

PDF 行业领军者，云化打开新空间

买入|首次推荐

报告要点:

● 快速成长中的全球领先 PDF 电子文档解决方案提供商

公司是 PDF 行业内全球市场份额仅次于 Adobe 的领军企业，目前已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系，为用户提供覆盖 PDF 文档全生命周期的软件产品与解决方案，包括：PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务四大产品线。2017-2020 年，公司营业收入保持快速增长的态势，CAGR 达 28.65%，归母净利润 CAGR 高达 68.35%。2020 年，公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 27.35%；实现扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 49.86%。

● 2021 年 PDF 文档相关业务 TAM 可达 75 亿美元，成长空间巨大

Adobe 公司公开文件显示，2020 年 PDF 文档相关业务潜在市场规模(TAM) 可达 53 亿美元，2021 年可达 75 亿美元。作为行业龙头，Adobe 公司 2019 年实现的营业收入占其预计的 2020 年 TAM 的比例仅为 23%，PDF 文档相关业务未来仍有较大的市场空间。随着我国信息技术的快速发展，互联网用户群体规模仍将呈增长态势，为软件产业奠定坚实的用户基础，PDF 电子文档作为人们日常办公的基础软件、通用软件之一，市场发展前景良好。

● 差异化竞争，前瞻布局云化趋势，打造核心竞争力

通过与 Adobe 进行差异化经营，公司取得了众多客户的认可，具体策略包括：产品特性差异化；产品价格差异化；客户服务差异化；提供灵活的授权模式；采取灵活的销售模式。公司优先进行 PDF 的水平扩充与垂直扩充，垂直应用扩充包括在 AEC 领域的 PDF 应用。此外，公司坚定推进云化战略，将大量人力投入于产品云化项目，致力于在未来将桌面端收入全部转化为云端和移动端收入。云化是公司弯道超车的重要方向，产品上云后将增加文档协同、电子签名、电子图纸等特色服务，未来发展前景广阔。

● 投资建议与盈利预测

公司凭借产品性价比及服务优质等差异化经营策略，有望充分受益于 PDF 行业的发展。预测公司 2020-2022 年营业收入为 4.70、6.25、7.99 亿元，归母净利润为 1.23、1.68、2.18 亿元，EPS 为 2.55、3.50、4.53 元/股，对应 PE 为 98.93、71.95、55.53 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 80-140 倍之间，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 62.5 倍，给予公司 2021 年 100 倍的目标 PE，目标价为 350.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；行业竞争加剧；国内市场拓展不及预期；PDF 产品研发及渠道拓展不及预期；海外经营风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	280.89	368.95	469.86	624.67	798.78
收入同比(%)	27.30	31.35	27.35	32.95	27.87
归母净利润(百万元)	38.49	74.14	122.52	168.46	218.29
归母净利润同比(%)	49.90	92.62	65.27	37.49	29.58
ROE(%)	14.28	22.63	3.85	5.03	6.12
每股收益(元)	0.80	1.54	2.55	3.50	4.53
市盈率(P/E)	314.94	163.50	98.93	71.95	55.53

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：251.79 元/350.00 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：365.5 / 214.54

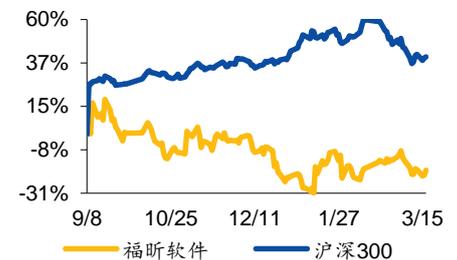
A 股流通股（百万股）：11.42

A 股总股本（百万股）：48.14

流通市值（百万元）：2875.77

总市值（百万元）：12121.17

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 快速成长的国际化 PDF 电子文档解决方案提供商	5
1.1 营收保持较快增长，盈利能力持续提升	6
1.2 产品组合丰富，涵盖 PDF 全生命周期	10
1.2.1 PDF 编辑器与阅读器	10
1.2.2 软件开发平台与工具	11
1.2.3 企业文档自动化解决方案	12
1.2.4 PDF 工具及在线服务	13
1.3 公司股权结构稳定，实控人掌握核心代码	14
2. PDF 行业高景气，成长空间广阔	16
2.1 政策驱动行业发展，正版化护航产业腾飞	16
2.2 互联网浪潮来袭，移动化趋势明显	17
2.3 软件产业稳步发展，PDF 应用需求旺盛	18
2.4 Adobe 稳居行业龙头，国内厂商加速追赶	20
3. 掌握自主核心技术，云化打开全新空间	22
3.1 深耕海外市场，客户资源优质	22
3.2 实施差异化战略，建立相对竞争优势	22
3.2.1 产品特性差异化	23
3.2.2 产品价格差异化	24
3.2.3 客户服务差异化	24
3.2.4 灵活的销售模式	25
3.2.5 灵活的授权模式	26
3.3 成立中国事业部，主打企业级市场	28
3.4 坚定推进云化战略，有望实现弯道超车	28
3.5 布局 OFD 赛道，参股福昕鲲鹏	29
4. 盈利预测与投资建议	31
5. 风险提示	34

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：营业收入与销售毛利率情况	6
图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况	6
图 4：公司营业收入结构	7
图 5：公司营业收入分布（单位：亿元）	7
图 6：PDF 编辑器与阅读器业务收入情况（单位：亿元）	8
图 7：开发平台与工具业务收入情况（单位：万元）	8
图 8：企业文档自动化解决方案收入情况（单位：万元）	8
图 9：PDF 工具及在线服务收入情况（单位：万元）	8
图 10：经营活动现金净流量与扣非归母净利润对比	9

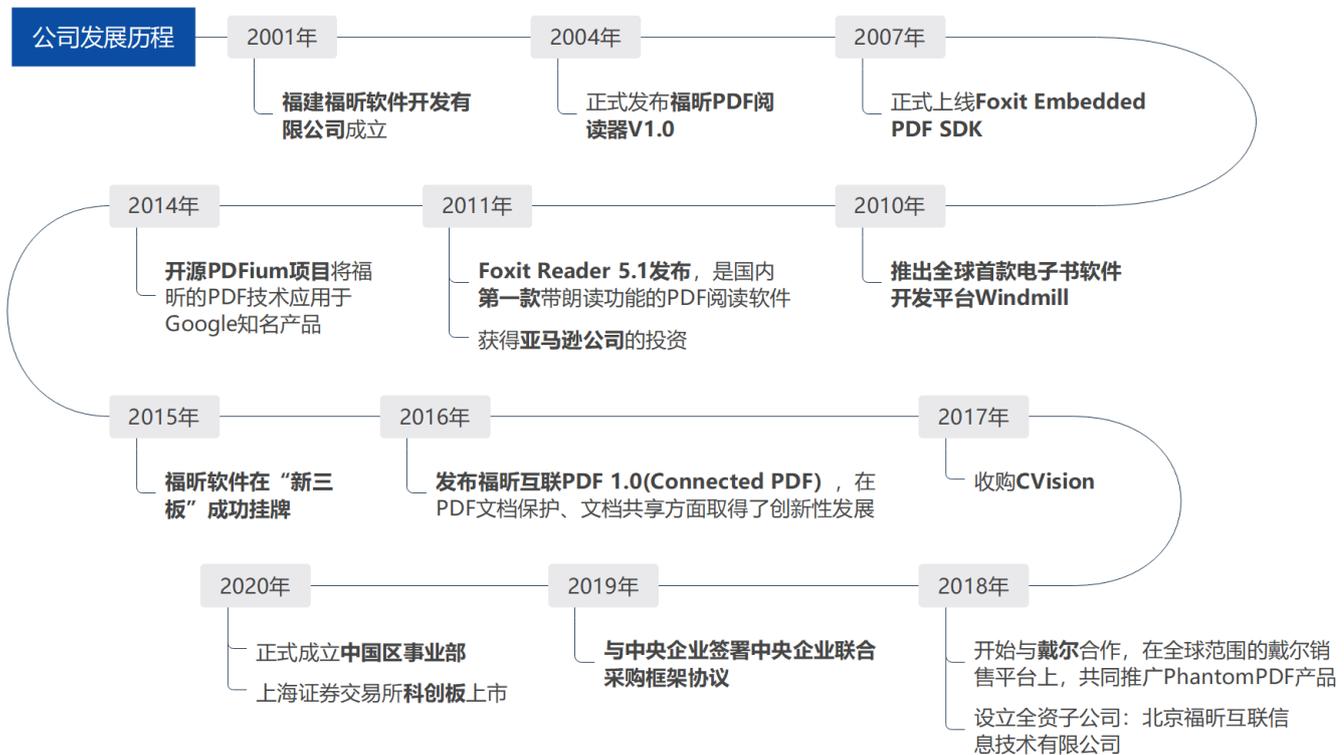
图 11: 期间费用率分析.....	9
图 12: 研发投入情况.....	9
图 13: 技术人员数量.....	9
图 14: 公司主要产品线.....	10
图 15: PC 端和移动端用户使用数量对比 (单位: 户).....	11
图 16: PC 端和移动端产品收入对比 (单位: 万元).....	11
图 17: 机构客户的销售收入与客均单价 (单位: 万元).....	12
图 18: 企业文档自动化解决方案收入构成 (单位: 万元).....	13
图 19: 企业文档自动化解决方案客户分类 (单位: 户).....	13
图 20: 企业自动化解决方案产品客户均价 (单位: 万元).....	13
图 21: 股权结构.....	14
图 22: 全球 PC 软件盗版率情况.....	17
图 23: 我国互联网发展情况.....	17
图 24: 2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率.....	18
图 25: 2016-2020 全球 IT 支出规模 (单位: 十亿美元).....	18
图 26: 我国软件行业市场规模.....	19
图 27: Adobe DC 业务经常性收入情况 (单位: 亿美元).....	20
图 28: 全球智能手机出货量情况.....	20
图 29: 主要厂商 2017-2019 年 PDF 业务市场份额.....	21
图 30: PDF 编辑器与阅读器产品收入结构 (单位: 万元).....	25
图 31: PDF 编辑器与阅读器产品客户数量 (单位: 户).....	25
图 32: PDF 编辑器与阅读器产品 ARPU 变化 (单位: 元).....	26
图 33: PDF 编辑器与阅读器收入分拆 (单位: 万元).....	26
图 34: PDF 编辑器与阅读器销售占比.....	26
图 35: PDF 编辑器产品订阅销售占比.....	27
图 36: 免费与付费产品安装数量比较 (单位: 万套).....	28
图 37: 全球 SaaS 市场规模.....	29
图 38: 福昕鲲鹏营业收入情况 (单位: 万元).....	30
图 39: 福昕鲲鹏主要产品概况.....	30
图 40: 福昕软件上市以来 PE-Band.....	33
表 1: 募投项目情况.....	10
表 2: PDF 编辑器与阅读器产品概况.....	11
表 3: 主要 PDF SDK 产品简介.....	11
表 4: 企业文档自动化解决方案产品介绍.....	12
表 5: PDF 相关工具简介.....	13
表 6: 公司 PDF 在线服务内容简介.....	14
表 7: 主要子公司概况.....	15
表 8: 软件行业政策梳理.....	16
表 9: PDF 发展历程.....	19
表 10: 公司主要竞争对手情况.....	20

表 11: 2019 年公司主要竞争对手财务数据对比	21
表 12: 公司主要产品的客户类型.....	22
表 13: 2019 年公司前五大客户销售情况	22
表 14: 公司主要核心技术简介	23
表 15: 福昕 PhantomPDF 和 Adobe Acrobat 订阅价格对比.....	24
表 16: PDF 编辑器产品订阅销售明细	27
表 17: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	32
表 18: 可比公司估值情况.....	33

1. 快速成长的国际化 PDF 电子文档解决方案提供商

公司成立于 2001 年，是一家国际化运营的 PDF 电子文档解决方案提供厂商。多年来，公司一直专注于 PDF 软件领域的研发与销售，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员。公司是全球少数通过自主研发创新掌握完整 PDF 技术的具有国际竞争力的基础软件、通用软件企业。目前，公司形成了包含 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 电子表单技术等在内的核心技术群，拥有核心代码跨平台。根据公司官网，公司产品与服务覆盖的直接用户数超过 5.6 亿，企业客户数达 10 万以上，包括微软、谷歌、亚马逊、联想、百度等全球知名企业。公司以“打造全球 PDF 解决方案第一品牌”为愿景，以“开发市场领先和创新性的 PDF 产品及服务，帮助知识工作者在处理文档时提高生产率并能做更多”为使命，坚持自主产权、自主品牌、市场引领，积极推进电子文档技术应用的创新，努力开创文档服务架构供应商的新形象。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

自成立以来，公司的发展历程主要分为三个阶段：

业务初创期（2001-2006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。

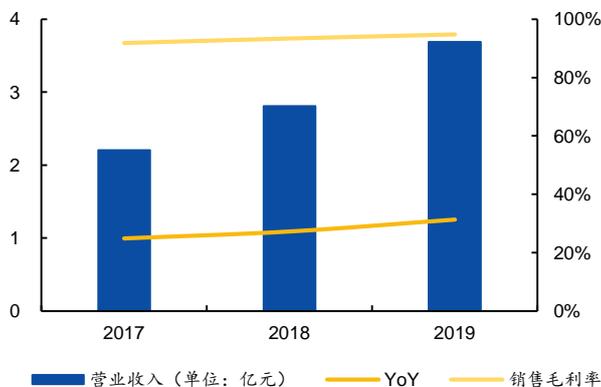
产品持续升级和完善阶段 (2007-2015 年): 公司继续对产品更新迭代, 形成了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及 PDF 文档自动化解决方案等较为齐全的产品体系。公司产品适用于桌面电脑、平板电脑、企业级服务器、智能手机、嵌入式设备等应用终端, 可兼容 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP 等各类操作系统, 具有跨平台、高效率、安全等优势, 深受客户青睐。公司继续拓宽全球化市场, 美国、德国、日本等海外子公司相继投入运营, 产品覆盖范围不断扩大。

创新性以及品牌建立阶段 (2016 年至今): 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 Debenu 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。此外, 服务订阅模式作为近年来软件领域发展较为迅速的经营模式, 公司紧跟行业潮流, 推广用户根据实际使用的产品或功能进行付费的服务订阅模式, 采取授权、服务订阅并行发展的思路, 提升用户灵活性以及使用体验, 满足用户多样化需求。

1.1 营收保持较快增长, 盈利能力持续提升

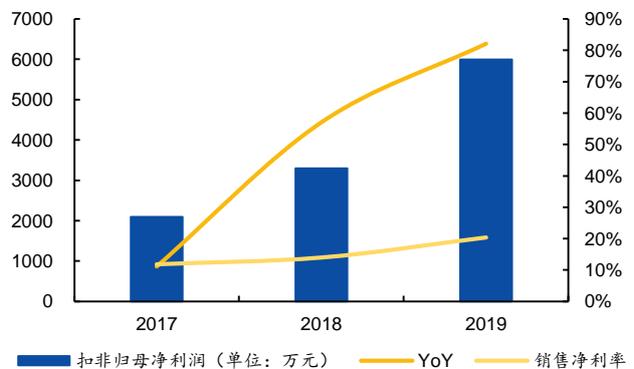
2017-2019 年, 公司营业收入呈加速增长趋势, CAGR 达 29.31%; 扣非归母净利润高速增长, CAGR 达 69.11%。根据公司《2020 年度业绩快报公告》, 2020 年, 公司实现营业收入 4.70 亿元, 同比增长 27.35%, 实现扣非归母净利润 0.90 亿元, 同比增长 49.86%, 收入快速增长的主要原因是: 1) 从产品分类角度来看, 公司不断加大核心产品 PDF 编辑器与阅读器业务的投入力度, 产品市场占有率不断提高, 业务规模持续扩大, 2020 年 PDF 编辑器与阅读器业务收入同比增长约 30%; 2) 从产品的形式角度来看, 公司不断投入云化产品的开发, 促进了订阅模式收入不断增长, 2020 年订阅模式收入同比增长约 50%; 3) 从产品的销售渠道来看, 由于公司产品的市场认可度不断提高, 代理销售与官方在线平台的销售收入均保持较高的增长水平, 增长率均超过 30%; 4) 从区域的角度看, 公司主要销售区域欧美地区保持较高的收入增长率, 同比增长约 25%, 中国大陆区域同比增长约 45%。

图 2: 营业收入与销售毛利率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: 扣非归母净利润与销售净利率情况



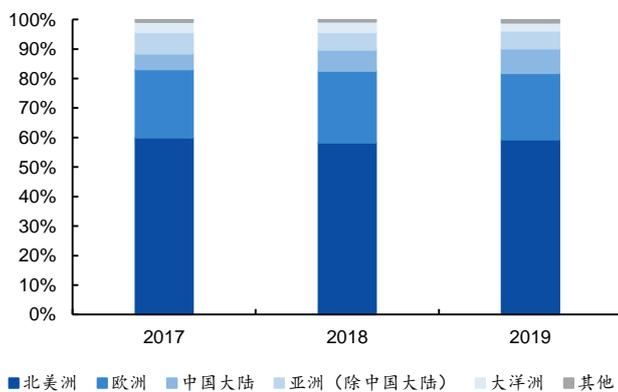
资料来源: Wind, 国元证券研究所

销售毛利率维持高位，且呈现逐年上升趋势。2017-2019年，公司的销售毛利率分别为91.80%、93.39%和94.82%。公司毛利率水平较高且稳步提升的主要原因是：1) 公司主要产品PDF编辑器与阅读器为可复制性较强的标准化产品，成本较低且相对固定，推高毛利率；2) 公司销售收入快速增长时，变动成本增幅较小，推动毛利率逐年增长。

公司营收超九成来自海外市场，在全球范围形成了较为完善的营销网络体系。公司通过国际化的运营方式，产品销售范围覆盖全球200余个国家和地区。从营业收入结构分析，由于国外软件信息化程度更高、软件盗版率较国内更低，用户支付软件费用的意愿相对较强，海外市场为公司的主要收入来源。2017-2019年，公司在中国大陆以外地区的营业收入占比高达94.78%、92.81%和91.60%。其中，欧美地区为公司产品主要的销售区域，2019年，公司在欧美地区实现营业收入3.01亿元，占比为81.81%。除了现有的销售区域外，公司未来还将逐步拓展新兴市场，如俄罗斯、巴西、印度等。

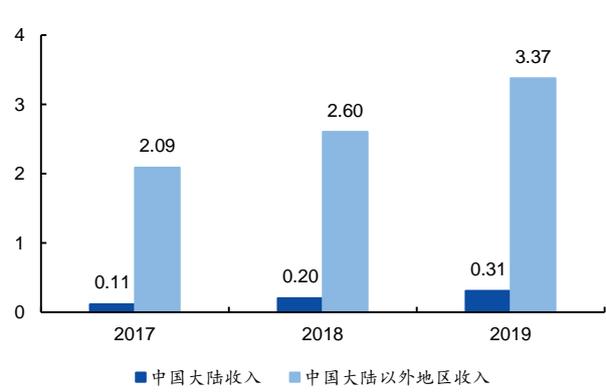
国内市场营收占比持续提升，中国大陆市场发展潜力较大。2019年，公司在中国大陆实现营业收入0.31亿元，同比增长53.45%，占比升至8.40%。近年来，公司积极开拓国内市场，在B端拥有中铁建、中国电力工程顾问集团、科大讯飞等企业客户，2019年参加了中央供应商集中签约大会并签署了中央企业联合采购框架协议；在C端设立了福昕网络子公司，专门负责国内个人用户市场的拓展。

图 4：公司营业收入结构



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 5：公司营业收入分布 (单位：亿元)



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

分产品类型来看，公司业务来源主要分为：

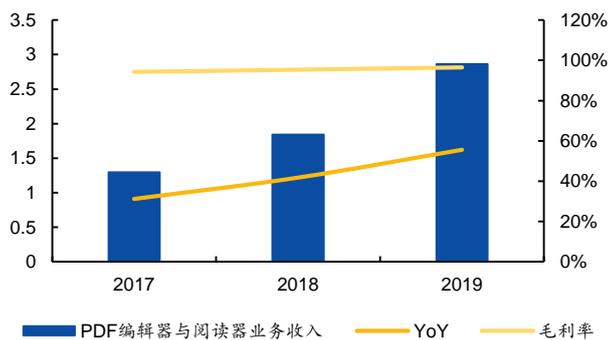
- PDF 编辑器与阅读器
- 开发平台与工具
- 企业文档自动化解决方案
- PDF 工具及在线服务

PDF 编辑器与阅读器为公司收入的主要来源，收入占比近八成。2019年，PDF 编辑器与阅读器的营业收入为2.86亿元，同比增长55.56%，主要原因是公司持续拓宽市场，机构客户数大幅提升。PDF 编辑器与阅读器收入占总营收比为77.70%，较

2018年提升了12.03个百分点。其中，Foxit PhantomPDF产品为PDF编辑器与阅读器的主要收入来源。

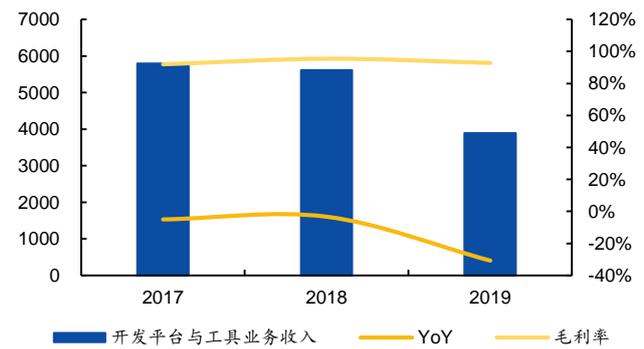
开发平台与工具业务规模缩减，公司加大对大客户的开发力度。2017-2019年，开发平台与工具业务营业收入呈下降趋势。2019年，该业务实现营业收入0.39亿元，同比下降30.70%。公司2018年对部分大客户采用特定版本的SDK产品收取一次性永久授权费，对未来使用该版本的新增分发量不再收费，以后年度收取固定年度技术支持及维护费，因此导致2019年开发平台与工具收入有所降低。

图6：PDF编辑器与阅读器业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图7：开发平台与工具业务收入情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

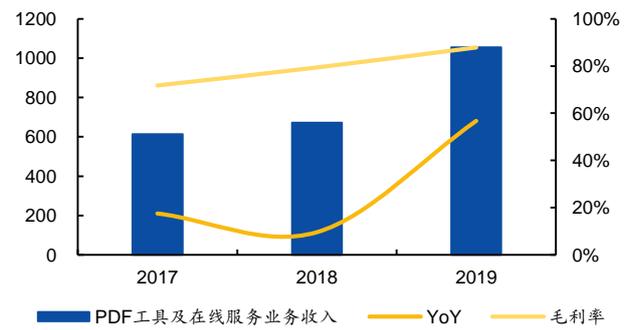
PDF工具及在线服务和企业文档自动化解决方案整体业务规模较小，收入受到个别大客户销售金额变动的影响。2017年，公司收购CVision后，企业文档自动化解决方案业务收入大幅提升，同比增长140.02%。2019年，企业文档自动化解决方案营业收入为0.33亿元，较2018年同比下降1.97%，原因是公司调整产品重心，计划未来将销售重心放在Rendition Server的产品销售上，减少了对PDF Compressor的推广业务，导致公司客户数量及收入金额有所减少。2019年，PDF工具及在线服务占营收比例仅为2.86%，但收入上升趋势明显。

图8：企业文档自动化解决方案收入情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图9：PDF工具及在线服务收入情况（单位：万元）

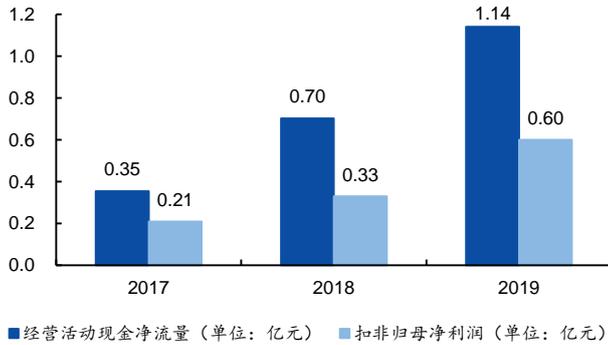


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

经营活动现金净流量明显改善，费用率管控合理，销售费用率随市场扩张逐年增长。2017-2019年，公司逐步布局云服务SaaS领域，且销售规模逐渐扩大，经营活动现金净流量持续高于扣非归母净利润，并呈现逐年上升趋势。2019年，经营活动现金

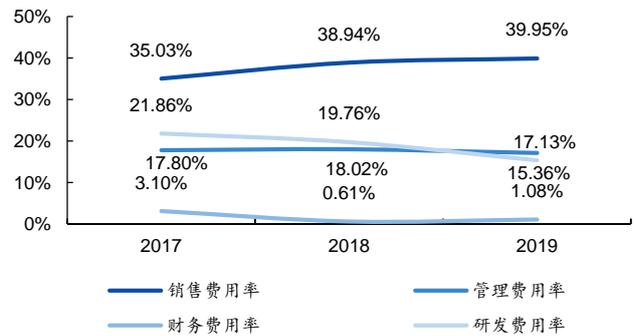
净流量达到历史新高 1.14 亿元，是扣非归母净利润的 1.90 倍，公司经营质量持续提升。2019 年，公司销售费用率为 39.95%，较 2018 年增加了 1.01 个百分点，主要原因为公司增加了更多的销售人员进行多渠道产品宣传，拓宽市场规模。公司研发费用持续增长，但研发费用率呈现下降趋势，主要是由于收入增速快于研发费用增速所致。

图 10：经营活动现金净流量与扣非归母净利润对比



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 11：期间费用率分析

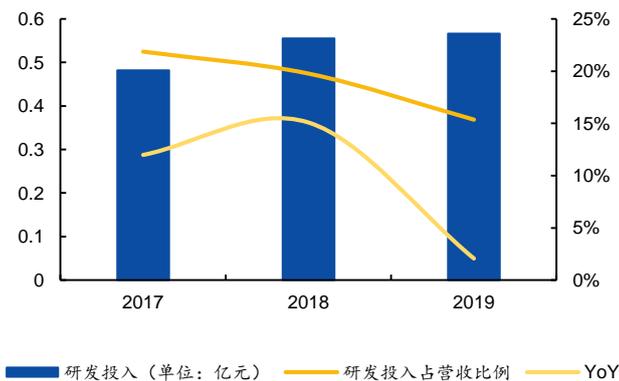


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司坚持自主研发、自主创新的道路，将产品视为核心竞争力，研发投入持续增长。2019 年，公司研发投入为 5665.32 万元（全部费用化），同比增长 2.08%，占营业收入的比重为 15.36%。2017-2019 年，公司研发投入 CAGR 达 8.97%，累计达 1.60 亿元，占累计营业收入的比例 18.42%，维持在较高水平。

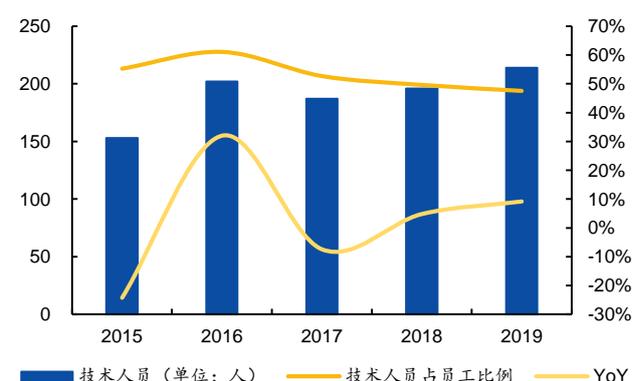
技术人员是公司核心生产力，2019 年底占员工总数达 47.56%。2015-2019 年，公司技术人员从 153 人增长至 214 人。截至 2020 年 9 月 3 日，公司共拥有国内外发明专利 37 项，拥有国内外软件著作权 78 项目，并承担了“内容资源聚合与投送云服务关键技术研发”（国家级）和“基于国家标准版式文档格式的公文交换系统研发及产业化”等重大科研项目。

图 12：研发投入情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 13：技术人员数量



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司本次在科创板上市募集资金总额为 28.72 亿元，扣除各项费用后，募集资金净额为 25.86 亿元，拟投资于以下项目：

表 1：募投项目情况

项目名称	总投资规模（万元）	拟投入募集资金（万元）
PDF 产品研发及升级项目	17132.04	17132.04
文档智能云服务项目	15276.41	15276.41
前沿文档技术研发项目	3141.45	3141.45
全球营销服务网络及配套建设项目	5186.53	5186.53
合计	40736.42	40736.42

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2 产品组合丰富，涵盖 PDF 全生命周期

公司提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，主要包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具以及基于企业内部服务器及云端的 PDF 相关独立产品，产品及服务广泛应用于政府、能源、出版、金融、法律、教育、医疗、生产制造、建筑等众多行业和领域。其中，PDF 编辑器与阅读器市场知名度逐渐提升，产品线不断完善，形成了良好的市场效应，是公司营业收入贡献的主体。公司产品适用于桌面电脑、平板电脑、企业级服务器、智能手机及嵌入式设备等应用终端，可在 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP、Web 等平台实现同等功能、性能以及用户体验。

根据不同的用户需求和场景，公司提供的主要产品及服务如图：

图 14：公司主要产品线



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2.1 PDF 编辑器与阅读器

PDF 编辑器与阅读器产品是公司的核心产品，包括 Foxit PhantomPDF、Foxit Reader 和 Foxit PDF Reader Mobile，实现了从免费产品到定制化产品，再到标准化产品的转型。

表 2: PDF 编辑器与阅读器产品概况

产品名称	主要功能与特点
Foxit PhantomPDF	PhantomPDF 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、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。
Foxit 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。
Foxit PDF Reader Mobile	PDF 移动端阅读器, 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文档, 实现与桌面平台同等的使用体验。

资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

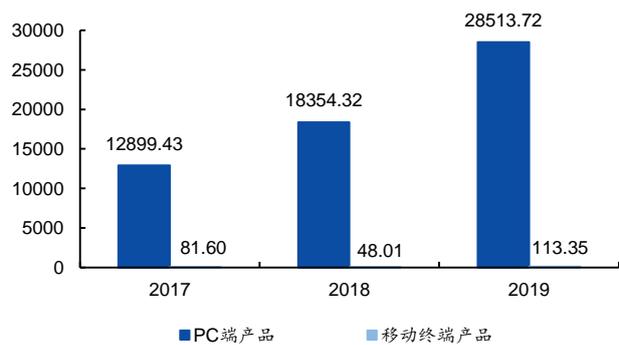
PDF 编辑器与阅读器产品主要以 PC 端产品的销售为主。2019 年, PC 端产品销售收入达 2.85 亿元, 共有 13.32 万用户使用 PC 端产品。移动端产品销售收入显著低于 PC 端产品, 仅为 113.35 万元, 共有 292 个用户使用。公司的主要收入来源于 PC 端产品, 主要原因是: 受到设备屏幕、使用习惯等方面的限制, 移动终端用户的编辑需求较低, 主要需求以阅读器等免费产品为主。

图 15: PC 端和移动端用户使用数量对比 (单位: 户)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

图 16: PC 端和移动端产品收入对比 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

1.2.2 软件开发平台与工具

开发平台与工具主要包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK, 客户可通过该产品直接在自有软件产品中嵌入公司 PDF 相关的技术。Foxit PDF SDK 产品采用通用内核, 可适配于 Windows、Linux、Mac、Android、iOS、Windows UWP 及 Web 等多个平台。

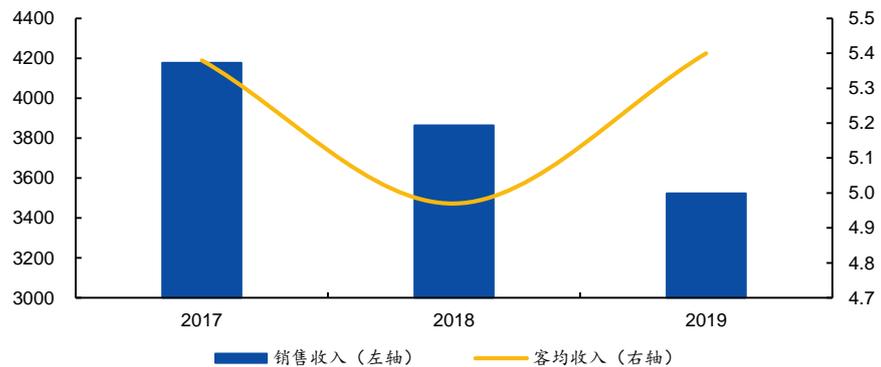
表 3: 主要 PDF SDK 产品简介

产品名称	主要功能与特点
Foxit PDF SDK	公司的主要 SDK 产品, 具备跨平台特性, 可在各类平台实现 PDF 显示、编辑等多种功能。
Rapid Development Kit for Mobile	移动平台迅捷开发工具包, 能够实现用户快速开发移动平台的 PDF 产品。
WebPDF SDK	Web 平台开发工具包, 能够实现用户快速开发 Web 平台的 PDF 产品。
Foxit PDF IFilter	文档过滤器插件, 用户通过该产品能够快速提取文档信息内容, 以提供分类检索等用途。
Foxit PDF Toolkit	PDF 工具集合, 可以实现 PDF 产品的转换等功能。

资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

从开发平台与工具业务收入来看，除谷歌以及因定价模式变化的大客户外，来自其他机构客户的销售收入逐年下降。2017年，公司销售收入较高，主要原因是与谷歌签订了 PDFium 开源项目协议，合同约定公司收取一次性开源费，技术维护费在服务期内分期确认，2017年4月该服务提供完毕。2018年，机构客户销售收入较2017年下降7.51%，原因是该年份公司新增的客户多为零散小客户，平均销售单价较2017年有所下降。2018年，公司针对部分大客户对特定版本的 SDK 产品收取一次性永久授权费，对未来使用该版本的新增分发量不再收费，只收取固定年度技术支持及维护费，导致2019年开发平台与工具收入大幅降低，但由于2019年对技术需求较低的小型开发者客户有所减少，公司收入更集中于大客户，因此平均销售单价有所提升。

图 17：机构客户的销售收入与客均单价（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：销售收入剔除了谷歌及其他大客户的影响

1.2.3 企业文档自动化解决方案

企业文档自动化解决方案是公司根据企业客户需求自主开发或者通过外部整合的方式获取的 PDF 相关产品与技术，可满足不同客户在文档索引、文档转换及文档压缩等方面的差异化需求，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。企业文档业务的主要产品为公司收购福昕欧洲及 CVision 的原有产品，以及结合公司原有技术与外购技术后研发的新产品 Rendition Server。公司 2017 年收购 CVision 后，该业务收入大幅增长。

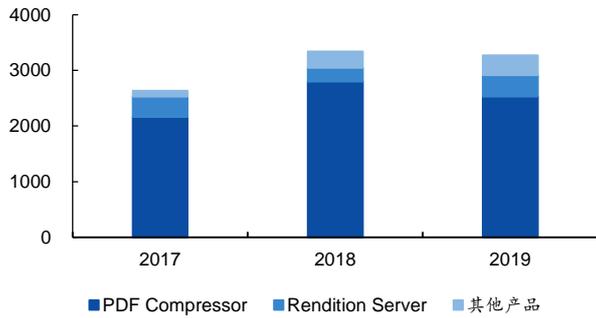
表 4：企业文档自动化解决方案产品介绍

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、高压缩及生成符合 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、吞吐量大等特点，为企业建立统一的企业文档处理标准。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

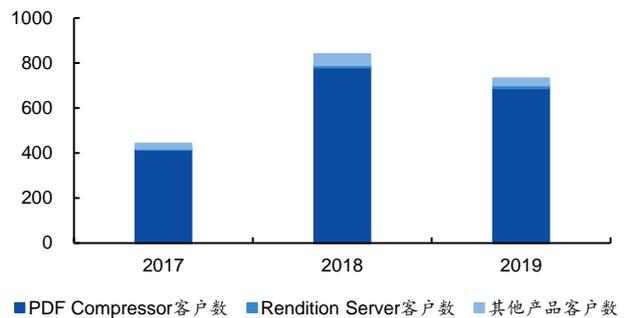
企业文档自动化解决方案由于整体业务规模较小，收入容易受个别大客户的影响。2018-2019 年，该业务收入同比增长 26.66% 和下降 1.97%。2017 年 8 月，公司并购 CVision，PDF Compressor 是 CVision 的主要产品，使得 2018 年 PDF Compressor 收入大幅上涨。2019 年，由于产品重心调整，公司将销售重心放在 Rendition Server 的产品销售上，减少了对 PDF Compressor 的推广业务，导致公司客户数量及收入金额有所减少。

图 18: 企业文档自动化解决方案收入构成 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

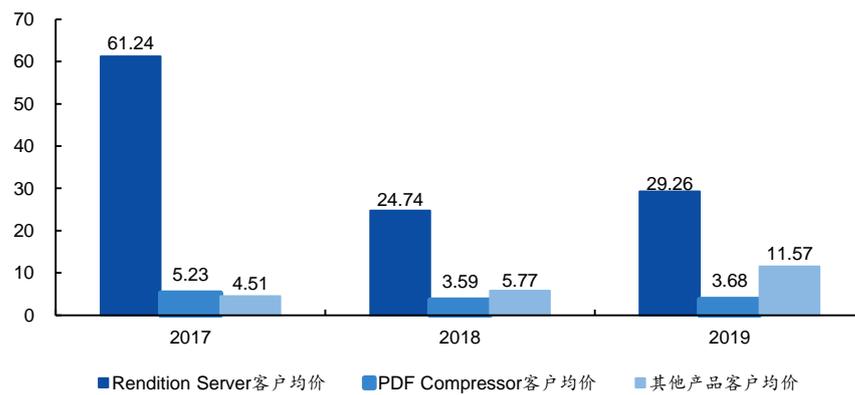
图 19: 企业文档自动化解决方案客户分类 (单位: 户)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

Rendition Server 产品是公司推出的新产品, 目前客户数量较少。Rendition Server 产品 2017 年的客户均价显著高于 2018 年及 2019 年, 主要原因是 2017 年产品客户主要为大客户, 订单金额较大, 而近年发展的一些新客户订单金额较小, 摊薄了客均收入。

图 20: 企业自动化解决方案产品客户均价 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

1.2.4 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需求提供的专有产品。

表 5: PDF 相关工具简介

产品名称	主要功能与特点
Ultraforms	用于电子表单的填写与数据回收功能, 通过填写表单后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: 公司招股说明书, 国元证券研究所

公司的在线服务主要为 PDF 文档处理服务及少量广告服务。公司通过微信公众号发布广告、第三方广告平台接入软件广告弹窗等方式提供服务, 第三方平台主要包括阿里妈妈、百度。由于部分客户对 PDF 存在简单的编辑需求, 为满足客户在不安装程

序的前提下快速高效地实现 PDF 文档转换、编辑及翻译等功能的需求，公司提供了 PDF 在线编辑服务。公司在线 PDF 服务包含以下内容：

表 6：公司 PDF 在线服务内容简介

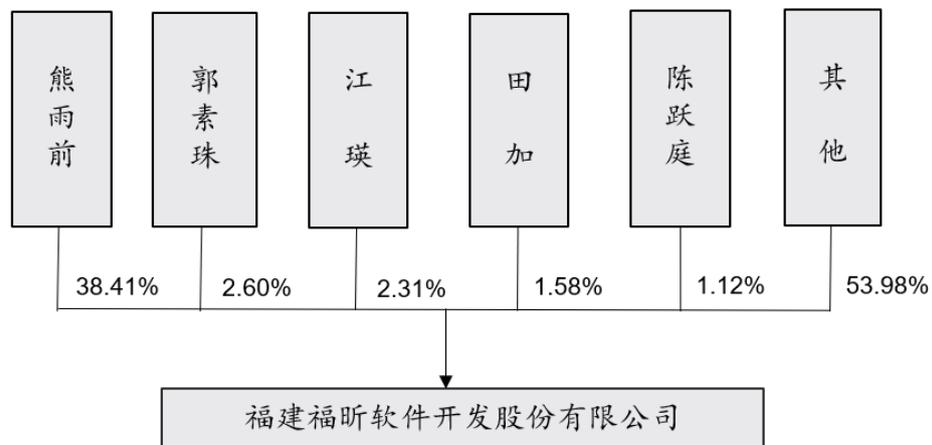
PDF 在线服务	简介
从 PDF 转换为其他格式	PDF 转 Word, PDF 转图片, PDF 转 PPT, PDF 转 Excel, PDF 转 CAD, PDF 转 HTML。
其他格式转换为 PDF	Word 转 PDF, 图片转 PDF, PPT 转 PDF, Excel 转 PDF, CAD 转 PDF。
文档安全	PDF 加密, PDF 去密码, 时间戳认证, PDF 安全检测。
文档处理	PDF 合并, PDF 拆分, PDF 旋转, PDF 压缩, PDF 加页码, PDF 加水印, PDF 图片提取, PDF 文件包。
文档服务	扫描件转换, 图片文字识别, PDF 编辑, 文档备份, 论文查重, PDF 翻译。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.3 公司股权结构稳定，实控人掌握核心代码

公司股权结构集中，实控人与管理层技术背景深厚。根据公司 2020 年第三季度报告，公司董事长、总裁熊雨前先生作为公司实际控制人及第一大股东，直接持有公司 38.41% 的股份。熊雨前先生毕业于中国科学技术大学计算机科学与技术专业，曾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、福州福昕软件开发有限公司总经理。公司实控人及管理层拥有丰富的软件开发和市场开拓工作经验，有利于精准把握行业发展趋势，及时准确地制订和调整公司发展战略，使公司走在行业发展前列。

图 21：股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

海外子公司相继投入运营，公司全球化业务持续推进。自上市以来，为巩固传统业务发展，推动产品业务创新迭代，并将业务向全球不同区域拓展，公司成立了多家子公司，包括福昕美国、福昕澳洲、CVision 和福昕互联等。各子公司分别承担福昕软件在不同区域的销售及研发职能，其中，CVision 主要承担企业文档压缩相关产品的销售和研发职能。近两年，公司增强了国内的销售力量，设立了中国区事业部以专门面向国内市场。目前，公司在北京、福州设立了分公司，西安、深圳及成都的分公司也在筹备中，计划辐射全国市场。上述分公司主要作为公司的研发基地以及销售人员对接渠道商的主要地点，未来渠道建设将是公司重点建设的方向之一。

表 7：主要子公司概况

公司名称	注册地/主要经营地	主营业务	2019 年净利润 (万元)
福昕美国	美国	承担公司在美国的销售及研发职能。	2285.65
福昕日本	日本	承担公司在日本的销售职能。	75.50
福昕欧洲	德国	承担公司在欧洲的销售及研发职能。	233.34
Sumilux US	美国	福昕美国吸收合并正在办理中。	152.02
福昕澳洲	澳大利亚	主要承担 SDK 产品的销售和服务职能。	36.18
CVision	美国	主要承担企业文档压缩相关产品的销售与研发。	184.94
福昕互联	北京	为福昕互联 PDF 研发和销售公司。	-235.57
福昕网络	福州	承担中国区域个人 PDF 相关业务销售与研发。	517.51

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2. PDF 行业高景气，成长空间广阔

2.1 政策驱动行业发展，正版化护航产业腾飞

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出：迎接数字时代，激活数据要素潜能，推进网络强国建设，加快建设数字经济、数字社会、数字政府，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革。

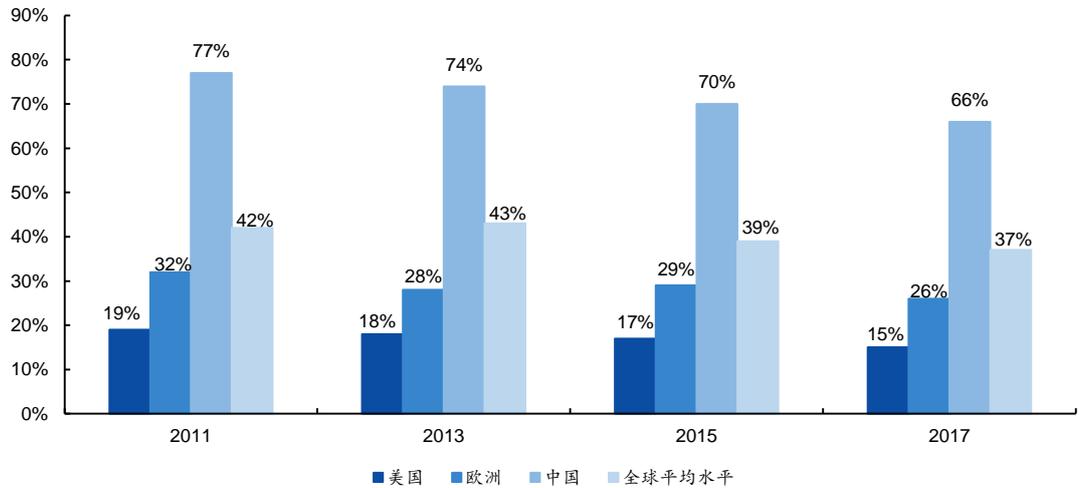
表 8：软件行业政策梳理

年份	颁布机构	产业政策	主要内容
2020 年	国务院	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。
2019 年	财政部、税务总局	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	继续实施企业所得税“两免三减半”的优惠政策。
2018 年	工信部	《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	到 2020 年，力争实现企业上云环境进一步优化，行业企业上云意识和积极性明显提高，全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上，形成一批有影响力的云平台和企业上云体验中心。
2017 年	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	确定了“十三五”时期软件和信息技术服务业年均增速 13% 以上的目标，且到 2020 年突破 8 万亿元的产业规模目标。
2016 年	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	以创新发展和融合发展为主线，聚焦“技术、业态、应用、体系”发展重点，设置了务实可操作的“695”任务措施。
2013 年	国务院	《计算机软件保护条例》	对鼓励我国计算机软件的开发与应用、促进软件产业和国民经济信息化的发展具有重要意义。
2010 年	国务院	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

中国软件正版化趋势进一步增强，版权保护意识增强。受益于国家对知识产权保护的日益重视和执法力度的加大，云计算技术和基于云端的订阅式软件付费模式逐步普及，我国 PC 软件盗版率呈逐年下降趋势，人们对付费软件的支付意愿不断增强。BSA 的数据显示，中国 PC 软件盗版率由 2011 年的 77% 降至 2017 年的 66%，但仍高出全球平均 PC 软件盗版率 29 个百分点，且是美国软件盗版率的四倍以上，未来预计我国软件付费率上升空间较大。国家版权局资料显示，2017 年各级党政机关共采购操作系统、办公和杀毒软件 127.70 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；软件著作权登记量达到 74.54 万件，同比增长 82.79%。推进使用正版软件工作部际联席会议第七次全体会议的数据显示，截至 2017 年底，全国累计推进 37667 家企业实现软件正版化。

图 22: 全球 PC 软件盗版率情况

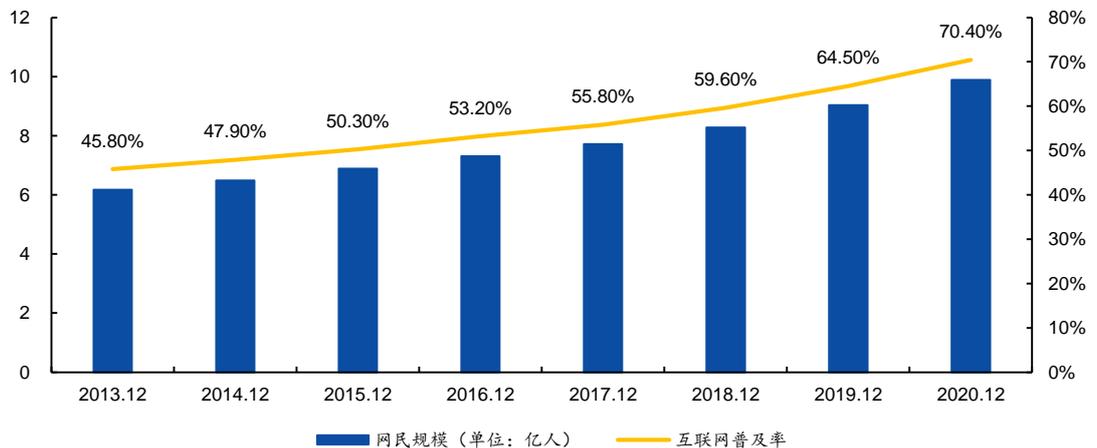


资料来源: BSA, 国元证券研究所

2.2 互联网浪潮来袭, 移动化趋势明显

我国网民规模及互联网普及率持续攀升, 互联网在各经济领域渗透率不断提升。中国互联网络信息中心(CNNIC)的数据显示, 截至 2020 年 12 月底, 我国网民规模达到约 9.89 亿人, 较 2019 年 12 月底新增 0.85 亿人, 互联网普及率达 70.40%。互联网普及率的提升, 为我国软件行业的发展奠定了良好的用户基础, PDF 电子文档作为人们日常办公的基础软件、通用软件之一, 市场发展前景良好。

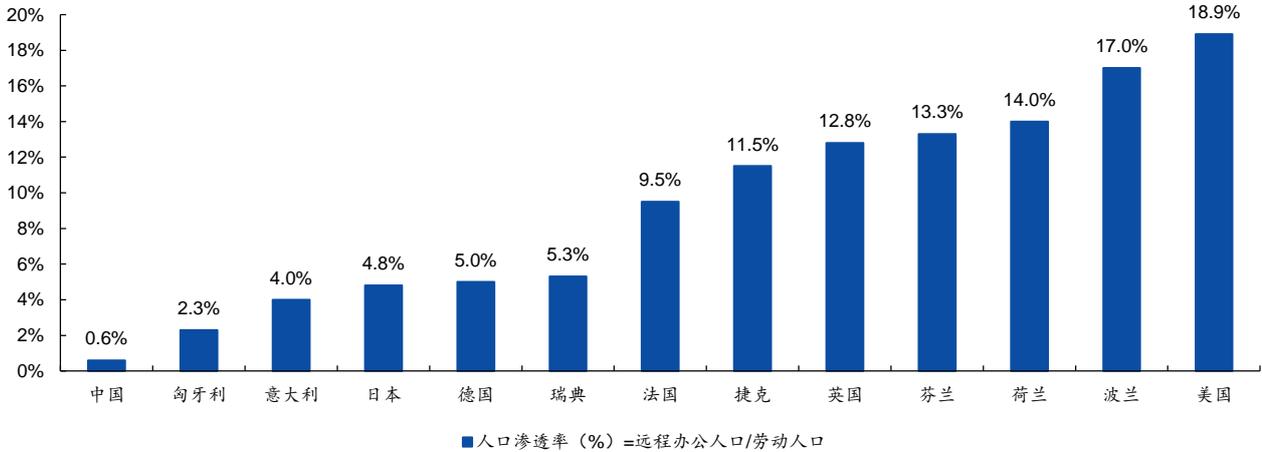
图 23: 我国互联网发展情况



资料来源: CNNIC, 国元证券研究所

我国远程办公渗透率仍处于较低水平, 远程办公市场增量空间较大。亿欧智库《2020 远程办公研究报告》的数据显示, 我国远程办公渗透率不足 1%, 与发达国家仍存在一定的差距, 但近年来我国远程办公市场规模不断扩大, 预计 2020 年将达到 448.50 亿元。

图 24：2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率

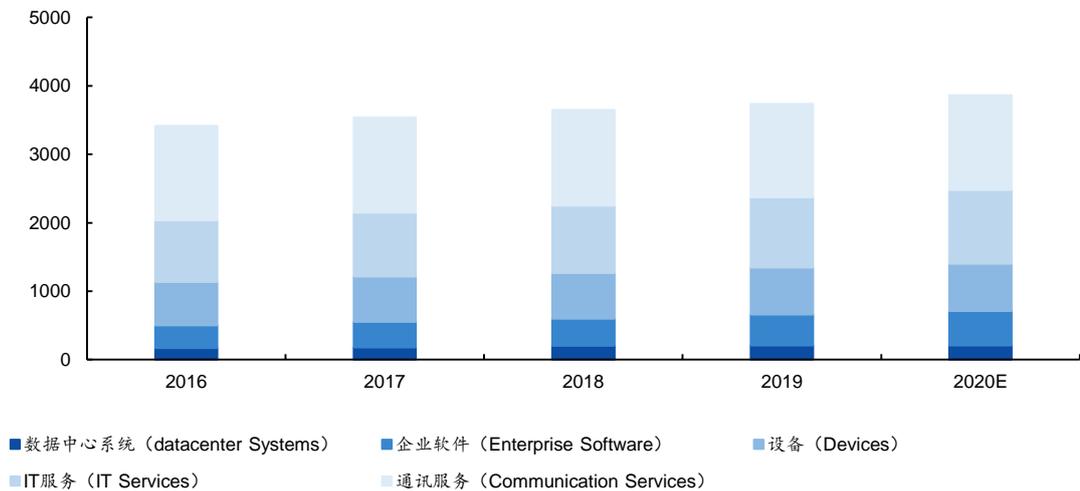


资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

2.3 软件产业稳步发展，PDF 应用需求旺盛

全球软件产业稳步发展，IT 技术投入推动行业进入质变期。Gartner 的数据显示，全球 IT 支出规模整体呈逐年稳健增长趋势。2019 年，全球 IT 支出总额达 37370 亿美元，其中，通讯服务在 IT 支出中占比最大，软件为 IT 支出中增长最快的细分领域。软件支出的快速增长有助于新兴技术的融合创新，未来软件产业的技术架构、计算模式、开发模式、产品形态和商业模式有望重塑，行业发展进入快车道。

图 25：2016-2020 全球 IT 支出规模（单位：十亿美元）

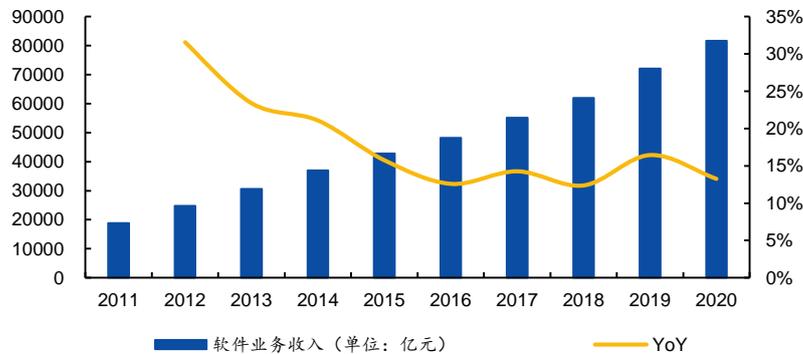


资料来源：Gartner，国元证券研究所

软件行业作为国家基础性、战略性产业，在促进国民经济和社会发展中作用巨大。在软件业利好政策频出的大背景下，具有较强国际竞争力的软件企业加强自主创新研发能力，软件业市场规模持续增长。工信部《2020 年软件和信息技术服务业统计公

报》数据显示，2020 年我国软件业务收入为 81616 亿元，同比增长 13.24%。其中，我国软件产品实现收入 22758 亿元，同比增长 10.1%，占全行业比重为 27.9%。

图 26：我国软件行业市场规模



资料来源：工信部，国元证券研究所

随着全球信息化进程不断加快，无纸化、电子化办公趋势日益明显。近年来用户电子化处理及管理各类文档的需求大幅增长，而不同系统电子文档格式兼容性问题较为突出，给人们的日常办公带来不便。PDF 应用不仅可以高效解决不同平台、系统的兼容性问题，还具备安全、便捷等特性。PDF 电子文档领域的核心技术及其迭代周期与 PDF 标准的发展相对应，PDF 标准的发展主要经历了两个阶段。

表 9：PDF 发展历程

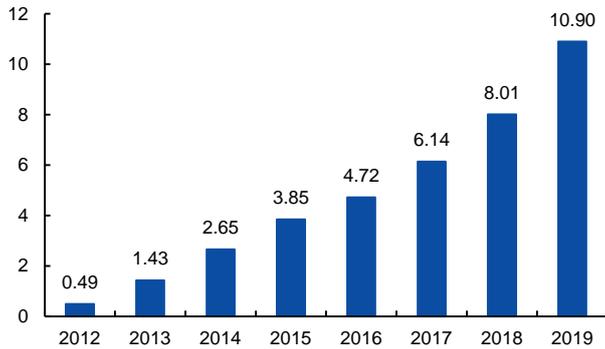
阶段	时间	内容
一	1993-2006 年	PDF 技术标准主要由 Adobe 维护，各版本升级主要为功能性的完善，该阶段 PDF 文档从最初以简单文本及图像的单一显示功能为主的格式发展为了支持加密、交互式对象、多种图元格式、3D 显示的完善多媒体格式。
二	2008 年起	把 PDF 标准交由 ISO 技术委员会维护。ISO 技术委员会通过与不同领域、不同产业和不同国家的专家合作对 PDF 规范进行更新，并于 2017 年发布了 PDF2.0 标准。更新后的 PDF 标准增强了文件的安全性，提升了可用性，并增强了管理和浏览如 3D、视频和印刷品等图片信息丰富的媒体时的功能特性。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

PDF 电子文档软件市场需求旺盛，2021 年潜在市场规模预计可达 75 亿美元。在电子文档软件行业内，Adobe 作为龙头企业享有最高的市场占有率，其 PDF 文档管理业务的年度经常性收入由 2012 年的 0.49 亿美元增长至 2019 年的 10.90 亿美元，CAGR 高达 55.76%，呈现快速增长的态势。Adobe 公司公告显示，PDF 文档相关业务潜在市场规模 2021 年可达 75 亿美元。目前行业内主要公司如 Adobe 等业务收入主要来源于欧美市场，中国等新兴市场的业务有望进一步拓展，行业渗透率及付费转化率仍处于较低水平。随着新兴市场互联网普及率的提升，PDF 文档的市场增量预期将有明显提升。

个人电脑、智能手机等终端设备的发展加速无纸化办公渗透率的提升。近年来，个人电脑、平板电脑和智能手机等电子设备的终端出货量和保有量始终保持在较高的水平。PDF 作为格式标准的文档交换软件，使用高频且需求广阔。尽管随着渗透率的提升，全球智能手机市场增速有所放缓，但整体保持平稳增长态势，智能手机每年约 15 亿部的出货量依然保障了 PDF 市场的稳健成长。

图 27: Adobe DC 业务经常性收入情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

图 28: 全球智能手机出货量情况



资料来源: IDC, 国元证券研究所

2.4 Adobe 稳居行业龙头, 国内厂商加速追赶

公司国外竞争对手主要包括 Adobe、Nitro 及 Kofax, 国内主要有万兴科技、金山办公等。其中, Adobe 是 PDF 行业较早起步的国际大型传统厂商, 在核心技术实力和实现的功能数量上仍处于多个软件细分领域的龙头地位。国内竞争对手万兴科技于 2018 年在深交所上市, 主要从事消费类软件研发、销售并提供相应服务, 万兴科技的产品主要是 PDF 编辑器(PDFelement)与 PDF 转换器(PDF Converter), 主要面向 C 端用户。金山办公的主要产品为 WPS Office, 具备编辑文字、格式转换、一键压缩、阅读等功能。

表 10: 公司主要竞争对手情况

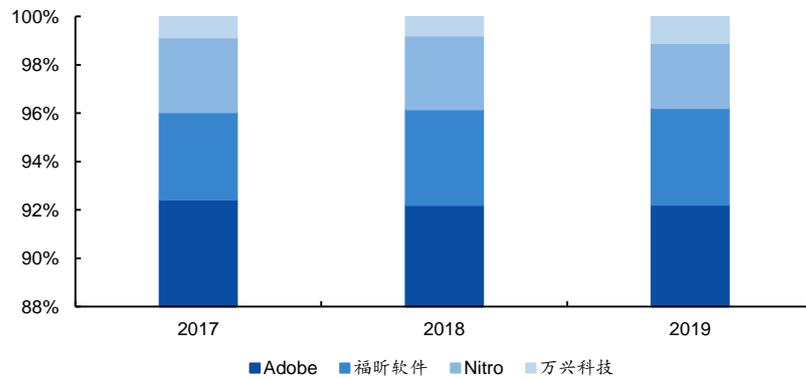
主要竞争对手	简介	主要产品
Adobe Systems Inc.	成立于 1982 年, 是全球领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商, 当前业务主要包括 Creative Cloud、Document Cloud、Experience Cloud 三大模块。	Document Cloud 为 PDF 文档管理软件系列, 涵盖 PDF 文档创建、管理、数字签名。主要产品为 Acrobat。
Kofax Inc.	Kofax 是业内领先的信息密集型流程自动化与数字化转型软件供应商, 2019 年 Kofax 收购了 Nuance 的图形图像产品部门。	主要产品为 PowerPDF, 提供文档影像解决方案, 包括多功能扫描、PDF 及文件自动化操作管理等服务。
Nitro Software, Inc.	成立于 1997 年, 2019 年 12 月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 NitroPro、Nitro Cloud、Nitro Analytics 等。
万兴科技	成立于 2003 年, 并于 2018 年 1 月在深交所上市, 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。	数字文档类软件产品主要包括 PDF 编辑器 (PDFelement)、PDF 转换工具(PDF Converter)等。
金山办公	拥有 30 余年技术积累与经验, 主要软件产品与应用均为自主研发。	主要产品为 WPS Office 办公软件产品和金山词霸。

资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

Adobe 市场占有率超过 90%, 公司近年来市占率逐年提升。公司招股说明书显示, Adobe 作为全球最大的 PDF 供应商, 由于其进入市场较早, 且在市场知名度、资金规模、产品线等方面均具备竞争优势, 市场份额远超同行业其他可比公司。通过差异化的经营策略, 公司市场份额逐年提高, 近三年来市占率由 3.62%提升至 4.01%, 在行业市场份额中排名第二。公司在中国市场有先天优势, 中国市场 PDF 行业仍处

于上升时期，未来公司市场份额有望进一步扩大。

图 29：主要厂商 2017-2019 年 PDF 业务市场份额



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2019 年，PDF 电子文档领域市场整体表现良好。Adobe 在向服务订阅模式转型后，经营收入、净利润等指标增长趋势明显，2019 年营业收入达 111.71 亿美元，其中 PDF 文档管理业务收入为 12.25 亿美元，较 2018 年增长 24.75%，发展态势良好。万兴科技为全球多个国家和地区提供消费级软件、硬件与物联网服务，产品覆盖范围较广，2019 年实现营业收入 70347.41 万元，净利润 8017.51 万元。2019 年 Nitro 净利润处于亏损状态，但营业收入呈增长态势。公司凭借多年来的市场拓展和持续技术创新，营业收入及净利润均取得不同程度的增长，市场竞争地位不断提升。

表 11：2019 年公司主要竞争对手财务数据对比

企业名称	营业收入	同比增长	净利润	同比增长	毛利率
Adobe	1117129.70 万美元	23.71%	295145.80 万美元	13.92%	85.03%
Nitro	3570 万美元	10.19%	-793 万美元	-43.65%	89.77%
万兴科技	70347.41 万元	28.78%	8017.51 万元	11.63%	97.68%
福昕软件	36895.47 万元	31.35%	7545.48 万元	92.33%	94.82%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3. 掌握自主核心技术，云化打开全新空间

3.1 深耕海外市场，客户资源优质

大量海外头部客户，积累了各行各业的优质客户资源。公司在电子文档格式领域深耕多年，依靠丰富的产品线、技术以及不断提升的品牌知名度，积累了良好的客户基础及客户粘性。2011年开始，亚马逊在 Kindle 产品中使用公司开发的 PDF 显示及渲染技术，并与公司建立了长期合作关系；2014年，谷歌与公司达成合作建立开源 PDFium 项目，PDFium 项目将公司的 PDF 技术应用于 Chrome 浏览器、安卓手机操作系统以及 Google Document 等 Google 知名产品；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。公司还强调发展垂直市场，重点深耕教育、银行、保险、政府等领域，产品及服务在国际知名企业及机构得到广泛应用，有利于公司知名度的提升及产品业务的拓展。

表 12: 公司主要产品的客户类型

产品	客户类型
PDF 编辑器与阅读器	个人终端用户、大中小型企业及机构用户（如政府、能源、银行、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，国元证券研究所

公司前五大客户均为海外客户，收入贡献占比逐年提升。2019年，公司前五大客户中，戴尔、Insight、SHI International Corp.、SYNNEX 均为公司大型 IT 代理商客户。其中，戴尔是公司近两年来的第一大客户；Shared Services Canada 是公司的新客户，主要为加拿大政府提供数据服务。2019年，前五大客户收入贡献占比达 17.85%，较 2018 年提升了 5.35 个百分点。公司与海外客户合作经验丰富，前五大客户变动较小，均保持着长期稳定的合作关系。

表 13: 2019 年公司前五大客户销售情况

客户名称	销售收入（万元）	所占比例
戴尔	3391.43	9.19%
Shared Services Canada	1049.67	2.85%
SYNNEX	911.47	2.47%
Insight	611.84	1.66%
SHI International Corp.	610.41	1.65%
合计	6574.83	17.85%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.2 实施差异化战略，建立相对竞争优势

Adobe 由于进入市场较早，在 PDF 行业的市场份额超过九成，公司在市场知名度、资产规模、资金实力等方面较 Adobe 有较大的差距，但公司具备后发优势，通过实施差异化经营战略，市场竞争力不断扩大，市占率逐年提升。

3.2.1 产品特性差异化

自主研发及外延收购相结合，提升产品竞争力。公司核心技术主要通过 10 余年的技术经验积累，自主研发取得。目前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，相关技术在产品应用过程中不断升级和积累，并运用于公司的主要产品中。公司的主要核心技术具有跨平台、性能高、安全以及体积小等优势。

表 14：公司主要核心技术简介

核心技术名称	技术简介及创新性	技术来源
PDF 文档解析与渲染技术	兼容各种软件生成的 PDF 文档，并可正确地解析 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。	自主研发
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。成熟的跨平台技术，不仅大大减低了软件开发及维护的成本，同时也确保了用户在不同的平台上可以获得相同的体验。	自主研发
PDF 文档互换技术	实现电子/纸质文档转换为 PDF 文档。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 文档还可以逆向转换为高质量的常见 Office 文档或纯文本。	自主研发
高压缩比技术	实际生产中，很多 PDF 电子文档是从纸质文件扫描得到的，或者会包含图片内容。一般情况下为了节约存储空间，会对文档中的图片内容进行压缩处理。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，可以为用户节省大量的成本。	并购取得
互联 PDF 技术	重新定义了文档的概念，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。	自主研发
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。	自主研发
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。采用步进式渲染技术，边解析边显示，效率提升。	自主研发
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。	自主研发
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，用户可较为方便地修改和生成 PDF 文件。	自主研发
全功能 PDF 文档交互技术	交互功能较为全面，包括：表单设计、数字签名、多媒体交互、JS 交互等高级功能。	自主研发
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。	自主研发

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司坚持自主研发、自主创新的道路，在产品特性方面较 Adobe 具有六大差异化优势，使其产品能够长期具有竞争力：

- 公司根据企业需求通过自行开发或者收购取得了互联 PDF、PDF 表单二维码采集等多种功能；
- 公司提供 Web 版本的编辑器；
- 公司移动版本的阅读器能够支持动态表单，常规版本的阅读器提供文字插入的功能；

- 公司软件的源代码采用与平台无关的技术进行开发，其产品能够适配于多种平台，包括云平台；
- 公司产品的显示、渲染技术经大量优化，显示速度快；
- 公司重视产品安全，根据国际著名安全漏洞库 CVE 所收集的软件漏洞数据，公司的主要产品 PhantomPDF 的安全问题数量少于主要竞争产品 Adobe Acrobat Pro，且公司积极处理并解决已发现的漏洞，未解决的安全漏洞呈逐年下降趋势。

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。2014 年，公司收购了总部位于西班牙的 Ultraforms 技术提供商 Dataintro Software，其 Ultraforms 技术是适用于 PDF 表单的二维码生成技术，可帮助用户快速并准确地从纸质文档中采集数据。2015 年，公司收购了德国公司 LuraTech Imaging，它提供在服务器端将各种文档转化成可扩展的 PDF 文档，并可对 PDF 文档进行优化压缩的解决方案。通过收购 Debenu 和 Sumilux，公司提升了 PDF 开发技术。2017 年，公司收购了 CVision，提高了服务器端批量处理文档转换及压缩解决方案的能力。公司通过整合同行业的企业，强化了在数据采集 PDF 压缩、PDF 开发等技术领域的综合实力，进一步提升了产品的竞争优势。

3.2.2 产品价格差异化

公司产品采取差异化定价策略，价格优势明显。参考国际软件行业惯例，公司根据不同区域的消费水平给予产品差异化定价，为开拓中国的个人用户市场，中国区域单月订阅价格较国际市场水平较低。相较于 Adobe 同类产品的相关定价，公司各版本产品在美国地区及欧洲的售价均有非常明显的价格优势，约低于 Adobe 对标产品的 26%-36% 左右。

表 15: 福昕 PhantomPDF 和 Adobe Acrobat 订阅价格对比

地区	版本	订阅方式	福昕(a)	Adobe(b)	价格差 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：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

3.2.3 客户服务差异化

公司在中国福州和美国硅谷建立了客户服务中心，通过网络或电话为来自全球的客

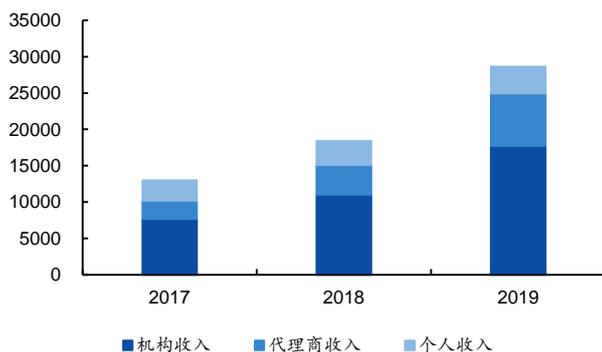
户提供技术支持服务，快速为客户处理在软件应用过程中发现的文档呈现问题或者软件自身的漏洞。此外，公司在全球的网点布局中分别配置了售前咨询、售中跟踪、售后反馈的技术人员，以面对面交流和沟通的方式直接从终端了解客户的需求，为客户提供更好更快的服务。未来，随着公司募投项目的实施，公司将继续坚持技术创新和专注研发原则，不断深入了解市场需求的变化，并以现有销售团队为基础，努力引进和培养优秀销售人才，以现已构建的中、美、德、日、澳的营销服务中心为原点，向周边区域辐射，构建覆盖全球主要经济体的营销网络，不断提高产品的市场占有率和公司的品牌影响力。公司还将利用庞大的桌面端用户基数和构建的营销渠道，实行积极的品牌推广策略，结合垂直市场的开发，迅速扩展终端市场。

3.2.4 灵活的销售模式

公司销售模式较为灵活，直销与代销相结合，代销效率持续优化。根据行业特性与客户需求，公司主要采取自有渠道直接销售与代理渠道销售相结合的销售模式。其中，直接销售为不通过第三方直接将产品与服务销售给机构用户与个人用户；代理销售根据渠道差异可分为第三方在线应用商店销售及代理商销售。

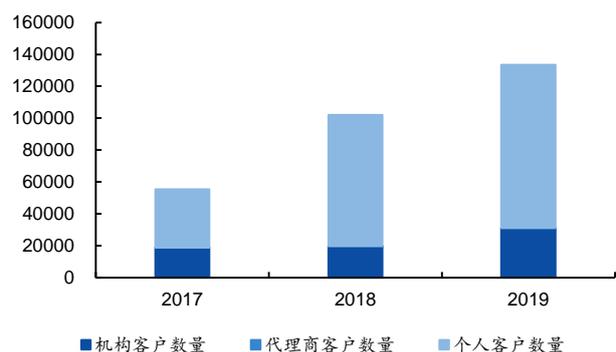
2019年，公司PDF编辑器与阅读器产品收入按购买的客户类型分类，机构客户收入达1.77亿元，占比为61.90%，ARPU值从2017年的4094元增至2019年的5711元，呈现单个机构客户增大采购量的趋势。由于软件功能性、安全性以及稳定性不足产生的成本和损失将远高于购买软件的成本，因此文档对于机构客户的商业价值非常高。公司的编辑器产品提供的是对PDF文档进行全生命周期管理的完整PDF解决方案，实现了创建、浏览、打印、编辑、设计、填写表单、加/解密PDF文档、数字签名、页面管理等多种功能，并支持互联PDF，因此获得了众多机构客户的付费使用与认可。代理商客户数量较2018年有所降低，但收入增速高达77.77%，ARPU值从2017年的34.42万元激增至102.93万元。个人用户数量较大，但收入贡献最低，仅为0.37亿元。个人用户ARPU值逐年走低，但用户量的增长有助于公司扩大市场规模。

图 30: PDF 编辑器与阅读器产品收入结构 (单位: 万元)



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 31: PDF 编辑器与阅读器产品客户数量 (单位: 户)

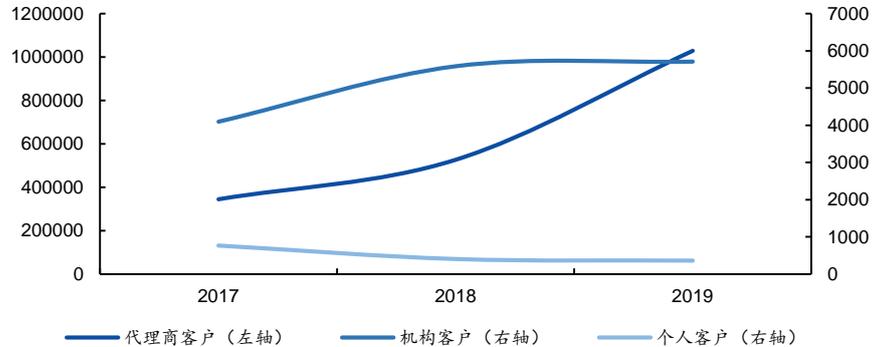


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

目前PDF编辑器与阅读器产品仍以直销为主，未来代销空间有望上升。直接销售模式可实现对客户的精准营销，有助于公司向客户提供更优质的服务，从而提升客户的整体满意度，但随着公司产品知名度的提升，公司也进一步开拓了与代理商合作的渠

道销售模式，2018年起与戴尔公司建立了稳定的合作关系，预计未来代理销售占比将保持稳健增长。

图 32: PDF 编辑器与阅读器产品 ARPU 变化 (单位: 元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

根据公司公告, 上市后, 公司在销售方面的重心是投入营销网络的搭建及渠道铺设。公司已经确定渠道为主, 直销为辅的销售策略, 直销方式则将在线商店为主, 线下直销为辅。

3.2.5 灵活的授权模式

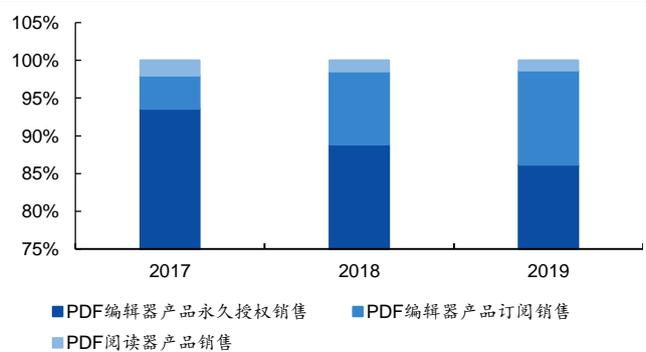
产品收入来源以永久授权模式为主, 订阅模式为辅, 两种模式并行发展。PDF 编辑器与阅读器产品的商业模式灵活多样, 客户可自由选择永久授权模式或期间订阅模式。公司现阶段主要以永久授权模式为主, 但永久授权收入占比正逐渐下降, 订阅收入占比日渐提升。2019 年, PDF 编辑器与阅读器产品的永久授权销售、订阅销售以及 PDF 阅读器及插件销售收入分别为 2.47 亿元、0.36 亿元、384.75 万元。其中, 永久授权销售占比最大, 为 86.19%, 主要原因为: 1) 多数客户希望根据自身需求掌握软件授权费用期限, 而在订阅模式下客户必须要定期支付费用才能够持续使用软件, 相对成本更高; 2) 永久授权模式下的软件采购通常作为资本性支出, 而订阅模式则列入费用性支出, 故较多客户会考虑自身预算以及对财务报表影响; 3) Adobe 公司作为公司最大的竞争对手, 已完成向订阅模式的转型, 不提供永久授权模式。但市场上仍存在较多采用永久授权模式的客户, 这为公司业务的拓展带来潜在的机会。

图 33: PDF 编辑器与阅读器收入分拆 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

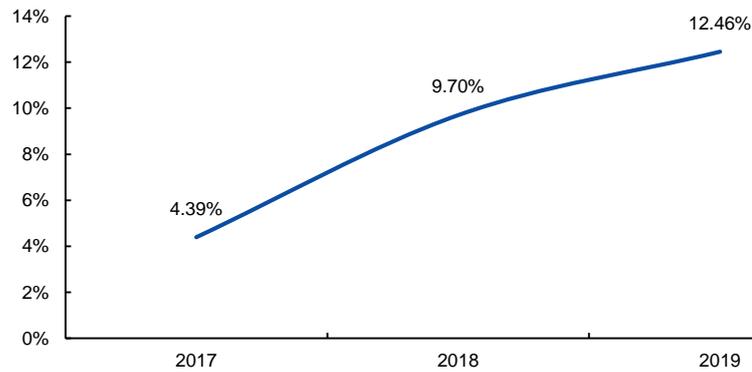
图 34: PDF 编辑器与阅读器销售占比



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

公司积极推动云服务产业布局，PDF 编辑器产品订阅销售占比持续增长。SaaS 是基于互联网提供软件服务的软件应用模式，其产生了更为灵活的产品架构和交付模式，其中服务订阅模式是软件产业快速发展的一种新型盈利模式。PDF 编辑器产品的订阅销售收入从 2017 年的 569.94 万元增长至 2019 年的 3568.28 万元，收入占比从 4.39% 提升至 12.46%。

图 35: PDF 编辑器产品订阅销售占比



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

C 端用户与机构用户订阅客户量均有所提升，订阅模式 ARPU 整体上行。机构客户销售收入逐年增加，主要是由于客户数量大幅增长。2019 年，非中国区域个人用户平均价格大幅上涨，主要由于发行人在订阅模式推广初期提供的 9.99 美元的教育版本订阅优惠被取消。2017 年起，公司为开拓中国市场，在中国区域推广每月 20-30 元的订阅业务，因此客户量大幅上涨，销售收入有所增长。近两年，国内 C 端订阅用户数显著上升，但 ARPU 值仅为 102.47 元/人，远低于海外市场，仍处于市场培养阶段。

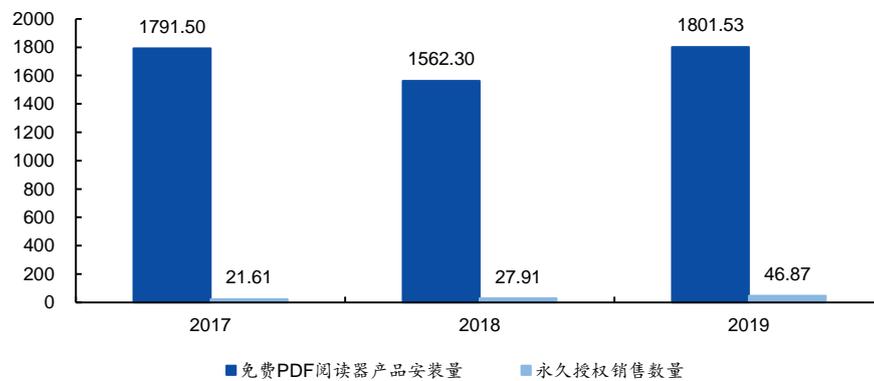
表 16: PDF 编辑器产品订阅销售明细

类型	项目	2017 年	2018 年	2019 年
机构客户	收入 (万元)	164.70	499.64	1992.72
	客户数量 (户)	427	816	3199
	客均收入 (元/户)	3857.17	6123.01	6229.18
个人客户 (非中国区域)	收入 (万元)	360.44	683.54	725.92
	客户数量 (户)	9317	18370	15782
	客均收入 (元/户)	386.86	379.09	459.97
个人客户 (中国区域)	收入 (万元)	35.06	511.35	699.73
	客户数量 (户)	4325	44803	68288
	客均收入 (元/户)	81.07	114.13	102.47
代理商	收入 (万元)	9.74	89.63	149.91
	客户数量 (户)	9	22	13
	客均收入 (元/户)	10821.43	40741.50	115317.04

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

免费产品用户数量大，有助于公司扩大潜在销售市场。由于免费的阅读器与收费的编辑器所面对的用户群体存在差异性，并非所有的阅读器用户都有编辑需求，因此公司 PDF 阅读器产品安装数量远超永久授权产品数量。2019 年，免费 PDF 阅读器产品安装数量为 1801.53 万套，永久授权产品销售数量仅为 46.87 万套。免费产品可以满足用户阅读、简单的批注、表单填写等功能，增加用户使用 PDF 文档的便利性，从而提高 PDF 文档的分发量，创造 PDF 产品的编辑需求。大量免费用户为公司拓宽个人用户市场提供了良好的基础。当公司产品具备一定的用户基础及用户粘性后，随着用户对 PDF 使用需求的加深，更为复杂的办公场景与行业深度专业应用场景将自然地使客户过渡至付费产品的使用。作为工具型的通用软件，PDF 编辑器有望被越来越多的企业及个人用户纳入采购清单。

图 36：免费与付费产品安装数量比较（单位：万套）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.3 成立中国事业部，主打企业级市场

2017-2019 年，中国区收入占公司全球收入的比例分别为 5.22%、7.19%和 8.40%，占比持续提升，中国区业绩的增长速度超过全球业绩的增长速度。随着中国软件正版化、信息化进程的加深，通用软件在中国的市场空间也将不断扩大，公司对中国市场充满信心。

根据公司官网，2020 年 2 月，公司基于越来越多业务需求和全球化战略，为了响应国家在软件正版化、信息技术应用创新的部署，为了优化公司产品资源配置、提高客户服务效率和扩大市场投入，更好地服务于中国本土用户，公司正式成立中国区事业部，任命刘文化先为事业部总经理，负责管理中国的销售、市场等业务团队。

根据公司公告，中国区市场将采取差别化的竞争策略，主打企业级的功能和高质量产品。个人市场会通过寻找合适的合作伙伴进行产品的整合，以加强对版式文档的深入应用。

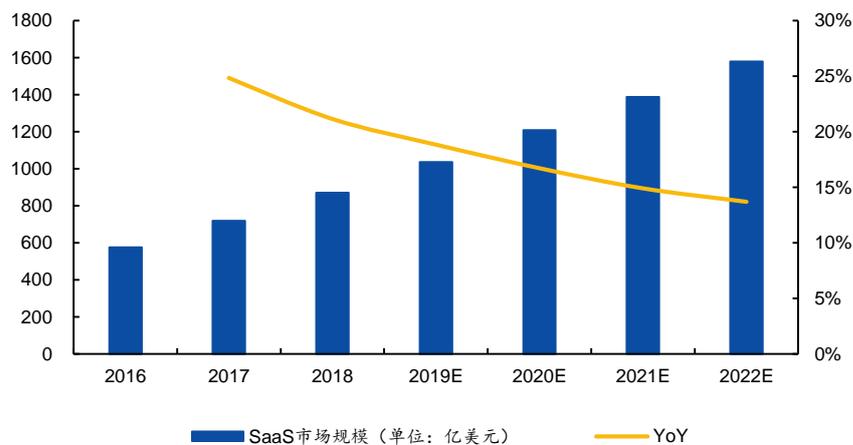
3.4 坚定推进云化战略，有望实现弯道超车

行业内企业积极推进云服务产业布局，全球云服务市场规模快速增长。文档通过互联网交换并保存，用户的文档云管理需求日益明显。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，可以更好地使文档

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。当前，各国政府通过积极引导、资金扶持等方式加快传统业务与云服务结合，发展“云”策略已成为全球互联网产业公认的发展重点。

SaaS 是基于互联网提供软件服务的软件应用模式，占据云服务市场的主要份额。 SaaS 模式带来了更为灵活的产品架构和交付模式，可实现产品的快速交付，促进产品特性快速迭代，有利于公司与用户建立长期的双赢合作关系。Gartner 的数据显示，全球 SaaS 市场规模处于快速增长期，预计将由 2016 年的 576 亿美元增长至 2022 年的 1578 亿美元，CAGR 达 18.29%。

图 37：全球 SaaS 市场规模



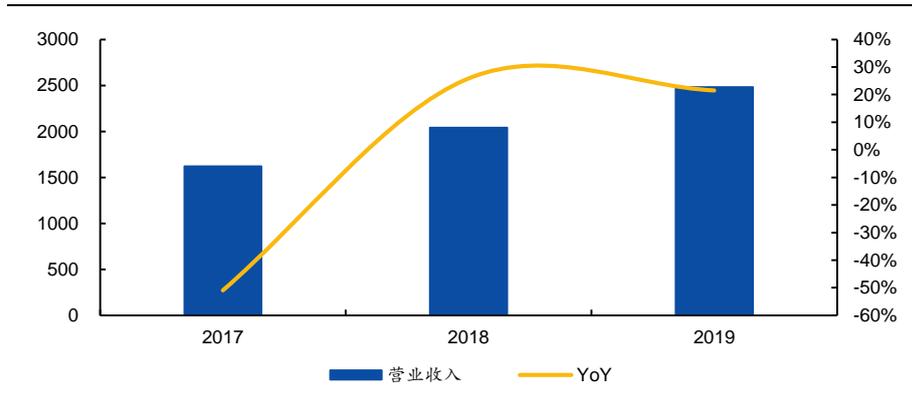
资料来源：Gartner，国元证券研究所

在云化方面，公司将持续加大投入。根据公司公告，目前，产品云化是公司最大的研发项目，投入的人力最大，2020 年招聘的研发人员绝大多数是从事云化开发，而非传统桌面端或移动端的开发人才。云化在短期内很难带来大量业绩收入，短期内桌面端应用仍然是收入主要来源。但是云化是公司弯道超车对手的重要领域，当其他 PDF 厂商并非一心一意在做产品的云化时，公司已行动起来，将大部分的资源投入到云化当中，未来云产品的发展前景广阔。根据公司官网，目前云服务主要包括：福昕云办公、PDF 文档翻译、论文查重、福昕云会议、福昕云文档、福昕云模板、福昕云编辑、PDF 在线转换。

3.5 布局 OFD 赛道，参股福昕鲲鹏

OFD 是开放版式文档 (Open Fixed-layout Document) 的英文缩写，是我国国家版式文档格式标准：《GB/T 33190-2016 电子文件存储与交换格式-版式文档》。福昕鲲鹏（北京）信息科技有限公司是中国国家版式文档标准 OFD 的创始成员和核心成员之一，主要提供 OFD 系列化产品与整体的版式技术应用解决方案。

图 38：福昕鲲鹏营业收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司持有福昕鲲鹏 37.68% 的股权，为其第一大股东，福昕鲲鹏旗下产品“福昕 OFD 版式办公套件”与公司 PDF 阅读器在自主研发的过程中采用的是同一底层技术架构。该产品对布局界面和操作习惯进行了新的优化设计，实现了对国家 OFD 版式标准与国际 PDF 标准的双重支持。

福昕鲲鹏 OFD 系列化产品具有安全性高及普及率广等特点。近年来用户对于版式文档是否会泄露个人安全隐私的问题十分注重。“福昕 OFD 版式办公套件”及系列 OFD 软件产品自推出以来广受用户好评，2017 年获得国家保密科技进步二等奖，2019 年成为网信事业（数字政府）创新驱动示范产品。福昕鲲鹏产品线主要包括福昕 OFD 版式办公套件、福昕 ODF GSDK、福昕 OFD 生产软件、福昕 OFD/PDF 互转软件等。截至 2019 年末，福昕 OFD/PDF 版式软件产品在国内政府市场已有超过 100 万用户的装机量，服务遍布全国三十二个省市区及部委用户单位，陆续参与了几十个省级、地市级党政机关单位的电子公文、电子证照、电子发票和电子档案项目。

图 39：福昕鲲鹏主要产品概况



资料来源：福昕鲲鹏官网，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是全球第一梯队的 PDF 软件供应商，基于 PDF 技术为 B 端和 C 端用户提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务。公司在电子文档格式领域深耕多年，同时积极推动云服务产业布局，布局大数据、人工智能、互联 PDF 等前沿文档技术，丰富产品线并提升品牌知名度，累积了直接用户 5.6 亿、超过十万的优质政企客户。公司逐步加大一系列新功能的研发与推广，包括电子签章、表单、3D 技术等，未来成长空间较为广阔。目前，公司的主要产品包括：PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案、PDF 工具及在线服务、其他业务，我们按照这五个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. PDF 编辑器与阅读器：**该产品是公司的核心产品，也是公司目前主要的收入来源，主要包括：Foxit PhantomPDF、Foxit Reader 和 Foxit PDF Reader Mobile 等。2018-2019 年，该业务收入增速分别为 41.76%、55.56%，预测该业务未来三年将继续保持较快的增长速度，收入增速分别为 33.11%、36.65%、30.26%。该业务过去两年毛利率分别为 95.33%、96.51%，呈上升趋势，体现了标准化产品可复制性强、边际成本低、具有规模效应的优势，预测未来三年的毛利率保持在 2019 年的水平，维持在 96-97% 的区间，同时呈现上升趋势。
- 2. 开发平台与工具：**主要包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK，客户可通过该产品直接在自有软件产品中嵌入公司 PDF 相关的技术。公司根据客户采购的版本、功能、年限以及应用范围的不同进行单独定价。2018-2019 年，该业务收入呈现负增长，分别为 -3.25%、-30.70%，预测未来该业务将保持稳健增长，收入增速分别为 2.88%、11.14%、10.91%。该业务过去两年毛利率较高，分别为 95.43%、92.87%，预测未来三年将保持在 2019 年的水平，维持在 92-93% 的区间。
- 3. 企业文档自动化解决方案：**该产品是公司为机构客户批量处理 PDF 文档提供的软件产品，主要包括公司收购福昕欧洲及 CVision 的原有产品，以及结合公司原有技术与外购技术后研发的新产品 Rendition Server。公司收购 CVision 后，该业务收入大幅增长。未来公司将把重心放在新产品 Rendition Server 上，目前 Rendition Server 客户数量较少，随着推广力度的加大，预计未来会保持较快的增长速度。2018-2019 年，该业务收入增速分别为 26.65%、-1.97%，预测未来三年收入增速分别为 8.67%、17.78%、15.67%。该业务过去两年的毛利率分别为 82.71%、85.44%，预测未来三年将保持在 2019 年的水平，维持在 85-86% 的区间。
- 4. PDF 工具及在线服务：**PDF 工具是公司根据客户特定方面的需求所提供的专有产品，主要包括 Ultraforms、风筝文档和福昕互联可控文档协同平台；在线服务主要为 PDF 文档处理服务及少量广告服务。2018-2019 年，该业务收入增速分别 9.60%、56.81%，目前该业务的体量较小，预测未来三年收入增速分别为 20.54%、34.21%、29.89%。该业务过去两年毛利率分别为 79.37%、87.77%，预测未来三年将保持在 2019 年的水平，维持在 87-88% 的区间。

5. **其他业务**：该业务在公司收入中占比很小，2018-2019年，该业务收入增速分别79.96%、-17.57%，预测未来三年收入增速分别为2.55%、5.67%、6.89%。该业务过去两年的毛利率分别为60.47%、45.72%，预测未来三年将保持在2019年的水平，维持在45-46%的区间。

表 17：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PDF 编辑器与阅读器					
收入	184.02	286.27	381.04	520.69	678.25
增长率	41.76%	55.56%	33.11%	36.65%	30.26%
毛利率	95.33%	96.51%	96.55%	96.59%	96.63%
开发平台与工具					
收入	56.12	38.89	40.01	44.47	49.32
增长率	-3.25%	-30.70%	2.88%	11.14%	10.91%
毛利率	95.43%	92.87%	92.81%	92.80%	92.79%
企业文档自动化解决方案					
收入	33.37	32.71	35.54	41.86	48.42
增长率	26.65%	-1.97%	8.67%	17.78%	15.67%
毛利率	82.71%	85.44%	85.46%	85.50%	85.55%
PDF 工具及在线服务					
收入	6.72	10.54	12.71	17.05	22.15
增长率	9.60%	56.81%	20.54%	34.21%	29.89%
毛利率	79.37%	87.77%	87.78%	87.84%	87.92%
其他业务					
收入	0.66	0.54	0.56	0.59	0.63
增长率	79.96%	-17.57%	2.55%	5.67%	6.89%
毛利率	60.47%	45.72%	45.73%	45.88%	45.93%
合计					
收入	280.89	368.95	469.86	624.67	798.78
增长率	27.30%	31.35%	27.35%	32.95%	27.87%
毛利率	93.39%	94.82%	95.09%	95.29%	95.44%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，万兴科技、金山办公也拥有 PDF 文档相关的业务，广联达为企业提供工具类软件产品和服务，故选择这三家作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平低于这三家可比公司的平均水平。在数字化办公趋势下，公司不断推进云化转型及订阅模式，未来成长空间较为广阔。我们认为公司目前的 PE 估值水平是合理的，具备较好的长期投资价值。

表 18: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300624.SZ	万兴科技	41.59	54.04	0.66	0.93	1.43	1.85	59.56	44.79	29.12	22.51
688111.SH	金山办公	304.64	1404.39	0.87	1.91	2.66	3.68	350.59	159.68	114.48	82.78
002410.SZ	广联达	59.93	710.64	0.20	0.28	0.55	0.80	302.31	215.20	109.53	75.36
平均		-	-	-	-	-	-	237.49	139.89	84.38	60.22
688095.SH	福昕软件	251.79	121.21	1.54	2.55	3.50	4.53	163.50	98.93	71.95	55.53

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 可比公司均采用 Wind 一致预期, 收盘价的日期为 2021 年 3 月 17 日

投资建议:

随着全球移动互联网的快速发展, 无纸化、电子化办公趋势日益明显, 用户电子化处理各类文档的数量大幅增长。PDF 应用不仅可以高效解决不同平台、系统的兼容性问题, 还具备安全、便捷等特性, 使得 PDF 文档行业的空间不断扩大。公司是少数坚持持续性自主研发的办公软件和服务提供商, 已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系, 并运用于公司的主要产品。受益于国家对知识产权保护的日益重视和执法力度的加大, 云计算技术和基于云端的订阅式软件付费模式逐步普及, 公司凭借差异化经营策略, 未来有望逐步扩大市场占有率, 享受行业增长带来的红利。

预测公司 2020-2022 年营业收入为 4.70、6.25、7.99 亿元, 归母净利润为 1.23、1.68、2.18 亿元, EPS 为 2.55、3.50、4.53 元/股, 对应 PE 为 98.93、71.95、55.53 倍。目前计算机 (申万) 指数的 PE TTM 为 62.5 倍, 预期公司未来三年归母净利润 CAGR 为 43.33%, 成长性良好, 考虑到 PDF 文档市场需求持续增长, 行业景气度无忧, 公司的估值水平有望保持在较高水平, 上市以来公司 PE 主要运行在 80-140 倍之间, 给予公司 2021 年 100 倍的目标 PE, 对应的目标价为 350.00 元。首次推荐, 给予“买入”评级。

图 40: 福昕软件上市以来 PE-Band



资料来源: Wind, 国元证券研究所

5. 风险提示

1. **新冠肺炎疫情反复：**目前，公司的业务主要集中在欧美地区，部分海外企业受疫情影响，其购买基础软件的决策和审批流程滞缓；公司短期内的商业活动也受到一定影响，使得公司业绩存在下行风险。
2. **行业竞争加剧：**在国际市场中，Adobe 公司仍占据 PDF 软件领域大部分的市场份额；在国内市场，WPS 等产品也与公司产品形成竞争之势。此外，随着电子文档领域的快速发展，跨界竞争者的出现可能使市场竞争加剧。
3. **国内市场拓展不及预期：**若公司主要产品及服务在国内市场的拓展进度低于预期，则公司在国内的市场份额可能下降，给公司的持续盈利能力带来不利影响。
4. **PDF 产品研发及渠道拓展不及预期：**公司主要以 PDF 产品的研发与销售为主，产品较为单一。若公司无法在 PDF 市场中继续保持一定的市场份额，同时电子文档领域出现替代性产品，将会对公司业务造成一定的负面影响。
5. **海外经营风险：**目前，公司超九成收入来自海外，若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，可能将对公司业务发展产生不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	171.87	232.21	3130.59	3321.45	3555.92
现金	88.24	116.48	2999.00	3162.85	3364.79
应收账款	49.29	44.09	57.44	77.15	100.45
其他应收款	7.36	2.25	2.96	4.06	5.43
预付账款	8.50	13.48	16.44	21.20	26.78
存货	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	18.46	55.90	54.76	56.19	58.46
非流动资产	205.36	232.10	198.37	202.55	210.29
长期投资	22.40	33.06	35.21	37.63	38.51
固定资产	42.97	44.90	47.86	50.60	53.22
无形资产	30.09	25.72	26.79	27.92	29.06
其他非流动资产	109.90	128.42	88.50	86.40	89.49
资产总计	377.23	464.30	3328.96	3524.00	3766.20
流动负债	93.94	120.53	138.70	163.15	184.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2.02	0.79	1.05	1.40	1.79
其他流动负债	91.91	119.75	137.65	161.75	182.21
非流动负债	10.94	10.99	5.36	4.93	4.50
长期借款	5.55	5.48	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.38	5.52	5.36	4.93	4.50
负债合计	104.87	131.53	144.05	168.07	188.51
少数股东权益	2.77	5.16	6.46	8.98	12.41
股本	36.10	36.10	48.14	48.14	48.14
资本公积	150.13	150.63	2866.89	2866.89	2866.89
留存收益	84.35	140.80	263.33	431.78	650.07
归属母公司股东权益	269.58	327.61	3178.45	3346.95	3565.29
负债和股东权益	377.23	464.30	3328.96	3524.00	3766.20

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	70.29	114.15	137.08	143.91	181.68
净利润	39.23	75.31	123.82	170.98	221.71
折旧摊销	8.80	8.72	8.54	9.72	10.80
财务费用	1.71	4.00	-15.43	-30.80	-32.63
投资损失	-0.41	-2.52	-2.67	-2.92	-3.27
营运资金变动	12.93	26.55	0.18	-6.44	-15.18
其他经营现金流	8.03	2.07	22.63	3.38	0.24
投资活动现金流	-0.65	-70.35	7.21	-10.85	-12.41
资本支出	5.80	8.10	7.23	7.65	8.24
长期投资	-12.37	62.49	-14.16	2.42	0.88
其他投资现金流	-7.21	0.24	0.29	-0.78	-3.29
筹资活动现金流	-37.80	-18.65	2738.23	30.79	32.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.11	-0.08	-5.48	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	12.04	0.00	0.00
资本公积增加	0.10	0.49	2716.27	0.00	0.00
其他筹资现金流	-38.01	-19.07	15.40	30.79	32.67
现金净增加额	33.98	26.11	2882.52	163.85	201.94

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	280.89	368.95	469.86	624.67	798.78
营业成本	18.58	19.10	23.06	29.44	36.41
营业税金及附加	1.47	1.47	2.11	2.69	3.27
营业费用	109.39	147.38	187.85	257.30	327.98
管理费用	50.61	63.22	79.45	108.38	137.95
研发费用	55.50	56.65	60.70	71.26	82.75
财务费用	1.71	4.00	-15.43	-30.80	-32.63
资产减值损失	-5.03	-4.79	-4.96	-5.32	-5.87
公允价值变动收益	-0.89	-1.09	-0.32	-0.38	-0.56
投资净收益	0.41	2.52	2.67	2.92	3.27
营业利润	48.16	80.60	136.83	193.05	251.13
营业外收入	1.66	7.89	2.30	9.78	11.81
营业外支出	2.23	0.65	0.75	1.23	1.36
利润总额	47.59	87.84	138.38	201.60	261.58
所得税	8.35	12.53	14.56	30.62	39.86
净利润	39.23	75.31	123.82	170.98	221.71
少数股东损益	0.74	1.18	1.30	2.52	3.43
归属母公司净利润	38.49	74.14	122.52	168.46	218.29
EBITDA	58.67	93.32	129.94	171.97	229.30
EPS (元)	1.07	2.05	2.55	3.50	4.53

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	27.30	31.35	27.35	32.95	27.87
营业利润(%)	38.51	67.36	69.77	41.09	30.08
归属母公司净利润(%)	49.90	92.62	65.27	37.49	29.58
获利能力					
毛利率(%)	93.39	94.82	95.09	95.29	95.44
净利率(%)	13.70	20.09	26.08	26.97	27.33
ROE(%)	14.28	22.63	3.85	5.03	6.12
ROIC(%)	27.34	65.67	99.24	120.57	142.92
偿债能力					
资产负债率(%)	27.80	28.33	4.33	4.77	5.01
净负债比率(%)	5.72	4.29	0.09	0.05	0.03
流动比率	1.83	1.93	22.57	20.36	19.32
速动比率	1.83	1.93	22.57	20.36	19.32
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.88	0.25	0.18	0.22
应收账款周转率	5.42	6.97	7.95	7.91	7.62
应付账款周转率	7.27	13.60	25.08	24.03	22.80
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.54	2.55	3.50	4.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.37	2.85	2.99	3.77
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.81	66.03	69.53	74.06
估值比率					
P/E	314.94	163.50	98.93	71.95	55.53
P/B	44.96	37.00	3.81	3.62	3.40
EV/EBITDA	202.91	127.57	91.62	69.23	51.92

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188