

2023年06月01日
福昕软件(688095.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

基础软件及管理办公软件

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价 197.13元
股价(2023-05-31) 158.50元

交易数据

总市值(百万元)	10,493.06
流通市值(百万元)	6,321.34
总股本(百万股)	66.20
流通股本(百万股)	39.88
12个月价格区间	59.31/175.2元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.8	101.9	86.5
绝对收益	-9.5	95.2	79.3

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

相关报告

订阅+渠道双转型, AIGC 赋能高效办公

目 国产 PDF 龙头开启订阅+渠道双转型

福昕软件是 PDF 办公软件领域的龙头企业。公司深耕 PDF 领域二十余年, 拥有一整套完全自主知识产权的核心技术。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, 重点加强订阅模式下的全球业务开拓及渠道体系建设, 逐步推进 PDF 编辑器与阅读器从永久授权模式向订阅模式转型, 实现商业模式升级。海外市场以通用市场为主, 通过渠道转型触达更多的客户群体, 通过订阅转型获得更多收入; 国内市场采取通用市场和垂直市场相结合的发展。

行业天花板高, 性价比高, 产品力强。1) 对标已成功实现 SaaS 转型的海外龙头 Adobe, 其 PDF 收入体量是福昕收入的 20 倍, 可预见福昕远期发展空间广阔, 行业天花板高。2) 同类产品福昕较 Adobe 的定价低 38% 左右, 具备明显的性价比优势。3) 根据国外专业软件评分网站 G2 统计数据, Foxit PhantomPDF 在需求应对、易用度、上手度、商业使用度等方面均处于行业领先, 具备较强的产品竞争力。

目 上线 AIGC 交互功能, 赋能高效办公

近日, 福昕软件海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 成功集成 ChatGPT 强大的文字信息处理能力, 重磅上线 PDF 文档总结、内容改写、实时问答等 AIGC 功能。通过评测我们发现, 在 ChatGPT 的赋能下, Foxit PDF Editor Cloud 不仅可以快速、准确地总结出 PDF 文档的段落或全文信息要点, 还提供改扩写功能, 可在不改变原有内容意思的前提下, 优化文档内容的表达。同时, 基于 ChatGPT 的对话交互能力, Foxit PDF Editor Cloud 还能与用户进行话题沟通、实时问答, 显著提升办公效率。

目 投资建议:

福昕软件是国产 PDF 龙头企业, 订阅制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 2023 年-2025 年的营业收入分别为 5.69/6.53/8.28 亿元, 归母净利润分别为 -0.38/-0.20/0.38 亿元。首次给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 197.13 元, 相当于 2024 年 20 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、海外经营风险等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	541.1	579.9	568.6	652.5	827.8
净利润	46.2	-1.7	-35.9	-25.5	31.2
每股收益(元)	0.96	-0.03	-0.54	-0.39	0.47
每股净资产(元)	59.14	40.21	51.64	51.46	52.25

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	143.70	-2360.47	-272.80	-383.66	313.63
市净率(倍)	2.34	1.55	2.86	2.87	2.83
净利润率	8.5%	-0.3%	-6.3%	-3.9%	3.8%
净资产收益率	1.6%	-0.1%	-1.2%	-0.7%	0.9%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%
ROIC	2.3%	-1.3%	-5.2%	-3.9%	3.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 福昕软件：国产 PDF 龙头开启“订阅+渠道”双转型战略	5
1.1. 全球 PDF 领军企业，股权激励彰显订阅转型信心	5
1.2. 商业模式升级，订阅和渠道双转型战略稳步推进	6
2. 踏浪 AI：ChatGPT 赋能福昕 PDF，AIGC 提升办公效率	10
2.1. 文档摘要功能（Summarize）	11
2.2. 实时问答功能（Ask）	11
2.3. 改扩写功能（Rewrite）	15
3. 他山之石：行业龙头 Adobe 腾云而上，福昕对标追赶	17
3.1. 全球创意软件巨头 Adobe 成功云转型珠玉在前	17
3.2. 行业天花板高，产品力强，更具性价比优势	19
3.3. 外延并购强化竞争力，积极拓展业务边界	23
4. 盈利预测与投资建议	27
4.1. 基本假设与营收预测	27
4.2. 投资建议	28
5. 风险提示	29

目 录

图 1. 福昕软件发展历程	5
图 2. 海内外市场转型战略	7
图 3. 福昕软件部分产品收费情况	7
图 4. 2022-2023Q1 订阅业务收入情况	8
图 5. 2022 业务模式占比情况	8
图 6. 福昕通过戴尔等代理商渠道拓展市场	9
图 7. 福昕软件渠道销售占比逐步提升	9
图 8. 福昕 PDF 海外版注册页面	10
图 9. 限制为每天 50 问/每月 100 页 PDF	10
图 10. 以《流浪地球》为例测试福昕产品 AIGC 功能	10
图 11. 福昕海外版 PDF 产品测试“Summary”功能	11
图 12. 福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q1）	12
图 13. 福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q2）	12
图 14. 福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q3）	13
图 15. 福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q4）	13
图 16. 福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q5）	14
图 17. 福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q6）	15
图 18. 福昕海外版 PDF 产品测试“改扩写”功能	15
图 19. 福昕海外版 PDF 产品测试“提高文本写作功能”	16
图 20. 福昕海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 加码 AI 能力	16
图 21. Adobe 公司转型前发展历程	17
图 22. Adobe 云转型过程	17
图 23. Adobe 公司订阅模式下产品收费情况	18
图 24. 2006-2022 年 Adobe 营业收入及增速	19
图 25. 2006-2022 年 Adobe 净利润及增速	19
图 26. 2011-2022 年 Adobe 经营活动现金流	19

图 27. Adobe 订阅业务收入占比逐年增高	19
图 28. Adobe PDF 文档类产品简介	20
图 29. Adobe PDF 相关收入测算	20
图 30. Adobe PDF 相关收入体量是福昕软件收入的 20 倍以上	20
图 31. 福昕 PDF 产品在国外专业软件评分网站获得较高评价	21
图 32. 某知名办公软件官网协议注明	22
图 33. 福昕软件产品较 Adobe 具备性价比优势	23
图 34. Adobe 收购历程	23
图 35. 福昕软件收购历程	24
图 36. 福昕 PDF 文档电子签章解决方案	25
图 37. 福昕家装·云服务-企业版 V2.0.1 版本	25
图 38. 福昕图纸管理系统功能	26
表 1: 核心高管具备丰厚的行业及学术经历	5
表 2: 福昕软件股权激励业绩考核目标	6
表 3: 福昕软件产品销售模式	8
表 4: 转云后 Adobe 客户生命周期价值提升	18
表 5: 福昕编辑器与 Adobe Acrobat 功能对比	21
表 6: 福昕软件营收拆分预测	27
表 7: 福昕软件重要财务数据和盈利预测	28
表 8: 可比公司估值表 (2023-05-31)	28

1. 福昕软件：国产 PDF 龙头开启“订阅+渠道”双转型战略

1.1. 全球 PDF 领军企业，股权激励彰显订阅转型信心

福昕软件是 PDF 办公软件领域的龙头企业。公司成立于 2001 年，成立之初便专注于 PDF 电子文档领域，2004 年发布具有自主知识产权的福昕 PDF 阅读器，是全球较早的 PDF 软件产品之一。2020 年 9 月，福昕软件正式在上交所科创板挂牌上市。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，重点加强订阅模式下的全球业务开拓及渠道体系建设，逐步推进 PDF 编辑器与阅读器从永久授权模式向订阅模式转型。目前，公司已发展成为 PDF 电子文档领域行业领先的解决方案提供商，是全球范围内具有较高知名度的国产软件民族品牌。

图1.福昕软件发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心整理

核心骨干具备产业学术复合背景，对行业 know-how 有深刻理解。公司董事长熊雨前先生作为第一大股东持股比例 39.29%，曾任中国科学院北京天文台研究实习员、Bexcom 技术总监，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。George Zhengdong Gao、翟浦江、杨青、韦积庆等高管均具备国内外相关科研及工作经历，对软件开发行业有着深刻的理解和丰富的经验。

表1：核心高管具备丰厚的行业及学术经历

姓名	职务	简历
熊雨前	董事长、总裁、核心技术人员	毕业于中国科学技术大学计算机科学与技术专业。曾任中国科学院北京天文台研究实习员、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，掌握公司核心代码，为公司的核心技术人员。
George Zhendong Gao	董事、副总裁	博士研究生学历。曾任中国科学院北京天文台助理研究员，美国加州圣荷西 Lite-on Communications Inc. 软件工程师、部门经理，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	董事、副总裁	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；曾任美国加州圣荷西 Lite-on Communications Inc. 高级软件工程师、北京讯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、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，任公司运营副总裁；2011 年 11 月至今任福昕软件董事。
杨青	董事	1998 年至 2004 年，在美国劳伦斯伯克利国家实验室 (Lawrence Berkeley National Laboratory, LBNL) 的高性能计算部任计算机科学家；2004 年入选中科院海外杰出人才百人计划，任自动化研究所模式识别国家重点实验室研究员，博士生导师至今，目前主要从事图形图像、人工智能和大数据研究。2015 年 1 月至今担任福昕软件董事。

韦积庆

副总裁、核心技术人员

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。曾任 Lanner Electronics Inc. 副总裁、首席策略官，曾共同创立 Santrum Networks Inc.，曾任 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。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

股权激励绑定核心骨干，业绩考核彰显订阅转型发展信心。2022 年 8 月，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象（181 人）授予限制性股票总计 194.94 万股，授予对象为公司董事、高管、核心技术人员以及其他核心骨干员工，授予价格为 47.44 元/股。转型期内，由于存在永久授权和订阅两种业务模式，收入确认方式的差异导致无法简单通过营业收入来判断公司的实际业绩情况，因此本次激励计划设置的公司层面业绩考核指标为年度综合业务额增长率。由于 Editor 产品的年度订阅价格相当于授权产品价格的 50%，因此考核指标中给予存在转换情况的产品两倍权重，以综合反映公司的实际业务情况。以 2021 年度综合业务额为基数，假设实现 100% 股权解锁，2022/2023/2024 年的业绩考核目标分别为 13.81%/42.26%/77.83%，换算后 2023 和 2024 年的同比增速均为 25%，彰显了公司订阅转型发展的信心。

表2：福昕软件股权激励业绩考核目标

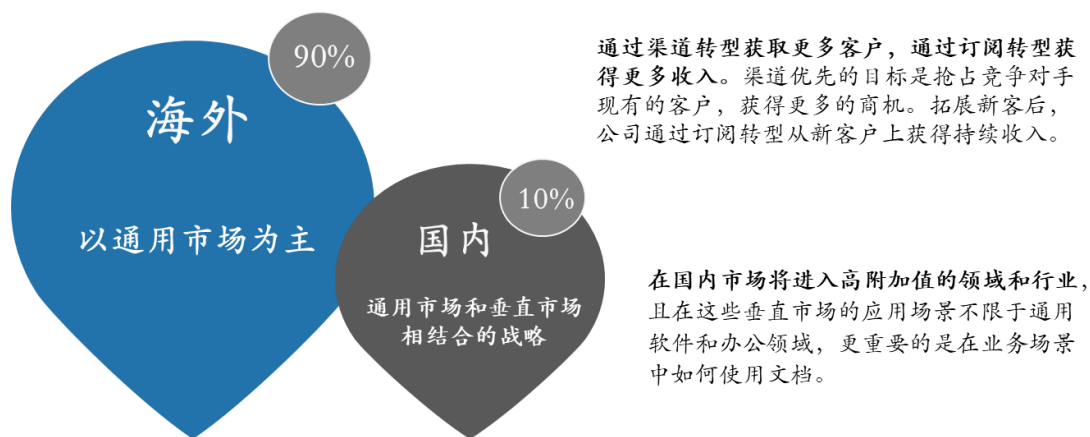
归属期	对应考核年度	业绩考核目标 A（公司层面 归属比例 100%）	业绩考核目标 B（公司层面 归属比例 80%）	业绩考核目标 C（公司层面 归属比例 50%）
第一个归属期	2022	$X \geq 13.81\%$	$10.66\% \leq X < 13.81\%$	$7.51\% \leq X < 10.66\%$
第二个归属期	2023	$X \geq 42.26\%$	$32.79\% \leq X < 42.26\%$	$23.63\% \leq X < 32.79\%$
第三个归属期	2024	$X \geq 77.83\%$	$59.35\% \leq X < 77.83\%$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

资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：以 2021 年度综合业务额为基数，年度综合业务额=年度永久授权业务收入+ \sum （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。）

1.2. 商业模式升级，订阅和渠道双转型战略稳步推进

海外市场以通用市场为主、通过订阅优先和渠道优先的策略来获取增长，国内市场采取通用市场和垂直市场相结合的发展策略。1) 海外市场以通用市场为主，渠道优先的目标是抢占竞争对手现有的客户，获得更多的商机。拓展新客后，公司通过订阅转型从新客户上获得持续收入。根据公司 5 月 3 日披露的投资者关系活动记录表，公司的续费率保持在 90% 以上，获客成本可在后续客户的持续订阅中得到大幅度摊薄，以 90% 的续费率测算，客户的终生价值是年付费额的 10 倍。海外市场的总体增长策略是：**通过渠道转型获取更多客户，通过订阅转型获得更多收入。**2) 国内采取通用市场和垂直市场相结合的战略。在国内市场将进入高附加值的领域和行业，且在垂直市场的应用场景不限于通用软件和办公领域，例如医疗行业的电子病历如何使用，建筑领域的电子图纸如何使用等。

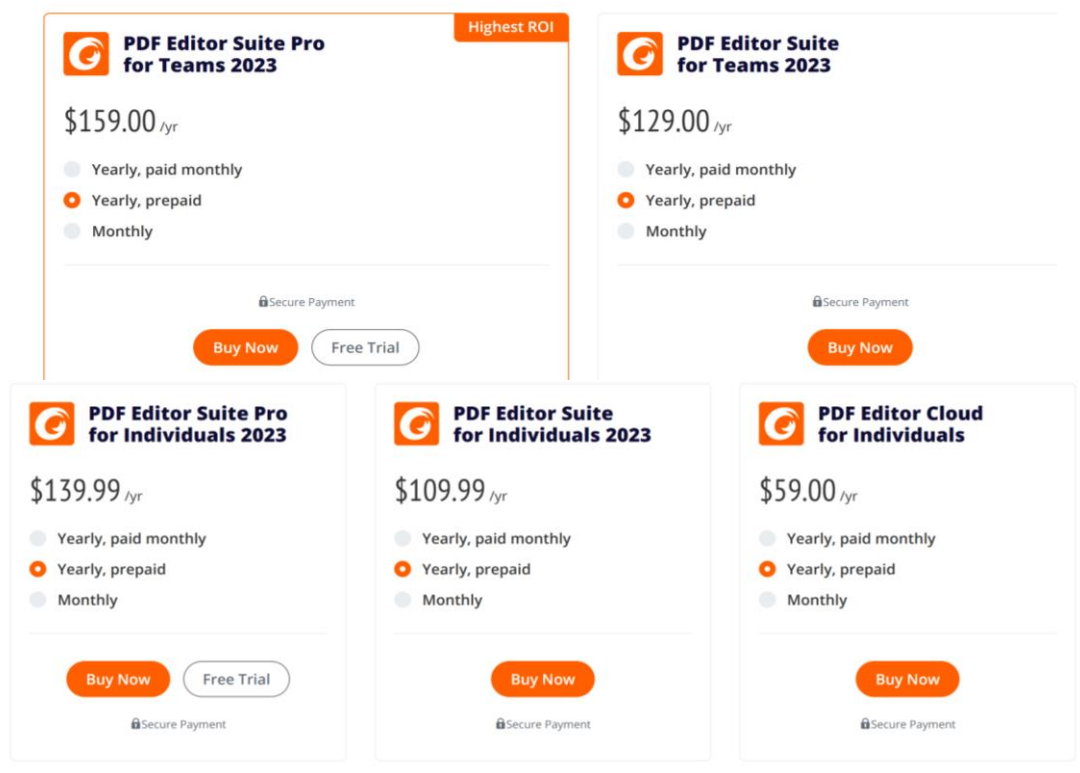
图2.海内外市场转型战略



资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：图中的90%/10%为该市场收入占比）

持续深化云化战略，业务模式由授权逐渐转为订阅。产品方面，持续深化云化战略，通过云化产品和积极向客户宣导来实现向订阅模式的转型，一系列“云产品”成功升级和孵化：以PDF Editor Pro+为主打，iDox.AI系列智能服务、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新品丰富了产品矩阵。公司重磅发布的PDF Editor Pro+，集合了移动端、桌面端和云端三形态，并集成Foxit eSign功能，推进公司加速转订阅的进程。参考官网新发布的产品定价，用户可选择按年按月等付费方式。

图3.福昕软件部分产品收费情况



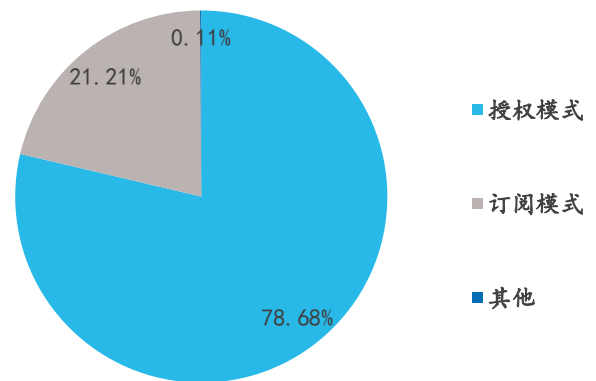
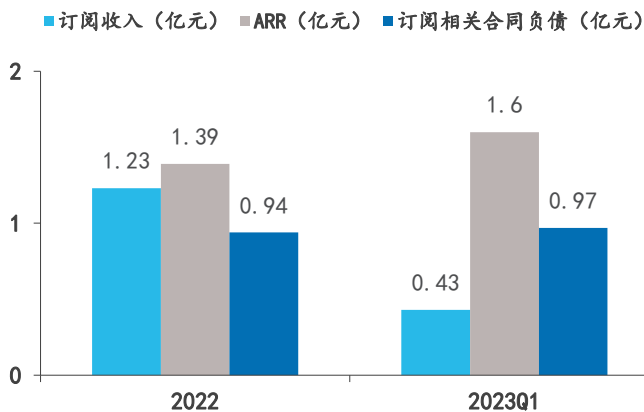
资料来源：福昕软件官网，安信证券研究中心

订阅业务收入快速增长，核心产品续费率超90%。公司正在逐步推进PDF编辑器与阅读器从永久授权模式向订阅模式转型。1) 收入方面，2022年公司订阅业务收入1.23亿元(yoy+47.98%)，占营业收入比重从2021年的15%增至21%；公司订阅业务ARR（年度经常性收入）达1.39亿元(yoy+56.41%)。2023Q1，公司订阅收入占比达30%，较上年同期增长了

66.77%，订阅业务 ARR 的金额为 1.60 亿元，同比增长 75.12%。2) 合同负债方面，2022 年，公司订阅相关合同负债金额达到 9372.68 万，较上年同期增长 58.85%。2023 年第一季度，订阅相关的合同负债金额为 9696.09 万元，较上年同期增长 77.61%。3) 续费率方面，2022 年公司 PDF 核心产品整体订阅续费率约 95%。订阅模式将通过在线官网、线下销售、代理商等全方位覆盖至客户，并持续优化订阅用户的体验。

图4.2022-2023Q1 订阅业务收入情况

图5.2022 业务模式占比情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

渠道优先以获更多商机，多管齐下推动渠道拓展。根据行业特点及客户需求，公司采取直接销售与渠道销售相结合的销售方式，其中渠道销售可分为：1) 包括 Amazon store、Apple store、Google play 和 Windows Store 等第三方在线应用商店销售；2) 不同层级的分销商、代理商等渠道销售商。公司渠道优先的核心方式是通过让利渠道、保护渠道，渠道可以把公司产品和服务介绍给其现成的客户，从而让渠道给公司提供更多的商机，同时渠道体系的完善也为公司未来的新产品销售奠定坚实基础。**在渠道数量的拓展上**，通过强化激励头部分销商，与之合作共同招募代理商，以实现数量上的快速增加。**在渠道管理上**，通过渠道政策发布、商务流程建立等提升渠道对公司的认知度。**在内部管理上**，改进销售佣金策略，鼓励销售团队拓展与渠道的双向合作，充分嫁接渠道潜在的获客和商机价值。**在渠道利益上**，公司加大产品改造、服务投入、授权系统建设、商务流程调整等举措以提升渠道在转订阅业务模式下的销售体验。

表3：福昕软件产品销售模式

销售类型	销售模式介绍
直接销售	非在线商店直接销售 公司采用电话、E-mail 及派遣销售人员等方式进行产品的直接销售。为实现对客户的精准营销，公司强调垂直市场，重点针对教育、法律、银行、保险、政府等领域进行销售，有助于公司销售及技术人员为客户提供更好的服务。
	官网在线商店销售 公司在官方网站上直接进行产品的销售，设有专门的网页对产品及服务进行展示，企业、机构及个人用户可直接访问网站浏览产品信息，用户可下载产品试用并进行产品购买，通过线上注册的方式填写相关信息，挑选所需的产品并进行付费，公司收到付款信息后将安装许可证的注册码发送至客户邮箱，客户获得注册码之后即可激活产品。用户通过在线商店购买可零等待获取产品，具有较高的便利性。
渠道销售	第三方在线应用商店销售 公司通过 Amazon store、Apple store、Google play 和 Windows Store 等第三方在线商店，向终端消费者进行产品销售，消费者直接向与公司合作的平台发出商品购买需求，双方以第三方平台商品的实际销售额和约定方式进行结算。通过线上的方式进行销售时，客户通过信用卡、PayPal、支付宝以及微信等方式支付款项至第三方，公司可按约定提取相关款项。
	渠道商销售 公司与不同层级的分销商、代理商等渠道商合作，由渠道商从终端客户获取订单，公司在产品标准定价的基础上给予渠道商不同程度的折扣或返利。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

福昕软件深耕数字化办公领域二十余年，产品销售范围覆盖全球 200 余个国家和地区。渠道商销售方面，公司根据代理商的下单数量，在产品标准定价的基础上给予不同的折扣，同时代理商拥有自主定价权，在该模式下，代理商依靠自身的渠道进行销售从而赚取差价。根据年报披露，目前公司与戴尔、新聚思、Insight、神州数码、伟仕佳杰等大型 IT 代理商达成合作，通过其销售渠道扩展市场。

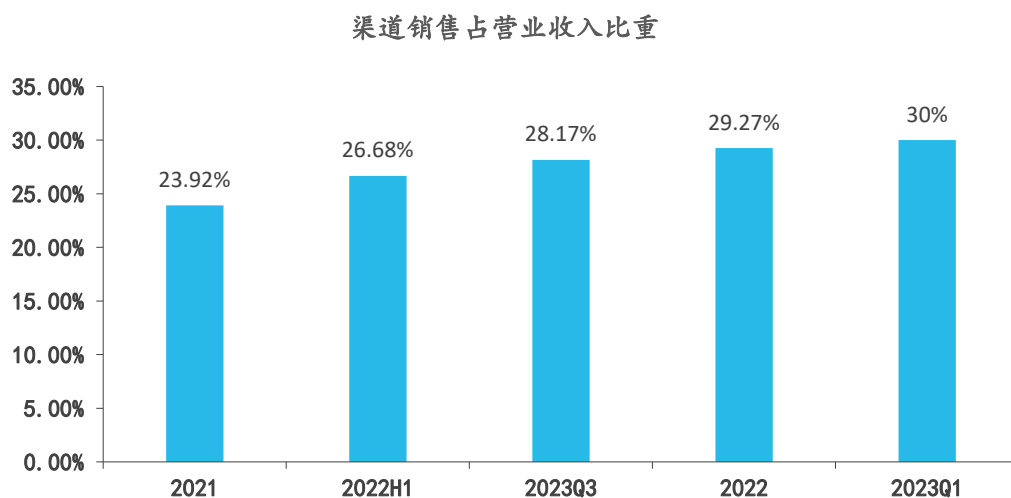
图6.福昕通过戴尔等代理商渠道拓展市场



资料来源: Dell 官网, 安信证券研究中心

根据公司公告披露，2022 年，通过渠道销售实现收入 1.7 亿元，同比增长 31.14%，占营业收入的比例从 2021 年的 24%增长至 2022 年的 29%，其中欧洲市场和北美市场渠道销售收入较去年同期增长均超过了 25%；中国市场渠道销售收入较去年同期增长 76%。2023 年第一季度，来自渠道的收入较上年同期增长 14.62%，渠道收入占比约 30%。公司不断新增代理商数量和对具有规模性的主要渠道的资源投入，进一步促进渠道转型。

图7.福昕软件渠道销售占比逐步提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 踏浪 AI：ChatGPT 赋能福昕 PDF，AIGC 提升办公效率

福昕软件海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 成功集成 ChatGPT，重磅上线 PDF 文档总结、内容改写、实时问答等 AIGC 功能。Foxit PDF Editor Cloud 是一款在线 PDF 文档编辑产品，用户无需下载安装任何软件，仅通过浏览器就可以在线阅读、编辑 PDF 文档，并完成文档格式转换等操作。如今，在 ChatGPT 的赋能下，Foxit PDF Editor Cloud 不仅可以快速、准确地总结出 PDF 文档的段落或全文信息要点，还提供改写功能，可在不改变原有内容意思的前提下，优化文档内容的表达。同时，基于 ChatGPT 的对话交互能力，Foxit PDF Editor Cloud 还能与用户进行话题沟通、实时问答。

图8.福昕 PDF 海外版注册页面

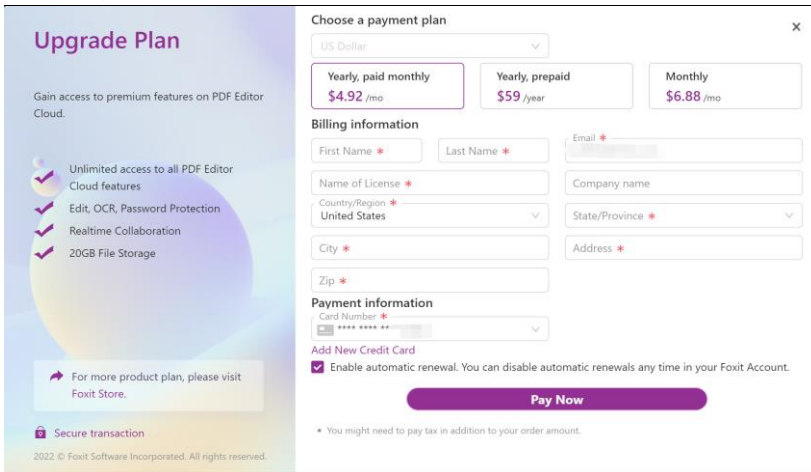


图9.限制为每天 50 问/每月 100 页 PDF

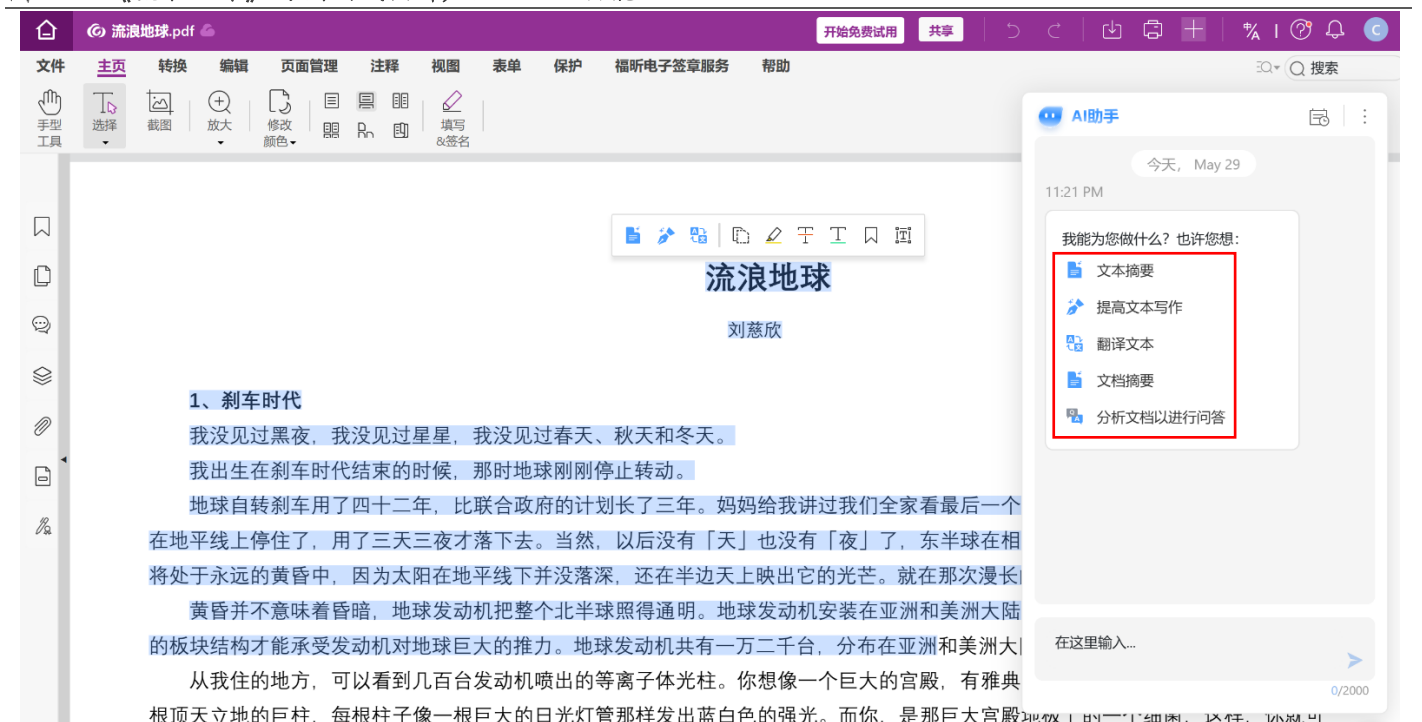


资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

我们导入刘慈欣创作的中篇科幻小说《流浪地球》(约 2.3 万字)，主要测试其“文档总结、内容改写、实时问答”这三大 AIGC 功能。

图10.以《流浪地球》为例测试福昕产品 AIGC 功能



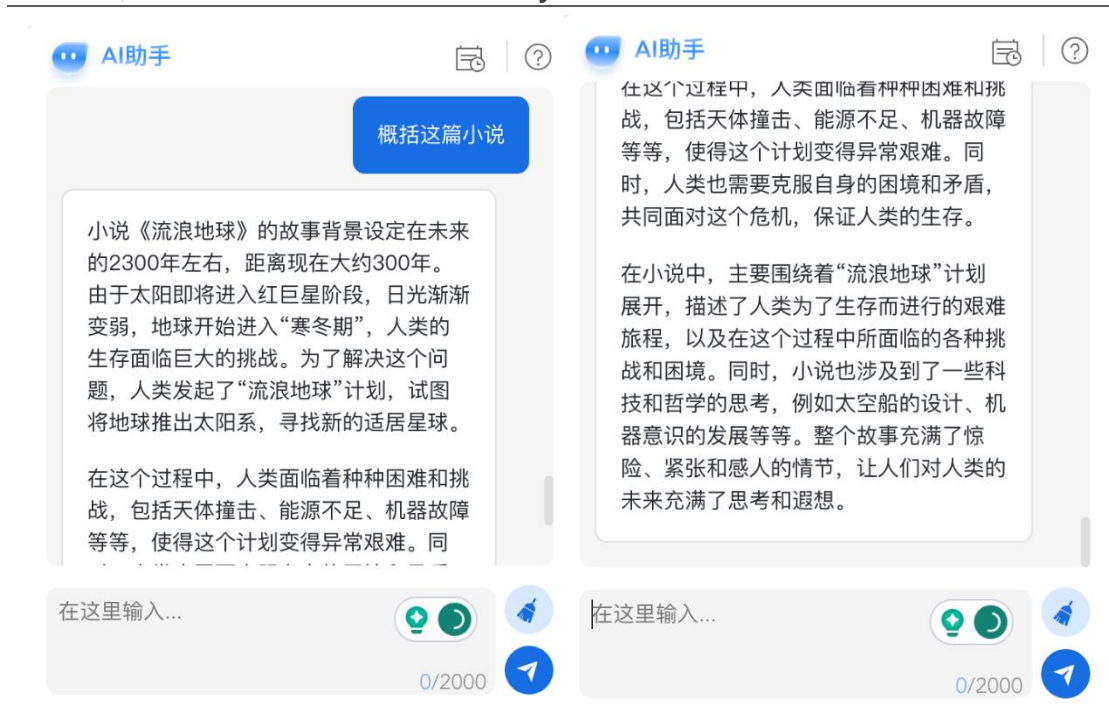
资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

2.1. 文档摘要功能 (Summarize)

第一步，输入“概括《流浪地球》这篇小说”，我们发现 AI 能够较好的理解文档内容，概括归纳能力良好。输出结果如下：

【小说《流浪地球》的故事背景设定在未来的 2300 年左右，距离现在大约 300 年。由于太阳即将进入红巨星阶段，日光渐渐变弱，地球开始进入“寒冬期”，人类的生存面临巨大的挑战。为了解决这个问题，人类发起了“流浪地球”计划，试图将地球推出太阳系，寻找新的宜居星球。在这个过程中，人类面临着种种困难和挑战，包括天体撞击、能源不足、机器故障等等，使得这个计划变得异常艰难。同时，人类也需要克服自身的困境和矛盾，共同面对这个危机，保证人类的生存。在小说中，主要围绕着“流浪地球”计划展开，描述了人类为了生存而进行的艰难旅程，以及在这个过程中所面临的各种挑战和困境。同时，小说也涉及到了一些科技和哲学的思考，例如太空船的设计、机器意识的发展等等。整个故事充满了惊险、紧张和感人的情节，让人们对人类的未来充满了思考和遐想。】

图11.福昕海外版 PDF 产品测试“Summary”功能



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

2.2. 实时问答功能 (Ask)

第二步，我们针对《流浪地球》里的内容提出相关问题，考验其多轮对话能力，我们发现 AI 能够较好的理解小说内容并作答，效果良好：

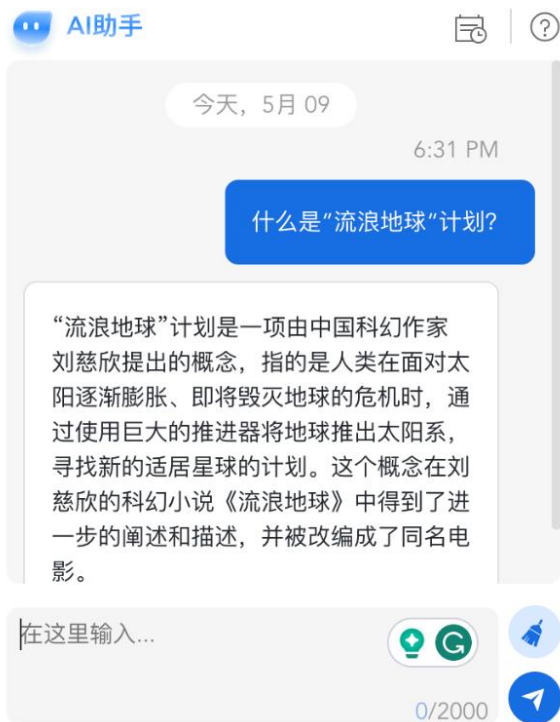
Q1: 什么是“流浪地球”计划？

A1: “流浪地球”计划是一项由中国科幻作家刘慈欣提出的概念，指的是人类在面对太阳逐渐膨胀、即将毁灭地球的危机时，通过使用巨大的推进器将地球推出太阳系，寻找新的宜居星球的计划。这个概念在刘慈欣的科幻小说《流浪地球》中得到了进一步的阐述和描述，并被改编成了同名电影。

Q2: 小说的年代背景是什么时候？

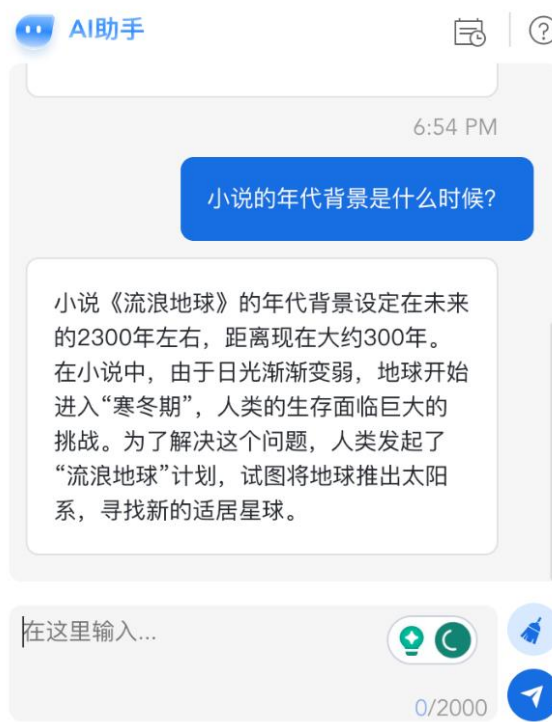
A2: 小说《流浪地球》的年代背景设定在未来的 2300 年左右，距离现在大约 300 年。在小说中，由于日光渐渐变弱，地球开始进入“寒冬期”，人类的生存面临巨大的挑战。为了解决这个问题，人类发起了“流浪地球”计划，试图将地球推出太阳系，寻找新的宜居星球。

图12.福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q1）



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

图13.福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q2）



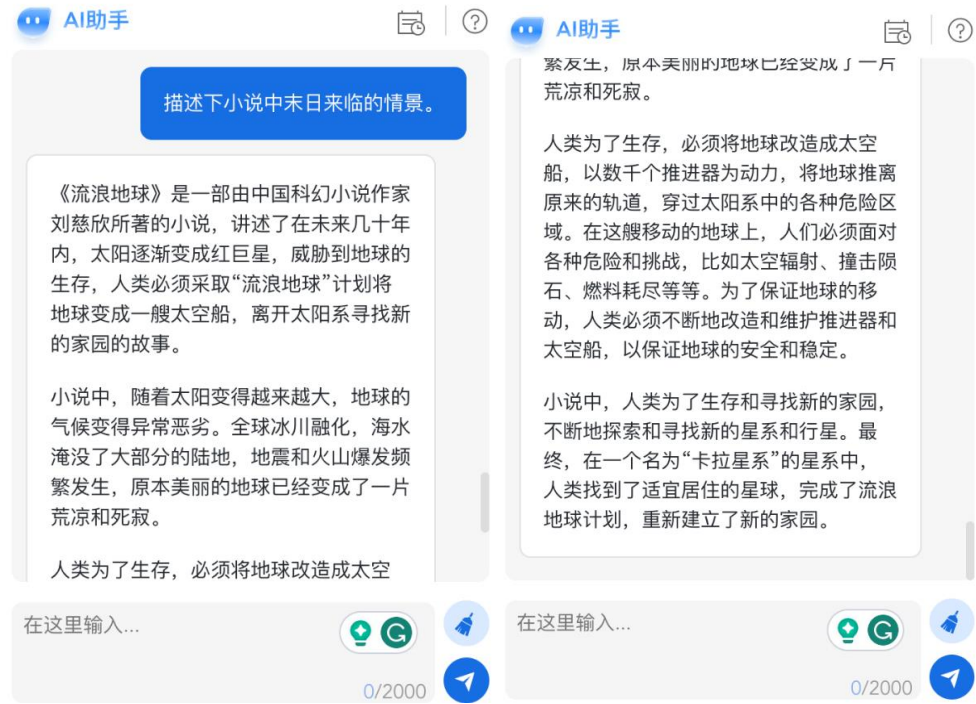
资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

Q3: 描述下小说中末日来临的情景。

A3:《流浪地球》是一部由中国科幻小说作家刘慈欣所著的小说，讲述了在未来几十年内，太阳逐渐变成红巨星，威胁到地球的生存，人类必须采取“流浪地球”计划将地球变成一艘太空船，离开太阳系寻找新的家园的故事。小说中，随着太阳变得越来越大，地球的气候变得异常恶劣。全球冰川融化，海水淹没了大部分的陆地，地震和火山爆发频繁发生，原本美丽的地球已经变成了一片荒凉和死寂。

人类为了生存，必须将地球改造成太空船，以数千个推进器为动力，将地球推离原来的轨道，穿过太阳系中的各种危险区域。在这艘移动的地球上，人们必须面对各种危险和挑战，比如太空辐射、撞击陨石、燃料耗尽等等。为了保证地球的移动，人类必须不断地改造和维护推进器和太空船，以保证地球的安全和稳定。小说中，人类为了生存和寻找新的家园，不断地探索和寻找新的星系和行星。最终，在一个名为“卡拉星系”的星系中，人类找到了适宜居住的星球，完成了流浪地球计划，重新建立了新的家园。

图 14.福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q3）

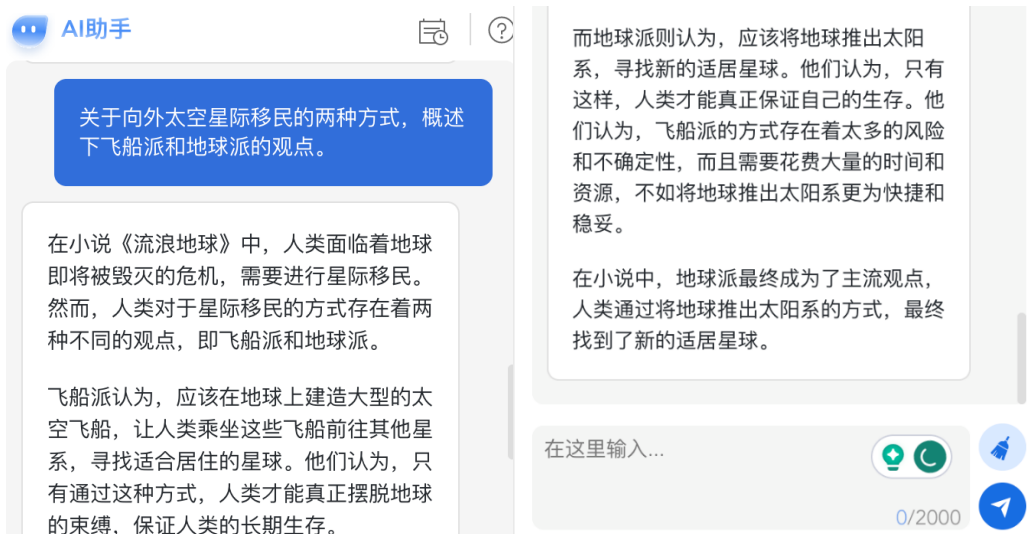


资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

Q4：关于向外太空星际移民的两种方式，概述下飞船派和地球派的观点。

A4：在小说《流浪地球》中，人类面临着地球即将被毁灭的危机，需要进行星际移民。然而，人类对于星际移民的方式存在着两种不同的观点，即飞船派和地球派。**飞船派认为**，应该在地球上建造大型的太空飞船，让人类乘坐这些飞船前往其他星系，寻找适合居住的星球。他们认为，只有通过这种方式，人类才能真正摆脱地球的束缚，保证人类的长期生存。而**地球派则认为**，应该将地球推出太阳系，寻找新的宜居星球。他们认为，只有这样，人类才能真正保证自己的生存。他们认为，飞船派的方式存在着太多的风险和不确定性，而且需要花费大量的时间和资源，不如将地球推出太阳系更为快捷和稳妥。在小说中，**地球派最终成为了主流观点**，人类通过将地球推出太阳系的方式，最终找到了新的宜居星球。

图 15.福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q4）

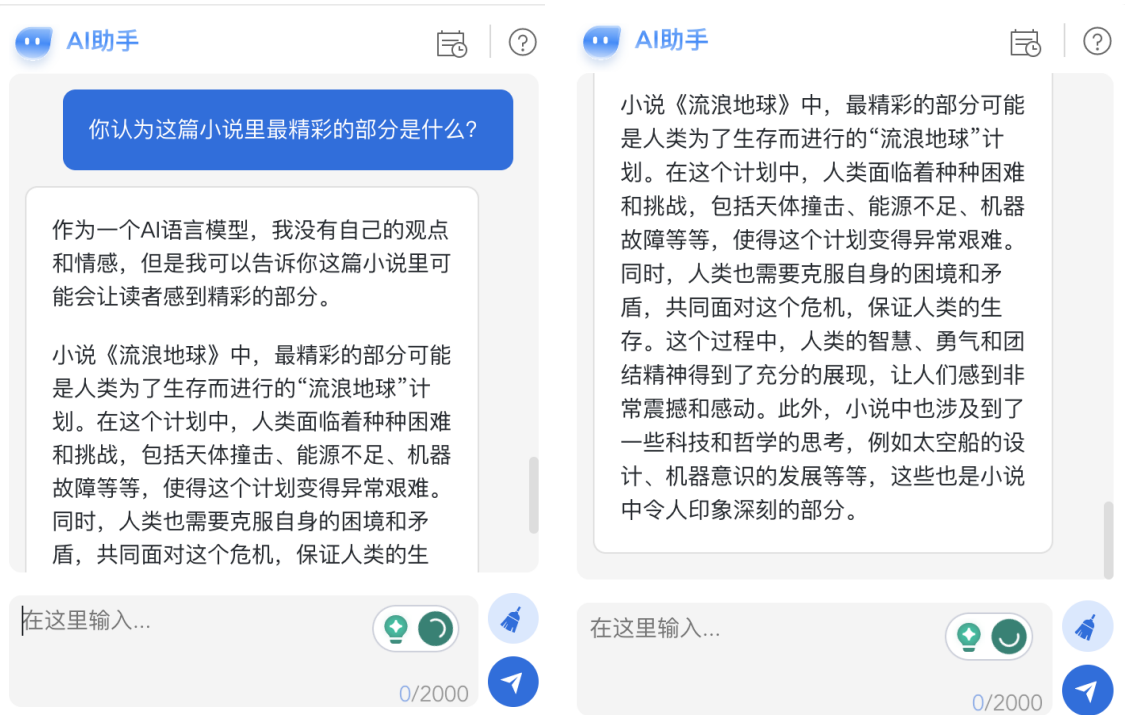


资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

Q5: 你认为这篇小说里最精彩的部分是什么？

A5: 作为一个 AI 语言模型，我没有自己的观点和情感，但是我可以告诉你这篇小说里可能会让读者感到精彩的部分。小说《流浪地球》中，最精彩的部分可能是人类为了生存而进行的“流浪地球”计划。在这个计划中，人类面临着种种困难和挑战，包括天体撞击、能源不足、机器故障等等，使得这个计划变得异常艰难。同时，人类也需要克服自身的困境和矛盾，共同面对这个危机，保证人类的生存。这个过程中，人类的智慧、勇气和团结精神得到了充分的展现，让人们感到非常震撼和感动。此外，小说中也涉及到了一些科技和哲学的思考，例如太空船的设计、机器意识的发展等等，这些也是小说中令人印象深刻的部分。

图16.福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q5）



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

Q6: 你觉得这篇小说的主题是什么？

A6: 作为一个 AI 语言模型，我认为小说《流浪地球》的主题是人类面对末日危机时的团结和坚韧。小说中，人类面临着太阳即将毁灭地球的危机，必须寻找新的宜居星球，以保证自己的生存。在这个过程中，人类需要克服各种困难和挑战，共同面对危机，保证人类的生存。这个过程中，人类的智慧、勇气和团结精神得到了充分的展现，让人们感到非常震撼和感动。因此，小说中强调了人类在面对灾难时的重要性，只有通过团结和坚韧，人类才能克服一切困难，实现自己的生存和发展。

图 17.福昕海外版 PDF 产品测试“ASK”功能（Q6）



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

2.3. 改扩写功能（Rewrite）

第三步，当输入一段文字顺序错乱的句子：**【研表究明，汉字的序顺并不定一能影阅响读，比如当你看完这句话后，才发这现里的字全是都乱的】**，我们发现它能输出完整且正常顺序的结果：**【研究表明，汉字的顺序并不一定能影响阅读的效果】**，此外，它能够理解原句并根据意思进行扩写：**【尽管我们可以通过上下文和语境来理解汉字，但如果汉字的顺序完全打乱，阅读的效率 and 准确性都会大大降低。因此，在汉字的书写和排版中，排序需要严格遵守】**。

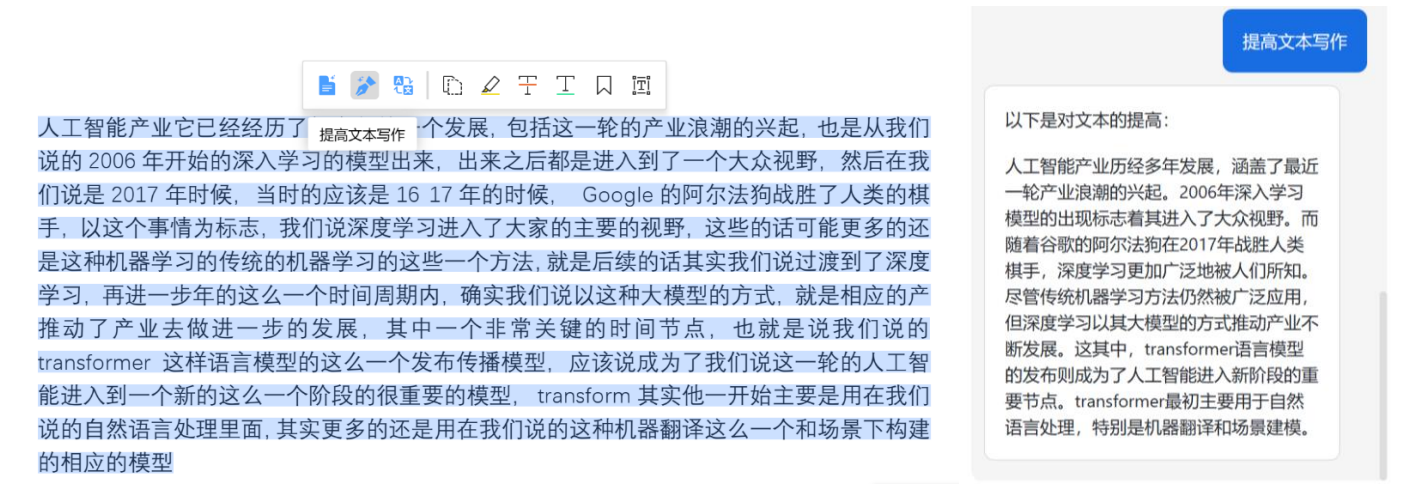
图 18.福昕海外版 PDF 产品测试“改扩写”功能



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

我们将会议录音直接转写成文字的一段话输入，使用“提高文本写作功能”。原转写内容是直译，口语化内容偏多，存在重复、语言啰嗦等情况。改写后语句通顺，更换为书面语形式，删掉语句重复，能够对原录音内容进行很好的改写。

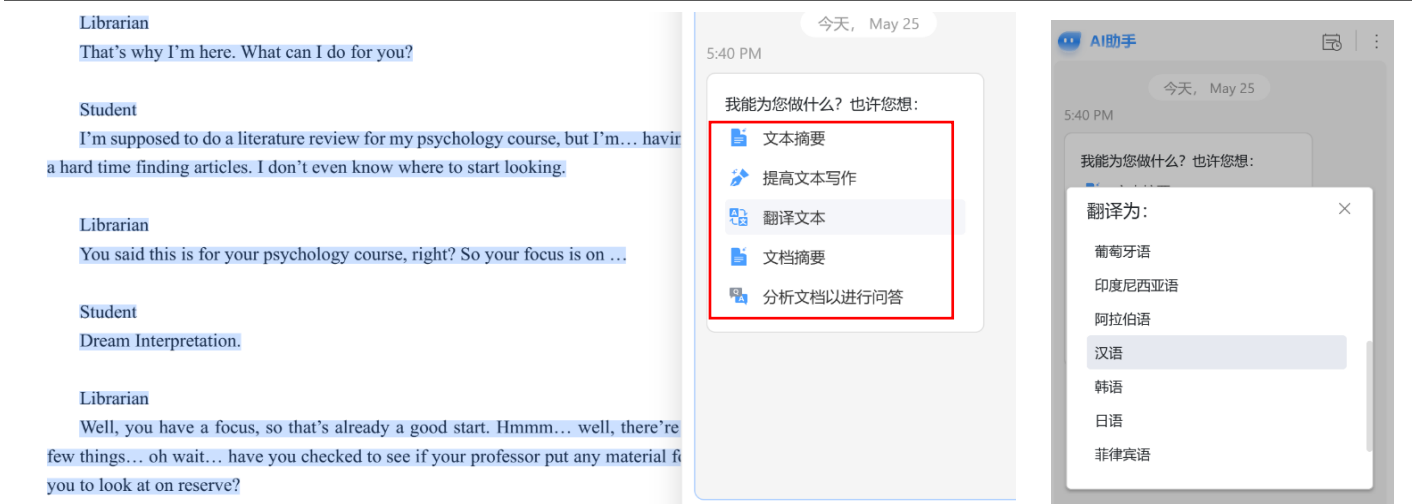
图19. 福昕海外版 PDF 产品测试“提高文本写作功能”



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

作为一款在线 PDF 文档编辑产品，Foxit PDF Editor Cloud 具有更新迭代迅速的优势，每两星期即推出一个新版本。近日，基于 ChatGPT 信息处理能力，全新上线文本翻译、文档智能解析及增强问答功能。

图20. 福昕海外版云产品 Foxit PDF Editor Cloud 加码 AI 能力



资料来源：福昕软件 PDF 海外版，安信证券研究中心

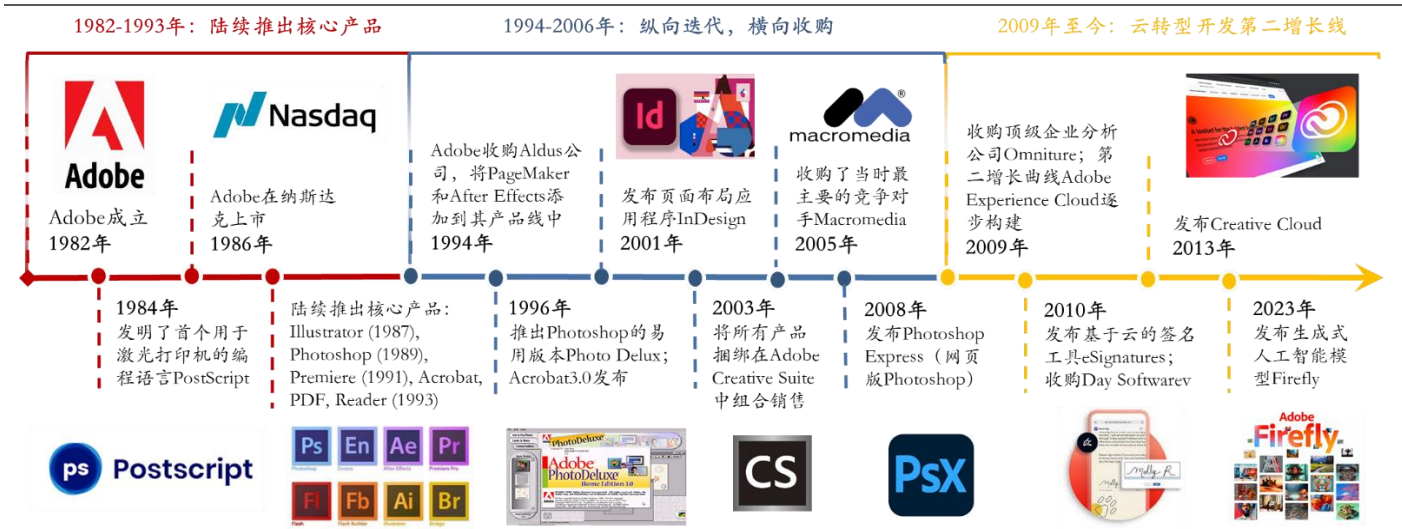
目前，国际软件巨头纷纷布局 AIGC，微软发布推出名为 Copilot 的人工智能服务，并将其嵌入 Office 办公软件中；Adobe 发布 Firefly 系列智能生成图像工具。在 PDF 电子文档领域，人工智能相关算法的运用也可以构建新型人机交互方式，实现对用户积累的大量文档结构化及非结构化数据进行智能分析，提取关键信息等功能。伴随 AIGC 等人工智能技术的持续演进，将引领未来社会智能化的工作方式成为主流，促进知识工作者提升对于内容的获取与处理效率。面向 AIGC 时代，作为行业领先的在线编辑器，Foxit PDF Editor Cloud 此次接入 ChatGPT 大型语言模型，将为全球用户提供更快捷、更智能的数字化办公服务，同时也为福昕公司加速迭代升级产品 AI 能力打下良好开端。

3. 他山之石：行业龙头 Adobe 腾云而上，福昕对标追赶

3.1. 全球创意软件巨头 Adobe 成功云转型珠玉在前

Adobe 是全球领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商。公司成立于 1982 年，业务主要包括 Creative Cloud, Document Cloud, Experience Cloud 三大模块，凭借 Photoshop、PDF、Premiere、After Effects、Acrobat 等软件产品享誉全球。公司亦是全球最大的 PDF 电子文档软件产品提供商，PDF 标准于 1993 年由 Adobe 首次发布，并于 2008 年正式成为国际标准，Adobe 在版式文档领域具有较高的市场占有率。

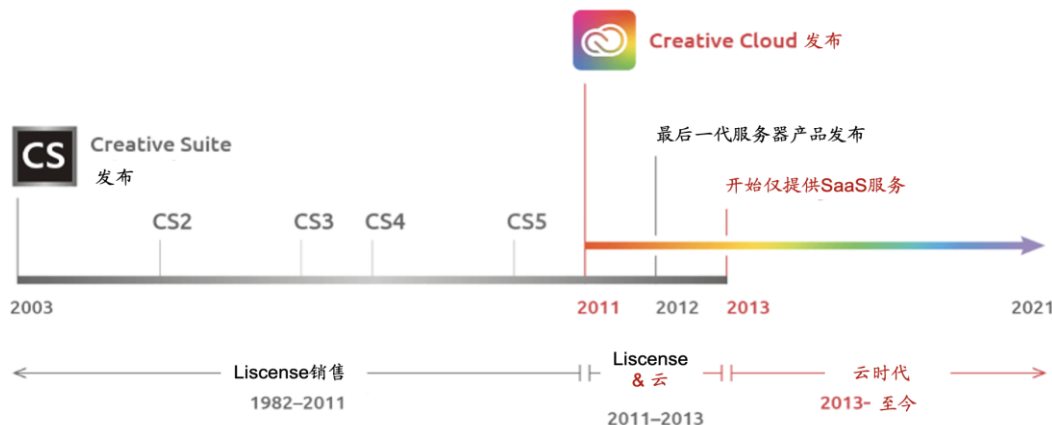
图21. Adobe 公司转型前发展历程



资料来源：Adobe 官网，安信证券研究中心

软件组合需求触达天花板，巨头通过 SaaS 转型突破瓶颈。Adobe 虽保持了 Creative Suite 的持续迭代并推出更多产品，但由于 1) 客户终端需求有限，多产品拓展也难以遏制产品触达需求天花板；2) 提价不是长久对策；3) 2008 年全球金融危机爆发，大量公司客户开源节流，在软件复购上，很多客户不再付费更新软件版本，而选择持续使用旧版本等多重不利因素影响，公司发展陷入瓶颈。Shantanu Narayen (Adobe 当时的 COO，目前的 CEO) 因关注到订阅制 SaaS 模式的发展趋势，决定推动 Adobe 向 SaaS 全面转型。2011 年，在 CS6 发布会上，公司首次在公开场合公开披露其新的云战略，发布了 Creative Suite 的云版本；2013 年，Adobe 发布“Cloud-only announcement”，宣布所有未来版本的 Creative Suite 应用只能基于订阅的服务购买，且只能在云上使用，主要销售模式从一次性 1800 美元购买转变为整个 Creative Cloud 订阅费用每月约 50 美金，引导用户由买变租。现如今 Adobe 已成功转型，从一家出售软件 License 的公司成长为一家基于 SaaS 服务的创意软件巨头。

图22. Adobe 云转型过程



资料来源：Adobe 公司公告，安信证券研究中心

图23. Adobe 公司订阅模式下产品收费情况

Product	Price (US\$/mo)
Creative Cloud All Apps	US\$54.99
Photography (1TB)	US\$19.99
Acrobat Pro	US\$19.99
Photoshop	US\$20.99
Adobe Premiere Pro	US\$20.99
Illustrator	US\$20.99
Adobe Express	US\$9.99
After Effects	US\$20.99
InDesign	US\$20.99
Lightroom (1TB)	US\$9.99
Audition	US\$20.99
Animate	US\$20.99
Substance 3D Collection	US\$49.99
Substance 3D Texturing	US\$19.99
Dreamweaver	US\$20.99
InCopy	US\$4.99
Adobe Stock	US\$29.99

资料来源：Adobe 官网，安信证券研究中心

SaaS 商业模式的优势主要体现在：

- 1) 降低使用门槛，定价灵活匹配不同用户需求。曾经中小企业用户或因永久授权成本高而拒绝使用，用户可以按需消费，但如今的订阅制提供按月或按年等多种交付模式，消除了客户对一款他们不确定是否能永久满足其需求的软件一次性支付大笔费用的忧虑，用户群体的拓宽带动了订单量大幅提升。
- 2) 收入持续且稳定。从原来的一次性收费转变为定期收费，SaaS 使用的订阅模式能够为公司带来稳定且持续的现金流和营业收入，并有利于与用户建立长期的双赢合作关系。
- 3) 提升客户生命周期价值。根据爱分析数据，云化前，Adobe CS6 单款应用功能价格从 \$249-\$999 不等，套件价格从 \$1299-\$2599 不等，其中购买最多的是 \$699 的 Photoshop CS6，除软件购买外还有部分收入是来自软件升级，每次升级费用约为软件购买费用的 1/3，预计每位客户平均升级 3 次，因此单个客户软件升级部分价值约 \$975。云化后，根据 Trefis 预计，2016 年 Adobe CC 客单价 \$27.9/月。由于创意云的粘性很强，例如设计师群体是 Photoshop 深度用户，预计整体留存率达到 90%。因此，云化后 Adobe 整个客户生命周期价值能达到 3348 美元，远高于云化前的 1950 美元。

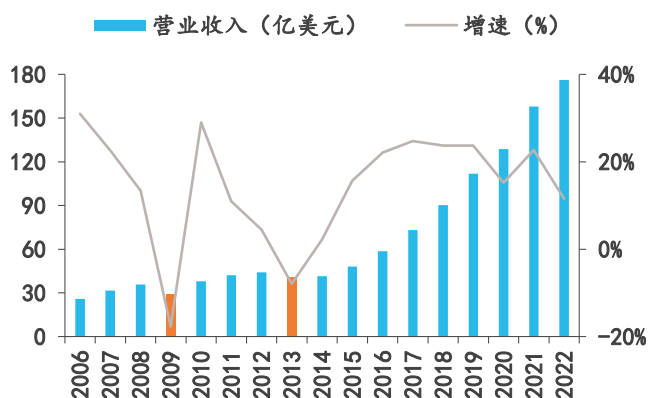
表4：转云后 Adobe 客户生命周期价值提升

阶段	购买内容	价格
云化前	平均软件购买成本	\$ 975
	软件更新成本	\$ 975
	LTV	\$ 1,950
云化后	平均客单价（每月）	\$ 28
	年留存率	90%
	LTV	\$ 3,348

资料来源：爱分析，Adobe，安信证券研究中心（注：生命周期价值 Life Time Value，即 LTV）

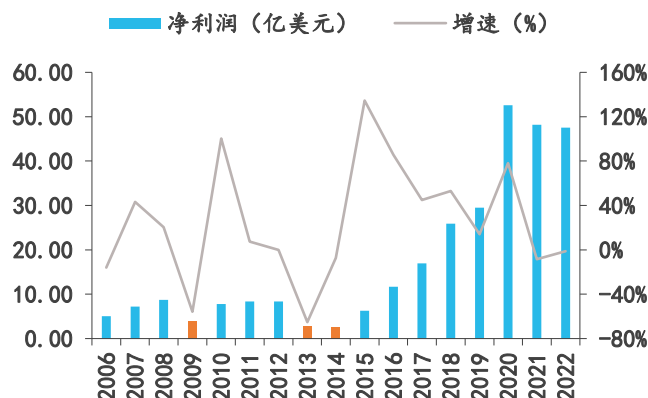
财务表现来看，转型期业绩短暂承压，转型后 SaaS 优势显现带来业绩高增。2009 年，Adobe 逐渐将 Creative Suite 的销售模式从永久性的授权模式向订阅模式过渡。终止 Creative Suite 更新后，由于消费者对云模式需要接收时间、以及一次性销售收入下降，叠加推广期间公司费用投放并未下降等因素影响，业绩短暂承压，2013 年公司营收和净利润均呈现负增长，营收同比下降 10.21%，净利润同比下降 66.05%。但随后 SaaS 转型的优势逐渐显现，订阅收费大幅降低了新用户购买门槛，市场目标用户群体明显扩大，同时订阅持续收费的商业模式为 Adobe 带来更加稳定和可预测的收入。

图24.2006-2022年 Adobe 营业收入及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

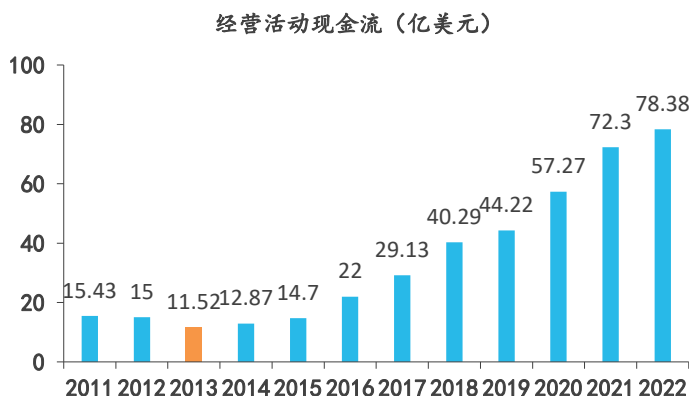
图25.2006-2022年 Adobe 净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

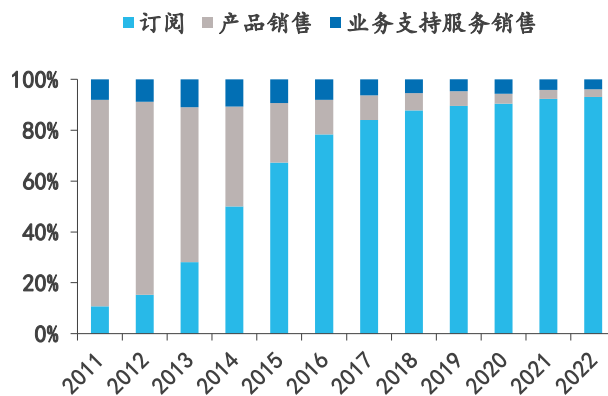
订阅模式成主导，为稳定持续发展提供支撑保障。Adobe 公司传统的产品销售收入占比逐渐下降，而订阅业务的收入占比持续上升，订阅收入占比从 2010 年的 10.18%提高至 2022 的 93.08%，现已成为公司最主要的营收来源。2015 年起，Adobe 的收入、净利润、现金流等财务指标快速提升。

图26.2011-2022年 Adobe 经营活动现金流



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图27.Adobe 订阅业务收入占比逐年增高



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.2. 行业天花板高，产品力强，更具性价比优势

行业天花板高，福昕 PDF 发展空间广阔。据 Adobe 财报数据显示，其 Document Cloud（即 PDF 文档管理业务）的年度经常性收入由 2012 年的 0.49 亿美元增至 2022 年 23.83 亿美元，期间年复合增速达 47.47%，增长趋势较为明显，文档软件市场需求旺盛。据 Adobe 公司公开文件显示，PDF 文档相关业务潜在市场规模（TAM）到 2023 年可达 210 亿美元，2024 年 320

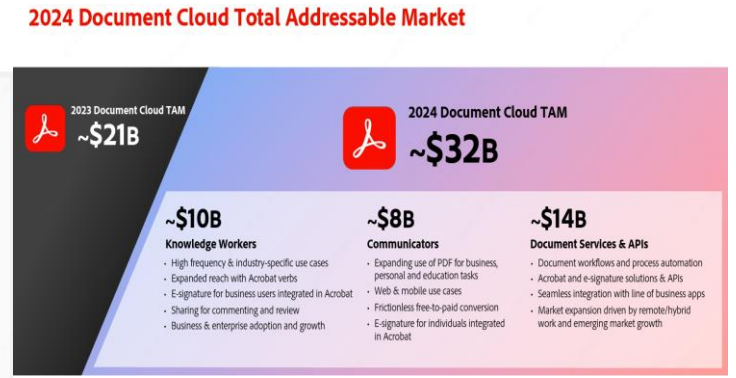
亿美元。对标海外巨头，Adobe 的 PDF 相关收入是福昕软件总收入的 20 倍以上，行业天花板高，福昕的远期发展空间广阔。

图28.Adobe PDF 文档类产品简介



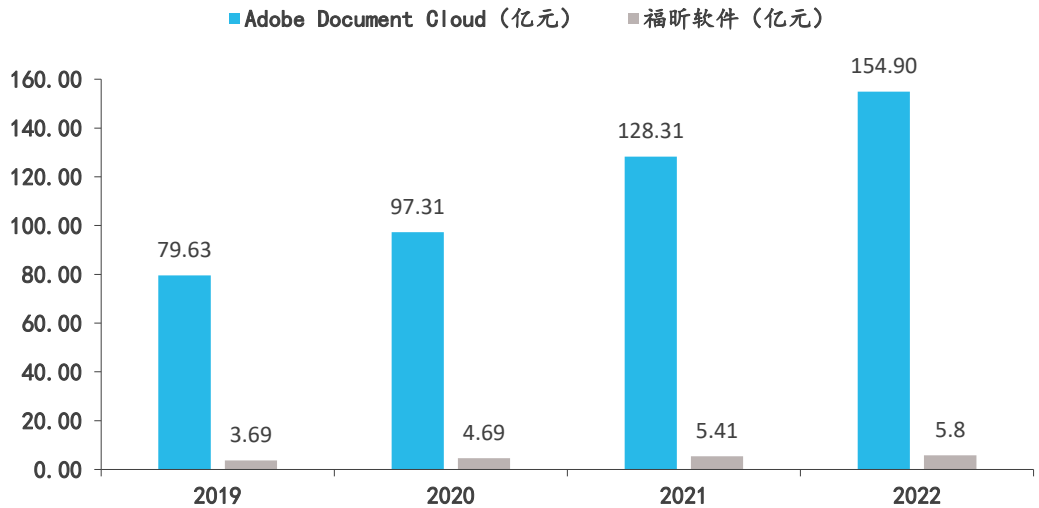
资料来源: Adobe, 安信证券研究中心

图29.Adobe PDF 相关收入测算



资料来源: Adobe, IDC, 安信证券研究中心

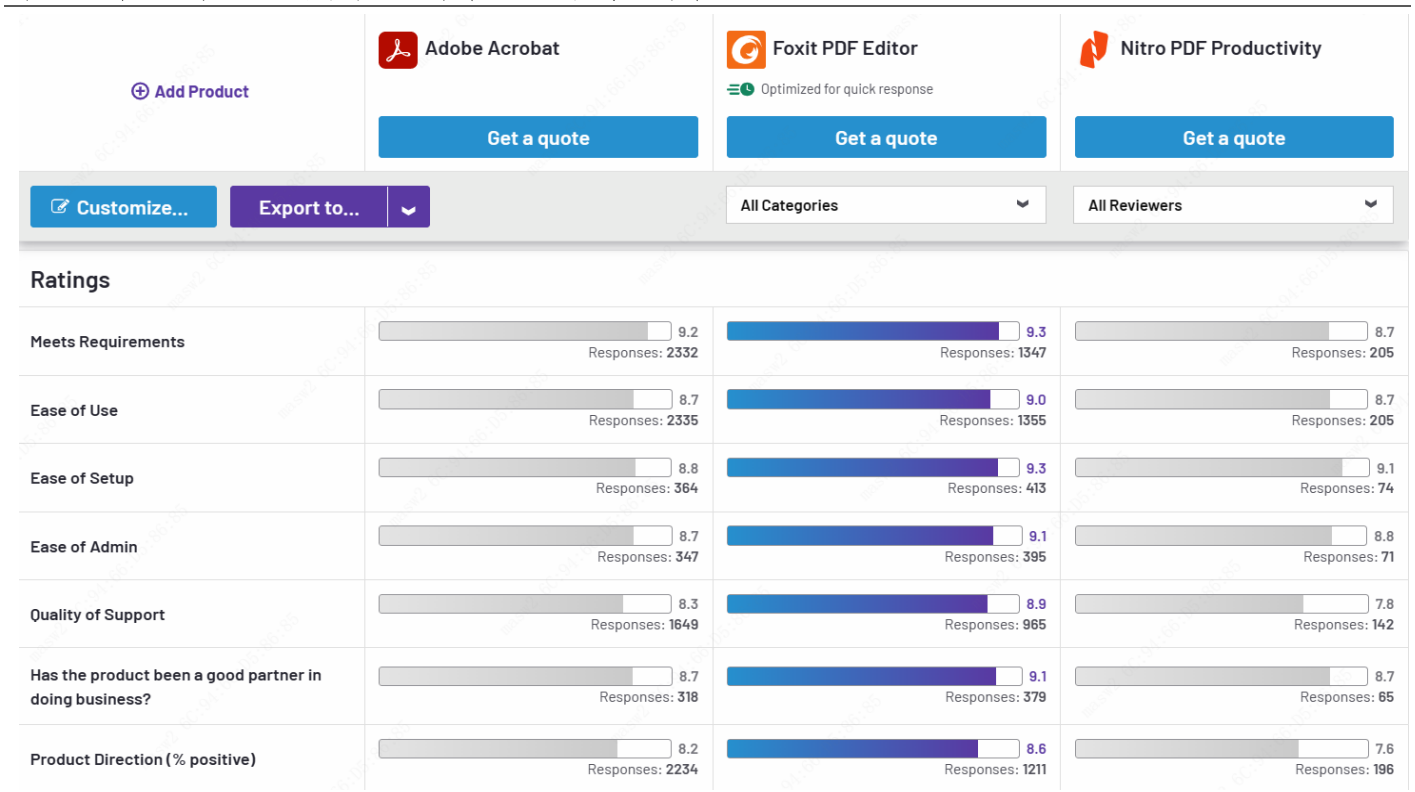
图30.Adobe PDF 相关收入体量是福昕软件收入的 20 倍以上



资料来源: Adobe 公司公告, Wind, 安信证券研究中心 (注: Document Cloud 即 Adobe 的 PDF 文档管理业务, 汇率假设采用美元: 人民币=1:6.5)

核心技术行业领先，多年深耕铸就优秀产品力。在核心技术方面，公司拥有一整套完全自主知识产权的核心技术，在文档解析和渲染的速度、文档处理的稳定和可靠性、文档的安全可控性以及核心技术的跨平台支持等方面表现突出。在实现的功能方面，与主要竞争对手对比，PhantomPDF 的功能集合和使用体验与 Adobe Acrobat Pro 基本上对等，除此外，PhantomPDF 集成了更多的企业应用，比如与微软 RMS 深度集成，与十几个 ECM 产品深度集成。根据国外专业软件评分网站 G2 统计数据，公司产品 Foxit PhantomPDF 在需求应对、易用度、上手度、易管理、支持服务、商业使用度六大方面上均处于行业领先，评分优于主要竞争对手。

图31. 福昕 PDF 产品在国外专业软件评分网站获得较高评价



资料来源: G2.com, 安信证券研究中心

此外, 福昕 PDF 编辑器还具备软件部署范围广、速度快 (缩短打开 PDF 文档或下载大量更新文件的时间)、体积小 (部署简便, 同等功能下占用计算机资源更少)、兼容性高 (可兼容所有符合标准的 PDF 文档)、用户界面友好 (拥有与微软办公软件工具栏类似的用户界面, 新用户可快速上手)、安全系数高 (CVE 安全漏洞数少于 Adobe)、编辑功能强大等优势。

表5: 福昕编辑器与 Adobe Acrobat 功能对比

功能	福昕高级 PDF 编辑器 (标准版)	福昕高级 PDF 编辑器 (专业版)	ADOBE ACROBAT DC STANDARD	ADOBE ACROBAT DC PRO
PDF 创建和转换				
创建符合行业标准的 PDF 文档 (PDF 1.7/ISO 32000)	✓	✓	✓	✓
从空白页面创建 PDF 文档	✓	✓	✓	✓
从多个文件、文件类型和扫描仪创建 PDF 文档	✓	✓	✓	✓
从扫描仪创建 PDF 文档时使用高压缩功能		✓		
从微软 Word、Excel、PowerPoint 一键创建 PDF 文档	✓	✓	✓	✓
从微软 Project 一键创建 PDF 文档		✓		✓
从 IE、Chrome 和 Firefox 一键创建 PDF 文档	✓	✓	✓	✓
将 PDF 文档转换成 XPS 文件	✓	✓		
PDF 编辑				
段落编辑, 编辑时文本将自动重排	✓	✓	✓	✓
流式编辑		✓		
编辑文本字体 (类型、样式、字号、颜色和效果)	✓	✓	✓	✓
调整行间距、移动和调整段落	✓	✓	✓	✓
链接和合并文本	✓	✓		
添加图形和图像对象		✓	✓	✓

高级 PDF 编辑：添加渐变对象、将文本转换成路径、编辑图像和路径对象等		✓		
动作向导		✓		✓
导入、合并和扁平化图层，以及编辑图层属性		✓		✓
通过会计计算器，在 PDF 中进行算术运算并将计算过程清单作为注释添加到文档中	✓	✓		
PDF 协作与共享				
发送文档到内部服务器以进行共享审阅		✓	✓	✓
发送文档进行邮件审阅		✓	✓	✓
高亮区域、搜索并高亮所有搜索结果、导出高亮文本	✓	✓		
Alfresco 集成	✓	✓		
PDF 页面管理				
管理文档页面（插入、删除、提取、移动、交换、交叉合并、复制、替换、拆分、旋转、调整尺寸、裁剪等）	✓	✓	不支持交叉合并、交换和调整尺寸	不支持交叉合并、交换和调整尺寸
将当前 PDF 文档的页面插入到其他文档	✓	✓		
只需几步即可逆序调整 PDF 文档页面	✓	✓		
添加贝茨数		✓		✓

资料来源：福昕软件官网，安信证券研究中心

以“技术拥抱开源”，发挥行业专家优势引领标准。2014 年，由公司和谷歌共同建立的 PDFium 开源项目获得成功。PDFium 是谷歌关于 PDF 的开源项目，开发人员将能够将其纳入各种平台应用。PDFium 库的重要组成部分——渲染引擎，即使用了福昕软件的自有技术。PDFium 将被包装进谷歌的 Chrome 浏览器，以替换掉封闭的源代码。换言之，国内诸多 PDF 产品，或者全球所有 Chrome 用户在浏览器上打开 PDF 时，甚至在所有谷歌产品上应用 PDF 时，背后的源技术供应商都是福昕软件。此外，公司作为国际 PDF 协会主要成员，是国家标准 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。继 Google PDFium 开源项目的成功，公司持续参与开源社区和基金会，福昕软件于 2023 年 1 月正式加入开放原子开源基金会，公司拟结合新的 PDF 扩展标准，开放更多源代码，赋能更多行业。

图32.某知名办公软件官网协议注明

八、PDFium

版权所有 ©2014 PDFium 作者

PDFium 由 Foxit Software 提供，Google 在 BSD 3-Clause License 下公开了 PDF 渲染引擎的代码。

如果满足以下条件，则允许以源代码和二进制形式重新分发和使用，无论是否修改：

1. 源代码的重新分发必须保留上述版权声明、此条件列表和以下免责声明。
2. 以二进制形式重新分发必须在随分发提供的文档和/或其他材料中复制上述版权声明、此条件列表和以下免责声明。
3. 未经特定事先书面许可，不得使用版权所有者的姓名或其贡献者的姓名来背书或推广源自本软件的产品。

资料来源：福昕软件官方微信公众号，安信证券研究中心

福昕更具备性价比优势，有望借此扩大市场份额。Adobe 公司的 PDF 阅读器和编辑器价格不菲，对多数个人用户和中小型企业用户而言有成本负担。福昕软件官网公开列出 PDF 编辑器产品售价与 Acrobat 产品价格对比，并测算出同类产品定价大约比 Adobe 低 38%。多年来，版式文档被 Adobe 的 Acrobat 所垄断，福昕的产品已成为该领域基础软件国产化的重要突破，

公司的综合技术能力整体处于国际先进水平，并在产品安全性、产品运行稳定性、性价比高等方面拥有相对优势。

图33.福昕软件产品较 Adobe 具备性价比优势



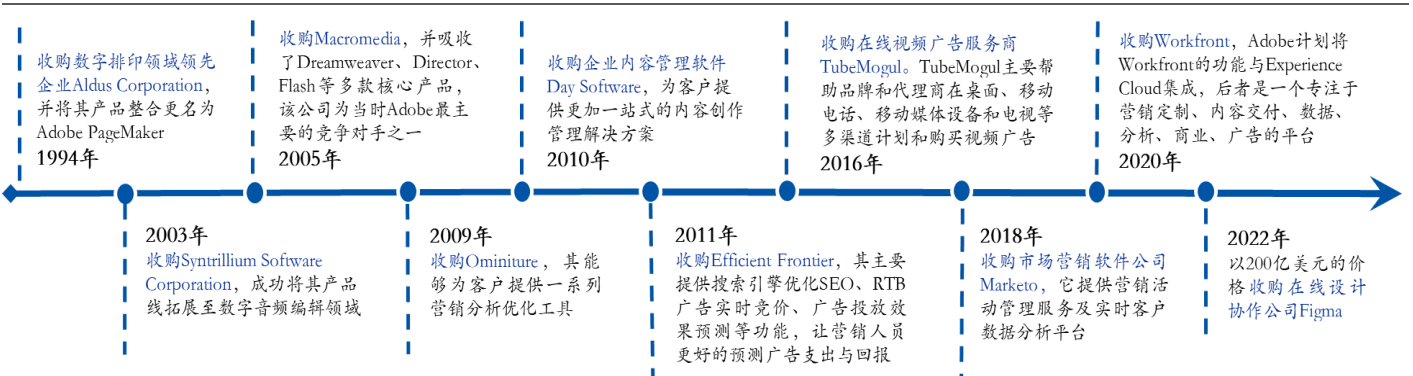
资料来源：福昕软件官网，安信证券研究中心

由于订阅模式已在 SaaS 公司中广泛推行多年，在 Adobe 等头部企业多年的市场教育下，客户对于该模式的接受程度已大大提高，尤其福昕主要面临的是海外市场客户群体，公司正积极引导这部分存量客户从授权转向订阅模式，在获新客时也会优先给予客户订阅报价。根据公告披露，公司希望到今年年底，有一半以上的用户采用订阅模式，在 2-3 年大致完成转型。

3.3. 外延并购强化竞争力，积极拓展业务边界

收并购是 SaaS 企业成长的主旋律。除内生动力外，我们发现海外行业龙头大多通过外延式收购，收并购是 SaaS 企业成长的主旋律。除了纵向迭代，Adobe 多年来通过横向收购以维持公司的市场竞争力和客户认可度。例如，2005 年，Adobe 以 34 亿美元收购了当时最主要的竞争对手 Macromedia，旗下包括 Dreamweaver、Flash、Fireworks 等知名产品，此次收购基本奠定了 Adobe 在创意软件领域的绝对领先地位。近三十年来，Adobe 通过不断地收并购夯实行业竞争力、扩充产品序列、拓展业务边界。

图34.Adobe 收购历程



资料来源：Adobe 公告，安信证券研究中心整理

持续强化 PDF 产品力，布局智能文档在垂直行业落地。近年来，福昕软件通过收购德国企业 LuraTech Imaging、澳洲企业 Debenu、欧洲企业 CIVISION 进一步完善 PDF 生态环境。今年 5 月，根据公告披露，福昕拟收购证券 IT 重要厂商新意科技 40% 股份，本次交易系公司结合构建智能文档平台战略，拓展垂直行业尤其是金融证券业的市场布局，扩大中国区域市场竞争力所采取的战略举措。公司布局的智能文档平台将率先在证券行业落地，未来有望落地的垂直领域将不断增加。

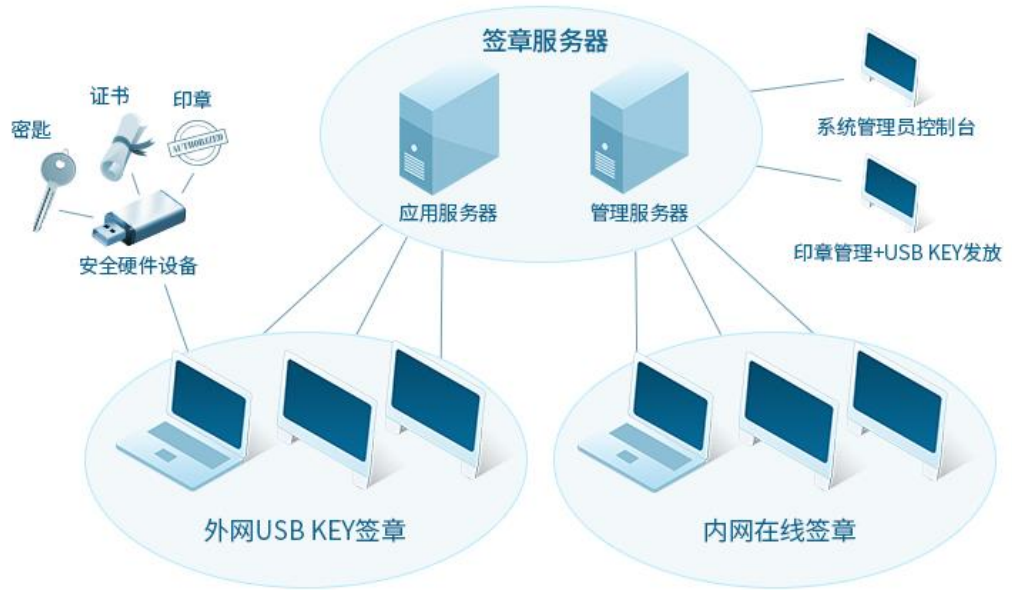
图35.福昕软件收购历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

开拓电子签名业务：2021 年，福昕并购了美国知名电子签名公司 AccountSight，随后便推出了全新的 Foxit eSign 产品，广泛铺开电子签名业务。Foxit eSign 主要面向海外市场，系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。福昕电子签章服务主要面向国内市场，其革新优势在于通过以 PDF 文档为载体，使用云端身份认证，还原物理签章体验，流程便捷，无须将文档上传至任何第三方服务器，可直接在用户本地完成签署。

图36.福昕 PDF 文档电子签章解决方案



资料来源：福昕软件官网，安信证券研究中心

垂直领域应用布局：1) 面向家装领域，基于 PDF 内核，公司打造了云端一体化的家装智能设计和云服务平台。其中，福昕家装·智能设计为一款家装行业智能化、BIM 化的室内设计软件，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。近日，福昕家装·云服务-企业版发布了 V2.0.1 版本，强化了协同消息全程实时通知功能、开放图纸上传格式、施工图纸预览清晰度提升、手机端新增施工阶段快捷按钮、业主灵活参与项目验收、新增验收报告下载权限等功能，进一步提高装企的施工效率和管理水平。

图37.福昕家装·云服务-企业版 V2.0.1 版本

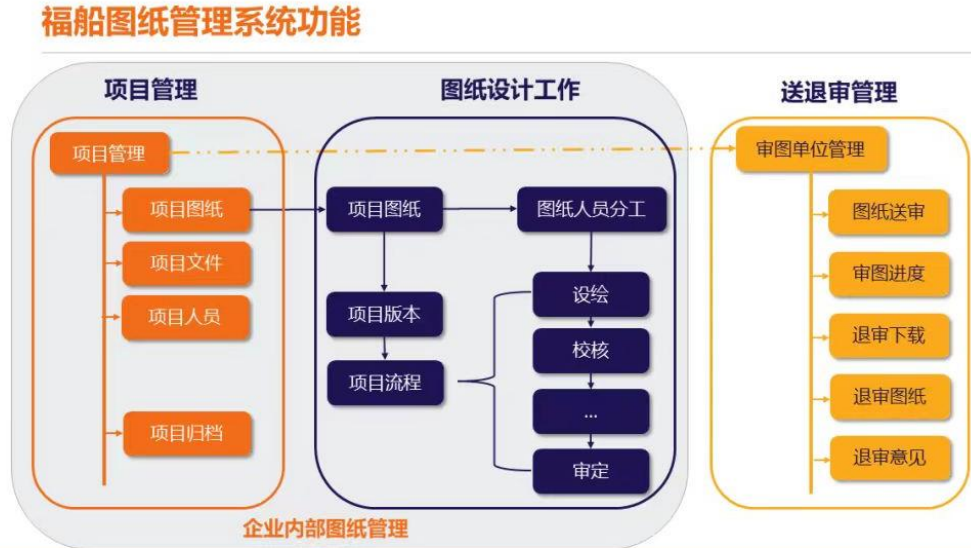


资料来源：福昕家装云服务公众号，安信证券研究中心

2) 面对船舶行业的数字办公需求，福昕基于完全自主研发的版式文档核心技术，精心打造福昕船舶图纸管理系统，为船舶、海工、船用产品相关行业合力提供高效的信息化解决方案。福昕船舶图纸管理系统深度聚焦电子图纸的分类管理、线上流转、储存查询、信息追溯、权限控制、收发管理等重点应用场景，实现图纸项目管理、审图图纸管理、图纸安全可控与签署等功能，用于提高图纸设计管理效率、加强图纸数据安全、加速无纸化文档流转进程。今

年5月23日，中国船级社、天海防务、福昕软件联合举行CSBC数据共享福船图纸管理系统启动仪式，宣布CSBC数据共享福船图纸管理系统正式上线。

图38.福昕图纸管理系统功能



资料来源：福昕软件官方微信公众号，安信证券研究中心

借力 PDF 核心技术发力垂直赛道。随着 Foxit eSign、iDox.AI、福昕·家装、福昕船舶图纸管理系统等一系列云服务产品的陆续推出，公司将布局更多垂直领域，丰富更多行业市场，实现 PDF 技术在特定垂直领域上的革新突破和外延价值，提供高附加值的行业解决方案，打开市场空间。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 基本假设与营收预测

PDF 编辑器与阅读器是公司最主要的营收来源，近几年均处于订阅转型期，以下是主营业务相关假设与说明：

- 1) 根据官网披露的订阅价格清单，通过求主要产品单价（按年付费）的平均值，假设平均订阅客单价约 109 美金/年。
- 2) 根据年报披露，公司 PDF 核心产品整体订阅续费率约为 95%。
- 3) 随着订阅转型推进，购买永久授权的用户将逐渐向订阅制转型，订阅用户逐渐增加，永久授权用户相应地减少。假设到 2023 年底，50% 左右的用户采用订阅模式。
- 4) 由于订阅售价低于永久授权的价格，转型过程中业绩可能出现下滑。
- 5) 随着渠道转型推进，预计渠道销售费用将持续增加。

因此，我们假设 PDF 编辑器与阅读器 2023-2025 年的收入分别是 4.67/5.41/7.01 亿元，同比增速分别是 -2.75%/16.01%/29.41%。

关于毛利率的假设与说明：

- 1) 作为产品型公司，福昕主要产品标准化程度较高，可复制性强，边际成本低，其毛利率始终维持在高毛利水平。
- 2) PDF 产品接入 ChatGPT 功能后，公司需按 token 量付费，同时公司近期在官网上更新了产品定价，其价格有所提升。公司需要通过持续的迭代升级提升产品竞争力，定价模式能够充分考虑研发等各项成本投入，并据此作出相应的价格调整。因此，假设此次提价已考虑新增 AIGC 功能模块的成本，对其毛利影响不大。
- 3) AI 大模型产业仍处在初期培育应用生态的阶段，预计 token 单价维持不变，且随着接入 ChatGPT 厂商增加，规模效应显现，预计未来这部分成本有望降低。
- 4) 参考已接入 GPT 的海外产品型公司，其毛利率在今年一季度基本保持不变。

因此，我们假设公司毛利率不会因接入 ChatGPT 产生明显变化，预计 2023-2025 年综合毛利率分别为 95.02%/95.03%/95.05%。

表6：福昕软件营收拆分预测

营收拆分（亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	5.41	5.80	5.69	6.52	8.28
YOY (%)	15.48%	7.16%	-1.94%	14.74%	26.87%
综合毛利率	96.57%	95.33%	95.02%	95.03%	95.05%
PDF 编辑器与阅读器	4.52	4.80	4.67	5.41	7.01
YOY (%)	18.15%	6.26%	-2.75%	16.01%	29.41%
开发平台与工具	0.40	0.33	0.34	0.36	0.37
YOY (%)	-4.45%	-17.04%	4.03%	4.03%	4.03%
企业文档自动化解决方案	0.31	0.30	0.32	0.34	0.36
YOY (%)	-5.81%	-1.99%	5.50%	6.22%	7.01%
PDF 工具及在线服务	0.19	0.37	0.36	0.42	0.54
YOY (%)	56.34%	92.88%	-2.75%	16.01%	29.41%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

4.2. 投资建议

福昕软件是国产 PDF 龙头企业，订阅制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。预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 5.69/6.53/8.28 亿元，归母净利润分别为-0.38/-0.20/0.38 亿元。

表7：福昕软件重要财务数据和盈利预测

摘要（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	541.1	579.9	568.6	652.5	827.8
净利润	46.2	-1.7	-37.9	-20.2	38.1
每股收益（元）	0.96	-0.03	-0.57	-0.30	0.58
每股净资产（元）	59.14	40.21	51.60	51.54	52.41
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率（倍）	143.70	-2360.47	-258.26	-485.44	257.19
市净率（倍）	2.34	1.55	2.86	2.86	2.82
净利润率	8.5%	-0.3%	-6.7%	-3.1%	4.6%
净资产收益率	1.6%	-0.1%	-1.2%	-0.6%	1.1%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%
ROIC	2.3%	-1.3%	-5.4%	-3.1%	4.3%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

考虑到公司订阅转型期间净利润可能出现亏损情况，我们采用 PS 估值。2024 年可比公司市销率的平均值是 19.83。受订阅转型影响公司近两年表观收入增速下滑，但估值水平仍可与可比公司对标。首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 197.13 元，相当于 2024 年 20 倍的动态市销率。

表8：可比公司估值表（2023-05-31）

可比公司	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）				市销率 PS			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
金山办公	1993.75	38.85	52.00	69.17	91.15	37.19	38.34	28.82	21.87
万兴科技	198.39	11.80	15.24	18.31	22.30	3.71	13.02	10.84	8.90
						平均值	25.68	19.83	15.39
福昕软件	104.93	5.80	5.69	6.53	8.28	7.61	18.44	16.07	12.67

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测（注：上述公司数据均为我们此前覆盖报告的盈利预测）

5. 风险提示

- 1) **订阅转型进度不及预期：**公司近两年均处在订阅转型期，若用户对于订阅模式接受程度不及预期，则存在转型速度不达预期的风险。
- 2) **业绩下滑或亏损的风险：**公司正从一次性授权为主的模式转向订阅模式，由于订阅模式的定价低于授权模式，且收入确认方式存在差异，转型期间存在公司表观收入业绩下滑的风险。
- 3) **海外经营风险：**公司目前主要收入来源于美国、欧洲、日本、澳大利亚等国，若海外市场因各地政治、经济环境发生变化，导致经营环境恶化，都可能将对公司业务发展产生不利影响。
- 4) **市场竞争加剧风险：**在国际市场中，Adobe 等海外 PDF 相关厂商起步早、规模大、资金充足，仍处于竞争优势地位，在国内市场上也与公司形成竞争之势。
- 5) **假设不及预期风险：**本篇报告在盈利预测中，对 PDF 编辑器与阅读器等做出合理假设，由于客户需求和外部环境的变化，可能存在假设不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	541.1	579.9	568.6	652.5	827.8	成长性					
减:营业成本	18.6	27.1	28.3	32.4	41.0	营业收入增长率	15.5%	7.2%	-1.9%	14.7%	26.9%
营业税费	1.4	1.9	1.8	2.1	2.6	营业利润增长率	-60.4%	-143.7%	182.2%	-46.8%	-288.7%
销售费用	290.1	288.3	305.4	324.3	345.3	净利润增长率	-59.9%	-103.8%	2075.5%	-46.8%	-288.7%
管理费用	243.5	297.2	291.5	314.9	358.1	EBITDA增长率	-56.4%	-71.5%	-427.0%	-50.2%	-348.0%
财务费用	4.8	-1.5	-2.1	-5.1	-5.1	EBIT增长率	-65.0%	-109.3%	1479.9%	-40.9%	-251.5%
资产减值损失	-12.2	23.5	19.6	29.9	32.9	NOPLAT增长率	-69.0%	-147.1%	-242.3%	40.9%	251.5%
加:公允价值变动收益	6.7	1.2	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-8.9%	-30.1%	1.5%	4.5%	15.3%
投资和汇兑收益	64.7	19.6	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	-5.2%	-6.5%	28.3%	-0.1%	1.7%
营业利润	52.3	-22.9	-64.6	-34.4	64.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	19.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	96.6%	95.3%	95.0%	95.0%	95.1%
利润总额	51.9	-3.0	-64.6	-34.4	64.8	营业利润率	9.7%	-3.9%	-11.4%	-5.3%	7.8%
减:所得税	5.9	-0.8	-17.8	-9.5	17.9	净利润率	8.5%	-0.3%	-6.7%	-3.1%	4.6%
净利润	46.2	-1.7	-37.9	-20.2	38.1	EBITDA/营业收入	11.5%	3.1%	-10.2%	-4.4%	8.6%
						EBIT/营业收入	8.4%	-0.7%	-11.7%	-6.0%	7.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	32	33	48	55	48
货币资金	675.0	328.7	1,014.3	1,016.8	1,030.0	流动营业资本周转天数	233	191	185	197	191
交易性金融资产	1,607.8	1,823.9	1,823.9	1,823.9	1,823.9	流动资产周转天数	1773	1546	2007	1786	1449
应收帐款	61.5	70.3	58.9	89.3	98.7	应收帐款周转天数	41	41	41	41	41
应收票据	4.0	16.1	15.8	18.2	23.0	存货周转天数	-	1	1	1	1
预付帐款	10.2	6.7	6.6	7.6	9.6	总资产周转天数	2140	1957	2173	2109	1706
存货	0.0	0.2	0.0	0.2	0.1	投资资本周转天数	855	558	578	526	478
其他流动资产	270.5	210.7	206.7	237.1	300.8	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	1.6%	-0.1%	-1.2%	-0.6%	1.1%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	1.5%	-0.1%	-1.0%	-0.5%	1.0%
长期股权投资	135.0	194.1	194.1	194.1	194.1	ROIC	2.3%	-1.3%	-5.4%	-3.1%	4.3%
投资性房地产						费用率					
固定资产	47.8	57.6	92.3	102.6	114.3	销售费用率	53.6%	49.7%	53.7%	49.7%	41.7%
在建工程	33.8	28.2	0.0	0.0	0.0	管理费用率	45.0%	51.3%	51.3%	48.3%	43.3%
无形资产	58.1	51.9	58.7	66.3	74.6	财务费用率	0.9%	-0.3%	-0.4%	-0.8%	-0.6%
其他非流动资产	270.3	255.8	255.7	256.0	256.4	三费/营业收入	99.5%	100.7%	104.6%	97.2%	84.4%
资产总额	3,173.9	3,044.3	3,727.2	3,812.2	3,925.8	偿债能力					
短期债务	29.0	48.9	0.0	0.0	0.0	资产负债率	10.3%	12.6%	8.3%	10.5%	11.6%
应付帐款	132.1	172.5	145.5	218.8	241.5	负债权益比	11.5%	14.4%	9.1%	11.7%	13.1%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	11.28	7.54	12.27	9.29	8.23
其他流动负债	72.1	104.6	109.2	125.1	158.1	速动比率	11.28	7.53	12.27	9.28	8.22
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-	-	-	-	-
其他非流动负债	93.9	56.5	56.5	56.5	56.5	分红指标					
负债总额	327.0	382.5	311.2	400.4	456.1	DPS(元)	0.80	0.55	-0.01	-0.31	-0.17
少数股东权益	3.8	3.4	-5.4	-10.1	-1.2	分红比率	33.4%	78.1%	54.6%	54.6%	54.6%
股本	48.1	66.2	66.2	66.2	66.2	股息收益率	0.5%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%
留存收益	2,795.0	2,592.1	3,355.2	3,355.7	3,404.8						
股东权益	2,846.9	2,661.7	3,416.0	3,411.8	3,469.8						
						现金流量表					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	45.9	-2.1	-46.7	-24.9	46.9	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	11.0	18.0	8.7	10.6	11.9	EPS(元)	0.96	-0.03	-0.57	-0.30	0.58
资产减值准备	-12.2	23.5	19.6	29.9	32.9	BVPS(元)	59.14	40.21	51.60	51.54	52.41
公允价值变动损失	-6.7	-1.2	0.0	0.0	0.0	PE(X)	143.70	-2360.47	-258.26	-485.44	257.19
财务费用	4.8	-1.5	-2.1	-5.1	-5.1	PB(X)	2.34	1.55	2.86	2.86	2.82
投资损失	-64.7	-19.6	0.0	0.0	0.0	P/FCF	-102.74	76.75	-84.94	-545.18	3713.20
少数股东损益	-0.3	-0.4	-8.8	-4.7	8.8	P/S	12.28	7.10	17.23	15.02	11.84
营运资金的变动	73.8	41.2	-17.2	-0.6	-66.5	EV/EBITDA	107.43	234.96	-157.10	-316.96	129.03
经营活动产生现金流量	51.6	57.7	-46.5	5.2	29.0	CAGR(%)	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-215.0	-206.8	-22.1	-28.5	-31.9	PEG	-2.40	22.75	-0.12	10.37	-0.89
融资活动产生现金流量	-242.9	-226.5	754.2	25.8	16.1	ROIC/WACC	0.26	-0.15	-0.61	-0.35	0.48
						REP	20.59	-31.63	-16.50	-27.66	17.59

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 ■■■

安信证券股份有限公司 (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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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