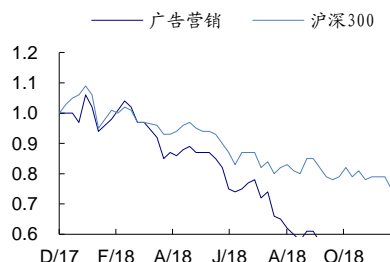


一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《广告行业专题: 线下流量风口期, 如何看待生活圈媒体价值?》——2018-11-23  
《营销云行业专题: Adobe收购Marketo, 究竟买了什么?》——2018-10-15

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160  
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

证券分析师: 侯帅楠

电话: 021-60875168  
E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090001

行业专题

## 从2C到2B, 技术引领营销产业迈入新阶段

### ● 我们为什么关注营销云市场?

**SaaS龙头市值高速增长, 营销云业务为重要引擎。**Adobe转型SaaS服务9年间, 公司市值增幅达10倍; Salesforce上市9年间, 公司市值增幅达30倍; 市值成长背后是SaaS收入的迅速成长, 近三年Salesforce营销云业务维持130%以上的高增速、Adobe营销类业务增速持续上扬, 成为收入增长重要驱动力。

### ● 营销云: “云+AI”驱动的2B型企业营销利器

**纵向视角: 营销云是SaaS时代先进的营销服务体系。**营销云服务于2B企业获取有效销售线索、培养成熟销售线索、最终获得销售提升, 是SaaS CRM领域重要分支, 其技术需求包括SaaS技术、大数据分析、机器学习等前沿技术应用。**横向视角: 营销云与数字营销的区别主要在于两个层次。**其一, 数字营销是“广告传播”概念范畴、发挥中介职能, 而营销云直接赋能企业营销部门效率; 二者代表利益不同; 其二, 数字营销解决2C企业获客问题, 营销云赋能2B型企业获客痛点。

### ● 海外市场: 营销云市场规模与数字营销行业并肩, 巨头割据市场

**营销云诞生近20年, 技术赋能下目前全球营销云市场依然快速增长:**得益于海外企业IT渗透率较高, 海外营销云起步较早(2000年), 近年得益于大数据/AI技术赋能, 市场规模依然维持快速增长, 2015-17年复合增速达到31%。**传统IT纷纷巨头入场, 规模效应下已形成巨头割据局面:**营销云与其他SaaS服务在客户、技术等方面协同性较强, Adobe、Salesforce、IBM等通过自身布局及大量并购进入营销云市场, 市场集中度趋高; 2017年全球营销云市场CR4已达到58.1%。

### ● 国内前景: 产业互联网渗透带来营销云黄金发展期

**我国产业互联网发展薄弱, 营销云产业处于萌芽期。**由于国内云计算起步较晚, 国内营销云产业起步于2014年, 目前本土市场参与者以技术背景出身的创业型企业为主, 企业人员体量仅为海外龙头的1/20。**产业互联网加速、科技赋能, 我国营销云市场百亿规模待耕。**我国企业IT支出较全球水平尚有3倍空间, 在政策支持、巨头进入、科技赋能的多因素催化下, 产业互联网发展将带动2B营销云服务需求提升。消费互联网渗透期数字营销规模百倍增长, 我们测算产业互联网渗透期营销云市场空间有望达到320-362亿元, 相对当前10亿级的市场规模, 行业空间可观。

### ● 投资建议: 从2C到2B, 关注营销产业新机遇

海外营销云市场经历了10年高速增长, 2017年其市场规模已达到数字营销产业的22%, 而国内营销云市场规模仅为数字营销产业的1%。从2C到2B, 国内营销云产业将迎来高速发展期。参照Adobe发展路径, 国内SaaS优势企业等有望为行业整合者; 此外, 建议关注**麦达数字、科达股份、蓝色光标、康旗股份**基于自身数据积累优势和服务经验, 向B端营销云业务转型的机会。

### ● 风险提示: 宏观经济风险、产业互联网发展不及预期、政策及市场风险等。

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS(元)		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
002137.SZ	麦达数字	增持	8.10	46.90	0.17	0.21	47.65	38.57
300058.SZ	蓝色光标	增持	5.38	117.40	0.32	0.38	16.81	14.16
600986.SH	科达股份*	增持	5.82	77.15	0.52	0.67	11.19	8.69

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测; \*注: 科达股份EPS及PE对应年度为2018E/2019E。

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

海外营销云市场发展经验显示：产业互联网高度渗透及技术赋能下，营销云市场经历了10年高速增长，目前全球营销云市场规模已达到数字营销产业的22%。

从2C到2B，国内产业互联网处于高速发展期；目前国内营销云市场规模仅为数字营销产业的1%，参照国内消费互联网渗透期数字营销规模增长路径（2005-2017年消费互联网渗透带动互联网广告产业实现从38亿到3750亿的成长），我们认为，伴随产业互联网渗透，国内营销云市场将迎来快速发展。

参照Adobe发展路径，国内SaaS优势企业有望基于自身企业客户优势及服务经验外延并购成为营销云行业整合者，深度受益于行业成长；此外，建议关注具备较强客户资源优势及数据优势的数字营销板块公司**麦达数字**、**科达股份**、**蓝色光标**、**康旗股份**基于自身数据积累优势，向B端营销云业务转型的机会。

### 核心假设或逻辑

其一，2017年国内云计算市场规模占GDP比重为0.13%，而全球云计算市场规模占GDP比率为0.37%，是国内渗透水平的3倍；其二，国内消费互联网龙头腾讯与美国消费互联网龙头Facebook市值相当，而国内产业互联网细分领域龙头用友与美国产业互联网细分领域龙头Workday市值相比尚有4倍空间。我们认为，伴随政策促进、巨头进入、科技赋能，国内产业互联网将迎来高速发展期，对标海外，预计未来国内产业互联网市场规模空间在3倍左右。

### 与市场预期的不同之处

1) 国内市场或对营销的理解局限于“广告”层面，这是由于国内2C的消费互联网发达、网民渗透率高，而2B的产业互联网渗透较低、企业信息化程度较低，市场普遍存在“重广告、轻营销”的现象。我们认为，2C型企业客户决策流程较短、客单价较低、客户群体较广，广告的“沟通职能”即可解决获客问题；而2B型企业客户决策流程较长、客单价较高、客户群体较小，广告传播不足矣提升有效获客，因而营销云赋能企业营销环节价值突出；此外，海外营销云服务市场认可度已较高，并诞生了Salesforce、Adobe等市场龙头，而国内对于“营销云”这一概念的认知尚处空白。

2) 市场或认为，伴随国内互联网人口红利消失、新技术应用尚未形成增量渠道的情况下，国内数字营销市场增长将趋于乏力，广告营销行业整体高增长时代已过去。我们认为，国内2C消费互联网用户红利消退，而2B产业互联网未来已来，云计算、大数据、人工智能等新技术对产业互联网的赋能意义远超过消费互联网；营销云承接云计算、大数据、人工智能的发展，是2B企业营销利器，伴随产业互联网黄金发展期，将有望迎来高速发展期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1) 宏观经济波动带来的企业IT支出下滑风险；
- 2) 国内产业互联网发展进程不及预期的风险；
- 3) 政策风险、市场风险等。

## 内容目录

前言：我们为什么关注营销云市场？	6
SaaS 龙头市值高速增长，营销云业务为重要引擎	6
传统 4A 营销巨头趋于衰落，“云化”转型带来生机	7
营销云：“云+AI”驱动的 2B 型企业营销利器	9
何为营销云？	9
纵向视角：营销云是 SaaS 时代先进的营销服务体系	10
横向视角：如何看待营销云与数字营销间的差异？	16
海外市场：营销云市场规模与数字营销行业并肩	20
产业基础：海外 SaaS 行业起步于 1980 年代，目前已进入成熟期	20
发展现状：历经十年快速成长，巨头割据市场	22
发展经验：融合型营销云服务商潜力更大，市场集中为必然趋势	24
横向对比：营销云市场规模达数字营销行业的 22%	26
国内前景：产业互联网渗透带来营销云黄金发展期	26
产业现状：我国 SaaS 行业落后美国 10 年，营销云产业处于萌芽期	26
需求侧机遇：产业互联网渗透期，催生企业营销云需求	29
供给端机遇：AI、BI 技术赋能营销云服务能力，从供给端创造需求	34
市场空间：我国营销云市场百亿规模待耕	35
投资建议：从 2C 到 2B，关注营销产业新机遇	36
海外营销云领先企业概览	38
Salesforce：CRM 综合服务霸主，营销云成长迅速	38
Adobe：传统 IT 龙头 SaaS 的典范，营销产业链一体化布局	42
风险提示	45
国信证券投资评级	46
分析师承诺	46
风险提示	46
证券投资咨询业务的说明	46

## 图表目录

图 1：Adobe 及 Salesforce 股价变化 (%)	6
图 2：Adobe 各业务收入同比增速	7
图 3：Adobe 各产品收入变化 (亿美元)	7
图 4：Salesforce 各产品收入同比增速	7
图 5：Salesforce 各产品收入变化 (亿美元)	7
图 6：WPP 及 Omnicom 股价变化对比 (%)	8
图 7：营销云服务详解	9
图 8：营销云提供的潜在客户行为分析功能示意	10
图 9：云计算层级架构示意	10
图 10：SaaS 对企业成本、效率的优化	11
图 11：SaaS CRM 厂商应用 AI 及大数据技术赋能企业获客能力	12
图 12：营销云在 SaaS 产业中的位置	13
图 13：全球通用型 SaaS 服务细分市场份额	13
图 14：国内通用型 SaaS 细分市场融资情况	13
图 15：营销云提供的服务及其在 CRM 服务体系中的位置	14
图 16：CRM 服务体系详解	15
图 17：全球营销云/销售云市场规模及增速对比	15
图 18：传统软件售卖模式下厂商现金流	16
图 19：SaaS 模式下的厂商现金流	16
图 20：数字营销行业并购数量变化	16

图 21: 中信整合营销指数变化.....	16
图 22: 互联网广告 (数字营销) 产业链.....	17
图 23: 营销的过程.....	17
图 24: 营销云与数字营销的并行关系.....	18
图 25: A 股数字营销板块被并购标的分类.....	19
图 26: 互联网广告产业链收入切分.....	19
图 27: 2005-16 年 TOP4 媒体渠道市场份额.....	20
图 28: 移动互联网用户习惯集中化.....	20
图 29: 营销云的技术门槛.....	20
图 30: 美国 SaaS 行业发展历程.....	21
图 31: 全球云计算市场规模分布.....	21
图 32: 全球云计算市场规模变化.....	21
图 33: 全球 SaaS 市场占 IT 支出比例变化.....	22
图 34: 全球 SaaS 市场规模占全球 GDP 比例.....	22
图 35: 全球营销云市场发展历程及市场规模变化.....	22
图 36: 营销云各环节壁垒分析.....	24
图 37: 2017 年 Salesforce 经营成本与费用占比.....	24
图 38: 2018 前三季度 Salesforce 经营成本与费用占比.....	24
图 39: Salesforce 收入结构.....	25
图 40: AdobeTop100 客户购买>=3 个产品的客户比例.....	25
图 41: 营销云与其他 SaaS 厂商、数字营销厂商的业务融合.....	25
图 42: 全球营销云市场规模变化 (亿美元).....	26
图 43: 全球互联网广告规模变化.....	26
图 44: 中美 SaaS 产业发展阶段示意.....	27
图 45: 国内 SaaS 市场规模变化.....	27
图 46: 国内 SaaS 各领域代表企业.....	27
图 47: 国内营销云企业及海外领先营销云企业人员规模对比.....	28
图 48: 中国 IT 支出与全球 IT 支出占 GDP 比例对比.....	29
图 49: 2017 年中国 VS 全球公有云服务占 GDP 比例.....	30
图 50: 中国云计算市场规模结构 (亿元).....	31
图 51: 全球云计算市场规模结构 (亿美元).....	31
图 52: 腾讯组织架构调整前后对比.....	32
图 53: 2005-2017 年间我国 PC 互联网及移动互联网广告规模变化.....	32
图 54: 我国消费互联网、产业互联网发展时期对比.....	33
图 55: 2017 年 Salesforce 经营成本与费用占比.....	33
图 56: 2018 前三季度 Salesforce 经营成本与费用占比.....	33
图 57: 2017 年国内 SaaS 服务企业类型分布.....	34
图 58: 国内企业对各类型 SaaS 服务的需求程度.....	34
图 59: 人工智能体系概览.....	34
图 60: 我国 SaaS CRM 市场规模 (亿元).....	35
图 61: Salesforce 收入变化.....	39
图 62: Salesforce 净利润变化.....	39
图 63: 2017 年 Salesforce 经营成本与费用占比.....	40
图 64: 2018 前三季度 Salesforce 经营成本与费用占比.....	40
图 65: Salesforce 经营性及投资性现金流变化 (亿美元).....	40
图 66: Salesforce 各产品收入同比增速.....	41
图 67: Salesforce 各产品收入变化 (亿美元).....	41
图 68: Salesforce 核心产品市场空间预计 (亿美元).....	42
图 69: Adobe 收入变化.....	43
图 70: Adobe 净利润变化.....	43
图 71: Adobe 订阅业务营收占比.....	44
图 72: Adobe 费用率变化.....	44
图 73: Adobe 各业务收入同比增速.....	45
图 74: Adobe 各产品收入变化 (亿美元).....	45
表 1: IT 产业发展简史.....	6
表 2: WPP2017 年以来精简公司业务架构.....	8
表 3: 通用型 SaaS 产品的主要类型.....	12
表 4: 传统软件交付模式与 SaaS 交付模式对比.....	16
表 5: 2C VS 2B 企业获客提升方式区别.....	18

表 6: 2017 年美国各细分领域已上市标杆型 SaaS 厂商.....	21
表 7: 海外 IT 巨头对营销云领域的布局 (全球市场) .....	23
表 8: 2017 年营销云行业市场份额 (全球市场) .....	23
表 9: 国内营销云行业主要参与者梳理 (本土企业) .....	29
表 10: 消费互联网与产业互联网的区别 .....	30
表 11: 中国消费互联网龙头企业与海外龙头对比 .....	30
表 12: 中国产业互联网龙头企业与海外龙头对比 .....	30
表 13: 国家产业互联网相关推动政策 .....	31
表 14: Salesforce Einstein 对 CRM 业务的赋能价值 .....	35
表 15: 2022 年我国营销云市场规模预测 (亿元) .....	36
表 16: 2022 年我国营销云市场规模预测 (亿元) .....	36
表 17: 核心推荐标的投资逻辑梳理 .....	37
表 18: 其他营销云领域相关标的 .....	37
表 19: Salesforce 发展历程 .....	38
表 20: Salesforce 并购历程 .....	39
表 21: Salesforce 主要云产品详解 .....	41
表 22: Adobe 发展历程 .....	42
表 24: Adobe 在营销领域的收购历程 .....	43
表 25: Adobe 主要产品线详解 .....	44



## 前言：我们为什么关注营销云市场？

IT 产业起步于上世纪七十年代，至今已有四十年余历史。IT 产业的发展经历了三个重要阶段：1970s-80s 的大型机时代，1990s 的客户机\服务器时代，以及 21 世纪初开始的互联网时代。历次 IT 产业变革中，都诞生了新的代表企业。

表 1：IT 产业发展简史

	大型机时代	客户机/服务器时代	互联网时代	云服务时代
时间	1970-80s	1990s	2000s	2010s
代表企业	软/硬件：IBM	硬件：Intel、Cisco 软件：微软	数据库：Oracle 存储器：EMC	IaaS / PaaS：亚马逊、阿里巴巴 SaaS：Salesforce、Adobe、微软等

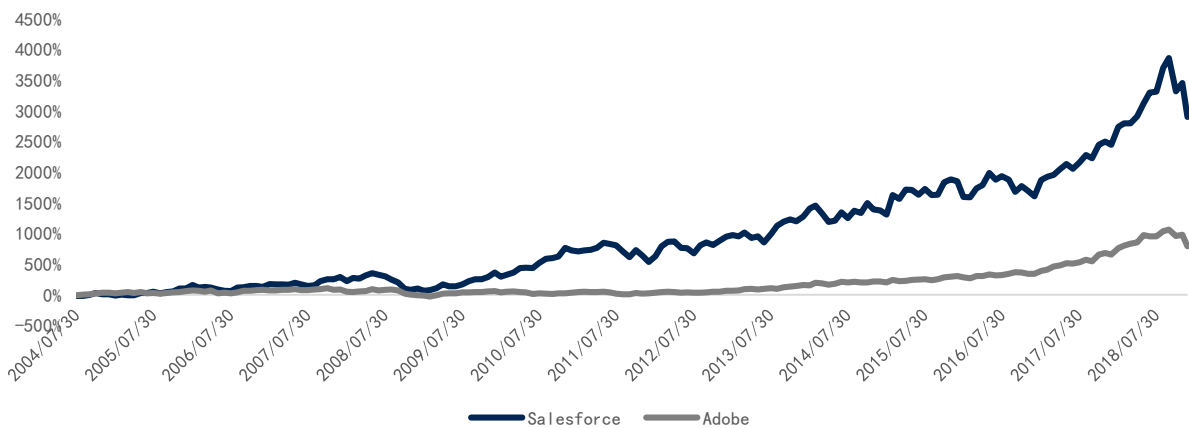
资料来源：国信证券经济研究所整理

### SaaS 龙头市值高速增长，营销云业务为重要引擎

云计算掀起 IT 产业新一轮高潮，Salesforce 等新巨头诞生。2017 年全球公有云市场规模（包括 IaaS、PaaS、SaaS）超过了 1000 亿美元。SaaS 领域来看，海外领先 SaaS 企业深入垂直领域，代表性 SaaS 企业如 Salesforce、Adobe、Oracle 等厂商均通过业务转型、收购等方式深度布局 SaaS CRM 领域，其他如 Workday 等厂商对 HRM 领域的布局、SAP 对 ERP 领域的布局等。

- Adobe 从 2009 年开启向 SaaS 业务全面转型，至 2017 年 SaaS 业务营收占比超过 80%，基本完成向 SaaS 全面转型，公司在对图像处理业务“云化”之外，公司着力布局营销云（Marketing Cloud）、分析云（Analytics Cloud）、广告云（Advertising Cloud）。9 年内公司市值从 112 亿美元涨至 1251 亿美元，涨幅高达 10 倍，成为传统软件企业成功转型 SaaS 的一个典范。
- Salesforce 主力产品为销售云（Sales Automation）、服务云（Service）、平台云（Platform）和营销云（Marketing Automation）。公司于 2004 年上市，近 9 年内公司市值从 39 亿美元涨至 1199 亿美元，涨幅高达 30 倍，成为 IT 产业新巨头。

图 1：Adobe 及 Salesforce 股价变化（%）

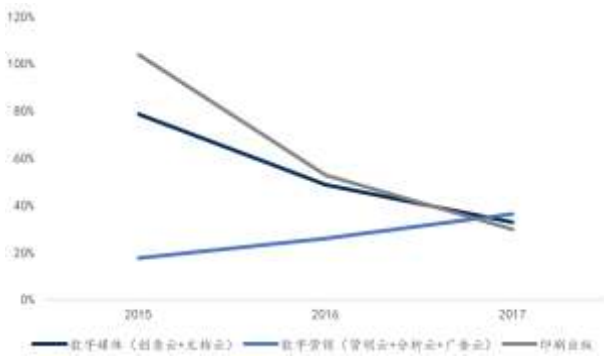


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市值成长背后是 SaaS 业务收入的迅速成长，营销云业务为重要引擎。以龙头企业 Adobe、Salesforce 为例，近三年 Adobe、Salesforce 收入复合增速分别为 32.66%和 39.6%；而营销云业务为 Adobe、Salesforce 这些代表性 SaaS 龙头企业业绩增长引擎。

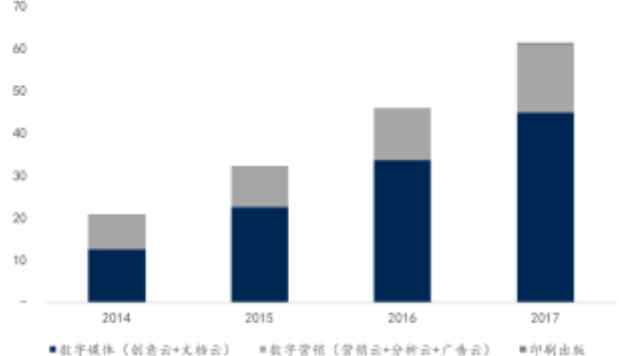
- Adobe 业务体系分为数字媒体（创意云+文档云，17 年收入占比 73%）、数字营销（营销云+分析云+广告云，17 年收入占比 26%）及印刷出版（17 年收入占比 1%）三个板块，在营销云业务扩张带动之下，公司数字营销板块收入增速持续提升，2017 公司数字营销业务增速为 36%，超过公司传统优势业务即数字媒体业务。

图 2: Adobe 各业务收入同比增速



资料来源: Adobe 财报, 国信证券经济研究所整理

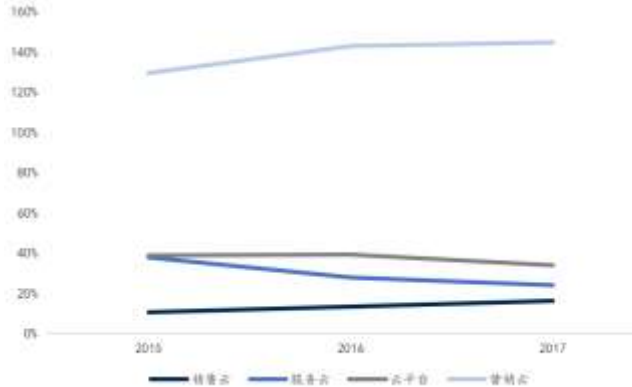
图 3: Adobe 各产品收入变化 (亿美元)



资料来源: Adobe 财报, 国信证券经济研究所整理

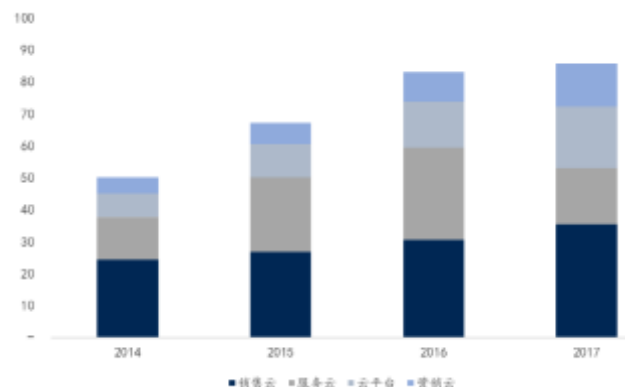
- Salesforce 业务体系分为销售云（17 年收入占比 41%）、服务云（17 年收入占比 20%）、云平台（17 年收入占比 23%）及营销云（17 年收入占比 16%）四个板块，2015-2017 年公司营销云业务维持 130%以上的高增速，且增速持续上扬，成为公司收入增长主要驱动力。

图 4: Salesforce 各产品收入同比增速



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

图 5: Salesforce 各产品收入变化 (亿美元)



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

传统 4A 营销巨头趋于衰落，“云化”转型带来生机

与营销云 SaaS 企业市值快速增长反差显著的是传统 4A 营销业务的衰落。与营销云企业的“技术”驱动不同，传统 4A 营销公司业务以公关、媒介代理为主营业务，其业务模式以“客户”驱动为主，因此成长动力来自于持续并购下规模的扩张，缺乏核心竞争壁垒的积累。

以全球 4A 营销龙头 WPP 和 Omnicom 为例:4A 营销行业经营同质化下 WPP 接连流失核心客户，而 Omnicom 通过出售传统业务、布局“营销云类”业务，

已享受高于 WPP 的市场估值。

- WPP 为全球第一大 4A 营销服务公司。作为一家以并购增长为原动力的企业，经过近 20 年的持续性并购，至今公司已完成 400 余起并购事件。由于 4A 营销服务同质性较高，近年来高速多年合作的广告主福特、戴姆勒、美国运通、美联航等大客户接连流失，造成公司 18 年前三季度业绩下滑。近两年以来 WPP 已持续精简公司架构，2017 年 7 月，旗下数字代理商 Possible 被并入伟门 (Wunderman)；2017 年 9 月，媒介公司 Maxus 和 MEC 合并成立了 Wavemaker；2018 年 1 月，公司旗下 5 家设计咨询公司合并成了 Superunion；另外 WPP 旗下的公关公司博雅公关和凯维公关也已经合并；2018 年 9 月，公司将旗下两大医疗健康领域代理商 VML 与 Y&R 与整合为新品牌体验代理商 VMLY&R；2018 年 10 月，公司将出售旗下出售旗下数据业务公司凯度 (Kantar) 的股份。

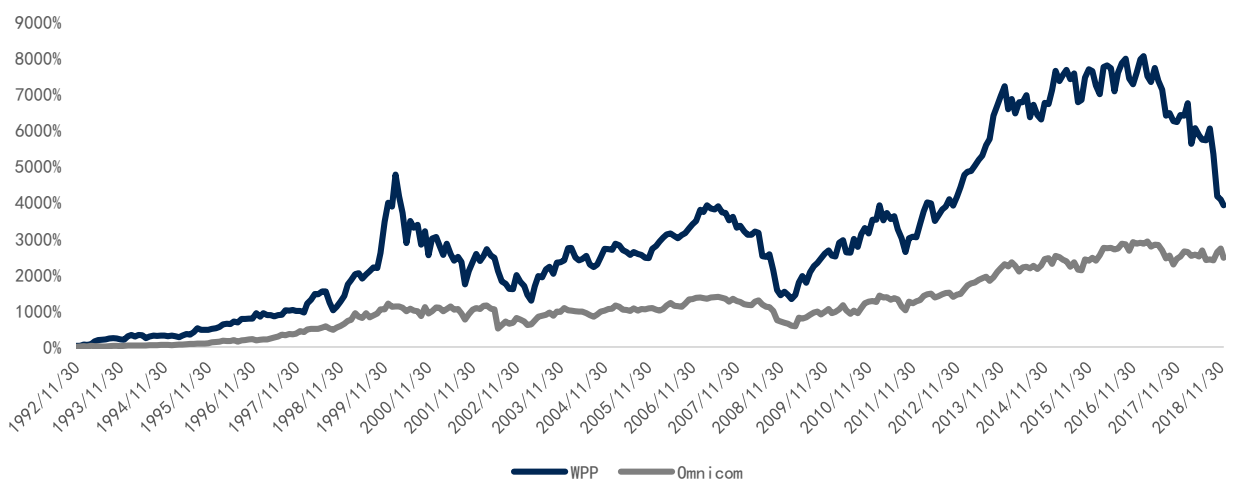
表 2: WPP2017 年以来精简公司业务架构

时间	举措
2017年7月	旗下数字代理商Possible被并入伟门 (Wunderman)
2017年9月	媒介公司Maxus和MEC合并成立了Wavemaker
2018年1月	公司旗下5家设计咨询公司合并成了Superunion；另外WPP旗下的公关公司博雅公关和凯维公关也已经合并
2018年9月	公司将旗下两大医疗健康领域代理商VML与Y&R与整合为新品牌体验代理商VMLY&R
2018年10月	公司将出售旗下出售旗下数据业务公司凯度 (Kantar) 的股份

资料来源：麦迪逊邦等，国信证券经济研究所整理

- Omnicom 为全球第二大 4A 营销服务公司。近年来，公司通过出售传统业务子公司、收购“营销云类”公司不断进行转型，公司收入虽然不及 WPP 的 1/2，但市值已赶超 WPP。公司近期收购了科技咨询公司 Credera 等公司，科技咨询公司拥有数据驱动解决方案并提供以客户为中心的服务，与“营销云”核心商业模式非常相似。

图 6: WPP 及 Omnicom 股价变化对比 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 营销云：“云+AI”驱动的 2B 型企业营销利器

### 何为营销云？

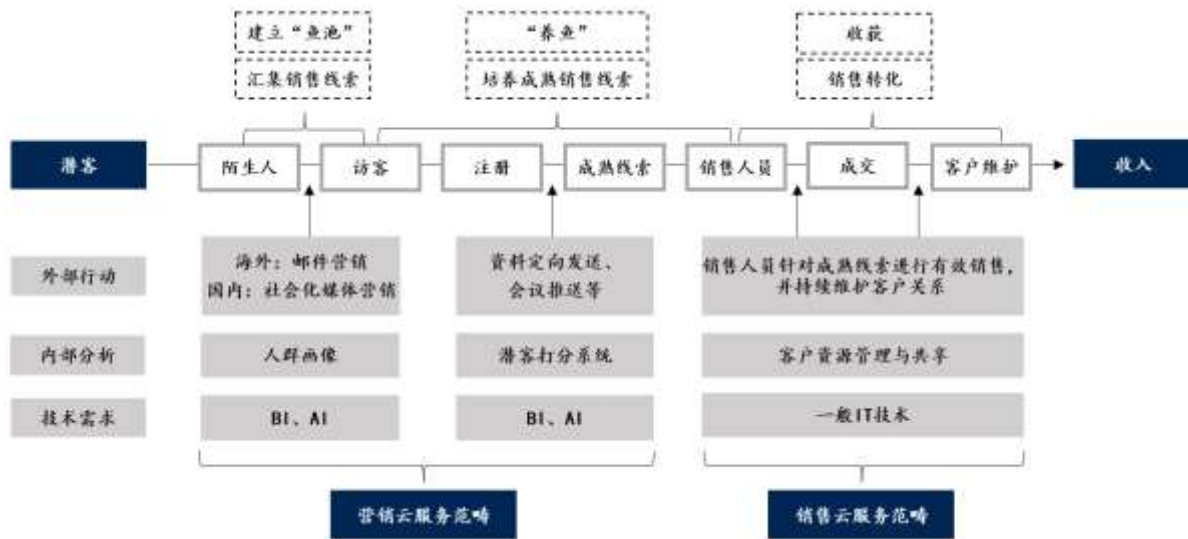
根据维基百科的定义，营销云即作为一套营销系统，提供了集成在线营销和网络分析产品的集合。

营销云龙头 Salesforce 则将营销云具体化描述为：“营销云平台，为企业提供高相关性、个性化的营销旅程，跨越平台和设备的限制，让企业能够在正确的时间，将正确的信息传递给消费者。”

总结来说，营销云（营销自动化）概念可以通过四个层次描述：

- 1) 提供的服务：营销云厂商通过整合广告技术（AdTech）和营销技术（MarTech），为企业提供一整套潜在客户发掘、培育到成熟的服务体系；
- 2) 具体环节：营销云中间环节包括通过数字营销手段获取潜在客户的“鱼池”，到通过资料发送、会议推送等方式培育客户兴趣（“养鱼”），到最终形成成熟销售线索、转化为销售收入；
- 3) 技术壁垒：SaaS 云平台为基，对大数据、AI 技术应用需求较高。营销云服务应用基于大数据、AI 技术的潜在客户画像、潜在客户行为分析及打分系统，技术应用的成熟度关乎潜在客户培育的成功率及效率，即构成营销云厂商的核心竞争力；
- 4) 解决的痛点：2B 企业高效获客需求。

图 7：营销云服务详解



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 8：营销云提供的潜在客户行为分析功能示意



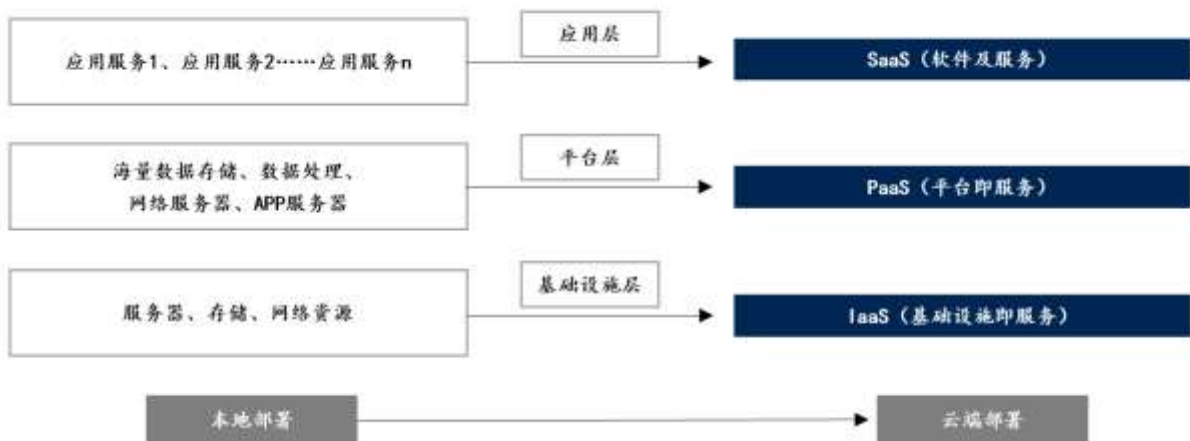
资料来源：CovertLab，国信证券经济研究所整理

### 纵向视角：营销云是 SaaS 时代先进的营销服务体系

#### SaaS 技术是营销云发展的基础

云计算分为三个层次，IaaS、PaaS 和 SaaS。IaaS 层为企业提供服务器、存储器等基础设施服务，使得企业不需要投入大量成本购买、部署、维护、升级硬件，而是通过使用服务的方式来获得硬件资源能力，更灵活、可扩展性更高、也更经济，IaaS 是企业 IT 的“水和电”（基础设施）；PaaS 层提供应用开发平台或者部分标准化应用，用户基于此平台可以快速开发出自身所需要的应用，提高企业效率、省去企业对中间、数据库等应用开发环境的投入，PaaS 可以看作是互联网的操作系统；SaaS 层直接提供完整的可供直接使用的应用级服务，客户可以直接通过网络访问所需的服务，SaaS 是对传统软件交付形式的变革。

图 9：云计算层级架构示意



资料来源：艾瑞、易观智库，国信证券经济研究所整理

SaaS 是对传统软件交付形式的变革，实现了“从销售软件到订阅服务”，有效解决了传统交付模式的痛点，催生基于云服务才得以快速发展的营销云厂商的黄金发展期。传统软件的交付方式为采用单机软件的形式，传统交付存在两个痛点：1）一次性的软件购买模式使得企业在 IT 部署上承担的成本过高，且存在一定的资源浪费；2）程序的运行、数据存储、更新等都在本地进行，这些彼此独立的应用程序使得集中管理难以实现，例如对于企业营销环节、销售环节的管理的割裂。SaaS 模式是而在 SaaS 模式中，各类应用程序均运行在 SaaS

厂商自己的服务器中，企业可以直接通过浏览器使用，无需本地安装与部署，实现了企业成本、效率的优化与 IT 服务能力边界的扩展。

■ 解决企业 IT 部署的成本和效率痛点

SaaS 的雏形可以追溯至分时系统 (time-sharing system) 和 ASP (Application Service Provider) 模式，其均旨在为企业实现 IT 部署的低成本和效益的最大化。1960 年代兴起的分时系统 (time-sharing system)，即用一台主机轮流为多个终端用户提供计算服务；由于当时的计算机体积巨大且昂贵，大多企业无力担负，**分时系统 (time-sharing system) 作为当时相对经济的方式让企业得以享用先进的计算机技术，即解决企业 IT 使用的成本和效率问题。**20 世纪 90 年代中后期进入互联网爆发式增长的黄金时代，基于互联网的 ASP (Application Service Provider) 模式开始出现，为企业提供应用的集中式托管服务。但由于 **ASP 模式存在成本过高、部署复杂、兼容性差等诸多缺陷。**

**SaaS 模式的出现帮助企业实现了最佳的低成本和效率最大化的解决方案：**

- 1) 按需付费、付费灵活：**SaaS 服务依托于互联网，采取按需收费的模式，无需企业用户准备机房等硬件设施，IT 方面工作人员需求大量减少，故而能够大幅度降低企业运营成本；
- 2) 易于整合、提高效率：**由于 SaaS 软件可以通过任何智能终端访问，所以更有助于提高效率；在此基础上，SaaS 按需收费同样可以降低企业在 IT 运营上所承担的成本；
- 3) 快速部署、可拓展性：**企业可以通过互联网直接使用云端的 SaaS 服务，避免冗长的安装和集成；且 SaaS 解决方案的相关维护和升级也不涉及硬件安装。

图 10: SaaS 对企业成本、效率的优化



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

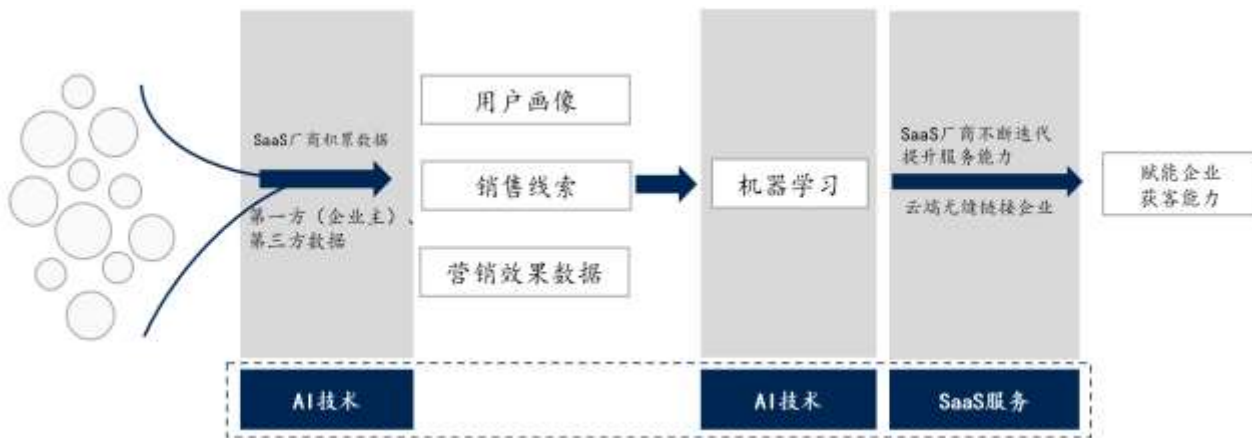
■ SaaS 扩展 IT 服务边界、解决数据孤岛，直击营销云技术痛点

传统软件交付模式下各类程序的运行、数据存储、更新等都在本地进行，这些彼此独立的应用程序使得集中管理难以实现，例如对于企业营销环节、销售环节的管理存在割裂，且应用、数据无法打通下，大数据及 AI 能力无法赋能企业需求。

**SaaS 模式催生营销云服务发展。**由于营销云服务的交互需求较高，传统软件交付形态下无法生存，因此服务形态以“外包+咨询”的模式存在，人力成本较大、自动化程度低。**SaaS 模式下，各类应用程序均运行在云端，各个应用之间的数据得以打通，AI 及大数据分析得以赋能企业服务：**1) 各个应用之间的数据得以打通，例如营销云服务、销售云服务及广告云服

务得以多维结合，为企业提供更为有效的获客能力提升，各类服务也得以不断进化、更新。2) SaaS 厂商在 AI、大数据领域的不断构建并无缝输出给企业，而 AI 算法/大数据带来的“有效销售线索寻找”“客户画像”“定向投放”能力对营销云这一细分领域提升更为显著，也是少数 AI 技术能够成熟、有效应用的领域，SaaS 这一交付模式的变革奠定了营销云服务发展、成熟的基础。

图 11: SaaS CRM 厂商应用 AI 及大数据技术赋能企业获客能力



资料来源：国信证券经济研究所整理

营销云为 SaaS CRM 领域重要分支，未及销售云发展成熟

SaaS 类型分为通用型和行业垂直型两类，巨头多出现在通用型领域。通用型 SaaS 不区分客户所在行业并为其提供通用服务，其提供服务主要包括 CRM(客户关系管理)、HRM(人力资源管理)、协同 OA、ERP(企业资源计划)等。行业垂直型 SaaS 为特定行业提供 SaaS 服务，目前多为某一垂直领域中的传统软件厂商的转型或行业解决方案服务商并行提供的 SaaS 服务。垂直领域 SaaS 服务商业规模效应较低，因而 SaaS 行业巨头多出现在通用型领域，例如 CRM 领域的 Salesforce 和 Adobe、HRM 领域的 Workday 等。

表 3: 通用型 SaaS 产品的主要类型

	主要功能与场景	主要细分领域	核心环节
ERP	供应链管理、生产制造管理、库存控制，广义上也可包含 CRM、财务管理、HRM 等模块	云供应链 / SCM、进销存	生产、销售、采购、财务
IM / 通信	办公环境下的即时通讯、电话、邮箱、会议系统、呼叫中心等	云客服、云视频会议、云呼叫中心	全员、客服
CRM	销售线索的管理与转化、客户关系维护、商机推进、合同审核、回款管理，也包含营销相关的服务	SFA / MA、自助建站 / CMS、外勤管理等	销售、营销
HRM	招聘、培训、员工关系、绩效考核、薪酬福利、继任管理等	—	HR
OA	任务管理、日程安排、协同办公、流程审批、公告通知等	文档协作	全员
网盘 / ECM	文件的存储、共享、预览、编辑、同步以及协作功能	—	全员
财务 / FICO	企业财务咨询、核算、报账、预算控制、财务分析等	云代记账、费控、差旅报销管理	财务
法务	法务咨询、电子合同签署、合同管理等	电子合同、电子签名	法务
ITOM/安全	应用 / 网络 / 数据中心的监控与管理、自动化运维、产品测试等，也包括网站或应用的安全检测、加固、防护等安全服务	APM、ITSSM、云测试	运维、技术

资料来源：艾瑞、易观智库，国信证券经济研究所整理

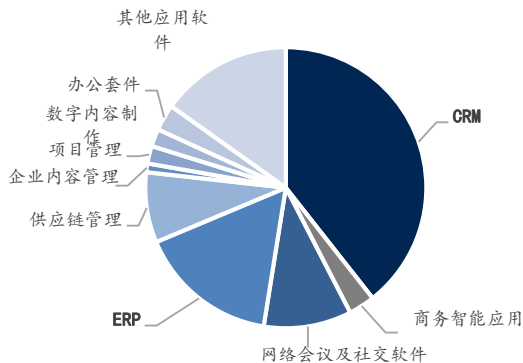
图 12: 营销云在SaaS产业中的位置



资料来源: 艾瑞、易观智库, 国信证券经济研究所整理

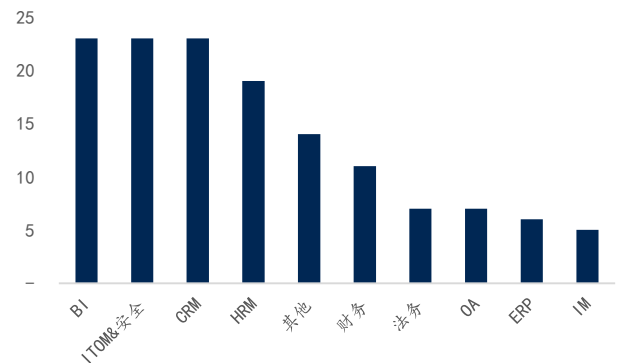
通用型 SaaS 领域中, SaaS CRM 发展最为成熟、资本热度也最高。CRM 服务解决从获客到客户关系维护的问题, 赋能企业市场部门及销售部门, 对所有 2B 类型企业经营的痛点均具有普适性, 该领域发展较为成熟。从全球通用型 SaaS 市场份额来看, CRM 领域以 39% 的占比遥遥领先其他领域, 该领域龙头 Salesforce 已成为整个 SaaS 领域的绝对龙头。国内 SaaS 产业仍处发展初期, 从 2017 年 Q1-Q3 的市场融资来看, CRM 领域 (尤其是营销) 与 BI 大数据分析、运维管理与安全位列一级市场青睐 TOP3, 而其次为 HRM 领域, 而行业垂直型 SaaS 厂商融资数量均较少。

图 13: 全球通用型 SaaS 服务细分市场份额



资料来源: Gartner, 国信证券经济研究所整理

图 14: 国内通用型 SaaS 细分市场融资情况

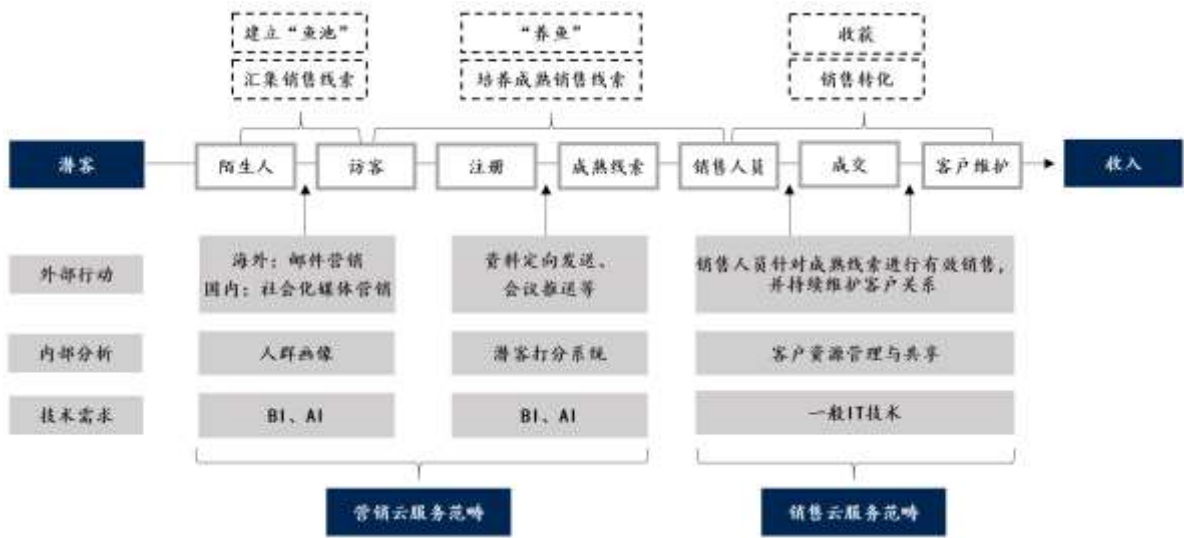


资料来源: IT 桔子、艾瑞, 国信证券经济研究所整理

SaaS CRM 领域中, 营销云未及销售云发展成熟, 成长空间大。1) CRM (Customer Relationship Management) 即客户关系管理, 其利用 IT 技术协调企业与客户在销售、营销和服务上的交互, 从而提升对客户的管理; 其最终目标是吸引新客户、保留老客户以及将已有客户转为忠实客户, 提升企业收入及市场份额, 解决的是每个 2B 类型企业面临的痛点 (2C 企业销售、客户转化环节较短, 主要以广告为销售提升的主要方式)。2) CRM 服务三大板块为营销自动化环节、销售自动化环节和客户资源管理和共享环节, 营销云服务在企业获客流程的前端, 赋能企业市场部成熟销售线索的培养能力和效率; 销售云服务在企业获客流程的后端, 提高销售部门效率、规范销售流程; 客户资源管理和共享环节主要为企业搭建了一个完善的客户资源数据库共享平台。



图 15：营销云提供的服务及其在CRM服务体系中的位置



资料来源：国信证券经济研究所整理

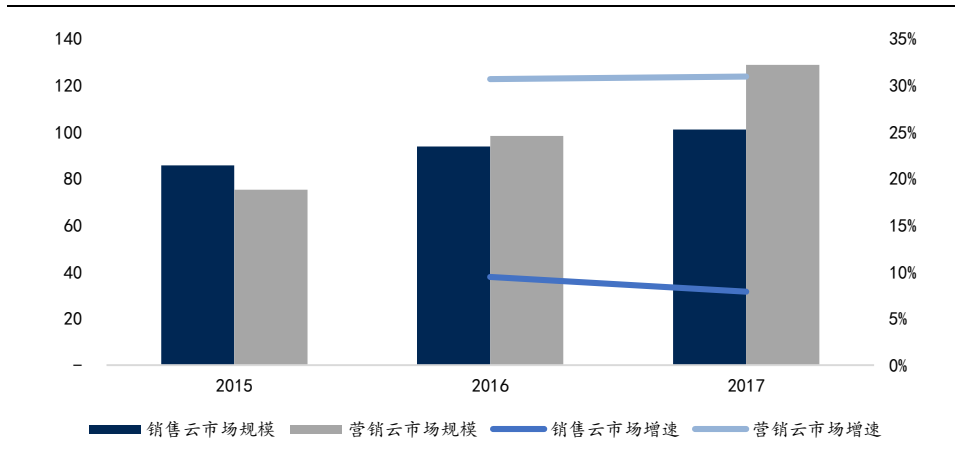
3) 技术门槛差异下，销售云发展成熟、营销云发展尚未成熟。销售云旨在优化企业销售部门 IT 管理能力、间接赋能企业销售效率，技术门槛较低、发展较为成熟；而营销云利用大数据分析，对企业获客过程中的潜在客户行为评分/特征画像，“漏斗式”地筛选是直接提升公司获客能力与效率，但技术门槛较高、仍处于较为早期的发展阶段。销售云环节主要规范化企业销售人员管理及销售流程管理，提升销售部门效率，技术水准为一般 IT 水准；营销云环节是帮助 2B 企业获取有效销售线索、培养成为成熟销售线索的过程，技术需求包括大数据分析 (BI)、机器学习 (AI) 等前沿技术应用。

图 16: CRM 服务体系详解

分类	服务环节	具体服务内容	技术需求	发展状态
销售云	销售自动化管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>定义：销售人员利用销售 CRM 系统对销售过程的客户行为、潜在客户发展过程等售前售后的全方位自动化管理。</li> <li>销售自动化管理方面包括：销售机会管理、销售漏斗、报价单、合同订单、发货单、应收款、收款记录等一整套全自动化的管理系统。</li> <li>价值：销售云可优化企业的销售全过程管理，提高销售部门效率、规范销售流程。</li> </ul>	一般 IT 技术	成熟
		<ul style="list-style-type: none"> <li>定义：企业的营销自动化管理包括市场营销活动、社交媒体营销、邮件营销、电话营销等从而获取商机和管理。</li> <li>营销自动化管理步骤包括：1) 营销 CRM 系统制定有效的产品市场营销决策，通过大众化的市场营销累积“客户池子”、获取“销售线索”，目的地吸引大量首次接触的客户的目光，将企业的产品推广出去；2) 运用营销 CRM 系统数据分析，针对性地对具体的目标客户群进行自动化管理，通过多次广告、会议、产品资料等推送培养潜在客户，针对性的“养鱼”；3) 形成成熟的销售线索交予销售部门，最终形成销售收入。</li> <li>价值：营销自动化管理环节呈现“漏斗形”，从庞大的潜在客户群体一步步筛选“有效客户”、针对性推送营销信息，最终转化为成熟销售线索；其过程中蕴含的数据分析、人群画像、行为评分均需要大量的技术投入。企业通过个性化的营销自动化管理，能够对有效的客户推销企业的产品，通过 CRM 对企业的个性化需求进行一对一地管理和销售，优化企业的营销管理流程。</li> </ul>		
营销云	营销自动化管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>客户资源管理 CRM 通过对不同客户资源的系统管理，建立起客户与企业之间的稳定交易关系，例如对客户资料、联系人（如客户关联信息、批量修改、活动、文档、合同、售后服务等）一整套的客户资源管理系统。</li> </ul>	大数据分析 (BI)、机器学习 (AI)	未成熟
		<ul style="list-style-type: none"> <li>CRM 系统能够为企业搭建了一个完善的客户资源数据库共享平台，管理层可以通过 CRM 对哪些客户资源要员工之间共享，哪些只限于特指的员工管理的，都可以一一地实现，提高了企业资源共享的有效性，同时也提高了企业重要资源的保密性，更加能够合理地划分各个部门的权限职责，避免了遇到问题互相推卸责任的存在。</li> </ul>		
延伸功能	客户资源管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>客户资源管理 CRM 通过对不同客户资源的系统管理，建立起客户与企业之间的稳定交易关系，例如对客户资料、联系人（如客户关联信息、批量修改、活动、文档、合同、售后服务等）一整套的客户资源管理系统。</li> </ul>	一般 IT 技术	成熟
	共享客户资源	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRM 系统能够为企业搭建了一个完善的客户资源数据库共享平台，管理层可以通过 CRM 对哪些客户资源要员工之间共享，哪些只限于特指的员工管理的，都可以一一地实现，提高了企业资源共享的有效性，同时也提高了企业重要资源的保密性，更加能够合理地划分各个部门的权限职责，避免了遇到问题互相推卸责任的存在。</li> </ul>	一般 IT 技术	成熟

资料来源：艾瑞、易观智库，国信证券经济研究所整理

图 17: 全球营销云/销售云市场规模及增速对比



资料来源：Gartner、Salesforce 财报，国信证券经济研究所整理

**商业模式：订阅费为核心收入来源，收入稳定性强**

传统软件企业一次性销售产品或项目，并根据用户需求提供相应的系统更新与运维，是一种授权制 (License) 的商业模式，该商业模式下与企业交互性差、运维成本较高，同时，由于传统软件部署是一次性的，传统软件企业收入波动性较大。

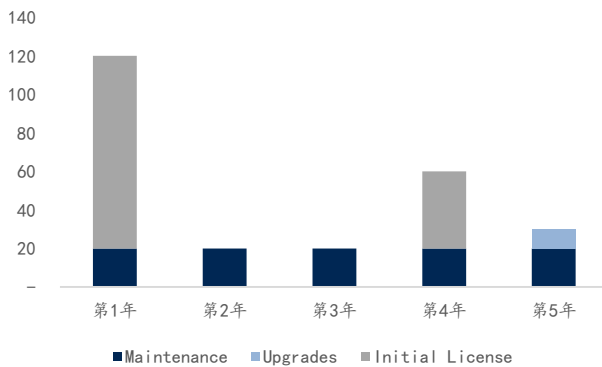
营销云基于 SaaS 模式带来了更灵活的产品架构和交付模式，能够实现产品的快速交付、产品功能的快速迭代。在商业模式层面，相较于软件产品的 license 售卖+后期运维服务收费模式，SaaS 订阅服务能够带来更为稳定、持续的现金流。

表 4：传统软件交付模式与 SaaS 交付模式对比

	传统软件交付	SaaS 交付
商业模式	Licence 授权式	Subscription 订阅式
特征 1	与企业交互性差、运维成本较高	与企业交互性强、运维成本较低
特征 2	收入波动大	收入表现平稳

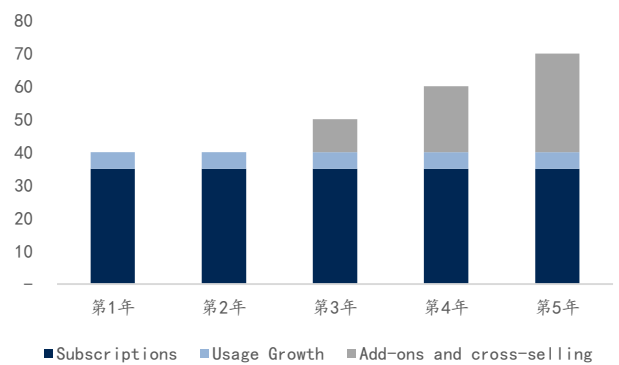
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 18：传统软件售卖模式下厂商现金流



资料来源：BCG，国信证券经济研究所整理

图 19：SaaS 模式下的厂商现金流

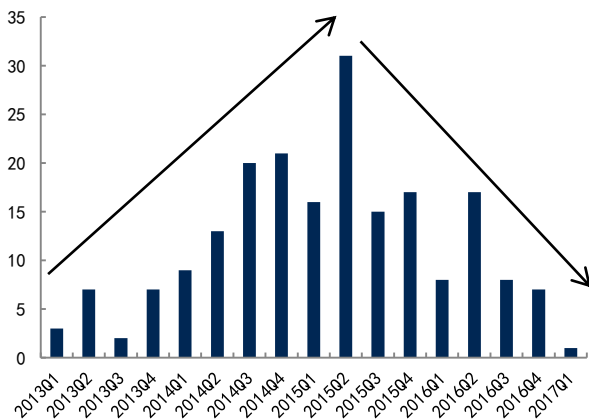


资料来源：BCG，国信证券经济研究所整理

### 横向视角：如何看待营销云与数字营销间的差异？

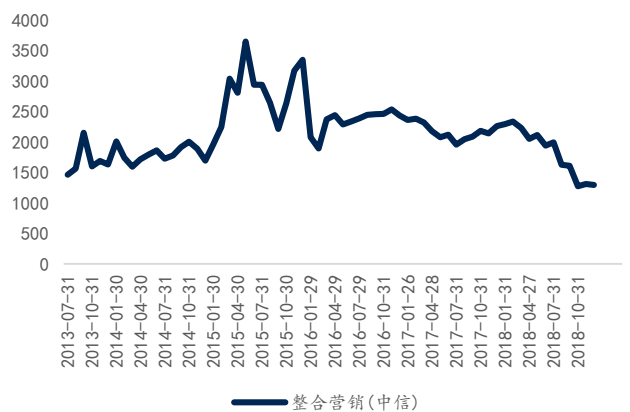
与营销云概念相比，A 股数字营销公司曾经历大起大落，数字营销这一概念更为人熟知。2013-2016 年间，A 股数字营销领域并购案例频发，期间行业最高单季度并购数量达到 30 起(2015Q2)，并购金额最高达到 619 亿元(2015Q3)；2013-2016 年期间 A 股数字营销板块“明星公司”如利欧股份、科达股份、蓝色光标等通过大量外延并购，市值成长超 10 倍，但在并购大潮退去，数字营销公司内生增长乏力，2017-2018 年来市值基本重回 2013 年水平。

图 20：数字营销行业并购数量变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21：中信整合营销指数变化

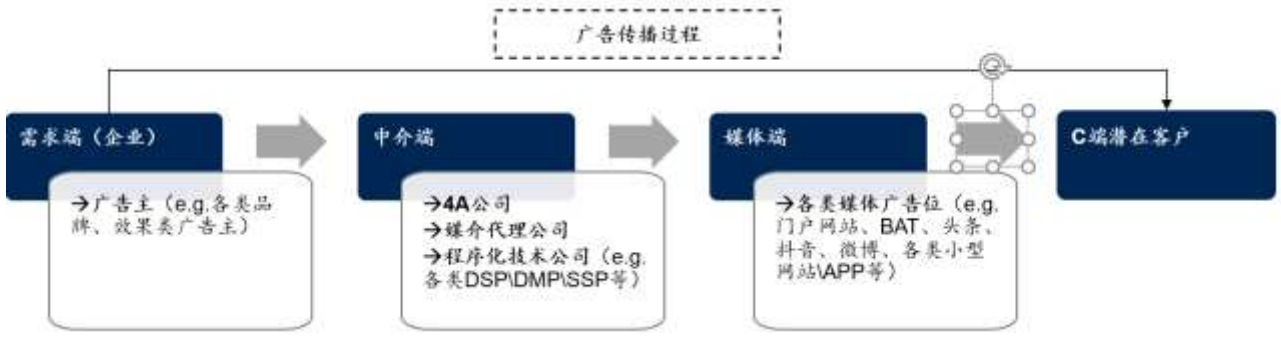


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**区别 1：数字营销是广告的概念范畴，营销云赋能企业部门营销效率**

严格意义上，数字营销更多是广告的概念范畴，而非营销范畴，其核心在于发挥沟通职能。广告解决企业与潜在客户之间的信息不对称，核心是沟通职能；广告产业链由需求端（被企业，即广告主）、中介端（数字营销服务公司）、媒体端（各类互联网媒体）构成，最终传达至以 C 端为主的潜在客户。数字营销服务公司在产业链中发挥的是“中介”的职能，并不完全代表企业的“销售提升诉求”。

图 22：互联网广告（数字营销）产业链

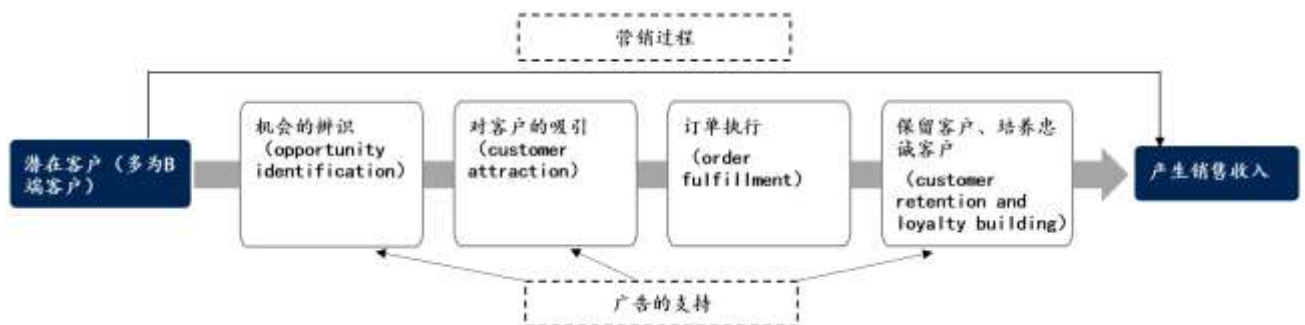


资料来源：国信证券经济研究所整理

营销旨在提升企业获客效率和客户粘性，核心在于强化管理职能。营销是辅助企业高效地如何发现潜在客户、培养潜在客户、保留潜在客户，以最大效率提升获客能力及销售收入的过程；理论上，营销的过程为机会的辨识（opportunity identification）→对客户的吸引（customer attraction）→订单执行（order fulfillment）→保留客户、培养忠诚（customer retention and loyalty building），与营销云厂商提供的服务完全契合。营销云服务厂商发挥赋能企业营销效率和能力边界的职能，完全代表企业的“销售提升诉求”。

此外，营销与广告（数字营销）过程并不是割裂的，营销过程中的对机会的辨识、对客户的吸引、保留客户、培养忠诚三段过程均需要数字营销“沟通职能”的配合。

图 23：营销的过程



资料来源：《基础营销学》，国信证券经济研究所整理

**区别 2：数字营销解决 2C 型企业获客问题，营销云赋能 2B 型企业获客痛点**

2C 型企业客户决策流程较短、客单价较低、客户群体较广，广告的沟通职能即可解决获客问题。对于 2C 企业客户为个人消费者，一方面其购买决策流程较短，广告对企业产品信息的传播即可直接影响购买决策；另一方面，大多数 2C

企业客单价较低、客户面较广，广告投放可以以相对较低的成本实现大面积传播，但漏斗式的营销流程定向针对少量潜在客户，且最终由销售人员提供 1 对 1 服务，其并不是 2C 型企业的最佳获客、提升销售额的解决方案。

**2B 型企业客户决策流程较长、客单价较高、客户群体较小，广告传播不足矣提升有效获客，营销云赋能营销环节价值突出。**对于 2B 企业，其客户依然为企业（特别典型一类是 SaaS 服务商），一方面企业购买服务决策流程较长，另一方面，该类客户客单价通常较高、客户群体偏细分，因而广告传播不足以针对性高效获取客户，其销售提升更多依赖自身营销部门、销售部门支持，营销云赋能价值非常高。此外，一些面向大 C 提供服务的企业（例如教育行业、金融行业等），其性质与 2B 企业更为相似。

表 5：2C VS 2B 企业获客提升方式区别

企业类型	客户群体	典型行业	特征1	特征2	特征3	获客提升方式
2C企业	个人消费者	互联网行业、消费品行业等	客户决策流程较短	客单价较低	客户面较广	广告 (数字营销)
2B企业 (部分2C企业)	企业消费者 (或高客单价个人消费者)	SaaS行业、教育行业、金融行业等	客户决策流程较长	客单价较高	客户面较窄	营销部门 (营销云)

资料来源：国信证券经济研究所整理

图 24：营销云与数字营销的并行关系



资料来源：国信证券经济研究所整理

**区别 3：技术壁垒相差较大，产业链地位不同**

■ **数字营销服务公司以代理类为主，技术壁垒非常低**

数字营销服务公司包括两类：代理型和技术型。4A 广告公司业务通常以商务型和代理型业务起家，近年来伴随互联网技术发展开始布局技术型公司。对于国内数字营销广告市场来说，我们以 A 股公司并购标的分类，得到代理型公司 29 家，技术型公司 8 家；国内数字营销服务公司依然以代理类业务为主。



图 25: A 股数字营销板块被并购标的分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

代理型公司无技术壁垒，技术型技术门槛较低、技术进化动力不足。媒介代理过程中数字营销公司扮演“代理商”的角色，技术壁垒较低。技术型公司业务主要从事程序化交易，技术平台包括 DSP\DMP\SSP，是能够自动、精准地执行广告资源购买的流程，因此是一种“程序化”的精准营销，但该类技术进入壁垒不高，产业呈现典型的“大市场、小公司”格局；且由于数字营销公司在产业链中处“中介端”位置，并不完全代表企业（广告主）利益，其加强技术投入、提升广告投放精准的改进动力不足。

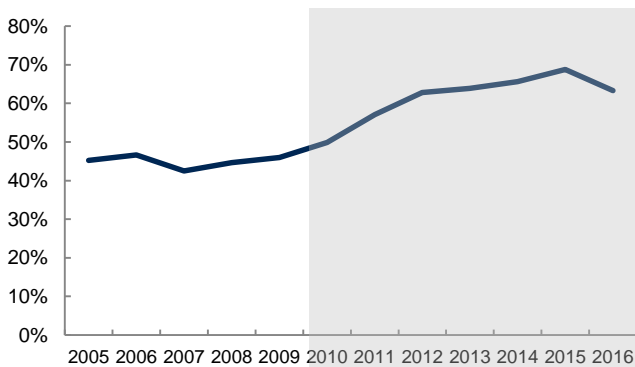
图 26: 互联网广告产业链收入切分



资料来源：艾瑞，国信证券研究所整理

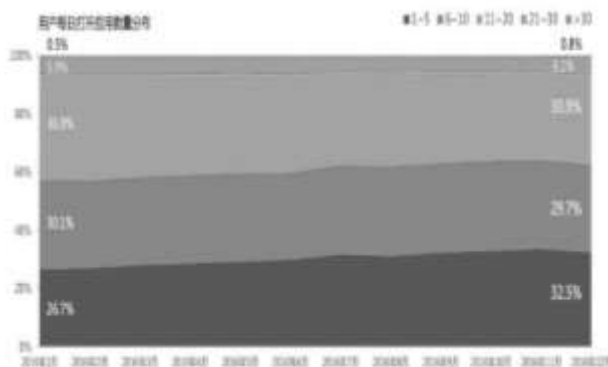
AI 技术赋能营销精准性吸引广告规模结构性转移，主要受益者也在于使用精准推荐算法的“媒体端”。伴随互联网\移动互联网发展逐渐成熟，从 2004-2009 年间的分散阶段（长尾流量占比超 50%，网络联盟广告盛行），2010 至今细分媒体渠道平台集中度不断提升。因此，伴随媒体渠道集中度高，一方面，媒体端自建“中介端”广告服务部门（如 DSP、广告交易平台等）成为主流，其最优资源、优质资源均优先内部平台购买（自有数字营销平台最高能够直接拿到产业链 80%左右的广告分成收入），第三方中介数字营销服务公司生存空间受挤压严重、利润水平趋降，同时大数据、AI 等技术投入受阻。另一方面，媒体端参与者多为巨头参与者，其可用于分析的大数据存量及增量、技术水平与研发投入均是“中介端”中小参与者无法比拟的。最终通过精准的“千人千面”算法吸引的企业广告费用投入受益者多为如今日头条、腾讯等媒体端参与者。

图 27：2005-16 年 TOP4 媒体渠道市场份额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：移动互联网用户习惯集中化

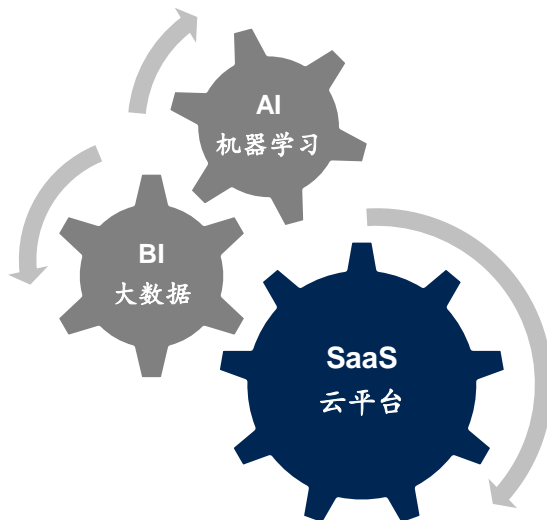


资料来源：Trustdata，国信证券经济研究所整理

■ 营销云是“云+AI”时代产物，技术门槛高

营销云核心在于利用大数据分析，对企业获客过程中的潜在客户行为评分/特征画像，“漏斗式”地筛选、培养成熟销售线索的，是 SaaS 云平台技术和 AI 结合的产物，技术门槛较高。营销自动化环节是帮助 2B 企业获取有效销售线索、培养成为成熟销售线索的过程，技术需求包括大数据分析 (BI)、机器学习 (AI) 等前沿技术应用以及 SaaS 模式拓展企业 IT 能力边界的扩展。

图 29：营销云的技术门槛



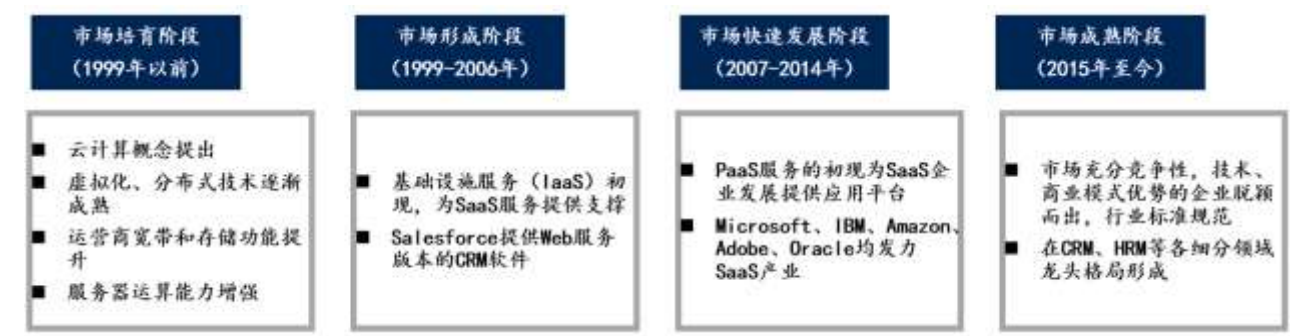
资料来源：国信证券经济研究所整理

海外市场：营销云市场规模与数字营销行业并肩

产业基础：海外 SaaS 行业起步于 1980 年代，目前已进入成熟期

美国是全球 SaaS 领域发展最迅速的国家，从 1988 年 ASP 模式的诞生开始，启动期、快速成长期之后，目前已经进入稳定发展期，在垂直 SaaS 细分领域诞生了诸如 Salesforce、Workday 等一系列龙头 SaaS 厂商。

图 30: 美国SaaS行业发展历程



资料来源: 国信证券经济研究所整理

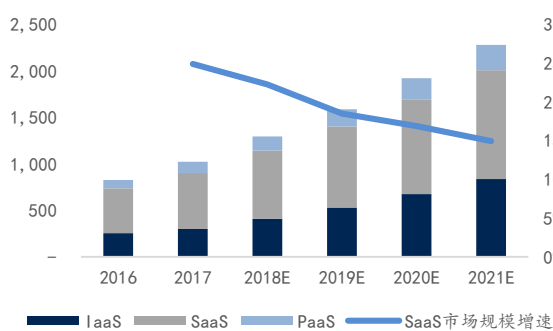
表 6: 2017年美国各细分领域已上市标杆型SaaS厂商

	所属领域	融资状态	市值
Salesforce	CRM	上市	市值 940 亿美元
Workday	HRM	上市	市值 319 亿美元
Service Now	ITSM	上市	市值 290 亿美元
Athenahealth	医疗 SaaS	上市	市值 53 亿美元
Zendesk	客服	上市	市值 55 亿美元
Hubspot	营销自动化	上市	市值 45 亿美元
New Relic	APM	上市	市值 42 亿美元
Box	企业网盘	上市	市值 23 亿美元

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

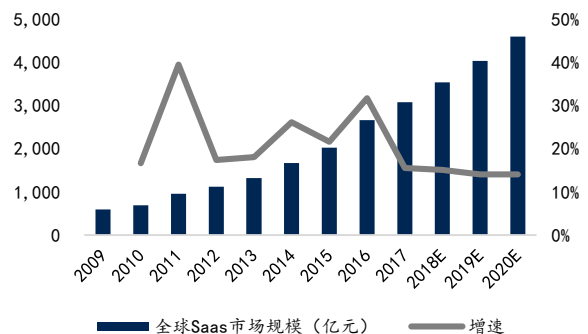
根据 Gartner 数据, 2009-2016 年全球云计算市场规模复合增速为 24%, 近两年全球云计算行业进入成熟发展期。2017 年全球云计算市场规模为 3067 亿美元, 同比增长 15%; 其中全球 SaaS 市场规模为 602 亿美元, 同比增长 24%。预计 2018 年-20 年全球云计算市场规模增速将维持 10-15% 左右的平稳增速, 全球云计算市场已进入平稳发展的成熟阶段。

图 31: 全球云计算市场规模分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

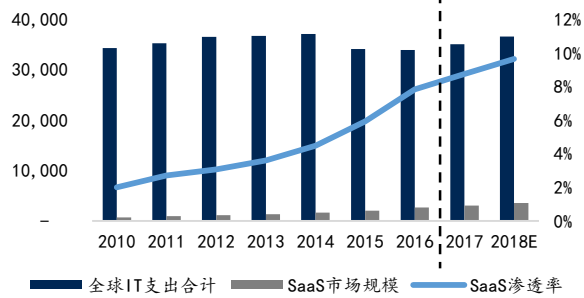
图 32: 全球云计算市场规模变化



资料来源: Gartner, 国信证券经济研究所整理

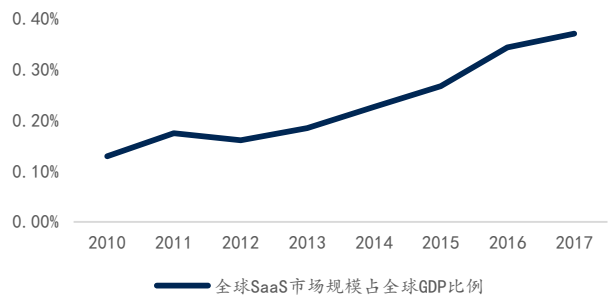
由于海外发达国家企业 IT 渗透率已较高、普遍受企业认可, 2007-2016 年间海外 SaaS 行业快速发展时期的市场驱动力主要来自企业传统 IT 服务预算向 SaaS 服务预算的转移, 即 SaaS 服务对传统 IT 服务的替代。由于营销云服务高度依赖 SaaS 模式, 目前全球 SaaS 市场渗透率从 2010 年的 1.99% 快速上升到 2017 年的 7.42%, 海外企业用户的 SaaS 服务认可度逐渐提升奠定营销云服务渗透基础。

图 33：全球 SaaS 市场占 IT 支出比例变化



资料来源：Gartner, 国信证券经济研究所整理

图 34：全球 SaaS 市场规模占全球 GDP 比例



资料来源：Gartner、联合国统计司, 国信证券经济研究所整理

### 发展现状：历经十年快速成长，巨头割据市场

营销云诞生近 20 年，技术赋能下目前全球营销云市场依然快速增长。从海外营销云市场发展阶段来看，2000 年至 2015 年处于营销云市场形成期，其中 2010-15 年全球营销云市场规模复合增速为 49%。传统 IT 巨头相继通过并购及自身业务拓展进入营销云领域，此阶段很多发展相对成熟的公司开始向企业提供一整套营销解决方案，从原来的产品提供方向营销云平台提供方迈进；同时，也不乏创业公司从新模式新领域切入。2015 年至今处于营销云快速发展期，期间全球营销云市场规模复合增速达到 31%。此阶段企业对营销云服务的接受程度大幅提升，营销云服务更深入地影响企业业务流程，并通过大数据/AI 分析提升服务能力，市场规模依然维持快速增长。

图 35：全球营销云市场发展历程及市场规模变化



资料来源：Gartner、Datanyze、公司年报, 国信证券经济研究所整理

营销云市场巨大的成长机会吸引了大量传统 IT 巨头入场，市场集中度高。2010 年，IBM 以 4.8 亿美元收购 Unica；2011 年，Teradata 5.25 亿美元收购 Aprimo；2012 年，甲骨文 8.1 亿美元收购 Eloqua；2013 年，Salesforce 25 亿美元收购 ExactTarget，而此前 ExactTarget 则以 9500 万美元收购 Pardot；Adobe 8 亿美元收购 Neolane；2014 年，IBM 2.7 亿美元收购 Silverpop；2016 年 6 月，PE 机构 Vista 以 17.9 亿美元私有化收购 Marketo；而 2018 年 Marketo 被 IT 巨头 Adobe 以 47.5 亿美元价格收购。

目前海外营销云市场参与者主要为三类：1) 巨头参与者：全球来看主要有 IBM (Unica)、Oracle (Eloqua、Responsys)、Salesforce (Pardot、ExactTarget)、Adobe (Neolane、Marketo) 以及 Teradata (Aprimo) 等。2) 独角兽参与者：如 Hubspot、Marketo (即将被 Adobe 收购) 等。细分独角兽目标客户群体较

广、各有侧重。3) 点解决方案参与者: 多为小型公司, 主要面对中小型企业。根据 Datanyze 统计, 2017 年营销云市场 CR4 已达到 58.1%, 龙头企业包括 SaaS 巨头 Adobe 和 Salesforce, 以及独角兽企业 HubSpot。

**表 7: 海外 IT 巨头对营销云领域的布局 (全球市场)**

公司	创立年份	上市/收购情况	2017 年财务数据
<b>Salesforce</b>	1999		营收 104.80 亿美元 扣非归母净利润 1.27 亿美元
<i>Pardot</i>	2006	Pardot 于 2012 年被 ExactTarget 收购; 后者 2013 年被 Salesforce 收购; Demandware 2016 年被 Salesforce 收购; Salesforce 于 2012 年上市	-
<i>ExactTarget</i>	2000		-
<i>Demandware</i>	2004		-
<b>Adobe</b>	1982		营收 72.02 亿美元 扣非归母净利润 16.94 亿美元
<i>Marketo</i>	2006	Adobe 于 2009 年收购 Omniture, 2010 年收购 Day Software, 2013 年收购 Neolane; Marketo 2013 年上市, 2016 年被 Vista 私有化, 2018 年被 Adobe 收购	营收 3.21 亿美元
<i>Neolane</i>	2001		-
<i>Omniture</i>	1996		-
<i>Day Software</i>	1993		-
<b>Oracle</b>	1977		营收 398.31 亿美元 扣非归母净利润 44.65 亿美元
<i>Maxymiser</i>	2006	甲骨文 1986 年上市, 于 2012 年收购 Eloqua, 2013 年收购 Responsys, 2015 年收购 Maxymiser	-
<i>Responsys</i>	1998		-
<i>Eloqua</i>	1999		-
<b>IBM</b>	1911		营收 791.39 亿美元 净利润 57.53 亿美元
<i>Unica</i>	1992	IBM 于 1978 年上市, 2010 年收购 Unica、Coremetrics、2014 年收购 Silverpop	-
<i>Coremetrics</i>	1999		-
<i>Silverpop</i>	1999		-

资料来源: 各公司财报等, 国信证券经济研究所整理

**表 8: 2017 年营销云行业市场份额 (全球市场)**

营销云平台	市场份额	母公司
HubSpot	21.2%	-
Marketo	13.3%	Adobe
Adobe Marketing Cloud	12.2%	Adobe
Pardot	11.4%	Salesforce
Eloqua	6.2%	Oracle
Active Campaign	4.7%	-
HubSpot Forms	3.8%	-
IBM Silverpop	3.5%	IBM
Act-On	3.3%	-

资料来源: Datanyze, 国信证券经济研究所整理



发展经验：融合型营销云服务商潜力更大，市场集中为必然趋势

1) 从“获取客户”和“服务及留存客户”角度，融合型龙头厂商优势更强

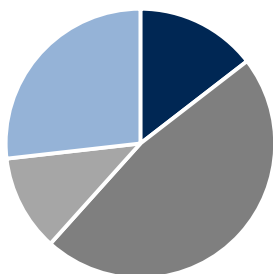
图 36：营销云各环节壁垒分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

“获取客户”角度：SaaS 厂商成立前三年市场与营销费用将占到公司营收的 80%-120%，到第五年的时候则下降到 50%左右。以 Salesforce 为例，其 2001 年的市场与营销费用高达当年营收的 4.67 倍，2004 年上市当年依旧占当年营收的 57%，此后逐年维持在 50%左右的水平。2017 年即 2018 年前三季度公司销售费用占总成本比例依然达到 47-48%。

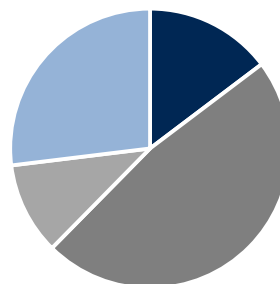
图 37：2017 年 Salesforce 经营成本与费用占比



• 研发费用 • 销售费用 • 管理费用 • 营业成本

资料来源：Salesforce 财报，国信证券经济研究所整理

图 38：2018 前三季度 Salesforce 经营成本与费用占比

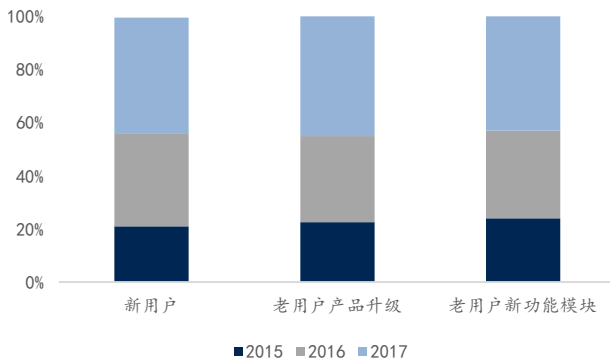


• 研发费用 • 销售费用 • 管理费用 • 营业成本

资料来源：Salesforce 财报，国信证券经济研究所整理

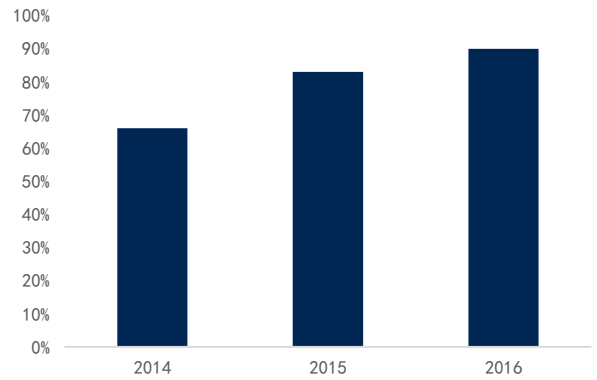
基于 SaaS 模式的营销云服务与企业交互性强、与企业其他需求边界模糊，交叉销售下融合型服务商获客优势显著。与传统软件交付模式相比，SaaS 厂商与客户间更容易建立长期的双赢合作关系，从而为交叉销售等创造持续的机会。以 Salesforce 为例，2018 财年公司来自老客户的新产品模块购买占收入比重高达 43%；进入营销云行业，早期 Adobe 通过利用创意软件业务积累的大量大客户资源，奠定了营销云服务第一批用户；Adobe 收入贡献 Top100 客户购买三个及以上产品的客户比例超过 80%。

图 39: Salesforce 收入结构



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

图 40: Adobe Top100 客户购买 ≥ 3 个产品的客户比例



资料来源: Adobe 财报, 国信证券经济研究所整理

“服务及留存客户”角度: SaaS 模式非一次性交付, 而是长期的订阅费用, 因此服务及留存客户非常重要; 服务及留存客户的核心在于服务商提升企业营销效率的实力, 因此技术实力和客户服务经验的积累为核心壁垒。SaaS 龙头企业深耕行业多年, 技术积累及对客户需求的响应能力均较高。

2) 未来 SaaS 服务类型边界将更加模糊, 其他 SaaS 业务龙头、数字营销龙头与营销云趋于融合。各类 2B 企业服务产品之间客户、技术协同效应均较强, 具备规模效应; 未来 SaaS 产品、营销服务产品之间有突破原有界限, 走向融合的趋势。融合的方式主要有三种: a) 营销云 SaaS 厂商逐渐向周围业务流程延伸, 比如 CRM 与 OA/HRM、ERP 与财务/CRM 等本来就存在一定的功能上的重叠性, 其中的界限日益模糊, 产品很容易进行跨界融合; b) 营销云 SaaS 厂商的产品开始推出越来越多的适应于垂直行业版本; c) 营销云 SaaS 厂商跨界收购数字营销服务公司, 如 Salesforce 收购邮件广告公司, 从内部完善营销产业链, 为企业提供一站式的“增收”服务。总之, 伴随企业需求的不断多样化与个性化, SaaS 服务类型边界将会越来越模糊, SaaS 龙头企业在新市场中机会更大。

图 41: 营销云与其他 SaaS 厂商、数字营销厂商的业务融合



资料来源: 国信证券经济研究所整理

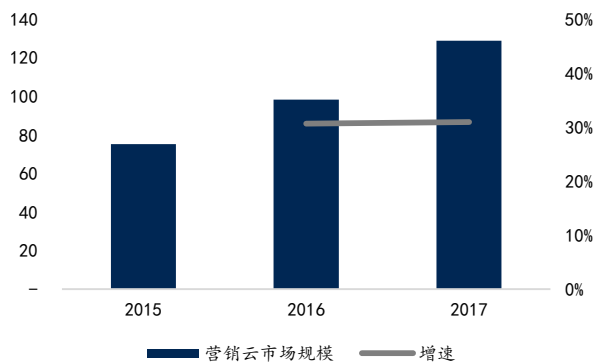
以 Salesforce 为例, Salesforce 基于 SaaS CRM 服务优势, 营销云业务快速增长。从龙头企业营销云业务增速来看, Salesforce 近三年营销云板块收入增速均高达 130% 以上, 遥遥领先于行业增速。营销与销售本是不可分割、联系紧密的企业经营单元, Salesforce 一直是销售云(销售自动化)行业绝对龙头, 结合其在销售环节优势, Salesforce 通过投资和并购形成了包含“营销云(Pardot、

ExactTarget、DMP Krux)-销售云(Salesforce)-数字营销(邮件广告 Thinkfuse、Etacts; 社会化广告 Buddy Media; 搜索广告 Kieden) 的完整、“一条龙式的”企业销售赋能体系。

### 横向对比：营销云市场规模达数字营销行业的 22%

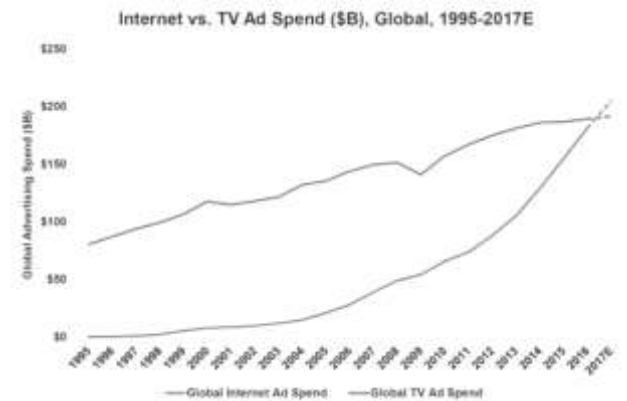
全球营销云市场规模达到数字营销行业的 22%。我们根据 Datanyze 及 Gartner 数据测算，2017 年全球营销云市场规模约 129 亿美元；根据互联网女皇报告，2017 年全球互联网广告规模约 2000 亿美元，根据互联网广告产业链收入切分，2017 年数字营销服务公司（中介端，包括 4A、媒介代理、程序化交易技术型公司，共占产业链价值分配的 30%）市场规模约为 600 亿美元；全球营销云市场规模达到数字营销行业的 22%。

图 42：全球营销云市场规模变化（亿美元）



资料来源：Gartner、Datanyze、公司年报，国信证券经济研究所整理

图 43：全球互联网广告规模变化



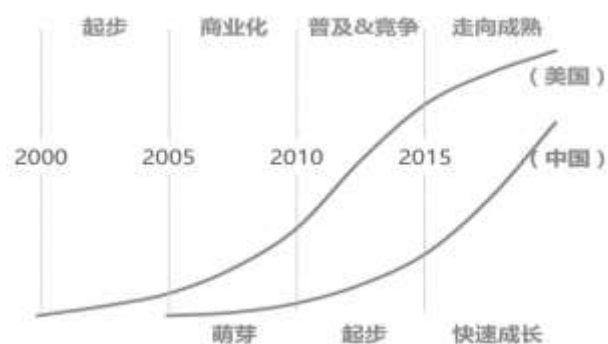
资料来源：互联网女皇报告，国信证券经济研究所整理

## 国内前景：产业互联网渗透带来营销云黄金发展期

产业现状：我国 SaaS 行业落后美国 10 年，营销云产业处于萌芽期

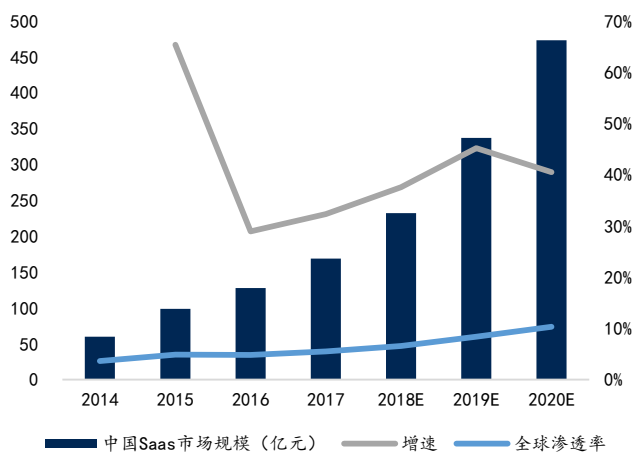
我国 SaaS 行业发展进程落后美国 10 年左右，正处于快速成长期。美国 SaaS 市场在其成熟、平稳发展的宏观经济大环境下，呈现出与中国较为不同的市场特征。由于美国企业的信息化产品使用率高，SaaS 市场的发展空间其实来自于传统软件向 SaaS 的转化。而国内 SaaS 市场起步于 2007 年，伴随国家政策驱动及企业信息化需求释放，国内 SaaS 市场发展迅速；国内 SaaS 市场规模占全球市场的比例已从 2014 年的 3.6% 上升至 2017 年的 5.5%。

图 44：中美 SaaS 产业发展阶段示意



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

图 45：国内 SaaS 市场规模变化



资料来源：Gartner、中国信通院，国信证券经济研究所整理

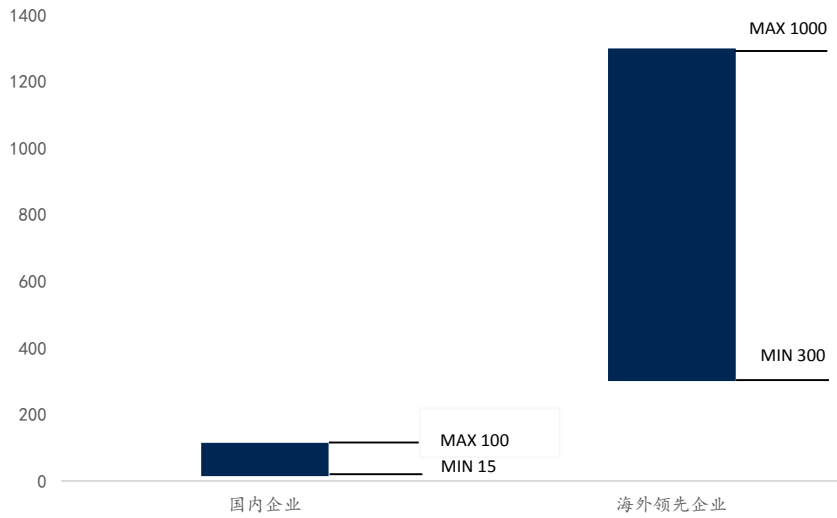
图 46：国内 SaaS 各领域代表企业



资料来源：硅谷蓝图，国信证券经济研究所整理

国内营销云产业处于萌芽期，创业型企业技术背景强。总结海外营销云产业发展历程，营销云产业发展的必备条件包括三个层次：第一层次是网络带宽达标；第二层次是 IaaS、SaaS 云平台下运算资源、算力的达标；第三层次是 AI、大数据等技术对营销转化效率的提升。国内云计算起步较晚，叠加企业 IT 预算渗透程度较海外发达国家有较大差距、企业付费习惯不足，因而 2014 年伴随营销云领域创业企业进入市场，才迎来国内企业级营销云服务市场发展的元年，当前已进入市场起步期。

图 47：国内营销云企业及海外领先营销云企业人员规模对比



资料来源：IT 桔子、公司财报，国信证券经济研究所整理

**目前国内营销云主要参与方主要有 3 类：**

**国外营销云巨头的国内分公司：** Salesforce、Hubspot、Adobe 等海外营销云领先企业都在中国市场设立分公司。但国内互联网环境习惯与海外较大不同，例如海外营销云公司多使用邮件营销作为获取、筛选销售线索的第一部，但国内营销媒体集中于社交、电视、搜索、资讯领域的巨头手中（BATJ、字节跳动），海外营销云巨头进入难免水土不服。

**数据监测和分析机构：** 凭借丰富的数据积累和领先的数据处理、分析技术优势，这些企业的业务线已往营销云拓展，并以“数据驱动营销升级”为理念，将营销云作为未来的业务重心。例如 99Click（商助科技）、Talkingdata 等。

**快速发展的创业型营销云公司：** 这类公司技术基因较强，并通过数据和算法（营销 AI）不断提升获客和孵化效率，提升营销转化，在国内市场发展迅速。



表 9：国内营销云行业主要参与者梳理（本土企业）

公司名称	成立时间	企业背景	人员规模	融资现状	融资金额	最新融资日	创始团队信息
赛诺贝斯	2005.3	数字营销转型、拓展营销云	500-1000人	-	-	-	董事长张韬，赛诺贝斯（北京）营销技术股份有限公司执行董事兼董事长。
云移科技	2012.9	线下流量运营转型营销云	500-1000人	B 轮	3 亿人民币	2016.8	CEO 宿凯，85 后连续创业者。
果时信息	2014.1	营销云领域创业	30-50 人	-	-	-	CEO 吴召文，为果时（上海）信息科技有限公司的创始人。
商助科技	2014.10	数据监测和分析机构转型营销云	50-100 人	A 轮	3000 万人民币	2018.3	CEO 马云天，数据分析和互联网软件分析专家。
菱歌科技	2015.5	营销云领域创业	15-30 人	天使轮	1200 万人民币	2017.3	CEO 栾晔，美国耶鲁大学市场营销学博士，达特茅斯大学塔克商学院教授。
Convert lab	2015.7	营销云领域创业	15-30 人	A 轮	数千万人民币	2017.6	CEO 高鹏，Convert Lab 创始人、CEO，曾担任 SAP 全球副总裁。
易数宝	2015.8	数字营销转型、拓展营销云	50-100 人	Pre-A 轮	数百万人民币	2017.10	CEO 梁文庆，深耕互联网行业逾 10 年，曾就职于百度广州分公司 7 年，拥有 4 年大型营销团队管理经验
悟空数据	2015.9	营销云领域创业	10-15 人	天使轮	-	-	CEO 宗瑞兴，云思科技、悟空数据创始人及 CEO，有 16 年市场研究和互联网公司服务经验。
火眼云	2016.1	营销云领域创业	15-30 人	天使轮	300 万人民币	2017.5	CEO 张陆鹏，曾任职于雅虎、搜狐，10 年技术开发经验。
天壤智能	2016.6	营销云领域创业	15-30 人	A 轮	1.8 亿人民币	2018.8	CEO 薛贵荣，原阿里巴巴旗下阿里妈妈大数据中心负责人，阿里妈妈首席数据科学家，负责研发了阿里搜索引擎、数据管理平台、营销技术平台等。
致趣百川	2016.9	营销云领域创业	50-100 人	A 轮	-	2018.7	CEO 何润，十年企业服务软件产品研发和咨询规划经验，曾在埃森哲工作，负责大型 ERP 和物联网系统规划与实施。

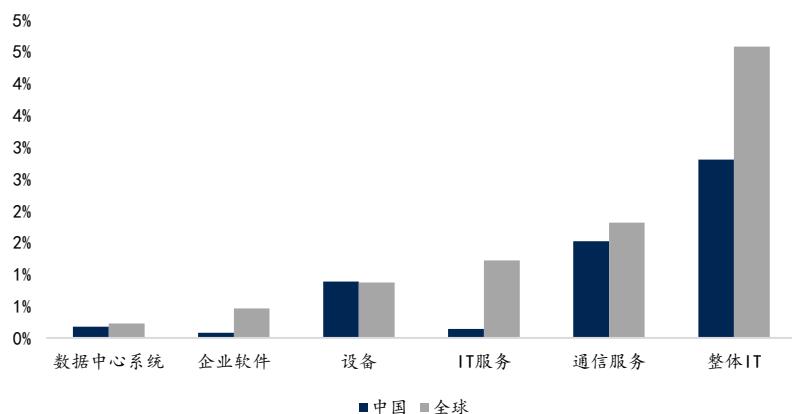
资料来源：IT 桔子，国信证券经济研究所整理

### 需求侧机遇：产业互联网渗透期，催生企业营销云需求

我国消费互联网发展领先，产业互联网发展薄弱

美国云计算产业受益于传统 IT 产业转型，而中国企业 IT 支出与经济增长不匹配。与全球平均相比，我国 IT 支出占 GDP 比重较低，并且企业软件支出增速与 GDP 增速不匹配。2016、2017 两年中国全部 IT 支出仅占 GDP 的 2.80% 左右，而全球的数据则为 4.58% 左右。

图 48：中国 IT 支出与全球 IT 支出占 GDP 比例对比



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

企业 IT 渗透不足背后是我国产业互联网发展的薄弱性，对比海外产业互联网尚有 2-4 倍市场空间。2000 年以来，我国消费互联网用户（C 端）渗透经历了快速的发展，特别移动互联网已走在世界前列，但产业互联网（B 端）发展薄弱。

表 10：消费互联网与产业互联网的区别

项目	主体	本质	技术应用
消费互联网	C 端	个人消费、生活、场景互联网化与体验升级	互联网为主，云计算为辅
产业互联网	B 端	企业运营、管理互联网化，实现产能的有效提升	云计算为主、互联网为辅

资料来源：国信证券经济研究所整理

从行业龙头企业角度，中美消费互联网龙头企业市值相当，而产业互联网细分领域龙头企业（用友和 Workday 对比）市值尚有 4 倍空间。

表 11：中国消费互联网龙头企业与海外龙头对比

证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	核心未去重 MAU (亿)	单用户市值 (美元)
0700.HK	腾讯控股	3775	18.61	202.85
-	字节跳动	798	7.5	106.40
FB.O	FACEBOOK	3591	22.7	158.19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：字节跳动市值为 Pre-IPO 估值

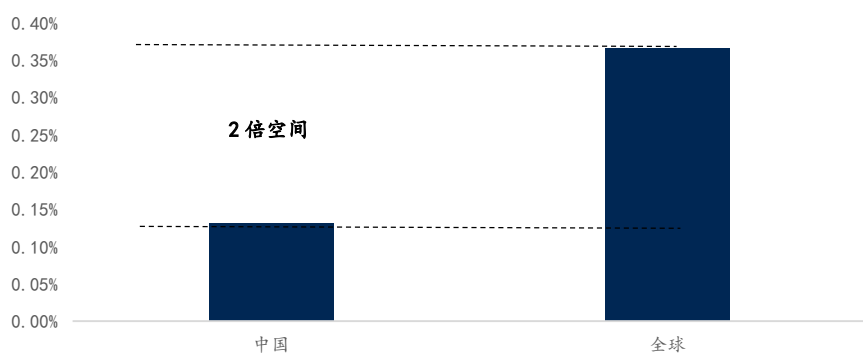
表 12：中国产业互联网龙头企业与海外龙头对比

证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	销售收入 (亿美元)	分类
600588.SZ	用友网络	62	10	SaaS
0268.HK	金蝶国际	27	4	SaaS
WDAY.O	Workday	319	21	SaaS
SAP.N	SAP	1,152	280	SaaS
CRM.N	Salesforce	940	105	SaaS

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：销售收入为最近一年年度数据

从云计算市场规模角度，中国公有云产业规模占 GDP 比例与全球水平相比尚有 2 倍空间。

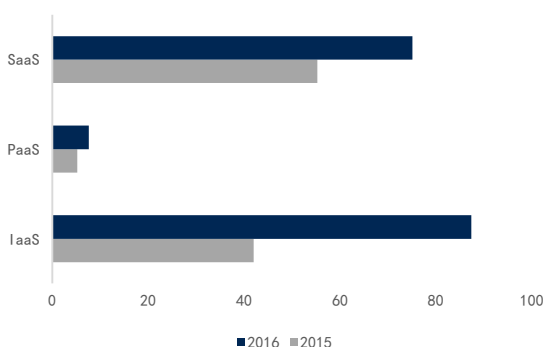
图 49：2017 年中国 VS 全球公有云服务占 GDP 比例



资料来源：Gartner、联合国统计局、中国信通院，国信证券经济研究所整理

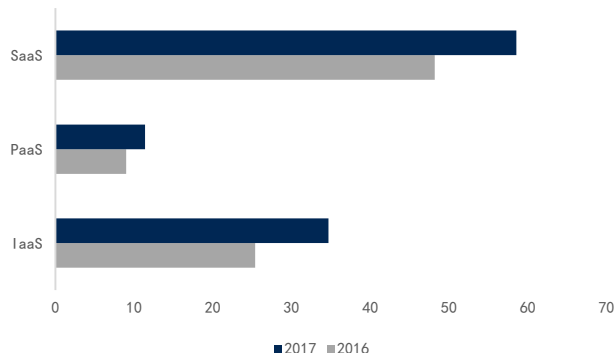
从云计算市场结构角度，2016 年我国 IaaS\PaaS\SaaS 三个层次的云服务市场规模分别占全球市场规模的 54%\13%\24%，PaaS\SaaS 细分领域市场较 IaaS 领域成熟度更低、市场空间更大。我国互联网龙头阿里巴巴已成为全球 TOP3 的 IaaS 服务商（TOP2 为亚马逊和微软）。

图 50: 中国云计算市场规模结构 (亿元)



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 51: 全球云计算市场规模结构 (亿美元)



资料来源: KPCB, 国信证券经济研究所整理

政策支持、巨头切入，产业互联网腾飞在即

我国政府和各省相继出台多项政策文件，驱动产业互联网发展。2015 年全国两会上，国家总理李克强在政府工作报告中首次提出，制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，“产业互联网+”战略上升到了国家层面。2015 年 7 月，国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，意见给了传统行业实现与互联网融合创新的进一步指导。2017 年 11 月，国务院出台《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，鼓励中小企业业务系统向云端迁移，指出到 2025 年，形成 3-5 家具有国际竞争力的工业互联网平台，实现百万工业 APP 培育以及百万企业上云。2018 年国务院先后出台《中国制造 2025》、《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》等文件，互联网越来越多地开始为传统行业提供智能化的服务，从改变消费者个体行为演进到改变行业生态环境。

表 13: 国家产业互联网相关推动政策

时间	政策
2015 年	《国家关于促进云计算创新发展培育信息企业新业态的意见》
2015 年	《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》
2015 年	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》
2015 年	《促进大数据发展行动纲要》
2015 年	《云计算综合标准化体系建设指南》
2016 年	《国家信息化发展战略纲要》
2016 年	《国家信息化发展战略纲要》
2016 年	《国家信息化发展战略纲要》
2017 年	《云计算发展三年行动计划(2017-2019)》
2017 年	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》
2018 年	《中国制造 2025》
2018 年	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》

资料来源: 国务院, 工信部等, 国信证券经济研究所整理

B 端服务成为消费互联网巨头转向的共同选择，产业互联网腾飞在即。与消费互联网用户红利殆尽、增速放缓不同的是，阿里云、腾讯云等互联网巨头的 B 端业务呈现高速增长状态，2018 年前三季度阿里云实现收入 147.5 亿元，同比增长 94.8%；腾讯云服务实现收入超 60 亿元，同比增长超过 100%。另外，2018

年 9 月底，腾讯调整组织架构云与智慧产业事业群（CSIG），腾讯云服务由社交媒体事业群的一个分支正式升级为直属事业群，该事业群整合腾讯云、互联网+、智慧零售、教育、医疗、安全等行业解决方案，推动产业互联网业务发展。

图 52：腾讯组织架构调整后对比

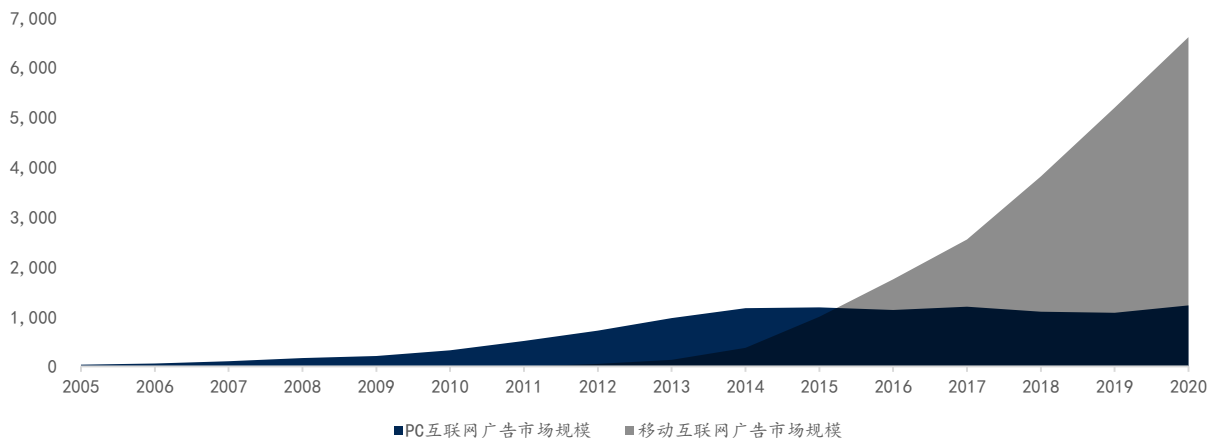


资料来源：腾讯官网，国信证券经济研究所整理

**对标数字营销行业成长路径，产业互联网渗透将带来营销云巨大成长空间**

消费互联网带动数字营销行业百倍成长。我国消费互联网发展成熟，特别是移动端消费互联网行业（社交、电商、支付等 C 端移动互联网产业）发展已达到世界领先水平，在我国消费互联网发展过程中，带动互联网广告产业实现从 37.8 亿到 3750 亿的成长（2005-2017 年）。

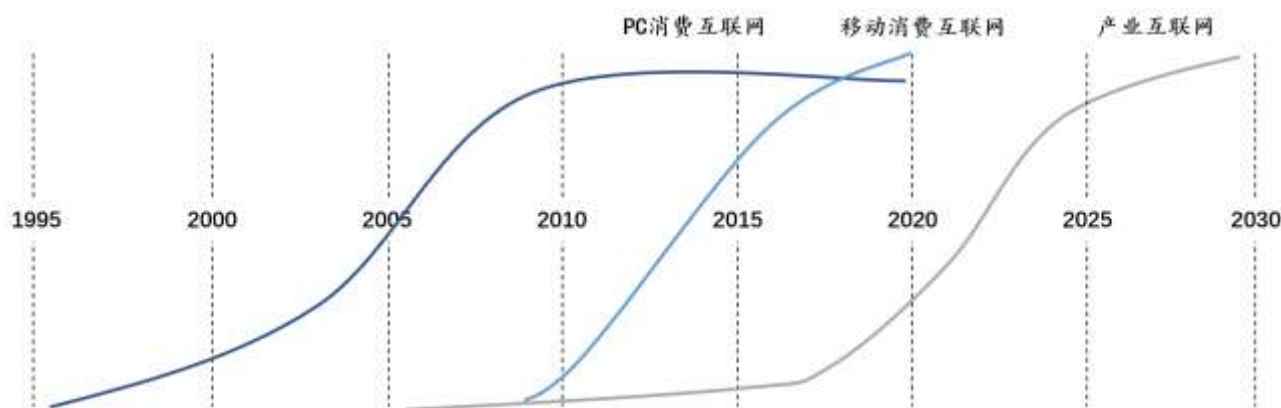
图 53：2005-2017 年间我国 PC 互联网及移动互联网广告规模变化



资料来源：艾瑞、Wind，国信证券经济研究所整理

产业互联网高速成长期，营销云市场空间可观。与服务于消费互联网的营销云产业逻辑相似，产业互联网高速发展期，营销云的市场需求主要分为两类：1) 产业互联网参与主体（SaaS 等云服务企业）的 2B 获客需求，营销云为最佳解决方案；2) 产业互联网时期企业 IT 渗透提升带来的一般企业的营销云需求。

图 54：我国消费互联网、产业互联网发展时期对比



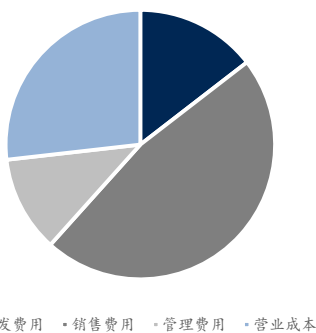
资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 产业互联网参与主体（SaaS 等云服务企业）的营销云需求

市场营销费用是 SaaS 公司的主要成本。一方面，SaaS 服务提供商需要培训大量的销售人员进行初期市场开拓；另一方面，SaaS 服务模式非一次性交付，而是长期的订阅费用，因此获取长期费用就意味着客户也需要更为专业的工作人员提供相应的服务，因而其对营销云服务需求巨大。

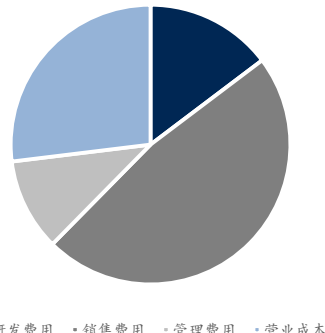
从美国的情况来看，SaaS 厂商成立前三年市场与营销费用将占到公司营收的 80%-120%，到第五年的时候则下降到 50%左右。以 Salesforce 为例，其 2001 年的市场与营销费用高达当年营收的 4.67 倍，2004 年上市当年依旧占当年营收的 57%，此后逐年维持在 50%左右的水平。2017 年即 2018 年前三季度公司销售费用占总成本比例依然达到 47-48%。

图 55：2017 年 Salesforce 经营成本与费用占比



资料来源：Salesforce 财报，国信证券经济研究所整理

图 56：2018 前三季度 Salesforce 经营成本与费用占比



资料来源：Salesforce 财报，国信证券经济研究所整理

SaaS 企业是最典型的 2B 企业，营销云赋能价值非常高。一方面企业购买服务决策流程较长，另一方面，该类客户客单价通常较高、客户群体偏细分，因而广告传播不足以针对性高效获取客户，其销售提升更多依赖自身营销部门、销售部门支持，营销云赋能价值非常高。

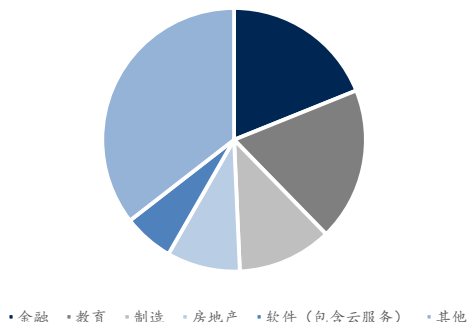
■ 产业互联网时期企业 IT 渗透提升带来的一般企业的营销云需求

国内企业 IT 渗透率偏低、企业普遍“重广告、轻营销”的现状是限制企业上云的“痛点”。一方面，伴随产业互联网在国内企业发展、渗透，企业对“上云”



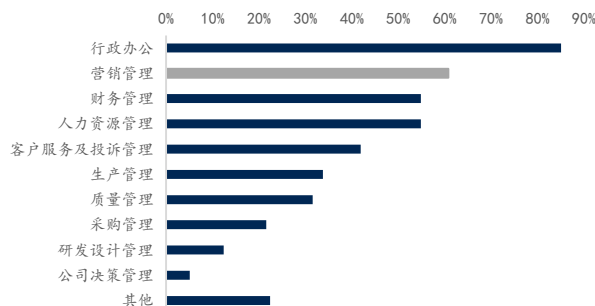
的认可度和需求逐渐提升；另一方面，国内上云企业 64.5%来自于 2B（包含面向大 C）的企业，而“营销云”解决大部分 2B 企业“增收”的绝对痛点，高度受益产业互联网发展。

图 57：2017 年国内 SaaS 服务企业类型分布



资料来源：阿里云研究中心，国信证券经济研究所整理

图 58：国内企业对各类型 SaaS 服务的需求程度



资料来源：阿里云研究中心，国信证券经济研究所整理

### 供给端机遇：AI、BI 技术赋能营销云服务能力，从供给端创造需求

**CBA 具备天然协同性，营销云为 AI/BI 技术成熟商业化落地点。**云计算(Cloud)、大数据 (BI)、人工智能 (AI) 的发展浑然天成。人工智能从架构上分为三层，基础层、技术层和应用层：1) 基础层主要提供计算能力以及数据输入，包括云计算平台，GPU/FPGA/NPU 等人工智能芯片，以及相关的数据资源以及大数据工具；2) 技术层是整个人工智能的核心，包括算法和 AI 技术，该层是在基础层的基础上，开发算法模型，并通过海量识别训练和机器学习建模，开发面向不同应用领域的技术，如语音识别、图像识别等；3) 应用层是将人工智能技术与应用场景结合起来，实现商业化落地，这个部分是国内人工智能发展最为活跃的领域，呈现出百花齐放的态势，主要应用包括智能营销、智能安防、智能客服、智能家居、无人驾驶、机器人等多个领域。总之，云计算提供对海量数据的强大计算、存储能力，人工智能须依托云计算的强大计算能力进行训练、推理和预测，大数据又为人工智能的训练、推理和预测提供了海量的运算和测试数据集。

图 59：人工智能体系概览



资料来源：国信证券经济研究所整理

大数据、AI 将不断提升营销云对客户的服务能力，直击企业“上云”的痛点。国内企业 IT 渗透率偏低、企业普遍“重广告、轻营销”的现状是限制企业上云

的“痛点”。但营销云产业存在的最大价值在于解决企业真实的获客痛点，因此营销云切实以更低的资源消耗为企业带来更有效、成熟的销售线索是营销云行业渗透入产业的巨大推动力。

具体来说，营销云企业沉淀的第二方数据、合作方的第三方数据以及所服务企业的第一方数据将构成一个完善的训练集，结合云端人工智能算法，伴随营销云平台对销售线索的一次次追踪、筛选、孵化，沉淀下来的新数据反复学习将构成一个良性循环。

■ 以 Salesforce 为例

Salesforce 平台开发了 CRM 领域的首款全面 AI 产品 Einstein，Einstein 能够为 Salesforce 所有企业服务业务提供科学专业的数据分析和预测，例如：1) 提供预测性评分。当 Einstein 给出评分时，同时还会深入解析分数根源。例如，预测性销售线索评分将为各个销售线索提供评分，表示转换成业务机会的可能性。还能了解分数背后的原因例如潜在客户来源、行业或某个其他因素可能构成非常重要的指标，决定销售线索最终是否转换成功。2) 提供企业产品及客户画像，并提供建议。AI 还会针对企业产品或服务类别对定向销售线索提供智能建议；除了产品之外，AI 还可提供其他推荐例如应该向潜在客户发送哪份白皮书，从而增加达成交易的几率。3) 价值预测功能。AI 的预测功能决不仅限于简单的评分；还可用于预测事物的未来价值，对于企业市场部门和销售部门，AI 还能预测季度订单。

表 14: Salesforce Einstein 对 CRM 业务的赋能价值

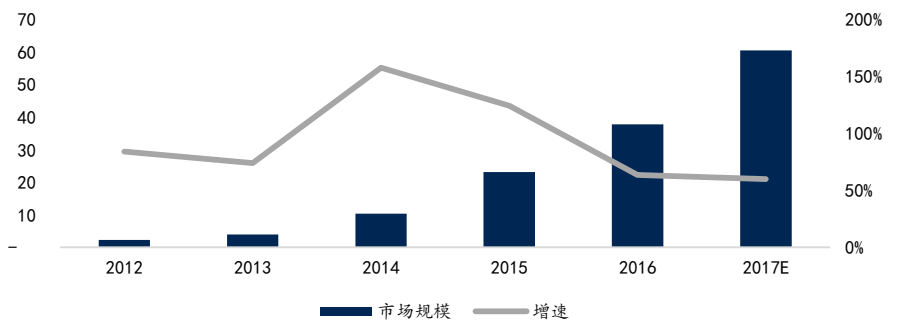
环节	服务赋能	价值
销售线索获取环节	企业产品及客户画像	“千人千面”推送物料
销售线索培育环节	预测性评分	自动化的 A/B 测试
	企业产品及客户画像	“千人千面”推送物料
其他	价值预测功能	预测季度订单

资料来源：Salesforce，国信证券经济研究所整理

市场空间：我国营销云市场百亿规模待耕

我们采用“纵向视角”和“横向视角”两种方法进行测算我国营销云市场空间约为 320-362 亿元；而目前国内营销云市场仍处于导入期，尚未有权威行业统计数据及公司财务数据。据易观智库统计，2017 年国内 CRM（包含销售云及营销云）市场规模仅为 60 亿元，我们预计营销云市场规模约 10 亿左右。

图 60: 我国 SaaS CRM 市场规模（亿元）



资料来源：易观智库，国信证券经济研究所整理

1) 纵向视角：市场空间约 320 亿元

全球角度，2017 年营销云市场规模占 SaaS 市场规模已达到 21%。

2017 年我国 SaaS 市场规模约 127.5 亿元，考虑我国 SaaS 行业规模占 GDP 比重较目前全球水平尚有 3 倍空间，同时全球 SaaS 行业仍处于稳健增长长期，我们以我国营销云市场规模占 SaaS 市场规模比例，以及我国 SaaS 行业稳态时期市场规模为两个变量，测算我国营销云行业长期市场空间约为 320 亿元。

表 15：2022 年我国营销云市场规模预测（亿元）

		SaaS 行业稳态时期市场规模				
		1,026	1,284	1,601	1,987	2,457
营销云在 SaaS 产业渗透率	18%	185	231	288	358	442
	19%	195	244	304	378	467
	20%	205	257	320	397	491
	21%	216	270	336	417	516
	22%	226	283	352	437	541

资料来源：Gartner、艾瑞、公司财报等，国信证券经济研究所预测

2) 横向视角：市场空间约为 362 亿元

全球角度，2017 年基于产业互联网的营销云市场规模已达到基于消费互联网的营销云市场规模的 22%。

2017 年我国互联网广告市场规模达到 3750 亿元，根据互联网广告产业链收入切分，2017 年我国数字营销服务公司（中介端，包括 4A、媒介代理、程序化交易技术型公司，共占产业链价值分配的 30%）市场规模约为 1125 亿元。我们以我国营销云市场占数字营销市场规模的比例，以及我国互联网广告行业稳态时期市场规模，测算我国营销云行业长期市场空间约为 362 亿元。

表 16：2022 年我国营销云市场规模预测（亿元）

		互联网广告稳态时期市场规模				
		1,505	1,652	1,811	1,983	2,166
营销云/数字营销	18%	271	298	326	357	390
	19%	286	314	344	377	412
	20%	301	331	362	397	433
	21%	316	347	380	416	455
	22%	331	364	399	436	477

资料来源：艾瑞、Gartner、互联网女皇报告等，国信证券经济研究所预测

投资建议：从 2C 到 2B，关注营销产业新机遇

从 2C 到 2B，从数字营销繁荣到营销云进入黄金发展期。营销解决各行各业企业获客效率、销售提升痛点，行业空间非常广阔。国内数字营销产业在 2C 端消费互联网黄金发展期经历百倍增长，但对于 2B 企业营销适用性较为局限；而营销云承接云计算、大数据、人工智能的发展，是 2B 企业营销利器，伴随产业互联网黄金发展期，将有望迎来高速发展期；我们测算我国营销云市场空间约为 320-362 亿元，相对当前 10 亿级的市场规模，行业增长空间可观。

从海外营销云产业发展史来看，由于全球企业 SaaS 渗透率高于国内 2-3 倍，海外营销云行业起步较早，已经过了近 20 年的发展；由于行业具备规模效应，营销云与其他企业 SaaS 服务在客户层面、技术层面、需求响应层面具备强协同作用，海外 SaaS 龙头企业如 Salesforce、Adobe 凭借自身客户资源与技术实力，通过不断收购整合技术型独角兽公司已成为行业领导者。

对于仍处于萌芽阶段的国内营销云产业，目前本土市场参与者以技术基因较强的创业型营销云公司为主；国内 SaaS 优势企业未来有望延 Adobe 发展路径，

基于自身企业客户优势及服务经验外延并购成为营销云行业整合者，深度受益于行业成长，建议积极关注；此外，建议关注具备较强客户资源优势及数据优势的数字营销板块公司**麦达数字**、**科达股份**、**蓝色光标**、**康旗股份**等基于自身数据积累优势，向B端营销云业务转型的机会。

**表 17: 核心推荐标的投资逻辑梳理**

公司代码	简称	评级	投资逻辑
002137.SZ	麦达数字	增持	<p>1) <b>数字营销业务数据积累丰富，投资六度人和、成立麦盟科技进军 SaaS CRM 领域。</b>基于多年数字营销投放领域的数据积累，公司 2018 年研发出“移动 CRM 系统”智慧营销解决方案-智慧营销“雷达”平台，提升广告投放的精准和高效性，并启动了与六度人和在智能硬件业务领域的战略合作六度人和为 SaaS SCRM 公司，双方合作有望孵化营销 SaaS 产品；同时，公司成立人工智能科技公司-麦盟科技，重点聚焦于提供教育、保险领域的智能营销解决方案，助力客户提升“大数据+人工智能”时代的行业竞争力。</p> <p>2) 预测公司 2019-2020 归属于上市公司股东净利润为 1.0、1.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.17、0.21 元，当前股价对应 2019 年 47 倍 PE，维持“增持”评级。</p>
600986.SH	科达股份	增持	<p>1) <b>数字营销业务内生增长强劲，“大数据+技术”赋能数字营销实力。</b>公司 2018 年前三季度数字营销业务同比增长 86.40%，净利润同比增长 33.90%；公司数字营销业务内生增长强劲、流量规模巨大，产业链价值及大数据优势持续提升。公司重视并持续积累海量行业数据，搭建了科达 DMP、数据管理与检测应用、数据调研等赋能公司数字营销体系（媒体智能投放、用户管理、内容营销等），提升营销效果、增强媒体端议价力。</p> <p>2) 预测公司 2018-2019 归属于上市公司股东净利润为 6.8、8.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.67 元，当前股价对应 2019 年 10 倍 PE，维持“增持”评级。</p>
300058.SZ	蓝色光标	增持	<p>1) <b>数字营销龙头，大数据赋能全业务链运营，积极拓展企业 CRM 业务。</b>公司为数字营销行业龙头，在收入规模优势已经确立的情况下，18 年起通过优化客户结构，对大客户应收账款等财务方面的管理管控与持续优化，有效提升了公司经营性现金流的正向调整。公司 18 年起基于大数据及智能算法等技术，开发一系列包括分析与策略、创意产出、智能投放及监测评估的营销全产业链产品，大幅提升了服务效率（提升 ROI）及员工工作效率（例如自动辅助写方案的产品等），进而有效提升公司经营效率；此外，基于公司多年营销行业数据积累，并积极拓展企业 CRM 业务。</p> <p>2) 预测公司 2019-2020 归属于上市公司股东净利润为 6.9、8.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.32、0.38 元，当前股价对应 2019 年 17 倍 PE，维持“增持”评级。</p>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE	
					2019E	2020E	2018E	2019E
002137.SZ	麦达数字	增持	8.10	46.90	0.17	0.21	47.65	38.57
300058.SZ	蓝色光标	增持	5.38	117.40	0.32	0.38	16.81	14.16
600986.SH	科达股份*	增持	5.82	77.15	0.52	0.67	11.19	8.69

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

\*注：科达股份未发布 2018 年度业绩快报，因此 EPS 及 PE 对应年度为 2018E\2019E

**表 18: 其他营销云领域相关标的**

公司代码	简称	评级	投资逻辑
300061.SZ	康旗股份	无评级	<p>1) <b>公司为金融企业营销综合服务商。</b>公司依托金融机构渠道的客户数据，利用自身大数据分析优势挖掘客户价值，并通过电话外呼形式向银行客户推送营销方案，公司基于大数据、AI 等算法下成单率提升速度。</p> <p>2) <b>数据及客户优势显著，有望向云服务模式转型。</b>公司与多家金融机构建立了持续合作关系，包括邮储、平安、华夏、中信、民生、交通银行等，基于公司 2B 大数据营销的算法经验积累优势，公司有望通过向通用型 SaaS 领域转型，拓展客户服务边界。</p>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 海外营销云领先企业概览

### Salesforce: CRM 综合服务霸主, 营销云成长迅速

**成长历程:** Salesforce 是全球云服务公司的龙头企业, 专注 CRM 领域。公司成立于 1999 年, 2000 年研发出基于 SaaS 的 CRM 产品, 于 2004 年在纳斯达克上市。截至 2019 年 3 月 6 日, 其市值已达到了 1199 亿美元, 是全球 TOP2 云服务公司。

公司上市以来进行了多次战略并购, 全覆盖 SaaS CRM 各领域服务和 PaaS 服务, 近年来通过并购及研发全面布局人工智能和大数据技术领域, 为企业提供更加智能、便捷、定制化的服务, 结合公司 CRM 服务全产业链优势, 公司 AI、大数据技术对数据智能处理能力和效率不断赋能公司产品核心竞争力。

**表 19: Salesforce 发展历程**

时间	事件
1999	Salesforce.com 成立
2000	推出首个 CRM 应用
2001	推出首个 SaaS CRM 应用
2003	首个企业云计算 API 程序语言
2004	纽交所上市
2006	AppExchange 商店上线
2007	Force.com 平台上线
2009	推出 ServiceCloud
2010	企业客户突破 100000
2013	按收入口径, 公司成为世界第一的 CRM 公司
2014	发布数据分析 QaveRelatedIQ
2015	成为福布斯世界 500 强
2016	收购 PredictionIO、metamind 等 AI 技术公司
2018	收购 AtticLabs、Mulesoft 等数据处理相关技术公司

资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理



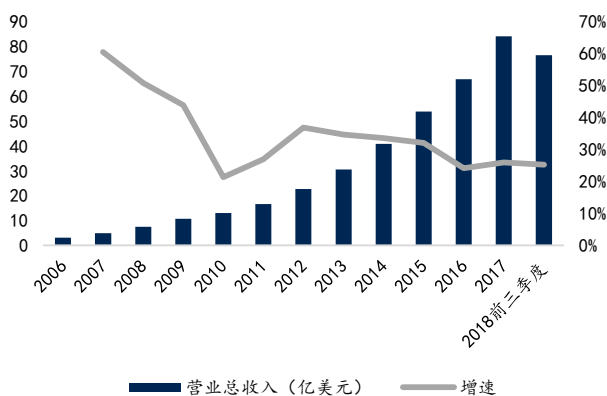
表 20: Salesforce 并购历程

时间	标的公司	领域	收购金额 (亿美元)
2011 年 5 月	radian6	社交媒体监控、评估和参与解决方案	3.36
2011 年 9 月	assistly	客户服务解决方案	0.59
2011 年 11 月	modelmetric	移动社交云计算	0.67
2012 年 2 月	Rypple	社交效果管理方案	0.51
2012 年 8 月	buddymedia	社交媒体营销平台	7.36
2012 年 9 月	GoInstant	共同浏览技术	0.51
2013 年 6 月	EdgeSpring	商业智能平台	1.34
2013 年 7 月	exacttarget	数字营销解决方案	25.84
2014 年 8 月	RelateIQ	机器学习	3.4
2016 年 2 月	SteelBrick	配置价格报价软件	3.15
2016 年 2 月	PredictionIO	机器学习和数据挖掘	-
2016 年 4 月	metamind	深度学习	0.33
2016 年 7 月	Demandware	电子商务平台解决方案	29
2016 年 8 月	Quip	团队协作	4.12
2016 年 9 月	BeyondCore	企业分析	1.07
2016 年 11 月	kruX	营销数据和广告信息服务	7.42
2018 年 1 月	AtticLabs	数据库提供商	7.5
2018 年 3 月	Mulesoft	数据处理平台	65

资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

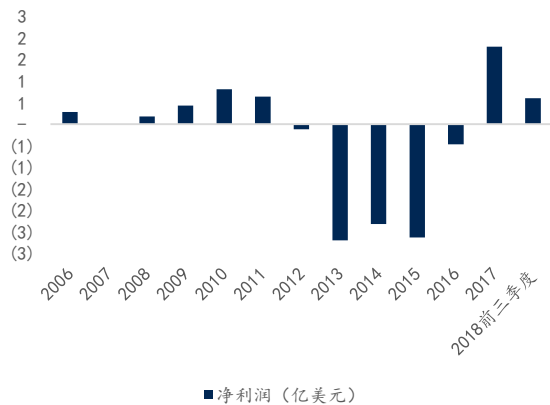
**财务状况 1: 成立以来公司收入增速保持 30% 以上, 市场扩张影响下净利润低位波动。**公司 2017 年收入达到 83.92 亿美元, 依然保持同比 25.87% 的增速, 收入规模达到 2007 年收入规模的 17 倍。但由于公司业务领域处于成长型行业, 公司市场扩张及激进的销售策略下, 净利润低位波动。

图 61: Salesforce 收入变化



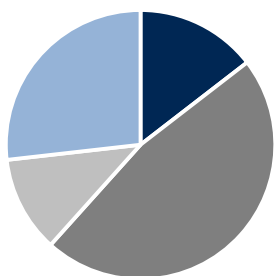
资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

图 62: Salesforce 净利润变化



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

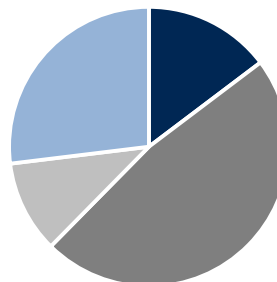
图 63: 2017 年 Salesforce 经营成本与费用占比



• 研发费用 • 销售费用 • 管理费用 • 营业成本

资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

图 64: 2018 前三季度 Salesforce 经营成本与费用占比

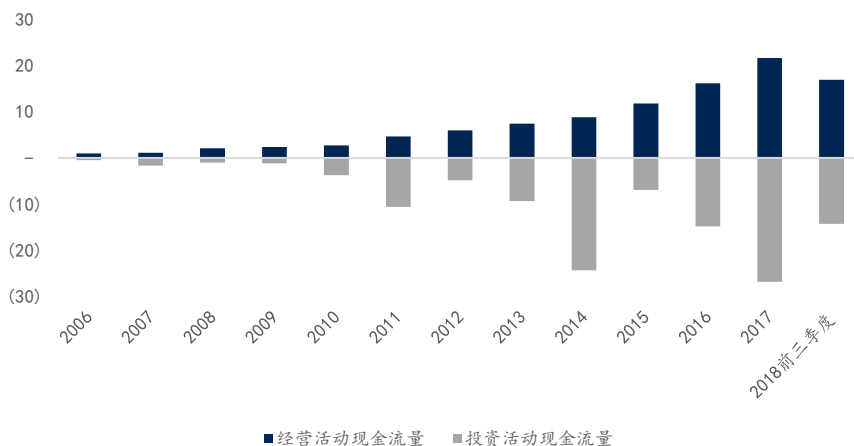


• 研发费用 • 销售费用 • 管理费用 • 营业成本

资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

**财务状况 2: 公司经营性现金流良好, 经营性现金流大多用于投资并购。**此外, 公司也利用资本市场的机会, 发行可转债来进行融资。自 2011 年, 公司加大了对并购的投入, 公司 2012-2016 年的投资额高达 82 亿美元, 公司并购数量在 2016 年达到顶峰, 2017-2018 年公司并购数量有所缩减; 前期公司基于自身的产品线收购了销售、服务、营销等领域的公司, 这能产生很好的协同效应。近三年公司并购标的集中于人工智能算法及大数据分析领域。

图 65: Salesforce 经营性及投资性现金流变化 (亿美元)



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

**业务详解:** Salesforce 核心业务包括销售云 (Sales Cloud)、服务云 (Service Cloud) 和市场云 (Marketing Cloud) 和云平台 (Salesforce Platform)。此外, 公司还开发了 Commerce Cloud (统一云端商务软件)、Analytics Cloud (分析工具) 等新产品线。其中, 公司营销云业务 Marketing Cloud 使企业能够规划一对一的客户孵化过程, 包括从电子邮件、移动营销、社交网络等发掘销售线索, 到对潜在客户的细分和定位, 从而精准推动大规模的数字营销活动, 同时客户数据以销售线索、联系人和客户服务案例的形式与 Sales Cloud 和 Service Cloud 集成, 从而能够为企业客户提供客户的完整销售视图。

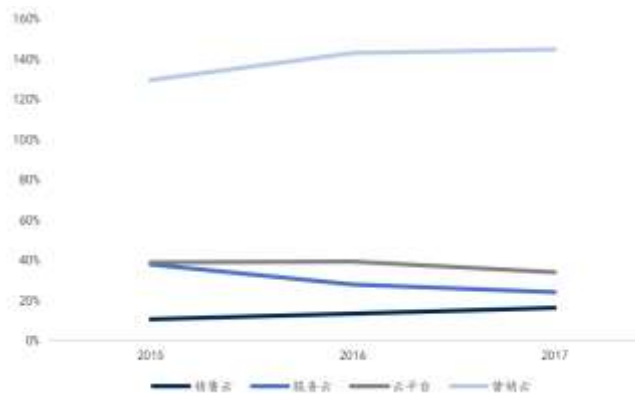
表 21: Salesforce 主要云产品详解

产品	服务对象	具体服务
销售云 SalesCloud	面向企业 销售团队	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ SalesCloud 可以高效利用公司现有和潜在销售的数据，监控潜在客户、预测机会、通过分析和关系情报获取洞察力，降低销售人员自动化和重复化销售任务</li> <li>■ 通过 ServiceCloud 客服人员可以随时随地通过电话，电子邮件，消息，聊天，实时视频等工具为客户提供支持</li> </ul>
服务云 ServiceCloud	面向企业 客服部门	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ServiceCloud 提供自助服务门户网站、社交网络、在线社区等，使得客户可以自助解决问题。</li> <li>■ ServiceCloud 提供现场服务解决方案，使公司能够通过一个集中平台连接各类人员，实现在平台上智能地安排和分派工作，并实时跟踪和管理工作</li> </ul>
云平台 Salesforce Platform	面向企业 开发部门	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ SalesforcePlatform 提供一系列自有的工具、框架和服务来帮助客户和合作伙伴快速构建应用。</li> <li>■ SalesforcePlatform 还提供完整的 AI 以及无代码、低代码和代码开发和集成服务，包括 Trailhead, EinsteinAI, Lightning, IoT, Heroku, Analytics 和 AppExchange 等</li> </ul>
营销云 Marketing Cloud	面向企业 市场部门	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ MarketingCloud 使公司能够规划一对一的客户孵化过程，包括从电子邮件、移动营销、社交网络等发掘销售线索，到对潜在客户的细分和定位，从而精准推动大规模的数字营销活动</li> <li>■ 通过 MarketingCloud，客户数据以销售线索、联系人和客户服务案例的形式与 SalesCloud 和 ServiceCloud 集成，从而为公司提供客户的完整视图</li> </ul>

资料来源: Salesforce 年报, 国信证券经济研究所整理

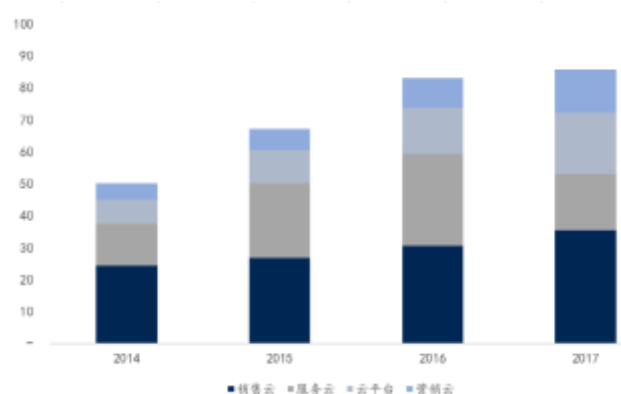
■ **业务构成: 销售云体量最大, 营销云成长迅速。**从各业务收入构成来看, Salesforce 销售云 17 年收入占比 41%、服务云 17 年收入占比 20%、云平台 17 年收入占比 20%及营销云 17 年收入占比 16%, 2015-2017 年公司营销云业务维持 130%以上的高增速, 且增速持续上扬, 为公司收入增长主要驱动力。

图 66: Salesforce 各产品收入同比增速



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

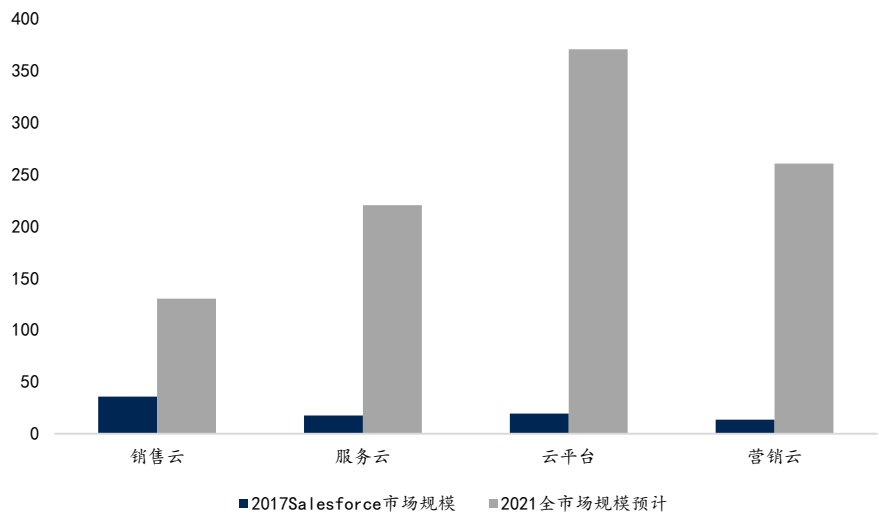
图 67: Salesforce 各产品收入变化 (亿美元)



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

**业务展望:**公司预计营销云产业潜在市场空间为 260 亿, 将达到销售云的 2 倍。公司管理层在财报中提出了 2022 财年营收达到 200 亿-220 亿美元的目标, 按产品划分营销云、销售云、服务云、云平台的潜在的市场空间分别为 260 亿、130 亿、220 亿、370 亿美元。

图 68: Salesforce 核心产品市场空间预计 (亿美元)



资料来源: Salesforce 财报, 国信证券经济研究所整理

### Adobe: 传统 IT 龙头 SaaS 的典范, 营销产业链一体化布局

**成长历程: 传统软件龙头成功转型 SaaS 服务商的典范, 营销 SaaS 收入领先。**公司成立于 1982 年, 从最早期的 PostScript (页面描述语言) 开始起步, 并在过去 36 年的发展历程中, 借助清晰的产品定位、持续的对外并购, 以及传统软件向 SaaS (软件即服务) 的成功转型, 逐步成长为全球市值最大的 SaaS 软件厂商。按收入规模计算, 公司为全球最大的创意软件厂商、PDF 文档管理软件厂商, 以及营销软件厂商, 下游客户覆盖专业创意者、大型企业、高校、营销机构等。公司自 2009 年开启 SaaS 转型以来, 股价累计上涨超过 10 倍。

表 22: Adobe 发展历程

时间节点	主要事件
1982	John Warnock 和 Charles Geschke 共同创立了 Adobe
1985	在由苹果公司 LaserWriter 打印机带领下的 PostScript 桌面出版革命中扮演了重要的角色
1990	Photoshop 1.0 正式发布
2002	Adobe Creative Suite 正式发布
2005	收购 Macromedia 公司, Dreamweaver, Authorware 等软件同样归 Adobe 公司
2009	公司开启向 SaaS 转型
2010	18 亿美元收购全球最大的网站在线分析供应商 Omniture
2013	发布 CreativeCloud 套件, 公司云收入占比突破 20%, 6 亿美元收购对话式营销平台 Neolane
2014	公司云业务营收占比超过 50%
2015	收购 comScore 大数据 BI 业务 Digital Analytix,
2016	5.4 亿美元收购广告技术公司 TubeMogul
2017	公司云业务营收占比超过 80%
2018	分别斥资 16.8 亿、47.5 亿美元收购 CMS Magento、Marketo

资料来源：Adobe财报，国信证券经济研究所整理

**创意云业务奠定客户基础，并购完善营销云产业链，成就营销一体化服务龙头。**公司2009年通过收购全球最大的网站用户分析供应商 Omniture 进入营销云行业，早期 Adobe 通过利用创意软件业务积累的大量大客户资源，奠定了营销云服务第一批用户；Adobe 收入贡献 Top100 客户购买三个及以上产品的客户比例超过 80%。而后通过并购不断完善营销领域产业链，先后并购了 10 家相关企业，斥资超过 100 亿美元，收购企业覆盖营销自动化技术、数据分析技术领域以及广告投放、广告创意领域，形成了对营销云、分析云及广告云的全产业链布局，成为了目前唯一一家能够提供一体化服务的营销公司。

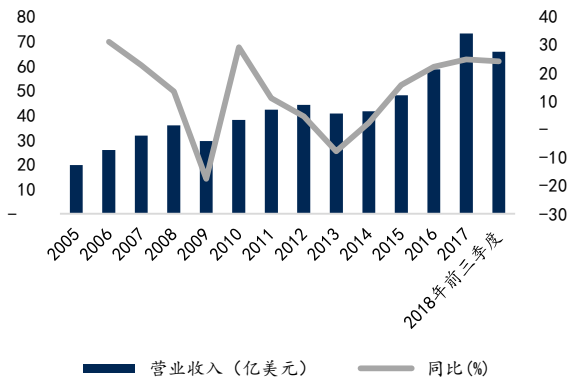
表 23: Adobe 在营销领域的收购历程

公司名称	时间	收购金额(亿美元)	具体业务
Omniture	2009	18	全球最大的网站用户分析供应商
DaySoftware	2010	2	网站内容及体验管理
DemDex	2011	18	行为数据收集
EfficientFrontier	2012	4	搜索引擎营销
Behance	2012	1.5	创意设计社区
Neolane	2013	6	跨渠道营销管理平台 (AdobeCampaign 的前身)
DigitalAnalytix	2015	-	comScore 的大数据 BI 业务
TubeMogul	2016	5	视频广告平台
Livifyre	2016	-	在线评论系统，擅长内容筛分与管理
Marketo	2018	47.5	营销自动化

资料来源：Adobe财报，国信证券经济研究所整理

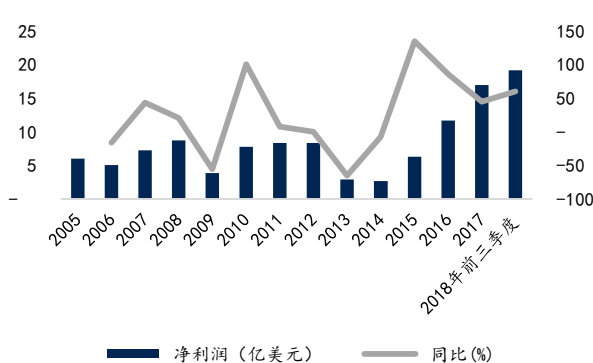
**财务状况：SaaS 转型以来收入快速增长，销售费用率逐步降低。**公司自 2009 年开启向 SaaS 转型，2018 年前三季度公司 SaaS 业务营收占比为 87%，历时 8 年时间，基本完成从传统软件公司向 SaaS 的全面转型。2013-14 年销售费用增速提升叠加软件销售周期影响，公司收入、净利润承压；近年来伴随 SaaS 业务渗透率提升，公司减少了对第三方渠道商的销售分成，公司销售费用率趋于下降，盈利能力提升显著。

图 69: Adobe 收入变化



资料来源：Adobe 财报，国信证券经济研究所整理

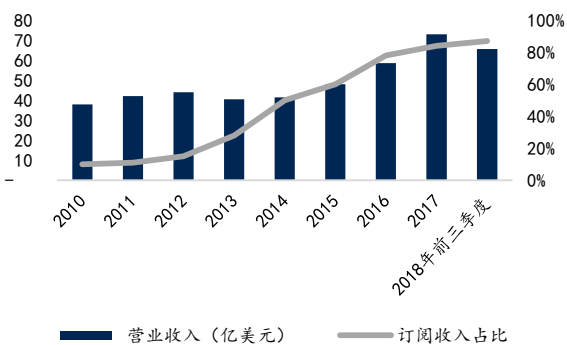
图 70: Adobe 净利润变化



资料来源：Adobe 财报，国信证券经济研究所整理

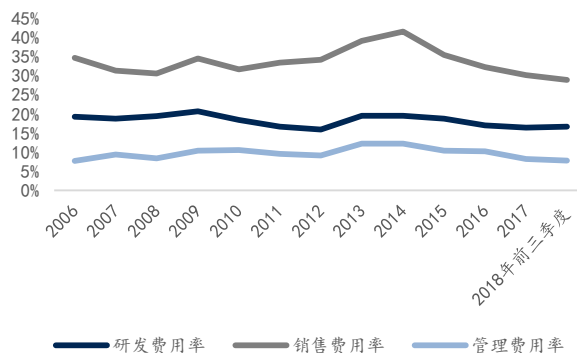


图 71: Adobe 订阅业务营收占比



资料来源: Adobe 财报, 国信证券经济研究所整理

图 72: Adobe 费用率变化



资料来源: Adobe 财报, 国信证券经济研究所整理

**业务详解:** Adobe 核心业务主要包括三大板块: Creative Cloud、Document Cloud、Experience Cloud, 创意云为公司当前主要营收来源, 同时公司亦包括少量的印刷出版软件业务。1) Creative Cloud: 主要包括 Photoshop、Illustrator、InDesign 等图像处理软件等, 为公司当前主要收入来源。2) Document Cloud: PDF 文档管理软件系列, 涉及 PDF 文档创建、管理、数字签名等; 3) Experience Cloud: 作为创意软件产品的自然延伸, 公司基于持续的并购整合形成的营销软件产品族主要涵盖广告投放、市场营销、用户分析等功能模块。

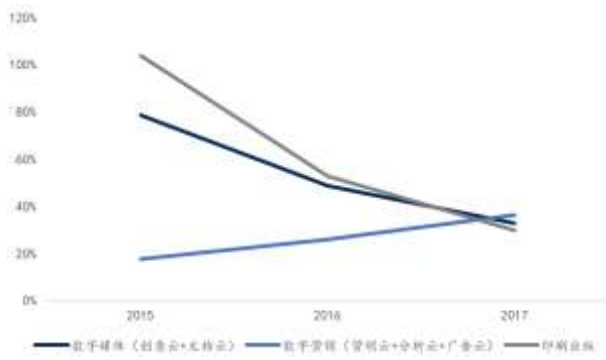
表 24: Adobe 主要产品线详解

业务分类	产品	具体服务
数字媒体 DigitalMedia	创意云 CreativeCloud	■ 图像处理软件销售及 SaaS 订阅服务, 包括 Photoshop、Illustrator、InDesign 等
	文档云 DocumentCloud	■ PDF 文档管理, 包括 PDF 文件创建、管理及签名等
数字营销 DigitalMarketing	营销云 MarketingCloud	■ Adobe Experience Manager (AEM): 简化内容和资产管理投放
		■ Adobe Campaign: 根据客户的行动和偏好, 跨营销渠道提供自动化的一对一消息
	分析云 AnalyticsCloud	■ Adobe Target: 快速创建 A/B 和多变量测试, 了解最成功的内容并提供个性化体验
		■ Adobe Social: 创先相关社交内容, 向参与高的受众发布
广告云 AdvertisingCloud	■ Adobe Primetime: 借助多屏幕电视平台创造极具吸引力的个性化电视和视频体验	
	■ Analytics: 跨所有营销渠道, 实时手机和分析客户数据并采取行动	
印刷出版 Print and Publishing	广告云 AdvertisingCloud	■ Audience Manager: 建立独特的受众档案, 方便确定最优价值的客户群并且跨所有数字渠道使用这些档案。
		■ Media Optimizer: 预测对搜索、显示和社交广告进行更改的影响, 然后轻松管理营销并实现程序化投放。(包括 Optimizer Search、Optimizer DSP、Optimizer DCO)
		■ 文档印刷、网页 App 开发和高端打印等

资料来源: Adobe 财报, 国信证券经济研究所整理

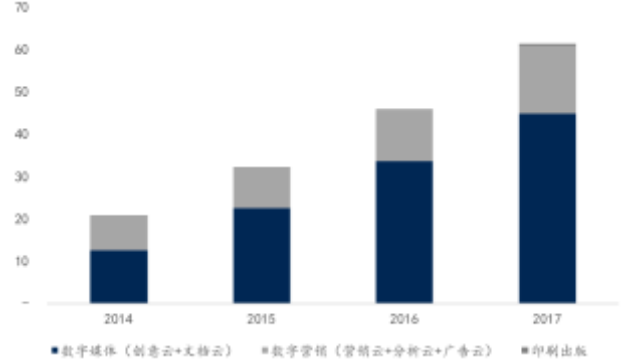
**业务构成:** 营销相关业务已成为第二大收入支柱。Adobe 业务体系分为数字媒体 (创意云+文档云, 17 年收入占比 73%)、数字营销 (营销云+分析云+广告云, 17 年收入占比 26%) 及印刷出版 (17 年收入占比 1%) 三个板块, 在营销云业务扩张带动之下, 公司数字营销板块收入增速持续提升, 2017 公司数字营销业务增速为 36%, 超过公司传统优势业务即数字媒体业务。

图 73: Adobe各业务收入同比增速



资料来源: Adobe财报, 国信证券经济研究所整理

图 74: Adobe各产品收入变化 (亿美元)



资料来源: Adobe财报, 国信证券经济研究所整理

### 风险提示

- 1、宏观经济波动带来的企业 IT 支出下滑风险;
- 2、产业互联网发展进程不及预期的风险;
- 3、政策风险、市场风险等。

## 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±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±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。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032