

## 计算机行业深度研究报告

## SaaS 让 Adobe 重回伟大

## ——“云”时代系列研究之二

推荐（维持）

- **Adobe 是世界领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商。** Adobe 由 Charles Geschke 和 John Warnock 于 1982 年 12 月创立，自成立以来共经历了三个发展阶段：1) 从单一应用到软件套件；2) SaaS 转型；3) 智能化与平台化。目前 Adobe 已发展成为数字媒体和数字营销市场领导者，在数字内容制作软件市场份额高达 53.6%，占据绝对领导地位。
- **从传统软件企业到 SaaS 企业的破釜沉舟转型之路。** 2012 年 5 月，公司推出 Creative Cloud，采用订阅服务模式，取代原有的 license 的模式，开启商业模式变革之旅。2013 年 5 月，公司宣布所有的 Creative Suite 应用程序的未来版本只能通过基于订阅的服务模式购买，宣告着公司全面进入转型阶段。与公司预期一致，2013 年由于传统永久许可收入迅速下降，费用并没有随收入的减少而下降，导致公司总收入与净利润迅速下降。然而，公司商业模式的合理性很快被证明，云化前后财务表现对比明显，收入与净利润迅速触底回升步入高速稳健发展阶段，订阅收入占比从 2009 年的 10% 提升至 2018 年的 87%，同时运营费用迅速下降，订阅业务毛利率明显上升，公司成为 SaaS 转型的标杆。
- **SaaS 转型，让 Adobe 重回伟大。** 云转型战略的实施，给 Adobe 带来了重大变化，驱动公司走向更大的成功。1) SaaS 模式降低使用门槛，让价格敏感型客户群体转化付费用户，提升软件公司的市场空间；2) SaaS 模式可以显著提升 Adobe 整个客户生命周期价值；3) 与传统的以订单为中心的 license 模式不同，SaaS 模式以过程为中心，能够为企业提供稳定的经常性收入；4) 按年付费，续约享折扣的 VIP Select 和 ETLA 销售模式给 Adobe 带来更高的用户粘性。自转型以来，Adobe 股价一路高歌猛进，市值持续上涨超 7 倍，目前已超 1400 亿美元。
- **平台化&智能化，让 Adobe 强者愈强。** 2016 年，Adobe 发布底层人工智能工具 Adobe Sensei，可以将深度学习等能力应用于公司旗下 Photoshop、Premiere、Illustrator 等软件中，驱动用户体验的提升。基于 Sensei，Adobe 也逐渐向平台化发展。2016 年起 Adobe 宣布将对公众开放 Sensei 的 API 接口。同时，2019 年，Adobe 发布了业界首个实时客户体验管理平台 Adobe Experience Platform。目前已经有部分全球知名品牌使用 Adobe Experience Platform 进行内测体验，其中包括：家电及电子零售商百思买、信息技术服务公司 DXC Technology、装饰建材零售商家得宝、无线通讯公司 Verizon Wireless 和索尼互动娱乐。
- **投资建议：**我们在上一篇报告里，透析 SaaS 鼻祖 Salesforce 的崛起之路，本文是海外 SaaS 企业系列研究的第二篇，重点在于讨论 SaaS 领域的另一个传奇 Adobe。与 Salesforce 从成立伊始就以 SaaS 模式提供服务不同，Adobe 是从 License 模式向 SaaS 模式转型的标杆，其发展路径对国内软件企业的云转型具有较强的借鉴意义。我们高度看好国内 SaaS 市场的发展潜力，推荐用友网络、广联达、石基信息、恒生电子、泛微网络、长亮科技，建议关注金蝶国际。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期；市场竞争加剧

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
用友网络	28.51	0.46	0.6		61.98	47.52		10.79	强推
广联达	35.3	0.49	0.61		72.04	57.87		12.46	推荐
石基信息	34.13	0.5	0.58	0.7	68.26	58.84	48.76	4.39	强推
恒生电子	68.96	1.38	1.8	2.32	49.97	38.31	29.72	17.41	强推
泛微网络	68.54	1.51	1.99		45.39	34.44		14.36	强推
长亮科技	13.23	0.24	0.44	0.58	55.13	30.07	22.81	5.18	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 08 月 02 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984

邮箱：chenbaojian@hcyjs.com

执业编号：S0360517060001

## 证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565

邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com

执业编号：S0360518080001

## 联系人：刘道遥

电话：010-63214650

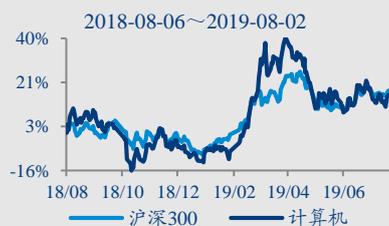
邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	209	5.7
总市值(亿元)	20,789.5	3.52
流通市值(亿元)	14,876.37	3.45

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.74	22.95	14.86
相对表现	-0.99	7.56	1.82



## 相关研究报告

《计算机行业周报(20190722-20190726)：5G商用提速，把握IT产业链增量需求》

2019-07-28

《计算机行业深度研究报告：SaaS鼻祖 Salesforce 的千亿帝国——“云”时代系列研究之一》

2019-07-28

《计算机行业周报(20190729-20190802)：华为开发者大会将至，把握5G+AI+云》

2019-08-04

# 目录

一、Adobe 是世界领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商.....	5
(一) Adobe Creative Cloud: 设计平台 .....	7
(二) Adobe Document Cloud: 数字文档平台 .....	8
(三) Adobe Experience Cloud: 数字体验平台 .....	10
二、从 License 到 SaaS 的破釜沉舟转型之路 .....	11
三、SaaS 转型, 让 Adobe 重回伟大 .....	14
(一) SaaS 模式降低 Adobe 使用门槛, 扩张市场空间 .....	14
(二) SaaS 模式提升 Adobe 客户生命周期价值 .....	15
(三) SaaS 模式提升 Adobe 收入的可预测性 .....	15
(四) VIP Select 和 ETLA 销售模式给 Adobe 带来更高的用户粘性 .....	17
1、Adobe 购买计划 (VIP) .....	17
2、企业期限许可协议 (ETLA) .....	18
四、平台化&智能化, 让 Adobe 强者愈强 .....	19
五、小结与思考.....	21
(一) Adobe 的云转型为何如此坚定、迅速? .....	21
(二) 如何理解 Adobe 平台化和智能化战略? .....	21
(三) Adobe 未来发展策略分析 .....	22
六、风险提示.....	23
附: Adobe 估值 (PS) 变化图 .....	23

# 图表目录

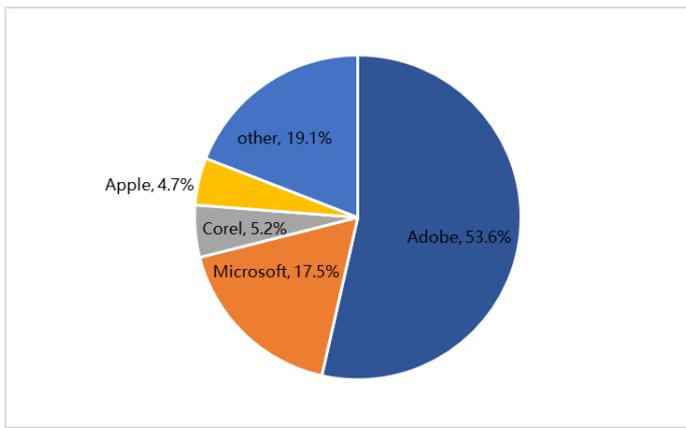
图表 1	数字内容制作软件市场份额.....	5
图表 2	2018 年数字体验平台魔力象限图.....	5
图表 3	Adobe 发展历程.....	6
图表 4	2010-2018 年 Adobe 业务结构（亿美元）.....	6
图表 5	Adobe Creative Cloud 业务收入占比最高（亿美元）.....	7
图表 6	Adobe Creative Cloud 设计应用软件.....	7
图表 7	Adobe Creative Cloud 最新业务数据.....	8
图表 8	Adobe Creative Cloud 发展驱动力.....	8
图表 9	Adobe Acrobat 不同版本的定价.....	9
图表 10	Adobe document Cloud 最新业务数据.....	9
图表 11	Adobe document Cloud 发展驱动力.....	10
图表 12	Adobe Experience Cloud 的主要解决方案.....	10
图表 13	Adobe Experience Cloud 的使用率.....	11
图表 14	Adobe 月度定价订阅模式.....	11
图表 15	2006-2018 年 Adobe 营业收入及同比增速.....	12
图表 16	2006-2018 年 Adobe 净利润及同比增速.....	12
图表 17	2009-2018 年 Adobe 收入结构.....	12
图表 18	2006-2018 年公司期间费用率变化.....	13
图表 19	2010-2018 年公司毛利率变化.....	13
图表 20	2006-2018 年公司经营活动净现金流变化.....	13
图表 21	上市以来 Adobe 股价表现.....	14
图表 22	2012-2015 年 Adobe 付费云订阅量.....	15
图表 23	云转型促进 Adobe 客户生命周期价值提升.....	15
图表 24	传统企业许可软件与 SaaS 模式对比.....	16
图表 25	Digital Media ARR 的价值构成.....	16
图表 26	Adobe 数字媒体 ARR.....	16
图表 27	VIP 和 ETLA 的可用产品.....	17
图表 28	加入提供 3 年承诺的 VIP Select 的步骤.....	18
图表 29	Adobe 购买计划的 VIP Select 折扣力度.....	18
图表 30	VIP 和 ETLA 简要比较.....	18
图表 31	Adobe Sensei 应用案例.....	19
图表 32	Adobe Experience Platform 业务流程.....	20

图表 33	Adobe Experience Platform 应用示例 .....	21
图表 34	Adobe 平台化和智能化战略 .....	22
图表 35	Adobe 未来发展策略 .....	22
图表 36	Adobe 估值 (PS) 变化图 .....	23

## 一、Adobe 是世界领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商

Adobe 是全球最大、最多元化的公司之一，由 Charles Geschke 和 John Warnock 于 1982 年 12 月创立，目前 Adobe 已发展成为数字媒体和数字营销市场领导者，据 Gartner 数据，Adobe 在数字内容制作软件市场份额高达 53.6%，占据绝对领导地位。

图表 1 全球数字内容制作软件市场份额



资料来源: Gartner、华创证券

图表 2 2018 年数字体验平台魔力象限图



资料来源: Gartner

回顾公司的成长路径，大体可以分为三个发展阶段：

**阶段一：从单一应用到软件套件。** 创立之初，Adobe 最早推出了划时代的打印机语言 Postscript，后来逐渐深入创意软件领域，推出 Adobe Illustrator、Premiere、Photoshop 等一系列经典图像处理软件。2003 年，Adobe 推出第一款制图与设计软件套件 Creative Suite，从单一软件产品的销售转向软件套件的销售。

**阶段二：向 SaaS 转型。** 如果说 Adobe 早期的成功归因于其技术实力以及由此建立的强大的品牌标识，那么我们认为后期公司做出的两大重要战略决策，驱动公司走向更大的成功。从 2008 年至 2009 年，由于全球经济的衰退，以及宏观经济的疲软，低端用户市场需求下降，Adobe CS4 系列产品以及印刷出版产品的采购量均有所下降，导致公司营业收入和净利润显著下滑。在此历史关键时期，公司做出两大重要的战略决策，其一为商业模式的变革，从出售软件许可过渡到一个 SaaS 服务公司；其二为业务范围的扩张，公司敏锐观察到营销领域的商机，从创意软件进入数字营销这一新兴领域，开拓新的业务增长点。

**阶段三：智能化与平台化。** 2016 年 Adobe 发布了首个基于 AI 的底层技术开发平台——Sensei，Adobe Sensei 能够将人工智能和深度学习能力与公司旗下各款产品深度结合，让一些固定、重复性的操作变得自动化和简单化。

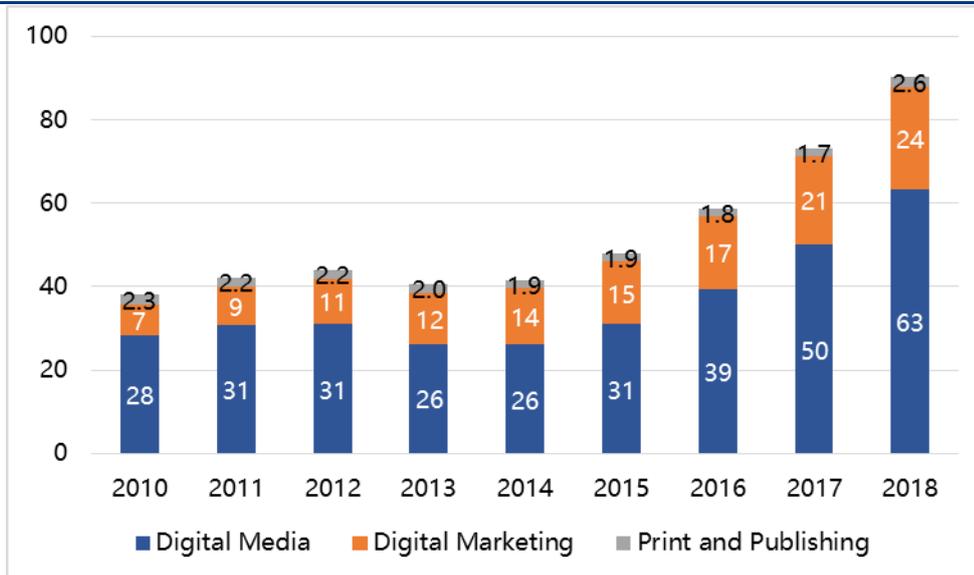
图表 3 Adobe 发展历程



资料来源: Adobe 官网

Adobe 已经形成三大产品线: 数字媒体 (Digital Media)、数字营销 (Digital Marketing) 和印刷出版 (Print and Publishing) 业务。其中数字媒体是核心, 其次是数字营销, 出版和印刷的份额最少, 2017 年三项业务收入占比分别是 69%、28%和 3%。

图表 4 2010-2018 年 Adobe 业务结构 (亿美元)



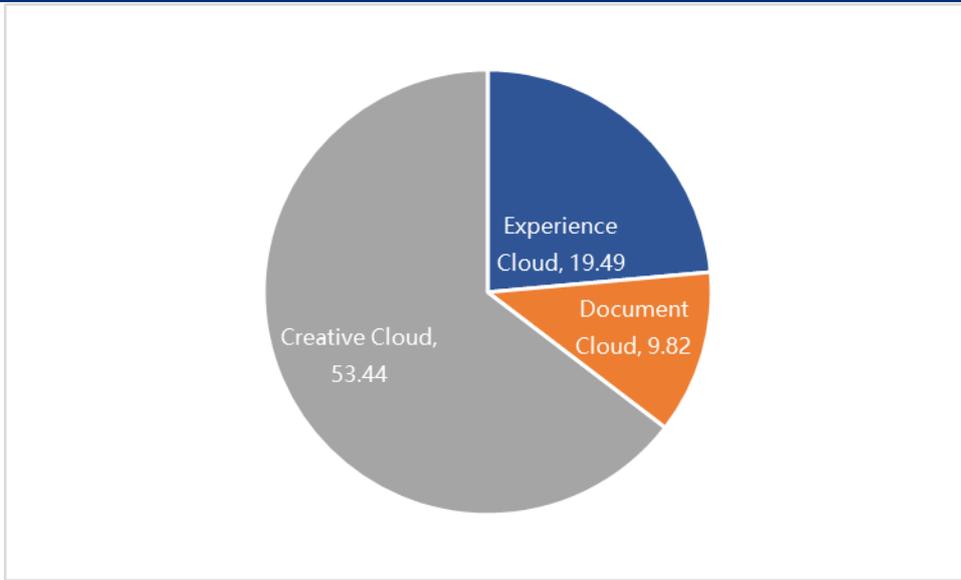
资料来源: Adobe 年报、华创证券

数字媒体 (Digital Media) ——包括两部分, Adobe Creative Cloud 和 Adobe Document Cloud。

数字营销 (Digital Marketing) ——即原有的 Adobe Marketing Cloud, 对应 Adobe Experience Cloud。

出版和印刷 (Print & Publishing) ——Adobe 传统业务, 占比最低, 业务绝对收入也在逐渐萎缩。

图表 5 Adobe Creative Cloud 业务收入占比最高 (亿美元)



资料来源: Adobe 年报, 华创证券

(一) Adobe Creative Cloud: 设计平台

Creative Cloud 提供世界领先的设计软件。Creative Cloud 主要包括三类产品:

- 1) 图像处理类, 包括最受欢迎的强大图像处理软件之一 Adobe Photoshop; 出版、多媒体和在线图像的工业标准插画软件 Adobe Illustrator;
- 2) 视频处理类, 包括用于录制 DV 视频的工具 Adobe OnLocation, 实用强大的视频抠像软件 Adobe Ultra, 用于播放 FLV 流媒体格式的软件 Adobe Flash Player;
- 3) 音频处理类, 包括可提供先进的音频混合、编辑、控制和效果处理功能的专业音频编辑软件 Adobe Audition; 基于非线性编辑设备的视音频编辑软件, 可以在各种平台下和硬件配合使用, 被广泛的应用于电视台、广告制作、电影剪辑等领域, 成为 PC 和 MAC 平台上应用最为广泛的视频编辑软件的 Adobe Premiere 视频、音频和图像处理工具。

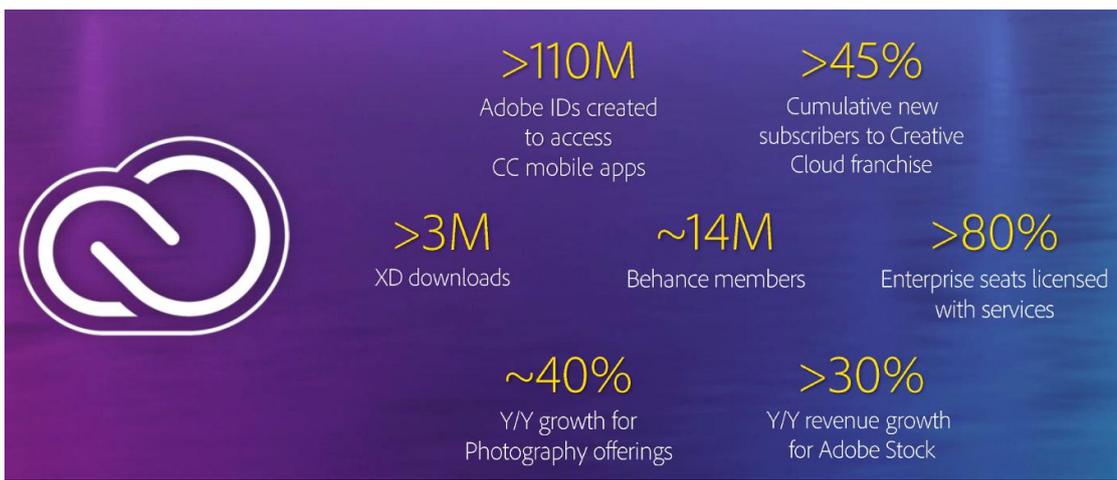
图表 6 Adobe Creative Cloud 设计应用软件



资料来源: Adobe 官网

- 全球超过 90% 的创意人士都利用 Adobe 创意软件进行创作;
- Adobe Creative Cloud 移动应用程序已被下载超过 2.37 亿次;
- Adobe Stock 提供了超过 1 亿份资料, 包括图像、模板、3D 资料、500 多万个视频库和 50 多万张高级图像合集;
- Adobe 的在线创意社区 Behance 拥有超过 1000 万名成员。

图表 7 Adobe Creative Cloud 最新业务数据



资料来源: Adobe 官网

Adobe Creative Cloud 发展驱动力在于三个层面:

图表 8 Adobe Creative Cloud 发展驱动力



资料来源: Adobe 官网

## (二) Adobe Document Cloud: 数字文档平台

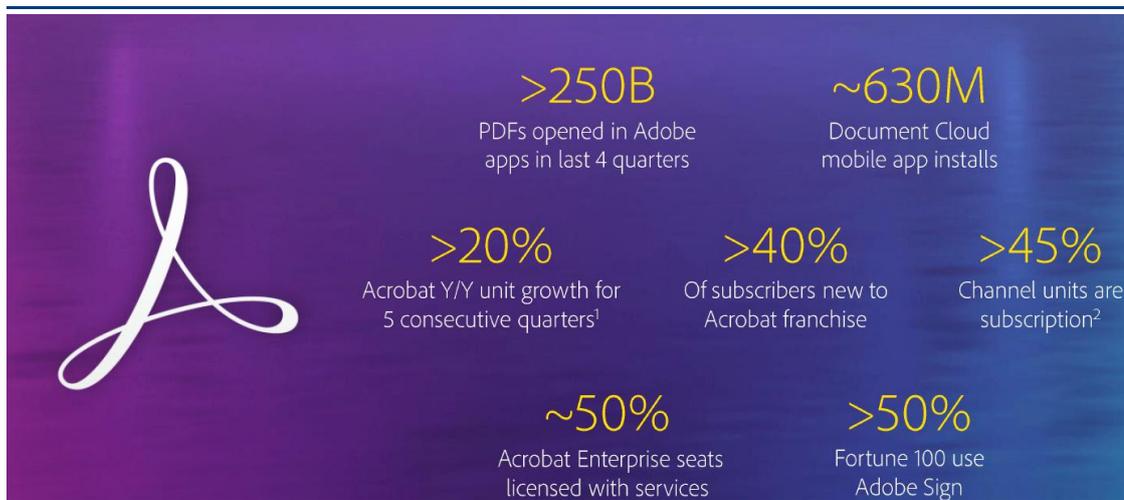
Adobe Document Cloud 是一套安全的数字文档解决方案, 让企业和个人可以通过数字文档工作流程加速业务交易。Document Cloud 的核心是 Acrobat DC, 世界上最好用的 PDF 解决方案; Adobe Sign 是领先的电子签名解决方案, 允许任何人从任何设备签名, 并发送文档, 还可提供强大的配套移动应用程序。

**图表 9 Adobe Acrobat 不同版本的定价**


资料来源: Adobe 官网

Adobe Document Cloud 发展势头良好:

- 近四个季度以来, 有 2500 亿份 PDF 文档在 Acrobat 和 Acrobat 阅读器上打开;
- Acrobat 和 Acrobat Reader 被全球超过 6.3 亿的移动设备使用;
- Acrobat 的用户中 40% 是新用户;
- 财富 500 强企业中过半数在使用 Adobe Sign。

**图表 10 Adobe document Cloud 最新业务数据**


资料来源: Adobe 官网

Adobe Document Cloud 发展驱动力在于三个层面:

图表 11 Adobe document Cloud 发展驱动力



资料来源: Adobe 官网

### (三) Adobe Experience Cloud: 数字体验平台

Adobe Experience Cloud 是一套全方位的云服务, 包括营销、分析、广告和商务解决方案。目前, 世界上最受欢迎的品牌都凭借 Adobe Experience Cloud 开展业务, 包括嘉年华公司、花旗银行、凯撒娱乐公司、日产汽车、飞利浦、T-Mobile、澳洲旅游局等。

图表 12 Adobe Experience Cloud 的主要解决方案



资料来源: Adobe 官网

- Adobe Experience Cloud 每年帮助客户管理超过 233 万亿次数据交易, 包括 41 万亿次各类媒体的要求、超过 1500 亿封电子邮件及 30 亿美元的广告支出;
- 超过三分之二的财富 50 强公司使用 Adobe Experience Cloud, 其中包括美国前 10 大商业银行、媒体公司和汽车制造商。
- Adobe Analytics 合同的 57% 来自移动设备。

图表 13 Adobe Experience Cloud 的使用率

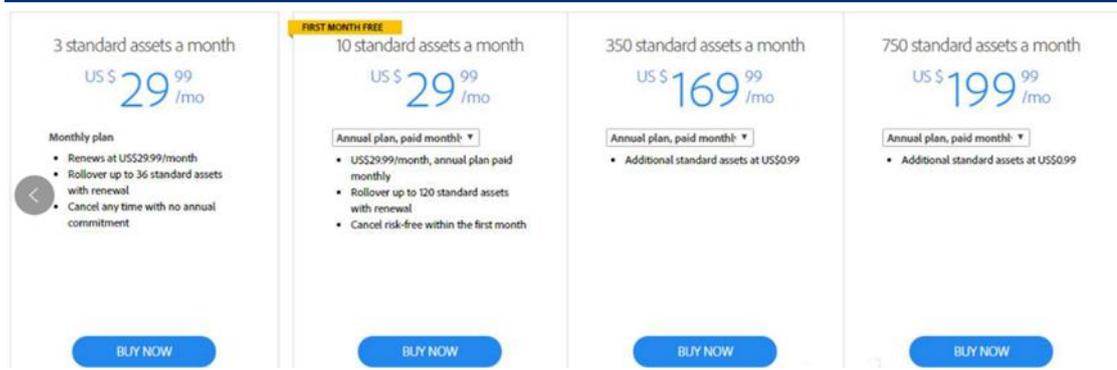


资料来源: Adobe 官网

## 二、从 License 到 SaaS 的破釜沉舟转型之路

2012年5月,公司推出 Creative Cloud,采用订阅服务模式,取代原有的 license 的模式,开启商业模式变革之旅。Adobe 认为, Creative Cloud 产品采用月度定价订阅模式进行销售,月度订阅定价模式对于愿意使用公司最新版本和服务老用户极具吸引力;同时,公司可以利用较低的月度订阅价格与创意工具的强大品牌影响力吸引更多新用户。

图表 14 Adobe 月度定价订阅模式



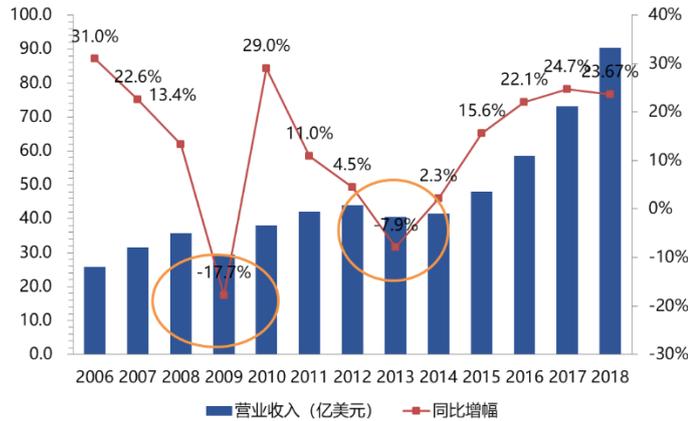
资料来源: Adobe 官网

2013年是 Adobe 历史上最大的转折点。2013年5月公司宣布将仅向 Creative Cloud 用户提供产品功能的更新,而2012年5月发布的 Adobe CreativeSuite 6 将是永久许可用户提供的最后一次重大更新,也就是说所有的 Creative Suite 应用程序的未来版本只能通过基于订阅的服务模式购买,宣告着公司全面进入转型阶段。

与公司预期一致,2013年公司 Creative Cloud 订阅服务的推广继续加速,但由于传统永久许可收入迅速下降,2013年的总收入与2012年相比下降了17.7%。而且在转型期间,费用并没有随收入的减少而下降,从而导致公司净利润迅速下降。然而,公司商业模式的正确性很快被证明,云化前后财务表现对比明显,公司成为企业 SaaS 化转型的标杆。

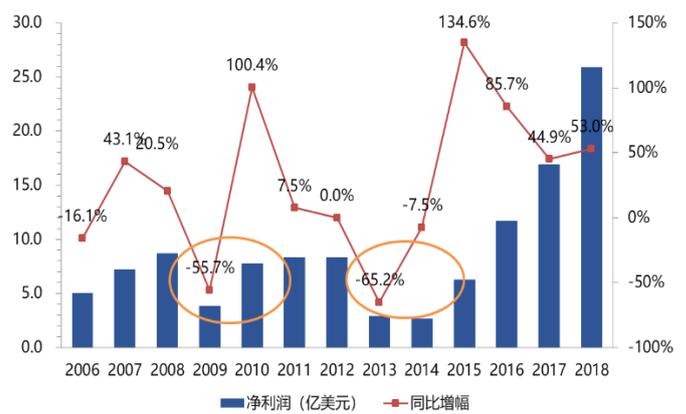
1)从收入和净利润来看,Adobe 迅速顺利渡过转型阵痛期,步入高速稳健发展阶段。在经历了2013年的低谷之后,公司收入步入快速增长通道,净利润更是实现了高速增长。2018年公司营业收入达到90亿美元,同比增速为23.7%;净利润达到25.9亿美元,同比增速为53%。

图表 15 2006-2018 年 Adobe 营业收入及同比增速



资料来源: Wind、华创证券

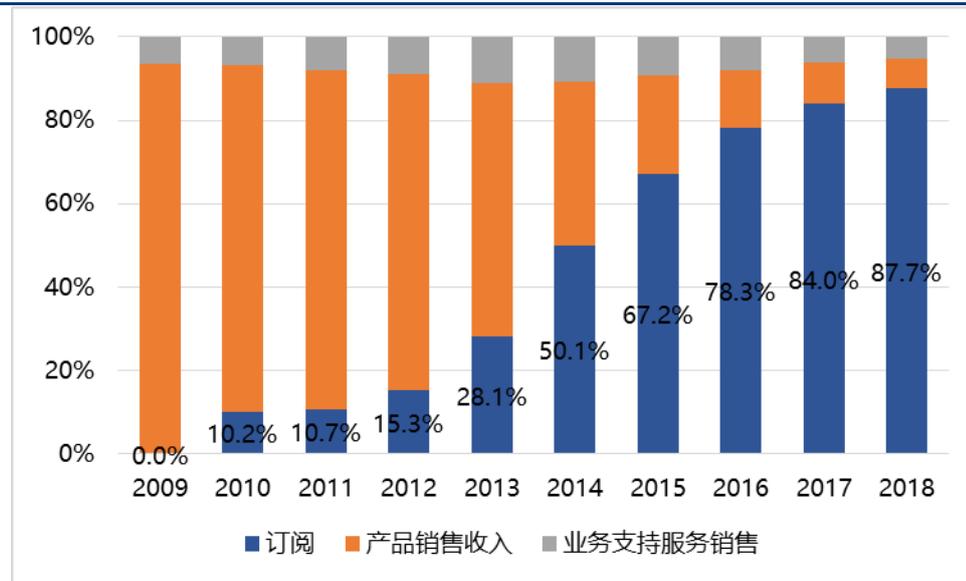
图表 16 2006-2018 年 Adobe 净利润及同比增速



资料来源: Wind、华创证券

2) 从收入结构来看, Adobe 传统软件产品销售占比逐渐下滑, 而订阅的收入占比逐渐上升。在 SaaS 模式下, 用户门槛的降低以及用户体验的提升, 导致公司的订阅收入占比从 2009 年的 10% 提高到了 2018 年的 87.7%, 订阅用户所贡献的月费已经成为公司最主要营收来源。

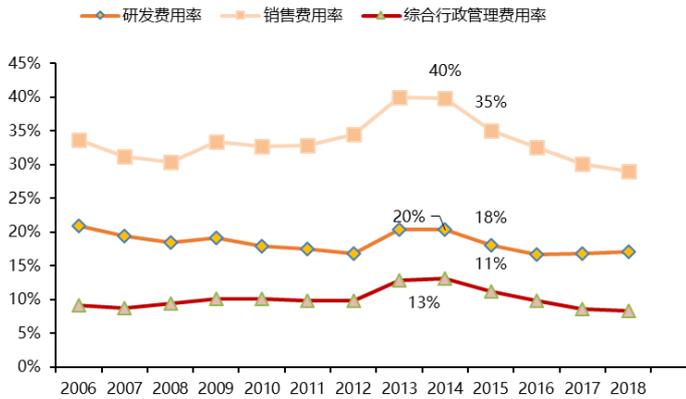
图表 17 2009-2018 年 Adobe 收入结构



资料来源: Wind、华创证券

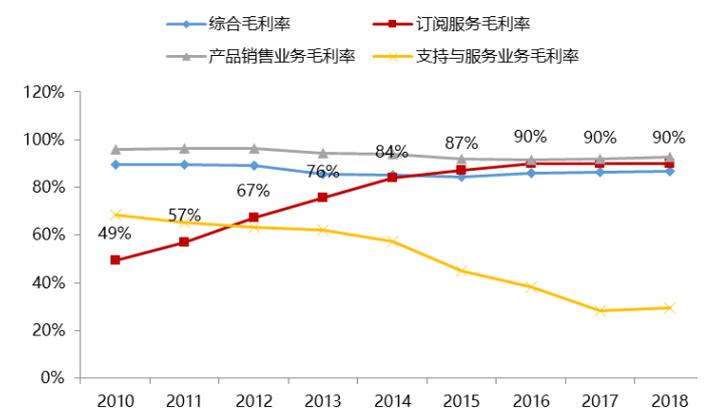
3) Adobe 可以直接向客户销售软件, 而无需经过第三方, 这有效提升了公司的毛利率和运营效率。过去, 用户通过经销商购买 Adobe 公司的产品套装, 开始转为网上订阅 Adobe 公司的各种软件, Adobe 可以不适用第三方而直接通过互联网销售, 这极大的节约运营成本。并且, 由于几乎所有的 Adobe 云软件都是通过互联网下载在本地使用, 用户只是将数据存储存储在云端, 这就决定了 Adobe 的数据中心维护成本明显低于其他公司。

图表 18 2006-2018 年公司期间费用率变化



资料来源: Wind、华创证券

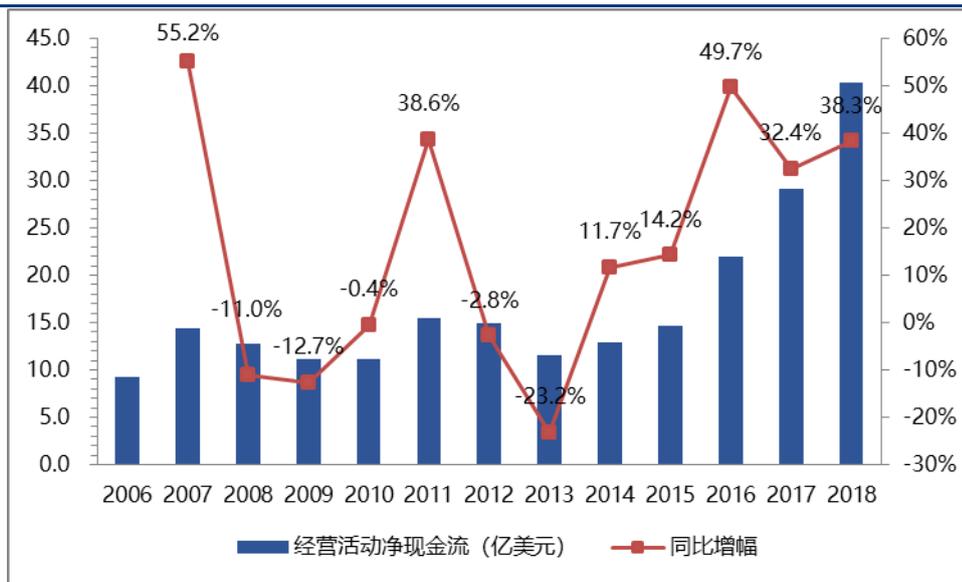
图表 19 2010-2018 年公司毛利率变化



资料来源: Wind、华创证券

4) 此外, 公司经营活动净现金流自 2013 年以来稳步上升, 2016-2018 年增速分别为 50%、32%和 38%, 表明公司 SaaS 模式也给公司带来了稳定健康的现金流。

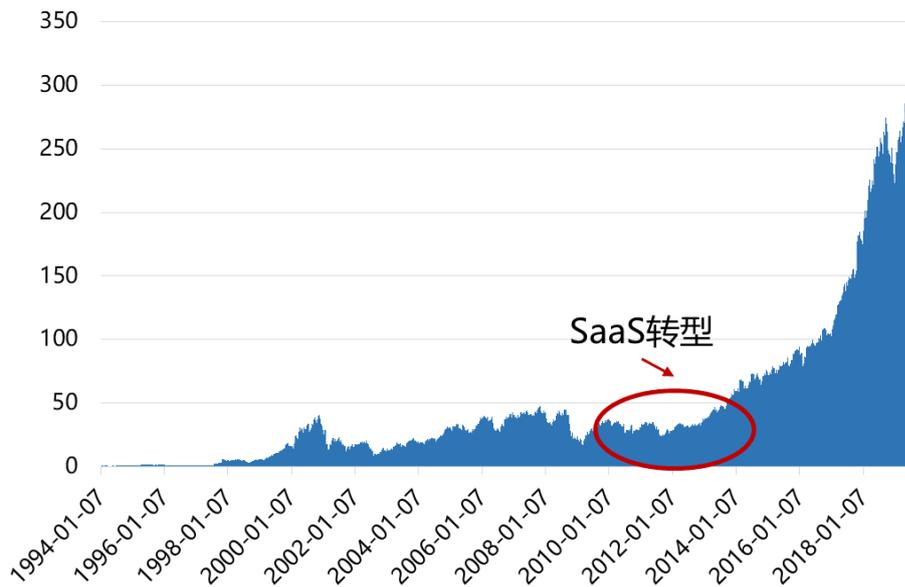
图表 20 2006-2018 年公司经营活动净现金流变化



资料来源: Wind、华创证券

转型以来, Adobe 股价一路高歌猛进。转型之前, 公司股价表现平平; 自 2013 年全面转型, 公司市值持续上涨超 7 倍, 目前已超过 1400 亿美元。

图表 21 上市以来 Adobe 股价表现



资料来源: Wind, 华创证券

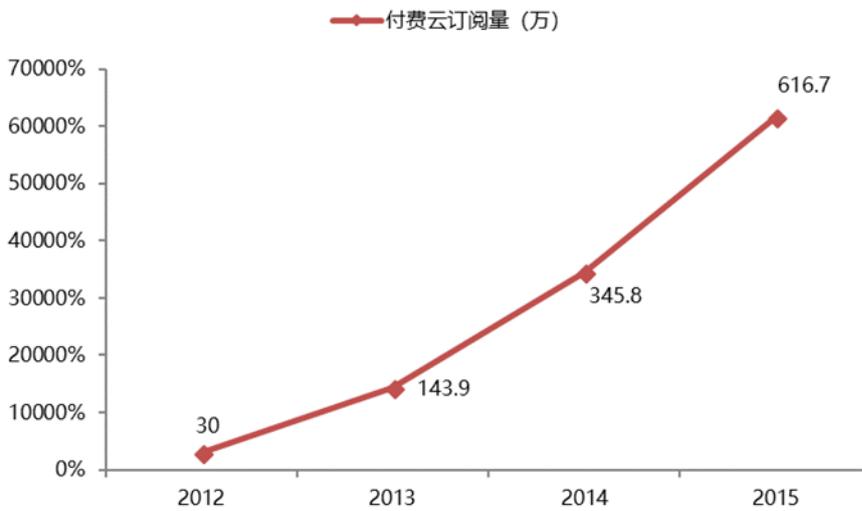
### 三、SaaS 转型，让 Adobe 重回伟大

#### (一) SaaS 模式降低 Adobe 使用门槛，扩张市场空间

软件 SaaS 化一大特征就是能够扩大使用人群，让价格敏感型客户群体转化付费用户，提升软件公司的市场空间。Adobe CS6 套装软件中，基本款售价 1299 美元，CS6 Master Collection 的售价为 2599 美元。云化后对应产品价格分别为 49.99 美元/月、79.98 美元/月，大幅降低了初次使用成本，有效吸引新用户加入。

由于门槛降低，客户使用正版的意愿也更强烈，并且 SaaS 软件本身也能有效防范盗版发生，付费用户数明显增加。从用户数量直观来看，从 2003 年 CS1 发布到 2013 年 CS6 不再更新，Adobe 用 10 年时间积累起 1280 万 CS 各套软件用户，在 2013 年向云转型之后，到 2016 年仅 3 年多时间，Adobe CC 就已经积累起 900 万用户，其中有超过 35% 客户是第一次接触到 Adobe Creative 产品。

图表 22 2012-2015 年 Adobe 付费云订阅量



资料来源: Adobe 年报, 华创证券

### (二) SaaS 模式提升 Adobe 客户生命周期价值

根据 iFenxi 调研数据, 云化前, Adobe CS6 单款应用功能价格从\$249-\$999 不等, 套件价格从\$1299-\$2599 不等, 预计 Adobe CS 平均客单价能够达到\$975。除了软件购买收入外, Adobe CS 还有部分收入是来自软件升级, 每次升级费用约为软件购买费用的 1/5, 预计每位客户平均升级 5 次, 因此单个客户软件升级部分价值约为\$975。因此, 云化前 Adobe 综合生命周期价值为 1950 美元。

云化后, Photoshop CC 的价格为\$19.99 /月, CC 套件的价格为\$49.99 /月。根据 Trefis 预计, 2016 年 Adobe CC 客单价为\$27.9/月。由于 CC 的粘性很强, 例如设计师群体是 Photoshop 深度用户, 整个职业生涯都离不开 CC, 预计整体留存率能够达到 90%。因此, 云化后 Adobe 整个客户生命周期价值能达到 3348 美元, 远高于云化前的 1950 美元。

图表 23 云转型促进 Adobe 客户生命周期价值提升

云化前	平均软件购买成本	\$975
	软件更新成本	\$975
	LTV (生命周期价值)	\$1950
云化后	平均客单价	\$27.9
	年留存率	90%
	LTV	\$3348

资料来源: Adobe, iFenxi, 华创证券

### (三) SaaS 模式提升 Adobe 收入的可预测性

与传统的以订单为中心的 license 模式不同, SaaS 模式以过程为中心, 能够为企业提供稳定的经常性收入。而且随着经常性收入的不断积累, 订单变动对短期收入的影响越来越小。

**图表 24 传统企业许可软件与 SaaS 模式对比**


资料来源：人人都是产品经理，华创证券

年经常性收入（ARR）是评估 Adobe 数字媒体部门健康状况和发展轨迹的关键绩效指标。Adobe 公司营业收入很大程度上取决于年经常性收入，而年经常性收入不受季节性和软件生命周期的影响，即使在传统的软件销售淡季，Adobe 仍然能够获得稳定的销售收入，这让 Adobe 的订阅收入具有很高的可预测性。

**图表 25 Digital Media ARR 的价值构成**

<b>Creative ARR</b>	创意云订阅和服务的年度价值 + 数字出版套件年合同价值 + 创意 ETLA（企业期限许可协议）年合同价值
<b>Document Cloud ARR</b>	文档云订阅和服务的年度价值 + 文档 ETLA（企业期限许可协议）年合同价值
<b>Digital Media ARR</b>	Creative ARR + Document Cloud ARR

资料来源：Adobe 年报，华创证券

2013 年和 2014 年，尽管公司收入和利润出现较大幅度下滑，而 Digital Media ARR 却实现了 363% 和 99% 的高速增长，预示着公司转型进展顺利。2015 年以后，公司 ARR 步入稳健高速发展轨道，推动着收入和净利润的快速增长。2018 年末 Digital Media ARR 增长至 68.3 亿美元，同比增长 27%，其中 Creative ARR 为 60.3 亿美元，同比增长 26%；Document Cloud ARR 为 8 亿美元，同比增长 31%。

**图表 26 Adobe 数字媒体 ARR**

（单位：亿美元）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Creative ARR</b>	1.55	8.01	16.1	25	35.2	47.7	60.3
<b>同比增幅</b>		416.8%	101.0%	55.3%	40.8%	31.5%	26.4%

(单位: 亿美元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Document Cloud	0.49	1.43	2.65	3.85	4.72	6.14	8
同比增幅		191.8%	85.3%	45.3%	22.6%	27.1%	30.5%
Digital Media ARR	2.04	9.44	18.8	28.8	40.3	53.9	68.3
同比增幅		362.7%	99.2%	53.2%	40.0%	30.5%	27%

资料来源: Adobe 年报、华创证券

#### (四) VIP Select 和 ETLA 销售模式给 Adobe 带来更高的用户粘性

按年付费, 续约享折扣的 VIP Select 和 ETLA 销售模式是 Adobe 绑定核心客户的重要方式。无论是 VIP Select 还是 ETLA 模式, 用户若接受 3 年续约承诺即可享受非常高的折扣力度, 在这种模式下, 用户粘性得以大幅提升。

图表 27 VIP 和 ETLA 的可用产品

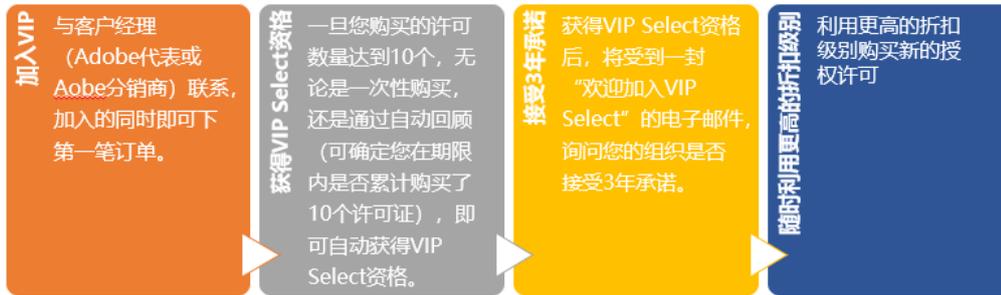


资料来源: Adobe 官网

#### 1、Adobe 购买计划 (VIP)

**Adobe 价值激励计划 VIP:** 适用于中小型企业和部门, 销售模式为授权经销商。Adobe 价值激励计划 (VIP) 是一项订阅许可计划, 可方便各种规模的组织购买、部署和管理 Adobe 产品。在订阅期限内购买 10 个或 10 个以上许可证的 VIP 会员有资格获得 VIP Select, 可获得 3 年折扣承诺。

图表 28 加入提供 3 年承诺的 VIP Select 的步骤



资料来源: Adobe 官网、华创证券

- **预算更长远, 成本更节约。** 提供 3 年承诺的 VIP Select 允许按照一个固定价格、基于确定的许可数量制定多年的预算计划。在订阅期限内 (最长 3 年, 续订 2 次) 进行所有 VIP 购买时均可获得折扣。而且可在最低承诺量基础上进行增购, 只需要维持承诺的数量即可。
- **3 年承诺的额外折扣。** 对于商业和政府客户: 3 年承诺所获得的折扣比 1 年的力度更大。VIP Select 会员接受 3 年承诺后, 他们将获得对应的额外折扣等级。

图表 29 Adobe 购买计划的 VIP Select 折扣力度

许可证数量	VIP Select 折扣	提供 3 年承诺的 VIP Select 折扣
10-49	5%	10%
50+	10%	15%

资料来源: Adobe 官网、华创证券

## 2、企业期限许可协议 (ETLA)

**ETLA (Enterprise Term License Agreements) 适用于企业的 Creative Cloud: 适用于中型至大型企业, 机构和部门, 主要通过 Adobe 企业代表进行销售。**

- **3 年期预算:** 一旦确定了软件订阅需求, 需要每年在规定日期支付按年度付款。同时可定制化 ETLA: 为单个办事处或特定业务需求购买一定数量的许可证, 或者在协议期间为整个企业部署许可证。
- **最佳使用体验:** ETLA 包含所有的 Adobe 软件、工具与服务, 包括适用于企业 Creative Cloud 拥有全世界最好用的创意软件; 适用于企业的 Document Cloud; Adobe Captivate、Presenter 等等。
- **最新版本的软件:** 保证所有的雇员都能使用最新版本的软件

图表 30 VIP 和 ETLA 简要比较

	VIP: 交易型采购	ETLA: 集中采购
产品	适用于团队的 Creative Cloud 以及 Adobe Acrobat DC	适用于企业的 Creative Cloud、Adobe 适用于企业的 Document Cloud、Adobe Captivate、Presenter 等等
组织	动态变化	稳定或不断成长
承诺	1-3 年	3 年

	VIP: 交易型采购	ETLA: 集中采购
购买	交易、分散	集中
付款	按需购买和支付	年度集中订购

资料来源: Adobe 官网, 华创证券

#### 四、平台化&智能化, 让 Adobe 强者愈强

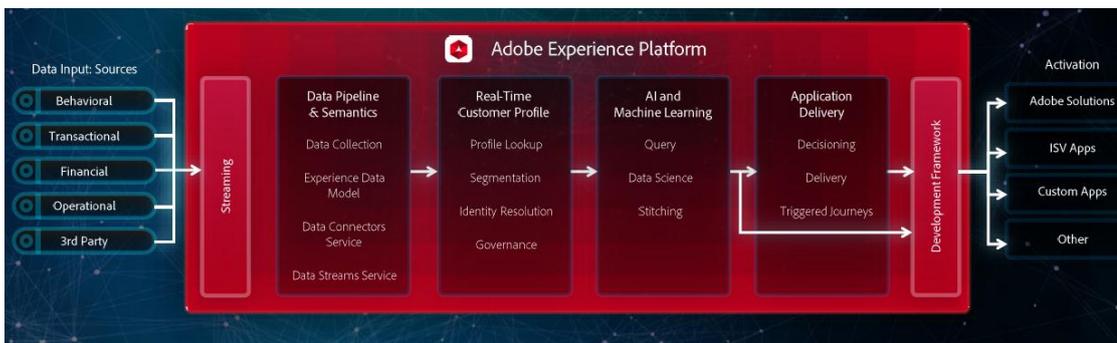
Adobe Sensei 是一个底层人工智能工具, 可以将深度学习等能力应用于 Adobe 旗下 Photoshop、Premiere、Illustrator 等软件中。例如在 Adobe Experience Cloud 中, Adobe Sensei 拥有超过 100 种智能功能, 包括智能警报、自动化广告活动洞察、异常侦测和相似人群预测建模, 以协助品牌更有效地了解和满足客户需求。

图表 31 Adobe Sensei 应用案例



资料来源: Adobe 官网

基于 Sensei, Adobe 也逐渐向平台化发展。2016 年起, Adobe 宣布将对公众开放 Sensei 的 API 接口。同时, 2019 年 3 月 28 日, Adobe 在 Adobe 数字体验峰会 2019 上面向全球发布了业界首个实时客户体验管理平台 Adobe Experience Platform。作为一个开放可扩展的平台, Adobe Experience Platform 可以整合企业内部的数据, 并通过 Adobe Sensei 的人工智能和机器学习功能实时创建客户档案。Adobe Experience Platform 可以根据这些客户档案激活相应内容, 从而实时为客户提供个性化体验。目前已经有部分全球知名品牌使用 Adobe Experience Platform 进行内测体验, 其中包括: 家电及电子零售商百思买、信息技术服务公司 DXC Technology、装饰建材零售商家得宝、无线通讯公司 Verizon Wireless 和索尼互动娱乐 (Sony Interactive Entertainment)。

**图表 32 Adobe Experience Platform 业务流程**


资料来源：Adobe 官网

### Adobe Experience Platform 能够提供:

- 丰富的数据管道和语义:** Adobe Experience Platform 构建了丰富的数据管道，可以通过全球分布的边缘网络提取来自多个来源的数据来实时丰富客户档案。随后，数据将会被收录到支持 50 多个使用标准语言和数据词汇表的客户体验数据模型中。此外，Adobe Experience Platform 能够提供一整套自身集成的工具，来确保其对数据的使用和管理符合当地的法律法规，如通用数据保护条例（GDPR）。借助开放式架构，IT 团队还可以轻松地在 Adobe Experience Platform 上加入自己的数据治理措施，从而更好地满足合规需求。
- 大规模实时个性化:** Adobe Experience Platform 同时也为 Adobe 全新的实时客户数据平台（Customer Data Platform, CDP）提供技术支持，汇集已知数据和匿名数据，借助智能决策和细分功能，在整个客户旅程中跨多渠道激活实时客户档案。客户可以去掉这些档案信息的不合理部分，借助 Adobe Sensei 人工智能和机器学习功能将这些数据模块转化为有价值的受众。
- 实时可操作的智能决策:** 由 Adobe Sensei 支持的客户旅程智能，能够通过预定义的数据驱动的最佳实践、人工智能及商业情报来进一步助力实时决策的产出与实践。数据科学家可以快速将整个企业的数据拼接在一起，支持 Adobe Experience Platform 上的实时客户档案，进而持续优化业务流程。企业可以通过访问 Adobe Sensei 模型，创建自己的模型或无缝训练现有模型，而这些都是有一个基于充分管理、安全且可扩展的基础架构作为支持。
- Adobe Sensei 人工智能服务:** 由于 Adobe Experience Platform 在全球范围内的可用性，全新的人工智能服务将能够提供连接数据和内容的智能层，确保品牌始终能够在恰当的时间、通过合适的渠道在相关的情境中传递精准的信息。现在，各类企业均可享受 Adobe Sensei 所带来的服务：企业可以借助客户人工智能（Customer AI），让品牌精准地定位特定的用户群体来开展相应的营销活动；Journey AI 可以帮助品牌编排数百万用户的客户旅程，不断分析其行为数据，并在最佳的时间提供品牌体验；归因人工智能（Attribution AI）可以发掘自有、无偿和付费媒体转化对品牌的影响，并帮助品牌相应地做出更加明智的资源分配。
- 开放平台和强大的生态系统:** Adobe Experience Platform 是一个由通用语义数据模型支持的开放式平台，旨在实现所有数据、智能工具和服务的标准化和集中管理，进而创建全新的体验应用和广泛的行业生态系统，助力品牌规模扩张。2018 年 9 月，Adobe 体验数据模型（XDM）和微软客户数据模型（CDM）、SAP 客户数据模型（CDM）三方宣布合作建立一个集成通用的数据模型。Adobe Experience Platform 现已支持该数据模型，它可以帮助品牌将来自其他应用程序和数据源的数据整合到一起，获得新的洞察。

图表 33 Adobe Experience Platform 应用示例



资料来源：CSDN

## 五、小结与思考

在本文的最后，我们重点讨论在研究过程中的几点思考：

### （一）Adobe 的云转型为何如此坚定、迅速？

我们认为主要有“天时”、“地利”、“人和”三个因素。

**天时：SaaS 模式认可度提升。**尽管云计算的提出已经有比较长的历史，但是市场对新模式接受是一个循序渐进的过程。发展到 2012-2013 年，SaaS 模式的低成本、高灵活度的优势逐渐被认可，大的行业发展趋势已经显现。而中国 SaaS 市场相比美国落后 5 年左右，由此推算 2018-2019 年或将成为 SaaS 市场的重要拐点。

**地利：轻量化、通用化的软件产品更容易上云。**Adobe 的 SaaS 转型首先是从 Adobe CC 开始的，Adobe CC 主要是面向创意人士或者中小型企业，产品相对标准化和轻量化。购买方的决策链条比较简单，同时对价格敏感度也更高，SaaS 模式能够得以迅速推广。国内金山办公的 WPS 办公软件符合这一特征。

**人和：由其行业地位决定。**前面的分析中已经提到，Adobe 在数字内容制作软件市场份额高达 53.6%，占据绝对领导地位。Adobe 的行业地位决定了其在全面转向 SaaS 模式的坚决态度，而无需过分担心用户的高度流失。类似地，国内建筑软件龙头广联达的快速转型也得益于其在国内市场的绝对领先地位。

### （二）如何理解 Adobe 平台化和智能化战略？

**平台化是一个必然的趋势。**从整体发展趋势来看，包括 Salesforce、Adobe，也包括国内的用友、金蝶，都逐渐从 SaaS 业务向 PaaS 延伸。对于企业客户，特别是大型企业客户来说，以平台的形式提供能力比提供 SaaS 产品更加具有吸引力。

**Adobe 的智能化和平台化两个战略是相辅相成、共同发展的。**Adobe Sensei 是 Adobe 旗下的人工智能技术平台，能够将技术广泛应用与各个产品中。而 Adobe Experience Platform 事实上是将人工智能技术和多源数据的封装，再对企业业务进行赋能，因此 Adobe Sensei 和 Adobe Experience Platform 是不可分割的关系。

图表 34 Adobe 平台化和智能化战略



资料来源: Adobe 官网

### (三) Adobe 未来发展策略分析

针对不同的产品线, Adobe 制定了不同的发展策略。综合来看, 反盗版、免费用户的转化, 国际市场开拓以及中小企业用户的拓展是 Adobe 未来增长的重点方向。

图表 35 Adobe 未来发展策略

	核心策略	市场扩张	客户价值提升
<b>Adobe Creative Cloud</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● CS 客户向订阅模式转化</li> <li>● 新创意工作岗位的增长</li> <li>● 学生使用量的增长</li> <li>● 新媒体的出现</li> <li>● 中小型企业用户增长</li> <li>● 国际化和新兴市场</li> <li>● 反盗版</li> <li>● 产品线优化</li> <li>● 免费用户的转化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 音频图像爱好者</li> <li>● 社交媒体工作者</li> <li>● 移动 app 用户</li> <li>● PS ipad 用户</li> <li>● 合作伙伴</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 库存内容</li> <li>● 协作</li> <li>● 服务内容增加</li> </ul>
<b>Adobe Document Cloud</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● PDF 类别的增长和留存</li> <li>● Acrobat 客户向订阅模式转化</li> <li>● 免费用户的转化</li> <li>● 中小型企业用户增长</li> <li>● 国际化扩张</li> <li>● 产品优化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 新的移动用户</li> <li>● 云服务: 扫描、编辑、协作、电子签名</li> <li>● 合作伙伴</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 将纸质文档转换为电子版</li> <li>● 协作</li> <li>● 智能化</li> </ul>

	核心策略	市场扩张	客户价值提升
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 反盗版</li> </ul>		
	市场策略	产品种类拓展	生态建设
<b>Adobe Experience Cloud</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 用户渗透率的提升</li> <li>● 产业发展提供新机遇</li> <li>● 国际化扩张</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 用户体验管理</li> <li>● B2B 机会</li> <li>● 商业贸易</li> <li>● Adobe Experience Platform</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 市场伙伴</li> <li>● 创新伙伴</li> <li>●</li> </ul>

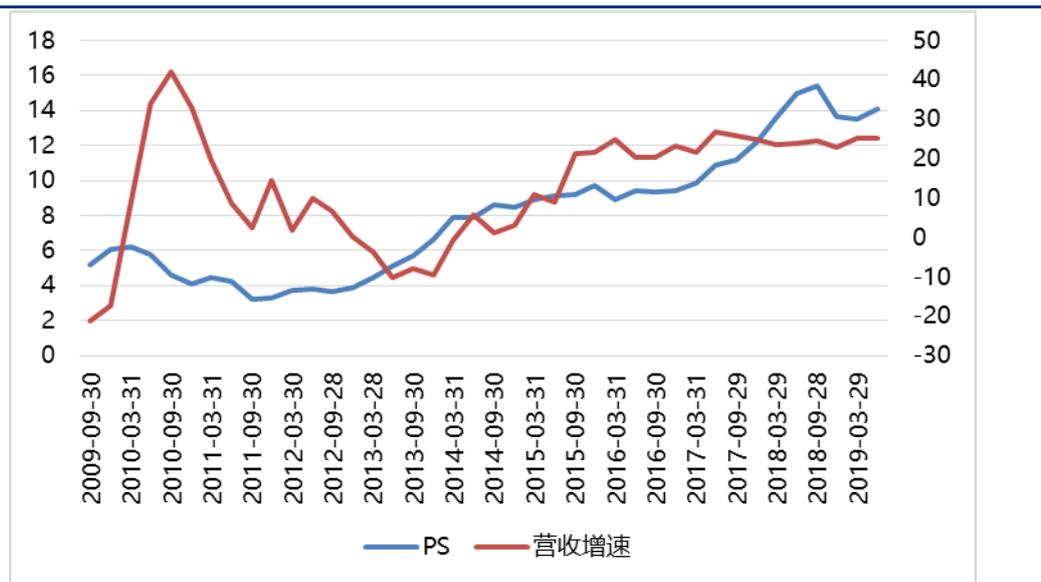
资料来源: Adobe 官网、华创证券

## 六、风险提示

政策支持力度不及预期; 市场竞争加剧。

### 附: Adobe 估值 (PS) 变化图

图表 36 Adobe 估值 (PS) 变化图



资料来源: Wind、华创证券

## 计算机组团队介绍

### 组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

### 分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：刘道遥

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500