

福昕软件(688095.SH)

国产PDF领先厂商，差异化竞争效果凸显

推荐（首次）

现价：225.0元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.foxitsoftware.cn
大股东/持股	熊雨前/38.41%
实际控制人	熊雨前
总股本(百万股)	48
流通A股(百万股)	11
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	108
流通A股市值(亿元)	26
每股净资产(元)	62.75
资产负债率(%)	5.4

行情走势图



证券分析师

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
fuqiang021@pingan.com.cn

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
yanlei511@pingan.com.cn



平安观点：

- **公司是全球重要的 PDF 文档软件厂商，现处在创新能力和品牌培养阶段：**PDF 是一种主要用于交换的电子文档格式，其特点是文档版式在传递全过程中，不受应用程序、操作系统、硬件差异性的影响，随着无纸化办公的普及，应用趋于广泛。公司成立于 2001 年，公司成立之初就专注于 PDF 文档工具赛道。经过 20 年的发展，公司已经成为 PDF 电子文档领域的重要力量，目前创新能力和品牌影响力都在提升。公司的主要产品包括 PDF 阅读器和编辑器、开发平台及工具等。2020 年，公司实现收入 4.69 亿元，同比增长 27.0%。虽然研发人员主要在国内，但市场主要在国外，2020 年公司海外收入达到 4.25 亿元，同比增长 25.9%，占整个公司收入的比重为 90.7%。近年来，国内市场正在拓展中，2020 年实现营收 4380.60 万元，同比增长 41.6%，明显快于海外市场收入增长。此外，公司也在顺应软件上云的大趋势，推动订阅模式的探索。截至到 2021 年 1 季度，公司订阅收入已经占到主营业务收入的 15.3%，进展顺利。
- **数字经济发展快速，PDF 文档工具的需求逐步释放：**近年来，随着 ICT 技术的充分发展，“云物移大智”等技术得到快速应用，产业数字化水平明显提升，数字经济正在成为各国经济增长的重要抓手。数字经济的一大特点就是“线上化、高效协同化”。PDF 文档在交换、存档和安全性上的优势将逐步凸显出来。尤其是随着电子签名等技术的应用，越重要、越正式、越严肃的场景，比如合同文本、设计图纸、票据等，更多会采用 PDF 版式文件进行交换，既保证了传输的效率，又保证了其法律效力，市场潜力正在释放。据行业龙头 Adobe 每年更新的 Document Cloud TAM (TAM, 可触达市场) 的预测，2022 年行业 TAM 为 130 亿美元，2023 年将上升到 210 亿美元，增长快速。除了数字经济带来的全球性的机会之外，PDF 工具软件在国内市场也迎来利好，知识产权保护趋严，盗版率逐步下降，企业和个人客户付费意愿上升，行业应用范围正在扩大。
- **公司产品和定价差异化策略较为成功，募投项目将助力公司长远发展：**公司所在的 PDF 赛道上，Adobe 处于绝对领先的地位，市场份额超过 90%。但是公司凭借着自身在营销策略上的差异化，依然能够保持较快的增长。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	369	469	614	824	1125
YOY(%)	31.4	27.0	31.1	34.1	36.5
净利润(百万元)	74	115	143	196	274
YOY(%)	92.6	55.5	24.1	36.9	39.7
毛利率(%)	94.8	96.4	96.8	97.0	97.2
净利率(%)	20.4	24.8	23.6	24.1	24.7
ROE(%)	22.6	3.8	4.7	6.2	8.3
EPS(摊薄/元)	1.54	2.39	2.97	4.07	5.69
P/E(倍)	146.1	94.0	75.7	55.3	39.6
P/B(倍)	33.1	3.6	3.5	3.4	3.3

自从 2008 年 PDF 文档标准开放之后，福昕软件在 PDF 生成、编辑、压缩、转换等基础能力方面，与竞争对手 Adobe 并不存在大的差距。相反，公司在互联 PDF、Web 产品、文档优化等特色功能方面还存在一定优势。灵活的销售模式也是公司的一大特点，与竞品全面转向订阅不同，公司虽然鼓励客户订阅，但并没有全面停止终身授权的模式，客户可以在订阅和终身授权两种模式间灵活进行选择，终身授权的模式对一些预算制的公司或者机构较为友好。此外，相比竞品，公司在定价上的优势依然存在，订阅价格相比 Adobe 低 30% 左右。随着公司产品力的增强，新版本持续在提价，但是公司性价比高的优势依然存在。最后，公司募投项目也在稳步推进，研发和渠道方面的投入加大，产品线扩充也在提速，整体竞争力还在提升。

- **投资建议：**公司是国内较为稀缺的能够兼顾 To B 和 To C 的工具类软件公司，PDF 编辑产品能力同国际竞争对手不存在明显差距，部分能力还更贴近用户需求。而且，公司销售模式相对灵活，产品性价比较高，在海外市场上已经站稳，在国内市场上的开拓也比较迅速，发展前景广阔。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 2.97 元、4.07 元和 5.69 元，对应 7 月 15 日的 PE 分别为 75.7X、55.3X 和 39.6X。我们看好公司在海内外市场的拓展，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 产品相对单一。公司产品主要为 PDF 阅读器和编辑器，而且收入来源主要集中在编辑器方面，如果市场推广不及预期或者技术研发存在障碍，公司增长的可持续性面临威胁。2) 海外市场拓展不顺的风险。北美和欧洲市场是公司主要的收入来源，但由于中美、中欧关系存在一定的不确定性，加上这两个地区疫情控制依然存在反复，公司产品在相关地区的销售可能不及预期。3) 国内市场增长可能不及预期。公司国内市场正处在开拓状态，但发展环境改善和用户付费习惯还在培育之中，且竞争对手能力不弱，如果国内市场增长不及预期，可能会拖累公司收入和业绩成长。

正文目录

一、 公司是全球重要的 PDF 文档软件厂商，现处创新能力建设和品牌培养阶段	6
1.1 公司自成立以来，持续专注于 PDF 文档相关软件产品和服务赛道.....	6
1.2 PDF 在文档交换方面有优势但技术门槛高，公司持续研发且成功跻身全球前列	7
1.3 公司产品打磨、技术积累效果显现，国内外品牌影响力提升明显	9
1.4 受益于线上办公与文档协作需求上升，国外市场逐步恢复且国内市场增长快速	11
1.5 公司产品标准化程度高，毛利率和净利率均保持在较高水平.....	13
二、 数字经济发展快速，PDF 文档工具需求将逐步释放	14
2.1 全球数字经济的快速发展将催生文档交换的需求，PDF 应用范围扩大且深度提升	14
2.2 PDF 文档市场潜力巨大，产品和服务均有较大增长空间.....	15
2.3 国内知识产权保护意识显著增强，PDF 软件发展环境持续向好.....	17
2.4 PDF 文档工具技术标准持续演进，产品云化和销售订阅化将提速	18
三、 产品和定价差异化策略较为成功，募投项目将助力公司长远发展	19
3.1 公司采取差异化产品策略，在增量市场上有望获得更多空间.....	19
3.2 主打产品海外价格持续调升，但相比对手依然有性价比优势且收费模式灵活.....	20
3.3 公司募投项目紧贴 PDF 行业发展趋势，加大研发投入且重点提升云端的能力	21
四、 公司业绩预测及投资建议	22
4.1 公司业绩预测.....	22
4.2 相对估值	23
4.3 投资建议	23
4.4 风险提示	23

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司股权结构	7
图表 3	公司主要产品及服务	8
图表 4	公司核心产品 PDF 编辑器及阅读器介绍	8
图表 5	福昕软件主要产品用户界面	9
图表 6	公司软件开发平台与工具的典型客户及应用介绍	9
图表 7	公司直接客户情况	10
图表 8	公司代理商客户情况	10
图表 9	公司研发费用及占营业收入比重	11
图表 10	公司技术人员数量及占比	11
图表 11	公司是国内唯一一家国际 PDF 协会伙伴会员	11
图表 12	公司营业收入及同比增速	12
图表 13	公司季度收入及同比增速	12
图表 14	2018-2020 年公司国内、国外收入结构	12
图表 15	2019 年公司分地区（细化）收入结构	12
图表 16	2020 年公司分产品收入结构	13
图表 17	2019 年公司按销售模式收入结构	13
图表 18	2006 年以来公司毛利率走势	14
图表 19	2018-2020 年公司主要产品毛利率走势	14
图表 20	公司期间费用率变化	14
图表 21	公司归母净利润及同比增速	14
图表 22	主要经济体数字经济与 GDP 增速对比（2019）	15
图表 23	我国数字经济规模及占 GDP 比重	15
图表 24	全球个人互联网接入普及率（%）	15
图表 25	主要地区个人互联网接入普及率（%）	15
图表 26	2020 财年 Adobe 公司三大业务经常性收入（ARR）及同比增速	16
图表 27	Adobe 文档管理云业务经常性收入（ARR）变化（亿美元）	16
图表 28	Adobe 对 2022、2023 年潜在市场的测算	17
图表 29	中国 PC 端盗版软件比率变化	17
图表 30	国际 PDF 标准演进和发展历程	18
图表 31	一次性（永久）授权和订阅模式对比	19
图表 32	全球 PDF 市场份额变化	19
图表 33	公司互联 PDF 主要功能	20
图表 34	公司 PDF 编辑器软件永久授权模式价格变化	20
图表 35	公司 PDF 编辑器软件与 Adobe 同类软件价格对比（2020.6-2021.5）	21
图表 36	公司募投资金投向	22

图表 37	公司财务预测简表	22
图表 38	公司与同赛道企业估值对比	23

一、 公司是全球重要的 PDF 文档软件厂商，现处创新能力建设和品牌培养阶段

1.1 公司自成立以来，持续专注于 PDF 文档相关软件产品和服务赛道

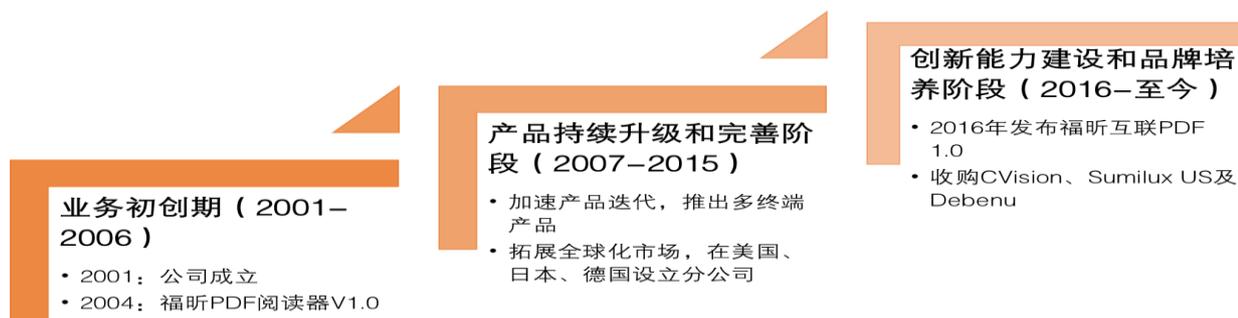
公司成立于 2001 年，公司成立之初就专注于 PDF 电子文档相关的软件产品及服务。目前，福昕软件已成为拥有自主知识产权、具备自主研发能力且具有国际竞争力的基础软件、通用软件企业。经过 20 年的发展，公司已经成为 PDF 电子文档领域的重要力量。具体来看，公司的成长经历了三个阶段：

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

（2）产品持续升级和完善阶段（2007-2015 年）：随着互联网等新兴技术的快速发展和用户使用需求的不断变化，公司持续对产品进行更新迭代，提升用户体验，形成了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及 PDF 文档自动化解决方案等较为齐全的产品体系。公司产品适用于桌面电脑、平板电脑、企业级服务器、智能手机、嵌入式设备等应用终端，可兼容 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP（Windows 通用应用平台）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，公司产品覆盖范围不断扩大。随着公司软件开发水平和产品的不断升级、营销范围的持续扩大，公司业绩逐年增长。

（3）创新能力建设和品牌培养阶段（2016-至今）：公司于 2016 年发布了福昕互联 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 等同行业企业，进一步扩大了公司技术的覆盖面，强化了公司的核心竞争力。此外，公司积极通过广告、产品推广、展会等多种推广模式进行产品宣传，积极建设产品品牌，建立了产品知名度。

图表1 公司发展历程

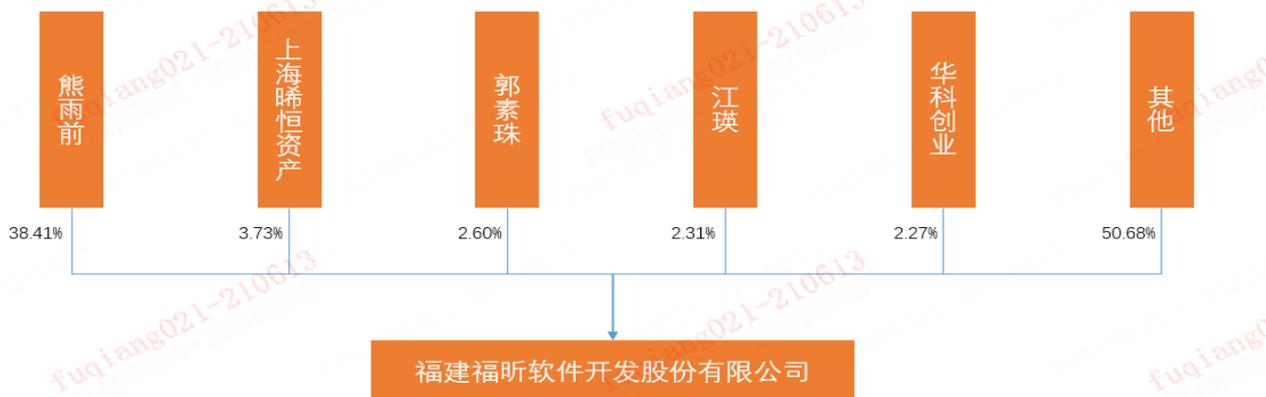


资料来源：公司官网、招股说明书，平安证券研究所

公司实际控制人持股比例较高，股权结构较为稳定。公司创始人和实控人为熊雨前，拥有公司 38.41% 的股份。熊雨前毕业于中国科学技术大学计算机科学与技术专业，大学本科学历。2001 年 9 月至 2013 年 9 月，任福州福昕软件开发有限公司

总经理；2013年9月至今，任福建福昕软件开发股份有限公司董事长、总裁。熊雨前掌握公司产品的核心代码，是公司核心技术人员。

图表2 公司股权结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 PDF 在文档交换方面有优势但技术门槛高，公司持续研发成功跻身全球前列

PDF (Portable Document Format，便携式文档格式) 标准是源于以应用程序、操作系统、硬件无关的方式进行文件交换的需求而发展出的一种电子文档格式。

PDF 文档最大的用途就是用于文档交换。PDF 格式可以完整、保真、忠实地表现文档所有要素，即使是跨设备展示，也不会出现“跑版”问题。在 PC 和服务器为主体构成的信息化时代，文档的作用是用于高效的记录和留存信息，由于该时期的信息交换主要在内网，流式软件 (如 Office) 可以解决多数文档传递的任务，而 PDF 文档主要应用部分传递严肃文件的场合，比如工程文件、印刷等领域，在无纸化办公兴起之前，场景相对狭窄一些。但是，在 2000 年之后的 20 多年间，互联网快速普及，无纸化传递信息逐渐成为主流，并且互联网设备的种类快速增加，除了 PC 之外，手机、PAD、可穿戴设备甚至物联网设备都成为了显示终端。PDF 文档由于可以在不同的设备环境中忠实地再现原稿的每一个字符、颜色以及图像，自然就成为文档传递、交换的重要载体。当然，PDF 文档还具有体积小、打开速度快且功能齐全等特点。

PDF 技术门槛也很高，主要表现在以下方面：(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。

正是由于 PDF 文档技术的高门槛，直接导致了全球参与这个领域的企业非常有限，真正掌握核心关键技术的，如完整的 PDF 格式生成、渲染、转换与版面识别等，企业就更少了。公司通过持续的研发，建立起了生成、转换、显示、编辑、搜索、压缩、打印、存储、签章、表单、保护和安全管理等一整套文档相关的技术体系。同时，公司充分利用其后发优势，其 PDF 产品具备了体积小、速度快、跨平台等优势，发展成为了全球 PDF 市场上的一股重要力量。公司的 PDF 产品包括四大类，分别是 PDF 阅读及编辑器、PDF 开发平台及工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务产品。

图表3 公司主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

PDF 编辑器与阅读器产品是 PDF 最主要的产品形式，自然也是公司的核心产品，包括 Foxit Phantom PDF、Foxit Reader 和 Foxit PDF Reader Mobile。公司的产品均基于自主研发的核心技术体系而形成，除了之前提到的具有体积小、速度快、跨平台等特性外，还拥有互联 PDF、PDF 文档无障碍阅读等创新特色功能。

PDF 编辑器产品——Foxit Phantom PDF 是公司的主打产品。它可适用于 Windows、Mac、UWP(Windows 通用应用平台) 和 Web 等操作系统平台。除了能够实现 PDF 阅读器文件显示、审阅、注释、签名及打印等功能，还具备 PDF 与 Word、PowerPoint、Excel、HTML、XML 及图片等多种文档格式和版面的双向转换、PDF 文本和段落的自由编辑、OCR 文字识别、页面管理、PDF 文档无障碍阅读、PDF 无障碍性检查与修复、PDF 表单的设计填写以及电子签名、文档安全、共享审阅等较为完善的功能体系，能够满足各类用户多方面、多层次的使用需求。

图表4 公司核心产品 PDF 编辑器及阅读器介绍

产品名称	产品简介
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，能够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，平安证券研究所

图表5 福昕软件主要产品用户界面



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

福昕软件开发平台与工具包括 Foxit PDF SDK（软件开发工具包）以及其他独立产品的 SDK。利用福昕软件的 SDK，程序开发人员无需经过复杂的研发过程，即可通过将该产品直接在自有软件产品中嵌入福昕软件 PDF 相关的技术，实现 PDF 相关的功能。开发人员通过开发平台与工具，能够使用主流的编程语言和开发环境在不同平台的应用程序中快速添加 PDF 相关功能。目前，Foxit PDF SDK 已在亚马逊、微软、MobilSign 等众多国内外知名企业及机构中得到应用。

图表6 公司软件开发平台与工具的典型客户及应用介绍

客户	产品	产品简介
亚马逊	Foxit PDF SDK	应用于 Kindle 产品中，包括 Kindle 设备以及各类平台的 Kindle 程序，实现了快速高效的 PDF 阅读功能
MobilSign	Foxit PDF SDK	利用 Foxit PDF SDK 的 PDF 注释和数字签名功能实现在 Android / iOS / Windows 平台上创建生物特征签名，使其用户在平板电脑或移动设备上即可查看和签署合同，而无需打印文件
微软	Foxit PDF IFilter	应用于 RMS 服务器，实现了快速提取 PDF 文档内容以供检索

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.3 公司产品打磨、技术积累效果显现，国内外品牌影响力提升明显

（1）产品及品牌优势。 PDF 电子文档格式软件为通用软件产品，是人们日常生活和办公的基础性工具，广泛应用于国民经济各个领域。公司产品具有多平台支持、处理速度快、安全可靠、界面美观人性化、操作便捷、性价比高优势。经过多年的产品开发及升级更新，形成了包括通用软件产品、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案以及 PDF 相关独立产品等较为完善的产品体系，能够满足各类用户差异化的需求。公司客户群体广泛，并可根据不同客户的需求开发相关功能，全方位满足客户需求，增强用户粘性。近年来，公司在品牌建设上也在持续发力。公司自成立以来，始终坚持“自主产权、自主品牌、市场引领”的理念，积极推进电子文档技术创新。在上市之前，公司产品销售范围就已经覆盖全球 200 余个国家和地区，已发展成为国内外知名的 PDF 电子文档格式软件的产品品牌。

（2）渠道和客户优势。 公司在 PDF 电子文档格式领域深耕多年，依托产品技术、服务和品牌等多方面的综合优势，累积了各行各业大量客户资源。公司强调发展垂直市场，重点发展教育、法律、银行、保险、政府等重要领域，产品及服务在国际知名企业以及机构得到广泛应用，得到客户的高度认可，有利于公司知名度提升和业务拓展。公司主要客户有加拿大共享服务局、亚马逊、微软、英特尔、康菲石油等国际知名企业以及机构。同时，公司与戴尔、联想、新聚思、Insight 等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道扩展市场。

公司在全球范围内形成较为完善的营销网络体系，以中国为软件产品开发设计中心，以欧美日等经济发达国家为主要市场区域，并辐射亚太、中东、南美等新兴经济区域，建立了专业的营销服务网络。公司已在美国的硅谷、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。公司凭借全球范围内广泛的渠道布局，能够有效提高当地市场占有率并为客户提供高效便捷的服务，是公司保持业绩长期稳定增长的坚实基础。

图表7 公司直接客户情况

客户名称	客户概况
Shared Services Canada	以生产、设计、销售家用以及办公室电脑为主，并涉足生产与销售服务器、数据储存设备、网络设备等
ConocoPhillips Corporation	全球领先的商务流程商及北美三大 IT 产品分销商之一
Amazon.com, Inc.	是美国最大的网络电子商务公司，总部位于华盛顿州的西雅图。亚马逊将发行人的技术应用其重要产品 Kindle 中。
Microsoft Corporation	微软将福昕的产品嵌入于 RMS 产品中

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表8 公司代理商客户情况

客户名称	客户概况
Dell Inc.	以生产、设计、销售家用以及办公室电脑为主，并涉足生产与销售服务器、数据储存设备、网络设备等
SYNNEX	全球领先的商务流程商及北美三大 IT 产品分销商之一
Insight Enterprises, Inc.	是一家总部位于美国亚利桑那州的企业，为企业、政府、学校和医疗机构提供信息技术（IT）硬件、软件和服务解决方案
SHI International Corp	是一家大型信息技术产品与服务提供商，成立于 1989 年，全球内拥有 4000 多名员工，在全球 35 个国家和地区设有办事机构，年收入约 100 亿美元

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

（3）公司技术优势。公司技术优势表现在几个方面：

首先，公司拥有一支具有丰富经验的软件开发的科技创新团队。公司开发团队分布在多个国家和地区，截至 2020 年 12 月 31 日，公司技术人员共 268 人，约占员工总数的 48.29%，为公司发展奠定了良好的基础。公司管理团队及核心研发人员具有丰富的软件开发和市场开拓工作经验，能准确把握行业发展趋势。

其次，持续的高强度研发投入。公司不断在加大资金投入，持续进行软件产品升级更新，以及新技术、新产品的研发。公司上市之后，募投项目相关的研发投入加大。2020 年，公司研发费用达到 7536.81 万元，同比增长 33.03%，占营业收入的比重为 16.08%；2021 年 1 季度，公司研发费用达到 2792.51 万元，同比增长 81.45%，占营业收入的比重为 21.97%，占比提升趋势明显。

再次，公司在 PDF 文档领域具备较深厚的技术成果积淀。公司多年来深耕于 PDF 电子文档领域，始终将提升产品开发和创新能力作为公司持续发展的动力。经过多年的技术经验积累，公司已形成了 PDF 领域的自主知识产权体系，系统掌握包括 PDF 文档解析技术与渲染技术、跨平台技术、PDF 文档转换技术、文档高压压缩技术、互联 PDF 技术和 PDF 电子表单技术等多项核心技术。截至 2020 年年底，公司发明专利达到 38 项，软件著作权达到 78 项。

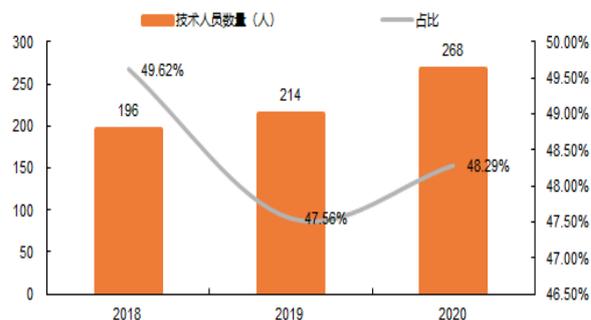
最后，核心技术自主掌控能力强。公司所拥有的核心技术，均为自身研发得到，具备较强的掌控和扩展能力。公司也凭借着较强的研发能力，成为了国际 PDF 协会的重要成员，目前这个协会的伙伴会员只有 13 家，公司是中国唯一一家。

图表9 公司研发费用及占营业收入比重



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 公司技术人员数量及占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 公司是国内唯一一家国际 PDF 协会伙伴会员

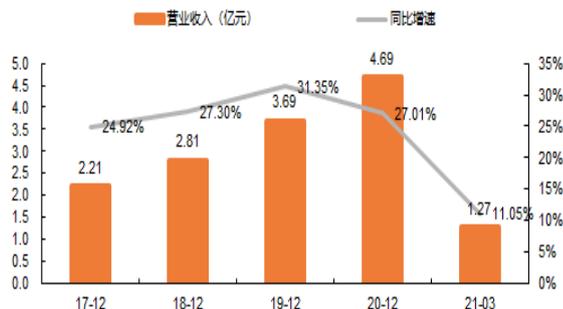
国家	公司名	数量
美国	Adobe、Datalogics、Nitro	3 家
德国	Callas、Digital Frontiers、Intarsys AG	3 家
比利时	Dual Lab sprl、iText	2 家
中国	福昕软件	1 家
斯洛伐克	Normex	1 家
法国	Orpalis	1 家
加拿大	PDFTron	1 家
瑞士	Smallpdf	1 家

资料来源: 国际 PDF 协会, 平安证券研究所

1.4 受益于线上办公与文档协作需求上升，国外市场逐步恢复且国内市场增长快速

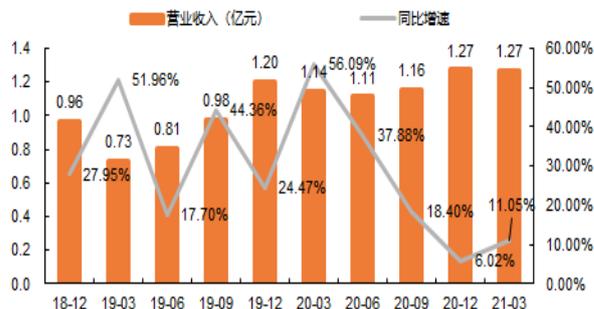
公司主要通过销售 PDF 阅读及编辑器产品和提供相关服务获得收入。2020 年，受到新冠疫情影响，主要国家居家办公和在线协作办公模式增多，一定程度上强化了个人用户和机构客户对于 PDF 格式文档的使用需求和使用粘性。2020 年公司实现收入 4.69 亿元，同比增长 27.01%；2021 年 1 季度公司实现收入 1.27 亿元，同比增长 11.05%。分季度来看，2020 年前两个季度，线上办公和协作确实为公司创造了大量需求，1、2 季度当季收入增长迅速；但是，我们也看到，随着海外疫情的持续扩散、人民币升值以及客户支出 IT 优先级调整等因素的影响放大，2020 年 3、4 季度增速明显放缓，2021 年 1 季度收入增速开始恢复。

图表12 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 公司季度收入及同比增速

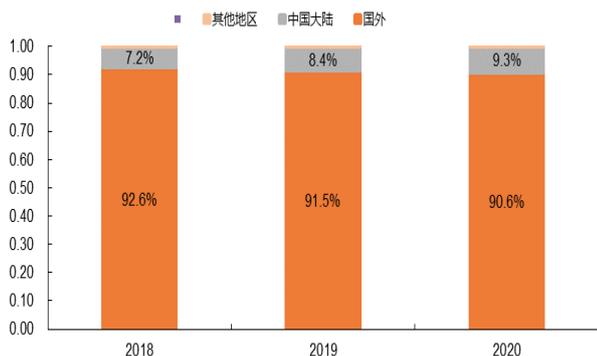


资料来源: Wind, 平安证券研究所

海外收入是公司收入的主要来源。海外尤其是北美和欧洲，线上化、无纸化办公起步相对较早，公司的 PDF 工具也很好的顺应了市场和客户需要，在海外市场上反而率先取得突破。2020 年，公司海外市场的收入达到 4.25 亿元，同比增长 25.87%，占整个公司收入的比重为 90.65%。2020 年，公司海外市场的传统客户，有亚马逊、谷歌以及微软等，业务较为稳定；新客户、新市场拓展也取得的重要突破，美国新增一家保险公司和德国科技公司客户，北欧新增挪威政府高金额订单，法国、澳大利亚的代理商寻找方面都取得较大进展。

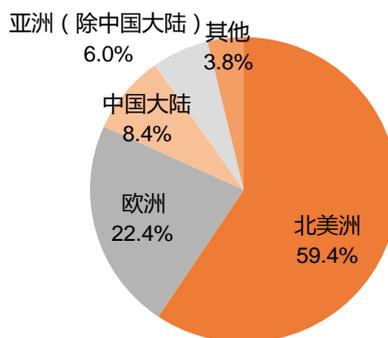
国内事业部增长更为迅速，市场投入开始见到实效。2020 年，公司在国内市场上实现营收 4380.60 万元，较上一年度增长 41.59%，明显快于海外市场收入增长。2020 年，公司中国区事业部成立，并成立了多个分公司。2021 年 1 季度，福昕软件中国区事业部营业收入同比增长 76.89%。相比海外市场，公司在国内市场的投入相对较晚，虽然技术人员多在国内，但是国产化进程在 2020 年之前并没有实质上启动。随着中国区事业部的成立，中国区开始有自己的产品管理、研发规划的能力，并且成立了专门的市场部和渠道部门，拓展快速。

图表14 2018-2020 年公司国内、国外收入结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

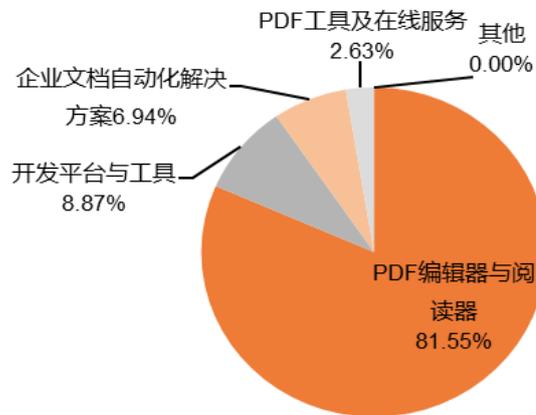
图表15 2019 年公司分地区 (细化) 收入结构



注: 该结构数据为可得最新数据。资料来源: 公司招股说明书, 平安证券研究所

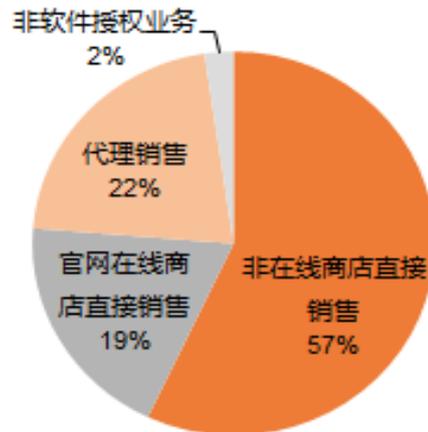
主营和旗舰产品的 Phantom PDF 阅读器与编辑器再创历史营收新高，订阅模式转型进展顺利。2020 年，公司阅读器和编辑器业务实现收入 3.82 亿元，收入占比高达 81.55%，同比增长 33.50%。其中，订阅模式收入呈持续上升趋势，同比增长 49.71%，占主营业务收入的比重达到 13.98%。2021 年 1 季度，PDF 编辑器与阅读器实现收入约为 1.09 亿元，同比增长 17.00%，占主营业务收入的比重为 85.84%；订阅模式收入同比增长 30.49%，占主营业务收入的比重上升为 15.30%。

图表16 2020年公司分产品收入结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 2019年公司按销售模式收入结构



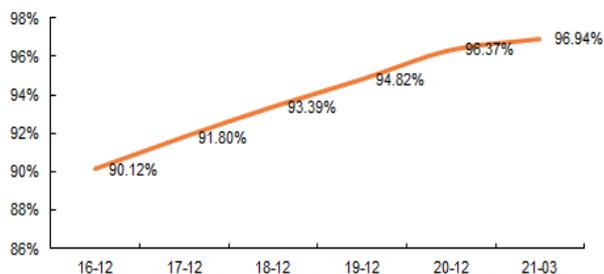
注：该结构数据为可得最完整数据。资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.5 公司产品标准化程度高，毛利率和净利率均保持在较高水平

公司作为通用工具类软件厂商，典型的特点是产品开发一旦定型之后，边际成本非常低，规模经济效应明显，产品毛利率非常高。2020年，公司毛利率高达96.37%，而且近年来呈现出持续上升的态势，其中PDF编辑器和阅读器是公司毛利率最高的产品。2021年1季度，公司毛利率继续走高，达到96.94%。

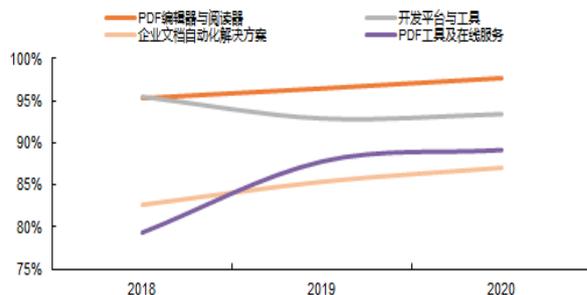
期间费用占比有所上升，但净利率仍保持在高位。2020年，公司期间费用率达到了74.92%，较上年上升1.41个百分点。随着募投资金的到位，公司在渠道和销售方面的投入明显加大，相关费用上升明显。2020年，公司实现归母净利润1.15亿元，同比增长55.51%，净利润率达到了24.75%的高位。2021年1季度，公司实现净利润0.31亿元，在上年同期高基数的基础上略有回落（-1.49%），但净利率依然保持在较高水平（24.29%）。

图表18 2006年以来公司毛利率走势



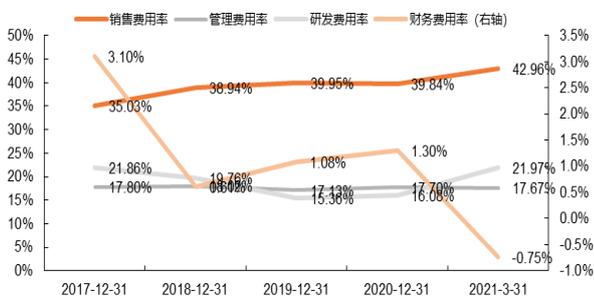
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 2018-2020年公司主要产品毛利率走势



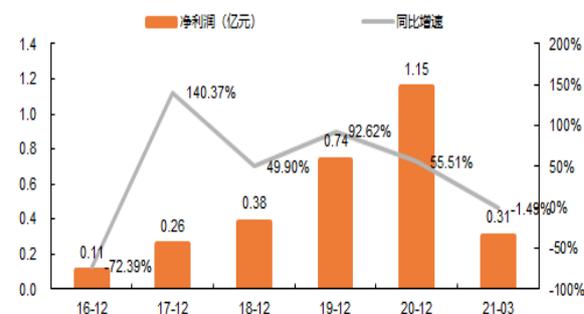
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 公司期间费用率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

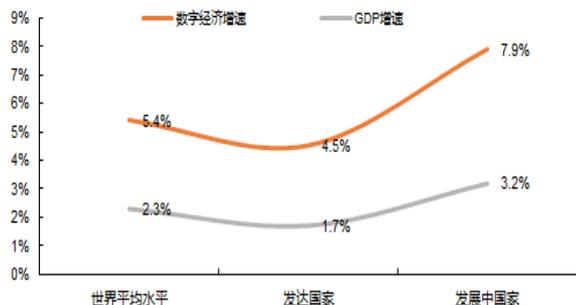
二、 数字经济发展快速，PDF 文档工具需求将逐步释放

2.1 全球数字经济的快速发展将催生文档交换需求，PDF 应用范围扩大且深度提升

近年来，随着 ICT 技术的充分发展，“云物移大智”等技术得到快速应用，产业数字化水平明显提升，数字经济正在成为各国经济增长的重要抓手。信通院数据显示，无论是发展中国家还是发达国家，数字经济增速均高于整体经济增长。从国内来看，数字经济也已经成为国民经济发展的重要力量，2020 年国内数字经济占 GDP 的比例已经达到 38.6%。

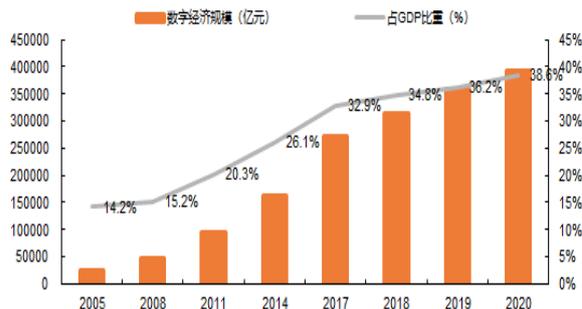
数字经济的一大特点就是“线上化、高效协同化”。文档工具，无论是流式文档还是版式文档，都将得到充分的应用。流式文档的应用深度和广度确实要好于版式文档，这个我们从微软和 Adobe 的文档工具的收入体量也能够有所判断。但是随着数字经济发展的深化，版式文档在交换、存档和安全性上的优势将逐步凸显出来。尤其是随着电子签名等技术的应用，越重要、越正式、越严肃的场景，比如合同文本、设计图纸、票据等，更多会采用版式文件，既保证了传输的效率，又保证了其法律效力。

图表22 主要经济体数字经济与 GDP 增速对比 (2019)



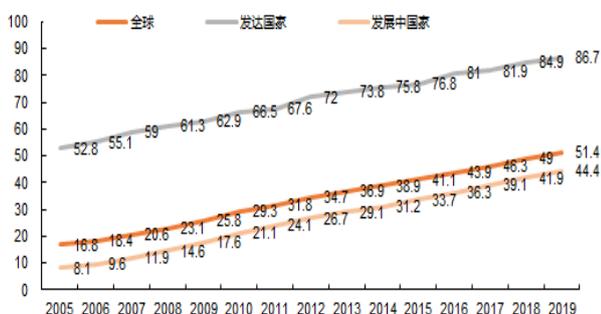
资料来源: 信通院, 平安证券研究所

图表23 我国数字经济规模及占 GDP 比重



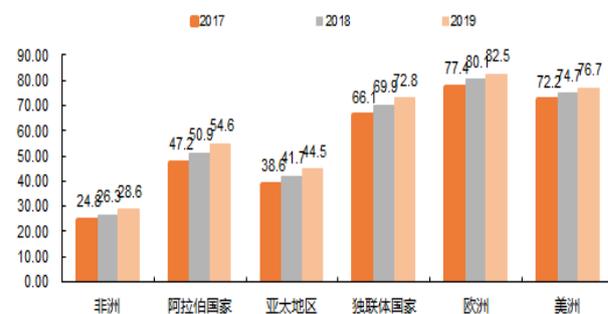
资料来源: 信通院, 平安证券研究所

图表24 全球个人互联网接入普及率 (%)



资料来源: 国际电联, 平安证券研究所

图表25 主要地区个人互联网接入普及率 (%)

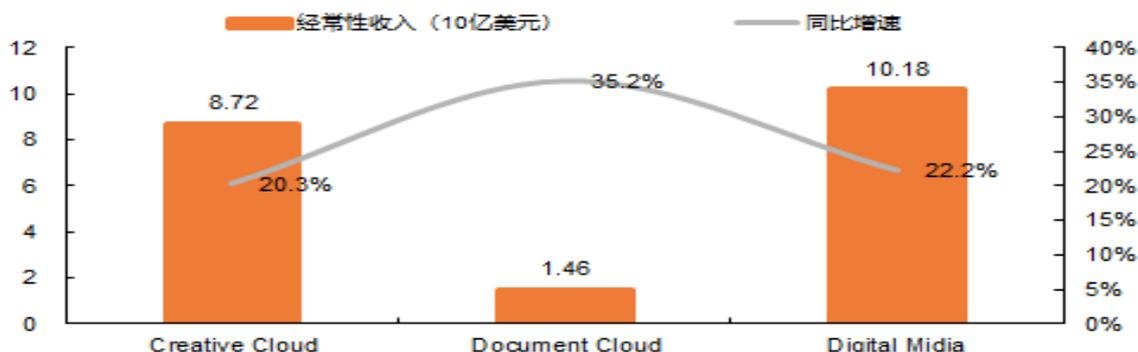


资料来源: 国际电联, 平安证券研究所

2.2 PDF 文档市场潜力巨大, 产品和服务均有较大增长空间

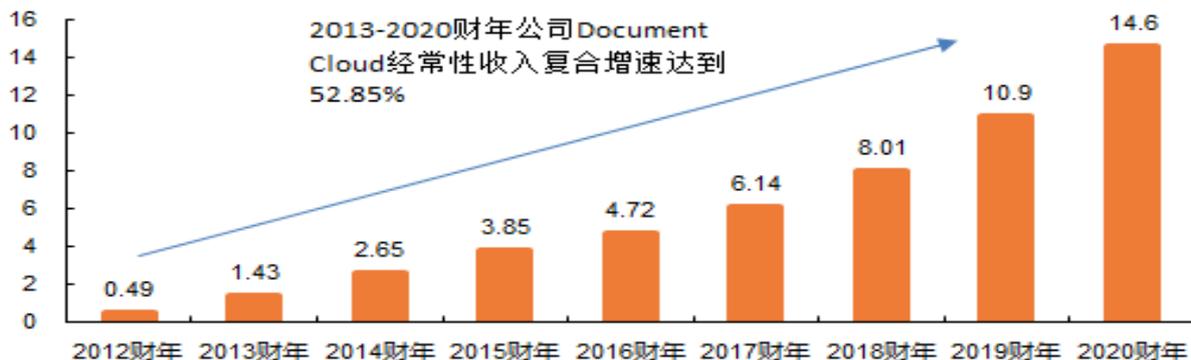
龙头企业 PDF 文档业务持续快速增长, 正在验证市场高速增长的可能性。PDF 电子文档作为人们日常生活、办公中使用频率较高的电子文档格式之一, 具有较为稳定的市场需求。当前, PDF 在全球范围广泛应用, 成为与 Office 格式并行的电子文档处理格式, 市场发展趋势良好。Adobe 作为文档软件行业的领军企业, 具有较高的市场占有率。据 Adobe 公司财报数据显示, 其 Document Cloud (即 PDF 文档管理业务) 的年度经常性收入由 2012 财年的 0.49 亿美元增至 2020 财年的 14.6 亿美元, 期间年复合增速达 52.85%。从 2020 年当年的情况看, Adobe 三大业务中, 也是文档业务增长最为迅速, ARR 增速为 35.2%。

图表26 2020财年 Adobe 公司三大业务经常性收入 (ARR) 及同比增速



资料来源: Adobe 财报, 平安证券研究所

图表27 Adobe 文档管理云业务经常性收入 (ARR) 变化 (亿美元)



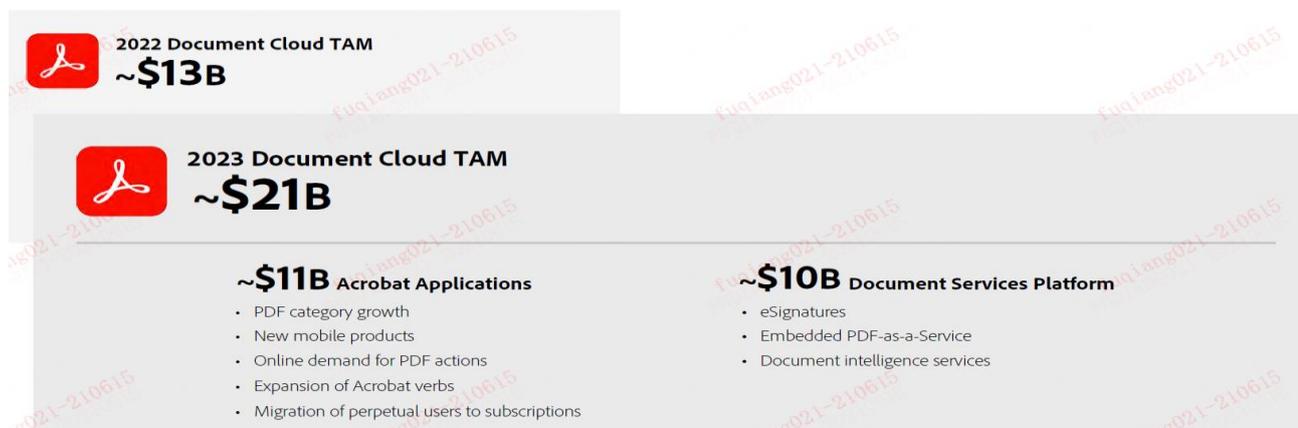
资料来源: Adobe 财报、福昕软件招股说明书, 平安证券研究所

从大的背景来看, 数字化、无纸化办公是 PDF 文档未来增长的主要动力, 技术创新方面的加持 (云计算、AI 等) 也将给行业带来新的增长空间。从 Adobe 给的市场潜力测算来看, 现有市场参与者收入规模还非常小, 离潜在的可触达市场 (TAM) 的天花板还非常远。可触达市场 (TAM) 指一个产品或服务在现实市场可能获得的最大收入规模, 与该产品与服务从现实市场实际获得的收入存在一定差异。

据 Adobe 每年更新的 Document Cloud TAM 的预测, 2022 年行业 TAM 为 130 亿美元, 2023 年将上升到 210 亿美元, 增长快速。但从龙头的收入来看, Adobe 在 2020 财年的 Document Cloud 业务的收入为 15 亿美元 (不同于 ARR 口径), 离潜在市场天花板相当远。从 TAM 的结构来看, 2023 年应用和服务将更加均衡, 其中应用将达到 110 亿美元, 而文件服务平台 (包括电子签名、嵌入式 PDFaaS 等) 也将达到 100 亿美元。

具体到 PDF 产品增长动力来看, Adobe 认为主要包括三个方面: 1) PDF 制作、编辑、压缩、转换、远程工作与协同; 2) 用户增长: 免费用户向付费迁移, 移动用户新增, 中小企业对 PDF 应用的增加, 国际市场的推广, 以及合作伙伴的导入; 3) 生态合作, 提供嵌入式工具和服务: PDF 生成、签名、编辑、分享和压缩。

图表28 Adobe 对 2022、2023 年潜在市场的测算



资料来源：公司官网，平安证券研究所

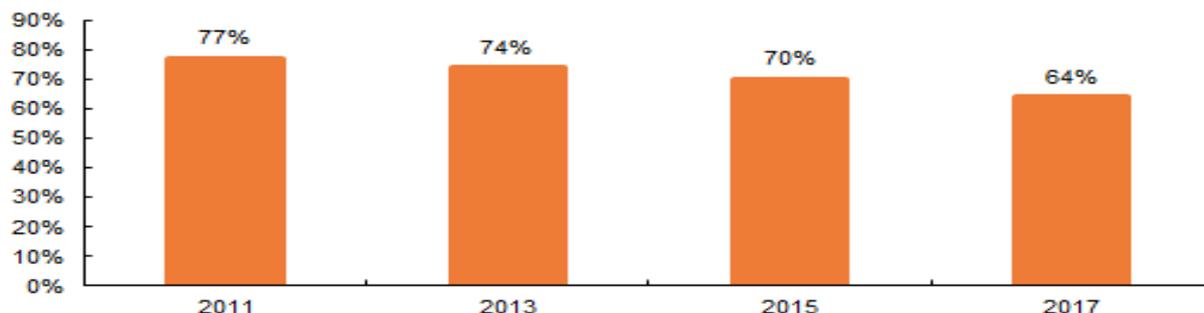
2.3 国内知识产权保护意识显著增强，PDF 软件发展环境持续向好

PDF 作为工具软件，一直以来，困扰着行业最大的问题就是付费意愿低。由于之前市场上 Adobe 的盗版软件很容易找到，结果就是用户在盗版的国外工具软件和公司的付费产品做选择时，国外软件的盗版产品显然更有优势，国内的 PDF 产品销售自然举步维艰。但近年来，问题正在得到缓解。

当前，国家知识产权保护政策引导和法制建设明显增强。一方面，政府和国有企业持续就在推动软件正版化进程，大型商业企业也在通过使用正版软件来规避知识产权风险，整体的付费意愿在提升；另一方面，立法和相关规定正在加快出台，国家对盗版问题的治理提速。2021 年 5 月 20 日，为贯彻落实党中央、国务院关于全面加强知识产权保护的决策部署，国家知识产权局、公安部制定了《关于加强协作配合强化知识产权保护的意见》并立即实施；2021 年 6 月 1 日，新的《著作权法》正式实施，大幅提高了违法成本。

随着国内正版软件产品使用权保护的趋严，盗版软件也在逐渐退出市场，“抄袭”也会变得越来越困难，国产软件的长期投资收益将得到保障。据商业软件联盟（BSA）2018 年发布的数据显示，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；国内 PC 软件盗版率近年来也呈现出下降态势，但是仍明显高于全球水平，后续随着相关治理措施的落实，盗版的空间将进一步压缩，正版软件的商业价值也将得到更好的体现。

图表29 中国 PC 端盗版软件比率变化



资料来源：BSA，平安证券研究所

2.4 PDF 文档工具技术标准持续演进，产品云化和销售订阅化将提速

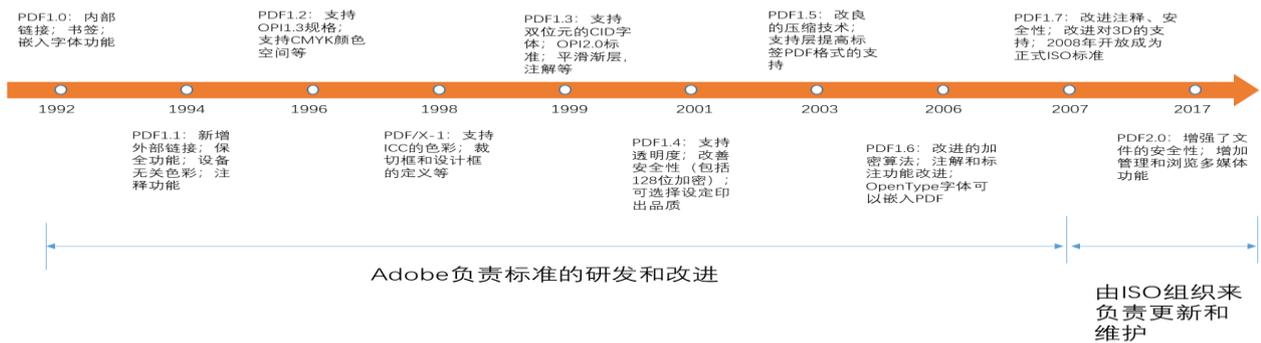
PDF 具备多类文档编辑、跨终端文档交换且版面保证等特点，已经成为全球电子文档交换的格式标准，并在持续完善。该文档标准经历了两个发展阶段。

第一个阶段（1993-2006年），这个阶段的 PDF 标准主要是 Adobe 在维护，历次的升级主要针对的是功能的完善。该阶段 PDF 文档从最初支持简单文本及图像的单一显示功能为主的格式，逐步发展到可以支持加密、交互式对象、多种图元格式、3D 显示的完善多媒体格式。但是，这个阶段，PDF 参与者单一，生态较为薄弱，市场上除了 Adobe 之外，没有其他参与者，标准虽然在演进但进度较慢。

第二阶段（2008-至今），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，推出了 ISO32000-1:2008 的技术标准，此后这个标准真正走向了全球化，这也给其他的 PDF 厂商带来了市场进入的机会。此后，PDF 国际标准也在持续更新，2017 年发布 2.0 版本，PDF 文档的生态开始趋向于繁荣。

PDF 文档标准的每一次完善，均保持了对历史版本文件的支持。已有技术不断被优化完善但并未被替代，PDF 技术没有明显的迭代周期，这种持续兼容除了对文档交换需求兼容之外，对文档的长期存档也是非常友好的。目前，PDF 电子文档国内外的最高技术水平主要体现在，既要能够实现 PDF2.0 所包含的特性，还要进行能够扩展以支持新的应用场景。未来，PDF 电子文档技术发展方向将是继续加入新特性提升文档安全可控水平，并持续改善 PDF 文档的编辑体验。

图表30 国际 PDF 标准演进和发展历程



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

新需求推动 PDF 文档工具向云端发展。在传统 PDF 软件应用中，PDF 软件主要担任编辑、存档工具的角色，文档处于信息孤岛状态，为静态、分离的单个文件，用户与文档之间相对独立，难以对文档流转过程进行管控。随着移动互联网、5G 通信技术的快速发展和应用，以及云存储技术的商业化，上云成为现代企业改进工作模式、保障信息安全和提升工作效率的重要手段。云计算模式下，用户对 PDF 文档软件也提出了新的诉求，对文档管理、信息共享等尤为关注，要求文档具备在线编辑、在线协作、状态追踪等功能。用户对于 PDF 文档产品的新要求促进了行业企业产品技术的发展，促使企业通过产品技术升级和迭代，研发可满足用户需求的产品，通过将传统 PDF 技术与云服务相关技术相结合，利用互联网优势实现交互性，借助云端的信息规整实现文档收集和分发，促使 PDF 电子文档从原先的单机模式向云端模式转变，转变原先文档信息孤岛的模式，使文档具备在线创建、分享、协作、追踪等多种功能，实现了人与文档的紧密结合，提高了用户工作效率。

新型服务模式进一步拓展行业市场空间。随着互联网、云计算、大数据等先进技术的快速发展和应用，人们对软件产品的关注点由原先的获取更多功能向提升工作效率转变，因此更倾向于选择可满足自身需求的功能及服务。近年来，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。订阅模式在行业内企业也得到了成功推广，Adobe 于 2012 年正式开始转型订阅服务，其客户须按期订阅软件服务，实现了营收规模及净利润模式的快速增长。近年来，公司也在逐步调整产品收费和服务模式，积极推动产品线上化，订阅收入逐步在提升。

图表31 一次性（永久）授权和订阅模式对比

	不同模式的服务差异	不同模式的收费差异
一次性授权	公司向客户提供其所购买版本的软件永久授权，软件可以无限期使用，但如果未来出现软件版本更新时，需要购买新的授权才能够使用新产品	一次性收费，可以持续使用购买版本
订阅模式	公司在某一期间向客户提供公司软件产品的使用权，在此期间内，客户可以随意使用最新版本软件而不需要支付额外的费用。	按月或者按年付费，一般情况下，1-2年的订阅费与特定版本的永久授权费可能相当

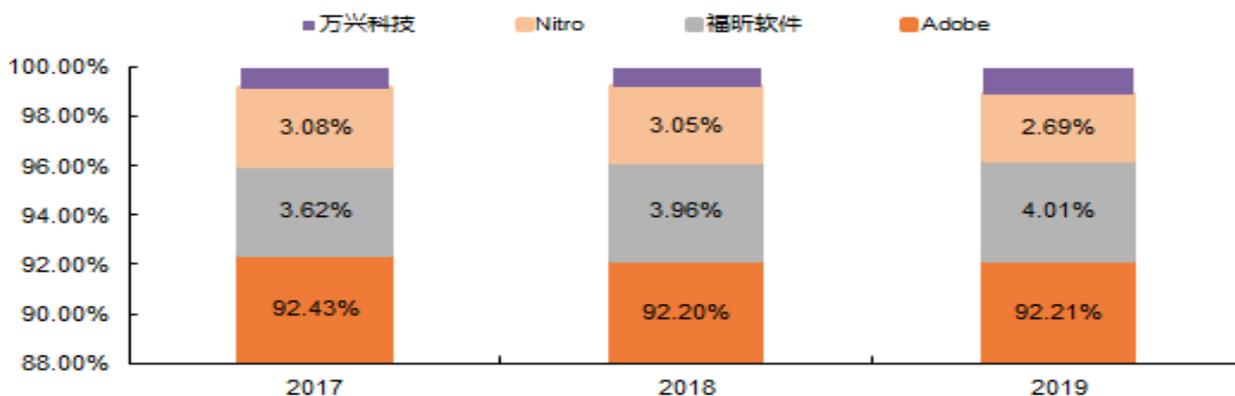
资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

三、产品和定价差异化策略较为成功，募投项目将助力公司长远发展

3.1 公司采取差异化产品策略，在增量市场上有望获得更多空间

公司的主要竞争对手为 Adobe、Kofax、Nitro 及万兴科技，其中 Adobe 在美国股票交易所上市，Adobe 软件产品较多，包括 Illustrator、Photoshop、Acrobat、InDesign 等，在多个软件的细分领域居于国际市场领先地位，公司与其竞争主要在 PDF 电子文档领域，对标产品为 Acrobat；Nitro 于 2019 年 12 月在澳大利亚证券交易所上市；国内的竞争对手万兴科技于 2018 年 1 月在深交所上市。据公司在招股说明书中的测算，2019 年公司约占全球 PDF 文档的市场份额约在 4% 左右，市场份额正处在较快提升的通道中。

图表32 全球 PDF 市场份额变化



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

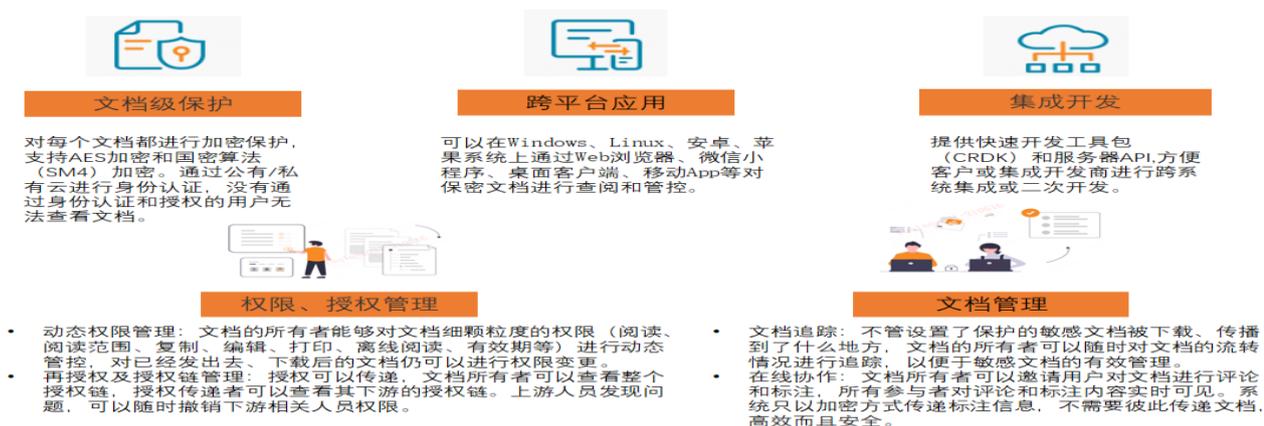
相较于 Adobe，公司在企业知名度、资产规模、资金实力等方面均有非常大的差距。但是，面对着强大的竞争对手，公司也在通过差异化的经营，逐步在扩大市场空间。

PDF 文档工具自从 2008 年代码公开之后，经过多方的完善，基本性能已经趋于成熟。公司在 PDF 生成、编辑、压缩、转换等方面的基础能力方面，与竞争对手 Adobe 并不存在大的差距。同时，公司作为行业的后进入者，积极关注新技术和客户需求变化，推出了多种差异化能力，这些能力也是当前客户选择福昕软件的重要原因。

公司的差异化技术能力主要表现在以下方面：1) 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；2) 公司提供 Web 版本的编辑器；3) 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；4) 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；5) 公司产品的显示、渲染技术经大量优化，显示速度快。

其中，互联 PDF 功能成功将传统 PDF 文档和互联技术结合起来，建立起文档与所有者之间的连接，实现动态管控。该功能对于敏感文档的内部管控、对外流转和可控共享非常有效。

图表33 公司互联 PDF 主要功能



资料来源：公司网站，平安证券研究所

3.2 主打产品海外价格持续调升，但相比对手依然有性价比优势且收费模式灵活

公司产品自诞生以来，相比国外竞争对手，价格上就存在较大优势。随着公司产品能力的较快提升，PDF 编辑器等产品价格持续上涨。即使如此，公司产品价格相比国际竞品依然存在较大优势，性价比仍比较高。

据公司上市注册期间的回复函数据显示，公司与竞争对手 Adobe 在订阅价格上优势十分明显，按月定价的产品都较 Adobe 低 30%以上。尤其是，线上化的大背景下，美国、欧洲中小企业对成本控制的愿望更为迫切，价格上的优势将有利于公司海外客户的拓展。

同 Adobe 以订阅为主、持续收费的模式不同，公司采用了比较灵活的收费方式，一次性授权和订阅均可以接受。虽然订阅模式用户黏性好、收入成长稳定，但是对很多按年做预算的企业并不是很友好，所以在海外市场依然有很多公司愿意通过永久授权的模式获得产品，公司灵活的收费模式正好填补了这一市场。

图表34 公司 PDF 编辑器软件永久授权模式价格变化

地区	版本	2020年2月后	2017年11月至2020年2月	2017年11月前
美国地区	标准版	139.00 美元	129.00 美元	109.00 美元
	商业版	179.00 美元	159.00 美元	139.00 美元
欧洲地区	标准版	139.00 欧元	129.00 欧元	109.00 美元
	商业版	179.00 欧元	159.00 欧元	139.00 美元
中国地区	标准版		1360.00 元	
	商业版		2098.00 元	

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表35 公司 PDF 编辑器软件与 Adobe 同类软件价格对比 (2020.6-2021.5)

地区	版本	订阅方式	福昕软件	Adobe	价格差异
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，平安证券研究所

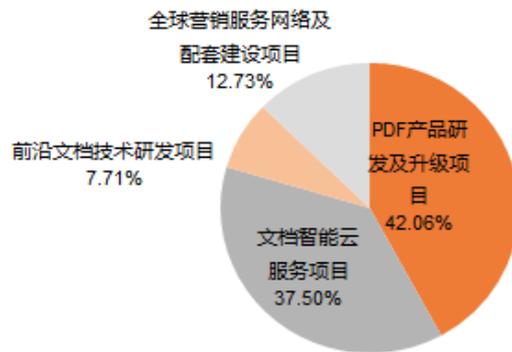
3.3 公司募投项目紧贴 PDF 行业发展趋势，加大研发投入且重点提升云端的能力

为顺应当前文档技术云化、智能化发展的方向，公司的募投项目正在相关领域发力，并积极提升全球营销能力建设。我们认为，随着募投项目的实施，公司的在产品、品牌等方面的竞争力预计还将上一个台阶。招股说明书显示，公司募投资金主要投资于四个项目，分别是：PDF 产品研发及升级项目（1.71 亿元，占募投资金比重为 42.06%）、文档智能云服务项目（1.53 亿元，占募投资金比重为 37.50%）、前沿文档技术研发项目（0.31 亿元，占募投资金比重为 12.73%）、全球营销服务网络及配套建设项目（0.52 亿元，占募投资金比重为 7.71%）。

公司投入最大的产品研发及升级项目将重点引进更多高层次的研发人才，增加对研发领域人力、物力的投入，升级现有产品，并持续进行优化和完善，实现对国际大厂的追赶和超越。该项目的重点投入在两个方面：一是持续升级现有产品线，包括 Phantom PDF 产品线、SDK 产品及企业文档自动化解决方案产品；二是打造 Phantom PDF 企业版，在新版本中搭建云平台架构与企业管理控制台，为企业级用户打造高效的文档管理工具及平台。

公司“文档智能云服务项目”则重点是将文档智能、文档安全保护、数字签名、文档协同等云增值服务模块化并集成至云平台，客户可在云平台选择订阅所需的功能。该项目的实施，可以帮助公司逐步实现从软件授权业务向 SaaS 服务转型，项目成果将与 Phantom PDF 企业版产品紧密结合，增加公司的产品与服务内容。

图表36 公司募投资金投向



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

四、公司业绩预测及投资建议

4.1 公司业绩预测

(1) 基本假设:

1) 编辑器及阅读器业务的收入和毛利率：预计 2021-2023 年增长呈现加速态势，增速分别为 35.00%、38.00%和 40.00%，毛利率将维持在 98%左右的高位。一方面，海外市场线下销售正在恢复，中小企业用户对 PDF 产品需求增加；另一方面，国内事业部业务拓展较快，垂直行业的拓展以及行业的正版化进程加速，将为公司收入增长助力。此外，近年来，随着产品力的增强，公司新产品的海外价格呈现出持续调升的态势，也为公司收入增长创造了空间。编辑器和阅读器业务，预计将进入一个“量价齐升”的良性通道。

2) 开发平台及工具业务的收入和毛利率：该业务主要根据大项目推进，存在较大不确定性，但预计随着公司在该领域研发投入的加大，开发平台和工具将实现平稳增长，预计 2021-2023 的增长速度将在 15%左右，毛利率呈现上升态势。

3) 文档自动化解决方案、PDF 工具及在线服务收入规模相对较小，未来将预计保持平稳增长。其中，文档自动化解决方案收入增速将维持在 10%左右，PDF 工具及在线服务收入增速将达到 20%左右的水平；上述两个子板块的毛利率与 2020 年基本持平。

(2) 业绩预测:

基于以上假设,预计 2021-2023 年公司将实现收入 6.14 亿元、8.24 亿元和 11.25 亿元,同比分别增长 31.1%、34.1%和 36.5%; 预计 2021-2023 年归母净利润将达到 1.43 亿元、1.96 亿元和 2.74 亿元,同比增长 24.1%、36.9%和 39.7%。

图表37 公司财务预测简表

业务板块	经营指标	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
整体情况	营业收入合计	百万元	280.89	368.95	468.60	614.31	824.07	1124.58
	同比增长率	%	-	31.35	27.01	31.09	34.14	36.47
	营业成本合计	百万元	18.58	19.10	18.47	19.72	24.63	31.40
	毛利率	%	93.39	94.82	96.06	96.79	97.01	97.21
PDF 编辑器与阅读器	销售收入	百万元	184.02	286.27	382.17	515.92	711.97	996.76
	成本	百万元	8.60	9.98	8.64	10.32	14.24	19.94

	销售收入增长率	%		55.56	33.50	35.00	38.00	40.00
	毛利率	%	95.33	96.51	97.74	98.00	98.00	98.00
开发平台与工具	销售收入	百万元	56.12	38.89	41.57	47.81	54.98	63.23
	成本	百万元	2.57	2.77	4.20	3.11	3.30	3.48
	销售收入增长率	%		-30.70	6.90	15.00	15.00	15.00
	毛利率	%	0.00	0.00	93.39	93.50	94.00	94.50
企业文档自动化解决方案	销售收入	百万元	33.37	32.71	32.54	35.80	39.38	43.31
	成本	百万元	5.77	4.76	4.20	4.65	5.12	5.63
	销售收入增长率	%		-1.97	-0.51	10.00	10.00	10.00
	毛利率	%	95.43	92.87	87.09	87.00	87.00	87.00
PDF 工具及在线服务	销售收入	百万元	6.72	10.54	12.30	14.76	17.72	21.26
	成本	百万元	1.39	1.29	1.34	1.62	1.95	2.34
	销售收入增长率	%		56.81	16.70	20.00	20.00	20.00
	毛利率	%	82.71	0.00	89.13	89.00	89.00	89.00

资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 相对估值

公司主要业务为 PDF 阅读和编辑工具, 在版式文档编辑和传递方面有着较强的竞争力。目前, 同公司处在类似赛道的企业包括金山办公、广联达、中望股份和万兴科技等。通过比较发现, 公司相比金山办公、广联达和中望软件等标杆企业存在一定的估值优势。随着国内数字化的加快, 垂直赛道对 PDF 编辑工具的需求将会快速上升, 公司估值也有提升空间。

图表38 公司与同赛道企业估值对比

证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
金山办公	399.49	1841.6	2.63	3.67	5.11	151.9	108.9	78.2
广联达	75.13	891.8	0.60	0.81	1.07	125.2	92.8	70.2
中望软件	534.77	331.3	3.15	4.60	6.69	169.6	116.2	79.9
万兴科技	56.83	73.8	1.29	1.68	2.12	44.0	33.9	26.9
平均	-	784.6	-	-	-	122.7	87.9	63.8
福昕软件	225.00	108.32	2.97	4.07	5.69	75.7	55.3	39.6

注: 除金山办公、广联达外, 其余企业的 EPS 均为 7 月 15 日一致预期。资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.3 投资建议

公司是国内较为稀缺的兼顾 To B 和 To C 的工具类软件公司, PDF 编辑产品能力同国际竞争对手不存在差距, 部分能力还更贴近于用户需求, 而且公司销售模式相对灵活, 产品性价比较高, 在海外市场上已经站稳, 在国内市场上的开拓也比较迅速, 发展前景广阔。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 2.97 元、4.07 元和 5.69 元, 对应 7 月 15 日的 PE 分别为 75.7X、55.3X 和 39.6X。我们看好公司在海内外市场的拓展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

4.4 风险提示

1、产品相对单一。公司产品主要为 PDF 阅读器和编辑器, 而且收入来源主要集中在编辑器方面, 如果市场推广不及预期或者技术研发存在障碍, 公司增长的可持续性面临威胁。

2、海外市场拓展不顺的风险。北美和欧洲市场是公司主要的收入来源, 但由于中美、中欧关系存在一定的不确定性, 加上

这两个地区疫情控制依然存在反复，公司产品在相关地区的销售可能不及预期。

3、国内市场增长可能不及预期。公司国内市场正处在开拓状态，但发展环境改善和用户付费习惯还在培育之中，且竞争对手能力不弱，如果国内市场增长不及预期，可能会拖累公司收入和业绩成长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2945	3131	3329	3597
现金	1098	1203	1295	1413
应收票据及应收账款	60	76	102	139
其他应收款	2	8	10	14
预付账款	6	16	22	30
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1779	1828	1899	2001
非流动资产	227	212	197	186
长期投资	30	30	30	30
固定资产	47	40	32	25
无形资产	23	20	16	12
其他非流动资产	127	123	120	120
资产总计	3172	3343	3526	3783
流动负债	161	259	342	460
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1	1	2	2
其他流动负债	160	258	341	458
非流动负债	7	7	7	7
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	168	266	349	467
少数股东权益	3	5	8	12
股本	48	48	48	48
资本公积	2701	2701	2701	2701
留存收益	251	322	419	554
归属母公司股东权益	3001	3072	3169	3304
负债和股东权益	3172	3343	3526	3783

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	139	173	188	252
净利润	116	134	187	266
折旧摊销	13	15	15	11
财务费用	6	-4	-4	-5
投资损失	-11	0	0	0
营运资金变动	29	17	-22	-33
其他经营现金流	-14	11	12	12
投资活动现金流	-1737	-1	-1	-1
资本支出	16	-0	0	0
长期投资	-1730	0	0	0
其他投资现金流	-24	-1	-1	-1
筹资活动现金流	2566	-68	-95	-134
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-4	0	0	0
其他筹资现金流	2571	-68	-95	-134
现金净增加额	963	104	92	118

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	469	614	824	1125
营业成本	17	20	25	31
税金及附加	1	2	3	3
营业费用	187	240	317	427
管理费用	83	104	136	180
研发费用	75	98	132	180
财务费用	6	-4	-4	-5
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	11	9	9	9
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资净收益	11	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	132	165	226	317
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	134	167	229	320
所得税	18	22	31	43
净利润	116	145	199	278
少数股东损益	1	2	3	4
归属母公司净利润	115	143	196	274
EBITDA	152.47	178.47	239.89	326.84
EPS (元)	2.39	2.97	4.07	5.69

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	27.0	31.1	34.1	36.5
营业利润(%)	64.0	24.5	37.5	40.2
归属于母公司净利润(%)	55.5	24.1	36.9	39.7
获利能力				
毛利率(%)	96.4	96.8	97.0	97.2
净利率(%)	24.8	23.6	24.1	24.7
ROE(%)	3.8	4.7	6.2	8.3
ROIC(%)	53.9	43.4	63.6	82.0
偿债能力				
资产负债率(%)	5.3	8.0	9.9	12.4
净负债比率(%)	-36.5	-39.1	-40.7	-42.6
流动比率	18.3	12.1	9.7	7.8
速动比率	17.3	11.2	8.8	6.9
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	7.9	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	19.78	14.95	14.95	14.95
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.39	2.97	4.07	5.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.89	3.60	3.90	5.24
每股净资产(最新摊薄)	62.33	63.81	65.82	68.63
估值比率				
P/E	94.0	75.7	55.3	39.6
P/B	3.6	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	53.45	45.17	33.32	24.20

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033