

福昕软件 (688095)

证券研究报告
2024年06月27日

PDF 行业全球领军者，订阅与渠道双转型进入收获期

福昕软件是全球 PDF 软件的领先企业，拥有完善的 B/C 端 PDF 产品

福昕软件自从 2004 年以来持续深耕 PDF 软件领域，多年来在海外市场持续拓展，通过自研与收购搭建了完善的 PDF 软件与 to B 的解决方案。公司面向 C 端用户拥有 Foxit PDF Reader 和 Foxit PDF Editor 版本，同时也有面向 B 端的解决方案包括 PDF SDK, PDF Compressor 等，此外公司也推出了行业解决方案。公司的控股权集中稳定，在 2022 年公司颁布了股权激励，在促进订阅制转型的同时彰显了业务增长的信心，较好的平衡了增长与转型。公司自从 2022 年开始加速订阅制转型之后收入增速有所下滑，但 ARR 与订阅收入占比持续提升，2024 年 Q1 订阅收入占比达到了 44%，我们认为随着订阅制转型的持续推进，公司的收入增速有望迎来再次腾飞。

订阅制与渠道双转型成效显著，AI 与华为铺垫新增长方向

自从 2022 年 7 月，公司确立了订阅优先与渠道优先的双转型增长策略，到 2024 年，效果显著。从 2022 年 Q4 到 2024 年 Q1，公司的订阅收入占比从 21% 提升至 44%，ARR 也从不足 1.4 亿提升至超过 2.8 亿，在 6 个季度内实现了翻倍以上增长，同时订阅续费率一直保持在 90% 以上；在渠道转型上，公司积极与 DELL、神州数码等渠道合作，与 DELL 签订了软件代理协议，渠道收入也从 2022 年 Q4 的 4816 万提升至 2024 年 Q1 的 6319 万，增长迅速，占营收比重也稳步上升至 37%。此外公司正式发布了 AI 助手功能，与 ChatGPT 一起打造 AI 产品功能，公司也积极拥抱华为鸿蒙生态，拓展 IDP 新产品线，积极打造增长路径。

全球 PDF 市场仍大有可为，Adobe 提价带来福昕增长机会

PDF 作为版式文件，伴随着电子办公的普及而不断增长。全球来看，Adobe 在 PDF 市场市占率第一，2023 财年文档云收入 27 亿美金，伴随其收入增长的是不断的提价，而福昕软件在产品功能全面的背景下相对 Adobe 有较高的性价比，市占率有望不断提升；参考 Adobe，在转云期间公司的利润率受到影响，转云完成后迎来了利润和现金流的持续改善，同时 Acrobat 也引入了 AI 助手并定价，我们预计未来 Adobe PDF 也有望迎来 AI 带来的新增长。福昕未来也有望通过 Assistant AI 获取新增长曲线。

投资建议：公司自从 2024 年开始双转型进入下半场，综合考虑公司订阅收入占比、PDF 工具与在线服务持续高增长与福昕鲲鹏的并表，我们预计公司 24-26 年的营业收入分别为 7.23/8.46/10.11 亿元，归母净利润分别为 -0.47/-0.12/0.53 亿元。我们选择金山办公、万兴科技和虹软科技作为可比公司，考虑到福昕软件的产品力与行业地位，我们保守的给予公司 2024 年 10 倍 P/S，结合预测公司 2024 年收入 7.23 亿元，我们给予福昕软件目标市值 72.30 亿元，对应股价 79.03 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：订阅制转型不及预期、地缘政治风险、新产品商业化不及预期、所收购资产业绩不及预期的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	579.88	610.76	723.03	845.75	1,010.86
增长率(%)	7.16	5.33	18.38	16.97	19.52
EBITDA(百万元)	211.46	180.01	(28.97)	(15.28)	32.65
归属母公司净利润(百万元)	(1.74)	(90.94)	(46.99)	(11.65)	53.43
增长率(%)	(103.77)	5,114.76	(48.33)	(75.20)	(558.61)
EPS(元/股)	(0.02)	(0.99)	(0.51)	(0.13)	0.58
市盈率(P/E)	(2,524.48)	(48.41)	(93.70)	(377.88)	82.40
市净率(P/B)	1.66	1.72	1.74	1.77	1.71
市销率(P/S)	7.59	7.21	6.09	5.21	4.36
EV/EBITDA	9.26	23.31	(75.01)	(142.16)	61.28

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	48.12 元
目标价格	79.03 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	91.49
流通 A 股股本(百万股)	91.49
A 股总市值(百万元)	4,402.48
流通 A 股市值(百万元)	4,402.48
每股净资产(元)	27.89
资产负债率(%)	14.01
一年内最高/最低(元)	142.85/37.01

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘鉴	联系人
liujianb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 福昕软件持续开拓全球市场，稳步推进订阅模式转型	5
1.1. 多年深耕 PDF 领域，跻身国际一流，收并购叠加渠道/订阅制双转型开拓新增长曲线	5
1.2. 福昕 PDF 跻身全球主流，面向 B/C 双端产品线齐全	5
1.3. 控股权集中稳定，股权激励彰显积极信心	8
1.4. 双转型战略持续推进，逆周期开拓行业应用	10
2. 订阅与渠道双转型铸就新增长动能	13
2.1. 订阅制转型进展显著，ARR 增速与续费率表现优异，逐步进入收获期	13
2.2. 渠道拓展带来收入增量，与 Dell 多年深度合作	14
2.3. AI 助手功能正式发布，商业模式即将落地	14
2.4. 与华为深度合作，积极拥抱鸿蒙生态	15
2.5. 控股福昕鲲鹏，双文档格式全面布局	16
3. 全球 PDF 市场大有可为，Adobe 订阅制厚积薄发，AI 为 PDF 带来新想象空间	17
3.1. 无纸化办公驱动叠加高产品壁垒带来 PDF 行业长坡厚雪	17
3.2. PDF 市场规模持续扩大，Adobe 提价带动天花板扩容	18
3.3. Adobe 订阅转型带来优秀财务回报，Assistant AI 有望带动新增长曲线	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 盈利预测	22
4.2. 可比公司与估值	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司业务发展阶段	5
图 2：公司提供的主要产品及服务	6
图 3：Foxit Reader（福昕阅读器桌面版）	6
图 4：Foxit PDF Reader Mobile（福昕阅读器移动版）	6
图 5：福昕编辑器套件 2024 版定价	7
图 6：公司主要 PDF SDK 产品	7
图 7：Foxit PDF SDK 部分应用案例	7
图 8：PDF 文档自动化解决方案主要产品	8
图 9：PDF 相关工具及在线服务	8
图 10：股权结构图（截至 2024 年一季度末）	9
图 11：2022 年激励计划公司层面业绩考核要求	10
图 12：FY2015-FY2023 营业收入（亿元）及同比	11
图 13：FY2016-FY2023 公司分业务收入（亿元）	11
图 14：FY2023 分业务收入占比	11

图 15: FY2017-FY2023 公司分业务收入增速	11
图 16: FY2023Q1-FY2024Q1 订阅业务 ARR (亿元)	11
图 17: FY2022-FY2024Q1 订阅收入占比	11
图 18: FY2016-FY2023 毛利率和净利率	12
图 19: FY2016-FY2023 公司销售、管理、研发费用率	12
图 20: FY2018-FY2023 经营活动现金流与净利润对比 (亿元)	13
图 21: 2022Q4-2024Q1 订阅收入占比	13
图 22: 2022Q4-2024Q1 订阅续费率	13
图 23: 2022Q4-2024Q1 期间 ARR (万元)	13
图 24: 2022Q4-2024Q1 期间合同负债 (万元)	13
图 25: 2023 年各主要区域市场的营收占比情况	14
图 26: 2023 年各主要区域市场的营收同比增幅	14
图 27: 福昕 PDF 套件 AI 功能演示	15
图 28: 福昕 PDF 套件 AI 功能演示	15
图 29: 福昕软件 x 华为云, 正式签署合作协议	15
图 30: 智能文档处理的通用流程	16
图 31: 福昕 IDP 重塑文档 workflow	16
图 32: 福昕鲲鹏主要产品	16
图 33: 版式文档和流式文档分类	17
图 34: 无纸化办公案例	17
图 35: 部分国际 PDF 协会成员	18
图 36: GB/T 33190-2016 标准起草单位	18
图 37: 2020 年-2024 年 PDF 软件 TAM 规模	18
图 38: Tech Advisor 2023 最佳 PDF 编辑器之一	19
图 39: 福昕编辑套件和 Acrobat 标准版编辑器价格对比	20
图 40: 福昕编辑套件 Pro 和 Acrobat Pro 编辑器价格对比	20
图 41: FY2009-FY2023 Adobe 总收入及其增长率	20
图 42: FY2009-FY2023 Adobe 净利润及其增长率	21
图 43: FY2014-FY2023 分业务 ARR (亿美元)	21
图 44: FY2008-FY2011 知识工具收入和 FY2016-FY2023 文档云收入	21
图 45: Acrobat AI 助手定价	21
图 46: Acrobat AI 助手功能示意图	22
表 1: 基于 PDF 的行业应用解决方案	8
表 2: 公司高管简介	9
表 3: 福昕软件 FY2022Q4-2024Q1 渠道营收情况	14
表 4: Acrobat 2019-2023 年期间 2 次涨价情况	18
表 5: Adobe、福昕软件、万兴科技和 Nitro 的 PDF 业务收入	19
表 6: 福昕软件 24E-26E 分布业务收入与毛利率预测	23

表 7：可比公司估值分析 24

1. 福昕软件持续开拓全球市场，稳步推进订阅模式转型

1.1. 多年深耕 PDF 领域，跻身国际一流，收并购叠加渠道/订阅制双转型开拓新增长曲线

福昕软件多年深耕 PDF 领域，以并购拓展全球市场，转订阅优化商业模式。公司于 2004 年发布福昕 PDF 阅读器 V1.0，具有体积小、速度快的技术特性。2007-2015 年，公司持续对产品进行更新迭代，形成了较为齐全的产品体系。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。2016 年至 2020 年，公司积极推进 PDF 与云技术的结合，于 2016 年发布福昕互联 PDF 1.0 (Connected PDF)。此外，公司通过并购 CVision、Sumilux US 及 Debenu 等同行企业，获取相关技术和市场。公司在中大型企业应用场景加大研发投入，同时配合市场宣传和销售策略，获得了 B、G 端订单快速增长，在国际主流市场与国际大型厂商直面竞争。随着公司产品市场知名度的提升，也进一步开拓了与代理商合作的渠道销售模式，2018 年度开始与戴尔公司合作，代理销售占比有所增长。此外，福昕开始推广服务订阅模式，满足用户多样化需求，扩大了公司的用户市场。2020 年，福昕软件登陆上海证券交易所科创板。2022 年 7 月公司开始加速推进订阅转型，2024 年，公司拟使用超募资金 9,024 万元，用于收购福昕鲲鹏（北京）信息科技有限公司 38.3% 的股权，若此次收购顺利完成，公司将有望借助福昕鲲鹏的经营优势，快速打开信创 OFD 市场，进一步开拓 PDF+OFD 的版式文档业务布局，并通过与福昕鲲鹏的业务整合提升公司在国内版式文档领域的市场占有率。

图 1：公司业务发展阶段

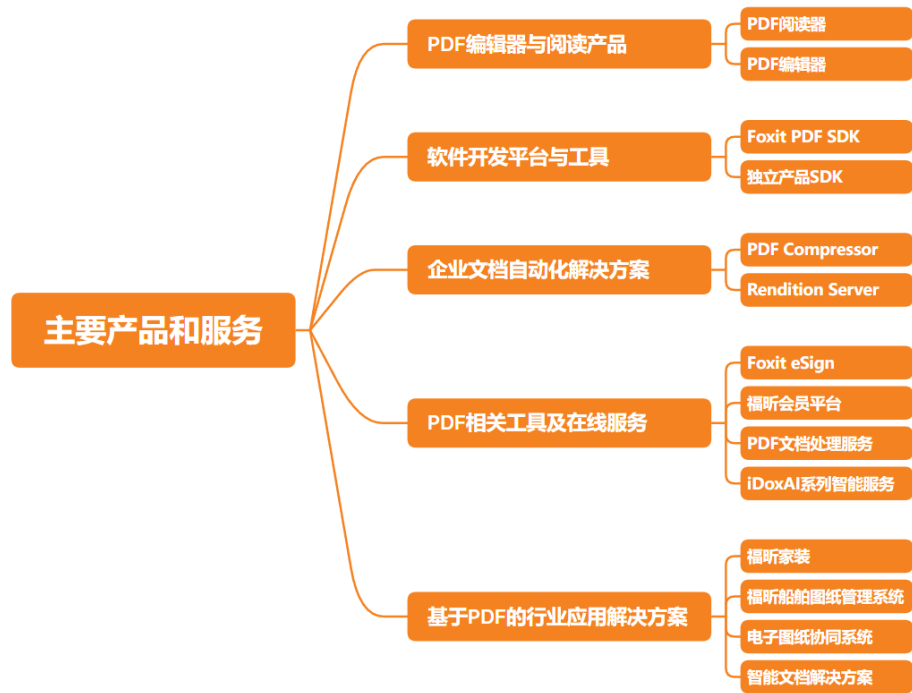


资料来源：公司公告等，天风证券研究所

1.2. 福昕 PDF 跻身全球主流，面向 B/C 双端产品线齐全

福昕业务覆盖 PDF 全生命周期，在不同终端和平台赋能个人和企业用户。福昕软件提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，具有文档生成、显示、转换、编辑、搜索、压缩、打印、存储、签章、表单、保护、安全分发管理等完整的功能。产品及服务主要包括 PDF 编辑器与阅读器产品、软件开发平台与工具、企业文档自动化解决方案以及基于企业内部服务器及云端的 PDF 相关独立产品，产品适用于桌面电脑、平板电脑、企业级服务器、智能手机及嵌入式设备等应用终端，可在 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP、Web 等平台实现同等功能、性能以及用户体验。

图 2：公司提供的主要产品及服务



资料来源：公司 2023 年年度报告，天风证券研究所

福昕 PDF 阅读器安全高效，已成为全球主流产品之一。公司的产品均基于自主研发的核心技术体系而形成，除了具有体积小、速度快、跨平台等特性，还拥有互联 PDF、PDF 文档无障碍阅读等创新特色功能。其中，福昕 PDF 阅读器是全球范围内主流的 PDF 阅读器之一，具有轻快、高效、安全以及质量高等特性，可快速打开、浏览、审阅、注释、签署及打印任何 PDF 文件。该产品安全程度高，从底层技术、应用设计、功能实现到处理机制都广泛考虑了各层面用户对安全的需求，是可支持微软 SharePoint 服务器和 Office365 环境下对 PDF 文档的权限控制与应用的阅读器之一。

图 3：Foxit Reader (福昕阅读器桌面版)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：Foxit PDF Reader Mobile (福昕阅读器移动版)

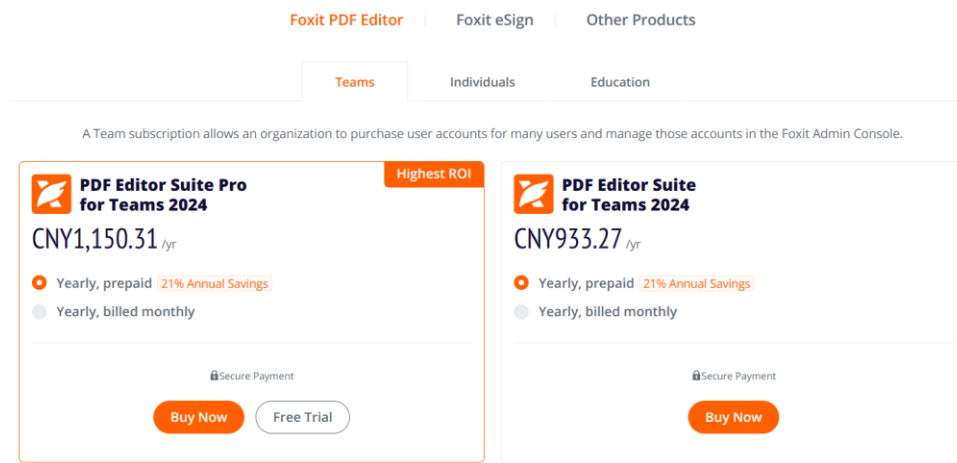


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

面向 C 端的 PDF 产品线齐全，阅读器引流加编辑版收费面向海外市场，2023 年更进一步推出套件产品。公司为用户提供免费的 PDF 阅读软件，能够提高用户 PDF 文档使用的便利性，从而提高 PDF 文档的分发量，创造 PDF 产品的编辑需求；同时通过免费的阅读器产品，公司也能够提高产品的知名度，扩大产品的市场。同行业企业 Adobe 也采用相同的业务模式，以免费的方式提供 PDF 阅读器产品，以收费方式提供编辑器产品。公司收费的 PDF 编辑器产品在实现免费的 PDF 阅读器的功能基础上，添加了额外的高级功能，包括 PDF 文档编辑功能、互联 PDF、PDF 创建和转换、查看和打印 PDF 等。基于为客户提供更为丰富的产品和功能体验，公司在编辑器产品上逐渐向全家桶模式演进。2023 年，公司对 PDF 编辑器进行了打包升级，进一步发布了套件产品 PDF Editor Suite 和 PDF Editor Suite

Pro 两条产品线（以下简称“Suite 产品线”）。区别于分别的单一形态编辑器产品，Suite 产品线集 PDF Editor/PDF Editor Pro 和 PDF Editor Cloud、PDF Editor Mobile 三个产品形态为一体，用户订阅后，只需一个账号，即可同时登录使用，并集成了 eSign、AI 助手、文档信息脱敏脱密功能。Suite 产品线的发布极大丰富了产品功能，可满足机构客户、个人客户和教育客户不同的使用需求，帮助客户获得一体化且更加流畅的跨产品体验。

图 5：福昕编辑器套件 2024 版定价



资料来源：公司官网，天风证券研究所

福昕 SDK 切入 B 端客户，在亚马逊、微软等知名企业得到应用。福昕的软件开发平台与工具包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK，程序开发人员无需经过复杂的研发过程，即可通过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。Foxit PDF SDK 产品采用通用内核，可适配于 Windows、Linux、Mac、Android、iOS、Windows UWP 及 Web 等多个平台。公司提供的各类 SDK 套件能帮助开发者实现 PDF 文档的显示、编辑、搜索、压缩、添加注释、增加 XFA 表单、权限管理、OCR 文字识别、密文处理以及互联 PDF 等功能。开发人员通过软件开发平台与工具，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 6：公司主要 PDF SDK 产品

产品名称	主要功能与特点
Foxit PDF SDK	福昕的主要 SDK 产品，产品具备跨平台特性，可在各类平台实现 PDF 显示、编辑等多种功能
Rapid Development Kit for Mobile	福昕的移动平台迅捷开发工具包，能够实现用户快速开发移动平台的 PDF 产品
WebPDF SDK	福昕的 Web 平台开发工具包，能够实现用户快速开发 web 平台的 PDF 产品
Foxit PDF IFilter	福昕的文档过滤器插件，用户通过该产品能够快速提取文档信息内容，以提供分类检索等用途
Foxit PDF Toolkit	福昕的 PDF 工具集合，可以实现 PDF 产品的转换等功能

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：Foxit PDF SDK 部分应用案例

企业名称	产品	简要介绍
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	其利用 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：招股说明书，天风证券研究所

多年产品开发积累自动化方案，高效满足客户大批量、差异化文档处理需求。PDF 企业文档自动化解决方案系公司在多年的发展过程中根据企业客户需求自主开发或者通过外部整合的方式获取的 PDF 相关产品与技术，该类产品主要用于实现企业用户对大量 PDF 文档无人工干预的批量处理功能，可满足不同客户在文档索引、文档转换及文档压缩等各方面的差异化需求。该类产品能够为企业客户带来效率的提升、工作流程上的优化并节约文档存储空间，是福昕软件 PDF 文档产品的重要组成部分，也是公司 PDF 产品技术全面性的体现。

图 8：PDF 文档自动化解决方案主要产品

产品名称	主要功能与特点
PDF Compressor	服务器端批量处理文档转换和压缩的解决方案，主要功能包括 OCR、高压缩及生成符合 PDF/A 标准的文档
Rendition Server	企业范围内对标准 PDF 和 PDF/A 文档中央式转换平台，是一种具备较强适应性的文档转换解决方案，具有结构清晰、操作简便、运行流畅、可靠性高、吞吐量大等特点，为企业建立统一的企业文档处理标准

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

绑定 PDF 推出电子签、iDox.ai 等在线产品。公司的 PDF 相关工具为公司根据客户特定方面的需求所提供的专有产品，主要产品有 iDox.AI 系列智能服务、Ultraforms 等。公司也提供系列 PDF 在线服务，如：电子签名；以全面的 PDF 文档处理服务为主，外加文档翻译、视频压缩等增值功能的个人会员服务；为满足少量客户对 PDF 简单编辑需求的在线 PDF 文档处理服务等。

图 9：PDF 相关工具及在线服务

产品名称	主要功能与特点
Foxit eSign	基于云服务形式为用户提供完整的电子签名解决方案，可以实现通过上传、创建模板、添加收件人并发送的自动化工作流程完成文档签名认证
福昕会员平台	集成福昕和第三方合作伙伴的先进应用与服务，向个人用户提供含 PDF 文档处理、文档翻译、视频录制等在内的多项服务，全面覆盖个人用户的办公和学习场景，一站式解决问题
PDF 文档处理服务	通过 PDF365 在线转换编辑平台，为用户提供文档转换、文档安全、文档处理及含文档翻译、文档扫描、文档打印等文档服务的多种应用服务，方便、快捷地满足用户文档使用需求
iDox.AI 系列智能服务	提供人工智能驱动的数据隐私合规解决方案。通过人工智能语义识别与分析技术，实现文档自动检查、文档敏感信息的识别、提取和自动永久去除、文档自动比对等相关功能

资料来源：公司 2023 年年度报告，天风证券研究所

基于核心技术拓展行业解决方案，提升产品附加值。公司依托现有的 PDF 核心技术，结合特定行业与专业垂直领域的业务场景，公司拓展了 PDF 技术在更多行业更高附加值的应用，包括福昕家装、福昕船舶图纸管理系统、电子图纸协同系统和智能文档解决方案。

表 1：基于 PDF 的行业应用解决方案

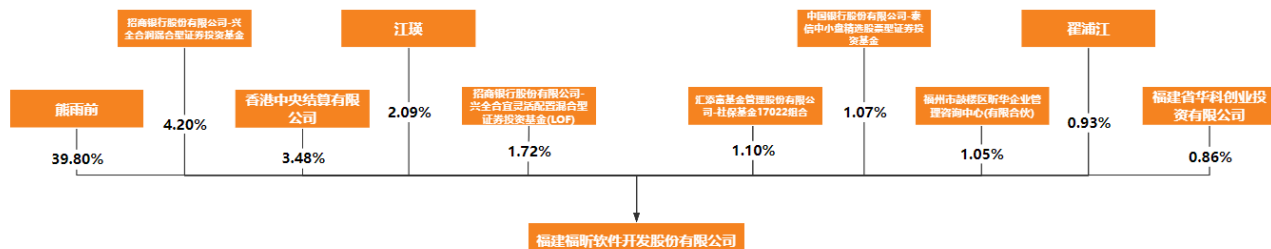
产品名称	主要功能与特点
福昕家装	①福昕家装智能设计旨通过海量户型图和真实商品模型的导入应用帮助设计师提高设计效率，快速出图。其移动端的轻量化应用，则支持多角色的一体化协作，助力装修签单和商品销售。 ②福昕家装云服务通过一体化项目管理、信息实时共享、施工进度可视化等功能实现家装全参与方的即时有效沟通，赋能家装全生命周期管理。
福昕船舶图纸管理系统	系面向船舶、海工、船用产品相关行业的审图管理信息化解决方案。可实现图纸项目管理、图纸版本管理、图纸工作流程管理、审图图纸管理、图纸安全可控与签署等功能
电子图纸协同系统	系面向建筑、工程和施工行业的专业人士提供的一体化文档管理系统。
智能文档解决方案	通过结合 PDF 文档解析、OCR、表格侦测、版面分析、机器深度学(包括大语言模型)等技术，实现按需从常见格式文档中提取出所需数据的解决方案。

资料来源：公司 2023 年年度报告，天风证券研究所

1.3. 控股权集中稳定，股权激励彰显积极信心

公司总裁熊雨前持股 39.80%，为公司最大股东。公司前 10 大股东分别为熊雨前（39.80%）、招商银行股份有限公司-兴全合润混合型证券投资基金（4.2%）、香港中央结算有限公司（3.48%）、江瑛（2.09%）、招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金(LOF)（1.72%）、汇添富基金管理股份有限公司-社保基金 17022 组合（1.1%）、中国银行股份有限公司-泰信中小盘精选股票型证券投资基金（1.07%）、福州市鼓楼区昕华企业管理咨询中心(有限合伙)（1.05%）、翟浦江（0.93%）和福建省华科创业投资有限公司（0.86%）。其中，福州市鼓楼区昕华企业管理咨询中心(有限合伙)是公司的员工持股平台。

图 10：股权结构图（截至 2024 年一季度末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司核心高管掌握核心代码，多次获得省市级科技进步奖。公司总裁熊雨前先生出生于 1970 年，中国国籍，毕业于中国科学技术大学计算机科学与技术专业。1990 年 7 月至 1994 年 12 月任中国科学院北京天文台研究实习员；1995 年 1 月至 2000 年 12 月，任 Bexcom Pte. Ltd. 技术总监，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，掌握公司核心代码，为公司的核心技术人员。熊雨前先生为中国侨联特聘专家，同时其个人也多次获得福建省、市级科学进步奖。除总裁外，公司高级管理人员包括副总裁 3 名，分别由 George Zhendong Gao、翟浦江和韦积庆担任。

表 2：公司高管简介

姓名	职务	简历
熊雨前	总裁	熊雨前先生，1970 年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权，大学本科学历。1990 年 7 月至 1994 年 12 月任中国科学院北京天文台研究实习员；1995 年 1 月至 2000 年 12 月，任 Bexcom Pte.Ltd. (原 Lyrehc International Pte.Ltd.) 技术总监。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，掌握福昕软件核心代码，为福昕软件核心技术人员。
George Zhendong Gao	副总裁	George Zhendong Gao 先生，1969 年出生，美国国籍，博士研究生学历。1990 年 9 月至 1995 年 1 月，任中国科学院北京天文台助理研究员；1995 年 1 月至 1998 年 6 月，任美国加州圣荷西 Lite-on Communications Inc. 软件工程师、部门经理；1998 年 6 月至 2004 年 9 月，任 Nortel Networks Inc. 资深软件工程师、项目经理；2004 年 9 月至今，任福昕软件全球销售副总裁；2008 年 9 月至今，任福昕美国总裁；2011 年 1 月至今任福昕软件董事。
翟浦江	副总裁	翟浦江先生，1966 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。1989 年 7 月至今，任中国科学院国家天文台软件与系统工程师；1997 年 8 月至 1998 年 8 月，任美国加州圣荷西 Lite-on Communications Inc. 高级软件工程师；1998 年 10 月至 2002 年 5 月，任北京仲讯寰宇软件开发有限公司北京研发中心软件开发部门经理；2002 年 6 月至 2004 年 11 月，任北京东方龙马系统集成有限公司项目经理；2005 年 5 月加入福昕软件，任福建福昕软件开发股份有限公司运营副总裁；2011 年 11 月至今任福昕软件董事。
韦积庆	副总裁	韦积庆先生，1965 年出生，中国台湾籍，拥有美国永久居留权，哥伦比亚大学科技管理专业，硕士研究生学历。在硅谷企业工作多年，和著名的神经网络先驱合作，领导人工智能在云服务和存储方面的研发，曾担任 Linux/Ceph 基金会创始董事，现今 Ceph 已经成为世界最大的开源存储软件。其主持设计的存储产品曾获得“存储网络工业协会”2006 年度最佳产品，并亲自领带市场团队在隔年达成一亿美元的销售，具有超过 25 年的 IT 行业经验。2002 年 7 月至 2005 年 7 月，任 Lanner Electronics

Inc.副总裁，负责网络和存储事业部；2006年7月至2010年7月，共同创立 Santrum Networks Inc.；2010年7月至2014年2月，任 Lanner Electronic Inc.首席策略官；2014年2月至2019年4月，任 ProphetStorData Services Inc.企业发展和开发部门副总裁；2019年4月至今，任福昕美国资深研发副总，领导和管理福昕技术研发团队，将人工智能、机器学习、云计算、运营技术带入文档处理领域；2021年1月至今，任福昕软件副总裁。

李蔚岚

财务负责人, 董事会秘书

李蔚岚女士，1983年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国人民大学商学院会计系财务管理专业，注册会计师、保荐代表人。2005年7月至2007年11月，任职于德勤华永会计师事务所北京分所，担任高级审计师；2007年11月至2011年1月，任职于柯莱特信息系统有限公司财务部，担任财务分析经理，主要参与该公司纽交所 IPO 及财务管理与分析工作；2011年1月至2022年4月，任职于兴业证券股份有限公司投资银行业务总部，担任董事副总经理，负责或参与了福昕软件科创板 IPO，合兴包装可转债，星网锐捷、象屿股份并购重组，金龙汽车、福能股份非公开发行，厦工股份资产整合，金牌厨柜主板 IPO 等项目，曾荣获第十四届新财富最佳保荐代表人。2022年5月至今任福昕软件财务负责人；2023年3月至今任福昕软件董事会秘书。

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司以综合业务额为考核目标，在促进订阅制转型的同时彰显业务信心，较好的平衡了增长与转型。2022年8月19日，公司审议通过《关于公司<2022年限制性股票激励计划（草案）>及其摘要的议案》等议案，确定首次授予限制性股票的考核年度为2022-2024年三个会计年度，覆盖董事、高级管理人员和核心技术人员6名，以及其他激励对象158人，以2021年度综合业务额为基数，根据各考核年度的综合业务额增长率X，确定各年度的业绩考核目标对应的归属批次及公司层面归属比例，激励对象当年实际归属的限制性股票数量=个人当年计划归属的数量×公司层面归属比例×个人层面归属比例，授予价格为33.53元/股。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（=年度授权业务收入+∑(订阅业务 ARR*价格折算系数)）85,015.77万元，较上年同期增长了20.05%，增速良好。

图 11：2022 年激励计划公司层面业绩考核要求

归属期	对应考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	业绩考核目标 C
		公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 80%	公司层面归属比例 50%
第一个归属期	2022	$X \geq 13.81\%$	$10.66\% \leq X < 13.81\%$	$7.51\% \leq X < 10.66\%$
第二个归属期	2023	$X \geq 42.26\%$	$32.79\% \leq X < 42.26\%$	$23.63\% \leq X < 32.79\%$
第三个归属期	2024	$X \geq 77.83\%$	$59.35\% \leq X < 77.83\%$	$42.18\% \leq X < 59.35\%$

注：1、年度综合业务额=年度永久授权业务收入+∑(订阅业务 ARR*价格折算系数)。其中存在转换情况的 Editor 产品的价格折算系数为 2，不存在转换情况的 eSign 以及在线服务等订阅业务的价格折算系数为 1。若公司后续有新产品，将根据其收费模式分别计入永久授权业务收入或订阅业务 ARR，若新产品不涉及转换，则价格折算系数为 1。若有其他产品加入转换，则价格折算系数根据订阅模式与永久授权模式的价格比例确定。

2、ARR：“年度经常性收入”（Annual Recurring Revenue）的英文缩写，指将定期订阅的合同经常性收入部分规范为一年期的价值。

3、年度综合业务额将经公司聘请的会计师事务所进行核算。

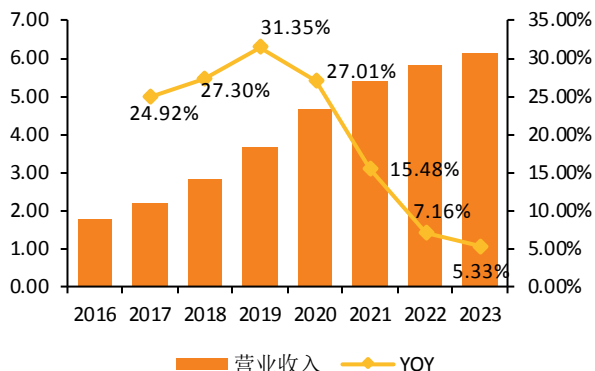
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 双转型战略持续推进，逆周期开拓行业应用

公司双转型战略取得预期进展，订阅模式和渠道转型建设稳步推进。2023年公司实现营业收入61,075.72万元，较上年同期增长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%。营业收入增速未见明显增长，仍归因于公司深化加速订阅转型所致，一方面在转型过程中永久授权收入下降，另一方面在订阅模式下收入按期间分期确认而非一次性确认，且核心产品PDF编辑器的订阅定价低于永久授权的定价，因此受订阅转型的影响，2023年公司表现收入增速放缓。

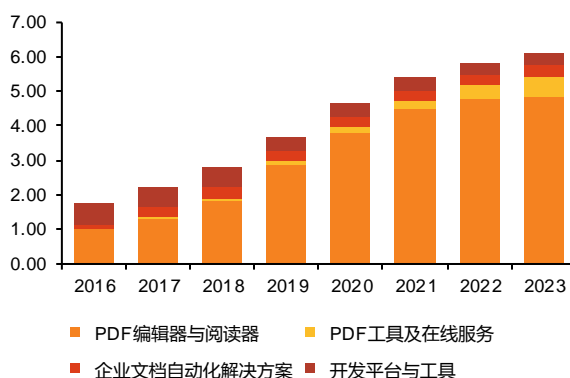
2023 年，PDF 编辑器与阅读器、PDF 工具及在线服务、企业文档自动化解决方案和软件开发平台与工具收入分别为 4.87 亿元、0.57 亿元、0.35 亿元和 0.32 亿元，占比分别为 79.71%、9.33%、5.73%和 5.24%。同比增速上，公司在 2017 年-2020 年期间，PDF 编辑器与阅读器一直维持 30%以上较高的增速，但从 2021 年开始增速逐年下滑，在 21-23 年期间 PDF 编辑器与阅读器的收入增速分别为 18.15%、6.26%、1.46%，我们认为订阅制转型造成了该部分收入增速的放缓。PDF 工具及在线服务持续保持高速增长，2021 年及以后维持在 50%以上增长。企业文档自动化解决方案 2019-2022 年收入增速持续为负值，2023 年回正为 15.33%；软件开发平台与工具业务增速平稳，在 2017-2019 年增速为负值，在 2020 年获得正增速 6.90%后，2021-2023 年仍保持负增速水平，2023 年的增速为-1.72%，下降速度有所放缓。

图 12：FY2015- FY2023 营业收入（亿元）及同比



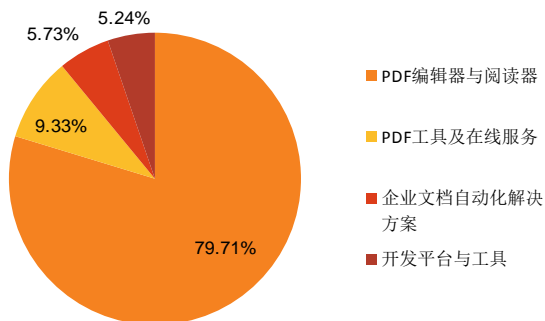
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：FY2016- FY2023 公司分业务收入（亿元）



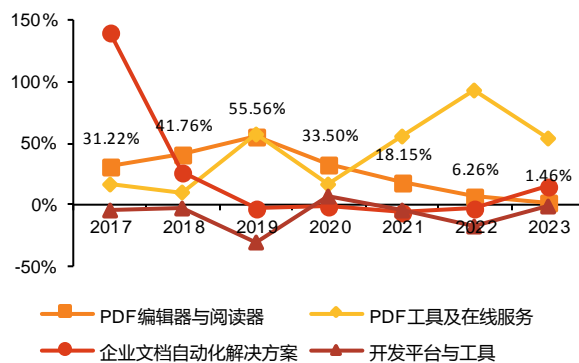
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：FY2023 分业务收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：FY2017- FY2023 公司分业务收入增速

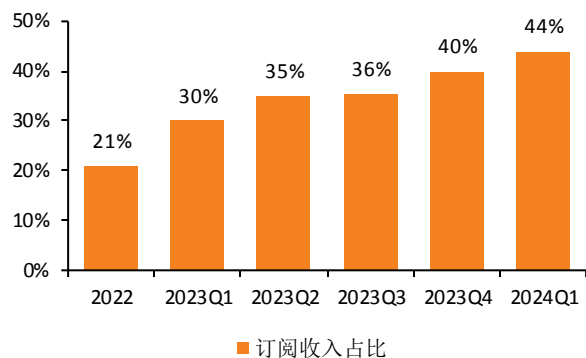
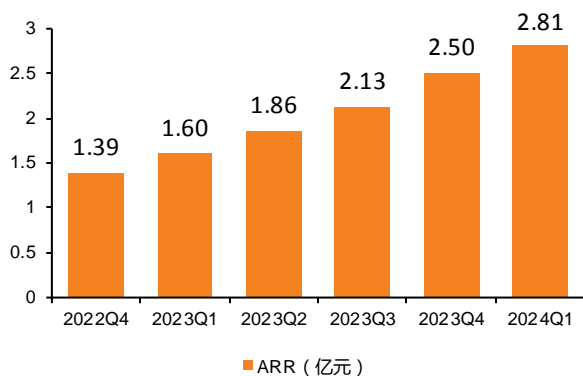


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司以增加年度综合业务额和市场份额为目标，整体业务价值量的稳定提升。公司立足订阅转型，在销售策略上，将订阅产品作为官网在线商店与线下销售的首选推荐，除了拓展新客外，公司亦积极鼓励永久授权用户转变为订阅用户；在产品体验方面，核心产品 PDF 编辑器进行了桌面、云和移动三大端口的产品集成，伴随着电子签名和 AI 助手等功能的增加，进一步丰富了产品功能，并给客户一体化且更加流畅的跨产品体验；在产品采购方面，简化订阅产品的购买流程，以增加对客户的吸引力。2022Q4 至 2024Q1 公司订阅业务 ARR 由 1.39 亿元逐步积累至 2.81 亿元。同时，公司的订阅业务在收入中的占比也从 2022 年的 21%逐步提高至 2024Q1 的 44%。2024Q1 公司实现订阅收入 7437.85 万元，较上年同期增长 73.3%。

图 16：FY2023Q1- FY2024Q1 订阅业务 ARR（亿元）

图 17：FY2022- FY2024Q1 订阅收入占比

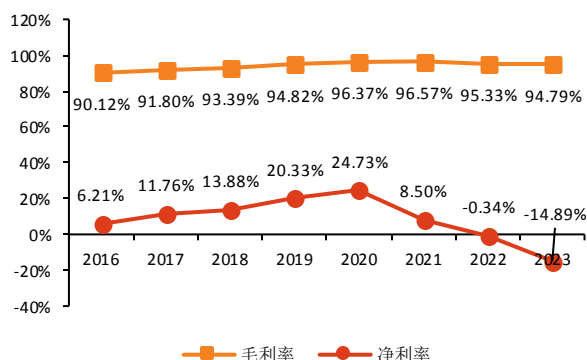


资料来源：公司 2023 年年度报告，2024 年一季度报，天风证券研究所

资料来源：公司 2023 年年度报告，2024 年一季度报，天风证券研究所

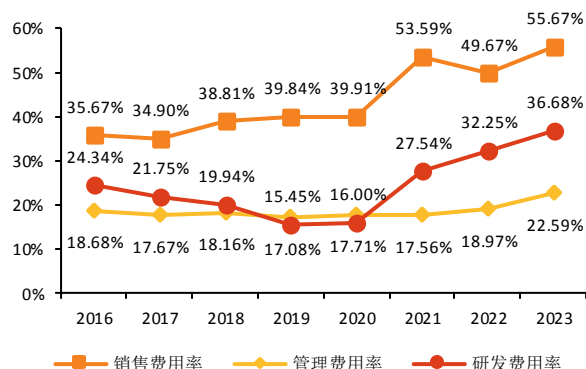
订阅转型叠加加大研发投入影响利润率。公司订阅转型导致营业收入短期内无法反映业务规模的扩张，但为了满足业务扩展的需要，公司在管理团队建设，持续研发和营销网络布局上仍需增加投入，导致公司管理费用、研发费用和销售费用增加，其中，研发人员的投入方向主要为电子签名、智能文档、工程图纸等 PDF 与相关行业应用相结合的新业务领域，而新业务领域仍在研发期，尚未产生规模性收入。转型期表现收入增速的放缓以及新业务投入的增加，导致公司 2023 年主营业务亏损较上年度有所增加。

图 18：FY2016- FY2023 毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

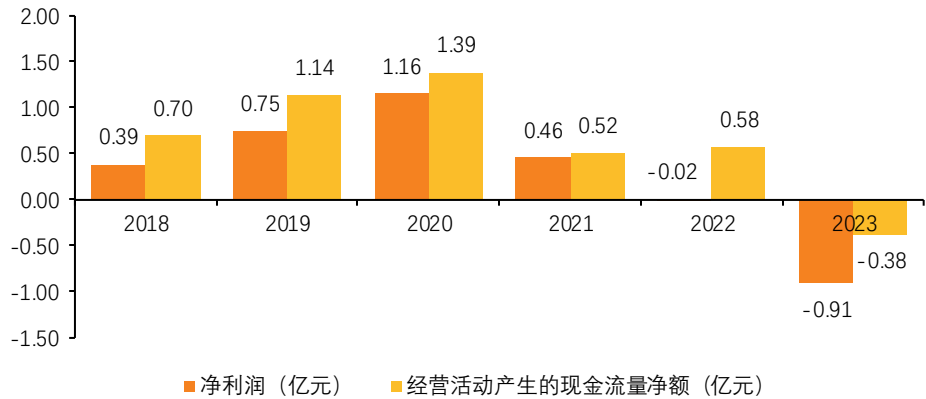
图 19：FY2016- FY2023 公司销售、管理、研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

深化订阅转型压低收入增速，但经营现金流始终优于净利润。2023 年公司仍处于深化加速订阅转型过程中，因此，公司表现收入增速依然放缓。同时，公司持续增加经营投入，且联营企业业绩波动，公司净利润减少。公司经营活动现金流变动来自积极拓展市场并扩大业务规模，导致销售商品提供劳务收到的现金有所增长，带来了经营活动现金的流入增加，另一方面，因为公司持续加大对市场及研发的投入，本期支付的职工薪酬及其他付现费用较上年同期有所增加，导致公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额为净流出。综合来看，经营性现金流情况始终好于净利润。

图 20: FY2018-FY2023 经营活动现金流与净利润对比 (亿元)



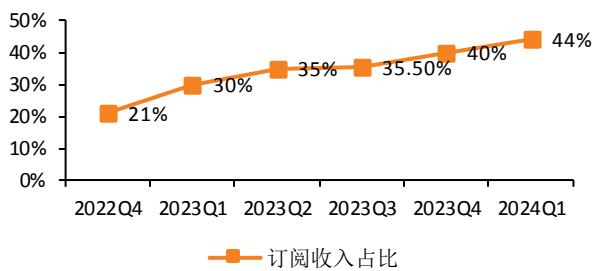
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 订阅与渠道双转型铸就新增长动能

2.1. 订阅制转型进展显著, ARR 增速与续费率表现优异, 逐步进入收获期

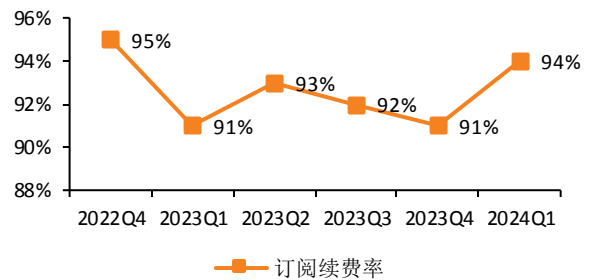
2022 年 7 月起, 公司确立了订阅优先和渠道优先的双转型增长战略。基于软件订阅模式在北美和欧洲市场更为普及, 客户接受度较高, 2023 年, 公司顺利进一步推进在北美与欧洲市场的订阅转型, 实现两个市场的订阅收入较上年同期增幅超过 80%。2024 年一季度, 公司实现订阅收入 7,437.85 万元, 较上年同期增长 73.30%; 实现订阅业务 ARR 的金额为 28,088.72 万元, 较上年期末增长约 13.09%。就单季度 ARR 的增幅上看, 2024 年一季度净增长 3,073.46 万元, 较上年同期单季度净增长额 2,180.65 万元增长了 41%。公司合同负债到 2024 年 Q1 达到 24770 万元。

图 21: 2022Q4-2024Q1 订阅收入占比



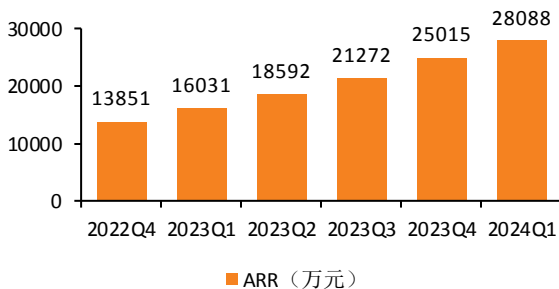
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 22: 2022Q4-2024Q1 订阅续费率



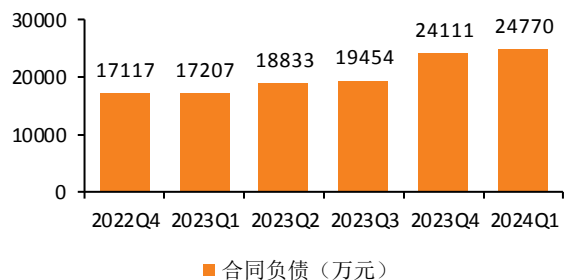
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 23: 2022Q4-2024Q1 期间 ARR (万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 24: 2022Q4-2024Q1 期间合同负债 (万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 渠道拓展带来收入增量，与 Dell 多年深度合作

2023 年区域市场渠道收入增长，2024Q1 核心渠道产品集成 AI 能力。公司具备客户优势，与戴尔、新聚思、神州数码、伟仕佳杰等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道扩展市场。2023 年公司进一步推动渠道转型，维护与关键渠道之间的关系，持续拓展新渠道。公司通过主要区域市场渠道网络的建立以覆盖不同国家和地区的机构客户，最终实现拓宽销售半径，广泛触达终端用户的目标。公司全力支持渠道合作伙伴如有的产品提升需求，如公司应核心 PC 渠道商的需要，为其发布了仅通过其渠道采购的福昕 PDF 编辑器永久授权版本方可使用的 AI 助手功能。2024 年一季度渠道收入及占比均实现持续增长，公司来自渠道的营业收入 6,318.71 万元，较上年同期增长 49.01%，占营业收入的比例为 37.44%。2024 年 1 月，公司 DELL 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。此次代理协议的签署标志着双方合作再结硕果，以期进一步提升公司产品在核心渠道的渗透率。

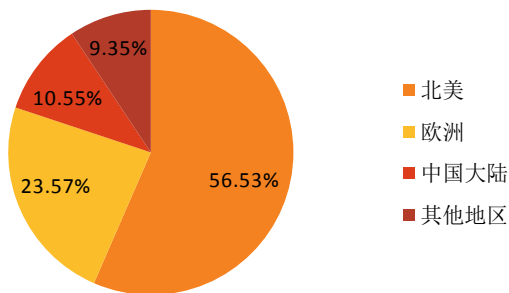
表 3：福昕软件 FY2022Q4-2024Q1 渠道营收情况

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
渠道收入（万元）	4816	4333	4817	5451	6171	6319
YOY		15%	25%	36%	28%	46%
占营收比例	31%	30%	34%	35%	37%	37%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

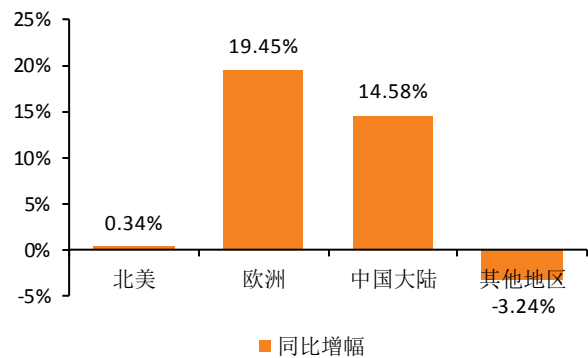
分地区来看，2023 年主要区域市场都实现了来自渠道收入的增长：北美市场同比增长 8.55%；欧洲市场同比增长 59.53%；中国市场同比增长 45.45%，如果剔除来自核心 PC 渠道商的收入，则北美市场的渠道收入同比增长达 19.75%。

图 25：2023 年各主要区域市场的营收占比情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 26：2023 年各主要区域市场的营收同比增幅



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. AI 助手功能正式发布，商业模式即将落地

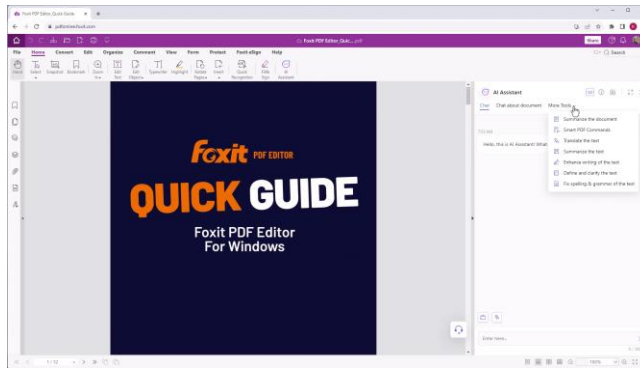
新编辑器套件集成 AI，引入五大功能提高生产力。Foxit PDF 编辑器套件与 AI 的集成，赋予用户以下由人工智能驱动的功能，帮助提高生产力，并在各种设备和操作系统上简化文档处理。新套件的五大功能包括：

- (1) 文档总结-从冗长或复杂的会议、报告和公司文件中提取要点，立即生产包含要点的摘要；
- (2) 强化写作-减少重复性的手动工作并以更高的精确度和专业性快速重写文档；
- (3) 定义和阐明-获取定义、解释和改写意见，使文档更具吸引力，同时保留原始含义；

(4) 内容解释-可将 PDF 内容翻译成 30 多种语言，确保向全球用户传达的信息始终清晰明确；

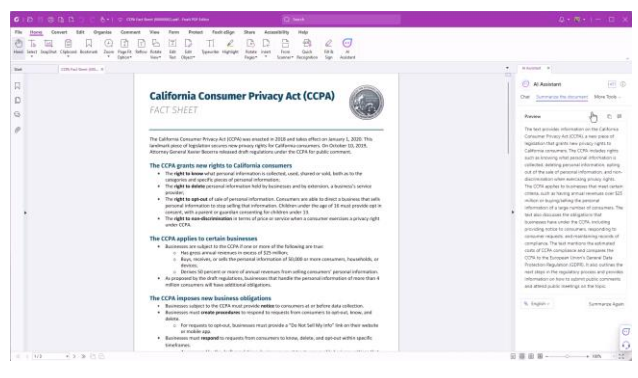
(5) AI 会话-可与 AI 自然地对话并提问，福昕 AI 会话提供深度的解答，并赋能用户对文档做出更明智的决策；

图 27：福昕 PDF 套件 AI 功能演示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 28：福昕 PDF 套件 AI 功能演示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.4. 与华为深度合作，积极拥抱鸿蒙生态

福昕与华为鸿蒙生态、云计算签署合作协议，共建版式文档行业生态。2024 年 3 月，公司与华为集团签署鸿蒙生态合作协议，宣布将基于 HarmonyOS NEXT 鸿蒙星河版启动鸿蒙原生应用开发，在鸿蒙生态里为用户提供更全面、更安全、更智能化的数字办公服务，引领版式文档领域新潮流。5 月福昕软件与华为云计算技术有限公司在深圳签订合作协议。本次合作签约，将充分发挥福昕软件及华为云在各自领域的优势，相互赋能，共同推动版式文档技术在各行业、各领域的应用。面向未来，华为云将全面助力福昕软件在数字化建设、鸿蒙适配、AI 创新等方面的发展。此外，双方还将以此次合作为契机，携手行业生态伙伴共建版式文档行业生态，助力推动行业生态高质量发展。

图 29：福昕软件 x 华为云，正式签署合作协议



资料来源：央广网，天风证券研究所

公司将扩大 AI 和智能文档项目投入，已部署三大团队支撑智能文档处理中台。智能文档处理 (Intelligence Document Processing, IDP) 技术是针对文档内容自动处理分析的一揽子技术，除自然语言处理技术外，还包括计算机视觉、文档解析等相关底层技术，因此相较于 NLP 技术，IDP 技术更加复杂。在 IDP 技术中，光学字符识别 (Optical Character Recognition, OCR) 技术，文档解析 (Document Parsing, DP) 技术和信息提取 (Information Extraction, IE) 技术最为核心关键，使用最为广泛。公司计划近年对 AI 以及智能文档项目 (IDP) 方面的投入将会较高。在 AI，尤其是围绕智能文档处理中台的研发，已部署三个

团队：①PDF 转 Office：之前公司系通过其他供应商授权的方式来获取相关技术，现已实现自研，未来将改用该自研技术；②智能文档处理项目团队：主要负责工程框架的设计以及文档处理平台的建设，在此基础上搭建行业的 IDP 解决方案；③AI 模型团队：由于对通用大模型的使用只能在受限的范围内，因此公司或根据需要训练一些小模型。AI 功能有望带来客单价提升。

图 30：智能文档处理的通用流程



资料来源：Atman 语言智能公众号，天风证券研究所

图 31：福昕 IDP 重塑文档 workflow



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.5. 控股福昕鲲鹏，双文档格式全面布局

获得福昕鲲鹏 38.27%股权并控股，收购 OFD 产品与技术。2024 年 3 月 22 日，公司通过议案，拟使用超募资金 9024 万元收购福昕鲲鹏北京信息科技有限公司 38.27%的股权。福昕鲲鹏 2022 年和 2023 年 1-10 月营业收入分别为 2564 万元和 1493 万元。

福昕鲲鹏致力于文档相关软件产品研发，已建立具有良好兼容性的生态系统。福昕鲲鹏经过十年不断努力，根据市场需求、自身技术优势和长远发展战略，形成了福昕 OFD 版式办公套件为核心，OFD 系列产品为基础，云文档和三维文档产品为延伸的产品线布局。产品线涵盖终端解决方案、企业端解决方案和开发者解决方案。此外，福昕鲲鹏是中国国家版式文档标准 OFD 的创始成员和核心成员之一，参与制定了国家系列电子文档标准和规范。福昕鲲鹏旗下软件系列产品已获得了龙芯、兆芯、飞腾、鲲鹏、统信、中标麒麟、银河麒麟、中科方德等全国近 200 家上下游厂商的适配互认，为福昕鲲鹏产品建立起了生态系统的良好兼容性，技术层面实现了产品市场触达的宽广性。

福昕鲲鹏与公司签署业绩承诺，彰显未来积极信心。股权转让方承诺，福昕鲲鹏 2024-2026 年三年平均营业收入不低于 6000 万元，合计营业收入不低于 18000 万元。福昕鲲鹏整体估值为 23576.32 万元，如果 2024-2026 年三年合计营业收入不低于承诺业绩，则不调整估值。如果实际营业收入低于承诺业绩，但不低于承诺业绩的 80%（含本数），则调整后估值=原估值*实际营业收入/承诺业绩，股权出让方应对福昕进行补偿。

图 32：福昕鲲鹏主要产品



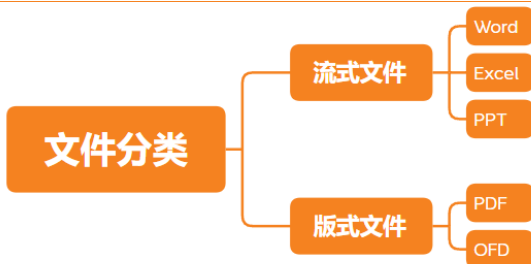
资料来源：福昕鲲鹏官网，天风证券研究所

3. 全球 PDF 市场大有可为，Adobe 订阅制厚积薄发，AI 为 PDF 带来新想象空间

3.1. 无纸化办公驱动叠加高产品壁垒带来 PDF 行业长坡厚雪

版式文档 PDF 广泛赋能各行各业，在电子办公背景下持续产生需求。PDF 电子文档为软件产业的重要组成部分之一。PDF 原先仅作为一种版式文档格式使用，至今已广泛运用于文档交互、公文流转、印刷排版、文档保存等多个方面，应用于各行各业，且随着市场需求开发出电子签章技术、DRM 安全管理技术、检索技术等配合电子文档套件使用的功能模块，PDF 文档所能承载的功能将日益增加，能够进一步带来用户价值，提高企业效率。除了 PDF 外，还有 OFD 文件属于版式文档。Word、Excel 和 PPT 文件均属于流式文档。随着信息技术的迅速发展，电子办公的普及，文档电子化交换分发的需求迅速增长。但因存在不同的编辑需求，市场上存在种类繁多的文档编辑工具，除此外，不同的终端环境也给文档交换带来一定障碍。PDF 格式能够解决繁多的文件格式、不同使用环境与版面保证的矛盾，除此外，PDF 还具备安全、便捷等多种特性与优点，已成为了电子文档交换的格式标准，未来的需求将继续持续增长。

图 33：版式文档和流式文档分类



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 34：无纸化办公案例



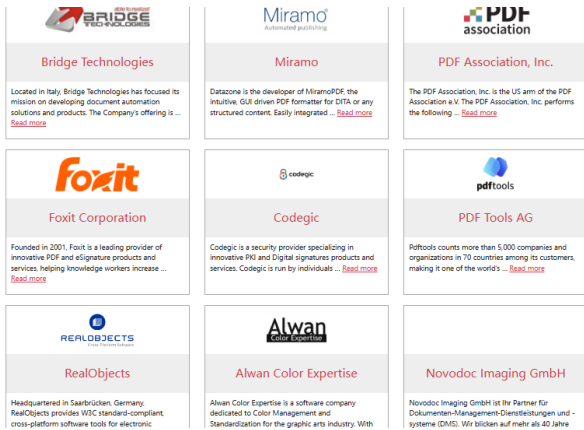
资料来源：嘉策云公众号，天风证券研究所

PDF 处理技术编辑难度大，福昕为国际 PDF 协会成员，参与起草国家 OFD 文档标准。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。因此，全球仅有少数软件企业可通过自主研发的方式掌握了完整的 PDF 格式生成、渲染、转换与版面识别等关键技术。多年来，公司通过自身的研究与开发，建立了生成、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。公司充分利用后发优势，PDF 产品实现了体积小、速度快、跨平台等特性。正因为这些技术特性，多家国际知名 IT 企业将公司的技术应用于其重要产品中：如谷歌的 Chrome 浏览器与 Android 平台（PDFium 开源项目）、亚马逊的 Kindle 阅读器以

及微软搜索的 PDF 索引功能。公司不仅在传统 PDF 领域实现了技术的积累，也基于云服务形式发明了互联 PDF 技术，实现对文档全生命周期的安全管控。

目前，福昕软件已成为国际 PDF 协会的主要成员（Partner Member）之一。公司作为国际 PDF 协会主要成员之一，在进行技术创新研发和市场开拓的同时，积极参与我国文档格式标准的制定，曾为国家标准 GB/T33190-2016《电子文件存储与交换格式版式文档》（OFD 版式文档）起草单位之一，对推进我国电子文档格式的自主可控进程起到了重要作用。

图 35：部分国际 PDF 协会成员



资料来源：PDF Association，天风证券研究所

图 36：GB/T 33190-2016 标准起草单位

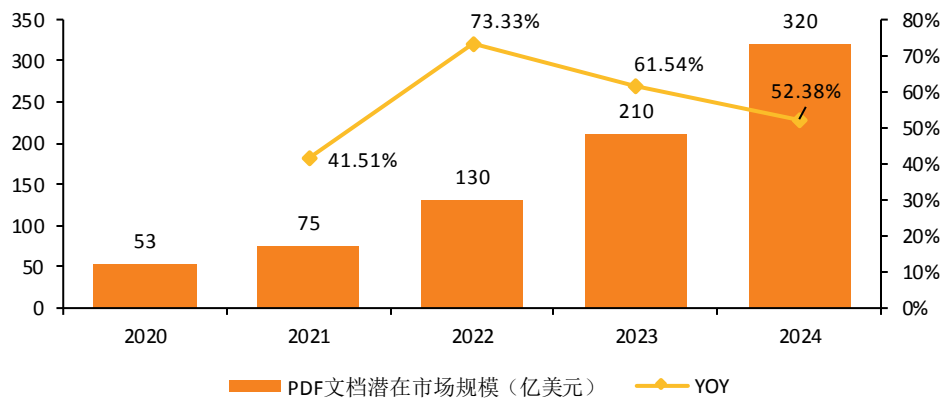
当前标准			
GB/T 33190-2016 现行			
电子文件存储与交换格式 版式文档			
基础信息			
标准号	GB/T 33190-2016	标准类别	基础
发布日期	2016-10-13	中国标准分类号	L76
实施日期	2017-05-01	国际标准分类号	35.240.30
		归口单位	全国信息技术标准化技术委员会
		执行单位	全国信息技术标准化技术委员会
		主管部门	国家标准化管理委员会
起草单位			
中国电子技术标准化研究院		福建福昕软件开发股份有限公司	
北京数码网络科技有限责任公司		北京方正阿帕比技术有限公司	
北京书生电子技术有限公司			

资料来源：全国标准信息公共服务平台，天风证券研究所

3.2. PDF 市场规模持续扩大，Adobe 提价带动天花板扩容

2024 年 PDF 软件 TAM 规模可达 320 亿美元，Adobe 多年来不断提价。Adobe 公司公开文件显示，PDF 文档相关业务潜在市场规模（TAM）2023 年可达 210 亿美元，2024 年达到 320 亿美元。与此相对应的是，Adobe 在 2019 年将 Acrobat Standard 的费用从 12.99 美元/月提升至 14.99 美元/月，并将 Acrobat Pro 的费用从 14.99 美元/月提升至 16.99 美元/月；在 2022 年，Acrobat Pro 版价格上调约 40%。Adobe 在 2022 年提出涨价，同年的 PDF TAM 增长达到 73.33%，高于前一年的 41.51%。我们认为 Adobe 的收入快速增长可能很大部分来源于高市场份额下的不断提价。

图 37：2020 年-2024 年 PDF 软件 TAM 规模



资料来源：公司公告等，36Kr，天风证券研究所

说明：2020-2022 年为 Adobe 测算数据，2023、2024 年数据为 Adobe 预测数据

表 4：Acrobat 2019-2023 年期间 2 次涨价情况

版本	价格调整生效日期	价格变动
----	----------	------

Acrobat Standard	2019年2月12日	每月费用由\$12.99 增至\$14.99
Acrobat Pro	2019年2月12日	每月费用由\$14.99 增至\$16.99
Acrobat Pro	2023年7月1日	上调约 40%

资料来源: SCHNEIDER IT MANAGEMENT, SHI RESOURCE HUB, 天风证券研究所

福昕软件在 PDF 领域仅次于 Adobe, 市占率有提升空间。据 Adobe 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 (ARR) 由 2018 年的 7.91 亿美元增至 2023 年的 28.1 亿美元, 增长趋势较为明显, 同时在行业中具有较高的市场占有率。除了 ADOBE 之外, 福昕软件在 2020 年收入规模大于 Nitro, 在 2023 年收入体量大于万兴科技文档创意类业务, PDF 业务的收入仅次于 Adobe, 市场份额有提升空间。

表 5: Adobe、福昕软件、万兴科技和 Nitro 的 PDF 业务收入

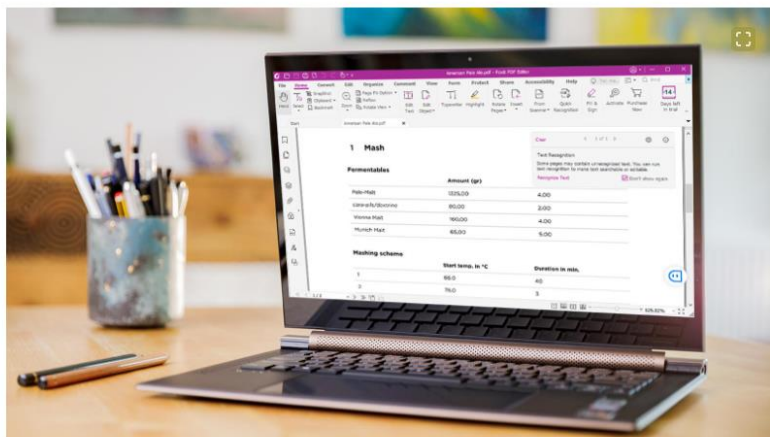
	2019	2020	2021	2022	2023
ADOBE Document Cloud 业务收入 (亿美元)	12.2	15.0	19.7	23.8	27.0
福昕软件收入 (亿元)	3.69	4.69	5.41	5.80	6.11
万兴科技文档创意类业务收入 (亿元)			1.02	0.99	1.30
Nitro 收入 (亿澳元)	0.36	0.40			

资料来源: Adobe 年报, 澳华财经传媒公众号, Wind, 天风证券研究所

福昕 PDF 功能全面, 性价比高, 有望平替 Adobe Acrobat。2023 年, 福昕 PDF Editor 被全球知名科技产品评测平台 Tech Advisor 评选为 2023 年度最佳 PDF 编辑器之一。2024 年初, 同为知名的前沿科技与软件评测网站 TechRadar 也评选福昕 PDF Editor 为 2024 年 Adobe Acrobat 的优选替代品之一。此外, 全球著名的面向企业用户的软件评测平台 G2.com 在其 2023 年夏季发布的“Grid® Report for PDF Editor Summer 2023”报告表明: 经统计, 截至 2023 年 5 月 23 日收集的 G2.com 的用户评论显示, 福昕 PDF Editor 成为最受用户推荐的 PDF 编辑器, 有 92% 的用户认为福昕 PDF Editor 易于使用, 91% 的用户认为其支持质量优秀。价格方面, 若采用福昕编辑器套件而非 Adobe Acrobat 标准版, 每百套产品 3 年使用, 可获得 17% 费用节省, 即 8064 美元。若采用福昕编辑器套件 Pro 版替代 Adobe Acrobat Pro 版, 则可获得 34% 费用节省。**我们认为在 Adobe 不断提价的背景下, 福昕 PDF 有望在更多用户中取代 Adobe。**

图 38: Tech Advisor 2023 最佳 PDF 编辑器之一

7. Foxit PDF Editor



Pros

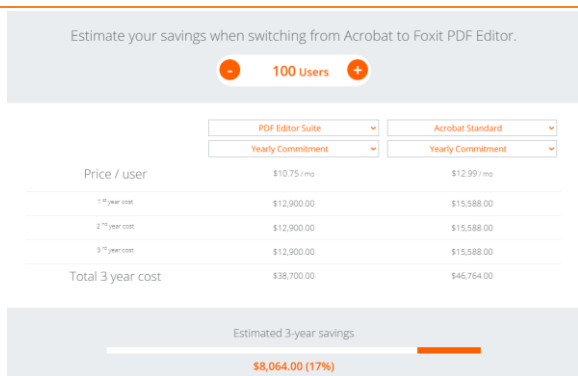
- Comprehensive set of tools
- Wide platform support
- Subscribe or buy

Cons

- Pro version supports Windows only

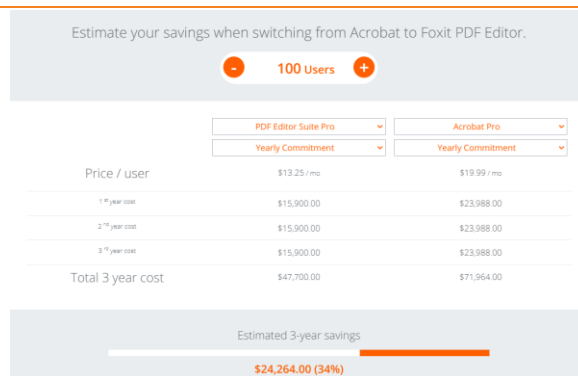
资料来源: Tech Advisor, 天风证券研究所

图 39: 福昕编辑套件和 Acrobat 标准版编辑器价格对比



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 40: 福昕编辑套件 Pro 和 Acrobat Pro 编辑器价格对比



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

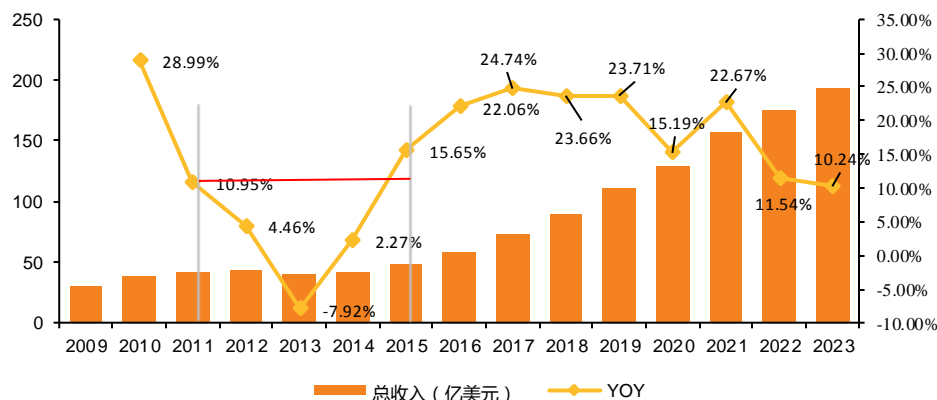
3.3. Adobe 订阅转型带来优秀财务回报, Assistant AI 有望带动新增长曲线

回顾历史, Adobe 2011 年宣布进行云端转型, 收入与利润也在 2011-2014 年之间增长承压, 但订阅制转型后收入与利润迎来了高速增长, 同时 2015-2020 年利润率持续上行。自 1993 年发布以来, PDF 逐渐成为了一种流行的文件格式。Adobe 推出了 Adobe Acrobat 软件以及免费的 Acrobat Reader, 使用户可以创建、编辑和阅读 PDF 文件。2001 年, Acrobat 5.0 推出, 而 Acrobat Reader 全球发行量也突破 4 亿里程碑, 当年来自 Acrobat 的营收同比增长 40%, 收入占比达到 24%, 成为 Adobe 当年收入唯一增长的业务。

在总收入方面, Adobe 的总收入增速由 2010 年的 28.99% 持续降低至 2013 年的 -7.92%, 在 2014 年回正至 2.27% 后, 2015-2021 年持续保持 15% 以上增速。在净利润方面, Adobe 净利润增速同样由 2010 年的高位 100.26%, 下降至 2013 年的 -65.19%。但在订阅转型后, Adobe 在 2015 年净利润大幅增加, 并在随后的 2016-2018 年保持 40% 以上的增速, 在 2020 年, 利润增长率再次增大, 达到 78.24%。净利率与转云之前相比提升较多, 2011 年公司净利率约 19.76%, 但在 2020 年, 公司净利率提升至 40.88%。

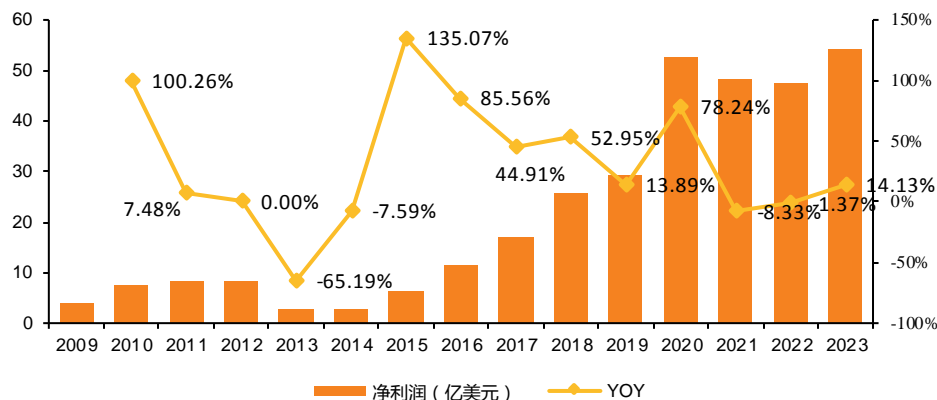
公司文档云、创意云和数字媒体 ARR 在 2014-2023 年总体保持增长。就 Acrobat 而言, Acrobat 收入在 2008 至 2012 年计入知识工具部分收入, 该部分收入分别为 7.6、5.6、6.5 和 7.4 亿美元, 整体没有增长。完成转型后, Acrobat 收入计入文档云部分, 该部分从 2016 年的 7.6 亿元增长至 2023 年的 27 亿元, CAGR=19.85%。

图 41: FY2009-FY2023 Adobe 总收入及其增长率



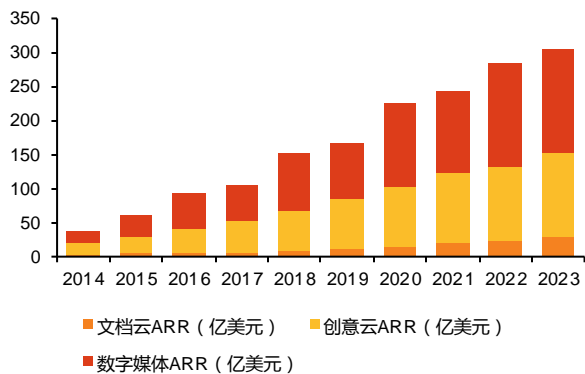
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 42: FY2009-FY2023 Adobe 净利润及其增长率



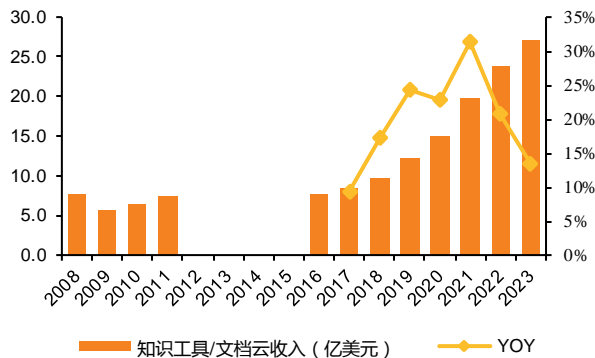
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 43: FY2014-FY2023 分业务 ARR (亿美元)



资料来源: Adobe 年报, 天风证券研究所

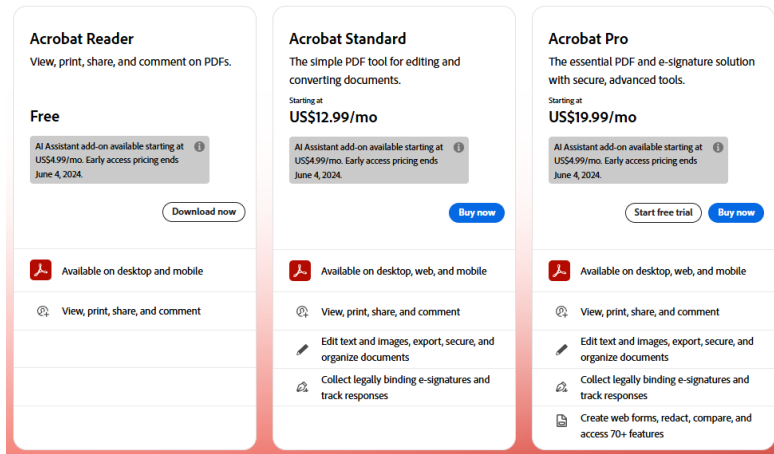
图 44: FY2008-FY2011 知识工具收入和 FY2016-FY2023 文档云收入



资料来源: Adobe 年报, 天风证券研究所

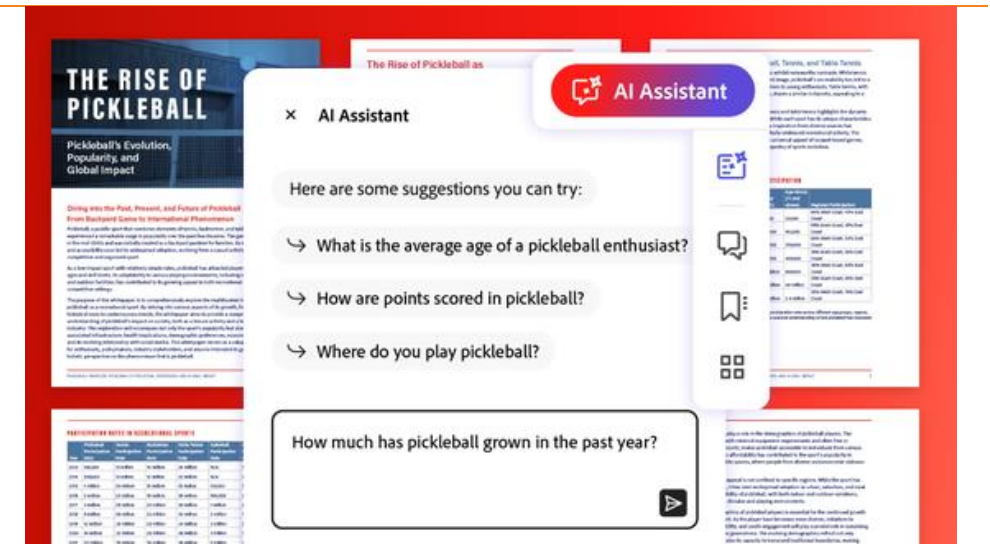
Acrobat 引入 AI 助手提升用户生产力，定价 4.99 美元/月扩展新增长空间。 AI 助手使用户能够更高效地处理 PDF 和 Word、PowerPoint、会议记录等其他文档。用户可以打开 Reader 或 Reader 并开始使用下列功能，包括①AI 助理：AI 助手会根据 PDF 的内容推荐问题，并通过直观的对话界面回答有关文档内容的问题；②生成式摘要：一个 PDF 摘要器，可以快速理解长文档中的内容，并以易于阅读的格式进行简短的概述；③智能引文：Adobe 的自定义归因引擎和专有 AI 生成引文，因此客户可以轻松验证 AI 助手答案的来源；④轻松导航：可点击的链接可帮助客户在长文档中快速找到所需的信息，以便他们可以集中时间探索和处理最重要的信息；⑤整合内容：将信息整合并格式化为电子邮件、演示文稿、博客、报告等的主要内容和文本。“复制”按钮使创建和整合的内容变得简单。2024 年 2 月 21 日 Adobe 宣布推出生成式 AI 助手 AI Assistant，并将其集成在 Acrobat 中。AI Assistant 定价为 4.99 美元/月。AI 功能的扩展有望为公司 PDF 业务带来新的增长空间。

图 45: Acrobat AI 助手定价



资料来源: Adobe 官网, 天风证券研究所

图 46: Acrobat AI 助手功能示意图



资料来源: Adobe Blog, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

分业务部分来看, 公司主营业务包括 PDF 编辑器与阅读器、企业文档自动化解决方案、软件开发平台与工具和 PDF 工具及在线服务四部分, 我们认为, 公司控股福昕鲲鹏后, 会带来增量的收入。

(1) PDF 编辑器与阅读器, 自从 2021 年以后由于订阅制转型, PDF 编辑器与阅读器部分收入增速开始下降, 但订阅制收入占比逐步提高, 2023 年公司订阅收入总体较上年同期增长了 75.55%, 订阅收入占比增长至 35.36%, 到 2024Q1 公司订阅制收入的占比达到 44%, 随着 ARR 的持续提升, 我们预计订阅制收入的占比也会持续提升, 到 24 年 Q4 有望超过 50%, 因此我们预计 2024 年开始 PDF 编辑器与阅读器的收入增速会重新加速, 预计 24-26 年该部分收入增速分别为 7.28%/13.41%/17.82%, 同时预计毛利率稳定在 97%/97%/97%。

(2) 企业文档自动化解决方案, 从 2019 年开始此部分业务收入增速较为稳定, 我们预计 24-26 年收入增速为 5%/5%/5%, 毛利率稳定在 87%/87%/87%。

(3) 软件开发平台与工具, 此部分收入包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK, 自 2019 年到 2023 年复合增速平缓, 因此我们预计 24-26 年收入增速为 5%/5%/5%, 毛利率稳

定在 99%/99%/99%。

(4) PDF 工具与在线服务：此部分包含 Foxit eSign、iDox.AI、PDF365 等部分的收入，公司自从收购 AccountSight 公司获取电子签业务后，标的公司与福昕签署第一到第三个会计年度的业绩承诺，最终 2022 年与 2023 年的收入分别为 351 万美元与 705 万美元，我们简单按照美元兑人民币为 7 计算，可以看出电子签业务在 PDF 工具与在线服务中的占比较大，考虑到第三个会计年度依然存在业绩对赌，我们预计 24 年该部分业务增速为 50%，随后按照保守估计逐年增速缓慢下滑，25-26 年分别为 40%/30%，毛利率在 24-26 年我们预计稳定在 75%。

(5) 福昕鲲鹏部分业务，公司 2024 年 4 月 11 日审议通过《关于使用超募资金对外投资的议案》，收购完成后将持有福昕鲲鹏约 73% 的股权，福昕鲲鹏将被纳入合并报表范围，同时福昕鲲鹏与公司达成业绩承诺，2024-2026 年三年平均营业收入不低于 6,000 万元，合计营业收入不低于 18,000 万元，结合公司的财务预测，我们预计福昕鲲鹏部分 24-26 年的收入为 4500 万/6000 万/8000 万元，毛利率我们参考 21-22 年福昕鲲鹏的毛利率并取平均值，预计 24-26 年毛利率为 88%。

综上，我们预计公司 24-26 年的营业收入分别为 7.23/8.46/10.11 亿元，毛利率分别为 93.30%/92.87%/92.56%。

表 6：福昕软件 24E-26E 分布业务收入与毛利率预测

分布收入 (万元)	2022 年报	2023	2024E	2025E	2026E
(1) PDF 编辑器与阅读器	47,977.77	48,680.11	52,225.77	59,231.32	69,786.31
YOY	6.26%	1.46%	7.28%	13.41%	17.82%
PDF 编辑器与阅读器毛利率	97.48%	96.98%	97%	97%	97%
(2) 企业文档自动化解决方案	3,004.07	3,464.73	3,637.97	3,819.87	4,010.86
YOY	-1.99%	15.33%	5%	5%	5%
企业文档自动化解决方案毛利率	88.17%	87.28%	87%	87%	87%
(3) 软件开发平台与工具	3,294.94	3,238.33	3,400.25	3,570.26	3,748.77
YOY	-17.04%	-1.72%	5%	5%	5%
软件开发平台与工具毛利率	98.90%	99.08%	99%	99%	99%
(4) PDF 工具及在线服务	3,709.25	5,692.06	8,538.08	11,953.32	15,539.31
YOY	92.92%	53.46%	50%	40%	30%
PDF 工具及在线服务毛利率	70.05%	78.21%	75%	75%	75%
(5) 福昕鲲鹏			4,500	6,000	8,000
福昕鲲鹏毛利率			88%	88%	88%
营业总收入	57,987.64	61,075.23	72,302.07	84,574.77	101,085.26
营业总收入 YOY	7.16%	5.32%	18.38%	16.97%	19.52%
毛利率	95.33%	94.79%	93.30%	92.87%	92.56%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 可比公司与估值

福昕软件主营业务围绕 PDF 展开，公司整体毛利率较高，产品较为标准化。公司在订阅转型期间利润率承压，当前利润状况不能反映公司真实的盈利能力，同时考虑到公司订阅制收入占比持续提高，因此我们采取 PS 估值法对公司进行估值。公司是国际 PDF 业务的头部企业，考虑到其较高的毛利率与较为标准化产品，我们选择产品特性相似的金山办公、万兴科技和虹软科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司对应 2024 年的平均 P/S 倍数为 13.52，考虑到福昕软件的产品力与行业地位，我们保守的给予公司 2024 年 10 倍 P/S，结合预测公司 2024 年收入 7.23 亿元，我们给予福昕软件目标市值 72.30 亿元，

对应股价 79.03 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值分析

股票代码	可比公司名称	总市值	预测营业收入			P/S		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688111.SH	金山办公	1,154.68	57.32	74.66	96.41	20.14	15.47	11.98
300624.SZ	万兴科技	109.85	18.36	22.53	26.98	5.98	4.88	4.07
688088.SH	虹软科技	118.92	8.24	10.06	12.03	14.44	11.83	9.89
	平均值					13.52	10.72	8.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：截止日期 2024 年 6 月 26 日

5. 风险提示

（1） 订阅制转型不及预期的风险

公司目前订阅制转型进展良好，但未来仍然可能碰到成本较高盈利性不高的风险

（2） 地缘政治风险

公司半数的收入来自于美国，未来需要担心中美国际关系带来的政治风险

（3） 新产品商业化不及预期的风险

公司在 IDP 等新赛道不断投入，未来可能面临新产品商业化不及预期

（4） 所收购资产业绩不及预期的风险

公司收购了包括电子签名、OFD 等行业公司，收购后的整合可能导致所并购资产的业绩不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	328.69	712.05	751.59	756.29	928.76	营业收入	579.88	610.76	723.03	845.75	1,010.86
应收票据及应收账款	70.21	97.59	115.59	158.60	195.91	营业成本	27.11	31.84	47.59	60.32	75.17
预付账款	6.75	21.74	20.84	33.13	34.12	营业税金及附加	1.86	2.03	2.40	2.81	3.35
存货	0.19	0.12	0.34	0.25	0.48	销售费用	288.26	339.80	394.29	454.10	509.87
其他	2,050.82	1,602.98	1,616.34	1,608.24	1,622.81	管理费用	110.18	138.34	147.93	158.03	170.91
流动资产合计	2,456.65	2,434.49	2,504.70	2,556.51	2,782.09	研发费用	187.04	224.48	228.34	240.84	260.47
长期股权投资	194.12	164.47	164.47	164.47	164.47	财务费用	(1.53)	(6.47)	(19.29)	(19.87)	(22.21)
固定资产	57.59	72.33	74.31	75.79	76.77	资产/信用减值损失	(23.50)	(54.01)	(33.86)	(18.86)	(3.86)
在建工程	28.21	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	1.24	0.31	0.00	0.00	0.00
无形资产	51.86	55.52	64.28	72.04	78.80	投资净收益	19.61	15.44	15.44	15.44	15.44
其他	255.78	285.78	280.68	276.06	276.06	其他	(7.52)	68.85	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	587.56	578.10	583.73	588.35	596.09	营业利润	(22.88)	(149.85)	(96.65)	(53.89)	24.88
资产总计	3,044.29	3,013.04	3,088.43	3,144.86	3,378.18	营业外收入	22.10	41.11	41.11	41.11	41.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.19	1.32	1.32	1.32	1.32
应付票据及应付账款	1.34	1.51	2.75	2.65	4.08	利润总额	(2.97)	(110.06)	(56.87)	(14.10)	64.66
其他	153.52	169.49	519.41	616.59	756.96	所得税	(0.82)	(18.86)	(9.74)	(2.42)	11.08
流动负债合计	154.86	171.00	522.16	619.24	761.04	净利润	(2.15)	(91.20)	(47.12)	(11.68)	53.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.40)	(0.26)	(0.14)	(0.03)	0.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(1.74)	(90.94)	(46.99)	(11.65)	53.43
其他	56.51	35.39	35.39	35.39	35.39	每股收益(元)	(0.02)	(0.99)	(0.51)	(0.13)	0.58
非流动负债合计	56.51	35.39	35.39	35.39	35.39						
负债合计	382.54	447.51	557.55	654.64	796.43	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3.40	3.14	3.18	3.13	3.35	成长能力					
股本	66.20	91.49	91.49	91.49	91.49	营业收入	7.16%	5.33%	18.38%	16.97%	19.52%
资本公积	2,743.27	2,675.51	2,680.92	2,680.92	2,680.92	营业利润	-143.75%	554.81%	-35.50%	-44.25%	-146.16%
留存收益	224.85	98.26	51.27	39.62	113.92	归属于母公司净利润	-103.77%	5114.76%	-48.33%	-75.20%	-558.61%
其他	(375.97)	(302.86)	(295.98)	(324.94)	(307.93)	获利能力					
股东权益合计	2,661.75	2,565.53	2,530.88	2,490.23	2,581.75	毛利率	95.33%	94.79%	93.42%	92.87%	92.56%
负债和股东权益总计	3,044.29	3,013.04	3,088.43	3,144.86	3,378.18	净利率	-0.30%	-14.89%	-6.50%	-1.38%	5.29%
						ROE	-0.07%	-3.55%	-1.86%	-0.47%	2.07%
						ROIC	-3.32%	-25.91%	-26.17%	-20.50%	0.86%
						偿债能力					
						资产负债率	12.57%	14.85%	18.05%	20.82%	23.58%
						净负债率	-10.51%	-26.05%	-27.97%	-28.62%	-34.28%
						流动比率	7.54	5.91	4.80	4.13	3.66
						速动比率	7.53	5.91	4.80	4.13	3.66
						营运能力					
						应收账款周转率	8.82	7.28	6.78	6.17	5.70
						存货周转率	6,258.63	3,936.70	3,118.13	2,877.69	2,760.14
						总资产周转率	0.19	0.20	0.24	0.27	0.31
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.02	-0.99	-0.51	-0.13	0.58
						每股经营现金流	0.63	-0.41	0.24	0.31	1.39
						每股净资产	29.06	28.01	27.63	27.18	28.18
						估值比率					
						市盈率	-2,524.48	-48.41	-93.70	-377.88	82.40
						市净率	1.66	1.72	1.74	1.77	1.71
						EV/EBITDA	9.26	23.31	-75.01	-142.16	61.28
						EV/EBIT	10.04	25.68	-45.05	-60.28	192.70

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(2.15)	(91.20)	(46.99)	(11.65)	53.43
折旧摊销	21.95	22.65	19.26	20.76	22.26
财务费用	0.39	2.39	(19.29)	(19.87)	(22.21)
投资损失	(19.61)	(15.44)	(15.44)	(15.44)	(15.44)
营运资金变动	71.85	(36.09)	84.93	54.59	88.69
其它	(14.74)	80.02	(0.14)	(0.03)	0.15
经营活动现金流	57.69	(37.67)	22.34	28.36	126.89
资本支出	89.23	(50.52)	30.00	30.00	30.00
长期投资	59.09	(29.66)	0.00	0.00	0.00
其他	(355.17)	523.30	(44.56)	(44.56)	(44.56)
投资活动现金流	(206.85)	443.12	(14.56)	(14.56)	(14.56)
债权融资	21.47	1.24	19.29	19.87	22.21
股权融资	(178.50)	(4.88)	12.47	(28.97)	37.94
其他	(69.52)	(26.11)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(226.55)	(29.75)	31.76	(9.10)	60.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(375.70)	375.70	39.54	4.70	172.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com