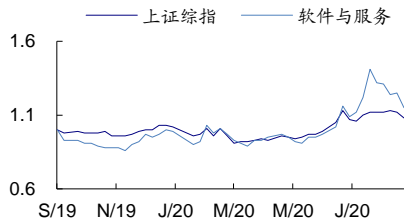


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《信息安全深度剖析 1: 从奇安信看信息安全新玩法、新技术、新市场和新格局》——2020-07-09
- 《医疗信息化行业快评: 上海市将互联网医疗纳入医保报销, 互联网医疗再下一城》——2020-02-23
- 《医疗信息化行业快评: “疫情+再融资” 新规双推动医疗信息化蓬勃发展》——2020-02-17
- 《信息安全行业动态点评: 等保 2.0 国家标准落地, 信息安全行业将加速成长》——2019-05-14
- 《医疗信息化行业动态点评: 国家医保信息平台招标工作结束, 将带动各级医保及商保信息化投入》——2019-05-10

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 于威业

电话: 0755-81982908
E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519050001

证券分析师: 库宏彦

电话: 021-60875168
E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

证券分析师: 朱松

E-MAIL: zhusong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520070001

行业专题

PDF 群雄逐鹿: Adobe、金山、福昕各领风骚

● 全球 PDF 空间广阔, 国内市场亟待开发

随着电子阅读的兴起, 以及 PDF 版式文件相比 Word 文档的优势, PDF 应用持续渗透。根据 Adobe 在 2019 年 PDF 部分 12.25 亿美元收入反推, 当前全球 PDF 市场约为 20 亿美金左右。如果根据当前 1.64 亿台 PC 出货量(假设付费意愿 30%)和约 15 亿部手机出货量(假设付费意愿 10%)测算, 全球 PDF 远期市场空间将达到 400 亿美金以上。按照同样逻辑, 国内也有 90 亿美金的 PDF 市场。随着信创领域的推广, 以及正版化的持续提升, 国内市场有望逐步释放。

● 22 年市场有望达到百亿美金, 国内厂商有望持续发力

除了办公信息化的持续普及, SaaS 化和正版化也在加速 PDF 市场的渗透。Adobe 文档业务年度经常性收入由 2012 年的 0.49 亿美元增至 2019 年的 10.9 亿美元, 期间年复合增速达 55.76%。同时, 全球 PC 软件盗版率也由 11 年的 42% 下降为 17 年的 37%。多种因素持续催化 PDF 商业市场, 根据 Adobe 测算, PDF 文档相关业务潜在市场规模 (TAM) 2020 年到 2022 年可达到 53 亿、75 亿、130 亿美元, 复合增速仍保持在 56.6%。虽然 Adobe 在全球和国内市场均占据了极高的市场份额, 但是以福昕为代表的国产厂商凭借技术优势和高性价比, 也在不断开拓。国内市场即将开启, 也吸引众多厂商“班师回朝”, 国产厂商在国内外竞争均有一定优势, 看好国内 PDF 厂商持续发展。

● 投资建议: 重点关注福昕软件、万兴科技、金山办公

虽然 Adobe 是全球 PDF 龙头, 但是国内厂商也证明了自身的技术竞争力。福昕软件收入呈现加速态势, 虽然九成收入来自国外, 但公司也成立了中国区事业部, 加大国内的投入, 公司“互联 PDF”也是 PDF 技术领域的又一大创新。万兴科技办公软件收入占比仅为 14%, 但其 PDFelement 也是在全球市场的终端用户超过 2 亿, 企业用户超过 50 万, 产品以 OCR 作为产品的亮点, 实施差异化战略。金山办公在收购完成后, 将持有数科网维 67.52% 的股份, 金山的 Office 软件和数科的 OFD 在信创市场有望形成广泛协同。

● 风险提示

国内正版化和商业化市场开拓不及预期; 国内外市场竞争加剧。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
688095	福昕软件	无评级	332.00	15982	2.58	3.84	128.68	86.46
300624	万兴科技	增持	67.87	8827	0.98	1.29	69.26	52.61
688111	金山办公	买入	331.10	152637	1.77	2.70	187.06	122.63

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

PDF 市场潜力大，国内市场亟待开发	4
电子阅读的兴起，PDF 应用达到高潮	4
用 Adobe 倒推 PDF 市场规模，市场空间巨大	4
PDF 使用量增长迅速，市场增速快	6
多重因素推动 PDF 市场发展，Adobe 是全球领导者	7
众多因素推动 PDF 市场发展，22 年全球市场有望破百亿美金	7
Adobe 是全球霸主，福昕等国产厂商蓄势待发	8
建议关注 PDF 生产商	10
Adobe: 云转型后订阅收入占比增加，Document Cloud 增速较快	11
福昕软件: 九成收入来自海外，国内市场逐步拓展	12
万兴科技: 2018 年回归国内市场，业绩稳定增长	16
数科网维: 我国自主 OFD 标准的版式阅读软件产品	18
风险提示	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1 Adobe 收入细分	4
图 2 全球智能手机出货量 (百万台)	5
图 3 PDF 搜索热度	6
图 4 Adobe DC 业务年度经常性收入 (亿美元)	7
图 5 全球 PC 软件盗版率情况	7
图 6 2022 年全球 PDF 市场预期	8
图 7 PDF 全球市场格局	8
图 8 Adobe 竞争对手营业收入 (百万美元)	9
图 9 Adobe 和 PDF 收入 (亿美元)	9
图 10 PDF 国内市场格局	9
图 11 Adobe 云产品体系	11
图 12 Adobe 营收及增速 (亿美元)	11
图 13 Adobe 净利润及增速 (亿美元)	11
图 14 Adobe 毛利率及净利率	12
图 15 Adobe 期间费用率	12
图 16 Adobe 订阅收入占比情况	12
图 17 福昕软件产品概况	13
图 18 福昕软件营收及增速 (亿元)	13
图 19 福昕软件归母净利润及增速	13
图 20 福昕软件毛利率及净利率	14
图 21 福昕软件期间费用率	14
图 22 福昕软件收入分产品情况	14
图 23 福昕软件产品收入按地区分类	15
图 24 福昕互联 PDF 功能	15
图 25 万兴科技营收及增速 (亿元)	16
图 26 万兴科技归母净利润及增速 (亿元)	16
图 27 万兴科技毛利率及净利率	16
图 28 万兴科技期间费用率	16
图 29 万兴科技收入按产品分类	17
图 30 万兴科技收入按地区分类	17
图 31 万兴科技产品结构	17
图 32 万兴科技 OCR 技术的功能及特点	18
图 33 数科网维 OFD 版式阅读软件主要功能	19
表 1: 全球个人计算设备出货量情况 (百万台)	5
表 2: Adobe PDF 的使用情况	6
表 3: PDF 所在类别分别在生产商收入的占比情况	9
表 4: 福昕和 Adobe 之间的定价差异	10
表 5: 各 PDF 产品对比情况	10
表 6: 福昕软件产品的客户服务类型	13
表 7: 数科网维产品体系	18

PDF 市场潜力大，国内市场亟待开发

电子阅读的兴起，PDF 应用达到高潮

PDF 在视觉呈现和系统稳定性方面有自己的优势。电子文档（Electronic Document），是文档在个人电脑、平板电脑、手机等电子设备上的视觉呈现形式，包括 PDF、Word、HTML 等。为形成一篇正式的商务文档（Business Document），使用者往往使用 Word 进行编辑，形成最终版后以 PDF 的形式进行发布，供读者阅读；如需直接将内容在网站上发布，则需要使用 HTML 的文档格式。PDF（Portable Document Format，意为“便携式文档格式”）是事实上的业界标准，应用最为广泛，它在视觉呈现和系统稳定性方面有自己的优势。

PDF 和 WORD 由不同的巨头厂商生产经营，PDF 属于 Adobe 的产品，而 WORD 由微软进行生产管理，但是两者却时常并列，可以相互转化，有时也相互替代。

PDF 诞生之初是为了电子打印，电子阅读的兴起，将 PDF 的应用推向新高峰。它能较好弥补 WORD 的一些缺点，使用者打开较大体量的 WORD 文档时常会有延迟，给使用者带来不便，使用体验也会大打折扣；同时，WORD 在传阅过程中容易被更改删减，这容易使阅读者产生信息上的偏差，显然是不合理的；WORD 不能在不同机器、不同操作系统上呈现出视觉内容完全一致的文档。由于视觉上的优势，PDF 成为和 WORD/EXCEL 并驾齐驱的产品。

PDF 的优势体现在它的原理上。PDF 的字符是以数字形式进行存储的，这些数字叫做“码位”（codepoint）。我们看到的 PDF 文档上的文字图片等，实际上 PDF 底层文件储存的是字体内容和一组在页面上“打印”字形的指令。PDF 就是电子版的“活字印刷”，所以它视觉效果好。这也是 Adobe 公司创立之初，开发一款桌面打印软件的理念。

用 Adobe 倒推 PDF 市场规模，市场空间巨大

用占比最高的 Adobe 收入进行倒推 PDF 市场规模。目前，多数资料很少有对 PDF 产品市场的测算，主要采用占比最高的 Adobe 收入进行倒推：Adobe 有三大部门：数字媒体，数字体验，出版。从收入看，数字媒体最高，2019 年实现收入 77 亿美金，数字体验实现收入 32 亿美金，出版的收入只有 2.5 亿美金。PDF 则属于数字媒体这一产品类型。

图 1 Adobe 收入细分

	2019	2018	2017	% Change
(dollars in millions) 2019 2018 2017 % Change				
Digital Media	\$ 7,707.0	\$ 6,325.3	\$ 5,010.6	22 %
Digital Media \$7,707.0 \$6,325.3 \$5,010.6 22 % Percentage of total revenue 69% 70% 69%				
Digital Experience	3,206.2	2,443.7	2,030.3	31 %
Digital Experience 3,206.2 2,443.7 2,030.3 31 % Percentage of total revenue 29% 27% 28%				
Publishing	258.1	261.0	260.6	(1) %
Publishing 258.1 261.0 260.6 (1)% Percentage of total revenue 2% 3% 3%				
Total revenue	\$ 11,171.3	\$ 9,030.0	\$ 7,301.5	24 %

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

PDF 属于 Adobe Document Cloud (文档云) 项目内。数字媒体业务的旗舰产品是 Adobe Creative Cloud(创意云), 会员可以在台式机、Web 和移动设备上使用与 Adobe Cloud 交付的服务集成的 Adobe Creative 产品。Adobe Creative Cloud 包含 Photoshop, Illustrator, Premiere Pro, Lightroom, InDesign, Adobe XD 和许多其他创意应用程序; PDF 则属于 Adobe Document Cloud(文档云) 项目内, 包括 Adobe Acrobat 和 Adobe Acrobat Reader、Adobe Sign 和 Adobe Scan。

目前全球 PDF 市场收入规模约为 20 亿美金。通过拆分数字媒体收入可知, 2019 年, 创意云收入达到 73.1 亿美金, Document Cloud 实现收入 12.25 亿美金, 比 2018 年 9.82 亿美金高, 增速约为 25%, 一部分是从以前卖 License 转化为订阅付费而来, Document Cloud 的 12.25 亿美金收入基本是 PDF 及相关周边产品的收入合计。Adobe 大约占比全球市场 55%, 所以目前全球 PDF 市场收入规模约为 20 亿美金左右。

计算 PDF 市场空间的第二个方法是测算 PC 及移动手机端的数量。理论上来说一个终端配一个账号, 但是会存在部分重合, 不过这部分重合在付费的时候才体现出来。目前 ADOBE 阅读是免费的, 其它的附加功能均要收费: Standard 版的授权收费是 239 美金, 进阶版是 359 美金。长期订阅 Standard 版每月需要支付 12.99 美元, 单月一次性订阅则每月需要支付 22.99 美元。

PC 端测算: 首先对全球市场进行测算, 2018 年全球个人计算设备出货量为 4.07 亿台, 其中桌面电脑、笔记本电脑、可变形平板及平板电脑的出货量分别为 0.94 亿台、1.64 亿台、0.21 亿台及 1.29 亿台, 可见笔记本电脑出货量占据主要市场份额, 这也是 PDF 的主要使用场景之一。

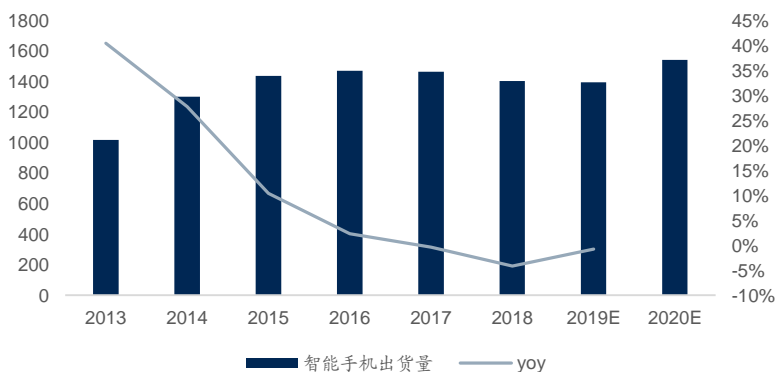
表 1: 全球个人计算设备出货量情况 (百万台)

类别	2018 年	占比	2022 年预计	占比	期间年复合增速
桌面电脑及桌面工作站	93.7	23.02%	82.3	21.76%	-3.19%
笔记本及移动工作站	164.1	40.32%	166.6	44.04%	0.38%
可变形平板	20.7	5.09%	28	7.40%	7.84%
平板电脑	128.5	31.57%	101.4	26.80%	-5.75%
总计	407	100.00%	378.3	100.00%	-1.81%

资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

手机端测算: 2018 年手机出货量约为 14 亿部, 同比下降 4.1%, 预计到 2023 年出货量约 15.4 亿部。智能手机每年约 15 亿部的出货量使其成为目前 PDF 等通用应用软件重要的应用市场。

图 2 全球智能手机出货量 (百万台)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

PC 端使用率高达 90%以上，但是并不是每个人都愿意在手机端购买付费的 PDF 产品，可以假设 10%的手机用户愿意付费(剔除 PC 端购买了账号的人群)，那么手机端空间为 218 亿美金的订阅年收入；PC 端按照 30%付费意愿，年订阅收入体量在 187 亿美金，二者合计 405 亿美金订阅收入空间，目前 Adobe 收入 11 亿美金，过往 5 年每年复合增速 56%，即使年增速 40%，也还存在约 40 倍空间。

国内市场仍然是一个亟待开发的市场。国内市场主要集中在笔记本电脑，PC 联想出货量 6500 万台，按照 30%付费意愿，对应市场空间为 30 亿美金；手机出货 3.72 亿部，按照 10%付费意愿，市场空间为 60 亿美金，二者合计 90 亿美金市场。目前由于企业以及个人的付费习惯刚刚开始，Adobe 占比最大，根据福昕软件 2019 年年报，它的收入 3.68 亿中，大部分还来源于海外，因此国内市场仍然是一个亟待开发的市场。

PDF 使用量增长迅速，市场增速快

PDF 使用量近年来快速增长。以 Adobe 为例，Adobe Reader 使用人数从 2016 年的 2.4 亿增加到 3.4 亿，复合增长率达到 39%；使用 Adobe Reader 打开文件的数量 2018 年达到 195 亿，复合增长率为 59%；Adobe Acrobat 的使用人数从 2016 年的 0.36 亿增长到 2018 年的 0.78 亿，复合增长率达到 216%，打开文件的数量在 2018 年达到 8.67 亿个（CAGR 为 290%）。

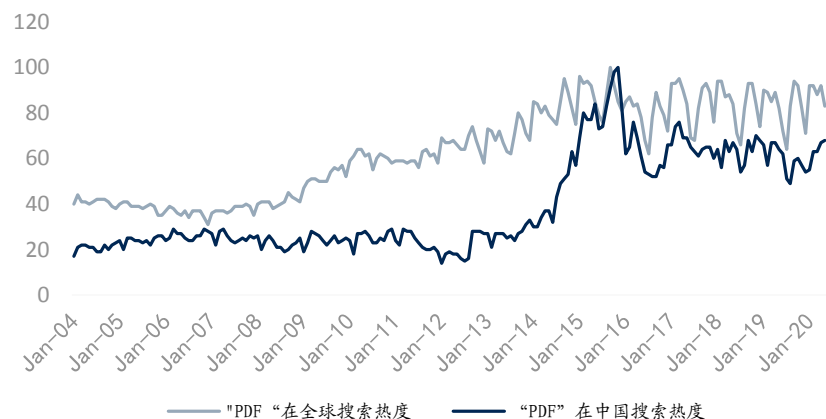
表 2: Adobe PDF 的使用情况

产品分类	相关参数	2016 年	2018 年	CAGR
Adobe Reader	使用人数	2.4 亿	3.4 亿	39%
	打开文件的数量	123 亿	195 亿	59%
	最大页数	226,882	816,960	-
Adobe Acrobat	使用人数	0.36 亿	0.78 亿	216%
	打开文件的数量	2.98 亿	8.67 亿	290%

资料来源:PDF Association、国信证券经济研究所整理

付费用户主要集中在 Acrobat，但渗透率低。全球 60 亿人中，使用 PDF 阅读功能的人数在 2018 年达到 3.4 亿人，2019 年大约 4.8 亿人，付费用户主要集中在 Acrobat 的使用上——2019 年约有 1.4 亿人使用 Acrobat，但是全球渗透率还比较低。

图 3 PDF 搜索热度



资料来源: google trend, 国信证券经济研究所整理

多重因素推动 PDF 市场发展，Adobe 是全球领导者

众多因素推动 PDF 市场发展，22 年全球市场有望破百亿美金

信息化办公推动 PDF 市场稳定增长。在全球信息化发展的现状下，众多因素推动 PDF 的快速发展，首先个人电脑、智能手机等终端设备的发展增加了市场文档交换的需求，而 PDF 符合文档交换的格式标准，存在一定的市场前景。在智能手机方面，2015 年以后，全球智能手机开始进入成熟发展阶段，总体市场增速放缓，但智能手机每年约 15 亿部的出货量仍使其成为目前 PDF 等通用应用软件重要的应用市场。根据 Gartner 的预测，全球 IT 支出中软件增速最快，预计 2020 年达到 5070 亿美元，近年复合增速达到 10.48%。

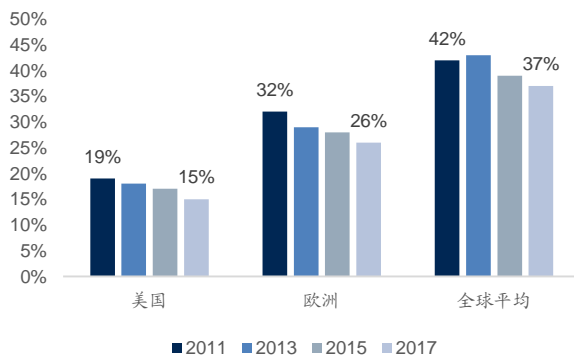
SaaS 化和正版化推动 PDF 的快速发展。云服务因为其灵活性、可降低 IT 维护成本等优势已成为当前全球 IT 产业公认的发展方向，PDF 作为 SaaS 中的一种通用型软件，也受益于云服务市场的不断增长。从 Adobe Document Cloud 业务来看，其年度经常性收入由 2012 年的 0.49 亿美元增至 2019 年的 10.9 亿美元，期间年复合增速达 55.76%，SaaS 化转型收效显著。另一方面，全球软件正版化趋势持续，全球软件盗版率由 2011 年的 42% 下降至 2017 年的 37%，年均下降 0.83 个百分点。SaaS 的持续推动也起到了打击盗版的作用，因为正版化持续将挖掘大量潜在的 PDF 市场。我国是正版化率较低的市场，因此国家也推行多个政策推行软件正版化，2017 年各级党政机关共采购操作系统、办公和杀毒软件 127.7 万套，采购金额达 6.12 亿元；中央企业和金融机构共采购操作系统、办公和杀毒软件 245.11 万套，采购金额 21.45 亿元。因此对于我国来说，正版化将持续催化 PDF 市场的发展。

图 4 Adobe DC 业务年度经常性收入（亿美元）



资料来源：adobe 年报、国信证券经济研究所整理

图 5 全球 PC 软件盗版率情况



资料来源：BSA、国信证券经济研究所整理

2022 年潜在市场有望达到 130 亿美金。根据 Adobe 测算，PDF 文档相关业务潜在市场规模（TAM）2020 年可达 53 亿美元，2021 年可达 75 亿美元，而 22 年将达到 130 亿美元，复合增速仍保持在 56.6%。根据 Adobe 预期，22 年市场中有 70 亿美金是 PDF 编辑应用（acrobat），主要来自 PDF 种类增长和应用扩展、传统用户千亿、移动设备的使用等；还有 60 亿美金是 PDF 云服务平台，主要来自电子签名、嵌入式 PDF 即服务、智能文档服务等。

图 6 2022 年全球 PDF 市场预期

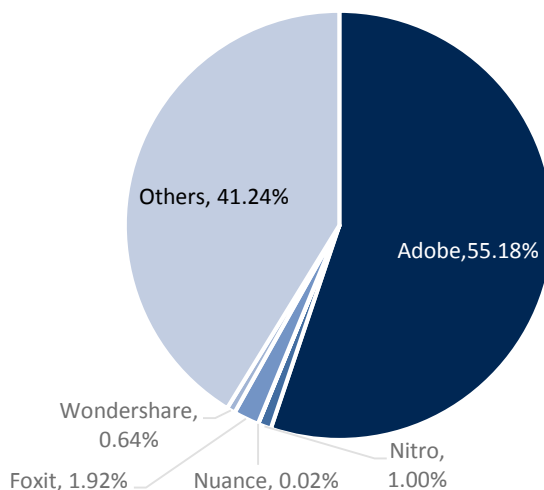


资料来源：Adobe 财报，国信证券经济研究所整理

Adobe 是全球霸主，福昕等国产厂商蓄势待发

Adobe 全球市场占比最高。Adobe 作为全球最大的 PDF 电子文档软件产品提供商，它的产品 Adobe Acrobat DC 具有最高的市占率（55.18%），处于市场领先地位；Foxit（福昕）和 Nitro（澳大利亚公司）分别占有 1.92% 和 1% 的市占率，为全球第二、第三大的 PDF 提供商。

图 7 PDF 全球市场格局

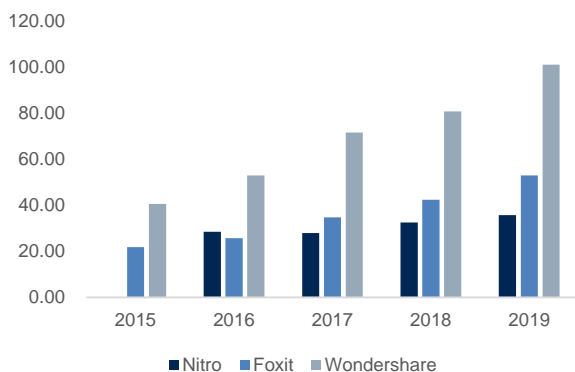


资料来源：Datanyze，国信证券经济研究所整理

Adobe Document Cloud 的收入远高于其他竞争对手。Adobe 在全球 PDF 领域竞争对手主要是福昕、万兴和 Nitro，三家公司的整体收入体量均远低于 Adobe。Nitro 在全球 144 个国家和地区实现销售，但目前依然是亏损中；万兴收入中 PDF 占比仍然较小；福昕聚焦于 PDF，是 Adobe 全球市场中的有力竞争者。Adobe Document Cloud 的收入为公司在 PDF 类别中的云化收入，2019 年 Document Cloud 收入为 12 亿美元，而福昕软件和万兴科技在办公类产品/服务的收入仅为

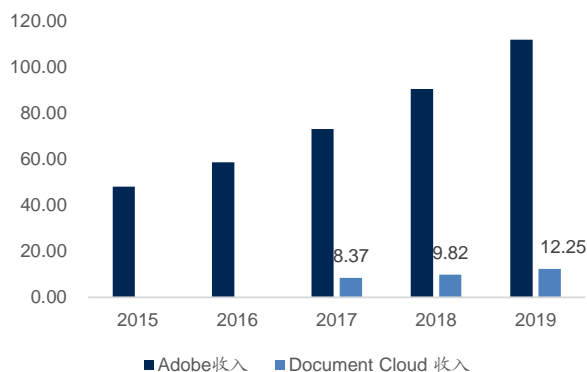
0.42 亿美元和 0.14 亿美元。

图 8 Adobe 竞争对手营业收入（百万美元）



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

图 9 Adobe 和 PDF 收入（亿美元）



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

Adobe 和福昕软件办公类收入占比较高，办公类产品/服务收入分别占 Adobe 和福昕软件总收入的 69%和 80%，而万兴科技中，办公类产品/服务收入仅占总收入的 14.17%，但占比在逐步提升。

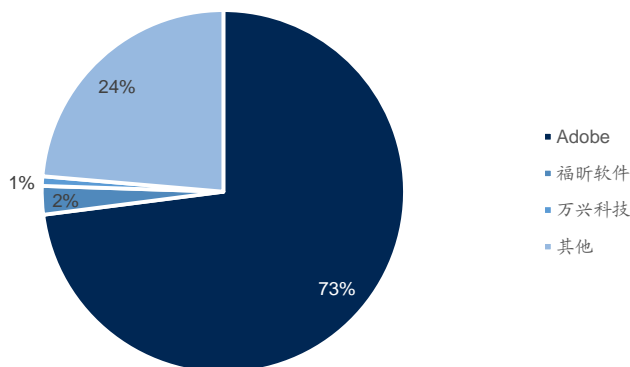
表 3: PDF 所在类别分别在生产商收入的占比情况

	2015	2016	2017	2018	2019
Digital Medi 占总收入比重	65.00%	67.00%	69.00%	70.00%	69.00%
福昕软件办公类产品/服务收入占总收入比重	69.39%	73.70%	82.67%	78.31%	80.57%
万兴科技办公类产品/服务收入占总收入比重	-	11.20%	11.38%	10.29%	14.17%

资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

PDF 国内市场有望开启。PDF 在海外被广泛使用的一个外部因素是它已经成为美国档案管理法律强制要求使用的文件存储格式，因为美国和欧洲的大多数公司需要使用 PDF 存储已经归档的文件。而在国内，国家对版式文档重视程度也越来越高。2011 年，国家电子文件管理部际联席会议将电子文件格式标准列为十二五重点任务。2016 年版式文档格式标准 OFD 国家标准正式发布。国内 Adobe 市占率依然最高。Adobe Acrobat DC 在中国的市占率为 72.97%，福昕软件和万兴科技分别为 2.54%和 0.85%。相比于国外 PDF 商用环境，国内过去一直较差，随着正版化的要求及政府采购市场的爆发，国内厂商在国内市场有望快速增长。

图 10 PDF 国内市场格局



资料来源：Datanyze，国信证券经济研究所整理

国外高性价比竞争，国内市场方兴未艾，国产 PDF 厂商蓄势待发。国外市场来看，Adobe 全面推行 SaaS 化产品后，较高的定价以及激进的转云过程中，必然会失去部分客户。而福昕高性价比的优势就得以体现，即使同样的订阅产品，福昕价格平均比 Adobe 低了 30%。福昕以国内工程师团队为研发主体，成本端较有优势，因此即使定价较低也具备可观的盈利能力。同时，互联网巨头谷歌、亚马逊等也是福昕客户，也验证了其达到国际一线厂商的技术实力。另一方面，国内信创市场有望推动 PDF 应用的大规模采购，也为国内厂商带来了新的市场机会。国产 PDF 厂商发展值得期待。

表 4: 福昕和 Adobe 之间的定价差异

地区	版本	订阅方式	发行人 (a)	Adobe (b)	价格差异 (c=(a-b)/b)
美国地区	标准版	按月订阅	14.99 美元	22.99 美元	-34.80%
		按年订阅	99.00 美元	155.88 美元	-36.49%
		连续包月	/	12.99 美元	/
	商业版/专业版	按月订阅	16.99 美元	24.99 美元	-32.01%
		按年订阅	132.00 美元	179.88 美元	-26.62%
		连续包月	/	14.99 美元	/
欧洲地区	标准版	按月订阅	14.99 欧元	22.99 欧元	-34.80%
		按年订阅	99.00 欧元	155.10 欧元	-36.17%
		连续包月	/	12.99 欧元	/
	商业版/专业版	按月订阅	16.99 欧元	24.99 欧元	-32.01%
		按年订阅	132.00 欧元	178.98 欧元	-26.25%
		连续包月	/	14.99 欧元	/

资料来源:福昕软件公司、国信证券经济研究所整理

建议关注 PDF 生产商

国产化背景下，国内 PDF 厂商逐步发展。占领国内 PDF 市场的主要有 Adobe、福昕软件、万兴科技以及数科网维，但是 Adobe 毋庸置疑占据着最大的市场份额。在国产化背景下，我国自主生产的 PDF 产品也在逐步成熟，福昕软件能够提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务；万兴软件的 PDF element 拥有能够识别超过 25 种语言的 OCR 光学图文识别技术；数科网维专注于 OFD 版式技术研究，是国内自主研发 OFD 的厂商之一。

表 5: 各 PDF 产品对比情况

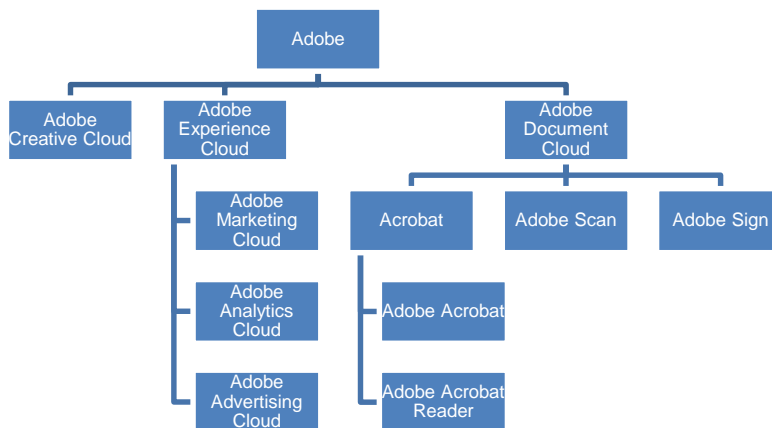
	Adobe	福昕高级 PDF 编辑器	万兴 PDF 专家	数科网维 OFD 阅读器
2019 年该类产 品收入	12.24 亿美元 (约为 85.68 亿人 民币)	2.97 亿元	0.99 亿元	0.97 亿元
会员费用	标准版: 239 美元; Pro 版: 359 美元	标准版: 一年 240 元; 两 年 432 元; 三年 576 元 企业版: 一年 360 元; 两 年 648 元; 三年 864 元	专业版: 3 个月 199 元; 1 年 299 元; 终身会员 499 元 标准版: 3 个月 159 元; 1 年 199 元; 终身会员 399 元	数科 OFD 文档处理软件政务版: 900 元 数科文件转换迁移系统: 30 万元 数科文档安全外带系统: 30 万元 数科阅读安全增强系统: 30 万元 数科文档网页轻阅读系统: 30 万元 数科纸质发文隐藏系统: 30 万元
产品定位	能够跨越电脑、网页和移动设备 进行业务的无缝对接, 可以使用 移动设备, 随时随地安全地处理 文档。	专业的电子文档技术解决 方案提供商	全方位的 PDF 解决方案, 轻 松提升文档处理效率, 国内优 秀的 Adobe Acrobat 替代方 案。	拥有 PDF 功能, 又能根据公务办公特点 提供拓展功能的阅读器
主要客户群体	全球市占率达到 50% 以上, 中 国市占率 70% 以上, 客户众多, 覆盖范围广, 例如联想、飞利浦 等	客户包括国内外各类政务、 金融、制造、通讯等企业, 2019 年境外收入占比超 90%, 其中 Dell 为其年度 最大客户, 主要客户还包括 谷歌、亚马逊、JP 摩根、 松下等等。	主要面向各类企业 (例如中国 联通、国家电投、天祥集团、 法国东方汇理银行等), 2019 年境外收入占 90% 左右, 目 前正在面向学生群体推出教 育市场专享优惠	党政机关

资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

Adobe: 云转型后订阅收入占比增加, Document Cloud 增速较快

2008 年逐步开始云转型。Adobe 是全球最大的软件公司之一, 自 1982 年成立以来不断研发新产品, 例如 Adobe Photoshop、Premiere、Illustrator 等均为公司的经典软件之一。2008 年, 公司在业务瓶颈期以及金融危机的刺激下开始逐步进行云转型, 并于 2017 年正式成立以 Adobe Creative Cloud、Adobe Experience Cloud 以及 Adobe Document Cloud 构成的云服务体系。Adobe 的 PDF 产品——Adobe Acrobat DC 就属于 Adobe Document Cloud 里的一块业务。

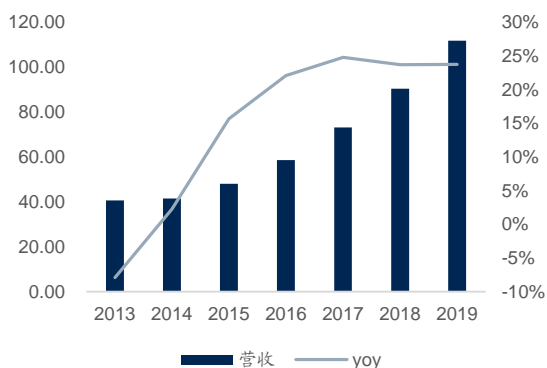
图 11 Adobe 云产品体系



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

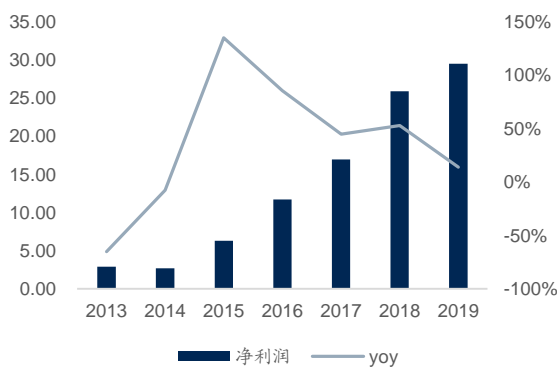
2013 年阵痛期后营收不断上涨。2013 年公司正处于云转型前期, 由于传统永久许可收入迅速下降, 费用并没有随收入的下降而减少, 导致公司总收入与净利润迅速下降, 全年收入下滑 8%, 净利润下滑 65%。然而, 公司股价却受益于积极转型一路走高, 在 2013 年公司股价上涨 59%, 均大幅领先于同期纳斯达克指数的涨幅水平, 表明了市场对 Adobe 转型前景的看好。经过六年的不断增长并受益于云市场的逐步开拓, 公司在 2019 年总营收达到了 111.71 亿美元, 同比上涨 23.71%, 净利润达到 29.51 亿美元, 同比增速为 13.89%。

图 12 Adobe 营收及增速 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 13 Adobe 净利润及增速 (亿美元)

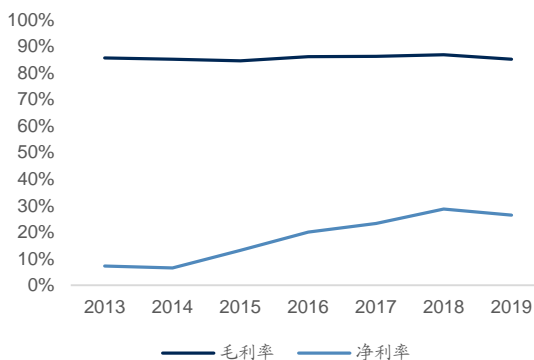


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

议价能力高, 毛利率稳定, 研发投入加大。Adobe 作为全球最大的软件企业之一, 拥有较强的客户黏性, 因此拥有较强的议价能力, 其毛利率近年来一直保持着较稳定的水平, 均在 85% 以上。净利率也在云转型完成后逐步回升, 2020 年三季度净利率已经提升至 32%。公司销售、管理和研发费用率整体均有下降, saas 转型后研发和销售的规模效应明显, 而研发费用率一直保持着稳定的水平, 可以看出公

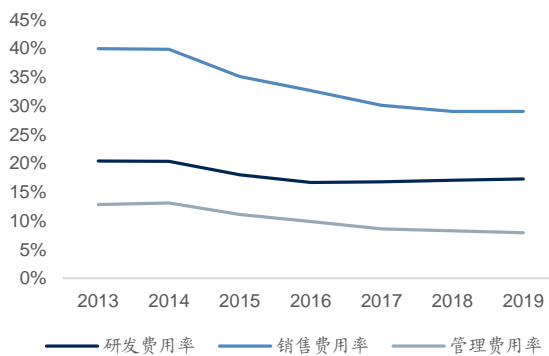
司在研发方面的投入在不断加大。

图 14 Adobe 毛利率及净利率



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

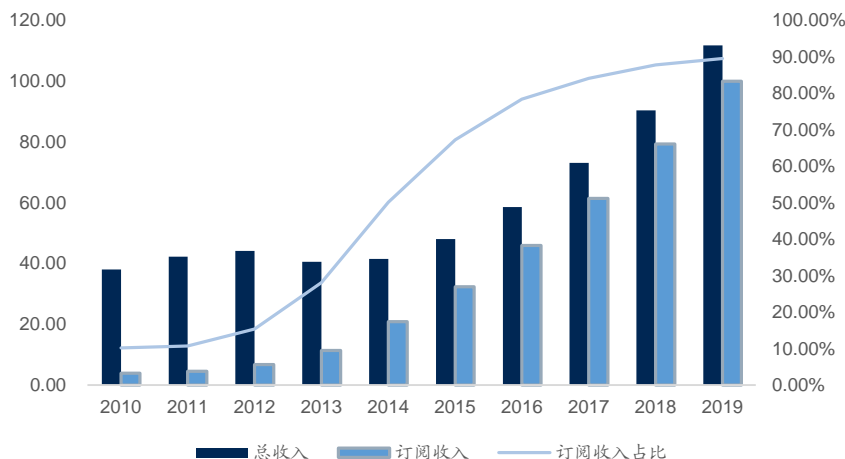
图 15 Adobe 期间费用率



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

云转型顺利，订阅收入占比逐年上升。凭借 Adobe 各产品线极高的市占率，公司 SaaS 转型顺利，Photoshop、PDF 等多款云化产品已经被市场广泛接受。因此公司订阅收入占比连年上涨，由 2010 年的 10.18% 已经上升为 2019 年的 89.47%，并于 2020 年上半年达到了 91.64%。

图 16 Adobe 订阅收入占比情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

良好的安全性为用户使用提供保障。公司于 2015 年发布 Adobe Document Cloud，实现了文档在不同设备上的流通性，用户只需将文档上传到云端或者通过 Adobe Scan（一款能够自动捕捉文档内容并将其转换为 PDF 的免费扫描工具）扫描制作成 PDF 文档，便可在电脑、手机等移动设备进行编辑，实现随时随地办公。与其他 PDF 产品不同的是，Adobe DC 能够利用对 Citrix XenApp、XenDesktop 和 VMware Horizon 中指定用户的全新支持，确保远程访问 Acrobat 的安全性，为用户提供安全保障。这一板块在 2019 年占总收入比重近 70%，这一业务总收入也达到了 77 亿美元。

福昕软件：九成收入来自海外，国内市场逐步拓展

福昕拥有一套完全自主知识产权的 PDF 技术体系。福昕软件的主营业务是在全球范围内向各行各业的机构及个人提供 PDF 电子文档软件产品及服务，自 2001 年成立以来，在 PDF 电子文档领域已经有近 20 年的技术经验积累和专业领域的研究，并且已经建立起一整套拥有自主知识产权的 PDF 技术体系。作为国际 PDF 标

准组织核心成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员,“Foxit”也是中国为数不多的具有全球影响力和竞争力的国际软件知名品牌。

图 17 福昕软件产品概况



资料来源:公司招股书,国信证券经济研究所整理

公司提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务,广泛应用于各领域。福昕软件提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务,比如文档生成、显示、转换、安全分发管理等功能。主要产品包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案以及基于企业内部服务器及云端的 PDF 相关独立产品,并针对不同客户群体设计出不同的产品,目前已经被广泛应用于政府、能源、出版、金融、法律等众多行业和领域。

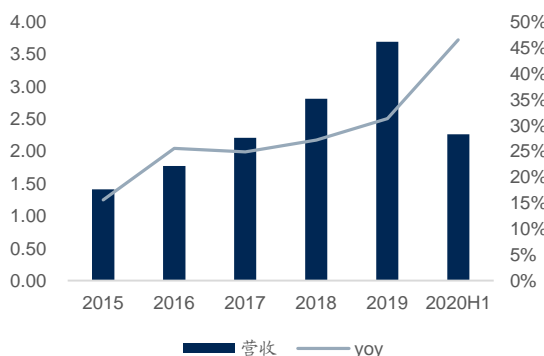
表 6: 福昕软件产品的客户服务类型

产品	客户类型
PDF 编辑器与阅读器	个人终端用户、大中小企业及机构用户(如政府、能源、银行、保险、法律等)
开发平台与工具	需要在软件中嵌入 PDF 组件的软件开发个人、软件业企业或企业 IT 部门
企业文档自动化解决方案	存在文档处理、存储需求的企业用户
PDF 工具及在线服务	主要为个人客户及中小企业客户

资料来源:公司招股书,国信证券经济研究所整理

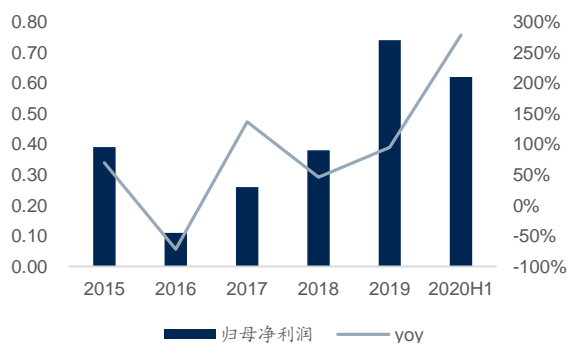
收入呈现加速态势,积极布局垂直市场。2019 年公司营业收入达到 3.69 亿元,同比增长 31.35%,近三年来增速呈现稳步上升的趋势;2019 年的归母净利润达到 7413.57 万元,同比增速达到 92.62%,净利润增速涨幅较大的原因是加大了谷歌付费搜索引擎等广告方面的投入,与戴尔等渠道商建立合作关系,积极布局垂直市场,同时实现了多方面市场开拓。根据公司的二季报,2020 年上半年公司营业总收入达到 2.26 亿元,同比上升 46.55%,疫情对公司影响有限。

图 18 福昕软件营收及增速(亿元)



资料来源:各公司年报、国信证券经济研究所整理

图 19 福昕软件归母净利润及增速

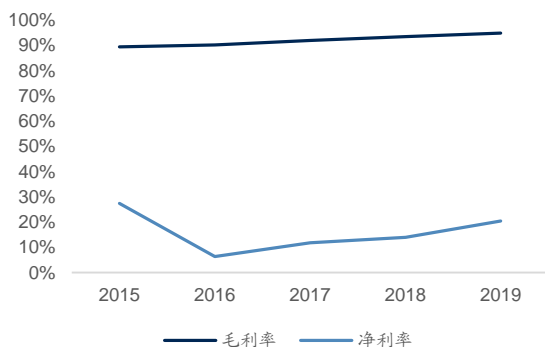


资料来源:各公司年报、国信证券经济研究所整理

标准化产品导致毛利率逐年上涨。公司毛利率呈现逐年上涨的趋势，在2019年达到了94.82%，主要是由于公司的主要产品均为标准化产品，可复制性强，边际成本较低，在销售收入增长时，变动成本仅小幅增长，因此毛利率有所上涨。主要产品PDF编辑器与阅读器的收入增长较快，毛利率从2016年的89.94%增长到2019年的96.04%，并且成本相对固定，也是公司综合毛利率上涨因素之一。公司在净利率方面同样逐年提升，在2019年达到20.41%，但是2016年净利率仅有6.33%，主要原因是当年公司收购Sumilux US的剩余股权，确认了投资损失与营业外收入，因此对净利率产生一定影响。

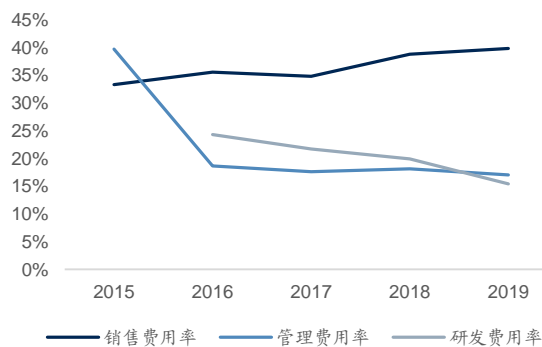
销售费用率增加，研发费用率降低。在期间费用方面，公司近年来不断开拓市场，销售人员增多；加大产品推广力度，广告费用大幅增加；与渠道商戴尔开展合作，增加了合作推广费，因此销售费用率从2015年33.33%增长至2019年的39.84%，呈现上升态势。公司管理和研发费用率保持下降趋势，研发费用率从2016年的24.47%降低至2019年的15.35%。公司产品标准化程度高，研发的规模效应逐步显现。

图 20 福昕软件毛利率及净利率



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

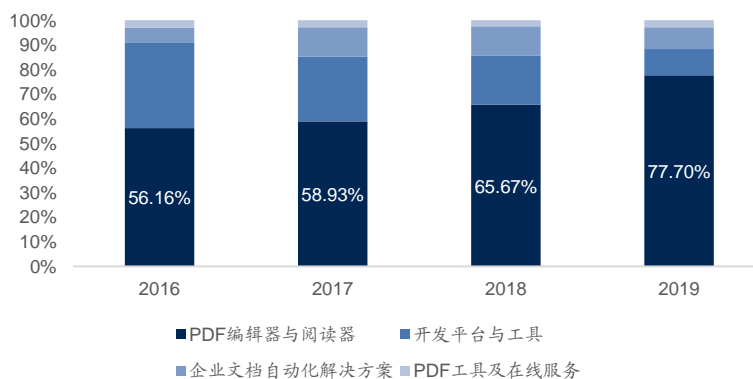
图 21 福昕软件期间费用率



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

PDF编辑器与阅读器的收入占比快速增长。从营业收入按产品分类来看，PDF编辑器与阅读器、开发平台与工具及企业文档自动化解决方案是公司主要收入来源，占营业收入的比例分别为97.04%、97.22%、97.60%和97.04%。其中，PDF编辑器与阅读器的收入占比从2016年的56.16%增长至2019年的77.7%，近三年的复合增长率达到了36.39%。该产品主要通过向用户提供软件授权、维护服务以及软件使用的订阅服务来收取费用。随着产品功能日渐完善，品牌效应突显，市场认可度提高，从而实现快速增长。

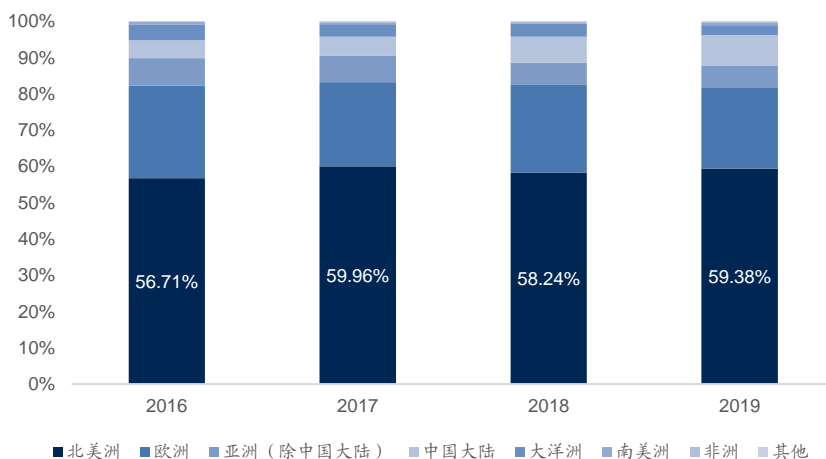
图 22 福昕软件收入分产品情况



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

福昕主要面向海外市场，国内市场在逐步提升中。从营业收入按地区分布来看，公司的营业收入主要来自于海外，近四年来海外收入占比达到了 95.03%、94.78%、92.81%、91.60%，主要以欧美区域的收入为主。而中国大陆的收入占比较低，分别为 4.97%、5.22%、7.19%、8.40%，公司在中国区域的收入占比也在逐步提高。公司近年签署了中铁建、中国电力工程顾问集团、科大讯飞等国内大客户。同时，公司也加强了中国区业务的布局，成立中国区事业部，积极响应国家在软件正版化和信创领域的部署

图 23 福昕软件产品收入按地区分类



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

“**互联 PDF**”技术成为该领域一大创新。PDF 编辑器与阅读器产品是公司核心产品，包括 Foxit PhantomPDF、Foxit Reader 和 Foxit PDF Reader Mobile，这些产品均基于公司自主研发的核心技术体系而形成，拥有体积小、速度快、跨平台、互联 PDF、PDF 文档无障碍阅读等创新特色功能。其中，“互联 PDF”是福昕在 PDF 标准、应用领域的一大创新，该技术可以将文件、人、系统和位置形成一个基于文档的超链接网络，增强文档安全管理能力和协作的方便性，满足了企业和政府组织对机密文档既需要严格保护、又需要方便流转的双重需求，这一技术已被广泛使用于政府、军事、企业甚至个人的文档化信息保护领域。

图 24 福昕互联 PDF 功能

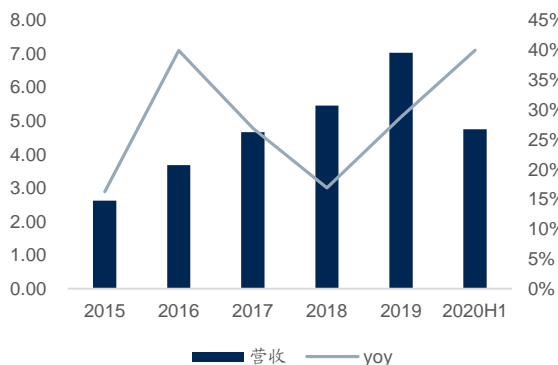


资料来源：香橙会，国信证券经济研究所整理

万兴科技：2018年回归国内市场，业绩稳定增长

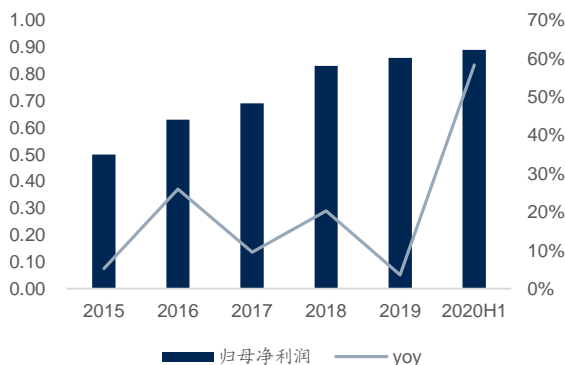
公司自2018年上市以来，业绩保持稳定增长。万兴科技是一家全球领先的消费类软件厂商，公司从2003年成立，就着眼于海外的数码影像编辑市场，2017年开始逐步回归中国，2018年A股上市。2019年营业总收入达到7.03亿元，同比增长28.78%；归母净利润为8626万元，同比增长4.35%。根据公司的半年报，尽管受到疫情影响，公司上半年营收依旧增长迅猛，达到了4.75亿元，同比增长39.96%；归母利润达到0.89亿元，同比增长58.31%。

图 25 万兴科技营收及增速（亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

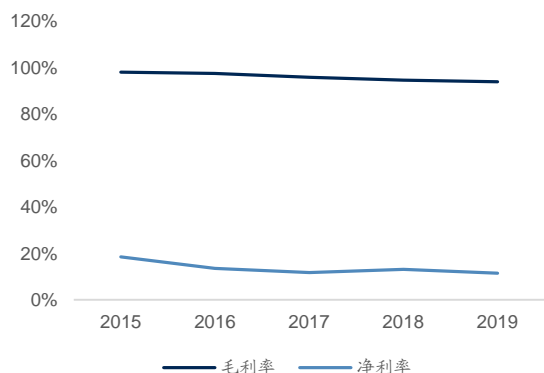
图 26 万兴科技归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

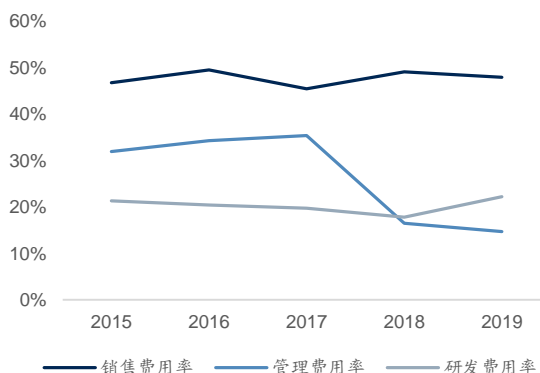
毛利率有所下降，研发投入加大。近年来毛利率有所下降，公司的智能家居业务逐渐放量从而拉低毛利率，而消费类软件业务一直保持较高的毛利水平，2019年消费类软件业务的毛利率达到了97.68%。公司的期间费用率较为平稳，研发费用率在2019年达到了22.11%，呈现上升趋势，可见公司在回师归国内市场后，针对国内市场的研发投入不断加大。

图 27 万兴科技毛利率及净利率



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

图 28 万兴科技期间费用率



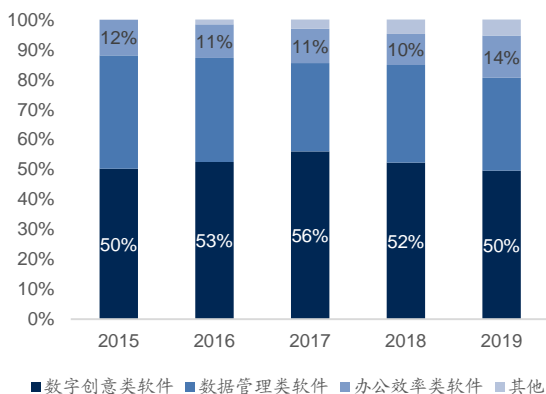
资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

收购亿图带动办公效率类软件收入占比提升。从产品分类来看，公司主要收入来源于数字创意类软件和数据管理类软件，在2019年分别达到了49.51%和31.01%的收入占比，而办公效率类软件仅占比14.17%，但是与往年同期相比有较为明显的提升，主要是由于2019年亿图软件的收购导致。

营收主要来自海外，但国内收入占比逐年上升。从地区分类来看，公司主要营业收入来自于海外，近三年海外营收占比达到了90%以上。不过公司在2017年逐步回归中国，在营销方面拓展与淘宝店铺、分销商、电商网站等渠道的合作，逐渐打开中国市场后，国内收入占比迅速提升，从2017年的2.94%的占比增长为2019年

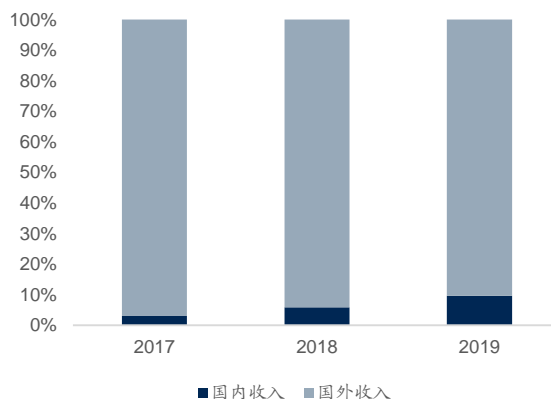
9.61%的占比。

图 29 万兴科技收入按产品分类



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

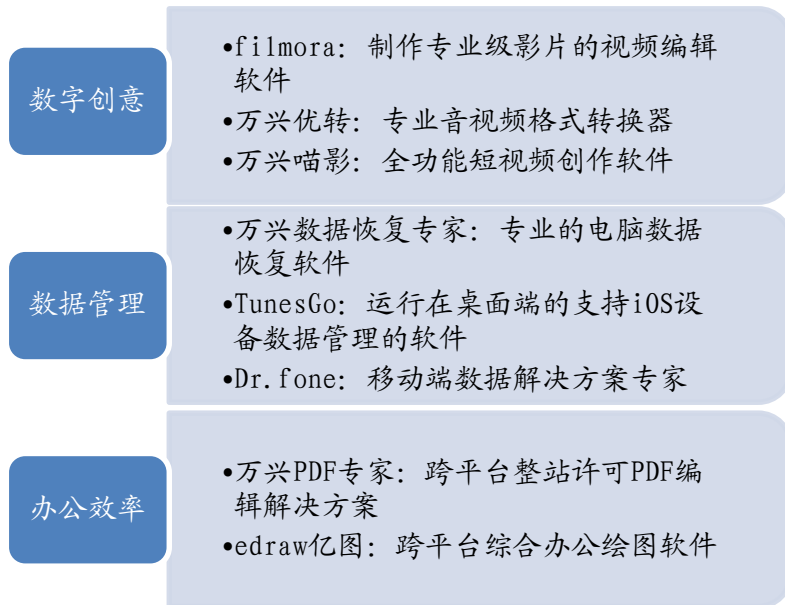
图 30 万兴科技收入按地区分类



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

产品结构类似于 Adobe，主营产品获国际上多项殊荣。万兴主要有数字创意、数据管理、办公效率三大类产品，涉及影音编辑、数据管理、PDF 等产品线。其中一款主营产品是 Flimora——一款视频剪辑软件，在全球领先的商业软件评测机构 G2 发布的最新研报中，Filmora9 获评视频编辑领域领导者，FilmoraPro 获评视频编辑领域杰出表现者。

图 31 万兴科技产品结构

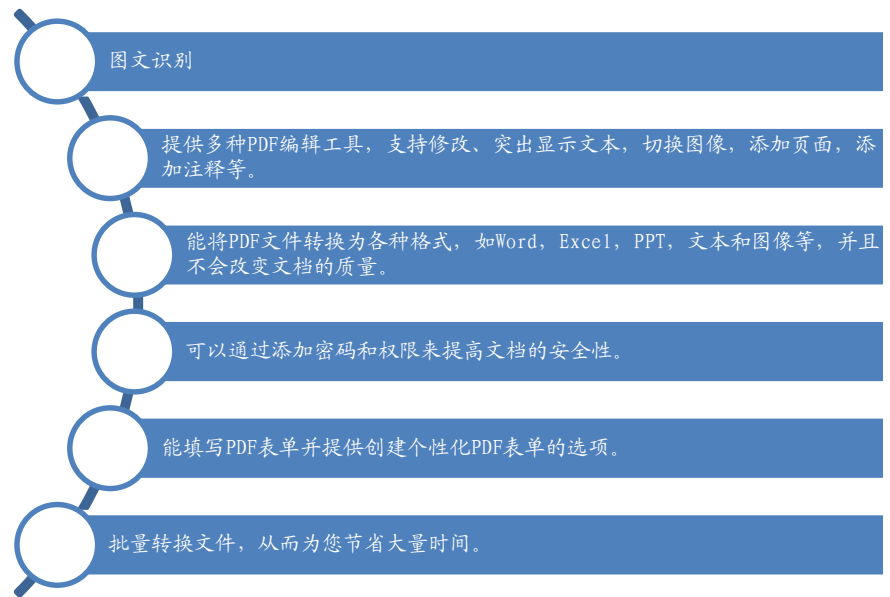


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

办公板块占比仅 14%，迎合国内用户是用习惯受欢迎。PDF 所属的办公软件在公司总营收中只占 14.17%。尽管如此，它目前在全球市场的终端用户超过 2 亿，企业用户超过 50 万，依旧是中国市场乃至全球市场上较大的 PDF 软件生产商之一。PDFelement 是公司的明星软件之一，于 2015 年推出，将过去分散的工具型产品集成到一个主产品上，主打高易用性、高性价比及跨端协作的特性，它于 2018 年回归国内市场，中文名为“万兴 PDF 专家”，并不断改进迎合国内用户使用的习惯，例如，个人用户可以通过微信授权的方式一键登录，既方便，又安全。此外在授权方式、升级维护、社群运营也有所改进等等。

PDFelement 以 OCR 作为产品的亮点，实施差异化战略。与 Adobe 不同，PDFelement 采用 OCR 技术，即一种光学图文识别技术，能够将图片上的文字识别并转换成为可编辑的文档格式。尽管其他一切 PDF 产品同样采用了 OCR 技术，但是 PDFelement 已经可以通过 OCR 识别包括中文、英文、西班牙语、法文等 25 种以上的语言，并能够将其转换成 WORD、EXCEL、PowerPoint、EPUB 等可编辑格式的文档。PDFelement 凭借着 OCR 这一光学图文识别的功能先后被海外著名的 B2B 软件评测平台 G2 Crowd 评为“文档创建软件的市场领导者”，并入选了选全球领先的商业软件评测机构 Capterra 发布的“全球前 20 Contract Management Software”的前五名。

图 32 万兴科技 OCR 技术的功能及特点



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

数科网维：我国自主 OFD 标准的版式阅读软件产品

公司是专业版式文档处理产品和服务提供商，专注于 OFD 版式技术研究。数科网维的产品体系包括 OFD 版式阅读软件、文件转换迁移系统、阅读安全增强系统、文档安全外带系统、网页轻阅读系统、数科纸质发文隐藏系统。目前产品已经成功应用于 100 余个国家部委行业，覆盖 33 个省市自治区，服务 2000 余家客户单位，横跨电子公文、电子档案、电子证照、数字出版等多个行业领域，并且是唯一出口到海外的 OFD 产品。

表 7：数科网维产品体系

产品名称	产品概述	主要应用领域
OFD 版式阅读软件	支持 OFD/PDF 电子文件的阅读浏览、文档操作、图文注释等通用版式处理功能；根据公务办公特点，提供原笔迹签批、电子印章、语义应用、修订标记等公务应用扩展功能。	嵌入应用系统中用于阅读 OFD 文件 党政机关日常政务办公
文件转换迁移系统	为各类应用系统提供长期驻留的文档格式转换服务，可采用实时、批量或套转方式将各种格式文档转换为 OFD 文件，支持的格式包括但不限于微软 Office 办公文档系列、WPS、PDF、XPS、图片、RTF、HTML 网页等。	适合于部署在政府机关及企事业单位内部提供版式转换和数据迁移服务 可应用于电子公文、电子档案、电子证照、电子票据、电子凭证、文档防扩散等领域
阅读安全增强系统	通过文件切分、按需加载、传输加密技术实现 OFD 文件的快速、无缓存在线阅读；通过实时操作管控功能，实现对用户操作行为的动态控制和审计，提供全方位立体化监控用户行为的手段。	重要文档安全阅读、防扩散领域
文档安全外带系统	通过文档溯源标签嵌入、阅后即焚、阅读时效控制等离线安全控制技术，实现 OFD 版式文档的外发、外带安全保护。	重要文档安全外带、外发
网页轻阅读系统	可实现将 OFD 文档实时解析成 HTML 并向用户推送，方便用户在各种系统平台及各类浏览器上快捷阅读文档内容。	政务公开、政策宣传、信息查询、在线资料阅读

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

OFD 版式阅读软件主要应用于党政机关的日常办公。公司的主要产品之一 OFD 版式阅读软件是一款基于我国自主 OFD 标准的阅读软件产品，主要应用于党政机关的日常办公，软件不仅支持 OFD/PDF 电子文件的阅读浏览、文档操作、图文注释等通用版式处理功能，还根据公务办公特点，提供原笔迹签批、电子印章、语义应用、修订标记等公务应用扩展功能。

图 33 数科网维 OFD 版式阅读软件主要功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

数科网维已与多家公司完成兼容认证测试。数科网维目前已经是华为的合作伙伴之一，其产品数科 OFD 文档处理软件与华为擎云 W510、华为擎云 L410 在 6 月份完成了产品兼容性测试，数科网维致力于华为的云生态构建，推动华为在政府和企业数字化转型方面有进一步发展。不仅如此，数科网维还与其他多家公司完成了产品互认证，例如与华云数据的安超 OS 系统——一款国产通用型云操作系统完成兼容适配并合力推出“OFD 版式文档处理支撑云平台联合解决方案”；与宝德国产服务器/台式机上分别基于龙芯(MIPS)、鲲鹏(ARM)、飞腾(ARM)等国产 CPU 平台完成了兼容性认证测试等等。目前，统一操作系统已经和国产芯片、数据库、中间件、流版签软件等产品完成了适配，在国产化大背景下，自主、安全的电子档案阅读编辑软件更加受到国内企业的青睐，数科网维作为入选 2020 年信创产业独角兽之一的公司，未来有着较大的发展空间。

进入金山办公体系，有望形成广泛协同。我国的国家标准版式格式为 OFD 而非 PDF，大部分党政文件都是 OFD 格式，因此为布局 OFD 国家标准，业务从流式文档开拓到版式文档，并开拓政府及金融客户。金山办公当前拟以 1.5 亿元收购数科网维 37.52% 的股权，收购完成后，公司将持有数科网维 67.52% 的股份。金山办公的办公软件是信创市场的核心产品之一，而数科网维的 OFD 产品将成为刚需的补充，双方有望携手开拓信创市场。数科网维 2019 年营收为 0.97 亿元，净利润为 3676.38 万元，扣非净利润为 3666.18 万元，在金山办公的协同下，数科网维业绩有望持续增长。

风险提示

国内正版化和商业化 PDF 市场开拓不及预期。

国内外市场与 Adobe 等国际厂商竞争加剧。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032