

2024年08月31日
福昕软件(688095.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

收入逐季加速增长，订阅渠道双转型显成效

事件概述：

8月30日，福昕软件发布《2024年半年度报告》。上半年，公司实现营业收入3.38亿元，同比增长17.99%，剔除外币汇率波动对收入的影响约2.02%后，较上年同期增长15.97%；归母净利润6,251.64万元，同比扭亏为盈，主要系包含因追加投资合并福昕鲲鹏导致原持有股权公允价值变动而相应确认的投资收益10,332.17万元；扣非归母净利润亏损6,377.38万元，亏损收窄约14.58%，若剔除因新增并购产生的影响，公司原有业务的亏损幅度收窄约28.57%。

收入逐季加速增长，订阅渠道双转型显成效

单Q2来看，公司实现营业收入1.69亿元，同比增长19.13%，相较Q1的16.87%，逐季加速。归母净利润为7312.53万元，同比扭亏为盈，扣非归母净利润亏损4311.76万元，同比亏损收窄。订阅转型方面，订阅业务收入1.55亿元，同比增长67.83%，占营业收入的比例45.81%，2024年第二季度订阅收入占营收比重达到47.56%；订阅业务ARR的金额为3.25亿元，较上年年末增长29.9%；订阅相关的合同负债金额为1.87亿元，较本年期初增长约16.18%；核心产品整体订阅续费率约94%。渠道转型方面，公司实现来自渠道的收入1.3亿元，同比增长43.06%，占营业收入比例提升至38.61%。

从区域分布来看，欧美市场仍是主要收入来源，上半年北美收入占比55%，欧洲收入占比25%；北美/欧洲/中国大陆/亚太市场同比增长12.28%/28.08%/12.22%/36.21%。北美市场来自渠道的收入较上年同期增长35.28%，如果剔除来自核心PC渠道商的收入，则同比增长66.32%；订阅收入同比增长64.87%。欧洲市场近两年发展尤为迅速，主要得益于渠道转型较快。报告期内，其来自渠道的收入较上年同期增长49.70%，订阅转型同比增长高达121%。中国大陆市场主要系新增OFD业务带动收入增长。

2023年，公司始终维持高毛利率(94.10%)；销售/管理/研发费用率分别为55.46%/23.07%/34.09%，分别同比+0.32/+2.07/-7.05pct，主要系本期将福昕鲲鹏纳入合并范围管理费用和销售费用增加，同时原有业务的人员薪酬以及其他日常运营费用有所增加。

股权激励彰显信心，提升AI与PDF交互能力

2024年8月，公司发布限制性股票激励计划(草案)，拟向190名激励对象授予限制性股票总计171.01万股，占激励计划草案公告日公司股本总额的1.87%。其中业绩考核以2023年度数据为基数，A档目标最高为2024/2025年综合业务额增长率+20%/44%或订阅ARR增长额+1.40/2.80亿元，彰显了公司订阅业务的发展信心。

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 **55.36元**
股价(2024-08-30) **43.73元**

交易数据

总市值(百万元)	4,000.84
流通市值(百万元)	4,000.84
总股本(百万股)	91.49
流通股本(百万股)	91.49
12个月价格区间	38.54/96.71元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.4	-6.8	-42.5
绝对收益	11.0	-14.4	-54.8

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 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524050001

masw2@essence.com.cn

相关报告

订阅渠道转型初显成效，AI持续赋能高效办公	2024-05-05
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，	2023-09-03

公司持续增强核心产品 PDF 编辑器的 AI 能力，在传统大模型可实现的文档总结、内容改写、文本翻译等基础上进一步融入公司作为 PDF 文档专业厂商所具备的较强的版面文档识别能力，进一步提升 AI 与 PDF 文档内容之间的交互准确性和交互体验。报告期内，公司新增保版翻译功能，实现了越来越多基于 AI 指令化的 PDF 功能操作，并持续规划更多 AI 助手功能，以切实发挥 AI 在提升用户处理 PDF 文档效率的方面的能力。

AIGC 提升产品价值

订阅+渠道双转型，AIGC 赋能高效办公 2023-06-01

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。由于订阅转型期间净利润可能出现亏损情况，但转型成功后有望带来可持续性快速增长，我们采取 PS 估值。考虑到股权激励所带来的摊销费用，预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 7.24/8.61/10.58 亿元，归母净利润分别为 0.05/0.28/0.87 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 55.36 元，相当于 2024 年 7 倍的动态市销率。

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	723.6	861.4	1,057.7
净利润	-1.7	-90.9	4.7	28.0	87.2
每股收益(元)	-0.03	-0.99	0.05	0.31	0.95
每股净资产(元)	40.21	28.04	28.87	29.14	29.85
盈利和估值					
市盈率(倍)	-2360.47	-70.27	854.54	142.65	45.87
市净率(倍)	1.55	2.49	1.52	1.50	1.47
净利润率	-0.3%	-14.9%	0.6%	3.3%	8.2%
净资产收益率	-0.1%	-3.5%	0.2%	1.1%	3.2%
股息收益率	1.2%	0.8%	-1.8%	0.1%	0.5%
ROIC	-1.3%	-12.8%	-2.2%	-0.2%	3.8%

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
营业收入	579.9	610.8	723.6	861.4	1,057.7	成长性					
减:营业成本	27.1	31.8	35.8	42.3	51.6	营业收入增长率	7.2%	5.3%	18.5%	19.0%	22.8%
营业税费	1.9	2.0	2.4	2.9	3.5	营业利润增长率	-143.7%	554.8%	-77.2%	-82.9%	-1225.1%
销售费用	288.3	339.8	380.9	418.9	472.1	净利润增长率	-103.8%	5114.8%	-105.1%	499.1%	211.0%
管理费用	297.2	362.8	409.5	464.6	523.4	EBITDA增长率	-71.5%	-663.6%	-113.3%	227.0%	173.9%
财务费用	-1.5	-6.5	-0.2	2.6	7.5	EBIT增长率	-109.3%	2802.7%	-104.5%	563.6%	209.1%
资产减值损失	-23.5	54.0	55.9	74.9	85.7	NOPLAT增长率	-147.1%	-855.2%	78.9%	90.6%	2385.8%
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%	13.2%	7.4%	17.4%
投资和汇兑收益	19.6	15.4	118.4	130.3	143.3	净资产增长率	-6.5%	-3.6%	3.0%	0.9%	2.5%
营业利润	-22.9	-149.8	-34.1	-5.8	65.8	利润率					
加:营业外净收支	19.9	39.8	39.8	39.8	39.8	毛利率	95.3%	94.8%	95.1%	95.1%	95.1%
利润总额	-3.0	-110.1	5.7	33.9	105.6	营业利润率	-3.9%	-24.5%	-4.7%	-0.7%	6.2%
减:所得税	-0.8	-18.9	1.0	5.8	18.1	净利润率	-0.3%	-14.9%	0.6%	3.3%	8.2%
净利润	-1.7	-90.9	4.7	28.0	87.2	EBITDA/营业收入	3.1%	-16.4%	1.8%	5.1%	11.3%
						EBIT/营业收入	-0.7%	-20.1%	0.8%	4.2%	10.7%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	33	39	31	17	8
货币资金	328.7	712.1	843.6	1,004.3	1,233.1	流动营业资本周转天数	191	197	190	196	192
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	1318	1212	1098
应收账款	70.3	98.0	101.4	136.0	155.5	应收账款周转天数	41	50	50	50	50
应收票据	16.1	7.3	8.6	10.2	12.6	存货周转天数	-	2	2	2	2
预付账款	6.7	21.7	25.8	30.7	37.7	总资产周转天数	1957	1810	1559	1392	1228
存货	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	投资资本周转天数	558	727	694	626	599
其他流动资产	210.7	202.7	240.1	285.9	351.0	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	-0.1%	-3.5%	0.2%	1.1%	3.2%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	-0.1%	-3.0%	0.1%	0.8%	2.3%
长期股权投资	194.1	164.5	164.5	164.5	164.5	ROIC	-1.3%	-12.8%	-2.2%	-0.2%	3.8%
投资性房地产						费用率					
固定资产	57.6	72.3	49.6	30.7	14.8	销售费用率	49.7%	55.6%	52.6%	48.6%	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%	56.6%	53.9%	49.5%
无形资产	51.9	43.6	42.6	41.6	40.6	财务费用率	-0.3%	-1.1%	0.0%	0.3%	0.7%
其他非流动资产	255.8	297.7	300.8	304.5	309.8	三费/营业收入	100.7%	114.0%	109.2%	102.9%	94.8%
资产总额	3,044.3	3,013.0	3,170.3	3,401.6	3,712.9	偿债能力					
短期债务	48.9	43.7	128.1	205.6	397.2	资产负债率	12.6%	14.9%	16.7%	21.6%	26.4%
应付账款	172.5	242.6	224.0	327.6	345.1	负债权益比	14.4%	17.4%	20.0%	27.6%	35.9%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	7.54	5.91	5.29	4.08	3.36
其他流动负债	104.6	125.8	141.4	167.2	203.9	速动比率	7.53	5.91	5.29	4.08	3.36
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-5.90	-100.89	1.48	5.04	8.62
其他非流动负债	56.5	35.4	35.4	35.4	35.4	分红指标					
负债总额	382.5	447.5	529.0	735.8	981.6	DPS(元)	0.55	0.35	-0.78	0.04	0.24
少数股东权益	3.4	3.1	3.2	3.2	3.5	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	1.2%	0.8%	-1.8%	0.1%	0.5%
留存收益	2,592.1	2,470.9	2,546.6	2,571.0	2,636.3						
股东权益	2,661.7	2,565.5	2,641.3	2,665.8	2,731.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	-0.03	-0.99	0.05	0.31	0.95
净利润	-2.1	-91.2	4.7	28.1	87.5	BVPS(元)	40.21	28.04	28.87	29.14	29.85
加:折旧和摊销	18.0	8.0	7.8	7.0	6.4	PE(X)	-2360.47	-70.27	854.54	142.65	45.87
资产减值准备	-23.5	54.0	55.9	74.9	85.7	PB(X)	1.55	2.49	1.52	1.50	1.47
公允价值变动损失	-1.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	P/FCF	22.68	-144.92	130.76	29.62	17.93
财务费用	-1.5	-6.5	-0.2	2.6	7.5	P/S	7.10	10.46	5.53	4.64	3.78
投资损失	-19.6	-15.4	-118.4	-130.3	-143.3	EV/EBITDA	234.96	-64.40	309.62	96.47	36.83
少数股东损益	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.3	CAGR(%)	-	-	-	-	-
营运资金的变动	88.2	14.0	-108.2	-36.3	-131.1	PEG	22.75	-0.01	-8.13	0.29	0.22
经营活动产生现金流量	57.7	-37.7	-158.4	-53.8	-87.1	ROIC/WACC	-0.14	-1.39	-0.24	-0.02	0.41
投资活动产生现金流量	-206.8	443.1	134.3	143.2	153.8	REP	-33.16	-3.82	-12.65	-141.26	6.20
融资活动产生现金流量	-226.5	-29.8	155.6	71.2	162.1						

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： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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