

# 创意+营销 SaaS 龙头拥抱 AI 时代

华泰研究

2024 年 1 月 17 日 | 美国

首次覆盖

计算机应用

投资评级(首评):

买入

目标价(美元):

754.87

研究员 谢春生  
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com  
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 夏路路  
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com  
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

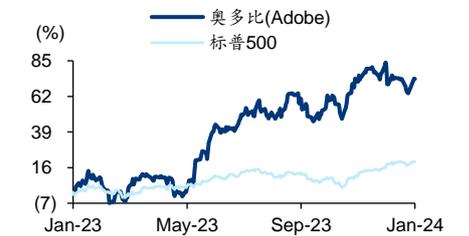
研究员 彭钢  
SAC No. S0570523090001 penggang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人 林海亮  
SAC No. S0570122060076 linhailiang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(美元)	754.87
收盘价(美元 截至 1 月 16 日)	597.68
市值(美元百万)	272,124
6 个月平均日成交额(美元百万)	1,551
52 周价格范围(美元)	318.60-633.89
BVPS(美元)	36.30

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 创意+营销 SaaS 龙头, 拥抱智能化新时代

Adobe 成立于 1982 年, 是全球创意+营销 SaaS 龙头。公司自成立以来逐步从桌面出版向多媒体软件、创意营销领域拓展, 业务包括数字媒体、数字体验、印刷与出版三大部分, 提供创意云、文档云、体验云等产品。公司积极将 AI 等智能技术应用于产品中, 推出 AI 底层开发平台 Sensei 及生成式 AI 工具 Firefly, 产品智能化程度持续提升。我们预测 FY24-26 公司总收入为 214.8/239.2/268.7 亿美元, 2024 年可比公司平均估值 12.5xPS, 考虑公司在创意领域较强的市场地位, 给予 FY24 16xPS, 对应市值 3437 亿美元, 目标价 754.87 美元/股。

## 产品线拓展沿三条主线展开, 为公司提供充足增长动力

Adobe 沿“随媒体载体迭代拓展产品”、“业务领域拓展”、“功能拓展”三条主线持续拓展产品线, 形成了完整的业务布局。一方面, 媒体载体持续迭代, 从桌面出版向图形处理、多媒体、3D、AR 等载体延展, 带来新的业务机会; 另一方面, 公司从创意设计向营销、体验领域拓展, 完成跨领域的布局; 此外, 公司持续迭代产品版本, 进行功能方面的拓展, 不断强化产品能力。据公司官网, 公司 TAM (Total Addressable Market, 可触达市场空间) 从 2018 年的 483 亿美元预计增长到 2024 年的 2050 亿美元。我们认为持续的产品拓展有望为公司提供丰富的增长动力。

## 云转型顺利完成, 进入平台化+智能化阶段

Adobe 通过云转型, 进入平台化+智能化阶段。自 2011 年开启云转型探索后, Adobe 于 2015 年首次实现订阅收入占比超过 60%。随着云转型逐步完成, 平台化、智能化具备了良好的基础。公司逐步开启平台化、智能化的发展新阶段, 陆续发布人工智能 Sensei 平台、Experience Platform 平台等产品。平台+服务+应用的全方位布局一方面帮助公司进一步打开市场空间, 另一方面也有助于公司快速推广新技术的应用, 把握技术革新带来的机遇。

## 生成式 AI 商业化逐步推进, 成长空间进一步打开

在生成式 AI 应用方面, Adobe 已完成技术的产品化, 并逐步推进生成式 AI 的商业化。自 2023 年 3 月发布生成式 AI 核心产品 Adobe Firefly 私人测试版 AI 工具以来, Adobe 陆续将生成式 AI 技术与 AEM、Pr、PS、Express 等各个产品线结合, 形成了以 Firefly 为核心, 贯穿多个产品的产品矩阵。在商业化方面, 公司依托图像生态圈解决版权问题, 并发布了基于点数的商业模式。我们认为随着生成式 AI 产品商业化逐步推进, 公司的成长空间有望进一步打开。

风险提示: 宏观经济波动; 技术落地不及预期; 市场竞争加剧。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(美元百万)	17,606	19,409	21,481	23,918	26,873
+/-%	11.54	10.24	10.67	11.35	12.35
归属母公司净利润(美元百万)	4,756	5,508	6,251	7,216	8,408
+/-%	(1.37)	15.82	13.49	15.44	16.51
EPS(美元, 最新摊薄)	9.93	11.50	13.05	15.07	17.55
ROE(%)	32.97	36.04	38.03	43.84	43.62
PE(倍)	58.06	49.40	43.53	37.71	32.37
PB(倍)	19.65	16.47	16.64	16.42	12.38
EV EBITDA(倍)	40.58	35.69	34.62	31.00	27.15

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 正文目录

<b>核心投资逻辑</b> .....	<b>3</b>
<b>Adobe: 创意+营销 SaaS 龙头, 拥抱智能化新时代</b> .....	<b>4</b>
产品线一: Creative cloud .....	6
产品线二: Document cloud .....	6
产品线三: Experience cloud .....	7
<b>产品线拓展+云转型, TAM 持续抬升</b> .....	<b>8</b>
产品线拓展沿三条主线展开, 为公司提供充足增长动力 .....	8
产品拓展逻辑一: 随媒体载体迭代拓展产品 .....	8
产品拓展逻辑二: 业务领域拓展.....	9
产品拓展逻辑三: 功能拓展.....	10
云转型顺利完成, 进入平台化+智能化阶段.....	11
转型成效一: 平抑收入波动.....	12
转型成效二: TAM 持续抬升, 市场空间进一步打开 .....	12
转型成效三: 盈利能力及现金流改善 .....	12
转型成效四: 为平台化、智能化打下良好基础.....	13
<b>生成式 AI 商业化逐步推进, 成长空间进一步打开</b> .....	<b>14</b>
Firefly 与各条产品线逐步结合, 产品化顺利推进 .....	14
生成式 AI 商业化持续推进, 成长空间进一步打开 .....	15
股价复盘.....	17
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>18</b>
收入预测.....	18
盈利能力预测 .....	18
费用率预测.....	19
估值.....	19
风险提示.....	20

## 核心投资逻辑

**核心逻辑：**我们认为 Adobe 作为全球创意+营销 SaaS 龙头，具备良好的平台化基础，公司积极拥抱 AI 等技术，有望受益于生成式 AI 技术带来的发展机遇。1) 自诞生以来，公司展现出较强的产品延展能力，拓展产品涉及的媒体载体，拓展产品涉及的业务领域，拓展产品功能，不断打开新的成长曲线，TAM（Total Addressable Market，可触达市场空间）持续抬升，从 2018 年的 483 亿美元预计增长到 2024 年的 2050 亿美元；2) 公司于 2015 年左右逐步完成云转型，进入平台化、智能化发展阶段，通过打造 Sensei 等一系列平台产品，打通产品数据，改善用户体验，提升整体解决方案效率，持续助力新技术的导入。3) 随着生成式 AI 技术的快速发展。

**区别于市场的观点 1：**市场对生成式 AI 在图像领域商业化的进展速度存在分歧。生成式 AI 在图像领域的产品化进展速度较快，2023 年 Dall-E 2、Stable Diffusion、Midjourney 等一系列文生图应用快速推广，在图片生成质量上持续提升。但由于此类文生图模型的训练素材可能存在版权问题，生成图像的商业化使用存在风险，或对商业化进展产生负面影响。我们认为 Adobe 基于自有图库打造相关产品，能够为商业化应用提供良好的保障。此外 Adobe 此前已有以 Adobe Sensei 为代表的商业化 AI+ 产品，具备丰富的 AI 技术商业化经验，随着 Firefly 为代表的产品逐步推广，未来 Adobe 创意产品的商业化成效有望逐步显现。

**区别于市场的观点 2：**市场认为生成式 AI 技术或对 Adobe 形成冲击，创意软件行业竞争格局或有所恶化。我们认为 Adobe 有望凭借产品、平台、客户方面的优势充分受益于生成式 AI 浪潮。1) 产品方面：Adobe 有丰富的创意软件产品矩阵，涵盖图像、视频、动画等场景，与当前市面上功能相对单一的生成类工具相比，Adobe 产品之前具备良好的协同性，能够帮助用户更好的完成数字资产全生命周期的管理；2) 客户基础方面：Adobe 具备较好的专业设计用户及企业级客户基础，此类用户对于产品安全性、稳定性等问题较为关注。Adobe 具备平台+服务+应用全方位的布局，相比市面上常见的以 C 端客户为主的同类软件，Adobe 有望凭借在产品可用性、安全性方面的优势更好满足专业客户的需求。

## Adobe: 创意+营销 SaaS 龙头, 拥抱智能化新时代

Adobe 为全球创意+营销 SaaS 龙头。Adobe 成立于 1982 年, 总部位于美国加州圣何塞, 截至 2023 年末, 在全球拥有超过 3 万名员工。公司战略是释放创造力、加快文档生产效率和赋能数字业务, 致力于为用户提供卓越的数字体验。Adobe 业务范围广泛, 产品应用横跨十大行业领域。Adobe 业务范围已经从创造、出版包括图形、影像、插图、动画、多媒体视频在内的广泛内容, 扩展到数字营销管理软件, 并在全球范围内拥有数百万用户。公司旗舰产品包括 Photoshop 图像编辑软件、Adobe Illustrator 基于矢量的插图软件、Adobe Acrobat Reader 和便携式文档格式(PDF) 以及一系列主要用于视听内容创建、编辑和发布的工具。Adobe 通过丰富的产品矩阵不同行业独具特色的行业解决方案, 横跨包括金融服、媒体娱乐、零售等 10 大行业领域, 服务包括 BMW、GE 在内的全球大型企业客户。

图表1: Adobe 业务范围



资料来源: 公司官网, 华泰研究

Adobe 以三朵云为主要产品线, 为用户提供卓越数字体验。从业务构成看, Adobe 业务可分为数字媒体、数字体验、印刷与出版三大部分, 其中主要产品包括三朵云: Adobe Creative Cloud (创意云), Adobe Document Cloud (文档云), and Adobe Experience Cloud (体验云), 为客户提供相应产品与服务, 公司下游覆盖客户包括学生、创意艺术家、小型企业、政府机构、营销机构等等。

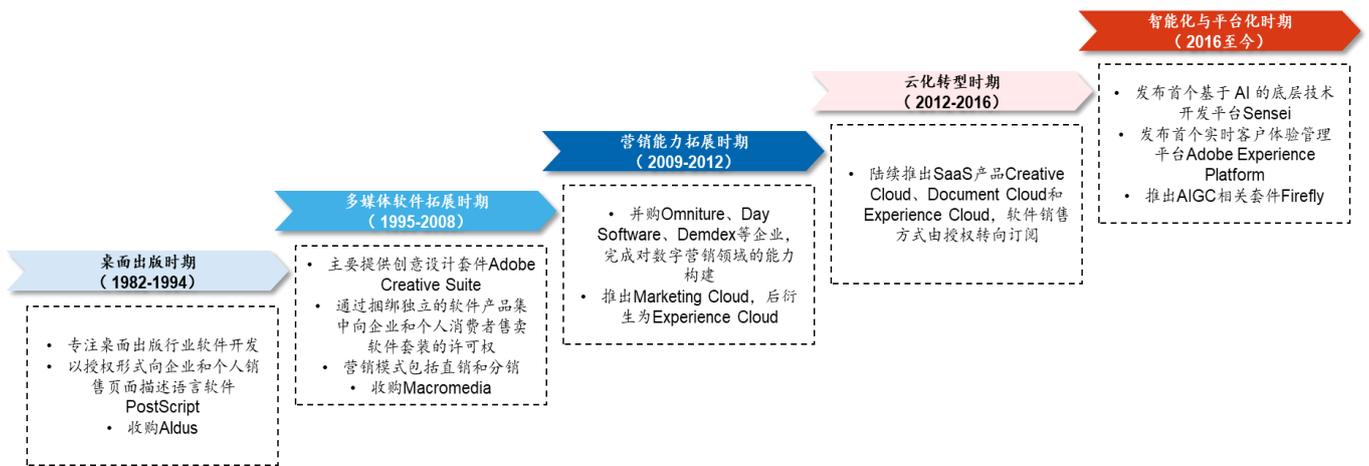
图表2: Adobe 主要产品线

创意云: 释放创造力 (Unleashing Creativity)	推进每一项创意产品的发展	多界面系统	协作服务
	参与并启发社群	大众化创造力	
文档云: 加速文档生产力 (Accelerating Document Productivity)	拓展Sensei驱动的Acrobat功能	将不断壮大的移动端流量变现	用Acrobat网站捕获PDF需求
	赋能纸质到数字化的转换	用文档服务解放PDF生态	
体验云: 赋能数字业务 (Powering Digital Business)	全面的应用和服务	下一代技术平台	行业领先的营销系统
	与CMO/CIO一起规模化走向市场	广阔的合作生态	

资料来源: 公司官网, 华泰研究

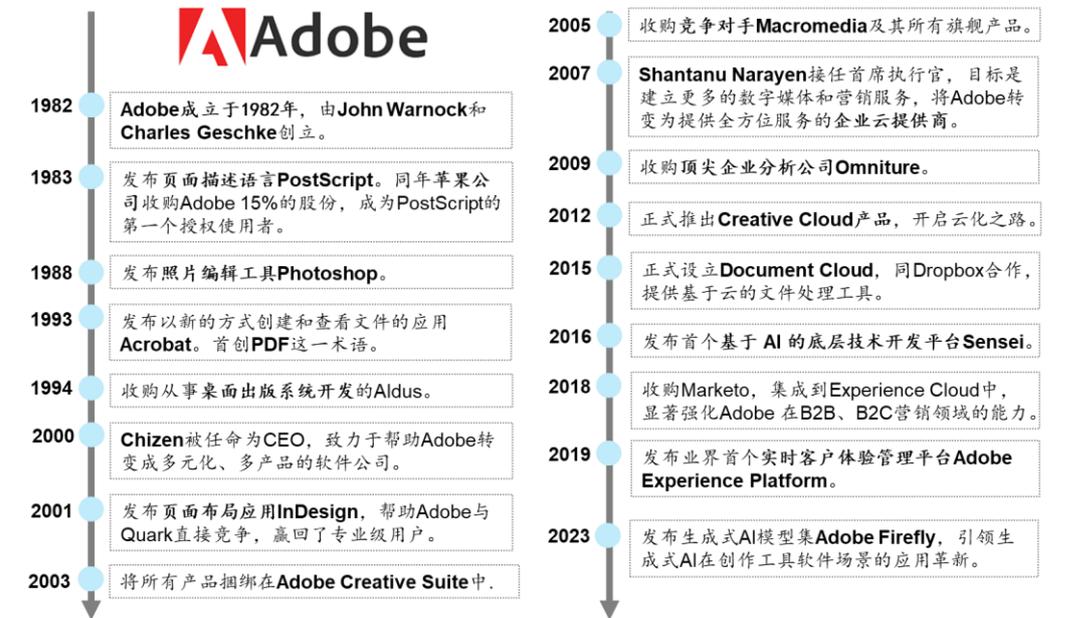
从桌面出版到创意+营销 SaaS，进入平台化+智能化新时代。Adobe 创立至今经历了五个阶段：1) 桌面出版时期（1982-1994）：以授权形式向企业和个人销售页面描述语言软件 PostScript；2) 多媒体软件拓展时期（1995-2008）：以销售创意设计套件 Adobe Creative Suite 为主；3) 营销能力拓展时期（2009-2012）：通过陆续并购客户数据分析公司 Omniture、Day Software、Demdex 等一系列营销领域企业建立起营销能力圈，为后续的 Experience Cloud 打下基础；4) 云转型时期（2012-2016）：软件销售方式由授权开始转向订阅，2012 年推出 Creative Cloud，并于 2013 宣布全面上云，之后陆续推出 Document Cloud 和 Experience Cloud；5) 智能化与平台化时期（2016-至今）：Adobe 将 AI 等技术融入产品，2016 年发布基于 AI 的底层技术开发平台 Sensei，2023 年 Adobe 进一步将生成式 AI 能力加入产品，产品智能化程度持续提升。

图表3： Adobe 发展阶段



资料来源：公司官网、华泰研究

图表4： Adobe 发展史



资料来源：公司官网、华泰研究

### 产品线一：Creative cloud

**Adobe Creative Cloud 覆盖创意设计多个场景。** Creative Cloud 是 20 多种桌面和移动应用程序和服务的集合，适用于摄影，设计，视频，Web，UX 等。其中应用程序及服务包括：Adobe Photoshop and Adobe Lightroom、Adobe Illustrator、Adobe Fresco、Adobe InDesign、Adobe XD、Adobe Premiere Pro and Adobe 等产品。基于 Creative Cloud，成员可以访问充满活力的创意社区，提供应用程序和网站的出版服务，使用创意云库在应用程序、平台和设备上轻松同步和访问他们的作品、文件和资产的云存储，与团队成员的协作能力，以及新产品的开发和独家更新。创意云成员可以建立一个创意档案，通过创意云服务从一个应用程序移动到另一个应用，从一台设备移动到另一台设备，让他们可以立即访问自己的个人文件、照片、画笔、图形、颜色、字体、文本样式、桌面设置自定义设置和其他重要资产。

图表5：Creative cloud



资料来源：公司官网、华泰研究

### 产品线二：Document cloud

**Adobe Document Cloud 覆盖 PDF 使用全流程。** Adobe Document Cloud 提供的产品与服务按使用方式可分为三类：PDF 网页服务、应用程序、API 文档服务。Document cloud 主力产品由 Acrobat DC、Adobe Sign 和 Adobe Scan 组成，覆盖 PDF 使用全流程。其中 Acrobat DC 主要包括 Acrobat Pro DC、Acrobat Standard DC 和 Adobe Acrobat Reader，主要用于创建、编辑、导出、合并、查看 PDF 等；Adobe Sign 是一款云电子签名服务，允许用户安全地从任何设备以电子方式发送和签署文件；Adobe Scan 可以将纸质文档捕获为图像，并通过 Adobe 文档云服务将其转换为功能齐全的多功能 pdf 文件。

图表6: Document cloud

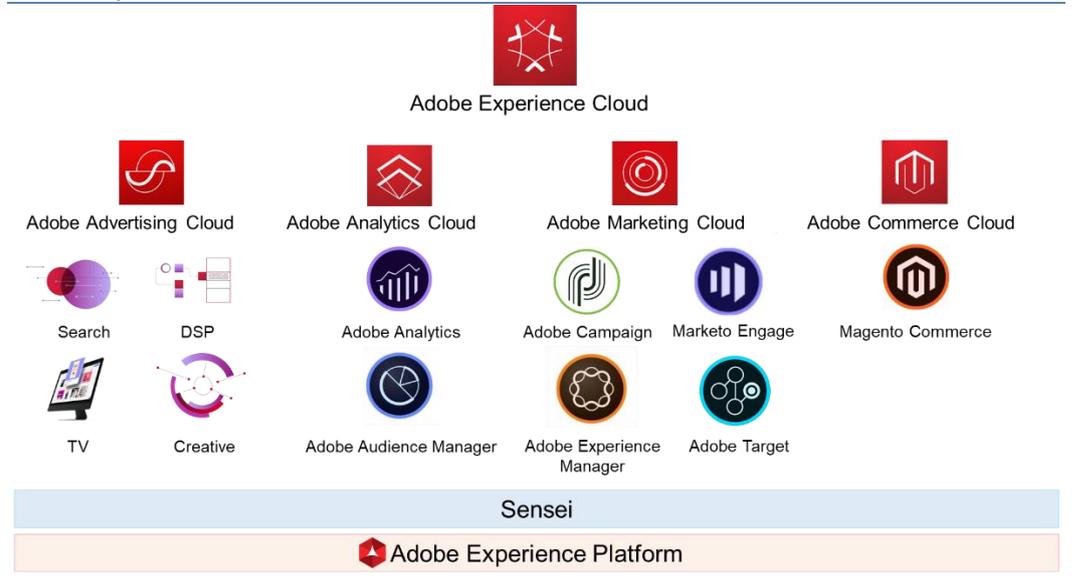


资料来源: 公司官网、华泰研究

**产品线三: Experience cloud**

Adobe Experience Cloud 是构建在首款专为交付客户体验而设计的平台基础之上的应用程序和服务的集合。通过聚焦客户旅程管理的应用程序、数据洞察和受众、内容和个性化、商务和营销流程，使各种规模的品牌和企业能够创建、管理、执行、衡量、货币化和优化从分析到商业的客户体验。Adobe Experience Cloud 分为四个套件: Adobe Advertising Cloud (广告云)、Adobe Analytic Cloud (分析云) 和 Adobe Marketing Cloud (营销云)、Commerce Cloud (商务云)。

图表7: Experience cloud



资料来源: 公司官网、华泰研究

## 产品线拓展+云转型，TAM 持续抬升

产品线拓展沿三条主线展开，为公司提供充足增长动力

Adobe 的产品线拓展逻辑可以大致总结为三条主线：1) 随媒体载体迭代拓展产品；2) 业务领域拓展；3) 功能拓展。

### 产品拓展逻辑一：随媒体载体迭代拓展产品

产品拓展逻辑一：随媒体载体迭代拓展产品。具体可分为 1) 从桌面出版领域切入，凭借图形处理技术方面的积累，进军图像领域。2) 跟随多媒体技术发展浪潮，通过大量并购进入音频、视频、动画、网页设计等多媒体细分领域。3) 3D、AR 等新技术兴起，公司积极把握信息媒介又一次革命。

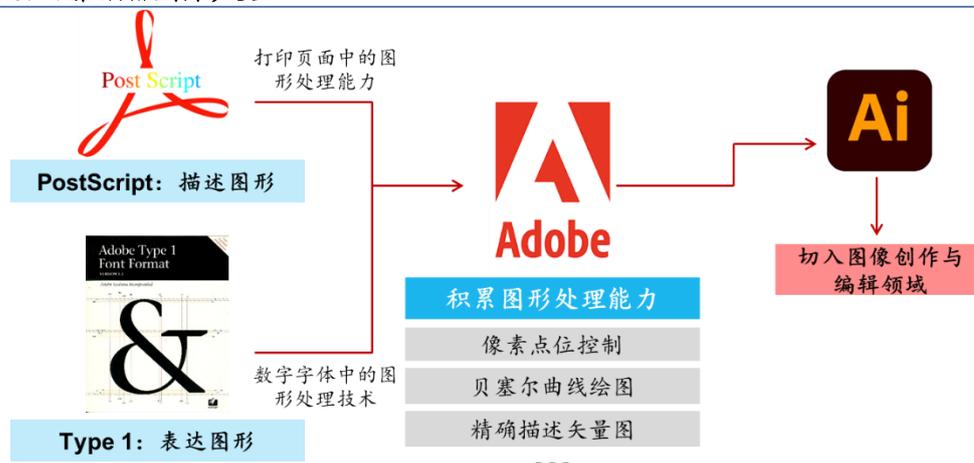
图表8：Adobe 产品线拓展逻辑之一：随媒体载体迭代拓展产品



资料来源：公司官网、华泰研究

从桌面出版到图像编辑。Adobe 以提供页面描述语言 PostScript 起家，PostScript 由公司创始人 Warnock 和 Geschke 在 1984 年发明，专门用来描述计算机生成页面上物体的精确位置、形状和大小，既可以像程序代码一样具有可读性，又能表示出可任意放大和缩小的矢量图，提升打印的效率。在 PostScript 后，Adobe 又推出数字字体 Type 1，提供完全的可伸缩性和对字体轮廓创建的像素图案的精确控制。在 PostScript 和 Type 1 的背后，反映出来的是 Adobe 对于图形技术的积累，包括如何通过控制像素点位表达位图、如何使用贝塞尔曲线描绘图形和字体等。作为图形技术能力外溢的产物，公司陆续于 1987、1990 年推出矢量绘图程序 Adobe Illustrator、图形处理软件 Photoshop，切入图像创作与编辑领域。

图表9：从桌面出版到图形处理



资料来源：公司官网、华泰研究

从图形处理到多媒体及 3D、AR 等。随着多媒体时代的到来，信息媒介载体发生了巨大的变化，Adobe 也逐步向多媒体领域进军。在音频、视频、动画、网页设计等多媒体领域，Adobe 通过并购获得相应陌生领域能力，以此切入多媒体软件的不同细分领域。随后，随着以 GPU 为代表的计算机性能改进，以及电子游戏以及 3D 电影的兴起，3D、AR 等新技术带来信息媒介的又一次革命，Adobe 也积极把握机遇，于 2019 年推出 AR 套件 Aero。

图表10：多媒体领域产品布局与时代背景

	音频	视频	动画	Web
时代背景	21世纪初随着MP3格式音频文件的流行，新的媒介载体出现，Adobe通过收购音频编辑软件公司Syntrillium Software进入到音频领域。	在1997年DVD发明以及2006年蓝光光盘发明之后，数字视频的质量越来越高。随着计算机技术的进步，捕获，存储，编辑和传输数字视频变得更加轻松。	从1995年皮克斯推出《玩具总动员》以来，3D风格动画开始流行，到2000年前后大多数动画工作室开始使用计算机制作动画电影，并通过计算机生成非常流行的3D动画样式。	随着音/视频以及动画制作技术的发展，网页设计成为可能。1998年“Web标准计划”的推行带来了HTML和CSS等网页设计标准，网页设计也随之兴起。
并购公司		 	 	 
推出软件				

资料来源：公司官网、华泰研究

产品拓展逻辑二：业务领域拓展

产品拓展逻辑二：外延并购切入营销领域，业务领域拓展。Adobe 以 2009 年对全球最大客户数据分析公司 Omniture 的并购为起点，先后并购了 Day Software、Demdex 等一系列营销领域的知名企业，逐步完成对数字营销领域的的能力构建。通过一系列收购，实现从 Adobe Experience Manager 到 Adobe Marketing Cloud，再到 Adobe Experience Cloud 的拓展。最终将所有营销技术汇聚在体验云平台，让用户能够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活动。

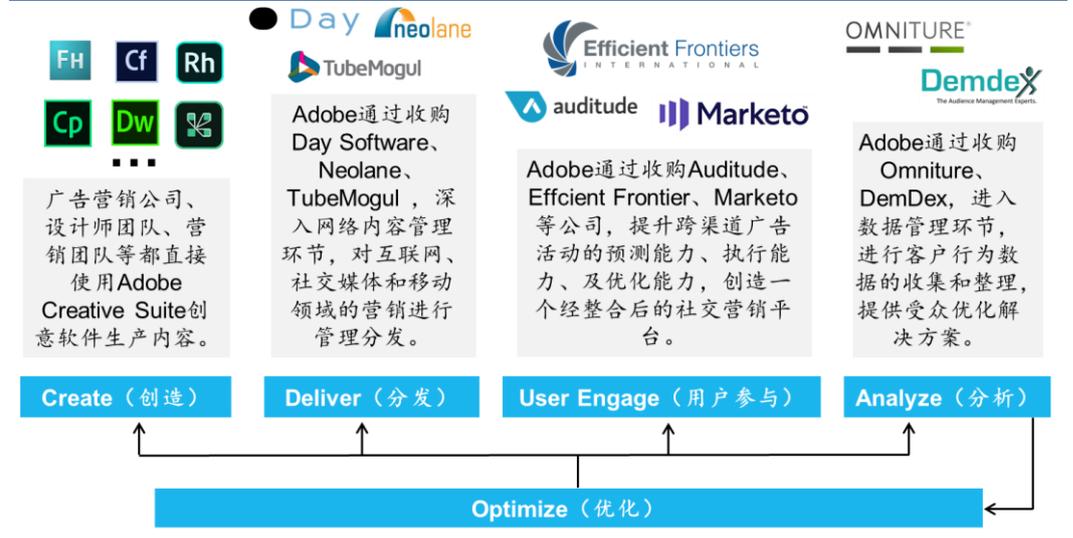
图表11：Adobe 外延并购历程

2009	<b>收购Omniture</b> 将其作为独立业务部门运营。Adobe从传统的创意软件向数字化营销领域扩展。	2012	<b>收购Behance</b> Behance允许艺术家无需管理网站即可构建和展示作品集，打造Adobe创意设计社区。
2010	<b>收购Day Software</b> 强化Adobe在Web内容管理(WCM)、数字资产管理和社交协作产品方面的能力，打造 Experience Manager，帮助营销人员管理、分发由Adobe其他应用(如Illustrator)创造出来的营销材料。	2013	<b>收购Neolane</b> 将其重命名为Adobe Campaign Classic，并在其基础上自研推出基于云的Adobe Campaign Standard版本。
2011	<b>收购DemDex</b> 纳入到基于Omniture建立的Online Marketing Suite中，为广告商和出版商提供受众优化解决方案，以向客户提供更多相关的数字体验。	2016	<b>收购Livefyre</b> Livefyre Studio是内容营销和互动营销平台，集成到Adobe Marketing Cloud中。
2011	<b>收购Auditide</b> 将Auditide广告管理软件与Adobe Digital Marketing Suite集成在一起，以进行分析和营销优化。	2016	<b>收购TubeMogul</b> 创建涵盖电视和数字格式的端到端独立广告和数据管理解决方案。
2011	<b>收购Efficient Frontier Technology</b> 为Adobe Digital Marketing Suite增加多渠道广告活动的预测、执行和优化功能。	2018	<b>收购Marketo</b> 集成到Adobe Experience Cloud中，强化Adobe在B2B、B2C营销领域的的能力。
		2020	<b>收购Workfront</b> 集成于Adobe Experience Cloud，以提高营销团队协作效率和生产率。

资料来源：公司官网、华泰研究

从创意到营销的闭环逐步形成。通过不断收购合并营销领域龙头公司，Adobe 开始能够为营销人员提供客户分析支持，帮助他们管理由 Adobe 其他产品创造出来的营销内容并进行二次开发，完成从设计到分发、营销的自然过渡，实现创造-分发-用户参与-分析-优化全流程的营销闭环，延长价值链。

图表12: Adobe 创意营销布局



资料来源：公司官网、华泰研究

产品拓展逻辑三：功能拓展

产品拓展的逻辑三：通过功能拓展及版本迭代，强化产品能力。以 Adobe 最早推出的两款旗舰产品—Photoshop 和 Illustrator 为例，两款产品在 30 余年的发展历程中均经历了数十次的迭代，每次迭代都使得产品功能进一步丰富。

**Photoshop:** Photoshop1.0 到 Photoshop7.0 是 Photoshop 作为独立软件出售的时期，期间主要更新在于增加新工具和新功能，增大内存需求，增加支持系统类型等。2003 年 9 月，Adobe 发行 Adobe Creative Suite 套装，将 Adobe Photoshop 8 更名为 Adobe Photoshop CS，此后 Photoshop 后缀名全部改为 CS 和版本序列号，主要更新在于新增功能，命令，支持更多脚本语言。2012 年 Adobe 发布 Photoshop CS6 和 Adobe Photoshop CS6 Beta 公开测试版，并决定停止发布 Adobe Creative Suite 系列，集中发布 Adobe Creative Cloud 云服务系列。从 2013 年发布 Photoshop CC 至 2023 年，仍在持续更新。

图表13: Photoshop 产品更新历程

Photoshop CC 2019	2019	Photoshop CC 2019新增及增强功能：经过改良设计的内容识别填充、经过改进的变形工具、多次撤销、可用性改进、实时混合模式预览、对称模式、色轮、主屏幕、分配对象之间的距离、在需要数字值的字段中输入简单的数学运算符、查看较长图层名称的结尾，利用匹配字体和字体相似度功能找到日文字体、UI字号首选项、提升“导出为”体验、可水平翻转画布的翻转文档视图、可更快放置示例文本的Lorem Ipsum文本模式，以及适用于“选择及蒙版”工作区的可自定义键盘快捷键。
Photoshop 2020	2019	Photoshop 2020 新增功能：预设改进、新对象选择工具、转换为行为一致、改进的属性面板、智能对象到图层、增强的转换变形。
Photoshop CC 2021	2021	Photoshop CC 2021桌面版新增及增强功能：邀请其他人进行编辑，同步您的预设。iPad版新增及增强功能：查看版本历史记录、离线可用。
Photoshop CC 2022	2022	Photoshop CC 2022新增及加强功能：新的设置菜单将提供更好的操作，增强了对图像处理功能的支持。新增了“使用 Photoshop 在多个平台间移动图像”功能，新的编辑界面更加简单。
Photoshop CC 2023	2023	Photoshop CC 2023新增及加强功能：新增选择改进、一键删除和填充、邀请编辑、共享以供审核、照片恢复神经网络过滤器、支持表情符号字形等。

资料来源：公司官网、华泰研究

**Adobe Illustrator:** Illustrator 是 Adobe 系统公司推出的基于矢量的图形制作软件。最初是 1986 年为苹果公司麦金塔电脑设计开发的，1987 年 1 月发布，在此之前它只是 Adobe 内部的字体开发和 PostScript 编辑软件。1987 年至 2001 年，Illustrator 都是以独立软件发布，从 Illustrator 1.1 到 10.0，共更新 14 次。Adobe Illustrator 10.0 后，Illustrator 作为独立软件发布的时代正式结束，与其他 Adobe 软件一起进入套件发布时代。Illustrator 被纳入 Creative Suite 套装后不用数字编号，而改称 CS 版本。

图表14: Illustrator 产品更新历程

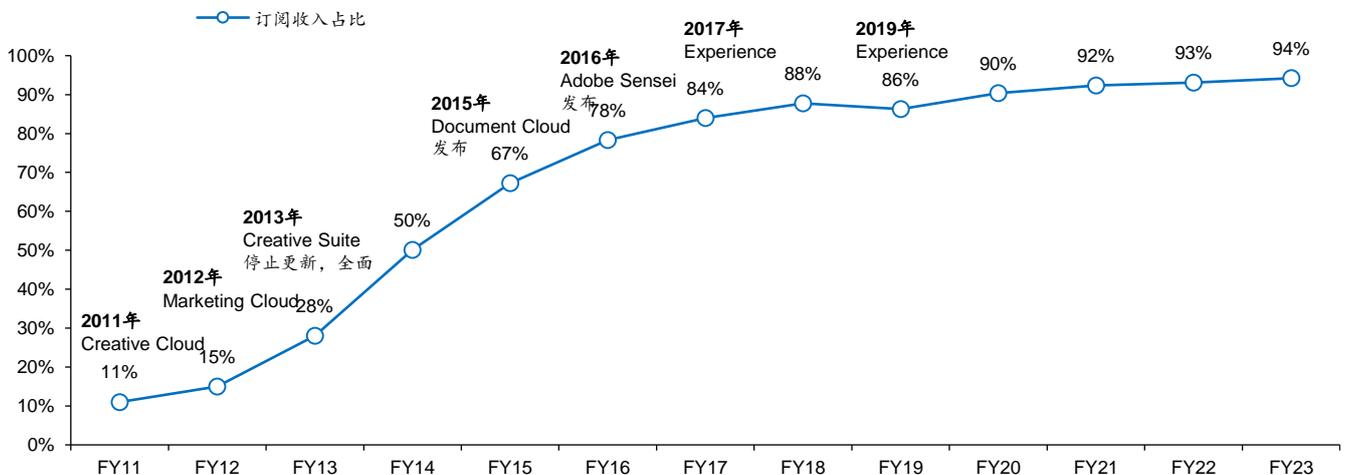
2017	Illustrator CC 2017	Illustrator CC 2017更新功能包括：智能属性面板，强化字体修改，支持Macbook Pro Touch Bar，操控对象，更多画板和跟强大的画板管理。除此之外，Creative Cloud库现在可以管理文本。
2018	Illustrator CC 2018	Illustrator CC 2018更新功能包括：增加锚点和手柄尺寸；导入多页PDF文件；支持CSV数据源文件；实时SVG粘贴；默认情况下，锁定的项目不随画板一起移动。
2019	Illustrator CC 2019	Illustrator CC 2019更新功能包括：自由梯度全局编辑；修剪视图；可扩展的UI；可自定义的工具栏；内容感知作物；演示模式；增强的视觉字体浏览；稳定性增强，锁定新的可自定义工具栏；默认情况下，“旋转”对话框没有将焦点放在“旋转输入”小部件上。
2020	Illustrator CC 2020	Illustrator 2020主要新增的功能：路径简化、自动拼写检查、后台存储和导出、文件处理、更快速地呈现效果、应用程序内入资源。
2021	Illustrator CC 2021	iPad版新增功能：新的键盘快捷键、共享访问权限并编辑文档、增强的画板和图层、旋转画布、朝鲜语支持。桌面版新增功能：共享访问权限并编辑文档、启用时系统兼容性报告、日语识别。
2022	Illustrator CC 2022	Illustrator 2022主要新增的功能：应用3D效果，提供思路重新调整的产品体验。使用Adobe Substance材质添加纹理。
2023	Illustrator CC 2023	Illustrator 2023主要新增的功能：提供了全新的混色功能，可自定义的工具栏、直观的浏览字体、实现全局编辑功能。提供了无限制的新资源库，新图标和新笔刷以及更多丰富的插件。

资料来源：公司官网、华泰研究

### 云转型顺利完成，进入平台化+智能化阶段

**Adobe 云化转型进程推进，成效逐步显现。** Adobe 的云化转型探索始于 2011 年基于 Creative Suite 推出第一款基于云的 SaaS 产品 Creative Cloud，并于 2013 宣布全面上云。在此之后 Adobe 陆续推出 Document Cloud（2015）和 Experience Cloud（2017）两款云产品。从订阅收入占比看，SaaS 订阅服务在 Adobe 整体营收中扮演了愈发重要的角色，Adobe 订阅收入占比从 FY13 的 27.5% 提升至 FY17 的 83.6%，标志着云转型基本完成。

图表15: Adobe 云化转型过程及订阅收入占比



资料来源：公司官网，华泰研究

**转型成效一：平抑收入波动**

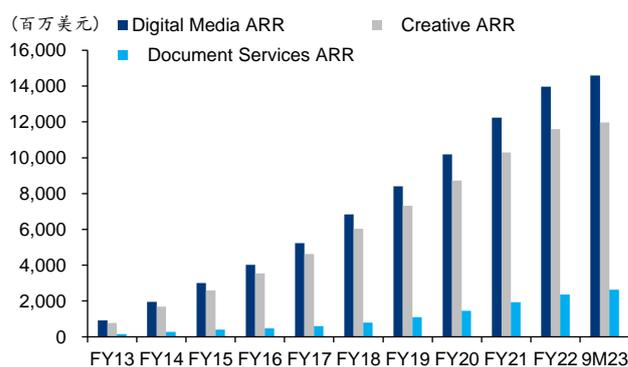
订阅模式有助于平抑收入增速波动。Adobe 近十年营收增速变化与云化进程密切相关，大致可分为三个阶段：1) 云转型早期 (2011-2013)：传统软件业务受金融危机、宏观经济波动等因素影响收入增速有所下滑，Adobe 逐步开始云转型；2) 云业务高速发展阶段 (2013-2017)：2013 年公司宣布停止对 Creative Suite 系列的更新，开始全面转云，受云业务驱动收入增速逐年上升。FY17 订阅服务收入占比达 83.6%，标志着云转型的基本完成；3) 云化成熟阶段 (2017-至今)：这段时期订阅服务收入占 Adobe 整体营收比例继续提升，营收增速趋于平稳，进入成熟阶段。从 ARR 增长速度看，Creative Cloud 为主要增长动力：FY12-FY19，Creative Cloud ARR 由 1.6 亿美元增长至 73.1 亿美元，CAGR 为 73%，Document Cloud ARR 由 4900 万美元增长至 10.9 亿美元，CAGR 为 56%。

图表16: Adobe 营收变化趋势



资料来源：公司官网、华泰研究

图表17: 分产品 ARR

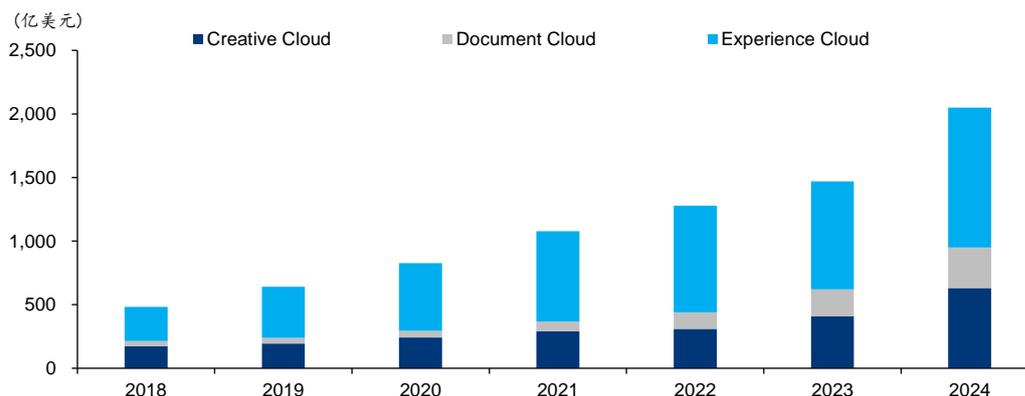


资料来源：公司官网、华泰研究

**转型成效二：TAM 持续抬升，市场空间进一步打开**

Adobe 三大云业务 TAM 逐年提升。云化转型之下，Adobe 通过扩大现有市场份额、切入新领域、增强客户复购等方式实现可触达市场空间 (TAM) 的稳步扩张。据公司 2023 年投资者关系，预计 2024 年公司 TAM 将达 2050 亿美元，Experience、Document 和 Creative 的 TAM 将分别达到 1100、320 和 630 亿美元。

图表18: Adobe 三大云业务 TAM

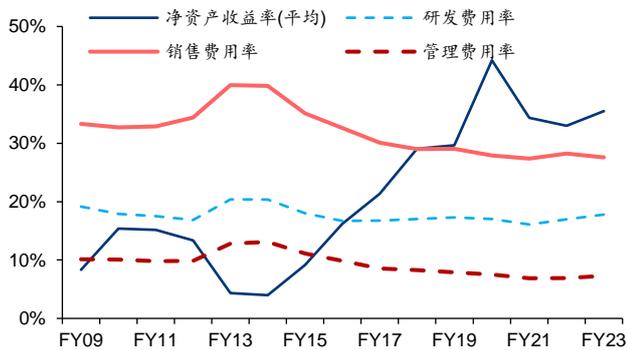


资料来源：公司官网、华泰研究

**转型成效三：盈利能力及现金流改善**

盈利能力及现金流改善。通过订阅制转型，客户按年支付订阅费用。相比授权模式下定期需要再次购买的方式，云模式下持续的功能更新有助于进一步改善用户体验，增强用户粘性，也有助于销售费用投入效率的提升。FY13 以来 Adobe 整体 ROE 呈稳步上升趋势，三项费用也呈现下降的趋势。此外，按年付费所带来的稳定回款方式也为 Adobe 提供了持续且稳定的经营现金流，使得 Adobe 的财务表现更加稳健。

图表19: 净资产收益率(平均)及费用率



资料来源: Wind、华泰研究

图表20: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入



资料来源: Wind、华泰研究

**转型成效四: 为平台化、智能化打下良好基础**

**Adobe 开启平台化+智能化发展新阶段。** Adobe 的云化转型探索始于 2011 年, 2016 年和 2017 年 Adobe 分别推出人工智能 Sensei 和 Experience Cloud, 基本完成云业务布局, 开启平台化、智能化发展阶段。2019 年 3 月 Adobe 发布了业界首个实时客户体验管理平台 Adobe Experience Platform。其推出标志着 Adobe 云化转型朝着平台化的方向再次深入, Experience Cloud 朝着平台化的方向进一步迭代升级, 形成了平台+服务+应用产品的一体化架构。

图表21: Adobe Experience Cloud 迭代演变过程



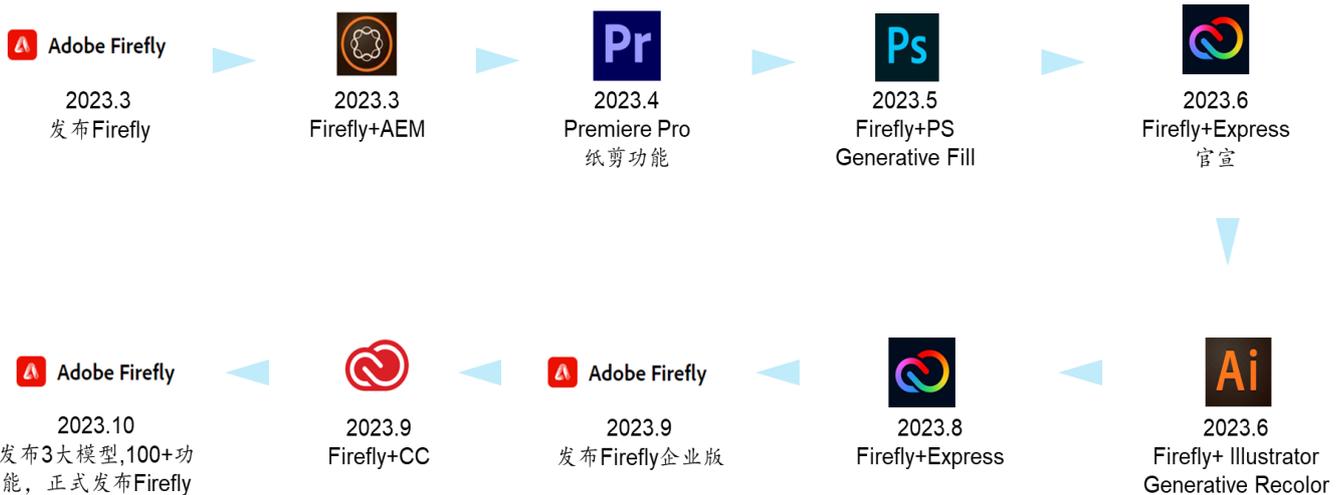
资料来源: 公司官网、华泰研究

## 生成式 AI 商业化逐步推进，成长空间进一步打开

### Firefly 与各条产品线逐步结合，产品化顺利推进

产品化顺利推进。Adobe 生成式 AI 产品逐步推进，自 2023 年 3 月发布生成式 AI 核心产品 Adobe Firefly 私人测试版 AI 工具以来，Adobe 陆续将生成式 AI 技术与 AEM、Pr、PS、Express 等各个产品线结合，将生成式 AI 技术应用于图片编辑、数字资产管理、动画制作、视频编辑等多个创意领域。2023 年 9 月公司发布 Firefly 企业版，10 月正式发布 Firefly 进一步发布三大模型及 100+ 功能。Adobe 在生成式 AI 方面形成了以 Firefly 为核心，贯穿多个产品的产品矩阵，产品化推进顺利。

图表22： Adobe：生成式 AI 时间线



资料来源：公司官网、华泰研究

拥有 Adobe Sensei 平台，AI 技术应用经验丰富。此前 Adobe 在 AI 领域已经积累了丰富的应用基础。2016 年公司发布了首个基于 AI 的底层技术开发平台 Sensei。Adobe Sensei 能够将人工智能和深度学习能力与公司旗下各款产品深度融合，Sensei 赋能客户体验领域，实现个性化推荐、行为预测，赋能创意领域，实现自动编辑、创意驱动图形等功能。公司在推进 Sensei 的过程中积累了丰富的 AI 技术应用经验，为生成式 AI 的落地打下良好基础。

图表23： Adobe Sensei 智能服务

Adobe Sensei 智能服务示例	
内容智能	使用深度学习自动搜索和标记图像，并在用户搜索图像时做出智能推荐
人脸感知编辑	在图像中寻找人脸，并使用眉毛、嘴唇和眼睛等“地标”来了解他们的位置并在不破坏图像的情况下改变面部表情
语义分割	显示标有其类型的每个图像区域，允许使用简单的命令轻松选择和操作对象
智能受众细分	使营销人员和分析师能够重新了解哪些细分市场对其业务最重要，瞄准重叠或相邻的细分市场，更有效地获取客户

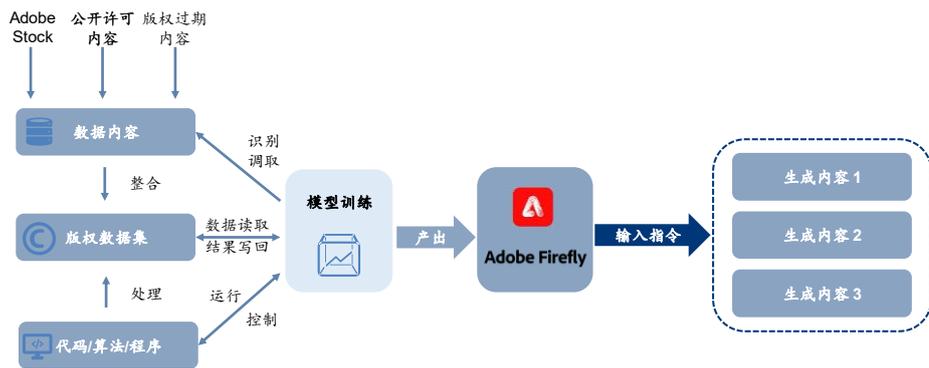
资料来源：公司官网，华泰研究

**拥有生成式 AI 全方位布局，功能持续迭代。** Adobe 在生成式 AI 领域拥有涵盖模型、工具、应用的全方位布局。在平台层面，Adobe 在 2023 年 3 月 21 日开始公测其 AIGC 图像生成平台 Adobe Firefly，该平台支持基于自然语言生成或修改图片、定制文字效果、生成矢量、创作模板、3D 模型转图片等创作功能，同时也提供图片自动拓展、智能优化、自动融合、像素升级等智能优化功能。在模型层面，Adobe 于 2023 年 10 月发布 Firefly Image 2 Model、Firefly Vector Model、Firefly Design Model 三大模型。在应用层面，新版文生图工具 Firefly Image 2 生成图像质量大幅提升，默认生成分辨率提升至 2048 x 2048，色彩和动态范围得到改善，语义识别能力进一步提升，人像细节更加真实。同时 Firefly 也推出系列新功能，包括“图生图”模仿相似风格、以及生成景深和运动模糊等效果、提供文生图文字建议等。

**生成式 AI 商业化持续推进，成长空间进一步打开**

**拥有图像生态圈，解决版权问题为商业化打下良好基础。** 不同于其他 AI 作图工具，Adobe 旗下拥有 Adobe Stock，该图库拥有 3.2 亿的作品资产。在 Adobe Stock 自有图库的保障下，Firefly 解决了生成图片的版权问题。目前 Adobe Firefly 模型训练素材来自 Adobe Stock 素材库、公开许可内容 and 版权已过期的公域内容，确保 Firefly 不会根据其他人或品牌的 IP 生成内容。针对一些知名版权，Firefly 会在图片生成前就识别文本中可能存在的侵权内容，并进行拦截。Adobe 也承诺若出现版权纠纷，Adobe 会代为赔偿。这让 Firefly 所创作的图片得以真正融入图像创作者的工作流程中。

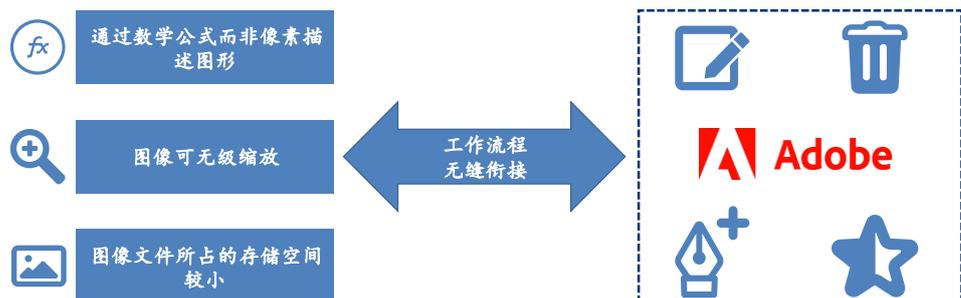
图表24: Adobe Firefly 解决 AIGC 生图工具版权问题



资料来源：公司官网，华泰研究

**Firefly 矢量图可编辑性大幅提升。** Adobe Firefly 另一商业应用重要能力是生成可自由编辑而不失真的矢量图。在目前的 AI 作图工具中，即使提供相同的关键词，每次的生成结果也不尽相同，用户无法得到生成图片的准确预期。且 AI 生成图片均为位图，编辑难度较大，图像质量也会因编辑受到影响。Adobe 在 Firefly 中推出的矢量图模型赋予了 AI 生成图片进行后续处理的编辑能力，Adobe 旗下 Photoshop、Illustrator 等专业图像处理工具在 AI 加持下，工作效率得以大幅提升，使得 AIGC 生图平台能够切入专业图像创作者工作流程。

图表25: Firefly 生成矢量图可更好衔接图像创造流程



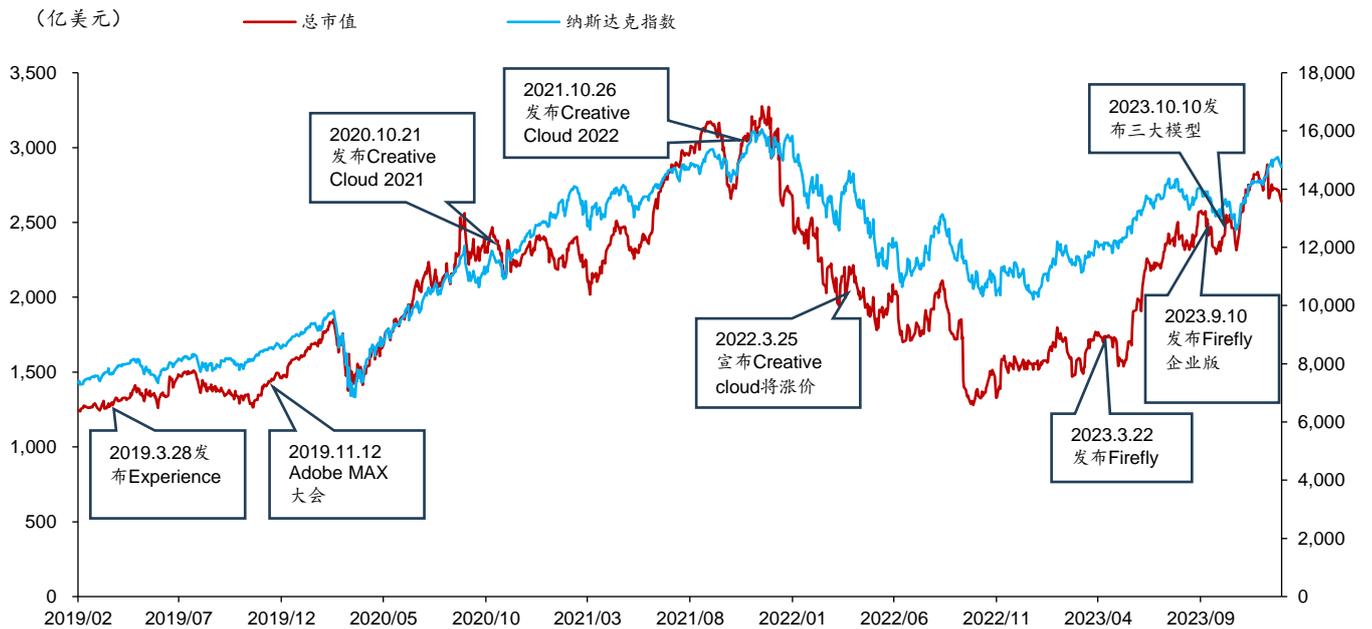
资料来源：公司官网，华泰研究



### 股价复盘

从整体走势看，Adobe 作为云 SaaS 龙头，总市值走势与纳斯达克指数呈现出较强的一致性。2019 年 3 月至 2021 年 11 月整体处于上升期，这一阶段内主要由于在云计算技术变革、疫情推动线上办公需求释放等因素的影响下，公司收入的持续快速增长；第二阶段是 2021 年 11 月至 2023 年 1 月，这一阶段纳斯达克指数整体呈现下降走势，美国货币政策持续收紧，叠加宏观经济波动，公司收入增速有所放缓，FY22Q1-FY22Q4 单季度收入同比增速 9.1%/14.4%/12.7%/10.1%，相比于 FY20-FY21 单季度收入同比增速平均值 19% 出现下滑；此外 22Q3 公司宣布拟以约 200 亿美元的价格收购在线设计协作平台 Figma，市场对于该收购及整合的前景产生分歧，股价有所下跌；第三阶段是 2023 年初至今，随着生成式 AI 技术的突破，美国头部应用厂商积极推进产品与 AI 技术结合，整体股价再次进入上行阶段。

图表29： Adobe 总市值 vs 纳斯达克指数



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测与估值

### 收入预测

**数字媒体业务:** 数字媒体业务主要包括 Adobe Creative Cloud(创意云)和 Adobe Document Cloud(文档云)两部分, 其中创意云主要包括 Photoshop, Illustrator 在内的创意设计类软件, 文档云提供基于云的文档处理工具以及 PDF 阅读器 Acrobat。该业务主要以订阅模式向客户提供对应的产品。FY21/FY22/FY23 该业务收入同比增速 24.8%/11.5%/10.7%, 其中 FY21 主要由于疫情导致线上化办公需求增长, 该业务增速较快, FY22-23 该业务增速有所回落。展望未来, 我们认为 AI 有望成为提升该业务增速进一步提升的重要驱动力, 2023 年公司推出生成式 AI 工具 Firefly, 并与数字媒体业务两大产品持续结合, 该业务收入增速有望逐年上升。我们预计 FY24/FY25/FY26 收入增速 11.2%/12.0%/13.0%。

**数字体验业务:** 该业务包括系列产品 Adobe Experience Platform、Data, Insights and Audiences、Content and Commerce、Customer Journeys、Marketing Workflow、Digital Enrollment and Onboarding 等, 涵盖分析、内容、写作管理、AI 体验管理平台等产品模块, 致力于为用户提供完整的集成数字营销解决方案。该业务 FY21/FY22/FY23 收入增速 23.7%/14.4%/10.7%, FY21 该业务收入释放节奏受疫情影响。FY22-23 年该业务主要是受宏观环境波动及汇率因素影响, 下游客户的营销需求受到一定冲击。我们认为随着经济逐步趋稳, 下游需求或迎来边际修复。此外公司持续完善数字营销产品, 通过 GenStudio 等生成式 AI 产品赋能数字营销, 客户体验有望进一步改善。我们预计 FY24/FY25/FY26 该业务收入增速 9.8%/10.0%/11.0%。

**印刷出版业务:** 业务包括基于 Adobe PostScript 和 Adobe PDF 技术的系列产品, 主要用于电子学习解决方案、技术文档印刷、网页 App 开发和高端打印。该业务 FY21/FY22/FY23 收入增速 -22.0%/-14.1%/-12.3%, 增速波动较大主要是由于基数较小; 未来预计该业务或将保持相对稳定, 我们预计 FY24/FY25/FY26 收入增速 0.0%/1.0%/1.0%。

图表30: 收入预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	15785	17606	19409	21481	23918	26873
YoY	22.7%	11.5%	10.2%	10.7%	11.3%	12.4%
数字媒体	11520	12842	14216	15808	17705	20007
YoY	24.8%	11.5%	10.7%	11.2%	12.0%	13.0%
数字体验	3867	4422	4893	5373	5910	6560
YoY	23.7%	14.4%	10.7%	9.8%	10.0%	11.0%
印刷出版	398	342	300	300	303	306
YoY	-22.0%	-14.1%	-12.3%	0.0%	1.0%	1.0%

资料来源: Wind、华泰研究预测

### 盈利能力预测

**数字媒体业务:** 该业务 FY21/FY22/FY23E 毛利率 96.3%/95.6%/95.7%, Adobe 在创意设计类软件在专业商业化场景中占据领先地位, 用户粘性强, 毛利率保持在较高水平。我们认为随着 23Q4 公司进一步明确生成式 AI 工具 Firefly 依托点数的商业化模式, 并于 11 月提升创意云订阅价格, 未来毛利率有望逐步提升。我们预计 FY24/FY25/FY26 该业务毛利率 95.9%/96.1%/96.3%。

**数字体验业务：**该业务 FY21/FY22/FY23E 毛利率 65.8%/66.0%/66.2%，公司体验云业务注重全周期客户体验，全方位满足客户数字营销需求，随着高附加值服务的持续引入及大客户应用逐步深入，该业务毛利率呈上升趋势。我们预计 FY24/FY25/FY26 该业务毛利率 66.5%/66.8%/67.0%。

**印刷出版业务：**该业务 FY21/FY22/FY23E 毛利率 71.1%/70.2%/70.5%，公司印刷业务定位高端，毛利率水平相比同行业平均较高；我们认为印刷出版业务有望持续高质量运营，毛利率或保持稳定。我们预计 FY24/FY25/FY26 该业务毛利率 70.5%/70.5%/70.5%。

**图表31： 毛利率预测**

	2021A	2022A	2023A/E	2024E	2025E	2026E
整体毛利率	88.2%	87.7%	87.9%	88.2%	88.5%	88.9%
数字媒体	96.3%	95.6%	95.7%	95.9%	96.1%	96.3%
数字体验	65.8%	66.0%	66.2%	66.5%	66.8%	67.0%
印刷出版	71.1%	70.2%	70.5%	70.5%	70.5%	70.5%

注：2023 年分业务数据为预测数据

资料来源：Wind、华泰研究预测

## 费用率预测

**销售费用率：**公司 FY21/FY22/FY23 销售费用率 27.4%/28.2%/27.6%。公司在完成订阅转型后，客户粘性较强，销售费用率长期看有望呈现下降趋势；我们预计 FY24/FY25/FY26 销售费用率 27.5%/27.4%/27.3%。

**管理费用率：**公司 FY21/FY22/FY23 管理费用率 6.9%/6.9%/7.3%；我们认为随着公司管理效率的逐步提升，管理费用率有望呈现下降趋势，我们预计 FY24/FY25/FY26 公司管理费用率 7.2%/7.1%/7.0%，

**研发费用率：**公司 FY21/FY22/FY23 研发费用率 16.1%/17.0%/17.8%，2023 年由于生成式 AI 技术浪潮的爆发，研发投入力度加大，研发费用率有明显提升。我们认为未来几年生成式 AI 仍为重要的发展方向，研发投入力度或仍保持较高水平，但随着相关收入逐步释放，费用率水平或有所下降。我们预计 FY24/FY25/FY26 公司研发费用率 17.7%/17.6%/17.5%。

**图表32： 费用率**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	27.4%	28.2%	27.6%	27.5%	27.4%	27.3%
管理费用率	6.9%	6.9%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%
研发费用率	16.1%	17.0%	17.8%	17.7%	17.6%	17.5%

资料来源：Wind、华泰研究预测

## 估值

公司为美国云 SaaS 领域头部厂商，我们选取可比公司时综合考虑业务形态与类型。业务形态方面选取美国头部 SaaS 公司，业务类型方面，考虑 Adobe 从创意领域切入营销等领域，选取同样在营销领域有产品布局的 Salesforce、Servicenow 作为可比公司。此外，Snowflake 提供基于云的数据仓库，基于云的弹性对计算采用积分付费的形式，Adobe 同样通过打造平台沉淀了企业数据资产，并且未来 AI 落地同样采用积分付费的模式，考虑二者模式的相似性，将 Snowflake 加入可比公司。我们预测 FY2024-FY2026 年公司总收入为 214.8/239.2/268.7 亿美元，2024 年可比公司平均估值 12.5xPS，考虑公司在创意领域较强的市场地位，给予 FY24 16xPS，对应市值 3437 亿美元，目标价 754.87 美元/股。

图表33：可比公司估值表

公司	证券代码	收盘价 当地货币	总市值 十亿美元	收入 (十亿美元)				PS(x)		
				2023E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Salesforce	CRM US	269.19	260.6	34.8	38.6	43.0	48.4	6.8	6.1	5.4
Snowflake	SNOW US	188.02	61.9	2.8	3.6	4.7	6.0	17.0	13.0	10.3
ServiceNow	NOW US	727.56	149.2	8.9	10.8	13.1	15.9	13.8	11.4	9.4
<b>平均</b>								<b>12.5</b>	<b>10.2</b>	<b>8.4</b>

注：预测均为 Bloomberg 一致预期，收盘价截至 2024/1/16，可比公司表收入预测数据选取与自然年重合较多的对应财年的数据，即收入预测 2023 列中 Salesforce、Snowflake 采用 FY24 数据（截至 2024/1/31），Servicenow 采用 FY23（截至 2023/12/31）的数据，依此类推

资料来源：Bloomberg、华泰研究

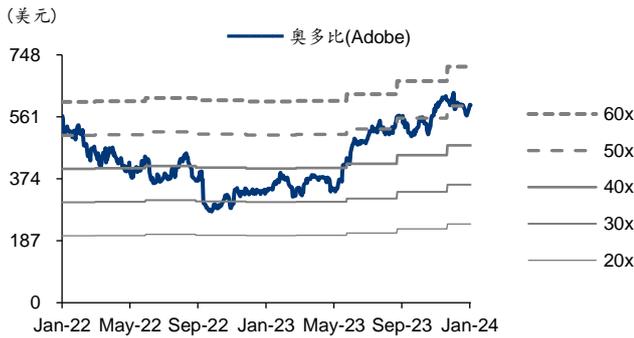
### 风险提示

**宏观经济波动。**公司收入增速与宏观经济具有一定关系，若宏观经济波动，可能对下游需求产生消极影响，或导致公司收入增长不及预期。

**技术落地不及预期。**若 AI 技术落地不及预期，可能导致公司相关产品价值量提升不及预期，或影响相关收入释放节奏。

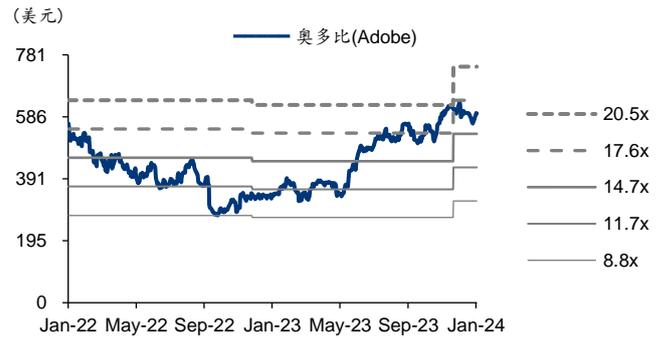
**市场竞争加剧。**若友商在创意领域率先实现生成式 AI 技术的商业化，可能导致竞争进一步加剧。

图表34：奥多比(Adobe)PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表35：奥多比(Adobe)PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	17,606	19,409	21,481	23,918	26,873
销售成本	(2,165)	(2,354)	(2,536)	(2,742)	(2,995)
<b>毛利润</b>	<b>15,441</b>	<b>17,055</b>	<b>18,944</b>	<b>21,176</b>	<b>23,877</b>
销售及分销成本	(4,968)	(5,351)	(5,907)	(6,554)	(7,336)
管理费用	(1,219)	(1,413)	(1,547)	(1,698)	(1,881)
其他收入/支出	(3,156)	(3,641)	(4,017)	(4,449)	(4,971)
财务成本净额	(51.00)	(33.00)	333.37	537.10	811.96
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>6,008</b>	<b>6,879</b>	<b>7,807</b>	<b>9,013</b>	<b>10,501</b>
税费开支	(1,252)	(1,371)	(1,556)	(1,796)	(2,093)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>4,756</b>	<b>5,508</b>	<b>6,251</b>	<b>7,216</b>	<b>8,408</b>
折旧和摊销	(856.00)	(872.00)	(507.47)	(488.49)	(354.80)
EBITDA	6,915	7,784	7,981	8,964	10,043
EPS (美元, 基本)	10.29	12.10	13.73	15.85	18.47

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	2,885	3,242	2,606	3,640	3,078
现金及现金等价物	4,235	7,220	8,228	6,607	11,776
其他流动资产	1,876	701.00	841.20	1,009	1,211
<b>总流动资产</b>	<b>8,996</b>	<b>11,084</b>	<b>11,675</b>	<b>11,257</b>	<b>16,066</b>
固定资产	1,908	2,030	2,302	2,529	2,779
无形资产	14,643	14,251	12,359	12,064	11,923
其他长期资产	1,618	2,414	2,897	3,476	4,171
<b>总长期资产</b>	<b>18,169</b>	<b>18,695</b>	<b>17,558</b>	<b>18,070</b>	<b>18,873</b>
<b>总资产</b>	<b>27,165</b>	<b>29,779</b>	<b>29,233</b>	<b>29,326</b>	<b>34,939</b>
应付账款	379.00	314.00	503.29	380.22	584.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7,749	7,937	7,500	7,500	7,500
<b>总流动负债</b>	<b>8,128</b>	<b>8,251</b>	<b>8,003</b>	<b>7,880</b>	<b>8,085</b>
长期债务	3,629	3,634	3,500	3,500	3,500
其他长期债务	1,357	1,376	1,376	1,376	1,376
<b>总长期负债</b>	<b>4,986</b>	<b>5,010</b>	<b>4,876</b>	<b>4,876</b>	<b>4,876</b>
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	14,051	16,598	16,354	16,570	21,978
股东权益	14,051	16,518	16,354	16,570	21,978
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>14,051</b>	<b>16,518</b>	<b>16,354</b>	<b>16,570</b>	<b>21,978</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	58.06	49.40	43.53	37.71	32.37
PB	19.65	16.47	16.64	16.42	12.38
EV EBITDA	40.58	35.69	34.62	31.00	27.15
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.04	2.09	2.55	2.09	3.09

### 现金流量表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6,915	7,784	7,981	8,964	10,043
融资成本	51.00	33.00	(333.37)	(537.10)	(811.96)
营运资本变动	336.00	(355.00)	825.77	(1,157)	765.96
税费	(1,252)	(1,371)	(1,556)	(1,796)	(2,093)
其他	1,788	1,291	(243.83)	368.86	610.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,838</b>	<b>7,382</b>	<b>6,674</b>	<b>5,842</b>	<b>8,515</b>
CAPEX	(442.00)	(360.00)	(382.47)	(420.72)	(462.79)
其他投资活动	(128.00)	1,136	(482.80)	(579.36)	(695.23)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(570.00)</b>	<b>776.00</b>	<b>(865.27)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,158)</b>
债务增加量	0.00	(500.00)	(134.00)	0.00	0.00
权益增加量	(6,272)	(4,207)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(553.00)	(508.00)	(4,667)	(6,463)	(2,188)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(6,825)</b>	<b>(5,182)</b>	<b>(4,801)</b>	<b>(6,463)</b>	<b>(2,188)</b>
现金变动	443.00	2,976	1,008	(1,621)	5,169
年初现金	3,843	4,235	7,220	8,228	6,607
汇率波动影响	(51.00)	9.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>4,235</b>	<b>7,220</b>	<b>8,228</b>	<b>6,607</b>	<b>11,776</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	11.54	10.24	10.67	11.35	12.35
毛利润	10.93	10.45	11.08	11.78	12.76
营业利润	5.10	9.06	12.38	13.41	14.31
净利润	(1.37)	15.82	13.49	15.44	16.51
EPS	1.41	17.52	13.49	15.44	16.51
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	87.70	87.87	88.19	88.54	88.85
EBITDA	39.28	40.11	37.15	37.48	37.37
净利润率	27.01	28.38	29.10	30.17	31.29
ROE	32.97	36.04	38.03	43.84	43.62
ROA	17.48	19.35	21.19	24.65	26.17
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(4.31)	(21.71)	(28.91)	(18.75)	(37.66)
流动比率	1.11	1.34	1.46	1.43	1.99
速动比率	1.11	1.34	1.46	1.43	1.99
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.65	0.68	0.73	0.82	0.84
应收账款周转天数	58.78	56.82	49.00	47.00	45.00
应付账款周转天数	57.45	52.99	58.00	58.00	58.00
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS	10.29	12.10	13.73	15.85	18.47
每股净资产	30.41	36.28	35.92	36.39	48.27

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，谢春生、夏路路、彭钢，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、夏路路、彭钢本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准  
**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上  
**增持：** 预计股价超越基准5%~15%  
**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出：** 预计股价弱于基准15%以上  
**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司