

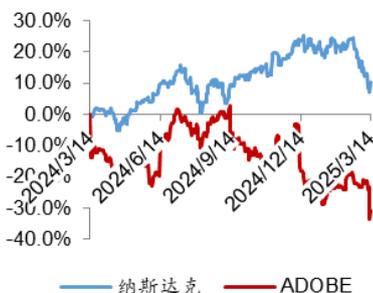
FY25Q1 业绩超预期，关注生成式 AI 商业化进度

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-03-19

收盘价（美元）	391.37
近 12 个月最高/最低（美元）	587.8/374.5
总股本（百万股）	435
流通股本（百万股）	433
流通股比例（%）	99.8
总市值（亿美元）	1,702
流通市值（亿美元）	1,696

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.行业点评|业绩韧性持续验证，关注估值修复机会 2024-10-03
- 2.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：

● FY25Q1 业绩：

FY25Q1，公司总营收达 57.14 亿美元，同比+10.3%；调整后利润为 27.15 亿美元，同比+10.1%；经调整归母净利润为 22.24 亿美元，同比+8.7%。分部看，数字媒体一季度营收为 42.3 亿美元，同比+10.8%。数字体验一季度营收 14.1 亿美元，同比+9.4%。

● 数字媒体：生成式 AI 需求强劲，新功能带动用户增长

创意云的增长得益于公司在各销售渠道和产品组合中的广泛采用，包括 Firefly Services 等新产品的推出、更多的“Adobe 一体化”交易以及不断增长的用户基础。具体看，Photoshop 生成式 AI 的月活跃用户 (MAU) 约为 35%；Lightroom 生成式 AI 的月活跃用户 (MAU) 约为 30%；Firefly 生成了超过 200 亿个创意资产。Adobe Lightroom 和 Adobe Camera Raw 推出了“自适应配置文件” (Adaptive Profiles) 和“消除干扰” (Distraction Removal) 功能，减少繁琐和重复的任务。

文档云需求侧仍有空间，Acrobat 和 Reader 的月活跃用户量同比增长了 23%。付费用户的转化过程持续优化，AI 助手也覆盖更多地区。

● 创意云部分产品涨价，品牌认知度强劲

1 月 15 日起，20GB Photoshop 的订阅价格上调 5 美元至每月 14.99 美元，Lightroom 的订阅价格上调 2 美元至每月 11.99 美元。3 月 25 日起，Substance 3D 每月上涨 10 美元至 59.99 美元，预付费计划的价格为 599.98 美元。公司通过价格调控转化用户进行长期付费和选择高级别服务。

● 公司下调 Q2 及全年指引，关注后续新产品推出

指引方面，公司给出 FY25Q2 收入 57.7-58.2 亿美元，一致预期为 58 亿美元；数字媒体收入约 42.7-43.0 亿美元；数字体验收入约 14.3-14.5 亿美元；Non-GAAP 口径下每股收益约 4.95-5.00 美元，一致预期为 5 美元。FY25 全年收入 233.0-235.5 亿美元，一致预期为 235.1 亿美元；数字媒体收入约 172.5-174.0 亿美元，全年 ARR 增长约 11%；数字体验收入约 58.0-59.0 亿美元；Non-GAAP 口径下每股收益约 20.2-20.5 美元，一致预期为 20.39 美元。公司指引整体略低于市场预期，25 财年 AI 内容商业化预期未能达到市场预期，市场对公司在 AI 领域的领先地位仍有不确定性，先发优势未能达到预期效果。

● 投资建议

公司 AI 功能持续迭代，覆盖场景及地区不断扩充，商业化进度稳定增长，验证公司 AI 内容仍有成长空间。预计公司 2025-2027 财年营收分别为 234.6/257.3/281.8 亿美元，同比增长 9.1%/9.7%/9.5%；经调整归母净利润分别为 88.5/97.7/106.9 亿美元，同比增长 6.9%/10.3%/9.5%，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,505	23,458	25,730	28,179
收入同比 (%)	10.8%	9.1%	9.7%	9.5%
归母净利润 (Non-GAAP)	8,281	8,853	9,765	10,692
归母净利润同比 (%)	12.3%	6.9%	10.3%	9.5%
毛利率	89.0%	88.9%	88.9%	89.1%
ROE (%)	59%	62%	59%	56%
每股收益 (美元)	18.42	20.12	22.24	24.58
P/E	36.3	19.4	17.6	16.1
P/B	16.1	12.1	10.4	9.0
P/S	10.7	7.3	6.7	6.1
EV/EBITDA	21.1	14.7	13.2	11.9

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			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
资产					
现金及现金等价物	7,613	7,699	9,547	11,624	
短期投资	273	597	597	597	
限制性现金	-	-	-	-	
存货	-	-	-	-	
应收账款	2,072	2,261	2,480	2,708	
其他流动资产	1,274	1,966	2,658	3,350	
流动资产	11,232	12,523	15,282	18,280	
固定资产	1,936	1,900	2,152	2,592	
无形资产	-	-	-	-	
投资	281	257	277	297	
其他长期资产	16,781	17,016	17,076	17,136	
资产总计	30,230	31,697	34,787	38,305	
负债					
应付账款	361	427	464	503	
短期借款	1,499	-	-	-	
短期租赁	75	-	-	-	
其他流动负债	8,586	9,294	10,002	10,710	
流动负债	10,521	9,721	10,466	11,213	
长期借款	4,129	6,215	6,295	6,375	
长期租赁	353	334	334	334	
其他长期负债	1,122	1,202	1,202	1,202	
负债合计	16,125	17,472	18,297	19,124	
权益					
优先股	-	-	-	-	
股东权益合计	14,105	14,224	16,490	19,182	
负债股东权益总计	30,230	31,697	34,787	38,305	

现金流量表		百万美元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
税后利润	5,560	6,997	7,715	8,577	
折旧和摊销	796	758	791	922	
股权激励	2,721	1,856	2,050	2,115	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	665	-107	-166	-174	
其他经营现金流	-1,686	-4	-	-	
经营现金流合计	8,056	9,501	10,390	11,440	
资本支出	-702	-722	-1,042	-1,362	
资产收购	-	-	-	-	
资产剥离	-	-	-	-	
其他投资现金流	851	-399	-80	-80	
投资现金流合计	149	-1,122	-1,122	-1,442	
股息支出	-	-	-	-	
权益变动	-	-5,500	-7,500	-8,000	
负债变动	-	60	80	80	
其他融资现金流	-	-	-	-	
融资现金流合计	-7,724	-8,281	-7,420	-7,920	
现金流总计	1,369	98	1,848	2,078	
期初现金	7,141	7,613	7,699	9,547	
期末现金	7,613	7,699	9,547	11,624	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表		百万美元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	21,505	23,458	25,730	28,179	
营业成本	2,358	2,610	2,845	3,082	
毛利	19,147	20,849	22,885	25,097	
销售及管理费用	7,293	7,966	9,191	9,348	
研发费用	3,944	4,252	4,590	5,095	
其他营业费用	1,169	168	185	202	
营业费用合计	12,406	12,386	13,473	14,645	
营业利润	6,741	8,463	9,413	10,451	
Non-GAAP调整项	3,278	2,357	2,520	2,585	
经调整营业利润	10,019	10,820	11,933	13,036	
利息费用	48	37	43	48	
利息收入	-169	-231	-249	-273	
其他收入/支出	311	276	283	310	
利润总额	6,931	8,545	9,490	10,536	
所得税费用	1,371	1,548	1,774	1,959	
其他	-	-	-	-	
税后利润	5,560	6,997	7,715	8,577	
少数股东损益	-	-	-	-	
归母净利润	5,560	6,997	7,715	8,577	
Non-GAAP调整项	-	-	-	-	
经调整净利润	8,281	8,853	9,765	10,692	
经调整EBITDA	10,815	11,578	12,724	13,958	
经调整EPS	18.42	20.12	22.24	24.58	

核心指标		2024A	2025E	2026E	2027E
盈利指标					
营收增长率	10.8%	9.1%	9.7%	9.5%	
EBITDA增长率	11.3%	7.1%	9.9%	9.7%	
EPS增长率	14.6%	9.3%	10.6%	10.5%	
毛利率	89.0%	88.9%	88.9%	89.1%	
营业利润率	46.6%	46.1%	46.4%	46.3%	
ROIC (%)	326.7%	197.2%	145.8%	114.7%	
ROE (%)	58.7%	62.2%	59.2%	55.7%	
估值指标					
P/E (X)	36.3	19.4	17.6	16.1	
P/B (X)	16.1	12.1	10.4	9.0	
P/S (X)	10.7	7.3	6.7	6.1	
EV/EBITDA (X)	21.1	14.7	13.2	11.9	
EV/营收 (X)	10.6	7.3	6.6	5.9	
净债务/EBITDA (X)	-0.2	-0.1	-0.3	-0.4	
利息保障倍数 (X)	-208.7	-292.6	-277.6	-274.4	
营运资金指标					
存货周转天数	-	-	-	-	
应收账款周转天数	36	33	33	33	
应付账款周转天数	52	54	56	56	
净营运资金	5,601	5,494	5,328	5,154	
偿债能力					
资产负债率	53%	55%	53%	50%	
流动比率	0.70	0.72	0.84	0.96	
速动比率	0.49	0.47	0.55	0.63	

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。