

云化&AI 提升产品优势，订阅与渠道助力业务发展下一程

核心观点

公司 2022 年受强投入影响，实现归母净利润亏损 193.41 万元，扣非后归母净利润为亏损 7794 万元，业绩表现承压明显。2022 年是公司订阅与渠道转型投入年，短期内会订阅收费方式变化和渠道投入，会对表观收入的增长会带来一些影响。随着订阅占比的提升和云&AI 对产品力提升的双重作用下，公司业绩有望迎来爆发期。

事件

近期，百度正式发布大模型“文心一言”，作为新一代知识增强大语言模式，具备内容创作、知识推理、多模态生成等能力。福昕软件作为百度“文心一言”首批生态合作伙伴，有望将“文心一言”领先的智能对话技术成果应用在版式文档办公软件领域，打造更专业、友好、智能的办公服务。

简评

AIGC 类技术有助于提升公司产品竞争力，目前已有融合 AI 技术的产品推向市场。根据公司投资者问答显示，公司已经发布的 Smart Redact 插件，其系通过 NLP 技术智能识别语义，可以找到并永久擦掉文档中包含的敏感信息和涉密信息，满足文档披露时符合个人信息保护和数据合规的法律要求。此外，公司已成立前沿文档技术部门持续关注、研究包括 CV、Open AI 在内等多项前沿技术、模型，寻求与公司现有产品结合的应用场景，提升客户体验和竞争力。考虑公司作为首批“文心一言”生态合作伙伴，公司版式文档有望成为对话式语言模型率先落地的数字化办公场景。

2022 年受双转型战略落地影响，公司营收增速放缓。公司近期公告 2022 年业绩快报，2022 年实现营业总收入 5.80 亿元，同比增长 7.13%；归母净利润-193.41 万元，同比下降 104.18%；扣非后归母净利润为-7794.26 万元，同比下降 251.19%。收入端看，公司的订阅产品因分期确认收入的方式导致报告期内公司表观收入增速放缓，现金流方面仍可体现公司良好的经营活动水平；费用端看，渠道战略中的新渠道建设需提高了销售费用增速，销售潜力仍待释放；另一方面，公司在产品持续迭代、新增各行业解决方案、和云化的持续投入，导致研发费用持续增加，整体影响净利润率表现。

福昕软件 (688095. SH)

首次评级

买入

金戈

jinge@csc.com.cn

010-85159348

SAC 编号:s1440517110001

SFC 编号:BPD352

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

发布日期：2023 年 03 月 23 日

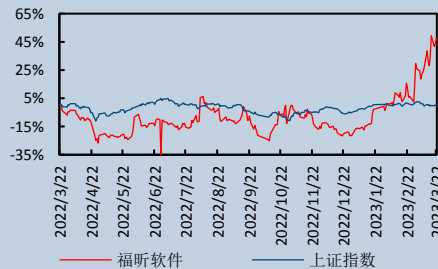
当前股价：116.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	27.46/28.69	88.68/82.25	4.42/4.05
12 月最高/最低价 (元)			118.50/59.31
总股本 (万股)			6,620.23
流通 A 股 (万股)			3,988.23
总市值 (亿元)			77.44
流通市值 (亿元)			46.65
近 3 月日均成交量 (万)			131.68
主要股东			
熊雨前			39.29%

股价表现



相关研究报告

订阅和渠道转型是公司重要的战略方向，将为公司未来营收构成奠定基础。2022 年作为双战略转型的元年已初见成效，在订阅转型方面，ARR（年度经常性收入）较上年期末增长约 50%，订阅相关的合同负债较 2021 年增加约 3400 万元，增幅约为 58%。在渠道转型方面，成熟渠道收入保持稳定增长，新增渠道仍在产品、技术培训等资源导入过程中，销售潜力有待释放，盈利能力仍有较多提升空间。

云化是公司当前重要的产品战略，通过持续性研发投入，不断丰富并完备产品线，实现公司营收持续增长。公司持续加大研发投入，完备产品线。云化产品和订阅方式的天然结合，推进公司转型的持续深化。在研发方面，公司持续深化 PDF 核心技术在更多特定行业和相关领域的专业应用，夯实技术壁垒，丰富产品矩阵，并致力于在 PDF 领域的国际标准和开源代码上持续做出贡献。2022 年公司研发费用较 2021 年增长约 4000 万元。产品线方面，公司先后发布了包括 Smart Redact、福昕船舶图纸管理系统、福昕家装·云服务、福昕家装·智能设计、福昕电子签章服务等多款云化新产品，进一步助力战略转型的持续。

盈利预测：公司收入按产品线可分为 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案和在线服务收入。PDF 编辑器与阅读器受订阅战略转型的影响，导致当年该业务的 ARPU 确认会较过往有所下降，营收增速较历史增速略有放缓。其余业务的收入确认方式受订阅转型影响不大，因而属于基于原有业务推进方式的正常推进。2022 年作为转型元年，受内部战略制定和外部磨合推进的影响，收入增速放缓，2023-2024 年业务增速属于一个持续恢复期。

我们预计公司 2023-2024 年的营业收入为 6.69、7.91 亿元，同比增长 15.39%、18.29%，其中考虑预计受订阅转型影响最大的 PDF 编辑器与阅读器的收入增速分别为 15%、18%；开发平台与工具的收入（该业务与 PDF 销售有正相关）增速分别为 18%、18%、企业文档自动化解决方案的收入（作为公司近几年重点发展业务，先后开发了包括船舶、轨交、石油石化等领域解决方案）增速分别为 18%、20%和在线服务收入分别为 15%、23%。

费用端，考虑 2023-2024 年公司继续推进双转型战略，研发和销售费用投入绝对值仍会增加，预期销售费用率分别为 52.8%、52.5%、管理费用率为 16.8%、16%、销售费用率分别为 26%、25.8%。

预计公司 2023-2024 年的净利润为 3007、4706 万元。

投资建议：公司在订阅和渠道战略的持续推进下，有望进一步证明自身品牌力，叠加云转型对产品力的提升，共同推进业务持续发展。我们认为公司短期内仍会处于相对较高的投入阶段，但随着订阅占比持续提升，长期的业绩成长性值得期待，预期 2023-2024 年实现营业收入 6.69、7.91 亿元，对应 PS 为 11.2X、9.5X，考虑公司在手类现金资产约 20 亿元，剔除现金后，对应 PS 为 8.3X、7.0X，考虑公司转型为云公司，同类可比公司金山办公、广联达的 23 年 PS 的 Wind 一致预期分别为 29.8X、9.03X，公司估值较同类可比公司估值均值低，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析

1) 公司产品销售不及预期：公司在高端市场进行争对海外同类厂商的替代，客户对新品牌的认知需要有一个过程，客户对公司的产品的认知差异或导致公司产品销售不及预期；公司海外收入占比 90%，业务扩展以替代海外竞品为主，假如公司对海外竞品的替换量下滑 10%，则对应营业收入影响为下滑 9%；

(2) 行业竞争加剧：面对国产化的机遇，国内各家 PDF 厂商都会参与市场竞争，存在市场加剧的可能，

公司在推行云转型战略，产品定价相比；

(3) 渠道体系成熟度不及预期：渠道承担着客户推荐的作用，新区域客户的开拓一定程度上依赖渠道，如果渠道团队建立不及预期会直接影响公司的营收确认情况。

盈利预测表格

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	468.60	541.12	579.70	668.92	791.28
YoY (%)	27.01	15.48	7.13	15.39	18.29
净利润(百万元)	115.29	46.24	-1.93	30.07	47.06
YoY (%)	55.51	-59.90	-104.18	1,657.19	56.50
毛利率 (%)	96.37	96.57	96.56	96.54	96.50
净利率 (%)	24.60	8.54	-0.33	4.50	5.95
ROE (%)	3.84	1.63	-0.07	1.05	1.63
EPS(摊薄/元)	1.74	0.70	-0.03	0.45	0.71
P/E(倍)	65.26	162.73	-3,896.36	250.22	159.88
P/B(倍)	2.51	2.65	2.65	2.63	2.60

资料来源：Wind、中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,945.32	2,628.94	2,648.42	2,716.79	2,805.17
现金	1,098.33	674.99	784.36	813.31	847.61
应收票据及应收账款合计	59.65	61.47	69.64	80.36	95.06
其他应收款	2.35	4.00	3.58	4.13	4.88
预付账款	5.94	10.18	13.15	15.17	17.95
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,779.04	1,878.31	1,777.69	1,803.83	1,839.68
非流动资产	226.57	545.01	488.63	468.19	450.74
长期投资	29.54	135.03	105.03	110.03	115.03
固定资产	47.07	64.60	59.23	52.98	45.84
无形资产	23.43	58.07	48.39	38.71	29.04
其他非流动资产	126.53	287.30	275.98	266.47	260.84
资产总计	3,171.89	3,173.95	3,137.05	3,184.98	3,255.92
流动负债	160.96	233.15	200.67	231.95	275.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	0.86	1.41	1.12	1.29	1.55
其他流动负债	160.10	231.73	199.55	230.66	273.77
非流动负债	6.89	93.89	91.41	89.02	86.79
长期借款	1.14	9.87	7.40	5.00	2.77
其他非流动负债	5.75	84.02	84.02	84.02	84.02
负债合计	167.85	327.03	292.08	320.97	362.11
少数股东权益	3.26	3.80	3.79	3.94	4.18
股本	48.14	48.14	48.14	48.14	48.14
资本公积	2,701.45	2,741.36	2,741.36	2,741.36	2,741.36
留存收益	251.19	53.61	51.68	70.57	100.13
归属母公司股东权益	3,000.78	2,843.11	2,841.18	2,860.07	2,889.63
负债和股东权益	3,171.89	3,173.95	3,137.05	3,184.98	3,255.92

资料来源：Wind、中信建投证券

利润表(百万元)

请参阅最后一页的重要声明

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	468.60	541.12	579.70	668.92	791.28
营业成本	17.02	18.57	19.92	23.11	27.66
营业税金及附加	1.45	1.42	1.88	2.16	2.56
销售费用	186.67	290.14	307.24	353.19	415.42
管理费用	82.96	94.62	98.55	112.38	126.61
研发费用	75.37	148.84	150.72	173.92	204.15
财务费用	6.09	4.76	-2.14	-2.50	-2.72
资产减值损失	0.00	-11.94	-6.77	-7.81	-9.24
信用减值损失	-1.07	-0.27	-1.61	-1.85	-2.19
其他收益	11.29	9.63	9.25	9.25	9.25
公允价值变动收益	11.58	6.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.66	64.72	-9.87	25.00	35.00
资产处置收益	0.69	0.69	1.14	1.14	1.14
营业利润	132.20	52.31	-4.33	32.37	51.55
营业外收入	2.89	1.90	4.23	4.23	4.23
营业外支出	1.23	2.35	1.41	1.41	1.41
利润总额	133.86	51.86	-1.51	35.20	54.38
所得税	17.86	5.95	0.44	4.98	7.08
净利润	116.00	45.92	-1.94	30.22	47.29
少数股东损益	0.71	-0.32	-0.01	0.15	0.23
归属母公司净利润	115.29	46.24	-1.93	30.07	47.06
EBITDA	152.47	81.20	20.92	58.14	74.10
EPS（元）	1.74	0.70	-0.03	0.45	0.71

资料来源:Wind、中信建投证券

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	138.94	51.58	88.89	23.86	26.45
净利润	116.00	45.92	-1.94	30.22	47.29
折旧摊销	12.52	24.58	24.56	25.44	22.45
财务费用	6.09	4.76	-2.14	-2.50	-2.72
投资损失	-10.66	-64.72	9.87	-25.00	-35.00
营运资金变动	29.33	0.83	57.42	-8.14	-10.72
其他经营现金流	-14.34	40.21	1.11	3.84	5.14
投资活动现金流	-1,737.21	-215.00	20.83	16.16	24.86
资本支出	16.45	-32.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	-1,729.58	-236.68	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-24.07	54.21	20.83	16.16	24.86
筹资活动现金流	2,566.36	-242.86	-0.34	-11.08	-17.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-4.33	8.73	-2.48	-2.39	-2.23
其他筹资现金流	2,570.69	-251.59	2.14	-8.68	-14.78
现金净增加额	962.81	-417.80	109.38	28.94	34.30

资料来源:Wind、中信建投证券

分析师介绍

金戈

中信建投证券研究发展部计算机行业联席首席分析师，帝国理工学院工科硕士，擅长云计算、金融科技、人工智能等领域。

应瑛

伦敦国王学院硕士，3 年计算机行业研究经验。2021 年加入中信建投，主要覆盖医疗信息化、工业软件、云计算等细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk