要面对网络架构关键设备节点进行实时流量监控。在未来 5G 带来流量大爆发的预期下，预计未来三年保持较高速增长。假设未来三年增速分别为 200%、150%、100%。

大数据分析产品及服务：该业务是公司 2019 年正式推出的业务，体量较小，随着 5G 数据时代的开启，企业逐渐把大数据分析应用于自身业务发展中，企业的运营决策人员可根据数据分析结果及时准确做出运营决策。预计未来三年保持较高速增长。假设未来三年增速分别为 300%、150%、100%。

图表 14: 博睿数据未来三年收入预测 (单位: 百万元)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业总收入	130.1	153.2	164.5	244.6	365.4	544.2
数字体验监测产品	120.7	130.8	118.2	159.6	207.4	269.7
应用发现跟踪和诊断产品	5.0	17.3	29.4	45.6	59.2	77.0
网络性能监测产品			6.1	18.3	45.8	91.5
大数据分析产品及服务			5.3	21.2	53.0	106.0
营业总收入	24.7%	17.8%	7.4%	48.7%	49.4%	48.9%
数字体验监测产品	19.6%	8.4%	-9.6%	35%	30%	30%
应用发现跟踪和诊断产品		246.0%	69.9%	55%	30%	30%
网络性能监测产品				200%	150%	100%
大数据分析产品及服务				300%	150%	100%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所预测

2、毛利率假设

2017-2019 年公司总体毛利率为 84.15%、82.87%、80.70%，整体维持在较高水平。

应用性能监测产品：监测服务过去三年毛利率降低是由于公司为了进一步提高产品竞争力，维护客户粘性，对销售单价进行下调。在网络性能检测产品和大数据分析产品收入占比提升的情况下，以及公司继续维护客户粘性的需求，假设未来三年 2020-2022 年公司的毛利率为 80%、79%、78%。

网络性能监测产品：参考应用监测产品毛利率，假设未来三年 2020-2022 年公司的毛利率为 80%、79%、78%。

大数据分析产品和服务：假设未来三年 2020-2022 年公司的毛利率为 80%、79%、78%。

图表 15: 博睿数据未来三年毛利率预测

	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
毛利率	84.2%	82.9%	80.7%	80.0%	79.0%	78.0%
应用性能监测产品	84.2%	82.9%	80.7%	80.0%	79.0%	78.0%
网络性能监测产品				80.0%	79.0%	78.0%
大数据分析产品及服务				80.0%	79.0%	78.0%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所预测

3、估值分析

国内尚没有可对标的 APM 上市企业, 参考美国, 2019 年, 两家 APM 领域的美国企业 Datadog、Dynatrace 相继登陆美股市场。截止至 2020 年 8 月 21 日, Datadog 和 Dynatrace 的市值已经分别达到了 250 亿美元以及 110 亿美元, 对应 2019 年 P/S 值分别为 69 倍、20 倍。

图表 16: 美股可对标公司估值情况 (2020 年 8 月 21 日)

证券简称	总市值 (亿美元)	营业总收入 (亿美元)			P/S (倍)
		2017 年	2018 年	2019 年	
Datadog	250.2	1.0	2.0	3.6	69.0
DYNATRACE	110.4	4.0	4.3	5.5	20.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

给予“买入”评级。预计博睿数据 2020-2022 年的收入为 2.45 亿元、3.65 亿元、5.44 亿元, 给予公司 2021 年目标总市值 146 亿元, 对应 P/S 值为 40 倍。

风险提示

技术研发不达预期的风险: 如果未来公司在技术创新方面决策失误, 或未能及时跟上行业技术的发展速度, 未能及时符合市场变化特点, 则有可能导致公司丧失技术和市场优势, 影响公司的持续发展。

市场竞争加剧的风险: 互联网行业仍然为公司第一大收入来源行业。若未来发行人无法稳固现有主要互联网客户, 或未能在激烈的市场竞争中形成优势, 则可能面临互联网客户流失, 互联网行业收入进一步下滑的风险。

下游需求培育较慢的风险: 公司提供的技术及产品将随着 IT 信息技术的发展而带来下游需求提升, 如果行业客户数字化转型进程较为缓慢, 则下游客户培育与开发将可能不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com