

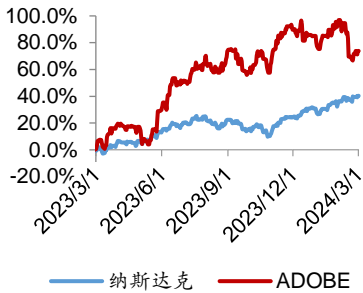
生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-03-01

收盘价（美元）	560.28
近 12 个月最高/最低（美元）	638.3/323.3
总股本（百万股）	452
流通股本（百万股）	451
流通股比例（%）	99.78
总市值（亿美元）	2,532
流通市值（亿美元）	2,525

公司价格与纳斯达克走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 英伟达(NVDA)：受益数据中心 AI 芯片高景气度，上游供应链响应快速
2024-01-04
2. AMD：24 年成长可期，AI 芯片 MI300 驱动公司转型
2023-12-28

主要观点：

● 生态结构完善，用户粘性高

Adobe 云业务结构完善，各业务内可形成生态链闭环。底层 Adobe Stock 内容平台为上层结构打下内容数量基础，中间是以 Photoshop、Lightroom 和 Illustrator 为代表的一系列产品所组成的创作层为用户提供创作工具，并且无需考虑版权问题，商业风险性较低，最终输出层则是用户将所创作的图片通过广告投放等方式进行商业化变现。Adobe 完整的商业化生态链和低商业风险成为专业创作者的首选。另外 Adobe 产品功能专业度行业领先，可替代性较弱。

● AI 赋能生产创作，质量效率双提升

Adobe 积极布局 AI 产业，早期推出 AI 底层框架—Adobe Sensei。与生成式 AI 相比，Adobe Sensei 更多的定位为辅助角色，赋能生成效率，而非作为创作者进行内容生成，这主要是专业创作者所售卖的为创意本身，作品只是创意内容的载体，因此在 AI 赋能下创作过程被极大简化，生产效率大幅提升，创意落地性加强。具体看，在应用层面，具备 AI 功能的 Adobe Firefly 和 Adobe Sensei GenAI 已集成至 Adobe 现有工作流程中，在应用层面相较其他生成式 AI 可提供更多更深层次功能。

● 生态兼容性强，高铸行业专业壁垒

Adobe 构建了一套以 Adobe Stock 为底层资源平台，各类图形、视频、3D 作品处理编辑软件为循环延伸支线的内容生态闭环。Adobe 核心壁垒可总结为三点：1) Adobe 在图形领域各细分赛道深入布局，可为 AIGC 提供稳定优质的载体，最大程度释放 AI 效能；2) 软件间互通性强，图像在各 Adobe 产品内相互兼容；3) 构建生态难度大，新玩家弯道超车可能性低。

● 投资建议

Adobe 2023/2024E/2025E Non-GAAP 净利润分别为 73.77/82.56/92.25 亿美元，对应 yoy 为 14.2%/11.9%/11.7%，对应 PE 为 50.7/30.7/27.5。公司深耕专业创意软件赛道，AI 赋能巩固其行业地位，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，政策不确定性风险，AI 监管不确定性风险，AIGC 产品功能落地不及预期风险等

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2022	2023	2024E	2025E
营业收入	17,606	19,409	21,568	24,043
收入同比 (%)	11.5%	10.2%	11.1%	11.5%
归属母公司净利润 (Non-GAAP)	6,457	7,377	8,256	9,225
归属母公司净利润同比 (%)	7.6%	14.2%	11.9%	11.7%
毛利率 (%)	87.7%	87.9%	87.8%	87.8%
ROE (%)	46%	45%	34%	28%
每股收益 (美元)	4.14	4.56	5.10	5.70
P/E	33.5	50.7	30.7	27.5
P/B	11.2	16.9	10.5	7.8
EV/EBITDA	18.2	28.3	22.3	19.2

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

正文目录

1 全球数字创意软件代表，聚焦数字媒体与数字体验软件	6
1.1 发展历程	6
1.2 业务概况：以数字媒体为主业，产品市占率全球第一	7
1.3 股权结构：机构投资者占比高	9
2 创意云	10
2.1 创意云商业化模式及优势	10
2.2 创意云相关产品	12
3 文档云	20
3.1 文档云介绍	20
3.2 主要产品功能	21
3.3 盈利模式	21
3.4 竞争产品对比	22
4 体验云	23
4.1 体验云介绍	23
4.2 体验云产品矩阵	23
4.2.1 内容和商务	24
4.2.2 客户旅程	30
4.2.3 数据洞察与激活	33
4.2.4 营销策划和 workflows	36
4.2.5 附加产品和服务	38
4.3 体验云商业化模式	39
5 核心竞争力	40
5.1 产品生态链完善，用户粘性高	40
5.2 AI 赋能生产效率，功能强度进一步提升	40
5.3 生态兼容性强，高铸行业专业壁垒	41
6 财务分析	42
7 盈利预测与估值	45
7.1 驱动因素假设	45
7.2 相对估值	46
风险提示：	46
财务报表与盈利预测	47

图表目录

图表 1 ADOBE 历史重要节点	7
图表 2 2019-2023 公司收入及同比	7
图表 3 2019-2023 公司归母净利润及同比	7
图表 4 2018-2023 公司营收结构	8
图表 5 主要图形设计软件市占率	9
图表 6 ADOBE 股权结构	9
图表 7 ADOBE 创意云产品矩阵	10
图表 8 ADOBE 个人版订阅价格	11
图表 9 ADOBE 企业版订阅价格	11
图表 10 ADOBE 学生版订阅价格	11
图表 11 PHOTOSHOP 与 AFFINITY PHOTO 主要异同点	12
图表 12 多图层组合示例	13
图表 13 LIGHTROOM 更改色相、饱和度和明亮度	14
图表 14 LIGHTROOM 数据库整理界面	14
图表 15 ADOBE ILLUSTRATOR 中 APPLE PENCIL 应用	14
图表 16 ADOBE FRESCO 插画示例图	14
图表 17 ADOBE PREMIERE PRO 剪辑界面	15
图表 18 ADOBE EXPRESS AI 生成文字效果图	16
图表 19 主流 AI 绘画生成器对比	16
图表 20 ADOBE FIREFLY 生成图效果	17
图表 21 MIDJOURNEY 生成图效果	17
图表 22 ADOBE STOCK 积分层级和资源类型	17
图表 23 ADOBE STOCK 界面	18
图表 24 SUBSTANCE 3D STAGER 图像效果	18
图表 25 SUBSTANCE 3D PAINTER 界面	18
图表 26 SUBSTANCE 3D SAMPLER 图像效果	19
图表 27 SUBSTANCE 3D DESIGNER 图像效果	19
图表 28 SUBSTANCE 3D 资产库素材球	20
图表 29 DOCUMENT CLOUD 主要产品	20
图表 30 ACROBAT 功能介绍	21
图表 31 2018-2023 ADOBE DOCUMENT CLOUD 年收入	22
图表 32 DOCUMENT CLOUD 主要产品	22
图表 33 体验云产品矩阵	24
图表 34 DAM 竞品对比	25
图表 35 ADOBE EXPERIENCE MANAGER GUIDES 商业价值	26
图表 36 AEM SCREENS 商业价值	27
图表 37 AEM SITES 竞品对比	28
图表 38 AEM FORMS 案例	29
图表 39 AEM COMMERCE 案例	30

图表 40 ADOBE MARKETO ENGAGE 案例	31
图表 41 ADOBE CAMPAIGN 案例	32
图表 42 ADOBE TARGET 工作原理架构图	32
图表 43 ADOBE JOURNEY OPTIMIZER 工作原理架构图	33
图表 44 ADOBE ANALYTICS 操作界面	34
图表 45 ADOBE ANALYTICS 与 ADOBE JOURNEY OPTIMIZER 结合使用操作示例	35
图表 46 CJA 案例公司	35
图表 47 CDP 操作界面	36
图表 48 WORKFRONT 案例	37
图表 49 MIX MODELER 典型 workflow 活动	38
图表 50 SENSEI GENAI 案例	39
图表 51 ADOBE FIREFLY 主要功能	41
图表 52 ADOBE 生态闭环	42
图表 53 ADOBE 分部营收情况 (百万美元)	43
图表 54 ADOBE 经调整净利润 (百万美元)	43
图表 55 ADOBE 净利率与毛利率情况	44
图表 56 ADOBE 三费情况	44
图表 57 ADOBE 经调整 EBITDA 情况 (百万美元)	45
图表 58 ADOBE 核心财务指标假设 (百万美元)	45
图表 59 ADOBE 及可比公司 23-25 年一致预期 (日期: 2024-3-1)	46

1 全球数字创意软件代表，聚焦数字媒体与数字体验软件

Adobe 是全球数字创意软件代表公司，始终聚焦并不断深耕数字媒体与数字体验软件。公司创建于 1982 年，在数字、摄影、视频、阅读、广告和出版等领域拥有多款领先产品，是世界领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商。Adobe 的客户包括世界各地的企业、知识工作者、创意人士和设计者、OEM 合作伙伴，以及开发人员。公司在数码成像、设计和文档技术方面不断变革创新，始终致力于为全球用户提供专业的数字内容管理方案。

1.1 发展历程

1) 业务奠基阶段（1982-2006）

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，支持个人电脑连接外部打印机器，推动桌面发布革命；90 年代陆续推出 photoshop、premiere、Acrobat 等产品，实现了在图像操作、视频编辑以及在不同系统间的传输文件领域的突破；2003 年公司统一捆绑产品，发布 Creative Suite；此外公司相继收购 Aldus、Macromedia 等优质公司，通过整合产品业务形成强大的工具设计矩阵，奠定了公司在创意设计领域的领先地位。

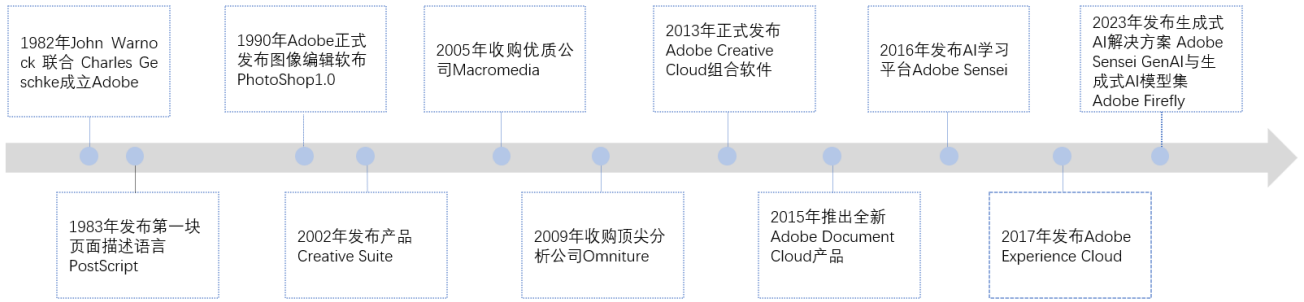
2) 云化转型阶段（2007-2022）

2007 年公司首次提出云化转型计划；2008 年公司迈出了转型的第一步，发布 photoshop 网页版本 photoshop express；2009 年公司收购顶尖分析公司 Omniture，开辟了全新的企业分析与客户营销的产品类别；2013 年发布 Creative Cloud 替代 Creative Suite，促进了向订阅购买服务的全面转型；2015 年发布 Document Cloud 组合软件；2017 年发布 Experience Cloud 组合软件，至此 Adobe 三大主线业务确立，形成综合性的数字营销解决方案。

3) AI 赋能阶段（2023 至今）

2023 年三月，公司发布生成式 AI 解决方案 Adobe Sensei GenAI，同时联合英伟达联合推出图像生成式 AI 模型 Adobe Firefly，并将 Adobe Firefly 直接引入 Adobe Experience Cloud，为全球用户带来的全新智能化体验；2023 年 8 月，公司宣布具有 Firefly 测试版生成式 AI 功能的 Adobe Express web 版全面上市；2023 年 10 月，公司发布下一代 Adobe Firefly 模型，通过 AI 赋能提升产品创意控制与质量。

图表 1 Adobe 历史重要节点

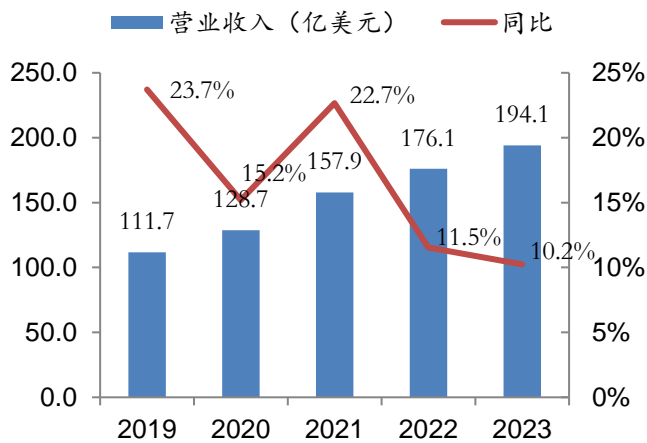


资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

1.2 业务概况：以数字媒体为主业，产品市占率全球第一

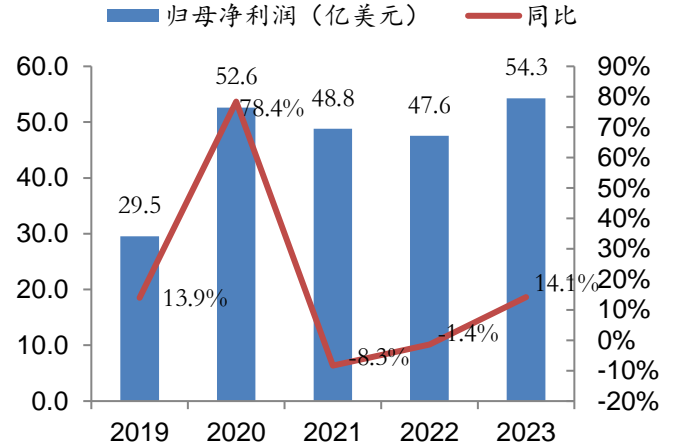
公司的主要业务结构可划分为数字媒体，数字体验和出版广告三部分，能为客户提供图像操作、视频编辑、文档管理、营销策划等多方位解决方案。2023 年，公司业务不断发展，营业收入稳步上升。公司实现营业收入 194.09 亿美元，同比增长 10.24%。实现归母净利润 54.28 亿美元，同比增长 14.13%。

图表 2 2019-2023 公司收入及同比



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 3 2019-2023 公司归母净利润及同比



资料来源：公司财报，华安证券研究所

1) 数字媒体

数字媒体的主要产品包括 Creative Cloud (创意云) 和 Document Cloud (文档云)，其中创意云是核心业务。数字媒体是公司主要的营收来源，盈利的主要模式是收取订阅费，2023 年公司实现数字媒体收入 141.16 亿美元，同比增长 10.67%，2021-2023 数字媒体业务的营收占比较为稳定，约为 73%。

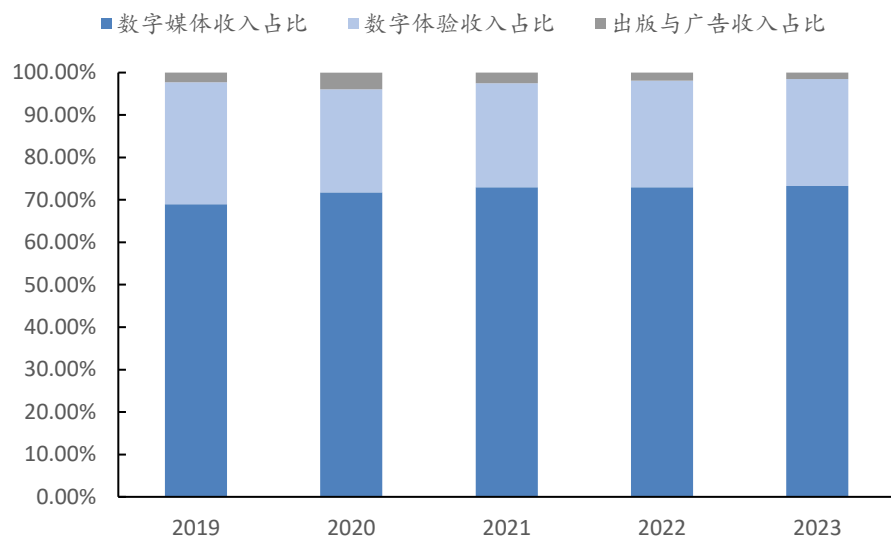
2) 数字体验

数字体验的主要产品为 Experience Cloud，以及其他数字体验产品，为品牌和企业提供营销、分析、广告等数字解决方案。公司主要通过订阅服务和小部分产品售卖服务来获取收入。2023 年公司数字体验业务实现收入 48.93 亿美元，同比增长 10.65%。2021-2023 年公司数字体验业务营收占比分别为 24%、25%和 25%。

3) 出版与广告

出版与广告部分主要包含基于 PostScript 和 Adobe PDF 标准开发的多种传统产品和服务，公司主要通过售卖产品与服务获得收入，2021-2023 年公司出版与广告业务营收占比分别为 3%、2%和 2%。

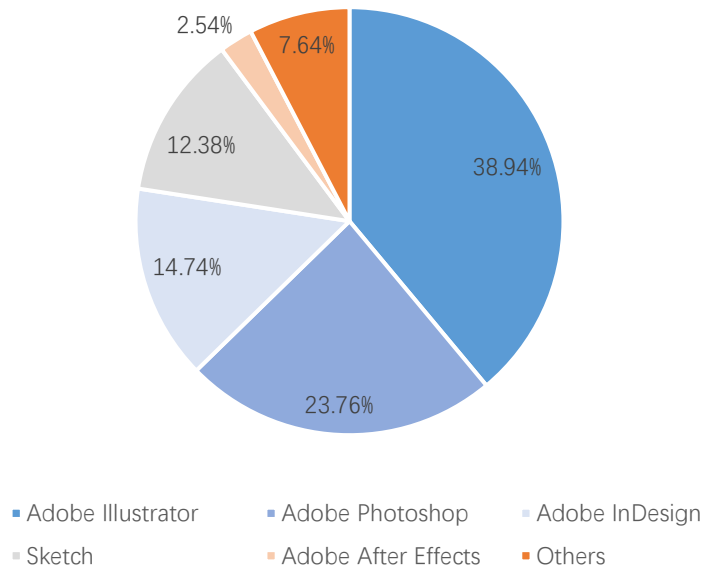
图表 4 2018-2023 公司营收结构



资料来源：Adobe 财报，华安证券研究所

数字媒体与数字体验为 Adobe 核心模块，两者收入占总收入 95%以上，针对影像设计的创意云占数字媒体部分约 80%。Adobe 在图形设计领域处于绝对领先地位，据统计，2023 年全球图形设计软件前 5 名内有 4 个产品来自 Adobe，市占率近 80%，另外一家为 Sketch，但只适用于苹果系统。

图表 5 主要图形设计软件市占率

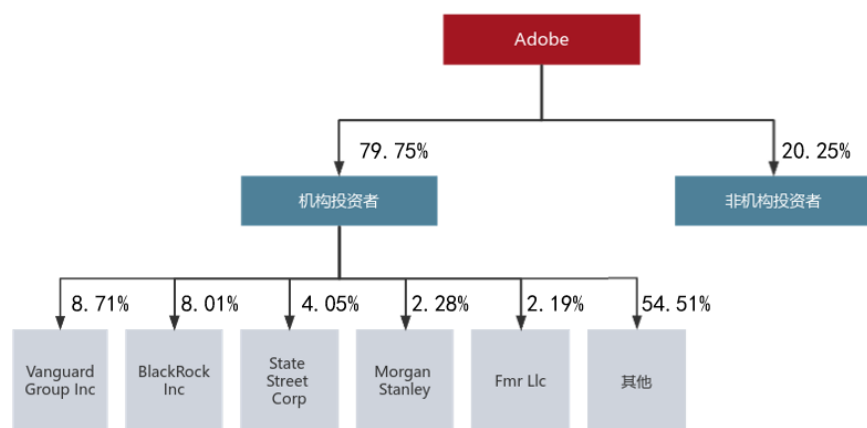


资料来源: Datanyze, 华安证券研究所

1.3 股权结构: 机构投资者占比高

公司股权结构中 80%为机构投资者, 20%被非机构投资者持有。此外, 公司前五大股东均为机构投资者, 分别为: Vanguard Group Inc (8.71%)、BlackRock Inc (8.01%)、State Street Corp (4.05%)、Morgan Stanley (2.28%) 以及 Fidelity Management & Research Company (2.19%)。

图表 6 Adobe 股权结构

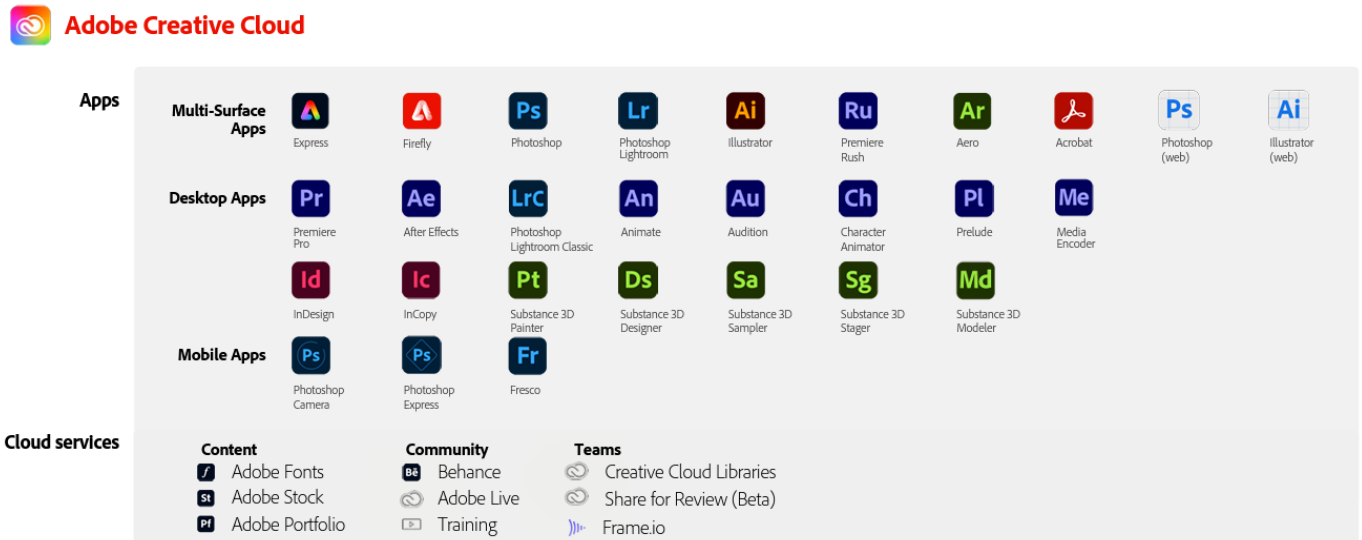


资料来源: iFind, 华安证券研究所

2 创意云

创意云是 Adobe 数字媒体业务下的旗舰业务，基于云订阅为摄影师、视频剪辑师和游戏开发人员等专业创意人员提供专业的服务和解决方案。订阅者可以访问云存储来同步和共享工作内容。创意云按照产品类别可主要分为四部分：1) 平面设计；2) 音视频；3) 照片和插画；4) UI 和 UK。

图表 7 Adobe 创意云产品矩阵



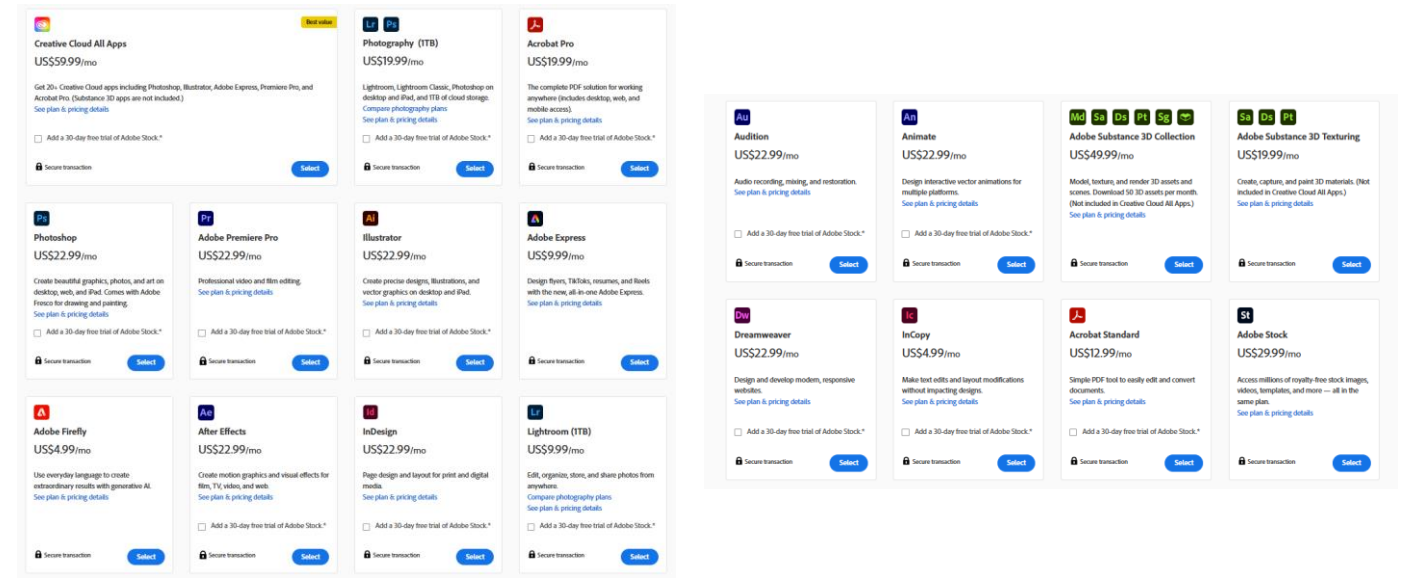
资料来源：Adobe Investor datasheet, 华安证券研究所

创意云采用以产品为主导的增长战略，致力于最大限度的满足用户使用的便捷性和产品体验，从而提高用户的使用率、转化率、扩展率和忠诚度。

2.1 创意云商业化模式及优势

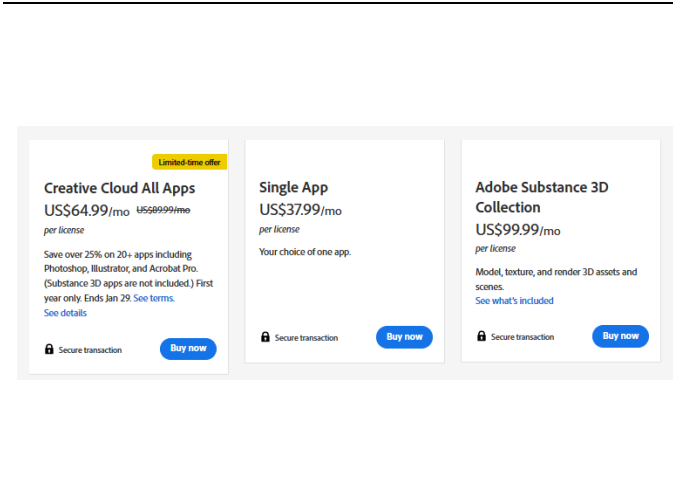
Adobe 创意云的商业化模式通过用户订阅付费实现。付费模式分为个人模式和企业模式。用户可以通过个人模式进行付费订阅，订阅模式分为两种，针对每款产品进行单独付费和购买全家桶（包含所有创意云产品）。单产品付费订阅价格根据每个产品不尽相同，价格从 4.99 美元每月到 29.99 美元每月不等（Adobe Substance 3D Collection 价格为 49.99 美元每月），Adobe 全家桶价格为 59.99 美元每月（不包含 Substance 3D）。企业版单产品订阅价格为 37.99 美元每月，全家桶价格为 64.99 美元每月，Adobe Substance 3D 软件集价格为 99.99 美元每月。另外，对于学生群体，Adobe 创意云全家桶价格为第一年 19.99 美元每月，第二年开始 29.99 美元每月，较个人版可以节省超 65%。

图表 8 Adobe 个人版订阅价格



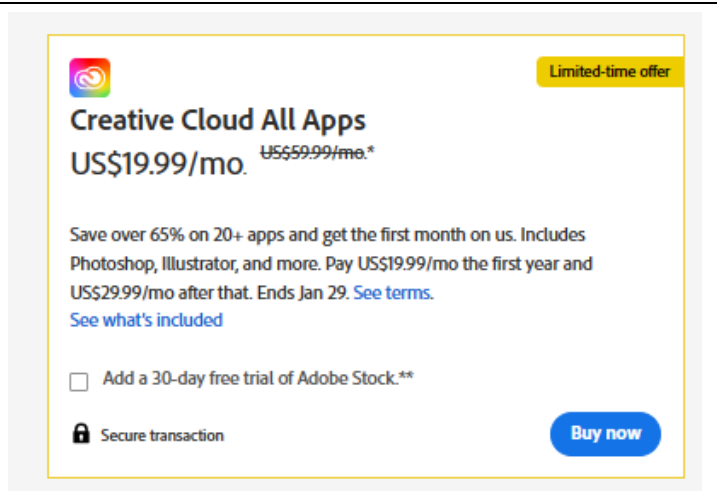
资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

图表 9 Adobe 企业版订阅价格



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

图表 10 Adobe 学生版订阅价格



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

创意云的功能优势包括:

- 1) 云端存储: 用户可以通过上传自己的设计文件到云端进行存储和管理访问;
- 2) 设计和工具: Adobe 为用户提供了完善的设计工具资源生态, 用户可以使用同生态下多种工具进行内容创作, 包括 Photoshop、Illustrator、InDesign、Dreamweaver 等;
- 3) 实时协作: Adobe 创意云支持多人多线程实时操作, 团队成员可以共同进行内容创建与更改, 实现高效创作;
- 4) 共享与展示: 内容设计师可以在社交媒体上共享设计产品, 展示方案;
- 5) 集成和定制: Adobe 创意云可以与其他平台集成使用, 包括 Microsoft Office、JIRA、Dropbox 等; 创意云还提供定制化解决方案, 针对不同企业提供不同的服务。

在竞品对比方面，以最出名的 Photoshop 为例，在功能和专业性上 Adobe 是独一档存在。与 Photoshop 同类别的处理软件有 Affinity Photo 和 Pixelmator Pro。

Affinity Photo 也是一款专业的图像编辑软件，支持 Mac、Windows 和 iPad 系统。除去 Adobe 生态完整性和兼容性优势，Affinity Photo 被称为 Photoshop 替代品，可以达到 Photoshop 80% 的功能，价格上也略低于 Photoshop，可以满足大部分的设计需求，在使用逻辑上与 Photoshop 相似，学习成本较低。

Photoshop 和 Affinity Photo 主要区别在于：1) 功能上 Photoshop 具有优势。Photoshop 是一个完整的图形包，而 Affinity Photo 是一款基本的图像编辑和管理软件。2) 兼容性上 Photoshop 表现更好。Affinity 照片文件类型无法兼容其他软件，而 Photoshop 文件类型可以在 Adobe 生态下其他程序打开使用。

图表 11 Photoshop 与 Affinity Photo 主要异同点

Photoshop	Affinity Photo
本质上都是基于光栅的图像编辑软件	
支持 Windows、Mac OS 和 iOS 系统	
支持扩展插件	不支持外部插件
支持视频编辑	不支持视频编辑
支持 3D 挤压和 3D 打印	不支持 3D 功能
每月更新订阅	一次性购买
26 种语言版本	9 种语言版本

资料来源：Adobe, Affinity, 华安证券研究所

对于 Pixelmator Pro，使用逻辑与 Photoshop 相差较大，学习成本较高。主要差异点在于：1) Photoshop 图层功能更完善。Pixelmator Pro 没有历史调色板，无法返回到过去版本图像，并且不可以对图层进行整体的修改。2) 适配性上 Photoshop 更胜一筹。Photoshop 支持 Windows、Mac 和 Linux 等主流操作系统，而 Pixelmator Pro 只支持 Mac 系统。3) 兼容性上 Photoshop 表现更佳。从导出表现上，Photoshop 可以导入到其他工具，而 Pixelmator Pro 文件只能导出到 Macbook。

总体来看，Pixelmator Pro 也可以视为精简版的 Photoshop，功能上包含了 Photoshop 上主要的遮罩图层、混合模式、绘图工具、自动曝光、图层调整等。但要考虑到整体设计流程的便捷性、专业性和使用流畅度，Adobe 系列产品依然是行业顶尖，很难有竞争对手能够威胁 Adobe 的市场地位。

2.2 创意云相关产品

Adobe Photoshop & Adobe Lightroom

Adobe Photoshop 是最先进的数码影像和设计应用程序，具备强大的编辑和特效工具，可用于 PC 端、平板端和网页端。2023 年 Photoshop 推出“生成填充”（Generative Fill）和“生成扩展”（Generative Expand）功能，客户可以使用文本提示快速创建、添加、删除或替换图像，或者使用 AI 生成的内容扩展现有图像的边界，无需离开 Photoshop。个人版 Photoshop 价格为 22.99 美元每月。

Photoshop 可满足专业摄影师拍摄后期修图的高级功能需求。专业摄影师通过 Photoshop 可对图像中的人物进行美白，祛斑，微调脸型等去瑕疵调整。

Photoshop 具备 Camera RAW 插件。对于专业摄影师，用专业数码相机拍摄出来的 RAW 格式图片存在打开困难格式错误等问题，Camera RAW 插件可以直接打开 RAW 格式图片进行处理。另外，Camera RAW 可实现无损编辑，保持图像完整。

色彩分级功能是 Photoshop 功能亮点。色彩分级可实现对图像部分区域进行单独的调色，包括选择不同色相和饱和度来实现局部色彩冷暖的变换。整体上，色调分离只能通过色相和饱和，对明亮度进行高光阴影同步曝光，实现全局颜色和明暗的调整。局部上对混合滑块进行调整，实现高光、中间调、阴影间的融合过渡，更符合真实光影逻辑。

多图层混合操作是 Photoshop 核心功能。Photoshop 具有多种类型的图层：普通图层，图像图层，矢量形状图层，文字图层，动画层，图层蒙版，调整图层和背景图层。例如在图层蒙版层，用户可以对天空背景实现渐变处理；在文字图层可以进行文字内容的填充。多图层优势在于用户可以对每一个层进行单独编辑，在单一图层上进行的改变独立于其他图层，方便后续的更改。另外，多图层的构造使得多个图片合并成为可能。在使用混合涂层时，可以添加纹理或者更换背景图层，实现多图合一的操作。

多功能插件使得 Photoshop 使用更高效。用户可以在 Adobe Add-ons 网站找到数百个由开发人员创建的扩展插件，实现自动化编辑。

Photoshop 支持绘图板，相较于鼠标的 xy 轴平面移动，绘图板还多了压力 z 轴，可加强雕塑工作的效率和准确性。

在存储和传输上，Photoshop 的云存储可以让用户在不同地区访问自己的账户，通过 Creative Suite 可以实现跨程序传输。

图表 12 多图层组合示例



A.图层面板菜单; B.图层滤镜; C.图层组; D.展开、折叠图层效果; E.图层效果

资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

Lightroom 是 Adobe 研发的后期图像制作的工具软件，个人版 Lightroom 价格为 9.99 美元每月。Lightroom 用户群体为数码摄影和图像设计等专业人士，虽然 Photoshop 与 Lightroom 都为图像处理软件，但是两者定位不同，Photoshop 注重设计，可以进行像素级别的编辑，lightroom 注重图片的管理和简单的美化编辑，可以同时导入多张图片，操作也相较更为简单。个人版 Lightroom 价格为 9.99 美元每月。

Lightroom 有三大功能：1) 照片数据库管理。用户将照片保存在 Lightroom 数据库中，方便分类整理和输出；2) 编辑与美化：Lightroom 有简单易操作的修改图片功能，并且不会破坏原图片，修改后无需保存。例如对风景图进行去数码灰处理；3) 输出多样性。Lightroom 可以选择各种文件格式进行输出，例如照片、幻灯片、PDF 等。

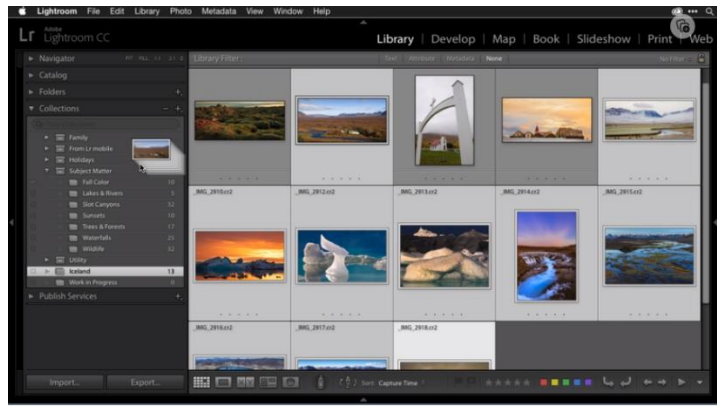
2024年1月, Lightroom 升级为 13.0 版本, 更新了镜头模糊、点颜色、HDR 编辑与导出、AI 蒙版颗粒、可视化 HSL 和 AI 相关功能。

图表 13 Lightroom 更改色相、饱和度和明亮度



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

图表 14 Lightroom 数据库整理界面



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

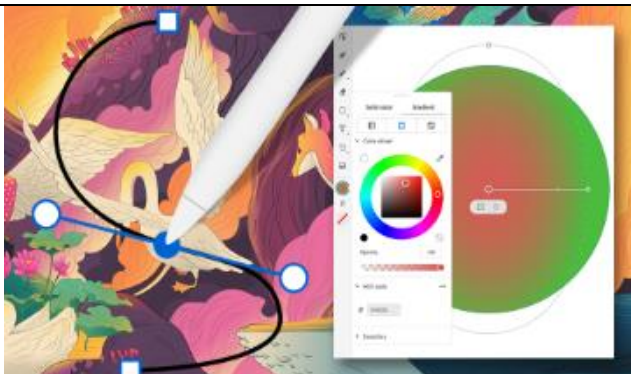
Adobe Illustrator and Adobe Fresco

Adobe Illustrator 是最受设计师喜爱的矢量图形软件, 占据全球矢量编辑软件中的大部分份额。Adobe 通过对 Illustrator 中应用 PostScript 技术, 完全占据了专业印刷领域。产品受众主要为线稿设计者、插画师、多媒体图片艺术家和互联网内容创作者等专业人士。PostScript 是一种页面描述语言, 定义了页面的布局、文本、图像、颜色等元素, 用于打印和显示。个人版 Illustrator 价格为 22.99 美元每月。

Illustrator 最大特点为钢笔工具的应用, 用户通过“钢笔工具”设定“锚点”和“方向线”实现矢量绘图。Illustrator 支持 iPad 端, Apple pencil 可以最大化释放产品矢量特性。

Adobe Fresco 是一款为触控和触控笔设备打造的新绘图和绘画应用程序, 用户可以通过内置丰富的画笔进行插图、草图、动漫、水彩画和油画、照片拼贴画等创作。Adobe Fresco 支持 IOS 系统, 用户可以在移动端进行创作, 之后 Fresco 文档会同步到 Creative Cloud 帐户, 可无缝衔接到 Photoshop 进行进一步优化。

图表 15 Adobe Illustrator 中 Apple pencil 应用



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

图表 16 Adobe Fresco 插画示例图



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

Adobe Premiere Pro

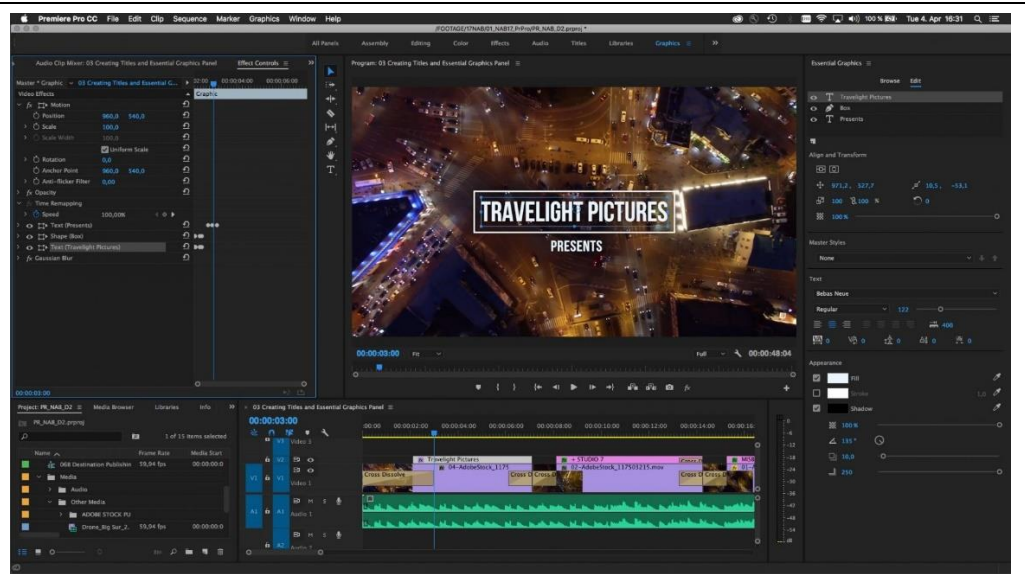
Adobe Premiere 是一款非线性编辑的视频编辑软件, 可用于图像设计、视频编辑与

网页开发。该产品主要适用人群为电影制作人、电视编辑、YouTuber 和摄影师等，为其提供采集、剪辑、调色、美化音频、字幕添加、转场和输出等视频制作优化流程，在原始的格式上进行编辑无需转码。个人版 Premiere Pro 价格为 22.99 美元每月。

Premiere 具体操作可概括为导入视频，在源监视器中通过时间轴面板进行组合优化序列，剪切掉多余视频，选择动态图形模版添加字幕，在视频间添加过渡效果，通过 RGB 和色相饱和度曲线、色轮和 LUT 对画面色调进行进一步调整，通过音频编辑解决方案进行“将音频与视频同步”或“减少背景噪音”等，改变播放速度，最后进行视频导出。

Premiere 优势在于：1) 响应式界面可提高开发人员效率；2) VR 支持：Pr 支持 VR 相关内容的编辑；3) 集成工作流程：Pr 可与其他 Adobe 产品配合使用，在同一产品生态下传递减少了中断风险；4) 同步编辑：Pr 支持多项目同时运行，减少迁移内容流程；5) 支持多文件格式：用户可以直接将本地视频文件进行上传，无需转换，简化操作流程。

图表 17 Adobe Premiere Pro 剪辑界面



资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

Adobe Express

Adobe Express 是 23 年 8 月发布的一款融合了 Photoshop、Illustrator 等技术及 AI 模型 Firefly 的图像、PDF、视频一体化编辑器。Adobe Express 内置 Firefly 生成式 AI 工具，用户可以通过文字形式的内容生成相应效果的图像和视频。同时通过 Adobe Express 生成的内容也可以连接到其他 Adobe 创意云产品。目前 Adobe Express 在 PC 端免费使用。

用户在 Adobe Express 中可以输入文字及相应效果，点击生成即可得到相对应的艺术字体，同时也支持相关图案图片的生成和位置大小编辑。目前 Express 拥有约 2 亿素材资产，具体包括视频设计模版、免版税的 Adobe Stock 图像、视频和音频资产、近 22000 种字体，以及各类图标、背景和形状。Express 支持 iOS 和安卓双端，并支持团队跨软件合作，例如从 Photoshop 中拖拽素材到 Express 中作为背景。

图表 18 Adobe Express AI 生成文字效果图



资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

Adobe Firefly

Adobe Firefly 是一款独立的 Web 应用程序，可通过 firefly.adobe.com 访问。Firefly 使用生成式 AI 为用户简化了创意工作的相关流程。

Firefly 的定位为 AI 绘画生成器，可对标市面上 Midjourney、Dall-E 和 Stable Diffusion。Firefly 与 Midjourney、Dall-E 和 Stable Diffusion 相比，Firefly 在生成照片方面表现突出，在商品图、室内设计、贴纸设计、风景图、矢量图形和像素风格图片等方面表现旗鼓相当。另外，Adobe Firefly 有自身独特功能，包括生成填充、文字效果和生成重新着色。

Firefly 的优势一在于其内容可集成到 Adobe 工作流中，具备了延展性，大幅提高了用户创作空间。例如用户可以将 Firefly 生成图输入到 Illustrator 和 Photoshop 等创意云工具中进一步加工。这种端到端的无缝衔接功能是 Firefly 与其他 AI 绘画生成器最大的区别。

Firefly 的优势二在于 Firefly 是基于 Adobe Stock 图像，不存在版权问题，因此可以用于商业用途。较低的操作难度和优质的产出质量在早期可以快速积累商业内容需求用户，实现规模效应。

图表 19 主流 AI 绘画生成器对比

AI 图像生成器	Adobe Firefly 2.0	Midjourney V5.2	DALL-E 3
访问性/延展性	可与其他 Adobe 创意云产品集成，例如 Illustrator 和 Photoshop 等	非独立软件，需在 Discord 中 Midjourney 访问，学习成本较高	需在 DALL-E 网站，ChatGPT Plus/企业版，Bing Creator 中使用
图像输出效果	内容素材制作方面表现最佳，图像效果最逼真	在风格体向上表现突出，输出图片最符合需求风格	输出图像简单有效
文本生成	表现较好	表现一般	表现最好
生成时间	最快	每图约 1.5 分钟	每图约 1 分钟
语境理解	较差	低语境表现良好，高语境表现较差	整体表现出色，很少出现理解错误
总结	在图像生成的逼真程度和细腻程度上表现最好，专注于图像生成	在图像的艺术表现上表现最好	对于文字和语境的理解最出色

资料来源：Gold Penguin，华安证券研究所

图表 20 Adobe Firefly 生成图效果



资料来源: Gold Penguin, 华安证券研究所

图表 21 Midjourney 生成图效果



资料来源: Gold Penguin, 华安证券研究所

Adobe Stock

Adobe Stock 是企业用户提供的资源下载平台。借助该平台, 用户可以扩展有扩展许可证的 stock 资源。Adobe Stock 许可证指标为积分, 积分相当于 Adobe Stock 上的货币, 用户通过使用积分许可 Stock 资源或下载所生成的图像。按照积分层级可以获取下载不同类型的资源。

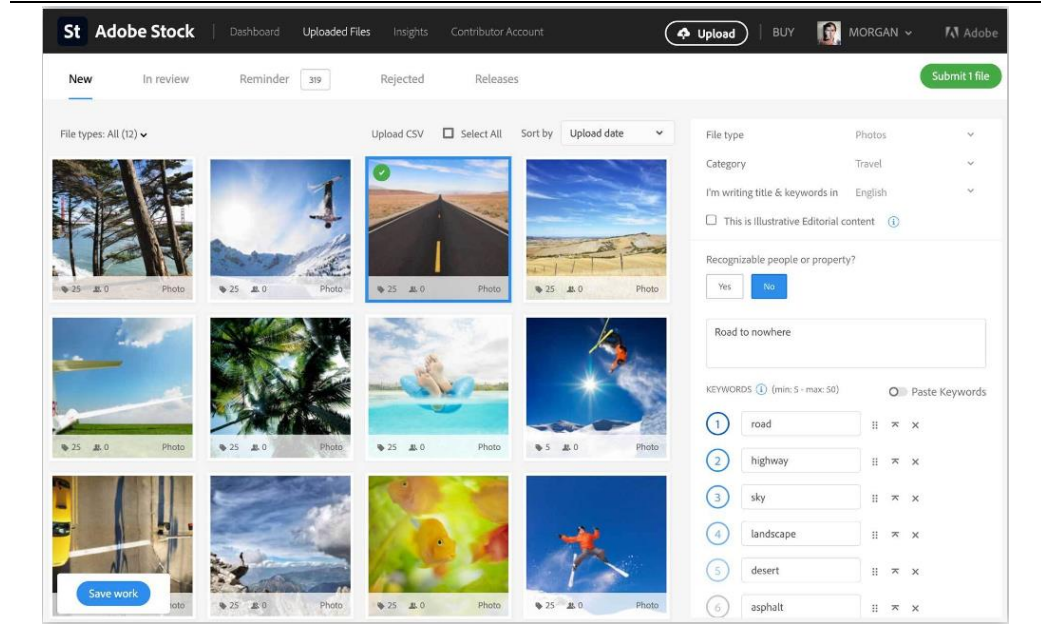
图表 22 Adobe Stock 积分层级和资源类型

层级	资源类型
1 级	<ul style="list-style-type: none"> • 标准照片、插图和矢量图 • 标准模板 • 标准 3D 资源 • 视频循环播放 • 标准生成的图像*
2 级	<ul style="list-style-type: none"> • HD 视频 • 4K 视频 • 音频文件 • 高级 3D 资源
3 级	<ul style="list-style-type: none"> • 高级 图像

资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

用户加入创作者社区后, 可以在线出售原始照片、视频剪辑、矢量图和插图。具体内容涵盖医疗、技术、日常、无人机素材、肖像和商务内容等。出售前提为用户具备相关照片、视频和矢量内容的所有权, 以防版权问题。用户通过用 Adobe ID 在 Adobe Stock 上注册 (注册过程免费), 之后上传内容即可进行售卖。

图表 23 Adobe Stock 界面



资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

Substance 3D Collection

Substance 3D Collection 是 Adobe 发布的一款 3D 设计软件，独特的表现力，可以模拟出真实的场景。Adobe Substance 3D 系列应用软件由 Substance 套件进化而来，创作内容包括《Half Life Alyx》、《微软模拟飞行》、《星球大战 9：天行者崛起》、《银翼杀手 2049》和《黑衣人》等。Substance 3D Collection 包含了 4 款专业级别的设计软件，分别为：Substance 3D Stager、Substance 3D Painter、Substance 3D Sampler 和 Substance 3D Designer。

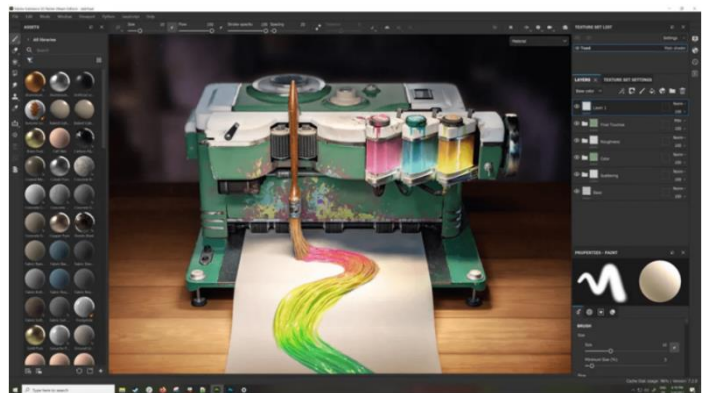
Substance 3D Stager 可以在 3D 场景中搭建模型、材质和灯光等环境，并最终生成最终的虚拟照片。Substance 3D Painter 是 3D 版 Photoshop，可以将纹理材质应用到 3D 照片中，提升视觉表现效果。Substance 3D Sampler 可以自动生成参数调节 3D 材质。Substance 3D Designer 可以使用户从零开始构建 3D 模型，进行相关纹理细节参数调整。

图表 24 Substance 3D Stager 图像效果



资料来源：Adobe，华安证券研究所

图表 25 Substance 3D Painter 界面



资料来源：Adobe，华安证券研究所

图表 26 Substance 3D Sampler 图像效果



资料来源：Adobe，华安证券研究所

图表 27 Substance 3D Designer 图像效果



资料来源：Adobe，华安证券研究所

Substance 主要作用是用来进行模型材质纹理贴图绘制的，同类产品还有 maya、zbrush、Cinema 4D、Houdini、Blender 等，每款三维软件产品都有自身擅长的领域。例如 maya 擅长建模、纹理、灯光和渲染，适用于动画、游戏和室内设计等；zbrush 适合 3D 打印和模型制作，可以进行不同材质的纹理绘制和贴图创建；Cinema 4D 擅长视觉和平面设计，拥有优质的参数化建模工具；Houdini 适合视觉特效制作；Blender 适合设计和动画制作。

模型的贴图不是通过简单的一张图呈现，而是需要多张贴图共同表现材质，例如颜色、金属高光和法线置换等。

Substance 系列软件具备 3 个优势，分别为：

1. 多通道协同调节。在使用 PS 时，用户需要对图片进行分层处理，之后再分别对各个图层进行测试修改，此过程容易出现因结果精度要求过高而需要进行反复测试调节的过程，Substance 系列产品则可以在一个层里面调节多个通道信息，并且配合预览效果，节约大量的时间。
2. 材质可复用性。在项目过程中需要对同一材质进行反复使用，这些材质在 PS 中制作出的结果不是通用的，而 Substance 系列产品可以把制作好的内容以内容球的方式进行储存，并分享到项目内进行反复使用，节约时间成本。Substance 3D 资产库存储了上万个参数可调节的素材，例如灯光环境、材质和 3D 模型等。
3. 迭代速度快。Substance 系列产品迭代速度快，不断地添加新功能满足大企业客户的使用需求。

图表 28 Substance 3D 资产库素材球



资料来源：Adobe，华安证券研究所

3 文档云

3.1 文档云介绍

Document Cloud (文档云) 是行业领先的文档操作平台，于 2015 年由 Adobe 在 Acrobat 的基础上推出，主要产品包括 Adobe Acrobat 和 Adobe Sign，以及 Document Cloud 应用程序与服务。功能主要围绕 PDF 编辑和文档签名，用户可以在任何设备上查看、编辑、注释共享 PDF 文件，也可以通过便捷的电子签名工具来快速创建、发送和获取具有法律效力的签名。此外，Document Cloud 通过一系列的云服务，来使用户能够更加轻松的转换、压缩、保护、导出 PDF 文件，从而帮助使用者简化文件流程，提高工作效率。

图表 29 Document Cloud 主要产品

PDF	E-signatures
Acrobat Pro	Acrobat Sign
Acrobat Reader	Acrobat Pro
Acrobat PDF Pack	Acrobat Standard
Acrobat Standard	Acrobat PDF Pack
Acrobat Export PDF	Acrobat Reader
Adobe Scan	Fill & Sign

资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

3.2 主要产品功能

Adobe Acrobat 是可通过订阅获取的最新 PDF 软件。是可随时随地使用的完整 PDF 解决方案，并结合 Document Cloud 服务为用户提供一致的在线配置文件和个人文档中心，无论是桌面、移动设备还是 Web，用户都能随时随地创建、编辑、签名、发送和追踪 PDF 文档。其中 Acrobat Reader 可免费使用，它根据屏幕自动调整内容格式，为用户提供最佳的 pdf 查看体验，用户可以免费使用该程序来注释、填写、签名和共享 pdf。Acrobat sign 为用户提供高效便捷的签名服务，并具备发送文档、收集签名和审批的核心功能。Acrobat Standard 作为简易便捷的 pdf 编辑工具，可轻松编辑和转换文档，目前订阅价格为每月 12.99 美元，Acrobat Pro 具备更为安全，先进的操作工具，提供多合一的 pdf 和电子签名的解决方案，订阅价格为每月 19.99 美元。

图表 30 Acrobat 功能介绍

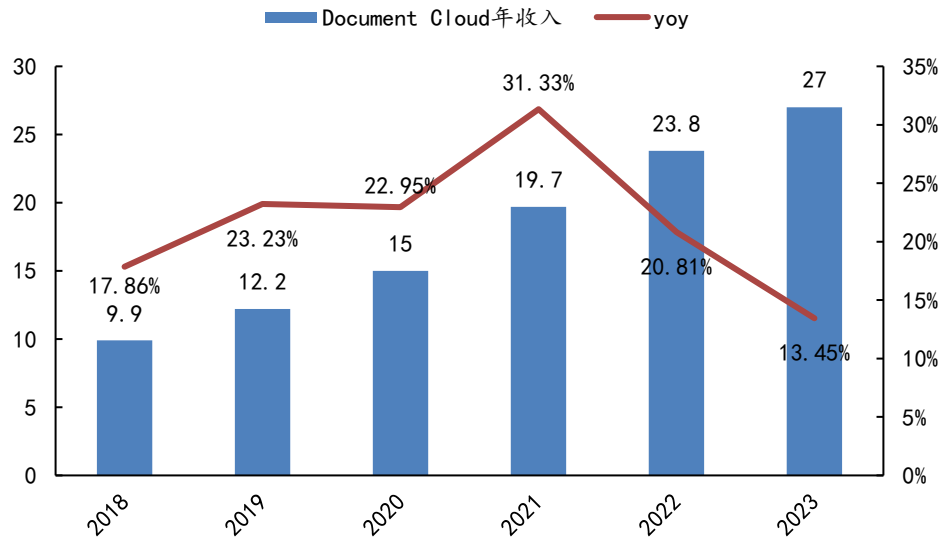


资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所整理

3.3 盈利模式

Document Cloud 的盈利模式主要来源于用户购买 Acrobat 的订阅计划，不同产品具有不同价格。尽管 Document Cloud 并非 Adobe 的主要业务和主要盈利来源，但其依然保持每年较高幅度的收入增长，这反映出用户的粘性和依赖程度不断加强，Document Cloud 受到市场与用户的高度认可。

图表 31 2018-2023 Adobe Document Cloud 年收入



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

3.4 竞争产品对比

在 pdf 市场里 Adobe 的主要竞争对手为福昕软件和万兴科技，目前 Adobe 仍占据了 pdf 的绝大部分市场，从功能上来看，Adobe 具备领先、完备的 pdf 解决方案，不仅具有基础便捷的编辑、转换、签名等功能，还具有高质量的 OCR 以及高安全系数文档保护与协同合作，此外，Acrobat 覆盖绝大部分平台，能实现电脑端与移动端互通，不仅如此，令其成为占据绝大部分 pdf 市场份额产品的另一重要原因是 Acrobat 依托于整个 Adobe 生态环境，以及历年来通过不断创新改革积累的强大用户粘性与忠诚，这使得文档云的收入在整个 pdf 行业中占据绝对领先地位。福昕软件是国内领先的 pdf 生产平台，目前已取得多项 pdf 专利，产品功能齐全，且费用低于 Adobe，但一些功能的质量和精细度要稍逊一筹，万兴科技 pdf 软件作为其分支产品，能够满足个人和团队的基本编辑需求，订阅价格最低，但目前功能尚未完善，专业性相对不足。

图表 32 Document Cloud 主要产品

	Adobe	福昕软件	万兴科技
产品定位	分支产品	主营产品	分支产品
技术含量	全球领先的 pdf 技术	pdf 解决方案全球第二	公司拓展 pdf 领域的技术
订阅价格 (专业版)	19.99 美元/月	360RMB/年	229RMB/年
销售模式	渠道销售	直接销售+渠道销售	直销+经销+分销
销售市场	全球	北美为主	海外为主

资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

4 体验云

4.1 体验云介绍

Adobe 体验云 (Adobe Experience Cloud) 是 Adobe 公司的一套综合性数字营销解决方案,旨在帮助企业提供更出色的数字体验,提高客户互动,促进销售和增加客户忠诚度。云端平台整合了多个 Adobe 产品和服务,以满足企业在数字市场营销、分析、广告、电子商务、社交媒体管理等领域的需求,从而帮助企业更好地理解客户、优化数字体验并实现更好的业务成果。体验云包含两个重要成分:

1) **Adobe Sensei GenAI 是行业中唯一专为端到端营销而构建的生成式 AI。**这一技术使营销人员能够利用 AI 助手和自然语言提示来创建和修改资产、个性化内容、连接工作流、汇总数据,并以更有效的方式与客户互动。

2) **Adobe GenStudio 是一个集成的、由生成式 AI 驱动的解决方案。**它能帮助企业增强并简化内容供应链,从内容构思到创作、制作和激活的整个过程。它通过连接到企业数据和工作流的界面,使用 Adobe Firefly 生成式 AI 和 Adobe Express 快速创建内容,并实现内容的跨渠道激活和性能监测。

4.2 体验云产品矩阵

Adobe Experience Cloud 是一个全面的产品和解决方案集合,用于管理客户体验,并集成到一个云平台上,还包括服务、支持和一个开放的生态系统。它包括以下几个解决方案集合 Data, Insights and Audiences (数据、洞察和受众)、Content and Commerce (内容与商务)、Customer Journeys (客户旅程)、Marketing Workflow (营销工作流程) 以及一些综合附加产品和服务 Adobe Experience Platform (体验平台) 和 Sensei GenAI。

Data, Insights and Audiences (数据、洞察和受众): 这些解决方案使用户能够将客户旅程中的数据整合到单一视图中,以实时提供基于每次交互的洞察,跨团队和组织共享这些数据和分析,并进行 AI 和机器学习个性化。

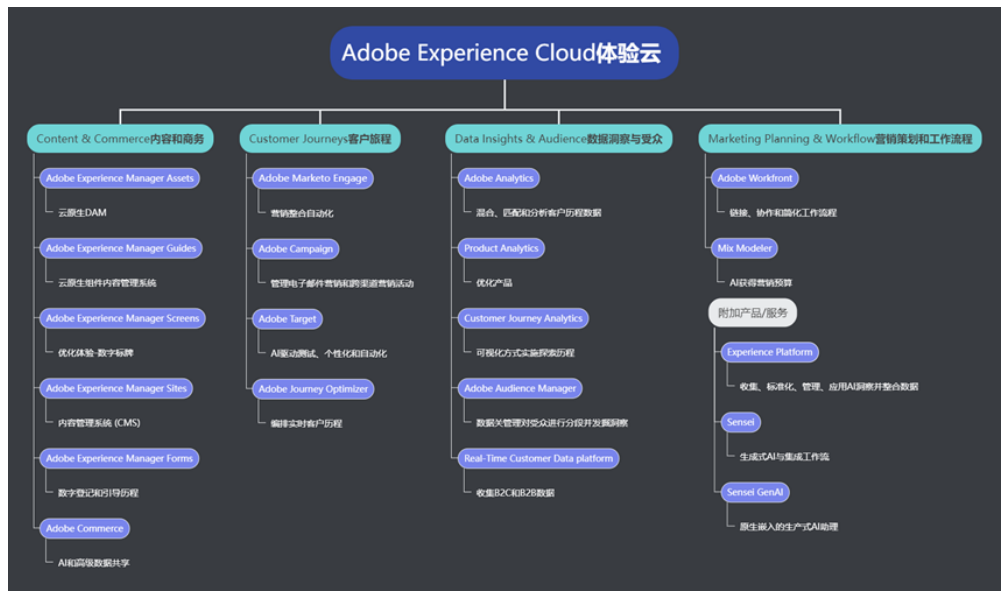
Content and Commerce (内容与商务): 这些解决方案帮助客户管理、传递、个性化和优化跨 Web、移动和应用界面的内容,以及在各种设备和渠道上为中端到大型企业提供购物体验。

Customer Journeys (客户旅程): 这些解决方案使客户能够管理和编排个性化的跨渠道活动,鼓励有意义的客户体验,个性化内容,并以规模化的方式提供优化体验,计划、编排和衡量与潜在客户和客户的互动的每个阶段。

Marketing Workflow (营销工作流程): Adobe Workfront 提供了一个统一的工作管理应用程序,使团队能够更高效地工作,具有制定策略、规划、执行、审查和交付复杂工作流程的工具。

通过这些集成解决方案,Adobe Experience Cloud 为企业提供了一个全面的工具集合,以管理和优化客户体验,从数据洞察到内容管理,再到客户旅程的每一步,都能够实现高效和个性化的管理和互动。

图表 33 体验云产品矩阵



资料来源：Adobe，华安证券研究所

4.2.1 内容和商务

Adobe Experience Manager Assets

Adobe Experience Manager Assets 是针对内容需求构建的云原生 DAM，面向客户体验的数字资产管理，从而大规模创建、管理交付和优化个性化体验。

产品中使用了 AI 驱动的功能和自动化技术来创造个性化内容，能将单个资产转化为数千种变体。用户可以直接在 DAM 中构建和编辑各种大小、格式、分辨率、裁剪或效果的内容，更快地找到并自动调整类似资产的大小以适应不同的格式需求。同时，利用 AI 来简化标记、裁剪和分发过程，节约时间，加速提供个性化体验。

凭借其全面打通的 DAM 生态系统，Adobe Experience Cloud 使得多个团队能够更快速地进行创造、协作和交付工作。它支持跨设备快速创建、投放和调整大量资产变体，加速在各个渠道投放沉浸式内容，并提供历程中的洞察，从而提高效率和体验质量。

与同类产品对比，该产品结合使用 Adobe Firefly 与 Adobe Express 可以更轻松、更智能、更快速地完成工作，基于生成式 AI 让功能更强大。Aprimo 和 Adobe 都是强大的数字资产管理 (DAM) 系统提供商，各自具有不同的优势和劣势。Aprimo 在系统集成和过程稿内容管理方面表现出色，适合快速消费品、金融服务、零售和生命科学领域的客户。然而，它的用户界面和门户网站服务可能相对较普通。相比之下，Adobe 拥有广泛的服务和支持产品生态系统，Adobe Experience Manager Assets 在 DAM 领域表现出色，尤其在 DAM 基础能力管理和多媒体内容管理方面。但 Adobe 的人工智能能力尚待改进，创意云和 DAM 的完全集成仍在发展中。

实例：T-mobile 通过简化工作流程，单个业务部门节省了超过 200 万美元。

图表 34 DAM 竞品对比

THE FORRESTER WAVE™
Digital Asset Management For Customer Experience
Q1 2022



资料来源: Forrester Research, 华安证券研究所

Adobe Experience Manger Guides

Adobe Experience Manger Guides 使用云原生组件内容管理系统 (CCMS) 可以扩展内容创建、有效管理和加快发布速度。CCMS 的结构化内容管理功能使得用户轻松创建、管理和交付产品文档、自助帮助、用户指南、知识库、支持内容等。

Adobe Experience Manger Guides 通过统一内容平台管理具有多重优势。首先能够跨各个接触点提供一致的体验,降低总拥有成本,并借助 AI 驱动的工作流程加快入市速度。通过自助帮助与支持内容通过跨所有渠道提供可搜索且一致的信息,从而改善客户服务指标和合规性。

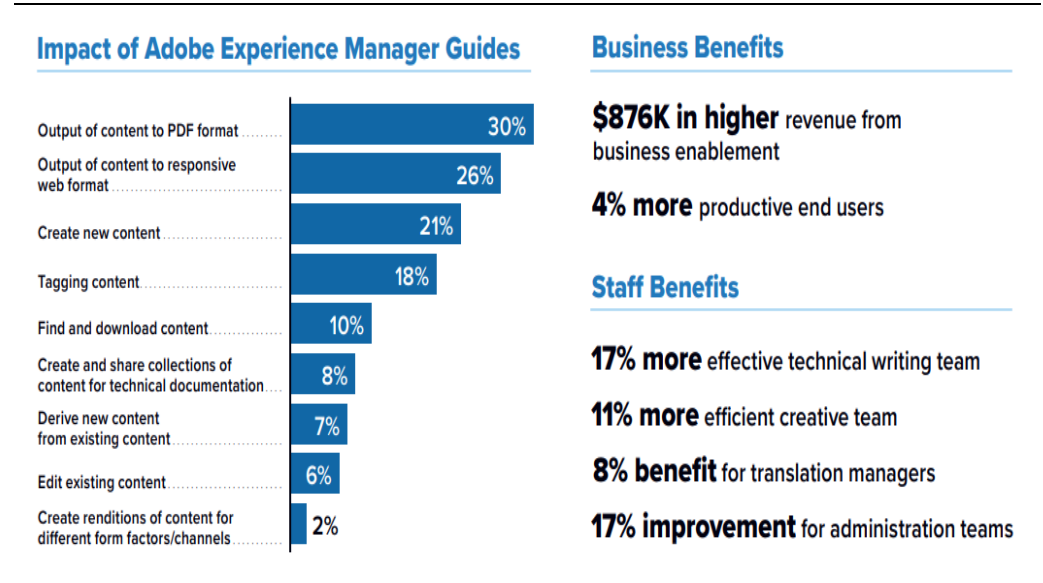
Adobe Experience Manager Guides 主要有 5 方面优势。1) 基于 Web 的内容创建易于无关演示文稿和变体的内容的使用。2) 结构化内容管理提供优质的内容管理功能,包括高级内容重用、版本管理、参考管理、搜索和元数据标签管理、翻译工作流程和内容健康报告。3) AI 驱动的内容管理通过人工智能和机器学习实现超快速交付,降低客户发现成本。4) 基于 Web 的审阅和协作可以节省时间和精力,实现多个创作者和审阅者实时协作。5) 全渠道内容体验通过原生发布将内容快速交付到 Adobe Experience Manger Guides 和 PDF 的不同接触点,如 HTML 网站、CRM 平台、IoT 应用程序、聊天机器人等。

Adobe Experience Manager Guides 的特点一在于其与 Adobe 产品原生集成,使用户可以轻松访问数字资产和高级内容分析,同时能够根据所使用的技术内容类型,实现符合情境的营销内容从而重新定位读者群体。此外,它是唯一一款提供机器学习和人工智能支持的内容管理系统,以增强文档工作流程。特点二是它能够直接将

XML/DITA 内容发布到 Adobe Experience Manager Sites，无需中间转换或依赖 IT 团队的内容管理系统，降低了中间成本。最后，Adobe Experience Manager Guides 还提供了开箱即用的内容摄取框架，能够从多种来源如 Word、HTML、InDesign 和自定义 XML 迁移内容，并自动将其转换为标准格式如 DITA，该应用有效增加其适配性，降低使用门槛。

据 IDC 统计，Adobe Experience Manager Guides 解决方案可改进包括员工生产力和业务相关收益，使 3 年投资回报率达到 287%，每个组织平均每年收益 380 万美元。

图表 35 Adobe Experience Manager Guides 商业价值



资料来源：IDC，华安证券研究所

Adobe Experience Manager Screens

Adobe Experience Manager Screens 是一款智能数字标牌解决方案，利用行业领先的内容和体验管理平台，实现了全渠道的个性化体验。数字标牌系统可以定制动态数字菜单、员工沟通、无尽货架、交互式自助终端、地图导向、购票和动态店面橱窗等功能，根据时间、位置和客户端数据进行个性化优化。它不仅用于改善购物体验，还可以在办公场所用于跟踪目标、实时更新员工信息、分享新闻，以及提供各种服务，如导向、购票、信息更新和临时促销活动，从而实现数字标牌的多功能应用。

Adobe Experience Manager Screens 推出了云服务，实现了三个关键目标。1) 实现全渠道，将 Adobe Experience Manager 站点和云服务上的资产扩展到数字标牌，为客户提供现代数字标牌体验。2) 采用微服务架构，提供了对显示面板的弹性、可靠和高效的内容交付，确保稳定性和可靠性。3) 云服务具有出色的可扩展性，可以自动适应不断扩展的物联网世界，从而扩展到大规模数字标牌网络。

1) Adobe Experience Manager Screens 在数字标牌领域的独特之处在于它提供了响应式、交互式的数字标牌体验，基于客户行为、人口统计数据、内部指标和外部数据事件、语音、网络摄像头触发器以及传感器数据等多维度数据，实现了个性化的标识体验。用户可以根据位置、时间、内部数据和外部条件等因素轻松定制内容，创造动态而富有互动性的数字标牌。

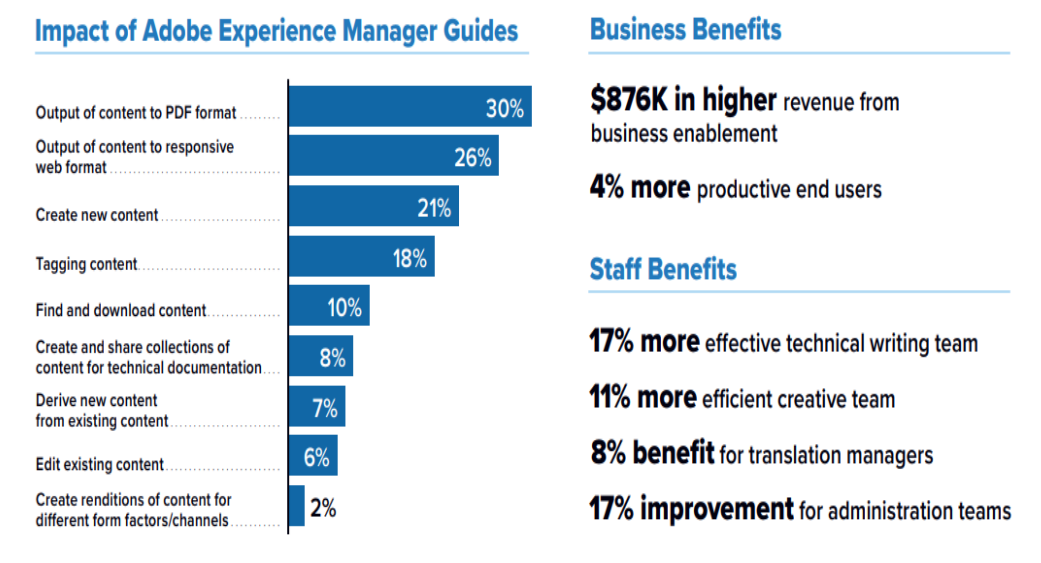
2) Experience Manager Screens 提供了便捷的内容创建和发布工具，包括中央库，

可重用数据资产以及拖放式界面的创作工具，使团队可以快速发布内容，无需依赖 IT 支持。它还原生集成到 Adobe Experience Manager Assets 和 Sites，确保全渠道品牌一致性。

3) Experience Manager Screens 基于云的可扩展性和敏捷性，轻松支持数字标牌网络的扩展，可以根据本地时区进行更新和激活。AI 辅助的工作流程提高了生产力，并扩展了内容的创建和交付能力。提供用于安排和管理所有设备上的内容的平台，以及用于理解标牌性能的分析连接性，使用户能够更好地管理和优化他们的数字标牌体验。

案例：Leadstec 通过 AEM Screens 成功地为其客户华为技术有限公司提供了一种有效方案，用于在他们的离线体验中心展示营销内容。一个能够轻松创建、修改和集中管理所有屏幕上内容的系统。

图表 36 AEM Screens 商业价值



资料来源：Leadstec，华安证券研究所

Adobe Experience Manager Sites

Adobe Experience Manager Sites 是业界领先的内容管理系统，旨在帮助营销人员和开发人员创建更快、更优质的网站，覆盖了从 Web 到移动设备再到应用程序等多个数字资产领域。新版的 Adobe Experience Manager Sites 经过重新设计，极大提高了页面构建、创作、发布和加载的速度，使用户能够以数字业务的速度来管理跨不同设备和渠道的内容。

Adobe Experience Manager Sites 优势有：1) 为用户提供 Edge Delivery Services，可以快速加载页面，从而提高了搜索引擎排名、用户参与度和转化率。2) 基于文档的创作使更多团队成员可以在常用工具如 Microsoft Word 或 Google Docs 中轻松创作网页内容。3) 嵌入式 A/B 测试功能可快速优化站点设计和内容，提高用户体验。预先优化的代码以及熟知的 JavaScript 和 CSS 框架，使开发人员能够在不降低性能的情况下迅速启用新功能。

与其他产品对比，例如 Acquia 和 Optimizely 旗下的 AEM 内容管理系统，Adobe 的优势在多方面遥遥领先。

1. 行业领导地位：Adobe 连续多年被 Gartner 评为数字体验平台领域的领导者，证明了其在市场上的强势地位和行业认可。

2. 创作灵活性: AEM Sites 提供适用于传统和无头方法的情境式创作环境,使内容创作者可以轻松编辑和更新体验。这种灵活性包括基于区段的个性化、内容重用、多站点管理、翻译、工作流程管理和响应式预览,适应多样化的内容需求。

3. 全渠道内容投放: 无头工具支持开发人员快速构建跨渠道的内容投放,同时为营销人员提供预览和编辑功能。AEM Sites 通过无头 API 支持全渠道内容投放,满足了多渠道营销的需求。

4. 可扩展性和云敏捷性: AEM Sites 提供灵活的混合架构,支持传统 Web 和单页应用程序,并通过 API 投放内容到新兴渠道。作为云原生服务,它始终在线,无需通用云服务支持,减少了停机风险。

5. 有效的个性化:结合 AI 和机器学习功能,AEM Sites 支持基于情境的动态个性化,提供了出色且可扩展的个性化工具,以满足不断变化的市场需求。

6. 原生集成优势: 与 Adobe Creative Cloud 和 Adobe Experience Cloud 的原生集成,提供了全面的数字体验管理解决方案。

AEM Sites 在行业地位、创作灵活性、全渠道内容投放、可扩展性、个性化能力和原生集成方面具备显著的竞争优势。适合寻求全面、灵活且高效数字体验管理解决方案的企业。

图表 37 AEM Sites 竞品对比

THE FORRESTER WAVE™
Content Management Systems
Q3 2023



资料来源: Forrester Research, 华安证券研究所

Adobe Experience Manager Forms

Adobe Experience Manager Forms 为客户提供了便捷的表单填写和管理解决方案。它允许客户在任何设备上轻松填写表单,无需重新开始,确保跨不同设备的一致性和信息完整性。通过无头自适应表单,可以将表单原生集成到各种应用程序、网站和聊天应用程序中,以便与消费者互动。此外,利用从客户或社交媒体资料中提取的数据,提高

了表单完成率和预填申请。

Adobe Experience Manager Forms 还支持大规模个性化通信，通过数据集成、通信管理、高级定位和个性化，改善了客户互动体验。它能够满足不同渠道的客户需求，批量或按需安排通信，同时保持深度个性化。在创作方面，提供了无需编写代码的设计、创作和发布表单的能力，使用拖放界面来扩展表单的创建，并利用模板管理更改，学习成本较低。借助人工智能支持，还可以将旧 PDF 自动转换为移动优先的响应式表单，产品兼容性有保证。

Adobe Experience Manager Forms 对比同类产品具有多个优势。1) 能够通过仅需几次点击，将纸质表单快速转换为数字表单，使用 Adobe Sensei 支持的人工智能自动完成批量 PDF 转换，节省了大量时间。这一功能还允许提取现有表单的片段并应用于新创建的表单，提高了效率。

2) Adobe Experience Manager Forms 采用云服务，使用户能够不断优化表单填写率，无需担心版本升级和安全性。云服务提供了最新、可扩展且安全的环境，同时新功能得到验证后会自动上线，有助于业务的持续扩展和创新。

3) 该产品具有原生集成的优势，可以无缝自动集成到其他 Adobe 应用程序中。

图表 38 AEM Forms 案例



3 个月内处理了 140,000 份表单，代替了 15,000 次分行访问。



自动化工作流程，使返工量减少了 30%。



将 90% 的纸质表单流程数字化。

资料来源：Adobe，华安证券研究所

Adobe Commerce

Adobe Commerce 是一款灵活可扩展的商务平台，适用于多品牌环境，旨在为企业提供独特的个性化 B2B 和 B2C 体验。该平台利用原生 AI 技术，实时提供相关内容和促销，提高转化率，并为团队提供工具提高生产力。用户可以跨渠道管理多个品牌，并无视了地理限制，通过单一界面监管各网站和市场，实现本地化和货币适配。

Adobe Commerce 的优势与特点在于：

1) 支持企业的不断增长，提供强大的开发工具和 API，支持快速创新，轻松构建自定义应用程序，并与第三方服务集成。具备自动扩展功能，确保在高峰期间提供卓越的网站性能和可靠性。

2) 该平台与 Adobe Experience Cloud 解决方案深度集成，为客户提供全方位的个性化体验，包括个性化网站搜索、产品推荐和浏览。此外，Adobe Commerce 提供了可扩展的商务能力应用和扩展，使企业可以定制各个方面的业务需求。

3) 对于 IT 人员, Adobe Commerce 提供了安全、高性能的商务功能, 可轻松启动个性化商务体验, 同时降低开发团队的负担。商务团队则可以通过该平台实现全渠道个性化, 借助 AI 和机器学习提供个性化内容、促销、推荐和网站搜索, 以扩大市场触及范围。

4) Adobe Commerce Marketplace 提供了大量应用和扩展, 可用于自定义业务的各个方面, 从 ERP 集成到客户体验解决方案, 为企业提供了强大的扩展和集成能力, 使其能够灵活应对不断变化的市场需求。

与竞品 Shopify Plus 对比, Shopify Plus 适合简单的 B2C 企业, 适合快速启动和不需要高度定制的情况, 而 Adobe Commerce 则更适合覆盖 B2C、B2B 和 D2C 业务, 拥有大型产品目录, 需要多个网站和高度个性化的企业。Adobe Commerce 的定制能力和支持渐进式 Web 应用程序构建更适用于复杂的业务需求, 在定制能力方面几乎没有竞争对手。相比之下, Shopify Plus 的定制功能相对有限, 可能需要依赖第三方应用程序来弥补功能缺失。

图表 39 AEM Commerce 案例



资料来源: Adobe, 华安证券研究所

4.2.2 客户旅程

Adobe Marketo Engage

Adobe Marketo Engage 是一款领先的 B2B 营销自动化平台, 将销售和营销整合于一起, 帮助团队制定和执行战略。平台支持吸引、分段和培养客户, 全程跟踪每个接触点, 以实现个性化且有效的互动。用户无需再进行批量群发或处理不合格的销售线索。

Adobe Marketo Engage 优势与特点:

1) 提供了个性化内容的能力, 根据深入的档案、实时行为、人口统计数据 and AI 技术, 每次都在适当的时间提供个性化的内容。

2) Market Engage 支持销售和营销团队的协同工作, 通过 Sales Connect 将营销数据直接融入 CRM 系统, 促进高级潜在客户生成、潜在客户评分和客户管理。

3) Adobe Marketo Engage 提供了深入的营销分析工具, 可快速查看每条内容的有效性以及客户历程的运行情况。借助高级历程和营销分析、多点触控归因以及连接销售和营销数据的能力, 全面了解从首次互动到转化的整个客户历程。

4) 平台整合了生成式 AI 功能, 利用 Adobe Sensei GenAI, 实现更强大、更智能、更快速的工作。包括生成式聊天、对话摘要和对话辅助, 提高了客户互动和销

售代表的效率。

与市面上其他的智能营销系统产品对比，例如 TalkingData 和 Oracle Eloqua，Adobe Marketo Engage 在功能上完全被压制。Market Engage 在内容个性化、社交媒体营销、营销分析、客户分析等功能领先于市场，但在易用性上 Marketo Engage 稍显劣势。

图表 40 Adobe Marketo Engage 案例



资料来源：Adobe，华安证券研究所

Adobe Campaign

Adobe Campaign 是一款跨渠道营销自动化平台，将客户数据整合为一体，帮助企业创建个性化的跨渠道营销活动，提高客户体验。它支持多渠道营销活动工作流，也提供客户数据管理工具，将分散的数据整合到单一客户档案中，以便更好地了解客户并个性化每个客户的体验。

Adobe Campaign 的独特优势在于智能 AI 功能，通过 Adobe Sensei 提供支持，帮助企业提升客户参与度，预测最佳发送时间，并识别最有可能互动的客户。此外，它原生集成其他强大的 Adobe 应用程序，有助于更好地了解客户，优化整体流程，实现更顺畅的营销活动。

Campaign 和其竞品 HubSpot CRM 对比，在价格上占优势，并且在组织和规划文件方面更合理有序，但同时存在的问题缺乏合适的文档和视频教程，以至于新手难上手操作，时间成本较高。

图表 41 Adobe Campaign 案例



全部销售额中的 80% 来自数据库中的运动员。



打开率提高 145%。



线上保留率提高 20%。

资料来源：Adobe，华安证券研究所

Adobe Target

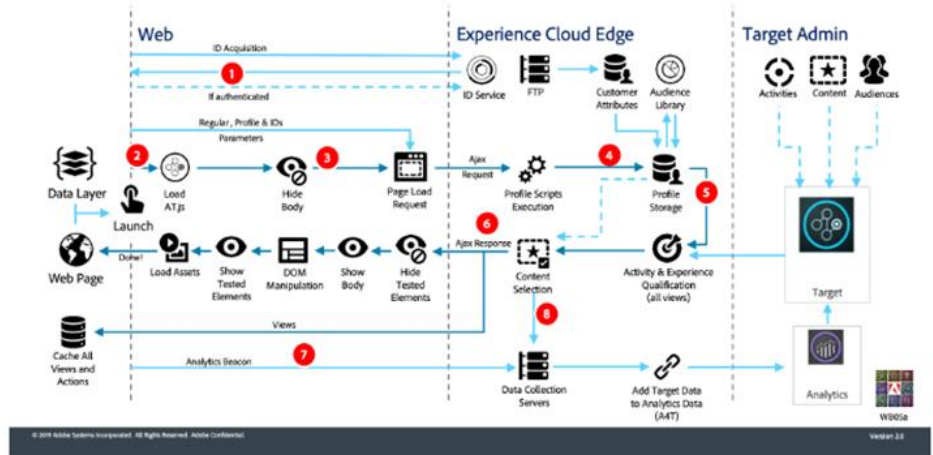
Adobe Target 是一款强大的营销工具，支持大规模实施 AI 驱动测试、个性化和自动化，以精准定位目标客户并提供定制内容。Adobe Target 提供全渠道个性化功能，通过共享客户档案，确保客户无论在哪个渠道都能获得一致的个性化体验。

Adobe Target 在改进客户体验时使用 A/B 测试和多变量测试，以确定最有效的内容、布局 and 用户体验组合。借助 Adobe Sensei 的 AI 和机器学习功能，企业能够大规模测试和个性化，实现手动或基于规则的方法无法达到的大规模体验优化。其中，Adobe Target 和 Optimizely 都是经过验证的 A/B 测试和个性化工具，可以帮助公司改善在线形象并提高转化率。

在目标客户方面，Adobe Target 最适合具有复杂需求的大型企业，例如零售或金融行业的企业。Adobe Target 为其提供了高级功能，例如与其他 Adobe 工具的集成、强大的定位功能以及处理高流量的能力。Optimizely 更多面向中小型企业，尤其是电子商务和 SaaS 领域的企业。

图表 42 Adobe Target 工作原理架构图

Target Flow – atjs 2.0 Page Load Request



资料来源：Adobe，华安证券研究所

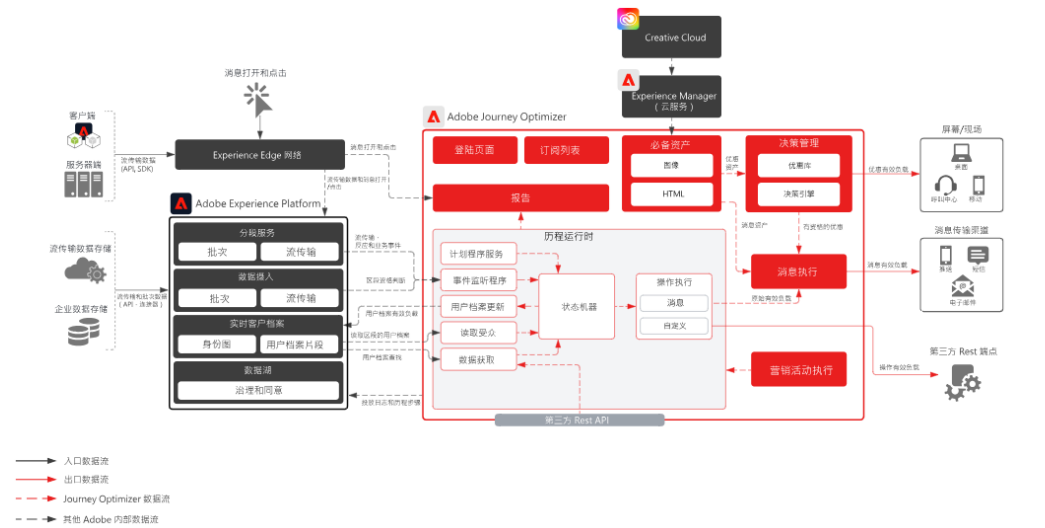
Adobe Journey Optimizer

通过 Adobe Journey Optimizer，企业能够管理数百万客户的跨渠道营销活动和一对一互动，实现个性化运营管理。Adobe Journey Optimizer 建立在 Adobe Experience Platform 之上，采用实时洞察和 AI 驱动的工作流程，以实现进站客户互动和出站全渠道营销活动的优化。它基于实时客户档案和洞察，统一线上和线下数据，支持实时消息触发器和全渠道编排，让企业能够在单个应用程序中管理客户历程。Adobe Journey Optimizer 还提供了个性化优惠决策功能，通过 AI 集中决策和实验。

Adobe Journey Optimizer 优势在于简化了管理过程，提高了互动度，增加了转化率，同时具有云原生可伸缩性和敏捷性，可根据需要进行扩展。

Adobe Journey Optimizer 与 Salesforce Marketing Cloud Personalization (以前为 Interaction Studio) 相比，更易于使用、设置和管理，因此通常更适合小型企业。然而，审阅者更倾向于在中端市场领域使用 Salesforce Marketing Cloud Personalization，因为它在产品支持的质量、功能更新和路线方面更持续，并且满意度较高。

图表 43 Adobe Journey Optimizer 工作原理架构图



资料来源：Adobe，华安证券研究所

4.2.3 数据洞察与激活

Adobe Analytics

Adobe Analytics 的优势在于提供实际可行的洞察，而不仅仅是提供打包的报告。它允许混合、匹配和分析来自客户历程任何数字点的数据，并提供深度分析、多用途报告和预测情报，为打造卓越客户体验提供了坚实的洞察基础。

网络分析是 Adobe Analytics 的基础，可以更快地提供分析结果，借助 Adobe Experience Platform 的功能，收集流媒体 Web 数据，使分析和洞察立即可用于行动。

营销分析在 Adobe Analytics 中扮演重要角色，深入研究多个数字渠道，致力于整合所有数据，基于客户的全面视图提供实时洞察。

归因分析是关键步骤，可以帮助做出更合理的决策。通过归因分析，可以了解每次转化背后的深层次含义，并相应地进行投资。

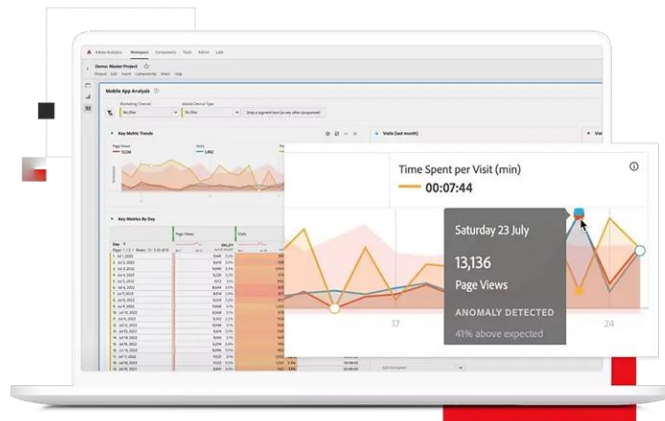
预测分析是 Adobe Analytics 的一项强大功能，可以清晰地解释数据，化繁为简。

通过人工智能和机器学习，可以挖掘隐藏的机会并回答各种问题。

竞品方面，Google Analytics 在用户友好性和免费性方面表现出色，但存在一些限制。首先，Google Analytics 的细分和用户行为分析能力相对有限，对于企业想要深入了解受众并分析特定用户行为的需求可能不能够满足。此外，Google Analytics 使用数据采样来处理大量数据，由于只从大量数据中提取一小部分作为样本，所以可能导致数据分析不准确。对于需要处理复杂数据集的企业来说，这是一个明显的劣势。另外，Google Analytics 不允许企业拥有自己的数据，所有数据归谷歌所有，这意味着企业受到谷歌的条款和条件的限制程度较大。

相比之下，Adobe Analytics 提供了更多高级且复杂的功能。使用 Adobe Analytics 需要一定的专业知识，培训成本上会高于其他类似产品。Adobe Analytics 需要额外的费用，对于资源有限且不具备专业知识的小型企业来说会是一个负担。另外，Adobe Analytics 的集成性方面，可以与 Adobe Marketing Cloud 工具集成，但与其他营销工具的集成会受到一定限制，可能成为有效管理营销活动的主要障碍。

图表 44 Adobe Analytics 操作界面



资料来源：Adobe，华安证券研究所

Product Analytics

Product Analytics 旨在帮助产品团队深入了解互联客户历程，使用统一的数据和客户档案快速发现潜在的洞察，以提供个性化的体验。

新的引导式分析工作流程使产品团队能够在几秒钟内自助解答问题，包括了解用户互动模式、分析用户群增长、确定摩擦区域、衡量功能发布的影响以及发现值得互动的区段等。产品团队现在可以深入了解他们的数字产品对整个客户历程的影响，借助统一的客户视图和 Adobe Experience Platform 的原生集成，实现无缝且个性化的可操作性。

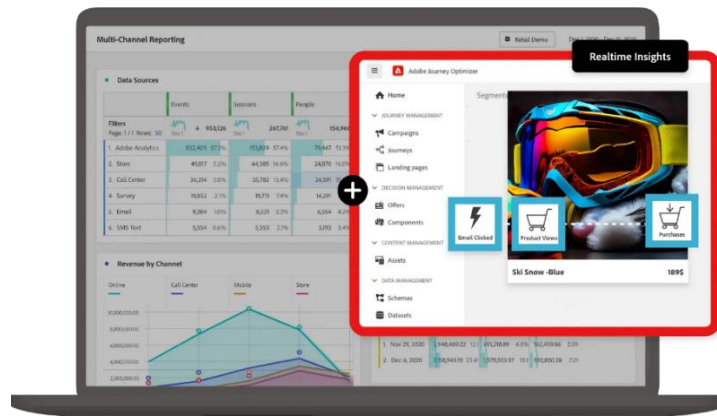
最重要的是，Adobe 提供适合组织内所有团队的解决方案，支持分析师、营销人员和产品团队的数据需求，让所有群组都能使用一致的数据、受众和度量标准，有助于优化产品和提供更优质的客户体验。

将 Product Analytics 与 Adobe Journey Optimizer 相结合，通过支持增强的产品内个性化体验，了解引导用户接触产品的渠道、优化 KPI 以及跨渠道数据共享等方式，可以增加订阅收入，减少客户流失。

Adobe Analytics 与 AppsFlyer-营销分析平台和 Matomo 相比，表现更全面、适用

性更广泛和可拓展性更强。Adobe Analytics 提供了自定义仪表板的支持，运行稳定且流畅。

图表 45 Adobe Analytics 与 Adobe Journey Optimizer 结合使用操作示例



资料来源：Adobe，华安证券研究所

Customer Journey Analytics

Adobe Customer Journey Analytics 的跨渠道客户分析解决方案提供了迅速了解客户线上和线下旅程的机会。该产品不仅能满足营销人员的需求，还可满足产品经理和数据分析师的需求，通过数据分析了解客户需求、改进产品使用和进行深入的临时分析。此外，通过 Adobe Sensei GenAI 的 AI 助理、智能字幕、异常检测和基于文本的洞察，用户能够更智能、更高效地进行分析工作。

Adobe Customer Journey Analytics 为欧洲电子商务公司 OTTO 提供了灵活性和深入的数据分析，帮助其优化在线商店网站。通过 Adobe Customer Journey Analytics，OTTO 能够将产品元数据与网站数据结合，深入了解用户与产品数据的互动情况，以优化产品描述、图像和购物体验。该解决方案允许进行不同的分析和优化周期，使多个团队能够有效协作并提高销售额。

图表 46 CJA 案例公司



资料来源：Adobe，华安证券研究所

Adobe Audience Manager & Real-Time Customer Data Platform

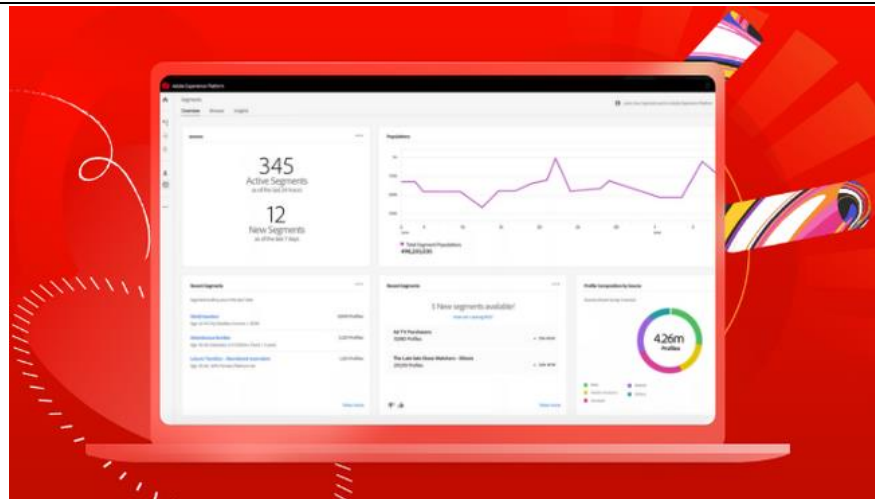
随着数据管理领域的不断变化，Adobe 一直在不断进化以满足客户需求。Adobe Audience Manager 是数据整合和营销机会创造的重要平台，但随着第三方 Cookie 逐渐减少以及隐私和个性化体验的重要性不断增强，Adobe 推出了高级客户数据平台（CDP）Adobe Real-Time CDP，该平台可以整合已知和匿名数据，创建实时的统一用户档案，用于跨渠道激活等用途。这使得营销人员可以在第三方 Cookie 逐渐消失的情况下，仍然能够找到和互动客户。

Real-Time CDP 能够整合来自第一方和第三方数据源的匿名和已知标识符，创建无第三方 Cookie 的数据管理项目。该平台具有内置的数据治理框架，以确保数据隐私和合规性。此外，它还提供了生成式 AI 功能，用于创建和激活受众、生成行动手册以及进行区段优化。

Adobe Real-Time CDP 的差异化优势包括实时个人资料支持全渠道激活、专有的数据治理框架、支持合作伙伴关系和数据协作、以及数百个预构建的定制化连接。平台赋予营销人员数据管理工具，以提供一致的个性化体验，并且具有用户友好的界面和由 AI 驱动的工作流。对于 IT 部门，Real-Time CDP 提供了与现有和未来技术堆栈集成的能力，同时确保数据安全和权限管理。

Adobe Real-Time CDP 和 Salesforce Data Cloud 都是 CDP 领域的热门产品，用户的偏好取决于业务的具体需求和目标。Adobe Real-Time CDP 适合需要实时数据激活和高级 AI 功能的企业，而 Salesforce Data Cloud 则非常适合需要强大集成能力和数据标准化的企业。

图表 47 CDP 操作界面



资料来源：Adobe，华安证券研究所

4.2.4 营销策划和 workflows

Adobe Workfront

Adobe Workfront 为项目管理提供了全面的解决方案，帮助团队提高效率、协作和交付出色的工作，无论是在市场营销、IT 和 PMO，还是服务领域。它将目标与工作相连接，促进一致性，明确重点，并帮助团队实现成功。

在市场营销领域，Adobe Workfront 帮助团队有效实施市场营销战略，将目标与具体项目请求相对应，提高生产力。团队可以制定计划、确定优先级，并根据新数据和市

场机会进行动态调整。此外，通过在线审查，还可以确保合规性和品牌标准，修改和评估营销活动资产的有效性。

对于 IT 和 PMO，Adobe Workfront 有助于维护项目管理标准，缩短 PMO 响应时间。团队可以创建与战略一致的项目计划，比较替代方案，管理风险。工具上支持多种工作方法，如 Scrum 和看板。

在服务领域，Adobe Workfront 鼓励推动业务成果，根据业务目标评估客户请求。团队可以自动更新计划和任务分配，加速推进营销活动。工具支持各种工作方法，如敏捷、看板、Scrum 等，以加速工作流程。Adobe Workfront 简化了资产的创建和交付，允许重用现有资产作为新营销活动的起点。

从 Workfront 的角度来看，相对于 Microsoft Project 具有以下优势：易用性，满足业务需求，高质量的产品支持以及清晰的未来发展路线图。这些因素使 Workfront 成为项目管理和协作的择优解决方案。

图表 48 Workfront 案例



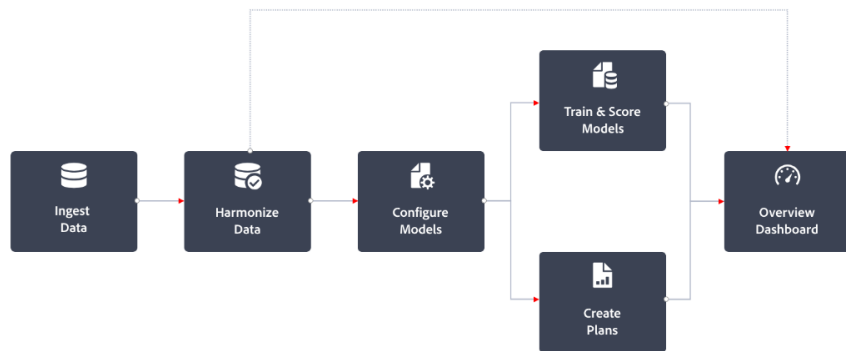
资料来源：Adobe，华安证券研究所

Mix Modeler

通过 Adobe 的高级 AI 工具，可以获得清晰的营销预算洞察。Adobe Mix Modeler 结合了自下而上和自上而下的机器学习服务框架，借助 AI 支持的 Sensei，可以更有效地规划和预测未来的营销活动，最大程度地提高投资回报率。此方法允许更快地获得结果，将财务影响最大化，并应用全面的洞察。还可以利用广泛的 Adobe Experience Cloud 集成产品，在整个过程中获得行业验证的支持。

通过两种途径获得无限的预算洞察：第一种是营销组合建模，帮助规划和优化预算分配，以实现关键业务目标。第二种是多触点归因，可以了解客户在不同渠道和时间的行为，以便准确分配预算。这两种方法都可以根据特定需求进行自定义配置。

图表 49 Mix Modeler 典型 workflow 活动



资料来源：Adobe，华安证券研究所

4.2.5 附加产品和服务

Experience Platform

Adobe Experience Platform 是一个集中化的互连数据基础，旨在为大规模提供个性化体验提供支持。通过独特的技术简化了客户数据的收集、管理和操作，使大规模个性化成为可能。平台将深度相互关联的客户体验管理生态系统变为现实，在连接和协作方面发挥着关键作用。

Adobe Experience Platform 提供了三个强大的应用程序：Adobe Real-Time CDP、Adobe Customer Journey Analytics 和 Adobe Journey Optimizer。3 个产品在洞察、互动、受众创建和激活、客户历程分析和历程优化方面提供支持。

Sensei GenAI

Adobe Sensei GenAI 是嵌入 Adobe Experience Cloud 的生成式人工智能，旨在加速项目速度、简化营销流程，并提供更多可能性。它可以生成个性化内容和文案，使对话体验人性化，帮助创建高效的受众和旅程。

Adobe 的生成式 AI 技术可以改变营销的各个方面，包括规划、执行和分析。通过 Adobe Sensei GenAI，客户体验团队可以更好地利用生成式 AI，提供更准确和个性化的客户旅程。这个原生嵌入式 AI 提供以下功能：

- 快速的创意构思速度，通过 AI 驱动的体验加速团队的创意构思速度。
- 可扩展的内容，创建和迭代动态内容并协调消息传递以保持一致性。
- 可执行的数据洞察，更好地了解客户的兴趣和需求，并为合适的受众提供个性化体验。
- 专利的数据隐私工具，提供所需的洞察，同时确保符合客户偏好和监管政策。

Adobe Experience Cloud 中的 AI 帮助团队预测客户行为、生成有意义的营销活动，并确保每项营销投资获得更好的回报。主要包括以下方面的功能：

- **数据和洞察：** AI 挖掘数据并提供洞察，使用户了解要交付的内容，了解有效的方式，并快速启动高转化机会的营销活动。
- **高级营销评估：** 量化所有营销活动对业务和营销活动目标的增量影响，并有效地预测、计划和优化营销投资回报。
- **内容与协作：** AI 驱动的内容智能简化跨团队的内容工作流程，提高内容的复

用性，并提供个性化体验。

- **客户历程：**高级预测洞察可帮助设计客户历程，根据客户行为和互动偏好进行端到端的优化。

综上，Adobe Sensei GenAI 和 Adobe Experience Cloud 中的 AI 技术可以帮助营销人员更智能地交付、优化和个性化客户体验，提高营销投资回报率。

图表 50 Sensei GenAI 案例



“我们了解到，倾向得分在 90 到 100 之间的客户的转化率是平均水平的三倍，即转化率高出 3 倍。”

Steve Schultz, Esri 营销技术主管

资料来源：Adobe，华安证券研究所

4.3 体验云商业化模式

Adobe Experience Cloud 的商业模式是基于订阅和许可的 SaaS 模式。提供了一套云端解决方案，帮助企业管理和优化数字营销、客户体验和数据管理。Adobe Experience Cloud 的商业模式包括以下要点：

- **订阅和许可费用：**Adobe Experience Cloud 的客户通常需要支付订阅费用，这些费用基于所选解决方案的功能、使用范围和用户数量等因素而变化。订阅费用通常以月度或年度付款的方式进行结算。
- **模块化选择：**Adobe Experience Cloud 提供了多个模块和解决方案，客户可以根据其具体需求选择适合他们业务的模块。这些模块包括 Adobe Marketing Cloud、Adobe Advertising Cloud、Adobe Analytics Cloud、Adobe Commerce Cloud 等。客户可以根据需要订阅一个或多个模块。
- **用户许可证：**费用通常与用户许可证相关，即订阅费用与使用平台的用户数量成正比。不同用户可能需要不同级别的访问权限和功能。
- **定制和专业服务：**除了基本的订阅费用外，Adobe Experience Cloud 还提供了定制和专业服务，以帮助客户根据其特定需求和目标进行部署、配置和优化。
- **云端部署：**Adobe Experience Cloud 是基于云端的解决方案，客户无需自己购买、安装或维护硬件和基础设施，可以通过互联网访问和使用平台。
- **增值功能：**Adobe Experience Cloud 提供了一系列增值功能，如安全性、可扩展性、分析、个性化、AI 和机器学习等，以帮助客户更好地管理和优化其数字营销和客户体验。

5 核心竞争力

5.1 产品生态链完善，用户粘性高

Adobe 云业务结构完善，各云业务内可形成生态闭环。创意云作为 Adobe 最大的业务板块，在内容创作上可覆盖几乎所有影像处理需求和解决方案，在应用层面上可涵盖图像-音频视频-3D 的多媒体类型。

从下往上看，底层 Adobe 拥有 Adobe Stock 的内容平台，通过各用户上传的图像与视频整合出专业化程度较高的生态环境，无论是新手还是行业资深人士都可以在里面搜寻到所需作品进行二次更改创作。

中间层为以创作软件为主的创作层。用户通过对自己拍摄的图片或从 Adobe stock 中下载的图片根据自身需求进行修改。这其中可能需要用到多款产品进行联合处理，但在 Adobe 产品生态下不会存在格式不兼容等问题，图像内容可以无障碍在各个软件内进行迁移。

最终输出层则是用户将所创作的图片通过广告投放等方式进行商业化变现。在正常情况下，影像变现过程中有一个值得关注的问题是可能存在版权问题。但是在 Adobe 中此类问题出现的概率和后续风险大大降低。首先用户自己拍摄的作品无需考虑版权问题，另外 Adobe stock 中作品大多为用户在 Adobe 系列产品中生成的作品，不存在版权问题。因此 Adobe 的商业化风险性较低。

Adobe 行业地位稳固，可替代性较弱。从产品功能上看，Adobe photoshop 色彩分级和多图层混合等功能使其与其他图像处理软件区别开来，精细化的图形处理和多种需求的满足率使 Adobe 在图像处理领域有着不可替代的地位。例如 Photoshop 等处理软件的强大底层逻辑架构和可延展的想象空间为后续图像-视频-3D 产品提供理论及技术基础，相似的底层逻辑和简洁直接的操作流程使用户学习成本相对较低，更容易上手，低投入高回报。

Adobe 是专业创作者的首选，学习成本低。Adobe 产品的主要用户为广告公司、摄影团队、设计师团队、数字媒体公司等时尚传媒行业机构和个体。专业用户从内容的输入到创作输出可以完全依赖于 Adobe 的相关产品与功能，因此在工具选择上专业创作者更青睐于像 Adobe 这类生态结构完善，功能强大的产品。同时 Adobe 自身不断迭代产品的功能和种类，使用户不需要额外的补充软件进行进一步加工。随着行业内客户的需求不断被满足，产品不断完善，最终各类产品会趋于同质化，因此完整的生态环境成为用户的第一选择，潜在学习成本低。

5.2 AI 赋能生产效率，功能强度进一步提升

Adobe 长期作为创意领域的第一梯队企业，早期推出 AI 底层框架—Adobe Sensei。Adobe Sensei 最早在 2016 年被提出，想法是通过 AI 技术进行创作设计、文件管理、营销服务等领域内的流程简化和解决相关问题。

与生成式 AI 相比，Adobe Sensei 更多的作为辅助者，赋能生成效率，而不是作为创作者进行内容生成。这其中最重要的原因则是因为 Adobe 和 Adobe 用户的定位。首先，Adobe 用户使用 Adobe 产品是为了进行内容创作，进而变现产生收益，在这个过程中，创作出来的作品并不是售卖的主体，而是创意的载体，创作者是通过创意内容进行商业化变现。

应用层面，首先具备 AI 功能的 Adobe Firefly 和 Adobe Sensei GenAI 已集成至

Adobe 现有工作流中，提高生产效率。与常见的文生图工具的运行模式不同，常见的文生图工具主要在类似聊天的界面内进行，Adobe 则是通过集成至现有工作流，无需切换，在不离开应用程序的情况下使用 AI 功能。

在功能上，生成式 AI 驱动的图像生成器提供较为单一的生成功能，而 Adobe Firefly 可以提供包括文本效果以及在图像中添加和删除元素的进阶编辑能力。

图表 51 Adobe Firefly 主要功能



以文字建立影像

透过详细的文字描述生成影像。



生成填色

使用笔刷移除对象，或绘制新物件。



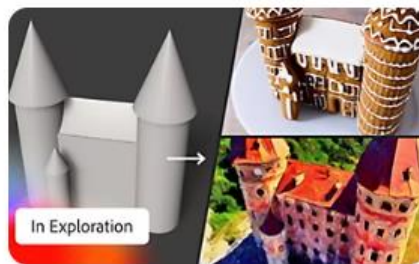
文字效果

对文字和词组套用样式或质感。



生成式重新上色

为您的矢量图稿生成颜色变化版本。



以 3D 建立图像

透过 3D 元素的交互式定位来产生影像。



Project Stardust

将图像中的任何物件移至任何位置。

资料来源：Adobe Firefly，华安证券研究所

5.3 生态兼容性强，高铸行业专业壁垒

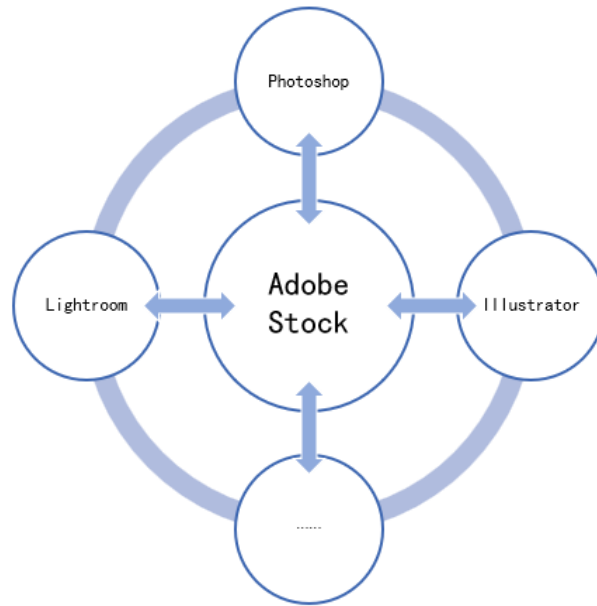
Adobe 构建了一套以 Adobe Stock 为底层资源平台，各类图形、视频、3D 作品处理编辑软件为循环延伸支线的生态闭环。用户可以使用 Adobe Stock 内资源进行二次创作，也可以通过图像图形处理软件进行从 0 到 1 的内容创作，并上传到 Adobe Stock 中进行商业变现。在此循环过程中，用户不需要考虑兼容性问题，通过 Adobe 系列软件进行创作的作品和已在 Adobe Stock 上的作品可以导入其他 Adobe 产品上编辑。完善的生态环境和高度的兼容性为 Adobe 提供了较高的行业壁垒。

Adobe 核心壁垒可总结为：

- 1) Adobe 在图形领域各细分赛道深入布局，可为 AIGC 提供稳定优质的载体。我们认为，在专业图像设计领域，大趋势是大模型以功能插件模式嵌入到各类图像编辑软件中，而不是由 AI 生成插件。因此，Adobe 在图像处理行业内与 AI 大模型融合升级的契合度最高，后续有望通过 AI 功能进一步稳固自身地位。

- 2) **软件间互通性强，图像在各 Adobe 产品内兼容。** Adobe 各类软件拥有相似的底层逻辑，使得用户在有使用 Adobe 产品基础上可以更高效的掌握同类型图像处理软件。另外，格式兼容性也为互通性打下技术基础，进一步提升用户学习和使用体验。
- 3) **生态复刻难度大，专业性强。** Adobe 完整的生态环境使得其他同类企业很难复刻，主要由于在搭建生态前期需要大量时间和专业技术，早期需要大量资金投入去构建基础框架。

图表 52 Adobe 生态闭环

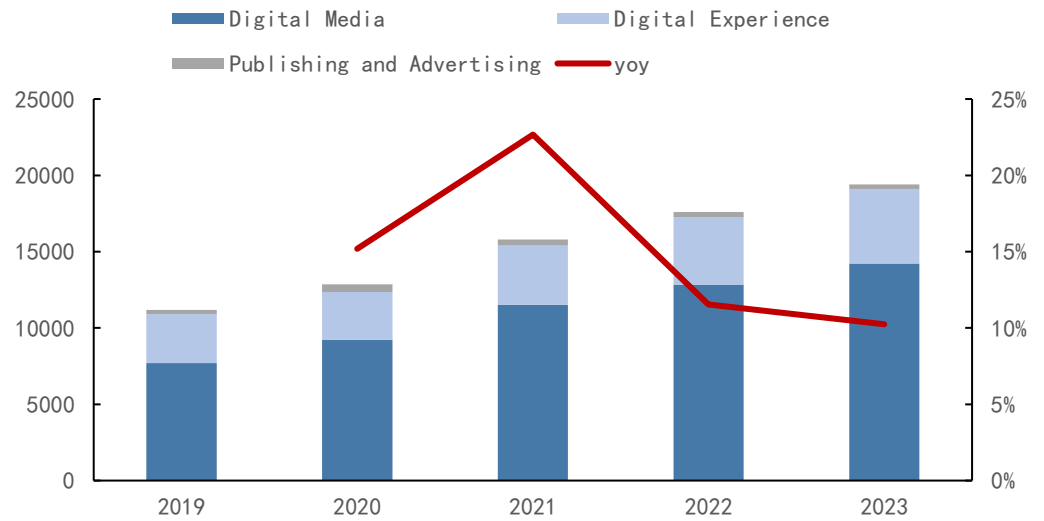


资料来源：Adobe，华安证券研究所

6 财务分析

Adobe 主营业务为数字媒体业务 (Digital Media)、数字营销业务 (Digital Experience) 和出版和广告 (Publishing and Advertising)。整体看，公司云化后总营收保持稳定增长，2023 年公司营收约 194 亿美元，同比增长 10.2%，2019 年到 2023 年 CAGR 为 14.8%。细分看，公司主营业务齐头并进，Digital Media 2023 年营业收入为 142 亿美元，占总收入的 73.2%，其中创意云收入 115 亿美元，占数字媒体收入 81%，文档云收入 27 亿美元，占数字媒体收入 19%；Digital Experience (创意云) 2023 年营收约 49 亿美元，同比增长 10.7%，占总收入的 25.2%。

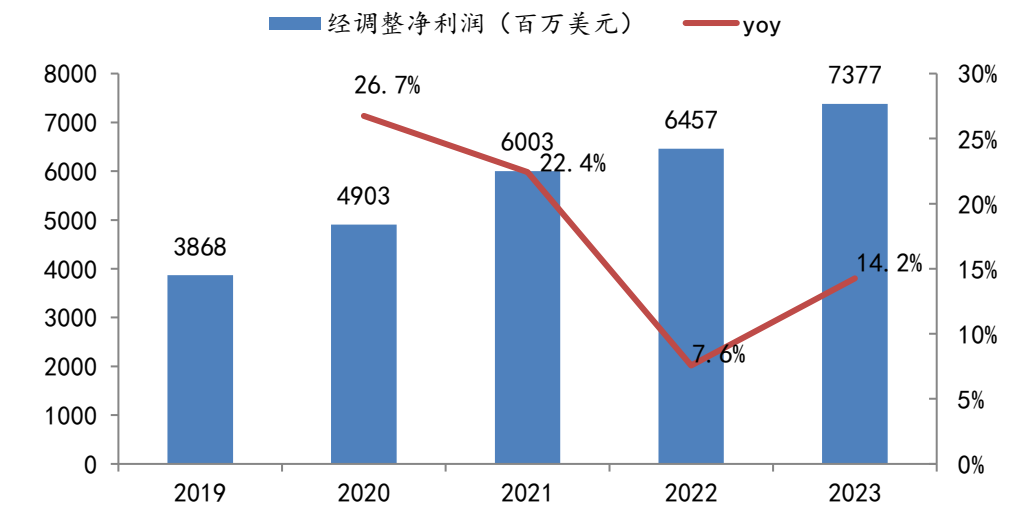
图表 53 Adobe 分部营收情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司经调整净利润随公司业绩向好稳定增长, 2023 年公司经调整净利润达 73.8 亿美元, 同比增长 14.2%, 2019 年到 2023 年 CAGR 为 17.5%, 超公司 2019 年到 2023 年营收 CAGR 2.7pp。

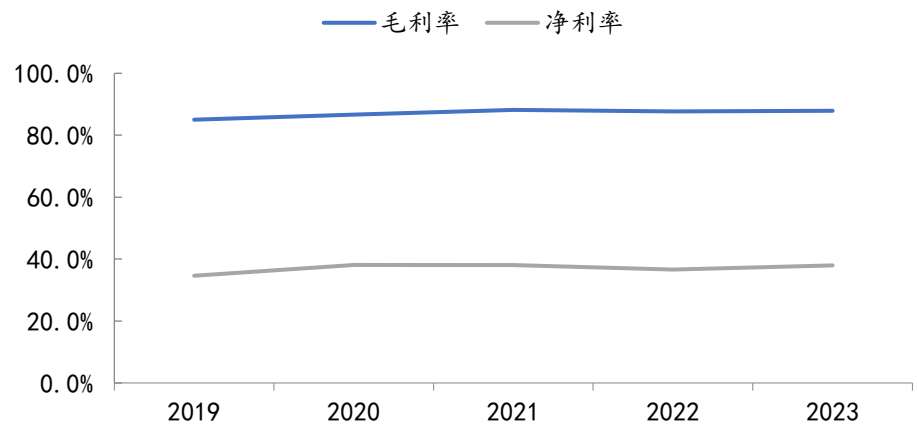
图表 54 Adobe 经调整净利润 (百万美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司毛利率和净利率水平维稳。毛利率在 2019 年到 2023 年内保持在 85%-89% 区间内, 在 2022 年达到最高的 88.2%, 整体波动幅度较小。公司净利率与毛利率保持一致, 整体呈现低速增长态势, 2019 年净利率为 34.6%, 到 2023 年净利率为 38.0%。

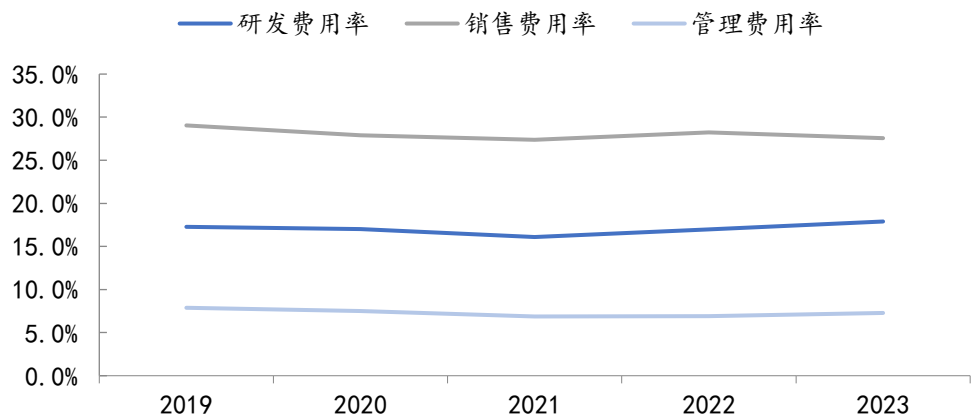
图表 55 Adobe 净利率与毛利率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司各项费用率情况管控良好,整体三费费用率呈现低速下降趋势。2023年,公司销售费用率为 27.6%,管理费用率为 7.3%,研发费用率为 17.9%,三费费用率总和 52.7%,2019 年该项数据为 54.2%。

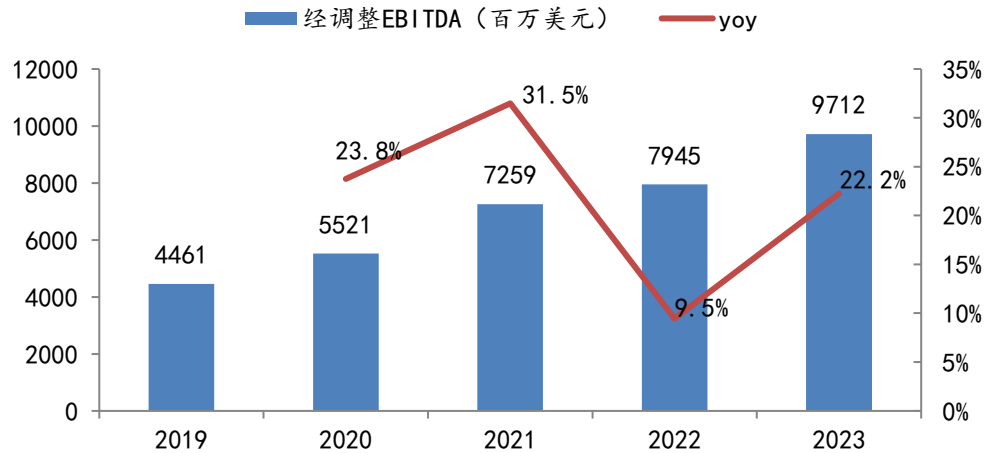
图表 56 Adobe 三费情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司营业能力向好,经调整 EBITDA 稳定增长。公司经调整 EBITDA 从 2019 年的 44.6 亿美元增长至 2023 年的 97.1 亿美元, CAGR 为 21.5%。

图表 57 Adobe 经调整 EBITDA 情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

7 盈利预测与估值

7.1 驱动因素假设

公司业务增长主要驱动因素为创意云与文档云的订阅模式和体验云的营销服务。

- 创意云与文档云:** 在行业内部, 公司在生态与专业度上保持着较高的竞争力, 使得其他同类公司很难赶超。在行业外部, 新玩家入局早期投入过高, 行业壁垒较高, 不太存在“黑马”入局争夺市场情况。另外, AI 技术加持下可进一步赋能图像处理产业, 在处理效率方面。我们认为, AI 技术的高速发展并不会取代创意软件, 更多是以辅助的身份去提升设计师的生产效率, 因此, 我们认为 2024 年到 2025 年 Digital Media 业务部分的 ARR (年度经常性收入) 与过去三年相比每季度会有约 0.2 到 0.5 亿美元的增长。预计 2024 年, 数字媒体业务营收可达 159 亿美元, yoy +11.8%, 占总营收 73.5%。
- 体验云:** 公司推出的 Sensei 可提升营销服务能力, 我们预计该业务未来会随公司业务发展稳定增长。预计 2024 年, 数字营销业务营收可达 54 亿美元, yoy +10.5%, 占总营收 25.0%。

图表 58 Adobe 核心财务指标假设 (百万美元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	11,171	12,868	15,785	17,606	19,409	21,627	24,141
yoy, %		15.2%	22.7%	11.5%	10.2%	11.4%	11.6%
qoq, %							
Revenue Segments							
1) Digital Media	7,707	9,233	11,520	12,842	14,216	15,896	17,743
yoy, %		19.8%	24.8%	11.5%	10.7%	11.8%	11.6%
qoq, %							
% of Revenue	69%	72%	73%	73%	73%	74%	74%
2) Digital Experience	3,206	3,125	3,867	4,422	4,893	5,407	6,035
yoy, %		-2.5%	23.7%	14.4%	10.7%	10.5%	11.6%
qoq, %							
% of Revenue	29%	24%	24%	25%	25%	25%	25%
3) Publishing and Advertising	258	510	398	342	300	324	362
yoy, %		97.6%	-22.0%	-14.1%	-12.3%	8.1%	11.6%
qoq, %							
% of Revenue	2%	4%	3%	2%	2%	2%	2%

资料来源: Adobe 季报, 华安证券研究所

7.2 相对估值

估值我们采用可比公司估值法进行估值，选取了美国各行业头部 SaaS 公司 Salesforce、SAP、Intuit、Shopify、ServiceNow、Autodesk 等作为可比公司。可比公司 24 年 Bloomberg 一致预期 PE 平均值为 40.8X，综合考虑公司处于成熟发展阶段、核心生态及产品壁垒及公司在 AI 领域的布局，给予公司 2024 年 40.8X PE，对应合理市值为 3370 亿美元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 59 Adobe 及可比公司 23-25 年一致预期（日期：2024-3-1）

公司	市值 (亿美元)	收入 (亿美元)			归母净利润 (亿美元)			PE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
Adobe	2532	194	216	241	73.8	82.6	92.3	50.7	40.8	31.2
平均值								118.3	40.8	31.2
Salesforce	2989	348.6	381.5	421.0	80.9	95.9	109.6	54.8	31.7	28.1
SAP	2198	312.1	338.4	375.2	58.4	55.4	73.1	45.3	34.6	27.6
Intuit	1856	143.7	160.5	180.4	40.8	46.5	53.7	60.4	40.4	34.7
Shopify	993	70.6	85.5	102.6	9.5	13.2	17.8	361.7	70.7	52.3
Autodesk	552	55.0	59.8	66.1	16.4	17.5	19.1	60.3	31.7	28.3
ServiceNow	1581	89.7	109.0	131.5	22.2	27.7	33.9	82.6	58.4	48.1
Unity	113	21.9	18.3	20.4	-8.3	1.4	3.6	-	60.0	28.8
Zoom	217	45.3	46.0	48.0	16.1	15.6	15.9	29.1	14.5	14.0
Block	489	219.2	250.0	279.9	11.3	20.1	26.4	252.4	25.2	19.1

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

风险提示：

行业竞争加剧风险，政策不确定性风险，AI 监管不确定性风险，AIGC 产品功能落地不及预期风险等

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万美元			
	2022	2023	2024E	2025E	
资产					
现金及现金等价物	4,236	7,141	15,418	24,531	
短期投资	1,860	701	986	986	
限制性现金	-	-	-	-	
存货	-	-	-	-	
应收账款	2,065	2,224	2,456	2,693	
其他流动资产	835	1,018	1,238	1,458	
流动资产	8,996	11,084	20,098	29,668	
固定资产	1,908	2,030	2,192	2,574	
无形资产	-	-	-	-	
投资	-	-	40	28	
其他长期资产	15,854	16,307	16,427	16,527	
资产总计	27,165	29,779	38,758	48,797	
负债					
应付账款	379	314	362	408	
短期借款	500	-	-	-	
短期租赁	87	73	-	-	
其他流动负债	7,162	7,864	9,252	10,640	
流动负债	8,128	8,251	9,614	11,048	
长期借款	3,629	3,634	3,714	3,794	
长期租赁	417	373	373	373	
其他长期负债	940	1,003	1,003	1,003	
负债合计	13,114	13,261	14,704	16,218	
权益					
优先股	-	-	-	-	
股东权益合计	14,051	16,518	24,054	32,579	
负债股东权益总计	27,165	29,779	38,758	48,797	

现金流量表		百万美元			
	2022	2023	2024E	2025E	
税后利润	4,756	5,428	6,106	6,825	
折旧和摊销	702	794	828	929	
股权薪酬激励	1,701	1,949	2,150	2,400	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	659	295	984	978	
其他经营现金流	20	-1,029	-	-	
经营现金流合计	7,838	7,302	10,067	11,132	
资本支出	-937	-916	-990	-1,310	
资产收购	-	-	-	-	
资产剥离	-	-	-	-	
其他投资现金流	367	1,302	-160	-88	
投资现金流合计	-570	776	-1,150	-1,398	
股息支出	-	-	-	-	
权益变动	-6,550	-4,400	-720	-700	
负债变动	-	-500	80	80	
其他融资现金流	-275	-282	-	-	
融资现金流合计	-6,825	-5,182	-640	-620	
现金流总计	443	2,896	8,277	9,114	
期初现金	3,844	4,236	7,141	15,418	
期末现金	4,236	7,141	15,418	24,531	

利润表		百万美元			
	2022	2023	2024E	2025E	
营业收入	17,606	19,409	21,568	24,043	
营业成本	2,165	2,354	2,622	2,927	
毛利	15,441	17,055	18,945	21,116	
销售及管理费用	6,187	6,764	7,496	8,351	
研发费用	2,987	3,473	3,856	4,296	
其他营业费用	169	168	185	206	
营业费用合计	9,343	10,405	11,537	12,853	
营业利润	6,098	6,650	7,408	8,263	
<i>Non-GAAP调整项</i>	1,847	2,268	2,600	2,920	
经调整营业利润	7,945	8,918	10,008	11,183	
利息费用	-19	16	20	22	
利息收入	-112	-113	-122	-136	
其他收入/支出	41	246	296	336	
利润总额	6,008	6,799	7,602	8,486	
所得税费用	1,252	1,371	1,496	1,661	
其他	-	-	-	-	
税后利润	4,756	5,428	6,106	6,825	
少数股东损益	-	-	-	-	
归母净利润	4,756	5,428	6,106	6,825	
<i>Non-GAAP调整项</i>	-	-	-	-	
经调整净利润	6,457	7,377	8,256	9,225	
经调整EBITDA	8,647	9,712	10,836	12,112	
经调整EPS	4.14	4.56	5.10	5.70	

核心指标		2022	2023	2024E	2025E
盈利指标					
营收增长率		11.5%	10.2%	11.1%	11.5%
EBITDA增长率		19.1%	12.3%	11.6%	11.8%
EPS增长率		-16.4%	10.2%	11.9%	11.7%
毛利率		87.7%	87.9%	87.8%	87.8%
营业利润率		45.1%	45.9%	46.4%	46.5%
ROIC (%)		241.1%	155.2%	67.1%	44.9%
ROE (%)		46.0%	44.7%	34.3%	28.3%
估值指标					
P/E (X)		33.5	50.7	30.7	27.5
P/B (X)		11.2	16.9	10.5	7.8
EV/EBITDA (X)		18.2	28.3	22.3	19.2
EV/营收 (X)		9.0	14.2	11.2	9.7
净债务/EBITDA (X)		0.0	-0.4	-1.1	-1.7
利息保障倍数 (X)		418.2	-557.4	-512.2	-508.8
营运资金指标					
存货周转天数		-	-	-	-
应收账款周转天数		40	40	39	39
应付账款周转天数		57	53	46	47
净营运资金		4,641	4,936	5,920	6,898
偿债能力					
资产负债率		48%	45%	38%	33%
流动比率		69%	1.37	1.83	2.26
速动比率		0.35	0.56	1.07	1.54

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。