



Research and
Development Center

福昕软件：“订阅+渠道”双转型共振、AIGC 赋能打造高效办公软件

— 福昕软件（688095.SH）深度报告

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号：S1500522110006
邮箱：pangqianqian@cindasc.com

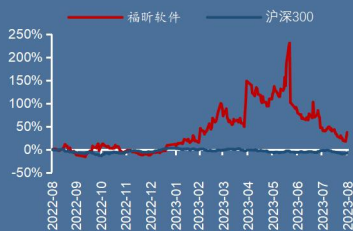
冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号：S1500522010001
邮箱：fengcuiting@cindasc.com

刘旺 联系人
邮箱：liuwang@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

福昕软件(688095.SH)
投资评级 买入


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	94.34
52周内股价	41.65-170.13
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-5.11%
总股本(亿股)	0.91
流通A股比例(%)	59.72
总市值(亿元)	86.31

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

福昕软件：“订阅+渠道”双转型共振、AIGC 赋能打造高效办公软件

2023年8月31日

本期内容提要:

◆**公司系 PDF 行业龙头企业，公司用户群体庞大。**福昕软件是一家国际化运营的 PDF 电子文档解决方案提供商，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员。公司成立于 2001 年，并于 2020 年 9 月在上交所科创板上市。福昕在亚洲、美洲、欧洲和澳洲设有多家子公司，福昕直接用户已超过 6.5 亿，企业客户数达 42.5 万以上，遍及世界 200 多个国家和地区。

◆**所处行业天花板高，相较于行业龙头 Adobe，公司竞争力强。**从产品功能上来说，公司产品几乎可以平替 Adobe，在线服务等领域，公司甚至优于 Adobe。从价格上来说，相较于 Adobe，公司产品定价约为 Adobe 同类型产品的 60%-70%，具有较好的性价比。除此之外，根据全球知名商业软件评分机构 G2 的统计数据显示，Foxit PDF Editor 在需求满足、使用难度、上手难度、管理难度、服务支持等评分项上皆获得较高评分。根据 2019 年市占率数据，Adobe 市占率约为 92%，同期福昕市占率约为 4%；我们认为，福昕 PDF 相关产品在功能、价格、用户评价上均具备一定竞争优势，后续有望持续抢占竞争对手市场份额，实现规模持续扩张。

◆**公司坚持“订阅+渠道”转型。**2022 年 7 月起，公司开始实施“订阅+渠道”双重转型，公司的核心策略是：**通过渠道转型抢占竞争对手现有的客户，再通过订阅转型获得更多的持续性收入。**由于渠道拥有广泛的客户资源，通过和渠道建立合作，渠道可以把公司的产品和服务推荐给其现成的客户，公司因此可以获得更多商机。

◆**AIGC 赋能有助于提升产品竞争力，同时带来一定提价空间。**2023 年 4 月，公司海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 成功集成 ChatGPT 强大的文字信息处理能力，重磅上线 PDF 文档总结、内容改写、实时问答等 AIGC 功能。目前，该产品已具备了文档整理、文档重写、文档翻译、文档问答、文本解析、拼写及语法纠错等功能。此外，随着接入功能的不断完善和迭代，公司向 OpenAI 支付的模型调用费用也会上升。因此，我们认为，公司后续可能也会考虑提价；且随着公司转云推进，收入弹性亦有提升空间。

◆**盈利预测与估值：**根据我们盈利预测数据，预计公司 2023-2025 年营收分别为 5.88/6.50/8.02 亿元，营收增速分别为 1.4%/10.6%/23.3%；归母净利润-0.59/-0.66/0.03 亿元。公司是国内 PDF 的龙头企业，参考有类似业务的金山办公、万兴科技的估值水平，同时考虑到公司未来有望通过渠道转型抢占更多市场份额，我们给予公司 2024 年 20 倍 PS，对应目标市值 117.0 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

◆**风险提示：**订阅制转型推进不及预期的风险；转型期间公司财务状况下滑的风险；AI 等新技术研发不及预期；市场竞争加剧的风险；海外经营风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	541	580	588	650	802
增长率 YoY %	15.5%	7.2%	1.4%	10.6%	23.3%
归属母公司净利润(百万元)	46	-2	-59	-66	3

增长率 YoY%	-59.9%	-103.8%	-3280.5%	-11.5%	104.5%
毛利率(%)	96.6%	95.3%	95.0%	95.0%	95.5%
ROE(%)	1.6%	-0.1%	-2.3%	-2.6%	0.1%
EPS(摊薄)(元)	0.51	-0.02	-0.64	-0.72	0.03
市盈率 P/E (倍)	186.68	—	—	—	2,942.93
市净率 P/B (倍)	3.04	3.25	3.30	3.38	3.38

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

目 录

一、福昕软件：PDF 办公软件领军企业	7
1.1 发展历程：公司成立时间较早，聚焦海外市场开拓	7
1.2 主营业务：聚焦 PDF 相关解决方案	8
1.3 财务分析：依托优秀的成长性和稳固的行业地位，公司长期财务数据表现亮眼	13
1.4 公司治理：股权清晰且稳定，长期持股计划绑定员工利益	14
二、所处行业分析：行业天花板高，公司竞争力强	16
2.1 行业空间：无纸化、电子化办公已成趋势，PDF 赛道规模剑指千亿	16
2.2 公司竞争力分析：公司产品在功能、价格、用户评价三个维度均有一定竞争力，后续有望抢占更多市场份额	17
三、“订阅+渠道”双转型共振，奠基未来增长	20
3.1 订阅转型：订阅模式下可为客户提供丰富的增值服务，并提升客户终生价值	20
3.2 渠道转型：核心在于通过渠道触达海量客户资源，进而抢占更多市场份额	23
四、境外收入占比较高，借力行业垂直领域进军境内市场	26
4.1 福昕家装解决方案	26
4.2 福昕船舶图纸管理系统	27
4.3 电子签名解决方案	28
五、AIGC 赋能正在进行时，产品竞争力日益凸显	30
5.1 Foxit PDF Editor Cloud 已成功接入 ChatGPT	30
5.2 接入 ChatGPT 为产品带来提价预期	33
六、盈利预测、估值与投资评级	35
6.1 盈利预测及假设	35
6.2 估值与投资评级	35
风险因素	37

表 目 录

表 1：PDF 编辑器与阅读器产品	8
表 2：PDF 相关工具及在线服务	9
表 3：开发平台与工具	10
表 4：企业文档自动化解决方案	10
表 5：PDF 行业应用解决方案	12
表 6：公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标	15
表 7：PDF 电子文档领域的市场规模、行业内主要企业的市场份额及变化情况（单位：亿元）	17
表 8：福昕办公与 Adobe Acrobat 功能对比	18
表 9：公司营收拆分及预测（按业务模式）	35
表 10：PS 估值	36

图 目 录

图 1：公司发展历程	7
图 2：2022 年公司营收构成（按地区）	13
图 3：公司历年营收构成（按产品）	13
图 4：公司总营收及增速	13
图 5：公司归母净利润及增速	13
图 6：公司综合毛利率	14
图 7：公司期间费用率情况	14
图 8：公司股权结构	14
图 9：2024 年 Document Cloud 潜在市场规模预测	16
图 10：Adobe PDF 业务收入与福昕软件 PDF 业务收入（亿元）及增速对比	16
图 11：公司产品售价与 Adobe 对比	18
图 12：Adobe Acrobat 与 Foxit PDF Editor 用户评价对比	19
图 13：PDF Editor Suite For Teams 订阅付费价格	20
图 14：PDF Editor Suite For Teams 授权付费价格	20
图 15：2015 年-2022 年 Adobe 营收及增速（亿、美元）	21
图 16：2015 年-2022 年 Adobe 净利润及增速（亿、美元）	21
图 17：2015 年-2022 年 Adobe 经营性现金流净额及增速（亿、美元）	22
图 18：Adobe 相关产品已转型为订阅制付费	22
图 19：Office 365 相关产品已转型为订阅制付费	22
图 20：公司订阅业务收入	23
图 21：公司订阅业务 ARR 金额	23

图 22: 通过 Google Play 商店购买并安装 Foxit PDF Editor	24
图 23: DELL 官网推荐客户使用 Foxit PhantomPDF Editors	25
图 24: TD SYNEX 日本官网展示 Foxit PDF Editor	25
图 25: 福昕家装解决方案	26
图 26: 福昕船舶图纸管理系统功能模块	27
图 27: 福昕船舶图纸管理系统聚焦多个重点应用场景	27
图 28: 福昕电子签章相关产品价目表	28
图 29: 公司产品入选 2022 年度金融信创优秀解决方案	29
图 30: ChatGPT 为 Foxit PDF Editor Cloud 赋能	30
图 31: 文档整理功能测试	31
图 32: 文档问答功能测试	31
图 33: 文档改写功能测试	32
图 34: 文档翻译功能测试	32
图 35: 文本解析功能测试	33
图 36: 语法纠错功能测试	33
图 37: 用户使用 ChatGPT 相关功能具有次数、数量限制	34

核心观点

- 1. 市场应关注公司订阅转型与渠道转型为公司带来的业绩增长潜力：** 2022年7月起，公司开始实施“订阅+渠道”双重转型，公司的核心策略是：通过渠道转型抢占竞争对手现有的客户，再通过订阅转型获得更多的持续性收入。由于渠道拥有广泛的客户资源，通过和渠道建立合作，渠道可以把公司的产品和服务推荐给其现成的客户，公司因此可以获得更多商机。
- 2. 市场应重视公司境内市场的拓展：** 公司自成立以来聚焦境外市场，公司2022年实现营收5.80亿元，其中境内市场实现营收0.56亿元，占总营收比例9.7%；境外市场实现营收5.24亿元，占总营收比例90.3%。为拓展境内市场，公司进入了行业垂直领域市场，着手进行相关行业应用的研究，并依托现有的PDF核心技术与底层代码，结合特定行业与专业垂直领域的业务场景，拓展了PDF技术在更多行业更高附加值的应用。
- 3. 市场应关注公司相关产品接入GPT后带来的提价预期。** 公司云化产品Foxit PDF Editor Cloud于2023年4月23日上线，在接入ChatGPT功能后，该产品已具备了文档整理、文档重写、文档翻译、文档问答、文本解析、拼写及语法纠错等功能。随着接入功能的不断完善和迭代，产品具备一定提价预期。
- 4. 盈利预测与估值：** 根据我们盈利预测数据，预计公司2023-2025年营收分别为5.88/6.50/8.02亿元，营收增速分别为1.4%/10.6%/23.3%；归母净利润-0.59/-0.66/0.03亿元。由于公司在订阅转型初期可能出现亏损，故我们采取PS估值法对公司进行估值。公司是国内PDF的龙头企业，参考有类似业务的金山办公、万兴科技的估值水平，同时考虑到公司未来有望通过渠道转型抢占更多市场份额，我们给予公司**2024年20倍PS**，对应目标市值**117.0亿元**。首次覆盖，给予“买入”评级。

一、福昕软件：PDF 办公软件领军企业

1.1 发展历程：公司成立时间较早，聚焦海外市场开拓

福昕软件是一家国际化运营的 PDF 电子文档解决方案提供厂商，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员。公司成立于 2001 年，并于 2020 年 9 月在上交所科创板上市。福昕在亚洲、美洲、欧洲和澳洲设有多家子公司，福昕直接用户已超过 6.5 亿，企业客户数达 42.5 万以上，遍及世界 200 多个国家和地区。自成立以来，公司的主要产品线向跨平台、多终端方向发展，商业模式从传统软件授权模式向授权、服务订阅相结合的多元化模式发展。整体来看，公司大致发展历程可分为三个阶段：

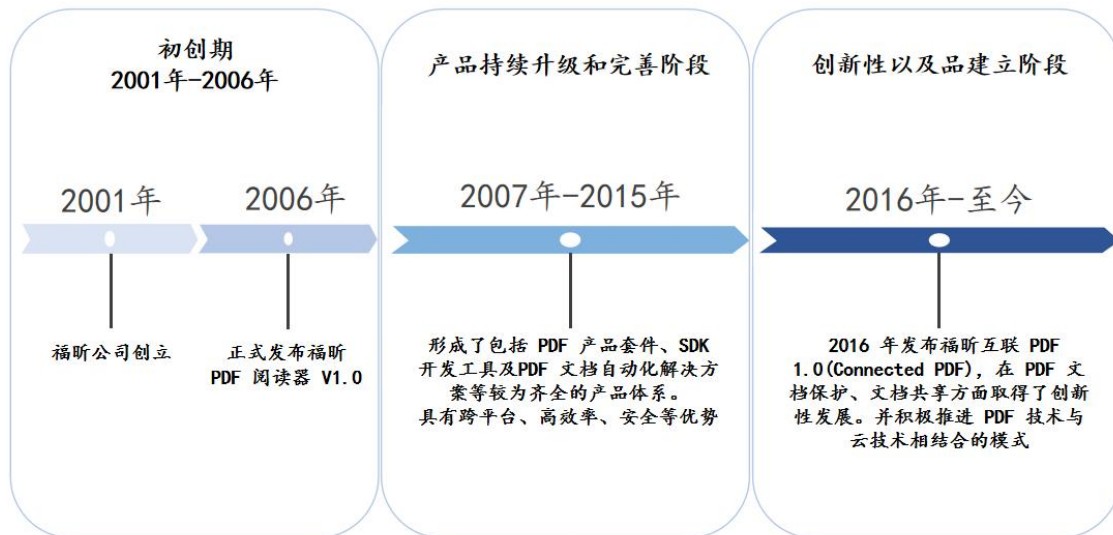
(1) 第一阶段：业务初创期（2001 年-2006 年）：公司成立后即致力于 PDF 电子文档领域，着力于技术经验积累，强调技术创新能力，相继在福州、北京成立研发中心，坚持自主产权、自主品牌的发展理念。设立初期，公司的产品主要为 PDF 阅读器产品。公司于 2004 年正式发布福昕 PDF 阅读器 V1.0，主要核心技术均具有完全自主知识产权，因体积小、速度快等技术特性，福昕阅读器被美国著名 IT 杂志 PC World 评为“2005 年度全球 101 款最佳免费/共享软件”之一。

(2) 第二阶段：产品持续升级和完善阶段（2007 年-2015 年）：随着互联网等新兴技术的快速发展和用户使用需求的不断变化，公司持续对产品进行更新迭代，提升用户体验，形成了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及 PDF 文档自动化解决方案等较为齐全的产品体系。公司产品适用于桌面电脑、平板电脑、企业级服务器、智能手机、嵌入式设备等应用终端，可兼容 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP 等各类操作系统，具有跨平台、高效率、安全等优势，深受客户青睐。

在此阶段内，公司继续拓宽全球化市场，美国、德国、日本等海外子公司相继投入运营，公司产品覆盖范围不断扩大。随着公司软件开发水平和产品的不断升级、营销范围的持续扩大，公司业绩实现逐年增长。

(3) 第三阶段：创新性以及品牌建立阶段（2016 年至今）：随着互联网、云计算、人工智能等先进技术的快速发展和应用，人们对提升工作效率和文档信息保护的关注程度日益提升，公司积极推进 PDF 技术与云技术相结合的模式，首先在基于浏览器平台的 PDF 核心技术方面取得了突破，实现了 PDF 应用进入云端。公司于 2016 年发布福昕互联 PDF 1.0（Connected PDF），通过对 PDF 文件进行标识、加密、动态授权、副本同步、状态追踪，在 PDF 文档保护、文档共享方面取得了创新性发展。在人工智能方面，2023 年 4 月，公司海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 成功集成 ChatGPT 强大的文字信息处理能力，重磅上线 PDF 文档总结、内容改写、实时问答等 AIGC 功能。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股书，信达证券研发中心

1.2 主营业务：聚焦 PDF 相关解决方案

公司的主营业务为在全球范围内向各行各业的机构及个人提供 PDF 电子文档软件产品、服务及解决方案。公司的产品及服务主要包括：PDF 编辑器与阅读器、PDF 工具及在线服务、软件开发平台与工具和企业文档自动化解决方案。

a. 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。其中，PDF 编辑器拥有 PDF Editor、PDF EditorCloud 和 PDF Editor Mobile 三种产品形态。为了给客户提供更为丰富的产品和功能体验，公司的核心产品逐渐向全家桶模式演进。公司的产品均基于自主研发的核心技术体系而形成，除了具有体积小、速度快、跨平台等特性，还拥有互联 PDF 文档管控、PDF 文档无障碍阅读、支持数字签名等创新特色功能

表 1：PDF 编辑器与阅读器产品

产品名称	简介
PDF Editor Suite Pro	PDF Editor Pro+ 是公司 PDF Editor 全产品线的集成产品包，集合了公司云端、桌面端和移动端三个形态的 PDF Editor 产品。用户订阅后，只需一个账号，即可同时登录使用，并集成了 eSign 功能
PDF Editor Suite	PDF Editor Pro 是 PDF Editor 的升级和强化版本，除可实现 PDF Editor 所具有的全部功能外，还拥有转换 DWG 文件为三维 PDF，添加贝茨编号，图形编辑、着色、剪切，永久删除可见的文本和图像信息等更高级的功能，可以满足特定用户更高门槛的 PDF 使用需求

PDF Editor Pro

PDF Editor 是一款桌面端全功能的 PDF 编辑器,能够实现 PDF 文档的生成、转换、显示、编辑、批注、搜索、压缩、打印、存储、签章、表单、比较、无障碍阅读、保护、安全分发管理等一系列完整的编辑功能,能够满足绝大多数客户 PDF 文档处理的需求

PDF Editor

PDF Editor 是一款桌面端全功能的 PDF 编辑器,能够实现 PDF 文档的生成、转换、显示、编辑、批注、搜索、压缩、打印、存储、签章、表
单、比较、无障碍阅读、保护、安全分发管理等一系列完整的编辑功能,
能够满足绝大多数客户 PDF 文档处理的需求

PDF Editor Cloud

PDF Editor Cloud 是福昕 PDF 编辑器桌面产品的云化版本,用户无需在本地计算机上安装软件,直接通过 Web 浏览器就可以使用和桌面版本接近的功能,包括:编辑、转换、页面管理等

PDF Editor Mobile

PDF 移动端编辑器,能够支持 Android、iOS、Windows UWP 等多类平台,能够在移动端以高性能可靠地显示、编辑文档,能够实现与桌面平台相似的使用体验

PDF Reader

PDF 桌面端阅读器,能够实现 PDF 文档显示、审阅、注释、签名及打印等功能,是一款便捷、迅速的 PDF 阅读器

资料来源:公司半年报、信达证券研发中心

b. PDF 工具及在线服务

公司的 PDF 相关工具为公司根据客户特定方面的需求所提供的专有产品,主要产品有 iDox.AI 系列智能服务、Ultraforms、风筝文档、福昕互联可控文档协同平台等。

除此之外,公司还提供丰富的 PDF 在线服务,主要含:满足少量客户对 PDF 简单编辑需求的 PDF 文档处理服务;覆盖个人客户多项增值服务的福昕会员平台;挖掘中小型企业协同办公需求的福昕办公服务;基于国内外不同区域市场的电子签名法规及用户使用习惯研发对应的电子签名产品和解决方案等。

表 2: PDF 相关工具及在线服务

产品名称	主要功能与特点
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
Ultraforms	用于电子表单的填写与数据回收功能。通过填写表单后将生成二维码的形式,快速采集信息
风筝文档	基于云形式提供的互联 PDF 产品,能够实现 PDF 阅读、分发阶段的安全权限管理

福昕互联可控文档协
同平台

基于互联 PDF 技术开发的文档管理平台，可以实现文档分享、管理、控制等功能

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

c. 软件开发与平台服务

福昕软件开发平台与工具包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK(例如:Plugin SDK、eSign SDK、iDox.AI SDK 等)。公司提供的各类 SDK 套件能帮助开发者实现 PDF 文档的显示、编辑、搜索、压缩、添加注释、密文处理等功能。开发人员通过开发平台与工具，能够使用主流的编程语言和开发环境在不同平台的应用程序中快速添加 PDF 相关功能。

表 3：开发平台与工具

产品名称	主要功能与特点
Foxit PDF SDK	该产品为程序开发人员提供了强大的、符合标准的 PDF 技术，实现安全地显示、编辑、注释、编辑格式、管理页面、搜索 PDF 文档以及填写 PDF 表单等功能。提供了一组平台无关的 PDF 软件开发包，开发人员可“一次开发，多平台适配”，快速、高效地将软件扩展到多个平台。
Foxit PDF SDK ActiveX	该产品是一款可视化编程组件，不仅提供 PDF 显示及注释功能，还具有占有资源少、分发体积小等特点。操作简单、支持产品定制、具有可视化编程组件，开发者通过简单的拖放动作就能够将组件添加至应用程序。
Foxit PDF SDK for Web	该产品可帮助程序开发人员为终端用户提供，通过网页浏览器阅读 PDF 文件的功能，无需额外下载或安装其他软件。终端用户可在任意常用的桌面或移动设备上使用。
Foxit PDF Toolkit	该产品是一套在 Windows 服务器端批量创建和处理 PDF 文档的功能模块集。可帮助 IT 企业制定处理大批量 PDF 文件的工作流，以提高工作效率。同时，这些模块也为软件开发人员提供了集成 PDF 处理功能到应用程序中所需要的库文件。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

目前，Foxit PDF SDK 已在亚马逊、微软、MobilSign 等众多国内外知名企业及机构中得到应用。

d. 企业文档自动化解决方案

PDF 企业文档自动化解决方案系公司在多年的发展过程中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，该产品主要用于实现企业用户对大量 PDF 文档无人工干预的批量处理功能，可满足不同客户在文档索引、文档转换及文档压缩等各方面的差异化需求。该产品能够为企业客户带来效率的提升、工作流程上的优化并节约文档存储空间，是福昕软件 PDF 文档产品的重要组成部分，也是公司 PDF 产品技术全面性的体现。主要产品如下：

表 4：企业文档自动化解决方案

产品名称	主要功能与特点
PDF Compressor	服务器端批量处理文档转换和压缩的解决方案，主要功能包括 OCR、压缩及生成符合 PDF/A 标准的文档
Rendition Server	企业范围内对标准 PDF 和 PDF/A 文档中央式转换平台，是一种具备较强适应性的文档转换解决方案，具有结构清晰、操作简便、运行流畅、可靠性高、吞吐量大的特点，为企业建立统一的企业文档处理标准

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

e. PDF 行业应用解决方案

PDF 已成为电子文档交换格式的事实标准，其文档自诞生以来长期成为文档存储和交互的优良载体而广泛应用于各行各业。同时，基于 PDF 的核心技术，可以扩展更多的行业应用新场景。公司依托现有的 PDF 核心技术与底层代码，结合特定行业与专业垂直领域的业务场景，拓展了 PDF 技术在更多行业更高附加值的应用。具体产品如下：

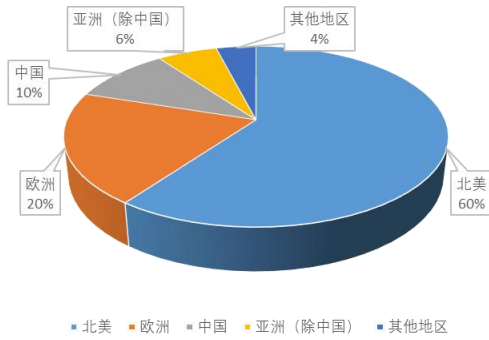
表 5: PDF 行业应用解决方案

产品名称	主要功能与特点
福昕家装智能设计	分为桌面端和移动端两种产品形态。桌面端智能设计为一款家装行业智能化、BIM 化的室内设计软件，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，实现设计效果所见即所得。后者为移动端的轻量化应用，承接桌面端设计方案，支持设计师、门店销售、业主等多角色随时随地一体化协作，数据跨设备无缝同步，借助场景化展示，助力装修签单和商品销售
福昕家装云服务	提供线上无接触家装一体化解决方案，通过企业标准化模板、一体化项目管理、信息实时共享、施工进度可视化、智能动态提醒、轻松移动办公、管理层数据看板来实现设计师、项目经理、施工方和业主等家装全参与方的跨平台和跨终端的即时、无障碍沟通，赋能家装项目的全生命周期管理
福昕船舶图纸管理系统	系与中国船级社共同开发的面向船舶、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

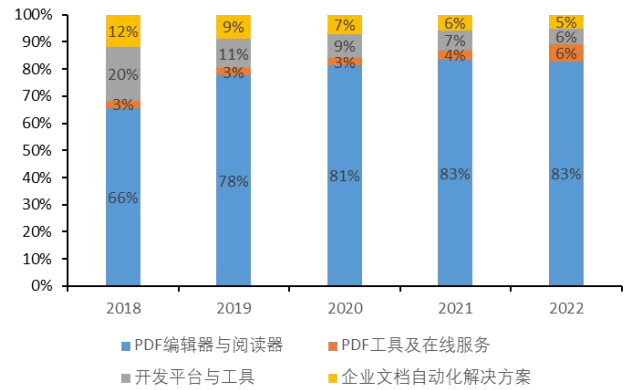
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司的主营业务收入全部来自软件行业，产品收入方面，公司主要产品 PDF 编辑器与阅读器的收入近年来保持稳定增长，2022 年，PDF 编辑器与阅读器实现业务收入 4.8 亿元，收入占比达 82.74%，同比增长 6.26%。

从地区分类来看，公司的收入主要来自于境外，2022 年公司境外收入为 5.24 亿元，占总营收的 90.34%。公司境外的主要市场为北美市场，北美市场的营业收入占比约为 60%，较上年同期增长 10.67%；欧洲市场的营业收入占比约为 20%，较上年同期减少 7.07%，主要由于 2022 年欧元汇率波动较大，若还原至欧元的营业收入较上年同期基本持平；中国市场的营业收入占比约为 10%，较上年同期增长 12.08%；亚洲（除中国大陆）市场的营业收入占比约为 6%，较上年同期增长 25.78%。

图 2：2022 年公司营收构成（按地区）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 3：公司历年营收构成（按产品）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

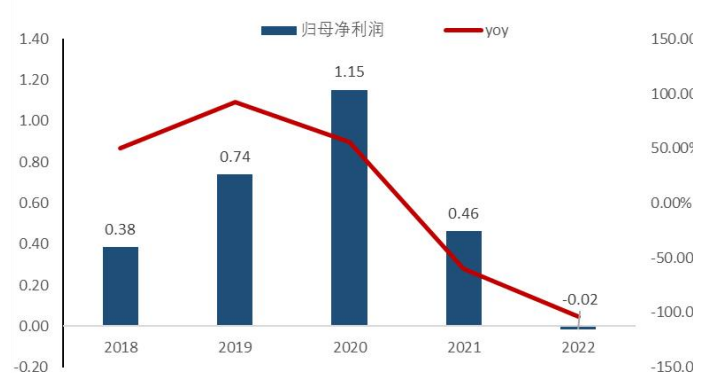
1.3 财务分析：依托优秀的成长性和稳固的行业地位，公司长期财务数据表现亮眼

从营收端来看，2022 年公司实现营收 5.80 亿元，较上年同比增长 7.16%，2018-2022 年期间 CAGR 达 19.86%。2022 年营收增速下滑主要因公司成熟产品线采取订阅优先策略，从一次性授权为主的模式转向订阅模式，由于订阅模式的定价低于授权模式，且收入确认方式存在差异，转型期内对公司的表观收入造成不利影响所致。看订阅收入，2022 年公司订阅业务收入为 1.23 亿元，较上年同期增长了 47.98%，营业收入占比从 2021 年的 15% 增长至 21%。

从利润端来看，公司 2022 年实现归母净利润-174.39 万元，较 2021 年同期下降 103.77%，公司主营产品仍保持较好的盈利水平，由于公司布局新产品，投入了大量的研发费用，而新产品仍处于研发期或市场初步推广期，尚未覆盖当期支出，导致 2022 年出现亏损。我们认为，作为软件销售公司，公司产品具备高毛利率的特点，近三年毛利率均在 95% 以上，随着订阅式转型的推进以及前置研发投入的逐步兑现，未来公司利润端具备较好弹性。

图 4：公司总营收（亿元）及增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

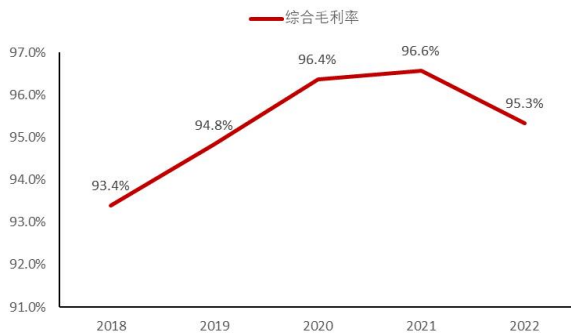
图 5：公司归母净利润（亿元）及增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

从盈利能力来看，公司近几年毛利率趋于稳定。公司综合毛利率较高，近三年保持在 95% 以上。主要原因系公司主要产品为标准化产品，可复制性强，边际成本较低。

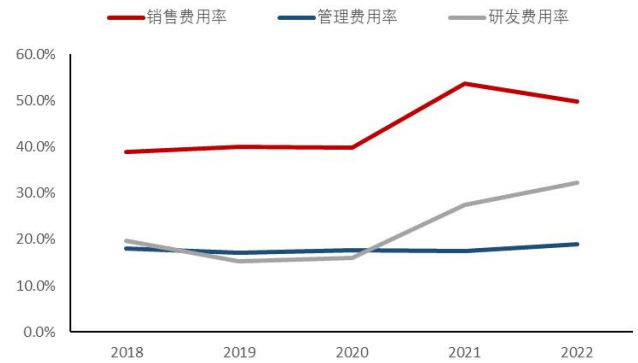
三费方面，为扩大经营，2021年公司大量招聘销售人员及研发人员，致使销售费用率及研发费用率明显提升。2022年，公司开始控制销售人员规模及相关费用支出，销售费用率得到一定控制；在研发侧，公司持续注重技术创新，不断加大研发资金投入，进行软件产品升级更新和新技术、新产品的研发，充足的研发投入有利于提升公司的创新能力。

图 6：公司综合毛利率



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：公司期间费用率情况

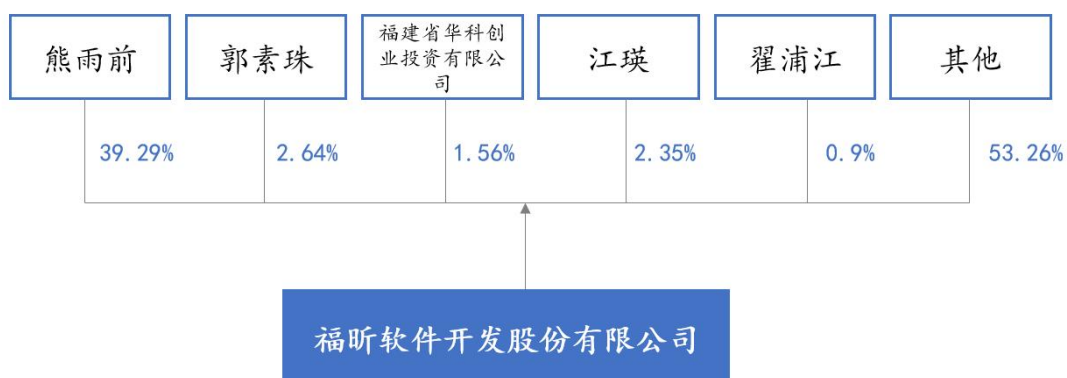


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

1.4 公司治理：股权清晰且稳定，长期持股计划绑定员工利益

公司股权结构稳定，核心管理团队具备丰厚专业技术背景。公司实际控制人熊雨前先生持有公司 39.29% 的股份，历任中国科学院北京天文台（现为“中国科学院国家天文台”）研究实习员、Bexcom Pte. Ltd.（原 Lyrehc International Pte. Ltd.）技术总监，掌握公司核心代码。George Zhendong Gao、翟浦江等其他高管具备丰富的软件开发经验，对行业 know-how 有深刻理解。

图 8：公司股权结构



资料来源：iFinD，信达证券研发中心；数据截至 2023 年 8 月 28 日

股权激励计划深度绑定核心员工利益。公司于 2022 年 8 月推出新一期股权激励计划，该激励计划拟向激励对象授予限制性股票总计 194.94 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 6,620.2302 万股的 2.94%，授予价格为 47.44 元/股。本激励计划首次授予部分的激

励对象总人数为 181 人，占公司 2021 年底员工总数 801 人的 22.60%，包括公司公告本激励计划时在本公司任职的董事、高级管理人员、核心技术人员等。由于公司正处在订阅转型期内，存在两种业务模式收入确认方式的差异，导致无法简单通过营业收入来判断公司的实际业绩情况，因此本次激励计划设置的公司层面业绩考核指标为年度综合业务额增长率，以综合反映公司的实际业务情况。该激励计划分三期解锁，以公司 2021 年度综合业务额为基数，假设 100% 解锁，考核要求 2022-2024 年年度综合业务额增长率分别不低于 13.81%/25.00%/25.00%。

表 6：公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标

产品名称	对应该考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	业绩考核目标 C
		公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 80%	公司层面归属比例 50%
第一个归属期	2022	$X \geq 13.81\%$	$10.66\% \leq X < 13.81\%$	$7.51\% \leq X < 10.66\%$
第二个归属期	2023	$X \geq 42.26\%$	$32.79\% \leq X < 42.26\%$	$23.63\% \leq X < 32.79\%$
第三个归属期	2024	$X \geq 77.83\%$	$59.35\% \leq X < 77.83\%$	$42.18\% \leq X < 59.35\%$

资料来源：福建福昕软件开发股份有限公司 2022 年限制性股票激励计划（草案），信达证券研发中心（注：1、年度综合业务额=年度永久授权业务收入+ Σ (订阅业务 ARR*价格折算系数)。其中存在转换情况的 Editor 产品的价格折算系数为 2，不存在转换情况的 eSign 以及在线服务等订阅业务的价格折算系数为 1。)

二、所处行业分析：行业天花板高，公司竞争力强

2.1 行业空间：无纸化、电子化办公已成趋势，PDF 赛道规模剑指千亿

在“互联网+”时代的大背景下，企业无纸化、电子化办公趋势日益明显并普及，文档电子化交换分发的需求迅速增长。但因存在不同的编辑需求，市场上存在种类繁多的文档编辑工具，除此外，不同的终端环境也给文档交换带来一定障碍。而 PDF 格式能够解决繁多的文件格式、不同使用环境与版面保证的矛盾，除此外，PDF 还具备安全、便捷等多种特性与优点，已成为了电子文档交换的格式标准，广泛应用于电子发票、电子图纸、电子签名、等多维场景，每年新建的 PDF 文档更是数以千亿计。据 Adobe 公司公开文件显示，PDF 文档相关业务潜在市场规模（TAM）到 2024 年可达 320 亿美元，折合约 2240 亿人民币。潜在市场规模指一个产品或服务在现实市场可能获得的最大收入规模，与该产品与服务从现实市场实际获得的收入或存在一定差异。根据公司公开调研表示，PDF 并不只是单纯的办公工具，办公只是版式文档应用中占比很小的领域。仅少数的 PDF 是基于人为原因生成，大部分的 PDF 是由机器生成的，例如：政务电子票据、医院信息系统病历等。因此，PDF 业务市场不仅限于办公领域，随着智能文档技术的发展，文档可以成为信息系统的中枢，成为信息流转的重要枢纽，甚至可成为一个新型的信息系统建设模式，因此 PDF 文档相关业务市场具备较大的潜在市场规模。

图 9：2024 年 Document Cloud 潜在市场规模预测

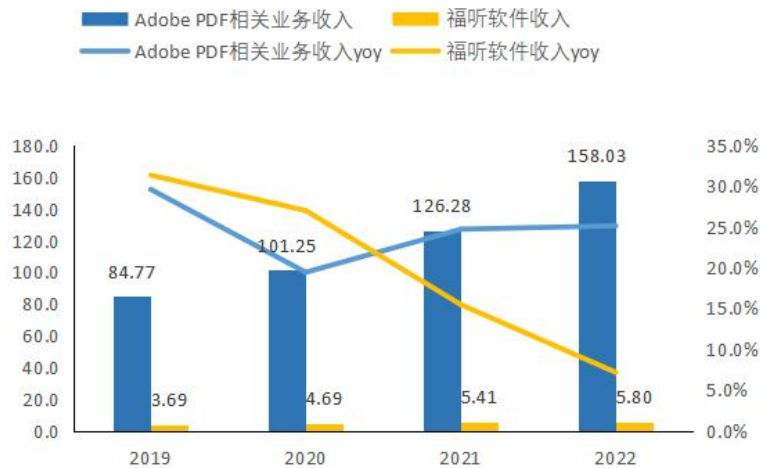
2024 Document Cloud Total Addressable Market



资料来源：Adobe 公司官网《Adobe Financial Analyst Meeting(2021)》，信达证券研发中心

Adobe PDF 相关收入体量是福昕软件收入的 20 倍以上，公司有较大增长空间。据 Adobe 公司财报数据显示，其 Document Cloud（PDF 文档管理业务）的相关业务收入由 2019 年的 12.2 亿美元增至 2022 年的 23.8 亿美元，期间 CAGR 达 25.00%；同期福昕营收由 3.69 亿元增至 5.80 亿元，期间 CAGR 达 16.3%（公司处在订阅转型期，影响表观增速表现）。公司对标行业龙头，公司营收仍有较大增长空间。

图 10：Adobe PDF 业务收入与福昕软件 PDF 业务收入（亿元）及增速对比



资料来源: iFinD, Adobe 财报, 信达证券研发中心 (注: 假设美元: 人民币汇率为 1:7)

2.2 公司竞争力分析: 公司产品在功能、价格、用户评价三个维度均有一定竞争力, 后续有望抢占更多市场份额

从产品功能上来说, 公司产品几乎可以平替 Adobe, 在在线服务等领域, 公司甚至优于 Adobe。从价格上来说, 相较于 Adobe, 公司产品定价约为 Adobe 同类型产品的 60%-70%, 具有较好的性价比。除此之外, 根据全球知名商业软件评分机构 G2 的统计数据显示, Foxit PDF Editor 在需求满足、使用难度、上手难度、管理难度、服务支持等评分项上皆获得较高评分。行业内主要上市公司 Adobe、Nitro 及万兴科技 (Kofax 未上市无公开信息因而未统计) 的 PDF 业务收入情况如表 7 所示。近年来 Adobe 市占率稳定在为 92% 左右, 福昕市占率稳定在 4% 左右。我们认为, 福昕 PDF 相关产品在功能、价格、用户评价上均具备一定竞争优势, 叠加公司正推行渠道销售转型, 后续有望抢占竞争对手市场份额, 实现份额提升。

表 7: PDF 电子文档领域的市场规模、行业内主要企业的市场份额及变化情况 (单位: 亿元)

公司	2018 年度			2019 年度			2020 年度			2021 年度			2022 年度		
	原币金额	折合人民币金额	份额	原币金额	折合人民币金额	份额	原币金额	折合人民币金额	份额	原币金额	折合人民币金额	份额	原币金额	折合人民币金额	份额
Adobe	9.82	65.40	92.20%	12.25	84.77	92.21%	15.00	101.25	91.79%	19.70	126.28	92.87%	23.80	158.03	93.36%
福昕软件	2.81	2.81	3.96%	3.69	3.69	4.01%	4.69	4.69	4.25%	5.41	5.41	3.98%	5.80	5.80	3.43%
Nitro	0.32	2.16	3.05%	0.36	2.47	2.69%	0.40	2.70	2.45%	0.51	3.27	2.40%	0.67	4.45	2.63%
万兴科技	0.56	0.56	0.79%	1.00	1.00	1.09%	1.67	1.67	1.51%	1.02	1.02	0.75%	0.99	0.99	0.58%
合计	-	70.93	100.00%	-	91.93	100.00%	-	110.31	100.00%	-	135.98	100.00%	-	169.27	100.00%

资料来源: Adobe 财报, Nitro 官网文件, 福昕软件招股书, 万兴科技年报, iFinD, 信达证券研发中心 (注: 交易额根据年初年末平均人民币汇率换算)

2.2.1 福昕 PDF 软件功能丰富, 且额外配备在线服务

与 Adobe Acrobat DC Pro 相比，福昕办公套件同样具备丰富的功能，涵盖了“PDF 创建和转换”、“PDF 编辑”、“PDF 协作和分享”、“页面管理”、“扫描和 OCR 文本识别”等十余类使用场景。在部分细节功能的部署上，福昕办公套件甚至优于 Adobe Acrobat DC Pro。除此之外，福昕办公套件除了支持本地 PDF 编辑，还配备文档在线存储、在线编辑等六大云服务，及智慧打印、高效招聘两大企业场景解决方案。

表 8：福昕办公与 Adobe Acrobat 功能对比

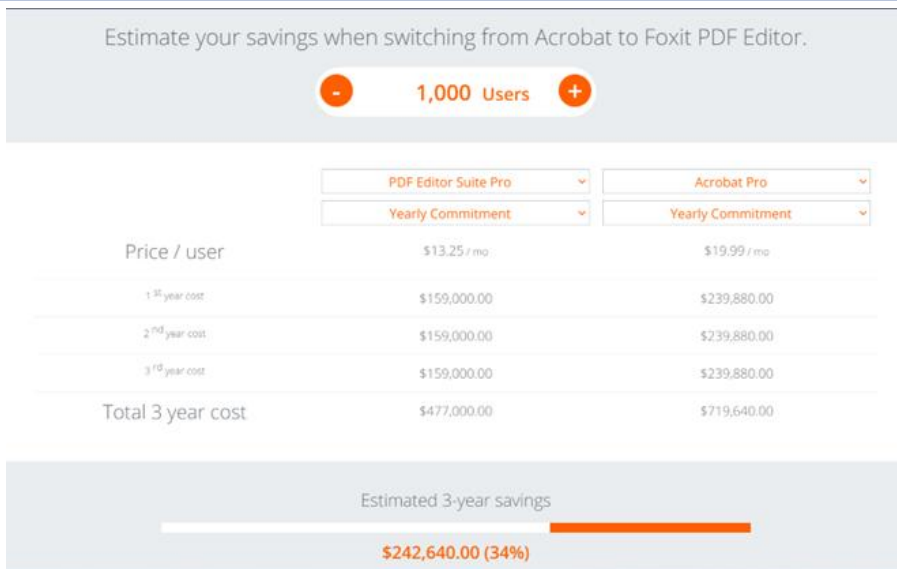
	产品功能	福昕办公套件商业版	Adobe Acrobat DC Pro
PDF 创建和转换	创建符合行业标准的 PDF 文档	✓	✓
	从多个文件或文件类型、扫描仪和空白页面创建 PDF 文档	✓	✓
	从微软 Word、Excel、PPT 中创建 PDF 文档	✓	✓
	从扫描仪创建 PDF 文档时使用高压缩功能	✓	
	将 PDF 文档转换成 XPS 文件	✓	
	从 IE、Chrome 和 Firefox 一键创建 PDF 文档	✓	✓
PDF 编辑	段落编辑，编辑时文本将自动重排	✓	✓
	添加、编辑、删除和管理页眉页脚、背景和水印	✓	✓
	修改页面尺寸	✓	✓
	添加、编辑、删除和管理 PDF 文档中的多媒体	✓	✓
PDF 协作和共享	链接和合并文本	✓	
	添加、管理、查看和导览文件注释	✓	✓
	搜索并高亮所有搜索结果、导出高亮文本	✓	
	追踪已发出审阅的文档	✓	✓
页面管理	管理文档页面（删除、插入、交换、扁平化、裁剪和提取页面）	✓	✓
	合并多个文件到单个 PDF 文档、合并多个打开的 PDF 文档	✓	✓
	将当前 PDF 文档的页面插入到其他文档	✓	
扫描和 OCR 文本识别	OCR 文本识别，创建可选择、可编辑和可搜索的文档	✓	✓
	查找所有 OCR 疑似错误结果时，支持批量修改所有疑似错误结果或将疑似错误结果标记为“不是文本”	✓	
	扫描文档后插入页面到现有 PDF 文档	✓	✓
在线服务	云编辑-PDF 在线编辑	按购买人数	
	云文档-文档存储空间	50 GB/团队	
	云翻译-文档专业翻译	500 页/团队	

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2.2.2 相较于 adobe，公司产品性价比较高

随着企业预算日益缩紧，许多企业开始寻找一个较低价格的 Adobe 替代品。在价格方面，公司参照 Adobe 同类产品的 60%-70% 进行定价，具有较大价格优势。同时，公司官网也直接呈现了价格对比，突出了公司产品的性价比优势。以 PDF Editor Suite Pro 为例，如果用该产品替换 Acrobat Pro，每年将节省约 34% 的开支，每 1000 人每 3 年将节省约 24 万美金。

图 11：公司产品售价与 Adobe 对比

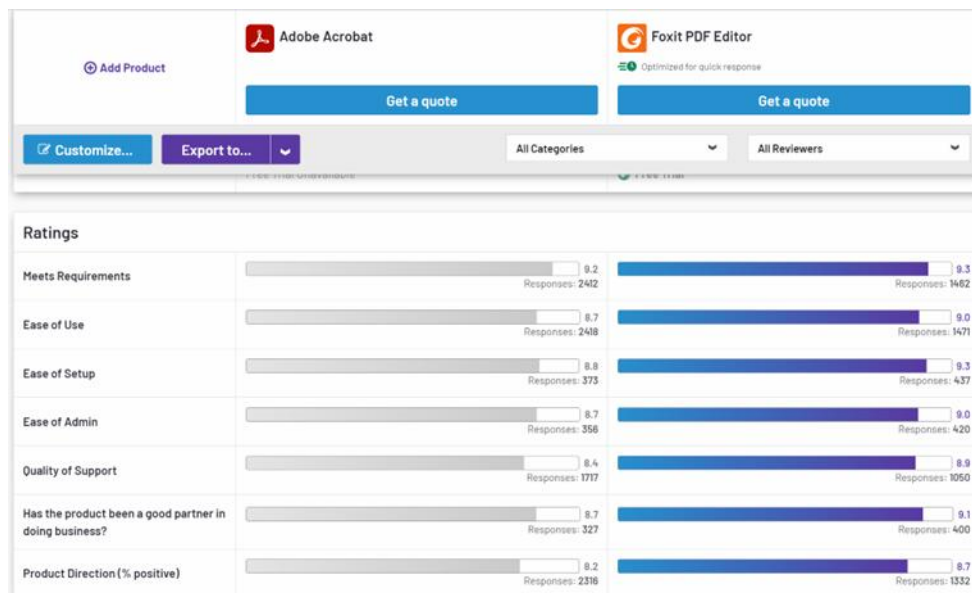


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2.2.3 Foxit PDF Editor 收获更优的用户评价

全球知名商业软件评分机构 G2 从需求满足、使用难度、上手难度、管理难度、服务支持等维度收集用户使用反馈，并对软件进行评分。根据 G2 公司评分比较，Foxit PDF Editor 在多个维度的评分均高于 Adobe Acrobat，可见公司的 PDF 产品有较好的综合使用体验。

图 12: Adobe Acrobat 与 Foxit PDF Editor 用户评价对比



资料来源：G2 官网，信达证券研发中心

三、“订阅+渠道”双转型共振，奠基未来增长

2022年7月起，公司确立了订阅优先和渠道优先的双转型增长战略，重点加强订阅模式下的全球业务开拓及渠道体系建设。

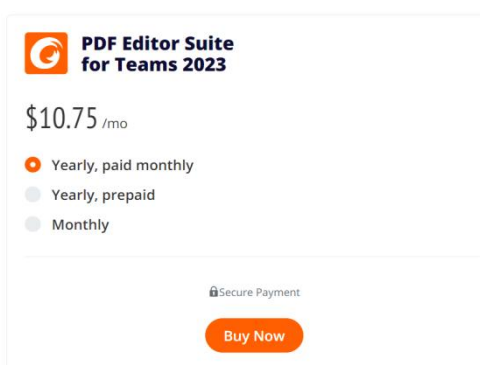
公司推行“订阅+渠道”转型的核心策略是：通过渠道转型抢占竞争对手现有的客户，再通过订阅转型获得更多的持续性收入。由于渠道拥有广泛的客户资源，通过和渠道建立合作，渠道可以把公司的产品和服务推荐给其现成的客户，公司因此可以获得更多商机。

3.1 订阅转型：订阅模式下可为客户提供丰富的增值服务，并提升客户终生价值

公司的订阅模式与永久授权模式所提供服务的差异如下：永久授权模式下，公司向客户提供其所购买版本的软件永久授权，软件可以无限期使用，但如果未来出现软件版本更新时，需要购买新的授权才能够使用新产品；订阅模式下，公司在某一期间向客户提供公司软件产品的使用权，在此期间内，客户可以随意使用最新版本的软件而不需要支付额外的费用。

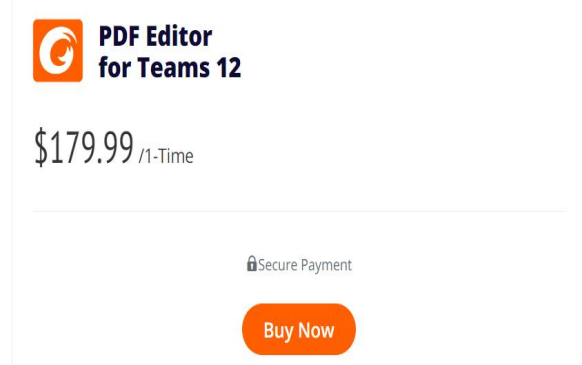
在订阅模式的定价上，公司参考行业惯例，考虑到软件版本更新的周期，订阅模式的价格基于授权模式产品价格制定，1-2年期间的产品订阅费用与特定版本的永久授权费用接近。

图 13: PDF Editor Suite For Teams 订阅付费价格



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 14: PDF Editor Suite For Teams 授权付费价格



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3.1.1 订阅模式下，公司与客户有望实现双赢

(1) **通过云化为客户提供增值服务**：为客户提供一系列“云产品”成功升级和孵化，以 PDF Editor Pro+ 为主打，Dox.AI 系列智能服务、福昕船舶图纸管理系统、福昕家装·云服务、福昕家装·智能设计、福昕电子签章服务等新品丰富了产品矩阵。

(2) **方便用户更加直接、简洁、方便、高效地实现文档管理和文档签章等系列需求**。公司核心产品 PDF 编辑器经过升级，已经实现编辑器桌面端和云端功能的互通，同时也支持使用 eSign 功能。目前，客户只需登录一个账号就可以在云端使用在线编辑器，同时也能使用桌面端的产品和 eSign 的功能。

(3) **基于订阅式，客户能第一时间使用公司最新迭代的产品版本**。如：Foxit PDF Editor Cloud，作为一款云化的在线 PDF 文档编辑产品，Foxit PDF Editor Cloud 具有更新迭代迅速的优势，每两星期即推出一个新版本，便于客户享受到最前沿的技术更新。

(4) 对于客户而言，授权模式需要一次性支付一大笔费用；而在订阅模式下，一次性的高

额费用被均摊到多期，减少了客户一次性高额付费的压力。

我们认为，公司积极推进订阅转型，有助于提升客户粘性、改善公司现金流，并提升客户的终生价值。公司目前 PDF 核心产品整体续费率在 90% 以上，按 90% 的续费率测算，客户的终生价值约为年付费额的 10 倍，远高于单次授权收费的价值。

3.1.2 云服务为大势所趋，诸多行业龙头已完成转型

云服务具备灵活性、可降低 IT 维护成本、降低信息管理成本的优势，云服务已成为全球互联网产业公认的发展重点，大量行业公司都在积极推动云服务的产业布局，以抢占市场空间。

参考 PDF 行业市占率较高的 Adobe 公司，目前已完成订阅制转型，不再提供一次性付费的授权模式。2008 年，全球面临金融危机，大量企业开源节流，面对高昂的软件购买费用，许多企业选择继续使用旧版本，致使 Adobe 在 2009 年面临困境，其营收在 2009 年同比下滑 17.71%，净利润同比下滑 55.67%。此后，Adobe 开始逐步实施订阅制转型，将传统 Photoshop、Illustrator、InDesign 等设计软件工具进行“云化”，统一打包成 Adobe Creative Cloud，并以订阅制 SaaS 服务方式进行收费。

订阅制转型或致使短期业绩承压，转型完成后财务指标有望改善。以 Adobe 为例，其在实施订阅制转型的初期，由于减少了一次性付费的授权收入，叠加客户需要时间适应订阅制付费模式，致使 Adobe 业绩增长短期承受一定阻力，在 2013 年业绩一度实现负增长。但随着转型阵痛期步入尾声，Adobe 的营收、净利润、经营性现金流等财务指标开始逐步向好，2015 年至 2022 年期间，Adobe 营收 CAGR 达 20.4%，净利润 CAGR 达 33.5%，在基数体量较大的基础上，订阅制模式为 Adobe 带来了可观且稳定的收入。

图 15：2015 年-2022 年 Adobe 营收及增速（亿、美元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 16：2015 年-2022 年 Adobe 净利润及增速（亿、美元）

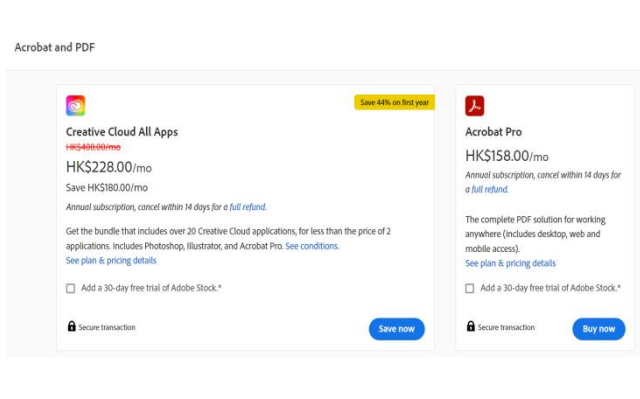


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

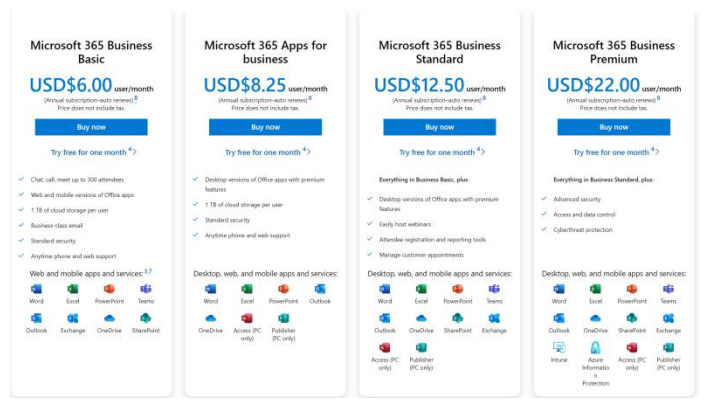
图 17：2015 年-2022 年 Adobe 经营性现金流净额及增速（亿、美元）


资料来源：iFinD、信达证券研发中心

此外，以 Microsoft 为代表的传统软件企业也在积极向 SaaS 转型，其 Office 的核心产品已由 Office 2019 转变为 Office 365，从原先的一次授权的商用永久版到服务订阅的持续更新版，实现了从端到云、从离线到在线的转型，且通过转型，进一步强化了收入的持续性和稳定性，拓展了行业市场空间。

图 18：Adobe 相关产品已转型为订阅制付费


资料来源：Adobe 官网，信达证券研发中心

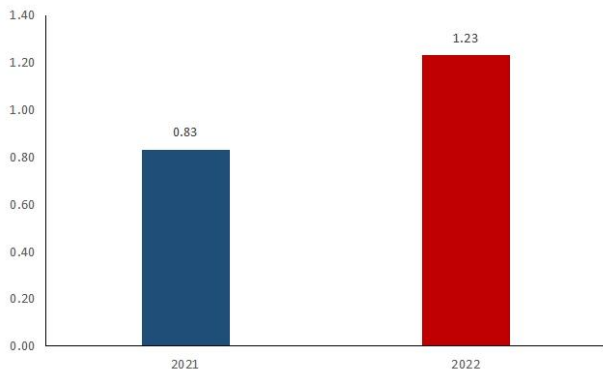
图 19：Office 365 相关产品已转型为订阅制付费


资料来源：Office 365 官网，信达证券研发中心

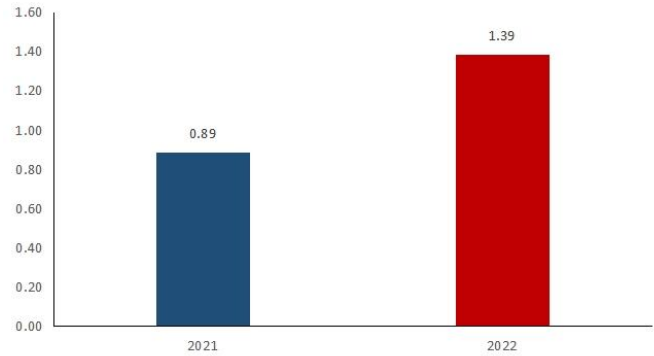
3.1.3 公司订阅转型效果好，ARR、合同负债等核心指标表现优异

公司自 2022 年起进入订阅转型期，由于订阅模式的收入系按照订阅期间分期确认，故在一定程度上影响了公司整体表现收入的增长。为更加公允地体现公司实际业务情况，公司采用 ARR（年度经常性收入），即将定期订阅的合同经常性收入部分规范为一年期的价值，作为衡量订阅业务量的指标。

看体现公司订阅业务的核心指标，2022 年，公司订阅业务收入为 1.23 亿元，占营业收入的比例为 21.21%，较 2021 年同期增长了 47.98%；公司订阅业务 ARR 的金额为 1.39 亿元，较 2021 年同比增长 56.41%；公司订阅相关的合同负债金额为 0.94 亿元，较 2021 年同比增长了 58.85%；公司经营性现金流净额为 0.58 亿元，较 2021 年同比增长了 11.85%。通过以上指标可以看出，公司订阅转型效果显著，未来有望延续。

图 20：公司订阅业务收入（亿元）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 21：公司订阅业务 ARR 金额（亿元）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

在业务转型期内，由于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。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。**2022 年，公司实现年度综合业务额 7.08 亿元，较 2021 年同期增长 14.07%，作为转型期的第一年，已达到了公司预设的目标。**

3.2 渠道转型：核心在于通过渠道触达海量客户资源，进而抢占更多市场份额

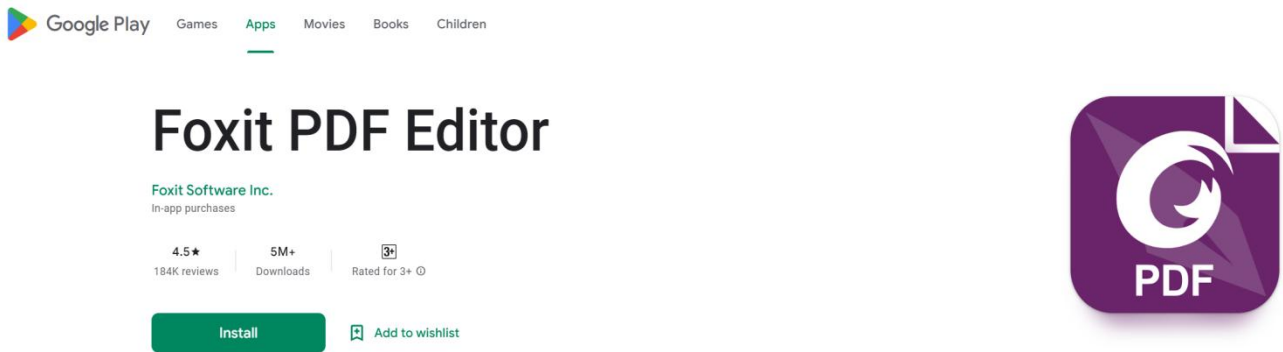
渠道拥有广泛的客户资源，并掌握客户的预算和采购周期等重要信息。渠道转型后，渠道凭借其自身庞大的客户关系和潜在的商机直接由渠道自己来促进成单，公司借此重新定位并拓宽了渠道的价值。尽管业内多家厂商的渠道网络有所重叠，但在直面终端用户时，渠道优先推荐的产品有望带来更大的成单率。因此，我们认为，渠道对公司获取新客户起到非常重要的作用，有望为公司提供源源不断的商机，并且有望通过公司产品的优势从竞争对手手上抢占更多的市场份额。

3.2.1 公司渠道转型策略及现状

在渠道转型策略上，公司拟持续增加渠道数量，并加强对现有渠道的管理，通过导入培训资源，提供在应用场景及技术等方面的支持，赋能优质渠道，提升渠道商的合作体验。根据渠道的差异，可分为第三方在线应用商店销售及渠道商销售。

（1）第三方在线应用销售

公司通过 Amazon store、Apple store、Google play 和 Windows Store 等第三方在线商店，向终端消费者进行产品销售，消费者直接向与公司合作的平台发出商品购买需求，双方以第三方平台商品的实际销售额和约定方式进行结算。通过线上的方式进行销售时，客户通过信用卡、PayPal、支付宝以及微信等方式支付款项至第三方，公司可按约定提取相关款项。

图 22：通过 Google Play 商店购买并安装 Foxit PDF Editor


资料来源：Google Play 官网、信达证券研发中心

(2) 渠道商销售

公司与不同层级的分销商、代理商等渠道商合作，由渠道商从终端客户获取订单，公司在产品标准定价的基础上给予渠道商不同程度的折扣或返利。

公司着力从以下两个方面推动渠道转型：

1、持续调整内部架构，建设渠道团队。改变对销售团队的定位。之前，销售团队既负责商机的获取，又负责销售。现在，在商机获取上，公司更注重内部销售团队和渠道的共同合作。销售人员的定位从原来的单打独斗变为和渠道合作伙伴一起实现销售。

2、增强对渠道合作伙伴的服务和管理。公司采取了两个具体举措：

(a) 提出总代概念。之前在欧美区域是没有总代概念的，公司在尝试引入总代。由于总代和下属的经销商每天都在和包括竞争对手客户在内的大量客户进行接触，公司希望通过总代和经销商把公司及公司产品介绍给这些客户，从而带来商机。只要有了商机，就有获客并下单的可能。

(b) 推动渠道的活跃度。公司开始对渠道实施奖惩机制：如果渠道有业绩突破，则给予奖励；如果经公司推动后渠道仍然没有作为，渠道将被撤销经销商资格，且后续需要通过别的渠道商代理公司产品，如此会获得更少的分成。

公司大力发展渠道建设，目前已取得一定成果。自公司推动渠道转型以来，公司在全球范围内已形成较为完善的营销网络体系，以中国为软件产品开发设计中心，以欧美日等经济发达国家为主要市场区域，并辐射亚太、中东、南美等新兴经济区域，建立了专业的营销服务网络。同时，公司已在美国的硅谷、亚特兰大、德国柏林、澳大利亚墨尔本及日本东京等国家和地区设有子公司或销售代表处。同时，公司与戴尔、新聚思、神州数码、伟仕佳杰等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道扩展市场。

参考行业龙头 Adobe 的销售策略，其采用的是直销与渠道相结合的销售模式：直销模式主要面向大客户，通过直销维护与大客户的粘性；同时，采用渠道销售进行中小客户拓展。我们认为，公司积极推进渠道转型，并通过渠道触达新客户，有利于拓展客户群，未来有望抢占更多市场份额。

图 23: DELL 官网推荐客户使用 Foxit PhantomPDF Editors


资料来源: DELL 官网, 信达证券研发中心

图 24: TD SYNEX 日本官网展示 Foxit PDF Editor


资料来源: TD SYNEX 官网, 信达证券研发中心

3.2.2 从相关财务指标看, 渠道销售占比已有显著提升

公司的渠道优先战略目前已取得较好进展。2022 年, 公司通过渠道销售实现收入较上年同期增长了 31.14%, 占营业收入的比例从 2021 年的 24% 增长至 2022 年的 29%。其中: 欧洲市场和北美市场渠道销售收入较去年同期增长均超过了 25%; 中国市场渠道销售收入较去年同期增长了 76%。此外, 公司新增代理商数量也在稳步增加。

四、境内市场：借力行业垂直领域，信创打开百亿市场空间

4.1 借力行业垂直领域进入境内市场

公司自成立以来聚焦境外市场，公司 2022 年实现营收 5.80 亿元，其中境内市场实现营收 0.56 亿元，占总营收比例 9.7%；境外市场实现营收 5.24 亿元，占总营收比例 90.3%。由于 PDF 等相关通用软件在境内市场应用的广度和深度不及境外市场，其功能较浅，同时用户付费意愿较低，只有对产品进行深度、高频使用的情况下，用户才愿意付费。因此，为拓展境内市场，公司进入了行业垂直领域市场，着手进行相关行业应用的研究，并依托现有的 PDF 核心技术与底层代码，结合特定行业与专业垂直领域的业务场景，拓展了 PDF 技术在更多行业更高附加值的应用，如：在家装行业，公司打造了福昕家装智能设计、福昕家装云服务解决方案；在船舶领域图纸领域，公司与中国船级社共同开发了面向船舶、海工、船用产品相关行业的审图管理信息化解决方案。我们认为，公司深耕多年 PDF 通用软件相关技术，为其在境内拓展行业垂直市场奠定良好基础，后续有望通过境内市场打造公司第二成长曲线。

4.1.1 福昕家装解决方案

面向家装领域，基于 PDF 内核公司打造了云端一体化的家装智能设计和云服务平台。其中，福昕家装·智能设计为一款家装行业智能化、BIM 化的室内设计软件，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。其移动端支持门店销售、业主等多角色对设计图的一体化协作。同时，结合福昕家装·云服务的施工协同平台，可实现设计师、项目经理、施工方和业主等家装全参与方跨平台和跨终端的即时、无障碍沟通，助力家装行业实现数字化转型。

图 25：福昕家装解决方案

产品介绍

<h3>智能设计·电脑端</h3> <p>智能设计是一款家装行业桌面端智能化、BIM 化室内设计软件，旨在为设计师提供费用无忧、上手无忧、效率无忧、资产无忧的设计工具，从设计到施工为您提供全方位、全流程的一体化软件。</p> <p>查看详情</p>	<h3>智能设计·移动端</h3> <p>福昕家装·智能设计 App 是福昕家装团队为家装行业打造的一款随身必备的装修 3D 运营神器，提供多端一体化的协作体验、海量即搜即用的资源、精准的运营策略，助力企业提高整装签单率和商品销量。</p> <p>查看详情</p>
<h3>云服务·尊享版</h3> <p>云服务·尊享版旨在为品质家装提供个性化的项目管理服务，让装企可以为别墅、大平层等大中型中高端项目，提供有别于传统的装修服务外的高附加值服务。</p> <p>查看详情</p>	<h3>云服务·企业版</h3> <p>福昕家装云服务·企业版专注项目全生命周期管理，为装企提供内部管理及施工过程全角色施工管理功能。旨在通过数据驱动赋能装企，标准化施工过程，提高业主参与度，助力行业升级创新。</p> <p>查看详情</p>

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

4.1.2 福昕船舶图纸管理系统

福昕船舶图纸管理系统是面向船舶/海工/船用产品相关行业中缺少图纸管理信息系统的图纸设计单位/部门而设计的，通过图纸管理系统能够提升送退审效率，促进多方产业协调。该产品涵盖图纸项目管理、图纸版本管理、图纸工作流程等功能，同时深度聚焦电子图纸的分类管理、线上流转、储存查询、信息追溯、权限控制、收发管理等重点应用场景，实现图纸项目管理、审图图纸管理、图纸安全可控与签署等功能，为船舶、海工、船用产品相关行业合力提供高效的信息化解决方案。此外，管理系统内图纸相关操作的 PDF 技术已实现完全国产化，自主可控。

图 26：福昕船舶图纸管理系统功能模块



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 27：福昕船舶图纸管理系统聚焦多个重点应用场景

应用场景

- | | |
|---|---|
| <p>✓ 项目化管理</p> <p>电子图纸及文件有序分类管理。</p> | <p>✓ 无纸化办公</p> <p>图纸电子文件等线上流转，支持电子图章及手写签名。</p> |
| <p>✓ 电子档案</p> <p>提供电子文档归档与存储，查询快速方便。</p> | <p>✓ PDF信息追溯</p> <p>支持文件访问信息安全跟踪：产生、操作、流转，所有环节信息可追溯。</p> |
| <p>✓ 图纸安全</p> <p>通过用户角色、权限的控制，实现对图纸文档的查看、编辑、打印等操作。</p> | <p>✓ 图纸收发管理</p> <p>向审图单位发送图纸和接收审核结果，无缝对接CCS审图系统，也可以管理其他审图方的审核结果。</p> |



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

4.1.3 电子签章解决方案

公司基于境内外不同区域市场的电子签名法规及用户使用习惯分别研发了面向海外版的 Foxit eSign 和面向境内市场的福昕电子签章服务。电子签章服务于 2022 年 10 月上旬发布，其目标客户主要为 B2C、旨在降低交易成本的 B 端客户为主。同时，在公司渠道转型的导向下，电子签名服务的推广渠道也更多以面向覆盖 B 端客户的代理商为主。公司电子签章服务的革新优势在于通过以 PDF 文档为载体，使用云端身份认证，还原物理签章体验，流程便捷，无须将文档上传至任何第三方服务器，可直接在用户本地完成签署。福昕电子签章服务兼顾了“安全性”和“便捷性”，为用户提供优质的电子签章使用体验。

此外，我们认为电子签名解决方案也有利于 PDF 编辑器的推广。公司曾公开表示，未来 PDF 编辑和基于文档的电子签名，或将融合成一个应用，在如今市场上也已经为越来越多用户接受，就公司目前的销售情况来看，销量较高的也是二者相结合的产品。根据公司官网价目表，若用户购买集成电子签章功能的 PDF 高级编辑器，也将获得一定折扣优惠。

图 28：福昕电子签章相关产品价目表

福昕高级 PDF 编辑器 签章版	福昕电子签章服务 对外签署	福昕电子签章服务 对内签署												
<p>提供一站式、无缝流畅、安全合规的电子签章服务</p> <p>1年福昕高级PDF编辑器专业版订阅(Windows版)</p> <p>1年福昕高级PDF编辑器网页版订阅</p> <p>500个对外签署额度</p> <p>免费试用 →</p> <p>若您已安装福昕高级PDF编辑器，请点击此处下载签章插件</p> <p>¥ 2000/年 ¥ 3000/年</p> <p>联系销售</p>	<p>适用于组织向外部发布文件、声明，及签订商务合同等场景。通过权威 CA 机构签发数字证书确认签署人在签署场景中的法律身份，具备严格的法律效力，符合合规要求。</p> <table border="1"> <tr> <td>按合同份数收费</td> <td>实名认证</td> </tr> <tr> <td>意愿认证</td> <td>权限管理</td> </tr> <tr> <td>区块链存证</td> <td>安全合规</td> </tr> <tr> <td>文档出证</td> <td></td> </tr> </table> <p>服务模式对比 →</p> <p>联系销售</p>	按合同份数收费	实名认证	意愿认证	权限管理	区块链存证	安全合规	文档出证		<p>适用于组织内部发文、审批与签署。使用企业根证书，签署后可验证企业及签署者信息，保证严肃性，同时确保不可篡改性、不可抵赖性及唯一性。</p> <table border="1"> <tr> <td>不限文档份数</td> <td>不限签署次数</td> </tr> <tr> <td>一站式签署</td> <td>文档安全保护</td> </tr> </table> <p>服务模式对比 →</p> <p>联系销售</p>	不限文档份数	不限签署次数	一站式签署	文档安全保护
按合同份数收费	实名认证													
意愿认证	权限管理													
区块链存证	安全合规													
文档出证														
不限文档份数	不限签署次数													
一站式签署	文档安全保护													

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

本报告第二章中曾提到，Adobe 预测全球 PDF 相关业务潜在市场规模将在 2024 年达到 2240 亿元人民币，而这一市场规模与当前无论 Adobe 还是其他行业龙头公司的收入体量皆有一定差距。我们认为，PDF 相关业务市场不仅限于传统的 PDF 编辑器等产品，在各大行业垂直领域中亦具备较为广阔的市场空间。针对境内市场，公司选择发力行业解决方案，有助于公司更加深入地挖掘潜在市场，拓宽业务边界；同时，也有助于公司境内收入的增长。未来，依托深厚的 PDF 技术背景，公司有望将 PDF 行业解决方案打造成公司业绩增长的新引擎。

4.2 行业信创引领百亿市场空间

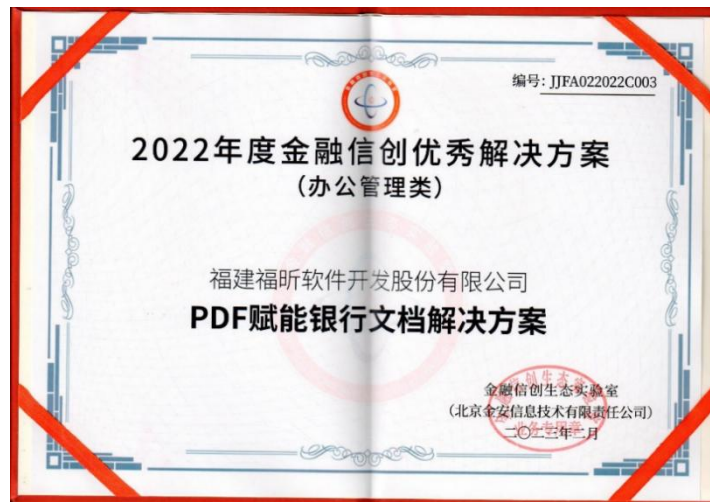
随着信创逐步推进，目前行业信创开始接力党政信创，覆盖金融、通信、教育、医疗等行业。

PDF 文档作为电子文档交换的重要格式，相关通用应用软件产品及解决方案广泛应用于政府、金融、教育、医疗等国民经济重点领域。以金融信创为例，为满足金融领域的国产化办公需求，公司以银行业为切口，依托完全自主知识产权的版式文档核心技术，成功打造“福昕 PDF 赋能银行文档解决方案”。

该方案基于福昕高级 PDF 编辑器适配主流的飞腾芯片架构，全面支持 Linux 操作系统统信 UOS、银河麒麟，为银行业用户提供 PDF 文档创建、注释、编辑、页面管理、保护、多格式转换、填写表单、共享审阅等丰富的功能，可针对性解决银行业务文档数字化转型过程中面临的核心技术受制于人、软件安全性不确定、纸质文档数字化未能高效利用、客户个人信息保护需完善、业务文档存储需优化、业务文档检索速度需提升的问题和痛点。

当前，福昕 PDF 赋能银行文档解决方案已入选《金融信创优秀解决方案（第二期）》产业篇，并成功实施应用于银行业务文档处理。

图 29：公司产品入选 2022 年度金融信创优秀解决方案



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

我们曾在报告《计算机 2023 年度策略：基本面、估值双底，预期行业需求复苏、盈利改善》中进行过教育、医疗事业单位及央国企信创市场空间测算，其中版式文档及电子签章软件的国产替换空间均有望为公司带来增量收入。根据我们的测算，相关办公软件约有 2650 万套的替换量，假设其中版式文档（包括福昕等 PDF/OFD 阅读软件）约 400 元/套（PC 使用期间永久授权），签章（电子签章软件）约 150 元/套（PC 使用期间永久授权），合计 550 元/套，以此带来的潜在替换空间约 145.75 亿元。公司作为版式文档龙头企业，有望充分享受信创带来的增量市场。

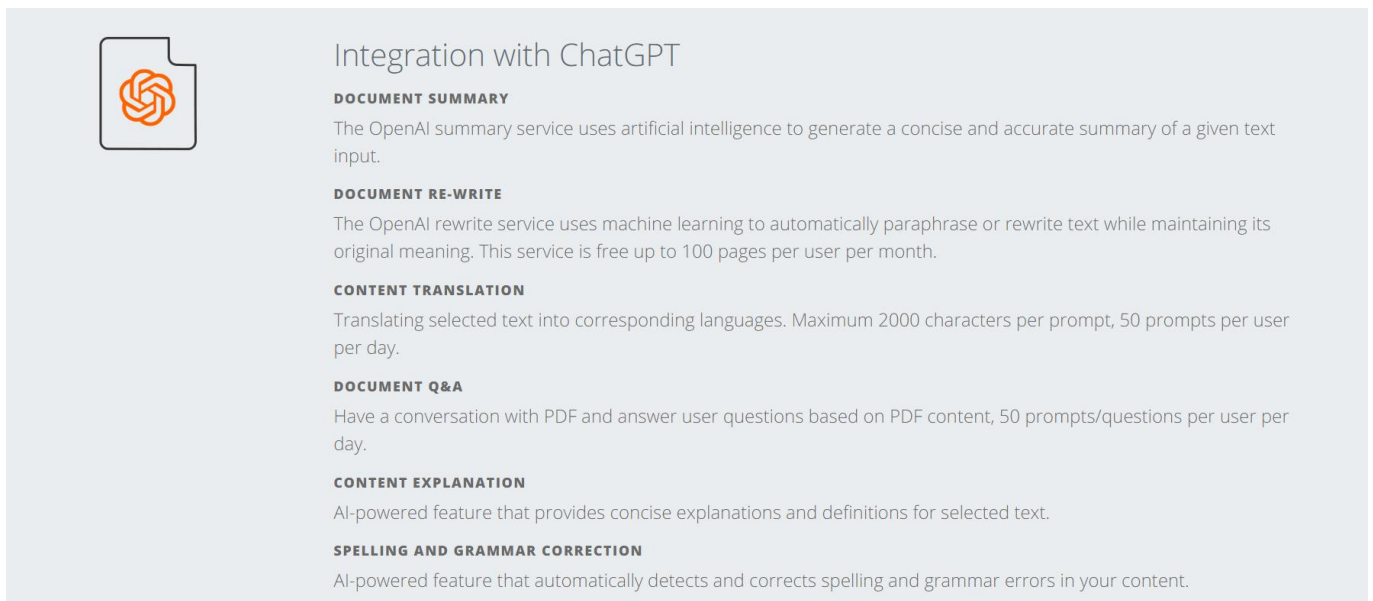
五、AIGC 赋能正在进行时，产品竞争力日益凸显

AIGC 技术对软件的发展带来直接和深远的影响，若将 AIGC 技术赋能于产品，有助于提升产品性能，强化产品竞争力。目前，国际软件巨头纷纷布局 AIGC，微软发布推出名为 Copilot 的人工智能服务，并将其嵌入 Office 办公软件中；Adobe 则发布 Firefly 系列智能生成图像工具。公司一直以来都重视前沿技术的研发，也在积极布局 AI 相关技术。在 PDF 电子文档领域，AI 相关技术的运用可以提供更智能的文档解决方案，促进用户提升对于内容的获取与处理效率。同时，AI 的接入，也为产品带来了一定的提价预期。

5.1 Foxit PDF Editor Cloud 已成功接入 ChatGPT

2023 年 4 月，公司海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 成功集成 ChatGPT 强大的文字信息处理能力，重磅上线 PDF 文档总结、内容改写、实时问答等 AIGC 功能。用户无需下载安装任何软件，仅通过浏览器就可以在线阅读、编辑 PDF 文档，并完成文档格式转换等操作。在接入 ChatGPT 功能后，Foxit PDF Editor Cloud 将 ChatGPT 相关功能嵌入文档编辑界面，通过点击内嵌的 AI 助手按钮，即可通过自然语言文本交互的方式提出对应需求。目前，该产品已具备了文档整理（document summary）、文档重写（document re-write）、文档翻译（document translation）、文档问答（document Q&A）、文本解析（content explanation）、拼写及语法纠错（spelling and grammar correction）等功能。

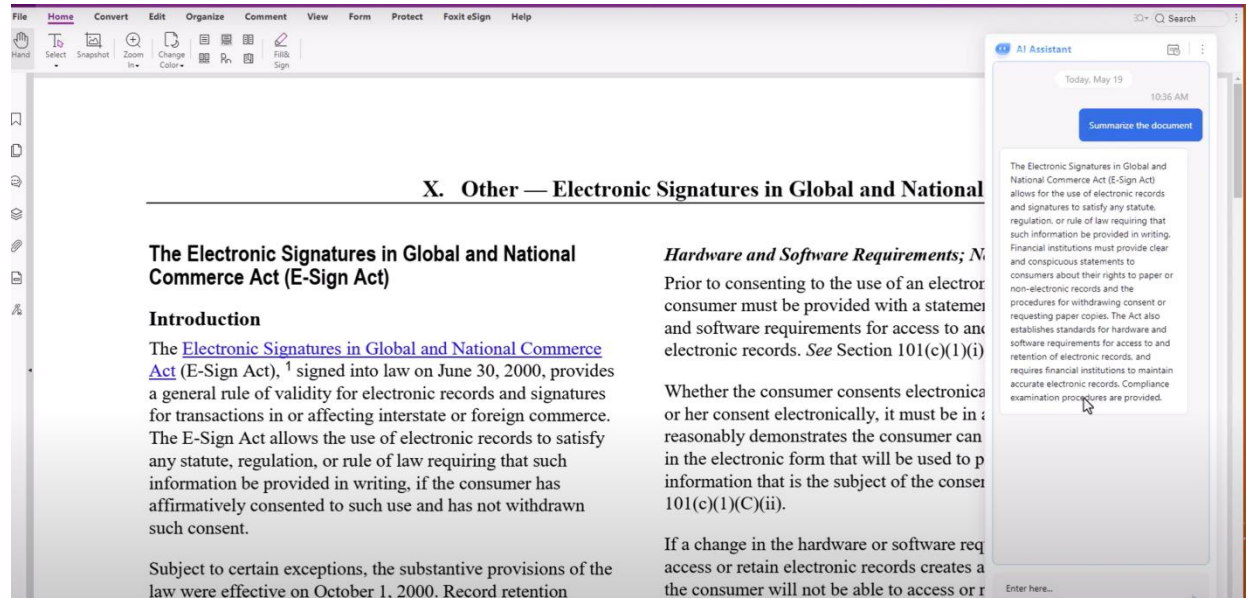
图 30：ChatGPT 为 Foxit PDF Editor Cloud 赋能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5.1.1 文档整理：对输入文本进行简明而准确的摘要

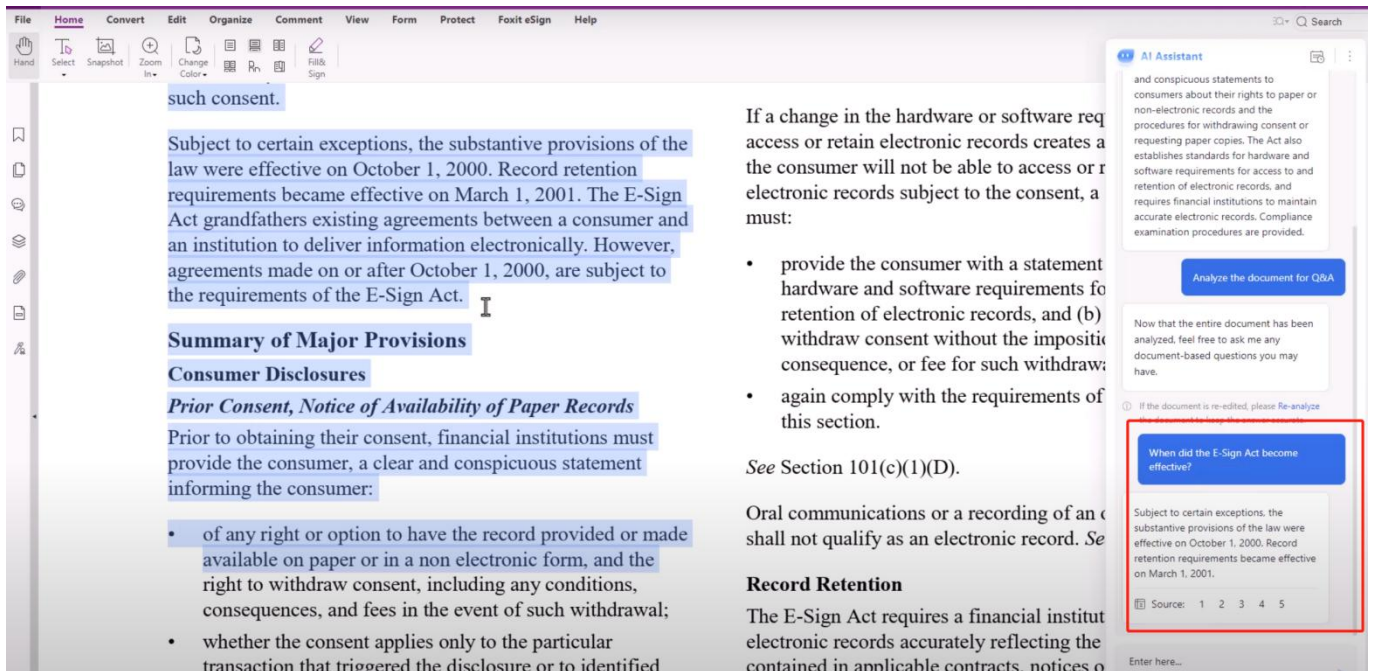
通过 ChatGPT 的能力，Foxit PDF Editor Cloud 能够实现对长篇文本的快速摘要。在导入 PDF 文档后，仅需通过简单对话的方式，就能帮助用户快速提炼核心要点，节省了阅读长篇文章的时间。

图 31：文档整理功能测试


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5.1.2 文档问答：根据文档内容回答用户问题

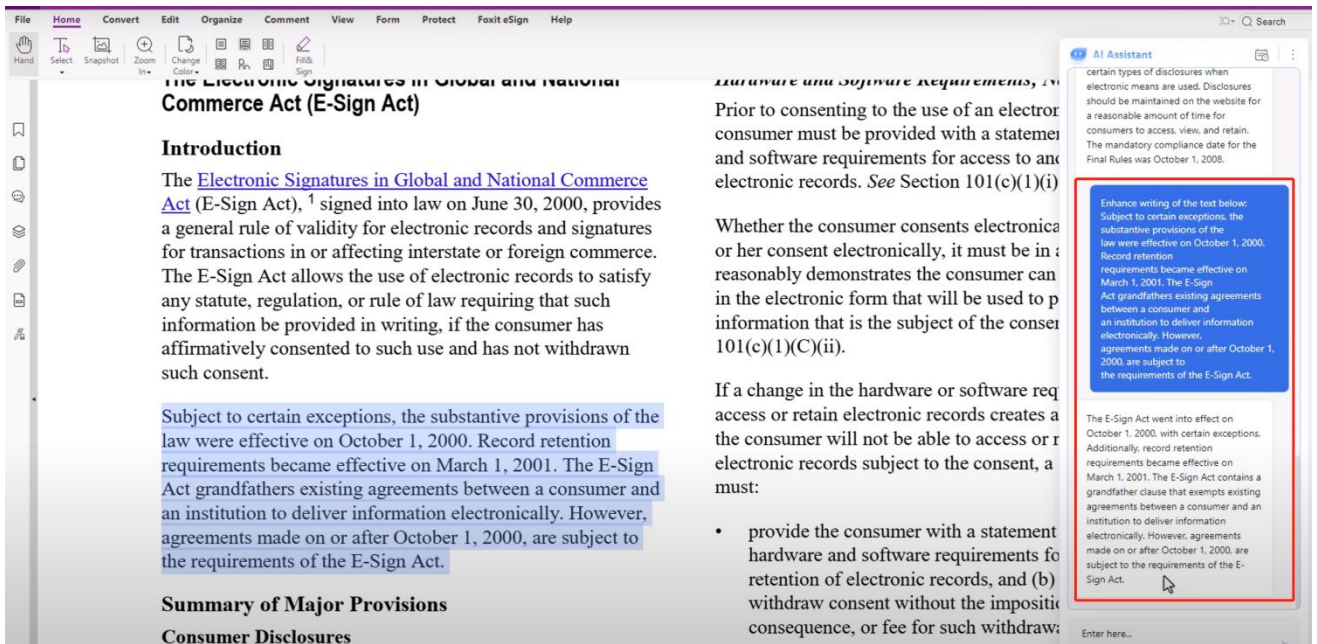
在进行文档摘要后，AI 助手可以进一步分析文本，并回答用户关于文档有关问题，并给出回答问题的资料来源。如图 32 演示所示，提问：电子签名法案何时生效？随后 AI 助手给出答案，并提供了答案来源。

图 32：文档问答功能测试


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5.1.3 文档改写：改写或重写文本，并保持其原始含义

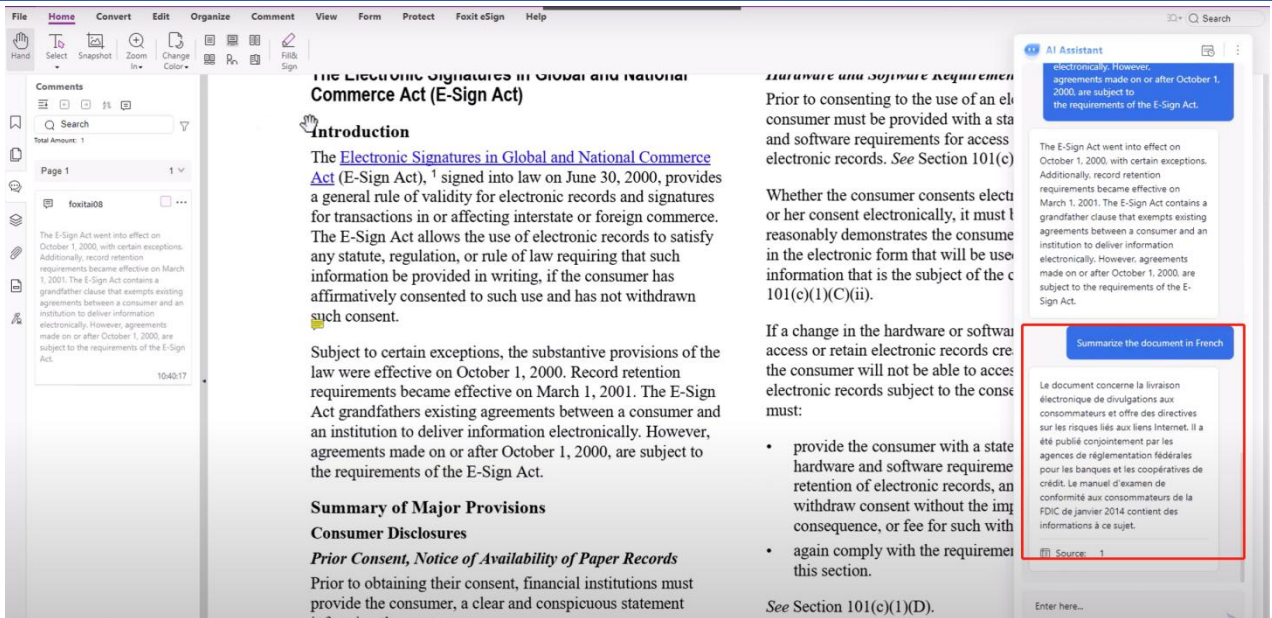
通过文档改写功能，AI 助手能帮助用户重写文本。该功能基于机器学习算法，在维持文本原有的语义下，能使表达更加清晰、更加易懂。

图 33: 文档改写功能测试


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

5.1.4 文档翻译: 支持多种主流语言

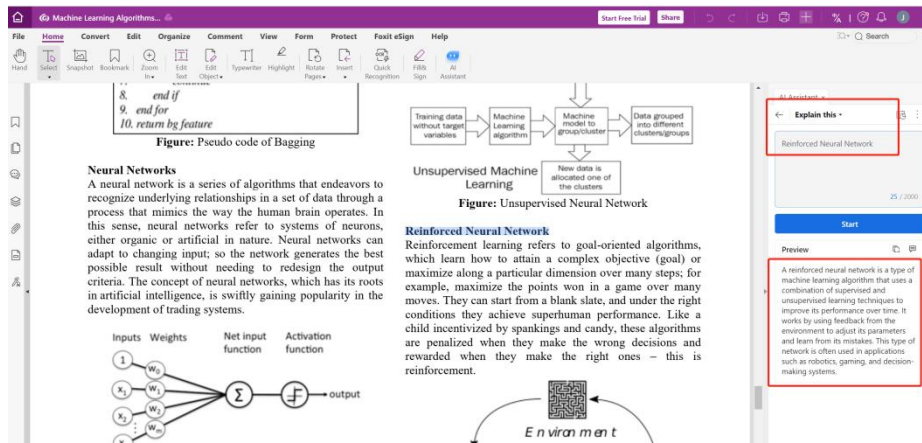
基于 ChatGPT 的能力, AI 助手能实现文本一键翻译, 除了翻译文本外, 还可以使用其他语言进行文本重写、文本摘要、文本问答等功能。目前, 该产品已支持中文、英文、西语、葡萄牙语等多个主流语言。

图 34: 文档翻译功能测试


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

5.1.5 文本解析: 用通俗易懂的语言解释专业名词

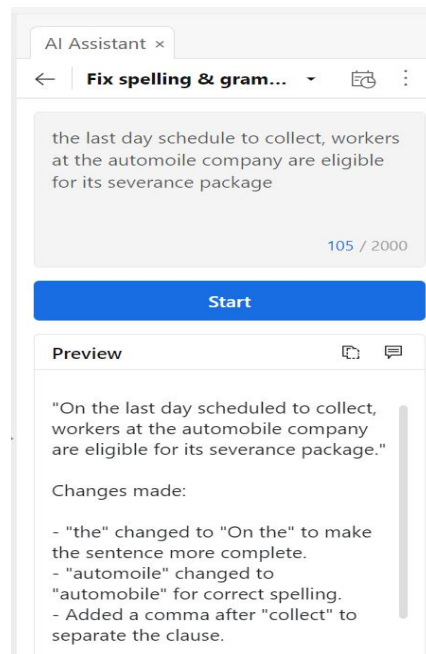
在 AI 赋能下, AI 助手能够清晰并准确地对选中文本进行解释。在示例中, 通过对全文的学习与分析, 对“Reinforced Neural Network”这一专业名词做出了通俗的解释。

图 35：文本解析功能测试


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5.1.6 拼写及语法纠错：解决语病、错别字问题

在 AI 助手的帮助下，用户可以快速找到文本中的语病及错别字，同时，AI 助手会自动生成修改方案并逐一呈现。

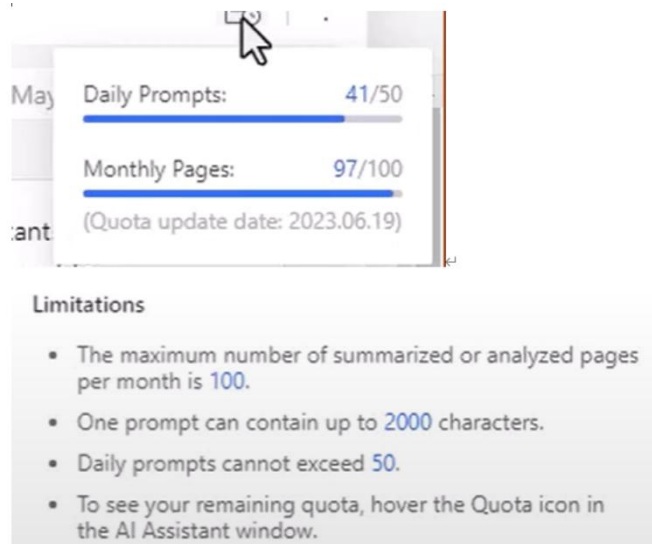
图 36：语法纠错功能测试


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5.2 接入 ChatGPT 为产品带来提价预期

接入 ChatGPT 后，Foxit PDF Editor Cloud 的功能得到大幅强化，目前，公司对相关功能的使用频次具有一定限制，在测试版中，用户的每日使用次数不得超过 50 次，每月导入的 PDF 页数不得超过 100 页。我们认为，后续公司有望根据客户使用频次及数量进行按需收费。

图 37：用户使用 ChatGPT 相关功能具有次数、数量限制



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

此外，随着接入功能的不断完善和迭代，产品具备一定提价预期。参考接入了 ChatGPT 的 PDF 阅读产品 ChatPDF，其一开始是免费的，现在推出了付费版本，价格为 5 美元/月，可实现更频繁的 PDF 内容提问、读取和分析更长篇幅的 PDF 等功能。无独有偶，2023 年 6 月 2 日，据 The Information 报道，微软对测试 Office AI 功能收取额外费用：其中至少已有 100 家客户已经额外分别为 1000 个订阅账户支付了高达 10 万美元的年费。目前，福昕暂未在接入 ChatGPT 后进行提价，但随着接入功能的不断完善和迭代，向 OpenAI 支付的模型调用费用也会上升。因此，我们认为，公司集成 AI 能力的相关产品后续同样具备一定提价可能性。

六、盈利预测、估值与投资评级

6.1 盈利预测及假设

收入拆分及预测：公司自 2022 年以来开启订阅转型，转型过程中由于收入方式改变，公司短期营收表现或出现一定承压。我们认为，相较于营业收入指标，市场应更注重公司订阅收入增速及订阅收入占比。在收入拆分上，我们将公司收入拆分为订阅业务收入及授权业务收入。

2023 年至 2025 年期间，公司大部分新增用户在引导下选择订阅模式，同时公司逐步引导存量授权用户向订阅模型进行转型。我们假设公司在 2025 年完成订阅制转型，届时订阅收入占总营收比例的 70%，预计 2023 年至 2025 年期间公司订阅业务收入分别为 2.46/3.94/5.71 亿元，对应增速分别为 100%/60%/45%；授权业务收入分别为 3.42/2.56/2.31 亿元，对应增速分别为-25%/-25%/-10%。

三费率假设：由于公司处在订阅转型初期，转型过程中公司营收指标将有所承压，会对公司三费率有一定影响。研发费用率方面，公司注重技术创新，随着未来持续进行软件产品更新和 AIGC 等新技术的研发，研发投入或持续增长。我们预计公司 2023-2025 年研发费用率分别为 40.0%/42.5%/38.2%；预计公司 2023-2025 年销售费用率分别为 54.5%/53.0%/44.5%。

表 9：公司营收拆分及预测（按业务模式）

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	579.88	588.21	650.29	801.77
营收增速 (%)	7.20%	1.44%	10.55%	23.29%
营业成本	27.11	29.41	32.51	36.08
毛利润	552.77	558.80	617.77	765.69
毛利率	95.33%	95.00%	95.00%	95.50%
营业收入拆分：				
订阅收入	123.02	246.03	393.65	570.80
yoy	48.00%	100.00%	60.00%	45.00%
占总营收比例	21.20%	41.83%	60.54%	71.19%
授权收入	456.23	342.17	256.63	230.97
yoy	-0.20%	-25.00%	-25.00%	-10.00%
占总营收比例	78.70%	58.17%	39.46%	28.81%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

6.2 估值与投资评级

根据我们盈利预测数据，预计公司 2023-2025 年营收分别为 5.88/6.50/8.02 亿元，营收增速分别为 1.4%/10.6%/23.3%；归母净利润-0.59/-0.66/0.03 亿元。由于公司在订阅转型初期可能出现亏损，故我们采取 PS 估值法对公司进行估值。公司是国内 PDF 的龙头企业，参考有类似业务的金山办公、万兴科技的估值水平，同时考虑到公司未来有望通过渠道转型抢占更多市场份额，我们给予公司 2024 年 20 倍 PS，对应目标市值 117.0 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10: PS 估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿 元)	营业收入 (ifind 一致预测) (亿元)			P/S		
		2023/8/31	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688111.SH	金山办公	1,821.95	50.36	67.58	89.87	36.18	26.96	20.27
300624.SZ	万兴科技	124.32	15.25	19.07	23.28	8.15	6.52	5.34
平均						22.17	16.74	12.81
688095.SH	福昕软件	86.31	5.88	6.5	8.02	14.68	13.28	10.76

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

- 1. 订阅制转型推进不及预期的风险：**公司目前处在订阅制转型期间，若客户对订阅制接受程度较低，可能导致公司转型战略推进受阻；
- 2. 转型期间公司财务状况下滑的风险：**因订阅制的收费模式、一次性收费金额均不及传统一次性授权模式，在转型过程中公司可能出现营收、利润等财务指标下滑的风险；
- 3. AI 等新技术研发不及预期：**公司持续投入研发前沿技术，并赋能于产品，若新技术的研发进度不及预期，公司产品竞争力或下滑；
- 4. 市场竞争加剧的风险：**公司所处行业市场竞争较为激烈，且部分海外竞争对手起步较早，规模较大，公司未来面临的市场竞争可能加剧；
- 5. 海外经营风险：**公司收入主要来自海外，海外经营市场存在较多不确定性，若海外政治、经济环境发生变化，有可能对公司经营造成影响。

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

姜悒非，计算机行业研究员，悉尼大学商学硕士，2023 年加入信达证券研究所，主要覆盖金融 it、网络安全等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。