

# 创意软件行业研究

买入(维持评级)

行业深度研究

证券研究报告

计算机组

分析师: 孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

分析师: 陈奕骄 (执业 S1130523020001)

chenyijiao@gjzq.com.cn

## 海外巨头复盘: Adobe 云化与 AI 化之路

### 行业观点

- **AGI 科技变革驱动 AIGC 演化为新一轮内容生产力革命。**创意软件行业涵盖文档创意、图像创意、视频创意等多种内容维度, 主要面向广大 C 端用户辅助其进行内容生成与加工工作, 历经 PGC (平台/专家生成内容) → UGC (用户生成内容) → AIUGC (AI 辅助用户生成内容) 三大发展阶段, 目前在 AGI 赋能之下已全面进入 AIGC (AI 独立生成内容) 时代。我们认为, AGI 强大的多模态内容生产能力将极大推动创意软件行业生产力跃迁, 大幅降低内容生产成本, 优化内容生产效果, 达至对内减员增收优化组织效率, 对外提价放量迭代商业模式的新阶段。本篇全球创意软件巨头 Adobe 的复盘报告旨在梳理创意软件行业四十年的发展变迁, 并通过研究 Adobe 云化与 AI 化历程映射国内 AIGC 主要标的, 为 AGI 时代下跟踪研究国内相关标的提供参考框架。
- **全球创意软件巨头, 立足三大产品转型上云。**Adobe 成立于 1982 年, 立足“CC+DC+EC”三大产品, 覆盖 B/C 客群的办公及创意工作需求。其中, CC 主要面向 C 端用户提供包括图片、音频、视频处理功能; DC 主要面向 B/C 端提供 PDF 编辑与电子签名服务; EC 主要面向 B 端提供广告分析、市场营销、用户分析等功能服务, 丰富的产品矩阵塑造了 Adobe 完善的生态体系。公司聚焦“CC 为主, DC/EC 协同发展”的产品重心与“美国为首”的市场重心, 2022 年营收达 176 亿美元, 同比增长 11.5%。其中, 产品结构上, CC 占比 59%, EC 占比 25%, DC 占比 14%。地区结构上, 美国市场占比 58.2%, 欧洲中东非洲市场占 26.1%, 亚太市场占比 15.7%。
- **回顾 Adobe 云化之路: 发展停滞期的破与立, “三朵云”共促模式优化。**2009 年, Adobe 经营发展面临大幅停滞, 公司提出云化战略, 逐步推进云端布局。2013 年起云转型初见成效, 13-18 年云化业务 CAGR 达 25.7%, 三端营收呈现企稳回升态势。同时, 公司构建“CC+DC+EC”三朵云产品矩阵, “低用户门槛+高产品性价+多元矩阵结构”促使新用户不断增加。
- **展望 Adobe 入局 AIGC: Adobe Firefly 引领创作智能化, 携手 NVIDIA 开发生成式 AI 模型。**2023 年 3 月, Adobe 推出的全新的创意生成式 AI 模型集 Adobe Firefly, 落地“元素即时设计+视频/图片编辑+社交创作+3D 创作”等功能。同期, Adobe 宣布与 NVIDIA 合作开发生成式 AI 模型。23 年 7 月 1 日, Acrobat Pro 将全面提价约 40%。同时, Adobe 重要商业设计内容的安全性, 积极构建内容保护机制。
- **三波 AI 逻辑拐点验证, 万兴科技步入 AIGC 价值螺旋。**万兴作为国内 AIGC 工具类软件领航者, 在本轮 AI 浪潮中精准把握了每一波 AI 逻辑拐点, 目前“量价齐升”逻辑已得到业绩层面确证。第一波 AI 逻辑拐点为自研 AIGC 技术赋能 Filmora 大版本更新带来 40% 产品提价; 第二波 AI 逻辑拐点为 OpenAI 开放 API 接口, 万兴首批接入合作生态稀缺性凸显; 第三波 AI 逻辑拐点为 23Q1 视频创意产品同比大增 45% 验证“量价齐升”逻辑。
- **福昕软件为国内 PDF 办公软件龙头, 坚定“订阅优先+渠道优先”双转型增长战略。**福昕软件 22 年确立了订阅优先和渠道优先的双转型增长战略, 持续深化云化战略, 助力订阅转型, 打造丰富的产品矩阵。PDF 编辑器与阅读器为公司主要收入来源, iDox.ai 团队赋能文档智能, 接入“文心一言”助力用户降本增效。

### 投资建议

- 本轮 AGI 科技变革已进入业绩兑现期, 创意软件行业面向大量 C 端用户提供产品服务, 下游用户技术感知度较为敏感且创意工作的容错率较高, 因此更易成为率先受益 AGI 兑现降本增效逻辑的优势赛道。复盘全球创意巨头 Adobe 云化&AI 化之路, 映射国内**推荐关注 AIGC 工具软件领航者万兴科技, PDF 办公软件龙头福昕软件。**

### 风险提示

- 海外基础软硬件使用受限; 行业竞争加剧风险; AI 监管不确定性的风险。

## 内容目录

1. Adobe: 全球创意软件巨头, 三大产品矩阵营造闭合生态	6
1.1 发展沿革: 引领桌面排版革命→全面云化转型→AIGC 创意软件巨头	6
1.2 产品架构: “CC+DC+EC”三大产品主线, 不断更新的“数字百宝箱”	7
1.2.1 Creative Cloud: To C 设计云软件套装, 从 2D 影像处理进阶 3D 渲染仿真	7
1.2.2 Document Cloud: To B&C 办公云软件, 云化转型与生态闭合双重共振	8
1.2.3 Experience Cloud: To B 营销分析云软件, 借力收并购迅速补齐业务能力	10
1.3 业务布局: 立足“CC+美国市场”拓宽业务领域, 面向数字内容市场星辰大海	12
1.4 财务分析: 利润率随云转型稳步改善, 投运效率持续优化	13
2. 回顾 Adobe 云化之路: 发展停滞期的破与立, “三朵云”共促模式优化	15
2.1 云化艰难背景: 业务发展停滞期的破与立, Adobe 面临发展经营瓶颈	15
2.2 云化初见成效: 云占比和订阅量两翼齐升	15
2.3 云化基本完成: 云服务体系雏形初现, 财务端实现高速创收	16
2.4 云化之路复盘: 订阅收入转化成效显著, 产品矩阵丰富促使新用户不断涌入	17
2.4.1 云化衡量指标: 引入 ARR 精准衡量云端订阅收入转化, 三端营收稳定增长	17
2.4.2 云化成功因素: “低用户门槛+高产品性价+多元矩阵结构”助推云转型落地	18
2.4.3 云化显著标志: 订阅占比逐步提高, 收入分类迈向新一轮革新	19
3. 展望 Adobe 入局 AIGC: Adobe Firefly 引领创作智能化, 携手 NVIDIA 开发生成式 AI 模型	19
3.1 发布 Adobe Sensei 入局 AIGC, 提供“创造力+决策流程+数字营销”功能服务	19
3.2 创意生成式 AI Adobe Firefly 引领创作智能化, Acrobat Pro 将于 23 年 7 月提价约 40%	21
3.3 聚焦安全可用的商业设计用途, 重视 AI 创作内容版权归属	23
4. 万兴科技: 三波 AI 逻辑拐点验证, 步入 AIGC 价值螺旋	24
4.1 第一波 AI 逻辑拐点: 自研 AIGC 技术赋能 Filmora 大版本更新带来 40%产品提价	25
4.2 第二波 AI 逻辑拐点: OpenAI 开放 API 接口, 万兴首批接入合作生态稀缺性凸显	26
4.3 第三波 AI 逻辑拐点: 23Q1 视频创意产品同比大增 45%验证“量价齐升”逻辑	27
5. 福昕软件: 国内 PDF 办公软件龙头, 立足订阅优先+渠道优先双转型	28
5.1 发展沿革: 国内 PDF 龙头企业, 内生外延并举强化核心竞争力	28
5.2 财务分析: 营业收入持续增长, 毛利率保持高位稳定	30
5.3 AIGC: iDox.ai 赋能文档智能, AIGC 文档摘要&修改建议+智能搜索定位文档内容	31
6. 投资建议	32
7. 风险提示	32

## 图表目录

图表 1: Adobe: 全球创意软件巨头的成长之路.....	6
图表 2: Adobe 三大产品主线: Creative Cloud、Document Cloud、Experience Cloud.....	7
图表 3: Creative Cloud 产品矩阵.....	7
图表 4: Adobe CC 云化进程持续推进.....	8
图表 5: Adobe 收购基于云的演示平台 BRIO XR.....	8
图表 6: Creative Cloud 提供从照片、视频音频到 3D、VR 等丰富的功能, 形成完整生态圈.....	8
图表 7: Document Cloud 产品介绍.....	9
图表 8: Document Cloud 团队版和个人版功能对比.....	9
图表 9: Document Cloud 赋能 pdf 高效管理.....	9
图表 10: Document Cloud 网页、iPad、手机三端互通打造闭环生态圈.....	9
图表 11: 主要 PDF 厂商能力多维对比.....	10
图表 12: 2017-2019 年 Adobe PDF 市场份额均居于 92%以上.....	10
图表 13: Experience Cloud 产品介绍.....	11
图表 14: Adobe 通过收购其他软件公司快速补齐 EC 业务能力.....	11
图表 15: Adobe 自创立起至今不断丰富其业务领域、完善所触及用户和产品服务范围.....	12
图表 16: Adobe 按产品分类收入构成(亿美元).....	12
图表 17: Adobe2017 与 2022 年营收市场结构对比.....	12
图表 18: Adobe 各业务线 TAM 计算范围.....	13
图表 19: Adobe 各业务线 TAM (十亿美元).....	13
图表 20: Adobe 整体 TAM 及年增长率.....	13
图表 21: Adobe 三项利润率水平稳中有升.....	14
图表 22: Adobe 现金流状况波动向下, 净现比整体健康.....	14
图表 23: Adobe 近十年费用率逐渐下降.....	14
图表 24: Salesforce 2022 年费用率.....	14
图表 25: Adobe 人均创收稳定增长.....	15
图表 26: Adobe 总资产周转率稳定增长.....	15
图表 27: Adobe 云化前收入和收入增速(单位: 亿美元).....	15
图表 28: Adobe 云化前净利润和净利润增速(单位: 亿美元).....	15
图表 29: Adobe 业务初期云化占比及 5 年内 CAGR.....	16
图表 30: Adobe 云化初期 Creative Cloud 订阅量及 CAGR(单位: 万次).....	16
图表 31: Adobe 逆风翻盘的云转型历程.....	16
图表 32: Adobe 基本云服务体系架构.....	16
图表 33: Adobe 云转型期间云化收入及增长率.....	17

图表 34: Adobe 云转型期间云化利润及增长率.....	17
图表 35: ARR 数值受“向上+交叉”销售共同影响.....	17
图表 36: Adobe ARR 的内部计算方式.....	17
图表 37: Creative Cloud 收入和 ARR (单位: 亿美元).....	18
图表 38: Document Cloud 收入和 ARR (单位: 亿美元).....	18
图表 39: Digital Media 收入和 ARR (单位: 亿美元).....	18
图表 40: Digital Media 订阅收入及占比 (单位: 亿美元).....	18
图表 41: Adobe 云转型前后产品特征对比.....	18
图表 42: Adobe 云转型后的新型产品矩阵.....	19
图表 43: Adobe 云转型前后营收结构 (单位: 亿美元).....	19
图表 44: Adobe 云转型后云收入占比走势.....	19
图表 45: Sensei 可帮助用户在几秒钟内消除视频缺陷, 激发用户的创造能力.....	20
图表 46: Sensei 针对数据中的重要事件发出警报, 为用户提供科学的决策指导.....	20
图表 47: Sensei 打通客商间数字化互动桥梁, 助力实现个性化数字营销.....	21
图表 48: Adobe 基于创意生成 AI Adobe Firefly, 赋能产品应用端转型升级.....	21
图表 49: Firefly 应用于影片或图片的编辑, 轻松进行色调与氛围调整.....	22
图表 50: Firefly 助力用户制作独特的社交贴文.....	22
图表 51: Firefly 实现将 3D 构图转换为逼真的影像.....	22
图表 52: Adobe 携手 NVIDIA 合作开发新一代高级生成式 AI 模型.....	22
图表 53: Acrobat Pro 将于 23 年 7 月提价约 40%.....	23
图表 54: Adobe 构建“数据训练+内容标签”两大内容保护机制应对 AI 道德责任难题.....	24
图表 55: 短线复盘: 万兴科技把控三波 AI 逻辑拐点, 迎来戴维斯双击时刻.....	25
图表 56: AIGC 赋能 Filmora 六大功能升级.....	25
图表 57: 万兴 Filmora 版本更新后提价 40%, 我们坚定看“量增”逻辑.....	26
图表 58: 万兴符合受益 OpenAI 模型三大特征, 标的稀缺性凸显.....	26
图表 59: GPT API 调用收费标准.....	27
图表 60: 公司视频创意产品线 23Q1 收入同比大增 45%以上验证“量价齐升”逻辑.....	27
图表 61: 公司 AIGC 价值螺旋长线演绎趋势初现.....	28
图表 62: 福昕软件: 国内 PDF 龙头企业, 内生外延并举强化核心竞争力 (亿元, %).....	29
图表 63: 福昕软件产品矩阵丰富.....	29
图表 64: 福昕软件营业收入持续增长, 近五年营收 CAGR 达 21.3% (亿元, %).....	30
图表 65: PDF 编辑器与阅读器系主要收入来源.....	30
图表 66: 福昕软件研发费率大幅增加, 销售费率先增后降, 管理费率稳定.....	30
图表 67: 福昕软件各项产品毛利率均保持高位稳定.....	30
图表 68: 福昕软件归母净利承压.....	31

图表 69: 福昕软件人均创收先降后升, 人均创利承压.....	31
图表 70: iDox.ai 四大功能模组赋能文档智能 .....	31
图表 71: iDox.ai 编校功能界面展示.....	31
图表 72: 福昕软件 AIGC 文档摘要&修改建议+智能搜索定位文档内容功能 .....	32
图表 73: 推荐万兴科技、福昕软件.....	32

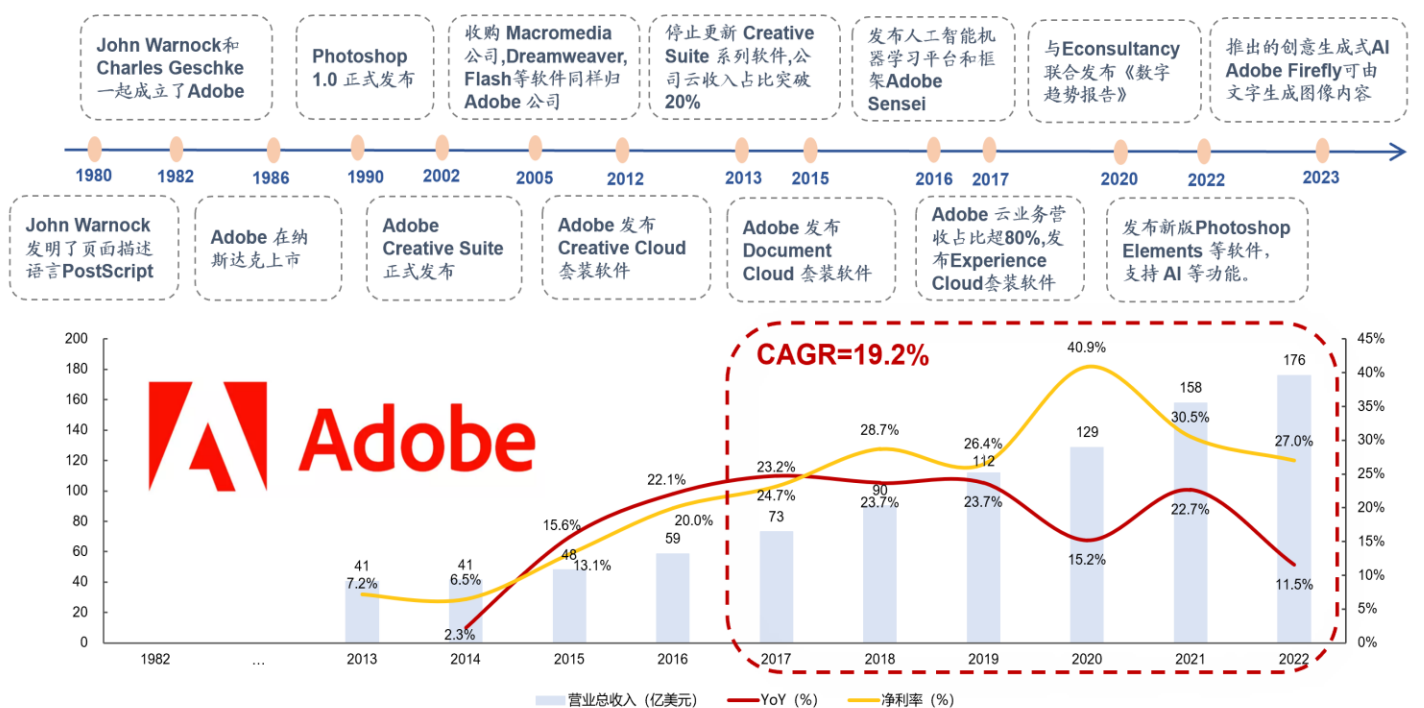
## 1. Adobe: 全球创意软件巨头, 三大产品矩阵营造闭合生态

### 1.1 发展沿革: 引领桌面排版革命→全面云化转型→AIGC 创意软件巨头

Adobe 成立于 1982 年 12 月, 四十余年间始终聚焦为全球用户提供专业的数字内容管理和创作工具, 共经历了以下四大发展阶段:

- 桌面排版革命期 (1982-1993 年): 1982 年, John Warnock 联合 Charles Geschke 创立了 Adobe 公司, 1983 年推出第一款产品页面描述语言 PostScript, 支持个人电脑实现打印排版与机器控制, 引发桌面排版革命: 专业桌面应用程序不应局限于代码, 而应允许用户基于视觉与计算机进行交互操作编辑。1986 年, Adobe 在纳斯达克上市。1990 年, Adobe 嗅到图形软件市场缺口, 发布 Photoshop 1.0, 实现图形创建、图像编辑、页面布局等功能, 并在一年后推出视频编辑软件 Premiere。1993 年, 发布 Acrobat, 以实现不同电脑与操作系统间传输文件, PDF 格式由此诞生。
- 产品多元扩张期 (1994-2006 年): 1994 年, Adobe 收购 Aldus, 公司一跃成为全球第五大软件公司。1998 年, Adobe 正式进入中国市场。1999 年, 推出 Acrobat 4.0, 增加数字化签名等功能, 并可网页转换为 PDF, 这是具备革命性创新意义的功能。2002 年, 公司将旗下软件统一打包, Creative Suite (CS) 诞生。2003 年, 收购音频处理软件 Cool Edit pro, 并更新为 Au 1.0。2005 年, 公司相继收购 Macromedia、Dreamweaver、Flash 等软件, 扩张 CS 产品矩阵, 增加多种软件与使用场景。
- 全面云化转型期 (2007-2021 年): 2007 年, Adobe 决定开发订阅模式, 首次提出将产品向云端迁移。2009 年, Adobe 收购顶级企业分析公司 Omniture, 开辟数字分析、营销功能的新产品分类。2013 年, 正式发布 Creative Cloud (CC), 并停止 CS 产品售卖, 刺激用户全面转为订阅模式。2015 年, 发布 Document Cloud 套装软件; 2016 年, 公司发布 AI 机器学习平台底层框架 Adobe Sensei; 2017 年, 推出 Experience Cloud 套装软件, 正式形成三大产品矩阵, 基本云服务体系建设完成。
- AIGC 发展期 (2022 年至今): 2022 年, 公司发布新版 Photoshop Elements 等软件, 支持 AI 等功能。2023 年, 随着 OpenAI 的 GPT 大语言模型引爆全球, Adobe 联合英伟达推出 AI 图像生成工具 Firefly, 宣布布局 AIGC 赛道。一个月后, 宣布视频编辑软件 Premiere Pro 将基于 Adobe Sensei 支持推出一系列 AI 功能, 引入基于文本的视频编辑, 该方法有望彻底改变视频粗剪的工作流程。

图表 1: Adobe: 全球创意软件巨头的成长之路



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

## 1.2 产品架构：“CC+DC+EC”三大产品主线，不断更新的“数字百宝箱”

立足“CC+DC+EC”三大产品主线服务客户。Adobe 通过对内自研与对外收购，打造了 Adobe Creative Cloud (CC)、Adobe Document Cloud (DC) 和 Adobe Experience Cloud (EC) 三大产品主线。Adobe 在 CC 和 DC 端通过提供产品、服务和解决方案，使得个人、团队和企业能够创建、发布和推广他们的内容；通过 EC 端提供全面的集成平台以及应用程序和服务，帮助品牌和企业分析管理客户。

图表2: Adobe 三大产品主线: Creative Cloud, Document Cloud, Experience Cloud



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

### 1.2.1 Creative Cloud: To C 设计云软件套装，从 2D 影像处理进阶 3D 渲染仿真

Creative Cloud 主要面向个人消费者，可以实现图片处理、剪辑、音频动画视频处理、3D/VR、页面设计等功能。

图表3: Creative Cloud 产品矩阵

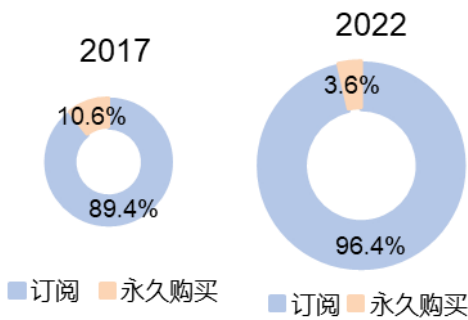


来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

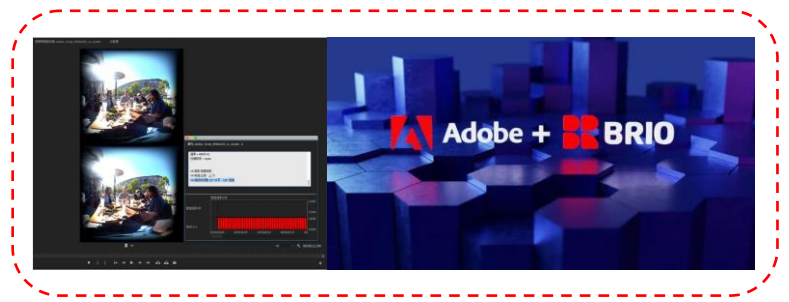
云转型持续推进优化 Creative Cloud 商业模式。近五年，Creative Cloud 营收模式持续优化，订阅占比已由 2017 年的 89.5% 提升至 2022 年的 96.4%。

开拓 3D/VR 领域，战略布局 XR 业务。Adobe 早在 2016 年便升级了 Creative Cloud 软件产品套装，发布 3D 设计应用 Project Felix 以及 Premiere Pro 的 VR 剪辑功能，以支撑 3D 和 VR 领域的软件协作。随后 Adobe 收购 Skybox Tools，补充了其现有的 360/VR 电影制作技术。2022 年 Adobe 收购基于云的 AR、VR 和 3D 演示平台 BRIO XR，并在全球创意大会 MAX 2022 上宣布其业界领先的 Substance 3D 创意工具的创新功能，为创作者和品牌提供创建独立 3D 内容的端到端解决方案。

图表4: Adobe CC 云化进程持续推进



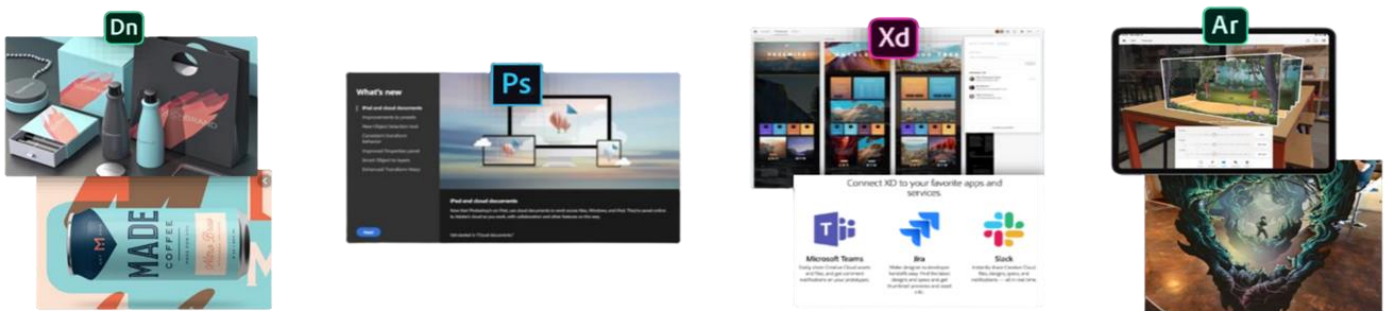
图表5: Adobe 收购基于云的演示平台 BRIO XR



来源: Adobe Investor Handout 2020, Wind, 国金证券研究所

CC 矩阵功能强大且生态完善，用户粘性较强。Adobe CC 涵盖图片处理、剪辑、特效制作、音频处理、动画制作、插画创作、3D 图像、页面设计等功能，形成了完整的生态圈，订阅一个具有极高性价比的全家桶可以满足创意工作者的几乎所有需求，形成了市场独家的竞争优势。对 Adobe CC 的用户而言，重新熟悉操作系统、转移生态资料至其他软件会带来高昂的转换成本，因此用户粘性及留存意愿强烈。

图表6: Creative Cloud 提供从照片、视频音频到 3D、VR 等丰富的功能，形成完整生态圈



来源: Adobe 官网, Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

### 1.2.2 Document Cloud: To B&C 办公云软件，云化转型与生态闭环双重共振

Document Cloud 主要面向企业和个人消费者，包括 PDF 编辑器、电子签名，且可以在网页、ipad 和移动端传输。



图表7: Document Cloud 产品介绍



图表8: Document Cloud 团队版和个人版功能对比

Document Cloud 功能	团队版	个人版
创建 PDF 并与 Word、Excel、PowerPoint 的转化	√	√
在 PDF 中编辑文本和图像、重新排序和删除页面	√	√
将多个文档和文件类型合并为一个 PDF	√	√
轻松创建、填写、签署和发送表单	√	√
发送电子签名文件并实时跟踪回复	√	√
添加安全性和密码并实时跟踪回复	√	√
利用先进的移动编辑功能	√	
比较 PDF 的两个版本以查看所有差异	√	
将扫描的文档转化为可编辑、可搜索的 PDF	√	
编辑以删除 PDF 中的敏感信息	√	
针对 iso 和辅助功能标准验证和修复 PDF	√	

来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

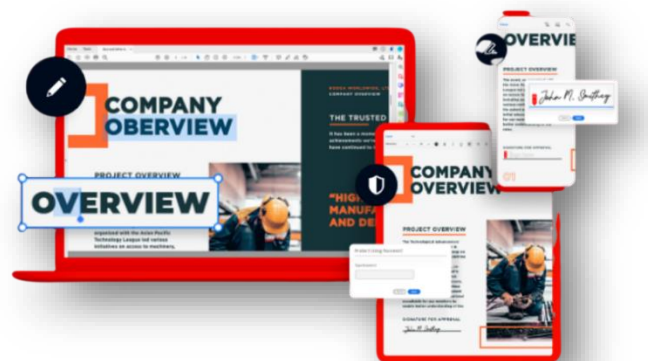
Document Cloud 问世, 云转型赋予用户功能增量。2015 年 Adobe 在 Acrobat 基础上推出 Document Cloud, 为个人或企业提供安全、高效的文档管理体验。Acrobat Pro 2023 可提供用于存储和共享文档的云服务与移动应用程序, 以便在旅途中轻松访问 PDF 文件。

Document Cloud 形成完整生态圈, 提升用户体验, 增强用户粘性。通常用户具有较长的 PDF 使用时间, Document Cloud 面世后, PDF 可以上传到文档云, 实现 PC、iPad、手机三端互通、闭合完整的生态圈, 促使用户的付费意愿与产品粘性进一步提升。

图表9: Document Cloud 赋能 pdf 高效管理



图表10: Document Cloud 网页、iPad、手机三端互通打造闭合生态圈



来源: Adobe 官网, Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

来源: Adobe 官网, Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

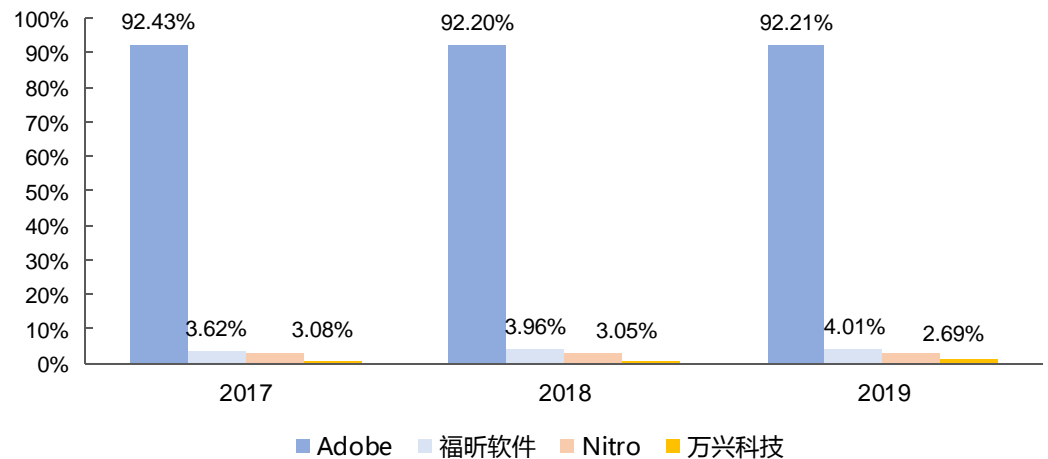
Adobe 基于 PDF 多维功能应用的 Document Cloud 牢牢占据市场主导地位, 在同行业竞争中优势明显, 2017~2019 年 PDF 市场占有率均保持在 92%以上。

图表11: 主要 PDF 厂商能力多维对比

	Adobe	福昕软件	金山办公	万兴科技
产品技术	PDF 开创者，技术领先	与 Adobe 技术基本对等	不作为主攻技术	作为公司技术能力之一
产品定位	主营创意云，作为部分产品	主营产品	作为 WPS 组件的部分提供	主营多媒体软件，作为部分产品
用户群体	机构、个人	主要针对机构	机构、个人	个人
授权模式	订阅为主	买断与订阅均可	B/G 端买断+订阅；C 端订阅	买断+订阅
销售模式	渠道销售为主	非在线商店直销为主，	B/G 端直销+代理；C 端在线商店	互联网线上直销、经销、分销
销售区域	全球	国外欧美地区为主、国内为辅	国内为主	海外为主
售后服务	主要针对付费用户	全部用户售前售后服务	线上客服	线上客服

来源：Adobe&福昕&金山&万兴官网，Adobe Investor Handout 2020，国金证券研究所

图表12: 2017-2019 年 Adobe PDF 市场份额均居于 92% 以上

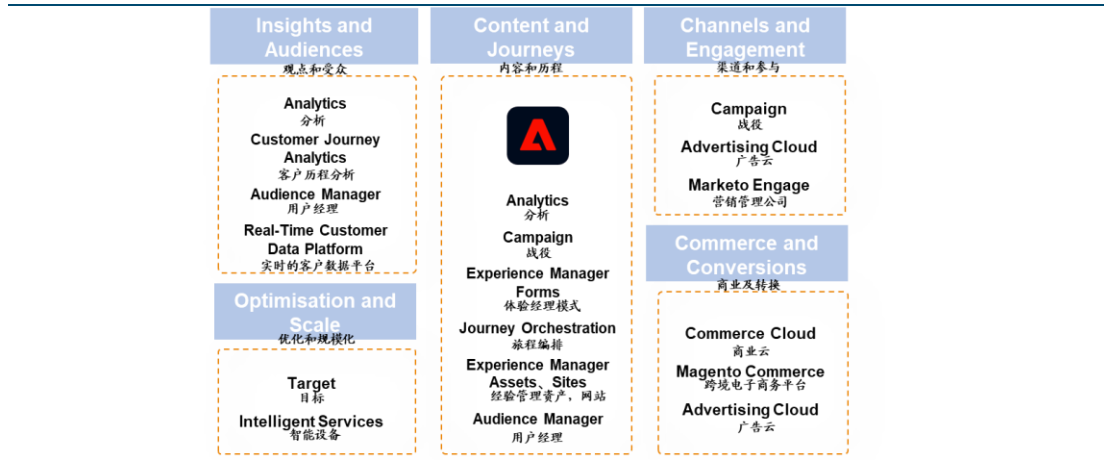


来源：Adobe Investor Handout 2020，Antanyze，Wind，国金证券研究所

### 1.2.3 Experience Cloud: To B 营销分析云软件，借力收并购迅速补齐业务能力

Experience Cloud 面向商业消费者，通过 Adobe sensei 提供技术支持涵盖了广告分析、市场营销、用户分析、价格监测等功能，支持用户从事商业分析和市场营销等需求。

图表13: Experience Cloud 产品介绍



来源: Adobe 官网, Adobe Investor Handout 2020, Wind, 国金证券研究所

Adobe 整合优质标的快速发展 Experience Cloud。2009 年 9 月, Adobe 收购 Omniture, 奠定了 Experience Cloud 雏形。之后数年间, Adobe 通过收购方式不断完善其在广告投放、品牌营销等消费者体验。

图表14: Adobe 通过收购其他软件公司快速补齐 EC 业务能力

时间	收购标的	收购金额	并购目的
2009.09.15	Omniture	18 亿美元	与 Omniture 的 Web 分析、测量和优化技术相结合, Adobe 将能够很好地提供解决方案, 简化相关内容和应用程序的创建和交付。
2010.10.28	day software	/	day software 将作为 Adobe 数字企业解决方案业务部门的一条新产品线运营, 为企业提供一流客户体验管理解决方案。
2011.01.19	Dexdem	18 亿美元	Dexdem 作为一家数据管理平台公司, 将 Demdex 添加到 Adobe Online Marketing Suite 提供受众优化解决方案, 有助于扩大广告商和发布商在线广告投资。
2012.01.17	Efficient Frontier	4 亿美元	为 Adobe 现有的数字营销套件增加了跨渠道广告活动预测、执行和优化功能, 以及社交营销参与平台和社会广告购买能力。
2012.12.20	Behance	1.5 亿美元	Adobe 计划将 Behance 的社区和作品集功能与 Adobe Creative Cloud 结合, 使成员能够无缝地创建内容、寻求反馈、展示他们的作品并跨设备分发。
2013.06.28	Neolane	6 亿美元	Neolane 将成为 Adobe Marketing Cloud 中的第六个解决方案, 可以跨渠道和设备向消费者提供丰富的个性化体验, 并为营销人员提供统一的客户视图。
2016.05.03	Livefyre	/	Livefyre 与 Adobe Experience Manager 的结合, 客户将能够从主要社交网络收集、策划和发布用户生成的内容, 并将其发布到品牌自有营销渠道的数字体验中。
2016.12.23	tubeMogul	5.4 亿美元	Adobe 和 TubeMogul 的结合将跨越传统电视和数码格式, 提供首个端到端的独立广告和数据管理解决方案, 为全球各大品牌简化这一复杂和分散的过程。
2018.05.21	Magento Commerce	16.8 亿美元	Magento 平台将数字商务、订单管理和预测智能整合到一个统一的商务平台中, 为各行各业提供购物体验。
2018.09.20	Marketo	47.5 亿美元	将 Adobe EC 分析、内容、个性化、广告和商务功能与 Marketo 的潜在客户管理和基于帐户的营销技术相结合, 为 B2B 公司提供大规模创建、管理和执行营销活动的的能力。
2020.11.09	Workfront	16 亿美元	Adobe Experience Cloud 和 Workfront 的结合将为目前面临孤立工作管理解决方案挑战的营销团队带来效率、协作和生产力提升。
2022.09.15	Figma	200 亿美元	Figma 是一家软件公司, 以具有前瞻性和协作性的设计平台而闻名, 解决了团队协同设计工作中的很多产品技术问题, 是下一代生产力工具的发展方向。

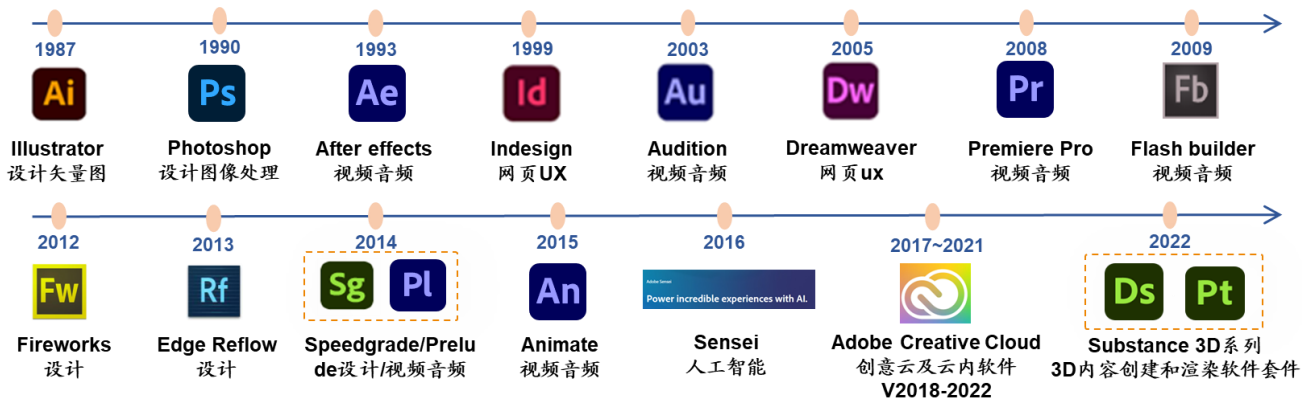
来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

### 1.3 业务布局：立足“CC+美国市场”拓宽业务领域，面向数字内容市场星辰大海

Adobe 是全球领先的数字内容管理和出版解决方案供应商，其软件产品涵盖了专业领域内绝大多数应用程序，并为超过 5 亿家企业和机构提供支持，是世界上最大、最具创新力的业务多元化运营公司。Adobe 当前正不断扩大其业务领域、可触及用户和产品服务范围，以完善其产品线布局和业务触及范围。

- 业务领域：从设计到网页 UX、视频音频、数据分析、 workflow 数据化及整合。
- 可触及用户：从最初的面向消费者进化为消费者+商业的模式，提供服务的边界不断拓展。
- 产品服务范围：单独产品-CS 套装-CC 云服务。从创意类产品 CC，拓展到文档类产品 DC，又拓展到营销类产品 EC。

图表 15: Adobe 自创立起至今不断丰富其业务领域，完善所触及用户和产品服务范围

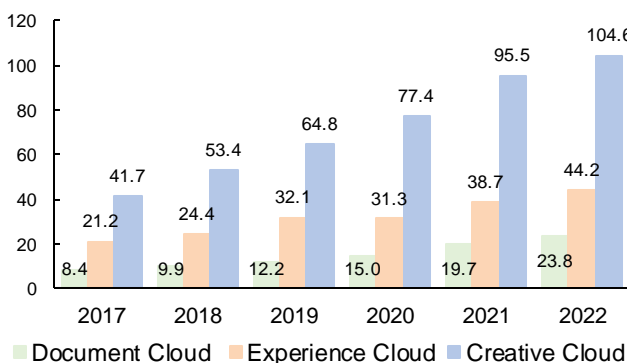


来源：Adobe 官网，国金证券研究所

Creative Cloud 贡献主要营收，Document Cloud 和 Experience Cloud 快速成长。2017~2022 年，Creative Cloud 端收入连年增长，平均占比达 50% 以上，是 Adobe 主要收入来源；Experience Cloud 快速发展，在 2022 年获得收入 44.2 亿美元；近年来随着居家办公的普及和文件便携性要求的日益提升，Document Cloud 端逐渐发力，实现营收的高速增长。

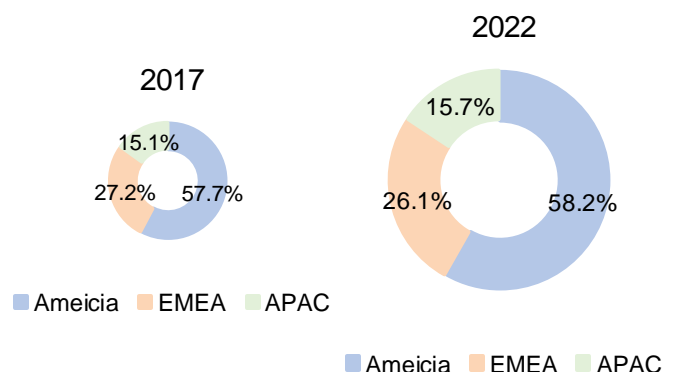
Adobe 市场业务重心为美国市场。Adobe 于 2016 年正式进入中国，2022 年 Adobe 亚太地区收入贡献率仅为 15.7%，相较于进入中国市场初期（2017 年）并未有明显增长，而战略重心美国市场的收入占比居于高位，营收的市场结构较为稳定。

图表 16: Adobe 按产品分类收入构成 (亿美元)



来源：Adobe Investor Handout 2020，国金证券研究所

图表 17: Adobe 2017 与 2022 年营收市场结构对比



来源：Adobe Investor Handout 2020，国金证券研究所

TAM 即 Total Addressable Market，潜在市场范围，是从一个产品或服务从 100% 的市场份额中能够获得的理论收入，或者说产品未来有希望覆盖的消费者人群规模。TAM 是判断一家公司未来产品及发展潜能的重要数据。通过提供一个更加具体的市场渗透路线，有助于描绘出产品的市场规模，以及业务是否值得获得风险投资的支持。

对于 Adobe 这类软件公司，TAM 取决于其软件的可扩展能力：底层开发能力和产品化能力，支撑 Adobe 从一个产品线扩展到多条产品线，从一个行业赛道扩展至多个行业赛道，

从一个市场区域拓宽到市场多个区域。

图表18: Adobe 各业务线 TAM 计算范围

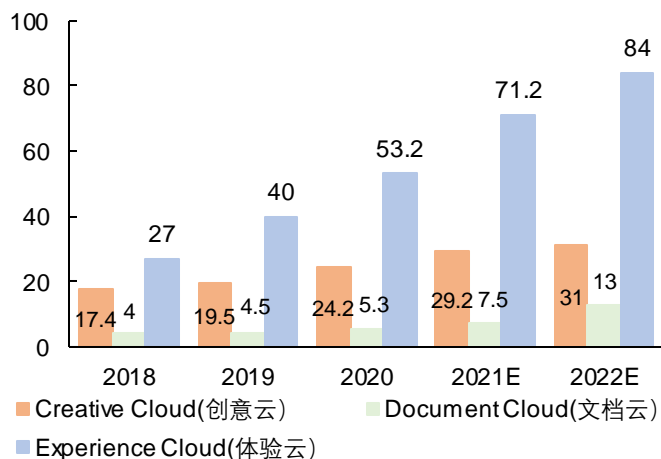
Adobe Creative Cloud	Adobe Document Cloud	Adobe Experience Cloud
创意专业人士 Creative Professionals	Acrobat 应用 Acrobat Applications	数据与洞察 Data&Insights
		内容与个性化 Content&Personalization
沟通交流者 Communicators	文档平台服务 Document platform Sevices	商业 Commerce
		客户行程管理 Customer Journey Manager
消费者 Consumers		广告 Advertising

来源: Wind, 国金证券研究所

Experience Cloud 未来潜在市场巨大。据预测在 2022 年未来数字营销 (Experience Cloud) 潜在市场范围为 840 亿美元, 远超前于数字媒体总和 (Creative Cloud + Document Cloud) TAM 的 440 亿美元, 是未来软件市场的有力增长点。

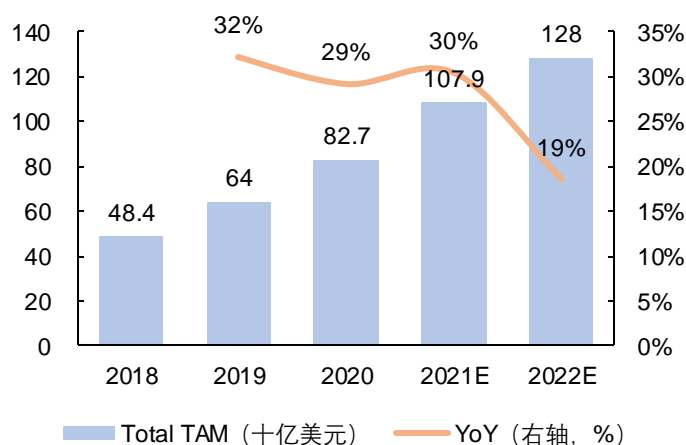
Adobe 未来整体的潜在市场范围仍保持增长, 但增速略有回落。2022 年 TAM 达 1,280 亿美元, 同比增长率达 19%。

图表19: Adobe 各业务线 TAM (十亿美元)



来源: Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

图表20: Adobe 整体 TAM 及年增长率



来源: Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

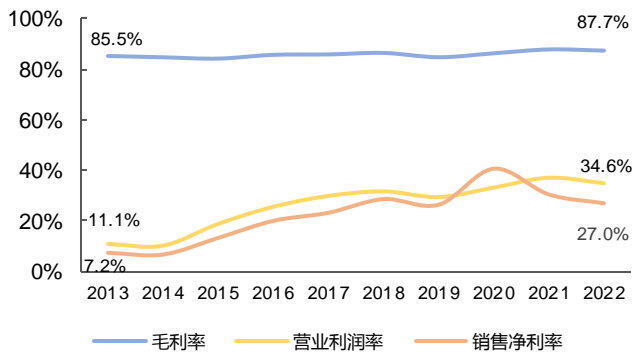
#### 1.4 财务分析: 利润率随云转型稳步改善, 投运效率持续优化

Adobe 的毛利率一直保持 85% 左右的较高水平。自 2013 年云转型初期由于业务调整出现较大下滑, 在 2015 年达到最低点 84% 后, Adobe 的毛利率水平开始逐步回升, 2021 年毛利率为 88.2%, 位于历史最高位。

毛利率变动和 Adobe 产品销售模式的转变有直接关系, Adobe 产品销售逐步由一次性购买转变为订阅的模式, 产品单价下降, 吸引消费者使用购买。

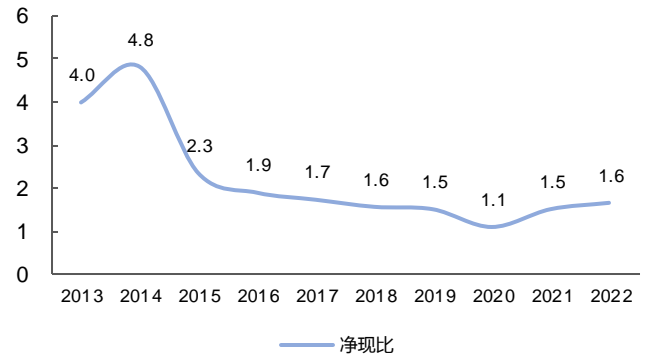
净现比为经营性活动现金流与净利润的比值。Adobe 2013-2022 年的净现比始终保持在 1 以上, 现金流健康良好, 盈利质量和回款效率较高。

图表21: Adobe 三项利润率水平稳中有升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: Adobe 现金流状况波动向下, 净现比整体健康

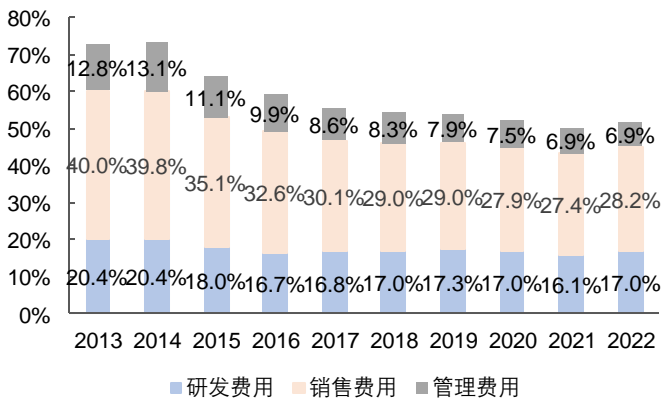


来源: Wind, 国金证券研究所

云转型后 Adobe 营销费用健康可控, 研发投入逐步加码。云化前 Adobe 主要通过第三方渠道销售 CS 软件, 该部分成本占比较大。而 Adobe 云化之后, 用户可以自主通过官网订阅相关服务, 减少了公司用于销售和维护等费用。

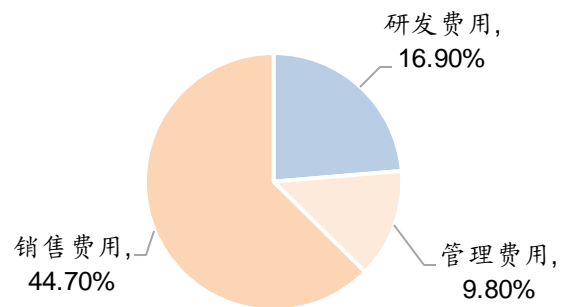
2022 年 Adobe 销售费用率为 28.2%, 远低于同期数字营销类公司 Salesforce 的销售费用率 44.7%; 管理费用率 6.9%, 低于同期 Salesforce 的管理费用率 9.8%; 研发费用率为 17.0%, 略高于同期 Salesforce 的研发费用率 16.9%。

图表23: Adobe 近十年费用率逐渐下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: Salesforce 2022 年费用率

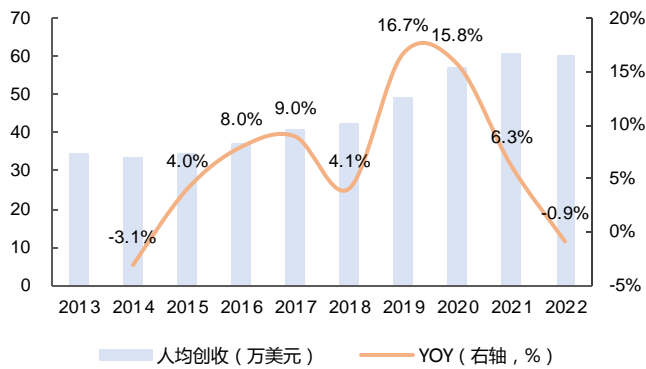


来源: Wind, 国金证券研究所

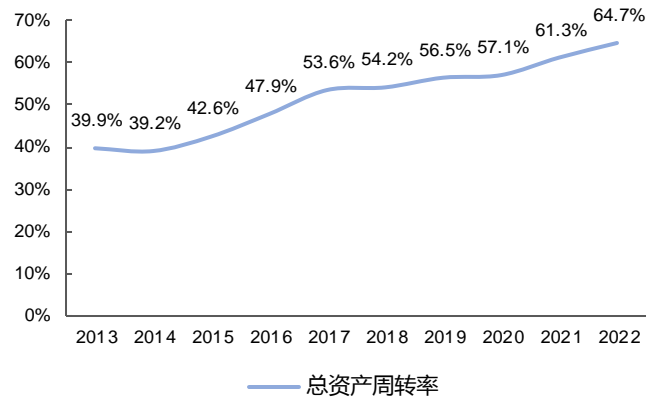
Adobe 人效指标稳中向好, 员工创收贡献日益提升。人均创收从 2013 年以来整体呈上升趋势, 和公司营收总体变化相同。2022 年人均创收 60.2 万美元, 略有小幅下滑。

Adobe 总资产周转速度快, 运营效率较高。总资产周转率自 2014 年以来持续上升, 2022 年达 64.7%, 位于历史高位。

图表25: Adobe 人均创收稳定增长



图表26: Adobe 总资产周转率稳定增长



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

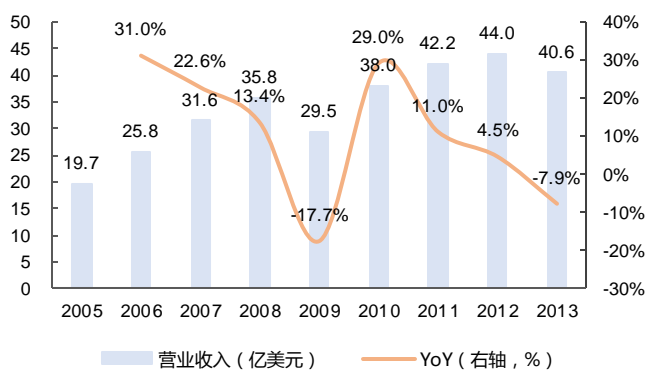
## 2. 回顾 Adobe 云化之路: 发展停滞期的破与立, “三朵云” 共促模式优化

### 2.1 云化艰难背景: 业务发展停滞期的破与立, Adobe 面临发展经营瓶颈

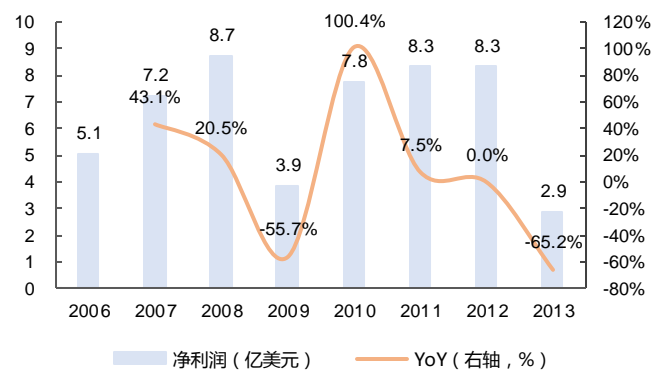
2009 年, Adobe 经营发展面临大幅停滞。公司内部套装软件版本数量有限, 产品组合有限, 一次性支付购买价格偏高, 无法有效吸引客户, 叠加全球经济危机背景下客户需求大幅下降, 公司业务增长承压。此外, Adobe 通常采取直销、代销的方式, 获取新用户成本高, 每次产品迭代更新变动较大, 研发和销售费用较高。上述因素共同导致 2009 年 Adobe 营收同比下跌 18%, 净利润同比下跌 65%, 公司经营运转面临困境。

2013 年为 Adobe 云化转型发轫点, 产品云化所带来的单价下降叠加商业模式变化所带来的少量用户流失导致 2013 年公司收入利润增速双双承压, 均呈现显著的负增长, 步入转型阵痛期。

图表27: Adobe 云化前收入和收入增速 (单位: 亿美元)



图表28: Adobe 云化前净利润和净利润增速 (单位: 亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

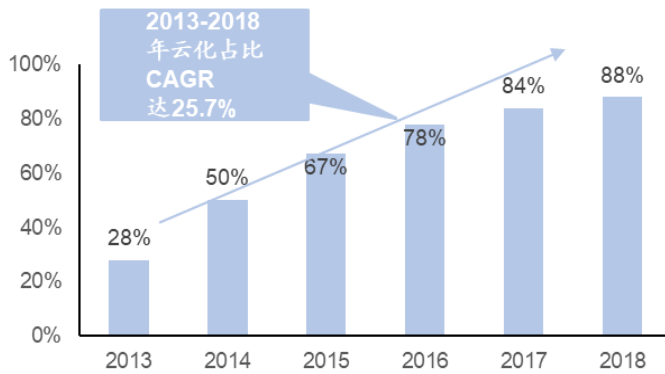
来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.2 云化初见成效: 云占比和订阅量两翼齐升

Adobe 提出云化战略, 逐步推进云端布局。伴随着收购布局和订阅式云端研发逐渐推进, 2013 年正式推出 Creative Cloud, 取代了授权套装软件 Creative Suite, 第一次允许用户以订阅方式使用创意软件和工具, 并进行订阅收费。

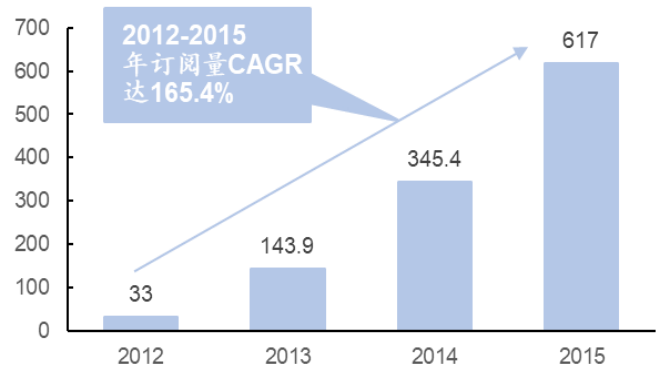
2013 年起云化初见成效。从“迈入云化”开始, Adobe 业务的云化占比节节攀升, 13-18 年的 CAGR 达 25.7%, 18 年末云化占比近 9 成; 云化后三年内, Creative Cloud 订阅量 12-15 年 CAGR 达 165.4%。云化效益量价齐升, 初见成效。

图表29: Adobe 业务初期云化占比及 5 年内 CAGR



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: Adobe 云化初期 Creative Cloud 订阅量及 CAGR (单位: 万次)

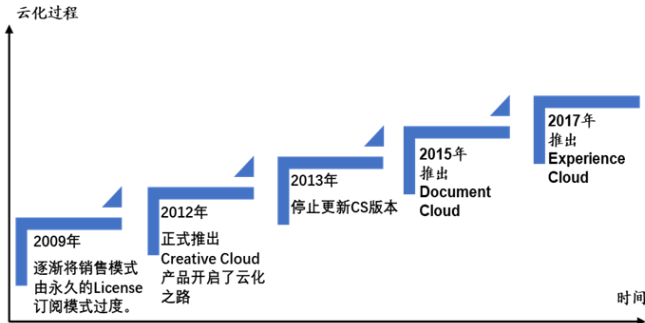


来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3 云化基本完成: 云服务体系雏形初现, 财务端实现高速创收

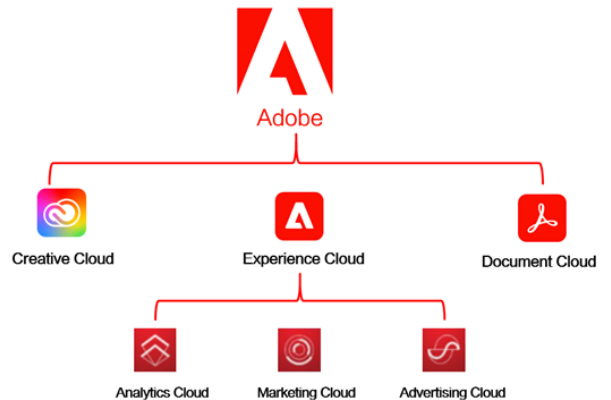
2017 年 Adobe 基本服务云体系构建完成。Adobe 2009 年正式开启云转型, 2012 年推出 Creative Cloud、2015 年推出 Document Cloud。2017 年 3 月, Adobe 在 Adobe Manager 基础上正式推出 Adobe Experience Cloud, 包含了 Marketing Cloud、Analytics Cloud 和 Advertising Cloud 三部分。Adobe 公司基本完成了由 Adobe Creative Cloud、Adobe Experience Cloud 和 Adobe Document Cloud 三部分构成的云服务体系的战略布局。

图表31: Adobe 逆风翻盘的云转型历程



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

图表32: Adobe 基本云服务体系架构

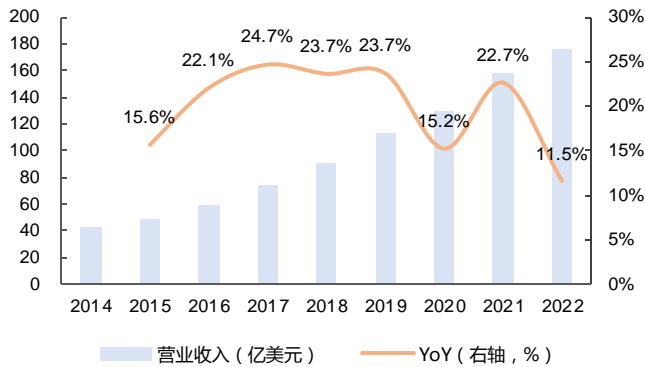


来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

云化产品推出后, Adobe 财务端实现高速创收。云转型完成后, Creative Cloud 订阅量快速增长, 其中在 2014 年 Q1 订阅收入首次超过永久性购买的收入。在 2015 年后, Adobe 的净利润持续增长, 在 2015 年达到了 133% 增速, 平均增速保持在 50%, 2020 年达到 52.6 亿美元为历史峰值 (2020 年发生的知识产权转让为公司带来了大额非经常性损益确认, 致使 21、22 年表现呈现负增长); Adobe 收入端实现连续 8 年增长, 保持平均每年 20% 增速。

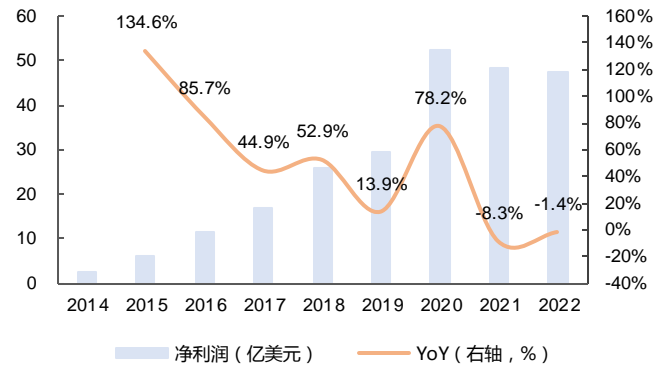


图表33: Adobe 云转型期间云化收入及增长率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: Adobe 云转型期间云化利润及增长率



来源: Wind, 国金证券研究所

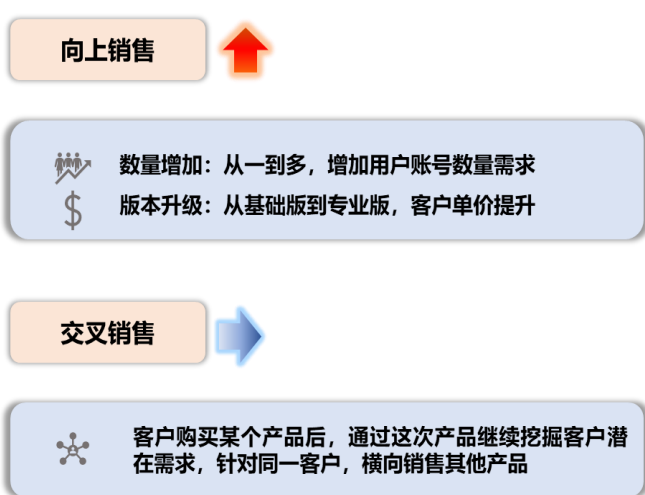
## 2.4 云化之路复盘: 订阅收入转化成效显著, 产品矩阵丰富促使新用户不断涌入

### 2.4.1 云化衡量指标: 引入 ARR 精准衡量云端订阅收入转化, 三端营收稳定增长

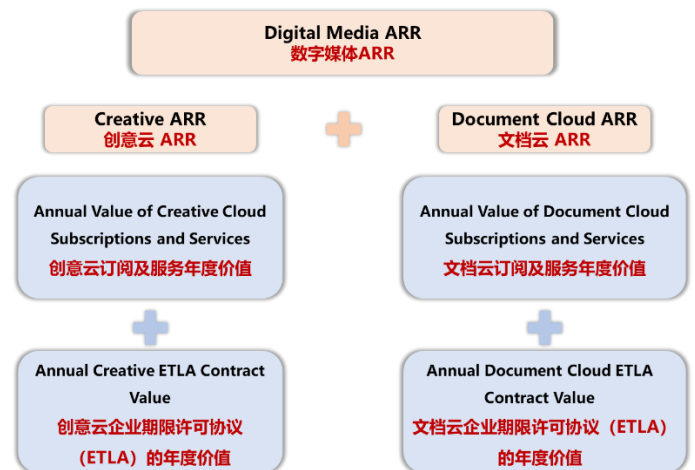
ARR (年化重复性收入), 是 SaaS 或订阅业务使用的关键指标。其将定期订阅的合同经常性收入部分规范化为一年期的价值。Adobe 在 2013 年年报中首次使用 ARR 指标。这一指标 (ARR=当前付费订阅用户数\*每月用户平均付费金额 ARPU\*12), 订阅用户数量越多、用户平均消费金额越大, 那么 ARR 的数值就会越高。

ARR 是评估企业云转型成功的重要标志。(1) 更易理解 Digital Media 业务软件 license 向云端订阅的模式转型; (2) 更精准地测算软件向云端转型的收入转化; (3) 更全面恰当地衡量订阅模式下的公司经营质量。

图表35: ARR 数值受“向上+交叉”销售共同影响



图表36: Adobe ARR 的内部计算方式



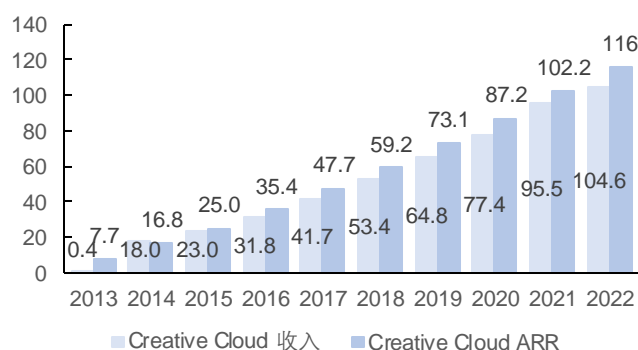
来源: 公司 2022 年报, 国金证券研究所

来源: 公司 2022 年报, 国金证券研究所

Creative Cloud 进一步发展其潜在客户需求。2013 年正式转云后, 仅使用了两年的时间 Creative Cloud ARR 及其增长速度超过了 Creative Cloud 收入。

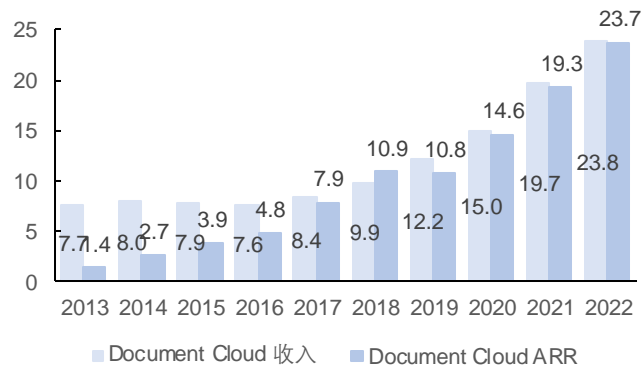
Document Cloud 云化稳定发展。ARR 自 2015 年之后逐步上升, 目前与收入相对持平。

图表37: Creative Cloud 收入和 ARR (单位: 亿美元)



来源: 公司 2022 年报, Wind, 国金证券研究所

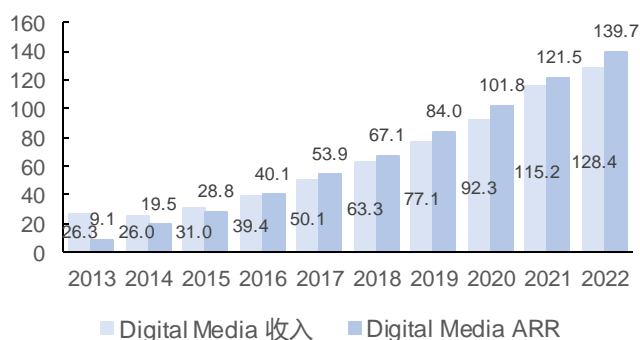
图表38: Document Cloud 收入和 ARR (单位: 亿美元)



来源: 公司 2022 年报, Wind, 国金证券研究所

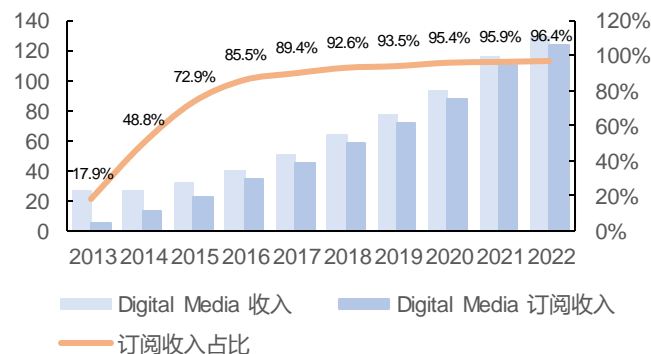
数字媒体 (Digital Media) 云转型效果显著。自 2016 年起, 数字媒体 ARR 首次超过其收入, 并且差距逐渐扩大。数字媒体订阅收入占比大幅度提升, 在 2020 年占到总收入的 95.45%, 预计未来会保持稳定增长。

图表39: Digital Media 收入和 ARR (单位: 亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: Digital Media 订阅收入及占比 (单位: 亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.4.2 云化成功因素: “低用户门槛+高产品性价+多元矩阵结构” 助推云转型落地

- 云化产品价格亲和功能强大, 有效吸引新用户加入。云转型前 Adobe CS 每套售价 1000-2000 美元, 而云转型后功能服务更完善的云服务产品 Adobe Creative Cloud, 每个月仅需 49.99 美元, 价格较为亲和, 大幅降低了用户的使用门槛; Adobe 的订阅式 SaaS 模式相较传统软件售卖, 具有降低获客成本、扩大原有市场空间、订阅数据可预测性提高等众多优点, 强大的功能集群有效吸引了新客户的日益流入。

图表41: Adobe 云转型前后产品特征对比

	是否云化	产品介绍	功能	支持系统	价格	更新方式	存储方式
Adobe CS	否	面向设计、网络和视频领域的终极专业套装	Photoshop、InDesign、Illustrator、Premiere Pro 等	支持 64 位的 Windows、Mac OS X 操作系统	永久性购买 \$1k-2k	使用程序或官网手动更新	只能存储在本地
Adobe CC	是	云端套装软件; 也相当于一个数字中枢	在 CS6 基础上更新优化多种功能; 具备云端在线助手服务	可将作品发布至任何台式计算机、平板电脑或手持设备	订阅模式 \$49.99/月	通过 Creative Cloud 来获取版本更新	可以上传云端存储

来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

- 丰富的产品矩阵, 满足用户多场景使用需求。订阅 Creative Cloud 全家桶, 包含

Photoshop、Illustrator、Spark、XD 等 22 种不同功能的软件，可以用于图片处理、剪辑、音频处理、动画制作、视频处理、3D 图像、页面设计、VR 等功能；Document Cloud 全家桶包括 PDF 编辑器、电子签名，并且可以在网页、ipad、移动端传输；Experience Cloud 通过 Adobe sensei 提供技术支持涵盖了广告分析、市场营销、用户分析、价格监测等功能，支持用户从事商业分析和市场营销的各方面需求。

- 用户范围不断扩大。2013 年推出以个人消费者为主的 Creative Cloud，在 2015 年和 2017 年逐步推出和完善面向商业消费者的 Document Cloud 和 Experience Cloud。Adobe 公司不断扩大其在各类用户中的影响力。

图表 42: Adobe 云转型后的新型产品矩阵



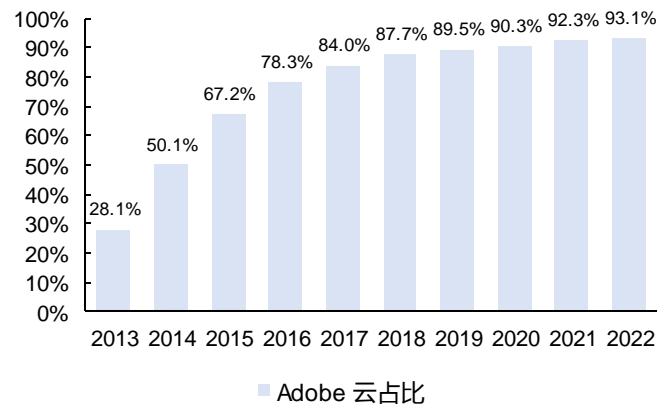
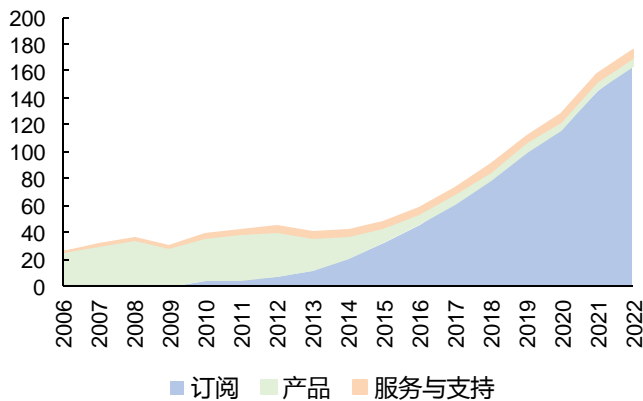
来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

### 2.4.3 云化显著标志: 订阅占比逐步提高, 收入分类迈向新一轮革新

收入云转型成功后, Adobe 订阅占比进一步提高, 收入的产品化分类迈入新一轮革新。2013 年之前, Adobe 主要营收来自于产品的永久性购买, 达到总收入的 80%, 而订阅的收入则不到 10 亿美元。随着 Adobe 产品的云化占比由 28% 提升到 2019 年的 89%, 收入分类发生重大改变。在 2020 年, 订阅收入占到总收入的 90% 以上, 标志着 Adobe 云转型的成功, 收入分类完成新一轮的革新。

图表 43: Adobe 云转型前后营收结构 (单位: 亿美元)

图表 44: Adobe 云转型后云收入占比走势



来源: Adobe 官网, Wind, 国金证券研究所

## 3. 展望 Adobe 入局 AIGC: Adobe Firefly 引领创作智能化, 携手 NVIDIA 开发生成式 AI 模型

### 3.1 发布 Adobe Sensei 入局 AIGC, 提供“创造力+决策流程+数字营销”功能服务

2016 年, Adobe 推出应用 Adobe 旗下各款产品的底层人工智能工具 Adobe Sensei, 在融合 AI 技术和机器学习算法的强大力量后, Sensei 并入 Adobe 体验云平台中, 开启了公司的 AI 布局历程。

Adobe Sensei 帮助公司各类产品中的重复操作简单化，通过深化洞察力，增强创造性表达，加速任务和工作流程，推动实时决策等方面，增强创建、决策和定位营销的个性化体验能力。Adobe Sensei 正在引领商业运作的方向，为创造力、工作流程和数字营销提供动力，让客户体验更加精彩与个性化。

- 激发创造力：在高度重视速度和质量的行业中，内容识别填充具有不可估量的价值。用户通过使用 Sensei 作为助手，得以专注于真正的创意工作。用户可实现：①快速、准确地进行必要的编辑；②通过直观搜索随时查找所需的内容；③获得令人惊叹的真实感效果。

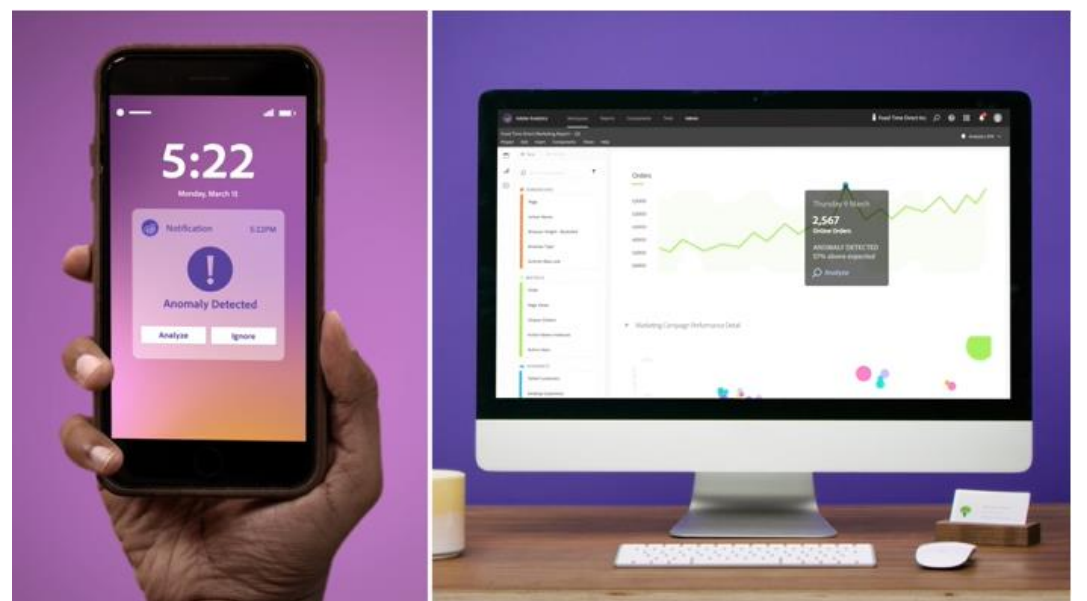
**图表45: Sensei 可帮助用户在几秒钟内消除视频缺陷，激发用户的创造能力**



来源：Adobe 官网，Adobe 微信公众号，国金证券研究所

- 提供洞察以指导决策：Sensei 将客户智能与有价值且相关的个性化体验直接关联起来，整理相关数据并开始挖掘洞察。用户可实现：①利用实时智能优化和扩展体验；②根据属性、差异和转化因子预测客户行为；③大规模有效地投放一对一的客户体验。

**图表46: Sensei 针对数据中的重要事件发出警报，为用户提供科学的决策指导**

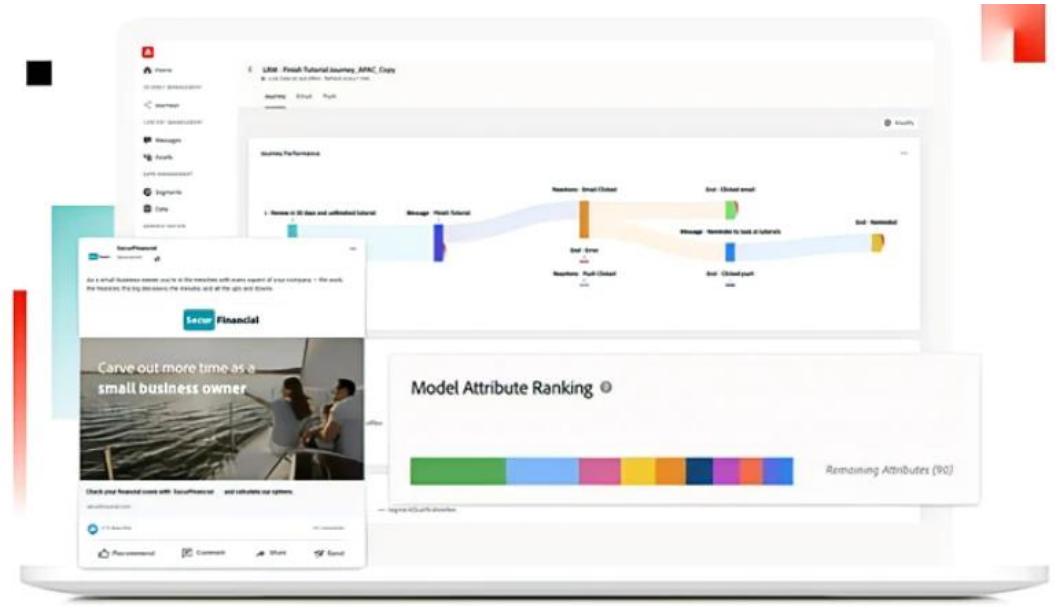


来源：Adobe 官网，Adobe 微信公众号，国金证券研究所

- 个性化数字营销：Sensei 为营销人员揭示重要信息，以改进受众分段，更深入地了解您的客户，并了解客户历程中的因果关系；同时减少手动流程，实现一对一的个性化体验。用户可实现：①组织和管理资产以提高投资回报率；②通过自定义促销信息、

主题行和投放时间吸引受众；③选择效果最好的体验来实现营销目标。

图表47: Sensei 打通客商间数字化互动桥梁, 助力实现个性化数字营销

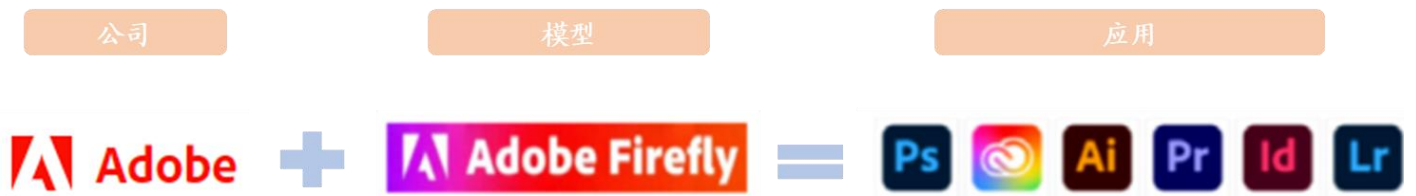


来源: Adobe 官网, Adobe 微信公众号, 国金证券研究所

### 3.2 创意生成式 AI Adobe Firefly 引领创作智能化, Acrobat Pro 将于 23 年 7 月提价约 40%

2023 年 3 月, Adobe 推出的全新的创意生成式 AI 模型集 Adobe Firefly, 将成为跨 Adobe 云端产品的全新 Adobe Sensei 生成式 AI 服务的一部分。Adobe Firefly 聚焦于图像生成和文本效果, 将直接整合至 Creative Cloud、Document Cloud 和 Experience Cloud 的工作流程中。首批与 Firefly 整合的应用程序将会是 Adobe Experience Manager、Adobe Photoshop 和 Adobe Illustrator。

图表48: Adobe 基于创意生成 AI Adobe Firefly, 赋能产品应用端转型升级



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

Adobe Firefly 将 Adobe 创意及数字体验应用的强大功能与人工智能结合, 帮助用户提升设计的效率, 突破创意的边界, 使其在爆发式内容需求当中延续优质的创意活力, 从而填补想象力与画布之间空白。Adobe Firefly 现已落地“元素即时设计+视频/图片编辑+社交创作+3D 创作”等功能, 长远来看应用前景广阔, 有望在未来充当创意人智能高效的创作工具包。

- 元素即时设计: 可应用于插图、图稿和平面设计, 用户只要说几句话或甚至是拟个草稿, 就能产生自定义的矢量图、笔刷和纹理。
- 视频/图片编辑: 可应用于影片或图片的编辑调整。用户通过描述, 实现影片/图片的比例调整、风格调整(照片、绘画、艺术)、色调调整(冷、暖、中性等)、光线调整(背光、工作室灯光、暗光等)、构图调整等。

图表49: Firefly 应用于影片或图片的编辑, 轻松进行色调与氛围调整

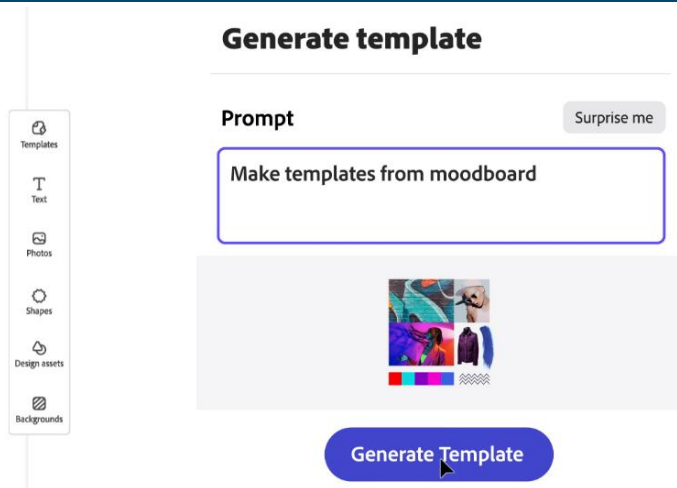


来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

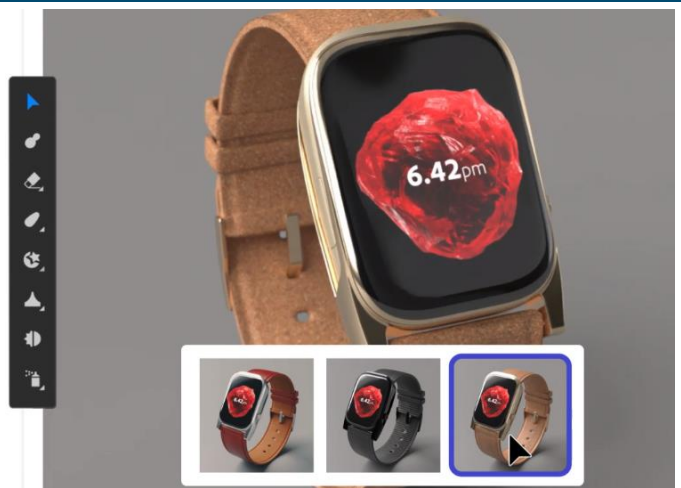
- 社交创作: 可应用于营销与社交媒体中。用户准备好利用简单的文字提示来创作独特的海报、横幅、社交贴文等内容。例如上传心情板以产生完全原创且可自订的内容。
- 3D 创作: 可应用于 3D 建模中。用户可借助 Firefly 的 3D 功能, 将简单的 3D 构图转换为逼真的影像, 以及快速创造 3D 对象的风格变化和变体。

图表50: Firefly 助力用户制作独特的社交贴文

图表51: Firefly 实现将 3D 构图转换为逼真的影像



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

携手 NVIDIA 合作开发新一代高级生成式 AI 模型。2023 年 3 月, Adobe 宣布与 NVIDIA 合作开发生成式 AI 模型, 将 Creative Cloud 旗舰产品 (Photoshop、Premiere Pro、After Effects 等) 与 NVIDIA Picasso 云服务共同推向市场。NVIDIA Picasso 允许用户构建和部署生成式 AI 驱动的图像、视频和 3D 应用程序, 通过简单的云 API 提高创造力、设计和数字模拟的生产力。

图表52: Adobe 携手 NVIDIA 合作开发新一代高级生成式 AI 模型



来源: NVIDIA Newsroom

Acrobat Pro 将于 23 年 7 月全面提价约 40%。2022 年 8 月 8 日，Acrobat Pro 宣布向新用户涨价约 40%，对于 2022 年 8 月 8 日前已经购买 Acrobat Pro 服务的用户维持原有价格至 2023 年 7 月 1 日，23 年 7 月，全部 Acrobat Pro 用户将承担约 40%的价格涨幅。

图表53: Acrobat Pro 将于 23 年 7 月提价约 40%



来源：SCHNEIDER IT MANAGEMENT，国金证券研究所

### 3.3 聚焦安全可用的商业设计用途，重视 AI 创作内容版权归属

随着 AI 生成的内容数量和广度的持续增长，创意生成式人工智能引发了数字时代有关道德和责任的讨论。提高有关此类人工智能的内容的透明度，为用户提供一种传递创意并验真去伪的方法将变得越来越重要。因此，Adobe 构建了数据训练、内容标签两大内容保护机制。

- 数据训练：Adobe 使用 Adobe Stock 素材库、公开许可内容、版权已过期的公域内容中进行模型训练，旨在生成可安全用于商业用途的内容。Adobe Stock 拥有数以亿计的专业级且获许可的图像，是市场上具备高质量素材的图像库之一，有助于确保 Adobe 不会根据其他人或品牌的 IP 生成内容。未来的模型训练将运用来自 Adobe 和其他公司的各种资产、技术和培训数据。在发展其他模型时，Adobe 将应对潜在的有害偏见作为优先考虑事项。
- 内容标签：Adobe 创立了“内容真实性倡议”CAI，建立了可信数字内容归属的全球标准。Adobe 正在借助 CAI 的开源工具推动开放的行业标准，这一倡议的目标包括推出通用的“Do Not Train”内容凭证标签，创作者可以将其纳入图像的内容凭证中，要求他们的内容不用于训练模型。无论这些内容在何处使用、发布或存储都将与内容凭证标签保持关联。此外，人工智能生成的内容亦将被相应标记。Adobe 还试图打造 Firefly 生态系统，计划在各平台上以 API 的方式提供 Firefly，让客户能够将其集成到自定义工作流程和自动化中。

图表54: Adobe 构建“数据训练+内容标签”两大内容保护机制应对 AI 道德责任难题



来源: Adobe 微信公众号, 国金证券研究所

#### 4. 万兴科技：三波 AI 逻辑拐点验证，步入 AIGC 价值螺旋

万兴科技是国内 AIGC 工具类软件领航者，主要面向 C 端（B 站 UP 主、Youtuber）及 B 端（企业办公、创意工作室、跨境电商）客户提供涉及视频创意、绘图创意、文档创意、数据管理等 PC 及移动端软件产品。

我们认为，公司在近几个月的 AI 浪潮当中精准把握了每一波 AI 逻辑拐点，从利用自有 AIGC 技术为产品提价→借力 OpenAI 大模型卡位稀缺性→推动 AIGC 价值螺旋长线演绎。短期看公司“量价齐升”逻辑已得到业绩层面确证，公司市值在 100 天内实现 3 倍以上增长，迎来戴维斯双击时刻：

- 第一次拐点：2022 年 12 月 12 日，公司对 Filmora 进行大版本更新，提价 40%。彼时公司市值约为 40 亿，市场反应相对平淡。
- 第二次拐点：2023 年 2 月 13 日，公司 Filmora 新版率先接入 OpenAI 服务。2 月 25 日，公司宣布已对接 Azure OpenAI 开通商用服务权限。3 月 1 日，OpenAI 宣布开放 API 接口。彼时公司市值约为 60 亿，市场行情拐点初现，“标的稀缺性”凸显。
- 第三次拐点：2023 年 4 月 12 日，公司发布一季报，视频创意产品同比大增 45%，“量价齐升”逻辑得到验证。彼时公司市值约为 100 亿（后续冲高近 200 亿），市场迎来戴维斯双击时刻，公司进入“AIGC 价值螺旋”。



图表55: 短线复盘: 万兴科技把控三波 AI 逻辑拐点, 迎来戴维斯双击时刻



来源: Wind, 公司微信公众平台、公告、官网, 国金证券研究所

#### 4.1 第一波 AI 逻辑拐点: 自研 AIGC 技术赋能 Filmora 大版本更新带来 40%产品提价

公司自研 AIGC 技术赋能 Filmora 大版本六大功能升级。万兴于 2022 年 12 月中旬对旗下视频创意核心产品 Filmora 进行大版本更新, 发布 Wondershare Filmora V12 × 万兴喵影 2023。新版本集成 AIGC 能力, 实现 AI 智能抠像、AI 音频重组、手绘遮罩、云端备份审阅、海量模板、喵影学社六大功能升级, 切中用户需求痛点。

图表56: AIGC 赋能 Filmora 六大功能升级

**Wondershare Filmora V12 × 万兴喵影2023 | AIGC六大功能升级**

**01 “抠图? 划一下就好!”**  
(AI智能抠像)

抠图时只要轻轻一划, 精准便会识别你要的图像范围, 抠像目标也不再只是人像, 现在可以识别各种事物, 并且支持更换背景与边缘羽化等精细化调整。

**02 “配乐? 拉一下就好!”**  
(AI音频重组)

视频配乐长度不合适, 喜欢的副歌部分时长不够? 无需费力的音频编辑, 只需简单拉伸, 就可保持原有风格, 适配新的视频时长, 避免音乐直接截断造成突兀的感觉。

**03 “想怎么遮, 就怎么遮”**  
(手绘遮罩)

通过钢笔工具可在画面节选, 创作更精细化的局部调色和抠图与更高级的特效效果。

**04 “在云端上演大戏”**  
(云端备份审阅)

素材、资源、收藏、工程文件统统上云, 关键数据更安全。支持跨设备素材调用, 内容创作和成片分享更便捷。

**05 “好素材, 多到用不完”**  
(海量模板)

上千套视频模板, 10万+素材教程, 素材风格覆盖多种行业, 从此素材收集没有瓶颈, 告别商用视频侵权风险。

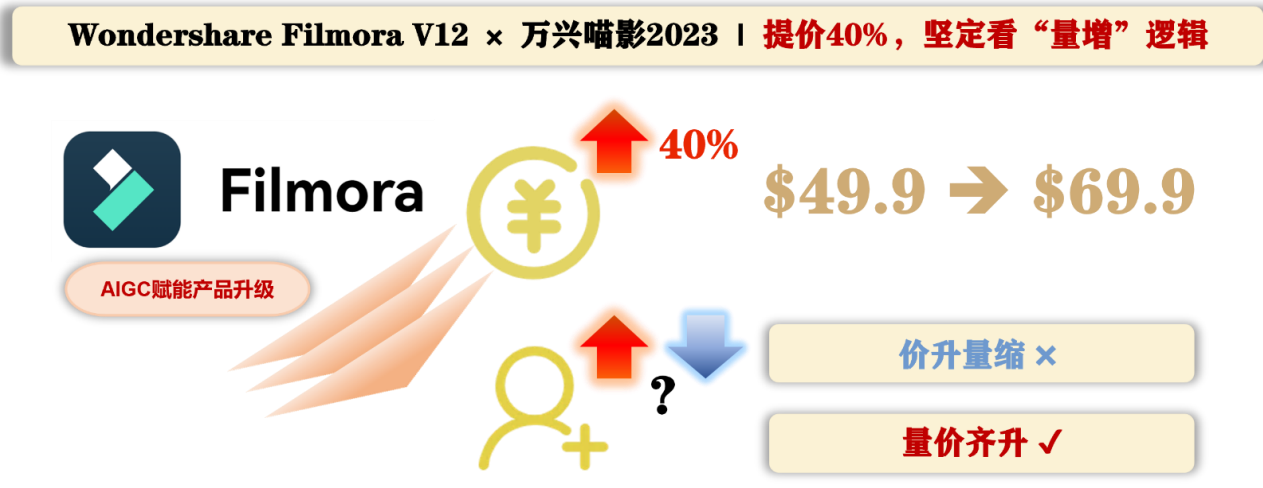
**06 “你的疑问, 这里都有答案”**  
(喵影学社)

200+课程, 多种实战场景, 圈内大佬亲自授课, 从拍到剪, 从创意策划到视频运营, 一个喵影学社, 铺平你的视频创作学习之路。

来源: 万兴科技微信公众平台, 国金证券研究所

Filmora 大版本更新后提价 40%，由 49.9 美元提至 69.9 美元。我们基于“AI 能力集成有望大幅提升 C 端消费者使用体验，提价不会造成付费客户数下降”的逻辑坚定看多，认为万兴已经发生显著边际变化。后续 22 年报及 23 一季报视角看，公司销售额同比环比均显著提升。

图表57: 万兴 Filmora 版本更新后提价 40%，我们坚定看“量增”逻辑

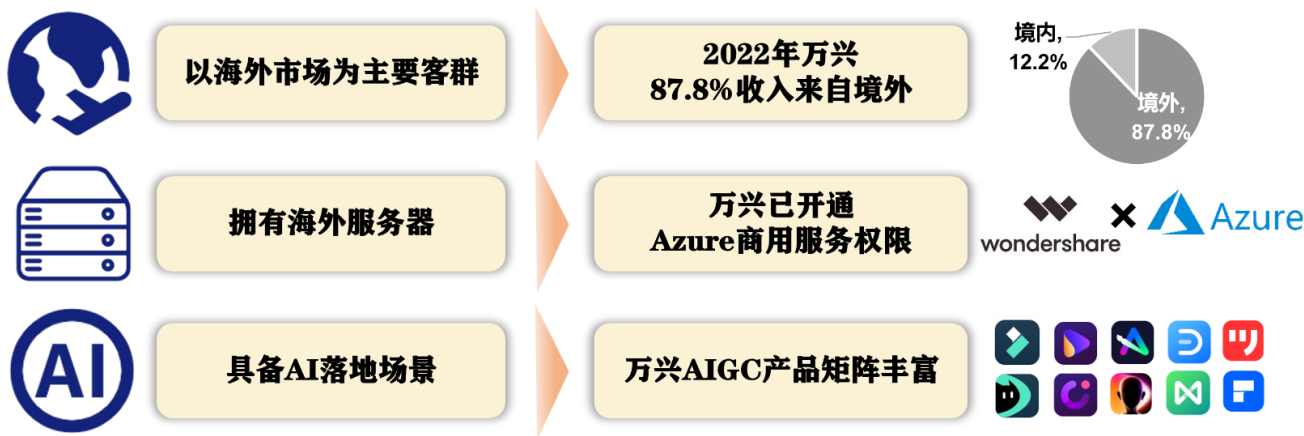


来源：万兴科技微信公众平台、官网，国金证券研究所

#### 4.2 第二波 AI 逻辑拐点：OpenAI 开放 API 接口，万兴首批接入合作生态稀缺性凸显

OpenAI 开放 API 接口，万兴首批接入合作生态稀缺性凸显。2023 年 2 月 13 日，公司 Filmora 新版率先接入 OpenAI 服务。2 月 25 日，公司宣布已对接 Azure OpenAI 开通商用服务权限。3 月 1 日，Open AI 官方宣布开放 API 接口。我们分析认为，受益海外 Open AI 相关模型必须具备三个特征：以海外为主要客群、拥有海外服务器、具备 AI 落地场景。2022 年万兴海外收入占比接近 90%，与微软云合作紧密，拥有视频编辑、思维导图、PDF 产品等丰富落地场景，标的稀缺性凸显。

图表58: 万兴符合受益 OpenAI 模型三大特征，标的稀缺性凸显



来源：Wind，万兴科技公司官网，国金证券研究所

OpenAI 提供 GPT-3.5、GPT-4、Embedding models 等多种的 API 接口，目前主要按 token 计费。2023 年 6 月，Open AI 重磅更新，加量减价，新功能增加，添加函数调用能力；模型更新，GPT-4、GPT-3.5 Turbo 更新，能处理更长文本；部分模型弃用，定价更低，Embeddings 价格将降低 75%，降至 \$0.0001/1K token；GPT-3.5 Turbo 价格降低 25%。目前和微软有商用合作协议的厂商，只需微软更新授权 API 接口，即可在不同定价模型间做切换，操作相对简易。

万兴已成功成为 Open AI 首批合作伙伴，主要合作方式为 API 调用与微软云商用权限的开通。接入 OpenAI 有望提升公司文本类产品功能，目前成本尚在可控范围之内，暂未有向用户转嫁成本的计划。

图表59: GPT API 调用收费标准

Model	Input	Output
GPT-3.5-turbo	\$0.0015/ 1K tokens	\$0.002/ 1K tokens
GPT-4 8K Context	\$0.03/ 1K tokens	\$0.06/ 1K tokens
GPT-4 32K Context	\$0.06/ 1K tokens	\$0.12/ 1K tokens
Embedding models (Ada V2)	\$0.0001/ 1K tokens	

来源: OpenAI 官网, 国金证券研究所

4.3 第三波 AI 逻辑拐点: 23Q1 视频创意产品同比大增 45%验证“量价齐升”逻辑

视频创意产品业绩兑现验证“量价齐升”逻辑。2022 年 4 月中旬公司 23 年一季报披露, 视频创意产品同比增长超 45%, 考虑到视频创意产品线主要产品 Filmora 大版本更新后提价幅度为 40%, 可知提价并未影响付费用户热情, 一季度收入利润超预期, AI 赋能公司业务“量价齐升”逻辑得到验证。

图表60: 公司视频创意产品线 23Q1 收入同比大增 45%以上验证“量价齐升”逻辑



来源: Wind, 万兴科技公司官网, 国金证券研究所

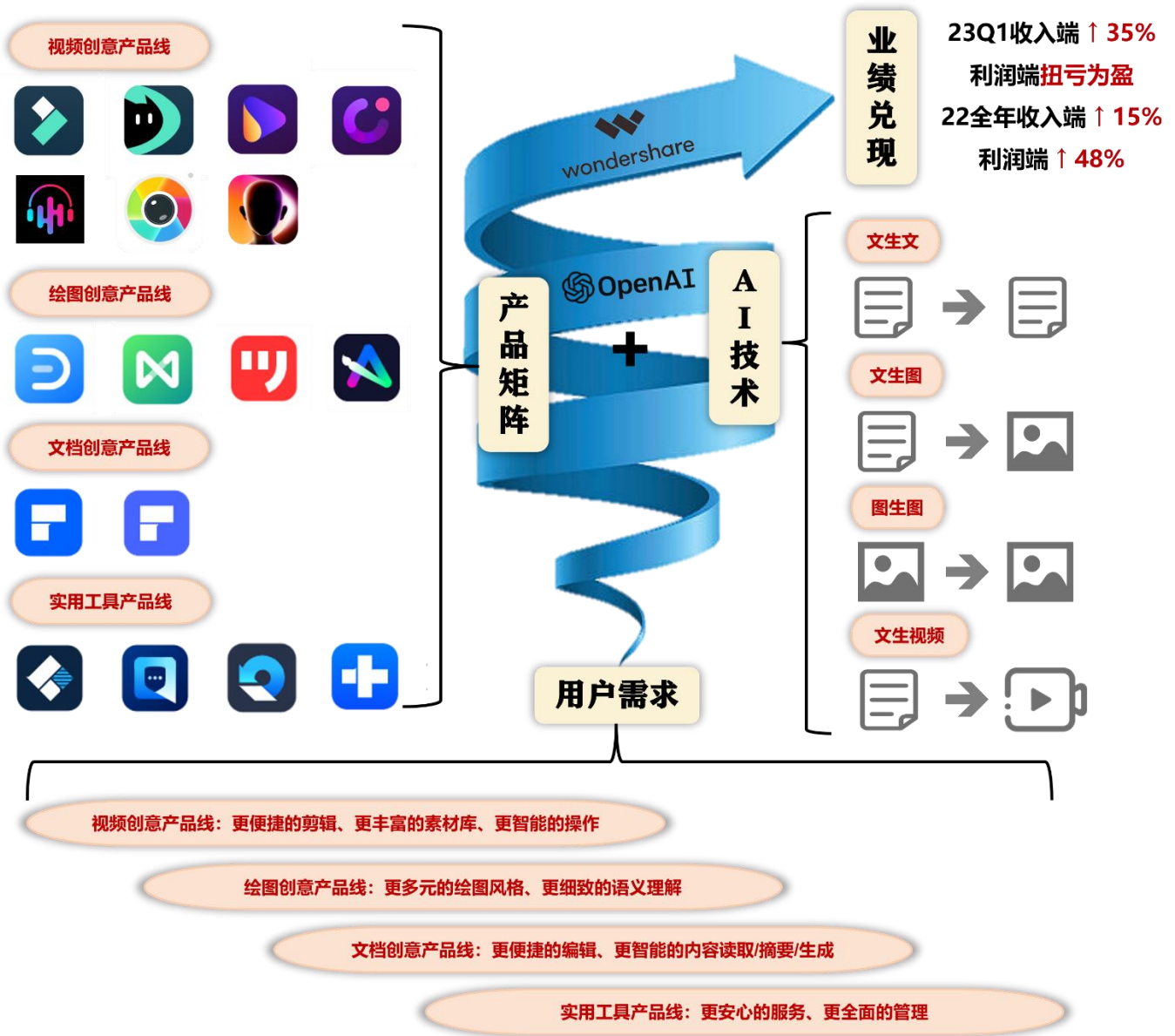
从用户需求出发, 横向丰富产品矩阵, 纵向做深 AIGC 功能应用, 兑现业绩增长, 万兴 AIGC 价值螺旋趋势初现。我们认为, 公司第三波 AI 逻辑拐点的本质为“AIGC 价值螺旋”: 以用户核心需求为基础, 横向不断拓展产品条线, 丰富视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具产品矩阵, 纵向借力 AIGC 及大模型相关技术, 赋能单品场景, 提供增值化功能模块, 并最终兑现业绩。

- 以用户需求为基础: 视频创意端更便捷的剪辑、更丰富的素材库、更智能的操作; 绘图创意产品端更多元的绘图风格、更细致的语义理解; 文档创意端更便捷的编辑、更智能的内容读取/摘要/生成; 实用工具端更安心的服务、更全面的管理。
- 横向丰富产品矩阵: 公司四大产品条线包括视频创意、绘图创意、文档创意以及实用

工具，每条产品线内部也不断衍生出新的爆款产品，及时回应下游客户需求。

- 纵向做深 AIGC 功能应用：公司自研 AIGC 技术已全面赋能 Filmora 2023 大版本更新，且接入 OpenAI 借力大模型持续推动文生文、文生图、图生图、文生视频等功能模块与现有产品的融合，强化单品增值化逻辑。
- 兑现业绩增长：公司 23Q1 实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 35%；归母净利润 0.21 亿元，同比扭亏为盈。公司 22 全年实现营业收入 11.80 亿元，同比增长 14.67%；归母净利润 4,125.52 万元，同比增长 47.73%。AIGC 价值螺旋长线演绎趋势初现。

图表61：公司 AIGC 价值螺旋长线演绎趋势初现



来源：Wind，万兴科技公司公告、官网，国金证券研究所

## 5. 福昕软件：国内 PDF 办公软件龙头，立足订阅优先+渠道优先双转型

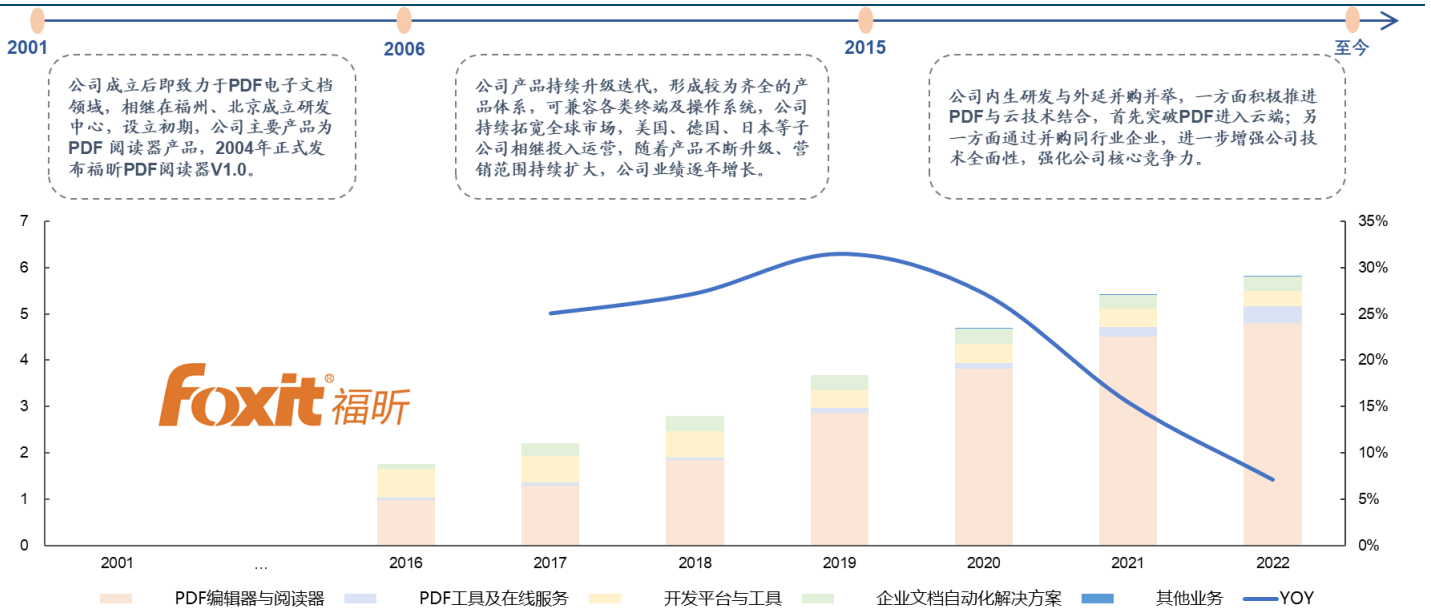
### 5.1 发展沿革：国内 PDF 龙头企业，内生外延并举强化核心竞争力

福昕软件是国内 PDF 领域龙头企业，提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，主要产品包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具以及可以部署到公有云和企业私有云的 PDF 相关独立产品。

福昕软件成立于 2001 年，专注于 PDF 电子文档领域，产品向跨平台、多终端方向发展，商业模式由授权模式向订阅模式转变，共经历了以下三大发展阶段：

- 业务初创期 (2001~2006): 公司成立后即致力于 PDF 电子文档领域, 强调技术创新能力, 相继在福州、北京成立研发中心, 坚持自主知识产权、自主品牌的发展理念。设立初期, 公司主要产品为 PDF 阅读器产品, 2004 年正式发布福昕 PDF 阅读器 V1.0。
- 产品升级完善阶段 (2007~2015): 该阶段公司产品持续升级迭代, 形成较为齐全的产品体系, 可兼容各类终端及操作系统, 公司持续拓宽全球市场, 美国、德国、日本等子公司相继投入运营, 随着产品不断升级、营销范围持续扩大, 公司业绩逐年增长。
- 创新发展及品牌建立阶段 (2016 至今): 该阶段公司内生研发与外延并购并举, 一方面积极推进 PDF 与云技术结合, 首先突破 PDF 进入云端; 另一方面通过并购同行业公司, 进一步增强公司技术全面性, 强化公司核心竞争力。

图表62: 福昕软件: 国内 PDF 龙头企业, 内生外延并举强化核心竞争力 (亿元, %)



来源: iFind, 福昕软件招股说明书、年报, 国金证券研究所

福昕软件确立双转型增长战略, 产品矩阵丰富。2022 年, 福昕软件确立了订阅优先和渠道优先的双转型增长战略, 重点加强订阅模式下的全球业务开拓及渠道体系建设, 产品方面, 持续深化云化战略, 助力订阅转型, 一系列“云产品”成功升级和孵化: 以 PDF Editor Pro+ 为主打, iDox.AI 系列智能服务、福昕船舶图纸管理系统、福昕家装·云服务、福昕家装·智能设计、福昕电子签章服务等新品丰富了产品矩阵。

图表63: 福昕软件产品矩阵丰富

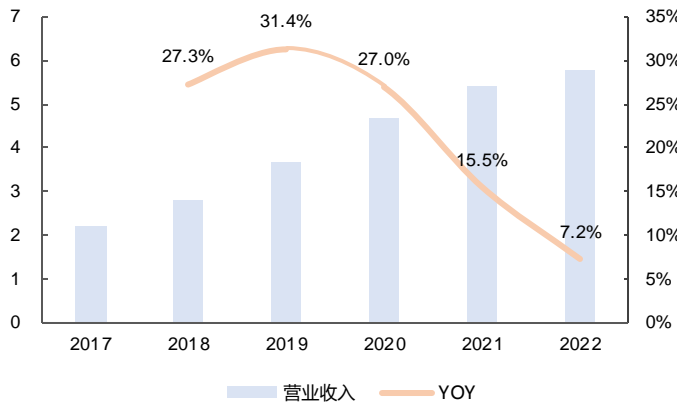


来源: 福昕软件招股说明书, 国金证券研究所

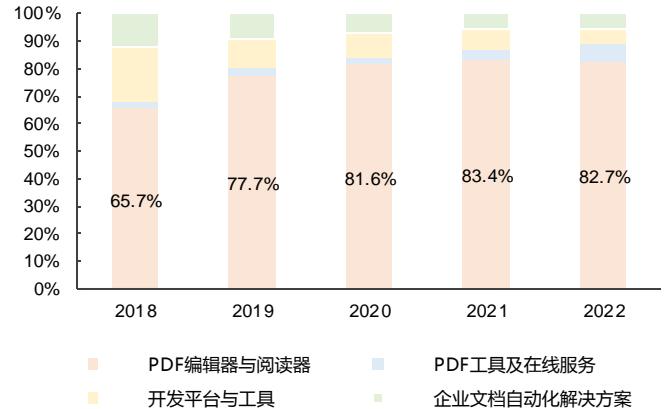
## 5.2 财务分析：营业收入持续增长，毛利率保持高位稳定

福昕软件营业收入持续增长，PDF 编辑器与阅读器系主要收入来源。2022 年，公司营业收入达 5.8 亿元，同比增长 7.2%，17~22 年 CAGR 为 21.3%。营收结构方面，PDF 编辑器与阅读器系公司的主要收入来源，2022 年占比达 82.7%，占比呈先上升后下降趋势；PDF 工具及在线服务占比逐年提升，22 年 PDF 工具及在线服务、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案分别占比 6.4%、5.7%、5.2%。

图表64：福昕软件营业收入持续增长，近五年营收 CAGR 达 21.3%（亿元，%）



图表65：PDF 编辑器与阅读器系主要收入来源



来源：iFind，国金证券研究所

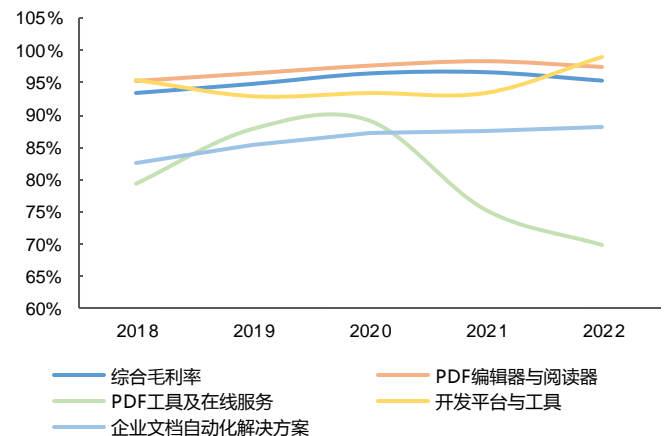
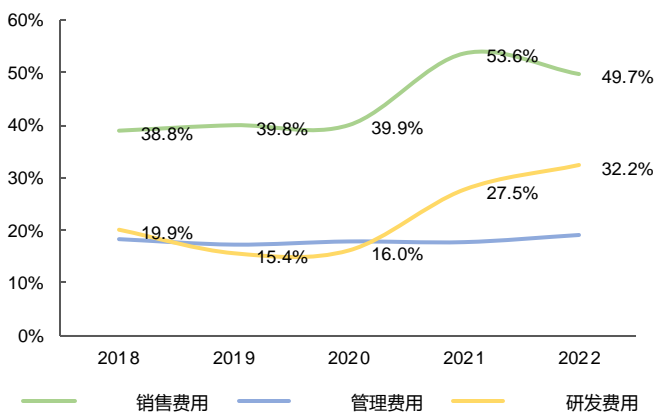
来源：Wind，国金证券研究所

各项产品毛利率均在较高水平。2022 年综合毛利率达 95.3%。分产品看，PDF 编辑器与阅读器毛利率达 97.5%，开发平台与工具毛利率达 98.9%，企业文档自动化解决方案毛利率达 88.2%，PDF 工具及在线业务毛利率达 70.0%，各项产品毛利率逐年稳定，且处于较高毛利率水平。

研发投入大幅增加，销售费率先增后降，管理费率稳定。2022 年公司研发费率升至 32.2%，20-22 年研发费率分别为 16.0%、27.5%、32.2%，保持较快增长；销售费率 21 年快速升至 53.6%，22 年微降至 49.7%；管理费率保持稳定，22 年为 19.0%。

图表66：福昕软件研发费率大幅增加，销售费率先增后降，管理费率稳定

图表67：福昕软件各项产品毛利率均保持高位稳定



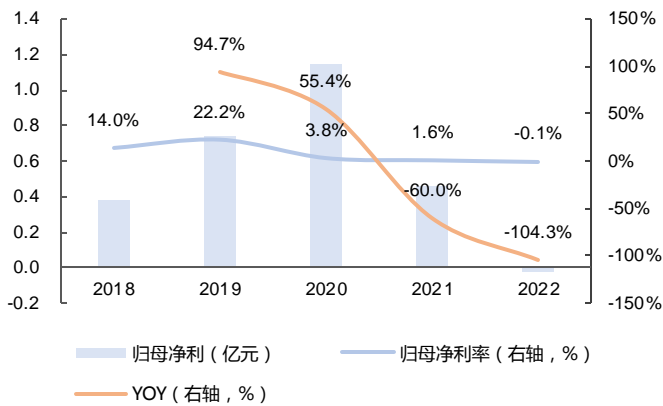
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

归母净利润承压。2022 年公司归母净利润为-174.4 万元，同比下降 103.8%，主要由于公司处于转型期间，研发投入较大，而新产品仍处于研发期或市场初步推广期，尚未覆盖当期支出所致。

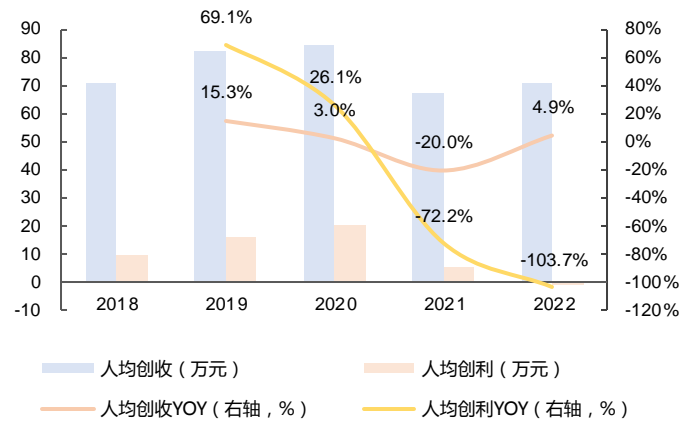
人均创收先降后升，人均创利有所承压。2022 年公司人均创收 70.9 万元，同比增长 4.9%；人均创利-0.2 万元，同比下降 103.7%，人效指标有待优化。

图表68: 福昕软件归母净利承压



来源: iFind, 国金证券研究所

图表69: 福昕软件人均创收先降后升, 人均创利承压



来源: Wind, 国金证券研究所

### 5.3 AIGC: iDox.ai 赋能文档智能, AIGC 文档摘要&修改建议+智能搜索定位文档内容

iDox.ai 团队赋能文档智能, 四大功能模组助力用户降本增效。福昕软件聚焦 AI 投入已逾三年, 旗下 iDox.ai 团队目前已取得众多落地成果, 目前支持包括 PDF、WORD、TXT 等 47 种非结构化文档的信息提取、分析、审查工作:

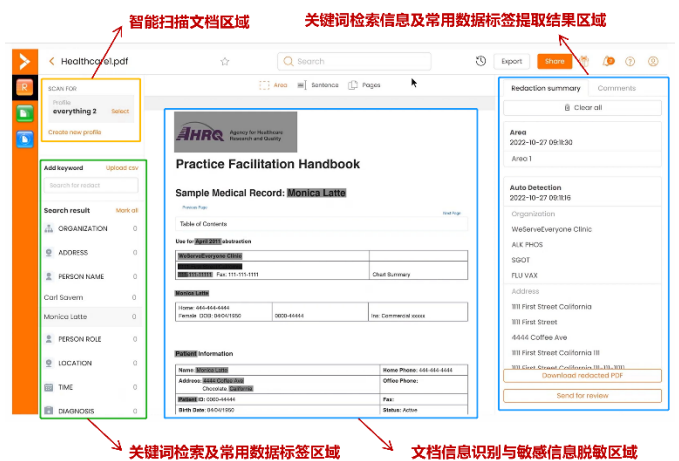
- iDox.ai 编校: 支持一键查找文档中的敏感信息, 包括个人健康信息、财务信息、医疗信息、社保信息、银行账户信息等, 同时支持根据常见的数据标签 (地址、电话、证件号码等) 进行信息脱敏, 以确保企业或个人信息隐私不受侵犯。
- iDox.ai 合规: 确保文档涉及信息满足 GDPR、CCPA、HIPAA 等数据合规要求, 防止数据意外泄漏并限制访问权限。
- iDox.ai 比较: 快速比对不同版本的文档之间是否存在差异, 跟踪定位前后版本间的修改细节。
- iDox.ai 复核: 支持合同审查, 可识别法律协议中存在的潜在风险, 以确保合同文档的合法有效。

图表70: iDox.ai 四大功能模组赋能文档智能

图表71: iDox.ai 编校功能界面展示



来源: 福昕软件 iDox.ai 官网, 国金证券研究所



来源: 福昕软件 iDox.ai 官网, 国金证券研究所

AIGC 文档摘要&修改建议+智能搜索定位文档内容。福昕软件已于 2023 年 3 月 3 日宣布接入百度“文心一言”, 通过优先内测试用, 产品已支持生成文档摘要、提供文章修改建议、内容智能搜索等多项功能, 或引领对话式语言模型技术在数字化办公场景率先落地应用。

图表 72: 福昕软件 AIGC 文档摘要&修改建议+智能搜索定位文档内容功能



来源：福昕软件微信公众平台，国金证券研究所

## 6. 投资建议

本轮 AGI 科技变革已进入业绩兑现期，创意软件行业面向大量 C 端用户提供产品服务，下游用户技术感知度较为敏感且创意工作的容错率较高，因此更易成为率先受益 AGI 兑现降本增效逻辑的优势赛道。复盘全球创意巨头 Adobe 云化&AI 化之路，映射国内推荐关注 AIGC 工具软件领航者万兴科技，PDF 办公软件龙头福昕软件。

图表 73: 推荐万兴科技、福昕软件

公司名称	股票代码	推荐理由
万兴科技	300624.SZ	万兴科技是国内 AIGC 工具类软件领航者，主要面向 C 端及 B 端客户提供涉及视频创意、绘图创意、文档创意、数据管理等 PC 及移动端软件产品。公司自 2008 年开始由 License 模式向 SaaS 模式转型，订阅、续约率双双高增，近五年营收 CAGR 达 21%。Wind 一致预测 23、24、25 摊薄 EPS 分别为 0.76、1.13、1.55 元，对应 187X、125X、91XPE。
福昕软件	688095.SH	福昕软件是 PDF 办公软件领域的龙头企业。2022 年，公司确立了订阅优先和渠道优先的双转型增长战略，重点加强订阅模式下的全球业务开拓及渠道体系建设，产品性价比高，具有较强竞争力。Wind 一致预测 23、24、25 摊薄 EPS 分别为 0.29、0.65、1.09 元，对应 705X、308X、185XPE。

来源：Wind，国金证券研究所（注：盈利预测及估值来自 Wind 一致预期。）

## 7. 风险提示

### ■ 海外基础软硬件使用受限。

若因国际关系等原因，高算力 GPU 等基础硬件或计算框架等基础软件使用受限，可能会对国内人工智能算法应用产生影响。

### ■ 行业竞争加剧风险。

若相关企业加快技术迭代和应用布局，整体行业竞争程度加剧，将会对行业内已有企业的业绩增长产生威胁。

### ■ AI 监管不确定性的风险。

AIGC 业务涉及多个国家和地区，同时满足不同国家的监管要求及潜在的变化会对业务产生一定不确定性的影响。



**行业投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% - 15%;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

### 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806