

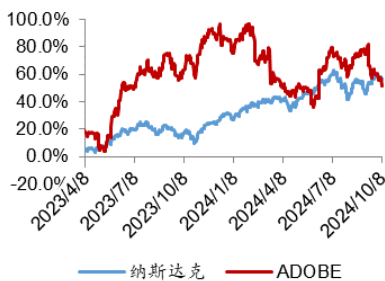
24Q3 业绩超预期，AI 价值持续转化

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-10-08

收盘价（美元）	487.3
近 12 个月最高/最低（美元）	638.3/434.0
总股本（百万股）	440
流通股本（百万股）	439
流通股比例（%）	99.8
总市值（亿美元）	2,145
流通市值（亿美元）	2,139

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

- 行业点评|业绩韧性持续验证，关注估值修复机会 2024-10-03
- 公司深度|谷歌(GOOGLE): AI 筑牢搜索壁垒，云业务打造第二增长曲线 2024-09-30

主要观点：

● 2024Q3 业绩：

2024Q3，公司总营收达 54.08 亿美元，同比+10.6%；调整后利润为 25.15 亿美元，同比+11.1%；经调整归母净利润为 20.80 亿美元，同比+10.8%。分部看，数字媒体三季度营收为 39.95 亿美元，同比+11.2%。其中，创意云收入为 31.88 亿美元，同比+9.6%；文档云收入为 8.07 亿美元，同比+17.8%。数字体验三季度营收 13.54 亿美元，同比+10.2%。

指引方面，公司给出四季度收入 55.0-55.5 亿美元；数字媒体收入约 40.9-41.2 亿美元，ARR 增长约 5.5 亿美元；数字体验收入约 13.6-13.8 亿美元；Non-GAAP 口径下每股收益约 4.63-4.68 美元。

● 创意云：Firefly 推动业务增长，Adobe Express 影响力扩大

24Q3，Firefly 服务需求强劲，使用群体不断扩充。本季度公司将 Photoshop 中的“生成填充”功能升级到了 Firefly Image 3，“生成图像”功能全面可用，并推出了新的“选择画笔”和“调整画笔”工具，使选择性编辑比以往更加轻松。Firefly 服务需求强劲，API 调用总数比上一季度增加了两倍。Adobe Express 扩大用户群体，共有 1,500 多家企业和数百万名学生使用。

● 文档云：AI 功能价值体现，使用场景不断扩充

文档云中 Acrobat 和 Reader 增添会议记录和大型文档支持，AI 互动季度环比增长超过 70%。同时利用生成式人工智能来扩展 Adobe Acrobat 中的内容创建，目前已将 Adobe Firefly 图像生成功能集成到编辑 PDF 工作流程中。AI 功能持续为文档与内容创建和消费增添价值。

● 公司下调 Q4 指引，ARR 净增长转正为负

Adobe 预计 Q4 营收将同比增长 8.9%至 9.9%，市场一致预期增幅约为 10.9%。Adobe 预计 Q4 数字媒体业务 ARR 净增长同比下降 3.3%，转正为负，超预期下滑，市场一致预期为-1.4%。市场认为 AI 对 Adobe 产品内容推动力仍不确定，我们认为现阶段 AI 对公司增量有限，表现会相较温和。

● 投资建议

公司 AI 内容使用次数与场景不断突破，AI 内容不断为业务提供增量，验证公司 AI 内容成长空间，有望维持 ARR 增量。预计公司 2024-2026 年营收分别为 214.5/237.7/263.8 亿美元，同比增长 10.5%/10.8%/11.0%；经调整归母净利润分别为 82.5/91.8/104.5 亿美元，同比增长 11.8%/11.4%/13.8%，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	21,452	23,766	26,384
收入同比 (%)	10.2%	10.5%	10.8%	11.0%
归母净利润 (Non-GAAP)	7,377	8,245	9,181	10,445
归母净利润同比 (%)	14.2%	11.8%	11.4%	13.8%
毛利率	87.9%	89.0%	89.0%	89.0%
ROE (%)	45%	50%	50%	49%
每股收益 (美元)	16.07	18.34	20.87	23.79
P/E	50.7	28.2	25.3	22.3
P/B	16.9	14.2	12.6	10.8
P/S	14.4	10.8	9.8	8.8
EV/EBITDA	28.3	21.2	18.6	16.0

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	
资产					
现金及现金等价物	7,141	9,328	11,709	14,656	
短期投资	701	322	322	322	
限制性现金	-	-	-	-	
存货	-	-	-	-	
应收账款	2,224	1,703	1,911	2,129	
其他流动资产	1,018	1,452	1,664	1,876	
流动资产	11,084	12,806	15,606	18,983	
固定资产	2,030	1,989	2,232	2,666	
无形资产	-	-	-	-	
投资	-	378	366	386	
其他长期资产	16,307	16,807	16,907	16,967	
资产总计	29,779	31,980	35,111	39,002	
负债					
应付账款	314	447	497	543	
短期借款	-	1,499	1,499	1,499	
短期租赁	73	70	-	-	
其他流动负债	7,864	7,962	8,782	9,602	
流动负债	8,251	9,978	10,778	11,644	
长期借款	3,634	4,148	4,228	4,308	
长期租赁	373	381	381	381	
其他长期负债	1,003	1,132	1,202	1,202	
负债合计	13,261	15,639	16,589	17,535	
权益					
优先股	-	-	-	-	
股东权益合计	16,518	16,341	18,522	21,467	
负债股东权益总计	29,779	31,980	35,111	39,002	

现金流量表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
税后利润	5,428	5,533	7,121	7,905	
折旧和摊销	794	796	825	953	
股权薪酬激励	1,949	2,712	2,060	2,540	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	295	317	450	437	
其他经营现金流	-1,164	-1,551	-	-	
经营现金流合计	7,302	7,807	10,456	11,835	
资本支出	-916	-755	-1,068	-1,388	
资产收购	-	-	-	-	
资产剥离	-	-	-	-	
其他投资现金流	1,692	628	-88	-80	
投资现金流合计	776	-127	-1,156	-1,468	
股息支出	-	-	-	-	
权益变动	-4,400	-300	-7,000	-7,500	
负债变动	-500	20	80	80	
其他融资现金流	-282	-	-	-	
融资现金流合计	-5,182	-5,503	-6,920	-7,420	
现金流总计	2,896	3,065	2,381	2,947	
期初现金	4,236	7,141	9,328	11,709	
期末现金	7,141	9,328	11,709	14,656	

利润表		百万美元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
营业收入	19,409	21,452	23,766	26,384	
营业成本	2,354	2,369	2,611	2,898	
毛利	17,055	19,082	21,154	23,486	
销售及管理费用	6,764	7,168	7,956	8,835	
研发费用	3,473	3,961	4,398	4,883	
其他营业费用	168	1,171	189	210	
营业费用合计	10,405	12,300	12,543	13,927	
营业利润	6,650	6,783	8,612	9,559	
<i>Non-GAAP调整项</i>	2,268	3,192	2,712	3,512	
经调整营业利润	8,918	9,975	11,324	13,071	
利息费用	16	44	45	50	
利息收入	-113	-158	-182	-203	
其他收入/支出	246	329	371	414	
利润总额	6,799	6,997	8,846	9,819	
所得税费用	1,371	1,464	1,725	1,915	
其他	-	-	-	-	
税后利润	5,428	5,533	7,121	7,905	
少数股东损益	-	-	-	-	
归母净利润	5,428	5,533	7,121	7,905	
<i>Non-GAAP调整项</i>	-	-	-	-	
经调整净利润	7,377	8,245	9,181	10,445	
经调整EBITDA	9,712	10,770	12,148	14,024	
经调整EPS	16.07	18.34	20.87	23.79	

核心指标		2023	2024E	2025E	2026E
盈利指标					
营收增长率		10.2%	10.5%	10.8%	11.0%
EBITDA增长率		12.3%	10.9%	12.8%	15.4%
EPS增长率		17.2%	14.1%	13.8%	14.0%
毛利率		87.9%	89.0%	89.0%	89.0%
营业利润率		45.9%	46.5%	47.6%	49.5%
ROIC (%)		155.2%	176.7%	135.9%	111.5%
ROE (%)		44.7%	50.5%	49.6%	48.7%
估值指标					
P/E (X)		50.7	28.2	25.3	22.3
P/B (X)		16.9	14.2	12.6	10.8
P/S (X)		14.4	10.8	9.8	8.8
EV/EBITDA (X)		28.3	21.2	18.6	16.0
EV/营收 (X)		14.2	10.7	9.5	8.5
净债务/EBITDA (X)		-0.4	-0.3	-0.5	-0.6
利息保障倍数 (X)		-557.4	-226.4	-250.6	-262.4
营运资金指标					
存货周转天数		-	-	-	-
应收账款周转天数		40	33	27	28
应付账款周转天数		53	58	65	65
净营运资金		4,936	5,253	5,703	6,140
偿债能力					
资产负债率		45%	49%	47%	45%
流动比率		0.84	0.82	0.94	1.08
速动比率		0.56	0.63	0.74	0.87

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。