

福昕软件(688095.SH)

PDF+OFD版式软件领军者，双转型战略驱动成长

推荐（首次）

股价：73.42元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.foxitsoftware.cn
大股东/持股	熊雨前/39.80%
实际控制人	熊雨前
总股本(百万股)	91
流通A股(百万股)	91
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	67
流通A股市值(亿元)	67
每股净资产(元)	27.83
资产负债率(%)	16.8

行情走势图



证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
黄韦涵	投资咨询资格编号 S1060523070003 HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

研究助理

王佳一	一般证券从业资格编号 S1060123070023 WANGJIAYI446@pingan.com.cn
-----	--



平安观点：

■ 公司深耕 PDF 电子文档解决方案，2024 年收入实现快速增长。福昕软件定位为 PDF 电子文档解决方案提供商，创办于 2001 年，2004 年发布具有自主知识产权的福昕 PDF 阅读器，是全球较早的 PDF 软件产品之一，公司当前主要收入来自 PDF 编辑器与阅读器产品（占比 77%，24H1）。公司用户遍布全球 200 多个国家和地区，2024 年前三季度公司收入主要来源于北美（占比 55%）、欧洲（25%）、中国大陆（9%）、亚太（7%）等区域。作为国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员，公司积极参与领域国际标准的起草、维护和实现，同时也为国内电子文档管理、数字签名、数据交换等领域的标准化工作做出贡献。2024 年，公司历经接近两年多的订阅优先、渠道优先双转型战略的深化后，收入增速开始回升，2024 年前三季度公司实现营收 5.09 亿元，实现同比增长 15.1%（vs YoY+3.7%，23Q1-3）。2024 年前三季度公司归母净利润 3867 万元，扭亏为盈主要是由于公司追加投资合并福昕鲲鹏确认了 1.03 亿元投资收益，但从公司原有业务部分（不含新并购）来看，收入释放空间尚未能覆盖投入，展望未来，我们看好公司持续推进降本增效，实现对于费用增长的有效控制，带来利润空间的释放。

■ 竞争力位于全球 PDF 市场前列，订阅+渠道双转型驱动业务扩张。在全球 PDF 电子文档市场，福昕软件位于第二梯队前列。相较全球 PDF 软件龙头 Adobe 来看，2023 年 Adobe Document Cloud 收入实现 27.0 亿美元，福昕软件实现营业收入 6.1 亿元，位列全球第二梯队的靠前位置，同属于第二梯队的还有万兴科技（2023 年万兴文档创意业务实现收入 1.3 亿元）、Nitro、Kofax 等。产品综合竞争力来看，根据商业软件点评平台 G2 分析，福昕位列 PDF 编辑器的“Leaders（领导者）”象限，市场占有率、客户满意度均处于行业前列水平。2022 年 7 月，公司确立了“订阅优先”和“渠道优先”的双转型增长战略，转型成效逐渐显现。公司订阅收入占比实现了较大提升，2023 年公司实现订阅收入 2.16 亿元（占营收比例 35%，较 2022 年提升 14pct），2024 年前三季度，公司实现订阅收入 2.45 亿元，占比提升至 48%；ARR 达到 3.66 亿元，同比增长 46.3%；订阅相关的

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	580	611	728	881	1,078
YOY(%)	7.2	5.3	19.2	21.0	22.3
净利润(百万元)	-2	-91	2	36	108
YOY(%)	-103.8	-5,114.8	101.8	2,156.5	200.2
毛利率(%)	95.3	94.8	94.5	94.4	93.5
净利率(%)	-0.3	-14.9	0.2	4.1	10.1
ROE(%)	-0.1	-3.5	0.1	1.4	3.9
EPS(摊薄/元)	-0.02	-0.99	0.02	0.39	1.19
P/E(倍)	-3,849.7	-73.8	4,195.5	185.9	61.9
P/B(倍)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4

资料来源：ifind，平安证券研究所

合同负债金额为 2.13 亿元，同比增长约 32.0%，公司核心产品整体订阅续费率约为 93%。我们认为，ARR、订阅相关合同负债等前瞻性指标的优秀增长表现将带来公司订阅收入的迅速增长。公司来自渠道的收入为 1.95 亿元，同比增长 33.64%，占营业收入的比例为 38.21%，较转型前（2021 年）渠道收入占比水平已提升 14.29pct，我们看好公司通过深入推进订阅+渠道双转型战略推动业务的快速扩张。2024 年 8 月，公司发布股权激励计划，以业务规模指标（综合业务额或者订阅业务 ARR）作为主要考核指标，彰显了公司管理层对于业务规模快速增长的信心。

- **发挥版式文档技术优势，持续开拓信创+行业应用机会。**目前我国信创替换按照“2+8+N”节奏逐步推进，OFD 是我国自主可控的版式文档格式，面向的用户主要为政府机关及央企，主要应用于电子公文、数字出版、电子档案、电子凭证、电子合同等所有对固定版面、禁止修改、数据真实完整可靠、长期保存等方面有较高要求的领域。福昕软件为国家标准 GB/T33190-2016《电子文件存储与交换格式 版式文档》(OFD 版式文档)起草单位之一，2014 年，福昕软件将 OFD 相关知识产权全部转让给福昕鲲鹏。出于长期发展战略规划，今年公司收购了福昕鲲鹏 38.2749% 的股权，加上公司原持有 34.9687% 的股权，取得福昕鲲鹏控制权（持股比例为 73.2436%）。福昕鲲鹏为此前信创的目录厂商之一，在新一轮信创中，我们看好公司在信创业务上取得显著的收入增长。此外，公司围绕在版式文档的核心技术，还结合特定行业与专业垂直领域的业务场景，推出了 iDox.AI 系列智能服务、福昕家装·云服务、福昕家装·智能设计、福昕船舶图纸管理系统等行业应用解决方案，同时公司外延收购了美国电子签名公司 AccountSight，以丰富公司的产品矩阵，我们认为 OFD、行业应用解决方案等业务未来有望成为公司的第二增长曲线。
- **盈利预测与投资建议：**公司深耕 PDF 电子文档解决方案，不仅具有完全自主产权的 PDF 核心技术，产品竞争力同样位于全球市场前列。近年来公司订阅+渠道双转型战略推进迅速，有望带动公司业务规模的快速扩张，同时，公司积极布局第二增长曲线，围绕自身在版式文档的技术优势，正在持续开拓在 OFD 信创、行业应用解决方案等领域的机会。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 7.28/8.81/10.78 亿元，对应同比增速分别为 19.2%/21.0%/22.3%，归母净利润为 0.02/0.36/1.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.02/0.39/1.19 元，根据 2024 年 11 月 19 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PS 分别为 9.2x/7.6x/6.2x。我们认为公司作为全球领先的 PDF+OFD 版式软件提供商，订阅+渠道双转型战略有望驱动公司成长，叠加国内新一轮信创的逐步推进，未来将为公司打开成长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：1）产品相对单一的风险。2）海外市场拓展不顺的风险。3）所收购资产业绩表现不佳的风险。**

正文目录

一、	公司深耕 PDF 电子文档解决方案，2024 年收入实现快速增长	6
1.1	深耕 PDF 软件二十余年，积极推动领域标准制定	6
1.2	公司双转型战略深化，2024 年收入增速回升	10
1.3	研发与销售投入仍然较大，利润表现需关注费用控制成效	12
二、	竞争力位于全球 PDF 市场前列，订阅+渠道双转型驱动业务扩张	14
2.1	Adobe 独占鳌头，公司综合竞争力位列第二梯队前列	14
2.2	订阅+渠道双转型战略推进迅速	17
2.3	加快扩张业务规模，公司发布股权激励计划彰显信心	19
三、	发挥版式文档技术优势，持续开拓信创+行业应用机会	20
3.1	公司收购福昕鲲鹏，布局 OFD 自主可控版式文档	20
3.2	围绕版式文档技术优势，研发投入持续丰富产品矩阵	23
四、	盈利预测与投资建议	24
4.1	盈利预测	24
4.2	估值分析	25
4.3	投资建议	26
五、	风险提示	26

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司主要产品及服务	7
图表 3	公司为 PDFA 主要成员 (Partner Member) 中唯一一家中国企业	8
图表 4	公司参与制定的部分国家标准 (2024 年实施)	9
图表 5	公司股权结构及主要控股公司 (2024Q3)	10
图表 6	2015 年-2024 年前三季度公司营收及增速	11
图表 7	公司营收及增速 (单季)	11
图表 8	公司主要收入来自 PDF 编辑器与阅读器产品 (单位: 百万元)	11
图表 9	公司境外收入占比约 90%	12
图表 10	公司各区域市场收入占比	12
图表 11	2015 年-2024 年前三季度归母净利润及增速	12
图表 12	公司扣非净利润 (单季)	12
图表 13	公司毛利率、期间费用率与归母净利率	13
图表 14	公司销售、管理、研发费用率	13
图表 15	公司经营活动净现金流 (单位: 万元)	13
图表 16	Adobe 预测 PDF 相关业务潜在市场 (TAM)	14
图表 17	Adobe 文档云收入实现快增	14
图表 18	全球 PDF 电子文档厂商市场格局 (收入单位: 亿元)	14
图表 19	福昕高级 PDF 编辑器与 Adobe Acrobat 产品常用功能对比	15
图表 20	PDF 编辑器产品竞争力对比	16
图表 21	福昕 PDF 发布中文 AI 助手	17
图表 22	公司自主研发企业级 AI 服务福昕 IDP	17
图表 23	Adobe 云化转型推动了收入的快速增长	17
图表 24	公司订阅收入占比提升加快	17
图表 25	公司 ARR 保持高水平增长	18
图表 26	公司订阅相关合同负债	18
图表 27	公司产品销售模式 (2024Q1-3)	18
图表 28	公司渠道收入实现高增长	19
图表 29	公司渠道收入占比提升至 38%	19
图表 30	公司 2024 年股权激励计划考核目标	19
图表 31	公司通过年度综合业务额衡量授权业务与订阅业务的总体情况	20
图表 32	2+8+N 信创发展进程	21
图表 33	2023 年“2+8+N”行业信创进度	21
图表 34	公司为国家 OFD 版式文档标准主要起草单位之一	21
图表 35	OFD 和 PDF 版式技术面向的主要应用领域	22
图表 36	福昕 OFD 电子公文解决方案	22

图表 37	公司研发投入及增速	23
图表 38	公司研发人员数量及增速	23
图表 39	公司基于版式文档技术推出行业应用解决方案	23
图表 40	福昕软件简要损益预测表	24
图表 41	福昕软件同行业可比公司估值比较	26

一、公司深耕 PDF 电子文档解决方案，2024 年收入实现快速增长

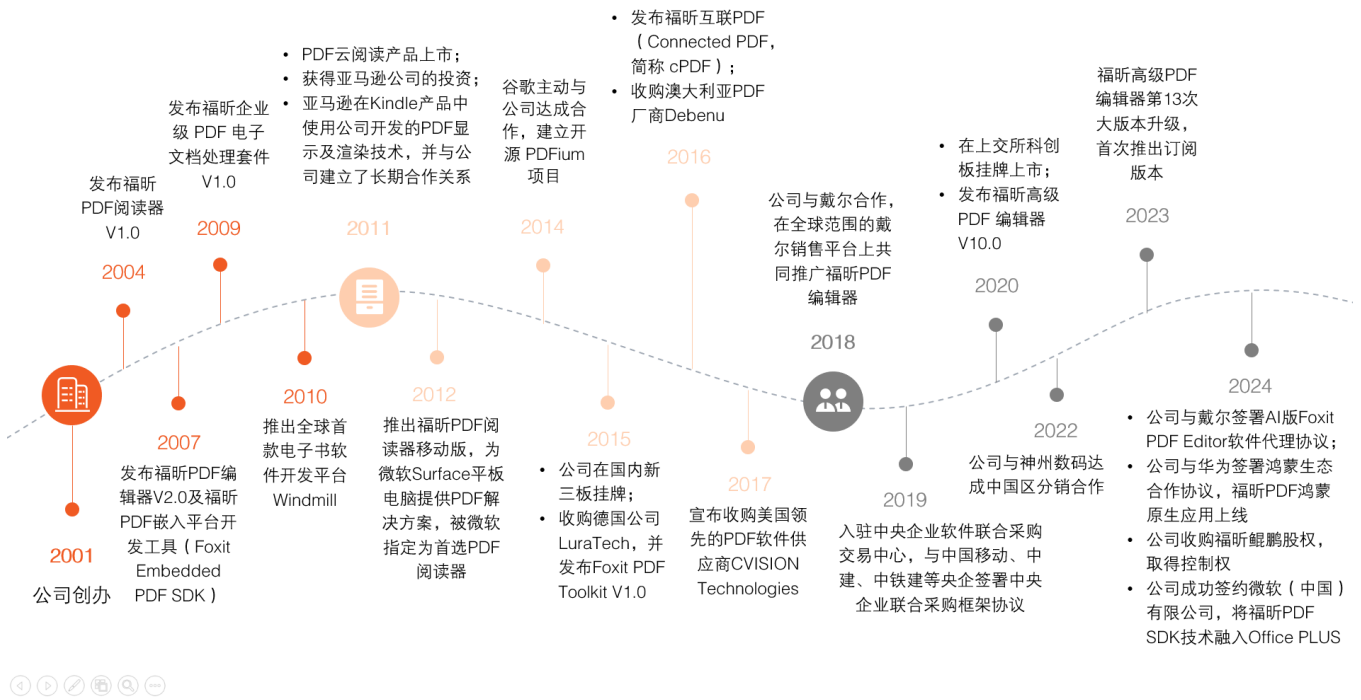
1.1 深耕 PDF 软件二十余年，积极推动领域标准制定

公司是一家国际化运营的 PDF 电子文档解决方案提供厂商。福昕软件创办于 2001 年，公司于 2004 年发布具有自主知识产权的福昕 PDF 阅读器，是全球较早的 PDF 软件产品之一。

公司的 PDF 相关技术能力受到全球科技巨头亚马逊和谷歌的认可，根据公司招股说明书，2011 年开始亚马逊在 Kindle 产品中使用福昕软件开发的 PDF 显示及渲染技术，并与公司建立了长期合作关系；2014 年，谷歌与福昕软件达成合作建立开源 PDFium 项目，PDFium 项目将福昕软件的 PDF 技术应用于 Chrome 浏览器、安卓手机操作系统以及 Google Document 等 Google 知名产品。

渠道方面，2018 年开始，公司与戴尔合作，在全球范围的戴尔销售平台上，共同推广 PhantomPDF (PDF 编辑器) 产品。2020 年，公司在上交所科创板挂牌上市。根据公司官网，公司在美国、日本、德国、澳大利亚、爱尔兰等地设有多家子公司，福昕直接用户已超过 7.5 亿，企业客户数达 42.5 万以上，遍及世界 200 多个国家和地区。

图表1 公司发展历程



资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 平安证券研究所

公司主营业务围绕 PDF, 面向全球范围内机构及个人提供电子文档软件产品、服务及解决方案。福昕具有完全自主知识产权的 PDF 核心技术, 提供文档的生成、转换、显示、编辑、搜索、打印、存储、签章、表单、保护、安全分发管理等涵盖文档生命周期的产品技术与解决方案。当前, 公司的产品及服务主要包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具以及可以部署到公有云和企业私有云的 PDF 相关独立产品。

图表2 公司主要产品及服务



1、PDF编辑器与阅读器产品

- 1、PDF阅读器
- 2、PDF编辑器
- PDF Editor（订阅式PDF编辑器套件，桌面端和网页端一体）
- PDF Editor+（订阅式PDF编辑器套件，桌面端、网页端和移动端一体，集成云服务功能）



2、软件开发平台与工具

- 1、Foxit PDF SDK
- 2、其他独立产品的SDK（Plugin SDK、eSign SDK、iDox.AI SDK等）



3、企业文档自动化解决方案

- 1、PDF Compressor（服务器端批量处理文档转换和压缩的解决方案）
- 2、Rendition Server（企业范围内对标准PDF和PDF/A文档中央式转换平台）



4、PDF相关工具及在线服务

- 1、iDox.AI 系列智能服务（人工智能驱动的数据隐私合规解决方案）
- 2、OFD版式文档解决方案
- 3、Foxit eSign（基于云服务形式为用户提供完整的电子签名解决方案）
- 4、福昕会员平台（面向个人用户）
- 5、PDF文档处理服务（文档转换、文档安全、文档处理及含文档翻译、文档扫描、文档打印等）















5、基于PDF的行业应用解决方案

- 1、福昕家装（面向设计师——智能设计、面向家装全参与方——云服务）
- 2、福昕船舶图纸管理系统（审图管理信息化解决方案）
- 3、智能文档解决方案（从常见格式文档中提取出所需数据）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

作为国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员，公司在标准化工作方面作出了积极贡献。1) 国际领域：公司积极拥抱 PDF/A、DSC、SAFE-BioPharma 等国际标准化组织，参与相关国际标准的起草、维护和实现。PDF 产业的国际标准组织是 PDF/A (PDF Association, PDF 协会)，福昕欧洲公司是该协会的创会会员，福昕软件也是目前 PDF/A 主要成员 (Partner Member) 中唯一一家中国企业。福昕软件参与制定和维护版式文档国际标准 PDF 标准 ISO 32000-2 及其具体扩展，尤其在 ISO 32000-2 标准的制定过程中，福昕软件提出了关于数字签名扩展的重要提案，并通过其专业知识和技术贡献，塑造了 PDF 2.0 标准中数字签名的相关规范。

图表3 公司为 PDFA 主要成员 (Partner Member) 中唯一一家中国企业

 <p>callas software GmbH</p> <p>callas software finds simple ways to handle complex PDF challenges. As a technology innovator, callas software develops and markets PDF ... Read more</p>	 <p>Smallpdf GmbH</p> <p>Made in Switzerland, the land of watches, banks, and clean design, Smallpdf is an award-winning company that offers a suite ... Read more</p>	 <p>axes4 GmbH</p> <p>Accessible PDF simply done! We are dedicated to build software and deliver services that empower you to provide accessible PDF ... Read more</p>
 <p>Apryse</p> <p>Apryse, formerly PDFTron, is a global leader in document processing technology, committed to making work better and life simpler. Apryse ... Read more</p>	 <p>Nitro</p> <p>The Trusted PDF, eSign & Analytics Solution Nitro is a global SaaS leader in digital document software with a suite ... Read more</p>	 <p>Dual Lab sprl</p> <p>Dual Lab provides top quality product development services in graphics arts and other technology-intensive areas. This includes processing of virtually ... Read more</p>
 <p>Orpalis</p> <p>ORPALIS is an editor of imaging software, PDF processing tools, and large-scale document flow management solutions for professionals of all ... Read more</p>	 <p>Hancom Inc.</p> <p>Founded in 1990, Hancom is a leader in creating innovative ecosystems that will lead the world through the convergence of ... Read more</p>	 <p>Adobe</p> <p>Adobe is changing the world through digital experiences. Our creative, marketing, and document solutions empower everyone — from emerging artists ... Read more</p>
 <p>Foxit Corporation</p> <p>Founded in 2001, Foxit is a leading provider of innovative PDF and eSignature products and services, helping knowledge workers increase ... Read more</p>	 <p>Boeing</p> <p>The Boeing Enterprise Interoperability Standards group fosters and promotes adoption of Enterprise interoperability standards and related capability across the company. ... Read more</p>	 <p>Datalogics</p> <p>Datalogics, Inc. provides a complete SDK for PDF creation, manipulation and management for companies around the globe. Built on Adobe ... Read more</p>

资料来源：PDFA 官网，平安证券研究所

2) 国内领域，作为中国版式文档国家标准 (OFD) 起草单位的核心成员，福昕软件多年来积极参与并推动多项标准的制定。根据福昕软件公众号 2024 年 10 月 14 日文章，截至目前，福昕软件累计参与制定了 25 项国家标准、8 项行业标准以及 7 项团体标准，为电子文档管理、数字签名、数据交换等领域的标准化工作做出贡献。

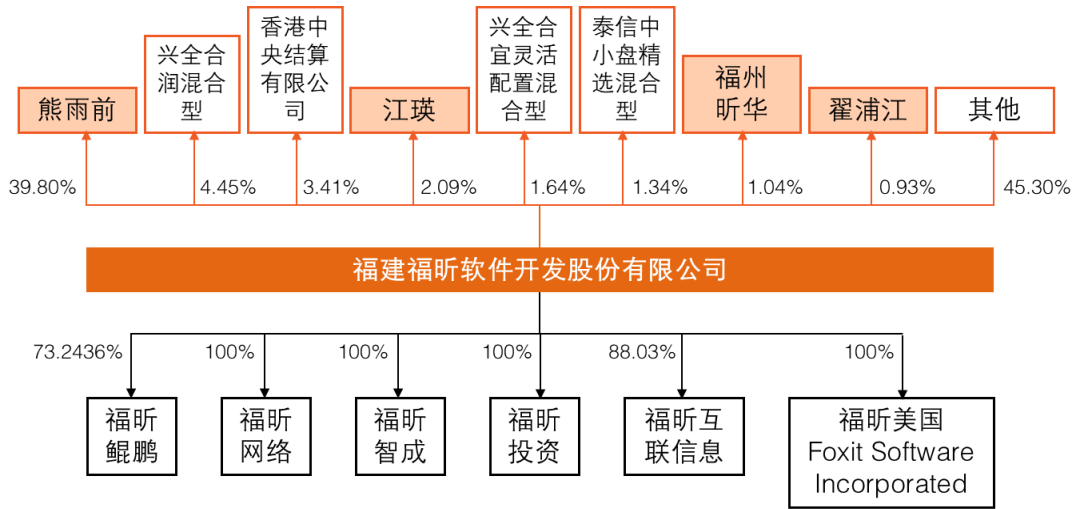
图表4 公司参与制定的部分国家标准（2024年实施）

- **GB/T 44554.1-2024《电子凭证入账要求 第1部分：总则》**：该标准为电子凭证的生成、传输、存储和管理提供了统一的技术和管理要求，以确保电子凭证的真实性和完整性，提高财务管理的效率和透明度，实施于2024年8月23日。
- **GB/T 44555-2024《电子凭证 会计档案封装技术要求》**：这项标准为电子凭证的封装、存储、管理和检索提供了统一的技术要求，以确保电子凭证的真实性和完整性，提高会计档案管理的效率和可靠性，其实实施于2024年8月23日。
- **GB/T 31308.3-2023《行政、商业和行业中的数据元、过程和文档 长效签名 第3部分：PDF高级电子签名（PAdES）的长效签名规范》**：这项标准为确保PDF文档在长期保存和验证过程中的签名有效性提供了详细的技术规范，实施于2024年4月1日。福昕软件作为主要起草单位参与制定了该标准。
- **GB/T 31308.4-2023《行政、商业和行业中的数据元、过程和文档 长效签名 第4部分：用于长效签名格式的存证对象属性》**：这项标准为确保电子签名在长期保存和验证过程中的有效性和可靠性提供了详细的技术要求，实施于2024年4月1日。

资料来源：福昕软件公众号 2024 年 10 月 14 日文章，平安证券研究所

股权结构方面，公司创始人、董事长熊雨前为公司实际控制人，截至 2024 年第三季度，熊雨前持有公司 39.80%的股份，公司副总裁 George Zhendong Gao 的配偶江瑛持股比例为 2.09%，公司员工持股平台福州昕华持股比例 1.04%，公司副总裁翟浦江持股比例为 0.93%。参控股公司方面，公司于今年取得福昕鲲鹏的控股权，此外，公司控股福昕网络等多个子公司在国内承担销售、研发及管理职能，福昕智成、福昕投资从事产业投资，在海外，公司在美国、日本、德国、澳大利亚、爱尔兰等地设有多家子公司，承担软件销售及管理职能。

图表5 公司股权结构及主要控股公司 (2024Q3)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

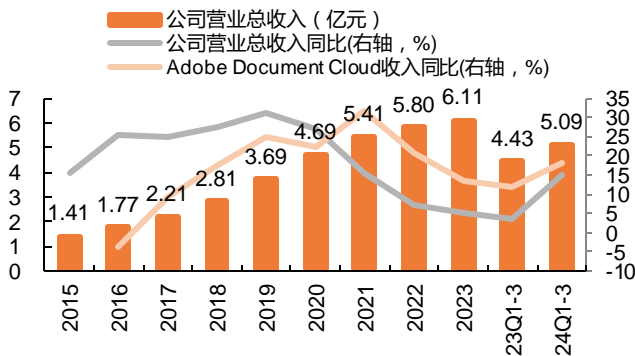
1.2 公司双转型战略深化，2024 年收入增速回升

2024 年，公司历经接近两年多的订阅优先、渠道优先双转型战略的深化后，收入增速开始回升，2024 年前三季度公司实现营收 5.09 亿元，实现同比增长 15.1% (vsYoY+3.7%，23Q1-3)。2024 年前三季度公司归母净利润 3867 万元，扭亏为盈主要是由于公司追加投资合并福昕鲲鹏确认了 1.03 亿元投资收益，但从公司原有业务部分（不含新并购）来看，收入释放空间尚未能覆盖投入，展望未来，我们看好公司持续推进降本增效，实现对于费用增长的有效控制，带来利润空间的释放。

收入端来看，2015-2019 年公司营业收入从 1.41 亿元增长至 3.69 亿元，4 年复合增长率达到 27.2% (vs Adobe Document Cloud 收入同期复合增速 11.5%)，维持较高增长率。2020-2021 年受全球客观因素影响公司收入增长放缓。2022 年 7 月起公司开启订阅转型，因此在 2022-2023 年，公司受到订阅业务增长较快、永久授权收入下降较为明显的影响，收入增速继续呈现下行。2024 年，公司历经接近两年多的订阅优先、渠道优先双转型战略的深化后，收入增速开始回升，2024 年前三季度公司实现营收 5.09 亿元，实现同比增长 15.1% (vsYoY+3.7%，23Q1-3)。

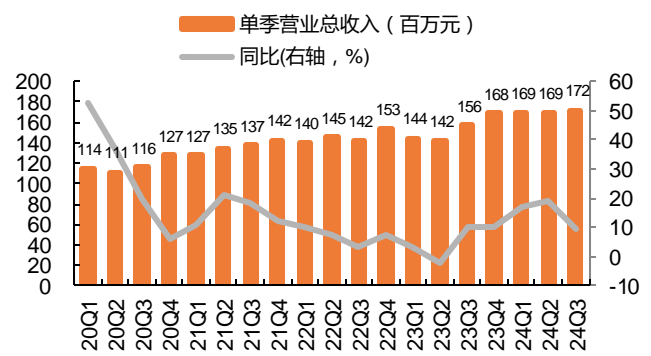
分季度来看，公司 2023 年第四季度至今单季度收入达到 1.6 亿元以上，季节性方面，呈现前三季度收入在各年度内略有波动，而第四季度相对较高的情形，主要由于年度预算等原因，大型机构客户通常在第四季度进行集中采购，同时，西方国家第四季度为感恩节、圣诞节的购物季，公司也会在购物季时开展促销活动。

图表6 2015年-2024年前三季度公司营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

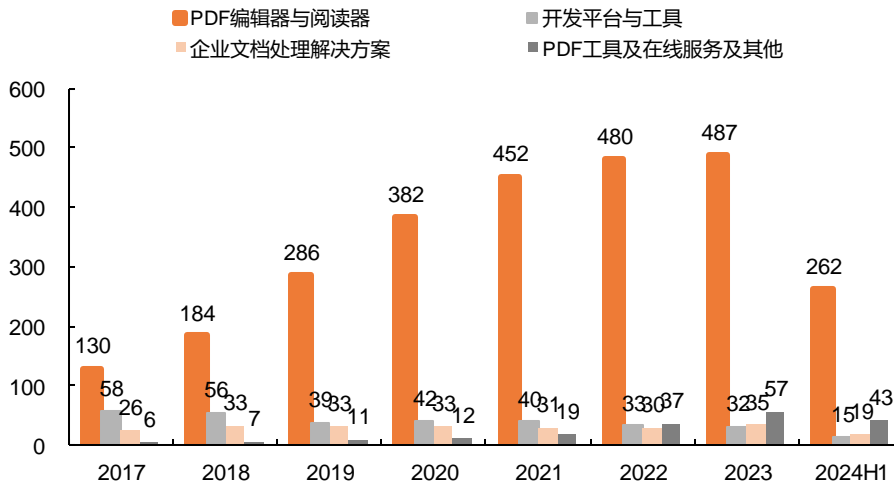
图表7 公司营收及增速（单季）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

营收结构来看，公司收入按产品分为四类：PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务及其他。公司主要收入来自第一大类 PDF 编辑器与阅读器产品，2024 年上半年，公司收入分别来自 PDF 编辑器与阅读器（占比 77%）、开发平台与工具（占比 4%）、企业文档处理解决方案（占比 6%）、PDF 工具及在线服务及其他（占比 13%）。

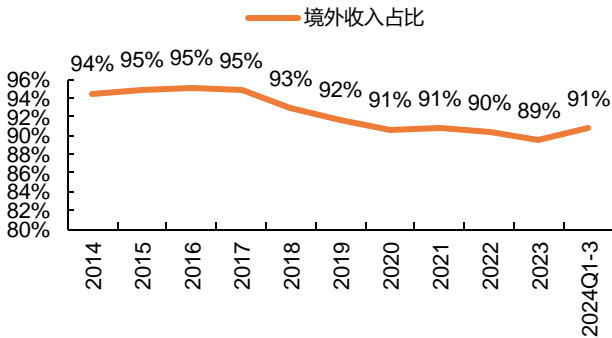
图表8 公司主要收入来自 PDF 编辑器与阅读器产品（单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

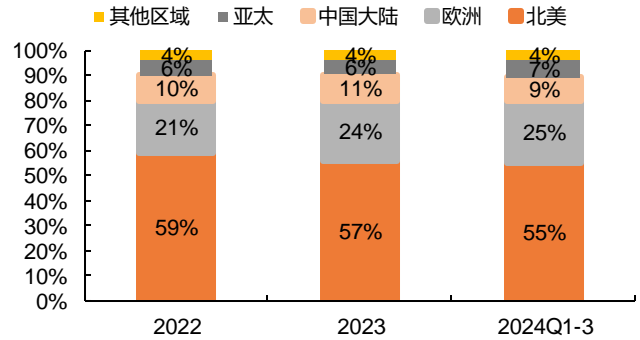
按地区，公司境外收入贡献占比约 90%。公司采用国际化运营模式，在美国、日本、德国、澳大利亚、爱尔兰等地设立多家境外子公司，且用户遍布全球 200 多个国家和地区。2024 年前三季度来看，公司收入主要来源于北美（占比 55%）、欧洲（25%）、中国大陆（9%）、亚太（7%）等区域，增速方面，公司在欧洲和亚太两大区域市场的增长迅速，其次由于中国大陆市场新增 OFD 业务，也带动了收入的较快增长，而北美市场受到收入基数较大、订阅转型、核心 PC 渠道商等因素影响，增速相对更缓。

图表9 公司境外收入占比约 90%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司各区域市场收入占比



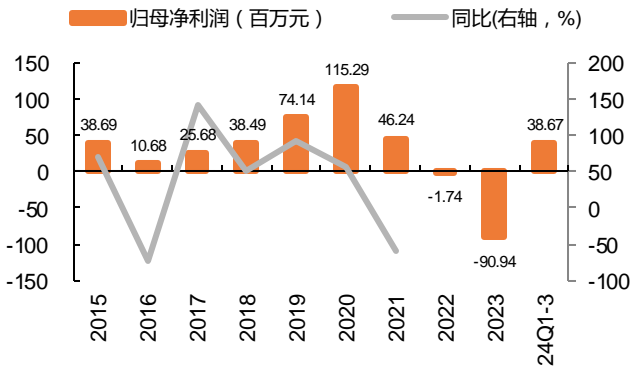
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 研发与销售投入仍然较大，利润表现需关注费用控制成效

利润端来看，2016-2020年，公司归母净利润由1068万元增长到1.15亿元，4年复合增长率为81.3%。2021年公司利润同比下滑，背后除了受到收入端增速放缓的影响，还在于公司研发与销售费用的大幅增加，研发方面主要由于当年加大了对已有研发项目及电子签名、电子图纸等新增研发项目的投入力度，公司研发投入1.49亿元（YoY+97%），销售方面主要考虑到销售人员薪酬、佣金增加及广告费用的增加，导致2021年公司产生销售费用2.90亿元（YoY+55%）。

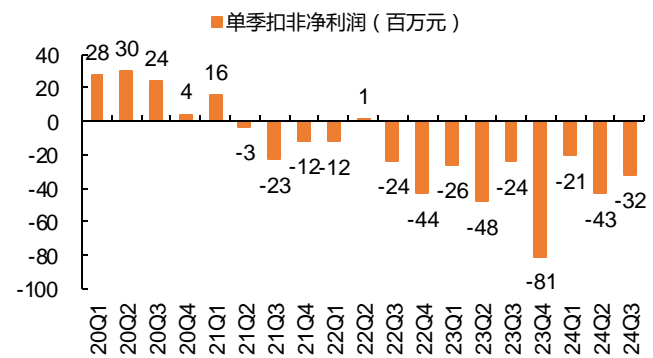
2022年至今，一方面由于公司订阅转型一定程度影响收入确认，另一方面，公司仍然保持较大的研发和销售投入，叠加公司部分联营企业受到财政及客户预算等因素影响业绩波动，导致公司整体净利润处于波动状态。

图表11 2015年-2024年前三季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 公司扣非净利润（单季）

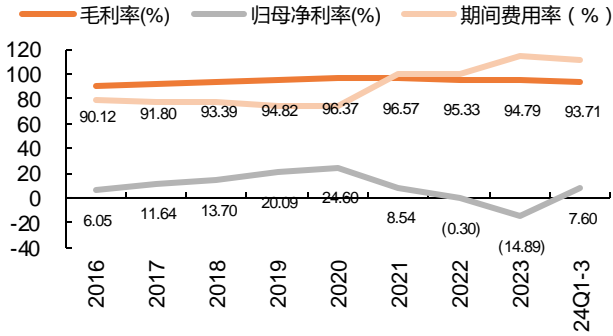


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2024年前三季度，公司归母净利润3867万元，扭亏为盈主要是由于公司上半年追加投资合并福昕鲲鹏，导致原持有股权公允价值变动而相应确认了1.03亿元投资收益。但剔除该影响因素后，公司归母净利润仍然显示亏损，同比增加亏损约5.42%。从公司原有业务部分（不含新并购）来看，公司前三季度收入释放空间尚未能覆盖投入，前三季度公司收入同比增加约5892万元，费用端管理费用、销售费用和研发费用合计同比增加约4836万元（主要系人工成本同比增加4100万元）。展望未来，我们看好公司持续推进降本增效，实现对于费用增长的有效控制，带来利润空间的释放。

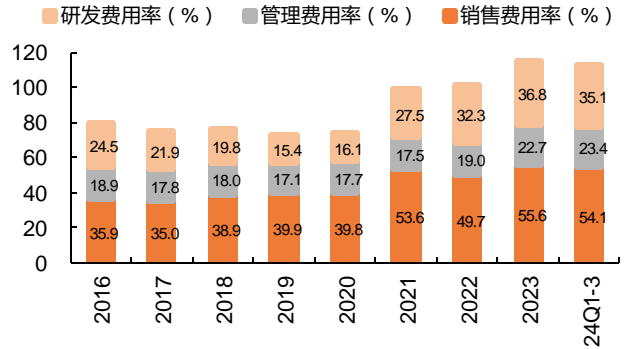
毛利率方面，公司主营业务成本主要由授权使用费（在自有软件中嵌入外部技术所支付的费用）、人工成本、折旧摊销、服务器租赁存储成本等构成，公司毛利率长期维持在 90% 以上水平。期间费用率方面，产品研发与营销的投入对于一家软件公司来说十分关键，公司费用率自 2021 年起上升至较高水平，公司研发费用率维持在 30% 以上，销售费用率大致在 50% 水平，同期公司归母净利润率仍然处于波动。

图表13 公司毛利率、期间费用率与归母净利润率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

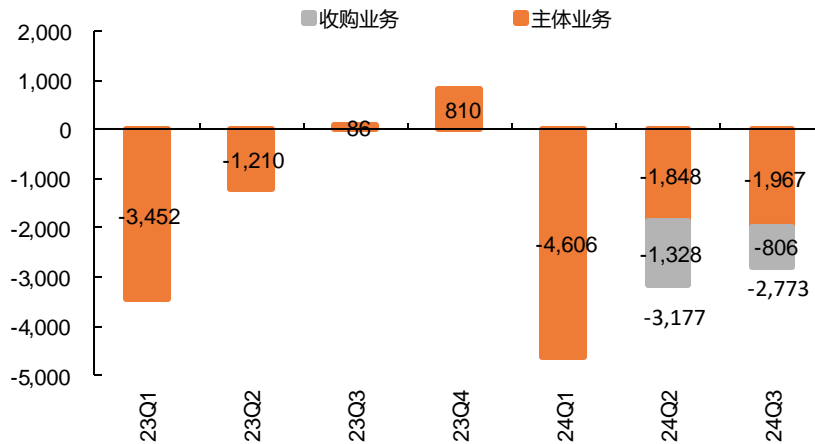
图表14 公司销售、管理、研发费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

现金流方面，2024 年前三季度，公司持续加大对市场及研发的投入，导致支付的职工薪酬及其他付现费用较上年同期有所增加，从而导致公司经营净现金流量净额为净流出。分季度来看，公司经营净现金流量呈现逐季下降趋势，其中包括：二季度、三季度因并表福昕鲲鹏对经营活动现金流净额的影响分别为-1328 万元、-806 万元。

图表15 公司经营净现金流 (单位：万元)



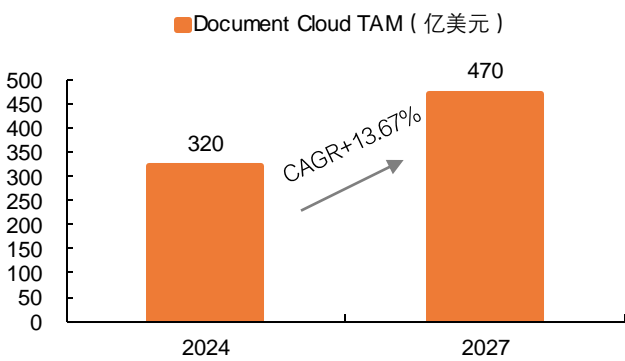
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、竞争力位于全球 PDF 市场前列，订阅+渠道双转型驱动业务扩张

2.1 Adobe 独占鳌头，公司综合竞争力位列第二梯队前列

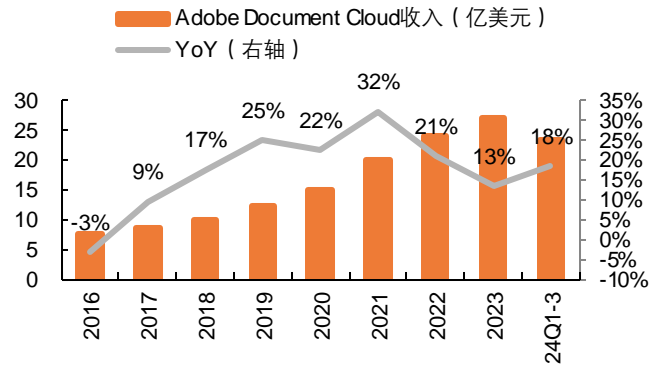
PDF 电子文档领域拥有数百亿美元的潜在市场规模。根据全球 PDF 软件龙头 Adobe 官网的最新预测，PDF 电子文档相关业务 (Document Cloud, 文档云) 的潜在市场规模 (TAM, total addressable market) 到 2024 年可达 320 亿美元，到 2027 年可达 470 亿美元，经我们计算 3 年复合增长率将达到 13.67%。2023 年 Adobe Document Cloud 收入实现 27.0 亿美元，近 5 年 (2018-2023 年) 复合增速为 22.41%。

图表 16 Adobe 预测 PDF 相关业务潜在市场 (TAM)



资料来源: Adobe 官网, 平安证券研究所

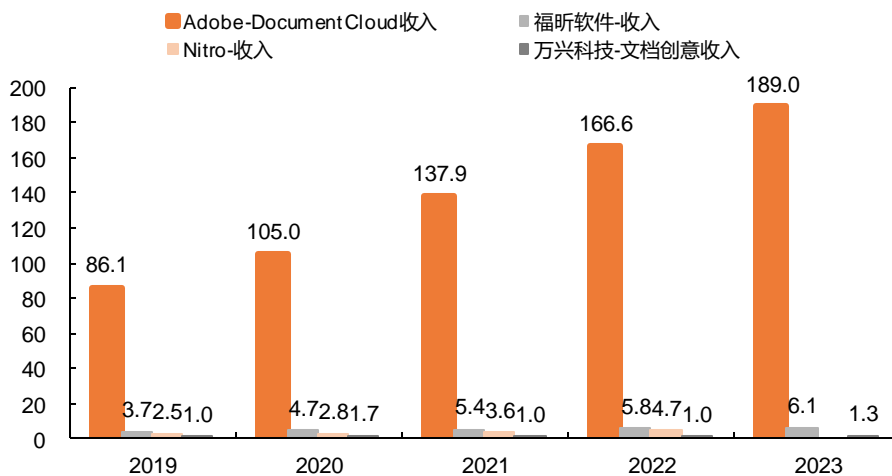
图表 17 Adobe 文档云收入实现快增



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

在全球 PDF 电子文档市场，福昕软件位于第二梯队前列。根据公司招股说明书，公司的主要竞争对手包括：Adobe、Kofax (未上市)、Nitro (已退市)、万兴科技等。Adobe 作为全球创意软件巨头，在多个软件细分领域居于国际市场领先地位，2023 年 Adobe Document Cloud 收入为 27.0 亿美元，位列全球 PDF 电子文档市场第一位。公司与 Adobe 竞争主要在 PDF 电子文档领域，对标产品为 Acrobat，2023 年公司实现营业收入 6.1 亿元，位列全球第二梯队的靠前位置，同属于第二梯队的还有万兴科技 (2023 年万兴科技的文档创意业务实现收入 1.3 亿元)、Nitro、Kofax 等。

图表 18 全球 PDF 电子文档厂商市场格局 (收入单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注：1) Nitro Software [ASX:NTO]于2023年退市；2) 按1USD=7CNY粗略换算

产品具体功能来看，福昕高级PDF编辑器（即PDF编辑器订阅版本）不仅拥有与Adobe Acrobat类似的功能，同时还提供部分Adobe不具备的差异化功能。如在PDF创建和转换方面，公司产品更为灵活，福昕编辑器能够将PDF文档转换成XPS文件、支持OFD与PDF文件相互转换、将新创建的PDF文档附加到现有PDF文件中，在PDF编辑方面，福昕编辑器可以对PDF进行流式编辑，支持导出和导入书签、根据书签顺序重排页面，支持文档页面的交叉合并、交换和调整尺寸。

图表19 福昕高级PDF编辑器与Adobe Acrobat产品常用功能对比

功能	福昕高级PDF编辑器 标准版	福昕高级PDF编辑器 专业版	Adobe Acrobat DC Standard	Adobe Acrobat DC Pro
PDF创建和转换				
从各种计算机应用程序和剪贴板创建符合行业标准的PDF文档	√	√	√	√
从多个文件或文件类型、扫描仪和空白页面创建PDF文档	√	√	√	√
从IE、Edge、Chrome和Firefox一键创建PDF文档	√	√	√	√
从微软®Word、Excel、PowerPoint和Outlook中一键创建PDF文档	√	√	√	√
从微软®Project和Visio中创建PDF文档		√		√
转换DWG文件为3D PDF文件		√		
PDF/A、PDF/E、PDF/X文档验证	√	√	√	√
将现有PDF文件转换为PDF/A、PDF/E、PDF/X文件		√	√	√
将PDF文档转换成微软®Office、HTML和图像文件	√	√	√	√
将PDF文档转换成RTF/TXT文件、辅助文本和XML 1.0文件	√	√	√	√
将PDF文档转换成XPS文件	√	√		
将PDF文档转换为gDocs、gSlides或gSheets文件并保存到Google Drive中	√	√		
支持OFD与PDF文件相互转换	√	√		
将PDF文档中选区域转换成微软Office、RTF、XML和HTML文件	√	√	√	√
将新创建的PDF文档附加到现有PDF文件中	√	√		
PDF编辑				
段落编辑，编辑时文本将自动重排	√	√	√	√
添加和删除文本、编辑文本（字体、对齐、项目符号和编号等）	√	√	√	√
移动、缩放、旋转、删除、剪切/复制、粘贴和删除图形和图像对象	√	√	√	√
添加图形和图像对象		√	√	√
添加和编辑图像、渐变和形状对象，以及裁剪对象、将文本转换成路径等		√		
流式编辑		√		
添加、编辑、删除和管理PDF文档中的超链接和书签，以及自定义书签和链接的动作，如打开文件、播放音频、跳转到网页等	√	√	√	√
自动从（指定格式的）文本创建书签		√		
导出和导入书签	√	√		
添加、编辑和删除“交叉引用”链接	√	√		
识别和删除网页链接	√	√	√	√
查找并替换文本	√	√	√	√
全文拼写检查，修改拼写错误	√	√	√	√
一次性在一个或多个PDF文档中添加、编辑和删除页眉/页脚、背景和水印	√	√	√	√
管理文档页面（插入、删除、提取、移动、交换、交叉合并、复制、替换、拆分、旋转、调整尺寸、剪裁等）	√	√	不支持交叉合并、交换和调整尺寸	不支持交叉合并、交换和调整尺寸
快速对文档页面的排列进行逆向调整	√	√		
合并多个文件到单个PDF文档	√	√	√	√
根据书签顺序重排页面	√	√		
将当前PDF文档的页面插入到其他文档	√	√		
为显示在多栏甚至多个页面中的文章内容设定导览走向（或文章线索）	√	√	√	√
导入、合并和扁平化图层，以及编辑图层属性	√	√		√
编辑PDF文件包	√	√	√	√

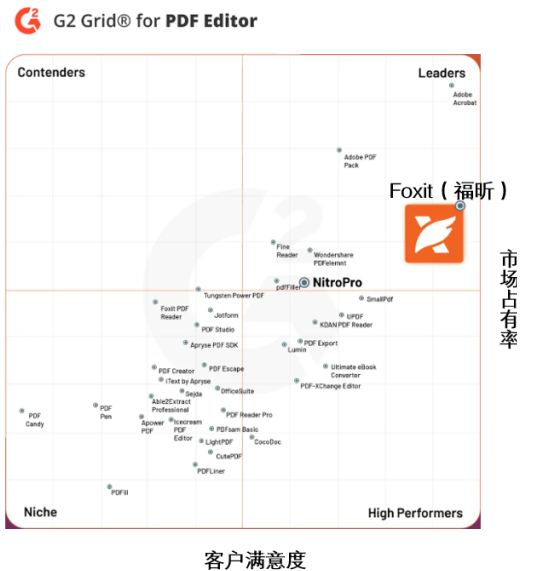
资料来源：公司官网，平安证券研究所

产品综合竞争力来看，根据商业软件点评平台 G2 分析，福昕位列 PDF 编辑器的“Leaders (领导者)”象限，市场占有率、客户满意度均处于行业前列水平。我们选取了五家在全球具有代表性的 PDF 编辑器产品进行分析，分别为：福昕的 PDF Editor+、Adobe Acrobat Pro、Nitro Pro、万兴 PDFelement、Tungsten Power PDF Advanced (原 Kofax)。

PDF 产品收费模式上，福昕 PDF Editor+、Adobe Acrobat Pro 均采用订阅制，Nitro、万兴、Kofax 的产品仍保留授权。福昕 PDF Editor+ 向用户提供丰富的服务与功能，支持桌面+网页+移动三端，提供有法律效力的电子签名高级文档管理以及 150GB 云存储空间。从个人会员订阅年费来看，福昕 PDF Editor+ 在五个产品中定价仅略高于万兴 PDFelement，性价比更为突出。AI 收费来看，福昕软件在今年 9 月末发布了面向海外 PDF 编辑器 AI 助手功能的单独收费计划 \$49.99/年，相较而言，Acrobat Pro 的 AI 助手附加付费订阅价格为 \$59.88/年。

图表20 PDF 编辑器产品竞争力对比

PDF 产品对比	福昕 PDF Editor+	Adobe Acrobat Pro	Nitro Pro	万兴 PDFelement	Tungsten Power PDF Advanced (原 Kofax)
收费模式	订阅	订阅	订阅+授权	订阅+授权	授权
定价 (个人会员)	\$159.99/年	\$239.88/年	\$179.88/年或者 \$179.99 (仅桌面 PDF 编辑器，一次性购买)	\$89.99/年或者 \$139.99 (一次性购买)	\$179 (一次性购买)
特点	桌面+网页+移动，AI 助手单独收费 \$49.99/年，有法律效力的电子签名高级文档管理，150GB 云存储空间	AI 助手单独收费 \$59.88/年，高级电子签名功能	高级功能，可在多个设备上编辑、转换、保护、填写、签署和共享 PDF，最多 20 个用户	桌面+网页+移动，提供 AI 内容处理次数 100 次，AI PDF 处理次数 10 次，100GB 云存储空间	电子签名、编辑、批处理、密码保护和其他高级功能



资料来源：各公司官网 (截至 2024 年 10 月)，G2 (截至 2024 年 7 月 24 日)，平安证券研究所

核心产品引入大模型，公司持续提升 AI 竞争力。核心产品方面，公司持续增强核心产品 PDF 编辑器的 AI 能力，在传统大模型可实现的文档总结、内容改写、文本翻译等基础上进一步融入公司较强的版面文档识别能力，进一步提升 AI 与 PDF 文档内容之间的交互准确性和交互体验，实现了越来越多基于 AI 指令化的 PDF 功能操作。国内产品的 AI 竞争力同样在提升，8 月，公司“福昕文档智能算法”列入国家网信办第七批深度合成服务算法备案，9 月公司接入百度文心千帆大模型，发布福昕 PDF 中文 AI 助手，在 AI 助手的加持下，福昕 PDF 可为用户提供文本翻译、文本概要、AI 聊天等 AIGC 功能。企业级 AI 服务方面，公司融合核心技术、产品和人工智能大模型，自主研发出福昕智能文档处理中台 (简称福昕 IDP)，该平台在以文档为载体的非结构化数据和以数据库为载体的结构化数据之间搭建了桥梁，通过对 PDF 等类型文档内容的智能解析、文档数据的结构化精准提取以及智能知识库搭建，为机构组织建设“数字化 workflow”。

图表21 福昕 PDF 发布中文 AI 助手



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表22 公司自主研发企业级 AI 服务福昕 IDP



资料来源：公司官网，平安证券研究所

2.2 订阅+渠道双转型战略推进迅速

Adobe 于 2012 年正式开始转型订阅服务，实现了营收规模的快速增长。Adobe 于 2013 年正式推出 Creative Cloud，取代了授权套装软件 Creative Suite，第一次允许用户以订阅方式使用创意软件和工具，并进行订阅收费，云化转型推动了 Adobe 核心业务的快速增长。云化转型前，Adobe 订阅收入占比位于 15% 以下，收入端来看，2007-2012 年 Adobe 营业收入的复合增长率仅为 6.9%；正式开启云化之后，2013-2023 年，Adobe 的订阅收入占比从 28% 提升至 94%，在此期间 Adobe 营收 10 年复合增长率达到 16.9%。

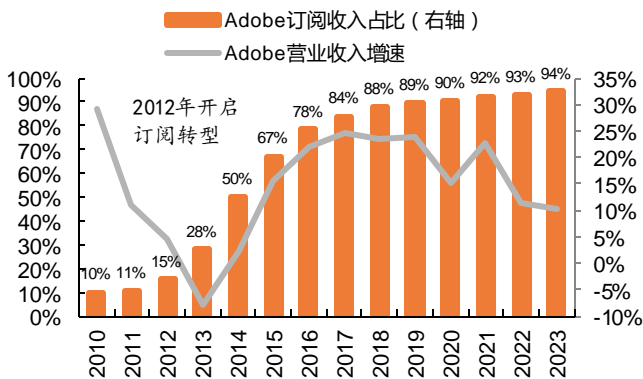
2022 年 7 月，公司确立了“订阅优先”和“渠道优先”的双转型增长战略。公司希望，通过订阅优先，不仅获得长期稳定的可持续性收入，亦将推动公司保持优质的产品和服务能力，进而加强客户之间的粘性。渠道优先则帮助公司借力渠道合作伙伴快速扩展业务，触及更多新客户。

■ 订阅转型

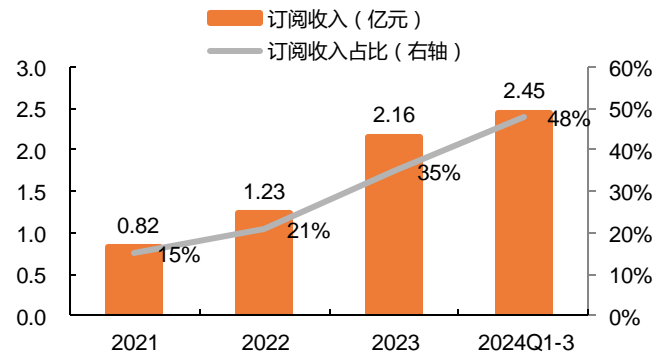
2022 年，公司 PDF 编辑器 V12.0 版本发布，在海外市场推出了集合移动端、桌面端和云端三形态，且集成 Foxit eSign 功能的纯云化产品 PDF Editor Pro+，作为公司的主打产品。当前公司采用订阅模式的产品主要包括 PDF 编辑器、电子签名等。

自 2022 年 7 月正式开启加速订阅转型以来，公司订阅收入占比实现了较大提升，2023 年公司实现订阅收入 2.16 亿元（占营收比例 35%，较 2022 年提升 14pct），2024 年前三季度，公司实现订阅收入 2.45 亿元，占比提升至 48%。

图表23 Adobe 云化转型推动了收入的快速增长



图表24 公司订阅收入占比提升加快

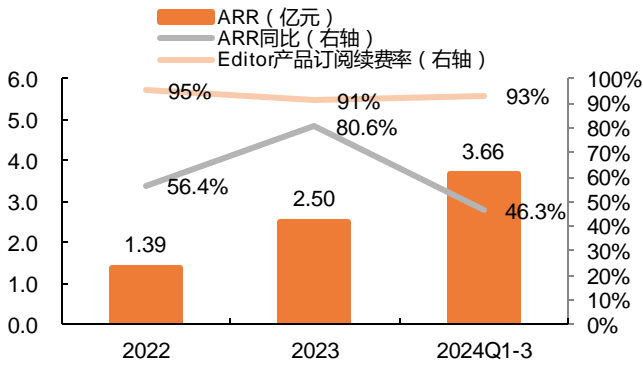


资料来源：公司公告，平安证券研究所

资料来源：公司公告，平安证券研究所

前瞻性指标来看，相较于营业收入，ARR（年度经常性收入，Annual Recurring Revenue）将定期订阅的合同经常性收入部分规范为一年期的价值，更能实际反映订阅的业务量，我们看到，公司 2024 年前三季度 ARR 达到 3.66 亿元，同比增长 46.3%；订阅相关的合同负债金额为 2.13 亿元，同比增长约 32.0%，公司核心产品整体订阅续费率约为 93%。我们认为，ARR、订阅相关合同负债等前瞻性指标的优秀增长表现将带来公司订阅收入的迅速增长。

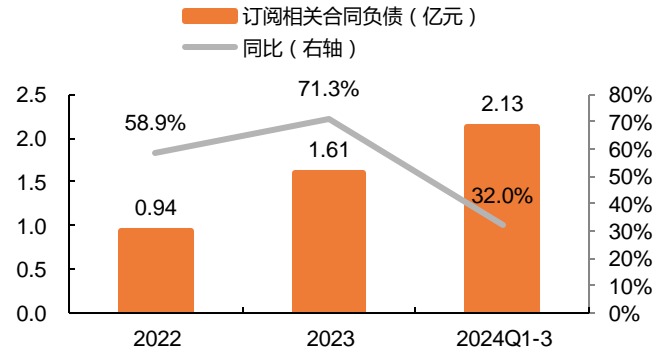
图表25 公司 ARR 保持高水平增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：PDF Editor 产品的订阅续费率指存量客户在报告期末的 ARR 较上年同期期末的 ARR 比例

图表26 公司订阅相关合同负债

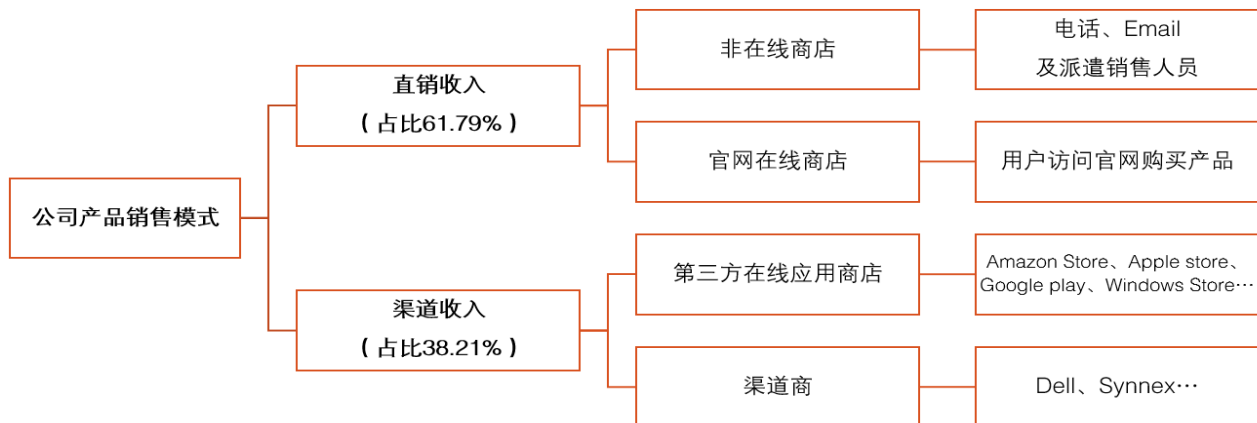


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 渠道转型

销售模式来看，公司采取直销与代理相结合的销售模式，直销主要通过电话、Email、公司派遣销售人员与官网等形式，渠道销售包括第三方在线应用商店和渠道商，有利于触达更广泛的客户。渠道商方面，根据公司招股说明书，公司主要与戴尔（DELL）、联想、新聚思（SYNNEX）、Insight 等大型 IT 代理商合作，根据公司公告，戴尔作为公司核心 PC 渠道商，近年带来的收入占公司整体收入的比例稳定于 10%-12%间，占公司渠道收入的比例约 25%。

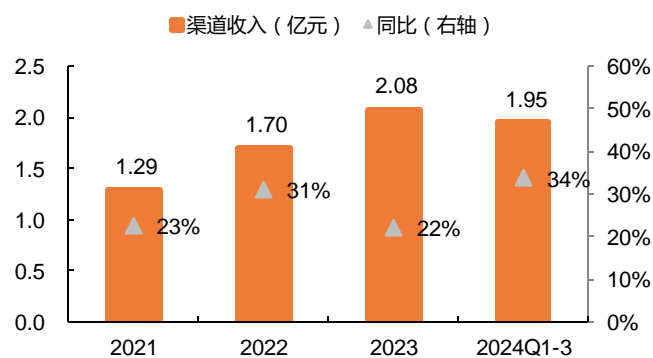
图表27 公司产品销售模式 (2024Q1-3)



资料来源：公司招股书，公司公告，平安证券研究所

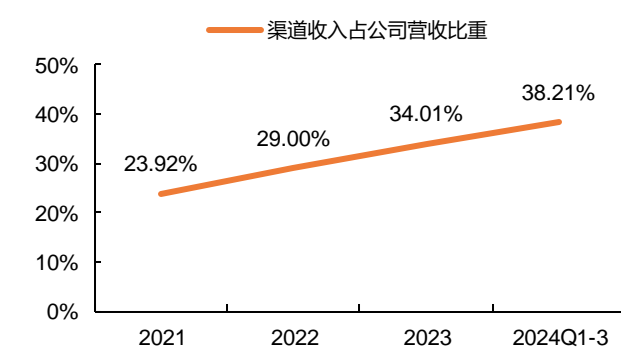
公司渠道收入及占比均实现持续增长和提升，2024 年前三季度公司来自渠道的收入为 1.95 亿元，同比增长 33.64%，占营业收入的比例为 38.21%，较转型前（2021 年）渠道收入占比水平已提升 14.29pct，我们看好公司通过深入推进订阅+渠道双转型战略推动业务规模的快速扩张。

图表28 公司渠道收入实现高增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 公司渠道收入占比提升至 38%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 加快扩张业务规模，公司发布股权激励计划彰显信心

2024 年 8 月，公司发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）摘要公告》，以公司 2023 年度综合业务额或者订阅业务 ARR 为基数，对 2024-2025 年度的综合业务额增长率 A 或者订阅业务 ARR 增长额 B 进行考核，彰显了公司管理层对于业务规模快速增长的信心。

具体来看，公司将 2024 年综合业务额增长率目标设置为 15%、20%两档，2025 年较 2023 年增长率目标设置为 32.3%、44%两档。公司将 2024 年订阅业务 ARR 增长额目标设置为 1.2 亿元、1.4 亿元两档（对应 ARR 同比增速分别为 48%、56%），将 2025 年订阅业务 ARR 较 2023 年增长额目标设置为 2.4 亿元、2.8 亿元两档（对应 ARR 较 2023 年增长率分别为 96%、112%）。

图表30 公司 2024 年股权激励计划考核目标

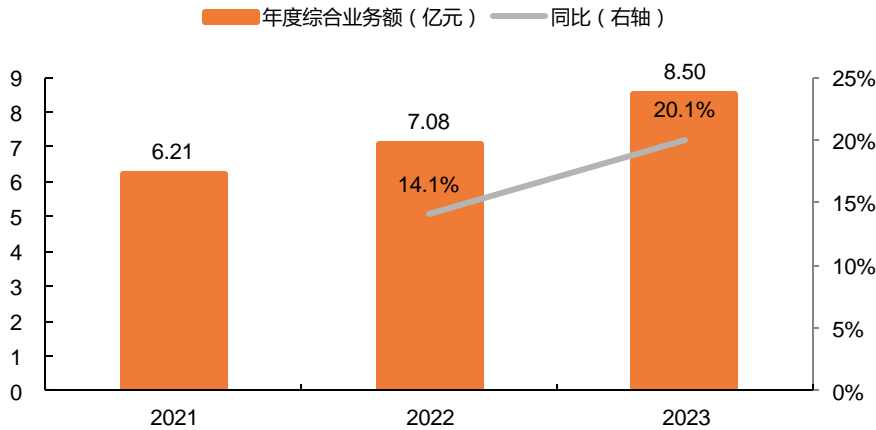
归属期	对应考核年度	综合业务额增长率 (A)		订阅业务 ARR 增长额 (B)	
		业绩考核目标 A1	业绩考核目标 A2	业绩考核目标 B1	业绩考核目标 B2
第一个归属期	2024	20.00%	15.00%	1.40 亿元	1.20 亿元
第二个归属期	2025	44.00%	32.30%	2.80 亿元	2.40 亿元

考核指标	指标完成情况	指标对应系数
综合业务额增长率 (A)	$A \geq A1$	$P1=100\%$
	$A2 \leq A < A1$	$P1=80\% + (A-A2) / (A1-A2) * 20\%$
	$A < A2$	$P1=0$
订阅业务 ARR 增长额 (B)	$B \geq B1$	$P2=100\%$
	$B2 \leq B < B1$	$P2=80\% + (B-B2) / (B1-B2) * 20\%$
	$B < B2$	$P2=0$
公司层面归属比例 (P)	$P=MAX(P1, P2)$	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

这里需要说明的是，由于公司在业务转型期内，授权业务与订阅业务并存，仅通过营业收入或 ARR 都无法全面反应公司的业务量，故公司创设了年度综合业务额指标用于衡量转型期的整体业绩情况。计算公式为：年度综合业务额=年度授权业务收入+ \sum (订阅业务 ARR*价格折算系数)。其中存在转换情况的 PDF Editor 产品的价格折算系数为 2 (即 PDF Editor 的年度订阅价格相当于授权产品价格的 50%)，不存在转换情况的 eSign 以及其他在线服务等既有产品和新增产品订阅业务的价格折算系数为 1。

图表31 公司通过年度综合业务额衡量授权业务与订阅业务的总体情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、发挥版式文档技术优势，持续开拓信创+行业应用机会

3.1 公司收购福昕鲲鹏，布局 OFD 自主可控版式文档

我国信创产业的发展将按照“2+8+N”的落地体系逐步展开，党政信创先行，金融、电信等八大行业紧随其后。党政是信创产业落地的起步领域，2013 年即开始在公文系统领域实行国产化替代，金融、电信等八大行业紧随其后，N 个行业的信创国产化替代也有望逐步启动。根据第一新声研究院，2023 年我国信创替换按照“2+8+N”节奏稳步推进，党政信创开始向区县乡镇下沉，替代核心由电子公文系统转移到电子政务，八大行业中，金融信创替换节奏最快，电信、电力行业信创替换节奏开始加快，信创产业正从党政领域向其他行业延伸拓展。

图表32 2+8+N 信创发展进程



资料来源：亿欧智库，平安证券研究所

图表33 2023 年“2+8+N”行业信创进度

行业	顶层规划设计	基础设施底座	办公管理系统	一般业务系统	核心业务系统
2 党政	●	●	●	●	●
8 金融 电信 电力 医疗 教育 交通 石油 航空	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
	●	●	●	●	●
N 制造等其他	●	●	●	●	●

资料来源：第一新声研究院《2024 年中国信创产业研究报告》，平安证券研究所

OFD 是我国自主可控的版式文档格式，公司曾率先参与 OFD 版式文档标准起草。OFD (Open Fixed-Layout Document, 开放版式文档) 是国家标准化组织制定的国家版式文档格式规范，主要将电子文档按原版原式显示呈现、打印输出。从技术角度讲，所有需要电子纸的地方，既可以用 OFD 也可以用 PDF。公司曾为国家标准 GB/T33190-2016《电子文件存储与交换格式 版式文档》(OFD 版式文档) 起草单位之一，对推进我国电子文档格式的自主可控进程起到了重要作用。

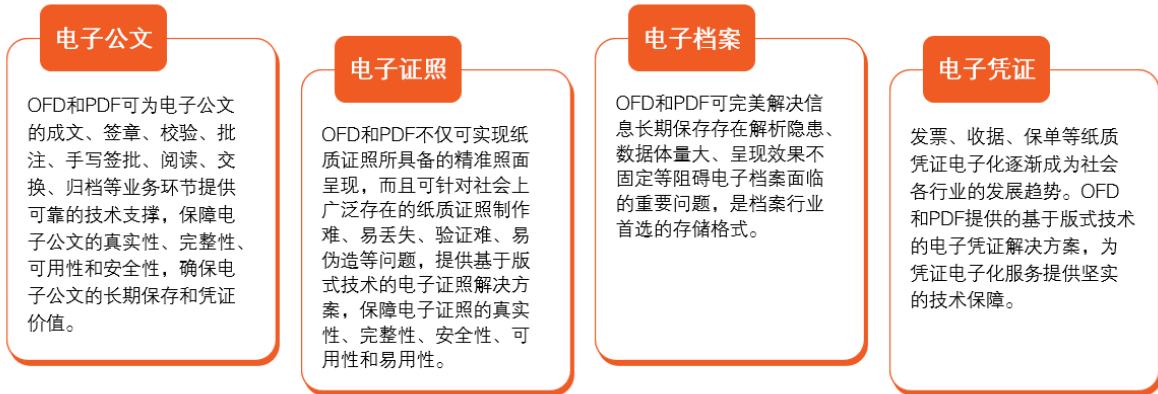
图表34 公司为国家 OFD 版式文档标准主要起草单位之一

基础信息	
标准号	GB/T 33190-2016
发布日期	2016-10-13
实施日期	2017-05-01
标准类别	基础
中国标准分类号	L76
国际标准分类号	35.240.30
归口单位	全国信息技术标准化技术委员会
执行单位	全国信息技术标准化技术委员会
主管部门	国家标准委
起草单位	
中国电子技术标准化研究院	福建福昕软件开发股份有限公司
北京数科网维技术有限责任公司	北京方正阿帕比技术有限公司
北京书生电子技术有限公司	

资料来源：国家标准信息公共服务平台，平安证券研究所

OFD 市场情况来看，目前 OFD 面向的用户主要为政府机关及央国企，主要应用于电子公文、数字出版、电子档案、电子凭证、电子合同等所有对固定版面、禁止修改、数据真实完整可靠、长期保存等方面有较高要求的领域。

图表35 OFD 和 PDF 版式技术面向的主要应用领域

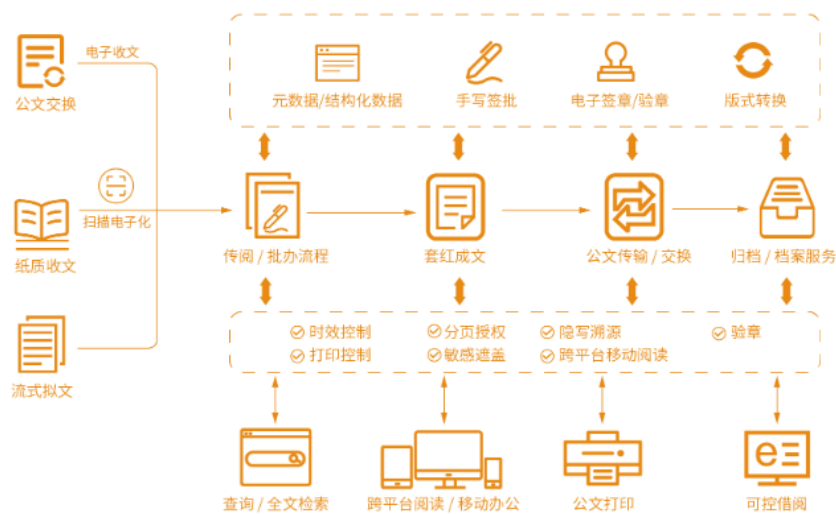


资料来源：2016年航天福昕软件、中国电子技术标准化研究院《OFD与PDF对比分析》，平安证券研究所

公司收购福昕鲲鹏，开启 PDF+OFD 的版式文档业务新征程。福昕鲲鹏（北京）信息科技有限公司（以下简称“福昕鲲鹏”）前身为中国航天科工集团与福昕软件共同投资设立的航天福昕软件。目前 OFD 市场的主要参与者是福昕鲲鹏、数科网维（2020年由金山办公控股收购）等公司。2014年，福昕软件将 OFD 相关知识产权全部转让给福昕鲲鹏，不再独立开展 OFD 相关业务。出于长期发展战略规划，今年公司收购了福昕鲲鹏 38.2749% 的股权，加上公司原持有 34.9687% 的股权，取得福昕鲲鹏控制权（持股比例为 73.2436%）。福昕鲲鹏为此前信创的目录厂商之一，在新一轮信创中，我们看好公司在信创业务上取得显著的收入增长。

福昕 OFD 产品符合国家信创要求。福昕 OFD 版式软件系列产品获得了包括飞腾、鲲鹏、龙芯、海光、兆芯、申威、麒麟、统信、方德等基础平台环境以及各类国产软硬件产品、应用系统在内的 260+家上下游厂商产品的兼容适配与互认。具体解决方案来看，比如，电子公文方面，福昕 OFD 版式软件符合 GB/T33190-2016《电子文件存储与交换格式版式文档》及电子公文相关标准，可为电子公文的成文、存储、阅读、打印、批注、签章、验章、分发、归档等业务环节提供技术支撑。

图表36 福昕 OFD 电子公文解决方案

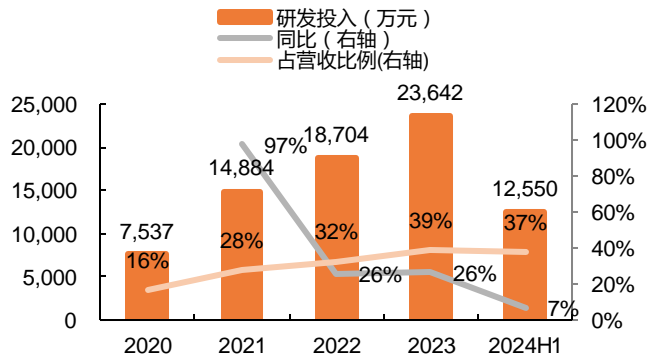


资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.2 围绕版式文档技术优势，研发投入持续丰富产品矩阵

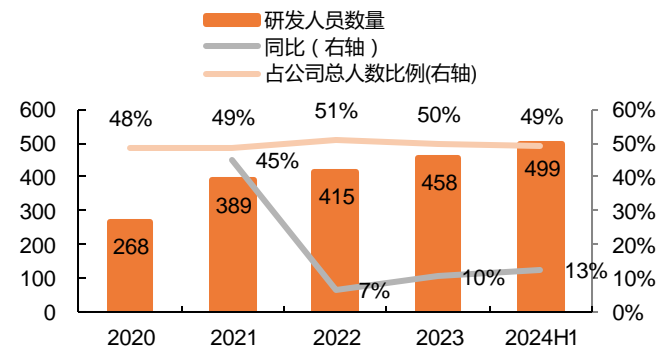
公司在 PDF 文件领域经过 20 多年的技术研究和经验积累，构建了一套拥有自主知识产权的核心技术体系，并将其运用于主要产品中，为用户提供覆盖 PDF 文件整个生命周期的软件产品和解决方案。公司注重技术持续创新，不断加大资金投入，持续进行软件产品升级更新和新技术、新产品的研发，2024 年上半年，公司研发投入 1.26 亿元，同比增长 7%，占营收比例 37%，研发人员 499 人，同比增长 13%，占公司总人数比例为 49%。

图表37 公司研发投入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 公司研发人员数量及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所 (单位：人)

公司围绕在版式文档的核心技术，还结合特定行业与专业垂直领域的业务场景，推出了 iDox.AI 系列智能服务、福昕家装·云服务、福昕家装·智能设计、福昕船舶图纸管理系统等行业应用解决方案，同时公司外延收购了美国电子签名公司 AccountSight，以丰富公司的产品矩阵，我们认为 OFD、行业应用解决方案等业务未来有望成为公司的第二增长曲线。

图表39 公司基于版式文档技术推出行业应用解决方案

区域市场	产品	主要功能与特点
中国市场	福昕家装	①福昕家装·智能设计：旨通过海量户型图和真实商品模型的导入应用，帮助设计师提高设计效率，快速出图。其移动端的轻量化应用，则支持多角色的一体化协作，助力装修签单和商品销售。 ② 福昕家装·云服务：通过一体化项目管理、信息实时共享、施工进度可视化等功能实现家装全参与方的即时有效沟通，赋能家装全生命周期管理。
	福昕船舶图纸管理系统	面向船舶、海工、船用产品相关行业的审图管理信息化解决方案。可实现图纸项目管理、图纸版本管理、图纸工作流程管理、审图图纸管理、图纸安全可控与签署等功能。
	智能文档解决方案	通过结合 PDF 文档解析、OCR、表格侦测、版面分析、机器深度学习（包括大语言模型）等技术，实现按需从常见格式文档中提取出所需数据的解决方案。
海外市场	IDox.ai 系列智能服务	提供人工智能驱动的数据隐私合规解决方案。通过人工智能语义识别与分析技术，实现文档自动检查、文档敏感信息的识别、提取和自动永久去除、文档自动比对等相关功能。
	电子图纸协同系统	面向建筑、工程和施工行业的专业人士提供的一体化文档管理系统。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 主营业务收入预测

1) PDF 编辑器与阅读器: PDF 编辑器与阅读器产品是公司的核心产品, PDF 电子文档潜在市场规模持续扩张, 有望为公司带来收入的快速增长, 因此我们预计 2024-2026 年公司 PDF 编辑器与阅读器收入增速分别为 14%、14%、14%。

2) PDF 工具及在线服务: 主要包括公司根据客户需求提供的专有产品, 如 OFD 版式电子文档解决方案、iDox.AI、电子签名等, 值得注意的是, 公司旗下福昕鲲鹏为此前信创目录厂商之一, 我们预计在新一轮信创中公司将具备一定先发优势, 推动公司该项业务保持较快增长, 福昕鲲鹏于今年并入公司合并报表, 我们预计公司 2024-2026 年 PDF 工具及在线服务收入增速分别为 80%、70%、60%。

3) 企业文档处理解决方案: 该项业务为公司根据企业客户需求自主开发或者通过外部整合的方式获取的 PDF 相关产品与技术, 预计后续将保持稳定增长, 我们预计公司 2024-2026 年企业文档处理解决方案收入增速分别为 5%、5%、5%。

4) 开发平台与工具: 公司面向开发人员提供 FoxitPDF SDK 以及其他独立产品的 SDK, 预计公司开发平台与工具业务保持平稳增长, 我们预计公司 2024-2026 年开发平台与工具收入增速分别为 5%、5%、5%。

■ 费用预测

1) 销售费用: 随着公司订阅转型的逐步完成, 我们认为公司销售费用率将总体呈现下降趋势, 预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 55%、51%、48%。

2) 管理费用: 近年公司管理费用的提高与公司投入提升 IT 系统和 ERP 系统有关, 伴随公司整体商业流程的逐步改善和效率提升, 后续公司管理费用率预计下降, 预计公司 2024-2026 年管理费用率分别为 23%、20%、17%。

3) 研发费用: 公司对于商业化前景尚不明朗的新项目将重新评估, 严格控制新项目投入, 减少甚至停止对短期内无明显收入增长项目的投入, 我们认为公司研发费用率有望得到控制, 预计公司 2024-2026 年研发费用率分别为 35%、30%、27%。

基于以上判断, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 7.28/8.81/10.78 亿元, 对应同比增速分别为 19.2%/21.0%/22.3%, 归母净利润为 0.02/0.36/1.08 亿元, 对应 EPS 分别为 0.02/0.39/1.19 元, 根据 2024 年 11 月 19 日公司收盘价, 对应 2024-2026 年 PS 分别为 9.2x/7.6x/6.2x。

图表40 福昕软件简要损益预测表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营收按业务拆分假设				
PDF编辑器与阅读器	486.8	555.0	632.6	721.2
YoY	1.5%	14.0%	14.0%	14.0%
毛利率	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%
PDF工具及在线服务	56.9	102.5	174.2	278.7
YoY	53.5%	80.0%	70.0%	60.0%
毛利率	78.2%	82.0%	82.0%	82.0%
企业文档处理解决方案	34.6	36.4	38.2	40.1
YoY	15.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	87.3%	87.0%	87.0%	87.0%
开发平台与工具	32.4	34.0	35.7	37.5
YoY	-1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
其他	0.005	0.005	0.005	0.005
YoY	-70.0%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	-108.3%	50.0%	50.0%	50.0%
营业收入	610.8	727.8	880.7	1,077.5
YoY	5.3%	19.2%	21.0%	22.3%
综合毛利率	94.8%	94.5%	94.4%	93.5%
费用假设				
期间费用率	114.0%	112.8%	100.8%	91.7%
其中：销售费用率	55.6%	55.0%	51.0%	48.0%
管理费用率	22.7%	23.0%	20.0%	17.0%
研发费用率	36.8%	35.0%	30.0%	27.0%
归母净利润	-90.9	1.6	36.1	108.4
YoY	-5114.8%	扭亏为盈	2156.5%	200.2%
EPS (元)	-0.99	0.02	0.39	1.19

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 估值分析

公司是面向全球用户的工具类办公软件提供商，主要聚焦 PDF 电子文档解决方案，订阅转型取得较好成效。因此我们选取了 A 股中包括金山办公、万兴科技、泛微网络等在内的同属于办公软件的 SaaS 企业作为对标公司进行估值比较。

图表41 福昕软件同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	2024/11/19		营业收入（亿元）				PS（倍）			
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688111.SH	金山办公	278.99	1,290.4	45.56	52.06	65.28	80.16	28.3	24.8	19.8	16.1
300624.SZ	万兴科技	59.24	114.5	14.81	15.87	17.84	20.82	7.7	7.2	6.4	5.5
603039.SH	泛微网络	56.00	145.9	23.93	23.95	25.78	27.29	6.1	6.1	5.7	5.3
	均值	-	517.0	-	-	-	-	14.1	12.7	10.6	9.0
688095.SH	福昕软件	73.42	67.1	6.11	7.28	8.81	10.78	11.0	9.2	7.6	6.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：1) 收盘价、总市值均截至2024年11月19日；2) 对标公司泛微网络2024-2026年预测EPS采用Wind一致预期。

根据以上的估值分析，公司的市销率水平低于同行业可比公司均值，我们认为公司作为全球领先的PDF+OFD版式软件提供商，产品竞争力同样位于全球市场前列，公司订阅+渠道双转型战略的迅速推进有利于带动业务规模的快速扩张。同时，公司积极开拓在信创、行业应用解决方案等领域的机会，在新一轮信创中，我们看好公司在信创业务尤其是OFD业务上取得成功，公司应享有更高的溢价空间，市销率仍有上升空间。

4.3 投资建议

公司深耕PDF电子文档解决方案，不仅具有完全自主知识产权的PDF核心技术，产品竞争力同样位于全球市场前列。近年来公司订阅+渠道双转型战略推进迅速，有望带动公司业务规模的快速扩张，同时，公司积极布局第二增长曲线，围绕自身在版式文档的技术优势，正在持续开拓在OFD信创、行业应用解决方案等领域的机会。我们认为公司作为全球领先的PDF+OFD版式软件提供商，订阅+渠道双转型战略有望驱动公司成长，叠加国内新一轮信创的逐步推进，未来将为公司打开成长空间。首次覆盖给予“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 产品相对单一的风险。**公司一直专注于PDF软件领域的研发与销售，产品较为单一。若公司无法在PDF软件市场的竞争中继续保持一定的市场份额，则可能出现业绩下滑的风险。同时，若电子文档领域出现革新性技术或新的替代产品等情况，而公司在短期之内无法实现技术突破，则可能影响公司产品竞争力，进而对公司未来业务发展造成不利影响。
- 2) 海外市场拓展不顺的风险。**公司的收入主要来源于海外，但考虑到公司海外销售模式受到多方面因素影响，核心渠道商推广可能低于预期，同时地缘政治存在一定的不确定性，公司产品在相关地区的销售可能不及预期。
- 3) 所收购资产业绩表现不佳的风险。**公司为丰富自身产品矩阵，收购了包括OFD、电子签名等行业的公司，如果整合推进不畅或者所并购资产的业务发展不及预期，可能影响公司整体的业绩表现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2435	2557	2721	3050
现金	712	770	853	1075
应收票据及应收账款	98	117	142	173
其他应收款	7	9	10	13
预付账款	22	26	31	38
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1596	1634	1685	1750
非流动资产	578	539	519	504
长期投资	164	154	164	174
固定资产	107	90	74	57
无形资产	44	38	32	26
其他非流动资产	263	256	249	247
资产总计	3013	3095	3241	3554
流动负债	412	499	601	769
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2	2	2	3
其他流动负债	411	497	598	766
非流动负债	35	28	22	16
长期借款	28	21	14	8
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	448	528	623	785
少数股东权益	3	3	3	4
股本	91	91	91	91
资本公积	2676	2676	2676	2676
留存收益	-205	-202	-152	-1
归属母公司股东权益	2562	2565	2615	2766
负债和股东权益	3013	3095	3241	3554

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-38	-40	31	140
净利润	-91	2	36	109
折旧摊销	23	29	30	25
财务费用	-6	-1	-2	-3
投资损失	-15	-120	-70	-70
营运资金变动	44	24	19	62
其他经营现金流	9	26	18	17
投资活动现金流	443	104	42	43
资本支出	73	-0	0	0
长期投资	426	0	0	0
其他投资现金流	-56	104	42	43
筹资活动现金流	-30	-5	9	39
短期借款	0	0	0	0
长期借款	15	-7	-7	-6
其他筹资现金流	-45	2	16	45
现金净增加额	383	58	82	222

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	611	728	881	1078
营业成本	32	40	49	70
税金及附加	2	2	3	4
营业费用	340	400	449	517
管理费用	138	167	176	183
研发费用	224	255	264	291
财务费用	-6	-1	-2	-3
资产减值损失	-49	0	0	0
信用减值损失	-5	-3	-4	-5
其他收益	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	120	70	70
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	-150	-11	15	88
营业外收入	41	41	41	41
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	-110	28	54	128
所得税	-19	27	18	19
净利润	-91	2	36	109
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	-91	2	36	108
EBITDA	-94	56	82	150
EPS(元)	-0.99	0.02	0.39	1.19

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	5.3	19.2	21.0	22.3
营业利润(%)	-554.8	92.4	228.5	502.2
归属于母公司净利润(%)	-5114.8	101.8	2156.5	200.2
获利能力				
毛利率(%)	94.8	94.5	94.4	93.5
净利率(%)	-14.9	0.2	4.1	10.1
ROE(%)	-3.5	0.1	1.4	3.9
ROIC(%)	-22.7	-6.3	0.1	15.9
偿债能力				
资产负债率(%)	14.9	17.0	19.2	22.1
净负债比率(%)	-26.7	-29.2	-32.0	-38.5
流动比率	5.9	5.1	4.5	4.0
速动比率	5.4	4.6	4.0	3.5
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	21.04	21.04	21.04	21.04
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.99	0.02	0.39	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.41	-0.44	0.33	1.53
每股净资产(最新摊薄)	28.02	28.05	28.60	30.24
估值比率				
P/E	-73.8	4195.5	185.9	61.9
P/B	2.6	2.6	2.6	2.4
EV/EBITDA	-46	82	55	29

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层