

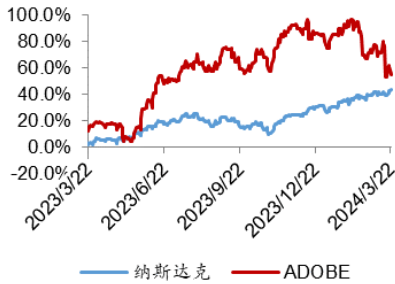
## AI 工具优化产品功能体验，看好 ARR 后续增长潜力

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-03-25

收盘价（美元）	499.52
近 12 个月最高/最低（美元）	638.3/331.9
总股本（百万股）	453
流通股本（百万股）	451
流通股比例（%）	99.56
总市值（亿美元）	2,261
流通市值（亿美元）	2,254

### 公司价格与纳斯达克指数走势比较



### 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1.公司点评|美图公司：AI 助力营收利润强劲增长，付费转化率持续提高  
2024-3-18

2.公司深度|Adobe(ADBE)：生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发  
2024-03-03

### 主要观点：

#### ● 2024Q1 业绩：

2024Q1，公司总营收达 51.82 亿美元，同比+11.3%；调整后利润为 24.67 亿美元，同比+15.8%；经调整归母净利润为 20.46 亿美元，同比+17.2%。分部看，数字媒体一季度营收为 38.16 亿美元，同比+12.4%。其中，创意云收入为 30.66 亿美元，同比+11.0%；文档云收入为 7.50 亿美元，同比+18.3%。数字体验一季度营收 12.89 亿美元，同比+9.6%。

#### ● 创意云：整体表现稳定，AI 产品新功能推动 ARR 增长

24Q1，公司在 AI 工具 Firefly 加持下稳定增长，功能表现上可与 DALL·E 等主流 AI 生成工具对标。ARR 表现上，创意云一季度 ARR 净增长 2.89 亿美元，同比-5.9%，主要由于 Adobe Express 网页端免费使用，分流部分付费用户。公司后续会与 OpenAI 合作开发 Sora，将公司的专业底层视频处理平台与 AI 技术相融合，在生产效率与质量上进一步提升。目前 AI 生成模型生成的内容质量仍有较大提升空间，Sora 等视频生成模型的推出将加大视频编辑处理需求，本质上并不会对公司产品使用率造成冲击。此外，AI 赋能效率不会对付用户数产生不利影响。公司目前拥有超 65 亿数字资产，底层资源雄厚，Adobe Express 和 Firefly 等产品预计在下半年带动创意云 ARR 增量增长。

#### ● 文档云：Acrobat AI 助手与 PDF 深度结合，交互体验进一步优化

公司文档云推出 AI 助手，预计下半年推动 ARR 增量增长。公司文档云一季度 ARR 净增长 1.43 亿，同比+38.8%，主要是 AI 助手集成到 Acrobat 中带动订阅量增长。Acrobat Web MAU 同比增长超过 70%，超 1 亿用户。同时，Acrobat 的 Microsoft Edge 和 Google Chrome 扩展以及移动应用的付费转换持续加速。一季度通过链接分享和其他途径传播发送的 PDF 文件数量同比增长超过 300%。

#### ● 体验云：客户体验管理领先平台，业绩表现亮眼

体验云业绩创新高，数字投资推动盈利能力。公司体验云业务提供优质体验管理平台，主流产品不断释放创意能力和提供个性化定制体验。客户群体实力强劲，包括家得宝、雀巢、PayPal、康卡斯特、Zeiss 等各领域一线头部公司。

#### ● 投资建议

公司产品在 AI 助手加持下，后续可进一步释放 ARR 增长势能。预计公司 2024-2026 年营收分别为 217.3/244.8/273.4 亿美元，同比增长 11.9%/12.7%/11.7%；经调整归母净利润分别为 80.6/88.8/98.3 亿美元，同比增长 9.2%/10.2%/10.7%。选取美股头部 SaaS 类公司为可比公司，考虑 AI 功能及插件在下半年对 ARR 推动，我们给予公司 2024 年 11x PS，对应合理市值为 2390 亿美元，维持“增持”评级。

**● 风险提示**

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

**● 重要财务指标**

单位:百万美元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,409	21,725	24,476	27,336
收入同比 (%)	10.2%	11.9%	12.7%	11.7%
归母净利润(Non-GAAP)	7,377	8,056	8,881	9,829
归母净利润同比 (%)	14.2%	9.2%	10.2%	10.7%
毛利率	87.9%	88.2%	88.1%	88.1%
ROE (%)	45%	38%	31%	26%
每股收益 (美元)	4.56	4.98	5.49	6.07
P/E	50.7	28.9	26.2	23.7
P/B	16.9	11.1	8.0	6.0
EV/EBITDA	28.3	21.0	18.4	15.3

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>资产</b>					
现金及现金等价物	7,141	12,799	21,679	31,518	
短期投资	701	566	566	566	
限制性现金	-	-	-	-	
存货	-	-	-	-	
应收账款	2,224	1,940	2,201	2,469	
其他流动资产	1,018	1,296	1,516	1,736	
<b>流动资产</b>	<b>11,084</b>	<b>16,600</b>	<b>25,962</b>	<b>36,289</b>	
固定资产	2,030	1,998	2,252	2,693	
无形资产	-	-	-	-	
投资	-	30	18	38	
其他长期资产	16,307	16,479	16,579	16,639	
<b>资产总计</b>	<b>29,779</b>	<b>35,107</b>	<b>44,811</b>	<b>55,659</b>	
<b>负债</b>					
应付账款	314	451	506	557	
短期借款	-	1,497	1,497	1,497	
短期租赁	73	73	-	-	
其他流动负债	7,864	8,708	10,096	11,484	
<b>流动负债</b>	<b>8,251</b>	<b>10,729</b>	<b>12,099</b>	<b>13,538</b>	
长期借款	3,634	2,198	2,278	2,358	
长期租赁	373	378	378	378	
其他长期负债	1,003	872	945	945	
<b>负债合计</b>	<b>13,261</b>	<b>14,177</b>	<b>15,700</b>	<b>17,219</b>	
<b>权益</b>					
优先股	-	-	-	-	
<b>股东权益合计</b>	<b>16,518</b>	<b>20,930</b>	<b>29,111</b>	<b>38,440</b>	
<b>负债股东权益总计</b>	<b>29,779</b>	<b>35,107</b>	<b>44,811</b>	<b>55,659</b>	

现金流量表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
税后利润	5,428	4,380	5,181	5,829	
<b>折旧和摊销</b>	<b>794</b>	<b>796</b>	<b>830</b>	<b>962</b>	
股权薪酬激励	1,949	3,676	3,700	4,000	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	295	987	962	951	
其他经营现金流	-1,029	-	-	-	
<b>经营现金流合计</b>	<b>7,302</b>	<b>8,922</b>	<b>10,672</b>	<b>11,743</b>	
<b>资本支出</b>	<b>-916</b>	<b>-764</b>	<b>-1,084</b>	<b>-1,404</b>	
资产收购	-	-	-	-	
资产剥离	-	-	-	-	
其他投资现金流	1,302	-160	-88	-80	
<b>投资现金流合计</b>	<b>776</b>	<b>-657</b>	<b>-1,172</b>	<b>-1,484</b>	
股息支出	-	-	-	-	
权益变动	-4,400	-540	-700	-500	
负债变动	-500	60	80	80	
其他融资现金流	-282	-	-	-	
<b>融资现金流合计</b>	<b>-5,182</b>	<b>-2,608</b>	<b>-620</b>	<b>-420</b>	
现金流总计	2,896	6,545	8,880	9,839	
期初现金	4,236	7,141	12,799	21,679	
<b>期末现金</b>	<b>7,141</b>	<b>12,799</b>	<b>21,679</b>	<b>31,518</b>	

利润表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	<b>19,409</b>	<b>21,725</b>	<b>24,476</b>	<b>27,336</b>	
营业成本	2,354	2,564	2,905	3,248	
<b>毛利</b>	<b>17,055</b>	<b>19,161</b>	<b>21,571</b>	<b>24,088</b>	
销售及管理费用	6,764	7,345	8,304	9,278	
研发费用	3,473	3,907	4,396	4,908	
其他营业费用	168	2,199	2,141	2,342	
营业费用合计	10,405	13,451	14,840	16,528	
营业利润	6,650	5,710	6,731	7,560	
<i>Non-GAAP调整项</i>	2,268	4,110	4,100	4,900	
<b>经调整营业利润</b>	<b>8,918</b>	<b>9,820</b>	<b>10,831</b>	<b>12,460</b>	
利息费用	16	47	49	54	
利息收入	-113	-117	-132	-147	
其他收入/支出	246	308	351	394	
利润总额	6,799	5,948	7,000	7,861	
所得税费用	1,371	1,568	1,819	2,031	
其他	-	-	-	-	
税后利润	5,428	4,380	5,181	5,829	
少数股东损益	-	-	-	-	
归母净利润	5,428	4,380	5,181	5,829	
<i>Non-GAAP调整项</i>	-	-	-	-	
<b>经调整净利润</b>	<b>7,377</b>	<b>8,056</b>	<b>8,881</b>	<b>9,829</b>	
经调整EBITDA	9,712	10,616	11,661	13,423	
经调整EPS	4.56	4.98	5.49	6.07	

核心指标		2023	2024E	2025E	2026E
<b>盈利指标</b>					
营收增长率		10.2%	11.9%	12.7%	11.7%
EBITDA增长率		12.3%	9.3%	9.8%	15.1%
EPS增长率		10.2%	9.2%	10.2%	10.7%
毛利率		87.9%	88.2%	88.1%	88.1%
营业利润率		45.9%	45.2%	44.3%	45.6%
ROIC (%)		155.2%	104.9%	55.9%	41.0%
ROE (%)		44.7%	38.5%	30.5%	25.6%
<b>估值指标</b>					
P/E (X)		50.7	28.9	26.2	23.7
P/B (X)		16.9	11.1	8.0	6.0
EV/EBITDA (X)		28.3	21.0	18.4	15.3
EV/营收 (X)		14.2	10.3	8.8	7.5
净债务/EBITDA (X)		-0.4	-0.9	-1.5	-2.1
利息保障倍数 (X)		-557.4	-206.9	-220.9	-230.3
<b>营运资金指标</b>					
存货周转天数		-	-	-	-
应收账款周转天数		40	34	30	31
应付账款周转天数		53	54	59	59
净营运资金		4,936	5,923	6,885	7,836
<b>偿债能力</b>					
资产负债率		45%	40%	35%	31%
流动比率		0.84	1.17	1.65	2.11
速动比率		0.56	0.93	1.41	1.86

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

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

## 重要声明

### 分析师声明

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

### 免责声明

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

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

## 投资评级说明

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

### 行业评级体系

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

### 公司评级体系

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