

2024年05月05日  
福昕软件(688095.SH)

公司快报

证券研究报告

## 订阅渠道转型初显成效，AI 持续赋能高效办公

基础软件及管理办公软件

投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价 **82.67元**  
股价(2024-04-30) **60.46元**

### 交易数据

总市值(百万元)	5,531.46
流通市值(百万元)	5,531.46
总股本(百万股)	91.49
流通股本(百万股)	91.49
12个月价格区间	39.44/233.3元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.4	9.5	-55.0
绝对收益	-10.5	20.6	-65.5

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

马诗文 联系人

SAC 执业证书编号: S1450122050037

masw2@essence.com.cn

### 相关报告

Q3 业绩边际改善，双转型战略稳步推进	2023-11-02
订阅渠道双转型进展顺利，AIGC 提升产品价值	2023-09-03
订阅+渠道双转型，AIGC 赋能高效办公	2023-06-01

### 事件概述:

1) 4月30日，福昕软件发布《2023年年度报告》。2023年，公司实现营业收入6.11亿元，同比增长5.33%，剔除外币汇率波动对收入的影响约4.67%后，较上年同期增长0.66%；归母净利润亏损0.91亿元，扣非归母净利润亏损1.79亿元。

2) 同日，福昕软件发布《2024年第一季度报告》。2024年第一季度，公司实现营业收入1.69亿元，同比增长16.87%，剔除外汇波动影响约3.73%后，同比增加约13.14%；归母净利润亏损1060.9万元，扣非归母净利润亏损2065.62万元，亏损同比收窄。

### 还原后收入快速增长，订阅渠道双转型初显成效

由于表观营收无法较好体现公司实际经营情况（尤其是订阅转型情况），根据年报披露，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8.5亿元（YoY+20.05%），整体业务健康发展。

订阅转型方面，2023年，订阅业务收入2.16亿元（YoY+75.55%），占营业收入的比例35.36%；订阅业务ARR（年度经常性收入）2.5亿元，较上年期末增长80.60%；订阅相关的合同负债金额1.61亿元（YoY+71.30%）；核心产品整体订阅续费率约91%。2024Q1，订阅收入7,437.85万元（YoY+73.30%），占营收比例提升至44.07%；订阅业务ARR的金额为2.81亿元，较上年期末增长约13.09%，就单季度ARR的增幅看，2024年一季度净增长3,073.46万元，较上年同期单季度净增长额增长了41%；核心产品订阅续费率约94%。

渠道转型方面，2023年，公司实现来自渠道的收入2.08亿元，占营业收入比例约34.01%，同比增长22.39%。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，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%。2024Q1，公司来自渠道的营业收入6,318.71万元，同比增长49.01%，占营收比例37.44%。

2023年，公司始终维持高毛利率（94.79%）；销售/管理/研发费用率分别为55.64%/22.65%/36.75%，分别同比+5.93/+3.65/+4.49pct，主要系销售人员、管理人员人数及薪酬水平增长；公司持续加码研发，研发投入2.36亿元（YoY+26.4%），占营业收入的比例38.71%，研发人员458人，占公司总人数的49.57%。

### 全球化布局，北美欧洲订阅转型快速推进

公司确立了海内外差异化的双轮驱动战略：海外市场聚焦于持续开拓通用PDF软件市场，基于双转型的业务增长策略持续扩张市场份额；国内市场既坚持开拓国产化背景下的通用版式软件市场，同时也将深入布局垂直行业市场。基于软件订阅模式在北美和欧洲市场更为普

及，客户接受度较高，公司进一步推进在北美与欧洲市场的订阅转型，实现两个市场的订阅收入较上年同期增幅超过 80%。按区域来看，2023 年，北美/欧洲/中国大陆/其他地区的营收占比分别是 56.53%/23.57%/10.55%/9.35%，同比增速分别是 0.34%/19.45%/14.58%/-3.24%；2024Q1，北美/欧洲/中国大陆/其他地区营收占比分别是 54.8%/25.65%/8.54%/11.02%，同比增速分别是 11.01%/25.97%/3.65%/44.84%。双转型成效逐步呈现。

### 目 AIGC 与 PDF 版式文档深度融合，赋能高效办公

公司持续迭代优化集成于核心 PDF 编辑器上的 AI 功能，已实现的文档总结、内容改写、保版翻译、语法&拼写纠错等常规文档交互功能经过多次迭代，产品体验持续得到提高。公司也通过 Smart PDF Commands 功能逐步实现有关 PDF 功能指令的 AI 化，现可实现 AI 化的指令超过 100 个，覆盖的典型功能包括：页面替换、页面拆分、文档格式转换等。2024 年 1 月，公司与核心 PC 渠道商签署软件代理协议，为其用户提供集成 AI 能力的 Foxit PDF Editor，以更智能的 PDF 文档管理能力，无缝衔接核心 PC 渠道商用户的数字化办公需求。

### 目 投资建议

福昕软件是国产 PDF 龙头企业，订阅模式提升客户生命周期价值，渠道转型获取更多的商机，叠加 AIGC 能力的融合，我们认为公司发展将迎来重大边际变化。考虑到其订阅转型期间净利润可能出现亏损情况，我们采取 PS 估值。预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 6.88/8.22/10.14 亿元，归母净利润分别为-0.42/-0.05/0.74 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 82.67 元，相当于 2024 年 11 倍的动态市销率。

### 目 风险提示：

订阅转型进度不及预期、业绩下滑或亏损的风险、海外经营风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	579.9	610.8	687.6	822.0	1,014.2
净利润	-1.7	-90.9	-42.3	-4.7	74.1
每股收益(元)	-0.03	-0.99	-0.46	-0.05	0.81
每股净资产(元)	40.21	28.04	28.35	28.66	29.52

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-2360.47	-70.27	-130.86	-1181.35	74.67
市净率(倍)	1.55	2.49	2.13	2.11	2.05
净利润率	-0.3%	-14.9%	-6.1%	-0.6%	7.3%
净资产收益率	-0.1%	-3.5%	-1.6%	-0.2%	2.8%
股息收益率	0.9%	0.6%	-1.3%	-0.6%	-0.1%
ROIC	-1.3%	-12.8%	-5.8%	-2.5%	3.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	579.9	610.8	687.6	822.0	1,014.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	27.1	31.8	33.2	39.3	48.1	营业收入增长率	7.2%	5.3%	12.6%	19.5%	23.4%
营业税费	1.9	2.0	2.3	2.7	3.4	营业利润增长率	-143.7%	554.8%	-39.3%	-50.0%	-209.7%
销售费用	288.3	339.8	348.2	391.5	452.7	净利润增长率	-103.8%	5114.8%	-53.5%	-88.9%	-1682.1%
管理费用	297.2	362.8	367.2	381.4	399.6	EBITDA增长率	-71.5%	-663.6%	-57.1%	-111.0%	2108.9%
财务费用	-1.5	-6.5	0.5	3.3	7.8	EBIT增长率	-109.3%	2802.7%	-58.7%	-95.4%	-4299.7%
资产减值损失	-23.5	54.0	50.4	74.4	79.6	NOPLAT增长率	-147.1%	-855.2%	44.4%	53.4%	237.0%
加:公允价值变动收益	1.2	0.3	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-30.1%	37.2%	11.4%	5.7%	19.5%
投资和汇兑收益	19.6	15.4	15.4	17.0	18.7	净资产增长率	-6.5%	-3.6%	1.1%	1.1%	3.0%
<b>营业利润</b>	-22.9	-149.8	-90.9	-45.5	49.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	19.9	39.8	39.8	39.8	39.8	毛利率	95.3%	94.8%	95.2%	95.2%	95.3%
<b>利润总额</b>	-3.0	-110.1	-51.2	-5.7	89.7	营业利润率	-3.9%	-24.5%	-13.2%	-5.5%	4.9%
减:所得税	-0.8	-18.9	-8.8	-1.0	15.4	净利润率	-0.3%	-14.9%	-6.1%	-0.6%	7.3%
<b>净利润</b>	-1.7	-90.9	-42.3	-4.7	74.1	EBITDA/营业收入	3.1%	-16.4%	-6.2%	0.6%	10.2%
						EBIT/营业收入	-0.7%	-20.1%	-7.4%	-0.3%	9.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	33	39	32	18	8
货币资金	328.7	712.1	801.7	958.3	1,182.4	流动营业资本周转天数	191	197	187	199	191
交易性金融资产	1,823.9	1,393.0	1,393.0	1,393.0	1,393.0	流动资产周转天数	1546	1455	1352	1243	1117
应收账款	70.3	98.0	91.5	135.1	144.5	应收账款周转天数	41	50	50	50	50
应收票据	16.1	7.3	8.2	9.8	12.0	存货周转天数	-	2	2	2	2
预付账款	6.7	21.7	24.5	29.3	36.1	总资产周转天数	1957	1810	1623	1430	1255
存货	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	投资资本周转天数	558	727	719	636	616
其他流动资产	210.7	202.7	228.2	272.8	336.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	-0.1%	-3.5%	-1.6%	-0.2%	2.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	-0.1%	-3.0%	-1.4%	-0.1%	2.0%
长期股权投资	194.1	164.5	164.5	164.5	164.5	ROIC	-1.3%	-12.8%	-5.8%	-2.5%	3.0%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	57.6	72.3	49.6	30.7	14.8	销售费用率	49.7%	55.6%	50.6%	47.6%	44.6%
在建工程	28.2	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	51.3%	59.4%	53.4%	46.4%	39.4%
无形资产	51.9	43.6	42.6	41.6	40.6	财务费用率	-0.3%	-1.1%	0.1%	0.4%	0.8%
其他非流动资产	255.8	297.7	299.8	303.4	308.6	三费/营业收入	100.7%	114.0%	104.1%	94.4%	84.8%
<b>资产总额</b>	3,044.3	3,013.0	3,103.8	3,338.6	3,633.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	48.9	43.7	153.6	202.5	403.1	资产负债率	12.6%	14.9%	16.4%	21.4%	25.7%
应付账款	172.5	242.6	189.6	322.8	304.4	负债权益比	14.4%	17.4%	19.6%	27.3%	34.5%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	7.54	5.91	5.37	4.11	3.46
其他流动负债	104.6	125.8	131.0	155.3	190.1	速动比率	7.53	5.91	5.37	4.11	3.46
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-5.90	-100.89	-11.80	-0.30	7.40
其他非流动负债	56.5	35.4	35.4	35.4	35.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	382.5	447.5	509.6	716.0	933.0	DPS(元)	0.55	0.35	-0.78	-0.36	-0.04
少数股东权益	3.4	3.1	3.0	3.0	3.2	分红比率	78.1%	-1812.5%	78.1%	78.1%	78.1%
股本	66.2	91.5	91.5	91.5	91.5	股息收益率	0.9%	0.6%	-1.3%	-0.6%	-0.1%
留存收益	2,592.1	2,470.9	2,499.7	2,528.0	2,605.8						
<b>股东权益</b>	2,661.7	2,565.5	2,594.2	2,622.5	2,700.5						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
净利润	-2.1	-91.2	-42.4	-4.7	74.3	EPS(元)	-0.03	-0.99	-0.46	-0.05	0.81
加:折旧和摊销	18.0	8.0	7.8	7.0	6.4	BVPS(元)	40.21	28.04	28.35	28.66	29.52
资产减值准备	-23.5	54.0	50.4	74.4	79.6	PE(X)	-2360.47	-70.27	-130.86	-1181.35	74.67
公允价值变动损失	-1.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	PB(X)	1.55	2.49	2.13	2.11	2.05
财务费用	-1.5	-6.5	0.5	3.3	7.8	P/FCF	31.35	-200.36	-448.98	58.70	28.71
投资损失	-19.6	-15.4	-15.4	-17.0	-18.7	P/S	7.10	10.46	8.04	6.73	5.45
少数股东损益	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	0.2	EV/EBITDA	234.96	-64.40	-132.74	1219.82	57.15
营运资金的变动	88.2	14.0	-123.0	-15.0	-151.1	CAGR(%)	-	-	-	-	-
<b>经营活动产生现金流量</b>	57.7	-37.7	-122.1	48.1	-1.5	PEG	22.75	-0.01	2.45	13.29	-0.04
<b>投资活动产生现金流量</b>	-206.8	443.1	31.3	29.9	29.2	ROIC/WACC	-0.14	-1.38	-0.63	-0.27	0.33
<b>融资活动产生现金流量</b>	-226.5	-29.8	180.5	78.6	196.4	REP	-33.22	-3.82	-6.66	-14.80	10.56

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034