



承接云计算、大数据+AI 发展，产业互联网时代下

营销 SaaS 乘风而起

2019.8.07

魏也娜（分析师）

电话：020-88836105

邮箱：weiy@gzgzh.com.cn

执业编号：A1310518090001

● 营销云：基于 SaaS 的大数据驱动 AI 营销平台

营销云指基于 SaaS 技术以云服务的形式，跨越设备和平台，利用 AI+大数据技术赋能企业获客能力，为企业提供营销服务的云平台；主要功能包括用户分析、客户体验、在线广告、用户资料管理、营销自动化等。目前全球营销云市场处于稳定发展期，2017 年全球市场规模为 127 亿美元。

● 多重利好助力，预计 2023 年国内营销云突破百亿市场

需求端：企业信息化、数字化转型需求迫切，带动企业级 SaaS 发展浪潮，2018 年中国 IT 支出占全球比例仅为 3.7%，国内企业信息化发展水平滞后叠加 PMI 持续下行，企业数字化需求迫切，而 SaaS 在信息化进程中价值凸显，企业数字化推动 SaaS 规模和潜在客户上的增长；同时，营销云作为企业数字化转型关键路径，需求将被进一步释放；而 SaaS 在营销技术集成以及成本端的优势又将深度挖掘营销云的长尾流量价值。

技术端：AI、BI 两大营销云关键技术处于快速增长期，快速发展的区块链技术广告在广告投放角度为营销云扫除障碍，技术端的集体高增长将推动营销云快速发展；

政策端：人工智能上升到国家战略地位，继续从 AI 端推动营销云的技术发展；产业互联网政策的不断落地，2B 市场对营销云需求旺盛，营销云将承接 SaaS、AI 及 BI 的发展，在产业互联网时代下成为下一个风口。

规模测算：2017 年全球营销云在 CRM 渗透率为 32.66%，考虑到全球营销云市场进入稳态发展期，我们假设在未来五年这一渗透率将波动较小。根据 Adobe 对未来营销云可及市场的预测以及我们的粗略测算，预计 2021 年全球营销 SaaS 市场规模在 249.9 亿到 379.9 亿美元之间。对标海外市场，我国营销云渗透程度较低，随着 CRM 市场的蓬勃发展，我们认为在三大因素助力下，我国营销云在 CRM 渗透率在 2023 年能达到全球 2017 年的水平，预计届时国内营销云市场将为 120.31 亿元，百亿市场待耕。

● 全球营销云市场格局明朗，国内营销云市场处于萌芽阶段

全球市场群雄割据，格局清晰，Adobe (Marketo)、HubSpot、Salesforce 占全球营销云半壁江山，高端市场下巨头争夺平台化和生态化，中高端市场逐步向高端市场拓展，争夺价值入口；中低端市场长尾需求广阔，精细化小企业争夺 SMB 市场份额。

我国营销云市场方兴未艾，BAT 等传统巨头营销云主要布局在 2C 市场，而国内 IT 环境有利于避免国内营销云企业收到海外企业的侵略。国内 2B 市场广阔，将营销云成为下一个逐鹿之地。

● 海外企业启示录

一体化、优质客户资源、高研发投入维持壁垒是传统 IT 企业实现“老树逢春”的关键：Adobe 通过并购从功能到市场打通营销云产业链，构建全行业唯一一家提供一体化营销服务的龙头；同时高效利用自身资源和资本能力挖掘大量优质客户资源；在并购的基础上维持较高的研发投入保持公司创新活力，实现公司从传统 IT 企业到云巨头变迁。

产品特色、技术特色、客户资源开发及合作伙伴资源是新兴企业突围关键：HubSpot 反其道行之，产品走简约实用之路，整合营销、销售、服务、CRM 为一个产品，采用飞轮获客模式客户传统漏斗获客模式的低效；通过创新营销技术，发掘大量优质活跃用户，创新营销模式又反过来反哺用户；打造社区生态，利用合作伙伴资源扩大企业的影响力，提升公司口碑。

● 投资标的推荐

由于目前营销云的 2B 市场蓝海方兴未艾，全能型的营销云企业短时间内难以享受产业互联网和数字化转型带来的 2B 红利。建议关注单点切入，具有技术特色的、能有效利用客户资源和合作伙伴资源的营销云企业，如赛诺贝斯(836311.OC)、网娱互动(872139.OC)、步速者(839175.OC)。

● 风险提示

技术发展速度不达预期；产业互联网发展不达预期不及预期

相关报告

广证恒生

做中国新三板研究极客



目录

目录	2
图表目录	3
1. 营销云：承接云计算、大数据+AI 发展，产业互联网时代下乘风而起	5
1.1 营销云简介：基于 SaaS 的大数据驱动 AI 营销平台	5
1.2 营销云发展历程	8
2. 营销云驱动因素分析	9
2.1 需求端：企业数字化需求、SaaS 成本优势将推动营销云快速发展	9
2.1.1 企业信息化数字化转型需求推动营销 SaaS 快速发展	9
2.1.2 SaaS 模式提高中小型企业对营销云的需求	11
2.2 技术端：人工智能、大数据及区块链技术的推动营销云较快发展	14
2.3.1 人工智能处于快速增长阶段，为营销产业发展提供算法基础	14
2.3.3 大数据迅速发展，为营销云产业发展提供充足数据基础	16
2.3.2 区块链市场广阔，为营销云产业发展破击障碍	17
2.4 政策端：AI 政策红利+产业互联网高速发展助力营销云腾飞	18
2.4.1 AI 处于发展的政策红利期，上升到国家战略高度，营销云从中收益	18
2.4.2 产业互联网渗透期带来营销云黄金发展期	19
2.5 未来空间测算：预计 2021 年全球营销云市场规模有望突破 300 亿美元，国内有望 2023 年突破百亿市场	21
2.5.1 全球空间测算：预计 2021 年达到 249.97-379.9 亿美元市值	21
2.5.1 国内空间测算：百亿市场代耕，预计 2023 年我国营销云市场突破百亿大关	23
3. 营销云市场巨头主导，产业互联网时代下国内中小企业有望突围	25
3.1 全球市场：群雄割据，格局明朗	25
3.1.1 全球营销云市场行业集中度进一步提升，Adobe 为行业龙头	25
3.1.2 高端领域竞争落到平台化及生态化，中高端领域向上拓展，中小厂商覆盖 SMB 领域长尾需求	27
3.2 国内市场：营销云处于萌芽期，市场格局不明朗，中小厂商以精细化业务切入市场	27
3.3 对比海外市场，中国营销云市场潜力和上升空间巨大	29
4. 观海外巨头发展路径，思国内营销 SaaS 企业生存之道	29
4.1 从巨头 Adobe 寻找优质企业特质：一体化、客户资源、高研发投入是优质企业铸造高壁垒的关键	29
4.1.1 并购整合营销云产业链，构建一体化营销云生态服务	31
4.1.2 积极开拓优质客户资源，为公司提供优质可用资金	32
4.1.3 保持高研发和营销投入，维持高壁垒和创新性	34
4.2 从 HubSpot 寻独角兽及新兴企业特质：产品特点、技术创新、客户及合作伙伴资源是突围关键	35
4.2.1 产品追求简单实用+特色营销，良好口碑助力 HubSpot 占领 SMB 市场	35
4.2.2 创新性的集客营销模式助力公司获取大量活跃客户，形成稳定客户现金流	36
4.2.3 打造合作平台，构建合作伙伴生态	38
5. 投资建议及标的推荐	38
5.1 投资建议	38
5.2 标的推荐	38
5.2.1 赛诺贝斯(836311.OC)：国内领先的营销自动化服务商，打造跨领域营销	38
5.2.2 网娱互动(872139.OC)：专注于提供自动化营销解决方案的服务商	38
5.2.5 步速者 (839175.OC)：自主研发互联网+企业转型升级服务平台	39
6. 风险提示	39

图表目录

图表 1.	营销云通过整合营销工具为企业整个营销过程赋能.....	5
图表 2.	营销云为企业获客痛点提供高相关性、个性化的营销服务.....	6
图表 3.	营销云“漏斗式”获客流程.....	6
图表 4.	营销云是对传统营销的革命.....	6
图表 5.	全球营销云市场发展历程及市场规模变化.....	7
图表 6.	2018 年中国企业级通用 SaaS 中 CRM 占比最高.....	8
图表 7.	营销科技行业发展历程.....	8
图表 8.	海外营销云发展历程（美国为例）.....	9
图表 9.	企业信息化投入远低于经济发展水平.....	9
图表 10.	PMI 持续下滑，经济下行压力增大.....	9
图表 11.	中国企业级 SaaS 成长性可期.....	10
图表 12.	国内 SaaS 需求主体稳步上升.....	10
图表 13.	IDC 认为数字化转型至关重要.....	10
图表 14.	营销云有效简化企业的整个营销过程.....	11
图表 15.	已使用营销云的用户认为“用户和数字分析”是最核心的功能.....	12
图表 16.	18 年 93% 的用户选择在“数据分析”功能上保持/增加支出.....	12
图表 17.	非云化营销工具面临的主要痛点.....	11
图表 18.	营销云通过 SaaS 将分散的营销技术进行整合，提供一站式营销服务.....	13
图表 19.	SaaS 模式下提供稳定的现金流.....	13
图表 20.	中小企业天然倾向于 SaaS 模式.....	13
图表 21.	人工智能主要体现在自我学习、感知智能和理解、决策能力等方面.....	14
图表 22.	AI 核心技术在营销云中能成熟应用.....	14
图表 23.	传统互联网广告投放痛点较多.....	15
图表 24.	AI 助力实现精准营销.....	15
图表 25.	AI 解决营销产业发展痛点，推动营销云发展.....	15
图表 26.	预计 2015-2020 年我国 AI 市场规模 CAGR 为 35.82%.....	15
图表 27.	大数据技术是实现 AI 赋能营销的关键技术.....	16
图表 28.	预计 2020 年国内大数据市场破万亿市值.....	16
图表 29.	大数据软件和服务市场发展空间广阔.....	16
图表 30.	区块链底层技术.....	17
图表 31.	区块链提供极高的可信数据和在其应用联盟内的跨企业的高度透明性。.....	17
图表 32.	区块链技术打破营销云在广告投放应用存在的障碍.....	18
图表 33.	预计 2016-2021 区块链市场规模 CAGR 为 83.8%.....	18
图表 34.	中国 AI 技术落地相关主要政策.....	19
图表 35.	我国产业互联网发展远落后于美国.....	19
图表 36.	前端消费互联网为后端产业互联网发力储能，产业互联网将进入高速发展期.....	20
图表 37.	销售&营销费用率是 SaaS 公司最主要的经营成本.....	20
图表 38.	产业互联网腾飞下营销云更适合解决 2B 企业获客痛点.....	21
图表 39.	国家产业互联网相关推动政策.....	21
图表 40.	预计 2021 年全球 SaaS 可达 1131 亿美元.....	22
图表 41.	预计 2020 年 CRM 的 SaaS 渗透率达到 69%.....	22
图表 42.	2018 年 B2B 营销自动化市场渗透率为 58%，已达到爆发增长的奇点.....	22
图表 43.	Adobe 认为 2021 年全球营销云可及空间约为 376 亿美元.....	23
图表 44.	预计 2021 年全球营销云市场规模可达 249.97-379.9 亿美元.....	23

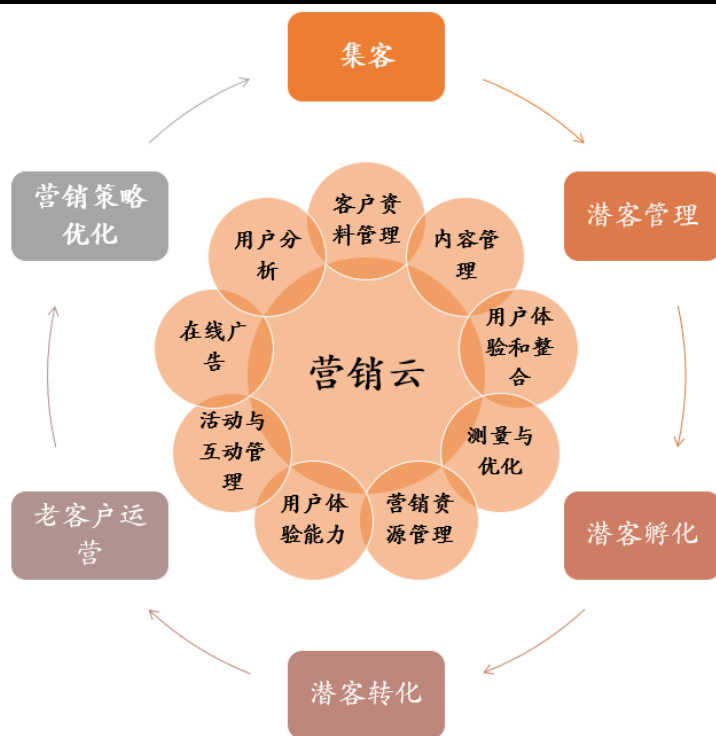
图表 45.	预计 2020 年中国 SaaS 可达 473.4 亿元.....	24
图表 46.	预计 2019 年国内 CRM 规模为 67.9 亿元.....	24
图表 47.	从营销云在 CRM 中的渗透率测算我国营销云市场空间规模.....	24
图表 48.	海外营销云市场主要参与者	25
图表 49.	2017 年营销领域 CR4 市场规模达 58.1%.....	26
图表 50.	Adobe 在营销云领域一骑绝尘	26
图表 51.	2018Q1 EMSS 领域第一梯队为 Adobe 等.....	26
图表 52.	细分市场及各个市场竞争方向	27
图表 53.	国内新三板及一级市场营销云领域的参与者主要以精细化业务为主.....	28
图表 54.	海外营销云巨头在中国市场水土不服.....	29
图表 55.	Adobe 发展历程.....	29
图表 56.	Adobe 体验云服务具体产品分类	30
图表 57.	营销云相关业务及创意云业务收入协同高速提升	31
图表 58.	Adobe 在营销领域的收购过程.....	31
图表 59.	Marketo 是 B2B 营销自动化领域“领导者”	32
图表 60.	Marketo 总体评分仅次于行业巨头 Oracle	32
图表 61.	Adobe 在 SaaS 转型后四年内实现订阅服务占比 75%以上.....	33
图表 62.	Adobe 体验云具有极高的行业渗透率	33
图表 63.	Marketo 用户数量不断攀升	34
图表 64.	Marketo 头部客户集中度高	34
图表 65.	Adobe 研发费用投入高于其他巨头	34
图表 66.	研发费用主要支出在于人才维护	34
图表 67.	HubSpot 发展历程	35
图表 68.	飞轮模式实现用户旅程的无缝衔接，推动客户业务增长.....	35
图表 69.	产品简单实用得理念为 HubSpot 赢得良好口碑	36
图表 70.	HubSpot 拥有三套收费策略	36
图表 71.	免费服务吸引大量每周活跃用户	37
图表 72.	超过 50%付费用户源于免费 CRM 服务	37
图表 73.	顾客人数快速上升的同时 ASRPC 保持稳定	37
图表 74.	2017 年起留存率均在 100%以上	37
图表 75.	优质客户资源转化企业优质资金，助力企业实现规模化扩张.....	37
图表 76.	中国产业数字化占 GDP 比重远远落后于美国.....	40

1.营销云：承接云计算、大数据+AI 发展，产业互联网时代下乘风而起

1.1 营销云简介：基于 SaaS 的大数据驱动 AI 营销平台

营销云指基于 SaaS 技术以云服务的形式，跨越设备和平台，为企业提供营销服务的云平台。营销云“Marketing Cloud”来源于“Enterprise Marketing Software Suites”，即企业网络营销管理软件套件，有两个特点：一是广义上的营销，包括运营、会员在内的营销，二是云服务的形式。营销云通过大数据，整合企业资源，实现站内、站外、全营销一体化的模式，最终提升企业管理、营销、生成、设计、研发等方方面面的运作效率。包括全渠道营销整合、用数据进行全方位的用户分析、以营销自动化推动营销战略与过程等功能。其核心理念就是通过不断提高“云”的覆盖能力，以及“云”之间的逻辑计算能力，从而达到系统营销的结果。

图表1. 营销云通过整合营销工具为企业整个营销过程赋能



资料来源：公开资料整理、广证恒生

目前，营销云已发展成为营销技术生态中非常重要的一部分，其通过各个营销场景和环节的赋能，帮助企业提高营销效果和效率。

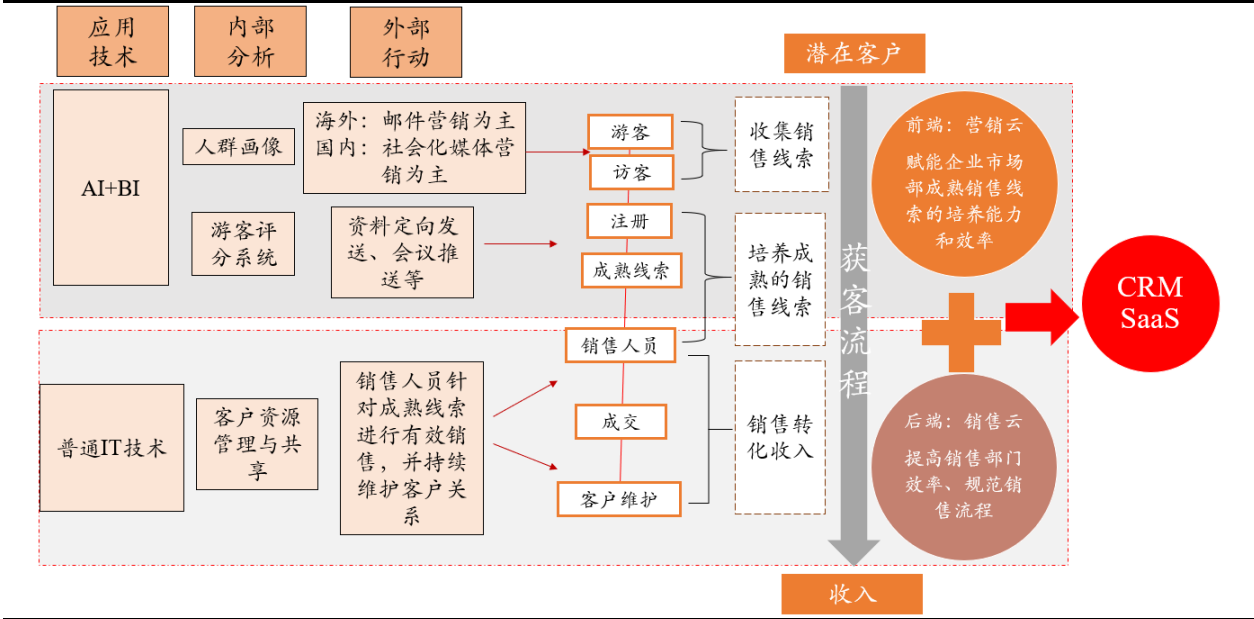
图表2. 营销云为企业获客痛点提供高相关性、个性化的营销服务

层次	简介
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；
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，到最后形成成熟销售线索、转化为销售收入；
技术壁垒	基于 SaaS 云平台，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；
解决的痛点	企业（特别是 B2B）高效获客需求

资料来源：公开资料整理、广证恒生

营销云利用 AI+大数据技术赋能企业获客能力。营销云服务在企业的获客流程的前端，解决企业成熟销售线索的培养能力和效率；通过大数据分析技术（BI）与 AI 等前沿技术结合，对企业获客过程中的潜在客户进行行为评分、人群画像，并通过“漏斗式”筛选直接提升公司获客能力与效率。营销云技术门槛较高，目前处于较为早期的发展阶段。

图表3. 营销云“漏斗式”获客流程



资料来源：公开资料整理，广证恒生

随着互联网时代进入下半场，流量红利进入尾声、爆炸性的用户增长放缓，企业开始重视对流量的精细化运营。消费者、媒介、品牌发生的变化已经重塑了营销环境，传统营销在策略、内容、投放、转化方面种种痛点逐渐浮现，与新环境难以适配。营销云对新环境具有深刻的洞察，重新梳理消费者、媒介、品牌关系，直面行业痛点，为企业提供崭新的营销解决方案。

图表4. 营销云是对传统营销的革命

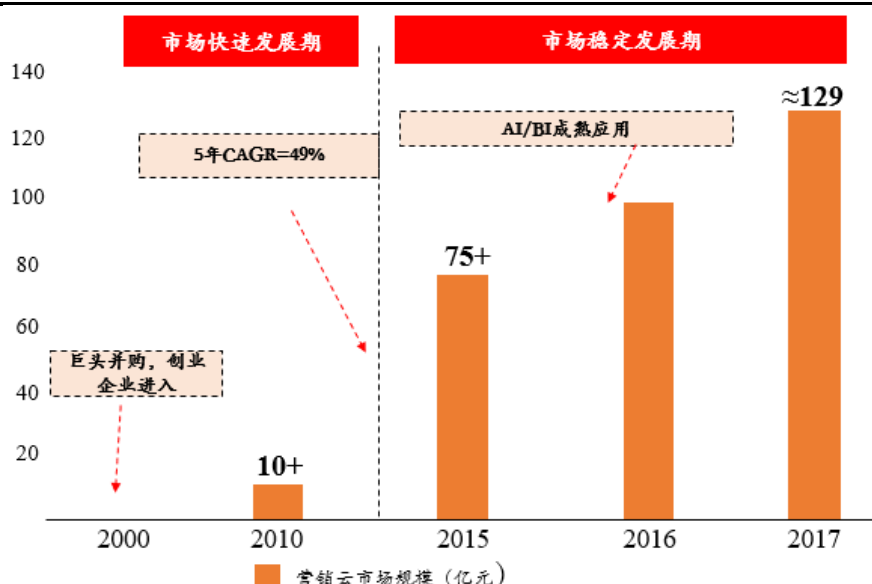
	传统营销	以营销云为代表新营销
数据连通	数据孤岛存在，数据分散	数据孤岛打破，数据集成分类，标签体系建立
数据提炼	浅层数据解读	深层数据再挖掘
投放	营销人员经验参考	海量数据挖掘，算法自动实现智能匹配
针对	消费者共性需求满足，粗放营销	针对每个独特消费者提供智能的营销方案
营销策略	流程性固定的营销过程	动态营销策略，可及时调整优
分发	单点、线性营销结构，青睐大流量平	全网域多触点多场景的立体式覆盖，深度洞察消

	台，忽视消费者所在场景，碎片化流量难以有效利用；成本高，触达广度、精度有限	费者行为轨迹，主动分发，实现信息找人，集约高效。
销售转化率	销售转化链条长，交易场景且与传播场景不同步，消费者转化效率低	营销信息分发的同时，完成销售入口分发，消费者可实时触发交易，提升销售转化效率
营+销一体化	营销与销售相互割裂，营销、销售主体互不干涉。信息难以互通互融，缺乏统一集成管理平台	营销与销售同平台管理，信息融合。 另外，全主体参与营销和销售，实现短路径、高频次触达消费者

资料来源：国家广告研究院《新营销白皮书》、广证恒生

目前全球营销云市场处于稳定发展期。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 2010-2015 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 年至今处于营销云稳定发展期，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稳步提升，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。

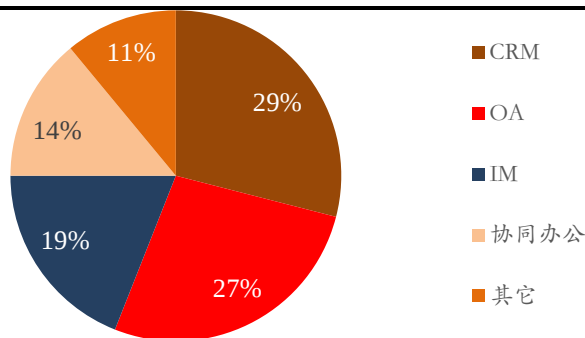
图表5. 全球营销云市场发展历程及市场规模变化



资料来源：Gartner、Datanyze，广证恒生

营销云为 CRM SaaS 的重要分支。Salesforce、SAP 和 HubSpot 等都将营销云作为 CRM 的模块之一，而 Adobe、Oracle 等将营销云放在客户体验 (CX) 这一更大的板块里面，从本质上看，CX 和 CRM 区别不大，其目的均是通过在整个获客流程中更好地管理客户关系，提升客户体验，因此我们认为可以把营销云看做 CRM 的重要分支。2017 年中国业务垂直型 SaaS 市场规模中 CRM SaaS 市场最大，约占通用型 SaaS 市场的 29%，发展最成熟。营销云作为 CRM 的重要一环未来发展潜力巨大。

图表6. 2018 年中国企业级通用 SaaS 中 CRM 占比最高



资料来源：前瞻产业研究院，广证恒生

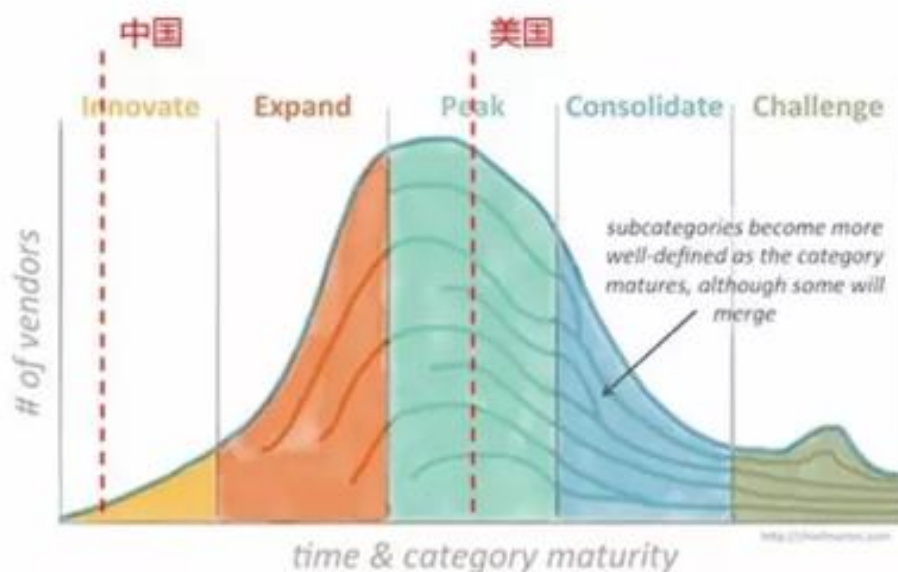
1.2 营销云发展历程

营销云属于营销科技的重要分支，其发展路径契合营销科技的发展历程。据美国知名营销科技网站 ChiefMartec.com 对营销科技类行业的划分，营销科技行业由诞生到成熟可以分为五个阶段：**第一阶段：萌芽阶段**。这一阶段行业出现提供不同解决方案的早期公司；**第二阶段：扩张阶段**。市场需求大量出现，需求旺盛；大量公司入场；VC 投资者开始关注；标签和细分行业逐步完善，新业务持续出现；**第三阶段：竞争阶段**。行业及子行业成熟；高价值并购出现；**第四阶段：整合阶段**。行业分类已经成熟；有大批公司离场，或被并购，或资金链断裂；仍然有新公司入场，但已不能撼动现有行业格局；部分子行业证伪，公司清场离开；市场分割明显，例如 SMB 和大企业市场，B2B 与 B2C 市场；**第五阶段：成熟阶段**。行业分类已经成熟；大量公司并购发生；巨头开始进入新的领域。

中国营销云市场化率远远落后于美国市场。目前美国市场正处于第三阶段，行业内公司分类已非常清晰，新公司增长数量将会放缓，将迎来行业内重新整合。对标中国市场，正好处在第一阶段萌芽阶段，但市场对营销自动化渴望已非常迫切。

中国的云计算行业在 2009 年左右发展起来，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 年随着营销云领域创业企业进入市场，才迎来国内营销云服务市场发展的元年，当前已进入市场起步期。我国营销云市场相对空白，处于增速发展期。

图表7. 营销科技行业发展历程



资料来源：ChiefMartec、亿欧智库，广证恒生

图表8. 海外营销云发展历程（美国为例）

时间	阶段	内容
2001-2005	萌芽期	市场进入云服务的启蒙阶段。通用领域云服务率先发展，云服务扩展重心聚焦到新模式的经济性和易用性上
2005-2010	快速扩张期	云计算不断完善。传统 IT 巨头相继进行云计算相关技术和产品研发，并开始推广相关业务。许多发展相对成熟的公司开始向企业提供整套营销解决方案
2010-至今	稳态竞争期	市场对营销云服务接受程度提升，企业用户对于数据安全性即担忧减缓。各领域参与方增多，部分领域出现同质化竞争。移动化、数据资产化等新趋势为行业带来新的机会

资料来源：公开资料整理、广证恒生

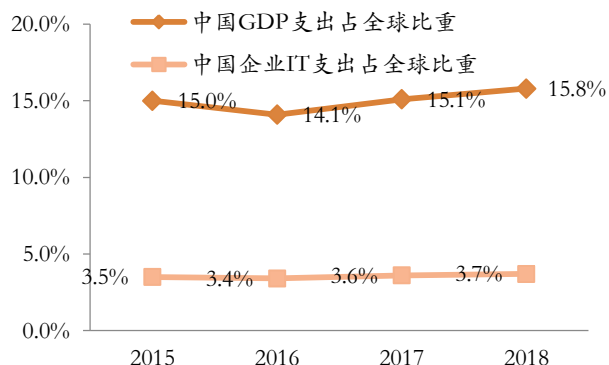
2. 营销云驱动因素分析

2.1 需求端：企业数字化需求、SaaS 成本优势将推动营销云快速发展

2.1.1 企业信息化数字化转型需求推动营销 SaaS 快速发展

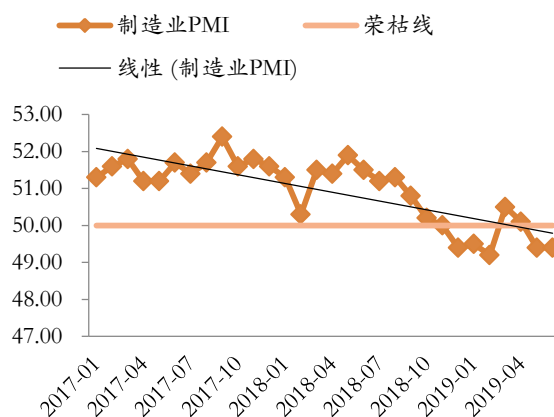
企业信息化、数字化转型需求迫切，带动国内企业级 SaaS 发展浪潮。国内企业信息化发展水平滞后，2018 年中国 GDP 占全球的比例达到 15.8%，IT 支出占比仅为 3.7%，企业信息化发展水平滞后。同时，国内制造业 PMI 呈线性下降，经济下行的压力持续增大，企业数字化转型的需求迫切。

图表9. 企业信息化投入远低于经济发展水平



资料来源：IMF、Gartner，广证恒生

图表10. PMI 持续下滑，经济下行压力增大



资料来源：国家统计局、广证恒生

信息化建设将持续推进，SaaS 相比传统软件的优势愈发凸显。首先，移动互联网时代企业追求随时随地办公，SaaS 产品相比传统软件能够提供更优秀的移动办公体验；其次大量存在信息化建设需求的中小企业难以负担传统软件的高昂费用，SaaS 订阅模式可有效降低成本；再次，激励的市场竞争促使粗放式增长转向精细化管理，SaaS 产品通过简化复杂流程，帮助企业提高效率。移动办公场景趋于多样化、降本增效需求日益迫切，让 SaaS 在新的市场环境下拥有了区别于传统软件的独特优势，SaaS 作为突破口将拉近中国与领先国家之间的差距。

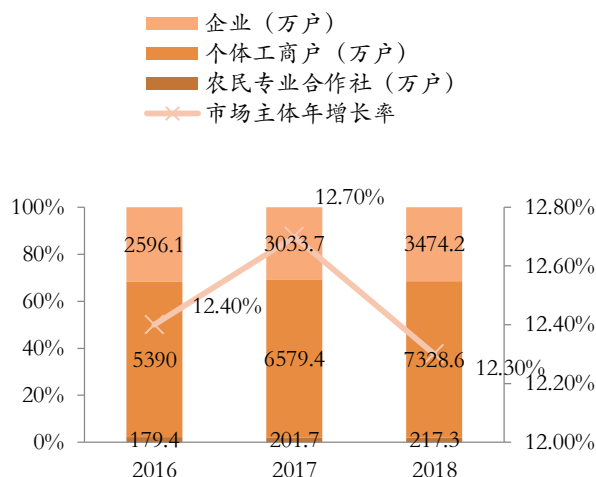
企业信息化数字化转型需求转化为国内 SaaS 内生增长动力。2018 年中国企业级 SaaS 市场规模为 243.5 亿元，同比增长 47.9%。预计继续保持高增长率，到 2021 年增长至 654.2 亿元，届时占全球市场的比例将达到 8.4%。与此同时，SaaS 潜在需求主体数量的稳步增长，也是 SaaS 市场规模扩大有利的基础。

图表11. 中国企业级 SaaS 成长性可期



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

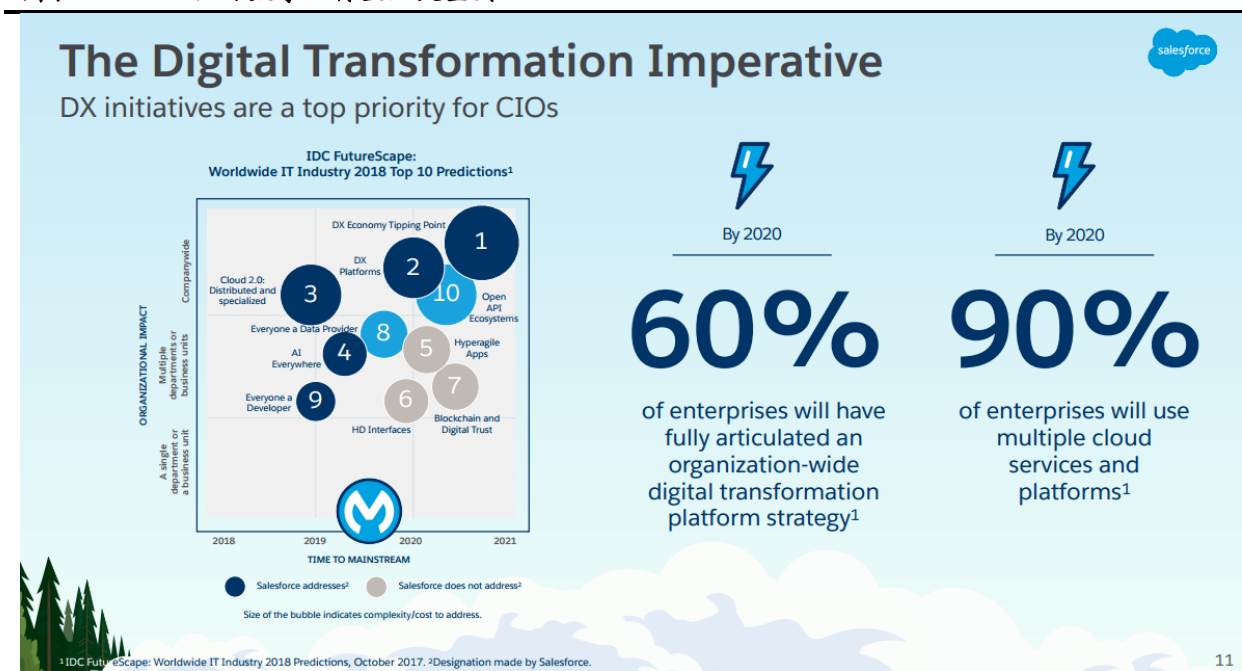
图表12. 国内 SaaS 需求主体稳步上升



资料来源：国家市场监督管理总局，广证恒生

美国市场同样重视企业数字化转型。据 IDC 对 2018 年全球 IT 产业 Top 10 的未来景观分析结果显示，数字化转型 (DX) 相关的 IT 产业位列前二，数字化转型势在必行。60% 的企业将全面阐明在组织范围内推行数字化转型平台战略，90% 的企业将使用多种云服务和平台。

图表13. IDC 认为数字化转型至关重要

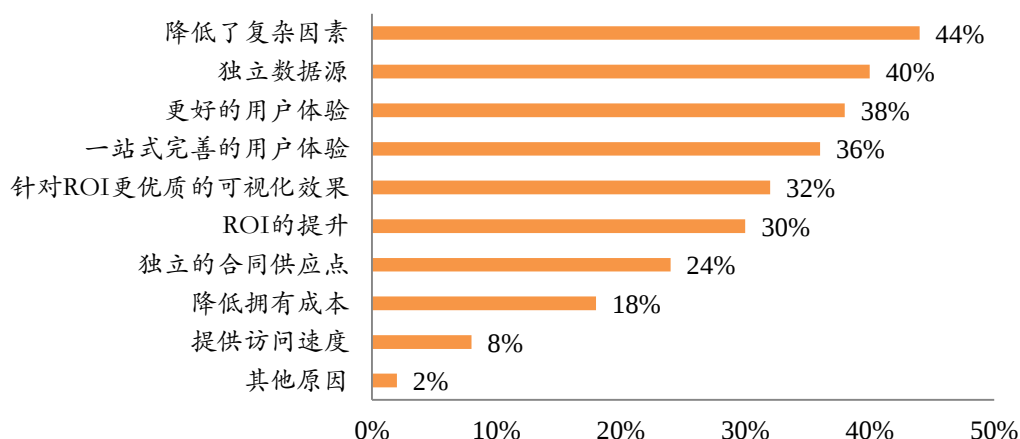


资料来源：IDC、Salesforce，广证恒生

营销云是企业数字化转型的最佳切入口。伴随着企业日益严峻的营收增长压力，营销云已经成为企业应对增长的重要手段。以购买流量支撑营收转化的时代已逐渐消逝，线上获客成本也不断增加。在中国短时间大量积累的数据，也为营销云的快速发展铺垫好基础。

营销云赋能广告主数据分析能力，为企业数字化转型打下基石。根据 ClickZ Intelligence 对营销云的调研结果，用户十分关注营销云在数据、ROI 提升上的赋能，同时，有 68% 的被调研者都表示“用户和数字化分析”是最核心的功能，能够作为衡量持续性和独特性数据重要程度的标准。虽然调研的基础数据与客户群可能来自全球的企业，但是可以看到众多企业在营销云的应用所看重的部分。营销云在数字分析的赋能让广告主从以往单一、昂贵、存在合规风险的个人可识别数据，向着大数据量、成本低、容易收集、合规的数字数据转型，帮助广告主获得了对于目标消费者更全面的洞察、更广的覆盖范围，更低的数据运营成本，提升效率，同时也是开展其他数字化转型业务的基础。

图表14. 营销云有效简化企业的整个营销过程

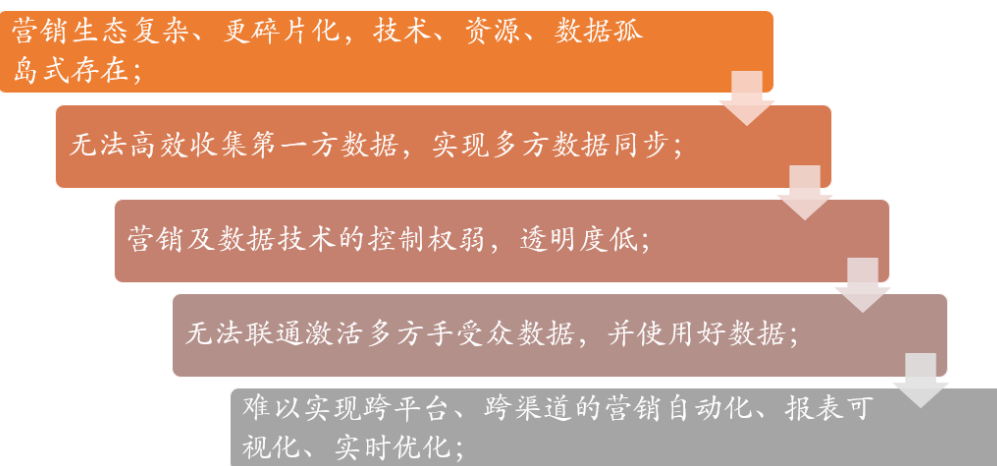


资料来源：ClickZ Intelligence，广证恒生

2.1.2 SaaS 模式提高中小型企业对营销云的需求

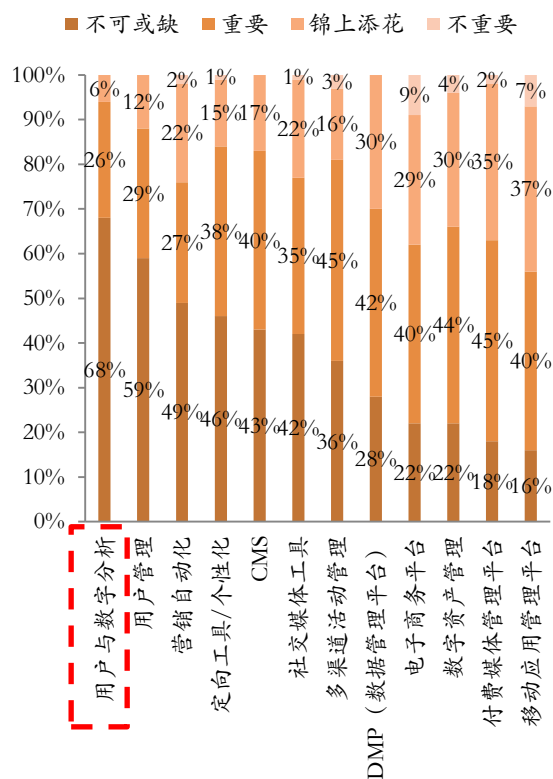
SaaS 模式能够为企业一站式整合性营销解决方案。新的营销技术有效客户传统广告随着营销技术的发展，从 ChiefMartec 公布的全球营销技术图谱，2016 年市场上存在的营销技术解决方案已达到 3874 个，但营销人几乎无法逐个进行人工对接。此外还会面临数据孤岛、收集低效、平台割裂等困境。SaaS 为分散的营销技术提供基于云端的环境，连接整个营销过程。在 SaaS 技术支撑，营销云可提供多维度营销策略服务。

图表15. 非云化营销工具面临的主要痛点



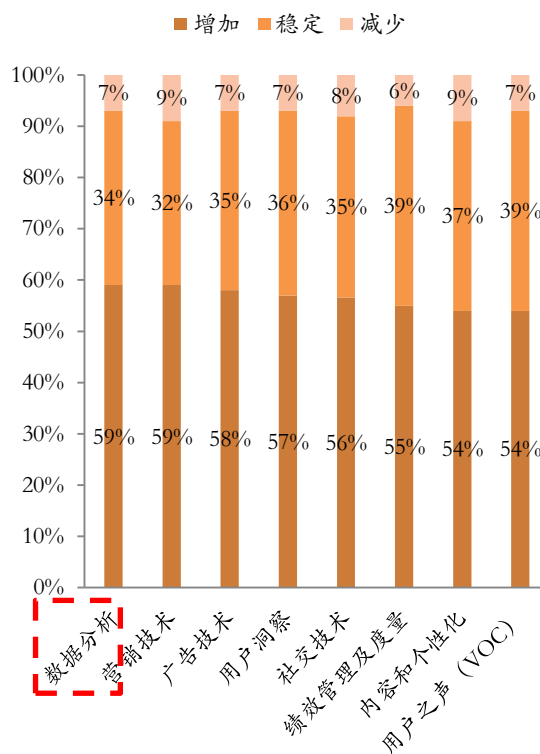
资料来源：ChiefMartec、广证恒生

图表16. 已使用营销云的用户认为“用户和数字分析”是最核心的功能



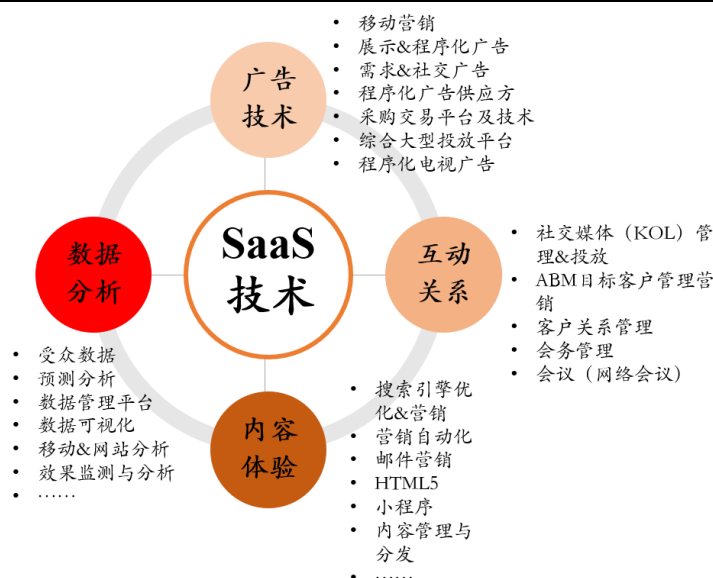
资料来源：ClickZ Intelligence，广证恒生

图表17. 18 年 93%的用户选择在“数据分析”功能上保持/增加支出



资料来源：Forrester，广证恒生

图表18. 营销云通过 SaaS 将分散的营销技术进行整合，提供一站式营销服务

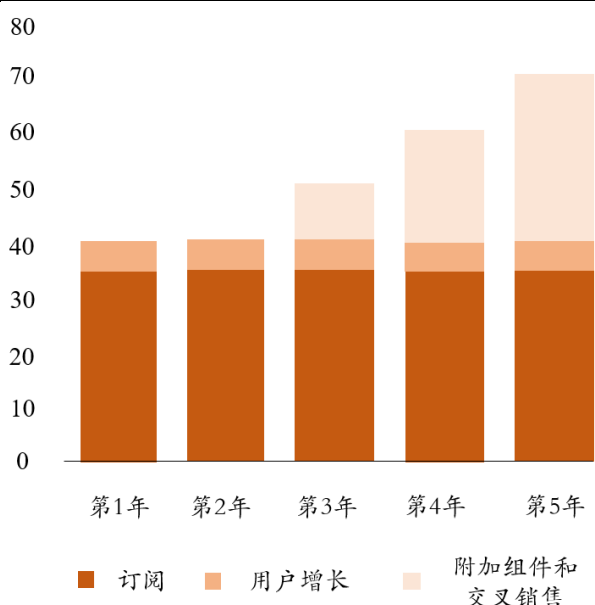


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

SaaS 的商业模式具有如下优点：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，从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。

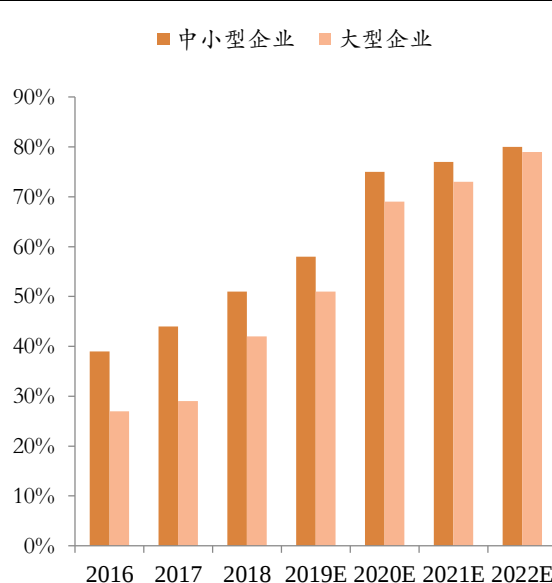
SaaS 模式有效降低企业营销工具实现成本，为营销云厂商创造黄金发展空间。SaaS 模式有效解决了传统交付模式的痛点，以订阅模式提供营销服务，降低了拥有成本，有效刺激中小企业对于营销服务的需求。根据 2018 年 Better Cloud 的调研和预测，使用 SaaS 软件使用比率超过 80%的企业中，中小企业占比为 51%，大企业占比 42%，到 2022 年这一比例将分别提高到 80%和 79%。随着营销云的不断深化发展，市场对于营销云的接受度提高，预计中小企业对于营销 SaaS 的需求将逐步攀升，长尾价值将得到深度释放。

图表19. SaaS 模式下提供稳定的现金流



资料来源：BCG，广证恒生

图表20. 中小企业天然倾向于 SaaS 模式



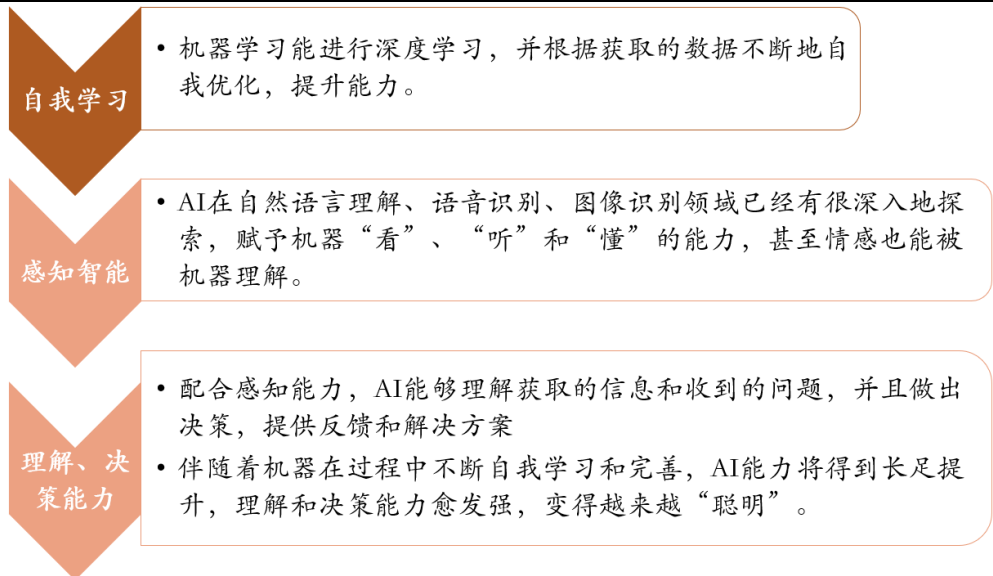
资料来源：Better Cloud，广证恒生

2.2 技术端：人工智能、大数据及区块链技术的推动营销云较快发展

2.3.1 人工智能处于快速增长阶段，为营销产业发展提供算法基础

人工智能是实现从模拟人类到超越人类的最底层技术支撑。人工智能具体是指研究如何利用计算去模拟、延伸和扩展人类智能，即通过计算机模仿人的某些思维过程和智能行为（如学习、推理、思考、规划等），其具体内容主要包括研究计算机实现智能的原理和制造类似于人脑智能的计算机，发展至今已经能够利用计算机等技术模拟人类的部分智能，某些方面超越人本身具有的能力。

图表21. 人工智能主要体现在自我学习、感知智能和理解、决策能力等方面



资料来源：百度《AI 营销白皮书》，广证恒生

营销云是少数 AI 技术能够成熟有效应用的领域，是“云+AI”时代高技术门槛产物。随着程序化广告购买的渗透和市场数据的持续积累，以及国内厂商对精准营销和营销自动化的积极接受，营销云市场发展潜力开始受到市场重视。AI 助力营销云将企业的所有营销方式进行有效整合，建立数据管理和营销自动化平台，将企业内外多种数据进行处理分析以不断提高营销效率。

图表22. AI 核心技术在营销云中能成熟应用

AI 在营销中的技术应用	具体
用户行为数据的深度挖掘	人群画像、需求洞察、知识图谱、行为预测
自然语言的解读应用	情感语义分析、社交内容探查、情绪实施感知、智能实时客服
语音图像视频的融合创意	VR、AR、图像识别、语音识别等，提供更生动的交互
营销效率的优化提升	程序化广告、智能预算分配、媒体优化组合、投放实时调整、个性化创意分发
万物互联的智能交互	智能家居、跨屏链接、设备交互、全程陪伴

资料来源：百度《AI 营销白皮书》，广证恒生

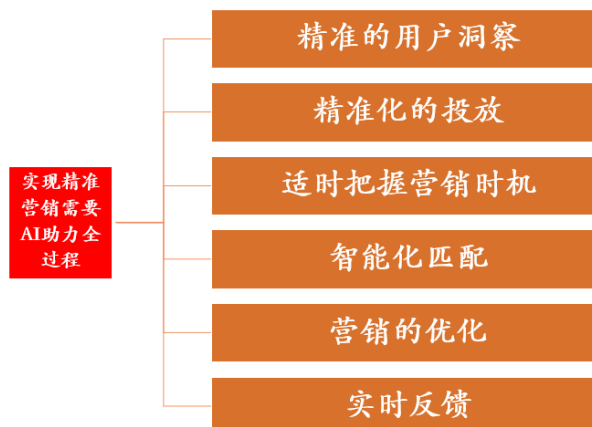
AI 机器学习技术赋能营销精准性，解决营销产业的发展痛点，转化为内生驱动力。随着营销产业的不断发展，传统的 Web 广告投放模式显示出了许多弊端。在用户时间碎片化的前提下，广告 ROI 效果不理想、投放精准度差效率低、目标用户不清晰等问题被不断放大，同时病毒式的投放方式以及单一的内容形式也必然会让用户产生审美疲劳，降低对广告的体验和兴趣。AI 针对上述问题，通过技术与营销环节相结合，带来的“有效销售线索寻找”、“用户画像”、“精准投放”等能力对营销云提升显著，提升营销精度和效率，智能化推动营销云快速发展。

图表23. 传统互联网广告投放痛点较多



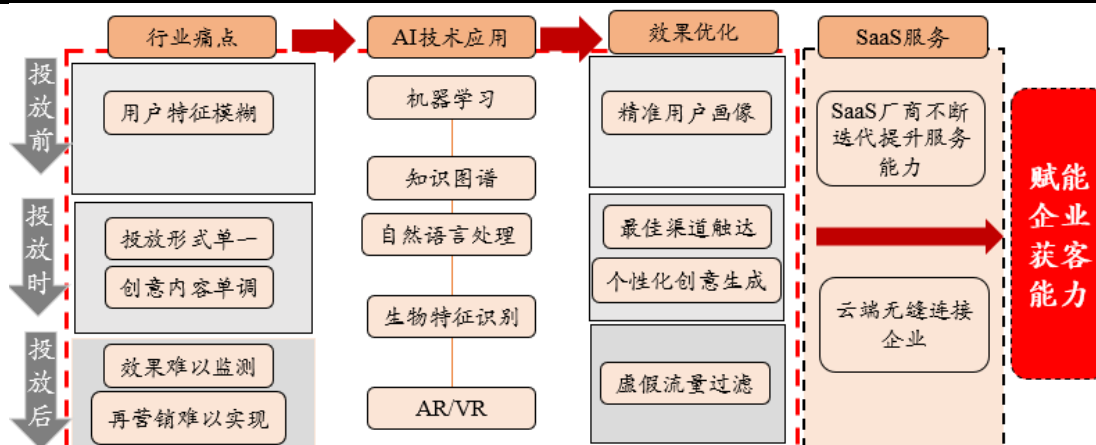
资料来源：百度《AI 营销白皮书》，广证恒生

图表24. AI 助力实现精准营销



资料来源：百度《AI 营销白皮书》，广证恒生

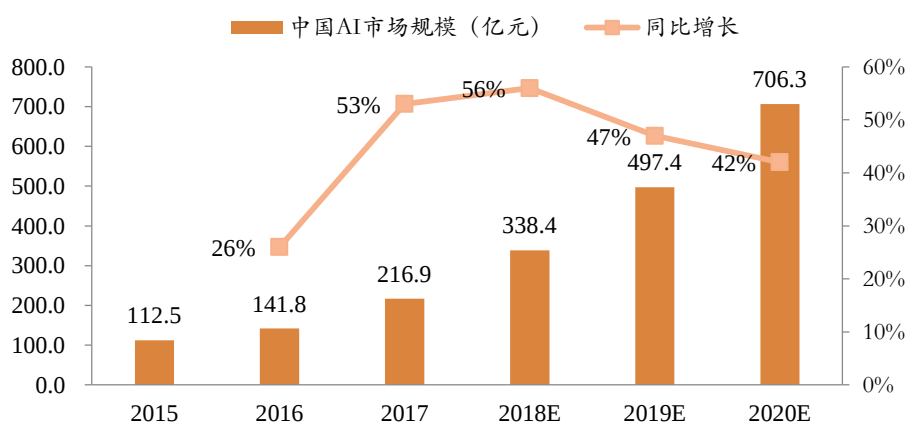
图表25. AI 解决营销产业发展痛点，推动营销云发展



资料来源：公开资料整理，广证恒生

人工智能爆发性增长，驱动营销云产业快速发展。2017 年国内人工智能市场规模同比增长 53%，未来几年人工智能将继续高速增长，人工智能在国内的快速渗透有助于快速提升营销云的功能性，提升企业的获客能力。

图表26. 预计 2015-2020 年我国 AI 市场规模 CAGR 为 35.82%



资料来源：中国产业信息网，广证恒生

2.3.3 大数据迅速发展，为营销云产业发展提供充足数据基础

大数据技术是驱动营销云发展的关键技术，是实现营销云互通融合的关键。在 AI 赋能营销的前提是具有充足的数据规模以及联通的数据资源，最关键的因素在于大数据技术。营销云的关键是借助大数据的力量，将 B 端和 C 端串联起来，整合企业数据资源，从而形成一套完整的营销生态系统。在技术和产品层面，无论中国还是外国的营销云，产品模块之间的融合打通和营销技术集成方面仍有缺失和闭合。

营销云发展的核心是营销数据。目前中国市场的数据共享、数据交易、数据打通都处在早期，这会是营销云发展的一个阻碍。因此大数据的高速发展将有效提升营销云的能力，加强营销云的功能性。

图表27. 大数据技术是实现 AI 赋能营销的关键技术

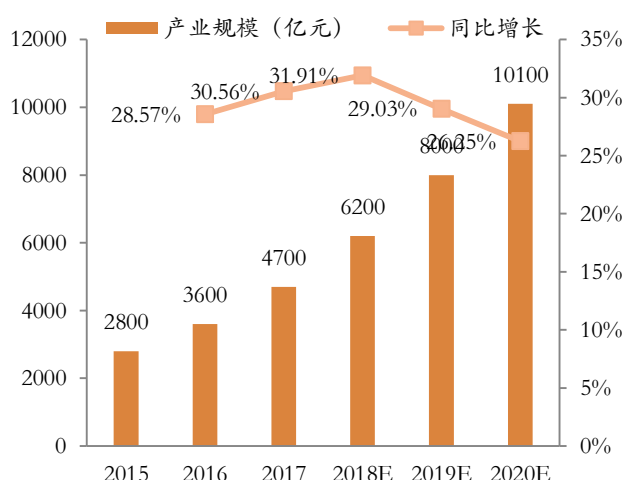


资料来源：百度，广证恒生

大数据市场蓬勃发展，为营销云利用 AI 学习实现智能营销提供充足的数据环境。大数据目前大数据市场迅速发展，2017 年，在政策、法规、技术、应用等多重因素的推动下，基本形成了跨部门数据共享共用的格局，大数据已经渗透到人们生活的方方面面，我国大数据产业的发展也进入爆发期；2018 年，达沃斯世界经济论坛等全球性重要会议都把“大数据”作为重要议题，进行讨论和展望。大数据发展浪潮席卷全球，全球各经济社会系统采集、处理、积累的数据增长迅猛，大数据全产业链市场规模逐步提升。

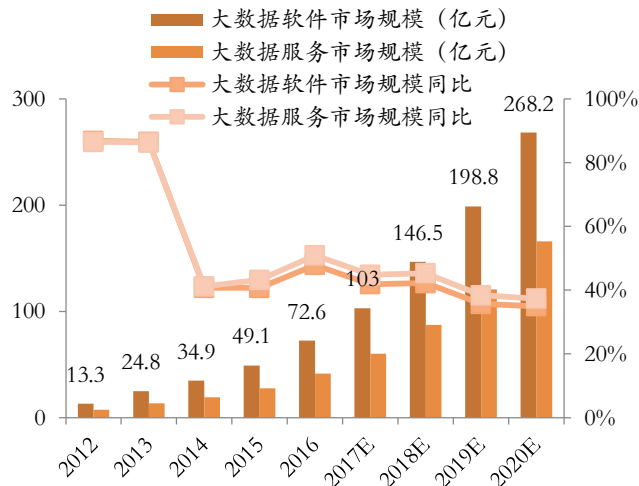
据中商产业研究院发布的《2018-2023 年中国大数据产业市场前景及投资机会研究报告》，数据显示，2017 年中国大数据产业规模达到 4700 亿元，同比增长 30%；其中，大数据硬件产业的产值为 234 亿元，同比增长 39%。随着大数据在各行业的融合应用不断深化，预计 2018 年中国大数据市场产值将突破 6000 亿元，达到 6200 亿元。而关于大数据软件和服务，艾瑞数据同样为其指出了光明的前景：预计到 2020 年，大数据软件市场规模将达到 268.2 亿元，CAGR 为 38.6%；大数据服务市场规模将达到 165.9 亿元，CAGR 为 41.4%。

图表28. 预计 2020 年国内大数据市场破万亿市值



资料来源：中商产业研究院，广证恒生

图表29. 大数据软件和服务市场发展空间广阔

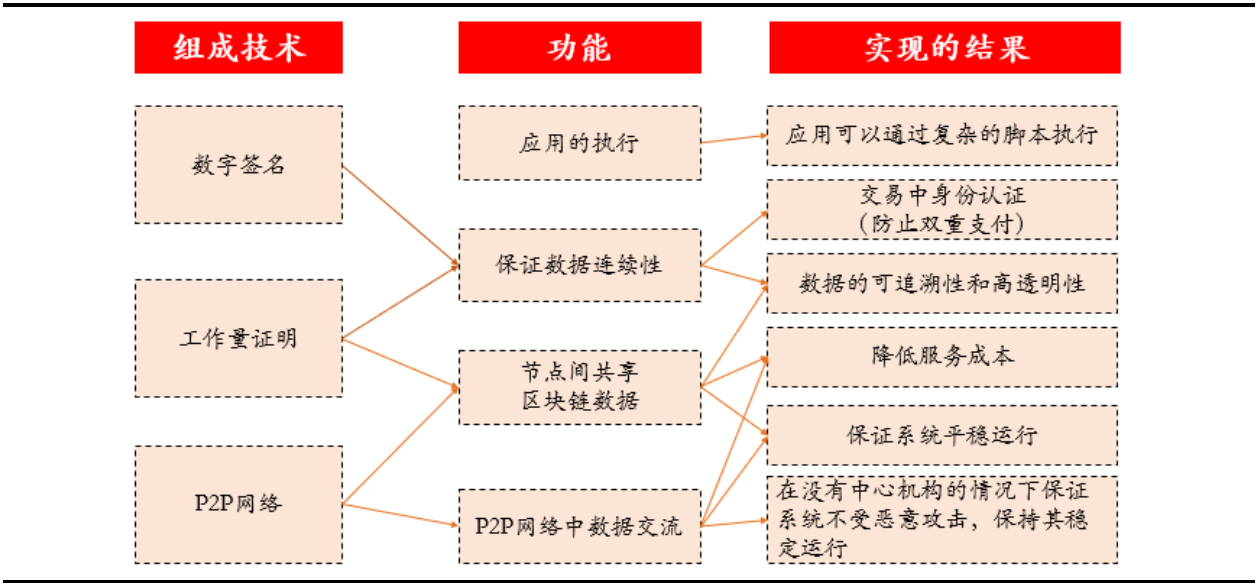


资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

2.3.2 区块链市场广阔，为营销云产业发展破击障碍

区块链是一种特殊的分布式数据库，由一个个相连的区块 (block) 组成。每个区块包含两个部分：区块头 (Head)：记录当前区块的元信息；区块体 (Body)：实际数据。首先，区块链的主要作用是储存信息。任何需要保存的信息，都可以写入区块链，也可以从里面读取，所以它是数据库。其次，任何人都可以架设服务器，加入区块链网络，成为一个节点。区块链的世界里面，没有中心节点(去中心化)，每个节点都是平等的，都保存着整个数据库。你可以向任何一个节点，写入/读取数据，因为所有节点最后都会同步，保证区块链一致。

图表30. 区块链底层技术



资料来源：中国报告网，广证恒生

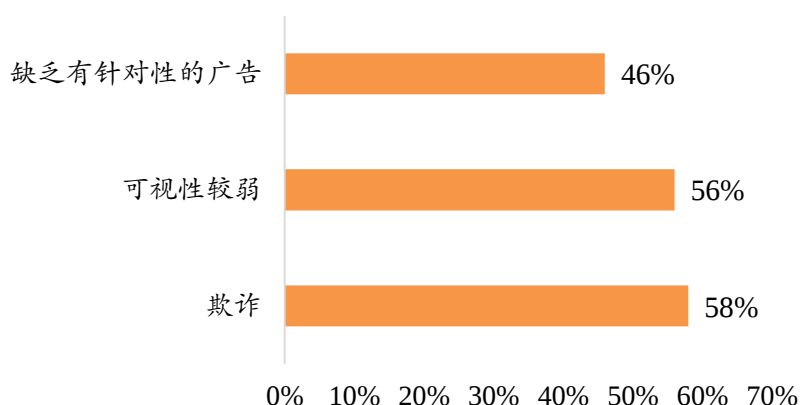
图表31. 区块链提供极高的可信数据和在其应用联盟内的跨企业的高度透明性。

优势	内容
解决共享经济中的互信问题，减少欺诈、增加信任	区块链技术的应用使篡改、增加、删除历史交易记录而不被发现变得非常困难。这样可以解决消费者和卖家之间的不信任问题，加速共享经济的发展，特别是用户之间的物理距离甚远的商业情景下
提高多方参与交易的效率和透明性	通过提高现有系统中的理应共享的数据的透明性，可以节省成本且提高效率。例如区块链技术能够使各个交易方共享所有的交易数据，简化交易清算结算的过程，完全避免由于数据错误引发的手工的校对、处理流程，缩短结案窗口。

资料来源：中国报告网，广证恒生

区块链技术打破信息孤岛和数据虚假问题，打破营销云的应用推广障碍。欺诈 (58%)，可视性 (56%) 和缺乏有针对性的广告 (46%) 是程序化广告最明显的障碍。区块链是基于去中心化的底层数据技术，拥有去中心化、信息不可修改、开放性、自治性等特点，可以有效保证广告投放的数据真实性，降低广告监测成本。目前区块链技术仍处于初步探索阶段，距离最终实用还有很长距离，但如果区块链正式开始在广告领域实现商业化应用，或将形成颠覆性影响力。

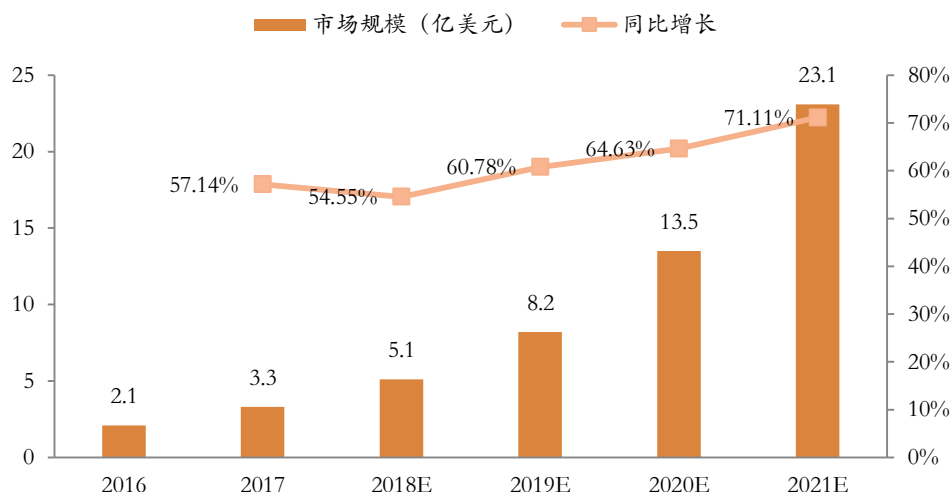
图表32. 区块链技术打破营销云在广告投放应用存在的障碍



资料来源：公开资料整理，广证恒生

据咨询机构 MarketsandMarkets 预测，2016 年全球区块链市场规模为 2.1 亿美元，2021 年市场规模将达到 23.1 亿美元，复合增长率 83.8%。

图表33. 预计 2016-2021 区块链市场规模 CAGR 为 83.8%



资料来源：MarketsandMarkets，广证恒生

2.4 政策端：AI 政策红利+产业互联网高速发展助力营销云腾飞

2.4.1 AI 处于发展的政策红利期，上升到国家战略高度，营销云从中收益

中国政府全面推动 AI 在营销等相关领域落地应用。近年来国务院、科技部、工信部和民政部等各大国家机关不断推出加快人工智能发展的有关政策，加快 AI 在重点领域落地情况。其中 2017 年国务院印发的《新一代人工智能发展规划》和 17、18 年政府工作报告中多次明确发展智能产业、加快人工智能深度应用。随着 AI 营销的发展和应用，用户数据和用户隐私的平衡问题将愈发受到重视，未来针对用户隐私保护和数据监管也会不断加强和精细化。

图表34. 中国 AI 技术落地相关主要政策

时间	政策名称	政策内容
2016.11	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	推动 AI 技术在各领域应用,鼓励各行业加强与人工智能融合
2017.03	2017 政府工作报告	“人工智能”首次被写入政府工作报告
2017.07	《新一代人工智能发展规划》	人工智能上升到国家战略层面,明确指出加快人工智能深度应用
2018.03	2018 政府工作报告	加强新一代 AI 研发应用;在多领域推进“互联网+”;发展智能产业,拓展智能生活

资料来源:公开资料整理,广证恒生

2.4.2 产业互联网渗透期带来营销云黄金发展期

我国产业互联网发展薄弱,企业 IT 渗透不足导致云产业发展落后。对标美国市场,全美云产业受益于传统 IT 产业转型,而国内企业 IT 滞后于 GDP 增长。企业 IT 渗透不足的原因是我国产业互联网(B 端)发展薄弱所致。

图表35. 我国产业互联网发展远落后于美国



资料来源:BCG《中国互联网经济白皮书 2.0》,广证恒生

消费互联网巨头共同转向 B 端服务,消费互联网助力产业互联网腾飞。消费互联网用户红利见顶、增速放缓,阿里、腾讯等巨头共同转向 B 端服务,B 端业务层高速增长态势,(插入云业务财务数据)。与此同时,BAT 齐调整组织架构。腾讯于 2018 年 9 月底宣布其史上第三次组织架构调整,成立云与智慧产业事业群(CSIG),CSIG 整合包括腾讯云、智慧零售、腾讯地图、安全产品等核心业务线,成为腾讯 2B 业务的统一出口。2018 年 11 月底,阿里巴巴集团 CEO 张勇第一次发布重大人事战略调整,张勇在公开信中写道:“要打造阿里商业操作系统,赋能商家,实现‘在数字经济时代,让天下没有难做的生意’的使命,我们就要面向未来,不断升级我们的组织设计和组织能力。”百度于 12 月也公布了公司组织架构调整。此次调整中,智能云事业部(ACU)被升级为智能云事业群组(ACG),同时承载 AI To B 和云业务的发展。BAT 全部完成了组织架构的调整和升级,同时在进军 2B 领域和加码云计算业务上不谋而合,消费互联网巨头转身 2B 探索产业互联网这一更为广阔的新“蓝海”。

图表36. 前端消费互联网为后端产业互联网发力储能，产业互联网将进入高速发展期



资料来源：BCG《中国互联网经济白皮书 2.0》，广证恒生

产业互联网高速成长期，营销云市场成长空间可观。产业互联网高速发展期，营销云的市场需求主要分为两类：

➢ 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。

营销云赋能 SaaS 等 2B 型企业解决获客痛点。SaaS 企业是最典型的 B2B 企业，市场营销费用是 SaaS 公司的主要成本，其对营销云服务需求巨大。2B 型企业客户决策流程较长、客单价较高、客户群体较小，广告传播不足以提升有效获客，营销云赋能营销环节价值突出。对于 SaaS 等 2B 企业，其客户依然为企业，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。

图表37. 销售&营销费用率是 SaaS 公司最主要的经营成本

(EXCLUDING COMPANIES <\$5MM IN 2016 GAAP REVENUE)

	All Respondents	Size of Company (2016 GAAP Revenue)					
		\$5MM - \$10MM	\$10MM - \$15MM	\$15MM - \$25MM	\$25MM - \$40MM	\$40MM - \$60MM	>\$60MM
Total Gross Margin	73%	73%	72%	76%	68%	73%	73%
Subscription	78%	76%	77%	79%	77%	78%	80%
Professional Services	27%	30%	40%	28%	20%	35%	18%
Operating Expense Margins:							
Sales & Marketing	35%	33%	37%	37%	29%	24%	43%
Research & Development	28%	29%	33%	29%	24%	21%	22%
General & Administrative	19%	22%	19%	19%	18%	16%	14%
EBITDA Margin	(14%)	(39%)	(23%)	(13%)	(6%)	(7%)	(8%)
YoY GAAP Revenue Growth Rate	33%	54%	46%	39%	24%	27%	26%
YoY Organic ARR Growth Rate	35%	57%	47%	32%	22%	27%	23%

资料来源：KeyBanc Capital Markets，广证恒生

➢ 产业互联网时期企业 IT 渗透提升带来的 2B 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。

图表38. 产业互联网腾飞下营销云更适合解决 2B 企业获客痛点

企业类型	客户群体	典型行业	客户特征	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、客单价低、客户面广	广告、数字营销
2B 企业	企业消费者（以及一些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	企业级营销云、营销自动化

资料来源：公开资料整理，广证恒生

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》，鼓励中小企业业务系统向云端迁移，指出到 2025 年，形成多家具有国际竞争力的工业互联网平台，培育百万企业上云。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进化到改变行业生态环境。

图表39. 国家产业互联网相关推动政策

时间	政策
2015	《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	《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》
2015	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》
2015	《促进大数据发展行动纲要》
2015	《云计算综合标准化体系建设指南》
2016	《国家信息化发展战略纲要》
2016	《国家信息化发展战略纲要》
2016	《国家信息化发展战略纲要》
2017	《云计算发展三年行动计划（2017-2019）》
2017	《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	《中国制造 2025》
2018	《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，广证恒生

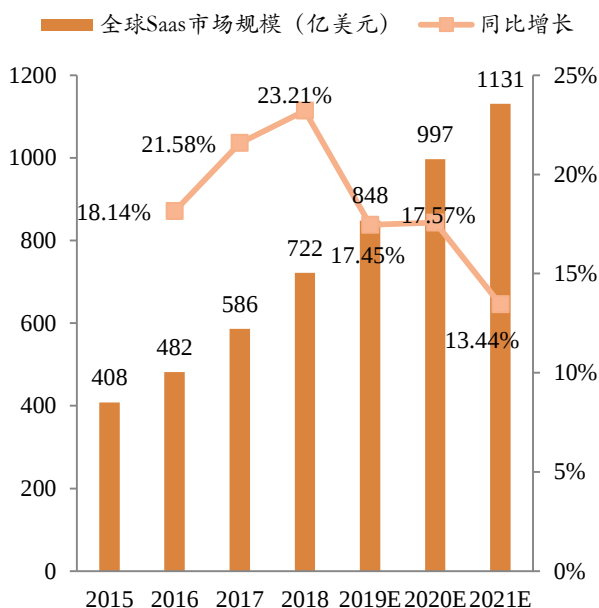
2.5 未来空间测算：预计 2021 年全球营销云市场规模有望突破 300 亿美元，国内有望 2023 年突破百亿市场

2.5.1 全球空间测算：预计 2021 年达到 249.97-379.9 亿美元市值

SaaS、CRM、营销自动化等良好前景奠定全球营销云渗透基础。全球 SaaS 及 CRM 市场规模快速发展。根据 Gartner 数据，2017 年全球 SaaS 服务市场高达 586 亿美元，预计 2019-2021 年全球 SaaS 服务营收增速将维持 15%-20% 左右的平稳增速，全球 SaaS 市场已进入平稳发展的成熟状态。而 2017 年全球 CRM 软件收入 395 亿美元，一举跃升为规模最大、增速最快的软件市场，其增长推动力最大源于营销端的快速发展。

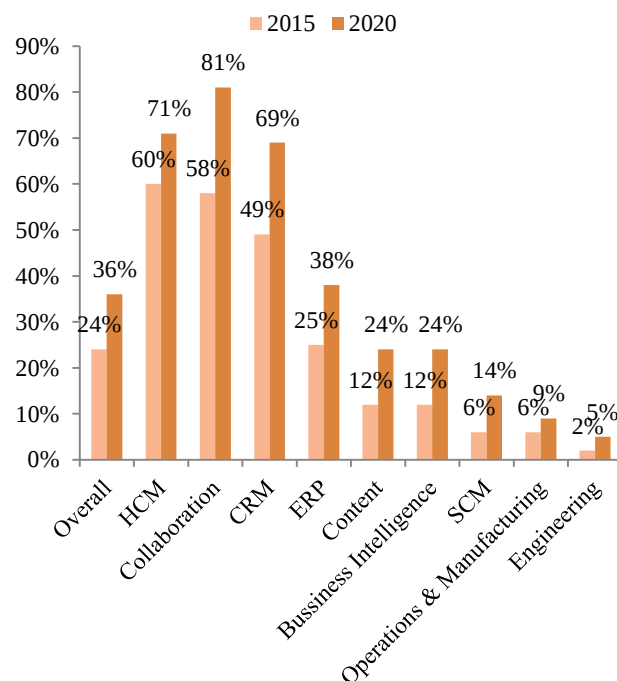
根据 IDC 的预测，CRM 的 SaaS 渗透率将得到进一步提升，预计 2020 年 CRM 的 SaaS 渗透率达到 69%。企业用户的 SaaS 服务认可度提升以及 CRM 的景气发展奠定营销云服务的渗透基础。

图表40. 预计 2021 年全球 SaaS 可达 1131 亿美元



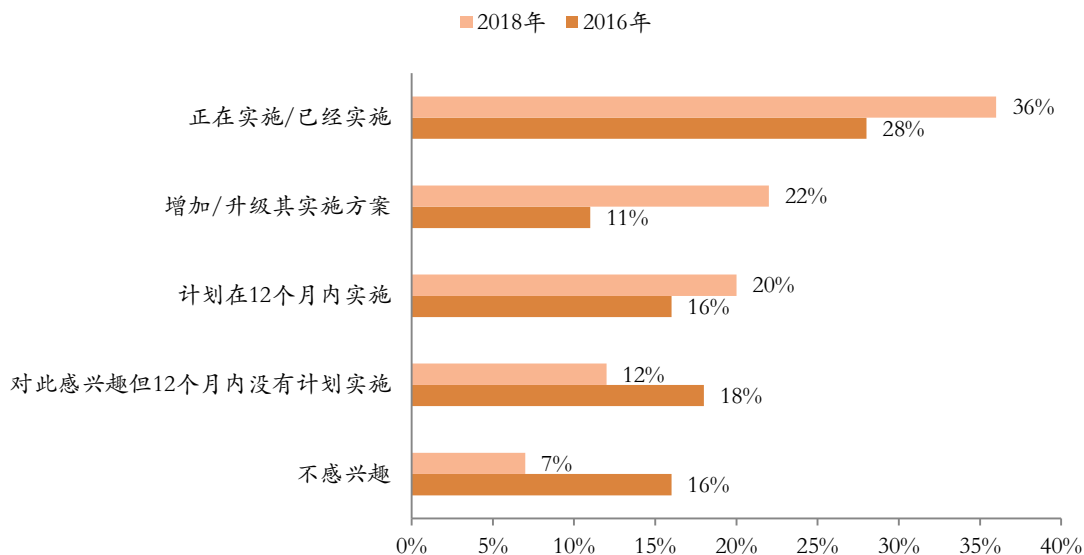
资料来源：Gartner、Wind，广证恒生

图表41. 预计 2020 年 CRM 的 SaaS 渗透率达到 69%



资料来源：Gartner、Salesforce，广证恒生

图表42. 2018 年 B2B 营销自动化市场渗透率为 58%，已达到爆发增长的奇点



资料来源：Forrester，广证恒生

我们认为全球营销云市场仍有巨大发展空间。相对于 2C 客户，营销云对 2B 客户获客能力的赋能价值更高，全球 SaaS 行业的快速发展以及全球数字化转型下将带动营销云进一步需求释放。由于营销云的技术限制导致渗透率低于预期，随着核心技术 AI、BI 的快速发展，营销云在未来有加大发展空间。

图表43. Adobe 认为 2021 年全球营销云可及空间约为 376 亿美元



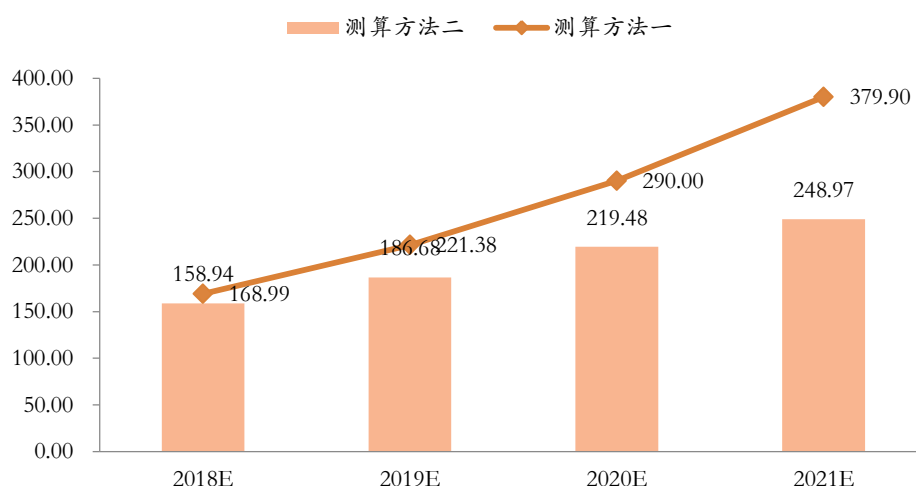
资料来源：Adobe 官网，广证恒生

我们从两个角度测算营销云的空间:1)基于 2015-2017 年营销云的年复合增长率; 2)基于目前营销云在 SaaS 中的渗透率。

测算方法一：根据营销云年均复合增长率测算。根据 Datanyze 及 Gartner 数据测算，2017 年全球营销云市场规模约为 129 亿美元，2015-2017 年稳定发展期营销云市场规模 CAGR 为 31%。考虑到全球企业信息化数字化转型势在必行的背景以及中国等亚太地区营销云巨大发展空间所带来的后续推动力，预计营销云在未来几年内继续所处的市场稳定发展期。假设未来保持这一增长率不变的情况下，预计 2021 年全球营销云市场规模约为 379.9 亿美元，与 Adobe 预测的 2021 营销云 TAM 为 376 亿美元类似。

测算方法二：根据营销云在 SaaS 中渗透率测算。根据 Gartner 对 2017 年 SaaS 及营销云市场规模的测算，目前营销云在 SaaS 中的渗透率为 22.01%，考虑到目前全球营销市场处于稳定发展期，假设保持这一渗透率不变，预计 2021 年全球营销云市场规模可达 248.97 亿美元。年均复合增长率为 14.06%。

图表44. 预计 2021 年全球营销云市场规模可达 249.97-379.9 亿美元

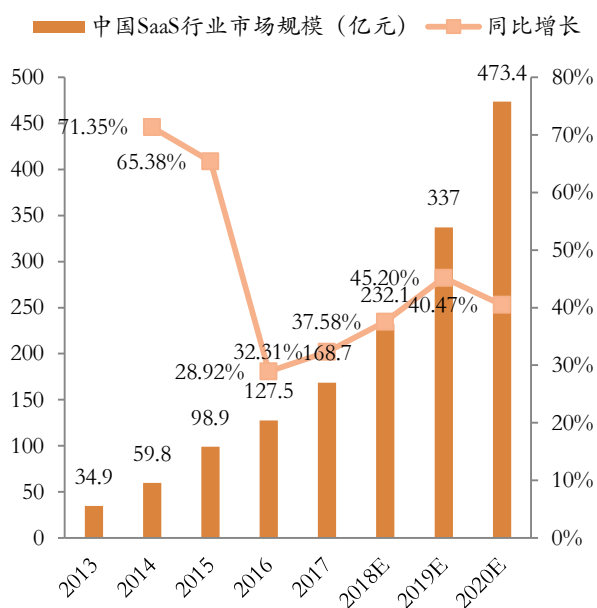


资料来源：Gartner、Datanyze，广证恒生测算

2.5.1 国内空间测算：百亿市场代耕，预计 2023 年我国营销云市场突破百亿大关

需求、技术、政策多维度共同助力，推动我国营销云走向百亿领域。根据中国产业信息网，2017 年我国 SaaS 行业市场规模为 168.7 亿元，同比增长 37.58%。根据 T 研究调研结果预计，我国 CRM 市场规模 2017 年后我国 CRM 将维持约 40%的增速。

图表45. 预计 2020 年中国 SaaS 可达 473.4 亿元



资料来源：中国产业信息网，广证恒生

我们认为将随着产业互联网升级、信息化转型的推动以及相关技术的爆发增长，将推动营销云在 CRM 中的渗透率在五年内（从 17 年算起）逐渐达到国际平均水平。

测算方法：从营销云在 CRM 中的渗透率测算：由于目前市场上缺乏对中国营销云市场规模的公开统计数据，我们根据营销云在 CRM 中的渗透率粗略测算未来营销云的市场规模。

根据 Gartner 在 2017 年对 CRM 市场规模统计，全球 CRM 市场规模为 395 亿美元，占全球 SaaS 的 67.41%。全球营销云市场规模约为 129 亿美元，占 CRM 的 32.66%。而根据前瞻产业研究院统计结果，2017 年我国通用性 SaaS 市场中 CRM SaaS 市场最大，约占 SaaS 的 29%。根据 T 研究对我国 CRM 的预计，2017 年后 CRM 年均复合增长率将达到 40%。假设 2023 年我国营销云在 CRM 中的渗透率达到 2017 年全球平均水平，2023 年我国 CRM 市场规模将达到 368.37 亿，对应营销云市场规模为 120.31 亿元。

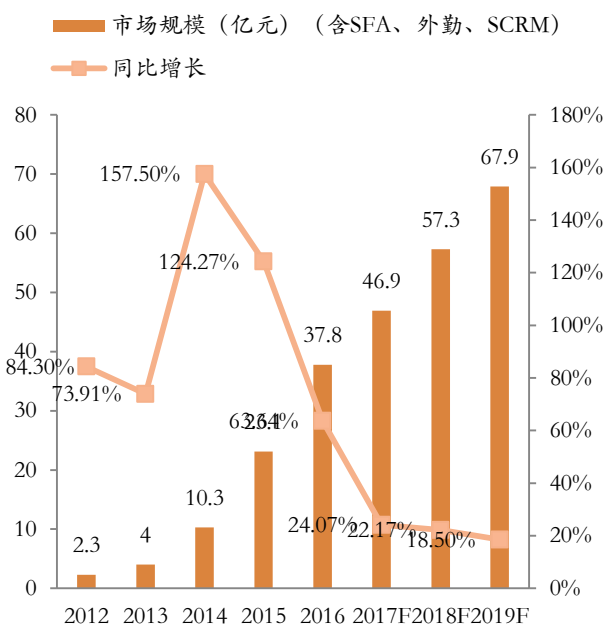
假设营销云在 CRM 中渗透率国际平均水平为 32.66%的原因在于，考虑到目前以美国为注的全球营销技术市场处于稳态竞争阶段的情况下，我们认为短期内这一比例将保持较小的波动。而中国等亚太地区的营销技术处于新兴状态，营销云渗透率将在短期内维持在这一比例附近波动。

图表47. 从营销云在 CRM 中的渗透率测算我国营销云市场空间规模

	2017	2018-2022	2023E
SaaS 市场规模 (亿元)	168.7	假设 CAGR	40%
CRM 占比	29%	假设营销云在 CRM 中渗透率	32.66%
CRM (亿元)	48.923	CRM (亿元)	368.37
营销云 (亿元)	-	营销云 (亿元)	120.31

资料来源：T 研究、前瞻产业研究院、中国产业信息网、Gartner，广证恒生测算

图表46. 预计 2019 年国内 CRM 规模为 67.9 亿元



资料来源：易观分析，广证恒生

3. 营销云市场巨头主导，产业互联网时代下国内中小企业有望突围

3.1 全球市场：群雄割据，格局明朗

营销云在国外市场已经具“群雄割据”局面。除了 Adobe、Oracle、IBM、SAP、Salesforce 等传统企业应用巨头，Marketo、Hubspot 等专业营销技术公司也纷纷逐鹿营销云市场。各家凭借不同的产品定位、各有擅长的技术优势和历史积累，分别形成了自己独特的竞争优势。目前海外营销云市场上表现较为活跃的公司可分为三类：

第一类是巨头公司，他们通过持续并购进入营销领域，业务线深度密度均领先同行，通过并购活动铸就高壁垒。这类公司一般都是 IT 巨头，如 Adobe (Neolane、Marketo)、IBM、甲骨文 (Eloqua、Responsys)、Salesforce (Pardot、ExactTarget) 等。这些公司活跃在高端市场，目标客群大部分是大型企业。

第二类是在细分领域下自发成长的独角兽们，这些企业更多是从点解决档案逐步从成长起来，典型的如 HubSpot、Marketo (被 Adobe 收购) 等。这类公司的特点是从细分领域内做起，弊端在于难以跨越到其他领域，业务平台简单。需要面对的客户群体，前期获客成本和后期客户留存成本高。HubSpot 面向的更多是 SMB 领域，Marketo 面向的是 B2B 企业。据 Technology Advice 统计，截止 2017 年 7 月，Marketo 服务着美国市场上 6.17% 的公司。这一层次的公司的营销自动化产品体系直接回应中小企业对于营销 ROI 和衡量的要求，在市场中形成了自己的差异化优势。

第三类是数量最多的点解决方案公司。这些公司分散覆盖在多个领域，成立时间短，基本面向中小型企业客户，如 Infusion Soft 等。

图表48. 海外营销云市场主要参与者

分类	参与者	目标客户群	特点	业务发展方法
传统巨头	IBM、Oracle、Salesforce、Adobe 等	目标客户均为大型企业	业务线深，业务链完整	并购
独角兽	HubSpot、Marketo(被 Adobe 收购) 等	传统的目标客户群体较广、各有侧重	业务集中于细分领域	从点解决方案逐渐成长
其他	Infusion Soft 等 (多为小型公司，提供点解决方案)	目标客户多为中小企业	年轻公司，覆盖领域广	从点解决方案逐渐成长

资料来源：公司公告，广证恒生

3.1.1 全球营销云市场行业集中度进一步提升，Adobe 为行业龙头

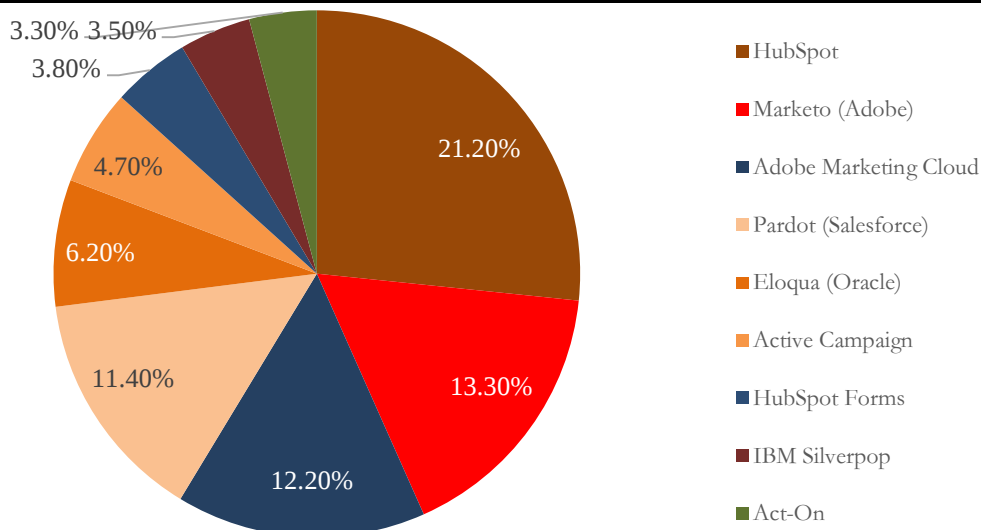
CR4 营销云公司占据 58.1% 的企业客户，行业集中度加深。巨头参与者 IBM、Oracle、Salesforce、Adobe 在 2010 年以来通过在营销云技术及内容营销方向的大量收购，成为营销云市场的龙头。2017 年 TOP8 的营销云公司占据 72.1% 的企业客户，其他企业市场分额不足 30%，而根据 Datanyze 统计，2017 年营销云市场 CR4 已达到 58.1%。行业集中度提升的趋势越发明显。

- **Adobe 营销云**：在创意和品牌内容管理领域具有领先的优势。其产品体系专注于品牌营销、多渠道媒体购买、客户体验优化和受众管理等；目前是一个综合实力比较全面的营销云企业。
- **HubSpot**：更专注于 SMB 市场，占据中小领域 49% 的市场份额。其营销自动化产品体系直接回应中小企业对于营销 ROI 和衡量的诉求，形成了自己的差异化优势。
- **Salesforce 营销云**：Salesforce 的差异化优势是 CRM 平台。其通过创建“基础架构即服务”的形式，使企业能够让销售、市场营销和支持团队协同工作，并可查看更宽泛的重要销售和客户数据，从而集中精力赢得新客户、更好地服务现有客户；另外，Salesforce 的 AI 新产品 Einstein 也已问世，Salesforce 欲将 AI 部署在自己营销云平台的各个方面、且开放 AI 应用接口，从而让自己的

系统更加智能化，吸引更多客户。

- **IBM 营销云：**其核心在于 Universal Behavior Exchange (UBX)，即统一用户行为数据交互引擎。其它营销云可能需要把不同来源的数据抽取到一个数据库中，才能进行相应的分析、处理及应用；而 IBM 营销云可以把用户 ID 与实时用户行为统一起来，再通过 UBX 与外部营销渠道、内部营销渠道、用户数据库和实时数据分析等之间“一键连接”，实现跨渠道的统一用户体验管理。
- **Oracle 营销云：**更加专注于以数据为核心的客户数据管理和客户体验优化；能最大化第一方数据的应用；在数据的精细化应用方面实现深耕，数据应用通常贯穿了整个产品堆栈。

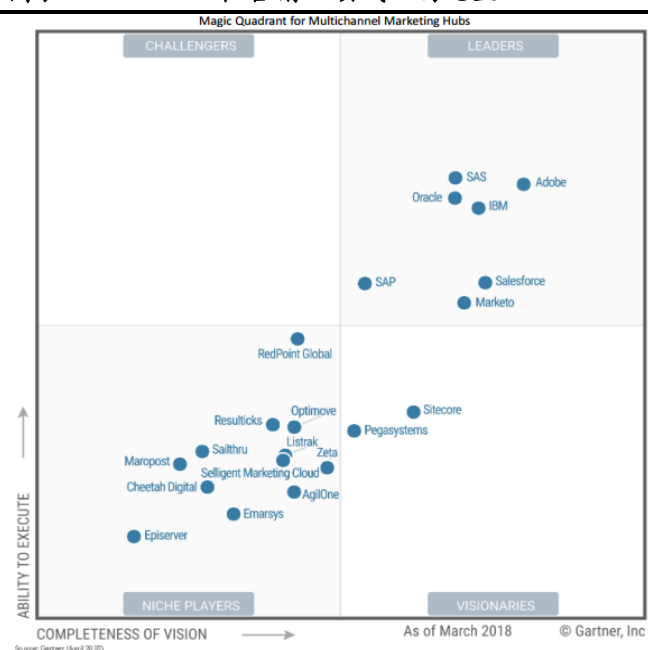
图表49. 2017 年营销领域 CR4 市场规模达 58.1%



资料来源：Datanyze，广证恒生

Adobe 为营销云行业绝对领导者。根据 Forrester 发布的“企业营销软件套件”Wave 图，2018Q1 企业营销软件套件市场第一梯队“领导者”的企业有 Adobe 和 Salesforce；进入第二梯队企业“表现强劲者”的是 IBM、Oracle、SAP 和 SAS；Marketo 凭借在营销自动化的出色表现位列第三梯队“有力竞争者”。根据 2018 年 Gartner 发布的魔力象限，Adobe 仍被分类为营销云领域的领导者地位。随着 2018 年 Adobe 收购 Marketo 覆盖 2B 端竞争力后，Adobe 整体市场份额将提升到 32%。

图表50. Adobe 在营销云领域一骑绝尘



资料来源：Gartner，广证恒生

图表51. 2018Q1 EMSS 领域第一梯队为 Adobe 等



资料来源：Forrester，广证恒生

3.1.2 高端领域竞争落到平台化及生态化，中高端领域向上拓展，中小厂商覆盖 SMB 领域长尾需求

对目前全球市场营销云企业参与的细分市场进行划分，可分为高端市场、中高端市场和 SMB 市场。其中高端市场下巨头争夺平台化和生态化，中高端市场逐步向高端市场拓展，争夺入口价值；中低端市场长尾需求广阔，精细化管理的中小企业共同争夺 SMB 市场份额。

图表52. 细分市场及各个市场竞争方向



资料来源：Gartner，广证恒生

3.2 国内市场：营销云处于萌芽期，市场格局不明朗，中小厂商以精细化业务切入市场

中国营销云市场发展还处在发展早期，创业型企业和数字营销转型企业占主体，精细化业务单点切入是多数企业的共同选择。目前国内营销云领域的竞争参与者可分为：

- **国外营销云巨头的国内的分公司：**Salesforce、HubSpot、Adobe 等海外营销云领先企业都在中国设有分公司。但国内互联网环境习惯与海外有较大不同，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、咨询领域的巨头手中（如BATJ、字节跳动），海外营销云巨头进入难免水土不服。2018 年 Adobe 营销云携手微软中国进入中国市场。
- **以 BAT 为首的传统 IT 巨头：**凭借技术、强大的内部数据、独特的媒体资源的天然优势，BAT 将旗下公司或者产品的用户偏好数据，采用数据云模式进行数据部署和数据打通，将其流量垄断下的数据价值再次提高，发力营销云市场。目前主要布局在 2C 端。
- **数据监测和分析机构转型：**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。其中，Chinapex 创略、商助科技是较为有代表性的。
- **快速发展的创业型营销技术公司：**这类公司技术基因较强，模式较为新颖；且营销云服务更为灵活、极具开拓性。以果时信息、火眼云等为代表。

图表53. 国内新三板及一级市场营销云领域的参与者主要以精细化业务为主

公司名称	企业背景	融资现状	融资金额	性质	解决方案
赛诺贝斯	数字营销转型、拓展营销云	——	——	营销自动化 SaaS	创意引流、O&O 数字会议、微信营销、营销自动化、大数据营销、云计算基础服务
有米云	数字营销转型、拓展营销云	——	——	营销自动化 SaaS	App Growing、米汇等
果时信息	营销云领域创业	——	——	社交媒体营销	数字营销咨询、营销管理软件、数字化整合营销、社会化媒体整合营销、定制化场景营销、定制化 H5 营销
商助科技	数据监测和分析机构转型营销云	A 轮	3000 万	大数据营销	电商分析、网络营销分析、App 数据分析、广告效果监测、网页数据分析、小程序数据分析
菱歌科技	营销云领域创业	天使轮	1200 万	AI 零售营销	语义分析，图像识别，实时监测，消费者洞悉
Convert lab	营销云领域创业	A 轮	数千万	营销云	营销自动化、SCRM、客户数据管理、企业微信
易数宝	数字营销转型、拓展营销云	Pre-A	数百万	AI 数字营销自动化	全渠道数据采集、精准投放、智能营销、去人工化服务
悟空数据	营销云领域创业	天使轮	——	CRM	客户关系管理、项目管理、HR 管理、进销存管理、财务管理
火眼云	营销云领域创业	天使轮	300 万	ABM 自动化营销	营销云、销售云、电销云、增值服务
天壤智能	营销云领域创业	A 轮	1.8 亿	AI 营销	商业智能化运营、企业数字化服务、交通治理、公共安全、AI 围棋
致趣百川	营销云领域创业	A 轮	——	SCRM 营销自动化	社交营销、全员营销、会议营销、新零售营销
网娱互动	数字营销转型、拓展营销云	——	——	自动化网络营销	数据洞察分析、数据优化管理、数据营销应用
恒益股份	数据监测和分析机构转型营销云	——	——	数字营销	流量交易
Chinapex 创略	数据监测和分析机构转型营销云	——	——	CDP（客户数据平台）	营销&个性化、客户分析、客户体验优化
烽火台	营销云创业	Pre-A	数千万元	营销自动化	微信管理、跨渠道营销自动化、集客营销顾问

资料来源：IT 桔子、公开资料整理，广证恒生

3.3 对比海外市场，中国营销云市场潜力和上升空间巨大

相比国外已日趋成熟的营销云市场，起步较晚的中国营销云有很大的市场潜力和上升空间。具体原因在于：

- **中国独特的媒体环境和奇异的互联网环境，国产营销云可能天然具有更好的适配性。**出于文化、政策、环境、技术等多方面因素，海外营销云企业在中国市场难以推行，给予了国产营销云企业发展的巨大空间；相比于海外营销云巨头面临水土不服的问题，本土互联网特殊环境与本土企业的发展相互契合，有利于为国内营销云需求方提供更优质的服务能力，例如微信营销。
- **消费互联网红利已过，B 端市场需求尚未完全激活。**从海外例子可以看到，海外营销云巨头集中为 2B 营销云，即便是 Adobe 亦在 2018 一年间相继收购 Magento 和 Marketo 两家 2B 企业，拓展 2B 市场。目前产业互联网方兴未艾，2B 市场存在巨大切入空间，我国企业级营销云市场蓝海启航。

图表54. 海外营销云巨头在中国市场水土不服

海外营销云企业在国内布局的难点	具体
缺乏本土云计算基础设施	海外的核心产品所使用的基于云端的基础设施，在国内存在延迟问题，所以对于快速反应的营销应用（如优化、监测、DMP 等）并不适用
非常昂贵的软件许可模式在国内接受程度低	硬性的全球软件许可模式通常需要高达 10 万美金的年费，且不包括缓慢且昂贵的第三方系统集成商的安装成本
缺乏与本土生态体系的连接	在国内市场建立本土的生态体系及枢纽存在困难，因为缺乏本地资源、无法兼容的云基础设施、以及不同的商业条款
平台及技术无法实现互通	因为技术非互通性，全球型的平台技术简介到国内的媒体资源、数据及其他工具并非易事。许多企业级全球技术公司若想进入中国，必须重新搭建整套技术体系
缺乏对国内市场的了解及本土化战略	在已经对其通用产品及研发投入很多资源后，想要改变并为了一个新的市场去适应不同的战略是非常困难的

资料来源：公开资料整理，广证恒生

4. 观海外巨头发展路径，思国内营销 SaaS 企业生存之道

4.1 从巨头 Adobe 寻找优质企业特质：一体化、客户资源、高研发投入是优质企业铸造高壁垒的关键

Adobe 是一家成立于 1982 年老牌软件企业，建立之初以软件开发为主营业务，2005 年，公司利用强大的创意内容设计软件优势，试水数字营销服务。2012 年，公司聚焦 SaaS 领域，实现云服务转型。目前在营销云领域内 Adobe 是绝对的领导者。

图表55. Adobe 发展历程

阶段	时间节点	主要事件
----	------	------

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

1982-1990 打印机技术服务公司	1982	John Wamock 和 Charles Geschke 共同创立 Adobe
	1985	发布 PostScript 语言
	1990	Photoshop1.0 正式发布
1990-2005 设计软件公司	2002	Adobe Creative Suite 正式发布
	2005	收购 Macromedia 公司, Dreamweaver、Authorware 等软件同样归于 Adobe
2005-2012 互联网公司	2009	收购 Omniture, 拓展营销业务
	2012	宣布转型 SaaS
2012-至今 云服务公司	2013	发布 Creative Cloud 套件, 公司云收入占比突破 20%, 正是实现业务上云
	2014	公司云业务营收占比超过 50%
	2015-2016	连续收购 Digital Analytix 和 Tube Mogul, 完善营销云业务能力
	2017	公司云业务营收占比超过 50%
	2018	分别斥资 16.9 亿、47.5 亿美元收购 Magento 和 Marketo

资料来源: Adobe 官网、广证恒生

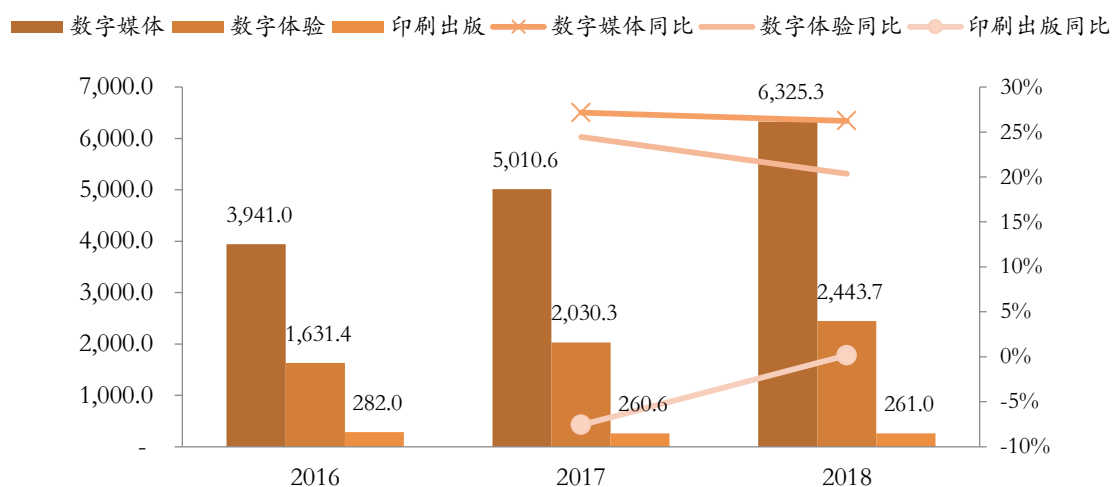
图表56. Adobe 体验云服务具体产品分类

分类	产品	内容
Advertising Cloud	Analytics (分析)	前沿的分析和评估工具, 引导客户通过数据获得可指导行动的洞察。不只是简单的 Web 分析, 而是客户智能。
	Audience Manager (受众档案)	将来自任何来源的所有客户数据收集到单个档案中, 然后在所有产品之间共享这一宝贵的基础信息。
Marketing Cloud	Experience Manager (内容管理)	帮助客户以一种流动性的动态方式对所有渠道进行管理, 让客户随时掌握每个屏幕和平台的最新动态
	Campaign (营销活动执行)	帮助客户在一个平台上管理和自动执行所有电子邮件、广告和营销活动。使用受众档案和分析之后, 客户可以获得更好的客户互动。
	Advertising (广告)	客户可以在一个程序化平台上自动化所有媒体购买, 包括电视、搜索和社交媒体。更好的是, Advertising Cloud 独立于任何媒体, 从而使您能够完全透明、客观地进行控制。
	Target (个性化)	帮助客户在移动应用和 Web 中利用机器学习进行测试和优化。
	Marketing Cloud (营销)	从潜在客户管理到基于帐户的营销, Marketing Cloud Platform 可简化客户在各个体验阶段规划、编排和评估与客户及潜在客户进行互动的方式。
Magento Commerce Cloud	Magento (商务)	基于开源生态系统, 并从 B2C 扩展至 B2B, 其中包括电子商务、订单管理和预测智能, 可以创建任何可购买体验。

资料来源: Adobe 官网、广证恒生

营销云相关业务已成为第二大收入支柱。2017 年, Adobe 将此前独立的营销云、广告云、分析云整合为体验云, 目前 Adobe 业务体系分为数字媒体 (创意云+文档云)、数字体验 (体验云: 营销云+分析云+广告云) 及印刷出版三个板块; Adobe 体验云可以将所有营销技术汇聚在单个平台之中, 帮助客户完成从管理内容和投放电子邮件营销活动到自动执行广告购买和评估营销效果的一切活动。集成式方法打造无缝体验, 为客户提供一站式体验解决方案。业务发展迅猛, 为超过 70% 的 50 强企业提供服务。

图表57. 营销云相关业务及创意云业务收入协同高速提升



资料来源：Adobe 官网、广证恒生

4.1.1 并购整合营销云产业链，构建一体化营销云生态服务

一体化服务体系的构建是成为企业级 SaaS 市场竞争者的必要条件。面对初创企业的技术攻击，包括 Adobe 在内的大多具有资金和品牌优势的传统软件企业急需采用并购等策略快速弥补产品匹配客户需求上的不足，巩固市场地位。一体化服务体系构建是成为企业级 SaaS 市场竞争者的必要条件。一体化服务作为 SaaS 的重要发展趋势，对 SaaS 企业服务链条的完整性和服务的定制化都提出了要求。

Adobe 通过“疯狂”并购打通营销云产业链，构建一体化生态化营销云服务。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，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。

图表58. Adobe 在营销领域的收购过程

公司名称	时间	收购金额 (亿美元)	具体业务
Omniture	2009	18	全球最大的网站客户分析供应商
Day Software	2010	2	网站内容及体验管理
Dem Dex	2011	18	行为数据收集
Efficient Frontier	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 (Adobe Campaign 前身)
Digital Analytix	2015	-	ComScore 的大数据 BI 业务
Tube Mogul	2016	5	视频广告平台
Livefyre	2016	-	在线评论系统，擅长内容筛分与管理
Magento	2018	16.8	Adobe Experience Cloud 模块组成部分
Marketo	2018	47.5	营销自动化

资料来源：Adobe 官网、广证恒生

Adobe 前后通过 11 次并购活动，借助收购不断拓展营销云边界，构建一体化的营销云服务，实现营销云龙头地位的过程：

➤ 通过收购开启营销之旅

2009 年，Adobe 以 18 亿美元收购顶尖企业分析公司 Omniture，让 Adobe 直接在工作流程中为 Adobe 产品用户提供网页分析、测量和优化技术。这一收购对 Adobe 进入营销领域的里程碑，它开辟了一个新的

产品类别——分析，并为 Adobe 引入了新的客户——营销人员。

➤ 持续收购，构建业内最广泛的企业营销 SaaS 服务

2010 到 2012 年 Adobe 收购 Day Software、Dem Dex 等企业，整合到数字营销中内容及体验管理功能、行为数据收集、搜索引擎营销等能力，强化营销业务基础；

2012 年，Adobe 在整合自身内容制作软件和营销业务基础上，推出创意云和营销云，正式宣布推出 SaaS；

2013 年收购跨渠道营销管理公司 Neolane，并整合到营销之中，强化营销云的活动执行能力，帮助客户在一个平台上管理和自动执行所有电子邮件、广告和营销活动。使用受众档案和分析之后，客户可以获得更好的客户互动；

2015 年，收购 Digital Analytix，强化 Adobe 营销云的大数据分析能力；2016 年相继收购 Tube Mogul 和 Livefyre，加强营销云的广告投放能力和内容分析能力；

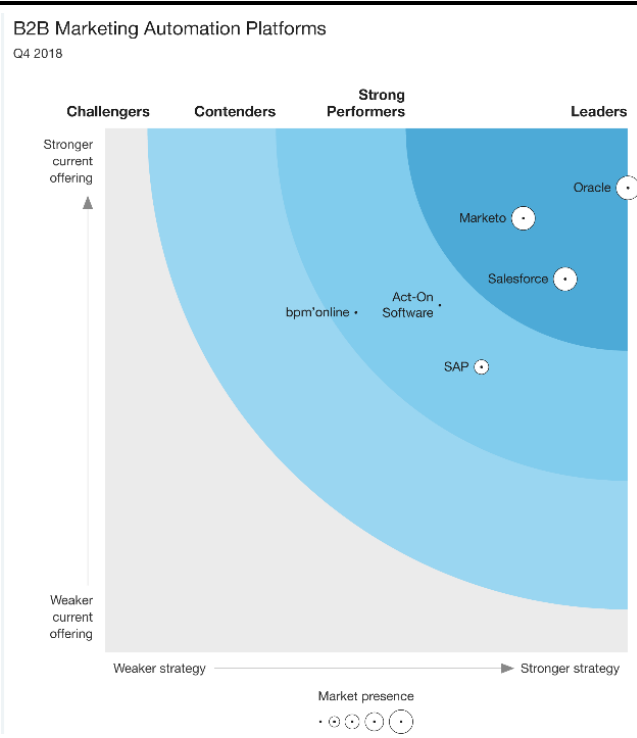
➤ 增强 B 端市场业内竞争力，打造 B 端+C 端一体化营销服务

2018 年，Adobe 宣布以 16.8 亿美元收购拥有开源电子商务系统的 Magento。10 月，将 Magen2Commerce Cloud 整合至 Adobe Experience Cloud，增强其在“客户体验”的领导力。同时，Adobe 还宣布将大幅更新 Magento 平台，赋能中小企业商户的商务创新能力及灵活性；

同年，Adobe 以 47.5 亿美元收购全球营销云服务巨头 Marketo。Marketo 是全球领先的 B2B 营销云系统服务商，为各种行业的约 5000 家大中型企业和小型企业提供服务。收购完成之后，Marketo 的 CEO Steve. Lucas 将加入 Adobe 的管理层，并继续领导 Marketo 团队，Marketo 的 B2B 营销应用将补充 Adobe 的数字营销业务，后者提供云工具以帮助创建、管理和分析广告及营销活动，本次收购帮助 Adobe 在 B2C 和 B2B 客户体验方面的领先优势进一步扩大，进一步巩固了其营销行业龙头地位。

目前，Adobe 原有营销云业务与 Marketo 共占领全球营销云 32% 市场份额，使 Adobe 成为全球营销云市场份额占比最大巨头。

图表59. Marketo 是 B2B 营销自动化领域“领导者”



资料来源：Forrester，广证恒生

图表60. Marketo 总体评分仅次于行业巨头 Oracle

	Forrester's weighting	Act-On Software	bpm'online	Marketo	Oracle	Salesforce	SAP
Current offering	50%	3.31	3.24	4.14	4.43	3.56	2.72
Customer engagement management	10%	3.00	4.50	3.00	3.50	1.50	4.50
Data management	5%	3.00	3.50	3.00	5.00	3.50	4.50
Planning and program management	5%	1.00	4.00	3.00	5.00	4.00	4.00
Segmentation and list building	5%	2.00	4.00	4.00	5.00	5.00	4.00
Outbound campaigns	10%	3.00	4.00	3.00	5.00	3.00	3.00
Channel optimization	15%	3.80	2.20	5.00	5.00	3.40	1.40
Lead management	5%	3.00	2.00	5.00	4.00	3.50	2.50
Scoring	5%	2.00	5.00	4.00	3.00	5.00	4.00
Lead nurturing	15%	3.50	1.50	5.00	5.00	3.50	1.00
Sales enablement and engagement	10%	4.40	3.10	4.90	4.00	4.50	1.60
CRM/PRM integration	5%	5.00	3.00	5.00	4.00	4.00	3.00
Reporting, analytics, and alerting	5%	3.00	4.00	4.00	4.00	3.00	4.00
Technology	5%	4.50	5.00	3.00	3.50	4.50	3.00
Strategy	50%	3.20	2.40	4.00	5.00	4.40	3.60
Vision	30%	5.00	3.00	5.00	5.00	3.00	3.00
Go-to-market	20%	1.00	3.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Product road map	30%	3.00	1.00	3.00	5.00	5.00	3.00
Innovation agenda	10%	3.00	3.00	3.00	5.00	5.00	3.00
Support for global deployments	10%	3.00	3.00	3.00	5.00	5.00	5.00
Market presence	0%	1.00	1.00	5.00	5.00	5.00	3.00
Market impact	100%	1.00	1.00	5.00	5.00	5.00	3.00

资料来源：Forrester，广证恒生

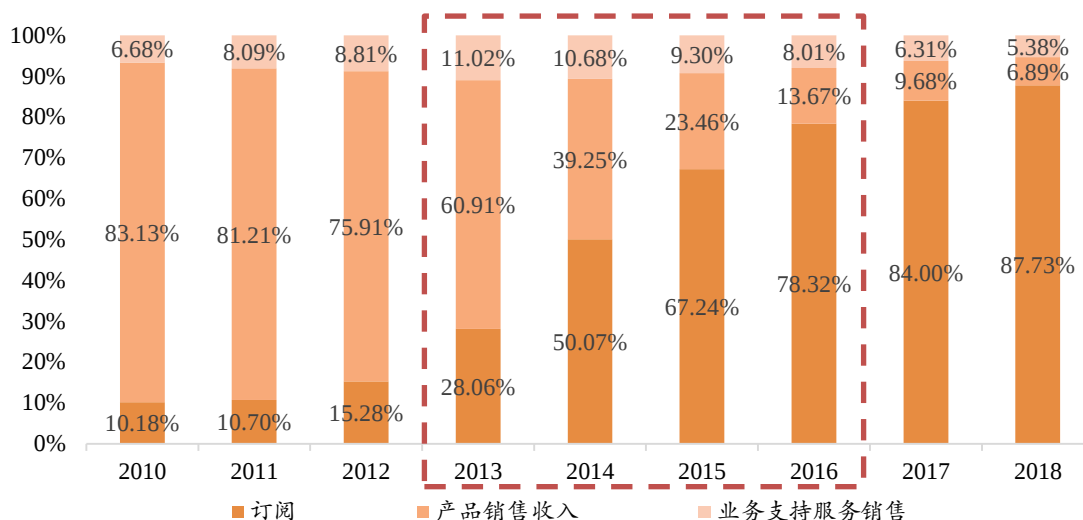
4.1.2 积极开拓优质客户资源，为公司提供优质可用资金

Adobe 营销云服务的客户资源主要有以下三个来源：

1) 用原有业务巨大的客户粘性，顺利转化为营销云业务的优质客户资源。Adobe 在数字内容创作上，

有非常强大的优势，广泛的客户群体如广告营销公司、设计师团队、营销团队都直接使用 Adobe 软件将创意生产为内容，而其后的内容管理、客户管理、数据分析的产品和服务都顺其自然从 Adobe 采购。产品的稀缺性也帮其保留了忠实的用户群体，如 Photoshop 的众多职业用户的整个职业生涯都离不开这款产品，云化为 Photoshop CC 之后，也同时降低了使用门槛，增添长尾市场的客户(包括部分盗版用户)，增加向营销云交叉销售的机会。

图表61. Adobe 在 SaaS 转型后四年内实现订阅服务占比 75% 以上



资料来源：Adobe 年报、广证恒生

2) 通过 SaaS 订阅模式积极开拓长尾市场，增加用户数量。SaaS 订阅服务单笔收费远低于传统交付使用费用，软件使用门槛降低，用户群体有效延伸至中小企业、个人用户和盗版用户等长尾市场，Adobe 订阅市场目标用户群体明显地扩大。转型初期用户数量以每周 1.2 万人的速度增长。

图表62. Adobe 体验云具有极高的行业渗透率



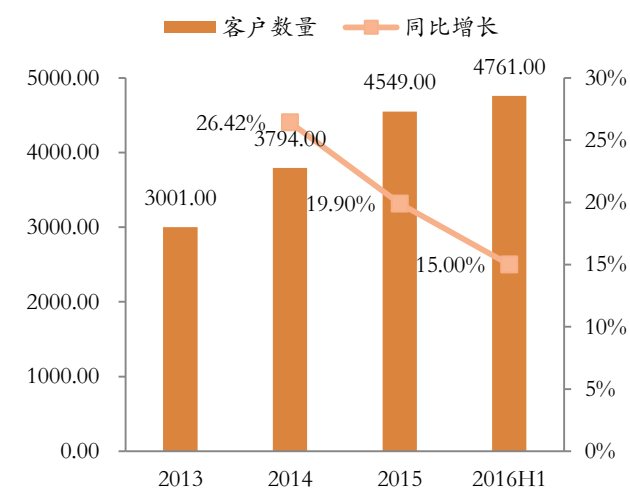
资料来源：Adobe 官网、广证恒生

3) 收购 Marketo 获得大量高客单价的新客户资源。Marketo 用户数量从 2009 年的 200 个用户增加到了 2016H1 的 4,761 个，客户群呈多样化，涉及商业服务、消费、金融服务、医疗保健、制造业，媒体、技术和电信等广泛的行业。2016H1 依然保持 15% 的客户数量增速。Marketo 的客户群多样性高，头部客户集中度较高，其总收入的 10%-12% 来自其前 20 家最大客户，为 Adobe 输入高客单价客户血液。Adobe

超过 33% 的数字体验的订单来自新客户。

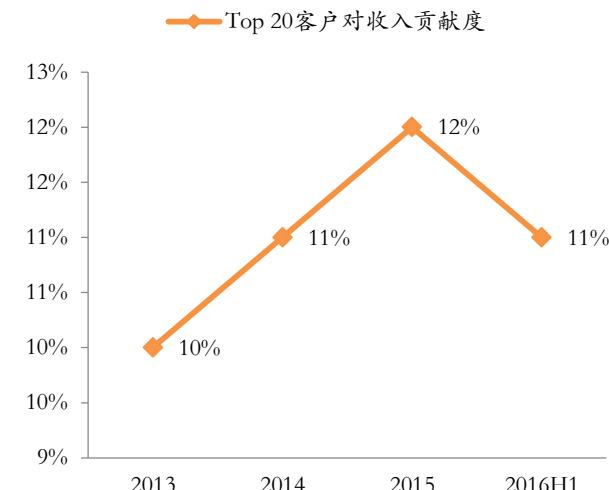
根据 Forrester, Marketo 近 5000 名客户绝大部分转化为 Adobe 的新用户, 并为其广泛的电商、内容、分析和数字营销解决方案提供了一个即时市场。

图表63. Marketo 用户数量不断攀升



资料来源: Marketo 财报, 广证恒生

图表64. Marketo 头部客户集中度高



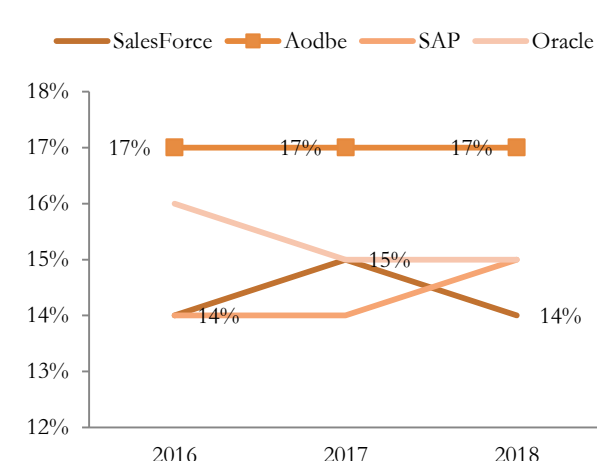
资料来源: Marketo 财报, 广证恒生

4.1.3 保持高研发和营销投入, 维持高壁垒和创新性

Adobe 研发投入高于同行, 持续发展的动力和潜力高。 Adobe 除了通过并购方式整合自身产品外, 亦保持高研发投入以拓展业务深度, 保持产品的稀缺性、高壁垒创新性。Adobe 高于同行的研发力度大大缩短了竞争产品的更新和完善周期, 为公司维持营销领域的高壁垒和持续创新型动力。

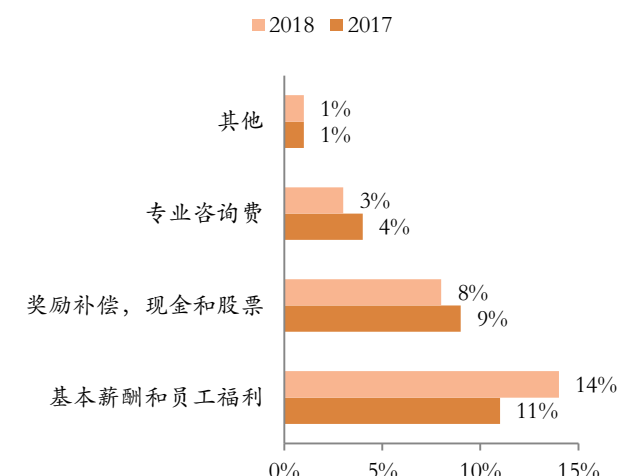
研发费用主要支出在于人才维护。 2017、2018 年研发费用同比增长分别为 25.63% 和 25.42%, 主要增长贡献在于员工、人才的维持, 包括软件开发人员的工资和福利开支、合同开发工作、相关设施成本以及与软件开发中使用的计算机设备相关的费用。

图表65. Adobe 研发费用投入高于其他巨头



资料来源: Wind、公司年报, 广证恒生

图表66. 研发费用主要支出在于人才维护

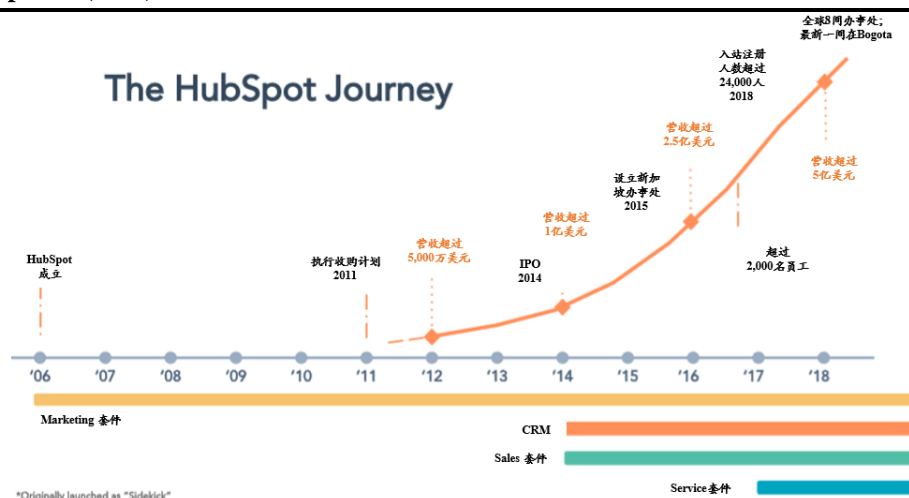


资料来源: Adobe 财报, 广证恒生

4.2 从 HubSpot 寻独角兽及新兴企业特质：产品特点、技术创新、客户及合作伙伴资源是突围关键

HubSpot 是一家致力于 SMB 领域的营销自动化 SaaS 公司，成立于 2006 年。在 8 年的时间里，它从零起步，成长为一家收入超过 1 亿美金的大公司，并且于 2014 年成功上市。2006 年起步时，HubSpot 只有 3 家用户，而截止至 2018 年 Q1，在全球 100 多个国家或地区拥有 65000+ 用户。

图表67. HubSpot 发展历程



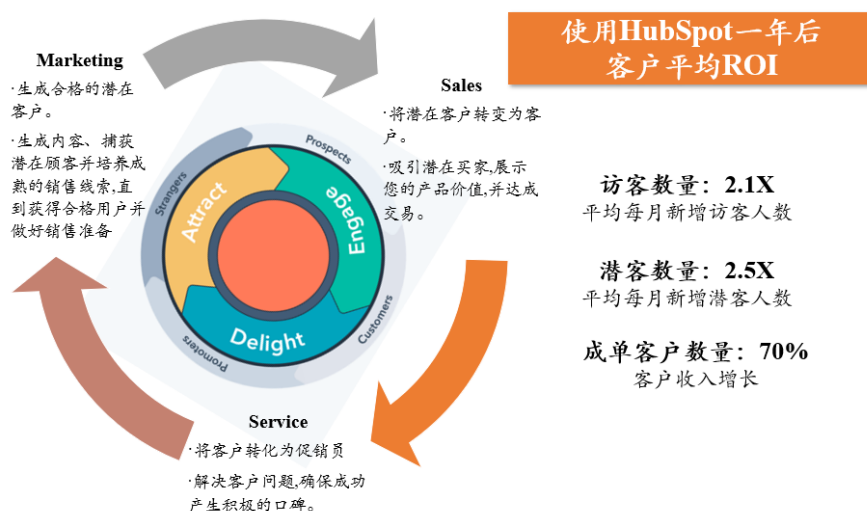
资料来源：HubSpot 官网、广证恒生

4.2.1 产品追求简单实用+特色营销，良好口碑助力 HubSpot 占领 SMB 市场

HubSpot 产品追求简单易用。从产品角度来看，HubSpot 以免费 CRM 为起点，Marketing、Sales 和 Service 三轮驱动，为客户提供一站式营销解决方案。其中，Marketing 是核心，提供 SEO、社交媒体、网页制作及优化、网站评分等工具产品。从提供的服务类型来看，HubSpot 与其他的大型营销自动化公司 Eloqua、Pardot、Marketo、ExactTarget 没有太大差别，基本功能都类似，但是特别之处在于，HubSpot 提供了 All In One 的一体化解决方案，产品更加简单易用，而其他公司产品更强调专业化。

HubSpot 营销自动化产品采用飞轮模式（客户生命周期循环模式），相比起目前市场上其他营销云产品的漏斗模式，飞轮能帮助 HubSpot 的用户在客户满意的基础上实现推荐和重复营销，有助于消除获客摩擦，减少营销、销售、服务模块之间的低效交接。

图表68. 飞轮模式实现用户旅程的无缝衔接，推动客户业务增长



资料来源：HubSpot 官网、广证恒生

图表69. 产品简单实用得理念为 HubSpot 赢得良好口碑

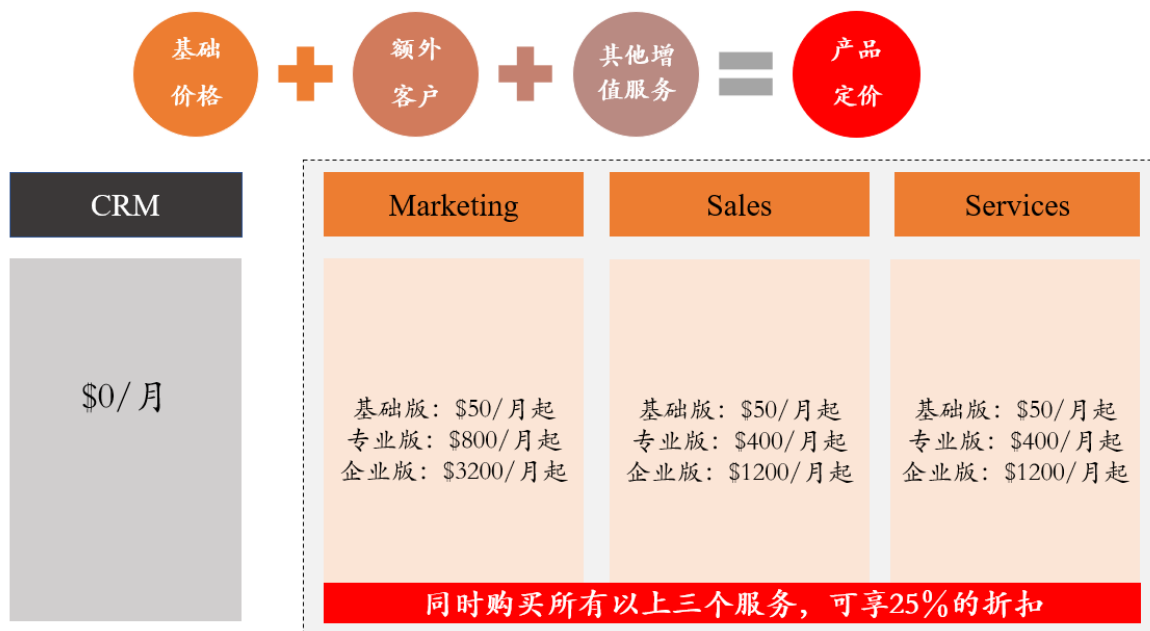


资料来源：HubSpot 官网、广证恒生

4.2.2 创新性的集客营销模式助力公司获取大量活跃客户，形成稳定客户现金流

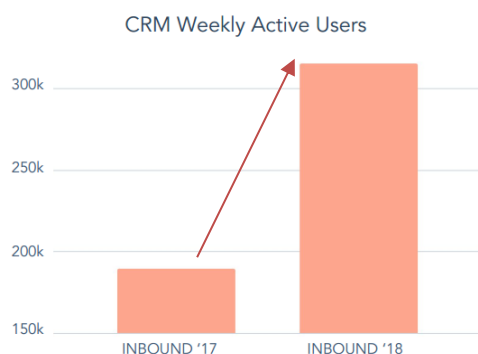
HubSpot 首创集客营销 (Inbound Marketing)，以用户为中心，通过优质内容有针对性“拉”取用户。这一新的营销模式，将邮件、社交媒体、网站设计集成于一体，而且操作简单。流程分为四步：**第一步，引流**：通过 SEO、生产优质内容等方式，使用户在使用搜索或社交网络时，主动了解企业，并转化为网站访问用户；**第二步，转化**：通过免费 CRM 服务吸引访客，部分有购买意愿的客户，可通过填写表单或绑定社交账号等方式，留下相应联系方式，成为企业潜在客户；**第三步，成交**：向潜在客户发邮件、打电话，持续追踪，最终达成交易，将用户转化为已购买客户。**最后一步，持续口碑营销**：客户在达成交易后，持续提供包括客服在内的后续服务，使客户满意，最终形成口碑效应，最大化降低客户离网率。

图表70. HubSpot 拥有三套收费策略



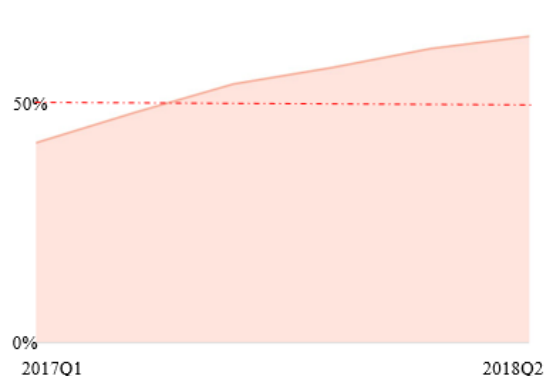
资料来源：HubSpot 官网、广证恒生

图表71. 免费服务吸引大量每周活跃用户



资料来源：HubSpot 投资者日，广证恒生

图表72. 超过 50%付费用户源于免费 CRM 服务



资料来源：HubSpot 年报，广证恒生

客户的快速增长和稳定的 ASRPC 为公司提供大量的优质可用资金。公司在 SMB 领域平均客单价约为 1.2 万美元，SMB 市场份额的占 49%。目前公司有来自 100 多个国家/地区的 60,500 多家客户使用 HubSpot 的软件、服务。与此同时，HubSpot 将这一套集客营销理念应用到其产品中，使得其用户也可以通过 HubSpot 的获客理念实现高效获客。截止至 2019 年 Q3, HubSpot 顾客数量达到 60,814, 同比增长 35.46%, 2017 年起订阅服务留存率高达 100% 以上。

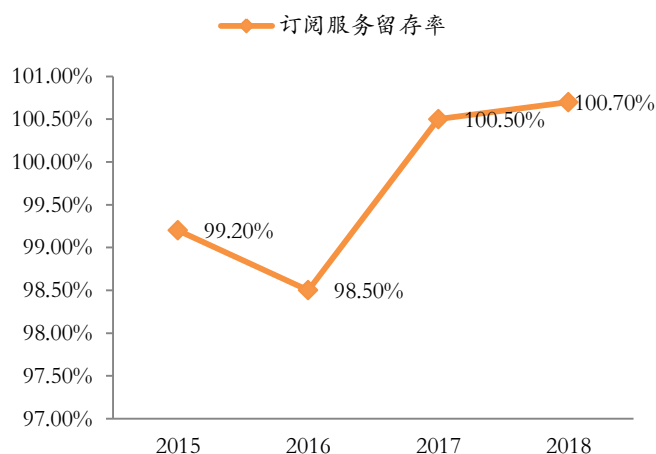
图表73. 顾客人数快速上升的同时 ASRPC 保持稳定



注：ASRPC (Average Subscription Revenue Per Customer, 平均单客订阅收入)

资料来源：HubSpot 投资者日，广证恒生

图表74. 2017 年起留存率均在 100% 以上



注：2015, 2016 年仅公布 Marketing Hub 的留存率

资料来源：HubSpot 年报，广证恒生

图表75. 优质客户资源转化企业优质资金，助力企业实现规模化扩张



注：LTV:CAC > 3 是保持 SaaS 企业健康发展的指标

资料来源：HubSpot 官网、广证恒生

4.2.3 打造合作平台，构建合作伙伴生态

合作伙伴生态为其带来 40% 的营收。HubSpot 最大的营收来源之一是其 Marketing 合作伙伴。2016 年，HubSpot 的 Marketing 合作伙伴为其带来了 40% 年营收，Inbound 社区就是 HubSpot 帮助其 Marketing 合作伙伴的最好平台。

合作伙伴生态帮助 HubSpot 扩大影响范围，提升口碑。HubSpot 的合作伙伴可以在 Inbound 社区上运用 HubSpot 工具提供多种服务：SEO、网站设计和开发、社交媒体营销、线索产出、内容产出、广告设计、公关和销售服务等，助力合作伙伴了解最新的营销趋势和获取独家内容。此外，合作伙伴销售一套 HubSpot 软件可以获得 20% 佣金，而且只要客户一直续费，合作伙伴每年都可以拿到 20% 佣金。执行这个策略，对 HubSpot 来说，可以服务更多客户，扩大影响力提升口碑。对合作伙伴来说，项目制变为订阅制，获得了持续现金流。这一平台生态使得 HubSpot 的业务非常稳固。

5. 投资建议及标的推荐

5.1 投资建议

国内 BAT 通过旗下庞大业务及客户资源、优质媒体资源及强大且独立的数据源支撑营销云发展，进入壁垒高，中小企业只能通过专业化、灵活化角度渗入市场，依靠第三方营销云平台，在数据平台上聚合多家企业不同维度用户偏好数据，以开放、共享方式实现高效率与低成本的数据应用与服务，从而与互联网巨头展开市场竞争。BAT 等营销云以 B2C 为主，2B 营销云仍是一片蓝海。国内企业级营销云发展将随着产业互联网的快速发展和企业数字化转型的普及而乘风而起，相关技术层的爆发也将推动企业级营销云快速发展。

由于目前营销云的 2B 市场蓝海方兴未艾，全能型的营销云企业在短时间内难以享受产业互联网和数字化转型带来的红利。具有数据分析背景的企业将获得先发优势，同时建议关注单点切入、具有技术特色的、能有效利用客户资源和合作伙伴资源的营销云企业。

5.2 标的推荐

5.2.1 赛诺贝斯(836311.OC)：国内领先的营销自动化服务商，打造跨领域营销

赛诺贝斯是国内领先的营销自动化服务商，为客户提供基于自主开发的 Smarket 自动化营销 SaaS 产品，帮助客户完成营销全过程的自动化管理，同时提供基于平台产品延伸的营销服务。

我们认为为公司有如下看点：**(1) 商业模式优势。**通过“产品平台+营销服务”相结合的商业模式，将精准营销、数字营销、大数据服务融入自动化市场营销平台，从而实现标准化、自动化和平台化，在提高营销效率降低营销成本的同时，为客户积累大量有价值的营销活动数据。同时，利用这些数据不断进行持续的收集、分析、优化，从而达到数据聚合、行为追踪、客户画像、客户评级，充分挖掘营销大数据价值，为企业提供潜在客户和营销机会。极强互补性可满足不同规模和营销阶段的企业客户需求，充分挖掘客户价值实现收益最大化；用户可按次、按年、按需求采购，在确保灵活应用的前提下还具有极强的“客户粘度”，确保公司有可持续发展的盈利能力。**(2) 客户资源优势。**公司已成为戴尔中国，华为、富士施乐，甲骨文，东风标致、联想、百度等众多世界 500 强和国内众多知名企业的长期营销产品及服务的供应商。**(3) 产品优势。**2017 年起不断探究大数据之道，在 5 月份率先推出了拥有跨域营销能力的客户数据平台 Smart One，可以有效帮助企业完成数据标准化、数据分析、营销应用，为充分挖掘企业数据潜能提供先决条件。6 月赛诺贝斯推出了人脸识别硬件产品 Smarter 以及智能会议签到一体机 Smart Evnet，补全了 B2B、B2C 领域数据收集的能力。同时，全渠道智能集客营销平台 Smarket，成功登陆华为云严选平台以及京东京麦市场，以全客户生命周期管理解决方案模式服务各类型客户。

5.2.2 网娱互动(872139.OC)：专注于提供自动化营销解决方案的服务商

网娱互动是一家专注于提供自动化营销解决方案的服务商。专注于自动化网络营销领域，依托大数据应用技术，深入研究数字信息传播过程中出现的各类问题，通过优化传播结构、改善传播模式，为客户提供数据洞察分析、数据优化管理、数据营销应用等数字化自动营销解决方案。

公司看点：(1) **客户资源优势**。主要客户类型是渠道客户和直客类型，服务的行业超过 10 大类，行业涉及快消、IT、汽车、手机等，同时服务的客户超过 200 家，像美赞臣、联想、广汽丰田等 500 强企业，都是主要客户。(2) **合作资源优势**。同国内各大公关、广告及营销服务公司形成战略合作，其中包括最大的公关公司蓝色光标以及全球最大的广告公司奥美。(3) **研发与技术优势**：公司拥有自己的研发团队，拥有 26 项国家专利技术，这些技术涉及大数据、人工智能及自动化营销等多个领域。每日结合数千万条的网络数据，数百个自主开发的人工智能营销工具，集大数据营销、自动化营销、AI 营销业务为一体，为客户提供全流程自动化营销服务。

5.2.3 步速者 (839175.OC)：自主研发互联网+企业转型升级服务平台

公司主要从事应用软件委托开发、HOMYi 互联网营销云平台研发与运营。公司成立于 2009 年 11 月，是专业从事移动互联网信息服务产品的研发、计算机软件委托开发的高新技术企业。成立至今，公司通过对互联网产品和行业软件的深入分析和研究，成功开发运营 HOMYi 互联网营销云平台及各种行业软件，为广大中小企事业客户提供一系列互联网营销工具，帮助传统商家进行传统业务快速的向移动互联网迁移。公司已获得“高新技术企业”认证、“软件企业”认证、ISO9001 质量管理体系认证、CMMI3 级认证，拥有“HOMYi 互联网统一平台”、“智慧小区系统”、“OA 协同办公平台”、“信息发布系统”等 23 项软件著作权。

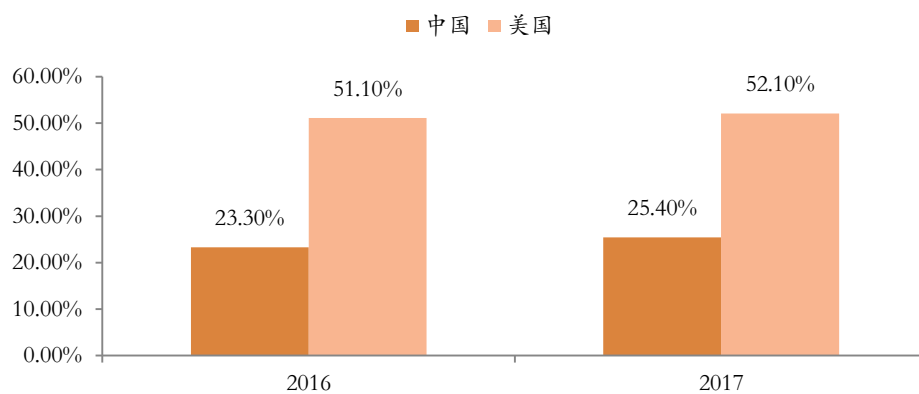
公司看点：(1) **资质优势**。公司目前拥有 46 项计算机软件著作权、质量管理体系认证证书，并拥有软件企业认定资质、高新技术企业资质、保密资质等与企业经营相关的资质和资格。(2) **研发优势**。具有学院综合管理系统、智慧园区系统、粮库智能化系统等，同时自主研发的、颇具潜力的火益 HOMYi 互联网+企业转型升级服务平台，充分发挥互联网在社会资源配置中的优化和集成作用，将互联网的创新成果深度融合于经济、社会各领域之中，提升全社会的创新和生产能力，形成更加广泛的以互联网为基础设施和实现工具的经济发展新形态和新体系。

6. 风险提示

技术发展速度不达预期：营销云的智能化体现在大数据训练 AI 的机器学习，若这两大技术发展速度不达预期，可能导致行业发展速度受限。

2B 市场发展不及预期：根据中国信通院数据，2018 年中国数字经济总量超过 3.1 万亿元，占 GDP 比重达到 34.8%，数字经济内部结构持续优化，产业数字化规模接近 2.5 万亿元。尽管数字经济的作用正在加速由 IT、互联网等信息通信产业向其他产业传导，但能够看到的是，中美产业数字化规模占 GDP 的比重依然有近一倍的差距，难以在一朝一夕就追赶上。在中国 SaaS 市场巨大的潜在空间之下，企业信息化整体水平的提高、对软件的付费意愿和 SaaS 订阅模式习惯的培养都需要时间，2B 市场可能难以出现像 2C 市场一样的爆发式增长。

图表76. 中国产业数字化占 GDP 比重远远落后于美国



资料来源：中国信息通信研究院、广证恒生

数据支持：程宇

新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、2015 及 2016 年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014 年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8 年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。具有多年 A 股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和 A 股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板 TMT 行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3 年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级市场研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：li.jiawen1@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832292



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。