

ADBE_20181220_18Q4 财务分析

Q4 概况

DTC Research		Date	2018.12.14	Currency	USD
Analyst	Yang Yang			ADBE US	Q4 2018
Earnings Snapshot					
Top and Bottom Line Results					
Results	Q4 2018	Q3 2018	Street	DTC	Delta(VS Street)
Revenue (in USD Mln)	2465 同口径2443	2291	2429	2511	0.6%
Y/Y	22.8% 同口径21.7%	24.4%	21.0%	25.1%	
Adj.EPS	1.83 同口径1.90	1.73	1.883	1.98	0.9%
Y/Y	45.2% 同口径50.8%	57.3%	49.4%	57.1%	
Guidance	Q1 2019		Street	DTC	Delta(VS Street)
Revenue (in Mln)	2540		2522	2585	0.7%
Y/Y	22.2%		21.3%	24.3%	
Adj.EPS	1.6		1.868	2.03	-14.3%
Y/Y	3.2%		20.5%	31.0%	
Segment Analysis	Actual	Street	DTC	Y/Y	
Digital Media	1709.5	1702.0	1776.1	23.0% (Guidance 22%)	
Digital Experience	689.7	660.0	668.2	25.4% (Guidance 20%)	
Print and Publishing	65.4	65.0	66.8	-1.5%	
Margin Analysis	Actual	Street	DTC	Y/Y	
GPM	87.3%	88.1%	88.1%	Down 49 bps	
OPM	38.6%	40.9%	41.5%	Down 152 bps	
NPM	36.8%		39.1%	UP 538 bps	
Key Metrics	Items	Q4 2018	Q3 2018		
Digital Media ARR		6710 同口径 6833	6403		vs street 6789 vs DTC 6868
Creative Cloud Growth Rate		25.5%	27.8%		
Document Cloud Growth Rate		10.4%	20.6%		
Experience Cloud Growth Rate		29.7%	25.2%		
Notables and Comments					
1. 当季收入、利润符合市场预期，略超一点点； 2. ARR的增长高于市场预期（Actual 6833 vs Street 6789）； 3. 收购Marketo影响：收入端增加21M；费用端GAAP增加54M，Non-GAAP增加36M； 4. 由于收购，GPM、OPM均出现一定程度下降，接下来几个季度要重点关注整合情况； 4. 税改带来税率变化，从去年同期的21%降到3%，是NPM提升的主要原因，同比提升538bps； 5. 分部业绩来看，Digital Media增速23.0%（指引20%），开始出现一定的下滑；Digital Experience增速25.4%（指引20%，未考虑收购影响），剔除收购后内生增长增速21.6%； 6. FY19指引，考虑收购，DM~20%（vs ~20% @FA），DE~34%（vs ~34% @FA，考虑收购），新增ARR ~1.45B（vs ~1.4B @FA），并未调整税率指引，整体来看，指引提升不如DTC预期；					

FY19Q1 展望:

(Millions) except for per share data	1Q19E Guidance		Consensus
	Prior	Post	
Total Revenue		2.540B	2.519B
Non-operating other expense		39M	
GAAP Tax Rate		3%	
Non-GAAP Tax Rate		11%	
GAAP EPS		1.14	
Non-GAAP EPS		1.60	1.88
Share Count		495M	
New Digital Media ARR		330M	
Digital Media YoY growth		20%	
Digital Experience YoY growth		31%	

FY19 展望:

(Millions) except for per share data	FY19 Guidance		Consensus
	Prior	Post	
Total Revenue	10.836B	11.150B	10.800B
Digital Media segment revenue	20%	20%	
EX Cloud Subscription Revenue	20%	34%	
EX Cloud Subscription Booking	25%	25%	
GAAP Tax Rate		10%	
Non-GAAP Tax Rate		11%	
GAAP EPS		5.54	
Non-GAAP EPS		7.75	7.98
New Digital Media ARR	1.40B	1.45B	

指引考虑了 35M 的负面汇率影响 (之前的 Guidance 没有), 75M 的 write-down of DR for Magento & Marketo 以及税率的增加;

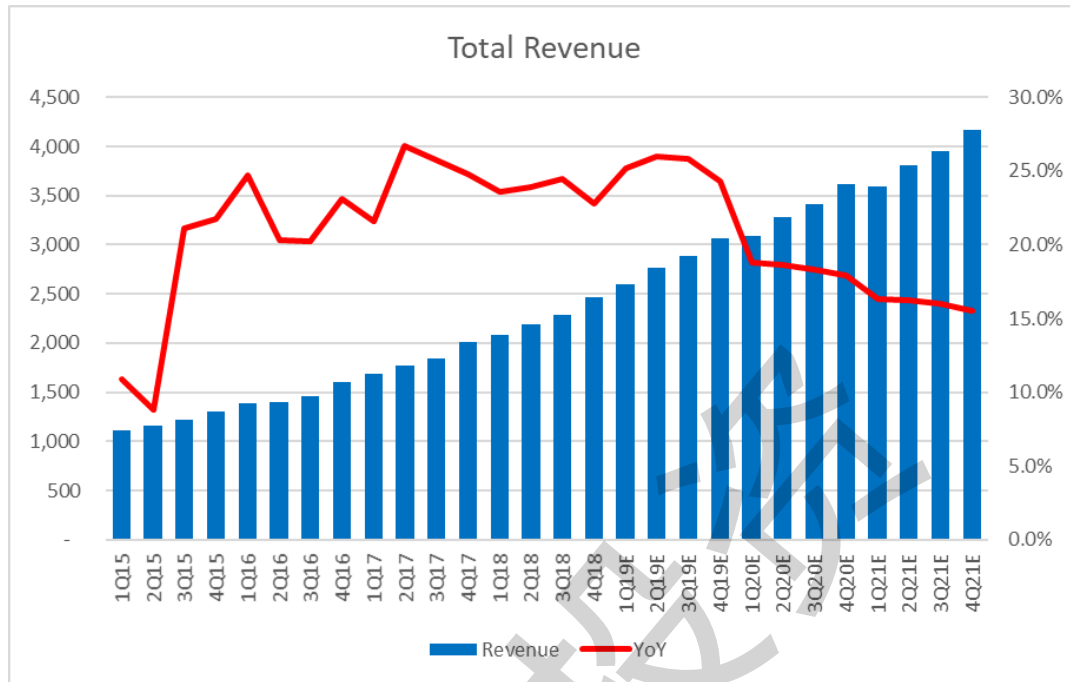
过往业绩：

Fiscal Q.	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	1,109	1,162	1,218	1,306	1,383	1,399	1,464	1,608	1,682	1,772	1,841	2,007	2,079	2,195	2,291	2,444
Consensus	1,085	1,162	1,214	1,305	1,336	1,404	1,449	1,589	1,646	1,733	1,818	1,953	2,047	2,154	2,252	2,429
% Surprise	2.2%	0.0%	0.3%	0.1%	3.5%	-0.4%	1.0%	1.2%	2.2%	2.3%	1.3%	2.8%	1.6%	1.9%	1.7%	0.6%
Guidance	1,075	1,150	1,200	1,300	1,325	1,390	1,445	1,575	1,644	1,730	1,815	1,950	2,040	2,150	2,240	2,420
% Surprise	3.2%	1.1%	1.5%	0.5%	4.4%	0.6%	1.3%	2.1%	2.3%	2.4%	1.4%	2.9%	1.9%	2.1%	2.3%	1.0%
Our Estimate										1,713	1,858	1,971	2,119	2,265	2,315	2,511
% Surprise										3.5%	-0.9%	1.8%	-1.9%	-3.1%	-1.0%	-2.7%
Non-GAAP EPS	0.44	0.48	0.54	0.62	0.66	0.71	0.75	0.90	0.94	1.02	1.10	1.26	1.55	1.66	1.73	1.90
Consensus	0.385	0.453	0.497	0.600	0.606	0.680	0.724	0.862	0.872	0.946	1.007	1.157	1.438	1.541	1.690	1.883
% Surprise	14.3%	6.0%	8.7%	3.3%	8.9%	4.4%	3.6%	4.4%	7.8%	7.8%	9.2%	8.9%	7.8%	7.7%	2.4%	0.9%
Guidance	0.370	0.440	0.480	0.590	0.590	0.670	0.720	0.860	0.870	0.940	1.000	1.150	1.270	1.530	1.680	1.870
% Surprise	18.9%	9.1%	12.5%	5.1%	11.9%	6.0%	4.2%	4.7%	8.0%	8.5%	10.0%	9.6%	22.0%	8.5%	3.0%	1.6%
Our Estimate										0.94	1.02	1.22	1.51	1.66	1.79	1.98
% Surprise										8.5%	7.8%	3.3%	2.6%	0.0%	-3.4%	-4.0%

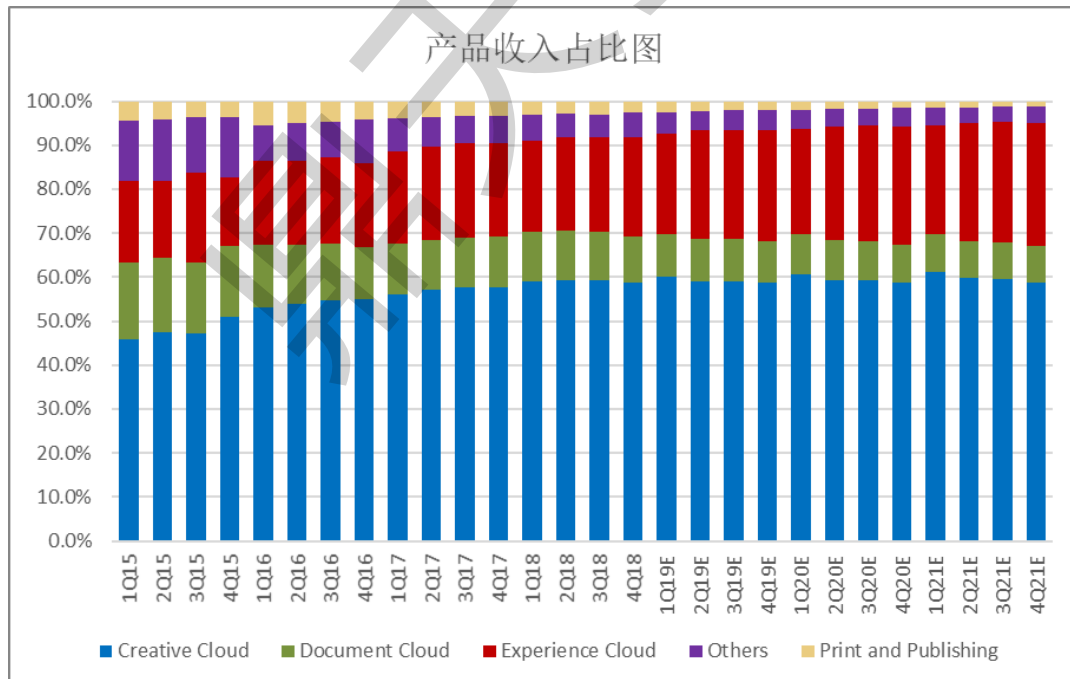
鼎天投资

一. 业绩要点:

1. 营收情况: 总体营收 2,465M, 同比增长 22.8%, 剔除收购营收 2,443M, 同比增速 21.7%, 超市场预期 0.6% (14M), 90%的收入是 Recurring Revenue;

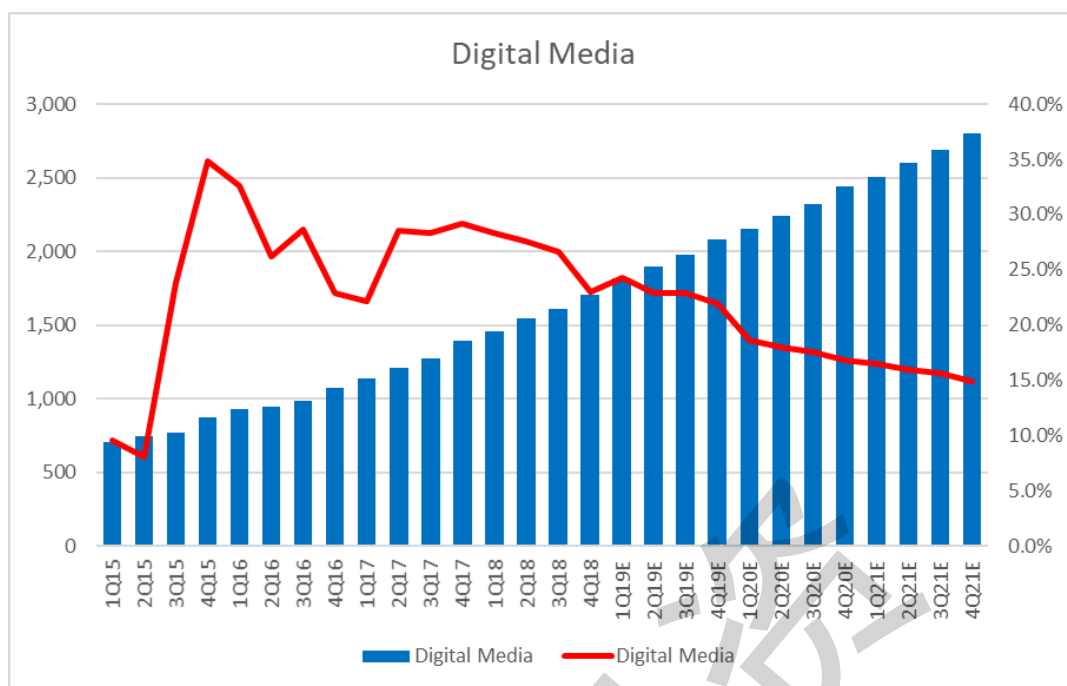


✓ 按产品线划分:

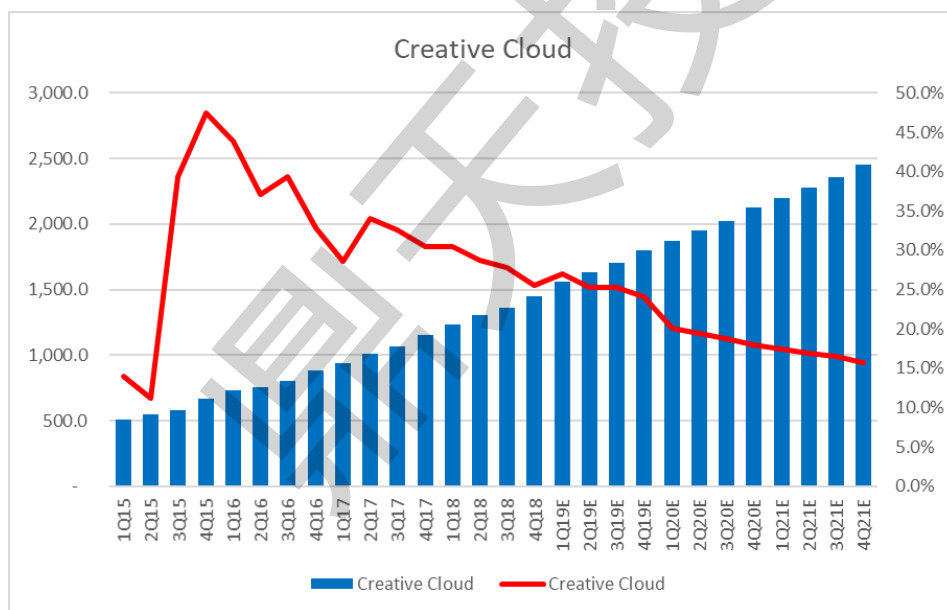


- Creative Cloud 同比增速 25.5%，营收占比 58.9%；
- Document Cloud 同比增速 10.4%，营收占比 10.5%；
- Experience Cloud 同比增速 29.7%，营收占比 22.5%；

a) Digital Media: 营收 1,710M, 同比上升 23.0%, 营收占比 69.4%;



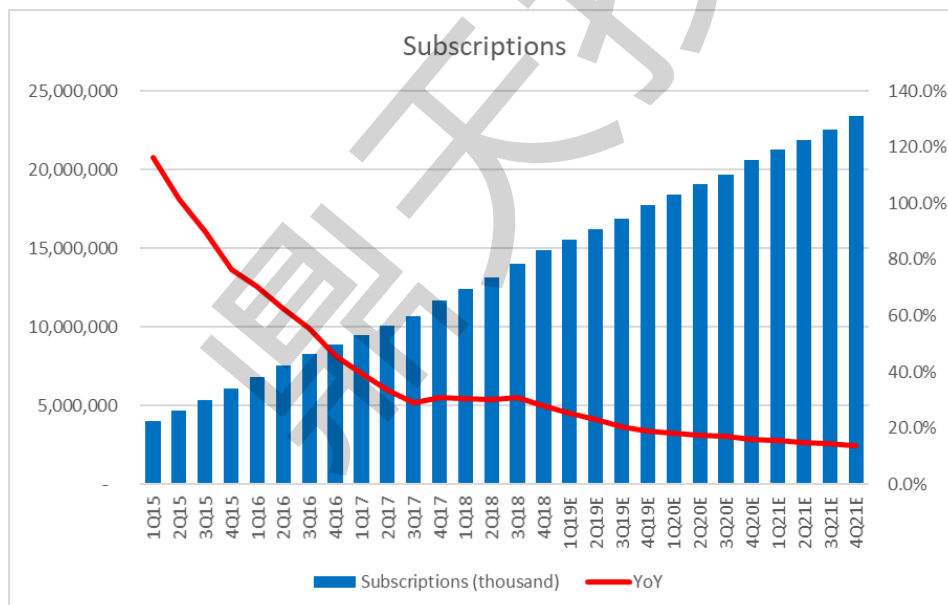
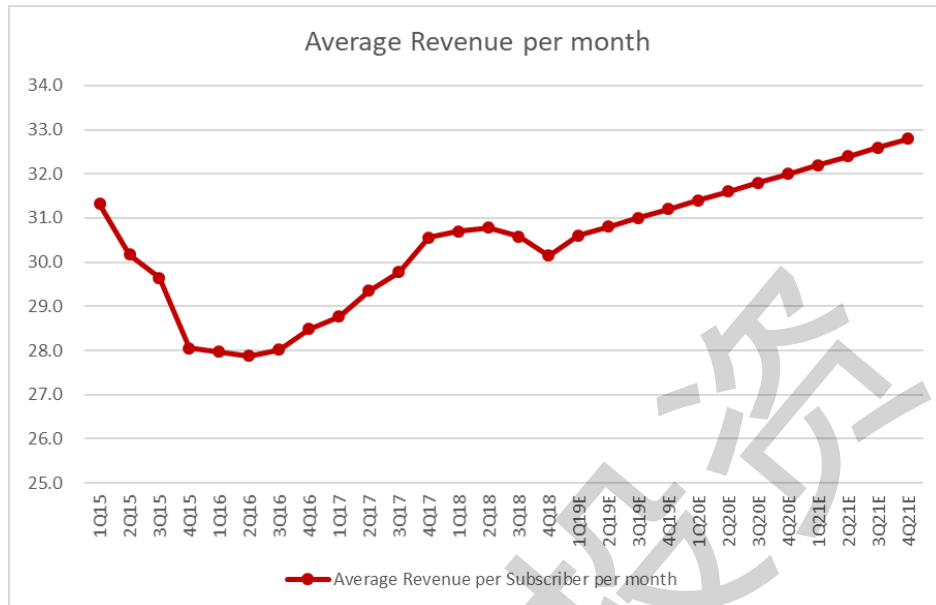
其中

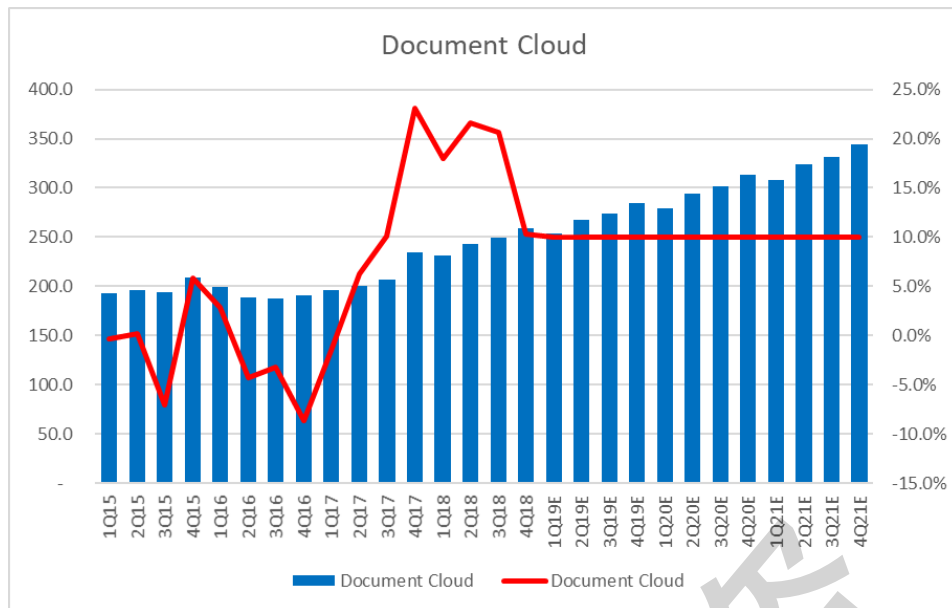


➤ Creative Cloud 营收达到 1,450.6M, 同比增长 25.5%, 驱动力:

- 举办了 Adobe MAX 2018, 主要旗舰产品都进行了更新;
- 推出了 Adobe Premiere Pro Rush, 一款一站式简易操作的社交媒体视频编辑软件;
- Adobe Sensei 持续创新, 比如优化了输入, 以及语音功能 (可以于 Amazon Echo 互通);
- Photoshop on iPad 和 Project Gemini (一款模拟油画的绘画软件), 会在 2019 年推出;
- Adobe.com 网销渠道推动各地域的营收增长;

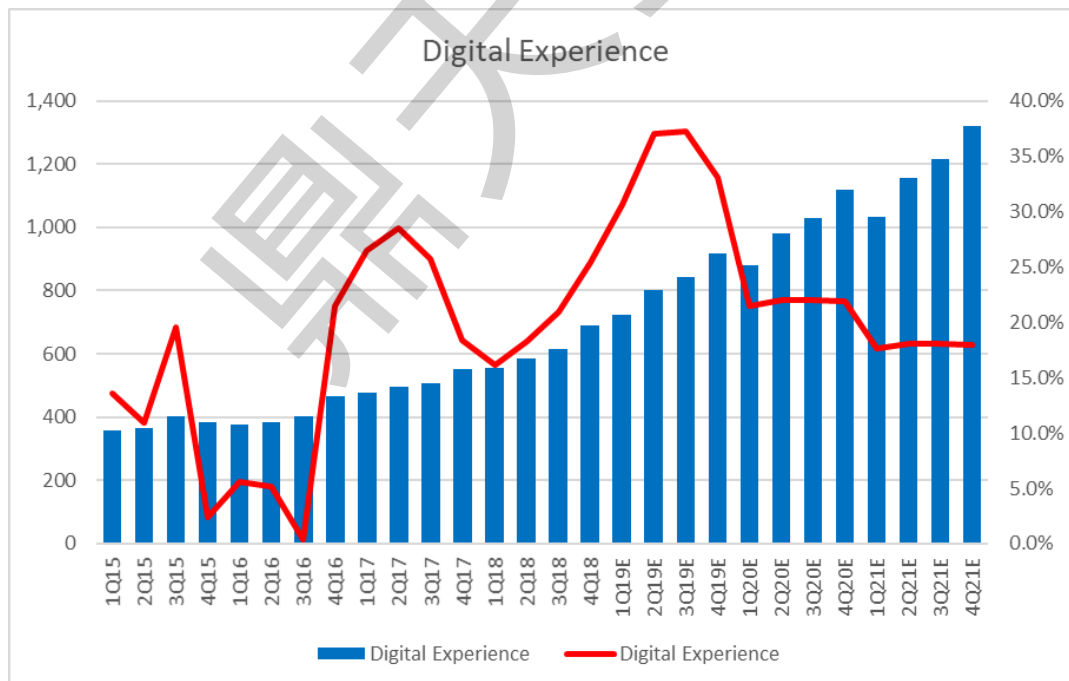
- 季节性因素（年末企业订阅旺季，post-MAX 增长，假日促销活动等）推动强劲的新客户增长；
- 学校市场基于长期的专注，增长良好；
- 新兴市场增长趋势良好；
- Adobe Stock 素材库实现了>25%的同比增长；
- 北美地区提价；



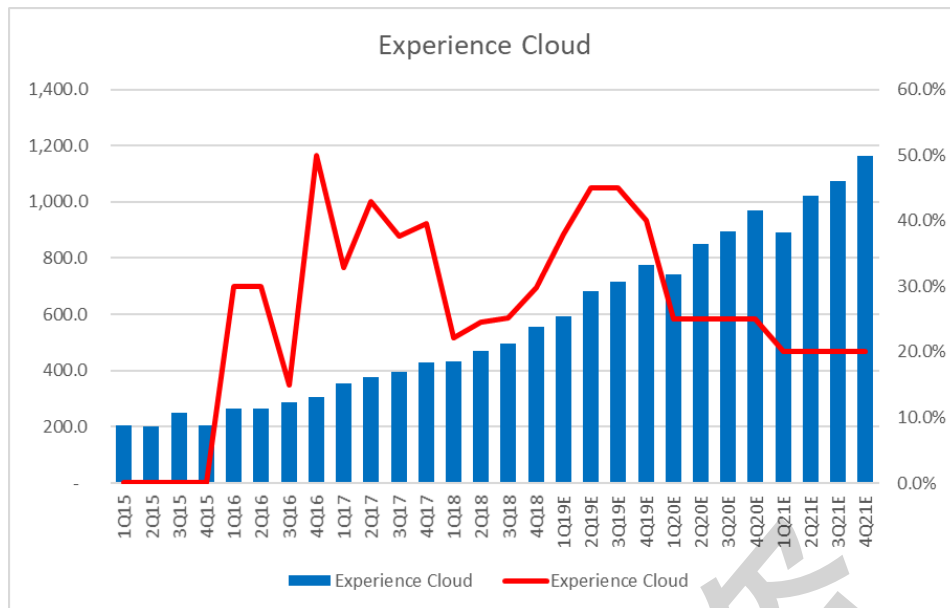


- **Document Cloud 营收达到 258.9M，同比增长 10.4%，驱动力：**
- 新的移动端 Acrobat DC 加入了 Adobe Scan, Acrobat Reader Mobile 等功能；
 - 全新的合作关系建立：Dropbox, Microsoft Dynamics 以及 ServiceNow；
 - Acrobat 套数 FY18 增长>30%（包括 Creative Cloud 和 Document Cloud 一起）；
 - Adobe Sign 在 FY18 同比增速>25%；

b) **Digital Experience: 营收 689.7M，同比上升 25.4%，剔除 Marketo 的 21M，内生增速 21.6%，营收占比 28.0%；**

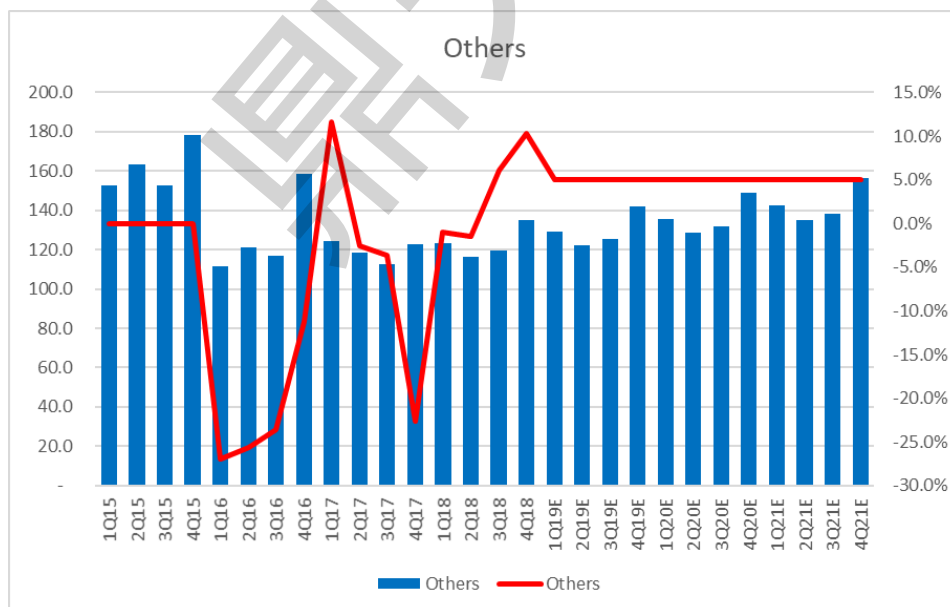


其中

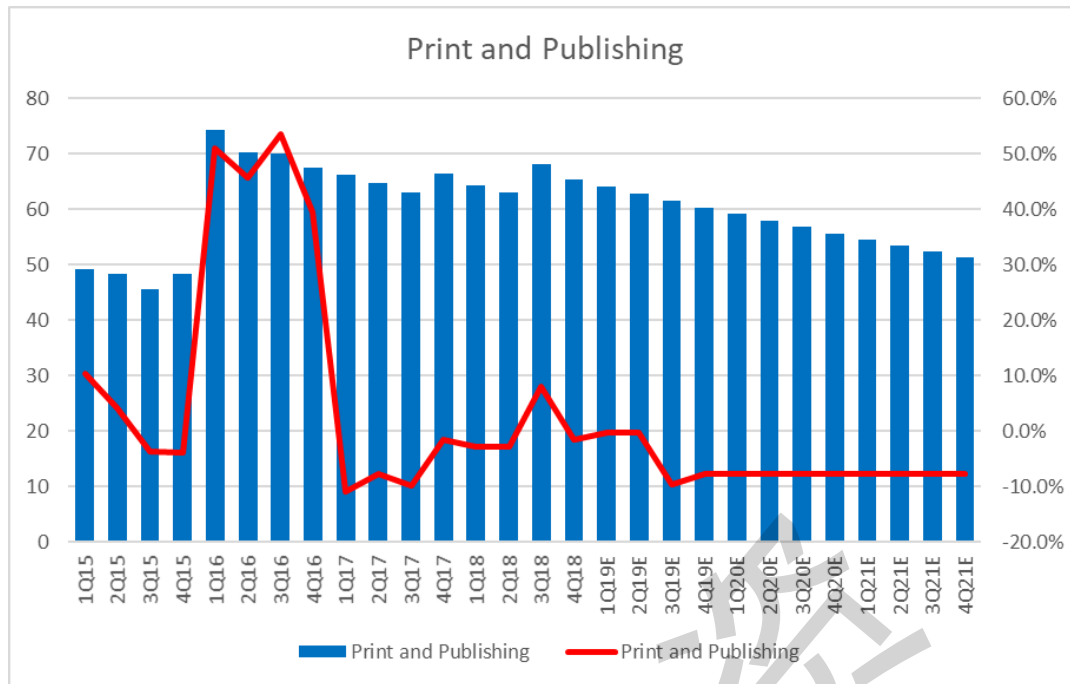


➤ **Experience Cloud 营收达到 554.4M，同比增长 29.7%，驱动力：**

- 季度主要签约包括：Unilever, The Home Depot, Telegraph Media Group, Geico, Heathrow Airport 和 US Department of Veterans Affairs;
- Adobe Experience Platform deliver a unified view of the customer for CMOs and CIOs;
- 与 Microsoft 和 SAP 的数据层面的合作;
- 10 月份完成了领先的 B2B 营销平台 Marketo 的收购, 结合 6 月份收购的 Magento, Adobe 现在在客户营销管理的 B2B 和 B2C 层面都有领先的布局;
- Magento 收入超过 30M, 高于上个季度给的指引, Marketo 贡献 21M 营收;
- 与 Microsoft 合作的市场策略带来了很强的 bookings;

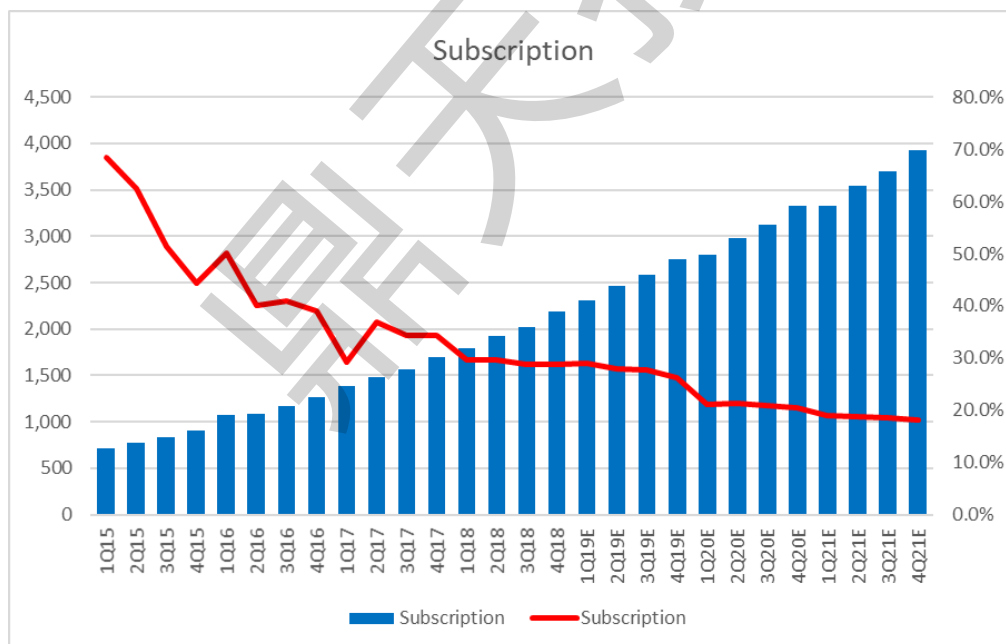


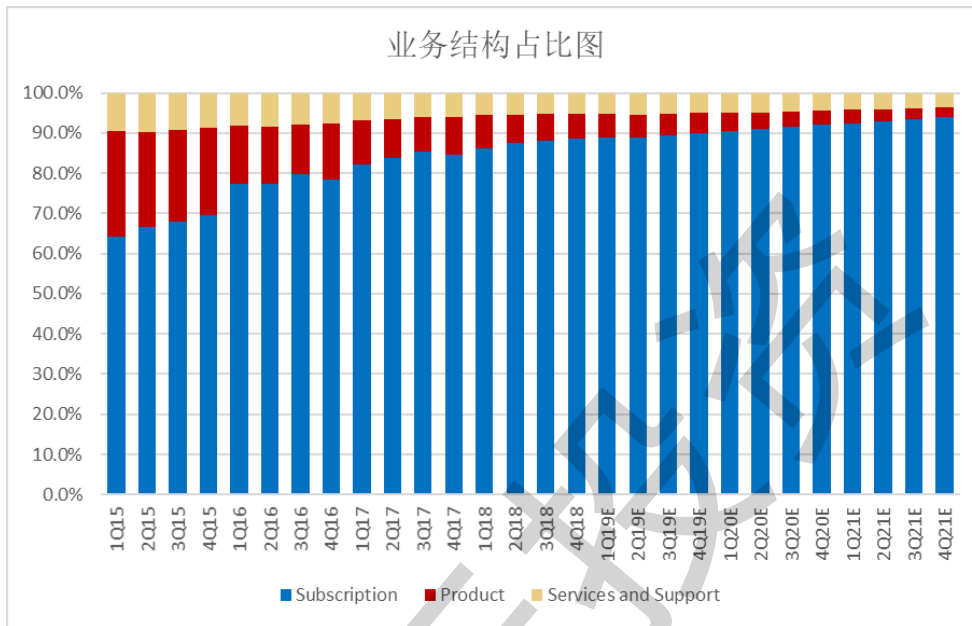
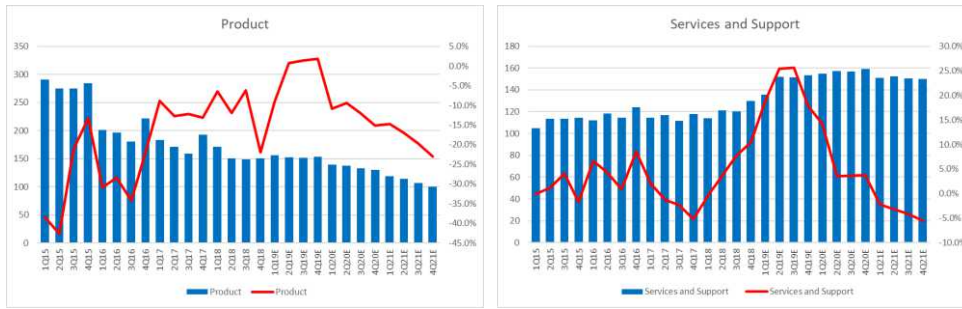
c) **Print and Publishing:** 营收 65M，同比下降 1.5%，营收占比 2.7%;



✓ **按收入类型划分：SaaS 占比仍然不断提高**

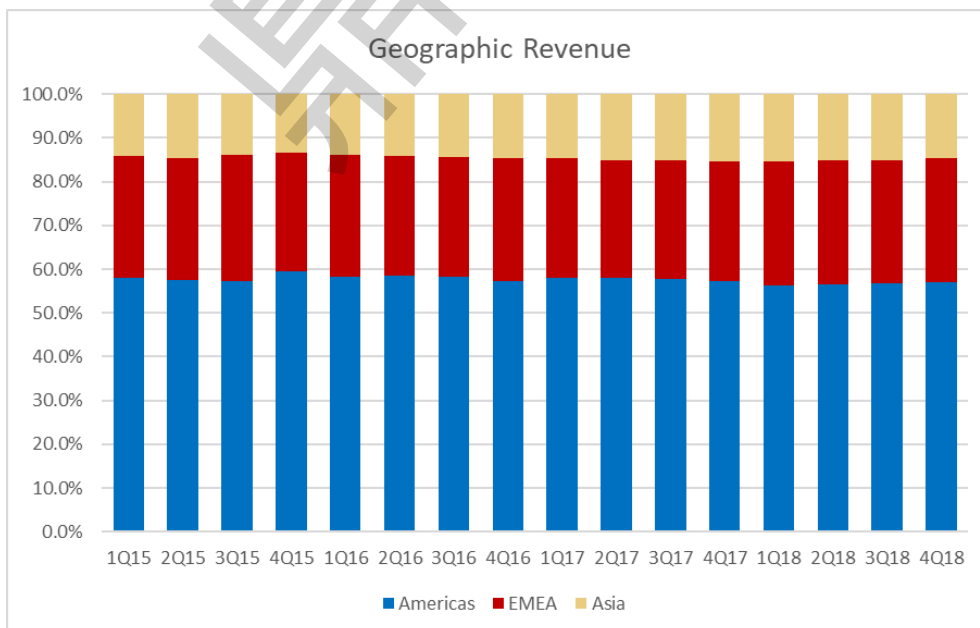
- a) SaaS 收入 2,184M，同比增长 28.8%，占比 88.6%；
- b) 传统业务收入 150M，同比下滑 22.0%，占比 6.1%；
- c) 服务及技术支持收入 130M，同比增长 10.5%，占比 5.3%；

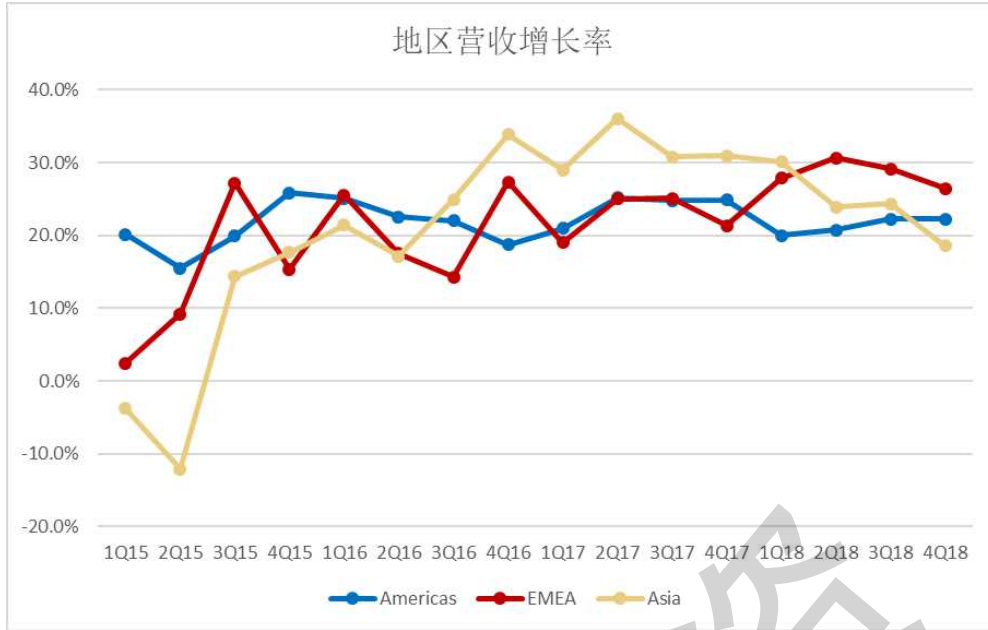




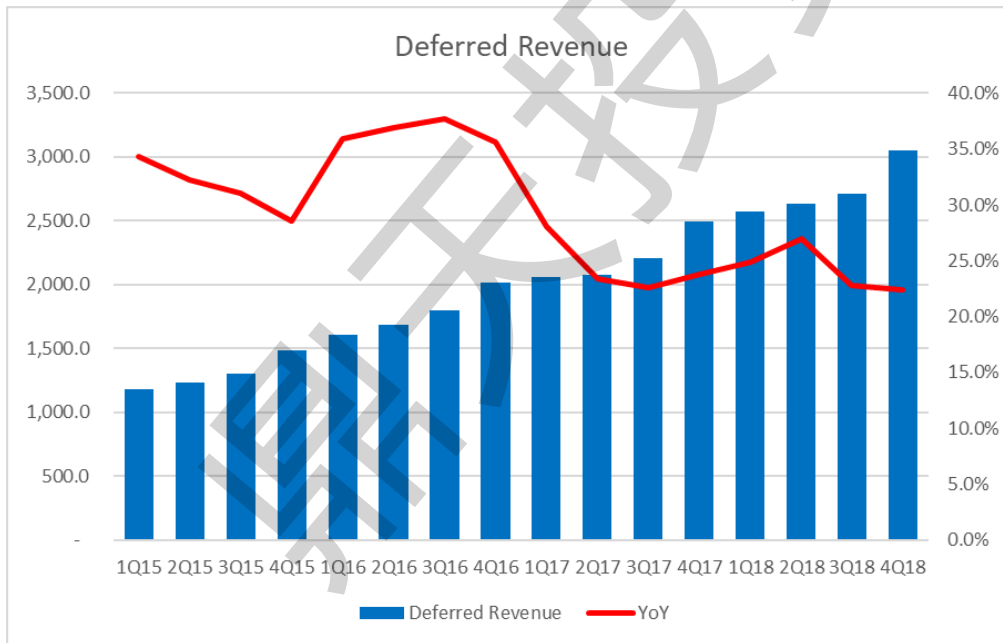
✓ 按地区划分：各区域保持均衡增长；

- a) 北美区域收入 1,406.9M，同比增长 22.2%；
- b) 欧洲、中东、非洲区域收入 694.3M，同比增长 26.4%；
- c) 亚洲区域收入 363.4M，同比增长 18.6%；

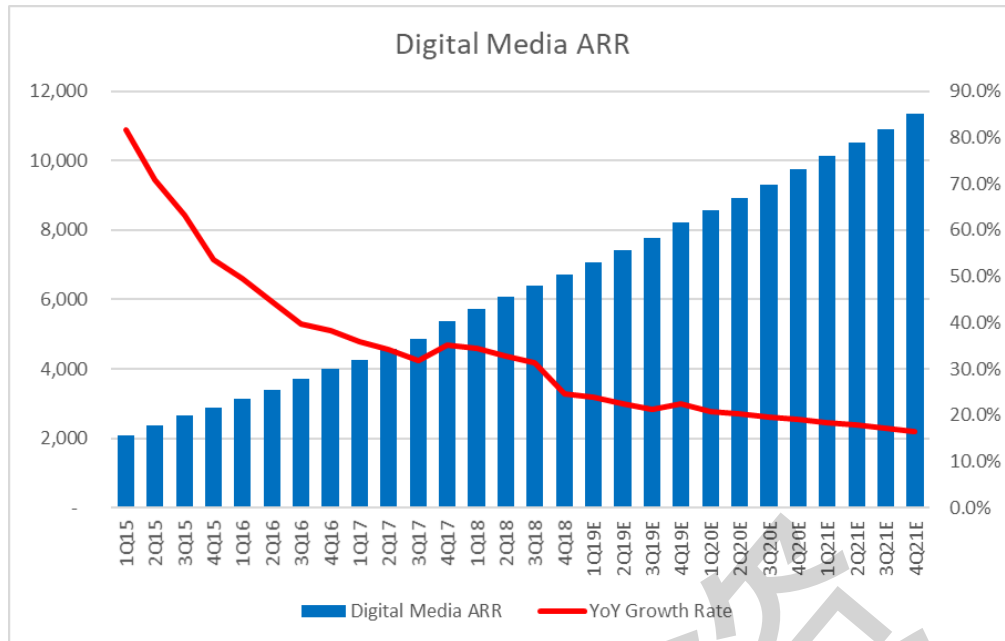




Deferred Revenue 情况：保持 20%+ 的增长速度，本季度 22.4%；



Digital Media ARR 情况：本季度环比有所下降，为 24.6%；有一定汇率影响，剔除汇率同比增速为 26.9%，首次低于 30%；



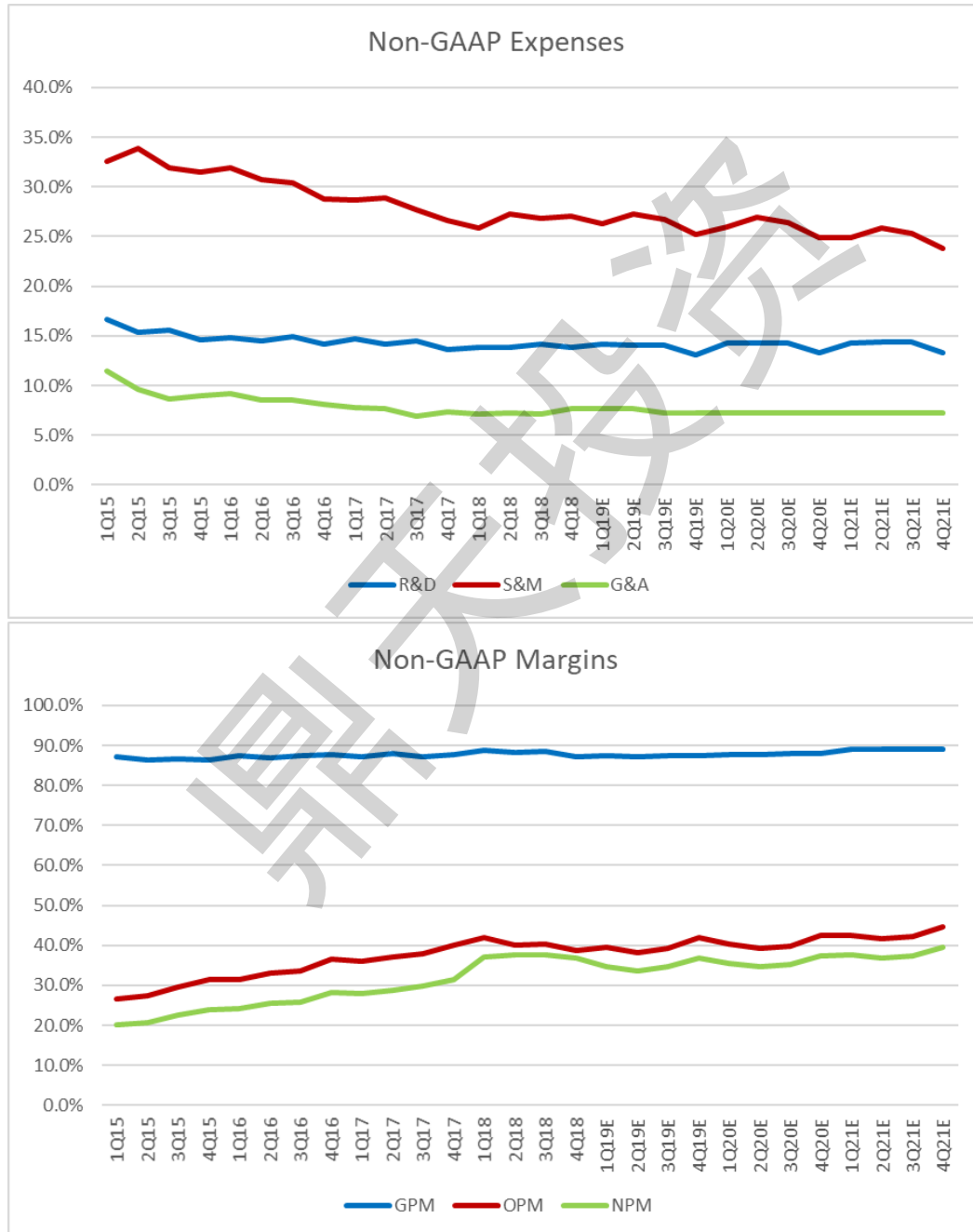
小结：

- 设计师工具随着设计边界的不断拓展（文字、图片、视频、音频、3D、AR/VR 等），Adobe CC 对应的专业群体也在不断增长；
- Creative Cloud 保持良好增长趋势，发展战略十分清晰，执行情况良好：
 - ✓ 两个核心推动力就是用户数量增长和 ARPU 提升，中短期仍然将以前者为重心；
 - ✓ 用户数增长的驱动力：
 - 传统 On-premise 用户的迁移（2012 年 CS 6 之后就停止了 On-premise 版本的更新），这部分预计还有 6-7M 用户增长空间；
 - 通过 SaaS 模式的 low front-end cost，将用户获取门槛降低，针对多款核心产品都提供单品订阅的模式，9.99-19.99 元/每月；
 - 拓展产品边界，跟随内容创作载体的发展而发展，比如推出新的适应 VR/AR 的设计软件，提升整个创意设计工作者的群体数量；
 - 努力推进与教育行业的合作，通过超低价格向学校和学生群体提供服务，培养未来潜在消费群体的使用习惯；
 - 提升产品质量（增加 Sensei AI 平台，产品功能的不断创新等）来增加用户粘性，提升客户留存率（目前已经 90%+）；
 - ✓ ARPU 提升的驱动力：
 - 推广阶段优惠订阅价格到期后的自然提升；
 - 产品单价的提升，推出 SaaS 模式 5 年多以来，唯一一次产品单价的提升就是 2018 年 4 月对于北美区域的部分产品提价；
 - 用户由单品订阅的模式逐步转向多产品订阅或者全套订阅，即交叉销售；
 - 增值服务带来的增售，比如 Adobe Stock 素材库等增值服务产品；
 - 不断推广的企业级订阅（ETLA, Enterprise Term License Agreements），目前占比仍然很小，根据 DTC 模型预测大概占整个 CC 业务的 8%左右；
- CC 的用户增速提升会开始逐渐下降，未迁移到 SaaS 的老用户转化难度会越来越大；
- Experience Cloud, Magento & Marketo 的收购有望推动该业务后续的增长动力。但从过去几个季度数据看，Experience Cloud 的内生增长对比 Salesforce 的 Marketing

Cloud 有一定差距；

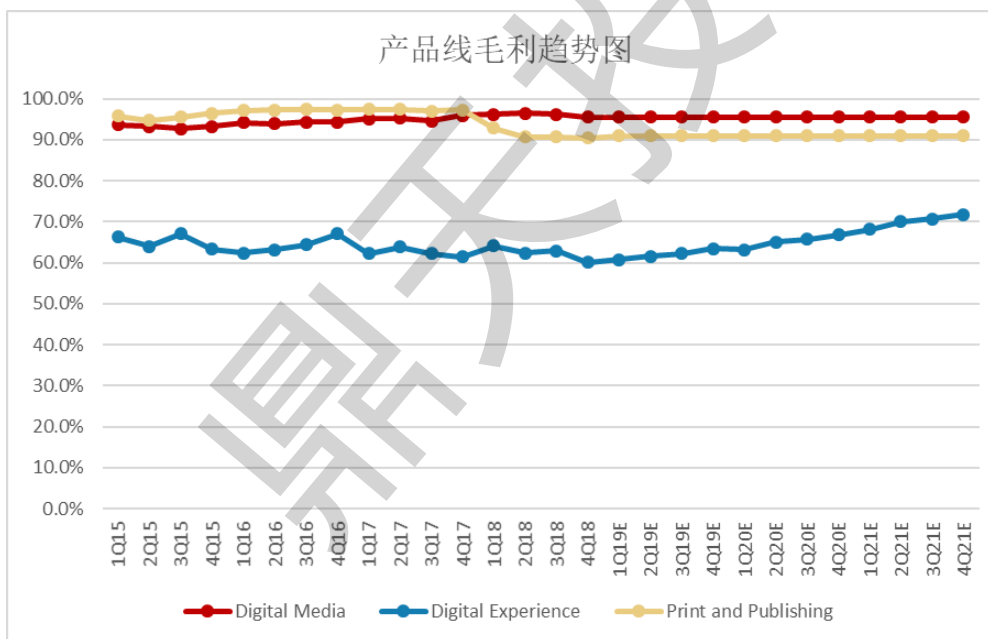
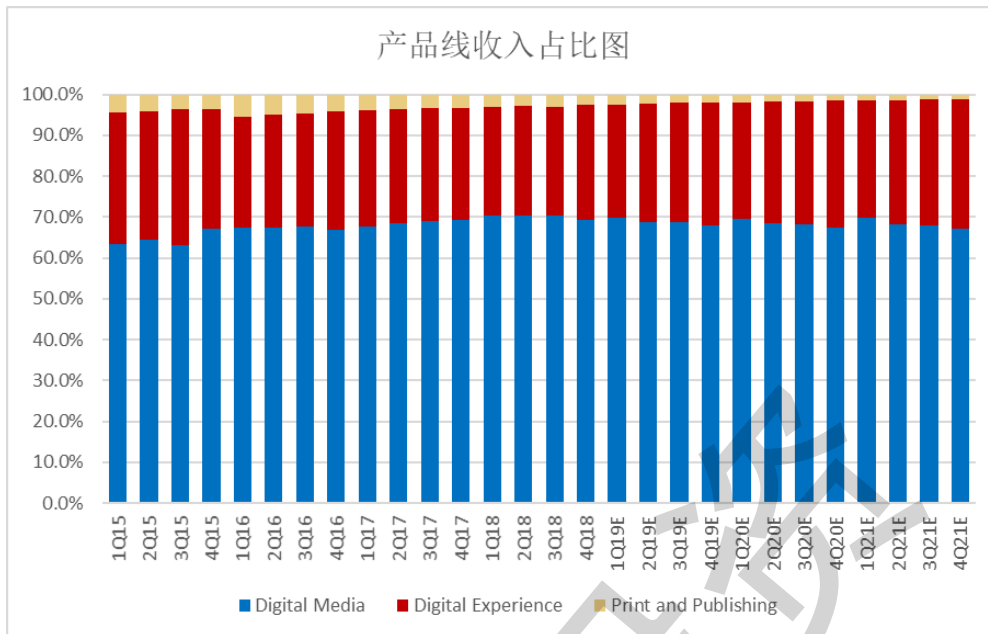
二. 运营情况

- Gross margin 为 87.3%，同比下降 49 bps；
- OP margin 为 38.6%，同比下降 152 bps；
- NP margin 为 36.8%，同比提升 538 bps；
- 由于刚刚完成的收购，带来了一定的费用波动；
- 本季度 GAAP 和 Non-GAAP 税率为 3%/3%，是利润端提升的主要因素，新税收政策对于分红回购有补贴优惠，未来的指引仍然给的 10%/11%；



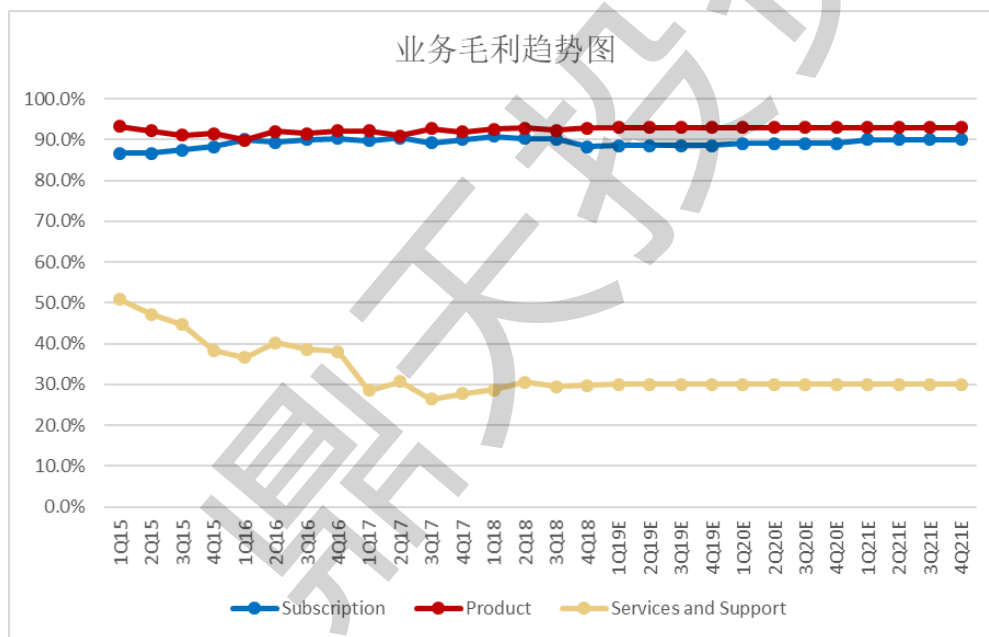
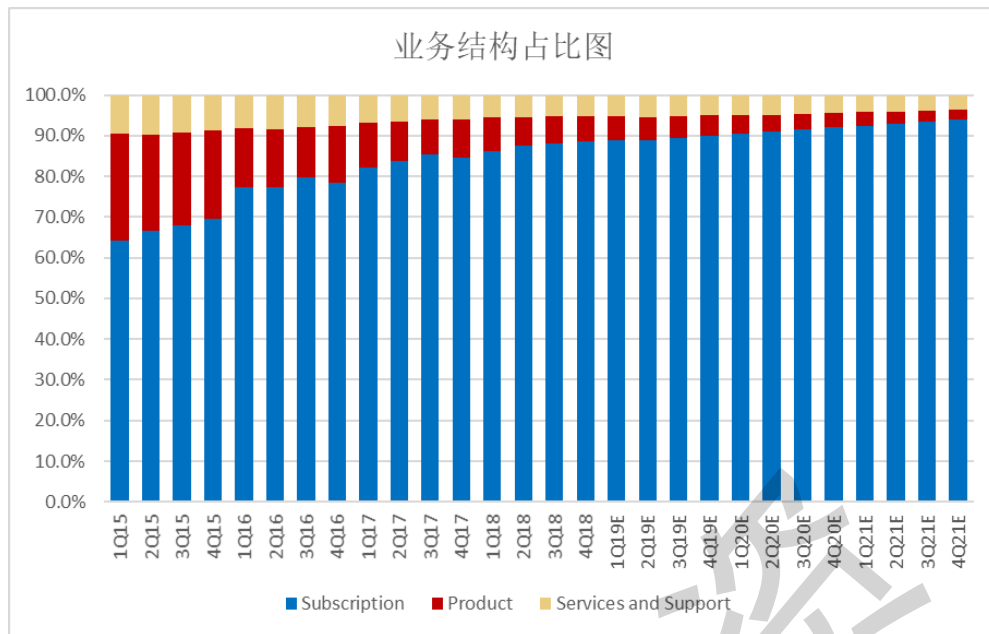
● 毛利率：

✓ 按产品线划分：Digital Media 毛利相对高，占比略有提升；



各个产品线的毛利率都相对比较稳定，未来随着相对更高毛利的 Creative Cloud 的增速高于其他板块，产品结构的变化使得整体公司毛利还存在极小提升的空间。

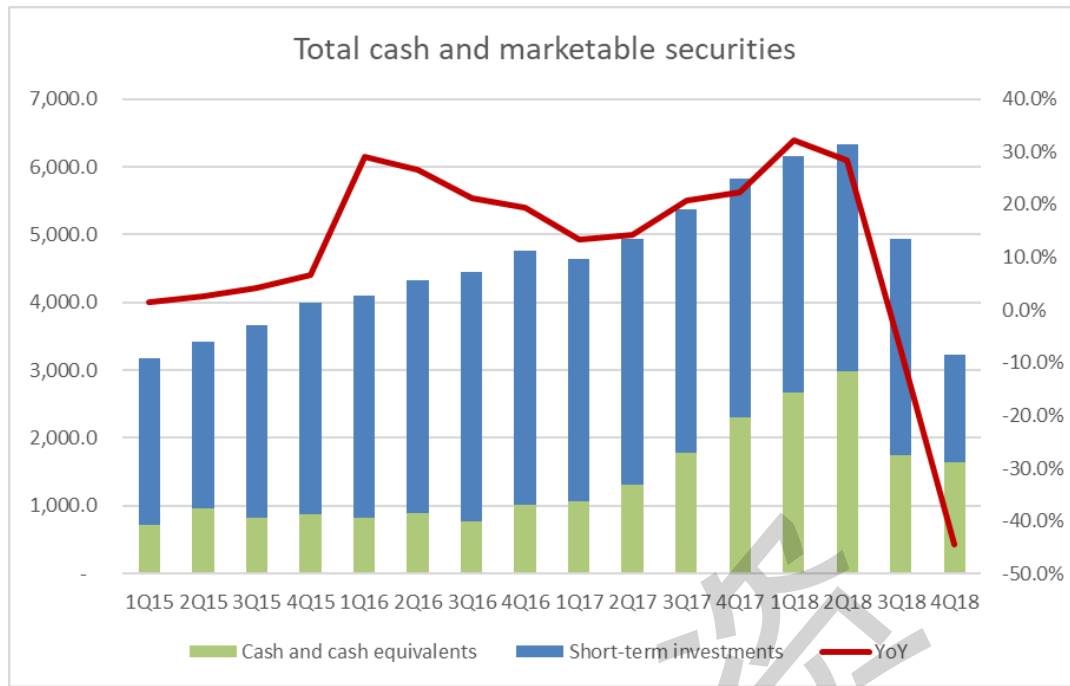
✓ 按收入类型划分：SaaS 占比仍然不断提高，毛利与传统基本无差别



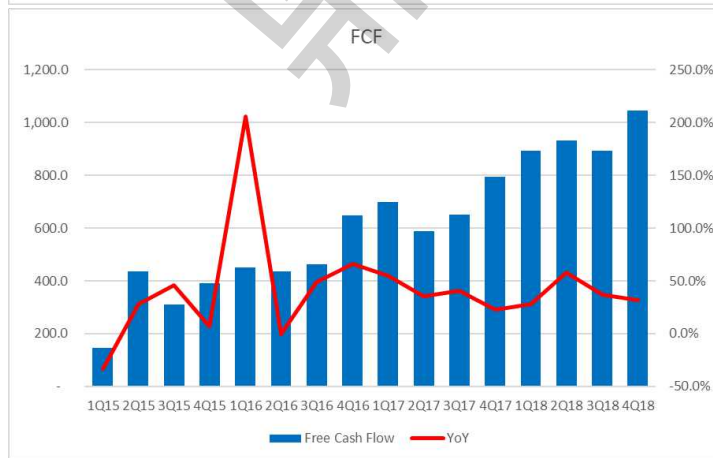
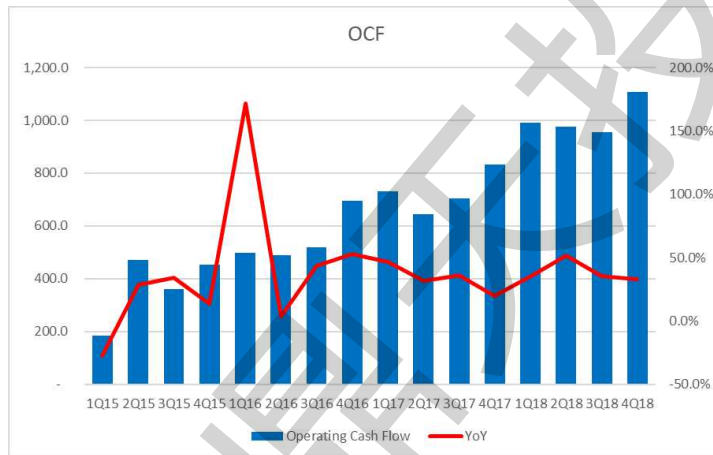
由于 SaaS 目前的毛利已经与传统产品接近一致，再提升的空间有限，未来还会很小的提升空间，因为技术支持占比减小的结构原因。

● 现金流情况

在手现金及等价物 3.229B，环比减少 34.7%，同比减少 44.4%，受近两季季度的收购影响；



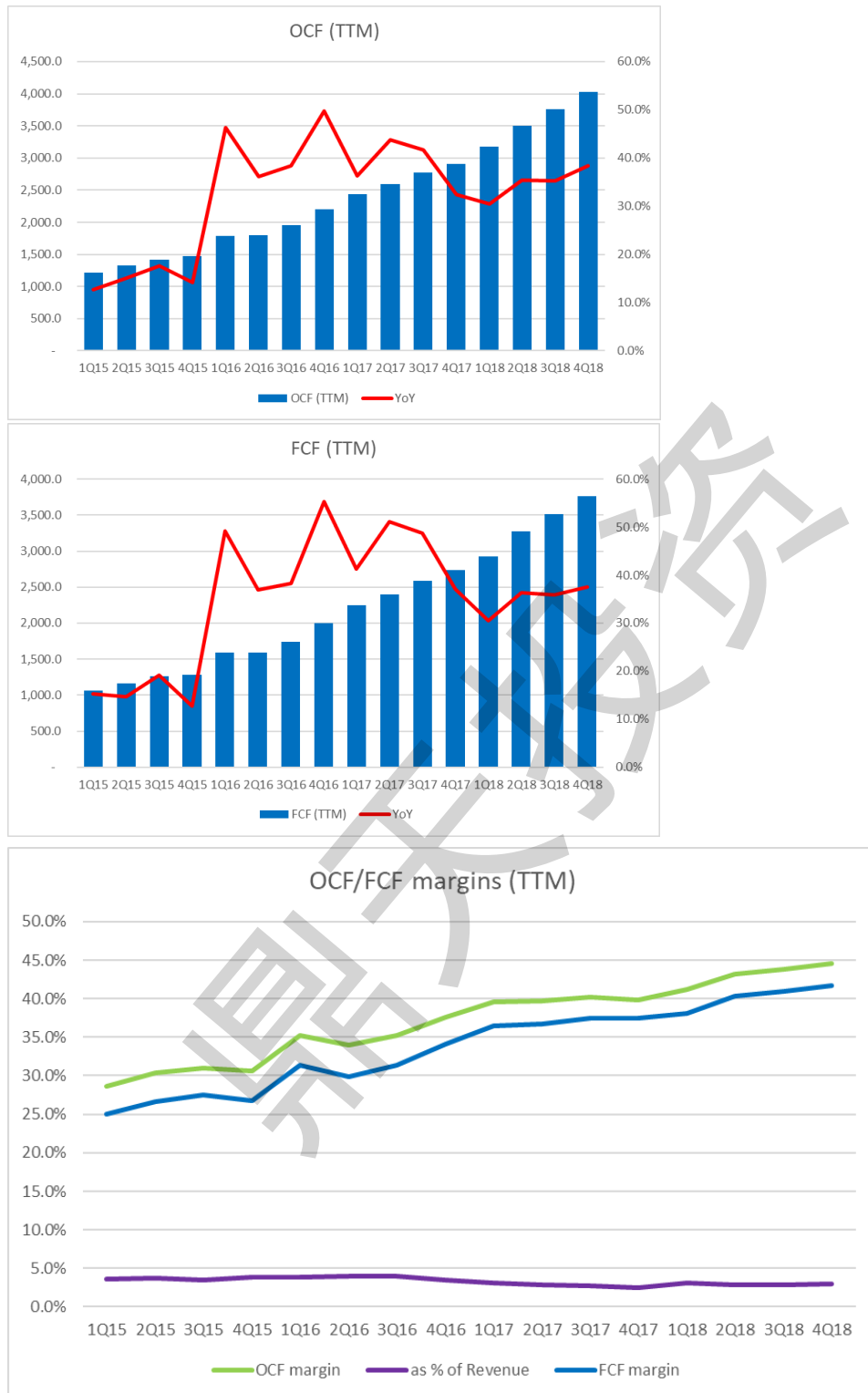
季度 OCF 达到 1,108M, 同比增长 33.0%, 季度 FCF 达到 1,045M, 同比增长 31.4%;



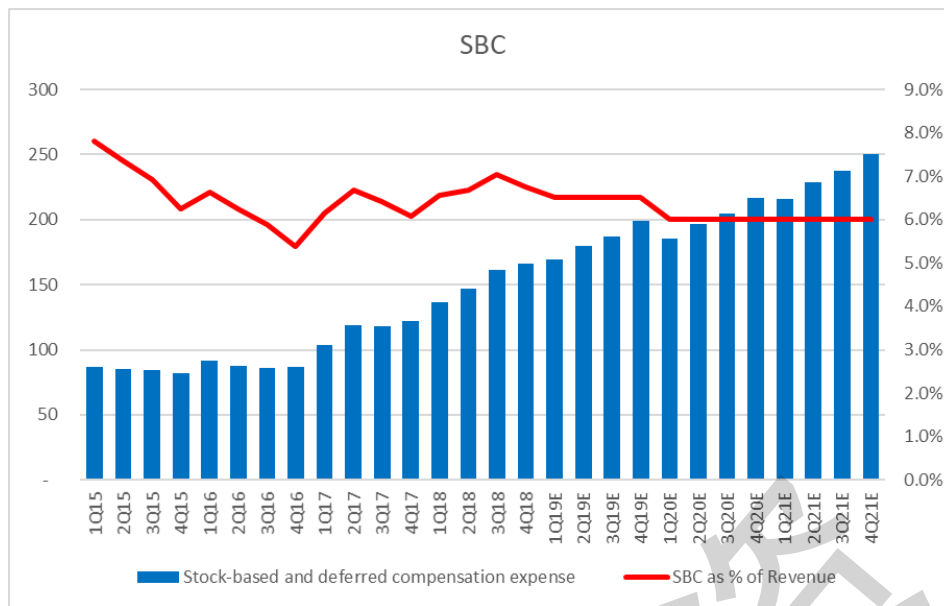
TTM OCF 达到 4,029M, 同比增长 38.3%, TTM FCF 达到 3,762M, 同比增长 37.6%;

TTM CAPEX 占营收比保持在~3%;

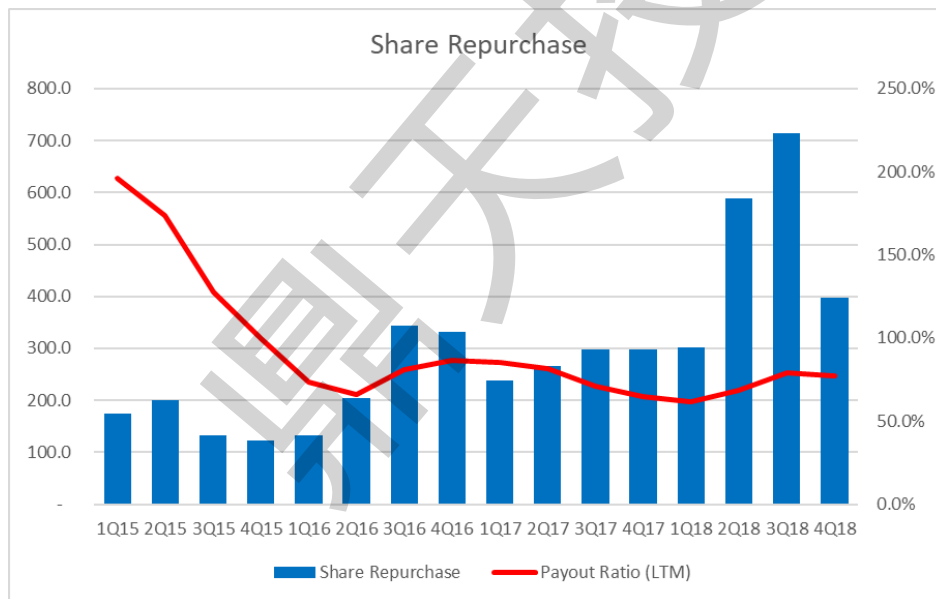
TTM OCF/FCF margins 分别为 44.6%/41.7%，持续提升;



- SBC 情况：本季度 167M，营收占比 6.8%；



- 回购情况：18年5月董事会新批准了新增80亿的回购额度，目前额度充足。
- 本季度回购金额 397M，过去 12 个月回购金额 2,001M，LTM Payout Ratio 77.2%；
 - 16 年来维持比较稳定的 60-80% 的 Payout Ratio；



小结：

- 毛利率基本到顶，改善空间已不大；
- 网销渠道 Adobe.com 的占比不断提升，带来 S&M 效率的提升；
- 未来几个季度的收购整合会对费用率产生一定影响，带来一定的不确定因素；
- 税率优惠力度大于预期，有利于 EPS 的提升，但明年指引税率会回到之前的水平；
- 现金流情况良好；
- 保持较高的回购水平；

三 . 电话会议纪要:

会议信息:

时间: 2018-12-14

参会管理层:

- Shantanu Narayen, CEO;
- John Murphy, CFO;
- Mike Saviage, VP – Investor Relations;

管理层讨论:

- 见前面业务情况总结。

问答环节:

- (Walter Pritchard from Citi) 关于 Creative Cloud, 今年推动 ARR 增长的驱动力, 哪些在明年会更进一步? 哪些会维持现状?**
 - FY18 是增长快速的一年, 但不论是个人产品, 团队产品, 企业级产品, 我们都看到趋势上是稍有放缓, 认为这个趋势会延续;
 - 产品的丰富升级会持续, 比如不断地在各个产品领域推出 HD 的软件, 推出 AR/VR 的软件服务等等;
- (Saket Kalia from Barclays Capital) 关于 Digital Experience, 考虑到有多种新产品可销售, 明年对于销售团队会不会有什么调整? 有了 B2B 和 B2C 的产品后, 潜在目标客户群体会不会有变化? 加入了 Magento 和 Marketo 之后, 销售策略会不会有调整?**
 - 在 2018 年我们就开始考虑这些问题, 我们对于市场进行了分层, 分为了 Strategic Accounts, Corporate Accounts 和 Territory Accounts, 我们对于不同客户有不同的销售策略, 形成最佳的 pipeline; 比如大客户, 我们的销售团队会和 specialist 一起营销, 提供更综合性的解决方案;
 - FY18 我们的 Analytics, AEM 产品, Magento 都有不错的采用率。FY19, 我们的产品线会更加完善, Adobe Campaign, B2C 大容量 email 系统, 跨渠道活动管理以及 Marketo 带来的 B2B 销售线索管理等;
 - 整合已经开始了, 比如 Marketo 已经在于 AEM 产品进行整合。
- (Brad Zelnick from Credit Suisse) MAX 大会上提到的数据驱动运营模型, 能否详细说明一下, 为何这个会是差异化的竞争优势? 会对业务的可预见性有什么贡献?**
 - 这个在 Adobe 内部已经是比较流行的词汇了, 业务流程上, 有发现客户, 尝试销售, 促成销售, 产品使用和续订这些环节,
 - 很多的公司专注于发现客户这个环节;
 - 在 FY18 我们做得很好, 客户 base 越来越大, 我们接下来要做的就是利用我们的产品提升后面哪些环节的效率, 基于这个运营模型, 做出更实时的决策, 帮助所有

地域的团队；

4. **(Alex Zukin from Piper Jaffray) AEM form 在渠道伙伴的反馈很不错，能否多谈谈这块的趋势？对于电子签名市场有什么看法？**
 - 纸质文件转成电子文件是数字化转型的一个大驱动力，大多数企业数字化转型的第一步就是要创建网站形成跟客户的直接联系。我们在 Acrobat 端和 AEM form 端都是希望所有的结构化工作流都能在我们的产品上实现，这个趋势是很明显的。政府部门是 AEM form 的重要用户，PDF 的使用量很大，因为政府不能为了与用户交互而强制要求市民使用某一种软件。
 - 整个 Document 都是很大的机会，而数字签名是我们已经开展了的业务。在 PDF 端的能力，网站内容管理的能力都持续推动业务的发展。

5. **(Kirk Materne from Evercore ISI) 虽然还在整合早期，但 Magento 的业绩超出了公司的指引。商务云是几乎每家企业都关注的领域，Magento 怎么能够帮助到现有的 B2C 的业务？**
 - 关于 Magento 商务云的解决方案，有两个维度是我们感到非常兴奋的：
 - 首先这个解决方案在大型企业服务领域，补齐了我们业务的闭环，我们现在拥有 Content management, 有 Audience Segmentation, AEM 也可以与 Magento 整合在一起，移动化的能力也是非常重要的一部分；
 - 其次 Magento 在中端市场和小企业市场都有很好的知名度，我们的 content management 和 analytics 服务可以嵌入方案为客户提供更多的价值；
 - 在这个生态立有超过 30 万开发者；

6. **(Jennifer Lowe from UBS) Marketo 收购对于费用端的影响？**
 - 对 DX 收入端的增长指引由 MAX 大会的 20%提升到了 34%，考虑到 base 的增大，我们没有提升 subscription bookings 的 25%的增速指引；
 - 对利润端直接的影响包括两块，一个是费用，另一个是税率；
 - Magento 和 Marketo 的收购相关费用预计会带来 75M 的 accounting impact，主要都会在明年上半年体现，大概会减少 non-GAAP EPS 0.15。
 - 从运营费用角度出发，Marketo 不会稀释，因此需要额外考虑的是对于 Deferred revenue 以及财务费用和税率的影响。

7. **(Brent Thill from Jefferies) 对于 Digital Media ARR 的指引提升了 50M 到 1450M，主要的信心来自哪里？**
 - 新产品推出以及 Acrobat 在新兴市场的趋势。
 - 打击盗版方面也取得了一定的成效。
 - Adobe Sign 和 Stock 的趋势也很好。

8. **(Kash Rangan from Bank of America Merrill Lynch) 作为最早披露 Q4 业绩的公司之一，对于明年美国和新兴市场宏观经济的看法？对于 Adobe 在这些市场的策略有什么影响？**
 - 我们不是宏观经济学家，但是我们看到的是在创意设计领域，数字化转型是一件非常重要的事情，不论是身处哪个市场；
 - 数字化转型对于企业和个人从来没有这么重要过，我们看到新兴市场都在增长。

- 我们在针对不同市场的差异化定价策略也对业务有很大的帮助。
- 宏观经济对于 Adobe 的影响可能比其他软件公司小。

9. (Jay Vleeschhouwer from Griffin Securities) 在 MAX 大会上, 公司宣称 Creative Cloud 正在由桌面向多终端转移的拐点上, CC 业务与新硬件的关联性有多大? 在 Summit 大会上, 公司宣称 Digital Experience 是为了建立数据的体验系统, 你们是否认为已经成功的搭建了这样的系统, 还是说目前还只是一种期望?

- 多终端是一个显而易见的趋势, 不论是平板电脑还是移动设备, 肯定都会比上一代代硬件更强; 任何的功能创新, 不论是语音, 新移动力或是任何其他的交互方式, 对于 Adobe 来说都是新的机会;
- 我们的 Lightroom, XD 等主力产品都在多终端这个领域取得了很好的结果, 我们不仅是针对旗舰产品, 很多新产品的发布比如 Project Gemini 都会保证多终端兼容;
- DX 层面, 我们与 SAP 和 Microsoft 的 ODI 计划就是在数据领域迈出的巨大一步, 可以与支持系统, 供应链系统, 财务系统, 营销系统等整合一起的统一的用户数据画像, 我们是先行者, 取得了重大的进展, 也是我们获得差异化竞争力的关键。

10. (Heather Bellini from Goldman Sachs) 宏观环境遇到大的挑战是, IT 支出可以维持么? 关于提到的打击盗版问题, 对于 CC 业务有什么帮助么?

- 客户对于企业的期望不会因为宏观环境的改变而降低, 当经济出现一些挑战时, 更需要确保客户的体验, 如果看现在移动设备对于企业与客户交互的重要性, 我们认为数字化转型只会变得越来越重要;
- 我们暂时还没有看到企业因为经济放缓而缩减 IT 开支的情况;
- 从 CC 转型的第一天起, 低的前端费用就是新用户增长的重要原因之一, 也是我们打击盗版的重要手段, 我们的新用户获取数据也给了我们很大的信心。产品都在云端也是重要的方式。

11. (Keiss Weiss from Morgan Stanley) 剔除 Marketo 的收购, Core business 的 OPM 明年还会有很大改善么?

- 收购的影响大部分会在上半年或者前三个季度。
- 认为 OPM 会继续改善, 即使考虑收购, 全年 OPM 应该还是会有所改善。

12. (Mark Moerdler from Bernstein) Acrobat 的云转型进展到什么程度了? Document Cloud 由永久许可转向订阅收费对于收入的负面影响有多大?

- Acrobat 的转型我们的策略与 CC 有所不同, 有些情况下永久许可对于新客户的获取还是很重要的, 并不是全部停掉。
- 业务发展还是较好的, 没看到转型太多负面的收入影响, 专注的点是用户数量提升;
- 随着更多的增值服务和 AI 服务加入, 这块业务还是有很好的发展前景的。

13. (Sterling Auty from JP Morgan) 于中国的谈判, 如果真的达成一个关于支持产品保护的协议使得能够打开中国市场, 对于 Adobe 来说那个市场有多大? 对于收入和增速的影响会有多大?

- 可以从有多少 PC 设备和移动设备在中国去对比美国, 乐观点估计的话, 至少适合美国同等量级的市场;
- Adobe 是少数几家美国科技公司在中国没有替代者的公司之一。

- 即使达成协议，认为也需要一定的时间去转换成自身业务。
- 现在在中国已经推出了 CC，专注于团队型产品，另外就是那些在中国做生意的我们的客户；

14. (Brent Bracelin from KeyBanc Capital Markets) 关于 OPM，已经持续 5 年每年提升差不多 200bps 了，现在 40% 的 OPM 是十年来的最高水平。收购会带来一定影响，未来是否还会对超过 70B 的 Experience Cloud 市场进行投入去获得更多份额，还是说明年还可以做到 40%？

- 长期来看，相信 Digital Experience 可以做到与正常 SaaS 业务有的 margins；
- 一直在做收购，也会专注于业务的整合，做到这块 OPM 的提升；
- 长期来看，我们认为利润端的增速会高于收入的增速；
- 在经历了因为收购影响的上半年后，会看到 OPM 会到公司的历史高位；

15. (Tom Roderick from Stifel) 3 月份 CC 在北美提价，新用户和老用户都有什么反馈？不会对 net dollar retention 产生什么影响？

- 完全符合公司的预期，我们做了充分的尽调；
- 会专注于产品创新为客户提供价值；

四 . 投行观点 (Buy/Hold/Sell – 20/10/0, 平均 290)

机构	评级	TP	报告时间	观点
Bernstein	Buy	301 下调 TP 309→301	20181214	<ul style="list-style-type: none"> ● 剔除收购业绩超预期； ● 认为 Magento, Marketo 两笔收购会对未来 DX 产生正面影响，提升增速； ● 估值 P/E、DCF 及 SOTP 混合；
CS	Buy	300	20181214	<ul style="list-style-type: none"> ● 业绩超预期； ● 有长期持续增长动力； ● 剔除收购费用和汇率影响后指引高于预期； ● 估值 DCF 估值，对应 32x CY19 EV/FCF；
BAML	Buy	309 上调 TP 308→309	20181214	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司指引 Marketo 剔除收购费用，对于 Core business OPM 不会稀释； ● Marketo 带来交叉销售机会； ● 提升 DM ARR 显示出在不确定的宏观环境下的信心； ● 基本面稳固； ● 估值 24x FY23 EPS&FCF, 15-year DCF discounting back；
MS	Hold	255	20181214	<ul style="list-style-type: none"> ● DM 增长持续，指引提升；

				<ul style="list-style-type: none"> • 剔除收购业绩超预期,回购充足; • 优惠税率提升利润; • EPS 指引有很多不确定项,比如汇率和收购财务影响; • 内生增速 mid-teens; • 估值 33x FY19 PE;
GS	Hold	280 上调 TP 270→280	20181214	<ul style="list-style-type: none"> • 剔除收购业绩高于预期; • FY19 采用 ASC 606; • 估值 综合 PE, DCF 和 PS 估值, 36x FY19 PE, 12x FY19 PS, 16x terminal FCF multiple;

总结:

本季度业绩, 剔除收购影响, 收入利润均略超出市场预期。

Digital Media ARR 同口径为 6833M, 高于市场预期的 6789M。创意与设计类工具的增长保持强劲。但从电话会议公司的评论, 未来增速会逐渐自然下降, 也符合剩余 on-premise 老用户的转化难度逐渐提升的逻辑。

Experience Cloud 该领域的市场竞争长期来看显然要高于其他板块, 从内生增速上看, Adobe 要逊色于 Salesforce, 但是板块的 TAM 空间较大, 预估超过 70B, 市场逐步整合也有利于龙头, Adobe 和 Salesforce 在这一细分业务领域均有不错的增长空间。Magento 和 Marketo 的收购将使得 Adobe 将成为行业唯一一个产业链全覆盖的公司, 包括内容创作、营销、广告、分析及 B2B&B2C 电商平台。

指引方面, 由于下个季度开始采用新的 ASC 606 会计准则, 以及收购带来的财务影响, 与市场预期不太好直接比较。从年度的趋势看, 业绩后, FY19-21 的市场收入指引都有 3~5% 的上调, EPS 端, FY19 略有下调, FY20-21 小幅上调。

毛利率上, 只能由结构的优化再带来小幅提升, 再进一步改善的空间有限。费用方面, Adobe.com 的直销比例扩大还能有优化 S&M 占比。根据指引, 大部分收购相关的影响会体现在 FY19 上半年, 且 Marketo 的 OPM 不会拖累公司整体。电话会议中提到的全年指引是全年能做到 FY18 的水平。

现金流非常健康, 且公司一直保持着很高的回购比例, Payout Ratio 维持在 60-80%水平。因此即使过去几年有大量的 SBC, 股本却一直在变少。公司在保证业务稳步发展的同时, 将大部分的利润返还给了股东, 新的税收制度对于回购有一定的优惠, 提升了 bottomline。长期公司指引是 bottomline 增速会高于 topline。

综合看定量, Adobe 是软件行业几乎仅有的能够在如此规模还保持 topline growth ~20%, bottomline growth 20%+, OPM 40%+, 且不断回购反馈股东的企业。

目前公司的估值是属于偏高的位置, 未来三年 EPS CAGR ~22%, 但目前 PE 接近 30 倍。

风险：

- 宏观放缓带来企业需求的降低，从历史上看，2000 及 2009 年两次宏观放缓，出现过两次业绩负增长，2001~2002 年增速掉到~-5%，2009 年增速-17.7%；尽管现在转到 SaaS 模式，波动应该比 license 模式要小，但仍有受到冲击的可能；
- 目前估值已经非常饱满，基本已经充分 price in 了业绩增长；
- 整合带来的业绩不确定性，包括收入端的影响和运营利润率的影响；

本文仅供参考，不作为投资建议。

鼎天投资