

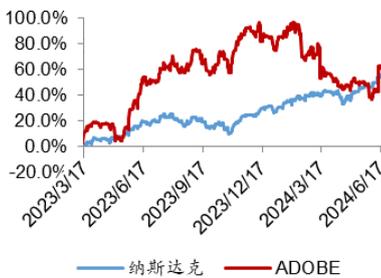
## 24Q2 业绩超预期，AI 货币化进程加快

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-06-18

收盘价（美元）	518.7
近 12 个月最高/最低（美元）	638.3/434.0
总股本（百万股）	448
流通股本（百万股）	447
流通股比例（%）	99.8
总市值（亿美元）	2,324
流通市值（亿美元）	2,318

### 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.公司深度|Salesforce(CRM): AI 工具多场景覆盖，经营利润持续释放  
2024-5-13

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：

#### ● 2024Q2 业绩：

2024Q2，公司总营收达 53.09 亿美元，同比+10.2%；调整后利润为 24.41 亿美元，同比+12.0%；经调整归母净利润为 20.23 亿美元，同比+12.8%。分部看，数字媒体二季度营收为 39.08 亿美元，同比+11.3%。其中，创意云收入为 31.26 亿美元，同比+9.6%；文档云收入为 7.82 亿美元，同比+18.7%。数字体验二季度营收 13.27 亿美元，同比+8.6%。

指引方面，公司给出三季度收入 53.3-53.8 亿美元；数字媒体收入约 39.5-39.8 亿美元，ARR 增长约 4.6 亿美元；数字体验收入约 13.25-13.45 亿美元；Non-GAAP 口径下每股收益约 4.5-4.55 美元。公司 24 年全年指引收入约 214-215 亿美元，其中数字媒体收入约 158-158.5 亿美元，ARR 增长约 19.5 亿美元；数字体验收入约 53.25-53.75 亿美元，Non-GAAP 口径下每股收益约 18-18.2 美元。

#### ● 创意云：Firefly 3 推出加快 AI 布局，自定义模型全面上市

24Q2，公司迭代 Firefly 版本，同时推出低代码、无代码访问模型。ARR 表现上，创意云二季度 ARR 净增长 3.22 亿美元，同比-9.0%。本季度公司发布 Firefly 3 基础模型，同时推出与之集成的 Express for Business。Firefly 服务和自定义模型全面上市，平台向开发人员提供 API 调用和模型定制，可通过低代码、无代码工具访问，并与体验云产品集成，可加快实现内容货币化。Firefly 已被用于在 Adobe 创意工具中生成超过 90 亿张图像。产品方面，公司发布 Photoshop 测试版，提供生成式填充和生成式拓展功能；在 Adobe Lightroom 中首次推出“生成移除”（Generative Remove）功能。

#### ● 文档云：AI Assistant 盈利效果显著，用户订阅需求增长

公司文档云业务加速 AI 内容融合，带动用户付费率，提供后续业绩增量。公司文档云二季度 ARR 净增长 1.65 亿美元，同比+42.2%。Acrobat AI Assistant 于 4 月份在英文文档中全面推出，可在 Reader 中独立使用，也可作为 Acrobat Standard 和 Pro 的附加组件使用，带动文档云业务强劲增长。由于 link sharing 以及的 Microsoft Edge 和 Google Chrome 扩展，Acrobat Web 的免费月活跃用户同比增长超过 60%。

#### ● 体验云：APE 提升订阅收入，GenStudio 提升供应链能力

ABP 和原生应用程序势头良好。公司通过 Adobe GenStudio，对 Creative Cloud、Adobe Experience Manager、Workfront、Adobe Journey Optimizer 和 Customer Journey Analytics 以及 Adobe Express for Business 等云产品进行整合，提升供应链能力。

#### ● 投资建议

公司 AI 加速迭代导入，产品与 AI 内容深度融合，后续有望进一步提升 ARR 增量。预计公司 2024-2026 年营收分别为 215.2/239.9/265.9 亿美元，同比增长 10.9%/11.5%/10.9%；经调整归母净利润分别为

81.6/92.0/105.4 亿美元，同比增长 10.6%/12.8%/14.5%，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	21,517	23,985	26,590
收入同比 (%)	10.2%	10.9%	11.5%	10.9%
归母净利润 (Non-GAAP)	7,377	8,157	9,201	10,539
归母净利润同比 (%)	14.2%	10.6%	12.8%	14.5%
毛利率	87.9%	88.5%	88.4%	88.4%
ROE (%)	45%	44%	45%	45%
每股收益 (美元)	16.07	18.14	20.91	24.01
P/E	50.7	28.5	25.3	22.1
P/B	16.9	12.6	11.3	9.8
P/S	14.4	10.8	9.7	8.7
EV/EBITDA	28.3	20.9	18.1	15.6

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	10,792	12,045	13,943	
短期投资	701	405	405	405	
限制性现金	-	-	-	-	
存货	-	-	-	-	
应收账款	2,224	1,800	2,072	2,358	
其他流动资产	1,018	1,346	1,346	1,346	
<b>流动资产</b>	<b>11,084</b>	<b>14,344</b>	<b>15,868</b>	<b>18,052</b>	
固定资产	2,030	1,995	2,245	2,685	
无形资产	-	-	-	-	
投资	-	401	389	409	
其他长期资产	16,307	16,694	16,794	16,854	
<b>资产总计</b>	<b>29,779</b>	<b>33,433</b>	<b>35,297</b>	<b>38,000</b>	
<b>负债</b>					
应付账款	314	385	428	472	
短期借款	-	1,498	1,498	1,498	
短期租赁	73	67	-	-	
其他流动负债	7,864	7,322	6,862	6,402	
<b>流动负债</b>	<b>8,251</b>	<b>9,272</b>	<b>8,788</b>	<b>8,372</b>	
长期借款	3,634	4,167	4,247	4,327	
长期租赁	373	405	405	405	
其他长期负债	1,003	1,158	1,225	1,225	
<b>负债合计</b>	<b>13,261</b>	<b>15,002</b>	<b>14,664</b>	<b>14,329</b>	
<b>权益</b>					
优先股	-	-	-	-	
<b>股东权益合计</b>	<b>16,518</b>	<b>18,431</b>	<b>20,632</b>	<b>23,671</b>	
<b>负债股东权益总计</b>	<b>29,779</b>	<b>33,433</b>	<b>35,296</b>	<b>38,000</b>	

现金流量表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
税后利润	5,428	5,281	6,701	7,439	
<b>折旧和摊销</b>	<b>794</b>	<b>796</b>	<b>828</b>	<b>959</b>	
股权薪酬激励	1,949	2,876	2,500	3,100	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	295	-375	-689	-701	
其他经营现金流	-1,164	-1,372	-	-	
<b>经营现金流合计</b>	<b>7,302</b>	<b>7,206</b>	<b>9,340</b>	<b>10,797</b>	
<b>资本支出</b>	<b>-916</b>	<b>-760</b>	<b>-1,079</b>	<b>-1,399</b>	
资产收购	-	-	-	-	
资产剥离	-	-	-	-	
其他投资现金流	1,692	438	-88	-80	
<b>投资现金流合计</b>	<b>776</b>	<b>-323</b>	<b>-1,167</b>	<b>-1,479</b>	
股息支出	-	-	-	-	
权益变动	-4,400	-500	-7,000	-7,500	
负债变动	-500	40	80	80	
其他融资现金流	-282	-	-	-	
<b>融资现金流合计</b>	<b>-5,182</b>	<b>-3,230</b>	<b>-6,920</b>	<b>-7,420</b>	
现金流总计	2,896	4,541	1,253	1,898	
期初现金	4,236	7,141	10,792	12,045	
<b>期末现金</b>	<b>7,141</b>	<b>10,792</b>	<b>12,045</b>	<b>13,943</b>	

利润表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	<b>19,409</b>	<b>21,517</b>	<b>23,985</b>	<b>26,590</b>	
营业成本	2,354	2,484	2,783	3,089	
<b>毛利</b>	<b>17,055</b>	<b>19,033</b>	<b>21,202</b>	<b>23,501</b>	
销售及管理费用	6,764	7,239	8,097	8,981	
研发费用	3,473	3,916	4,361	4,833	
其他营业费用	168	1,171	190	210	
营业费用合计	10,405	12,327	12,648	14,024	
营业利润	6,650	6,706	8,554	9,477	
<i>Non-GAAP调整项</i>	2,268	3,378	3,124	3,924	
<b>经调整营业利润</b>	<b>8,918</b>	<b>10,084</b>	<b>11,678</b>	<b>13,401</b>	
利息费用	16	40	39	43	
利息收入	-113	-135	-152	-168	
其他收入/支出	246	320	362	402	
利润总额	6,799	6,931	8,803	9,754	
所得税费用	1,371	1,650	2,103	2,315	
其他	-	-	-	-	
税后利润	5,428	5,281	6,701	7,439	
少数股东损益	-	-	-	-	
归母净利润	5,428	5,281	6,701	7,439	
<i>Non-GAAP调整项</i>	-	-	-	-	
<b>经调整净利润</b>	<b>7,377</b>	<b>8,157</b>	<b>9,201</b>	<b>10,539</b>	
经调整EBITDA	9,712	10,880	12,506	14,360	
经调整EPS	16.07	18.14	20.91	24.01	

核心指标		2023	2024E	2025E	2026E
<b>盈利指标</b>					
营收增长率	10.2%	10.9%	11.5%	10.9%	
EBITDA增长率	12.3%	12.0%	14.9%	14.8%	
EPS增长率	17.2%	12.9%	15.3%	14.8%	
毛利率	87.9%	88.5%	88.4%	88.4%	
营业利润率	45.9%	46.9%	48.7%	50.4%	
ROIC (%)	155.2%	119.4%	102.7%	89.7%	
ROE (%)	44.7%	44.3%	44.6%	44.5%	
<b>估值指标</b>					
P/E (X)	50.7	28.5	25.3	22.1	
P/B (X)	16.9	12.6	11.3	9.8	
P/S (X)	14.4	10.8	9.7	8.7	
EV/EBITDA (X)	28.3	20.9	18.1	15.6	
EV/营收 (X)	14.2	10.6	9.4	8.4	
净债务/EBITDA (X)	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	
利息保障倍数 (X)	-557.4	-254.1	-295.8	-310.1	
<b>营运资金指标</b>					
存货周转天数	-	-	-	-	
应收账款周转天数	40	34	29	30	
应付账款周转天数	53	51	53	52	
净营运资金	4,936	4,561	3,872	3,170	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45%	45%	42%	38%	
流动比率	0.84	0.96	1.08	1.26	
速动比率	0.56	0.75	0.85	1.01	

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。