

## 证券研究报告—深度报告

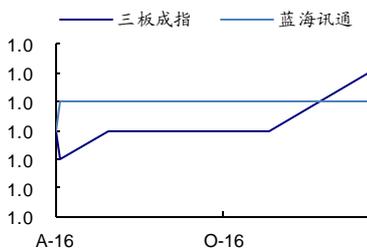
新三板

**蓝海讯通(838699)**
**增持**

(首次评级)

2017年05月17日

## 一年该股与三板成指走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	38/21
总市值/流通(百万元)	1330/736
上证综指/深圳成指	3,112/10,046
12个月最高/最低(元)	38.50/35.20

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

**联系人: 刘馨竹**

电话: 0755-81981873

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

**首次覆盖**

# ITOM 蓝海扬帆, OneAPM 启航

**● 中国 ITOM 行业的领军企业**

公司是一家基于真实用户体验的应用性能管理服务提供商,目前专注于提供新一代 APM 软件和服务。经过在核心探针技术上的多年积累,现已发展为中国最优秀的基础软件公司之一,产品线由已经日益完善的 APM 业务逐渐拓展至 ITOM (IT 运维管理) 的各个领域。

**● APM 业务为核心, ITOM 多线布局**

公司产品线已从 OneAPM 应用性能检测产品拓展至 ITOM 的其他细分领域,包括可用性和性能管理产品、网络性能管理产品、IT 服务管理产品以及其他 IT 服务管理工具。公司将以从个人开发者、到大型企业的广泛用户群为目标,提供个性化定制的私有化本地部署和基于云端的 SaaS 部署模式,成为全球首家无差别服务的 APM 企业。

**● 行业简析: ITOM 乘风而起, 初创企业领跑市场**

根据 Gartner 统计,2016 年全球 IT 行业的收入为 4350 亿美元,其中 ITOM 所占规模为 220 亿美元,近三年复合增速达到 8%,成长空间较大。根据赛迪顾问统计,国内 IT 运维管理软件市场规模在 2016 年将达到 54.4 亿元,年增速将保持在 15%-20%。ITOM 行业由于极度细分、技术难度较大,传统大型 IT 企业难以建立绝对优势,使得诸如 New Relic、Dynatrace 等初创企业脱颖而出,中小企业存在弯道超车的机会。

**● 风险提示**

第一,国内 APM 市场竞争加剧;

第二,ITOM 其他业务市场拓展不及预期。

**● 中国 ITOM 行业的领军企业, 给予“增持”评级**

随着互联网经济的迅猛发展,传统的 IT 运维管理方式无法解决 IT 基础规模膨胀和 IT 架构复杂化带来的问题,全新的 IT 管理方案需求将极大增加。公司作为国内新兴 ITOM 行业的先行者,已经掌握了行业核心技术,以应用性能管理产品为核心,产品线向 IT 运维全领域延伸。此外,公司有望通过标准二入选创新层,建议积极关注。预计公司 17-19 年收入复合增速将达到 70%,给予“增持”评级。

**独立性声明:**

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。

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司是一家基于真实用户体验的应用性能管理服务提供商。经过在核心探针技术上的多年积累，现已发展为中国最优秀的基础软件公司之一，产品线由已经日益完善的 APM 业务逐渐拓展至 ITOM 的各个领域。公司战略目标宏大，以从个人开发者到大型企业的广泛用户群为目标，提供个性化定制的私有化本地部署和基于云端的 SaaS 部署模式，致力成为全球首家无差别服务的 APM 企业。预计公司 17-19 年收入复合增速将达到 70%，给予“增持”评级。

### 核心假设与盈利预测

**监控类 ITOM 产品：** APM 业务仍是公司的核心轴，16 年贡献的营业收入占公司总营业收入的 50%。可用性和性能管理（A&P）、网络性能管理（NPM）业务也开始逐渐渗透。预计监控类产品仍将保持 50% 以上的增速，成为公司最主要增长来源之一；

**管理类 ITOM 产品：** 公司通过大量的研发投入和核心技术的深耕，目前已成功研发 IT 服务管理类产品 OneAlert，并以 OneAlert 为基石全面构建 ITOM+ITSM+ 开放生态平台，对公司收入的贡献奖逐步增加。

**费用：** 由于公司产品线布局较广，ITOM 产品技术开发难度较大，预计研发费用仍将保持较高增速，但是随着收入体量增加，管理费用率有望小幅下降；销售费用方面，由于市场尚属早期培育阶段，单客开发成本较高，预计 17 年仍将保持较高水平，18、19 年开始费用率将逐步优化。

### 与市场预期的差异之处

我国 ITOM 行业属于早期，产品开发投入较大，短时期内或将难以看到利润端有明显改善。我们认为对较早期的 IT 行业，不应过于关注利润端，P/S、EV/Sales 将成为更合理的评估指标。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，国内 APM 市场竞争加剧；
- 第二，ITOM 其他业务市场拓展不及预期。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>6</b>
相对法估值 .....	6
投资建议 .....	6
<b>中国 ITOM 行业的领军企业</b> .....	<b>7</b>
中国 ITOM 行业的领军企业 .....	7
深耕核心 APM 业务，横向拓至 ITOM 细分领域.....	9
<b>APM 业务为核心，ITOM 多线布局</b> .....	<b>10</b>
APM 业务:公司业务核心轴 .....	10
可用性和性能管理：另类的技术的挑战 .....	12
监控领域的拓展，NPM 行业先行者 .....	12
业务延展线：管理类 ITOM 产品相继诞生 .....	12
加强自主研发 .....	13
战略目标宏大，成为无差别服务的 APM 企业.....	14
<b>行业简析：ITOM 乘风而起，新创企业领跑市场</b> .....	<b>17</b>
ITOM 行业简析 .....	17
全球 ITOM 市场：市场广阔，千亿可期 .....	18
竞争格局：“巨头垄断”分化为“新创领跑”布局.....	19
国内 ITOM 市场：16 年整体规模突破 50 亿元 .....	19
APM 行业：本土企业优势明显，深入研发投入 .....	20
可用性&性能管理：技术的挑战.....	21
管理类 ITOM：跨越技术门槛，走定制化服务之路 .....	23
人口红利逐步消失，ITOM 部署势在必行 .....	24
Dynatrace：APM 魔力象限领导者 .....	24
New Relic：最早的 SaaS 模式 APM 供应商 .....	25
AppDynamics：大中型企业客户为主，估值达 37 亿美元.....	26
国内竞争格局：早期市场，尚处培育期 .....	27
风险提示 .....	29
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>30</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>30</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司业务发展时间线展示 .....	7
图 2: 蓝海讯通主要客户展示 .....	7
图 3: 公司历年融资历程展示 .....	8
图 4: OneAPM 产品线在 ITOM 领域的分布 .....	9
图 5: OneAPM 产品可满足各行业不同企业的需求 .....	9
图 6: Ai 产品组成和部署示意图 .....	10
图 7: Ai 面向真实用户体验的应用性能管理功能示意图 .....	10
图 8: Ai 代码级应用性能诊断和故障定位功能示意图 .....	10
图 9: Mi 产品组成和部署示意图 .....	11
图 10: Mi 真实的用户体验总览功能示意图 .....	11
图 11: Mi 移动应用崩溃分类小结功能示意图 .....	11
图 12: Bi 真实的用户端页面加载时间统计功能示意图 .....	11
图 13: Bi 以区域和运营商为视角功能示意图 .....	11
图 14: Ni 产品工作原理和部署架构示意图 .....	12
图 15: OneAlert 发展方向示意图 .....	13
图 16: 公司设有独立研发中心 .....	14
图 17: 公司研发人员占比超过 40% .....	14
图 18: 公司历年研发费用及其占营业收入比例 (万元, %) .....	14
图 19: 公司致力于打造亚太最大的数据平台 .....	15
图 20: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %) .....	16
图 21: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %) .....	16
图 22: 2015 年各产品占营业收入比例 (%) .....	16
图 23: 2016 年各产品占营业收入比例 (%) .....	16
图 24: 公司历年销售费用及同比增速 (万元, %) .....	16
图 25: 公司历年管理费用及同比增速 (万元, %) .....	16
图 26: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%) .....	17
图 27: 公司历年三项费用率变化 (%) .....	17
图 28: 2015 年全球 ITOM 产品市场格局 (%) .....	18
图 29: 2015 年国内 ITOM 产品市场格局 (%) .....	18
图 30: ITOM 各模块产品市场规模及增速 (百万美元, %) .....	18
图 31: 全球 ITOM 市场规模及市场增速 (百万美金, %) .....	18
图 32: 国内 ITOM 市场规模及市场增速 (亿元, %) .....	18
图 33: 2013 年全球 ITOM 市场核心公司规模及增速 (百万美元, %) .....	19
图 34: 2014 年全球 ITOM 市场核心公司规模及增速 (百万美元, %) .....	19
图 35: 2014 年全球 ITOM 市场份额 (%) .....	19
图 36: 2015 年全球 ITOM 市场份额 (%) .....	19
图 37: 2014 年全球 APM 市场核心公司规模及市场增速 (百万美元, %) .....	20
图 38: 2015 年全球 APM 市场核心公司规模及市场增速 (百万美元, %) .....	20
图 39: 2013 年全球 APM 市场份额 (%) .....	21
图 40: 2015 年全球 APM 市场份额 (%) .....	21

图 41: Splunk 日志分析示意图.....	22
图 42: Solarwinds 网络性能管理产品示意图.....	23
图 43: Salesforce 服务产品.....	23
图 44: IT 运维管理的新挑战.....	24
图 45: Dynatrace 的数字化性能监测平台示意图.....	25
图 46: New Relic 近年股价走势 (美元).....	26
图 47: New Relic 历年营业收入及同比增速 (万美元, %).....	26
图 48: New Relic 的 APM 产品平台示意图.....	26
图 49: Appdynamics 产品线示意图.....	27
图 50: AppDynamics 历年营业收入及同比增速 (万美元, %).....	27
图 51: 基调网络产品平台示意图.....	28
图 52: 监控宝产品线示意图.....	28
图 53: 博瑞产品睿动的解决方案.....	28
表 1: 蓝海讯通其他 ITOM 管理类产品及简介.....	13
表 2: 蓝海讯通针对不同应用语言开发的探针展示.....	13
表 3: ITOM 产品类别.....	17
表 4: 近年来国家发布的软件和信息技术服务业相关政策.....	20
表 5: Splunk 产品功能简介.....	22

## 估值与投资建议

公司是一家基于真实用户体验的应用性能管理服务提供商。经过在核心探针技术上的多年积累，现已发展为中国最优秀的基础软件公司之一，产品线由已经日益完善的 APM 业务逐渐拓展至 ITOM 的各个领域。公司战略目标宏大，以从个人开发者到大型企业的广泛用户群为目标，提供个性化定制的私有化本地部署和基于云端的 SaaS 部署模式，致力成为全球首家无差别服务的 APM 企业。预计公司 17-19 年收入复合增速将达到 70%，给予“增持”评级。

### 相对法估值

公司对标企业包括主要包括 New Relic、Dynatrace 以及 AppDynamics 三家海外 APM 企业。

**AppDynamics:** 2013-15 年 AppDynamics 营业收入分别 2280 万、7900 万、1.51 亿美元，2014、15 年同比增速分别为 246%、91.1%。2015 年 12 月，AppDynamics 融资 1.5 亿美元，估值达到 19 亿美元，对应 14 年 P/S 为 24.05x；2017 年 1 月，AppDynamics 被思科收购，估值 37 亿美元，对应 15 年 P/S 为 24.50x。

**Dynatrace:** 公司 2013-15 年收入分别为 2.17 亿、3.27 亿、3.76 亿美元，同比增速分别为 50.7%、20.6%和 15.2%。在新生 APM 厂商中规模稳居前列。2011 年，公司被 Compuware 以 2.45 亿美元收购；2014 年 Compuware 被 Thomas Bravo 以 25 亿美元收购，对应 13 年 P/S 为 11.52x。

**New Relic:** 14-16 的年收入分别为 6,317 万、1.10 亿和 1.81 亿美元，同比增速分别为 113%、75%、64%。公司于 2014 年 12 月 12 日在纳斯达克上市，上市当日估值突破 15 亿美元，对应 14 年 P/S 为 23.75x；目前估值约 23.5 亿美元，对应 16 年 P/S 为 13x。

我们观察到，三大 APM 新兴企业在高成长阶段（yoy>100%）时，P/S 估值中枢约为 24x，稳定发展阶段，估值中枢则下滑至 13x。

公司当前股价 35.2 元，对应总市值 13.3 亿元，16 年公司营业收入 7152.82 万元，对应 P/S 约为 18x。对比海外标的高增长的发展阶段，公司当前市销率出现一定程度折价。此外，国内 ITOM 市场仍处于相对早期，未来应享有超越海外国家的增长潜力。

### 投资建议

随着互联网经济的迅猛发展、传统的 IT 运维管理方式无法解决 IT 基础规模膨胀和 IT 架构复杂化带来的问题，全新的 IT 管理方案需求将极大增加。公司作为国内新兴 ITOM 行业的先行者，已经掌握了行业核心技术，以应用性能管理产品为核心，产品线向 IT 运维全领域延伸。此外，16 年年报发布后，公司有望通过标准二入选创新层，建议积极关注。

## 中国 ITOM 行业的领军企业

### 中国 ITOM 行业的领军企业

北京蓝海讯通科技股份有限公司是一家基于真实用户体验的应用性能管理服务提供商，目前专注于提供新一代 APM 软件和服务。通过提供端到端应用性能管理、移动端和浏览器真实用户体验分析、业务交易实时分析等服务，帮助企业用户降低 IT 运维成本，提高业务生产力。

公司成立于 2008 年，总部位于北京，经过在核心探针技术上的多年积累，产品线由已经日益完善的 APM 业务逐渐拓展至 ITOM (IT 运维管理) 的各个领域，还在 Forrester 发布的中国云市场报告中获评“最具变革力供应商”。公司已与 400 多家企业用户建立了稳定的合作关系，行业涵盖运营商、金融、交通、政府、能源、电力等。

公司创始人何晓阳有 11 年基础软件的 Performance Tuning 的从业经验，曾任职著名的 Java 中间件公司 BEA System，对国内基础软件市场的发展有深入研究，在 APM 领域有极高知名度。CEO 陈旭，曾就职于上市公司东方通，历任副总裁，于 14 年加入公司。

公司于 2016 年 8 月 15 日正式挂牌新三板，并在最新的挂牌公司分层统计中，成为拟新进创新层企业之一。

图 1: 公司业务发展时间线展示



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 2: 蓝海讯通主要客户展示



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

### 获知名投资机构背书，实力股东成坚强后盾

公司从 14 年开始业务转型为大型企业客户提供 SaaS 模式的 APM 服务，同年

2月公司完成A轮融资，经纬创投投资1,500万元，投后估值为5,700万元。14年7月，公司完成B轮融资，成为资本、经纬创投和东升科技园合计投资3000万元，投后公司估值为1.67亿；15年3月，公司完成C轮融资，其中启明创投、经纬创投和成为资本合计投资1.4亿元，投后公司估值为6.3亿元。2016年8月，公司正式登陆新三板，完成1.3亿元的定向增发，发行对象为启明创投、上海创稷和中信建投旗下的中安润信、无锡润信和北京润信，投后估值达9.8亿；同年11月，公司完成第二次定增，募集1986万元，全部由上海成为以26.43元/股认购，融资后总市值达到13.32亿元。

图 3: 公司历年融资历程展示



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

表 1: 2016 年公司前十大股东及持股比例

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海成为常青股权投资合伙企业(有限合伙)	5,768,939	15.2500
2	何晓阳	5,004,807	13.2300
3	陈旭	4,947,772	13.0800
4	经纬创达(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	4,862,122	12.8500
5	上海创稷投资中心(有限合伙)	3,961,373	10.4700
6	苏州启明创投创业投资合伙企业(有限合伙)	3,042,474	8.0400
7	北京蓝海新亿投资管理中心(有限合伙)	2,378,520	6.2900
8	天津蓝海信诺企业管理咨询中心(有限合伙)	1,000,000	2.6400
9	叶琳	861,811	2.2800
10	天津蓝海汇智企业管理咨询中心(有限合伙)	857,300	2.2700
	合计	32,685,118	86.4000

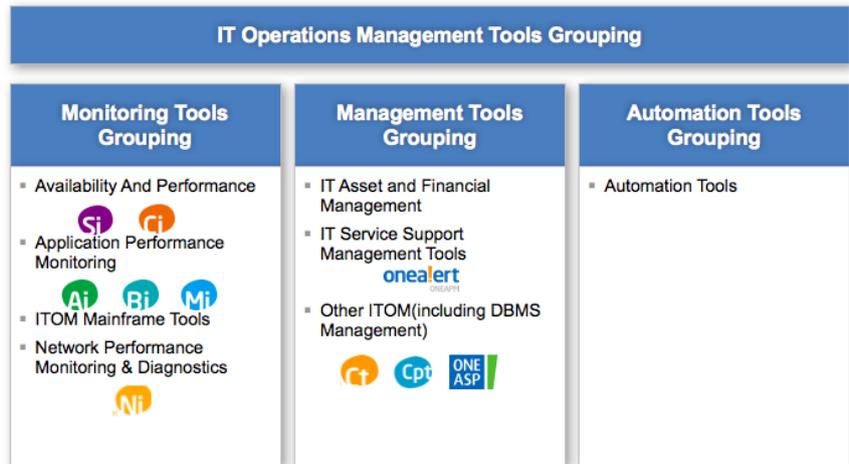
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 产品线覆盖 ITOM 多个领域

目前，公司产品线已从 OneAPM 系列应用性能检测产品拓展至 ITOM 的其他细分领域，主要软件产品涵盖了 ITOM 领域中 8 个模块的其中 5 个，分别是：

- 应用性能管理产品 (APM): Ai、Mi、Bi 等;
- 可用性和性能管理产品 (A&P): Si、Ci 等;
- 网络性能管理产品 (NPM): Ni;
- IT 服务管理产品 (ITSSM): OneAlert;
- 其他 IT 服务管理工具 (Other ITOM): Ct、OneASP、CPT。

图 4: OneAPM 产品线在 ITOM 领域的分布



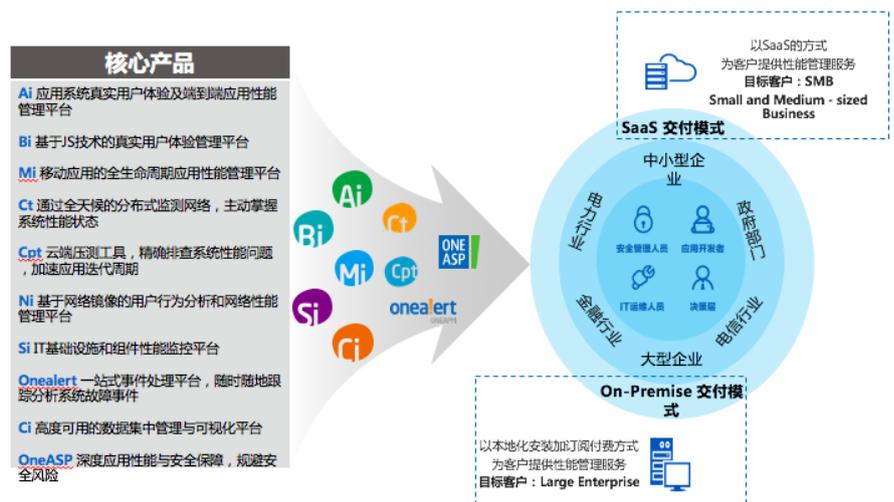
资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

### 深耕核心 APM 业务，横向拓至 ITOM 细分领域

公司主营 APM 应用性能管理产品并有意拓展覆盖至整个 ITOM 市场，现已为 IT 运维管理市场提供三大方面的服务，涵盖整个应用程序环境的端到端的性能转化、用户体验管理、业务交易性能管理服务。

公司自主研发了完整的应用性能管理解决方案，开发了 Ai、Bi、Mi、Si、Ci、Ct、OneAlert 等标准化产品，提供本地化部署（on-premise）和 SaaS 模式部署两种交付方式，支持所有主流编程语言和框架，能够帮助企业用户和开发者实现缓慢的程序代码和 SQL 语句的实时抓取，完成从前端到网络、直至应用代码的端到端应用性能管理。

图 5: OneAPM 产品可满足各行业不同企业的需求



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

传统与新兴业务模式结合碰撞新火花。公司提供的应用性能管理服务可以进行本地化部署和 SaaS 模式部署，其中本地化部署主要针对大型政企单位等企业级客户，新兴 SaaS 模式部署主要针对中小企业客户。目前两种部署模式都以 Ai 产品为主，2016 年本地部署模式的签约用户、合同金额较 2015 年都有稳定的提升；新型运维的 SaaS 模式也发展迅速。

## APM 业务为核心，ITOM 多线布局

### APM 业务-公司业务核心轴

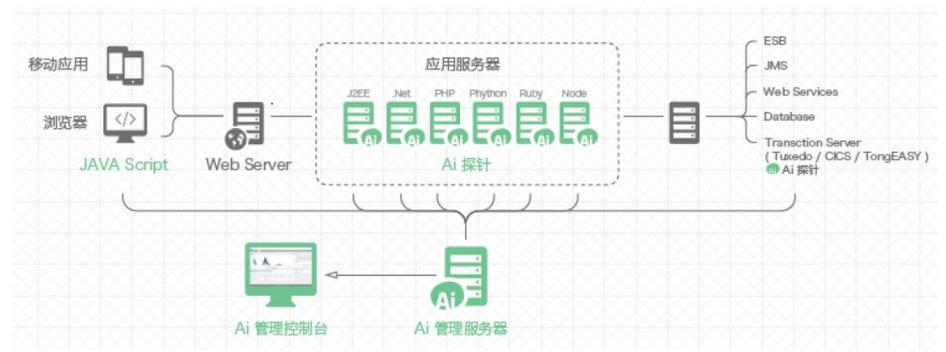
作为公司主营业务的中轴线，APM 产品包括代码级应用服务端性能监控产品 Ai (Application Insight)、移动应用性能监控产品 Mi (Mobile Insight) 和基于真实用户体验的前端浏览器性能监控产品 Bi (Browser Insight)。

#### ➤ AI 系列

**Ai 产品简介：**实现前端浏览器、网络传输、应用性能、中间件性能、数据库性能的自动关联及分析，能够协助用户提早发现、尽快解决应用系统的性能和可用性问题的。

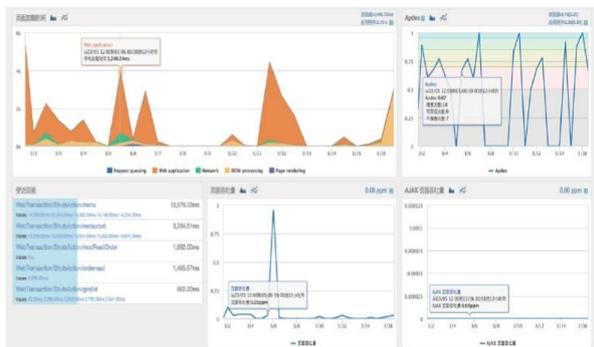
**Ai 产品架构：**Ai 可实现基于 JAVA、.Net、PHP、Python、Node.js、Ruby 等语言开发的用户的用户体验和性能管理，由安装在被监控应用服务器上的 Ai 探针搜集业务系统的性能数据并上传、处理、储存，最后管理控制台通过性能数据分析、故障诊断、代码级问题定位、告警提示、历时性能对比分析等任务，实现对应用程序的性能管理。

图 6: Ai 产品组成和部署示意图



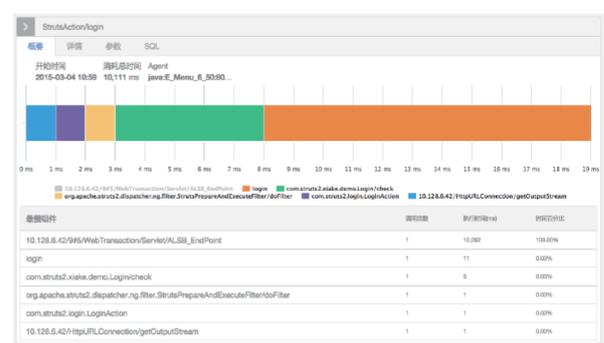
资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 7: Ai 面向真实用户体验的应用性能管理功能示意图



资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 8: Ai 代码级应用性能诊断和故障定位功能示意图



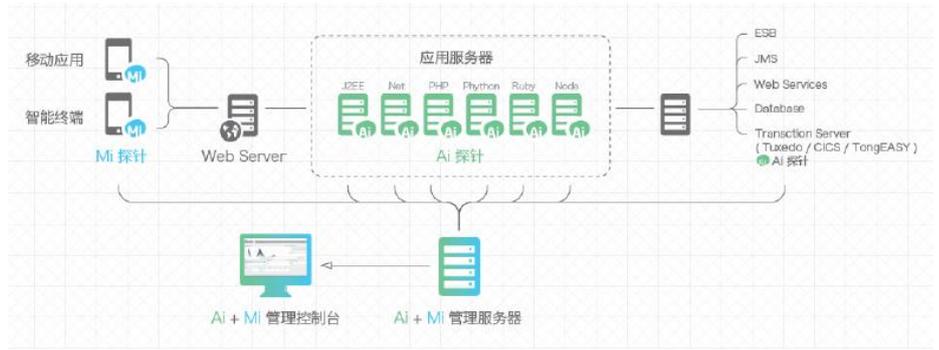
资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

#### ➤ MI 系列

**Mi 产品简介：**面向移动应用的性能管理平台，能帮助移动应用开发人员及时定位、准确定位、快速解决移动应用的性能瓶颈，实时诊断应用崩溃、界面卡顿、请求超时等问题并分析造成用户流失的关键原因。

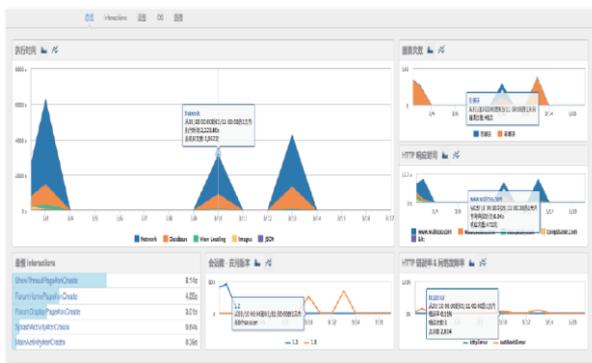
**Mi 产品架构：**Mi 探针通过加载 SDK 的方式监控移动应用并收集、管理数据，以单个用户为单位进行数据的匹配关联，最后管理控制台与 Ai 结合实现对移动应用性能监控、故障诊断、代码级问题定位、告警及历史性能对比分析。

图 9: Mi 产品组成和部署示意图



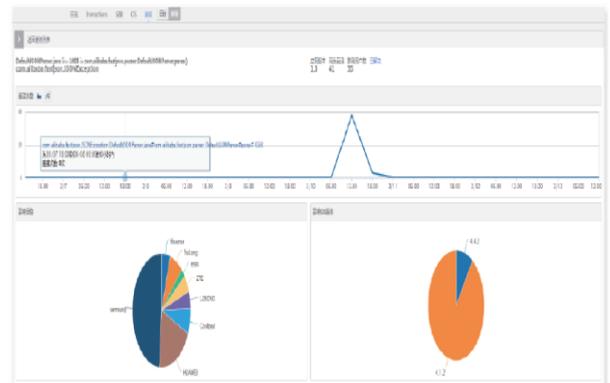
资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 10: Mi 真实的用户体验总览功能示意图



资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 11: Mi 移动应用崩溃分类小结功能示意图

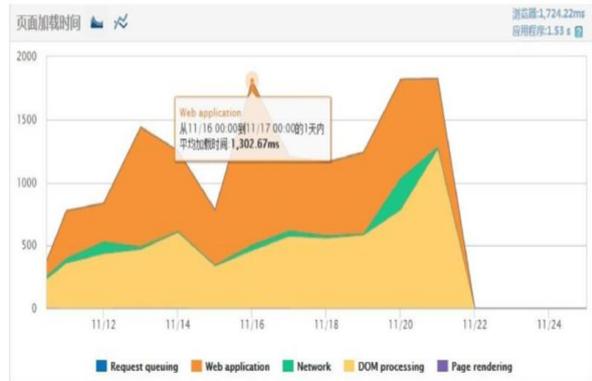


资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

➤ Bi 系列

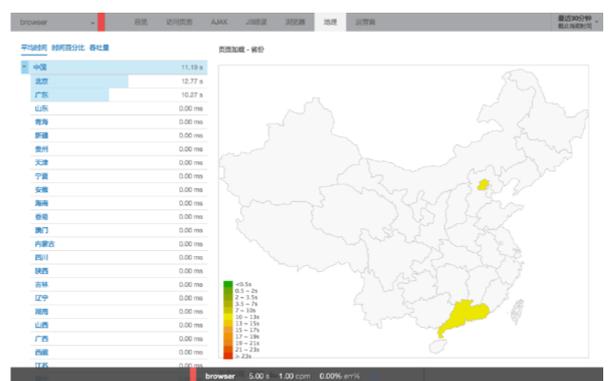
**Bi 产品简介：**专门针对浏览器端的应用性能监测工具。根据真实的用户端体验数据有针对性的优化网页加载速度、深入用户交互、收集错误信息、提升浏览器版本兼容性。

图 12: Bi 真实的用户端页面加载时间统计功能示意图



资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 13: Bi 以区域和运营商为视角功能示意图



资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

### 可用性和性能管理：另类的技术的挑战

可用性和性能管理（A&P）的技术挑战和 APM 产品完全不同，需要运用一个统一的模型对所有操作系统、数据库、应用服务器、消息中间件、交易中间件乃至邮件服务器、虚拟化和云等进行参数、状态、属性和数值的描述。

公司目前已经成功研发出该领域的两种产品：**Ci（Cloud Insight）**和**Si（Infrastructure Insight）**。

**Si 产品：**能对企业 IDC 和云计算中心内的基础组件进行实时的可视化管理，为用户提供基础组件的集中监控、展现、预警、分析、管控的整体解决方案。

**Ci 产品：**Cloudinsight 是一款可搭建数据可视化平台的监控工具，目前已有超过 300 家企业使用，是获得 Gartner 认可的亚太区行业领导参与者。Ci 包含监控、可视化和告警三个功能，可以对任何指标进行告警、集中展示实时性能数据和一键可视化传统开源工具。

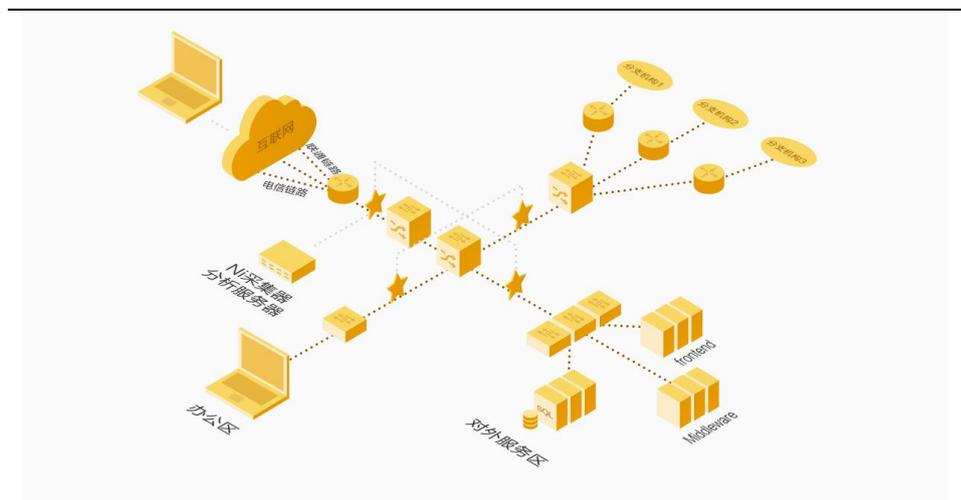
### 监控领域的拓展，NPM 行业先行者

在网络性能管理（NPM）领域，国内市场相对冷清。公司作为该领域的先行者，推出了 Ni 解决方案，使用网络包镜像以及 2 至 7 层协议分析技术提供关键应用的全天候全方位视图。

Ni 的架构分为采集器、分析服务器和管理控制台三部分。关键服务器的流量数据接入采集设备后，由采集设备对其解析并将统计结果发送给分析服务器，分析服务器计算、储存各维度的统计数据 and 业务基线并以 Web 页面的形式提供历史趋势图、报表、仪表盘等展示。

Ni 解决方案是基于网络协议分析技术，可提供流量利用率指标、网络性能指标、异常流量指标、连接指标、时延指标，从服务器、客户站点、子网、链路、本地网五个角度观察网络的流量和性能。

图 14: Ni 产品工作原理和部署架构示意图



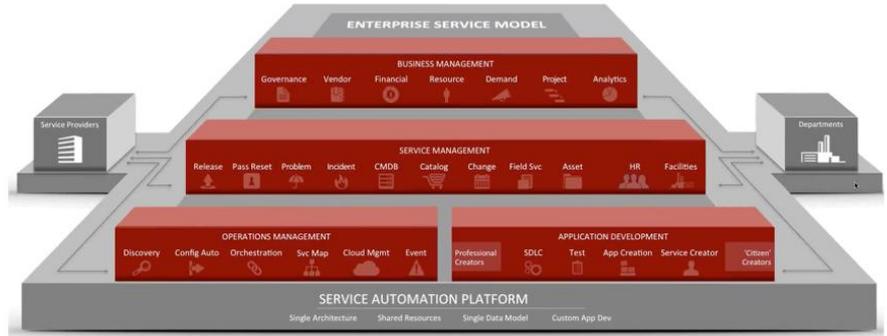
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 业务延展线：管理类 ITOM 产品相继诞生

在管理类 ITOM 领域，技术门槛较高，国内技术相对落后，市场尚未成型。公司通过大量的研发投入和核心技术的深耕，目前已成功研发 IT 服务管理类产品 OneAlert，并以 OneAlert 为基石全面构建 ITOM+ITSM+开放生态平台。OneAlert 是一个一站式告警管理平台，接入各个监控平台的告警与事件后，通

过智能算法关联压缩告警数据，帮助识别告警根源，并将高精分派给最合适的人员来定位和解决问题。

图 15: OneAlert 发展方向示意图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

除此之外，公司还拥有 Cpt（Cloud Performance Test）、Ct（Cloud Test）和 OneASP（Adaptive Security Platform）等其他 ITOM 管理产品。

表 2: 蓝海讯通其他 ITOM 管理类产品及简介

产品项目	产品简介
Cpt	1.易用的脚本录制编辑功能全程可视化；2.高密度百万级别真实案例急速发起；3.精准的性能分析数据秒级呈现；4.解决内网压测后的数据背离问题。
Ct	实时掌握系统运行状态，监测应用性能，发现并解决问题。
OneASP	为企业提供一个全面且具有高集成性的自适应安全平台，具有预测、预防、监测和响应的能力。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 加强自主研发

我国 ITOM 行业相对海外知名企业，技术差距仍然明显。然而，行业具备更新速度快、周期短的特性，拥有高度自主研发能力的企业就能突破重围。IT 运维涉及应用企业的核心数据，所以客户流失率低，续签率稳定。在经过多年的经验积累和高速发展，公司已在行业中树立了技术优势、人才优势、产品体系优势和客户与市场优势。

**技术优势是核心竞争力。**公司是国内应用性能管理领域的领军企业，核心技术均为自主研发获得，为公司所有，无知识产权纠纷问题。2016 年，公司先后获得软件著作权证书 6 个；新增已受理的商标申请 5 件，获得商标注册证书 4 个；新增已受理的发明专利申请 19 件。公司的核心技术主要包括探针技术、关联分析技术和字节码插装技术等。

表 3: 公司针对不同应用语言开发的探针展示

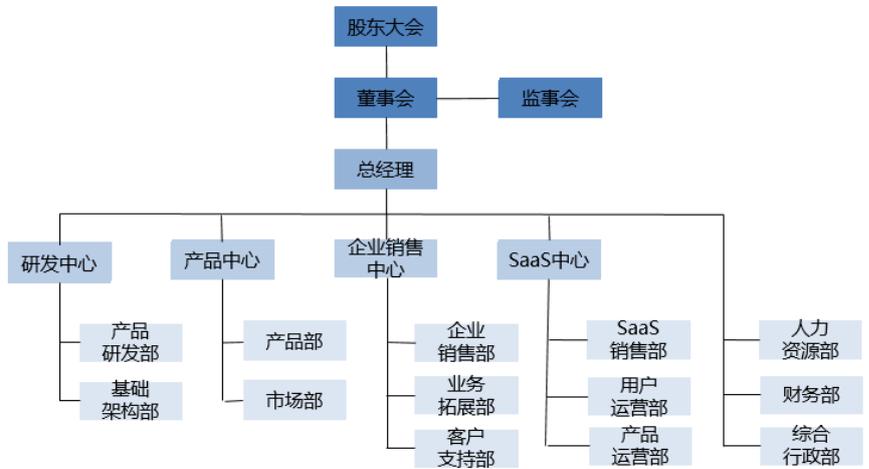
应用类型	语言平台	研发进程	产品成熟度	技术水平
Web	Java	已完成	已上线	国内领先
	.NET	已完成	已上线	国内领先
	PHP	已完成	已上线	国内领先
	Python	已完成	已上线	国内领先
	Ruby	已完成	已上线	国内领先
	NodeJS	已完成	已上线	国内领先
Mobile	iOS	已完成	已上线	国内领先
	Android	已完成	已上线	国内领先
	HTML5	已完成	已上线	国内领先

资料来源：公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

研发方面，公司拥有中坚的 JAVA 探针团队和新兴的大数据处理团队；此外，公司独立设有研发中心，建立了一套完善严谨的研发管理体系及研发投入核算

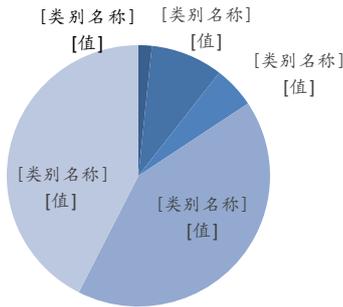
体系。

图 16: 公司设有独立研发中心



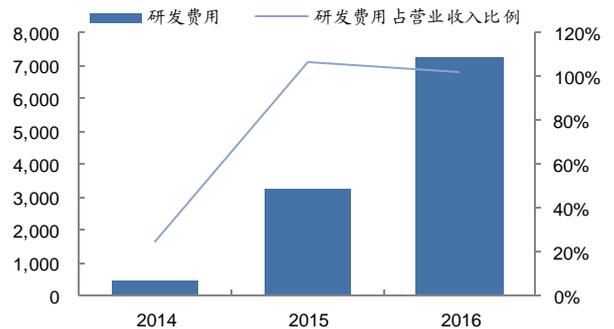
资料来源: 公司公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司研发人员占比超过 40%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司历年研发费用及其占营业收入比例 (万元, %)



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

**聚焦 ITOM 大方向, 产品体系完整:** 公司形成了以应用性能监测产品为核心, 覆盖从用户端到服务器端完整的性能管理综合解决方案, 一站式解决用户的核心管理需求; 此外, 公司对现有产品不定期进行功能更新、版本迭代, 以匹配客户需求。

**树良好口碑, 持续抢占市场份额:** 经过多年的积累和发展, 公司在行业树立了良好的品牌形象和口碑, 技术和服务得到各行业客户的认可。公司现已为 400 多家企业用户提供持续服务, 形成稳定的合作关系。

### 战略目标宏大, 成为无差别服务的 APM 企业

公司创始人何晓阳在 CSDN 的采访中曾提及, 公司期望的对标企业不仅是 NewRelic, 而是成为服务于开发者与中小企业的 NewRelic、服务于全球 2000 强大型企业的 Compuware 和服务于互联网领域大型企业的 Appdynamics 三者结合体。

北美市场竞争激烈, 各公司的市场占有率细分到 APM 不同领域和不同规模的客户群, 获取客户困难且成本高昂, 相对而言, 中国市场大, 行业进入企业零散,

公司可以利用此优势以从个人开发者到大型企业的广泛用户群为目标，提供个性化定制的私有化本地部署和基于云端的 SaaS 部署模式，成为全球首家无差别服务的 APM 企业。

- **跨越式发展，打造覆盖全领域的生态系统：**作为一家 SaaS 公司，除了提供 APM 相关产品，公司业务计划拓展至周边领域的服务，如网络性能管理、日志管理等，打造覆盖 IaaS、PaaS 和 SaaS 三领域的自控生态系统。
- **强化产品线，细化客户需求：**面对线下行业级大客户，公司将逐步形成行业 IT 优化咨询服务解决方案，帮助企业减少运维成本；面对线上 SaaS 客户，现有的 SaaS 运维产品会逐渐演进为 PaaS 平台化产品，客户将享有全栈式产品服务平台的“自助运维”之便。
- **专注核心行业客户，构建广泛行业布局：**公司在维持运营商、金融、交通、能源、电力、政府等核心客户的同时，积极拓展军工、教育、医疗等新行业客户；销售网络方面，公司设立了华东、华南、西南、西北、东北五大区域销售，建立覆盖全国的营销服务体系，坚定“产品+服务+解决方案”的战略，拓展生态合作伙伴。

图 19: 公司致力于打造亚太最大的数据平台



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

### 营业收入大幅增长，软件销售占比扩大

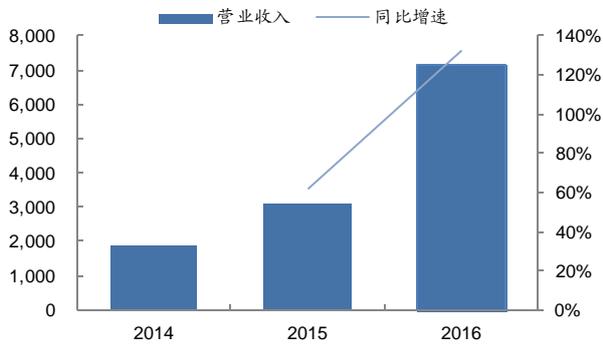
公司 2014 年以来营业收入持续高速增长，至 2016 年末营业收入达 7,152.82 万元，同比增长 132.20%。收入的大幅增长归因于公司产品线的日益成熟完善，和推广力度的增加。

分产品来看，软件销售收入较 2015 年的 1,325.27 万元增长了 3,605.05 万元，占总营业收入的 68%，体现了公司经过多年研发和完善的应用性能管理产品开始呈现大规模销售趋势；技术服务收入达到 2,183.18 万元，同比增速 62%，体现了公司产品得到客户认可后以服务方式产生的收入不断增加。

2016 年，公司管理费用为 9,604.83 万元，同比增长了 112.33%，主要是因为公司研究与开发费用的大幅增加，公司在 2016 年中除了继续完善核心的 APM 产品外，开发了另外七款 IT 运维管理产品。16 年销售费用为 6,509.27 万元，同比增长 82.26%，主要原因是大型企业的获客成本较高，以及陆续关停免费模式的 SaaS 产品。

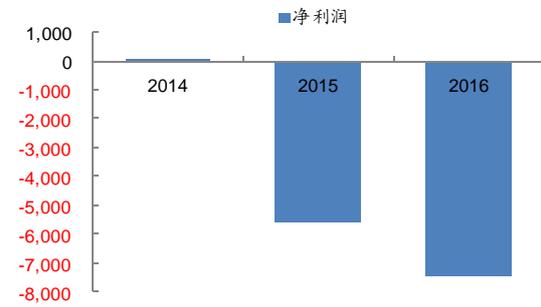
16 年，公司净亏损出现扩大，净亏损额达到 7427.09 万元，主要是因为期间销售费用和管理费用大幅增长所致。随着公司大型研发投入逐步完成以及市场推广进入稳定期，公司有望逐步实现扭亏为盈。

图 20: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %)



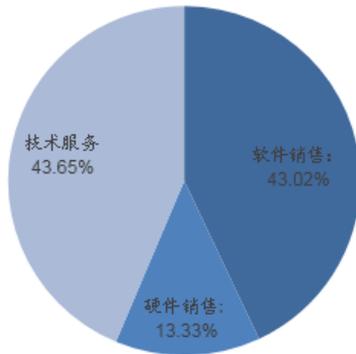
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %)



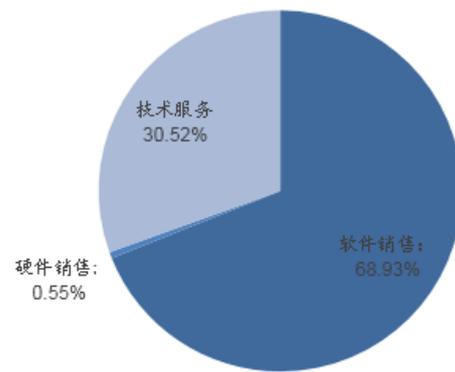
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 2015 年各产品占营业收入比例 (%)



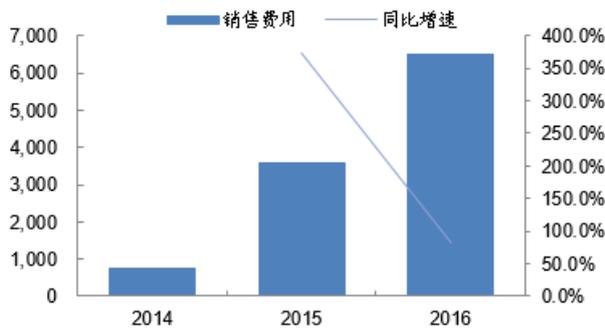
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 2016 年各产品占营业收入比例 (%)



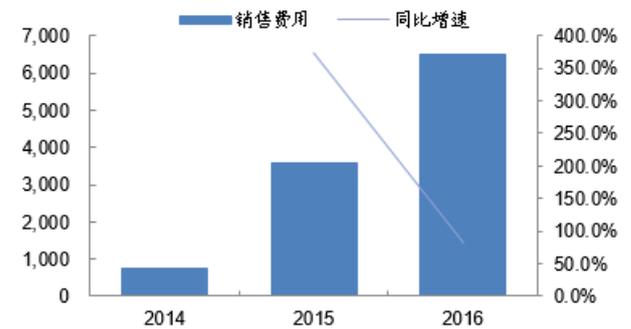
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司历年销售费用及同比增速 (万元, %)



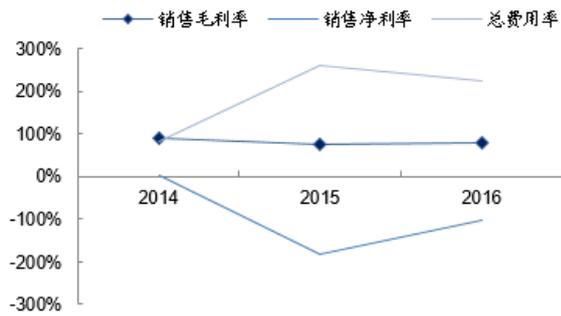
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 公司历年管理费用及同比增速 (万元, %)



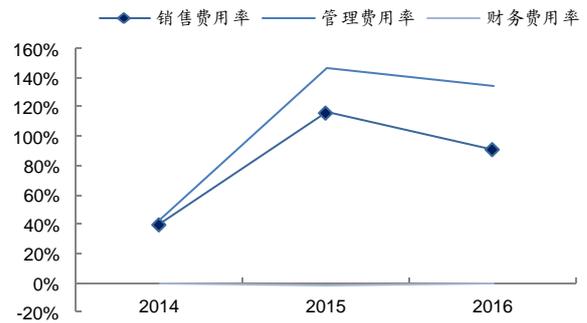
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 公司历年三项费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 行业简析: ITOM 乘风而起, 新创企业领跑市场

### ITOM 行业简析

IT 运营管理 (ITOM) 是指对 IT 基础设施以及软件应用等对象的运营进行实时监控管理并提供反馈的服务, 为监测对象保持最佳运行状态提供保障。2016 年, Gartner 将 ITOM 领域的工具分为三大类别、八个模块, 分别是:

- **监测类:** 包括应用性能管理、可用性&性能管理、大型机性能管理、网络性能监测&诊断;
- **管理类:** 包括 IT 资产管理、IT 服务管理以及其他 IT 运营管理;
- **自动化类:** 自动化工具。

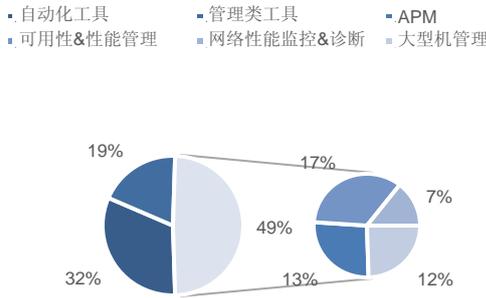
在现有的 ITOM 三类产品中, 监控类产品占据了主导地位, 市场份额约为 ITOM 的一半, 而监控类产品中又以 APM 和可用性&性能管理产品为重。

表 4: ITOM 产品主要类别

ITOM 类别	产品种类	产品介绍
监测类工具	应用性能管理 (Application Performance Monitoring)	通过监测和诊断复杂应用程序的性能问题, 来保证软件应用程序的良好运行;
	可用性&性能管理 (Availability & Performance)	动态把以业务为重点的 IT 服务与基础 IT 基础设施之间建立起联系的软件;
	网络性能监测&诊断 (Network Performance Monitoring & Diagnostics)	运用现代计算机及网络技术、通信网技术、管理技术、应用软件开发技术等, 对移动通信网, 以及维护管理工作流程进行综合和自动化的管理;
管理类工具	大型机性能管理 (ITOM Mainframe Tools)	是应用和系统管理的一部分, 着重于设备性能管理, 包括大型机的容量规划、应用灵活性、升级及加密技术等运维过程;
	IT 资产管理 (IT Asset and Financial Management)	将从企业中日益增多的个人计算机 (软件/硬件)、各种信息产品、工具和备品、租借品等 IT 资产的信息通过数据库进行一体化管理;
	IT 服务管理 (IT Service support Management Tools)	是一套帮助企业对 IT 系统的规划、研发、实施和运营进行有效管理的方法
自动化工具	其他 ITOM 运营管理 (Other ITOM)	其他 ITOM 管理硬件设备的工具;
自动化工具	自动化工具 (Automation Tools)	在最少的人工干预下, 结合运用脚本与第三方工具, 保证业务系统 7*24 小时高效稳定运行。

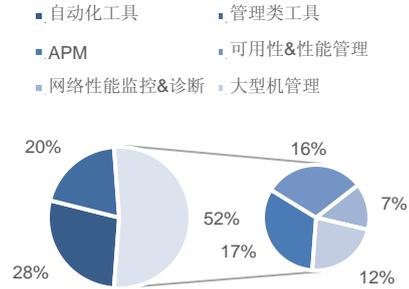
资料来源: Gartner、国信证券经济研究所整理

图 28: 2015 年全球 ITOM 产品市场格局 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 2015 年国内 ITOM 产品市场格局 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 30: ITOM 各模块产品市场规模及增速 (百万美元, %)

	2013 市场规模	2014 市场规模	2013 份额 (%)	2014 份额 (%)	2013 增长率	2014 增长率
APM	2,264.10	2,622.90	11.8	12.8	13.0	15.8
Automation Tools	5,771.90	6,368.20	30.0	31.0	7.3	10.3
Availability and Performance Management	3,690.30	3,733.80	19.2	18.2	2.8	1.2
IT Asset and Financial Management	597.8	649.1	3.1	3.2	11.4	8.6
ITSSM	1,615.50	1,848.10	8.4	9.0	7.9	14.4
ITOM Mainframe Tools	2,764.40	2,709.70	14.4	13.2	-2.1	-2.0
NPMD	1,000.00	1,099.90	5.2	5.4	3.6	10.0
Other ITOM	1,506.40	1,524.20	7.9	7.4	-1.7	1.0
Total	19,213.30	20,555.80	100	100	4.8	7.0

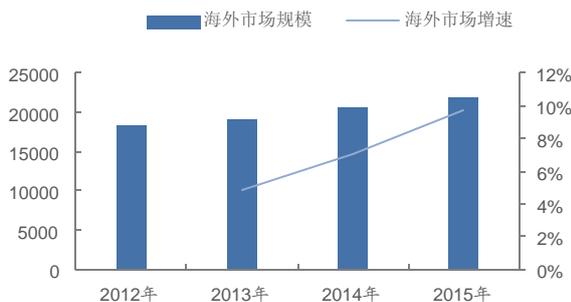
资料来源: Gartner、国信证券经济研究所整理

### 全球 ITOM 市场: 市场广阔, 千亿可期

据 Gartner, 2016 年全球 IT 行业的收入为 4350 亿美元, 其中 ITOM 所占规模为 220 亿美元, 份额约 5%。近年来, 全球 ITOM 市场仍保持较高增速, 13-15 年年均复合增速达到 8%。

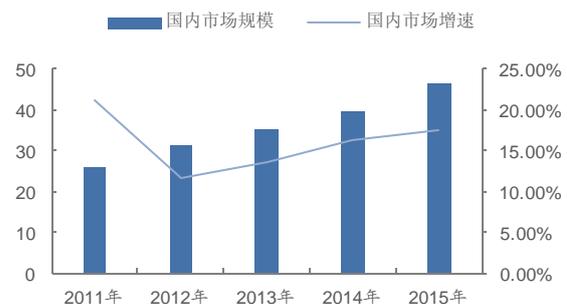
数字化时代背景下, 高速增长的企业用户数和交易量使得 ITOM 市场焕发生机。这一改变使各行业对 IT 的需求由早期着重于小型机、中间件和数据库转变为对 SOA、服务化、云平台 and 大数据的需求。此外, 驻场人员成本的增加、数据量激增也给传统企业运维带来困难, 加上现代语言 Ruby、Python 在行业中的深入应用。IT 运维管理在未来有着广阔的市场成长空间以及可观的经济体量。

图 31: 全球 ITOM 市场规模及市场增速 (百万美金, %)



资料来源: Gartner、国信证券经济研究所整理

图 32: 国内 ITOM 市场规模及市场增速 (亿元, %)



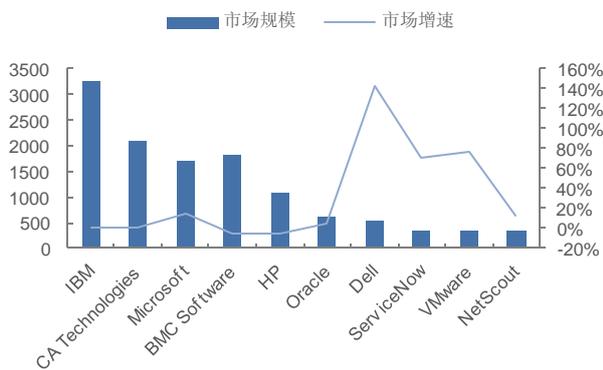
资料来源: 赛德顾问、国信证券经济研究所整理

### 竞争格局：“巨头垄断”分化为“新创领跑”布局

海外市场方面，ITOM 的市场格局从四大核心 IT 公司（IBM、HP、CA、BMC）占据主导地位发展为当前四大核心公司的市场占有率逐年下降、创新型公司的市场份额逐年提升的多级模式。

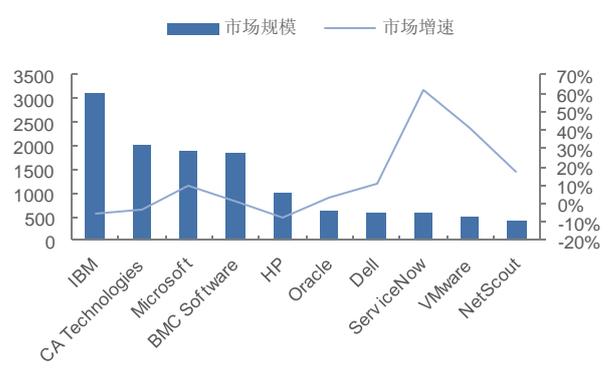
据 Gartner 统计，市场占有率方面，2014 年至 2015 年，四大核心公司占市场总份额由 39% 下降至 36%；市场增速方面，四大核心 IT 公司盈利水平下降 17%，而其他企业尤其是新创企业则实现了盈利水平 153.6% 的增长幅度，这表明 ITOM 市场成熟度越高，专注于 ITOM 市场的新创企业的市场优势就越为明显。

图 33：2013 年全球 ITOM 市场核心公司规模及增速（百万美元，%）



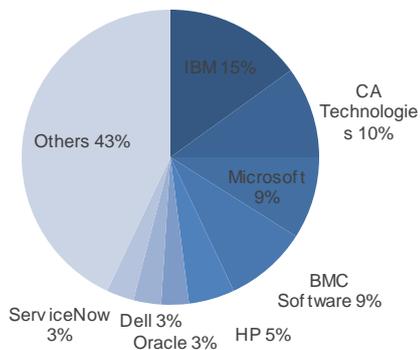
资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

图 34：2014 年全球 ITOM 市场核心公司规模及增速（百万美元，%）



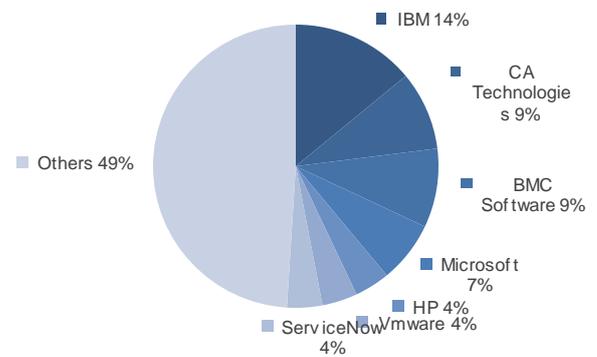
资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

图 35：2014 年全球 ITOM 市场份额 (%)



资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

图 36：2015 年全球 ITOM 市场份额 (%)



资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

### 国内 ITOM 市场：16 年整体规模突破 50 亿元

当前全国软件行业市场呈分布式布局，随着近年来国务院和有关部门一系列促软件行业发展的政策出台，国内 IT 市场增速将持续加快。受国内 IT 基础设施规模膨胀和 IT 架构复杂化等影响，创新式端到端、全自动化的 IT 运维方案将逐步取代传统 IT 运维，成长性良好。

根据赛迪顾问统计，国内 IT 运维管理软件市场规模在 2016 年将达到 54.4 亿元，年增速将保持在 15%-20%。易观国际研究数据表示，IT 基础设施的收入在 2016 年将突破 1400 亿元，市场增速将在 25% 以上，其中 600 亿元的市场将属于第三方厂商。

目前国内 ITOM 市场仍以外包运维和人力服务为主，但是随着人力成本不断提升，以云平台、自动化为依托的运维软件将逐渐入侵市场，预计规模可达百亿。由于 ITOM 的技术限制，海外企业在国内的部署需要耗费大量的成本和前期投入，所以，国内本土的企业具有地域优势和市场先入优势，精专的技术也更有利于本土企业适应当前多样的业务需求。行业整体的市场格局，将是专注于 ITOM 市场的新创企业为核心，市场细分的战略布局为趋势。

表 5: 近年来国家发布的软件和信息技术服务业相关政策

时间	发布机构	相关政策	政策内容
2013 年 2 月	国务院	关于印发国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012-2030）的通知	建设未来网络研究设施，解决未来网络和信息系统发展的科学技术问题，为未来网络技术发展提供试验验证支撑。
2013 年 8 月	国务院	关于促进信息消费扩大内需的若干意见	1) 提升软件业支撑服务水平，面向企业信息化需求，突破核心技术，加快推进企业信息化，提升综合集成应用和业务协同创新水平；2) 提升民生领域信息服务水平，加快建设信息基础设施和资源公共服务平台建设；3) 加快智慧城市建设，支持公用设备设施的智能化改造升级。
2013 年 10 月	发改委	关于组织实施 2013 年移动互联网及第四代移动通信（TD-LTE）产业化专项的通知	以移动智能终端为着力点，提高移动智能终端的核心技术开发及产业化能力；加快移动互联网关键技术的研发及应用，培育能够整合产业链上下游的资源、具备一定规模的移动互联网骨干企业。
2014 年 3 月	国务院	国家新型城镇化规划（2014 年-2020 年）	要求统筹城市发展的物质资源、信息资源和智力资源利用，推动物联网、云计算、大数据等新一代信息技术创新应用。
2014 年 10 月	国务院	关于加快科技服务业发展的若干意见	到 2020 年，基本形成覆盖科技创新全链条的科技服务体系，服务科技创新能力大幅增强，科技服务市场化水平国际竞争力明显提升。
2015 年 9 月	国务院	国务院关于印发促进大数据发展行动纲要的通知	立足国情推动大数据发展，利用 5-10 年实现：建立运行平稳、安全高效的经济运行新机制；构建和以人为本、惠及全民的民生服务新体系；开启大众创业、万众创新的创新驱动新格局；培育高端智能、新兴繁荣的产行业发展新生态。
2016 年 3 月	发改委	国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）	牢牢把握信息技术变革趋势，实施网络强国战略，加快建设数字中国，推动信息技术与经济社会发展深度融合，加快推动信息经济发展壮大。

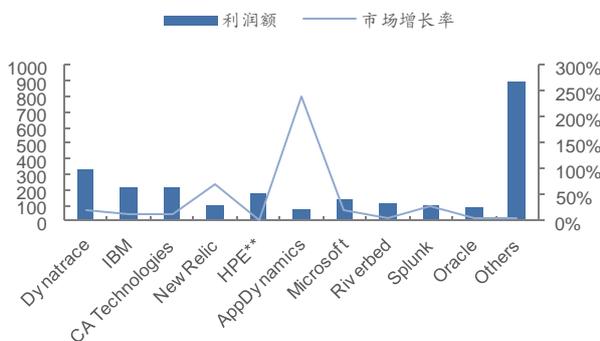
资料来源:中国报告网、国信证券经济研究所整理

### APM 行业：本土企业优势明显，深入研发投入

APM 即应用性能管理业务，是针对企业关键业务的 IT 应用进行应用性能和用户体验的监测、优化，以提高企业 IT 应用的可靠性和质量，保证服务良好，降低 IT 总成本。APM 是为监控提供便利的软件/硬件部分，以满足数字化体验监控 (DEM)、应用程序发现、跟踪和诊断 (ADTD)、应用程序分析 (AA) 三方面需求。

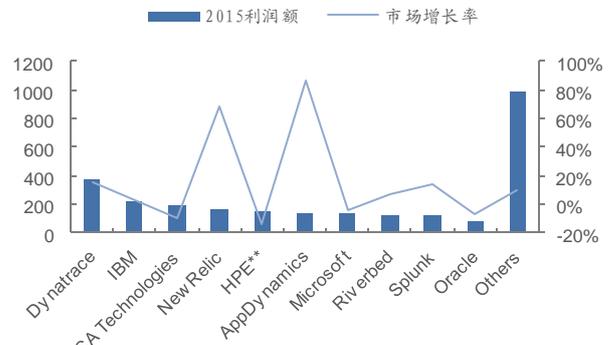
据 Gartner, APM 企业在 2014 年的市场总规模约为 320 亿元，盈利收入达 26 亿美元。近五年，APM 市场复合增速突破 10%，已成为 ITOM 细分市场中成长最快的领域。Gartner 预计，全球 APM 市场规模在 2018 年将达到 50 亿美元，部分国内机构统计，国内市场占比约为 20%，约为 10 亿美金左右的市场份额。并且呈现巨大上升空间。

图 37: 2014 年全球 APM 市场核心公司规模及市场增速(百万美元, %)



资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

图 38: 2015 年全球 APM 市场核心公司规模及市场增速(百万美元, %)



资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

**SaaS 化部署成为最主要发展趋势。** APM 主要有本地部署和 SaaS 化两种部署方式。SaaS 是一种通过 Internet 提供软件的模式，厂商将应用软件统一部署在自己的服务器上，客户可以根据自己实际需要订购的服务和期限，通过互联网向厂商订购所需的应用软件服务。移动互联网的发展使得许多金融行业业务形态发生变化。数字化的业务形态使技术外包不足以供应频繁的需求变化，网络应用的性能监测与管理成为企业运维的必然趋势。无论是从企业内部到互联网、再到移动互联网的 App 应用，APM 都可弥补 IT 和业务之间的鸿沟，监控大量交易、真实用户体验，促进生产力。

**表 6: APM 本地部署和 SaaS 化部署对企业的影响**

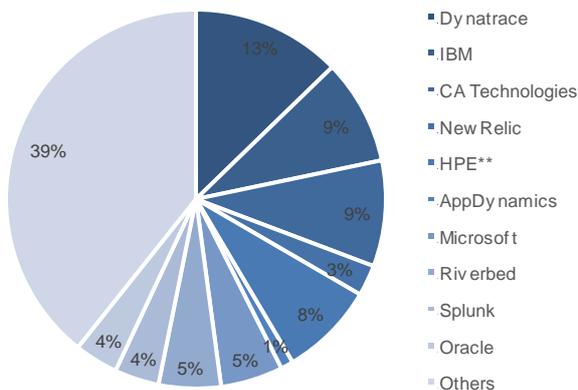
部署方式	优点	缺点
本地部署	安全方面：私密数据的安全性有保障，无需上传至第三方服务器或云端； 技术方面：数据存储在本地，利于二次整理和开发； 资源方面：有形可见的硬件资产，可灵活调配。简单的部署，不需要购买任何硬件； 相对低廉的“月费”方式投资，无需一次性投资到位，无成本折旧问题； 租用的方式进行物流业务管理，不需要专门的维护管理人员。	投入较大：需要购置额外的硬件/软件，需要基础设备和支持人员，进入成本和运营成本高。 维护升级成本高：日常维护、产品升级耗时耗力。
SaaS 化		安全性较低：核心数据由第三方负责； 缺乏标准化：行业刚起步，无标准解决方案； 较难定制化：用功能设计，无法满足个性化定制需求企业。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**海外竞争格局：初创企业逐步抢占市场份额**

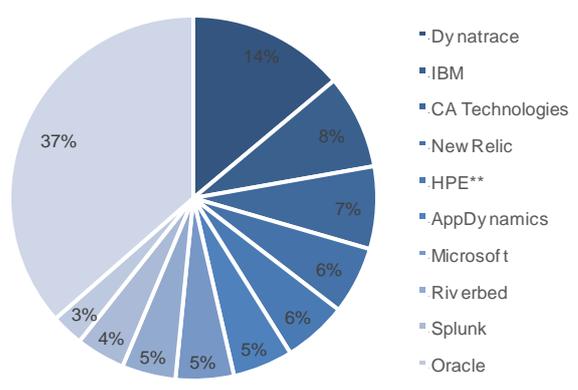
目前 APM 市场在海外主要有两类的核心企业。一类是四大传统 IT 巨头 (IBM、HP、CA Technologies、BMC)，另一类是 ITOM 市场新创企业，包括 Dynatrace、NewRelic、AppDynamics、Splunk 等。随着市场的成熟度不断提高，APM 市场的市场格局与 ITOM 整体的市场格局一样，呈现新创企业逐渐发展，开始占据市场主导的市场趋势。

**图 39: 2013 年全球 APM 市场份额 (%)**



资料来源：Gartner、国信证券经济研究所整理

**图 40: 2015 年全球 APM 市场份额 (%)**



资料来源：Gartner、国信证券经济研究所整理

**可用性&性能管理：技术的挑战**

可用性&性能管理，又称作业务服务管理 (Business Service Management)，是 IT 与业务管理手段的一种整合与互补。它以 ITIL 为理论基础，实现 IT 管理与业务服务的融合，能够从不同监控系统 (包括第三方) 整合出需要的 IT 营运信息，给企业带来 IT 服务方面的优势。A&P 以仪表盘展现的方式，从服务定义、服务水平管理、服务监控、服务诊断的角度，让管理者一目了然。时至今日，这个领域的技术挑战来自于对所有操作系统、数据库、应用服务器、中间件等

基础服务的运行设计通用的监控系统。针对该技术挑战，国外的 Splunk 通过日志分析以及 Datadog、WaveFront 等新兴 SaaS 公司运用 Metric as a service 不断取得突破。

**A&P 国外市场：有针对性的产品设计。**业务服务管理在国外的布局清晰，针对不同的客户有不同类型的产品与之相匹配，其中客户可以分为大型用户和小型用户。大型企业偏向于使用 IBM 和 HP 的产品小型企业偏向使用性价比高的 SolarWinds 公司的产品；微软技术栈的用户使用微软产品；新兴科技公司选择 Splunk 的产品。以 Splunk 为例，Splunk 提供顶级的日志分析软件，主要功能包括：日志聚合功能；搜索功能；提取意义；对结果进行分组、联合、拆分和格式化；可视化功能；电子邮件提醒功能。

表 7: Splunk 产品功能简介

产品功能	功能介绍
日志聚合功能	日志文件分散在在主机和随机的源中。产品可以从一台机器或一组机器中快速搜索出所有的日志；
搜索功能	只需输入想要搜索的字符串，或者可以使用语句来进行高级搜索；
提取意义	可以使用内置的 GUI 来定义一个正则表达式，从每一行中抽取变量，可以对其进行过滤，分组和聚合操作；
对结果进行分组、联合、拆分和格式化	同 Unix 类似，可以将多个命令组合起来生成更复杂的查询；
可视化功能	通过 GUI builder 点击就可以创建可视化图表，还可以通过命令和函数来创建。包括饼图，柱状图，行列图以及计量图等其他复杂的图表；
电子邮件提醒功能	可以对 Splunk 进行设定，根据不同的事件来触发邮件提醒。

资料来源：Splunk 官网、国信证券经济研究所整理

图 41: Splunk 日志分析示意图



资料来源：Splunk 官网、国信证券经济研究所整理

**网络性能管理：**国内市场涉足未深。网络性能管理系统（NPM），简称网管系统，它是运用现代计算机及网络技术、通信网技术、管理技术、应用软件开发技术等，对移动通信网，以及维护管理工作流程进行综合和自动化的管理。网管系统是一个高度集成的信息系统。与前两者不同，NPM 交付的产品是硬件（探针），所以市场相对封闭。

美国的 NPM 市场份额由 NetScout 和 Big Four 掌控，新兴公司有 ExtraHop，Solarwinds 主要面向中小客户。中国 NPM 市场值得关注的公司是上海天旦网络和新三板公司华青融天。

图 42: Solarwinds 网络性能管理产品示意图

## Network Management Software & Network Tools

Network performance management software that gives you the power to monitor and manage your network.



资料来源: Solarwinds、国信证券经济研究所整理

### 管理类 ITOM: 跨越技术门槛, 走定制化服务之路

海外市场发展成熟, 国内未形成规模。在海外市场上, 主要以 Salesforce、Workday 以及 Service Now 为市场中心。已经形成“应用-服务”相互协同的成熟的系统应用平台。其中, Salesforce 集中于公司的 CRM 系统开发; Workday 集中于以多租户软件与底层服务为基础的人力资源管理系统。管理类的产品相对于监测类的产品的研发周期更长且研发投入更多, 构建 SaaS 化的 IT 管理服务系统相对门槛较高, 企业在具有领先的技术团队, 同时需兼具强的业务能力。以 ServiceNow 公司的产品为例, 研发这个产品相当于研发 APM 产品与 CRM 产品的集合, 当前国内未形成兼具规模以及技术的企业, 新创企业多在各个细分的行业领域中进行拓展, 没有形成覆盖多个行业的产品规模。

图 43: Salesforce 服务产品



资料来源: Salesforce、国信证券经济研究所整理

企业技术门槛高, 传统行业 SaaS 化艰难。SaaS 服务系统构建的基础是流程引擎的支持, 其次是产品模式的构建, ServiceNow 的 CreateNow 和 Salesforce 的 Force.com 所构建 PaaS 模式, 属于用户开放式平台, 用户可在平台上面创造自己的应用, 开源式的系统管理增加了系统的业务适配性和市场适应性。这样的产品模式不仅使得 IT 服务更为完善, 也渗透进公司其他业务部门, 包括财务、市场、法务部门等。

在 2015 年, 许多 2C 企业的纷纷倒闭。初创企业都将目光转至 To B 领域, 然而 2B 产品构造比 2C 更复杂, 技术、行业知识和营销手段三者结合才能达到盈利目的。对于传统软件厂商, 想要 SaaS 转型较难实现, 两者技术基础和业务模式方面的鸿沟难以跨越。

目前国内在管理类 SaaS 行业处于领先地位的挂牌公司分别是主推移动营销管理的和创科技 (834218.OC)、主推电商销售管理的点点客 (430177.OC)、主推人力资源管理的北森云 (836393.OC) 和主推餐饮管理的客如云 (835268.OC)。

**配置需求弱，偏向定制性服务。**国内企业对于高配置无定向的服务系统需求量不大，但企业在进行互联网或者移动端拓展业务时，企业的必然趋势是构建 IT 运维管理系统。根据摩根调研结果显示，目前企业直销贡献 30%的企业收入，而构建 IT 运维管理系统，则可以增加 50%的企业业务量。但是不同公司的业务范围和经济环境不同，所以对于产品的需求也不同，当前一个产品要实现覆盖所有业务的服务非常困难，所以市场偏向定制性服务。

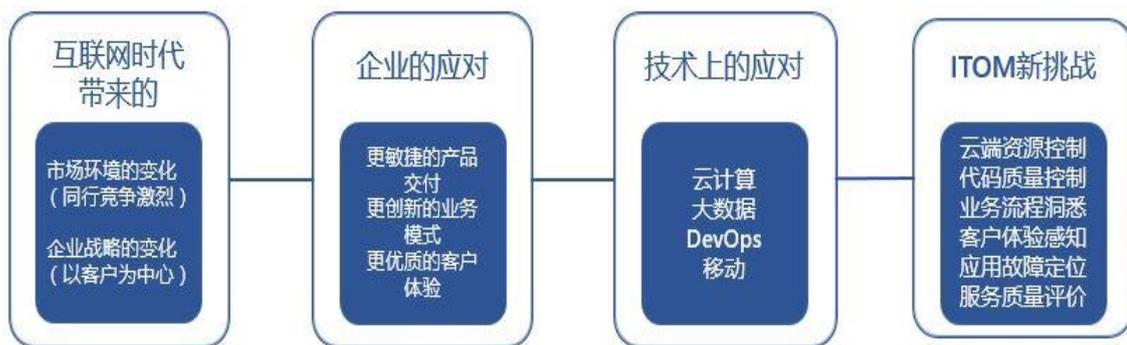
**人口红利逐步消失，ITOM 部署势在必行**

**人口红利消失，人力成本上升：**当前，中国人口老龄化的趋势以及计划生育政策将导致未来劳动力成本持续增加。因此，IT 运维将改变通过提供人力资本进行当地企业 IT 服务的部署与指导的现状，系统覆盖式的服务将逐渐取代传统运维方式，降低人力成本，提升系统的适应性。

**市场分散，业务需求复杂：**当前，中国各企业都具有自身优势的领域，但是市场分散，相同行业内的业务需求也有差异。同时，客户体验升级、数字化时代给各大行业带来巨大影响，越来越多中小企业进入 ITOM 各分支领域造成同行竞争激烈的现状。ITOM 服务供应商的战略也逐渐转变成以客户为中心，更敏捷的产品交付、更创新的业务模式和更优质的客户体验。产品内涵技术从基础设施架构转向云平台和大数据。另一方面，成本较低的云替代方案将逐渐进入市场。

**受益于一站式解决方案，降低企业成本：**一站式 IT 运维解决方案可以帮助企业有效降低成本，相关 IT 工作由对过程的管理转变为对结果的管理，避免选择多个孤立系统而形成信息孤岛。

图 44: IT 运维管理的新挑战



资料来源：蓝海讯通、国信证券经济研究所整理

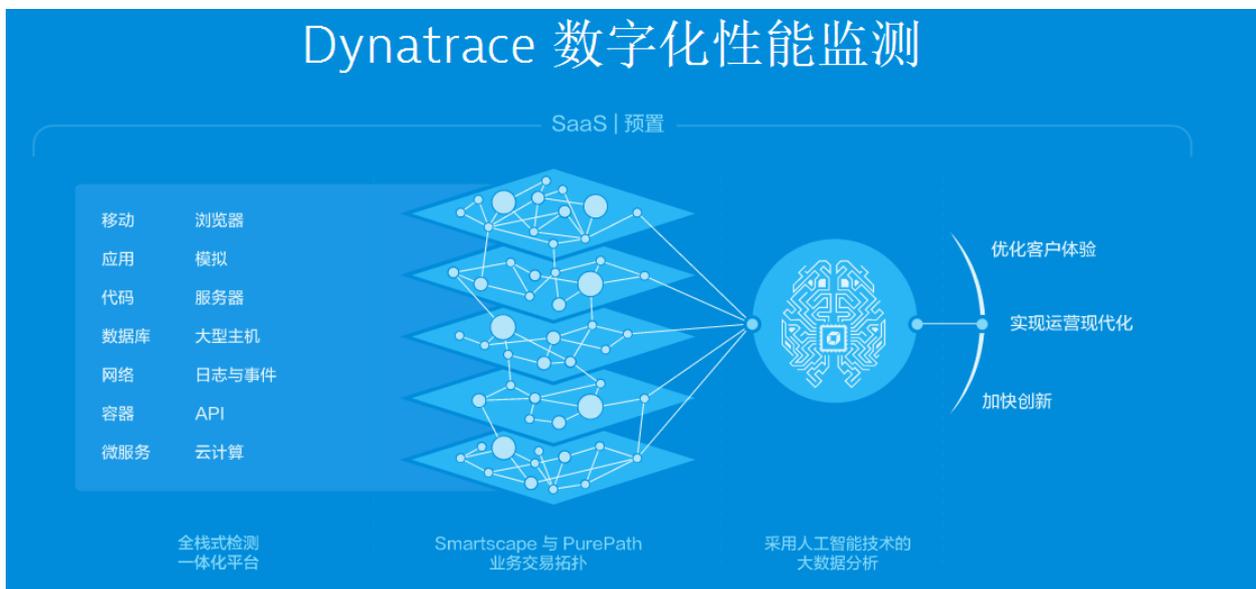
当前 APM 市场上的初创企业领导者主要包括 New Relic、AppDynamics 和 Dynatrace，三家企业在 2016 年 Gartner 公布的 APM 魔力象限中居于前列。

**Dynatrace: APM 魔力象限领导者**

- **发展历程：**Dynatrace 从 2010 年开始已经陆续发布了应用检测、用户体验管理、模拟监测和真实用户监测等多个 APM 产品，连续七年被 Gartner 评委 APM 魔力象限的领导者，连续四年蝉联 APM 市场份额第一。2011 年，公司被 Compuware 以 2.45 亿美元收购；2014 年 Compuware 被 Thomas Bravo 以 25 亿美元收购，此后 Dynatrace 分拆并独立运作。

- **产品线：**产品平台包括全栈式监测一体化平台、Smartscape 与 PurePath 业务交易拓扑以及采取人工智能技术的大数据分析，实现全面的技术覆盖，可扩充至超过 100000 台主机，可以实现全栈式的监测，也可以进行单个交易分析，并可进行预配置与自学习。
- **客户结构：**Dynatrace 的用户群体多为互联网企业，多次被互联网零售商杂志评为在线零售商巨头最喜欢的 Web 性能监测解决方案提供商。根据互联网零售商 500 强指南的数据，2012 至 2015 年间，前 20 名的互联网零售商使用 Dynatrace 产品的用户比例从 55% 升至 85%，前 100 名用户的覆盖率从 41% 升至 50%，这些客户年销售收入超过 1910 亿美元。
- **财务分析：**公司 2013-15 年收入分别为 2.17 亿、3.27 亿、3.76 亿美元，同比增速分别为 50.7%、20.6% 和 15.2%。在新生 APM 厂商中规模稳居前列。

图 45: Dynatrace 的数字化性能监测平台示意图



资料来源: Dynatrace 官网、国信证券经济研究所整理

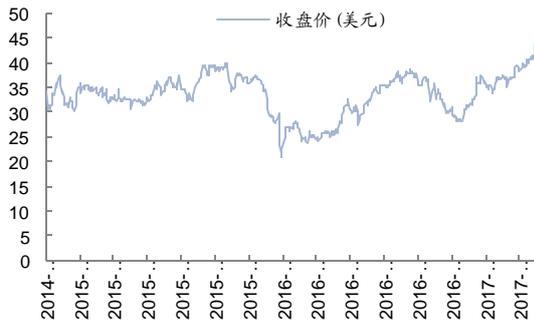
### New Relic: 最早的 SaaS 模式 APM 供应商

- **发展历程：**2008 年 New Relic 成立于旧金山，是最早的 SaaS 模式 APM 解决方案提供商，也是唯一一只提供 SaaS 版产品的 APM 魔力象限厂商。2014 年上市时 New Relic 已成为北美 APM 行业的领先企业，为开发者提供包括终端用户行为监控、应用监控、数据库监控、基础底层监控以及单个平台的监控在内的服务。公司与 2014 年 12 月 12 日在纳斯达克上市，上市当日估值突破 15 亿美元；目前估值约 23.5 亿美元。
- **产品线：**覆盖综合监测，其中包括浏览器监控、手机应用程序监控以及基础设施监测等方面，并且 New Relic 同样拥有数字智能平台，提供全面的数据分析。
- **客户结构：**14 年之前主要聚焦在中小客户，上市前注册并产生数据的用户达到 50 万家，其中付费用户仅占 2.4%；上市后，公司开始面向大客户群体，客户包括 Runkeeper、Tableau、Nike、Gawker Media、ESPN、Sony、Comcast、eHarmony、GitHub、Groupon、Zumba 等大型企业。据统计，近五个季度中年费超过 5,000 万美元用户在付费用户的占比超过 40%，且

呈上升趋势。

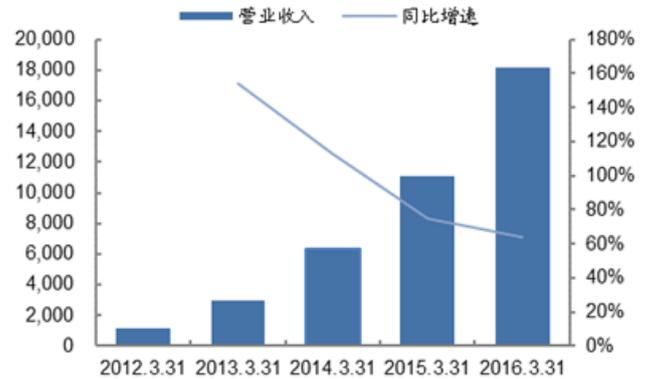
- **财务分析:** New Relic 14-16 的年收入分别为 6,317 万、1.10 亿和 1.83 亿美元, 同比增速分别为 113%、75%、64%, 由于基数效应, 增速逐步放缓。市场地位的稳固以及 APM 产品渗透率的持续提升, New Relic 未来增长仍然可观。

图 46: New Relic 近年股价走势 (美元)



资料来源:东方财富网、国信证券经济研究所整理

图 47: New Relic 历年营业收入及同比增速 (万美元, %)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 48: New Relic 的 APM 产品平台示意图

New Relic APM gives you detailed performance metrics for every aspect of your environment, in real-time.

**Multi-tenant SaaS**  
Flexible. Scalable. Powerful. With seamless setup that takes mere minutes.

**Monitor all the things**  
View app performance down to specific lines of code, see how each component is connected, and resolve problems fast.

**Full-stack alerting**  
Move from reactive to proactive management by staying ahead of potential problems before they blow up.

**Secure by default**  
SOC 2 audited and rigorously documented, our data security protocols are second to none. [Here's an overview of how we do it.](#)

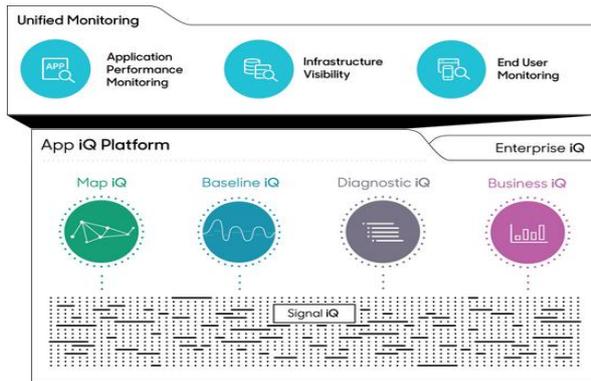
资料来源:New Relic 官网、国信证券经济研究所整理

### AppDynamics: 大中型企业客户为主, 估值达 37 亿美元

- **发展历程:** 2008 年, AppDynamics 作为一家 APM 解决方案提供商在美国旧金山成立。2013 年 3 月 AppDynamics 推出了第一个应用程序运行资料自动化解决方案并收购了 DBTuna, 发布 AppDynamics 的数据库。2015 年 12 月, AppDynamics 融资 1.5 亿美元, 估值达到 19 亿美元; 2017 年 1 月, AppDynamics 被思科收购, 估值 37 亿美元。
- **产品线:** 目前已提供应用性能管理、应用职能平台、Web 用户体验管理、移动用户体验管理、数据库监控、服务器监控等多个产品。

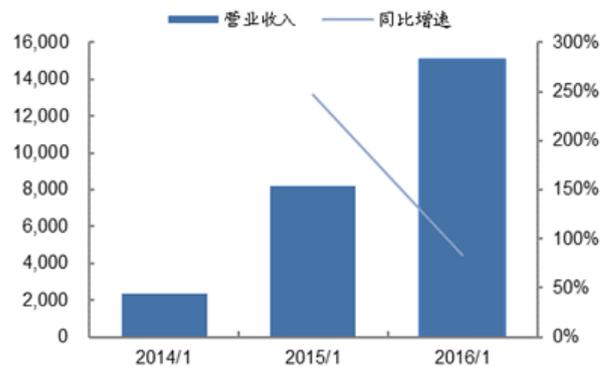
- **客户结构:** AppDynamics 以中大型企业为目标客户群体，截至 2016 年 10 月已有 1,975 家客户，其中有 275 家是全球 2000 强企业，基本囊括所有行业。AppDynamics 客单价较高，在 2016 年 8-10 月期间，合约客单价平均为 169,000 美元。
- **财务分析:** 2014-16 年 AppDynamics 营业收入分别 2280 千万、7900 千万、1.51 亿美元，2015、16 年同比增速分别为 246%、91.1%。AppDynamics 客户为中大型企业，有很强的粘性和提价空间。公司历年营业亏损正在逐步减小，有望实现扭亏为盈。

图 49: Appdynamics 产品线示意图



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 50: AppDynamics 历年营业收入及同比增速 (万美元, %)



资料来源:Gartner、国信证券经济研究所整理

### 国内竞争格局: 早期市场, 尚处培育期

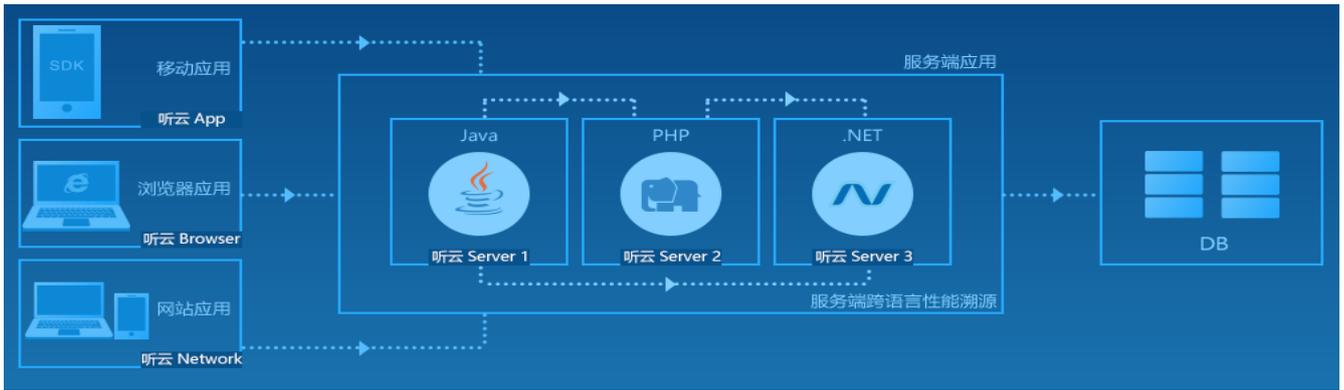
当前国内 APM 市场仍属于早期市场, 企业对客户的培育期。2014 年前后, 四家中国企业进入了这个领域, 分别是公司、基调网络、监控宝和博睿宏远, 并取得优异的成长性。

- 基调网络是从拨测业务起家, 是最早进入 APM 行业的国内企业之一。公司于致力成为专注互联网应用性能管理和用户体验优化的第三方检测服务提供商, 推出“听云”系列监测产品。2016 年, 公司实现营业收入 1.38 亿元, 同比增长 88.93%。
- 云智慧是企业用户提供端到端的应用性能管理解决方案的服务商, 旗下拥有监控宝和透视宝两种 IT 性能监控产品, 中小互联网企业客户较多。
- 博睿宏远通过云计算技术搭建的互联网运营质量管理平台为客户业务性能优化提供支撑, 业务覆盖互联网、金融、运营商、制造业等重要行业。

总体来看, 目前国内企业技术水平与海外企业存在一定差距, 但也在逐步形成覆盖应用程序、服务端、浏览器、网络以及移动端的监测系统。

基于国内移动互联网的高速发展, APM 近年在资本市场得到高度注并快速发展。在新兴行业, 尤其是“互联网+”的企业客户中迅速拓宽市场, 各初创企业也从创业最初的“技术对垒”发展成为当前的“客户布局竞争”, 形成由“技术基础”到“服务优先”的战略转变。由于不同行业对于应用性能管理服务有着不同的要求, 一个系统难以覆盖所有的客户业务和全面满足客户需求, 不同企业需根据不同的客户群体进一步完善自身的系统, 导致目前 APM 行业技术壁垒较高, 企业进入困难。

图 51: 基调网络产品平台示意图



资料来源:基调网络官网、国信证券经济研究所整理

图 52: 监控宝产品线示意图



资料来源:监控宝官网、国信证券经济研究所整理

图 53: 博瑞产品睿动的解决方案



资料来源:博瑞官网、国信证券经济研究所整理

### 风险提示

- 第一，国内 APM 市场竞争加剧；
- 第二，ITOM 其他业务市场拓展不及预期。

### 特别提示

国信证券股份有限公司是蓝海讯通的主办券商，以及做市商之一。

## 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，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 13726685252	<b>吴国</b> 15800476582	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>程可欣</b> 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
<b>边祎维</b> 13726685252	<b>倪婧</b> 18616741177	<b>刘紫微</b> 13828854899	<b>夏雪</b> 18682071096
<b>王艺汀</b> 13726685252	<b>林若</b> 13726685252	<b>简洁</b> 13726685252	<b>吴翰文</b> 13726685252
<b>詹云</b> 13901062999	<b>张南威</b> 13726685252	<b>欧子炜</b> 18150530525	
<b>陈雪庆</b> 18150530525	<b>周鑫</b> 13726685252		
<b>杨云崧</b> 18150530525	<b>张欣慰</b> 13726685252		

**赵海英**  
13810917275  
zhaohy@guosen.com.cn