

证券研究报告

公司研究

点评报告

福昕软件 (688095. SH)

投资评级：买入

上次评级：买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500522010001

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

刘旺 传媒互联网及海外行业联系人

邮箱：liuwang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 订阅转型影响短期表观财务指标，“双转型”加速推进

2024年04月30日

- **事件：**福昕软件发布 2023 年度报告及 2024 年一季度报告，2023 年，公司实现营收 6.11 亿元，同比增长 5.33%；实现归母净利润-0.91 亿元，亏损同比扩大；实现扣非净利润-1.79 亿元，亏损同比扩大；实现经营性现金流净额-0.38 亿元，同比由正转负，主要因公司加大对市场及研发的投入所致。截至 2023 年底，公司合同负债 2.41 亿元，同比增长 40.87%。**单 2023Q4 来看**，公司实现营收 1.68 亿元，同比增长 9.93%；实现归母净利润-0.30 亿元，亏损同比扩大；实现扣非净利润-0.81 亿元，亏损同比扩大。**2024 年 Q1**，公司实现营收 1.69 亿元，同比增长 16.87%；实现归母净利润-0.11 亿元，亏损同比收窄；实现扣非净利润-0.21 亿元，亏损同比收窄。
- **受订阅转型影响，2023 年表观财务指标承压。**从收入侧来看，2023 年公司实现收入 6.11 亿元，同比增长 5.33%，剔除外币汇率波动的影响约 4.67%后，同比增长 0.66%。公司收入增速未见明显增长，主要因公司加速订阅转型所致。**分产品看**，PDF 编辑器与阅读器实现收入 4.87 亿元，同比增长 1.46%；开发平台与工具实现收入 0.32 亿元，同比下降 1.72%；企业文档自动化解决方案实现收入 0.35 亿元，同比增长 15.33%；PDF 工具及在线服务实现收入 0.57 亿元，同比增长 53.46%。从利润端来看，公司 2023 年实现净利润-0.91 亿元，若剔除股份支付费用、商誉减值、对联营企业的投资损失后，公司自身经营所形成的扣非净利润约为-0.88 亿元。
- **订阅转型顺利推进，核心指标大幅增长。**2023 年，公司加速订阅转型，在表观收入增速放缓的背后，对应的是订阅转型的良好进展与业务整体价值量的提升。2023 年，公司实现订阅收入 2.16 亿元，同比增长 75.55%，占营收的比例为 35.36%；实现订阅业务 ARR2.50 亿元，同比增长 80.60%；实现订阅相关合同负债 1.61 亿元，同比增长 71.30%。此外，公司核心产品继续维持高续费率，整体续费率约 91%。由于表观营收无法较好体现公司实际经营情况，根据会计师事务所出具的相关审核报告，2023 年公司实现衡量公司实际业务价值量情况的年度综合业务额为 8.50 亿元，同比增长 20.05%。**我们认为**，公司仍处在订阅转型过程中，订阅转型有利于提升客户价值量、提升客户粘性，但对于短期财务数据有一定影响。未来随着公司逐步完成订阅转型，公司表观收入与利润有望迎来较大改善。
- **渠道整体拓展顺利，全球 PC 出货量下降拖累部分渠道收入。**2023 年，公司实现来自渠道的收入 2.08 亿元，同比增长 22.39%，占营收比例约 34.01%。其中，受全球 PC 出货量下降的影响，公司在核心 PC 渠道商获得的收入基本较上年同期持平，但若剔除该渠道的影响，则公司来自渠道的收入较上年同期增长 38.24%。公司收入主要来自于海外，从

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

海外细分市场来看，北美市场营收同比增长 0.34%；欧洲市场营收同比增长 23.57%。其中北美市场收入增速放缓主要因订阅业务增长较快所致。此外，主要区域市场来自渠道的收入也都实现了良好的增长：北美市场同比增长 8.55%；欧洲市场同比增长 59.53%；中国市场同比增长 45.45%。北美市场渠道收入放缓，除因受本身收入基数较大所致外，也受到 2023 年核心 PC 渠道商的渠道收入较上年基本持平的影响，如果剔除来自核心 PC 渠道商的收入，则北美市场的渠道收入同比增长长达 19.75%。

- **24Q1：欧美市场收入加速增长，“双转型”成效逐步呈现。**2024 年 Q1，公司收入端实现较好增长，其中北美市场收入同比增长 11.01%、欧洲市场收入同比增长 25.97%。此外，“订阅+渠道”双转型继续稳步推进。2024Q1 公司实现订阅收入 0.74 亿元，同比增长 73.30%；实现订阅业务 ARR2.81 亿元，同比增长 13.09%，就单季度 ARR 的增幅上看，2024Q1 净增长 0.31 亿元，较 2023Q1 净增长额 0.22 亿元增长了 41%。渠道方面，2024Q1 公司来自渠道的收入为 0.63 亿元，同比增长 49.01%，占营收比例为 37.44%。
- **盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 6.79/8.14/10.06 亿元，营收增速分别为 11.1%/19.9%/23.7%；归母净利润分别为 -0.53/-0.12/0.78 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**订阅、渠道转型不及预期、人工智能发展不及预期、市场竞争加剧。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	580	611	679	814	1,006
增长率 YoY %	7.2%	5.3%	11.1%	19.9%	23.7%
归属母公司净利润(百万元)	-2	-91	-53	-12	78
增长率 YoY%	-103.8%	-5114.8%	41.6%	76.7%	728.3%
毛利率(%)	95.3%	94.8%	95.0%	95.0%	95.5%
ROE(%)	-0.1%	-3.5%	-2.1%	-0.5%	3.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.02	-0.99	-0.58	-0.13	0.85
市盈率 P/E (倍)	—	—	—	—	72.37
市净率 P/B (倍)	2.11	2.19	2.23	2.24	2.18

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 29 收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,457</b>	<b>2,435</b>	<b>2,420</b>	<b>2,499</b>	<b>2,695</b>	<b>营业总收入</b>	<b>580</b>	<b>611</b>	<b>679</b>	<b>814</b>	<b>1,006</b>
货币资金	329	712	686	739	901	营业成本	27	32	34	41	45
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	2	2	3	3
应收账款	70	98	106	125	154	销售费用	288	340	360	382	402
预付账款	7	22	23	28	31	管理费用	110	138	141	146	151
存货	0	0	0	0	0	研发费用	187	224	258	301	352
其他	2,051	1,603	1,605	1,606	1,609	财务费用	-2	-6	-13	-12	-13
<b>非流动资产</b>	<b>588</b>	<b>578</b>	<b>574</b>	<b>561</b>	<b>548</b>	减值损失合计	-22	-49	0	0	0
长期股权投资	194	164	164	164	164	投资净收益	20	15	20	22	29
固定资产(合计)	58	72	72	72	72	其他	12	3	8	9	12
无形资产	52	44	35	27	19	<b>营业利润</b>	<b>-23</b>	<b>-150</b>	<b>-76</b>	<b>-16</b>	<b>106</b>
其他	284	298	302	297	292	营业外收支	20	40	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,044</b>	<b>3,013</b>	<b>2,994</b>	<b>3,060</b>	<b>3,243</b>	<b>利润总额</b>	<b>-3</b>	<b>-110</b>	<b>-76</b>	<b>-16</b>	<b>106</b>
<b>流动负债</b>	<b>326</b>	<b>412</b>	<b>447</b>	<b>526</b>	<b>626</b>	所得税	-1	-19	-17	-3	22
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>-2</b>	<b>-91</b>	<b>-59</b>	<b>-13</b>	<b>84</b>
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	-6	-1	6
应付账款	1	2	2	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-2</b>	<b>-91</b>	<b>-53</b>	<b>-12</b>	<b>78</b>
其他	325	411	446	524	624	EBITDA	7	-91	-74	-14	107
<b>非流动负债</b>	<b>57</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	EPS(当年)(元)	-0.02	-1.03	-0.58	-0.13	0.85
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	57	35	35	35	35						
<b>负债合计</b>	<b>383</b>	<b>448</b>	<b>482</b>	<b>561</b>	<b>661</b>						
少数股东权益	3	3	-2	-3	3						
归属母公司股东权益	2,658	2,562	2,514	2,502	2,579						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,044</b>	<b>3,013</b>	<b>2,994</b>	<b>3,060</b>	<b>3,243</b>						
<b>益</b>											

  

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>58</b>	<b>-38</b>	<b>-41</b>	<b>34</b>	<b>135</b>
净利润	-2	-91	-59	-13	84
折旧摊销	31	32	15	15	15
财务费用	0	2	1	1	1
投资损失	-20	-15	-20	-22	-29
营运资金变动	35	10	23	51	63
其它	13	25	-2	1	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-207</b>	<b>443</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>28</b>
资本支出	-9	-35	-7	-1	-1
长期投资	-247	426	0	0	0
其他	49	52	19	22	29
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-227</b>	<b>-30</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
吸收投资	0	0	5	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-36	-32	-1	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	<b>-346</b>	<b>383</b>	<b>-26</b>	<b>54</b>	<b>162</b>

  

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	580	611	679	814	1,006
同比(%)	7.2%	5.3%	11.1%	19.9%	23.7%
归属母公司净利润	-2	-91	-53	-12	78
同比(%)	-103.8%	-5114.8%	41.6%	76.7%	728.3%
毛利率(%)	95.3%	94.8%	95.0%	95.0%	95.5%
ROE(%)	-0.1%	-3.5%	-2.1%	-0.5%	3.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.02	-0.99	-0.58	-0.13	0.85
P/E	—	—	—	—	72.37
P/B	2.11	2.19	2.23	2.24	2.18
EV/EBITDA	570.69	-62.92	-67.85	-361.21	44.55

## 研究团队简介

**庞倩倩**，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

**冯翠婷**，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

**凤超**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

**姜愫非**，计算机行业研究员，悉尼大学商学硕士，2023年加入信达证券研究所，主要覆盖金融it、网络安全等领域。

**刘旺**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

**李依韩**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

**白云汉**，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。