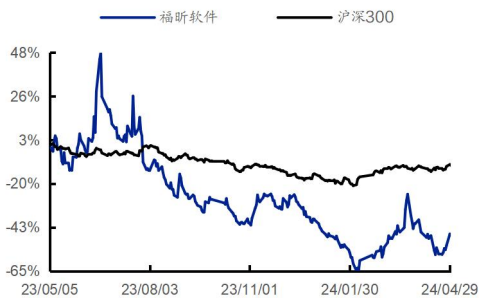


研究所：
 证券分析师：王宁 S0350522010001 wangn02@ghzq.com.cn
 证券分析师：张婉姝 S0350522010003 zhangws@ghzq.com.cn

订阅转型致短期业绩承压，业务价值量稳定提升 ——福昕软件（688095）科创板公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
福昕软件	-10.5%	20.6%	-52.2%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

市场数据	2024/04/30
当前价格(元)	60.46
52周价格区间(元)	37.01-238.68
总市值(百万)	5,531.46
流通市值(百万)	5,531.46
总股本(万股)	9,148.95
流通股本(万股)	9,148.95
日均成交额(百万)	107.48
近一月换手(%)	52.80

事件：

福昕软件发布 2023 年年报及 2024 年一季报：2023 年，公司实现营业收入 6.11 亿元，同比增长 5.33%；归母净利润-0.91 亿元，上年同期为-0.02 亿元。2024Q1，公司实现营业收入 1.69 元，同比增长 16.87%；归母净利润-1061 万元，上年同期为-1134 万元。

投资要点：

- **收入增速放缓，亏损小幅扩大。**2023 年，公司营业收入同比增长 5.33% (YoY-1.83pct)，剔除外币汇率波动后增长 0.66% (YoY-4.45pct)，主因永久授权收入下降，同时核心产品 PDF 编辑器订阅定价低于永久授权。毛利率维持高位，同比下滑 0.54pct 至 94.79%。销售/管理/研发费用率分别同比提高 5.93pct/3.65pct/4.49pct 至 55.64%/22.65%/36.75%，相关人员投入顺应业务发展而有所提高。最终归母净利润为-0.91 亿元，亏损相比上年同期-0.02 亿元小幅扩大。经营性现金流为-0.38 亿元，上年同期为 0.58 亿元，主因本期支付的职工薪酬及其他付现费用增加。
- **订阅转型加速推进，业务价值量稳定提升。**订阅转型短期会带来表现收入增速放缓的负向影响，但随着过程中整体业务价值量稳定提升，正向财务贡献有望长周期释放。2023 年，公司订阅收入占比达到 35.36% (YoY+14.36pct)，其中欧美市场订阅收入增幅超过 80%；ARR 达到 2.50 亿元 (YoY+80.60%)，合同负债金额为 1.61 亿元 (YoY+71.30%)，核心产品订阅续费率保持 90%以上高位。
- **渠道转型深化，欧洲与中国区渠道扩张显著。**2023 年，公司渠道收入占比达到 34.01% (YoY+5.01pct)，收入同比增长 22.39%，增长受到全球 PC 出货量下降制约；核心 PC 渠道商 (Dell) 收入同比持平。分区域看：北美地区是公司的主要市场，收入基数高，本年度渠道收入增长 8.55%；欧洲和中国地区渠道收入分别同比增长 59.53%/45.45%。
- **AI 功能迭代，长期有望提高产品附加值。**2023 年，公司核心产品 PDF 编辑器的海外版已全产品形态 (包括 Editor PC 端、移动端和云端) 集成 GPT3.5，能够实现文档总结、内容改写等功能，且能够

基于 Smart PDF Commands 实现以自然语言来进行常规操作。

- **2024Q1 双转型战略初显成效。** 公司实现收入 1.69 亿元 (YoY+16.87%，CC+13.14%)，其中订阅收入同比增长 73.30%，占比提高至 44.07%。季度新增 ARR 为 0.31 亿元 (YoY+41.00%)，总 ARR 达到 2.81 亿元 (YoY+75.20%)；渠道收入同比增长 49.01%，占比提高至 37.44%。AI 功能方面，公司于 2024 年 1 月与 Dell 签署软件代理协议，为其用户提供集成 AI 能力的 Foxit PDF Editor。
- **公司拟取得福昕鲲鹏控制权并实现并表。** 公司拟使用 0.9 亿元超募资金收购福昕鲲鹏（北京）信息科技有限公司 38.27% 的股权；收购完成后，公司共持有 73.24% 的股权，福昕鲲鹏纳入公司合并报表范围。
- **盈利预测和投资评级** 公司持续深化订阅转型，短期表观业绩承压，但综合业务价值量稳定提升，增长确定性高；AI 功能迭代进一步助推订阅转化并提高客户粘性。同时，随渠道转型推进，分销体系成熟，有望提高投入产出比。综上，我们预计公司 2024/2025/2026 营业收入为 7.01/8.22/10.18 亿元，归母净利润为 -0.35/0.11/0.55 亿元，对应 P/S 为 8/7/6x；首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示** 订阅转型进度不及预期；PC 市场回暖不及预期；生成式 AI 技术发展不及预期；竞争格局恶化风险；地缘政治风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	611	701	822	1018
增长率(%)	5	15	17	24
归母净利润（百万元）	-91	-35	11	55
增长率(%)	-5115	61	130	418
摊薄每股收益（元）	-0.99	-0.39	0.12	0.60
ROE(%)	-4	-1	0	2
P/E	—	—	523.57	101.11
P/B	2.49	2.22	2.21	2.17
P/S	10.46	7.89	6.73	5.44
EV/EBITDA	-62.92	-269.97	133.48	54.79

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：福昕软件盈利预测表

证券代码:	688095				股价:	60.46		投资评级:	增持		日期:	2024.05.06	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值				2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标								
ROE	-4%	-1%	0%	2%	EPS	-1.03	-0.39	0.12	0.60				
毛利率	95%	95%	94%	94%	BVPS	28.01	27.29	27.38	27.86				
期间费率	77%	73%	63%	58%	估值								
销售净利率	-15%	-5%	1%	5%	P/E	—	—	523.57	101.11				
成长能力					P/B	2.49	2.22	2.21	2.17				
收入增长率	5%	15%	17%	24%	P/S	10.46	7.89	6.73	5.44				
利润增长率	-5,115%	61%	130%	418%									
营运能力					利润表 (百万元)				2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.20	0.23	0.27	0.32	营业收入				611	701	822	1018	
应收账款周转率	7.28	7.19	7.64	7.69	营业成本				32	37	48	60	
存货周转率	205.25	261.24	256.34	250.22	营业税金及附加				2	2	3	3	
偿债能力					销售费用				340	367	354	389	
资产负债率	15%	17%	20%	23%	管理费用				138	144	165	200	
流动比	5.91	4.94	4.24	3.61	财务费用				-6	0	0	0	
速动比	5.36	4.41	3.81	3.25	其他费用/(-收入)				224	236	284	352	
资产负债表 (百万元)					营业利润				-150	-43	13	67	
					营业外净收支				40	0	0	0	
现金及现金等价物	2105	1993	2097	2233	利润总额				-110	-43	13	67	
应收款项	98	98	118	147	所得税费用				-19	-7	2	12	
存货净额	0	0	0	0	净利润				-91	-35	11	55	
其他流动资产	232	264	263	284	少数股东损益				0	0	0	0	
流动资产合计	2435	2354	2478	2664	归属于母公司净利润				-91	-35	11	55	
固定资产	72	76	79	82									
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	341	326	316	324	经营活动现金流				-38	-13	94	145	
长期股权投资	164	255	255	255	净利润				-91	-35	11	55	
资产总计	3013	3012	3128	3325	少数股东损益				0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销				32	24	25	26	
应付款项	2	2	2	3	公允价值变动				0	0	0	0	
合同负债	241	291	358	465	营运资金变动				10	33	89	103	
其他流动负债	169	184	224	270	投资活动现金流				443	-174	-92	-103	
流动负债合计	412	477	585	738	资本支出				-35	-8	-17	-35	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资				426	-193	-101	-102	
其他长期负债	35	35	35	35	其他				52	27	26	34	
长期负债合计	35	35	35	35	筹资活动现金流				-30	-30	-2	-12	
负债合计	448	512	620	773	债务融资				0	0	0	0	
股本	91	91	91	91	权益融资				0	5	0	0	
股东权益	2566	2500	2508	2552	其它				-30	-36	-2	-12	
负债和股东权益总计	3013	3012	3128	3325	现金净增加额				383	-218	-1	31	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【环保&专精特新小组介绍】

王宁，环保&专精特新团队首席分析师；法国 KEDGE 商学院硕士，中国人民大学学士，8 年证券从业经验，曾先后就职于民生证券、国信证券、方正证券。

张婉姝，环保&专精特新分析师；对外经济贸易大学金融学硕士，曾先后就职于山西证券、方正证券，专注于科学仪器、第三方检测、低空经济及专精特新板块研究。

【分析师承诺】

王宁，张婉姝，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。