

2025 年 12 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Adobe (ADBE.O): AI 影响力渗透超三成, 新业务架构开启双轮增长

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师: 任春阳 S1050521110006

rency@cfsc.com.cn

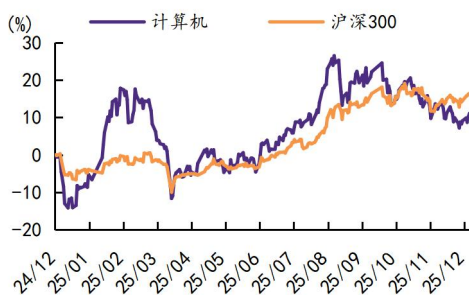
分析师: 谢孟津 S1050525120001

xiemj@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-2.2	-9.9	12.9
沪深 300	3.4	1.1	16.5

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 1、《计算机行业周报: OpenAI 发布 GPT-5.2-Codex, 谷歌发布 Gemini3Flash》2025-12-22
- 2、《计算机行业周报: MistralAI 发布 Devstral2 系列, GPT-5.2 定义专家级智能》2025-12-16
- 3、《计算机行业周报: DeepSeek 发布 V3.2 双模型, 谷歌 DeepThink 引领推理革命》2025-12-08

Adobe 发布 2025 财年第四季度及全年财报, 公司 2025 财年实现营收 237.7 亿美元, 同比增长 11%。Digital Media 业务 2025 财年收入 176.5 亿美元, 同比增长 11%, 年底 ARR 达到 192.0 亿美元。Digital Experience 业务全年收入 58.6 亿美元, 订阅收入同比增长 11% 至 54.1 亿美元。公司全年 GAAP 摊薄每股收益 16.70 美元, 非 GAAP 摊薄每股收益 20.94 美元。第四季度单季实现营收 61.9 亿美元, 非 GAAP 运营利润率表现稳健, 录得经营现金流 31.6 亿美元。截至 2025 财年底, 公司现金及短债储备为 66.0 亿美元。

投资要点

大客户驱动力增强, 业务架构重组优化增长逻辑

Adobe 持续深耕高价值企业市场, 第四季度 ARR 超过 1000 万美元的客户数量同比增长 25% 至 150 家以上。核心 Digital Media 业务展现强劲韧性, 超过 75% 的净新增 ARR 由现有订阅增长及交叉销售驱动。管理层自 2026 财年起将启用全新的客户群体分类方式, 聚焦于商业专业人士与消费者 (BPC) 以及创意与营销专业人士 (CMP) 两大支柱, 以更精准地匹配用户需求。2025 财年 BPC 群体订阅收入达 65.0 亿美元, 15% 的高增速反映出 Acrobat 与 Express 在大众生产力市场的渗透力。同时, CMP 群体订阅收入录得 163.0 亿美元, 支撑起公司约七成的收入底座。公司通过高强度回购回馈股东, 全年斥资近 120 亿美元回购约 3080 万股股份, 流通股总数同比缩减超过 6%。

生成式模型消费激增, AI 影响力重塑营收结构

当前生成式 AI 技术已深度嵌入 Adobe 的全栈工作流, 由 AI 影响或驱动的 ARR 已占到公司整体账面价值的三分之一以上。用户对 Firefly 系列模型的采纳度显著提升, 第四季度生成式点数的消耗量环比增长 3 倍, 体现了模型能力的快

速工程化落地。公司通过 Firefly Image 5 等自研模型维持技术壁垒，并引入超过 25 个第三方主流模型，巩固了其作为创意工作流唯一集成平台的地位。在应用层面，Acrobat AI Assistant 在财年内实现了强劲增长，相关 AI 功能的使用率同比增长逾 4 倍。Firefly 服务的企业级渗透也在加速，第四季度单季签署超过 100 笔企业协议，推动内容自动化业务 ARR 同比翻倍。AI 同时带来定价权的回升，Firefly 订阅包及其带来的高价值套餐升级已成为收入增长的新引擎。

■ 并购 Semrush 补齐品牌可见度拼图，2026 财年指引锚定两位数增长

Adobe 拟以约 19.0 亿美元现金收购营销分析平台 Semrush，旨在解决企业在 AI 搜索与 LLM 时代的品牌可见度痛点。公司将以 Semrush 的搜索优化能力与 Adobe Experience Manager 等产品整合，增强品牌在生成式引擎中的呈现方式。公司对 2026 财年仍给出了积极指引，管理层预计 2026 财年总营收在 259 亿至 261 亿美元区间，并目标实现超过 10% 的总 ARR 账面价值增长。CMP 业务作为增长基石，预计 2026 财年订阅收入将贡献 177.5 亿至 179.0 亿美元。在保证高研发投入以维持 AI 领先地位的同时，公司预期 2026 财年非 GAAP 运营利润率将维持在 45%。

■ 风险提示

(1) AI 赛道竞争加剧风险；(2) 业务发展不及预期风险；(3) 并购整合风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-12-26 股价 (美元)	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
GOOGL.O	谷歌	313.51	8.04	10.06	10.88	38.99	31.16	28.82	未评级
MSFT.O	微软	487.71	11.8	13.64	15.88	41.33	35.76	30.71	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：以上公司盈利预测皆取自万得一致预期，单位为美元）

■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6 年证券行业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023 年加入华鑫证券。

费强：曼彻斯特大学硕士，2022 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券
司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。