

## 福昕软件 (688095.SH) 全球化 PDF 领先厂商，差异化竞争抢夺增量市场

2021 年 01 月 14 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

刘逍遥 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

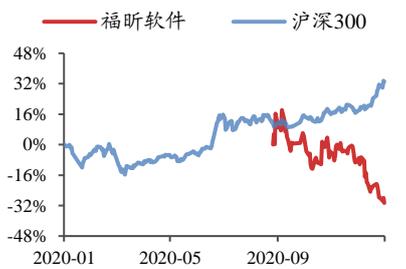
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790520090001

日期	2021/1/13
当前股价(元)	214.54
一年最高最低(元)	373.00/214.29
总市值(亿元)	103.28
流通市值(亿元)	23.38
总股本(亿股)	0.48
流通股本(亿股)	0.11
近 3 个月换手率(%)	255.24

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供商，首次覆盖给予“买入”评级

福昕软件是一家全球化 PDF 领先厂商，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员，具有完全自主知识产权的 PDF 核心技术，提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务。随着公司产品力的提升，营销体系和渠道体系进一步完善，公司有望保持高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.24、1.66、2.16 亿元，EPS 为 2.58、3.45、4.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 83.3、62.2、47.7 倍，公司 PE 和 PS 均低于可比公司平均水平，考虑到公司作为全球 PDF 领先企业，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● PDF 市场空间广阔，公司差异化竞争抢夺增量市场

在无纸化办公、正版化及新技术应用的驱动下，PDF 市场规模快速扩张。根据 Adobe 预测，2022 年全球 PDF 市场潜在市场规模可达 130 亿美元，2023 年将达 210 亿美元。目前 Adobe 在 PDF 市场仍占主导地位，公司在功能、定价、授权模式、支持服务等方面与之展开差异化竞争，积极抢占增量市场，市场份额不断提升。

### ● 云化成为公司产品发展主航向，订阅收入有望实现高速增长

软件产品云化已经成为大势所趋，公司首创互联 PDF 技术，并集成于 Phantom 等核心产品中，实现了在线文档管理、文档协作等云运用，并相继推出互联 PDF 产品、福昕云办公等产品系列，积极探索云化之路。随着公司云产品的完善，公司订阅收入有望高速增长，在收入中的占比有望进一步提升。

### ● 国内外营销体系与渠道建设不断加强，助力业务快速发展

公司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，公司已与戴尔、新聚思、Insight 等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道拓展市场。公司将进一步加强国内外营销体系与渠道建设，推动业务加速发展。

### ● 风险提示: 市场竞争加剧风险; 海外经营风险; 受新冠疫情影响风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	281	369	494	679	891
YOY(%)	27.3	31.4	33.8	37.5	31.3
归母净利润(百万元)	38	74	124	166	216
YOY(%)	49.9	92.6	67.3	33.9	30.4
毛利率(%)	93.4	94.8	95.0	95.5	95.4
净利率(%)	13.7	20.1	25.1	24.5	24.3
ROE(%)	14.4	22.6	27.2	26.7	25.8
EPS(摊薄/元)	0.80	1.54	2.58	3.45	4.50
P/E(倍)	268.3	139.3	83.3	62.2	47.7
P/B(倍)	38.3	31.5	22.9	16.7	12.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供商 .....	4
1.1、 股权结构稳定，员工持股绑定核心人才 .....	6
1.2、 业绩快速增长，国内收入占比逐渐提升 .....	6
1.3、 核心技术构筑高护城河，众多国际知名企业采购彰显强竞争力 .....	9
2、 PDF 市场空间广阔，公司差异化竞争抢夺增量市场 .....	12
2.1、 PDF 是电子文档交换格式标准，技术壁垒较高 .....	12
2.2、 无纸化办公、正版化趋势及新技术应用，驱动 PDF 市场规模快速扩张 .....	13
2.2.1、 无纸化办公趋势日益明显，驱动 PDF 应用需求增加 .....	13
2.2.2、 全球软件正版化趋势驱动 PDF 收费市场的增长 .....	13
2.2.3、 云计算、AI 等新技术/新模式推动 PDF 市场的发展 .....	14
2.3、 PDF 市场中 Adobe 仍占主导，公司差异化竞争抢夺增量市场 .....	15
3、 云化成为公司产品未来主航向，加强与行业结合推广解决方案 .....	17
3.1、 云产品布局不断完善，未来订阅服务收入有望快速提升 .....	17
3.1.1、 相继推出互联 PDF 产品、福昕云办公等产品系列，积极探索云化之路 .....	17
3.1.2、 订阅客户数量及收入快速增长，收入占比有望逐渐提升 .....	20
3.2、 深耕垂直领域，打造行业级解决方案 .....	21
4、 国内外营销体系与渠道建设不断加强，助力业务快速发展 .....	21
5、 盈利预测与估值分析 .....	23
5.1、 核心假设 .....	23
5.2、 盈利预测与投资建议 .....	24
6、 风险提示 .....	24
附：财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

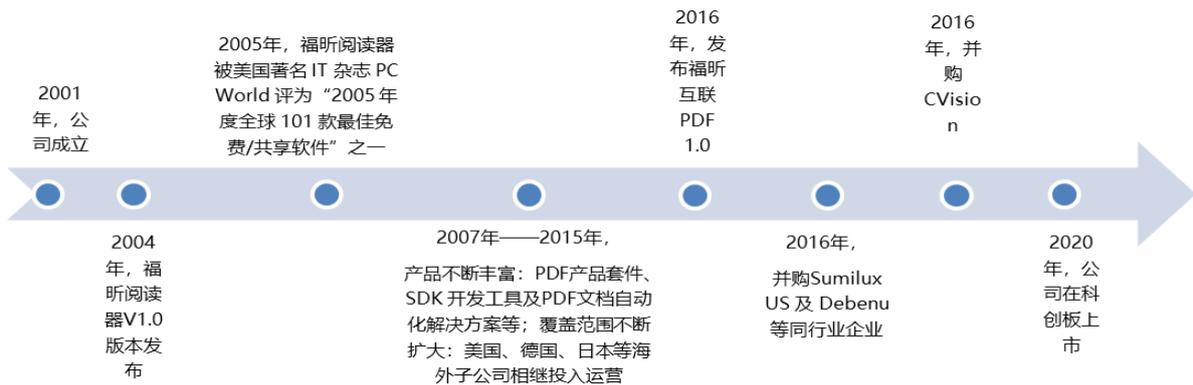
图 1： 公司是全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供厂商 .....	4
图 2： 公司主要有四大产品及服务 .....	5
图 3： 公司控股股东及实际控制人为熊雨前先生 .....	6
图 4： 2017 年-2019 年公司营业总收入快速增长 .....	7
图 5： 2017 年-2019 年公司归母净利润快速增长 .....	7
图 6： 2016-2019 年 PDF 公司编辑器和阅读器收入占比不断提高 .....	7
图 7： 2017-2019 年公司 PDF 编辑器与阅读器产品收入中订阅收入占比逐渐提升 .....	7
图 8： 以欧美为主体的海外收入占比超过九成 .....	8
图 9： 代理销售收入占比逐渐提升 .....	8
图 10： 2016-2019 年公司综合毛利率不断上升 .....	9
图 11： 2016-2019 年公司整体费用率逐年下降 .....	9
图 12： 多家国际知名 IT 企业采用公司产品技术 .....	11
图 13： 全球 PC 软件盗版率降低，其中中国盗版率降低最为显著 .....	14
图 14： Adobe 预计 2023 年 PDF 潜在市场规模达到 210 亿美元 .....	15
图 15： Adobe 在 PDF 市场中占主导地位 .....	16
图 16： 以福昕软件为代表的厂商增速高于 Adobe .....	17
图 17： 互联 PDF 的四大功能特性：安全存储、可控流转、高效协同、痕迹追踪 .....	18
图 18： 公司推出在线转换编辑平台 PDF365 .....	19

图 19: 福昕云办公产品可提供五大云服务 .....	19
图 20: 公司订阅收入高速增长 .....	20
图 21: 2017-2019 年机构/个人订阅用户数高速增长 .....	21
图 22: 2017-2019 年机构/个人客单价快速增长 .....	21
图 23: PDF 主要应用行业包括教育、政府、出版、印刷、法律等 .....	21
图 24: 公司代理销售收入快速增长 .....	22
图 25: 公司来源于戴尔的代理销售收入快速增长 .....	22
表 1: 公司陆续收购 CVision、Sumilux US 及 Debenu 等同行业企业 .....	5
表 2: 公司不同产品面向的客户群体有所不同 .....	5
表 3: 公司通过员工持股方式绑定核心人才 .....	6
表 4: 公司核心技术人员较为稳定 .....	9
表 5: 公司已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系 .....	10
表 6: PDF 是典型版式文件 .....	12
表 7: 国际 PDF 协会主要会员 (Partner Member) 仅 14 家企业 .....	12
表 8: PDF 市场参与者较多 .....	15
表 9: 福昕软件与 Adobe、金山办公、万兴软件展开差异化竞争 .....	16
表 10: 互联 PDF 针对不同需求提供四个版本产品 .....	18
表 11: 福昕云办公产品可提供免费版套餐和团队版套餐 .....	20
表 12: 公司在海外已经拥有一批优秀的渠道商 .....	23
表 13: 公司 PE 及 PS 估值低于行业可比公司平均水平 (截止 2021.1.13 收盘) .....	24

## 1、全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供商

福昕软件是全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供厂商。公司创立于 2001 年，一直致力于 PDF 电子文档领域，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员。目前公司具有完全自主知识产权的 PDF 核心技术，提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，具有文档生成、显示、转换、编辑、搜索、压缩、打印、存储、签章、表单、保护、安全分发管理等完整的功能。

图1: 公司是全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供厂商



资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

回顾公司的发展历史，大体可以分为三个阶段：

### (1) 2001-2006 年：业务初创期

公司成立后即致力于 PDF 电子文档领域，相继在福州、北京成立研发中心，坚持自主知识产权、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，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) 2007-2015 年：产品持续升级和完善阶段

顺应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，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，公司产品适用于各类应用终端，兼容各类操作系统，具有跨平台、高效率、安全等优势，深受客户青睐。同时，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。

### (3) 2016 年至今：创新性以及品牌建立阶段

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。同时，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。除了内生研发外，公司也通过外延并购的方式获取相关技术以及市场，整合了 CVision、Sumilux US 及 Debenue 等同行企业，进一步增强了公司技术的全面性，强化了公司的核心竞争力。

表1: 公司陆续收购 CVision、Sumilux US 及 Debenu 等同行企业

公司名称	收购时间	主要产品/技术
CVision	2017.08	CVision 公司拥有多项 PDF 专利技术，提供快速、精确的光学字符识别功能，能够快速有效获取 PDF 文档信息并优化 PDF 文档。CVision 还提供高级文件压缩技术，可以帮助用户减小 PDF 文件体积，从而节约文档存储成本，并提高文件传输速度，同时在移动设备中处理 PDF 文档也会更加方便。
Sumilux US	2016.07	云端企业应用的互联网科技公司
Debenu	2016.03	为全球软件开发者和最终用户提供 PDF 解决方案

资料来源：中国商业电讯、企查查、开源证券研究所

目前公司形成了四大产品及服务，主要包括：PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具、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。

图2: 公司主要有四大产品及服务



资料来源：公司招股说明书

公司产品种类较为多样，不同产品面向的客户群体有所不同。PDF 编辑器与阅读器主要面向个人终端用户、大中小型企业及机构用户；开发平台与工具主要面向需要在软件中嵌入 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主要面向存在文档处理、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。

表2: 公司不同产品面向的客户群体有所不同

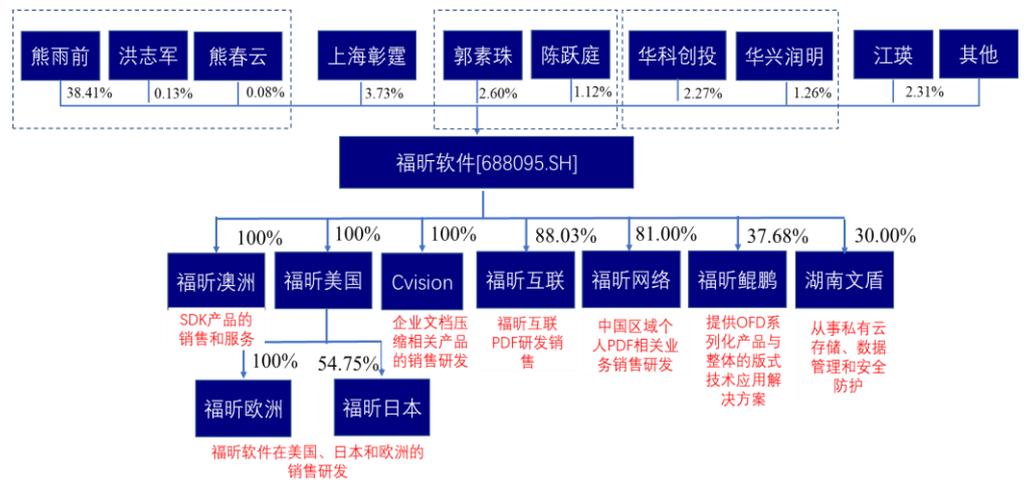
产品	客户类型
PDF 编辑器与阅读器	个人终端用户、大中小型企业及机构用户（如政府、能源、银行、保险、法律等）
开发平台与工具	需要在软件中嵌入 PDF 组件的软件开发个人、软件业企业或企业 IT 部门
企业文档自动化解决方案	存在文档处理、存储需求的企业用户
PDF 工具及在线服务	主要为个人客户及中小企业客户

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 1.1、股权结构稳定，员工持股绑定核心人才

公司控股股东及实际控制人为熊雨前先生，持有公司 38.41% 股份。熊雨前先生是公司创始人，毕业于中国科学技术大学计算机科学与技术专业，为中国侨联特聘专家，曾任美国 Lyrehc 公司和 Bexcom 公司的技术总监，目前担任公司董事长、总裁。

图3：公司控股股东及实际控制人为熊雨前先生



资料来源：公司公告、开源证券研究所

员工持股绑定核心人才，共享公司成长红利。江瑛（公司董事、福昕美国总裁 George Zhendong Gao 配偶）持有公司股份 2.31%，董事翟浦江持有公司股份 0.88%。公司监事、核心技术人员通过员工持股平台福州昕华、北京昕军间接持有公司股份。

表3：公司通过员工持股方式绑定核心人才

姓名	职务	持股平台	持股数量（万股）	持股比例
熊雨前	董事长、总裁	直接持股	1848.9	38.41%
翟浦江	董事	直接持股	42.6	0.88%
李有铭	财务总监、董事 会秘书	直接持股	9.86	0.20%
张释元	监事	北京昕军	0.8	0.02%
俞雪鸿	监事	福州昕华	0.3	0.01%
孟庆功	核心技术人员	北京昕军	8.19	0.17%
黄鹏	核心技术人员	福州昕华	3.88	0.08%
梁俊义	核心技术人员	北京昕军	1.55	0.03%
魏群	核心技术人员	北京昕军	1.20	0.02%

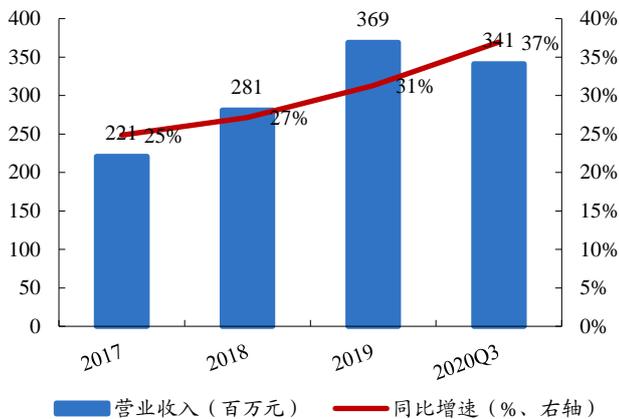
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、业绩快速增长，国内收入占比逐渐提升

近三年来公司收入和利润保持快速增长。2017-2019 年，公司营业收入从 2.21 亿元增至 3.69 亿元，年复合增长率为 19.31%；归母净利润从 0.26 亿元增至 0.74 亿元，年复合增长率为 69.92%。公司业绩快速增长的原因为：PDF 文档产品市场需求迅速增长，同时公司产品持续完善，不断加强市场投入和客户支持服务，市场地位逐步提升。未来随着公司海内外渠道和销售体系的建设，及公司产品力及品牌影响力的提

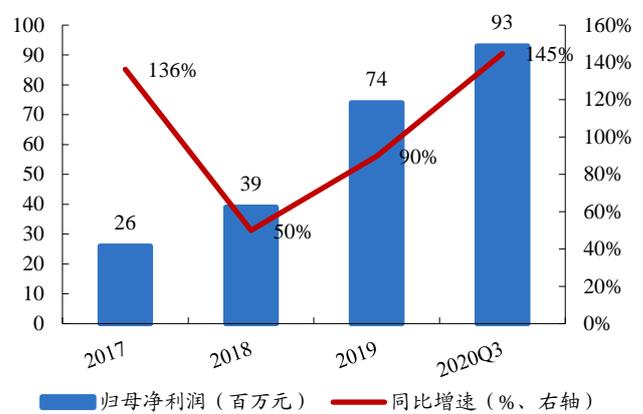
升，公司业务增速有望进一步提升。

图4：2017年-2019年公司营业总收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

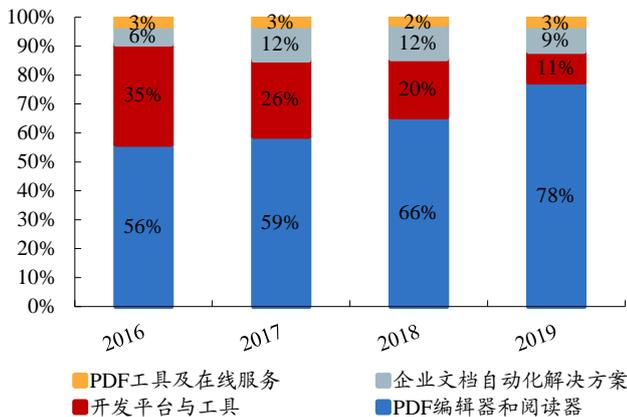
图5：2017年-2019年公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

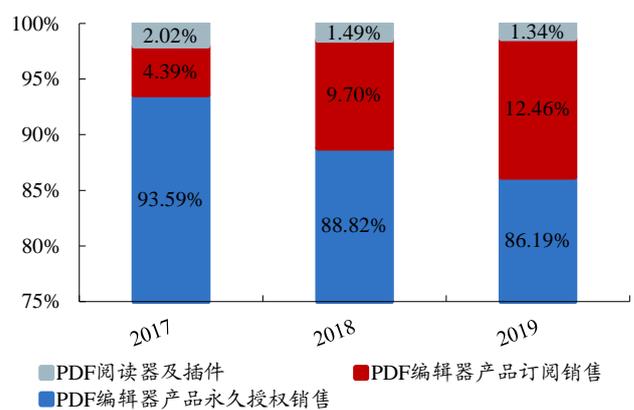
**PDF 编辑器和阅读器收入高速增长，订阅收入占比逐渐提升。**（1）PDF 编辑器产品由于市场知名度逐渐增长，产品不断完善，取得了良好的市场效应，收入不断增长，从2017年的1.30亿元增长至2019年的2.86亿元，年复合增长率为48.5%，在总收入中占比也从56%增长至78%。（2）PDF 编辑器与阅读器产品收入中订阅收入占比逐渐提升，从2017年的4.39%提升至2019年的12.46%。随着公司产品的云化，用户对订阅模式接受度提升，公司订阅业务收入也有望进一步提升。

图6：2016-2019年PDF公司编辑器和阅读器收入占比不断提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2017-2019年公司PDF编辑器与阅读器产品收入中订阅收入占比逐渐提升

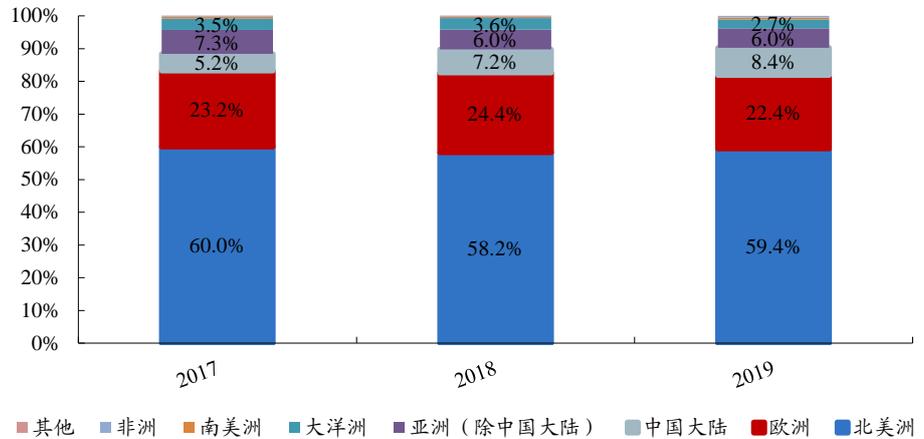


数据来源：Wind、开源证券研究所

**以欧美为主体的海外收入占比超九成，国内市场快速增长。**公司坚持国际化战略，2017年到2019年公司收入中海外市场的占比分别达到94.8%、92.8%和91.6%，是公司收入的主要来源。其中，2019年美国和欧洲收入占比达到59.4%和22.4%，占比较为稳定，主要原因是海外用户PDF应用比较成熟，应用行业更加广阔，涉及到相应的医疗、保险、工业、印刷、出版和金融领域，国内用户目前停留在较为初级的应用阶段，应用行业比较集中，主要涉及到一些企业、法律和部分的金融。但随着国内市场教育不断推进和营销渠道逐步开拓，从2017年到2019年中国大陆收入占比从5.2%逐步提升至8.4%。目前销售分公司不断新设中，预计国内市场占比会进一步

提升。

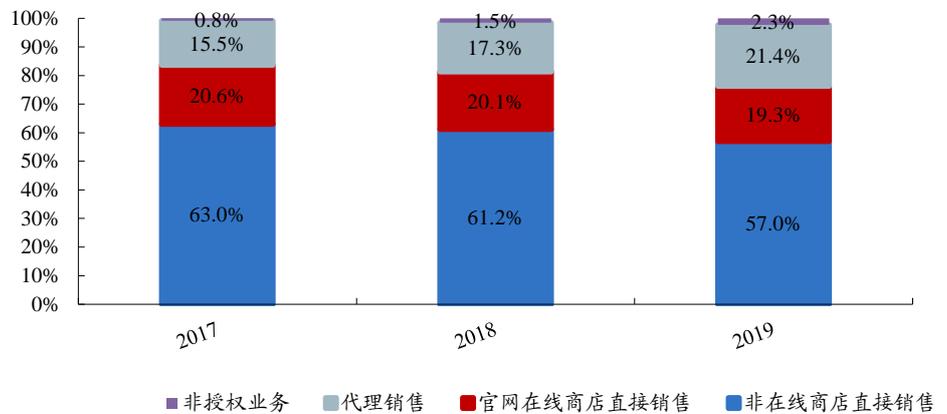
**图8：以欧美为主体的海外收入占比超过九成**



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

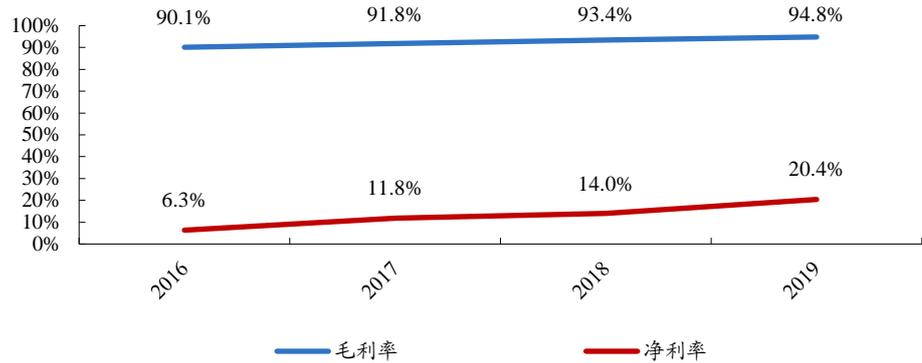
**代理销售收入占比逐渐提升。**公司软件授权服务的销售模式以通过自有渠道的直接销售为主、代理商间接销售为辅。代理销售的比例逐渐上升，主要由于公司自2018年起与渠道销售商戴尔建立了合作关系。

**图9：代理销售收入占比逐渐提升**



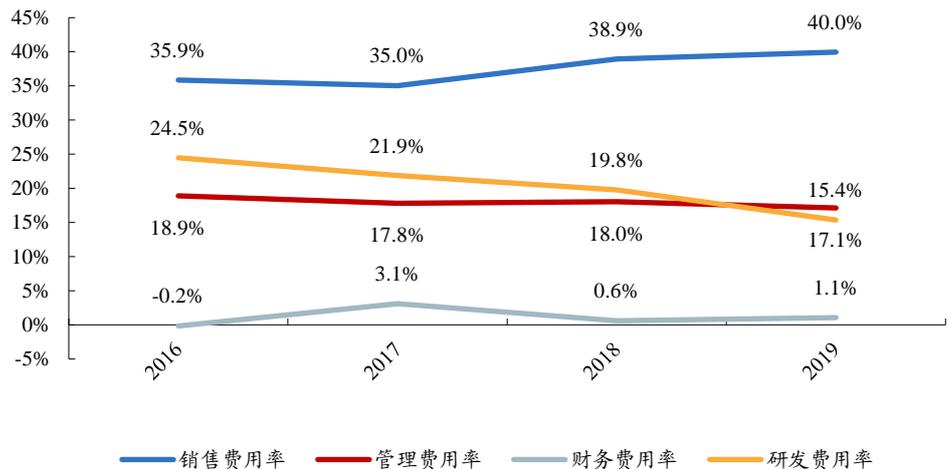
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**规模效应逐渐显现，综合毛利率不断提升。**公司综合毛利率呈逐年上升的趋势，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。随着公司收入规模扩大，变动成本仅小幅增长，导致毛利率逐渐上升。

**图10: 2016-2019 年公司综合毛利率不断上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司整体费用率有所下降。2016 年到 2019 年, 公司整体费用率有所下降, 主要由于研发费用率有所下降, 长期来看, 公司研发投入和销售投入将持续增长, 整体费用率有望维持较为稳定水平。

**图11: 2016-2019 年公司整体费用率逐年下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、核心技术构筑高护城河, 众多国际知名企业采购彰显强竞争力

公司核心技术人员具备非常强的行业背景。公司副总裁 Steven Xun Li 历任美国网讯公司 (WebEx) 研发副总裁、美国亚马逊公司网站运营部门研发副总裁、美国思科公司网络会议部门研发经理、Sumilux US 创始人和首席执行官。美国资深研发副总韦积庆具有超过 25 年的 IT 行业经验, 2019 年 4 月至今, 领导和管理福昕技术研发团队, 将人工智能、机器学习、云计算、运营技术带入文档处理领域。

**表4: 公司核心技术人员较为稳定**

姓名	职位	履历
Steven Xun Li	副总裁	历任美国网讯公司 (WebEx) 研发副总裁、美国亚马逊公司网站运营部门研发副总裁、美国思科公司网络会议部门研发经理、Sumilux US 创始人和首席执行官; 2016 年 9 月

姓名	职位	履历
韦积庆	美国资深研发副总	至今任福昕软件副总裁，任期至 2022 年 11 月 12 日 在硅谷企业工作多年，和著名的神经网络先驱合作，领导人工智能在云服务和存储方面的研发，积极参与开源社区，曾担任 Linux/Ceph 基金会创始董事，现今 Ceph 已经成为世界最大的开源存储软件，具有超过 25 年的 IT 行业经验。2019 年 4 月至今，任福昕美国资深研发副总，领导和管理福昕技术研发团队，将人工智能、机器学习、云计算、运营技术带入文档处理领域
梁俊义	研发部门技术总监	1996 年至 1998 年任中国科学院电工研究所工程师；1998 年至 2011 年任北京红樱枫软件有限公司研发总监；2011 年 9 月至今，就职福昕软件，现担任研发部门技术总监，主要从事 Windows 版本 Phantom、移动平台的管理、公共技术以及 PDF2.0 标准的研发支持工作
魏群	技术控制部门总监	2005 年 10 月至 2018 年 8 月，历任福昕软件质量控制部经理、技术总监，负责公司质量控制部门的运营维护，测试任务的分配、协调等工作；2018 年 8 月至今，任福昕软件质量控制部门总监，设计开发部门总监，主要负责 PDF 全系列产品线的产品规划、设计以及质量控制工作，研发成果主要应用于桌面办公套件、在线办公套件以及企业管理后台等领域
黄鹏	研发部门技术总监	2005 年 4 月至今，就职福昕软件，现担任研发部门技术总监，负责通用产品方面的技术研发工作，拥有一种 PDF 文档按页保护的方法的专利，为福昕高级编辑器的整体应用框架、互联 PDF 技术的开发做出了重要贡献
孟庆功	福昕互联研发部门负责人	2005 年至 2018 年 7 月，任福昕软件研发部门技术总监负责开发核心技术领域紧密相关的通用产品；2018 年 8 月至今，任福昕互联研发部门负责人，负责互联 PDF 产品软件研发，其为 Phantom 系列产品和互联 PDF 产品的开发做出了重要贡献

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司经 PDF 电子文档领域 10 余年的技术经验积累和专业领域的研究，已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系。公司通过不断的产品技术创新发展，形成了包含 PDF 文档解析技术与渲染技术、跨平台技术、PDF 文档转换技术、文档高压缩技术、互联 PDF 技术和 PDF 电子表单技术在内的核心技术群。

**表5: 公司已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系**

核心技术名称	技术简介及创新性
PDF 文档解析与渲染技术	能够兼容各种软件生成的 PDF 文档，并可正确的解析 PDF 中的各种图元，包括文字、图像、图形、颜色空间、pattern 等对象。采用步进式解析技术，实现边解析边反馈，使得解析大文件能够很快地得到响应
跨平台技术	Foxit PDF SDK 产品实现了用同一套核心代码支持 windows、linux、macos、android、ios 等多个平台。PDF 阅读器/高级编辑器产品实现了大部分代码的跨平台复用
PDF 文档转	通过虚拟打印技术实现所有可打印的文档都可以转换为 PDF 文档，另外 PDF

核心技术名称	技术简介及创新性
换技术	文档还可以逆向转换为高质量的常见 Office 文档或纯文本
高压缩比技术	实现高压缩比的同时还能够保证压缩后的文档显示足够清晰
互联 PDF 技术	将各孤立、静态、易复制、难管理的文档整合为统一标准互联起来，无论文档分发到哪儿、经过多少次的分发和修改，都能够对文档进行追踪、共享和保护
PDF 电子表单技术	电子表单支持技术为文档提供很多的输入域，PDF 表单可离线填写，特别是结合了适用于 PDF 表单的二维码生成技术，可有效简化信息采集的过程，提高数据录入准确率，节省大量劳动力
全功能、高效的图形渲染技术	完整的图像处理算法,可对各种图元进行高质量的渲染，这些涉及到图像编解码、颜色空间、字体处理以及图形输出等众多环节。采用步进制渲染技术，边解析边显示，有效解决当 PDF 页面的元素很多时，重画所需要的大量时间的问题
可信的安全处理技术	可靠的安全处理算法，包括对称和非对称加解密算法、数字签名算法以及证书访问体系在内，可支持国密标准的加密算法
全功能、易用的 PDF 修改和生成技术	全功能、易用的一套修改 PDF 文件和生成 PDF 文件的功能集合，用户可较为方便的修改和生成 PDF 文件
全功能的 PDF 文档交互技术	表单设计、数字签名、多媒体交互、JS 交互等高级功能
残障人士交互技术	将 PDF 文档中的信息，通过 Accessibility API，暴露给设备厂商使用，帮助有视觉障碍、听觉障碍、行动障碍的人借助专业设备也可以阅读 PDF 文档和进行交互操作

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

多家国际知名 IT 企业采用公司产品技术，彰显强大的核心竞争力。公司的客户涵盖政府、能源、出版、金融、法律、教育、医疗、生产制造、建筑等众多行业，产品销售范围覆盖全球 200 余个国家和地区。通过多年的技术积累与市场推广，公司的主要产品与技术已得到亚马逊、谷歌、微软、英特尔等国际知名 IT 企业的认可，此外，公司的主要客户还包括加拿大共享服务局、康菲石油、培生集团、德国商业银行等国际知名企业以及机构，同时也为大量中小型企业、机构及个人用户提供软件产品与服务。例如，Google 购买了公司的 PDF 文档解析和渲染引擎，创建了 PDFium 开源项目，并在包括 Chrome、Google Doc 在内的多个项目中使用 PDFium；Amazon 在其 Kindle 产品中运用公司的 PDF 核心技术。

图 12: 多家国际知名 IT 企业采用公司产品技术



资料来源：公司官网

## 2、PDF 市场空间广阔，公司差异化竞争抢夺增量市场

### 2.1、PDF 是电子文档交换格式标准，技术壁垒较高

**PDF 是典型的版式文件。**电子文档可以细分为流式文件和版式文件。流式文件和版式文件最大区别是显示效果上的区别。流式文件代表是 Word 文档，其内容是流动的，中间键入新内容将导致后面的内容“流”到下一行或下一页去。流式文件在不同的软硬件环境中，显示效果是会发生变化的，也就是“跑版”现象。版式文件的代表是 PDF，版式文档不会“跑版”，在任何设备上显示和打印效果是高度精确一致的。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。

**表6: PDF 是典型版式文件**

	流式文件	版式文件
支持编辑	是	阅读器不支持，编辑器支持
版面固定	内容流动	版面固定
显示效果	跑版	所见即所得
适合场景	不适合内容高度严肃、版面高度精确的文档载体	内容高度严肃、版面高度精确的文档载体
代表产品	TXT、Word、HTM	PDF、OFD、CAJ

资料来源：数科 OFD、开源证券研究所

**PDF 现已成为由国际标准化组织（ISO）维护的一个开放式标准。**PDF 标准的发展主要经历了两个阶段：第一个阶段从 1993~2006 年，PDF 标准从诞生更新迭代发展到了 1.7 版本，该阶段 PDF 技术标准主要由 Adobe 维护，各版本升级主要为功能性的完善，该阶段 PDF 文档从最初以简单文本及图像的单一显示功能为主的格式发展为了支持加密、交互式对象、多种图元格式、3D 显示的完善多媒体格式。第二个阶段从 2008 年开始，2008 年 Adobe 承诺向社会公众免费提供 PDF1.7 包含的所有专利的授权，把 PDF 标准交由 ISO 技术委员会维护，其推出了 ISO32000-1:2008 的技术标准。ISO 技术委员会通过与不同领域、不同产业和不同国家的专家合作对 PDF 规范进行更新，并于 2017 年发布了 ISO32000-2:2017 的 PDF2.0 标准。PDF 国际标准衍生出 5 个子标准，包括 PDF/A，PDF/E，PDF/X，PDF/UA，PDF/VT，应用于不同行业。如，PDF/A 标准应用于电子文档的长期归档，PDF/E 标准应用于工程文档的交互式交换，PDF/X 标准则应用于色彩打印。

国际 PDF 协会隶属于国际标准化组织 ISO，自 Adobe 将 PDF 技术标准开放，并交由国际标准化组织 ISO 技术委员会进行维护与支持后，其就负责 PDF 的版本更新开发。协会主要会员（Partner Member）仅 14 家企业，包括 Adobe、Foxit、Nitro 等公司。

**表7: 国际 PDF 协会主要会员（Partner Member）仅 14 家企业**

国家	公司名称
美国	Adobe、Datalogics、Nitro
德国	callas software GmbH、intarsys AG、Digital Frontiers GmbH & Co. KG
比利时	iText Group NV、Dual Lab sprl
中国	Foxit Corporation

国家	公司名称
加拿大	PDFTron、AbleDocs
斯诺伐克	Normex
法国	Orpalis
瑞士	Smallpdf GmbH

资料来源：国际 PDF 协会网站、开源证券研究所

**PDF 技术壁垒较高。**PDF 有文档显示一致性、体积小、速度快、多功能等优点，但是全球仅有少数厂商掌握了完整的 PDF 格式生成、渲染、转换与版面识别等关键技术。主要原因有：（1）PDF 文件涉及文字、图形、图像等多种格式数据的封装，结构较为复杂，生成高质量 PDF 文件并快速、高质量地显示渲染难度较大；（2）各类程序生成的文件数据格式结构差异较大，可能涉及动态数据结构，生成 PDF 涉及复杂的转换与过滤过程；（3）PDF 的格式未强制要求对文档排版结构进行定义，编辑涉及文字段落的复杂识别过程，编辑难度较大。

## 2.2、无纸化办公、正版化趋势及新技术应用，驱动 PDF 市场规模快速扩张

### 2.2.1、无纸化办公趋势日益明显，驱动 PDF 应用需求增加

**无纸化办公成为主流趋势，PDF 可实现跨平台、高效率办公。**随着全球移动互联网的快速发展和应用，无纸化、电子化办公趋势日益明显。例如，财政部已明确规定，电子票据与纸质票据具有同等法律效力。2019 年发布《国务院关于在线政务服务的若干规定》提出，电子印章与实物印章具有同等法律效力，加盖电子印章的电子材料合法有效。

**（1）PDF 软件产品跨平台、多系统适用。**用户电子化处理各类文档的数量大幅增长，操作设备也由电脑向智能手机等多种智能终端延伸，先后出现了 Windows、Mac OS X 和 Linux 等电脑操作系统及 iOS、Android 等智能手机平台，对电子文档跨平台分发、结构稳定性、内容安全性等有了更高需求。而不同系统电子文档格式兼容性不足的问题较为突出，对人们在日常办公、相互传阅文档造成不便。PDF 应用能够解决不同平台、系统的兼容性问题。

**（2）PDF 软件产品可实现文档的有效转化。**PDF 文档作为电子文件交换的重要格式，转换需求尤为突出。经过长期的技术摸索和创新，PDF 行业软件企业已可实现 PDF 与 Office 文档、RTF、HTML 等多种格式的双向转换，并可实现文档的批量云端转换。同时，通过借助扫描、存储和检索文档的 OCR 软件，可将纸质文档转换成可搜索的 PDF 文件，在提升用户体验上起着重要作用。

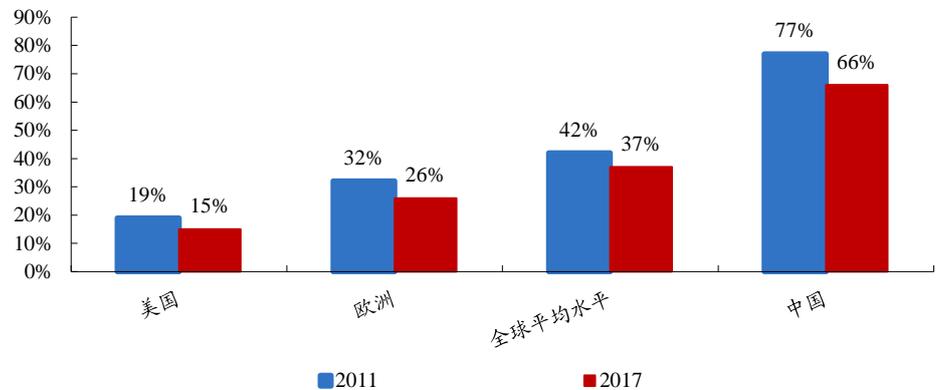
### 2.2.2、全球软件正版化趋势驱动 PDF 收费市场的增长

**全球 PC 软件正版化趋势明显。**商业软件联盟（BSA）2018 年数据显示，全球 PC 软件盗版率呈下降趋势，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。PDF 编辑器主要用于 PC 端，移动端由于屏幕大小等原因主要用于 PDF 文档的阅读，PDF 收费市场直接受益于 PC 软件盗版率的下降。

受益于保护知识产权与新技术、新观念，中国 PC 软件盗版率降幅最大。国家加大支持产权立法与执法力度，对知识产权保护的重视不断提高。国务院、国家知识产权局、国家版权局等机关相继颁布和更新相关政策、条例与管理办法，同时在重点领域开展专项治理行动，在主要城市也相继建立了知识产权法院。同时，订阅式软件付

费模式在企业中逐步普及，以及消费者观念与行为发生改变。受益于以上几点，商业软件联盟（BSA）2018 年数据显示，中国 PC 软件盗版率降幅最大。

**图13: 全球 PC 软件盗版率降低，其中中国盗版率降低最为显著**



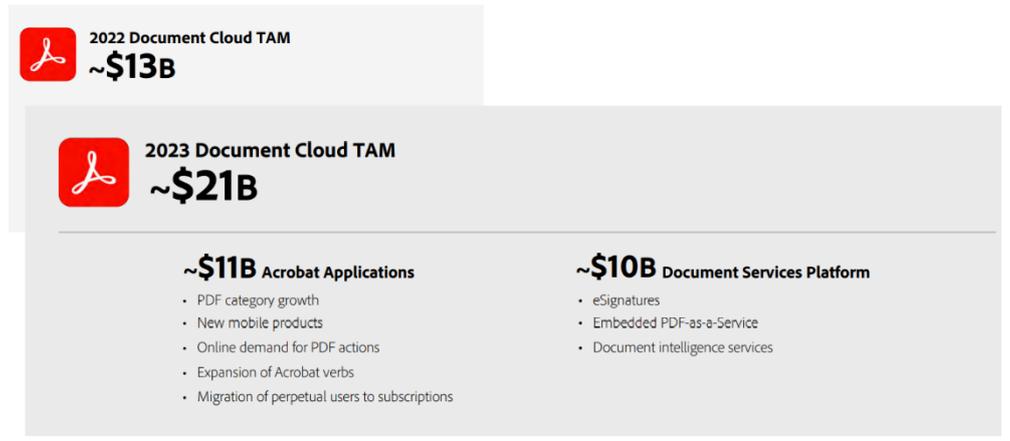
数据来源：BSA、开源证券研究所

### 2.2.3、云计算、AI 等新技术/新模式推动 PDF 市场的发展

云计算、AI 等先进技术的发展及应用促使人们日常办公电子化、信息化程度不断提升，需要不断开发新技术、新产品，以迎合市场需求变化。（1）云计算：越来越多的文档将通过互联网交换并保存，用户的文档云管理需求日益明显，以满足文档的聚合共享、流转审批、文档信息追踪、离职文档交接等多种需求，通过将传统 PDF 技术与云技术相结合，在文档收集和分发过程中实现文档的追踪、共享和保护，更好地使文档利用互联网及云服务等优势实现其交互性，提升工作效率和信息安全。服务订阅模式作为软件产业快速发展的一种新型盈利模式，依照用户实际所需的产品及服务类型进行付费，用户支付费用由一次性买断变为长期付费，使用户群体进一步向中小企业以及个人用户有效延伸，市场目标用户群体明显地扩大，有助于拓展行业企业的盈利能力。

（2）人工智能：相关算法的运用可以构建新型人机交互方式，对用户积累的大量文档结构化及非结构化数据进行智能分析，提取关键信息，提高企业业务管理运营效率和经济效益。

**Adobe 预计 2022 年潜在市场规模达到 130 亿美元。**根据 Adobe 预测，预计 2021 年全球 PDF 市场潜在市场规模可达 75 亿美元，2022 年可达 130 亿美元，2023 年将达 210 亿美元，其中包括 110 亿美元的 PDF 应用，60 亿美元是文件服务平台，包含电子签章、PDF 内置服务、文档智能服务等。潜在市场规模指的是在理想情况下所有有需求的用户均购买其产品情形下的市场规模，包括了未付费使用、存在需求但尚未购买产品等情形，与该产品与服务从现实市场取得的实际业务收入存在一定差异，但未来在技术手段提升、软件消费意识提升以及进一步市场推广的情况下能够转换为实际业务收入。2020 年 Adobe DC 业务收入仅为 14.97 亿美元，只占到 2021 年潜在市场规模 75 亿美元的 20%，增量市场空间广阔。

**图14: Adobe 预计 2023 年 PDF 潜在市场规模达到 210 亿美元**


资料来源: Adobe 官网

### 2.3、PDF 市场中 Adobe 仍占主导，公司差异化竞争抢夺增量市场

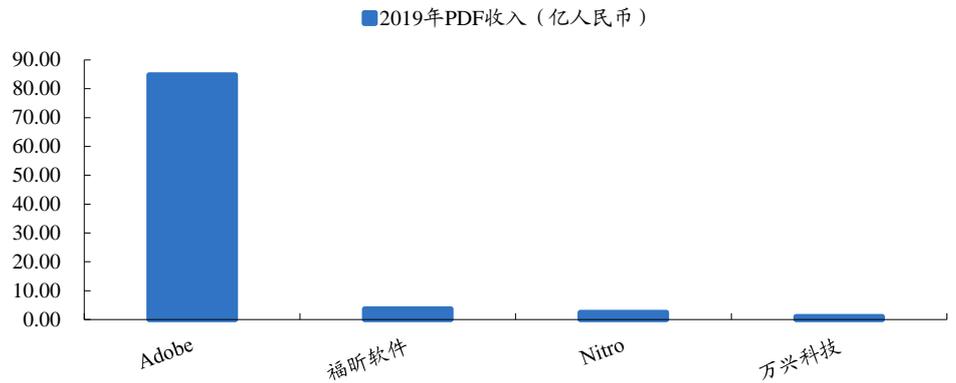
**PDF 市场中 Adobe 仍占主导地位。**PDF 市场参与者较多，国际 PDF 协会有超过 100 家会员，但是市场集中度较高。Adobe 占据着较大的市场份额，其他市场参与者包括福昕软件、Nitro、Smallpdf GmbH、Kofax 和万兴科技等。

**表8: PDF 市场参与者较多**

公司	简介
Adobe	1982 年成立，全球领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商，当前业务主要包括 Creative Cloud、Document Cloud、Experience Cloud 三大模块，其中 Document Cloud 为 PDF 文档管理软件系列，涵盖 PDF 文档创建、管理、数字签名
Nitro	1997 年成立，2019 年在澳大利亚证券交易所上市，主要从事 PDF 文档处理、电子签名、文档解决方案，主要产品包括 Nitro Pro、Nitro Cloud、Nitro Analytics 等
Kofax (未上市)	业内领先的信息密集型流程自动化与数字化转型软件供应商，2019 年 Kofax 收购了 Nuance 的图形图像产品部门，主要产品为 PowerPDF，该产品提供文档影像解决方案，包括多功能扫描、PDF 及文件自动化操作管理等服务
Smallpdf (未上市)	成立于 2013 年，是一款在线 PDF 处理工具，提供压缩、转换格式、分隔、合并、解密等十来个功能，一站式轻量化 PDF 解决方案
万兴科技	2003 年成立，2018 年深交所上市，是一家主要从事消费类软件研发、销售及提供相应技术支持服务的企业，产品包括多媒体类、跨端数据管理类和数字文档类三大类，其中数字文档类软件产品主要包括 PDF 编辑 (PDFelement)、PDF 转换工具 (PDFConverter) 等

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

Adobe 由于进入市场较早，且为国际知名软件企业，产品线丰富、资金实力雄厚，业务体量远大于其他厂商。2019 年 Adobe DC 业务收入达到 10.9 亿美元，福昕软件 2001 年切入 PDF 市场，2019 年收入为 3.69 亿元，Nitro 2019 年度营收为 3570 万美元，Kofax 未上市没有直接数据。万兴科技 2015 年发布 PDF 软件，目前规模不到 1 亿，金山办公中 PDF 作为组件的一部分提供服务，不单独收取会员费用。

**图15: Adobe 在 PDF 市场中占主导地位**


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**公司走差异化竞争之路, 抢夺 PDF 增量市场。**我们从产品技术、产品定位、用户群体、产品价格、授权模式、销售模式、销售区域和售后服务八个方面对比了福昕软件和 Adobe、金山办公和万兴科技, 总体上, 我们认为公司采取差异化战略, 形成了独特的竞争优势。

**表9: 福昕软件与 Adobe、金山办公、万兴软件展开差异化竞争**

企业	福昕软件	Adobe	金山办公	万兴科技
产品技术	与 Adobe 技术基本对等, 发明互联 PDF 等技术	PDF 开创者, 技术领先	不作为主攻技术	作为公司技术能力之一
产品定位	主营产品	主营创意云, 作为部分产品	作为 WPS 组件的部分提供	主营多媒体软件, 作为部分产品
用户群体	主要针对机构用户	机构、个人用户	机构、个人用户	个人用户
产品价格	标准版: \$14.99/月; \$99/年; \$139 (永久) 商业版: \$16.99/月; \$132/年; \$179 (永久)	标准版: \$22.99/月; \$12.99/月 (年费) Pro: \$24.99/月 \$14.99/月 (年费)	WPS 会员年度 89 元	标准版: 季度 189 元、年度 209 元、终身 339 元 专业版: 季度 209 元、年度 269 元、终身 399 元
授权模式	买断与订阅均可	订阅为主	BG 端买断+订阅 C 端订阅	买断+订阅
销售模式	非在线商店直销为主 官网和代理为辅	渠道销售为主	BG 端直销+代理 C 端在线商店	互联网线上直销、经销、分销
销售区域	国外欧美地区为主 国内为辅	全球	国内为主	海外为主
售后服务	全部用户售前售后服务 响应及时	针对付费用户 响应较慢	线上客服	线上客服

资料来源: 公司招股说明书、各公司官网、开源证券研究所

**与 Adobe 对比:** (1) 功能上, PhantomPDF 的功能集合和使用体验与 Adobe Acrobat Pro 基本上对等, 除此外, PhantomPDF 集成了更多的企业应用, 比如与微软文档权限管理方案 (RMS) 深度集成, 与十几个企业内容管理 (ECM) 产品深度集成。公司还发明了专利技术互联 PDF 技术, 在文档安全可控领域获得了技术突破。此外, 公司产品体积更小、速度更快。

(2) 定价上, 订阅业务方面, 公司同类产品售价较 Adobe 同类型产品的定价低约 26%-36%。

(3) 授权模式上, 公司提供灵活的授权模式, 既提供一次性授权, 也提供订阅服务, 而 Adobe 主要以订阅授权为主。

(4) 支持服务上, 公司为业务覆盖地区的用户提供的电话、网络等方面的技术支持服务, 由公司技术人员直接提供, 能够提供更为优质的客户服务。

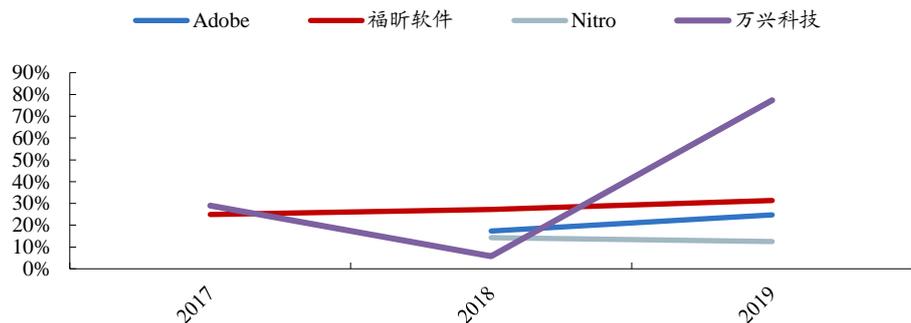
(5) 销售模式上, Adobe 以代理商渠道销售为主, 结合官方商店销售; 公司采取官方商店在线销售、非官方商店直接销售和代理销售相结合的销售模式。

**与金山办公对比:** 公司是 PDF 专业厂商, 功能全面; PDF 只是作为 WPS 的部分功能组件, 具备基础的编辑、转化等功能。

**与万兴科技对比:** 万兴 PDF 专家主要面向个人用户, 主要特征是简单、易用, 功能相对简单, 公司 PDF 产品更为全面专业。

**公司市场份额逐渐提升。**从过去两年各公司 PDF 业务增速来看, 公司增速高于 Adobe 及 Nitro, 市场份额在逐渐提升。

**图16: 以福昕软件为代表的厂商增速高于 Adobe**



数据来源: Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

### 3、云化成为公司产品未来主航向, 加强与行业结合推广解决方案

#### 3.1、云产品布局不断完善, 未来订阅服务收入有望快速提升

##### 3.1.1、相继推出互联 PDF 产品、福昕云办公等产品系列, 积极探索云化之路

**首创互联 PDF 技术, 实现对文档全生命周期的安全管控。**公司首创互联 PDF 技术, 并集成于 Phantom 等核心产品中, 实现了在线文档管理、文档协作等云运用。基于互联 PDF 技术, 公司控股子公司福昕互联研发了一系列产品, 包括风筝文档 PC 客户端个人版、风筝文档 PC 客户端企业版、风筝文档微信客户端、风筝文档钉钉企业应用、企业可控知识库、CPDF RDK 等, 与福昕互联 PDF 可控文档协同平台形成了一个完整的生态体系, 通过了中华人民共和国公安部信息系统安全等级保护三级认证, 是敏感文档的内部管控、对外流转和可控共享等方面的得力工具, 已成功应用

于保险、政府、科研和企业及个人的文档保护之中。

**图17: 互联 PDF 的四大功能特性: 安全存储、可控流转、高效协同、痕迹追踪**

安全存储	可控流转	高效协同	痕迹追踪
系统针对每个文档进行高级加密保护, 支持国际AES加密和国内SM4加密, 密钥在服务器后台加密存储, 进行多重安全保护, 通过与用户身份相关联, 保护能力强并且使用方便。	系统对文档进行细颗粒度的权限动态管控, 同时可以在文档上添加动态水印以便追踪截屏、拍照的泄密者。用户可以方便地将文档分享出去, 并使得发送出去的文档像风筝一样可控、可收。	用户可以基于文档或服务器发起互联审阅, 邀请用户实时对文档进行评论和标注, 所有参与者对评论和标注内容实时可见。文档有新版本生成时, 可以强制所有外传的文档更新成最新版本。	基于系统丰富的日志, 实现操作的审计、文档的追踪、热点的发现, 不管敏感文档被下载、传播到了什么地方, 都可以通过系统日志及文档主页对文档的使用情况进行追踪。

资料来源: 公司官网

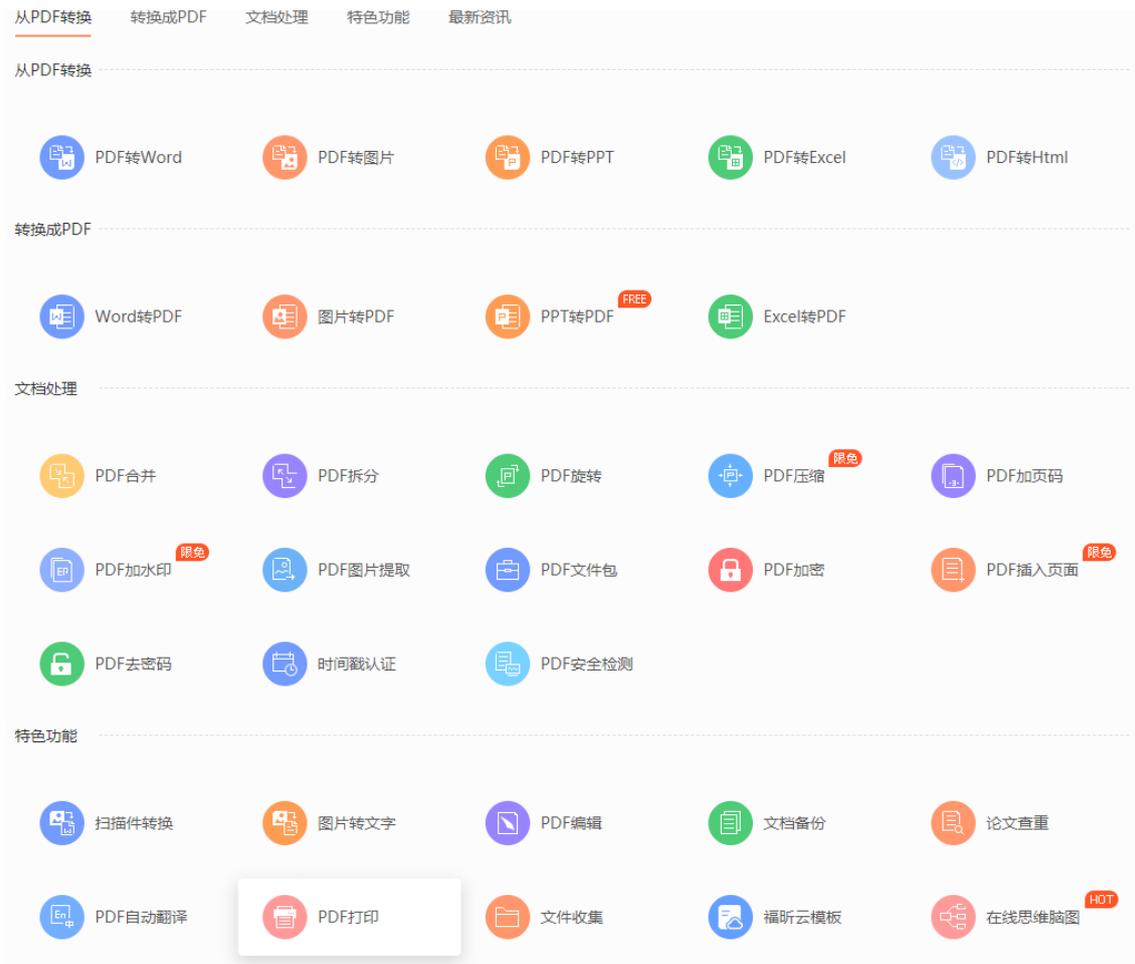
**表10: 互联 PDF 针对不同需求提供四个版本产品**

	个人版	专业版	企业版	私有化部署 专用版
服务对象	个人用户	专业人士和中小企业	法人企业	内部有要求不允许使用公有云、有较多个性化需求、希望建设自有平台的法人企业、非法人大型组织机构等
产品价值	通过高级加密和授权访问解决了个人敏感电子文件、照片、图片在本地或网盘、U 盘上的信息安全问题	确保知识成果、敏感信息等只能在指定的人员范围和时间内流转分享	通过互联管控, 确保企业内部资料、设计图纸、解决方案、客户信息、财务数据等安全可控, 传播留痕	提供独享平台、独立运作、自主安全、个性化定制的能力, 便于现有系统集成, 软件永久授权没有时间限制
软件功能	支持对个人文档、图片、扫描件的加密保护, 只有自己通过身份识别后可以看到, 别的任何人无法看到	文档加密存储、动态权限管理、可控分享、安全流转、版本动态更新, 可选择采用本地或 CPDF360 存储分享	具有互联平台操作的全部功能, 还有主副管理员、企业公共文档、企业统计、企业 LDAP 对接等企业管理功能	包含了公有云企业版功能, 支持定制开发个性化功能、可与客户现有系统进行集成
软件费用	免费	按月付费使用	按年付费使用	永久授权

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

**在线 PDF 服务助力实现轻量化办公。**针对国际用户, 公司推出轻量化的在线文档管理产品 foxit phantompdf online, 在云端可实现文档的编辑、压缩与转换。针对国内用户, 公司子公司福昕互联推出了轻量化 PDF 在线转换编辑平台 PDF365, 不仅提供在线的文档编辑、文档转换、文档安全服务, 也提供文档备份、论文查重、PDF 自动翻译等特色功能。

图18: 公司推出在线转换编辑平台 PDF365



资料来源: 公司官网

针对中小企业/团队, 推出福昕云办公产品。福昕云办公是一个提供办公服务的平台, 通过优质的云服务应用、安全的数据存储, 帮助中小团队/企业提高工作效率。

图19: 福昕云办公产品可提供五大云服务



资料来源: 公司官网

福昕云办公产品可提供免费版套餐和团队版套餐。免费权益有效期为 372 天, 请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

升级为团队版套餐可获得更多的云服务空间和自由扩容权限。

**表11: 福昕云办公产品可提供免费版套餐和团队版套餐**

云服务名称/套餐权限	免费版	团队版 (129 元/年)
云文档 - 团队文档空间	1G	10G
云编辑 - 支持免费使用账号	1 个	10 个
云会议 - 会议时长	36 小时	96 小时
云收集 - 文件收集次数	120 次	600 次
云模板 - 专业模板下载	12 个	60 个
云翻译 - 文档翻译	30 页/天	100 页/天

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

### 3.1.2、 订阅客户数量及收入快速增长, 收入占比有望逐渐提升

随着公司云产品的逐渐完善, 及客户对订阅模式的接受度逐渐提升, 公司订阅收入高速增长, 在收入中的占比快速提升。PDF 编辑器与阅读器产品收入中订阅收入占比逐渐提升, 从 2017 年的 4.39% 提升至 2019 年的 12.46%。

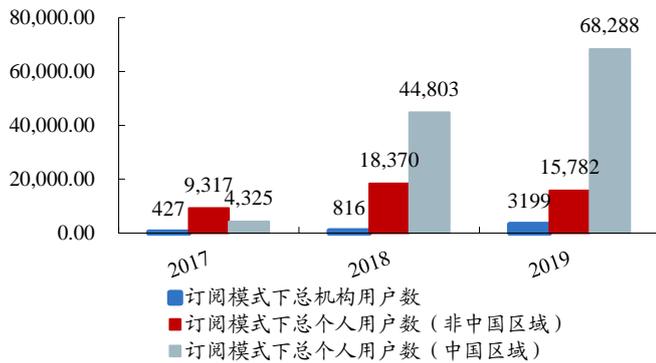
**图20: 公司订阅收入高速增长**



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

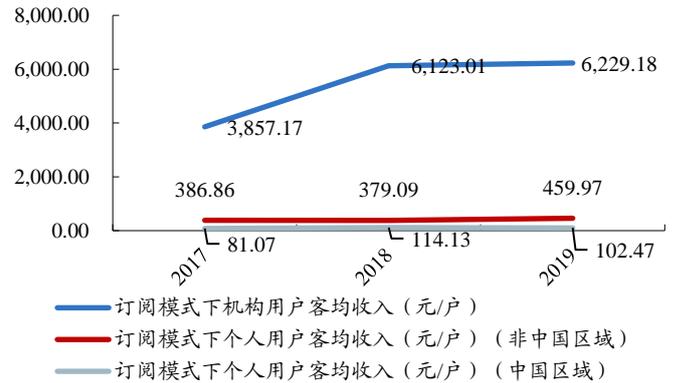
公司订阅收入的高速增长得益于客户数量的快速增长及客单价的提升。(1) 公司机构/个人订阅客户数量快速增长。2017-2019 年公司机构客户数量分别为 427 户、816 户和 3,199 户, 分别增长 91.10% 和 292.03%。随着公司知名度的提升及公司对中国市场的开拓, 非中国区域与中国区域的个人客户数量均实现较快增长。(2) 2017-2019 年公司机构客户和个人客户的客均收入都有所提升。

图21: 2017-2019 年机构/个人订阅用户数高速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图22: 2017-2019 年机构/个人客单价快速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

### 3.2、深耕垂直领域，打造行业级解决方案

针对不同行业的不同需求，公司打造不同行业级解决方案。例如，政府行业使用较多的功能包括公文流转和审批、对外发文的数据保护和文档权限管理、数字签名、电子证照、电子发票等；法律行业使用较多的功能包括法院接收的受理上诉的电子档案和电子简报、扫描件文件识别后转为可搜索可编辑文件、文档动态授权/实时撤销授权等。公司针对政府、教育、银行、保险、法律、医疗、制造等行业打造了不同的行业级解决方案。

图23: PDF 主要应用行业包括教育、政府、出版、印刷、法律等



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

未来公司将在垂直行业发力，打造更多的行业解决方案。例如，在工业领域，可以通过 PDF 来展示使用 CAD 软件设计的工程图纸，允许工程专业人员可靠地创建，交换和审查工程文档，改善工程工作流程中的文档交换，协作和打印准确性。

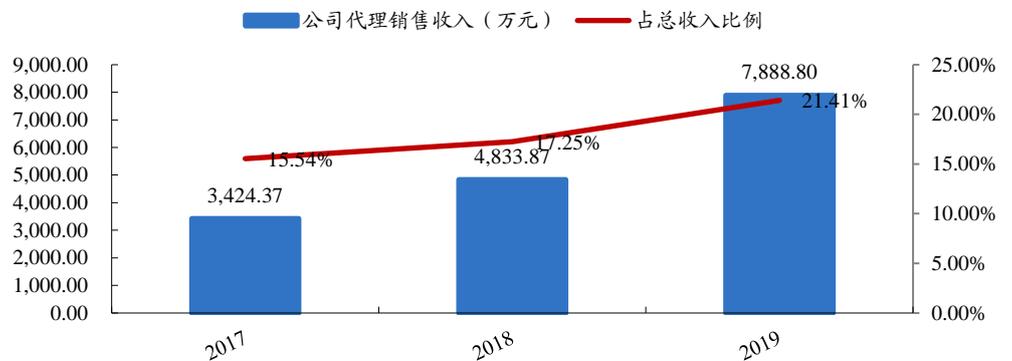
### 4、国内外营销体系与渠道建设不断加强，助力业务快速发展

公司在全球范围内形成较为完善的营销网络体系。公司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，已在美国的硅谷、亚特兰大、纽约、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，可在拓展国际业务的同时方便地为国际客户提供完善、及时的营销及技术服务。

随着公司品牌影响力的提升，代理销售比例有望逐渐增加。软件行业的代理商面向的客户主要为机构客户，因软件产品通常占企业总采购比例较低，且采购频率较低，部分机构为降低管理成本通过软件代理机构购买软件产品。在此模式下，代理机构不会主动进行产品推广，主要根据客户需求购买产品，因此更适合市场知名度高的软件产品。随着公司产品市场知名度的提升，也进一步开拓了与代理商合作的渠道销售模式。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 产品，代理销售收入快速增长。

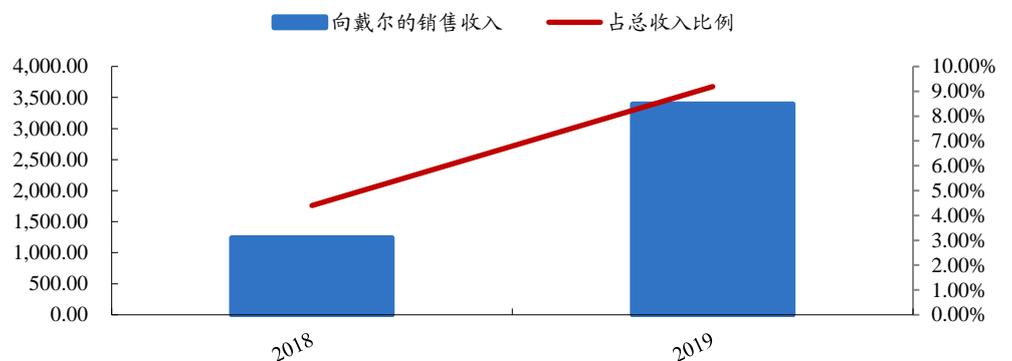
图24: 公司代理销售收入快速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

对于戴尔，主要因其拥有良好的商业信用，且其与众多的软件企业保持了长期的合作关系，为实现销售的及时性与便捷性，公司在可控的环境下向戴尔提供可生成激活序列号的权限，根据戴尔定期发回的销售清单确认收入并收取款项。同时，公司与戴尔合作推广公司产品，并根据实际发生的支出向戴尔支付合作推广费。

图25: 公司来源于戴尔的代理销售收入快速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司正在积极加强拓展代理渠道。公司已与戴尔、新聚思、Insight 等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道扩展市场。公司积极投入人力和市场资源，开展渠道补贴

吸引优质渠道商加盟，促进与金牌加盟商的合作。

**表12: 公司在海外已经拥有一批优秀的渠道商**

地区	代销商/分销商
南美	Westcon/Synnex
北美	Synnex、Ingram
欧洲	SOS Software Service GmbH、Spigraph、United ADDins、Softnow、HSM-informatika d.o.o.、Laknova、Syssoft LLC、IE Soft、Portland Europe 等
澳大利亚	Aquion
亚洲	Artson Build Inves LLP、IT integra、Progressive Gateway Technology、Altech Download Site、BusinessBooks、AcSys Networks Pvt Ltd、Ahari Solutions、A Soft 1 Co., Ltd.、Genius Plus Soft Co.,Ltd.、昆仑联通、4S Imaging Expert Ltd 等
非洲	Azcom Information Technology、OASIS、Prodata、SemeOnline(Pty)Ltd、Picifica Ocean Computer Centre

资料来源：公司官网、开源证券研究所

**直销+代理齐头并进，不断开拓国内市场。**公司积极开拓国内市场，拥有中铁建等国内客户，2019年福昕软件参加中央供应商集中签约大会并签署了中央企业联合采购框架协议。在营销体系及渠道拓展方面，公司开设合肥、成都、西安分公司，配备了销售人员开展直销工作。根据公司公众号资料，2021年1月起，公司开启全面合作渠道营销策略，携手渠道合作伙伴为国内用户提供国际化、业内领先、安全可控的PDF解决方案。

## 5、盈利预测与估值分析

### 5.1、核心假设

#### 核心假设 1:

**(1) PDF 编辑器和阅读器:** 无纸化办公、正版化趋势叠加新技术应用撬动百亿美元市场。公司在产品云化、电子签章等领域持续发力，同时不断完善营销体系，加强渠道拓展。预计 PDF 编辑器和阅读器业务将保持高速增长，2020-2022 年增速分别为 38.08%、42%、33.62%。

**(2) 开发平台与工具:** 预计整体保持平稳增长，2020-2022 年增速分别为 4.36%、1.41%、3.64%。

**(3) 企业文档自动化解决方案:** 随着 Rendition Server 在客户侧的推广，预计企业文档自动化解决方案业务平稳增长，2020-2022 年增速分别为 2.1%、5.98%、5.72%。

**(4) PDF 工具及在线服务:** 得益于云化产品的快速发展，预计 PDF 工具及在线服务业务实现高速增长，2020-2022 年增速分别为 120%、70%、50%。

#### 核心假设 2:

公司成本较为稳定，随着收入规模的扩大，变动成本仅小幅增长，预计公司毛利率将继续提升，2020-2022 年分别为 95%、95.47%、95.44%。

#### 核心假设 3:

公司将持续加强技术投入和渠道拓展，预计 2020-2022 年公司销售费用率分别

为 35.76%、35.60%、35.59%；管理费用率分别为 15.62%、15.80%、15.70%；研发费用率分别为 15.75%、17.20%、18.50%。

## 5.2、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.24、1.66、2.16 亿元，EPS 为 2.58、3.45、4.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 83.3、62.2、47.7 倍，公司 PE 和 PS 均低于可比公司平均水平，考虑到公司作为全球 PDF 领先企业，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 公司 PE 及 PS 估值低于行业可比公司平均水平（截止 2021.1.13 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688111.SH	金山办公	1816	8.63	12.25	16.66	210	148	109	71	49	35
600588.SH	用友网络	1430	8.55	10.8	13.49	167	132	106	16	14	11
300624.SZ	万兴科技	69	1.43	1.90	2.46	48	36	28	7	6	5
	行业平均					142	105	81	31	23	17
688095.SH	福昕软件	107	1.24	1.66	2.16	83.3	62.2	47.7	22	16	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（万兴科技盈利预测来源于 Wind 一致预期）

## 6、风险提示

**(1) 市场竞争加剧风险。**公司专注 PDF 行业，目前行业内 Adobe 等企业，如果竞争对手采取降价或其他措施，市场竞争加剧，会导致公司利润受不利影响。

**(2) 海外经营风险。**若公司在海外市场经营过程中，对当地用户的文化、使用习惯等理解出现偏差，导致产品未能被当地用户广泛接受；或海外市场因各地政治、经济环境发生变化，导致经营环境恶化，都可能将对公司业务发展产生不利影响。

**(3) 受新型冠状病毒疫情影响的风险。**受新型冠状病毒疫情影响，部分机构客户由于办公效率的下降、办公条件的限制及预算的收缩等原因，推迟了采购计划，使得公司业绩的增长的有所放缓。若新型冠状病毒疫情仍持续蔓延，而无法得到有效控制，公司未来可能存在业绩下降的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	172	232	393	549	844
现金	88	116	239	384	609
应收票据及应收账款	49	44	88	82	135
其他应收款	7	2	11	8	22
预付账款	9	13	18	28	36
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	18	56	37	47	42
<b>非流动资产</b>	205	232	249	267	284
长期投资	22	33	42	55	66
固定资产	43	45	51	57	61
无形资产	30	26	27	27	27
其他非流动资产	110	128	129	129	129
<b>资产总计</b>	377	464	642	816	1128
<b>流动负债</b>	94	121	163	171	266
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2	1	4	1	6
其他流动负债	92	120	159	169	260
<b>非流动负债</b>	11	11	10	9	8
长期借款	6	5	4	3	2
其他非流动负债	5	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	105	132	173	180	274
少数股东权益	3	5	6	7	8
股本	36	36	48	48	48
资本公积	150	151	151	151	151
留存收益	84	141	236	384	571
<b>归属母公司股东权益</b>	270	328	464	630	846
负债和股东权益	377	464	642	816	1128

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	70	114	115	184	250
净利润	39	75	125	167	218
折旧摊销	9	9	8	9	10
财务费用	2	4	5	7	9
投资损失	-0	-3	-4	-5	-6
营运资金变动	13	27	-18	7	20
其他经营现金流	8	2	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-1	-70	0	-31	-15
资本支出	6	8	7	6	5
长期投资	12	-62	-9	-8	-12
其他投资现金流	18	-125	-2	-33	-22
<b>筹资活动现金流</b>	-38	-19	7	-8	-10
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	-0	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	12	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-19	-4	-7	-9
<b>现金净增加额</b>	34	26	123	144	225

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	281	369	494	679	891
营业成本	19	19	25	31	41
营业税金及附加	1	1	2	3	4
营业费用	109	147	177	242	315
管理费用	51	63	77	107	135
研发费用	56	57	78	117	165
财务费用	2	4	5	7	9
资产减值损失	-5	-5	-8	-9	-11
其他收益	9	7	10	13	14
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	-1
投资净收益	0	3	4	5	6
资产处置收益	1	2	2	2	3
<b>营业利润</b>	48	81	137	182	233
营业外收入	2	8	9	13	16
营业外支出	2	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	48	88	145	194	247
所得税	8	13	20	27	30
<b>净利润</b>	39	75	125	167	218
少数股东损益	1	1	1	1	1
<b>归母净利润</b>	38	74	124	166	216
EBITDA	54	93	148	194	243
EPS(元)	0.80	1.54	2.58	3.45	4.50

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.3	31.4	33.8	37.5	31.3
营业利润(%)	38.5	67.4	69.9	32.9	27.9
归属于母公司净利润(%)	49.9	92.6	67.3	33.9	30.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	93.4	94.8	95.0	95.5	95.4
净利率(%)	13.7	20.1	25.1	24.5	24.3
ROE(%)	14.4	22.6	27.2	26.7	25.8
ROIC(%)	13.4	21.6	26.2	25.5	24.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.8	28.3	26.9	22.0	24.3
净负债比率(%)	-29.3	-32.6	-50.5	-60.4	-71.6
流动比率	1.8	1.9	2.4	3.2	3.2
速动比率	1.5	1.7	2.2	3.0	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	6.0	7.9	7.5	8.0	8.2
应付账款周转率	7.3	13.6	10.4	12.0	11.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.54	2.58	3.45	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.37	2.39	3.82	5.20
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.81	9.38	12.83	17.33
<b>估值比率</b>					
P/E	268.3	139.3	83.3	62.2	47.7
P/B	38.3	31.5	22.9	16.7	12.4
EV/EBITDA	189.5	109.0	68.3	51.2	40.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn