

# ADOBE (ADBE. 0) 公司深度报告： 全球创意提效软件龙头，AIGC加速赋能“三朵云”

评级：买入(首次覆盖)

陈梦竹(证券分析师)

S0350521090003

chenmz@ghzq.com.cn

张娟娟(证券分析师)

S0350523110004

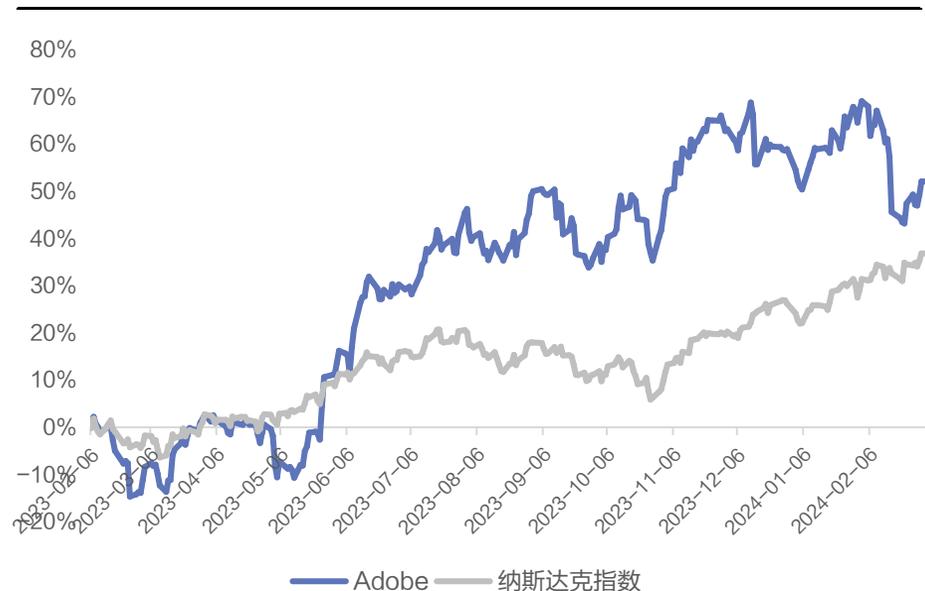
zhangjj02@ghzq.com.cn

罗婉琦(联系人)

S0350122040042

luowq@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对纳斯达克表现

表现	1M	3M	12M
纳斯达克指数	4%	15%	39%
Adobe	-10%	-6%	66%

## 市场数据

2024/03/04

当前价格 (美元)	567.94
52周价格区间 (美元)	324.27-634.76
总市值 (亿美元)	2,570.19
流通市值 (亿美元)	2,570.19
总股本 (万股)	45,255
流通股本 (万股)	45,255
近一月日均成交额 (亿美元)	20.69
近一月日均换手率 (%)	0.80

预测指标	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万美元）	19409	21408	24288	27391
增长率(%)	10%	10%	13%	13%
经调整净利润（百万美元）	7377	8340	9549	10786
增长率(%)	14%	13%	14%	13%
Non-GAAP每股收益（美元）	16.07	18.37	21.27	24.28
ROE(%)	33%	35%	37%	38%
Non-GAAP P/E	35.34	30.92	26.71	23.39
P/B	16	14	13	12
P/S	13	12	11	9

资料来源：Wind、国海证券研究所

本篇报告核心解决以下问题：1) Adobe公司核心业务框架如何分析？各项业务的核心变量及增长驱动力有哪些？2) 生成式AI技术如何赋能Adobe数字媒体与数字体验业务？3) AIGC赋能下的创意云潜在市场空间如何测算？公司渗透非专业创作者市场的路径有哪些？生成式AI工具Firefly开启商业化为公司带来的潜在受益空间有多大？

## 一、数字媒体业务——Creative Cloud：非专业创作者贡献市场增量，生成式AI工具开启商业化

- **全球创作者经济蓬勃发展，非专业创作者贡献创意软件市场增量，Adobe龙头地位稳固**：创意工作者数量稳增叠加创作者经济蓬勃发展，驱动创意软件市场高速增长，据Adobe预测，创意云对应2024年潜在市场规模将同比增长54%至630亿美元。全球创作者经济经历高速发展，据Statista，2020年Instagram及YouTube非专业创作者数量均达到专业创作者的10倍以上，非专业级需求快速增长进一步为创意软件市场贡献增量。Adobe创意云产品市占率在各细分领域均位居前列，龙头地位稳固，在图像编辑领域，根据Statista数据显示，Adobe旗下Photoshop、InDesign、Illustrator三款应用在2023年市场份额合计超过80%，其中PS以43%的市占率大幅领先。
- **Adobe在专业用户市场的渗透率已达到较高水平，业务下沉将成为公司重要战略，根据我们测算，在中性假设下，传播者群体为Adobe带来的增量年收入预计在13~86亿美元之间**：据Adobe预测，创意云对应2024年潜在市场规模将同比增长54%至630亿美元，其中创意工作者/传播者的潜在市场规模分别达到250/310亿美元（同比增速25%/107%），对应潜在用户数量分别达到0.68/9亿人，对应ARPU分别达到368/34美元。Adobe创意云工具在专业用户市场渗透率已达较高水平，通过Adobe Express+AIGC赋能原有创意工具等策略渗透传播者市场将成为公司创造增量空间的重要战略。我们针对传播者用户为Adobe带来的增量收入空间进行测算，在中性假设下，全球传播者用户规模约9亿人、付费渗透率在12%~20%的区间、Adobe市占率在10%~40%的区间、ARPU约为120美元/年/人（考虑到Adobe Express与Canva的个人年度订阅价格均为120美元左右），测算结果显示传播者用户为Adobe带来的年收入预计在13.0~86.4亿美元之间。
- **渗透传播者市场的三条重要路径：①一体化应用+②AIGC赋能+③在线协作**
  - ① **集成式一体化应用**：针对非专业用户推出Adobe Express（网页端和移动端），降低用户使用门槛：Adobe Express基于Adobe Sensei底层AI工具，集成Photoshop（图片）、Premiere Pro（视频）、Acrobat（PDF）等功能，协助用户制作和分享多媒体内容；与创意云传统旗舰应用相比，Adobe Express在操作简易度及定价方面拥有较大优势；2) Firefly AI工具集成至Adobe Express，实现产品迭代升级，同时支持用户连接到Photoshop、Illustrator等Adobe旗舰应用。
  - ② **AIGC赋能**：推出Firefly系列模型及AI工具，集成生成式AI功能至创意云产品，提升专业用户工作效率，降低非专业用户学习成本：1) Firefly模型集更新，图像模型迭代2.0版本以提高生图质量和可控性。公司将继续探索3D、音视频等其他媒体形式并发布相关模型；3D生成图像功能即将上线、草图生成图像及个性化图像等功能仍在探索中。2) Firefly内嵌Photoshop、Illustrator等核心创意云产品中，相比独立应用更易融入现有创意 workflow：相比Mid Journey和DALL-E等垂类AI应用，Adobe基于现有高频场景，将AIGC无缝衔接至创意云核心产品，用户可在已有订阅产品中直接调用AI功能并进一步修改，满足AI辅助设计而非替代设计的用户需求，长期用户壁垒更强，用户粘性更高，长期带来付费率及ARPU提升的增收逻辑。

- ③ **加强在线协作：** Creative Cloud核心产品上线实时协作编辑功能，公司通过收购Frame.io实现Premiere等产品中的共享、实时评论剪辑等功能；Adobe收购Frame.io并将其无缝集成至现有的Premiere Pro和After Effects应用中（无单独收费），为客户提供实时的视频审查和核准工具、闪电般快速的媒体共享、直接从相机传输到云端、100GB的存储空间等功能，加强客户与合作方间的视频审核与协作效率。
- **Adobe Firefly以订阅+积分制开启变现，整体定价策略较保守，扩大用户基本盘及付费率为战略重点：**在AI工具Firefly加持下，Adobe于2023年11月宣布新提价计划，创意云产品订阅价格整体提升6%~10%，与历史提价幅度对比，相对稳健（2018年个人订阅+6%、团队订阅+14%，2022年个人订阅All Apps+4%、团队订阅+6%）；与其他AI赋能的办公软件相比，例如Microsoft 365在Copilot加持下，整体提价幅度在53%~240%不等，Adobe提价计划较为保守，我们认为，这主要由于公司更加强调AI工具的普及使用从而推动月活及付费渗透率的长期增长，进一步稳固公司领先的市场地位，而非注重短期收入贡献。

## 二、数字媒体业务——Document Cloud：PDF数字文档开创者，协作办公与AI赋能或打开增量空间

- 全球PDF编辑软件市场持续扩张，整体办公数字化趋势加强，从个人用户到大型企业对高效、安全的文档管理系统的需求不断增加，为文档云提供更多市场渗透机会。Adobe作为PDF数字文档领域开创者，文档云产品龙头地位稳固，有望持续受益于市场稳步增长。我们预计公司文档云收入与ARR保持稳定增长，主要由于移动端及共享协作需求增长强劲，同时公司表示生成式AI技术将主要应用于文档理解（内置AI助手“Jodi”以提供对话式的高效文档理解体验）、文档创作（AI辅助文档创作、编辑及格式调整，内置Firefly文生图功能）及在线协作（AI助力自动化审批流程）等方面，长期有望提高用户粘性。

## 三、数字体验业务——Experience Cloud：生成式AI重塑营销工作流程，与创意云产品结合建立生态优势

- 以客户数据驱动业务增长的企业数字化转型需求增强，推动客户体验管理市场增长；据Adobe预测，2024年体验云潜在市场规模达到1100亿美元，其中，数据洞察/内容&商业/客户旅程/营销分别对应330/490/180/100亿美元。Adobe体验云由内容供应链上游向下渗透，基于内容生产后的变现需求，打造从内容生产到营销的端到端解决方案，与创意云结合建立强大的生态优势，保持行业领先地位。Adobe Sensei GenAI落地体验云，主要在数据洞察、内容与协作，以及客户历程等方面赋能，以功能创新和效率提升来推动用户粘性增强以及应用增销所带来的ARPU值增长。

**四、盈利预测和投资评级：**我们预计公司FY2024-2026年营收分别为214/243/274亿美元，经调整净利润分别为83/95/108亿美元，对应经调整摊薄EPS为18.37/21.27/24.28美元，对应Non-GAAP P/E为31X/27X/24X；考虑到公司SaaS业务商业模式成熟，收入增速且盈利能力保持稳定，我们对Adobe采用P/E估值法；参考行业可比公司FY2024财年平均30.7倍P/E，考虑到Adobe作为数字创意提效行业龙头，产品壁垒稳固，数字体验业务打造第二增长曲线的同时，生成式AI技术商业化贡献收入增量，我们给予Adobe FY2024财年35倍的P/E估值倍数，对应目标价645美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**五、风险提示：**用户增长不及预期、新产品进展不及预期、行业竞争加剧、人工智能发展不及预期，AIGC发展不及预期、商业化拓展不及预期、海外市场等风险。

一、公司概况：数字媒体领域保持领先地位，拓展数字体验业务打造第二增长曲线.....	9
Adobe四十年紧跟数字革命发展趋势，云计算与人工智能带来时代增量	
Adobe引领多媒体技术发展潮流，迅速布局展现较强前瞻性	
业务发展历程展现变革敏感性，战略数次升级打造新发展引擎	
股权架构：以机构投资者为主，Vanguard Group与BlackRock持股较为稳定	
管理团队：团队成员经验丰富，多位高管曾任职于行业龙头企业	
公司核心业务框架：以“三朵云”为基，AIGC进一步打开增长空间	
营业收入：数字媒体业务收入增速保持稳定，美洲地区收入占比最高	
成本&费用情况：毛利率维持较高水平，各项费用率保持稳定	
盈利能力&现金流：经调整净利率维持38%左右，经营现金流稳定	
二、数字媒体业务——Creative Cloud：非专业创作者贡献市场增量，生成式AI工具开启商业化.....	19
全球创作者经济蓬勃发展，非专业创作者贡献创意软件市场增量	
Adobe应用市占率在各细分领域均位居前列，龙头地位稳固	
重要转型节点：销售模式从License买断制转变为SaaS订阅制	
创意云产品布局：产品协同建立较大生态优势，订阅制推动收入稳定性提升	
渗透传播者市场的三条重要路径：①一体化应用+②AIGC赋能+③在线协作	
潜在市场空间测算：公司预计2024年专业用户及传播者市场规模为250/310亿美元	
传播者群体为Adobe带来的增量收入测算：中性假设下年收入在13~86亿美元之间	
①一体化应用：推出集成式应用Adobe Express，降低非专业用户使用门槛	
①一体化应用：Firefly AI工具集成至Adobe Express，实现产品迭代升级	
①在线设计工具对比分析：Adobe Express VS Canva VS 美图设计室	
①Canva：打造低门槛的设计编辑工具，核心优势源于其丰富的模板生态	
①美图设计室：聚焦电商场景需求，打造全链路AI解决方案	
②AIGC：早期搭建Adobe Sensei底层AI工具，现发布Firefly模型集入局生成式AI	
②AIGC：Firefly模型集更新，图像模型迭代2.0版本以提高生图质量和可控性	

②主流文生图模型效果对比：综合来看，Midjourney、Adobe、美图相对领先

②AIGC：Photoshop已集成Firefly的生成式填充和生成式拓展功能

③在线协作：收购Frame.io并集成至Premiere Pro与After Effects

Adobe Firefly商业化：以订阅+积分制开启变现，商业模型覆盖专业用户及传播者

Adobe Firefly商业化：整体定价策略较保守，扩大用户基本盘及付费率为战略重点

### 三、数字媒体业务——Document Cloud：PDF数字文档开创者，协作办公与AI赋能或打开增量空间.....39

全球PDF文档软件市场稳步扩张，合作软件或提供第二增长驱动力

Adobe在PDF数字文档领域先发优势显著，有望持续受益于市场稳步扩张

文档云收入与ARR保持稳定增长，移动端及共享协作需求增长强劲

文档云产品布局：覆盖通过灵活的功能组合+订阅模型满足多样化需求

文档云特色功能：多端标准化界面、内置签名工具、分享及在线协作

AI赋能文档云的三个重点方向：文档理解、文档创作及在线协作

### 四、数字体验业务——Experience Cloud：生成式AI重塑营销工作流程，与创意云产品结合建立生态优势.....46

以客户数据驱动业务增长的企业数字化转型需求增强，推动客户体验管理市场增长

客户体验管理CXM区别于客户关系管理CRM，更强调全生命周期与个性化体验

Adobe体验云保持行业领先地位，与创意云结合的产品生态优势稳固

Adobe以收购营销公司Ominiture为起点，逐步完善数字体验产业链布局

Adobe体验云架构：底层平台AEP+AI中台Adobe Sensei+多应用集成

体验云企业合作案例：助力可口可乐公司实现数据整合及个性化营销活动

产品优势来源于与创意云的协同能力，传统企业客户渗透成为业务重要驱动力

增销策略推动企业订阅价值增长显著，现有产品渗透率仍有较大提升空间

通过开放的平台系统为第三方应用集成提供支持，建立合作伙伴生态实现双赢

Adobe Sensei全方位赋能体验云产品，重在提升现有功能的智能化水平

生成式AI重塑营销工作流程，发布高度整合的全方位解决方案GenStudio

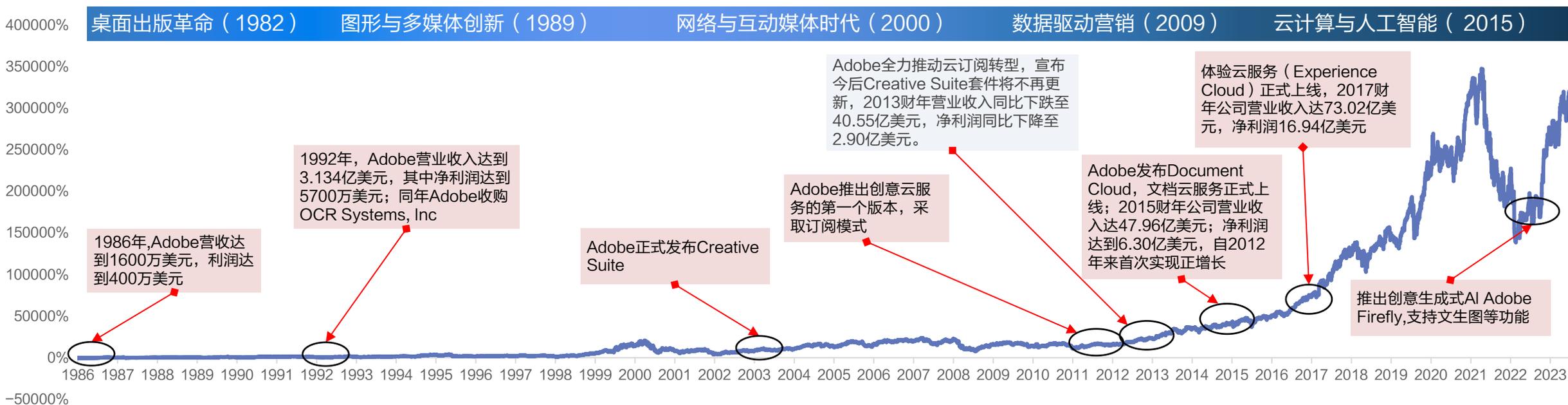
五、盈利预测及投资建议.....	58
历史估值回溯：公司当前估值位置约为历史PE中位数水平	
投资逻辑与估值：FY2024目标市值2919亿美元，对应目标价645美元	
盈利预测表	
六、风险提示.....	62

# 一、公司概况：数字媒体领域保持领先地位，拓展数字体验业务 打造第二增长曲线

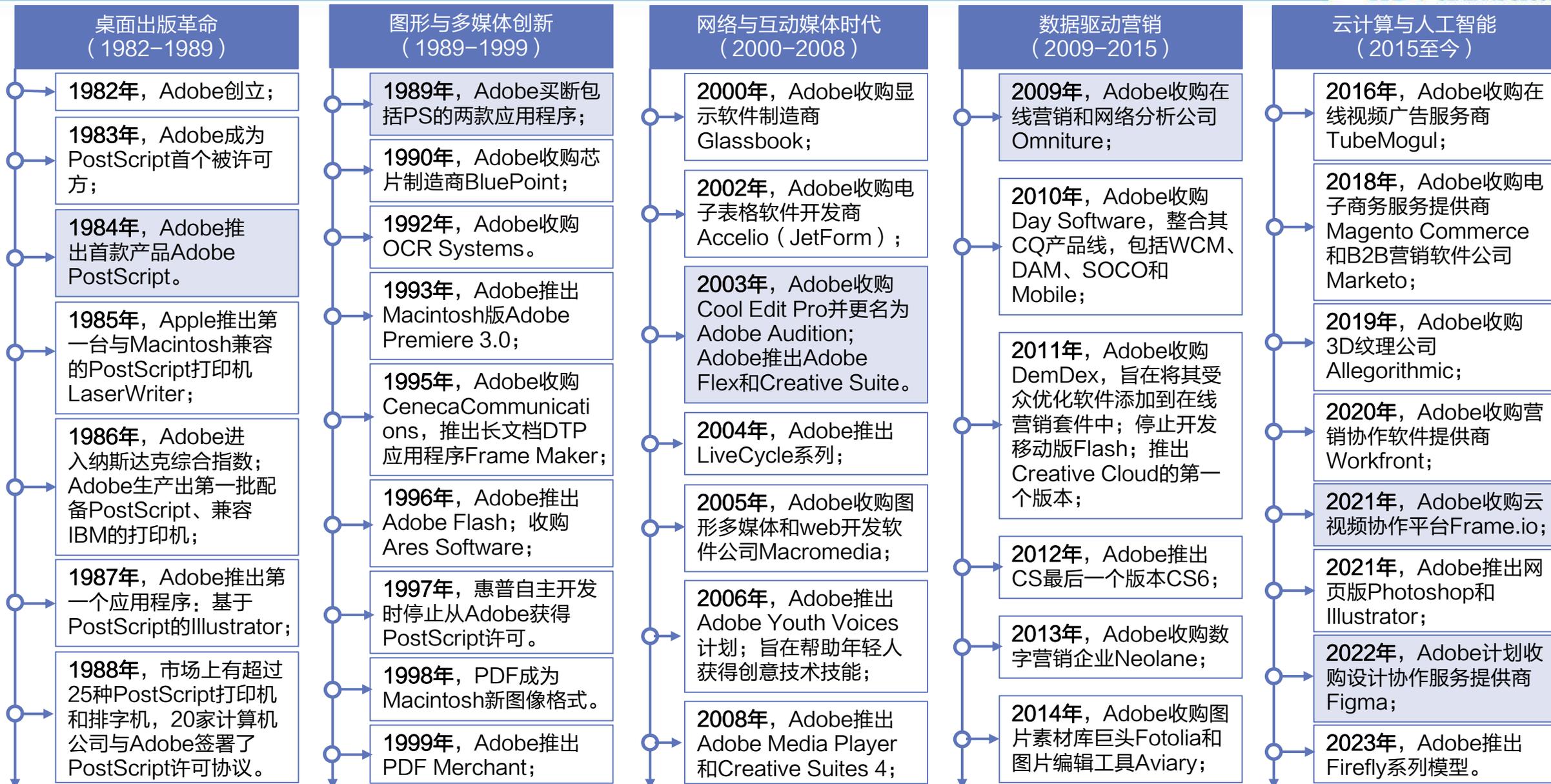
# Adobe四十年紧跟数字革命发展趋势，云计算与人工智能带来时代增量

- **Adobe起家于桌面出版领域，多年深耕多媒体技术成为全球数字媒体解决方案领军者：**1985年Adobe推出PostScript页面描述语言，为打印和文档处理领域带来革命性的变革；1990年Adobe推出第一款图像编辑软件Photoshop，成为业界标杆；1993年Adobe发布首个支持PDF格式的软件Acrobat 1.0；2011年Adobe收购电子签名技术公司EchoSign，加强了其在文档处理和数字签名领域的地位；2013年Adobe宣布全面转向云服务，推出付费订阅模式，用户可通过订阅获得最新版本的创意软件和功能更新；2017年Adobe推出Experience Cloud服务，帮助企业实现个性化的数字营销等，以增强客户互动和提升客户体验。近年来，Adobe不断推出新的创意工具和数字体验解决方案，加强与人工智能和机器学习的整合，以提供更智能和个性化的创意体验。
- **发展步调紧跟多媒体技术发展趋势，稳扎稳打长成数字媒体巨头：**1986年，Adobe成功上市并进入纳斯达克综合指数，资本市场的认可为其后续的研发和拓展提供了资金支持。进入21世纪，Adobe准确把握了云计算和移动互联网的发展趋势，推出了Creative Cloud和Document Cloud等一系列基于云的服务，大幅提升了用户体验和工作效率。Adobe持续创新整合人工智能技术，成为全球领先的创意软件和数字体验解决方案提供商，推动数字创意和数字营销领域的发展。

Adobe上市以来股价走势图

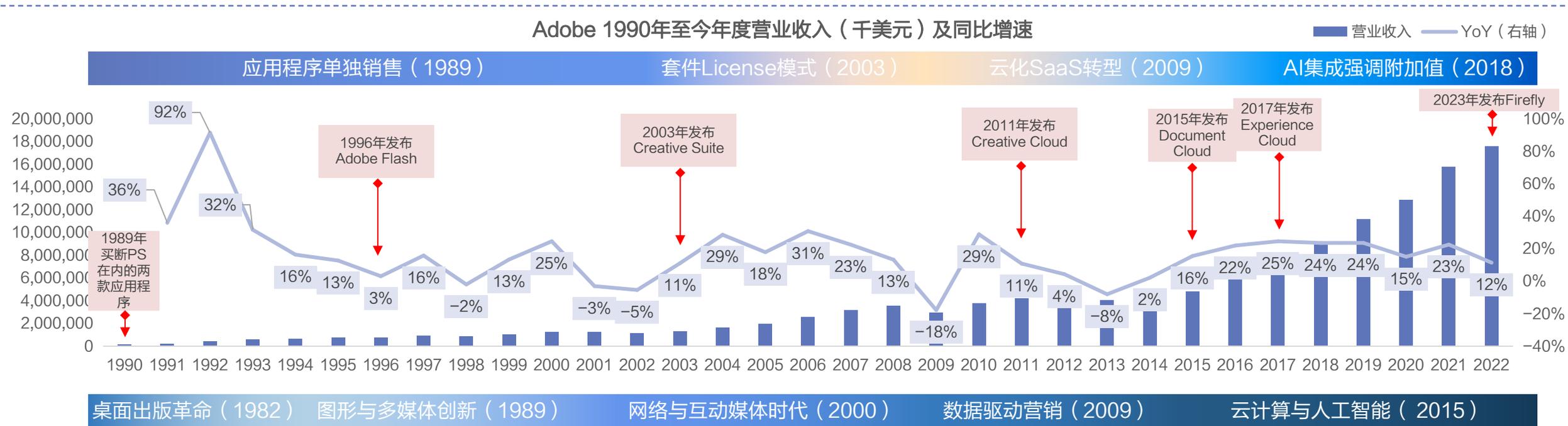


# Adobe引领多媒体技术发展潮流，迅速布局展现较强前瞻性

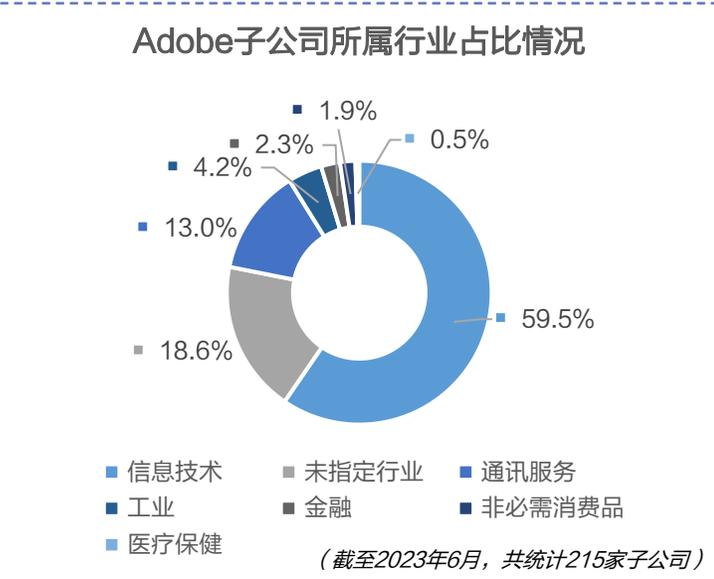
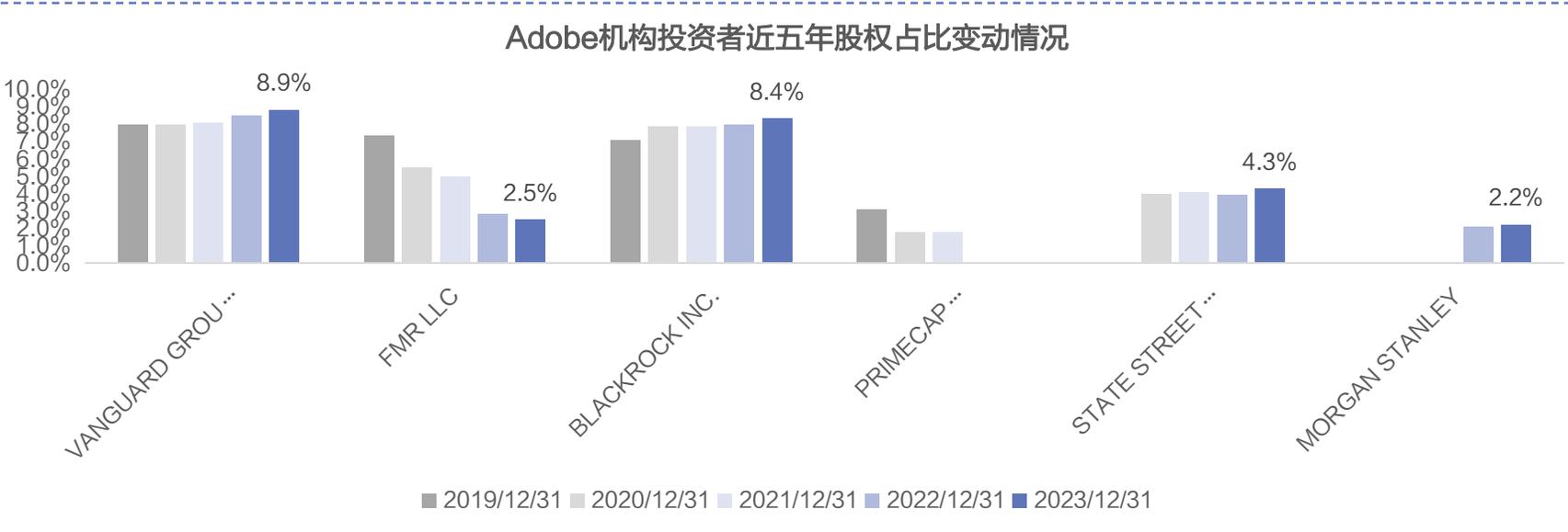
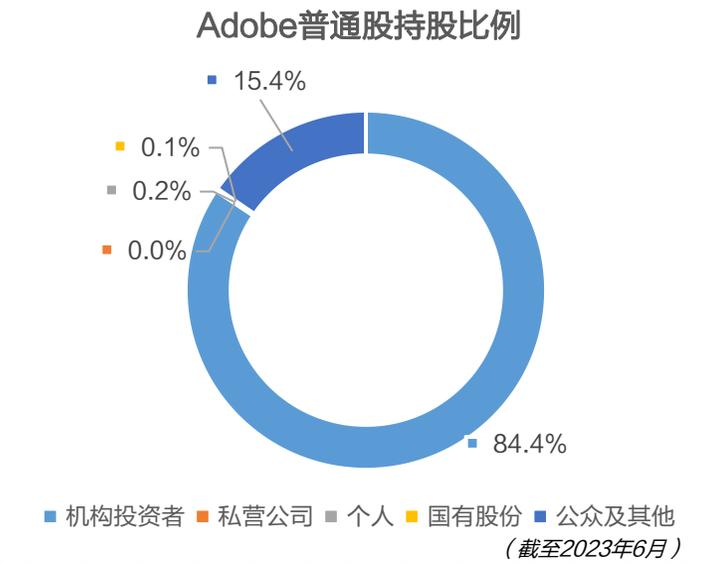
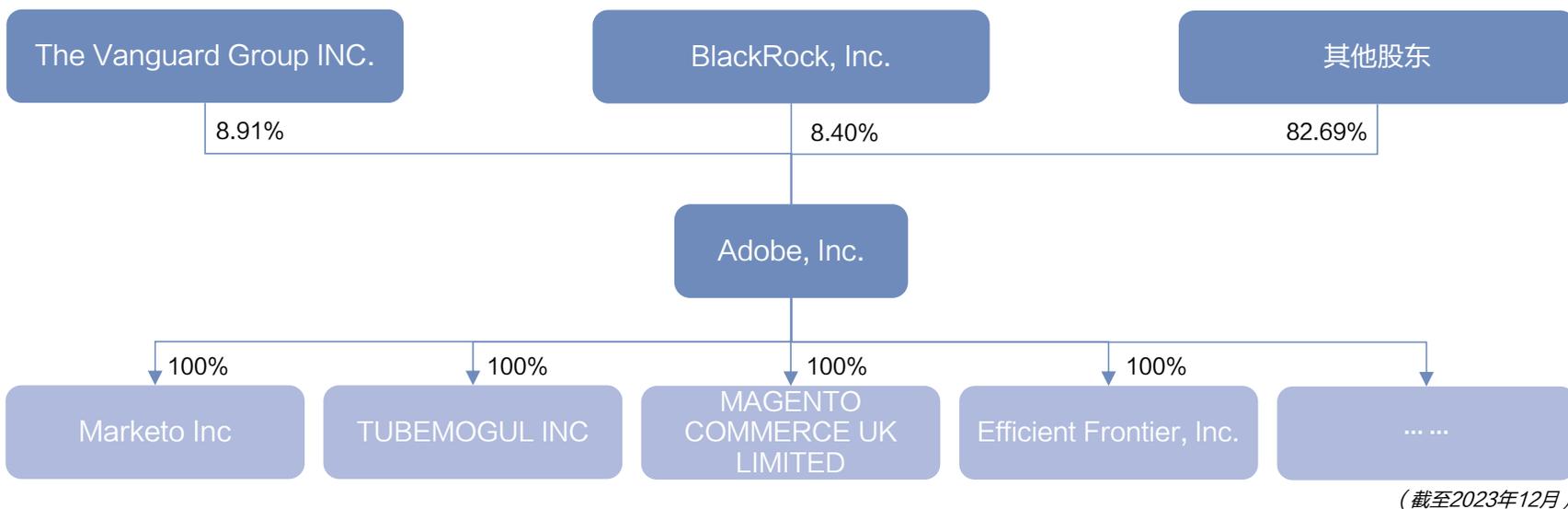


# 业务发展历程展现变革敏感性，战略数次升级打造新发展引擎

- **1980年代——应用程序单独销售：** Adobe自1986年上市以来，通过推出PostScript语言开启商业之旅，PostScript作为第一个真正意义上的用于计算机打印的国际标准，引发了桌面出版的革命。在此基础上，Adobe逐渐推出了一系列单独销售的应用程序，如Photoshop、Illustrator和Premiere。
- **2000年代初——套件License模式：** 随着数字出版和多媒体内容制作的兴起，Adobe面临来自多方面的竞争。公司推出了Adobe Creative Suite，包含图形设计、影像编辑与网络开发的软件产品套装，收费方式为收取一次性License费用。
- **2009年~2017年——云化SaaS转型：** 经济危机及自身License模式付费门槛高导致发展瓶颈，公司开始筹划云化转型；2011年公司推出创意云第一个版本，2013年全面转向云服务，推出订阅付费模式，原有Adobe CS6套装软件的基本款售价1299美元，CS6 Master Collection售价2599美元，云化后对应产品价格分别为49.99美元/月、79.98美元/月，大幅降低首次购买门槛，有效吸引新用户加入；产品客单价下跌及模式转型导致的短期用户流失使2013年营收承压；阵痛期后，企业订阅收入快速增长，于2014Q1首次超越买断收入，Adobe又于2015年、2017年相继推出文档云、体验云，完成云化布局，实现由License模式向SaaS订阅模式的成功转型。
- **2018年至今——AI集成强调附加值：** 2018年以来，Adobe进入智能化、平台化阶段；公司在2016年推出Adobe Sensei，为其平台奠定底层大模型基础，并逐步赋能“三朵云”应用；于2023年3月推出生成式AI工具Adobe Firefly，并于2023年9月宣布Firefly全面商用，推出积分定价机制。



# 股权结构：以机构投资者为主，Vanguard Group与BlackRock持股较为稳定



# 管理团队：团队成员经验丰富，多位高管曾任职于行业龙头企业



Shantanu Narayen

CEO

1986年  
获得鲍林格林州立大学计算机科学硕士

1989年  
入职Apple，担任高级管理职位。

1996年  
成为Pictra公司的联合创始人，该公司率先提出了互联网数字照片共享的概念。

1999年  
担任Adobe全球产品开发高级副总裁。

2005年  
担任Adobe总裁兼首席运营官。

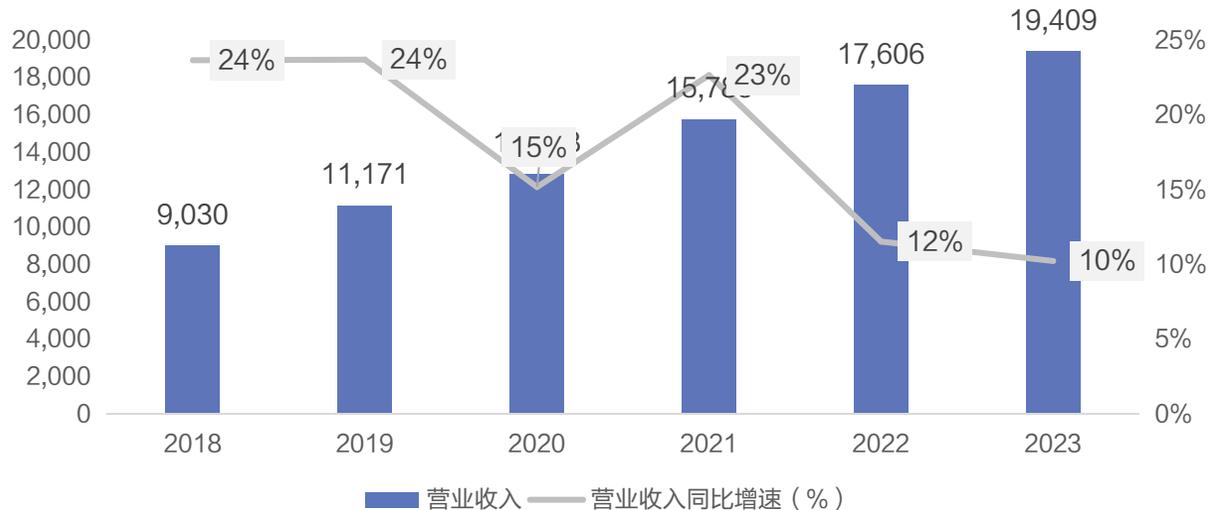
姓名	职位	主要从业经历
Daniel J. Durn	财务总监和财务、技术服务与运营执行副总裁	Daniel J. Durn自2021年10月18日起担任Adobe的财务总监，并从2022年2月起担任财务、技术服务和运营执行副总裁。他在加入Adobe之前，曾在多家半导体和金融公司担任高级职位。他具有丰富的并购经验，并持有哥伦比亚商学院的金融MBA学位和美国海军学院的控制系统工程学士学位。
Mark S. Garfield	高级副总裁、首席财务官	Mark S. Garfield自2018年12月3日起在Adobe担任高级副总裁、首席会计官和公司控制员。在加入Adobe之前，他在Cloudflare和Symantec等公司担任过高级财务职位。他具有丰富的财务报告和会计经验，并持有加州大学圣塔芭芭拉分校商业经济学士学位。
Cynthia A. Stoddard	高级副总裁	Cynthia A. Stoddard自2016年6月13日起担任Adobe的首席信息官和高级副总裁。她负责Adobe的云平台业务的技术战略和部署。在加入Adobe之前，她曾在NetApp等多家技术公司担任过高级技术职位。她拥有超过25年的商业和IT经验，并持有西新英格兰大学会计学学士学位和Marylhurst大学 MBA 学位。
Dana Rao	执行副总裁、总法律顾问和公司秘书	Dana Rao自2018年6月18日起担任Adobe的执行副总裁和总法律顾问，并从2022年2月起担任首席信任官。在加入Adobe之前，他曾在Microsoft等公司担任过多个知识产权和诉讼相关的职位。他于1997年开始专利律师的职业生涯，并持有Villanova大学电气工程学士学位和George Washington大学法学博士学位。
Gloria Chen	员工体验执行副总裁	Gloria Chen自2020年1月起担任Adobe的首席人力官和员工体验执行副总裁。在加入Adobe之前，她在McKinsey & Company和多家其他公司担任过咨询和战略职位。她还积极参与多个科技创新相关的董事会和咨询委员会。她持有华盛顿大学电子工程学士学位、卡内基梅隆大学电气和计算机工程硕士学位和哈佛商学院MBA学位。
Anil Chakravarthy	Digital Experience 总裁	于2020年1月加入Adobe，担任执行副总裁兼数字体验总经理，并于2020年7月被任命为执行副总裁兼数字体验业务和全球实地运营总经理，负责全球实地运营。在加盟Adobe之前，他于2015年8月至2020年1月担任Informatica首席执行官，于2013年9月至2015年8月担任执行副总裁兼首席产品官。他目前在Ansys, Inc.董事会任职，并在硅谷领导小组的董事会任职至2021年12月
Scott Belsky	Creative Cloud 首席产品官兼执行副总裁	于2017年12月加入Adobe，担任Creative Cloud的首席产品官兼执行副总裁。在2017年12月加入Adobe之前，Belsky于2016年2月至2017年12月期间在旧金山Benchmark担任风险投资人。在加入Benchmark之前，Belsky于2012年12月至2016年1月期间领导Adobe的Creative Cloud移动战略，并收购Behance。

# 公司核心业务框架：以“三朵云”为基，AIGC进一步打开增长空间

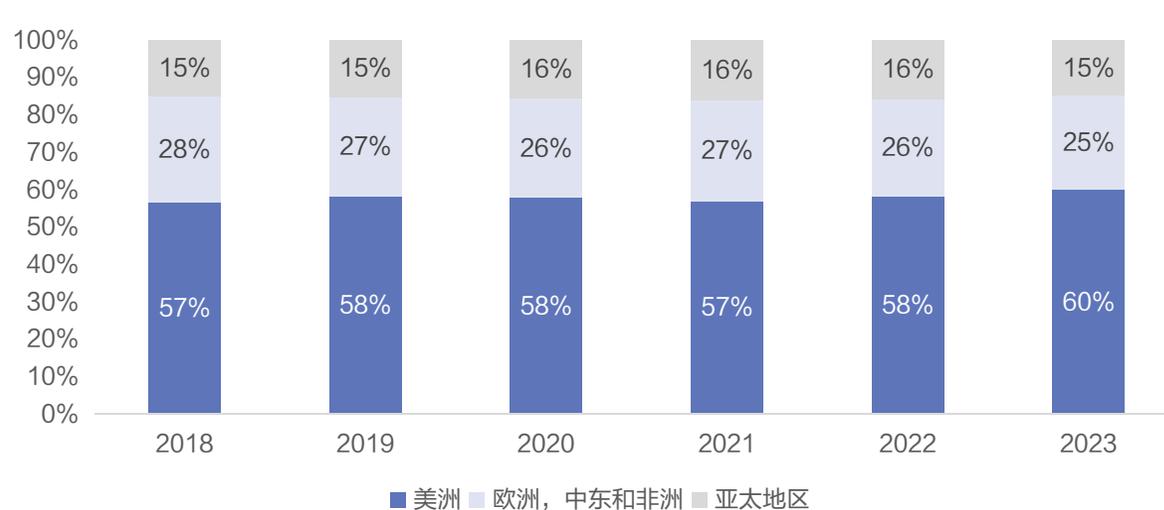
公司业务	产品线	业务增长逻辑	FY2023 收入规模（亿美元）	FY2023 收入占比	FY2024E 收入增速
数字媒体	创意云	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>行业层面</b>：全球创作者经济蓬勃发展，生成式AI降低创意提效工具使用门槛，非专业创作者贡献创意软件市场增量；据Adobe预测，Creative Cloud 2024年TAM将同比增长54%至630亿美元，其中创意工作者/传播者的潜在市场规模分别达到250/310亿美元（同比增速25%/107%）。Adobe在创意提效软件领域深耕四十余年，专业级产品先发优势显著，市占率保持领先。</li> <li>● <b>业务层面</b>：Adobe旗下Firefly生成式AI工具凭借与现有产品矩阵的融合以及Adobe自有素材库的版权优势抢占商业化先机，2023年11月，Firefly已通过订阅+积分制开启商业化，有望通过创意云产品提价（全线产品订阅价格提高6%~10%）与按量计费的商业模式贡献收入增量。</li> </ul>	115	59%	10%
	文档云	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>行业层面</b>：全球PDF编辑软件市场持续扩张，安全且高效的办公数字化趋势加强，Adobe作为PDF数字文档领域开创者，文档云产品龙头地位稳固，有望持续受益于市场稳步增长。</li> <li>● <b>业务层面</b>：预计文档云收入与ARR保持稳定增长，主要由于移动端及共享协作需求增长强劲，同时公司表示生成式AI技术将主要应用于文档理解、文档创作及在线协作等方面，长期有望提高用户粘性。</li> </ul>	27	14%	17%
数字体验	体验云	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>行业层面</b>：以客户数据驱动业务增长的企业数字化转型需求增强，推动客户体验管理市场增长，Adobe体验云由内容供应链上游向下渗透，基于内容生产后的变现需求，打造从内容生产到营销的端到端解决方案，与创意云结合建立强大的生态优势，保持行业领先地位。</li> <li>● <b>业务层面</b>：Adobe Sensei GenAI落地体验云，主要在数据洞察、内容与协作，以及客户历程等方面赋能，以功能创新和效率提升来推动用户粘性增强以及应用增销所带来的ARPU值增长。</li> </ul>	49	25%	9%

# 营业收入：数字媒体业务收入增速保持稳定，美洲地区收入占比最高

Adobe营业收入及同比增速（百万美元）



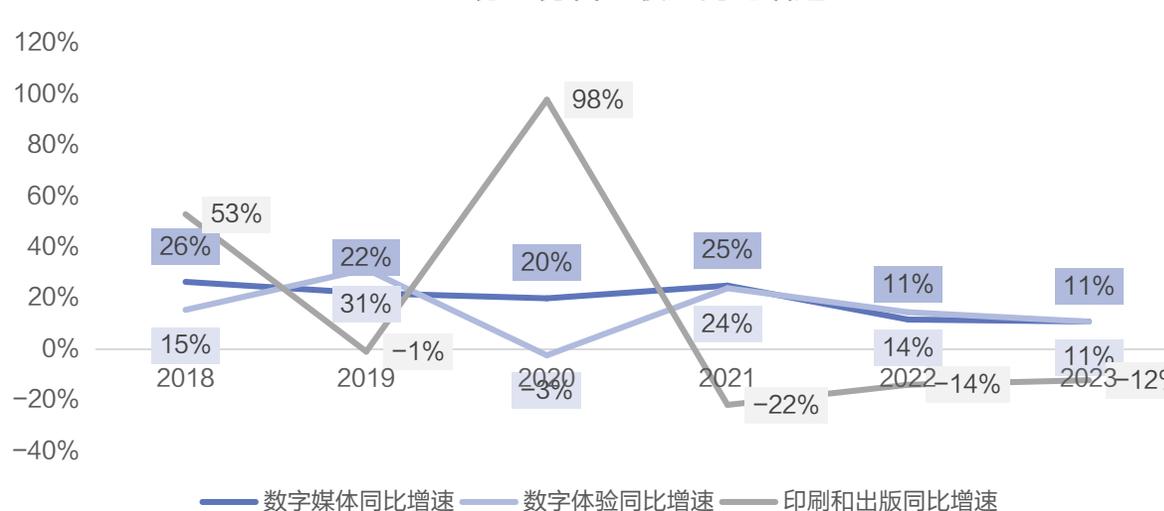
Adobe分地区营业收入占比 (%)



Adobe分业务营业收入（百万美元）

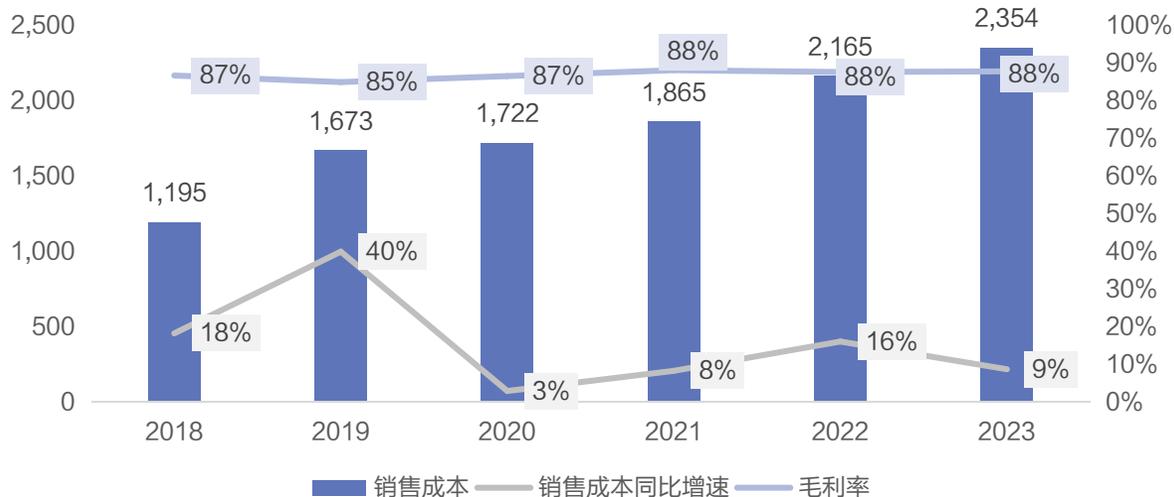


Adobe分业务营业收入同比增速



# 成本&费用情况：毛利率维持较高水平，各项费用率保持稳定

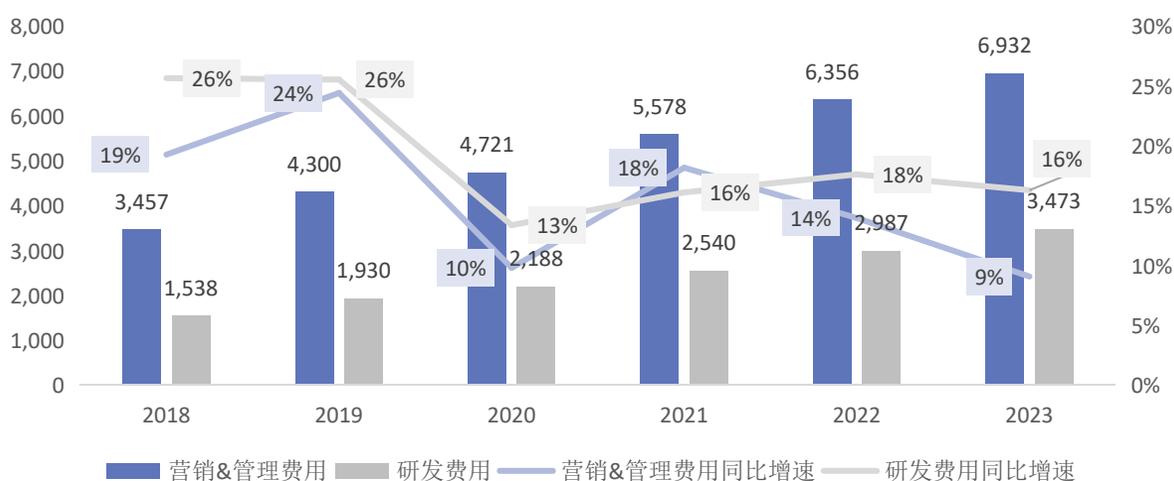
### Adobe营业成本及同比增速（百万美元）



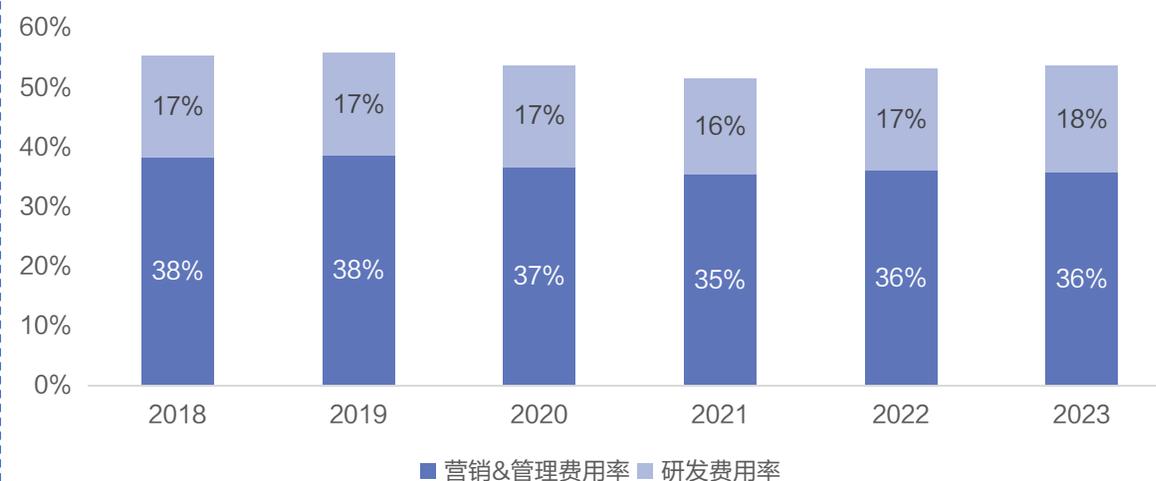
### Adobe分业务营业成本（百万美元）



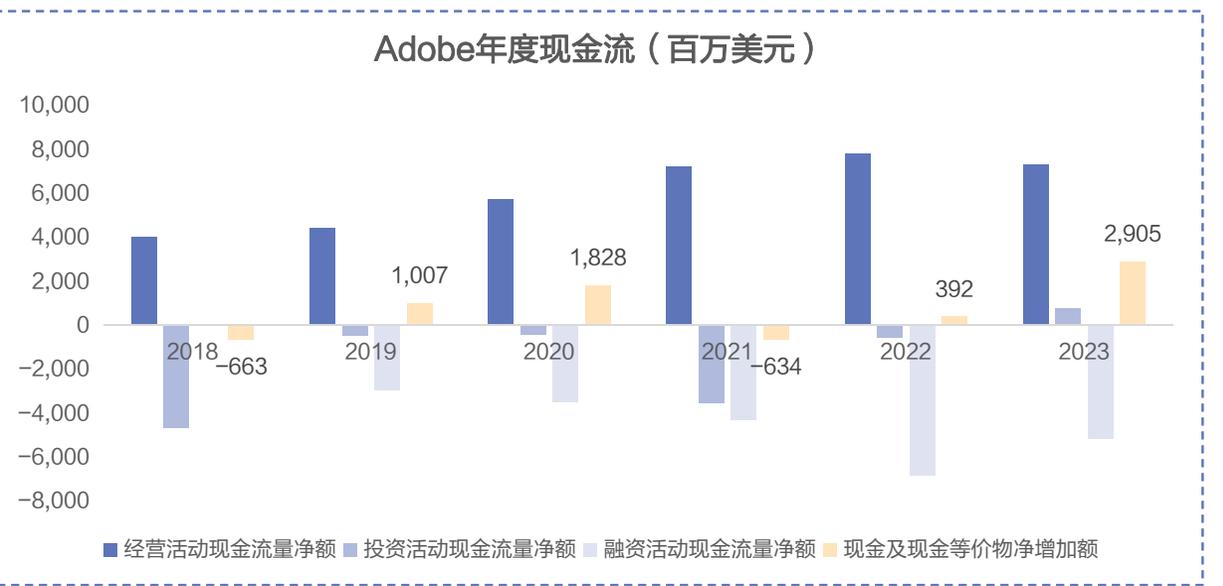
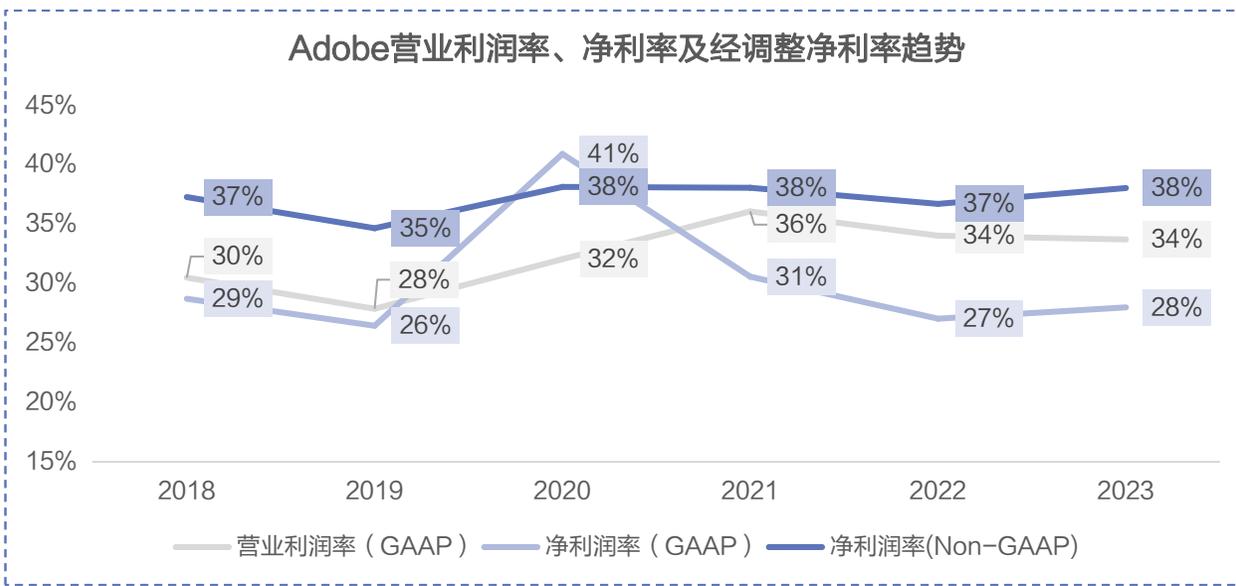
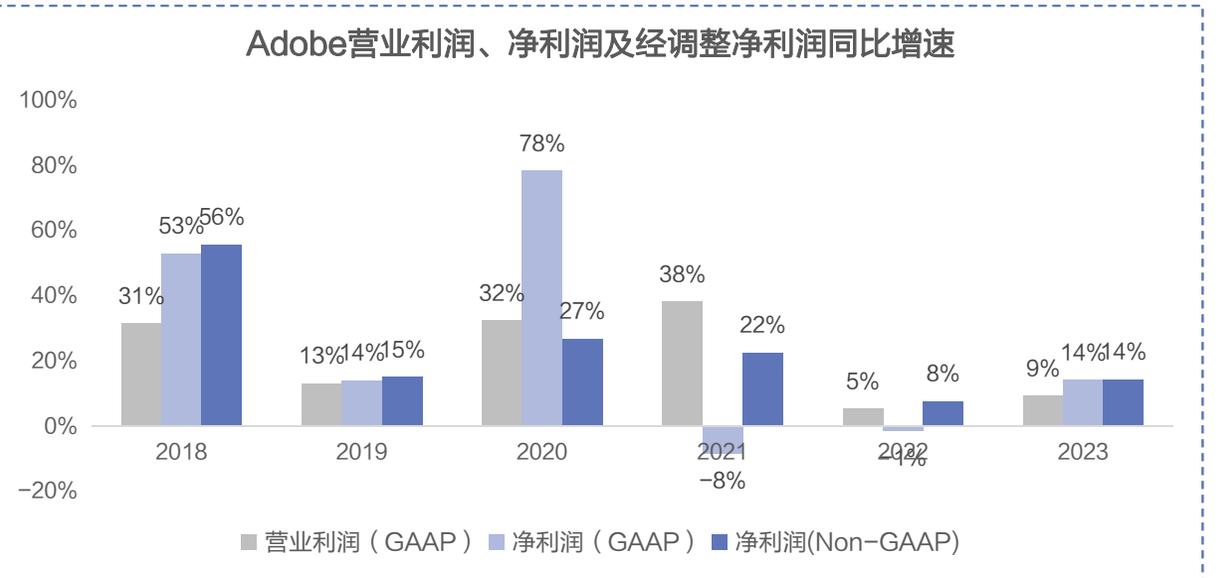
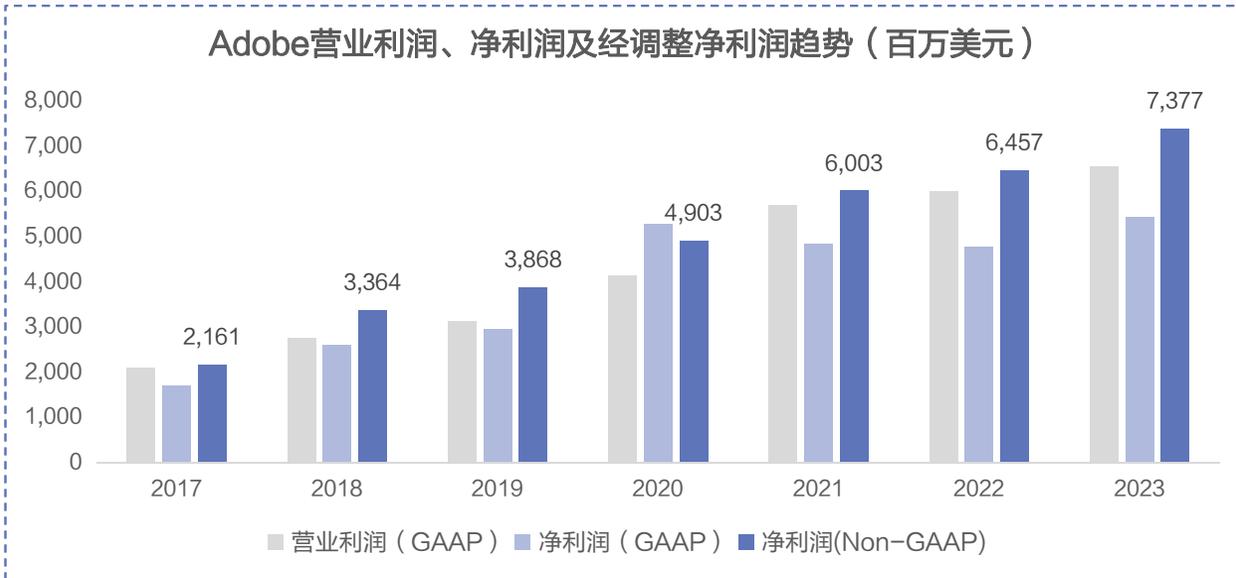
### Adobe各项费用及同比增速（百万美元）



### Adobe公司费用率情况



# 盈利能力&现金流：近年来经调整净利率维持38%左右，经营现金流稳定



资料来源：同花顺，Adobe财报，国海证券研究所

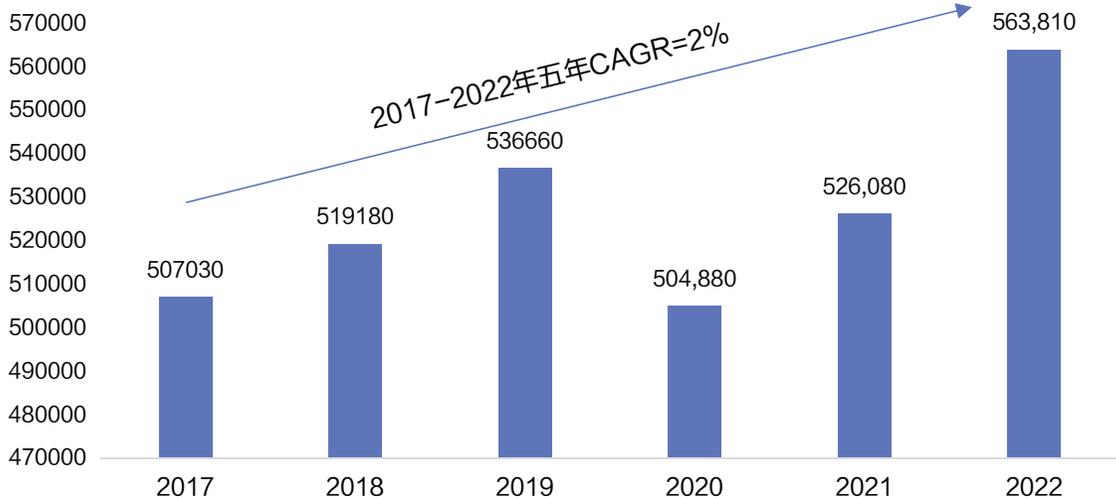
## 二、数字媒体业务——Creative Cloud： 非专业创作者贡献市场增量，生成式AI工具开启商业化

# 全球创作者经济蓬勃发展，非专业创作者贡献创意软件市场增量

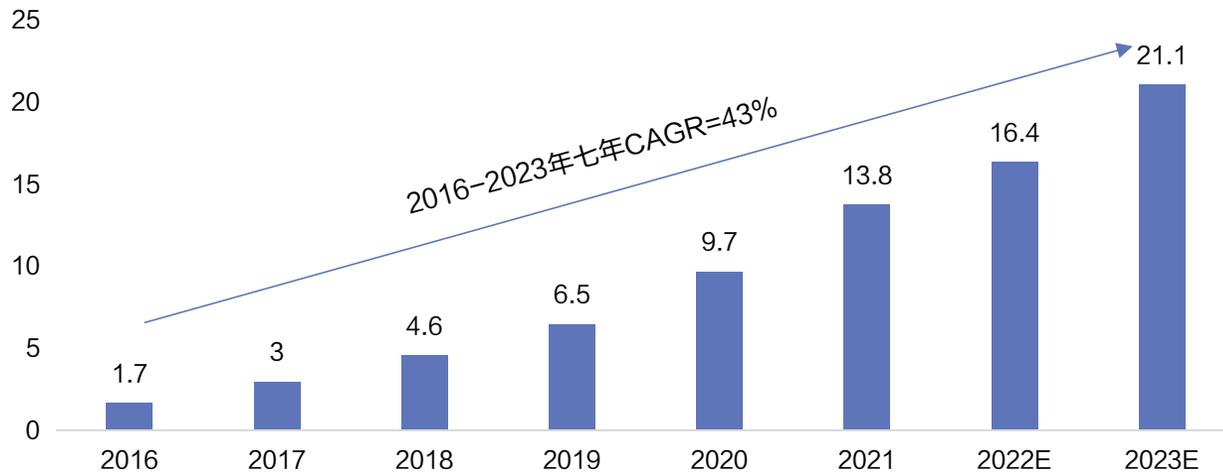
● 创意工作者数量稳增叠加创作者经济蓬勃发展，驱动创意软件市场高速增长，据Adobe预测，创意云对应2024年潜在市场规模将同比增长54%至630亿美元：

- ① 创意工作者数量稳增，专业级创意软件有望持续收益：据U.S. BLS统计，2022年美国设计相关就业人数超过56万人，2017-2022年五年复合增速约为2%；Adobe创意云以专业性建立核心壁垒，作为行业标杆，有望持续受益于专业需求侧稳步扩张。
- ② 创作者经济蓬勃发展，非专业创作者贡献市场增量：互联网技术普及、创作工具丰富与升级以及内容平台加强激励等因素驱动下，全球创作者经济经历高速发展；其中，创意提效工具成为关键生产力，内容创作门槛进一步降低，据Statista，2020年Instagram及YouTube非专业创作者数量均达到专业创作者的10倍以上，非专业级需求快速增长进一步为创意软件市场贡献增量。

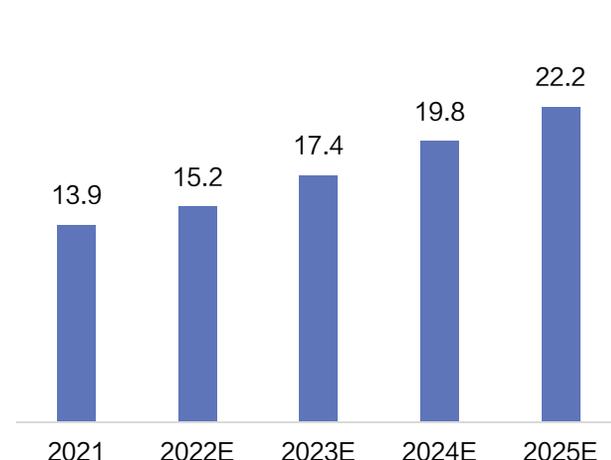
美国从事设计相关的就业人员数量（人）



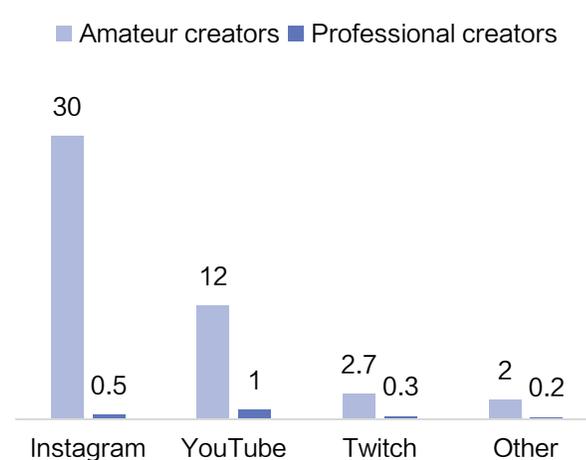
全球传播者营销市场规模趋势（十亿美元）



Instagram全球传播者市场规模（十亿美元）

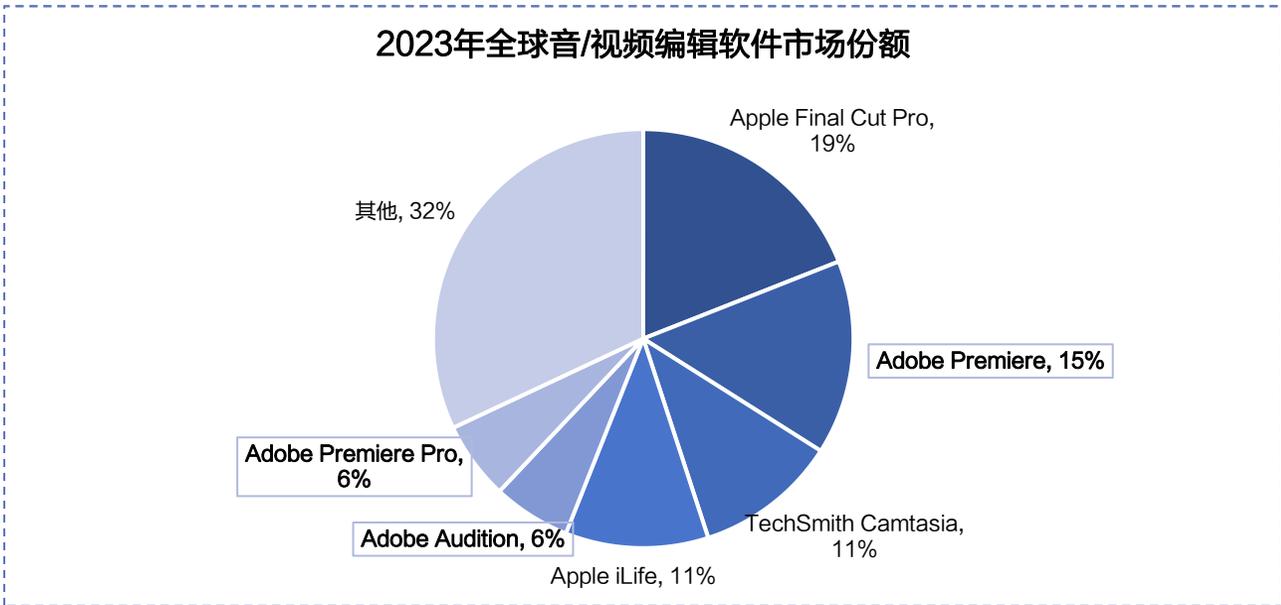
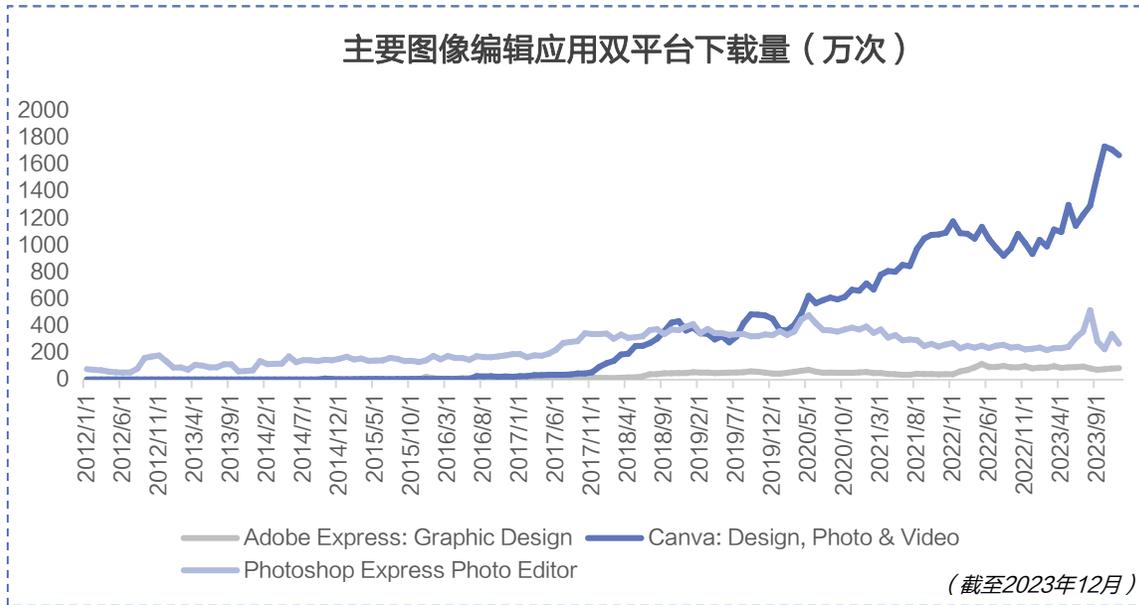
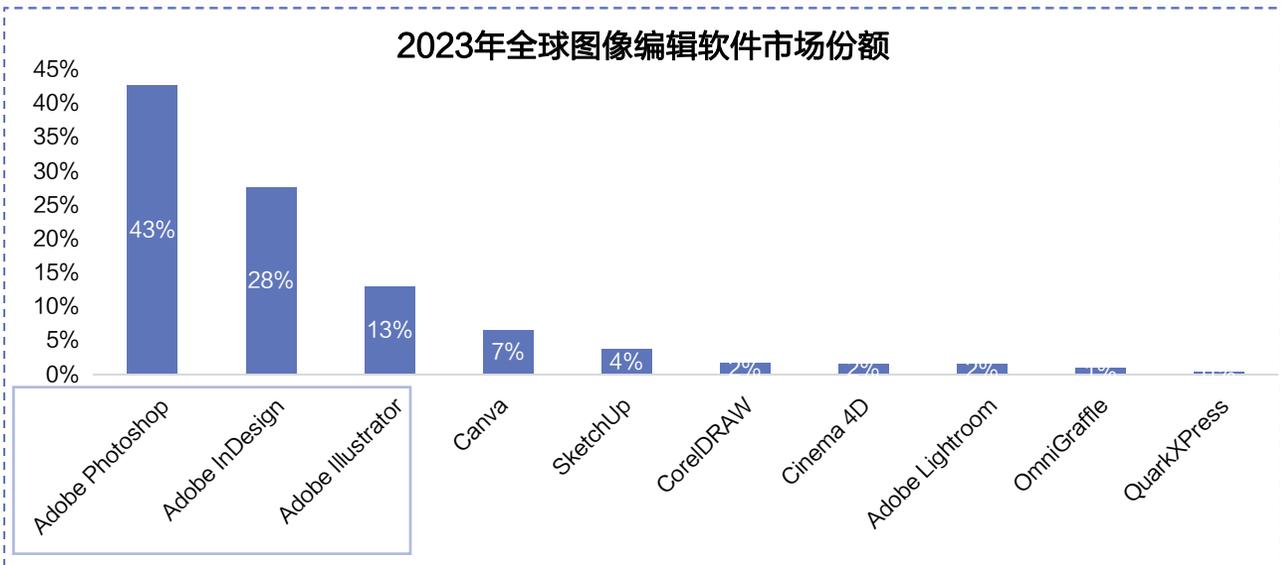


2020年全球专业/非专业在线内容创作者数量平台分布（百万人）



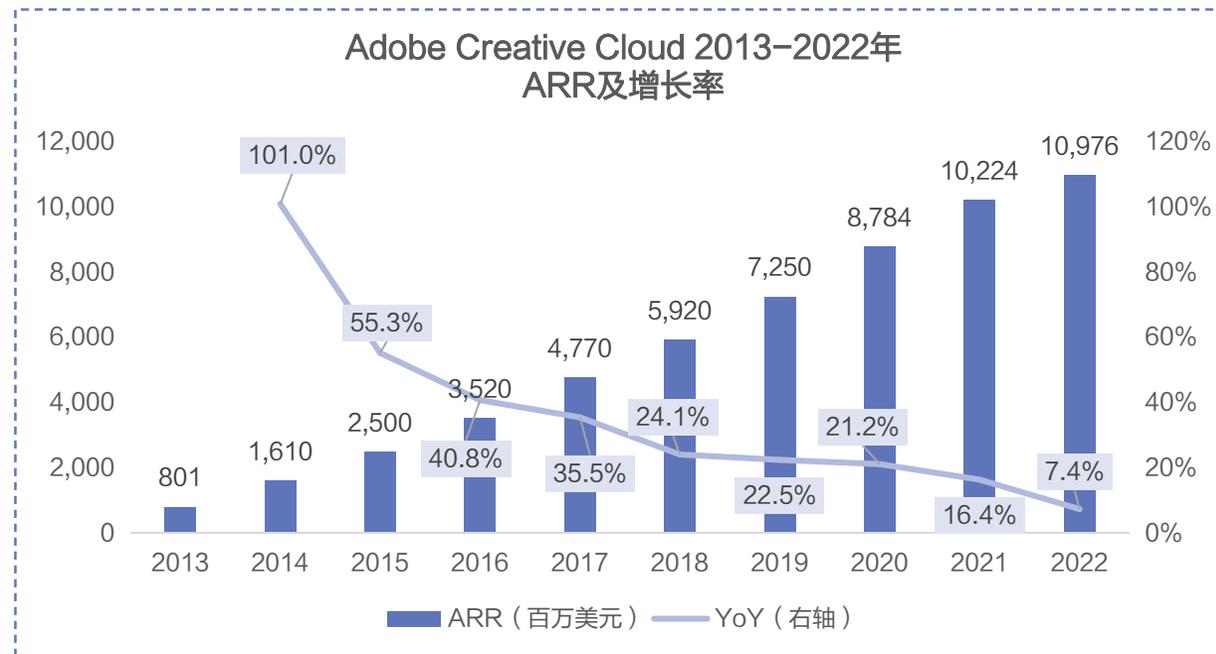
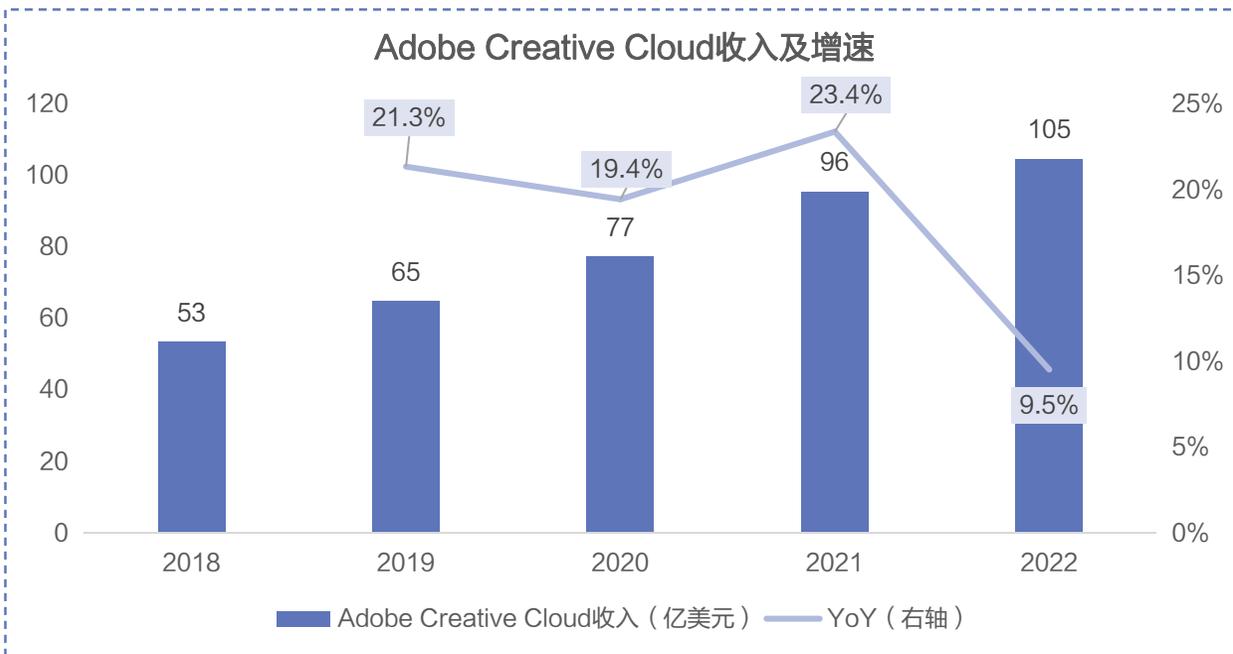
# Adobe应用市占率在各细分领域均位居前列，龙头地位稳固

● Adobe创意云产品市占率在各细分领域均位居前列，龙头地位稳固：在图像编辑领域，根据Statista数据显示，Adobe旗下Photoshop、InDesign、Illustrator三款应用在2023年市场份额合计超过80%，其中PS以43%的市占率大幅领先；在音视频编辑领域，根据Enlyft数据显示，Adobe旗下三款应用市占率也位居前列，其中Adobe Premiere及Pro版本合计市占率约21%，超过Apple Final Cut Pro。Adobe作为创意软件领域的领导者，在市场中具有广泛的接受度和认可度，公司创意软件组合覆盖图像、音视频等主流媒体形式，工具专业性高，用户大盘稳定，竞争优势稳固；同时公司采用灵活的定价策略以吸引不同类型的客户，多产品交叉销售策略进一步驱动Creative Cloud ARR提升。



# 重要转型节点：销售模式从License买断制转变为SaaS订阅制

- **2009–2012年：Adobe公司内部套装软件版本数量发展停滞，提出云化战略：**2011–2012年，Adobe正式发布Creative Cloud，标志着从传统软件销售模式（Creative Suite）转变为基于云的订阅模式，这一转型使Adobe能够提供更加灵活的订阅选项，同时提高产品的更新速度。
- **2013–2016年：Adobe持续推进云化布局：**商业模式转变、产品云化后客单价下降导致公司2013年收入、利润均呈现显著负增长。2013年，Adobe正式宣布停止Creative Suite的开发，全面转向SaaS模式，从长期来看，这一举措在较大程度上提高了用户黏性和收入稳定性。2016年，Adobe发布了旗下首个基于深度学习和机器学习的底层技术开发平台——Adobe Sensei，可应用于Adobe旗下各款产品的底层人工智能工具（例如Photoshop、Premiere、Illustrator等软件中）。Sensei利用Adobe长期沉淀的大量数据和内容，从图片到影像，帮助用户解决在媒体素材创意过程中面临的一系列问题。
- **2017年至今：Adobe创意云成功转型：**2017–2019年，Adobe发布了多个面向移动设备和平板电脑的应用，如Photoshop for iPad, Adobe Fresco等，使用户能够在多个设备和平台之间无缝切换，进一步提高工作效率。Adobe于2017年将营销云、广告云、分析云整合至统一平台Adobe Experience Cloud，标志着Adobe基本完成Creative、Experience、Document的三大云服务体系战略布局，为客户提供全面的数字体验解决方案，进一步扩大Adobe的业务范围和收入来源。



# 创意云产品布局：产品协同建立较大生态优势，订阅制推动收入稳定性提升

- Adobe Creative Cloud通过其丰富的产品线、灵活的订阅模式和高度集成的生态系统，满足不同客群和多样化市场需求：1) 丰富产品线及产品间协同建立较大生态优势：Creative Cloud产品线覆盖图像编辑、视频编辑、网页与UI设计、摄影及其他领域，覆盖大部分创意工作者的工作需求，同时Adobe产品之间高度集成，形成生态闭环，不仅提高了各产品之间的协同效应，还进一步提升用户粘性，保证较高续订率；2) 订阅制推动收入稳定性提升：Adobe启动云化战略后，订阅模式进一步提高公司收入稳定性，创意云产品个人订阅价格通常在\$9.99到\$29.99之间，同时也通过提供更高端的企业级解决方案来满足大型企业或机构的需求。

产品分类	产品名称	主要特征	针对用户	个人计划价格 (美元/月)	竞对产品价格 (美元)
图像编辑与设计	Photoshop	强大的图像编辑功能	专业设计师与艺术家	22.99	CorelDRAW: 年度计划 22.42美元/月
	Illustrator	矢量图形设计		22.99	
	InDesign	专业排版与出版设计		22.99	QuarkXPress: 年度订阅 259美元/年
视频编辑与制作	Premiere Pro	高级视频编辑	视频制作者与编辑	22.99	Final Cut Pro: 299.99美元 (购买下载应用)
	After Effects	动态图形与视觉效果		22.99	Motion: 49.99美元 (购买下载应用)
	Adobe Audition	音频处理与编辑		22.99	Audacity: 免费
网页与UI设计	Adobe XD	UI/UX 设计与原型制作	前端开发者与UI设计师	维护中	Sketch: 标准版10美元/月
	Dreamweaver	网站与web应用开发		22.99	Webflow: 标准版14美元/月
摄影	Lightroom	云端照片编辑与存储	摄影师	9.99	Capture One: All in One套餐 21.58美元/月
	Lightroom Classic	桌面版照片编辑与管理		9.99	
其他	Adobe Animate	动画与多媒体内容制作	动画师与设计师	22.99	Toon Boom: 129.5美元/月
	Adobe Stock	浏览高质量的免费库存图片	个人与小型企业	29.99	/

# 渗透传播者市场的三条重要路径：①一体化应用+②AIGC赋能+③在线协作

## 专业用户

专业用户主要包括设计师、摄影师、视频剪辑师等，以设计专业性为本职工作、关注艺术效果与收益的用户群体。

用户规模 ~ 6800万人

市场规模 ~ 250亿美元



①**集成式一体化应用**：针对非专业用户推出Adobe Express（网页端和移动端），降低用户使用门槛

②**AIGC赋能**：推出Firefly系列模型及AI工具，集成生成式AI功能至Creative Cloud产品，提升专业用户工作效率，降低非专业用户学习成本

③**加强在线协作**：Creative Cloud核心产品上线实时协作编辑功能，公司通过收购Frame.io实现Premiere等产品中的共享、实时评论剪辑等功能

## 传播者

主要包括新媒体运营、电商从业者、短视频KOL等，以设计带来的传播效果为核心诉求，期望通过内容传递理念或产生消费转化的用户群体

用户规模 ~ 9亿人

市场规模 ~ 310亿美元

## 大众用户

主要包括使用社交媒体的C端用户以及设计、摄影相关的兴趣爱好者，以设计用于自我和情绪表达

用户规模 ~ 40亿人

市场规模 ~ 70亿美元

# 潜在市场空间测算：公司预计2024年专业用户及传播者市场规模为250/310亿美元

	2020	2021	2022	2023	2024E
Creative Cloud TAM (十亿美元)	24.2	29	31	41	63
yoy		19.8%	6.9%	32.3%	53.7%

Creative Cloud TAM 按用户拆分 (十亿美元)	2022	2023	2024E
专业用户 (Creative Pros)	15	20	25
yoy		33%	25%
传播者用户 (Communicators)	12	15	31
yoy		25%	107%
大众用户 (Consumers)	4	6	7
yoy		50%	17%

细分市场占比	2022	2023	2024E
专业用户 (Creative Pros)	48%	49%	40%
传播者用户 (Communicators)	39%	37%	49%
大众用户 (Consumers)	13%	15%	11%

潜在用户数量 (亿人)	2022	2023	2024E
专业用户 (Creative Pros)	0.45	0.49	0.68
yoy		9%	39%
传播者用户 (Communicators)	7	7	9
yoy		0%	29%
大众用户 (Consumers)	40	40	40
yoy		0%	0%

潜在用户ARPU (美元)	2022	2023	2024E
专业用户 (Creative Pros)	333.3	408.2	367.6
yoy		22%	-10%
传播者用户 (Communicators)	17.1	21.4	34.4
yoy		25%	61%
大众用户 (Consumers)	1.0	1.5	1.8
yoy		50%	17%

- 专业用户群体付费意愿更高，ARPU远高于传播者及大众用户，而传播者用户在内容经济蓬勃发展的背景下贡献更高增速：
  - ①因Adobe创意云工具存在较高使用门槛，目前仍以专业用户为主，用户画像呈现出高用户粘性、高ARPU的特征；在创意工作者数量保持稳步增长、创意工作流协同价值加强、3D内容工具使用率提高等因素驱动，专业用户群体TAM保持稳健增长；
  - ②而传播者用户对于创意工具的需求较为简单，因此对应ARPU远低于创意工作者，但在近年内容经济高速发展的背景下，传播者用户对于简易内容创作工具的需求持续增强，对应TAM贡献较高增速。
- Adobe在专业用户市场的渗透率已达到较高水平，业务下沉将成为公司创造增量空间的重要战略：据Adobe预测，Creative Cloud 2024年TAM将同比增长54%至630亿美元，其中创意工作者/传播者的潜在市场规模分别达到250/310亿美元（同比增速25%/107%），对应潜在用户数量分别达到0.68/9亿人，对应ARPU分别达到368/34美元。Adobe创意云工具在专业用户市场渗透率已达到较高水平，通过Adobe Express + AIGC赋能原有创意工具等策略加速渗透传播者市场将成为公司创造增量空间的重要战略。

# 传播者群体为Adobe带来的增量收入测算：中性假设下年收入在13~86亿美元之间

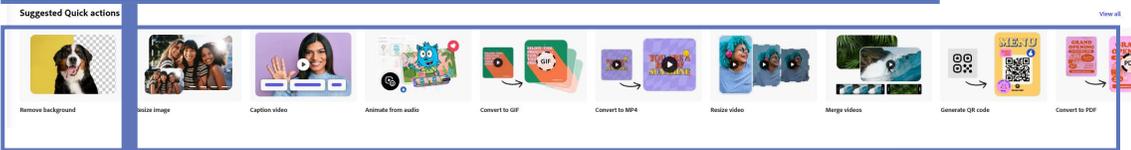
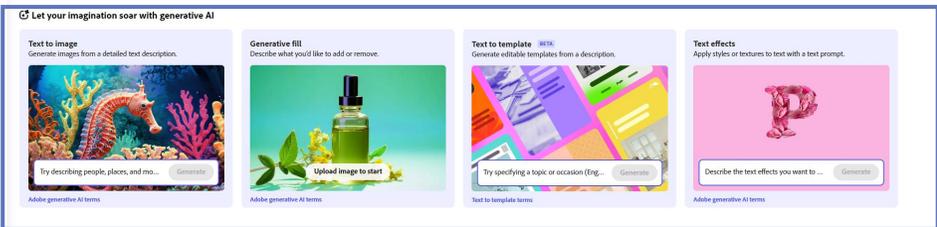
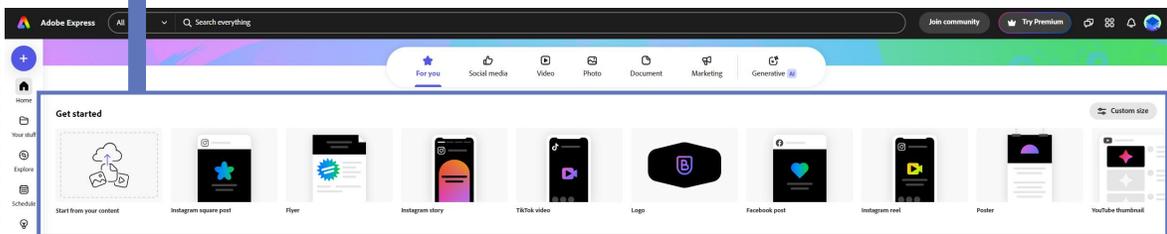
- 传播者用户为Adobe带来的增量收入空间=传播者用户规模 × 付费渗透率 × 公司市占率 × ARPU
- 传播者用户规模：据Adobe预测，2024年全球传播者用户规模约9亿人，主要包括新媒体运营、电商从业者、短视频KOL等，以设计带来的传播效果为核心诉求，期望通过内容传递理念或产生消费转化的用户群体；其中，66%的传播者用户表达了对于轻量级设计工具的诉求，72%的用户表示希望通过AI来缩短设计时间，传播者用户群体对于简易内容创作工具及AI功能的需求增强将持续推动付费意愿的提升；
- 付费渗透率：假设付费渗透率在8%~24%的区间，主要考虑到①传播者用户对于创意工具的需求较为简单，付费意愿略低于专业工作者，且目前大部分在线设计工具均提供覆盖基础功能的免费版本；②2023Q4Canva可画的月活跃用户付费渗透率约为12%（主要面向海外），据美图X站酷调研结果显示，传播者相比专业设计师更加偏好使用传统工具内的AI功能，因此AIGC技术应用的加持有望推动现有设计工具的付费渗透率提升；
- 公司市占率：假设Adobe市占率在10%~40%的区间，与Adobe专业级设计应用Photoshop、InDesign、Illustrator在2023年图像编辑赛道超过80%的市占率相比，我们预计Adobe Express市占率区间略低，主因产品推出时间较晚，且用户体量与竞品Canva相比仍有较大差距；
- ARPU：假设ARPU约为120美元/年/人，考虑到Adobe Express与Canva的个人年度订阅价格均为120美元左右；
- 测算结果：中性假设下，传播者用户为Adobe带来的年收入在13.0~86.4亿美元之间。

ARPU=120美元/年/人	传播者群体为Adobe带来的增量收入空间测算									
	付费渗透率									
		8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
Adobe市占率	10%	8.6	10.8	13.0	15.1	17.3	19.4	21.6	23.8	25.9
	15%	13.0	16.2	19.4	22.7	25.9	29.2	32.4	35.6	38.9
	20%	17.3	21.6	25.9	30.2	34.6	38.9	43.2	47.5	51.8
	25%	21.6	27.0	32.4	37.8	43.2	48.6	54.0	59.4	64.8
	30%	25.9	32.4	38.9	45.4	51.8	58.3	64.8	71.3	77.8
	35%	30.2	37.8	45.4	52.9	60.5	68.0	75.6	83.2	90.7
	40%	34.6	43.2	51.8	60.5	69.1	77.8	86.4	95.0	103.7

# ①一体化应用：推出集成式应用Adobe Express，降低非专业用户使用门槛

- **发布网页端及移动端一体化应用Adobe Express，降低非专业用户使用门槛：** Adobe于2021年年末发布Creative Cloud Express，基于Adobe Sensei底层AI工具，集成Photoshop（图片）、Premiere Pro（视频）、Acrobat（PDF）等功能的一体化应用，协助用户制作和分享多媒体内容，包括社交媒体贴文、个人动态、广告图等营销素材。与Adobe Creative Cloud传统旗舰应用相比，Adobe Express在操作简易度及定价方面拥有较大优势：①Adobe Express支持网页端及移动端使用，操作界面更加简单，为用户提供多场景使用模板及可编辑素材库；②Adobe Express基础功能可免费使用，部分素材及AI功能有次数限制，月度会员订阅价格为9.99美元/月，相比PS、PR（22.99美元/月）、Acrobat Pro（19.99美元/月）的定价更低。截至2022年10月的Adobe Express注册用户累计超过2千万，截至2023年8月的MAU季度环比增速约20%，CC付费用户中的Adobe Express月活跃用户季度环比增速约65%。

多种社交媒体的贴文、个人动态等图片、视频模板（Ins、Tiktok、Facebook、Youtube等），制作完成后可直接发布至各社交平台。



生成式AI功能

集成PS、PR、Acrobat等应用的快捷功能

Adobe Express 免费版VS高级版功能对比（截至2023年12月）

免费版	高级版（9.99美元/月）
每月25个生成式积分，可用于Adobe Firefly支持的文本转图像和文本效果等功能。	每月250点生成式积分，适用于Adobe Firefly支持的生成式AI功能，例如Generative Fill等。
体验通过拖放创建视频等功能和删除背景等照片效果。	丰富的功能，例如调整大小、擦除、删除视频背景、动画控件，等等。
在编辑器中导入并增强PDF文件，而且每月可以获得10项免费的PDF快速操作。	无限制的PDF快速操作，包括合并页、整理页，以及转换为PDF和转换PDF。
数千种专业设计的静态/视频模板和元素。	所有高级静态/视频模板和设计元素。
特效预设，可以为文本、照片、视频或设计元素添加动态效果。	动画控件，让您可以为每个特效预设自定义时长、速度、强度等。
限量的免版权 Adobe Stock 照片、视频和音乐。	免版权的Adobe Stock照片、视频和音乐，逾1.95亿项。
导入并编辑 Photoshop 和 Illustrator 文件。	与关联的 Photoshop 和 Illustrator 资源保持同步。
一键操作，如转换为 GIF、转换为JPG等。	品牌套件，包括徽标、颜色和字体，以保持一致。
与其他人实时协作。	用于组织和分享收集的照片、图片及其他内容。
使用1,000种 Adobe Fonts 字体。	25,000多种经过许可的 Adobe Fonts 字体。
	无限制的计划发布于 Instagram、Facebook、LinkedIn、Pinterest 以及其他社交平台的帖子
	存储空间，可以保存超过 15 个小时的视频素材。

# ①一体化应用：Firefly AI工具集成至Adobe Express，实现产品迭代升级

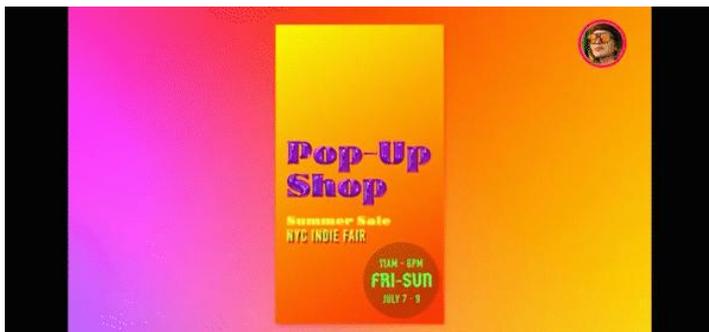
- Adobe Express集成Firefly生成式AI工具实现产品升级，支持连接Photoshop、Illustrator等旗舰应用：Adobe于2023年8月发布全新升级的Adobe Express网页端版本（面向所有用户开放、移动端应用仍在更新），内置Firefly生成式AI工具，支持文字效果和图像生成，可输入100+种语言的文本提示，同时Express支持用户连接到Photoshop、Illustrator等Adobe旗舰应用；Adobe Express企业版同步上线，在原有功能基础上增加针对企业用户的特色功能，与Adobe Experience Manager (AEM)进行集成，方便企业用户管理和使用品牌资源，进一步加强Adobe产品矩阵间的协同效应。

## Adobe Express 新增功能

### 文字效果生成



### 文生图（插图素材）



### 动画效果生成



### 图片尺寸智能修改



### 应用程序同步



- AI功能：Adobe Express网页端已上线四个基础AI工具，包括文生图、智能填充/移除、可编辑模板生成、文本效果生成。
- 应用同步：支持团队协作合作和跨软件合作，用户可访问、编辑其他Adobe软件中的素材，例如从Photoshop中拖拽素材，一键替换背景图片，团队可直接添加链接文件，保持应用程序之间的同步
- PDF编辑：支持导入、编辑和增强PDF文档，实现快速刷新、美化。

# ①在线设计工具对比分析：Adobe Express VS Canva VS 美图设计室

	Adobe Express	Canva	美图设计室
产品简介	Adobe Express是一款由Adobe公司开发的在线设计工具，基于云端的创意设计平台，为用户提供丰富的模板和素材，使其能更快速地创建各种类型的图形、海报和其他创意作品。	Canva是一款支持多平台的在线平面设计工具，提供丰富的版权图片、原创插画以及各类优质设计模板，用户通过简单修改即可在几分钟内创建出海报、简历、Banner、名片等各类设计。	美图设计室是美图公司面向工作场景推出的AI设计生产力工具，围绕“AI电商设计”与“AI平面设计”两大板块，推出AI商品图、AI海报、AI潮鞋、AI换装等创新功能，针对性地满足不同用户的影像需求。
产品定位	Adobe Express目标打造一个设计图像、PDF、视频的一体化编辑器，更加强调工具的易用性和灵活性，不仅限于专业设计师，而是适合不同背景的用户群体。	Canva可画目标打造一个零门槛的设计编辑工具(网页端/App/小程序)，为用户提供海量免费精美设计模板和千万级版权素材内容。	美图从生活场景延伸至生产力场景，针对视觉创作、商业摄影、专业视频编辑、商业设计等领域推出生产力工具，美图设计室聚焦商业设计，围绕电商、自媒体等搭建AI工具集。
产品优势	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>直连社交媒体平台</b>：Adobe Express内容调度程序可连接至用户的Facebook、Instagram、Twitter、Pinterest、LinkedIn和TikTok帐户，实现从内容制作、预览到内容发布的完整流程。</li> <li>● <b>生成式AI工具</b>：内置Firefly生成式AI工具，支持文字效果和图像生成，可输入100+种语言的文本提示；</li> <li>● <b>与专业级产品的协同</b>：Express支持用户连接到Photoshop、Illustrator等Adobe旗舰应用，订阅用户可使用全部的Adobe Stock图库生态（包括1.75亿张可商用图片，价值29.99美元/月）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>模板生态优势</b>：千万级素材内容，覆盖市场营销、社交媒体、商务办公、教育培训、电商微商等多个细分场景，Canva免费版拥有250万+模板（对比Adobe Express付费版拥有100万+模板）；</li> <li>● <b>直连社交媒体平台</b>：设计可直接发布至Facebook、Instagram、Twitter、Pinterest等社交媒体应用；</li> <li>● <b>生成式AI工具</b>：①Magic Write（生成文案，由GPT-3支持）；②文生图（由OpenAI的DALL·E和Google Cloud的Imagen支持）；③文生视频（由Runway支持）等；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>深耕垂类电商场景，形成设计闭环</b>：针对电商行业需求，美图设计室陆续推出AI抠图，AI商品图、AI模特试衣、AI海报、AI logo等功能，结合丰富的模板中心，实现对商家设计工作的全场景覆盖。</li> <li>● <b>生成式AI工具</b>：基于美图自研视觉大模型MiracleVision推出AI商拍服务，支持图生视频功能；预计推出专属模特功能，支持用户训练自有模型，使用训练后的专属模特进行效果图的生成。</li> </ul>
用户画像	以新媒体运营、短视频KOL为主	以市场营销人员、知识工作者为主	以电商行业、新媒体、行政办公及等用户人群为主
用户体量	截至2022年10月的Adobe Express注册用户累计超过2千万，截至2023年8月的MAU季度环比增速约20%，CC付费用户中的Adobe Express月活跃用户季度环比增速约65%。	2023Q4月活跃用户达到1.35亿，付费用户数达到1600万（对应付费率约12%），Canva活跃用户覆盖全球190+国家。	截至2023年9月，美图设计室服务用户累计超1.8亿人，用户累计设计物料已经超过12亿张。
商业模式	<ul style="list-style-type: none"> <li>①免费版：可使用基础功能，部分素材及AI功能有次数限制；</li> <li>②订阅版：月度会员订阅价格为9.99美元/月；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①Canva Pro：119.99美元/年/人</li> <li>②Canva for Teams：99.90美元/年/人（至少3人）</li> <li>③Canva Enterprise：定制化价格</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①免费版：可使用基础功能，部分素材及AI功能有次数限制；</li> <li>②粉钻SVIP：218元/年/人（连续包年）</li> </ul>

# ①Canva：打造低门槛的设计编辑工具，核心优势源于其丰富的模板生态

- **Canva可画作为全球领先的低门槛设计编辑工具，以强大的模板生态建立竞争壁垒：**Canva可画作为全球领先的视觉传播平台，2013年创立于澳大利亚，2018年进入中国市场。Canva可画为用户提供零门槛的设计编辑工具(网页端/App/小程序)，百万级设计模板和千万级版权素材内容，2023Q4月活跃用户达1.35亿，付费用户数达到1600万（对应付费率约12%），用户覆盖全球190+国家，至今已累计发布170亿+设计，目前平均每秒就有200个设计被创建。Canva免费版即拥有250万+模板，对比Adobe Express付费版的100万+模版，先发优势显著，同时通过Canva可画创作者计划（作者分成模式）吸引各领域设计师上传分享其模板/素材作品，进一步丰富其模型生态。
- **Canva通过接入外部模型入局AIGC，陆续推出多种AI功能并发布AI设计工具Magic Studio：**2023年10月，Canva发布AI设计平台Magic Studio，旨在通过自动化设计任务来使内容创作更加普及，无需设计经验，为用户打造最全面的AI设计工具集；公司主要通过接入外部大模型来实现AI功能升级，例如①Magic Write（一键生成文案，由GPT-3支持）；②文生图功能（由OpenAI的DALL·E和Google Cloud的Imagen支持）；③文生视频功能（由Runway支持）等。

## 模板素材

<b>市场营销</b>	<b>社交媒体</b>	<b>商务办公</b>	<b>教育培训</b>	<b>电商微商</b>	<b>模板中心 &gt;</b> 10万+设计模板，覆盖各种设计场景  <b>设计素材 &gt;</b> 数百万高质量版权素材及原创插画，装点你的精美设计  <b>版权图库 &gt;</b> 数十万张高清图片，创建你的精美设计  <b>字体库 &gt;</b> 摆脱版权烦恼，轻松、高效的完成创意设计需求
海报	小红书	演示文稿	简历	电商Banner	
Logo	公众号封面	名片	手抄报	主图图标	
长图	公众号小图	图表	课程表	直播间贴片	
易拉宝	微信朋友圈	报告	成绩单	电商详情页	
传单	动态引导关注	简报	书籍封面	店招广告	
宣传册	游戏自介卡	工作表	展板	微信红包封面	
网站	日历	工作证	壁纸	优惠券	
公告	头像	证件照	手帐	会员卡	
插画素材	拼图	视频	贺卡	邀请函	
更多 >					

## 设计场景

<b>在线设计 &gt;</b>	<b>印刷物料</b>	<b>行业资源 &gt;</b>	<b>龙年特辑</b>	<b>视觉办公套件 &gt;</b> 重新构想你的工作方式，满足你视觉传达的所有需求。  <b>行业解决方案 &gt;</b> 为中小企业提供集设计、管理、协作于一体的一站式设计解决方案。
海报设计	名片	餐饮	小年	
Logo设计	书籍封面	教育	除夕	
简历设计	贺卡	婚庆	春节	
PPT设计	菜单	电商	迎财神	
Banner设计	宣传单	新媒体	元宵节	
手抄报设计	会员卡	人力资源	春节放假通知	
网站设计	证书	跨境电商	龙年手机壁纸	
头像设计	日历		龙年头像	
查看全部 >			龙年红包封面	

- **模板素材丰富：**以国内版可画为例，覆盖10万+设计模板及数百万版权素材，主要分为市场营销、社交媒体、商务办公、教育培训和电商微商共五大类，每个一级类别下再细分多种模板。
- **内容版权保障：**Canva可画与华盖（Getty）、蒙纳字体（Monotype）、视觉中国、汉仪字库等全球最顶尖的内容平台达成战略合作，整合全球优质版权内容资源，帮助用户规避版权风险。
- **围绕不同行业的设计场景打造一站式设计解决方案：**用户也可从设计场景出发，选择合适的模板素材；另外，针对不同行业的中小企业，可画提供定制化的一站式设计解决方案服务。

## Canva已上线的AI功能

功能分类	功能介绍
Magic Media	文生图：用户可选择使用OpenAI的DALL·E或Google Cloud的Imagen
	文生视频：由Runway支持
Magic Eraser	智能擦除某元素或替换背景
Magic Edit	一键生成素材并替换
Magic Grab	将静态图像转换为可编辑图像，移动至其他位置并通过AI填补空白
Magic Expand	智能扩图
Magic Morph	文字效果生成
Magic Write	一键生成文案（由GPT-3支持）
Magic Design	一键生成相匹配的模板
Magic Design for Video	智能视频编辑，自动匹配动画与字幕
Magic Switch	模板大小的智能切换

# ①美图设计室：聚焦电商场景需求，打造全链路AI解决方案

- 美图发布美图设计室2.0，实现对电商行业设计工作的全场景覆盖：2023年6月，美图公司在第二届影像节上推出美图设计室2.0，产品定位聚焦商业设计，同时拥有独立的手机版和网页版，覆盖“AI模特试衣”、“AI商品图”、“AI鞋服设计”、“AI海报”等功能；美图设计室深耕电商行业，持续打磨AI商品图、AI鞋服设计、AI模特试衣等垂类场景的特色功能，与竞品实现差异化竞争。截至2023年11月，美图设计室的AI商拍已累计服务超过150万电商用户；同时，企业客户和电商平台也在加速与美图对接，通过技术接口的方式接入美图设计室的完整能力，例如在2023淘宝天猫开放生态AIGC挑战赛中，美图设计室成功斩获“快消美妆”和“家装家电”的双赛道冠军。
- MiracleVision 4.0发布，图生视频功能开启内测：美图自研大模型MiracleVision 4.0版本发布、主打AI设计与AI视频，有望成为国内多模态应用标杆之一；MiracleVision 4.0于2024年1月陆续上线至美图旗下影像与设计产品，截止2023年12月，美图视觉大模型已累计服务电商用户174.5万，生成AI商品图1.04亿张。2024年1月23日，美图设计室“AI商拍”板块内的图生视频功能开启内测，侧重静态商品的视频生成。用户可自定义视频画面比例，视频帧率可选7-24FPS（对应生成视频2s-7s），运动程度可选1-10级，目前仅支持高清720P的分辨率。

## 美图设计室多端流量入口及功能展示

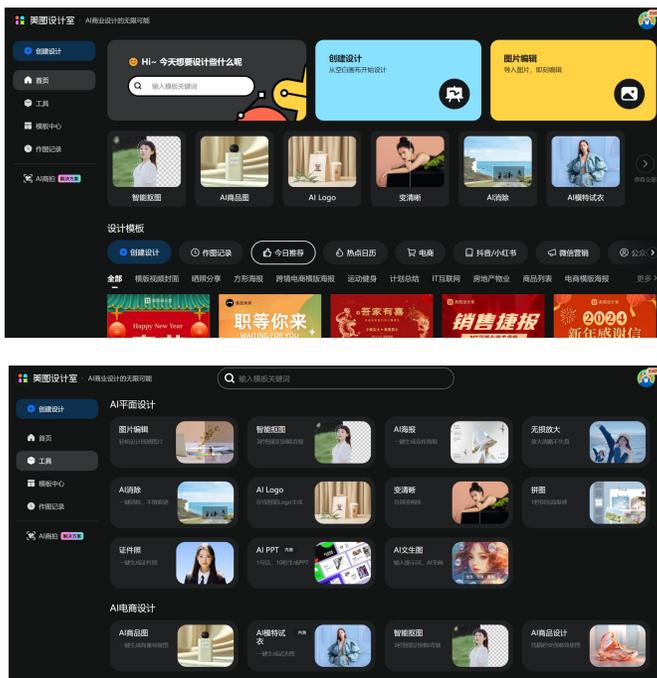
### 美图秀秀APP端入口



### 美图设计室APP端



### 美图设计室网页端



## 美图设计室围绕垂直场景搭建AI工具集

### 电商AI工具集

- AI商品图
- AI模特试穿试戴
- 图生视频
- 智能抠图
- AI消除
- ...

AI电商营销海报设计

### 自媒体图文AI工具集

- 文生图
- AI扩图
- ...

### 办公汇报AI工具集

- 文生图
- AI素材
- ...

### 丰富素材库

各类图片、文字、模板、贴纸

# ②AIGC：早期搭建Adobe Sensei底层AI工具，现发布Firefly模型集入局生成式AI

- 2016年发布Adobe Sensei底层工具布局AI，2023年发布生成式AI模型系列Firefly入局AIGC：①2016年，公司于MAX大会发布基于深度学习和机器学习的底层人工智能工具Adobe Sensei，可应用于旗下Creative Cloud、Document Cloud及Experience Cloud产品，目前，Adobe已通过Adobe Sensei将数百种智能功能通过旗下应用提供给数以亿计的客户，例如Photoshop中的Neural Filters、After Effects中的Content Aware Fill等功能；②2023年3月，Adobe发布创意生成AI模型系列Firefly，探索通过文本生成图像、音频、插图、视频和3D图像等，并计划逐步集成至旗下创意工具，目前Firefly主要基于Adobe Stock、开放授权作品和著作权已到期的公共内容进行训练，版权争议较小，同时Adobe宣布企业客户若使用过程涉及版权侵权诉讼，Adobe将考虑向其提供相应经济赔偿。

## Firefly模型迭代及应用进展

- 2023年3月  
发布创意生成AI模型系列Firefly，集成至Adobe Express中进行内测，计划逐步拓展至旗下PS、PR等创意工具中。
- 2023年6-7月  
Adobe将Firefly的功能整合到Photoshop的beta版中；推出Firefly企业版，企业可基于自身数据资产训练自有Firefly大模型
- 2023年8月  
Adobe Express结束测试，正式向所有用户开放，内置Firefly生成式AI工具。
- 2023年9月  
Adobe Firefly结束内测并正式开放，支持100+种语言的文本提示，用户使用Firefly创建的任何内容均可用于商业目的。Adobe表示将继续将Firefly功能拓展至Creative Cloud，包括摄影、设计、视频、3D等领域。
- 2023年10月  
Adobe发布三款新AI模型，包括图像生成、矢量图形和模板设计，提供更高生图质量和效率：①Adobe Firefly Image2（图像模型2.0版本，改善图像渲染质量，支持生成匹配、照片设置和提示指导功能）、②Firefly Vector Model（矢量模型，世界首个生成高质量矢量和图案输出的AI模型）、③Firefly Design Model（设计模型，支持文本到模板功能）。

## Creative Cloud应用中已集成的Firefly AI功能（截至2023年12月）



Adobe Express

Text to Image（文生图）、Text Effects（文字效果生成）、Generative Fill（智能填充）、Text to Template（模板生成）



Adobe Photoshop

Generative Fill（智能填充）、Generative Expand（智能拓展）



Adobe Illustrator

Text to Vector Graphic（矢量图生成）、Generative Recolor（智能改色）



Adobe Stock

Text to Image（文生图）、Expand Image（图像扩展）

## ②AIGC：Firefly模型集更新，图像模型迭代2.0版本以提高生图质量和可控性

- Firefly模型集持续更新，图像模型迭代至2.0版本，提高生图控制能力及质量：1) Adobe发布三款新AI模型，包括①Adobe Firefly Image2（图像模型2.0版本，改善图像渲染质量，支持生成匹配、图像设置和prompt提示建议功能）、②Firefly Vector Model（矢量模型，世界首个生成高质量矢量和图案输出的AI模型）、③Firefly Design Model（设计模型，支持文本到模板功能）；公司将继续探索3D、音视频等其他媒体形式，预计发布Firefly Video 1 Model、Firefly Audio 1 Model以及Firefly 3D 1 Model，同时官网显示3D生成图像功能即将上线（创建3D场景并通过文本提示生成图像）、草图生成图像及个性化图像等功能仍在探索中。
- 与现有文生图模型应用相比，Adobe Firefly在图像编辑细节控制以及素材丰富度方面拥有较大优势：1) 多选项描述，降低画图门槛，与单纯的文字描述（prompt）不同，Firefly细化多个维度的指标供用户选择，分层次、精细化地明晰了客户的制图需求，能够提供更让用户满意的图像；2) AI工具Firefly结合已有明星产品Photoshop，方便图像的定向修改，Photoshop已长期累积非常可观的用户，AI工具更迅速地落地到应用当中，增加用户的粘性；3) 为文字套用不同样式和效果，覆盖更丰富的商业应用场景，Adobe产品对字体、矢量图有较深的技术积累，可以做出更加精美的效果，Stable Diffusion和Midjourney在这一方面的支持略显劣势。

### Adobe Firefly图像模型 1.0版本 VS 2.0版本

（左图为模型1.0版本，右图为模型2.0版本）



### Adobe Firefly Image2新增功能

矢量图生成	通过用户输入的prompt生成矢量图形。
生成匹配	根据用户上传的示例图片来生成风格相近的图像。
图像设置	针对生成的图片进行细节设置，包括景深控制、运动模糊、视野调整和生成。
Prompt优化提示	对于用户的Prompt，系统能自动生成提示建议，帮助用户更好地表达自己的需求，获得更加理想的图像输出。

- **生图质量提升**：Adobe表示Firefly 2大幅改进图像输出的质量，特别是在树叶、皮肤纹理和面部特征等方面，相比模型1.0拥有更加逼真和精细的细节。特别对于人像图片，通过改善皮肤、头发、眼睛、手和身体结构来增强人体渲染质量，提供更好的色彩和的更加准确的动态效果。
- **生图控制能力**：Firefly图像模型2.0版本更新的生成匹配，图像设置，prompt提示优化建议的三个功能，均在一定程度上提升了生图过程的控制能力，在创意性和定制性方面为用户提供更多选择和控制权。

## ②主流文生图模型效果对比：综合来看，Midjourney、Adobe、美图相对领先

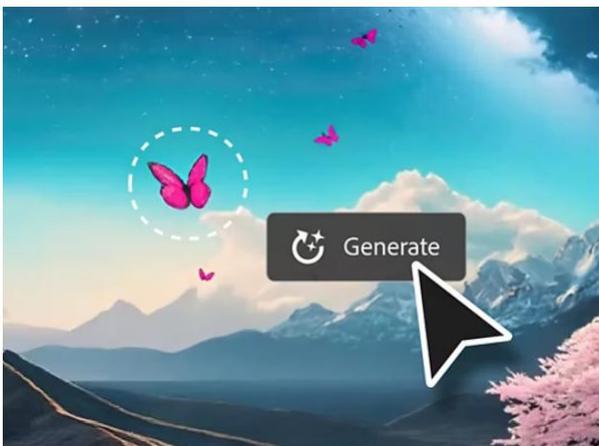
风格	prompt	美图秀秀 (WHEE)	Tiamat	万兴爱画	百度文心一格	阿里通义万相	MidJourney	Adobe Firefly	图像点评
人物肖像	一个亚洲女孩，白色女装，卷发，浅笑，丰富的面部细节								美图秀秀和 Adobe Firefly 的图片效果更加逼真，美图对于发型、面部细节（表情、妆容）的处理更好
二次元	一个开心的男孩，穿着短袖运动服，阳光明媚，背景是篮球场，动漫								Tiamat、万兴爱画、文心一格、通义万相均可选择“二次元”模型，因此图片效果更符合动漫风
概念场景	宏伟的古代中国建筑群，漂浮在云端，广角全景，瀑布，盛开的桃花								美图秀秀、文心一格、通义万相的效果更加真实，具有中国风特色，Tiamat可选“概念场景”模型
商品图	一双白色运动鞋的商品海报，富有设计感，青春活力，彩色背景								美图秀秀、Tiamat、MidJourney与 Adobe Firefly 的完成度更高，对于运动鞋的细节处理更好

## ②AIGC: Photoshop已集成Firefly的生成式填充和生成式拓展功能

- Adobe Firefly AI功能于2023年5月集成至Photoshop内测，9月正式开放使用：Adobe于2023年5月在Photoshop测试版发布了由Adobe Firefly提供支持的生成式填充功能（Generative Fill），支持用户利用文本提示来添加或删除图像、智能拓展图像等；Adobe称其为“世界上第一个创意和设计工作流程的副驾驶”，将生成式AI的高效率及易用性与Photoshop的强大功能相结合，为客户简化工作流程，缩短任务时间。目前Photoshop与Creative Cloud订阅用户可直接使用AI功能，免费用户仅可在试用期内体验。
- Firefly内嵌Photoshop、Illustrator等核心创意云产品中，相比独立应用更易融入现有创意 workflow：相比Mid Journey和DALL-E等垂类AI应用，Adobe基于现有高频场景，将AIGC无缝衔接至创意云核心产品，用户可在已有订阅产品中直接调用AI功能并进一步修改，满足AI辅助设计而非替代设计的用户需求，长期用户壁垒更强，用户粘性更高，长期带来付费率及ARPU提升的增收逻辑。

### Photoshop内置AI功能（截至2024年1月）

图像元素生成



- 使用生成式填充（Generative Fill）为任何图像添加更多内容：选择图像的任意一个区域，在文本提示中描述需要添加的内容（从粉红色的蝴蝶到雪山均可），在几秒内可查看多个生成效果。

更改背景



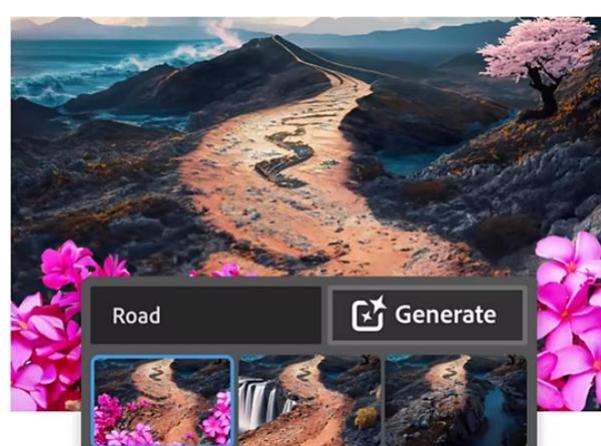
- 使用生成式填充（Generative Fill）无缝更改照片背景：圈选需要调整的背景区域，输入文本提示，背景主题可以从“当地城市街道”跨越到“全球或银河系的任何位置”。

扩展图像



- 使用生成式扩展（Generative Expand）向任意方向扩展图像：选择“裁剪”工具并将其拖动到图像原始边框之外，至所需大小，单击“生成”，画布将自动填充与现有图像无缝衔接的图像内容，或者输入文本提示以获得更具体的效果。

删减/替换元素

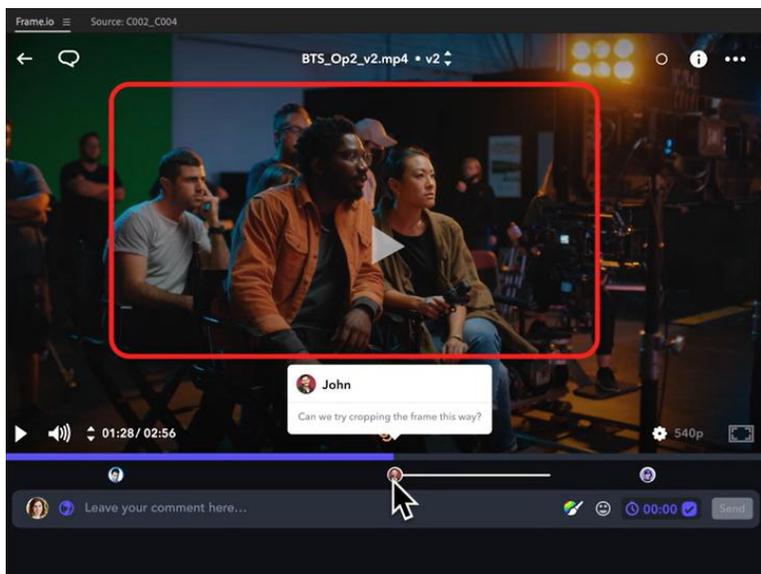


- 删减或替换元素：圈选需删除或替换的对象，选择“生成”，Firefly将自动删除或替换对应内容，或者输入文本提示以获得更具体的效果。

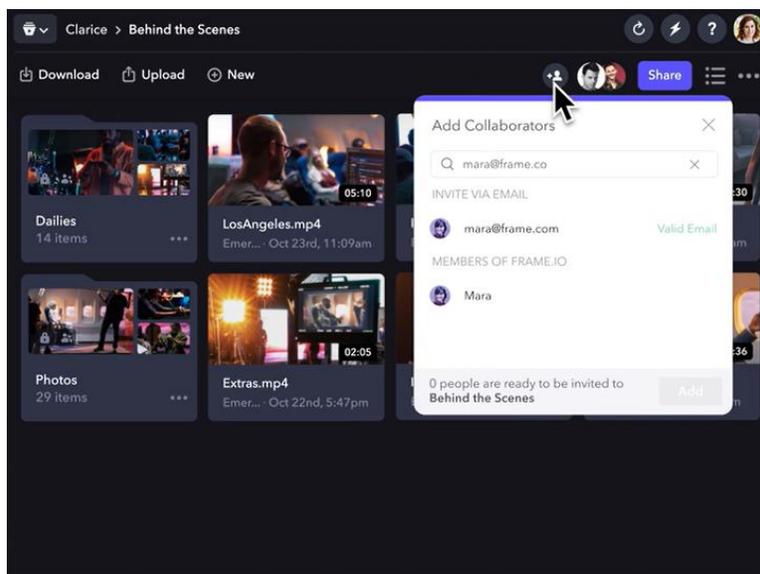
### ③在线协作：收购Frame.io并集成至Premiere Pro与After Effects

- **收购Frame.io并集成至Premiere Pro与After Effects，提升视频在线审核与协作效率：**2021年8月，Adobe以12.75亿美元现金收购Frame.io（面向创意专业人士的在线视频审查和协作平台）；2022年4月，Adobe将其无缝集成至现有的Premiere Pro和After Effects应用中（无单独收费），为客户提供实时的视频审查和核准工具、闪电般快速的媒体共享、直接从相机传输到云端、100GB的存储空间等功能，加强客户与合作方间的视频审核与协作效率。根据IDC数据显示，使用Frame.io视频协作工具，可将视频周转时间缩短31%，并将客户满意度提高36%。
- **公司原计划收购知名UI和UX设计工具套件制造商Figma以强化旗下协同设计平台阵容：**Figma是一款在线协作式UI设计工具，UI设计师、研发工程师、产品经理等可在同一页面进行设计及交付输出，收购Figma将有助于Adobe快速提升其在交互式产品设计软件市场的竞争力，但该收购计划因英国和欧盟竞争监管机构的反垄断指控而被迫中止。

#### Frame.io支持功能



- **时间轴中反馈意见：**用户可通过共享链接在线反馈修改意见，反馈在时间轴中具体时间节点，同时圈选出需修改区域，在较大程度上缩短视频修订时间。



- **轻松分享素材：**通过Frame.io远程云端共用，上传和下载共享媒体瞬间完成；一次最多可管理五个项目；且提供100GB的专用Frame.io存储空间，并与另一位用户共享。



- **摄影机实时同步至云端：**通过Frame.io可将拍摄的素材实时上传到Premiere Pro，在制片进行中，即可开始后期制作视频。

# Adobe Firefly商业化：以订阅+积分制开启变现，商业模式覆盖专业用户及传播者



# Adobe Firefly商业化：整体定价策略较保守，扩大用户基本盘及付费率为战略重点

海外文生图应用商业模式对比

应用	应用类型	收费模式	单张图片收入	生成图片数量
Adobe Firefly	创意提效工具	\$4.99/月、\$49.99/年 → 每月100积分（1积分对应生成1张图片）	约0.05美元/张	Firefly仅2023年9月累计生成10亿张
DALL·E 2	AI绘画平台	首月50免费点数、15美金购买115点数（1积分对应生成3-4张图片）	0.02~0.018美元/张	DALL·E 2每天生成超200万张图像
Midjourney	AI绘画平台	Basic/Standard/Pro分别定价10/30/60美元/月，对应每月生成200张/无限量/无限量图片	约0.05美元/张	每天可达到250万张图像的生成量

Microsoft 365 + Copilot 提价计划

订阅计划	原版价格（\$/用户/月）	AI版本价格（\$/用户/月）	价格增幅
Microsoft 365 E3	36	66	83%
Microsoft 365 E5	57	87	53%
Microsoft 365 商业标准版	12.5	42.5	240%
Microsoft 365 商业高级版	22	52	136%

Adobe Creative Cloud 提价计划

订阅计划	付费模式	提价前价格（美元）	提价后价格（美元）	价格增幅
CC Single App 个人版	年度订阅，按月付费	20.99	22.99	10%
	月度订阅，按月付费	31.49	34.49	10%
	年度订阅，按年付费	239.88	263.88	10%
CC All Apps 个人版	年度订阅，按月付费	54.99	59.99	9%
	月度订阅，按月付费	82.49	89.99	9%
	年度订阅，按年付费	599.88	659.88	10%
CC Single App 企业版	年度订阅，按月付费	35.99	37.99	6%
CC All Apps 企业版	年度订阅，按月付费	84.99	89.99	6%

● Firefly整体定价策略及Creative Cloud提价计划较为保守，用户基本盘拓展及付费渗透率提升成为公司战略重点：

① Firefly web仅需\$4.99/月（100积分），与Midjourney及DALL·E 3相比，整体定价及生图次数预估都较为保守。据Adobe披露，截至2023年10月，Firefly已生成超过30亿张图像，仅9月生成10亿张图像，图像生成数量迅速增长；考虑到公司后续将推出3D、音视频等相关功能，推动积分需求提高，Adobe可能会推出更多档位的订阅计划，从而推动订阅用户ARPU增长；

② 在AI工具Firefly加持下，Adobe于2023年11月实行新提价计划，CC产品订阅价格整体提升6%~10%，与历史提价幅度对比，相对稳健（2018年个人订阅+6%、团队订阅+14%，2022年个人订阅All Apps+4%、团队订阅+6%）；与其他AI赋能的办公软件相比，例如Microsoft 365在Copilot加持下，整体提价幅度在53%~240%不等，Adobe提价计划较为保守，我们认为，这主要由于公司更加强调AI工具的普及使用从而推动月活及付费渗透率的长期增长，进一步稳固公司领先的市场地位，而非注重短期收入贡献。

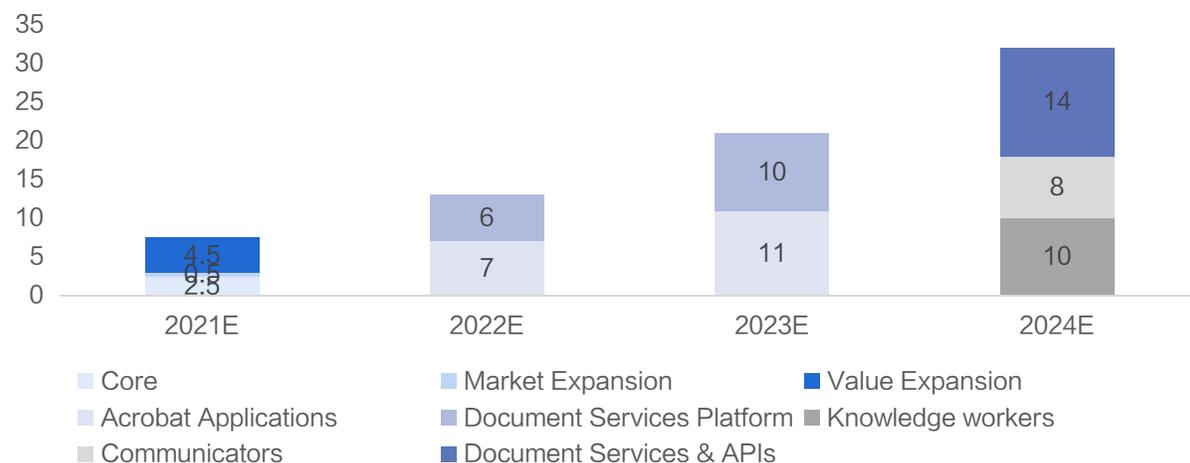
● AI赋能对于CC用户拓展的助力已初见成效：据Adobe披露，Adobe Firefly Web用户中非现有订阅用户占比90%；Adobe Express的月活跃用户环比增长20%，在付费CC用户中的月活环比增长65%。

### 三、数字媒体业务——Document Cloud：PDF数字文档开创者， 协作办公与AI赋能或打开增量空间

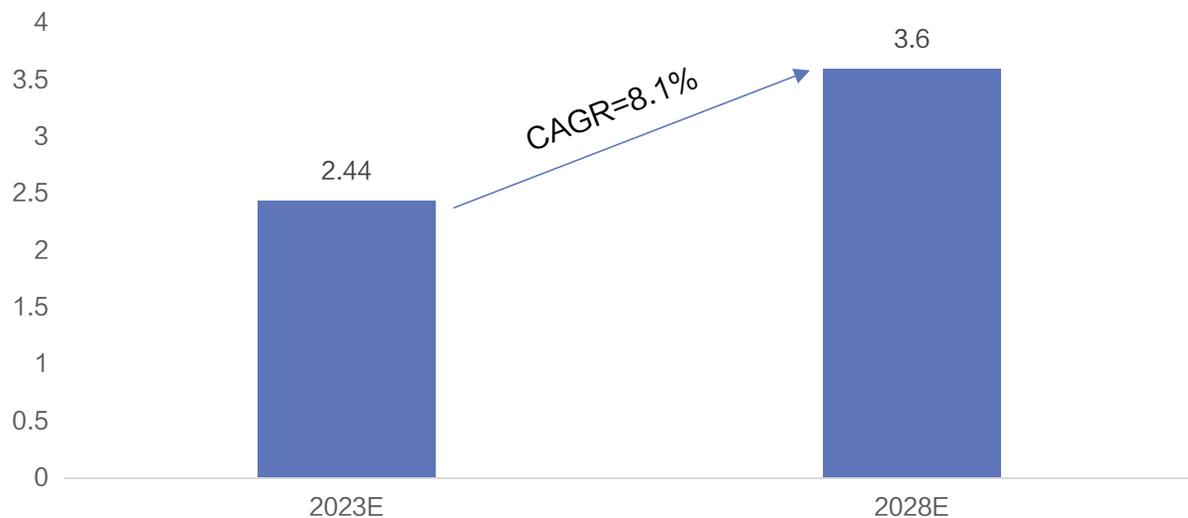
# 全球PDF文档软件市场稳步扩张，合作软件或提供第二增长驱动力

- **全球PDF编辑软件市场持续扩张，Adobe作为龙头有望持续受益：**1) 根据 Research and Markets 数据显示，全球PDF编辑软件市场规模呈稳步增长趋势，预计以8.1%的年复合增长率从2023年增长至2028年的36亿美元。Adobe作为PDF数字文档格式创始者，Document Cloud产品龙头地位稳固，有望持续受益于市场稳步扩张。2) 整体办公数字化趋势加强，从个人用户到大型企业到对高效、安全的文档管理系统的需求不断增加，为Adobe Document Cloud提供更多市场渗透机会。
- **合作软件市场或提供第二增长驱动力：**据Statista数据显示，合作软件市场收入规模持续增长，企业无纸化、电子化办公趋势日益明显并普及，文档电子化交换分发的需求迅速增长，预计合作软件市场将保持增长。Adobe Document Cloud旗下产品不断强化其合作属性，在细分市场中有望获取更高的市场份额。

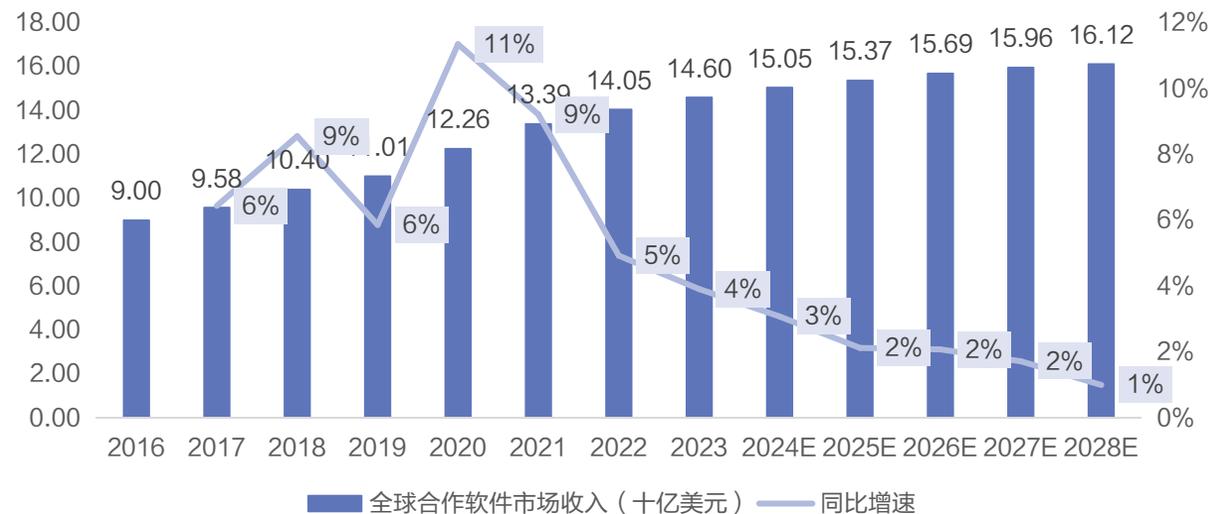
Adobe Document Cloud市场规模预测（十亿美元）



全球PDF编辑软件市场规模（十亿美元）

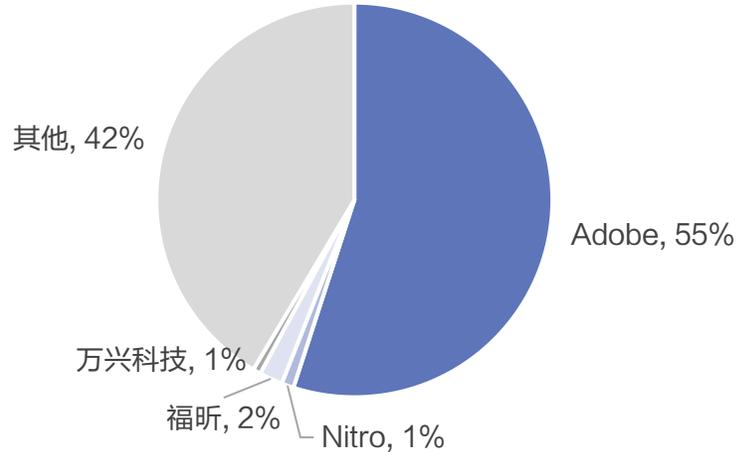


2016-2028年全球合作软件市场收入规模及增速

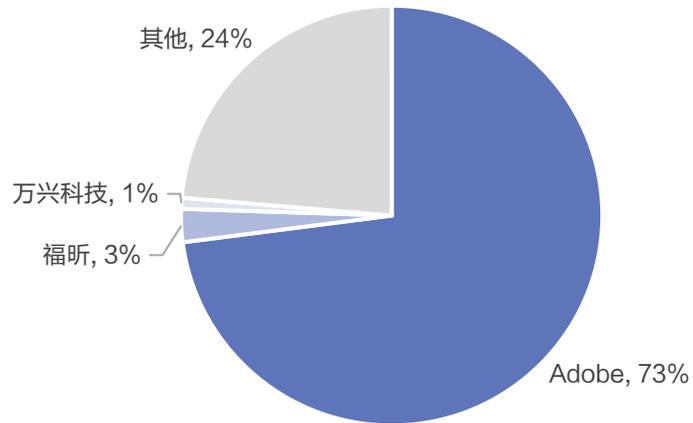


# Adobe在PDF数字文档领域先发优势显著，有望持续受益于市场稳步扩张

2020年全球PDF软件市场格局



2020年国内PDF软件市场格局



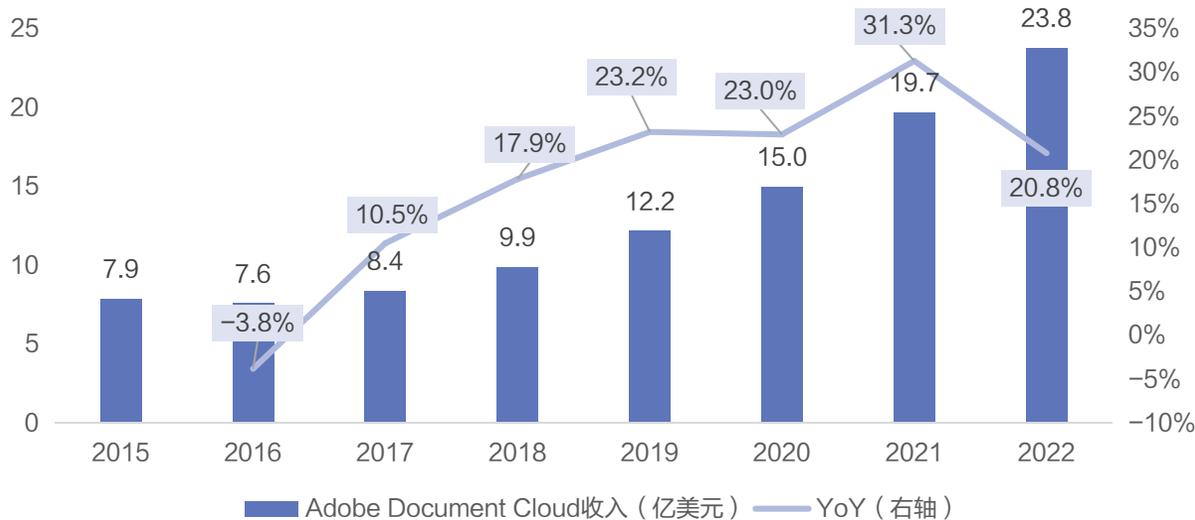
	Adobe	Nitro	福昕软件	万兴科技
公司简介	成立于1982年，是全球领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商，当前业务主要包括Creative Cloud、Document Cloud、Experience Cloud三大模块，其中Document Cloud PDF文档管理软件系列，涵盖PDF文档创建、管理、数字签名等。	成立于1997年，2019年12月在澳大利亚证券交易所上市，主要从事PDF文档处理、电子签名、文档解决方案，主要产品包括Nitro Pro、Nitro Cloud、Nitro Analytics等	成立于2001年，是一家国家化运营的PDF电子文档解决方案提供商。福昕在亚洲、美洲、欧洲设有多个子公司，福昕直接用户已超过5.6亿，企业客户达10万以上。2020年9月，福昕软件在上交所科创板挂牌上市	成立于2003年，并于2018年1月在深交所上市，是一家主要从事消费类软件研发、销售及提供相应技术服务的企业，产品包括多媒体类、跨端数据管理类和数字文档类三大类，其中，数字文档类软件产品主要包括PDF编辑器、PDF转换器等。
产品定位	Adobe Acrobat Pro: 跨越电脑、网页和移动设备进行业务的无缝对接，使用移动设备随时随地安全地处理文档	Nitro PDF Pro: 具备高级功能的PDF编辑器，支持编辑、转化、加密、签署、OCR等功能	福昕高级PDF编辑器: 一款专业的PDF内容编辑修改、格式转换工具	万兴PDF专家: 全方位的PDF解决方案，国内优秀的Adobe Acrobat替代方案
会员费用	个人: 239.88美元/年	个人: 119.88美元/年	个人: 一年238元/, 两年430元, 三年595元	个人: 一年199元, 3年299元, 终身499元
	企业: 287.88美元/年/license	企业: 179.88美元/年	企业: 标准版本240元/年, 专业版360元/年	授权制
主要客户群体	全球市占率达到50%以上，中国市占率70%以上，客户覆盖范围广，例如飞利浦、联想等	使用Nitro PDF的公司主要集中于美国地区以及信息技术和服务行业，受到67%的Fortune 500强企业的信赖。	公司重点发展教育、法律、银行、保险、政府等重要领域，主要客户有加拿大共享服务局、培生教育、一汽大众等知名企业以及机构。	用户遍布全球200+个国家和地区，企业客户主要覆盖政府、教育、金融、制造业等，例如华为、科大讯飞、清华大学等客户。

# 文档云收入与ARR保持稳定增长，移动端及共享协作需求增长强劲

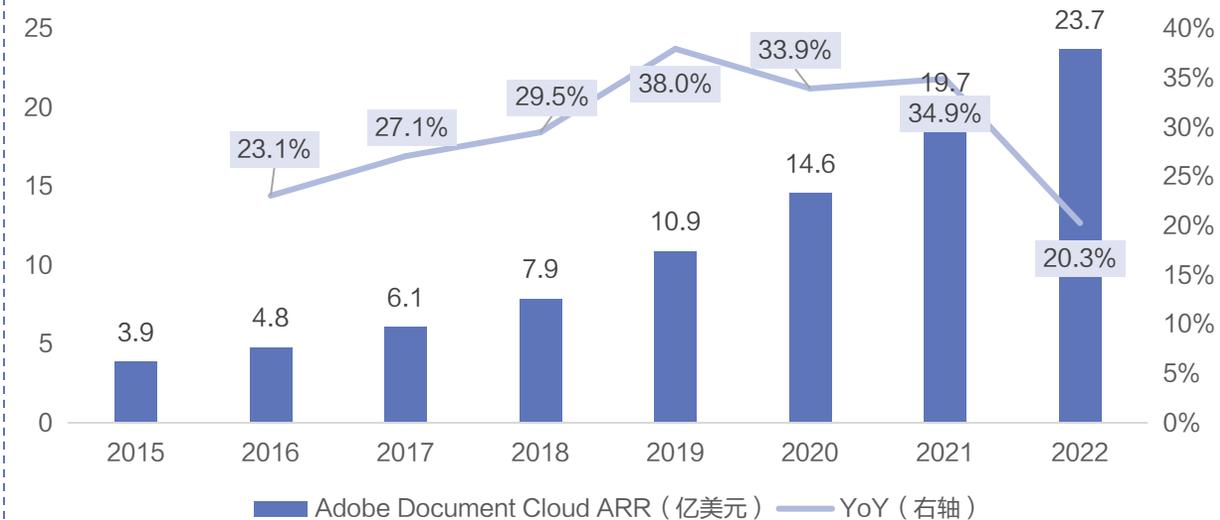
- 文档云收入与ARR保持稳定增长，移动端及共享协作需求增长强劲：2023Q4文档云收入同比增长17%至7.21亿美元，文档云ARR净增1.71亿美元，再次创造记录，最终ARR实现23%的同比增速。①文档云应用活跃用户保持增长，其中Acrobat Web的MAU同比增长超过70%，仍是获客主要来源；②在线协作需求增长，2023Q4围绕PDF文件进行协作的共享链接使用量激增，同比增长400%，将数千万用户引入Acrobat生态系统；③移动端需求强劲，2023Q4移动设备月活跃用户数超过1亿。
- 文档云与其他产品组合发挥关键的协同作用：我们认为，Adobe文档云通过与创意云及体验云服务的协同，可以在增强现有客户群续订率的基础上，再次拓展新客户群，为ARR和营收增长提供强有力支持。



Adobe Document Cloud收入及同比增速



Adobe Document Cloud ARR及同比增速



# 文档云产品布局：覆盖通过灵活的功能组合+订阅模型满足多样化需求

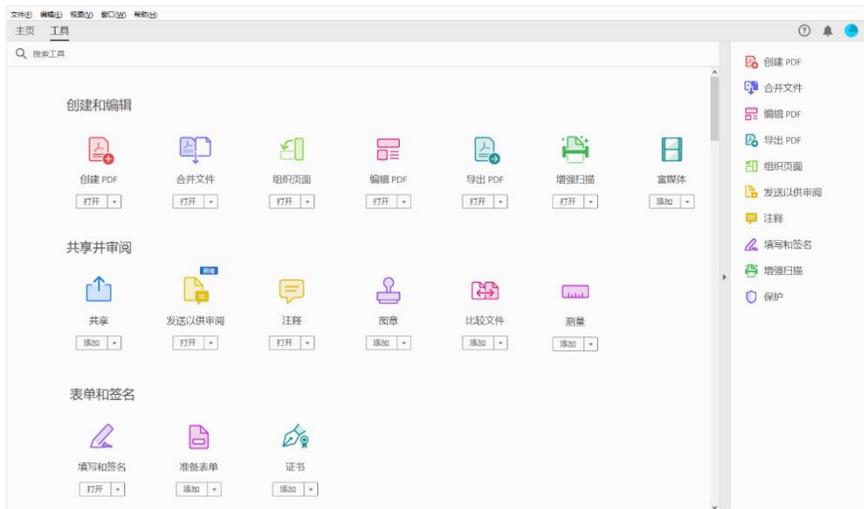
- 文档云通过高度集成的产品矩阵（Acrobat DC + Adobe Sign + Adobe Scan）提供一站式的文档管理和电子签名解决方案，通过灵活的功能组合和订阅计划满足从个人用户到不同规模企业的多样化需求：
  - ① 在产品多样性和集成性方面，文档云应用支持用户在一个统一平台中进行文档扫描、编辑和电子签名，实现各工作流程的无缝对接，较高的集成性显著提升了用户在日常工作和学习中的效率，同时也提高了文档管理和在线协作的便捷性，支持用户跨端使用（PC端+移动端+网页端）。
  - ② 在产品订阅计划方面，考虑到从个人用户到不同规模企业的需求差异性，文档云基于不同的功能组合，共发布三种应用版本（Acrobat DC Standard/ Acrobat DC Pro/ Acrobat for teams），同时为企业级市场提供定制化解决方案服务。
  - ③ 在安全与合规性方面，文档云提供一系列先进功能，如文档加密、身份验证等，使得Adobe Acrobat在法律、金融等数据敏感行业中成为首选文档处理平台，在涉及数据保护和隐私合规的其他行业中建立显著优势。

产品分类	产品名称	主要特征	针对用户	个人计划价格 (美元/月)	竞对产品价格
PDF编辑与管理	Acrobat Standard	PDF编辑、合并、拆分、转换和安全功能	个人用户、小型企业	12.99	Nitro Pro: 个人版119.88美元/年、企业版179.88美元/年
	Acrobat Pro	Standard功能 + 高级文档安全、电子签名	个人用户、小型企业、专业用户	19.99	
	Acrobat Pro for teams	Pro功能 + OCR、Adobe Sign集成等	个人用户、小型企业、专业用户、企业	23.99/license	
电子签名与 workflow	Acrobat Sign	电子签名、工作流自动化、合同管理	企业、合同专业人士、法律机构、政府机构	需订阅Acrobat	DocuSign: 15-65美元/月
移动扫描与OCR	Adobe Scan	手机扫描、文本识别、云存储	个人用户、移动办公用户	9.99	CamScanner: 4.99美元/月

- 多端标准化界面、内置签名工具、分享及在线协作等特色功能共同构成文档云核心竞争力：从提供多端统一体验，到简化电子签名流程，再到高效的在线协同，Adobe文档云应用全方位满足日常工作需求，使其在文档管理和在线协作市场中占据领先地位。
- 生成式AI功能已在内测中，助力Acrobat功能迭代更新：Adobe数字媒体业务负责人于2023Q4业绩交流会中表示，Acrobat的生成式AI功能已在内测中，将聚焦文档理解、创作和在线协作等方面的功能更新，预计在几个月内发布公开测试版，AI赋能将进一步推动活跃用户增长及订阅转化率的提升。

## 多端标准化界面

- 文档云为用户提供多端一致的标准化界面，不仅消除了在不同设备和操作系统之间切换所带来的摩擦，且显著提高了用户体验和工作效率。该平台无缝集成了多种设备和操作环境，包括桌面端、移动设备端和Web应用端，确保用户在任何地点都能轻松访问和管理文档。



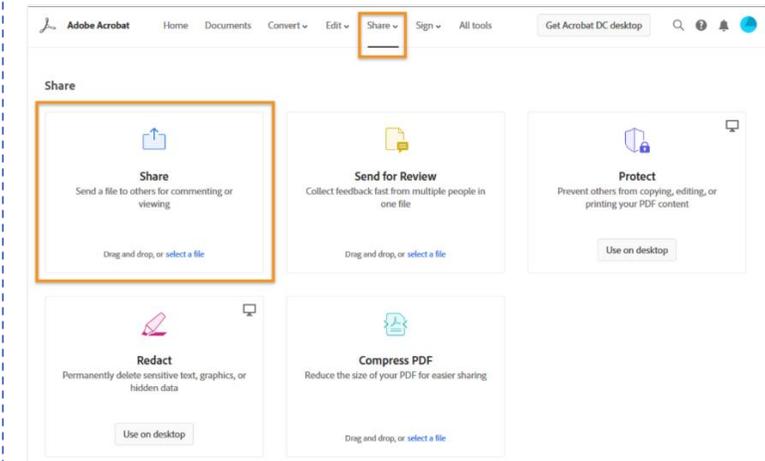
## 内置签名功能

- 文档云通过其内置的Adobe Sign功能，为用户提供一个安全、合规、易于使用的电子签名解决方案，缩短文档审批的周期，提高企业流程的自动化和标准化程度。



## 分享及在线协同

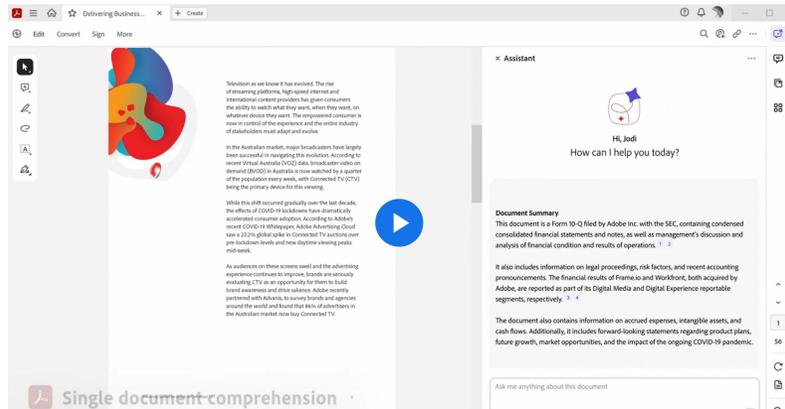
- 文档云支持文件共享与添加注释等功能，支持多人同时在线审阅和添加注释/评论（无需下载应用，点击分享链接即可操作），在较大程度上提高了团队间的沟通、协作效率以及工作流程的灵活性。



# AI赋能文档云的三个重点方向：文档理解、文档创作及在线协作

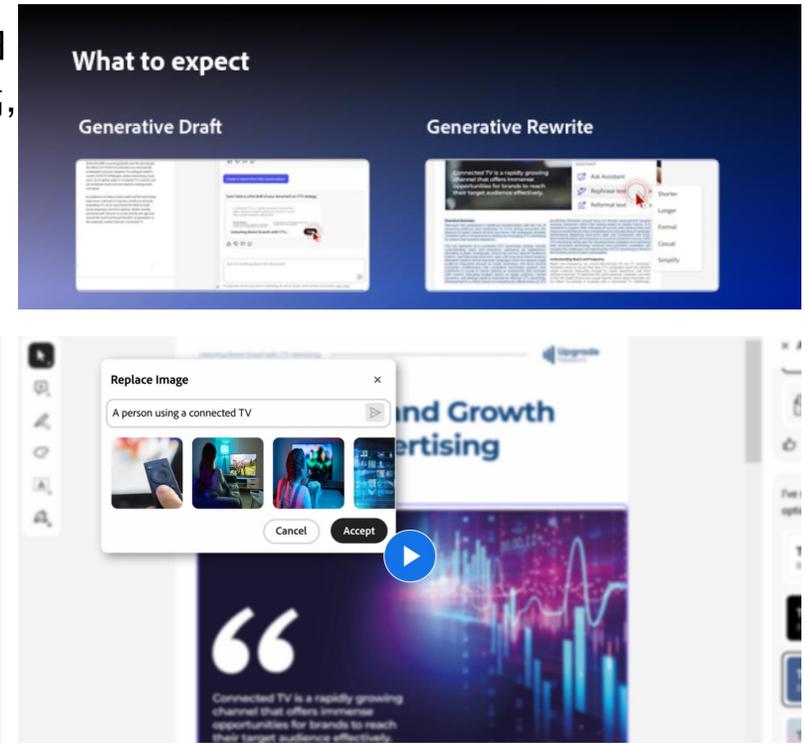
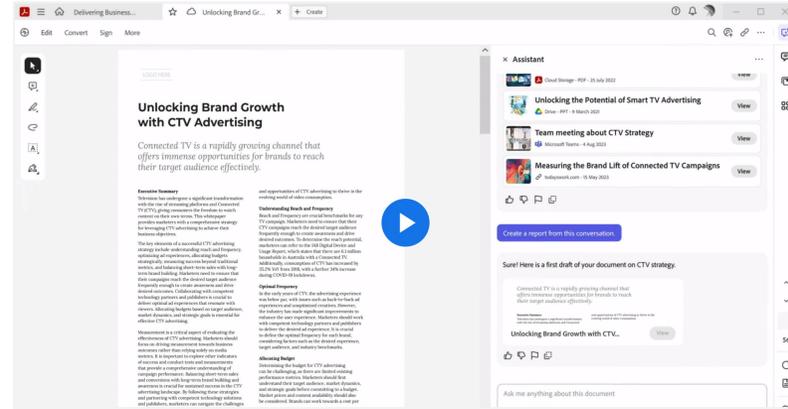
## ①文档理解：对话式AI助手

- Acrobat内置AI助手“Jodi”以提供对话式的高效文档理解体验：AI助手可基于文档内容自动生成内容总结及核心要点，回答用户问题并自动定位资料来源；在单文档内容处理的基础上，支持多文档同时处理及公开网页资料的收集整理，用户可选择AI助手的资料选择范围，以提高回答准确性。



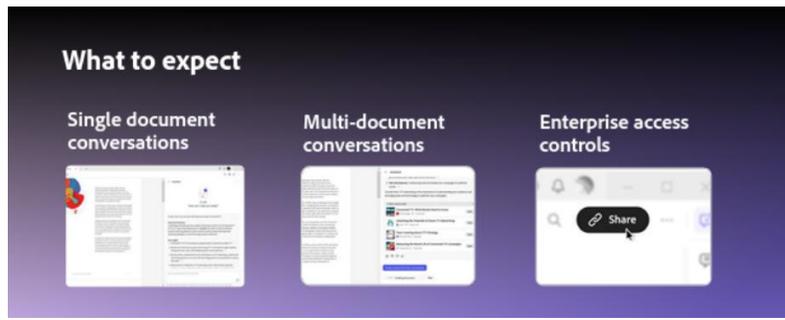
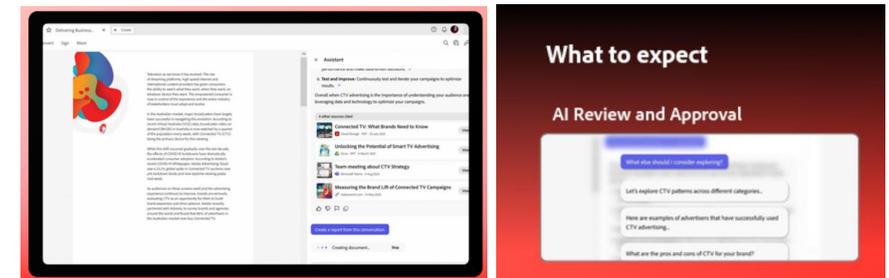
## ②文档创作：创作、编辑、格式调整

- AI辅助文档创作、编辑及格式调整，内置Firefly文生图功能：基于与AI助手的对话内容，可自动生成文档草稿，用户可选择排版风格（原始模式/演讲模式/总结性邮件/网页文章等）及格式偏好（字体/颜色/插图风格等），同时支持用户使用Firefly的文生图功能修改文中插图。



## ③文档协作：实现自动化审阅

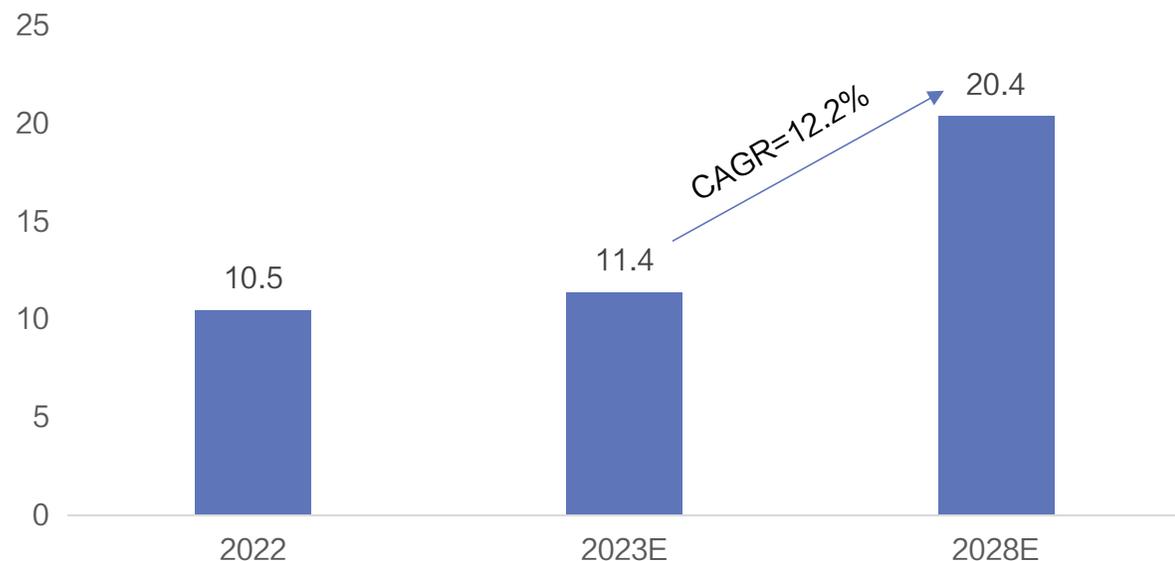
- AI助力自动化审批流程：通过AI实现文档的自动审阅与批准，在分析用户反馈和评论的基础上，自动应用修改建议，突出显示冲突内容并提出解决方案。



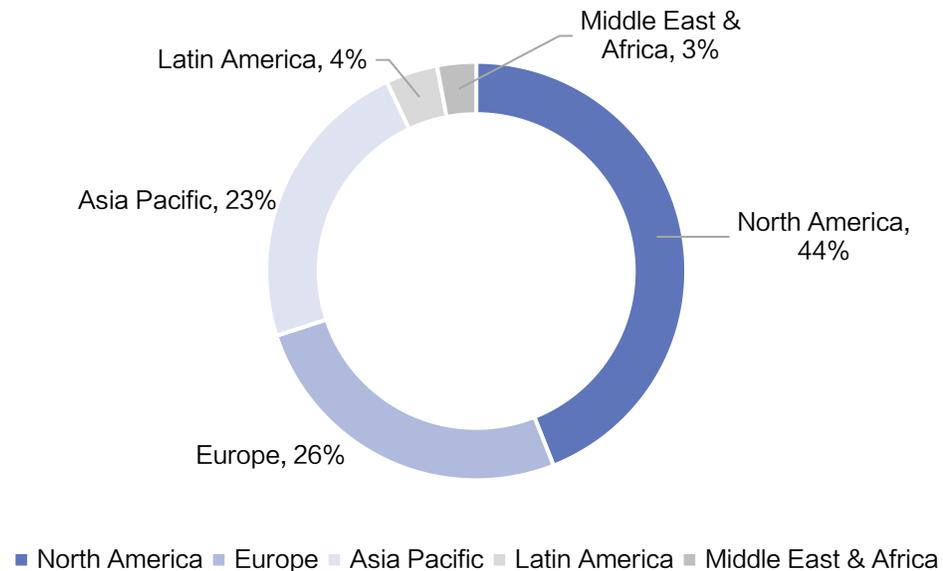
## 四、数字体验业务——Experience Cloud：生成式AI重塑营销 工作流程，与创意云产品结合建立生态优势

- 以追求个性化客户体验与数据驱动战略为主的企业数字化转型需求增强，推动客户体验管理市场快速增长。据IDC客户体验管理调查数据显示，目前仍有超过88%的企业和组织未使用客户数据，以客户数据驱动业务增长的战略重要性持续提升但实现路径仍不够清晰，只有12%的企业在不同部门之间完成数据连接以改善客户全生命周期的管理。在数字化日益普及、云计算和人工智能技术进步、多渠道客户接触节点快速集成至单个服务平台，以及客户数据驱动业务洞察的企业需求日益增加等因素的推动下，客户体验管理市场快速增长，据Markets and Markets预测，全球客户体验管理市场规模将从2023年的114亿美元增长到2028年的204亿美元，复合年增长率达到12.2%。
- 从全球客户体验管理市场来看，北美地区份额占比最高，亚太地区增长最快：据Precedence Research数据显示，2022年北美地区的收入份额约44%，其中美国占据了北美地区最大的CEM市场份额，主要由于北美地区企业数字技术应用的领先优势；亚太地区是客户体验管理市场增长最快的地区，主要由于该地区数字技术的日益普及、企业对于客户体验及忠诚度管理的需求日益增强。亚太地区的多个政府正在推动客户体验管理服务的采用，以支持其数字化转型计划并推动经济增长，例如，印度政府启动“数字印度”计划以及新加坡政府启动“智慧国家”计划。

### 全球客户体验管理市场规模预测（十亿美元）



### 全球客户体验管理市场分地区规模占比（2022年）



# 客户体验管理CXM区别于客户关系管理CRM，更强调全生命周期与个性化体验

	客户关系管理 (Customer Relationship Management / CRM)	客户体验管理 (Customer Experience Management / CXM)
关注重点	维护客户关系，偏向内部管理，以组织目标为中心	提供卓越的客户体验，偏向外部管理，优先考虑客户及其需求
分析方法	定量分析为主，基于与销售相关的指标，例如购买历史记录和联系信息；提供定量见解，依赖于相对非个性化的数据分析并根据统计信息、数据和趋势来掌握客户。	定性分析为主，考虑客户反馈、情绪分析以及跨渠道的互动；提供定性见解，统一整个客户周期中的数据并将客户体验放在优先位置。
数据渠道	通过手动或批量输入收集数据	数据从各个渠道实时流动
战略导向	短期导向，专注于销售驱动的活动	长期导向，专注于一致且相关的体验
关键指标	销售指标 (转化率、收入等)	客户满意度、净推荐值、客户流失率
主要玩家	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Salesforce CRM</b>: 全球最大的CRM平台，也是全球范围内拥有用户数最多的在线CRM平台。涵盖销售、服务、营销、电商、分析等领域，为企业提供统一的客户视图，企业可以在任何时间、任何地点、任何设备上与客户进行互动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Adobe Experience Cloud</b>: 体验云包括应用+服务+平台三个层面，应用层整合了此前的分析云、营销云、商务云和广告云，服务层以数据分析、协作等方面的服务为主，平台层包括Adobe体验平台 (Experience Platform) 和AI中台的Adobe Sensi。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>SAP CRM</b>: 一款基于云端的CRM系统，包括销售、服务、营销、电商、社交媒体等模块，其中市场模块能帮助企业更好地吸引并留住最有价值的客户，识别正确产品，为目标客户群制定定价策略，功能包括市场分析和数据库、市场预测、传递途径、活动管理、潜在客户管理。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>SAP C/4HANA客户体验套件</b>: SAP是全球ERP软件领域的领导者，客户体验套件底层包括传统ERP软件及SAP Cloud Platform，顶层包括营销云、商务云、销售云、服务云等应用，总体架构与Adobe相似，但SAP以强大的传统ERP系统为基础，应用偏向服务和销售端。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Oracle CRM</b>: Oracle CRM 产品系列包括销售、营销、交互中心、客户服务和电子商务等五大模块，给予企业 360度全方位的客户视角，Oracle提供的CRM软件不仅可与Oracle Applications相集成，还可与第三方的全套ERP应用软件相集成。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Salesforce体验云</b>: Salesforce是全球最大的云端CRM厂商，在营销、服务等方面已经拥有很强的云端能力。2020年发布了它的体验云产品，基于已有的“社区云”整合而来，主要功能模块包括合作伙伴管理、内容管理、自助服务和APP构建四个模块。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Microsoft Dynamics 365</b>: 是一款基于云端的CRM系统，其CRM解决方案十分灵活，可以根据企业的不同需求进行选择 and 组合。Microsoft Dynamics 365包括销售、客户服务、市场营销、财务、运营等模块，可以帮助企业实现客户关系的全方位管理。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Oracle客户体验云</b>: Oracle作为客户体验云领域的先行者，底部是数据、分析、协作类的平台，顶部是营销、销售、CPQ、服务等应用云，支持Web、Mobile、社交媒体、实体店、呼叫中心等各类渠道的体验部署和交付。</li> </ul>

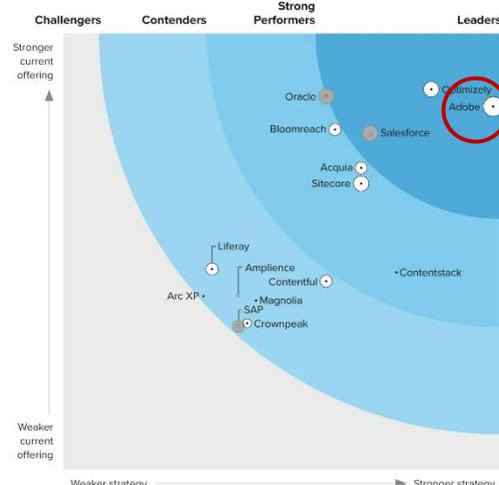
# Adobe体验云保持行业领先地位，与创意云结合的产品生态优势稳固

- **2024年体验云潜在市场规模达到1100亿美元，Adobe凭借产品生态优势保持行业领先地位：**据Adobe预测，2024年体验云潜在市场规模达到1100亿美元，其中，数据洞察/内容&商业/客户旅程/营销分别对应330/490/180/100亿美元。而Adobe体验云通过全面的应用布局，覆盖内容生产供应链上下游的完整解决方案，以及与创意云产品结合建立的生态优势，保持行业领先地位，据2023年Gartner数字体验平台魔力象限报告显示，Adobe已连续6年被评选为市场领导者。
- **Adobe体验云收入波动较大，AI赋能有望贡献新增量：**2019年至今，Adobe体验云收入占比稳定在25%左右，期间收入受疫情期间企业数字化预算减少的影响而有所波动；AEP及相关应用表现亮眼，2023Q4新增业务量首次超过1亿美元；另外，生成式AI将在个性化数字体验方面持续赋能，助力应用迭代及收入增长。

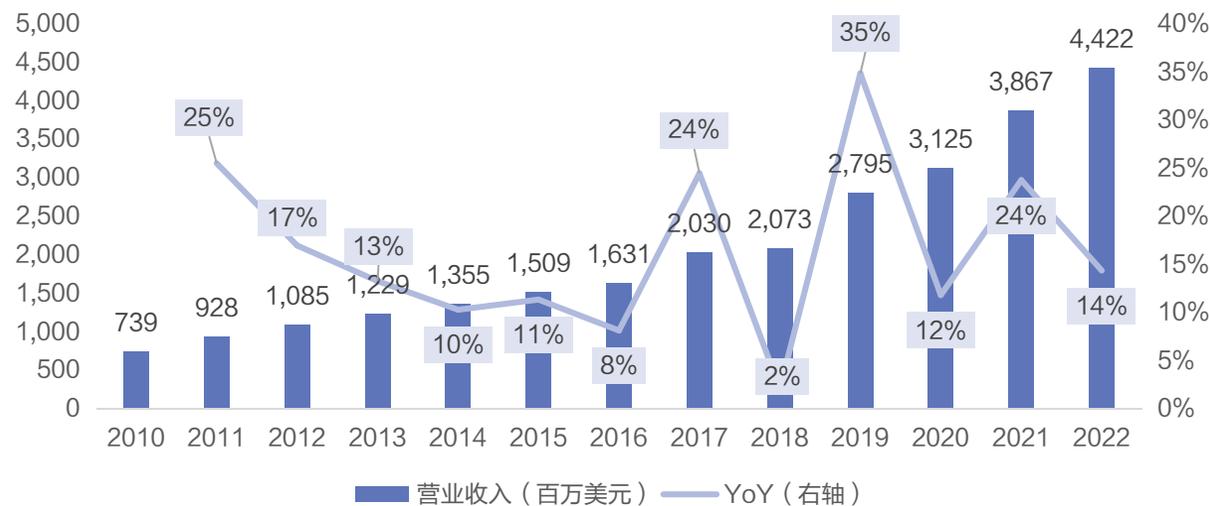
2023年Gartner数字体验平台魔力象限



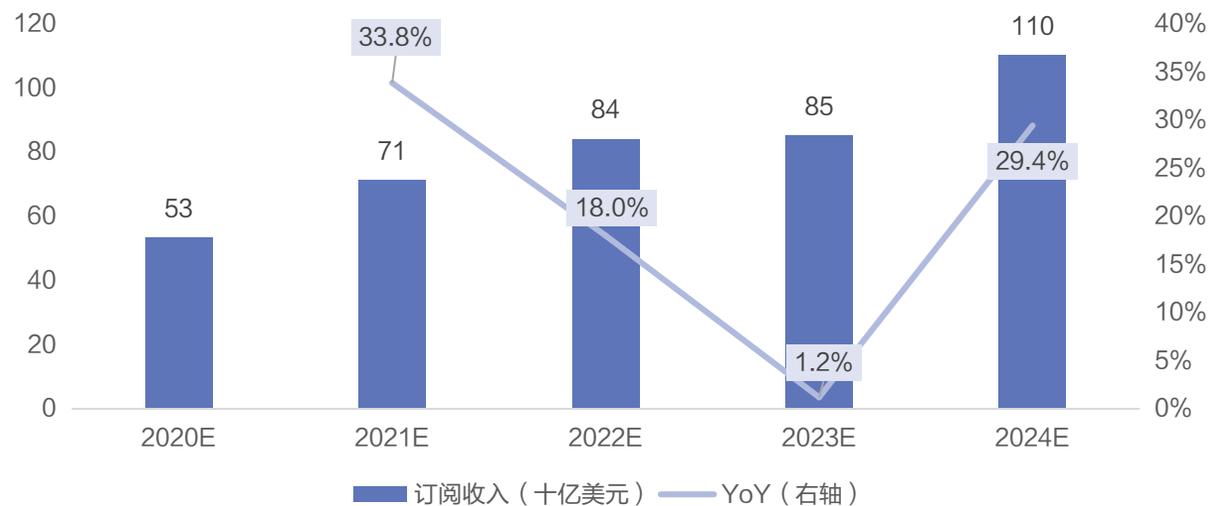
2023年Q4 Forrester数字体验平台报告



Adobe Experience Cloud营业收入及同比增速

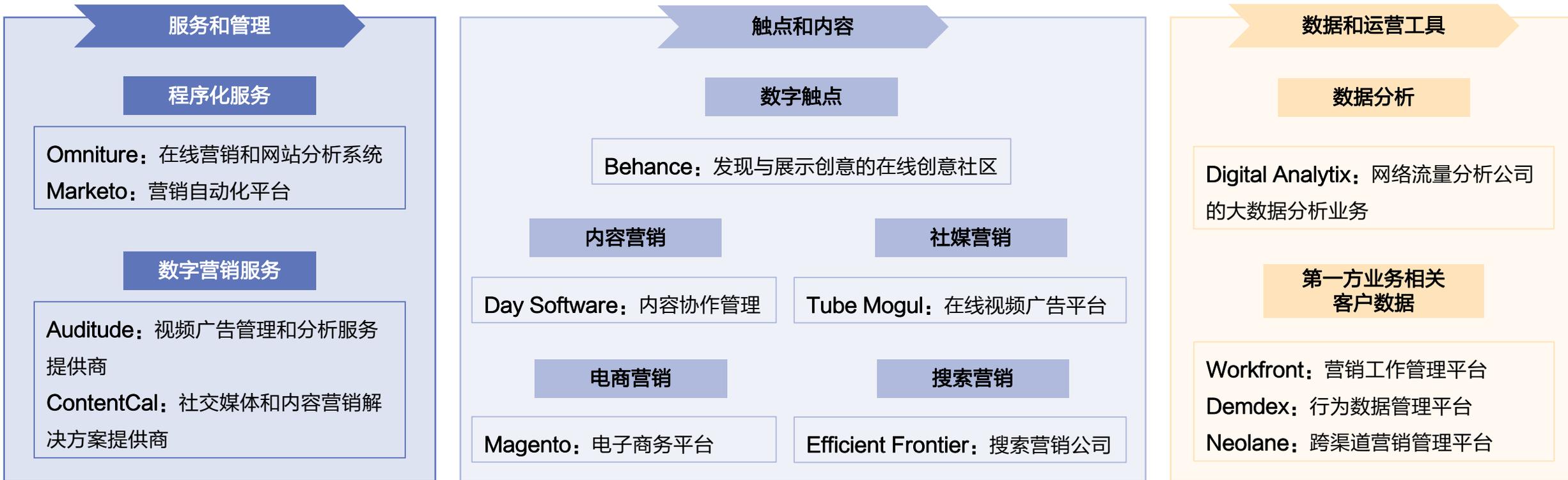
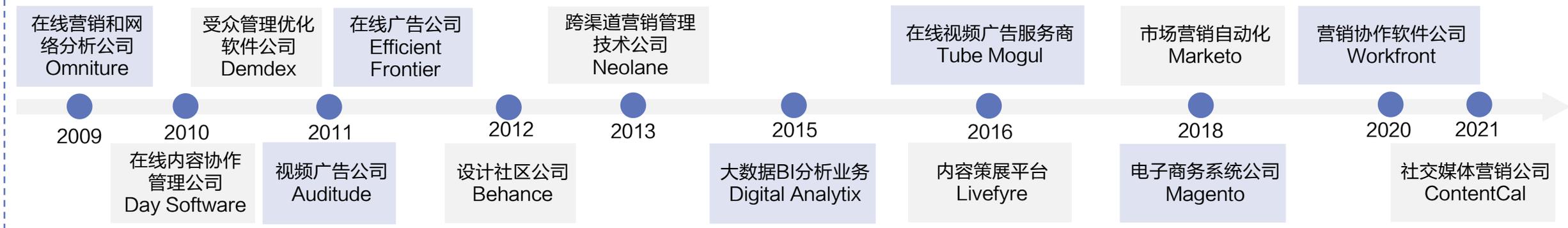


Adobe Experience Cloud对应TAM



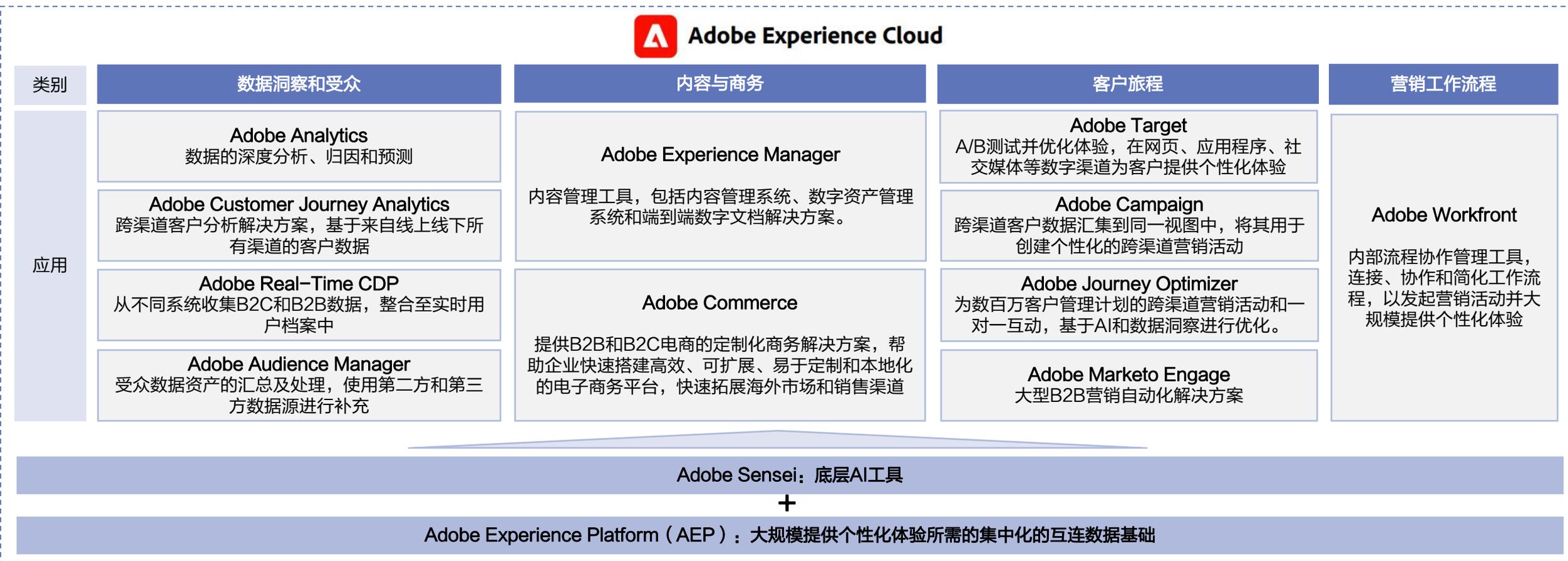
# Adobe以收购营销公司Omniture为起点，逐步完善数字体验产业链布局

Adobe在数字体验业务领域的收购历程

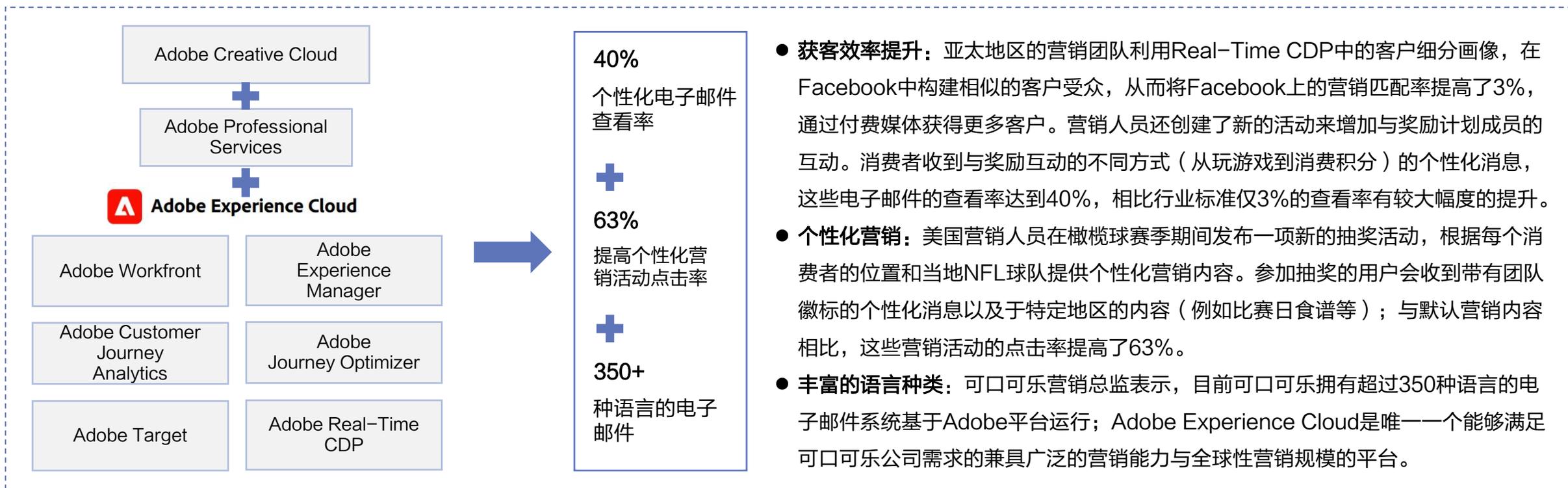


# Adobe体验云架构：底层平台AEP+AI中台Adobe Sensei+多应用集成

- Adobe体验云在底层平台AEP与AI中台Adobe Sensei之上集成众多应用，为企业提供涵盖数据洞察、内容与商务、客户全生命周期管理以及营销的一站式解决方案：
  - ① Adobe Experience Cloud作为一款专为大规模个性化体验而设计的基于平台构建的端到端数字营销工具套件，赋予企业在各种触点上管理、衡量和优化客户体验的能力。
  - ② 底层平台Adobe Experience Platform作为Adobe体验云的数据基础，可将所有关键客户数据（CRM或其他第一方数据）实时整合，包括行为、交易、财务、运营以及第三方数据，将引入的数据标准化、智能化，并进行跨渠道处理；
  - ③ AI中台Adobe Sensei基于AI和ML技术分析数据并提出智能建议、提高相关任务效率；
  - ④ Adobe体验云应用为企业提供覆盖数据洞察、内容管理、客户全生命周期管理与营销等多方面的集成式工具集。



- **合作背景：**可口可乐希望对世界各地的区域性客户数据平台 (CDP) 进行整合，创建一个单一视图、可提供全球客户实时洞察的平台，利用集成式解决方案来最大程度地减少管理时间，而不是花费精力将多个供应商的独立解决方案组合在一起。Adobe Experience Cloud 拥有可口可乐所需的集成式解决方案——涵盖从电子商务、内容管理到实时个性化分析的工具，其数据规模足以覆盖任何地方的客户，包括餐厅、社区商店等。
- **Adobe Experience Cloud 帮助可口可乐实现数据整合以及区域化营销活动的灵活定制：** Adobe 技术专家在五个月的时间内帮助可口可乐公司在所有地区部署了基于 Adobe Experience Platform 运行的 Adobe Real-Time Customer Data Platform 和 Adobe Journey Optimizer；部署的第一阶段将来自 100+ 国家/地区的 9800 万份客户资料汇集到统一 CDP 中，便于集中处理数十亿数据，Adobe Customer Journey Analytics 助力团队探索各个数据层并生成跨渠道的数据洞察，帮助营销人员找到新的商业机会并持续改善客户体验。



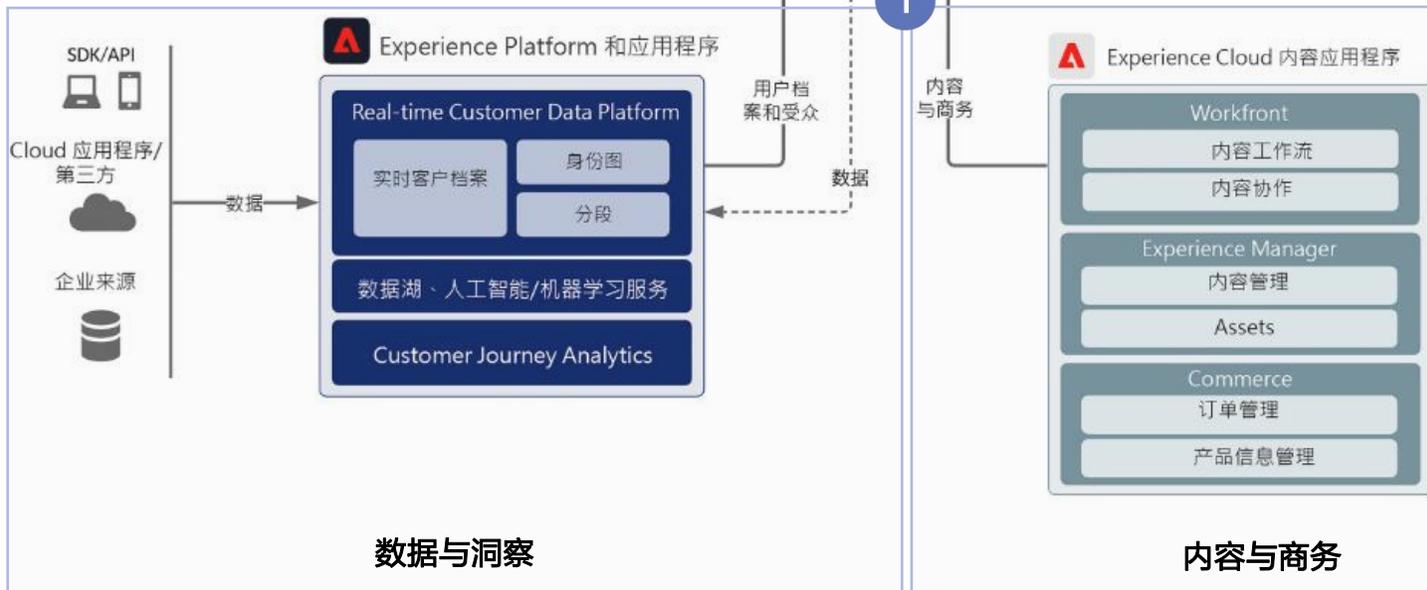
# 产品优势来源于与创意云的协同能力，传统企业客户渗透成为业务重要驱动力

企业营销体系中的Adobe Experience Cloud: ①各组件间的连接与集成运作; ②与Creative Cloud应用的协同运作

● Adobe由内容供应链上游向下渗透，基于内容生产后的变现需求，打造从内容生产到营销的端到端解决方案，因此公司传统企业客户渗透成为体验云业务增长的重要驱动力：公司传统业务处于内容供应链的上游，以创意云工具紧抓专业用户的高频需求，再向下延伸至企业的内容变现需求，寻求第二增长曲线。Adobe通过打通供应链上下游，为客户提供从内容生产到内容变现的端到端解决方案，帮助企业进行客户体验的全生命周期管理，因此与创意云产品的交叉销售成为体验云业务的重要策略之一。



体验管理与投放



数据与洞察

内容与商务

## 创意云软件

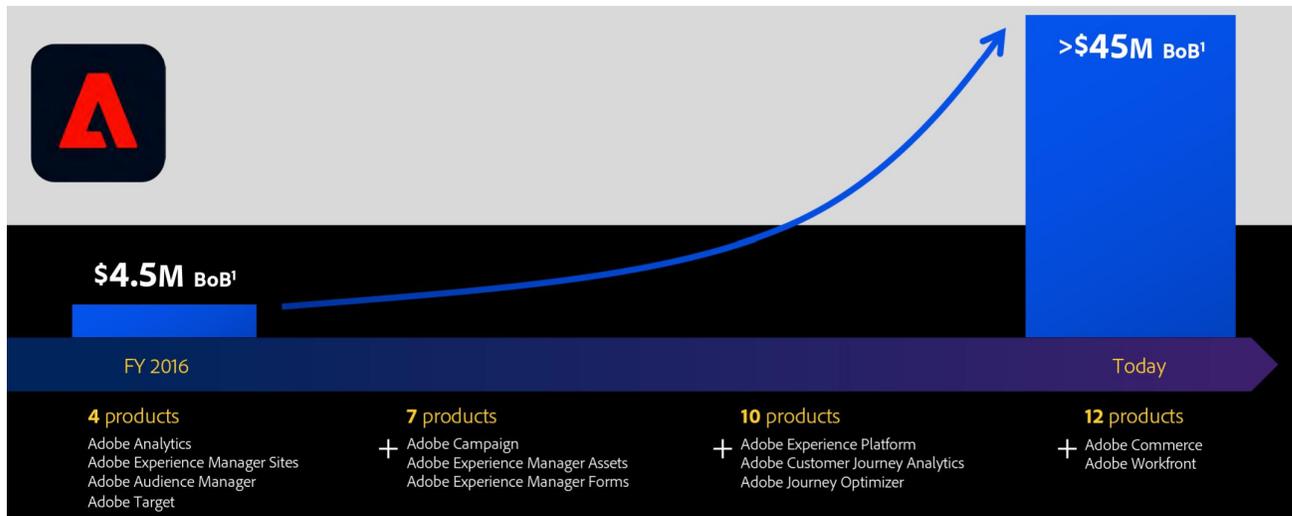


● 企业通过创意云软件进行内容生产后，自然衍生出内容管理、商务、数据洞察、营销投放等需求，而体验云可为企业提供一站式服务。

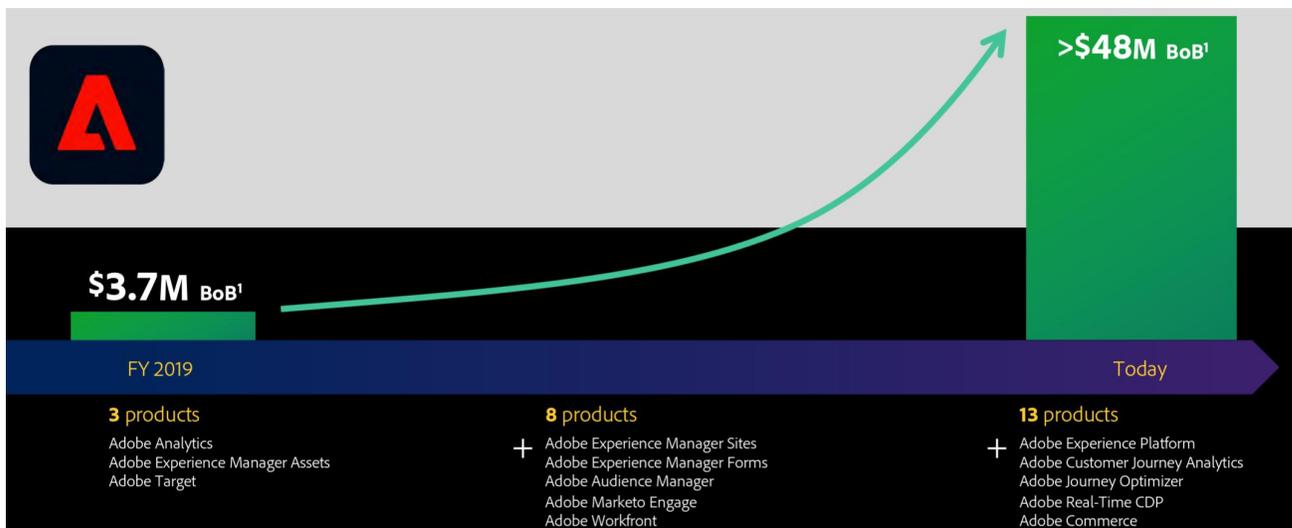
# 增销策略推动企业订阅价值增长显著，现有产品渗透率仍有较大提升空间

## 应用增销推动现有客户的年化订阅价值大幅增长

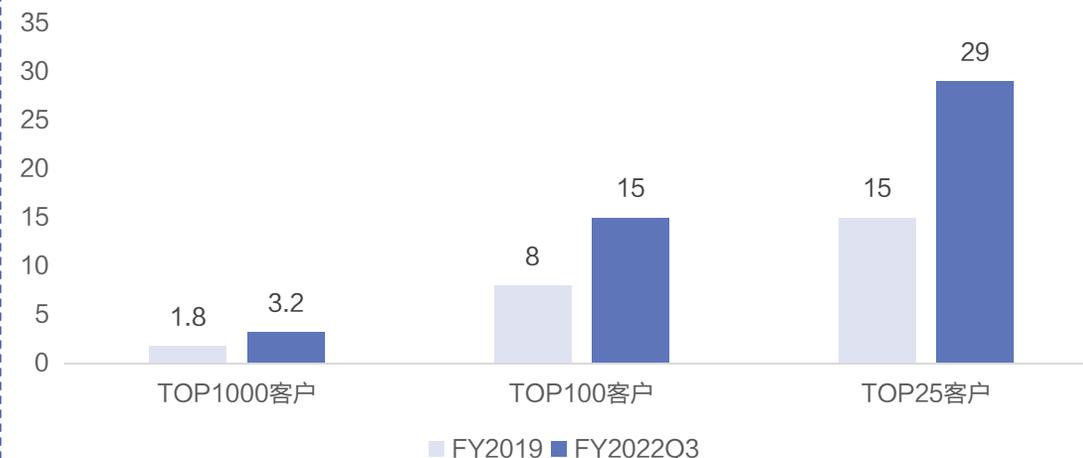
### ①某通信行业企业客户



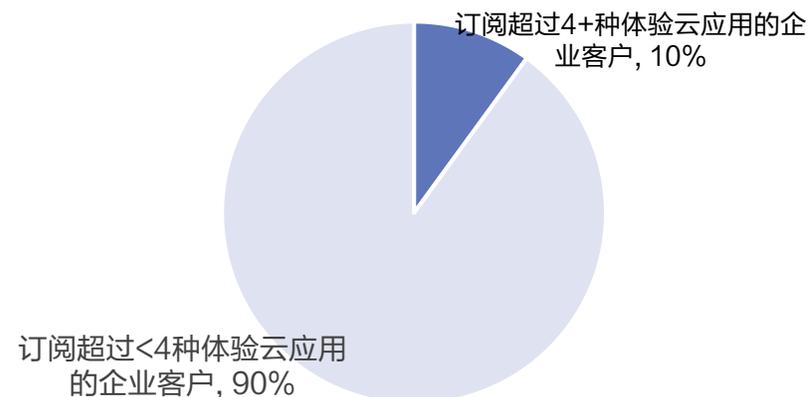
### ②某医疗保健行业企业客户



企业客户的平均年化订阅价值增长趋势 (FY2019—FY2022Q3, 百万美元)



现有客户解决方案覆盖产品情况 (截至FY2022Q3)



# 通过开放的平台系统为第三方应用集成提供支持，建立合作伙伴生态实现双赢

合作计划	主要目标	成员资格与资源	现有合作伙伴数量
解决方案合作伙伴计划 (Solution Partner Program)	旨在帮助合作伙伴利用 Experience Cloud 技术引领数字营销转型	更丰富的成员资格层级，可获得更多福利和资源，帮助在 Adobe Experience Cloud 生态系统中发展业务	939家 (截至2024年3月4日)
技术合作伙伴计划 (Technology Partner Program)	更注重技术公司，包括软件和数据供应商，构建和销售与 Adobe 技术相关的软件和解决方案	可享受类似的福利和资源，但更加专注于在软件和数据方面的支持	-

## 解决方案合作伙伴计划 (Solution Partner Program)

- 合作伙伴经理
  - 有资格成为合作伙伴营销经理
  - 30张认证券

\$25,000/年
- 晋升为 Adobe 现场团队
  - 有资格参加产品合作伙伴咨询委员会
  - 20张认证券

\$20,000/年
- 售前咨询
  - 实践培训环境
  - 加入 Adobe Experience Cloud 技术合作伙伴计划不收取任何费用
  - 10张认证券

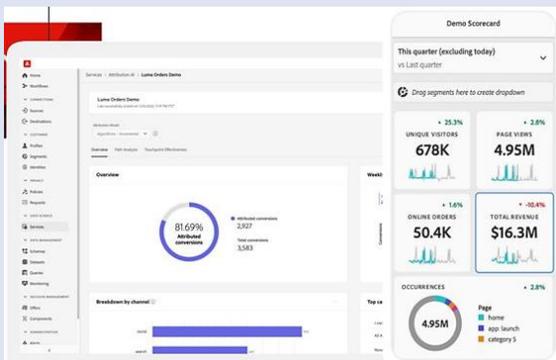
\$7,500/年
- 对门户的完全访问权限
    - 完全访问按需培训
    - 认证考试 33% 折扣
    - 3张认证凭证
  - 对解决方案合作伙伴门户的有限访问
    - 获得按需培训的机会有限
    - 网络研讨会
    - 解决方案合作伙伴计划帮助团队

\$3,000/年

免费

技术伙伴计划 (Technology Partner Program)				
权益	Community	Silver	Gold	Platinum
项目费用	免费加入	\$2,500/年	\$20,000/年	仅限受邀者
API、文档和开发者论坛	✓	✓	✓	✓
合作伙伴门户访问权限	✓	✓	✓	✓
技术合作伙伴沟通	✓	✓	✓	✓
产品培训和路线图		✓	✓	✓
沙盒		✓	✓	✓
支持团队		✓	优先	优先+
Adobe Exchange 市场列表		✓	✓	✓
青铜级解决方案合作伙伴计划会员		✓	✓	✓
Adobe 峰会赞助折扣		✓	✓	✓
Adobe 现场准备门户上的销售支持材料			✓	✓
应用保证计划			✓	✓
账户映射			标准	增强
技术集成咨询			\$15,000	✓
单点营销优势			\$1,000-20,000	✓
金牌项目经理			\$25,000	
白金合作伙伴经理				✓

## 数据洞察



高级营销评估

通过AEP中的Mix Modeler量化所有营销活动对业务和营销活动目标的增量影响，并有效地预测、规划和优化营销投资回报。

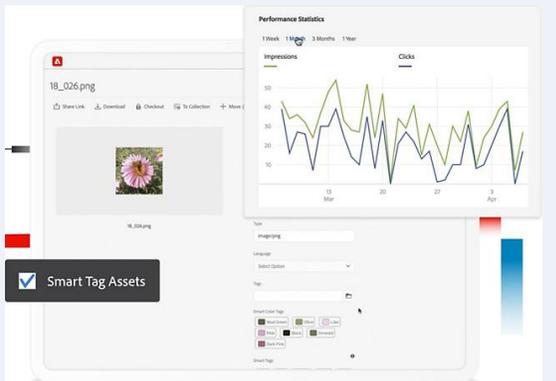
深入客户洞察

通过Real-Time CDP在个人层面发现独特的洞察，以改进受众分段，从而更好地跨数百个目的地进行个性化体验的激活。

AI驱动的分析

通过Customer Journey Analytics更深入地了解客户，并了解客户历程中的因果关系。

## 内容与商务



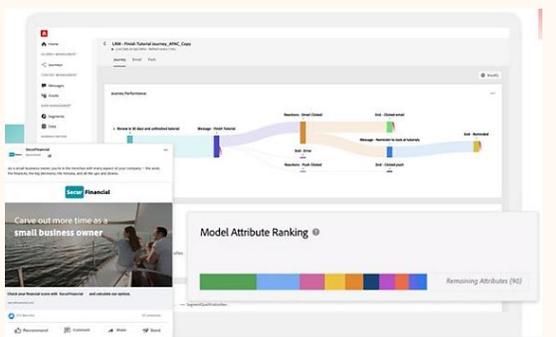
处理复杂的资产情报

- 凭借AI驱动的内容智能简化跨团队的内容工作流程，重新利用最受关注的内容，提供有影响力的个性化体验来激发Experience Manager Sites中的行动。

个性化商务体验

- 使用Experience Manager Assets中的AI驱动标记技术减少原数据的手动输入，该技术可学习相关关键字和品牌特点，简化网站的搜索。
- 凭借Adobe Commerce中AI驱动的产品推荐和实时搜索结果，以及客户搜索行为的实时视图，提供相关的购物体验，从而提高转化率和保留率。

## 客户旅程



AI客户体验优化

Adobe Journey Optimizer内置AI预测客户互动偏好，优化客户旅程的体验。

预测性潜在客户和客户评分

Adobe Real-Time CDP中的AI工具可以预测潜在客户和客户在买家旅程中的可能行为，帮助B2B营销人员专注于正确的潜在客户。

营销自动化

Adobe Marketo Engage中的嵌入式AI可以帮助营销团队即时联系、激励和留住客户。

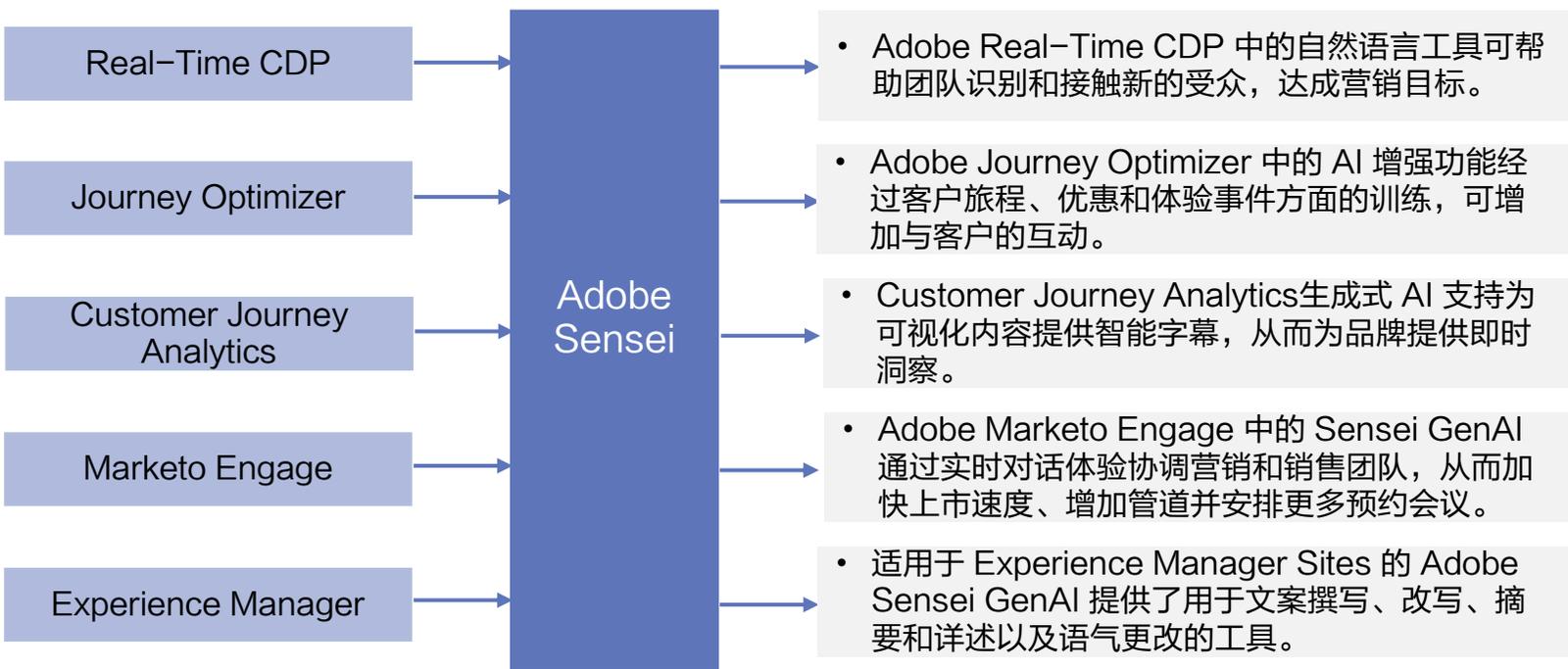
加速测试

Target 中的嵌入式智能功能和AI驱动的指导有助于为每位客户提供正确的体验并优化交付。

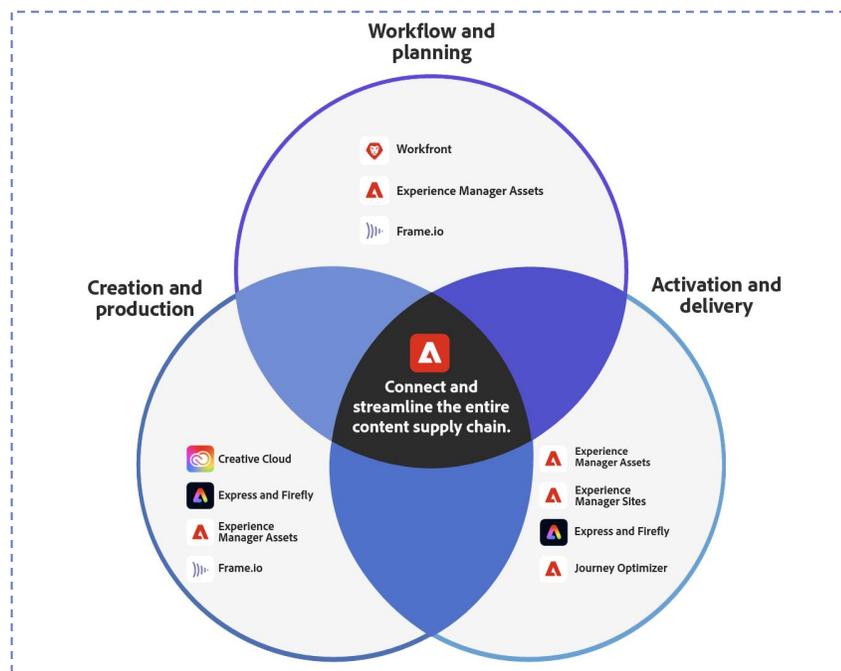
# 生成式AI重塑营销工作流程，发布高度整合的全方位解决方案GenStudio

- Real-Time CDP等重要产品线的Adobe Sensei GenAI集成计划持续推进，助力Experience Cloud产品功能创新，以提升用户粘性与ARPU值；Adobe Sensei生成式AI主要在数据洞察、内容与协作，以及客户历程等方面赋能现有体验云产品，以功能创新和效率提升来推动用户粘性增强以及应用增销所带来的ARPU值增长。
- 重磅推出集创意软件、Firefly模型集与体验云为一体的全方位解决方案GenStudio，推动企业内容供应链的革命性改变，大幅提升从内容创作到内容管理的作业速度：Adobe于2023年9月推出GenStudio——连接Creative Cloud、Firefly、Express和Experience Cloud的世界级解决方案，支持创意和销售团队①运用Firefly生成式AI和Express简易界面进行快速创作，同时连接到企业数据从而支持全公司的即时协作；②建立企业内容工作流，通过Workfront、Adobe Experience Manager (AEM) 和Creative Cloud创建企业的单一网站入口，实现内容流通和重复使用；③运用Adobe Experience Cloud实现全渠道的内容管理和数据洞察，为营销与客户体验优化提供强大支撑。Adobe GenStudio通过生成式AI重塑企业内容供应链，将大幅缩短品牌在内容构思、编辑、管理、跨部门合作等方面所需的时间周期。

## Adobe Experience Cloud中即将支持Sensei GenAI的产品



## Adobe GenStudio三大支柱

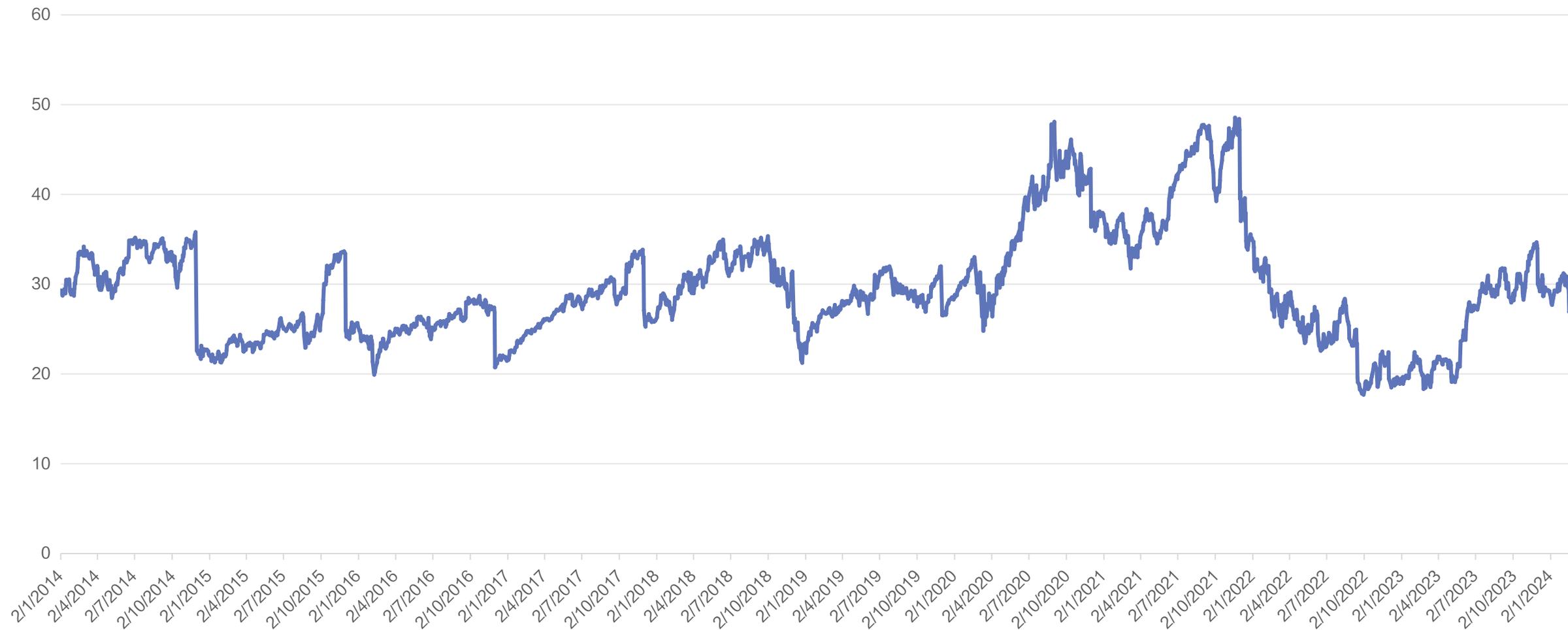


## 五、盈利预测及投资建议

# 历史估值回溯：公司当前估值位置约为历史PE中位数水平

- **历史估值分析：**截至2024年3月4日，公司过去10年估值在18倍-49倍之间；基于2024财年Bloomberg最新一致预期的调整后利润进行测算，2024年3月4日对应2024财年PE为31.65倍，处于历史PE的中位数附近，我们认为，在生成式AI技术应用的加持下，公司估值有望持续向上。

Adobe Forward\_1Y PE



# 投资逻辑与估值：FY2024目标市值2919亿美元，对应目标价645美元

## ● 公司投资逻辑：

- ① **创意云业务：**全球创作者经济蓬勃发展，生成式AI降低创意提效工具使用门槛，非专业创作者贡献创意软件市场增量。Adobe在创意提效软件领域深耕四十余年，专业级产品先发优势显著，市占率保持领先。旗下Firefly生成式AI工具凭借与现有产品矩阵的融合以及Adobe自有素材库的版权优势抢占商业化先机，2023年11月，Firefly已通过订阅+积分制开启商业化，有望通过创意云产品提价（全线产品订阅价格提高6%~10%）与按量计费的积分制贡献收入增量。
- ② **文档云业务：**全球PDF编辑软件市场持续扩张，Adobe作为PDF数字文档领域开创者，文档云产品龙头地位稳固，有望持续受益于市场稳步增长。预计文档云收入与ARR保持稳定增长，主要由于移动端及共享协作需求增长强劲，同时公司表示生成式AI技术将主要应用于文档理解、文档创作及在线协作等方面，长期有望提高用户粘性。
- ③ **体验云业务：**以客户数据驱动业务增长的企业数字化转型需求增强，推动客户体验管理市场增长，Adobe体验云由内容供应链上游向下渗透，基于内容生产后的变现需求，打造从内容生产到营销的端到端解决方案，与创意云结合建立强大的生态优势，保持行业领先地位。Adobe Sensei GenAI落地体验云，主要在数据洞察、内容与协作，以及客户历程等方面赋能，以功能创新和效率提升来推动用户粘性增强以及应用增销所带来的ARPU值增长。

## ● 盈利预测和投资评级：

- 我们预计公司FY2024-2026年营收分别为214/243/274亿美元，经调整净利润分别为83/95/108亿美元，对应经调整摊薄EPS为18.37/21.27/24.28美元，对应Non-GAAP P/E为31X/27X/24X；考虑到公司SaaS业务商业模式成熟，收入增速且盈利能力保持稳定，我们对Adobe采用P/E估值法；参考行业可比公司FY2024财年平均30.7倍P/E，考虑到Adobe作为数字创意提效行业龙头，产品壁垒稳固，数字体验业务打造第二增长曲线的同时，生成式AI技术商业化贡献收入增量，我们给予Adobe FY2024财年35倍的P/E估值倍数，对应目标价645美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

可比公司估值表

公司名称	公司代码	最新市值 (亿美元)	FY2024E (彭博一致预期)				
			营业收入 (百万美元)	调整后净利润 (百万美元)	调整后净利率	PE	PS
Microsoft	MSFT.O	30,830	245,014	87,285	36%	35.7	12.7
Oracle	ORCL.N	3,135	53,503	15,644	29%	20.4	7.4
Salesforce	CRM.N	3,046	38,117	9,610	25%	32.5	8.0
SAP	SAP.N	2,344	36,654	4,967	14%	34.3	6.2
<b>Average</b>						<b>30.7</b>	<b>8.6</b>

Adobe估值	FY2024
估值方法	PE
Adobe目标估值倍数	35
Adobe调整后净利润 (百万美元)	8340
对应市值 (亿美元)	2919
总股本 (百万股)	453
<b>目标价 (美元)</b>	<b>645</b>
最新价格 (美元)	568

# Adobe盈利预测表

证券代码: ADBE

股价: 567.94美元

投资评级: 买入(首次覆盖)

日期: 20240304

资产负债表 (百万美元)	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	利润表 (百万美元)	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	每股指标与估值	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金和现金等价物	7,141	7,876	8,936	10,078	营业收入	19,409	21,408	24,288	27,391	每股指标				
短期投资	701	1,895	1,864	1,839	营业成本	2,354	2,575	2,816	3,156	EPS	11.83	13.85	16.08	18.37
应收账款	2,224	2,504	2,824	3,176	毛利润	17,055	18,832	21,472	24,235	BVPS	36.50	39.35	42.98	47.29
预付款项及其他	1,018	1,162	1,248	1,443	销售费用	5,351	5,801	6,582	7,423	估值				
流动资产合计	11,084	13,437	14,872	16,536	管理费用	1,413	1,578	1,790	2,019	P/E (Non-GAAP)	35.3	30.9	26.7	23.4
固定资产	2,030	2,276	2,585	2,897	研发费用	3,473	3,770	4,277	4,824	P/B	15.6	14.4	13.2	12.0
商誉	12,805	13,273	14,573	15,887	无形资产摊销	168	178	202	228	P/S	13.2	12.0	10.6	9.4
无形资产	1,088	1,810	1,805	1,962	营业利润	6,650	7,505	8,621	9,742	财务指标	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
其他非流动资产	1,581	1,687	1,871	2,166	营业外净收支	149	162	184	207	盈利能力				
资产总计	29,779	33,725	37,030	41,037	利润总额	6,799	7,667	8,804	9,950	ROE	33%	35%	37%	38%
短期借款	-	304	345	259	所得税费用	1,371	1,380	1,585	1,791	毛利率	88%	88%	88%	88%
应付款项	314	410	460	496	净利润	5,428	6,287	7,220	8,159	期间费率	53%	52%	52%	52%
递延收入(流动负债)	5,837	6,433	7,303	8,235	少数股东损益	-	-	-	-	销售净利率	28%	29%	30%	30%
其他流动负债	73	106	111	121	归属于母公司净利润	5,428	6,287	7,220	8,159	成长能力				
流动负债合计	8,251	9,563	10,796	12,018	现金流量表 (百万美元)	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	收入增长率	10%	10%	13%	13%
长期债务	3,634	4,671	4,951	5,563	经营活动现金流	7,302	8,806	10,099	11,227	利润增长率	14%	16%	15%	13%
其他非流动负债	1,263	1,527	1,675	1,875	净利润	5,428	6,287	7,220	8,159	营运能力				
长期负债合计	5,010	6,352	6,785	7,617	折旧与摊销	872	975	1,103	1,241	总资产周转率	0.65	0.63	0.66	0.67
负债合计	13,261	15,915	17,581	19,635	营运资金变动	-355	-321	-364	-411	应收账款周转率	27.69	11.30	13.03	14.90
股本	-	-	-	-	其他经营活动	1,357	1,865	2,141	2,239	偿债能力				
股东权益	16,518	17,810	19,449	21,402	投资活动现金流	776	-469	-531	-569	资产负债率	45%	47%	47%	48%
负债和股东权益总计	29,779	33,725	37,030	41,037	资本性支出	-360	-469	-531	-569	流动比	1.34	1.41	1.38	1.38
					投资购买	-53	-	-	-	速动比	1.07	1.14	1.12	1.11
					其他投资活动	1,189	-	-	-					
					筹资活动现金流	-5,182	-7,602	-8,509	-9,516					
					股份回购	-4,400	-6,393	-7,137	-7,970					
					股票发行	314	-	-	-					
					其他筹资活动	-1,096	-1,209	-1,371	-1,547					
					现金净增加额	2,905	735	1,060	1,142					

## 六、风险提示

## ◆用户增长不及预期风险

公司主要应用产品的新用户或订阅用户增长不及预期的风险；

## ◆新产品进展不及预期风险

公司近期发布多款新应用，可能存在产品进展不及预期的风险；

## ◆行业竞争加剧风险

目前各厂商均积极布局AI+影像产品，可能存在部分垂类场景下竞争加剧的风险；

## ◆人工智能发展不及预期，AIGC发展不及预期等风险

人工智能发展历经三次波折，曾因基础硬件软件、投入产出比较低等原因受限，目前AI、AIGC的发展可能仍存在相应的问题和风险；

## ◆商业化拓展不及预期风险

目前AI、AIGC商业化模式仍在持续探索和尝试阶段，可能由于付费意愿、实际效果等存在商业化拓展不达预期的风险；

## ◆海外市场风险

若国际形势发生诸如经济增长放缓或停滞、系统性金融危机等重大不利，将严重制约国外市场的消费需求，或对公司海外业务造成不利影响的风险；

## 海外小组介绍

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究团队研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

## 分析师承诺

陈梦竹, 张娟娟, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597