

业绩稳定增长，云化进一步打开市场空间

投资要点

- **业绩总结：**2020年，公司实现营业收入4.7亿元，同比增长27.0%；实现归母净利润1.2亿元，同比增长55.5%；实现扣非后归母净利润8.5亿元，同比增长41.3%。
- **营收增长稳定，规模效应带动利润大幅上升。**从营收端来看，近几年公司总体营收呈高速增长态势，近五年复合年增长率高达27.6%。从利润端来看，近几年净利润呈现爆发增长趋势；公司由于产品的规模性较强，产品在高复用率的情况下具有极高的毛利率，因此营收的增长将大幅带动利润端上行。从费用率来看，2019年，公司销售、管理、研发费用率分别为39.84%、17.71%、16.08%，其中研发人员数量增长25.2%带动公司研发费用率上行。
- **阅读与编辑器营收再创新高，公司云转型初步成效。**公司主要的产品Phantom PDF编辑器与阅读器实现营业收入3.8亿元，同比增长33.50%，占总营收比重的81.6%，编辑器与阅读器产品的销售分为一次性付费的授权模式与订阅模式。2020年公司订阅模式收入大幅增长远超其他业务增速，同比增长49.71%，占营收比重达到14.0%，订阅模式下的业务已初具规模，公司云转型成果初步显现。因此，我们预测在未来公司知名度进一步提升，以及部分授权用户转为订阅模式的背景下，未来订阅模式继续保持高速增长的确信性较高，有望成为公司未来增长点。
- **中国市场持续发力，公司逐步加大国内业务拓展力度。**2020年公司中国市场实现营收0.4亿元，占营收比重8.5%，同比增长明显，为中国市场营收大幅超越全球营收增速的第四年，中国市场重要性逐渐凸显。公司逐步加大对国内市场的开发成立中国区事业部，并以央企市场为重点开拓对象，同时将业务延伸至律所、保险、证券金融等领域。在渠道建设方面，2020年公司已实现签约数百家渠道，下游渠道建设进展可观。我们预计，随着公司逐步加大对中国市场的开拓，中国市场收入贡献占比将逐步扩大，未来有望带动公司业绩稳步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年，公司EPS分别为3.43元、4.51元、5.50元，未来三年归母净利润复合增速有望达到30%以上。我们给予公司2021年90倍PE，对应目标价309.02元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**云化转型不及预期；新产品开发风险；国内外市场竞争加剧；汇率波动风险等。

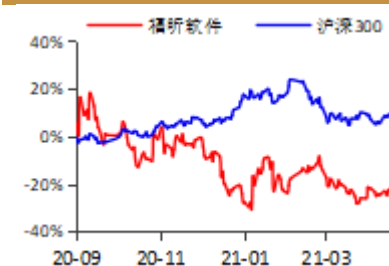
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	468.60	626.85	810.33	1000.83
增长率	27.01%	33.77%	29.27%	23.51%
归属母公司净利润（百万元）	115.29	165.29	217.06	264.71
增长率	55.51%	43.37%	31.32%	21.95%
每股收益EPS（元）	2.39	3.43	4.51	5.50
净资产收益率ROE	3.86%	5.30%	6.57%	7.51%
PE	100	70	53	44
PB	3.86	3.68	3.47	3.26

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
 执业证号：S1250517050002
 电话：021-58351932
 邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.48
流通A股(亿股)	0.11
52周内股价区间(元)	212.15-373.00
总市值(亿元)	116
总资产(亿元)	31.92
每股净资产(元)	62.33

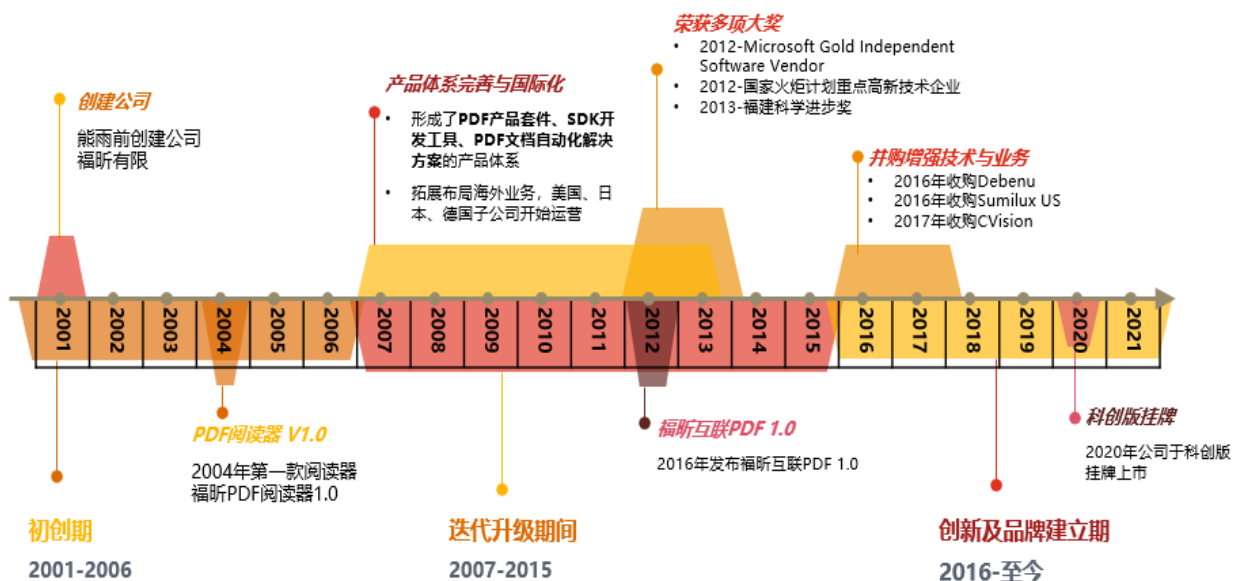
相关研究

1 技术积累构建竞争优势，云化转型释放增长动能

福昕软件成立于 2001 年 9 月，于 2020 年 9 月在上交所科创板上市。公司是一家国际化运营的 PDF 电子文档解决方案提供厂商，深耕 PDF 电子文档领域的相关业务。目前公司在 PDF 服务领域市占率全球排名第二，主要来源于北美洲和欧洲，占到总收入的 80%，整体收入保持 27%以上的高速增长趋势。

二十年积累助力公司建立起完善的产品生态与国际化布局。公司经过二十年发展史，可以分为三个阶段。**1) 初创与业务探索期：**2001-2006 年公司处于初创与业务探索期，2004 年推出第一款 PDF 产品福昕 PDF 阅读器 V1.0 和福昕 PDF 编辑器 V1.0，次年荣获美国 PC World 评选的“2015 年度全球最佳免费/共享软件”，并且 2006 年正式发布 Foxit PDFCreator 1.0，打破了 Adobe 垄断的 PDF 文档解决方案市场。**2) 产品升级完善期：**2007-2015 年公司处于产品升级完善期，公司先后发布 PDF 开发平台工具、福昕 PDF 阅读器 V3.0 和编辑器 V3.0，这一阶段海外子公司也相继开始运营。**3) 创新与品牌建立期：**2016 至今公司步入创新与品牌建立期，积极布局云计算，推出福昕互联 PDF 技术，增强 PDF 文档管理与安全。

图 1：公司发展史与重大事项

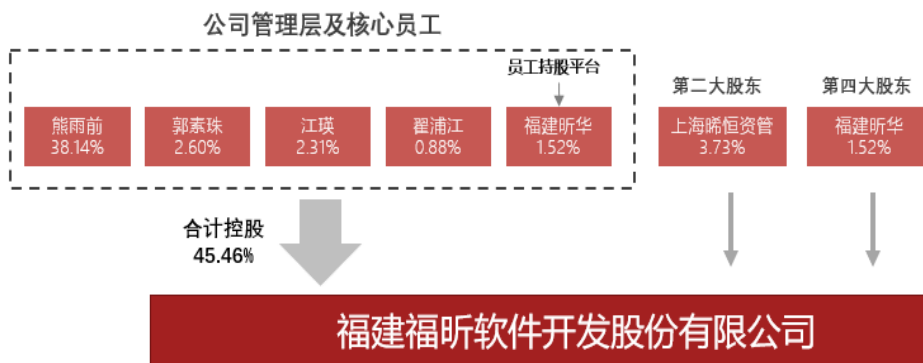


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司技术处于全球 PDF 行业领先地位，业务实现国际化深度覆盖。福昕软件目前是全球范围内少有掌握完整 PDF 关键技术的企业，在全球 PDF 电子文档应用领域市场份额仅次于 Adobe 位于第二，其产品在文件稳定性、渲染质量和速度上具有显著优势。公司目前为国际 PDF 协会主要成员，也是中国版式文档 OFD 标准制定成员，业务方面已实现国际化经营，在亚洲、欧洲、美洲、澳洲等地设有多家子公司，业务已经实现覆盖全球 200 多个地区。公司的产品目前直接使用用户数已经超过 5.6 亿，企业客户数超过十万，其中包括谷歌、微软、亚马逊等国际超大型企业。

公司管理层股权集中度高，股权激励绑定核心员工。根据公司公告披露，截至 2020 年 9 月 30 日，公司实控人熊雨前是公司第一大股东，持股比例为 38.41%，对公司有着绝对控制权，董事及高管共计持股 45.46%，而其余中小股东多为机构投资者，持股比例相对较低，公司高管对企业有较大控制权。同时，为实现公司长期发展目标，公司实施了员工激励计划，通过员工持股平台福建昕华实现核心员工股权激励计划，助力公司实现长远发展目标。

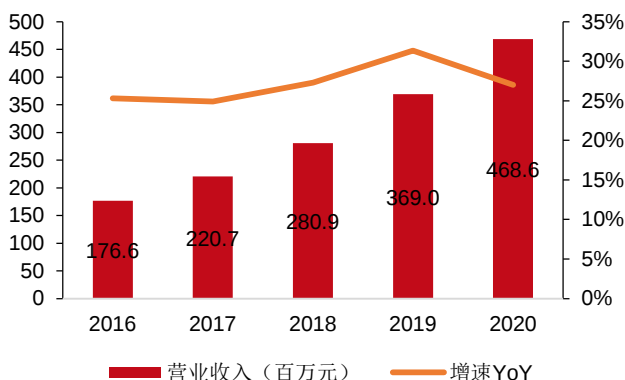
图 2：公司持股情况



数据来源：西南证券整理

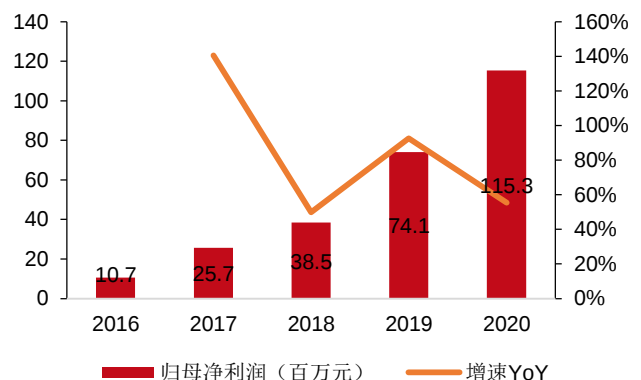
营业收入持续保持高增长，规模效应催化利润释放。1) 收入端：2016-2020 年，公司营业收入保持稳定增长态势，由 1.8 亿元增长至 4.7 亿元，五年内复合增长率达 27.6%；其中，2020 年同比增长 27.0%。2) 利润端：2016-2020 年，公司归母净利润持续保持高增长，主要因为公司营收高增长带来的规模效应下，产品毛利率持续走高，带动利润得以大量释放；其中，2020 年公司净利润为 1.2 亿元，同比增长 54.0%。

图 3：公司近五年营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司近五年净利润及增速

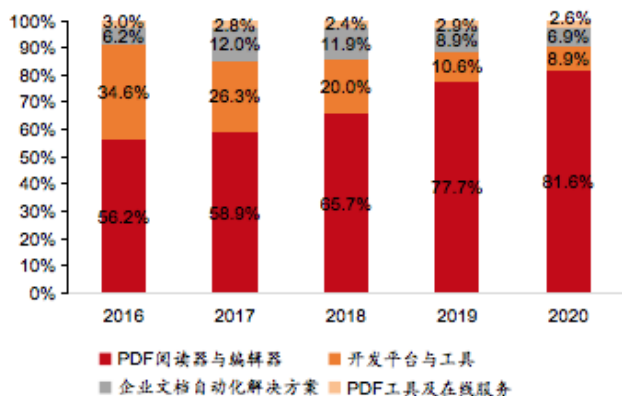


数据来源：Wind，西南证券整理

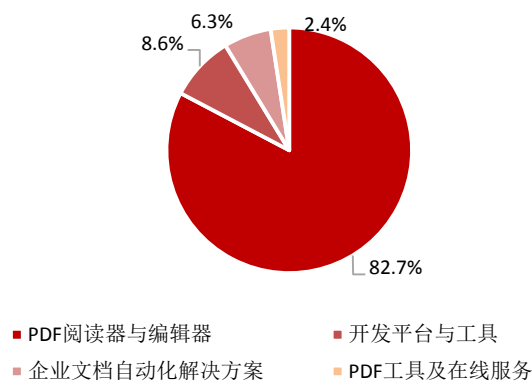
从营收结构来看：公司主营业务包括 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案以及 PDF 工具在线服务四大块业务。PDF 编辑器与阅读器是公司营收主要来源，2020 年收入达 3.8 亿元，同比增长 33.5%，产品占营收比重逐年增大，收入占比由 2016 年的 56.2% 上升至 2020 年的 81.6%；开发平台与工具收入达 0.4 亿元，同比增长 6.9%，收入占比逐年收窄，2020 年占比为 9.9%；企业文档自动化解决方案收入达 0.3 亿

元，同比小幅下降 0.5%，收入占比 6.9%；PDF 工具及在线服务收入 12.3 亿元，同比增长 16.7%，收入占比 1.3%。

从毛利结构来看：公司 PDF 编辑器与阅读器业务毛利率最高，为 97.74%，为公司贡献了 83% 的毛利；开发平台与工具业务毛利率为 93.4%，毛利贡献占比 9%；企业文档自动化解决方案业务毛利率 87.1%，毛利贡献占比 6%；PDF 工具及在线服务业务毛利率 89.1%，毛利贡献占比 2%。

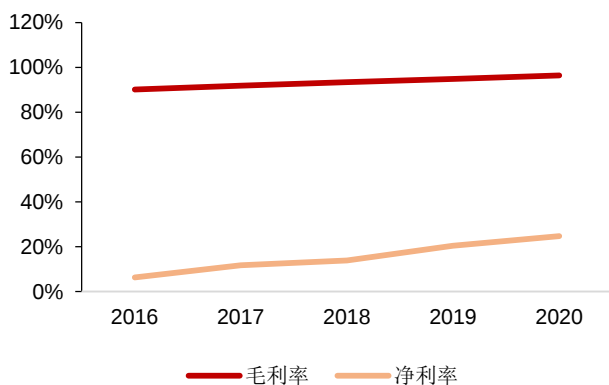
图 5：公司主营业务结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

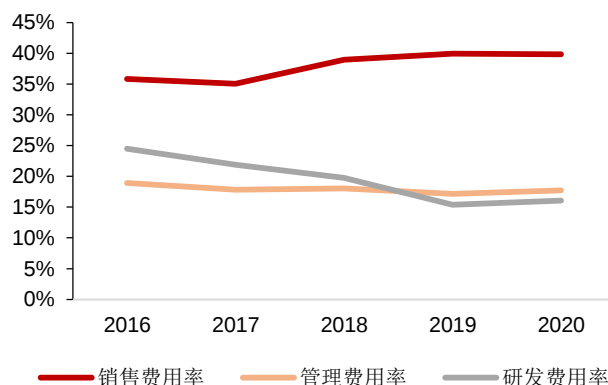
图 6：公司 2020 年毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控费增效成果显著，盈利能力大幅提升。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 96.4%，较上年同期增加 1.6pp；净利率为 24.8%，较上年同期大幅上升 4.3pp。2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 40.0%，较上年同期小幅下降 0.1pp；管理费用率为 17.7%，较上年同期下降 0.6pp；研发费用率为 16.1%，较上年同期增加 0.2pp；2020 年公司研发费用为 0.8 亿元，同比增加 33.0%；研发人员为 268 人，同比增长 25.2%。

图 7：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司云转型成功，云化战略成果逐步凸显。截至 2019 年底，公司付费个人用户与机构用户分别达到 10.2 万和 3.1 万，年复合增长率分别达到 67.32%和 28.65%。2020 年虽未披露用户数据，但公司订阅模式收入同比增长 49.7%，远超其他业务增速，PDF 编辑器与阅读器的订阅业务占营收比重达到上升至 14.0%，云化转型成果凸显。因此，我们认为未来订阅模式继续保持高速增长的确切性较高，云化有望成为公司未来主要增长点，PDF 编辑器与阅读器业务收入高增速预期将得到有力支撑。我们预计未来三年，公司 PDF 编辑器与阅读器业务收入占比将稳步提升，有望增至 90%左右。

假设 2：公司在实现长期的 PDF 相关技术积累后，已形成标准化技术下可复制的产品并以此迭代，产品具有较高可复制性，数年的技术积累优势实现了产品的规模效应。因此我们预计未来三年公司各产品的毛利率会稳定提升。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
PDF 编辑器与阅读器	收入	382.2	546.5	721.4	901.7
	增速	33.5%	43.0%	32.0%	25.0%
	毛利率	97.7%	98.0%	98.2%	98.4%
开发平台与工具	收入	41.6	47.8	56.4	66.6
	增速	6.9%	15.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	93.4%	94.0%	94.0%	94.0%
企业文档自动化解决方案	收入	32.5	32.5	32.5	32.5
	增速	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	87.1%	88.0%	88.5%	89.0%
PDF 工具及在线服务	收入	12.3	14.8	17.3	19.0
	增速	16.7%	20.0%	17.0%	10.0%
	毛利率	89.1%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	468.6	626.8	810.3	1000.8
	增速	27.0%	33.8%	29.3%	23.5%
	毛利率	96.4%	97.2%	97.5%	97.8%

数据来源：公司公告，西南证券

2.2 相对估值

我们从福昕软件相关领域中选取了两家主流可比公司。根据 Wind 一致预期，2021 年，三家公司平均 PE 为 78 倍。考虑到公司 PDF 市场需求持续增长，行业景气度良好，公司在行业内地位稳固，因此我们长期看好公司发展。预计 2021-2023 年，公司 EPS 分别为 3.43 元、4.51 元、5.50 元，未来三年归母净利润将保持 30%以上的复合增速。公司上市之后市盈率维持在 80-130 之间，享受较高的估值。我们给予公司 2021 年 90 倍 PE，对应目标价 309.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300624	万兴科技	40.90	0.96	1.31	1.68	57.47	31.29	24.39
688111	金山办公	320.82	1.90	2.57	3.50	215.76	124.93	91.78
平均值						136.62	78.11	58.085

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021 年 4 月 27 日收盘）

3 风险提示

云化转型不及预期；新产品开发风险；国内外市场竞争加剧；汇率波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	468.60	626.85	810.33	1000.83	净利润	116.00	166.96	219.26	267.38
营业成本	17.02	17.70	20.11	22.00	折旧与摊销	12.52	4.19	4.19	4.19
营业税金及附加	1.45	2.35	2.90	3.56	财务费用	6.09	9.63	13.45	17.02
销售费用	186.67	246.35	318.46	392.33	资产减值损失	0.00	-0.76	-1.18	-0.84
管理费用	82.96	205.61	263.36	320.27	经营营运资本变动	-115.38	-164.80	-67.57	-76.58
财务费用	6.09	9.63	13.45	17.02	其他	119.71	-40.76	-50.23	-54.41
资产减值损失	0.00	-0.76	-1.18	-0.84	经营活动现金流净额	138.94	-25.54	117.91	156.75
投资收益	10.66	16.24	22.09	18.24	资本支出	-2.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	11.58	25.28	31.32	36.02	其他	-1734.53	44.10	50.49	53.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1737.21	44.10	50.49	53.31
营业利润	132.20	187.49	246.65	300.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.66	3.32	3.36	3.08	长期借款	-4.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.86	190.81	250.01	303.84	股权融资	2562.86	0.00	0.00	0.00
所得税	17.86	23.85	30.75	36.46	支付股利	0.00	-23.06	-33.06	-43.41
净利润	116.00	166.96	219.26	267.38	其他	7.83	-6.04	-13.58	-17.15
少数股东损益	0.71	1.67	2.19	2.67	筹资活动现金流净额	2566.36	-29.09	-46.63	-60.57
归属母公司股东净利润	115.29	165.29	217.06	264.71	现金流量净额	962.81	-10.54	121.76	149.49
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1098.33	1087.80	1209.56	1359.05	成长能力				
应收和预付款项	67.41	96.53	118.05	146.14	销售收入增长率	27.01%	33.77%	29.27%	23.51%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	64.03%	41.82%	31.55%	21.94%
其他流动资产	1779.57	1817.12	1875.95	1936.58	净利润增长率	54.02%	43.93%	31.32%	21.95%
长期股权投资	29.54	29.54	29.54	29.54	EBITDA 增长率	61.60%	33.48%	31.29%	21.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	47.07	45.36	43.65	41.94	毛利率	96.37%	97.18%	97.52%	97.80%
无形资产和开发支出	102.79	101.07	99.34	97.61	三费率	58.84%	73.64%	73.46%	72.90%
其他非流动资产	47.17	48.88	50.21	49.99	净利率	24.75%	26.63%	27.06%	26.72%
资产总计	3171.89	3226.29	3424.30	3659.85	ROE	3.86%	5.30%	6.57%	7.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.66%	5.17%	6.40%	7.31%
应付和预收款项	46.51	54.32	64.42	74.69	ROIC	60.54%	49.39%	47.69%	49.47%
长期借款	1.14	1.14	1.14	1.14	EBITDA/销售收入	32.18%	32.11%	32.61%	32.17%
其他负债	120.20	19.05	20.77	22.08	营运能力				
负债合计	167.85	74.51	86.33	97.91	总资产周转率	0.26	0.20	0.24	0.28
股本	48.14	48.14	48.14	48.14	固定资产周转率	10.19	13.56	18.21	23.38
资本公积	2701.45	2701.45	2701.45	2701.45	应收账款周转率	9.08	8.83	8.69	8.59
留存收益	255.03	397.26	581.27	802.56	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	3000.78	3146.85	3330.86	3552.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.78%	—	—	—
少数股东权益	3.26	4.93	7.12	9.79	资本结构				
股东权益合计	3004.04	3151.78	3337.97	3561.94	资产负债率	5.29%	2.31%	2.52%	2.68%
负债和股东权益合计	3171.89	3226.29	3424.30	3659.85	带息债务/总负债	0.68%	1.53%	1.32%	1.17%
					流动比率	18.30	44.14	40.07	37.55
					速动比率	18.30	44.14	40.09	37.57
					股利支付率	0.00%	13.95%	15.23%	16.40%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	150.81	201.30	264.28	321.96	每股收益	2.39	3.43	4.51	5.50
PE	100.34	69.99	53.29	43.70	每股净资产	62.33	65.37	69.19	73.79
PB	3.86	3.68	3.47	3.26	每股经营现金	2.89	-0.53	2.45	3.26
PS	24.69	18.45	14.28	11.56	每股股利	0.00	0.48	0.69	0.90
EV/EBITDA	58.47	43.84	32.93	26.56					
股息率	0.00%	0.20%	0.29%	0.38%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn