



福昕软件（688095.SH）：具备全球竞争力的版式软件领军企业

——人工智能&云计算系列报告

2024年9月5日

强烈推荐/首次

福昕软件

公司报告

PDF 行业潜在规模广阔，仅少数厂商掌握完整核心技术。PDF（Portable Document Format）作为一种电子文档格式，其不同设备与操作系统间能保持显示一致性，忠实再现原稿每一个字符、颜色及图象，同时具有体积小、速度快的优点，因此在电子文档、工程制图、出版印刷、档案管理等领域被广泛使用。参考 Adobe 与 IDC 的数据，2024 年行业的潜在市场规模约 320 亿美元，行业增长因素包括高频使用垂直行业场景渗透、应用领域扩展、网页及移动场景、共享 PDF、免费用户及盗版用户向付费转换、电子签名与人工智能功能、新兴市场增长推动等。全球仅少数软件企业通过自主研发掌握了完整的 PDF 格式生成、渲染、转换与版面识别等关键技术。特别是对于稳定性要求高的企业客户，技术可以构筑显著壁垒。行业发展日趋成熟，全球维度逐步形成了以 Adobe、Foxit（福昕）、Kofax、Nitro 等为代表的知名品牌。Adobe 为绝对龙头，福昕在 Kofax、Nitro、PDF element（万兴）等二线厂商中处于领先地位。

福昕软件专注于 PDF 领域，高度产品化，具备全球竞争力。福昕软件自成立以来始终专注于 PDF 领域，产品矩阵完备，具有自主知识产权体系，被 2B 软件评测平台 G2 评选为“2024 全球最佳软件公司”，是除 Adobe 外唯一入选百强名单的 PDF 厂商。公司有实力参与全球化竞争，海外收入占比近九成，同时客户以机构为主，得到加拿大共享服务局、培生教育、一汽大众等众多国际知名企业认可，谷歌 Chrome 浏览器与 Android 平台、亚马逊的 Kindle 阅读器以及微软搜索的 PDF 索引功能均采用了福昕的技术。当前公司积极推进订阅制转型，截至今年年中订阅业务 ARR 达 3.25 亿元，较 23 年末增长约 30%，续费率达 94%。作为高度产品化的软件厂商，公司毛利率维持在近 95% 的高水平，在低边际成本的背景下打开利润释放空间，费用方面由于人员成本具有一定刚性，随团队规模逐步维稳、订阅制转型稳定客户降低销售成本、渠道化转型降低直销人员费用，我们对公司控费预期及中期利润释放持乐观态度。

存量空间替代友商，订阅转型内生优化，AI 打开成长空间。我们认为福昕软件的核心成长逻辑在于对龙头 Adobe 份额的替代，由于其业务以 2B 为主，因此在产品矩阵及产品功能能够替代并做到好用易用、技术自主可控的背景下，通过渠道的背书与客户触达弥补品牌力与销售团队规模上的劣势，并通过低价战略来实现客户转化。当前 Adobe 在 PDF 端收入体量为福昕 30 余倍，不考虑增量客户与增量场景的情况下，撬动 Adobe 极低比例的客户即有望帮助福昕实现收入的大幅增长，叠加高毛利业务特性及费用端的有效控制，公司整体成长与利润释放可期。福昕软件除了拥有清晰明确的成长路径，同时还有望依靠云计算技术的发展实现订阅制转型，达成商业模式的内生优化，以及依靠人工智能技术的发展重塑自身产品，打开增量空间，增强客户粘性，提供涨价预期，以及助推公司的订阅制转型。

公司简介：

福昕软件的产品及服务主要包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具以及基于企业内部服务器及云端的 PDF 相关独立产品，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终端。公司是全球 PDF 电子文档核心技术与应用领域的领导厂商，国际 PDF 标准组织核心成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员。

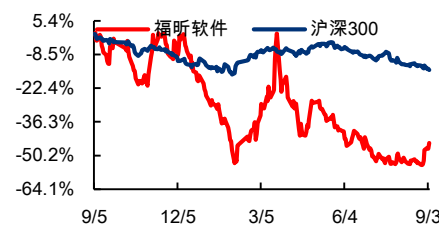
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD

交易数据

52 周股价区间（元）	85.0-38.54
总市值（亿元）	42.22
流通市值（亿元）	42.22
总股本/流通 A 股（万股）	9,149/9,149
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.89

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张永嘉

010-66554016 zhangyj-yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480523070001

分析师：刘蒙

010-66554034 liumeng-yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480522090001

分析师：刘航

021-25102913 liuhang-yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480522060001

盈利预测与投资评级：我们认为福昕软件作为高度产品化、掌握自主可控核心技术、具备参与全球化竞争实力的软件企业，在 A 股计算机乃至科技板块具备稀缺性，同时公司具有清晰明确的成长路径，叠加商业模式的内生优化、控费效果的改善、人工智能的助力，中期利润释放动能强劲。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-0.52/-0.26/0.54 亿元，当前股价对应 PE 值分别为-81/-162/79 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧、公司订阅制转型及渠道转型速度不及预期、公司控费效果及利润释放不及预期、海外地缘政治影响、OFD 业务推进不及预期、人工智能协同作用不及预期等。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	579.88	610.76	698.57	864.24	1,082.87
增长率（%）	7.16%	5.33%	14.38%	23.71%	25.30%
归母净利润（百万元）	-1.74	-90.94	-51.93	-26.06	53.69
增长率（%）	-103.77%	-5115%	42.90%	49.82%	306.04%
净资产收益率（%）	-0.07%	-3.55%	-2.07%	-1.05%	2.06%
每股收益（元）	-0.02	-0.99	-0.57	-0.28	0.59
PE	-2,421.13	-46.43	-81.31	-162.03	78.64
PB	1.59	1.65	1.68	1.70	1.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. PDF 行业：编辑器仍为主要创收来源，智能文档中台打开成长空间.....	
2. 公司情况：国内稀缺的、高度产品化的、具备全球竞争力的软件企业.....	
2.1 发展历程：专注 PDF+技术驱动，全球范围不断突破.....	
2.2 业务结构：产品线齐全，机构客户为主，海外市场为基本盘.....	1
2.3 股权结构：实控人持股稳定，股权激励稳步推进.....	1
2.4 财务情况：订阅制转型致使表观收入增速放缓，公司成长性与控费效果可期.....	1
3. 发展逻辑：存量空间替代友商，订阅转型内生优化，AI 打开成长空间.....	1
3.1 PDF 行业潜在规模广阔，Adobe 为绝对龙头，仅少数厂商掌握完整核心技术.....	1
3.2 核心逻辑：存量空间对 Adobe 替代.....	1
3.2.1 产品力：替代基础.....	1
3.2.2 渠道改革：触达 Adobe 存量用户及增量客群.....	2
3.2.3 性价比优势：实现客群转化.....	2
3.3 成长引擎：订阅转型商业模式优化，AI 催化打开增量空间.....	2
3.3.1 订阅转型：重点战略，平稳推进，短期阵痛助力公司长期高质量发展.....	2
3.3.2 AI 催化：积极投入，消费级市场与企业级市场同步布局.....	2
4. 公司盈利预测与投资评级.....	2
5. 风险提示.....	2
相关报告汇总.....	2

插图目录

图 1： Adobe Acrobat 个人版收费结构.....	
图 2： 万兴 PDF 阅读器与编辑器产品对比.....	
图 3： 电子签名的可靠性来源及价值分析.....	
图 4： PDF 软件 AI 助手部分功能示意.....	
图 5： 福昕软件公司发展历程.....	
图 6： 福昕软件产品矩阵.....	1
图 7： 公司近年分业务收入情况（亿元）.....	1
图 8： 公司 2024H1 各业务占比（%）.....	1
图 9： 福昕软件部分海外客户.....	1
图 10： 公司近年分地区收入情况（亿元）.....	1
图 11： 公司 2024H1 分地区占比（%）.....	1
图 12： 福昕软件股权结构（截至 20240630）.....	1
图 13： 福昕软件 2024 年 8 月股权激励计划公司层面考核标准.....	1
图 14： 公司近年营收及归母净利润情况（亿元）.....	1
图 15： 公司近年盈利能力.....	1
图 16： 福昕软件 2023 年利润表主要指标.....	1
图 17： 福昕软件 2024 年上半年利润表主要指标.....	1

图 18: Adobe 与 IDC 对 2024 年文档云 (PDF 业务) 潜在市场规模预测 (美元)	1
图 19: Adobe、福昕、万兴、Nitro PDF 方面业务收入对比	1
图 20: 三方软件评测网站 G2 PDF 软件满意度排名 (截至 20240904)	1
图 21: 三方软件评测网站 G2 上 Adobe、福昕、Nitro、万兴 PDF 软件对比 (截至 20240904)	1
图 22: 福昕软件分销售模式收入及渠道收入占比 (亿元)	2
图 23: 福昕软件 PDF 编辑器企业版订阅收费标准	2
图 24: Adobe Acrobat 企业版订阅收费标准	2
图 25: 福昕软件订阅制 ARR 与续费率	2
图 26: 福昕软件订阅制收入及占比	2
图 27: AI 功能提升 PDF 用户生产力的方向	2
图 28: 福昕软件主要 AI 功能及与 Adobe AI 功能对比	2
图 29: 智能文档处理使用示例	2

表格目录

表 1: 公司近年销售、管理、研发费用拆分 (亿元)	1
表 2: 福昕软件不同销售模式对比	2
附表: 公司盈利预测表	2

1. PDF 行业：编辑器仍为主要创收来源，智能文档中台打开成长空间

PDF (Portable Document Format) 作为一种电子文档格式，其不同设备与操作系统间能**保持显示一致性**，忠实再现原稿每一个字符、颜色及图象，同时具有体积小、速度快的优点，因此在电子文档、工程制图、出版印刷、档案管理等领域被广泛使用。

PDF 标准由 **Adobe** 于 **1993 年** 发布，受限于互联网传输速度与计算机计算渲染速度，技术初期发展迭代较慢。**2008 年** Adobe 开源了 PDF 1.7，并把 PDF 标准交由 ISO 技术委员会维护，其推出了 ISO32000-1:2008 的技术标准。ISO 技术委员会通过与不同领域、不同产业和不同国家的专家合作对 PDF 规范进行更新，于 **2017 年** 发布了 ISO32000-2:2017 的 PDF 2.0 标准。PDF 在特定领域具有适用的子集标准，比如用于工程文档格式的 PDF/E、用于印前数据交换的 PDF/X、用于长期保存的 PDF/A 等。

目前全球仅有少数软件企业通过自主研发掌握完整的 PDF 格式生成、渲染、转换与版面识别等关键技术，并主要通过以下三种模式进行商业化：

1、终端产品

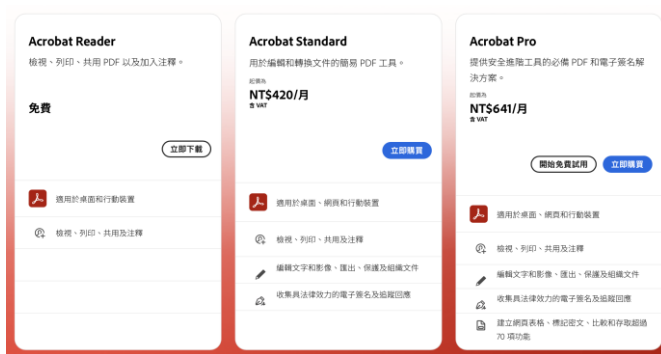
PDF 领域的终端产品主要可以分为 PDF 阅读器、PDF 编辑器、PDF 增值服务产品三大类。

(1) 阅读器：

因 PDF 文档主要用于文件的交换与保存，因此有大量阅读、批注及打印需求。由于行业巨头 Adobe 采用免费方式提供 PDF 阅读器产品，同时开源技术的发展使得 PDF 阅读器的技术壁垒相对较低，因此主流厂商对于 PDF 阅读器基本均采取免费下载使用的模式。

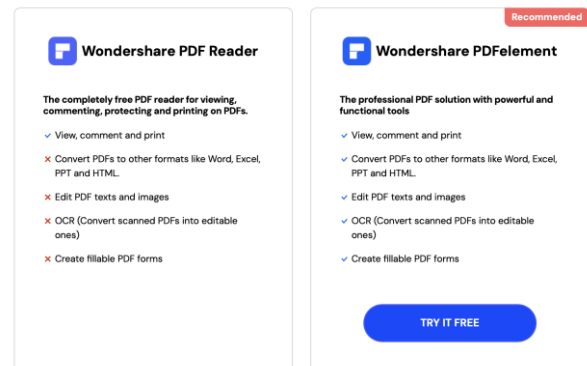
各厂商提供免费 PDF 阅读器的目的主要是为提高自身知名度，扩大产品市场，为自身付费编辑器等产品引流。部分中小 2C PDF 阅读器厂商会接入广告实现流量变现，但整体来看广告难以成为 PDF 软件公司的核心业绩支撑。

图1: Adobe Acrobat 个人版收费结构



资料来源: Adobe 台湾地区官网, 东兴证券研究所

图2: 万兴 PDF 阅读器与编辑器产品对比



资料来源: 万兴科技海外官网, 东兴证券研究所

(2) 编辑器：

PDF 编辑器为各厂商当前主要创收途径，由于编辑过程涉及多种格式数据的封装、文字段落的复杂识别等，因此编辑器具备较高技术门槛，其主要用处大致可分为以下四类。

- ◆ **文件转换优化：**将 PDF 转成 Word、Excel、HTML 等格式，或对文件进行压缩、合并、分割等；
- ◆ **修改文件：**对 PDF 文件中的文本或图片进行编辑、调节、修改等；
- ◆ **创建表单：**生成有输入框的 PDF 文件，使得收集信息的同时避免发生文档格式错乱；
- ◆ **保护文件：**为文件添加水印、设置密码等。

由于 PDF 可由多种文件类型转换或由纸质文档扫描而来，出于对文件显示一致性、格式稳定性的要求或在无法取得原流式文档的场景下，对 PDF 直接进行编辑的需求长期存在且难以替代。基于此，PDF 编辑器成为出版、印刷、法律等领域的核心工具之一。

(3) 增值服务：

随着密码技术、云技术、人工智能技术的发展，PDF 厂商会在自身产品中添加增值服务，帮助增加客户粘性、提升产品附加值。

- ◆ **电子签名：**电子签名是通过密码技术对电子文档进行电子形式签名，与手写签名具有同等的法律效力，在许多国家和地区都得到了法律的认可和保护。使用电子签名可以提高签名的效率和安全性，减少纸质文件的使用，便于文档的管理和存储。同时电子签名也有助于促进电子商务、电子政务等领域的发展，推动数字化转型的进程。PDF 厂商基于 PDF 文档提供电子签名服务，并基于此进行增值服务收费。

图3：电子签名的可靠性来源及价值分析



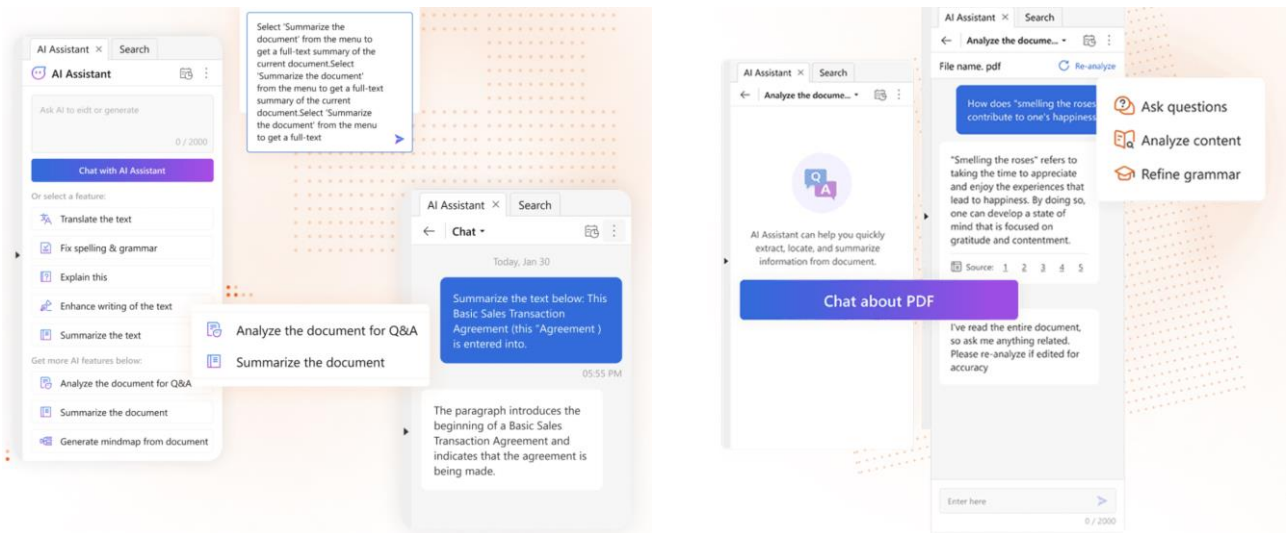
资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

- ◆ **文档协同：**在线上办公、协同办公的趋势下，PDF 软件逐步具备协同功能，目的主要体现在“协作”与“安全”两方面，协作性上共享 PDF 可基于公有云或私有云进行多人协作编辑、成员批注评论、文档分享等功能；安全性上可对使用者进行权限管理，授予不同用户不同访问权限，如

可读范围、能否编辑打印等，保护文档的安全性和机密性。这些功能使得 PDF 协同文档在团队合作、文档管理和信息共享等方面发挥了重要作用，有助于提高工作效率和协同效果。

- ◆ **AI 助手:** 随着生成式人工智能的快速发展，PDF 厂商通过自研模型或接入第三方 API 来提供 AI 功能，面向消费级客户的 AI 技术主要用于提升文档理解和文档处理的效率，例如进行文档总结、提取要点、重写改写文件、文档翻译、针对文档进行 AI 聊天提问等。

图4: PDF 软件 AI 助手部分功能示意



资料来源: 福昕软件官网, 东兴证券研究所

相关增值服务围绕 PDF 的核心应用场景进行开发推广, 为 PDF 厂商带来云化转型机会以及打造差异化产品的可能性。特别是 AI 助手方面, 当前 AI 大模型呈现“百模大战”竞争状态, 性能上人工智能在办公领域特别是文档理解总结、内容改写生成等方面已具备较高成熟度, 同时 PDF 厂商对相关 API 的调用成本不断降低, 可通过相关功能提升自身产品力, 增强用户付费意愿。

2、技术授权

在大量应用程序、网站、硬件产品中有着对 PDF 文档显示、编辑、搜索、增加 XFA 表单、OCR 文字识别等功能需求, PDF 厂商通过提供相关 SDK (软件开发工具包), 使得第三程序开发人员无需经过复杂的研发过程, 即可通过这些 SDK 在自己的产品中嵌入相关技术, 实现 PDF 相关功能。

技术授权业务整体体量规模有限, 且部分大型公司与 PDF 厂商合作中会选择一次性买断的商业模式, 因此该部分业务难以在中长期维度成为厂商核心稳健收入来源, 我们认为与 PDF 厂商与大公司在技术授权方面合作最大的作用是提升自身知名度与品牌影响力, 通过对相关案例的宣传促进自身 PDF 编辑器等核心业务的销售。

3、中台管理与数据服务

企业特别是持续经营的大中型企业在运营过程中会产生大量文档，由于 PDF 是主要文件存储格式之一，因此企业具有对大量 PDF 文档进行自动化批量处理需求，从而构筑类似于 ERP 的文档中台。例如进行 PDF 与 PDF/A 格式转换进行文件长期归档与调用、对扫描的图像文件进行压缩和 OCR 后使得文本内容可搜索、自动添加水印及页面等满足企业需求、通过多种加密方式保护文档机密信息。

随着生成式人工智能的发展与数据价值量的提升，企业产生构建智能文档中台的需求，目的是提高自身文档管理质量，充分挖掘文档数据价值。PDF 厂商使用人工智能和自动化技术帮助企业从文档中提取、分类和处理信息，包括文档捕获、数据提取、数据验证、数据集成和工作流自动化等关键步骤，以提高准确性、减少人工努力并加快文档处理任务。

相较智能文档中台构建领域其他参与者，进行版式文档结构分析是 PDF 厂商的专长，可通过 PDF 文档解析、光学识别、表格侦测、版面分析、机器深度学习等技术，来达到 B 端客户对智能文档解决方案的质量需求。因此 PDF 厂商在该领域具备优势，可基于自身技术承接项目服务或提供相关技术授权。

生成式人工智能在改善训练过程、预处理文档、文档分类、文档后处理等方面均提升了 PDF 厂商对文档的处理能力：

- ◆ **改善训练过程方面**，通过数据增强技术合成模拟真实世界文档的数据，扩大训练数据集，使智能文档处理模型更高效地学习模式和提取信息，还可通过零样本和少样本提示技术使 IDP 高度适应各种文档处理任务；
- ◆ **预处理文档方面**，帮助减少转录错误，提高从 PDF 文档中提取文本的整体质量，利用先进的机器学习模型准确识别和转录手写文本，利用神经网络架构处理复杂文档结构，准确识别和提取有意义的内容区域；
- ◆ **文档分类方面**，通过分析文档的内容、上下文和语义意义，基于主题、目的或与特定业务流程的相关性对文档进行分类，从标记的训练数据中学习以开发分类模型，能够处理包括图像、扫描文档和手写材料在内的非结构化数据，并随着时间的推移适应和改进分类模型；
- ◆ **后处理能力方面**：提供先进的语义分析能力以从处理后的数据中获取有意义的见解，识别和纠正提取数据中的错误和差异，确保数据的完整性和准确性。

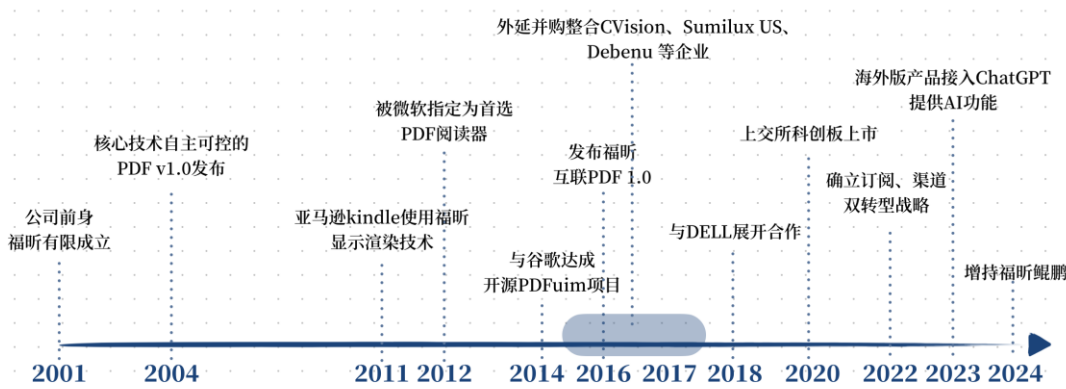
我们认为该部分业务有望成为人工智能的重要应用领域之一，同时构筑 PDF 厂商的新增长曲线。

2. 公司情况：国内稀缺的、高度产品化的、具备全球竞争力的软件企业

2.1 发展历程：专注 PDF+技术驱动，全球范围不断突破

- ◆ 2004 年，公司发布 PDF 阅读器 v1.0 产品，主要核心技术均具有完全自主知识产权，具有体积小、速度快的技术特性，被美国 PC World 评为“2005 年全球 101 款最佳免费/共享软件”之一；
- ◆ 公司产品持续更新迭代，依靠体积小、速度快的特点以及率先布局移动设备的战略眼光，福昕在内存仅有 4M 的三星手机上实现了 PDF 阅读功能，当时没有第二家软件开发商能实现；
- ◆ 2011 年，亚马逊为改进 Kindle 上 PDF 的阅读体验，基于三星的案例选择与福昕合作，并入股成为公司第二大股东，直至 2019 年才转让其持有的公司股份；
- ◆ 2012 年，福昕 PDF 阅读器被微软指定为 AD RMS 2.0、SharePoint® 2013 及 SharePoint Online 在 Office 365 环境中的首选 PDF 阅读器；
- ◆ 2014 年，谷歌与福昕软件达成合作建立开源 PDFium 项目，该项目将福昕的 PDF 技术应用于 Chrome 浏览器、安卓手机操作系统以及 Google Document 等 Google 知名产品；
- ◆ 2016 年，公司积极推进 PDF 与云技术的结合，发布福昕互联 PDF 1.0 (Connected PDF)；
- ◆ 2016-2017 年，公司通过外延并购的方式获取相关技术以及市场，整合了 CVision、Sumilux US 及 Debenu 等同行业企业，进一步增强了公司技术的全面性，强化了公司的核心竞争力；
- ◆ 2018 年，公司开始与戴尔合作，在全球范围的戴尔销售平台上，共同推广 PhantomPDF 产品；
- ◆ 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、渠道双转型；
- ◆ 2023 年，公司在 AIGC 浪潮下海外产品接入 ChatGPT，提供 AI 功能；
- ◆ 2024 年，公司拟使用超募资金 9024 万元，用于收购福昕鲲鹏 38% 的股权，若此次收购顺利完成，公司将有望借此打开信创 OFD 市场，持续开拓国内“PDF+OFD”的版式文档业务布局。

图5：福昕软件公司发展历程



资料来源：公司公告、公司招股书、公司官网，东兴证券研究所制图整理

2.2 业务结构：产品线齐全，机构客户为主，海外市场为基本盘

产品矩阵齐全，业务主要分为四类。福昕软件深耕 PDF 领域，产品线齐全，主要分为“PDF 编辑器与阅读器”、“开发平台与工具”、“企业文档处理解决方案”、“PDF 工具及在线服务”四类，产品适用于桌面电脑、平板电脑、智能手机、嵌入式设备及服务器等应用终端，可在 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP、Web、HarmonyOS NEXT 等平台实现同等功能、性能以及用户体验。

图6：福昕软件产品矩阵



资料来源：福昕软件台湾地区官网，东兴证券研究所

(1) PDF 编辑器与阅读器：公司核心产品与主要收入来源，体积小、速度快、可跨平台使用

- ◆ **阅读器**：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。
- ◆ **编辑器**：可适用于 Windows、Mac、UWP 和 Web 等操作系统平台，支持桌面端（Desktop）、网页端（Web）和移动端（Mobile）的应用。产品除了能够实现 PDF 阅读器文件显示、审阅、注释、签名及打印等功能，还具备 PDF 与 Word、PowerPoint、Excel、HTML、XML 及图片等多种文档格式和版面的双向转换、PDF 文本和段落的自由编辑、OCR 文字识别、页面管理、PDF 文档无障碍阅读、PDF 无障碍性检查与修复、PDF 表单的设计填写以及电子签名、文档安全、共享审阅、AI 助手等较为完善的功能体系，能够满足各类用户多方面、多层次的使用需求。

(2) PDF 相关工具及在线服务（增值服务）

- ◆ 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，如面向对数据合规和隐私保护要求较高的企业提供 iDox.AI 系列智能服务；面向国内电子政务领域和行业单位提供 OFD 版式电子文档解决方案。公司也提供系列 PDF 在线服务，包括电子签名；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。

(3) 软件开发平台与工具

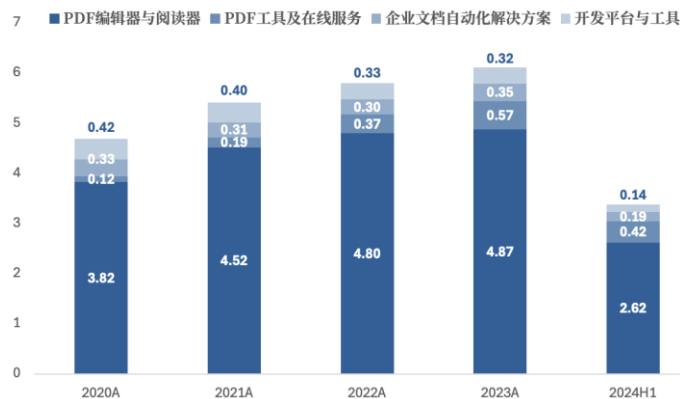
- ◆ 包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK(例如 Plugin SDK、eSign SDK、iDox.AI SDK 等), 程序开发人员无需经过复杂的研发过程, 即可通过该产品直接在自有软件产品中嵌入福昕软件 PDF 相关的技术, 实现 PDF 相关的功能。公司提供的各类 SDK 套件能帮助开发者实现 PDF 文档的显示、编辑、搜索、压缩、添加注释、增加 XFA 表单、权限管理、OCR 文字识别、密文处理以及互联 PDF 等功能。开发人员通过开发平台与工具, 能够使用主流的编程语言和开发环境为不同平台的应用程序快速添加 PDF 相关功能。

(4) 企业文档自动化解决方案

- ◆ 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。

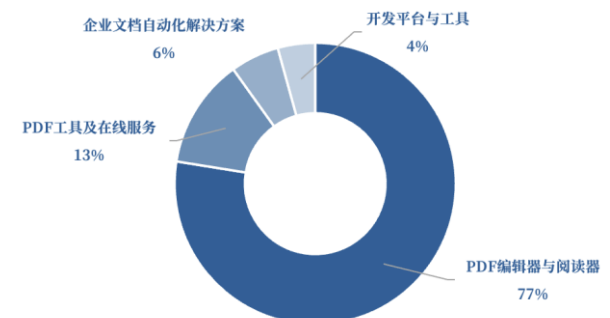
产品化程度较高, 收入结构稳定且符合行业特性。规模上, PDF 编辑器与阅读器产品为公司稳定主要收入来源, 2023 年实现收入 4.87 亿元 (同比+1.46%, 占比 79.70%, 毛利率 96.98%), 2024 上半年实现收入 2.62 亿元 (同比+11.35%, 占比 77.49%); 增速上, PDF 工具及在线服务 (增值服务) 方面成长性相对最强, 2023 年实现收入 0.57 亿元 (同比+53.46%, 占比 79.70%, 毛利率 78.21%), 2024 上半年实现收入 0.42 亿元 (同比+183.75%, 占比 12.56%)。

图7: 公司近年分业务收入情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图8: 公司 2024H1 各业务占比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

机构客户为主, 得到众多国际知名企业认可。公司依托产品技术、服务和品牌等多方面的综合优势, 累积了各行各业大量客户资源, 公司强调发展垂直市场, 重点发展教育、法律、银行、保险、政府等重要领域, 产品及服务在国际知名企业以及机构得到广泛应用, 主要客户有加拿大共享服务局、培生教育、一汽大众等国内外知名企业以及机构。

根据招股说明书中数据, 福昕软件可以分为“直接销售机构客户”、“直接销售个人客户”、“代理商销售客户” (代理商销售部分无法完整获取终端的客户身份, 因此无法区别机构还是个人) 三类, 个人用户虽然数量较大, 但客单价较低, 因此占总收入的比例较小。2019 年公司“直接销售个人客户”收入比例仅占 12.94%, 主要收入来源来自于机构。

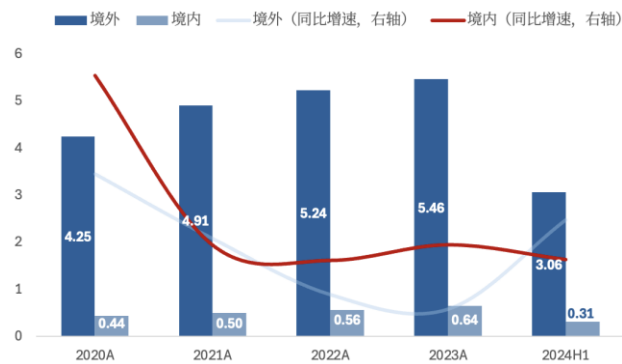
图9: 福昕软件部分海外客户

高科技行业	政府机构	金融服务	教育	移动设备	制造业
谷歌 Google	美国空军 US Air Force	摩根史坦利投资公司 Morgan Stanley	哈佛大学 Harvard University	HTC	丰田 Toyota
微软 Microsoft	美国陆军 US Army	摩根大通 JPMORGAN CHASE & CO.	范德堡大学 Vanderbilt University	Metro PCS	飞利浦医疗 Philips Medical
西门子 SIEMENS	美国海军 US Navy	PNC Bank (National City)	圣约翰大学 Saint John's University	ACCESS	ABB France
英特尔 Intel	美国导弹防御局 Missile Defense Agency	Great American Insurance Group	阿波罗集团 Apollo Group	DataViz	爱默生 Emerson
美国通用商用机器公司 IBM	爱荷华州国民警卫队 Iowa National Guard	劳埃德TSB银行 Lloyds TSB	布里安克利夫大学 Briar Cliff University		福特 Ford
思科系统 Cisco Systems	美国运输部 The Department of Transportation	高盛集团 Citigroup			迪尔公司 Deere Company
惠普公司 HP	美国土地管理局 US Bureau of Land Management	Hyperion			
日本电气公司 NEC Corporation	华盛顿州公共指导办公室 State of Washington, Office of Superintendent of Public Instruction	纳斯达克 OMX 集团 NASDAQ OMX			
安森美 Andocs Ltd	美国法院 US Courts	Franklin Square Capital Partners			
Lawrence Livermore 国家实验室	纽约州税务和财政署 New York State - Department of Tax and Finance	伯克希尔哈撒韦的子公司 Berkshire Hathaway			
超微半导体 AMD	纽约州技术办公室 New York State - Division of Technology	Homestate Company	能源	出版业	扫描服务提供商
科立勤 Corel Corporation	加州渔业与野生动物局 CA Department of Fish & Wildlife	Argon USA	壳牌 Shell	随机房屋 Random House	Ratiodata
Careerbuilder.com	利奇菲尔德县议会 Litchfield District Council	汤森路透 Thomson Reuters	雪佛龙 Chevron	Harper Collins	SRZ Berlin
Harris Corporation	里奥托托市 City of Rioito	惠理理财公司 Charles Schwab & Co	Hunt Petroleum	纽约时报 New York Times	
CompuCom	亚利桑那州税务局 Arizona Department of Revenue	Sentry 保险 Sentry Insurance	美国南方电力 Southern Company	Zinio	
Intuit	阿拉巴马州税务局 State of Alabama - Department of Revenue	荷蒙富常保险集团 AG Insurance NV	AmeriGas Propane, LP	霍顿-米夫林哈考特集团 Houghton Mifflin Harcourt	
通用动力公司电力船舶分公司 General Dynamics Electric Boat Division		Helaba 银行	加拿大核实验室 Canadian Nuclear Laboratories		
DocuSign Inc		Kreissparkasse Ludwigsburg 银行	E.ON		
康宁公司 Corning			瑞典大瀑布电力公司 Vattenfall		
福昕软件 Lubrizol Corporation					

资料来源: 福昕软件台湾地区官网, 东兴证券研究所

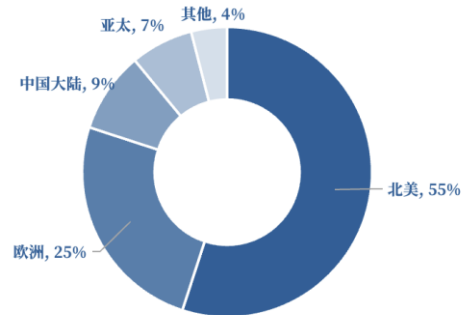
海外收入占比超 90%, 国内加码 OFD 业务。海外方面 公司收入占比保持在约 90% 的水平, 今年上半年实现收入 3.06 亿元 (同比+18.55%, 占比 90.67%), 增速超过国内业务, 其中北美及欧洲为公司主要收入来源。经过多年国际市场的充分竞争, 福昕软件已沉淀相当部分核心客户资源, 建立良好品牌影响力, 持续争取更多通用 PDF 软件的市场份额; 国内市场 今年上半年收购了主营的 OFD (国内类 PDF 的版式文档格式标准) 业务的福昕鲲鹏部分股权, 并进行并表, 开启 PDF+OFD 的业务新征程。

图10: 公司近年分地区收入情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图11: 公司 2024H1 分地区占比 (%)

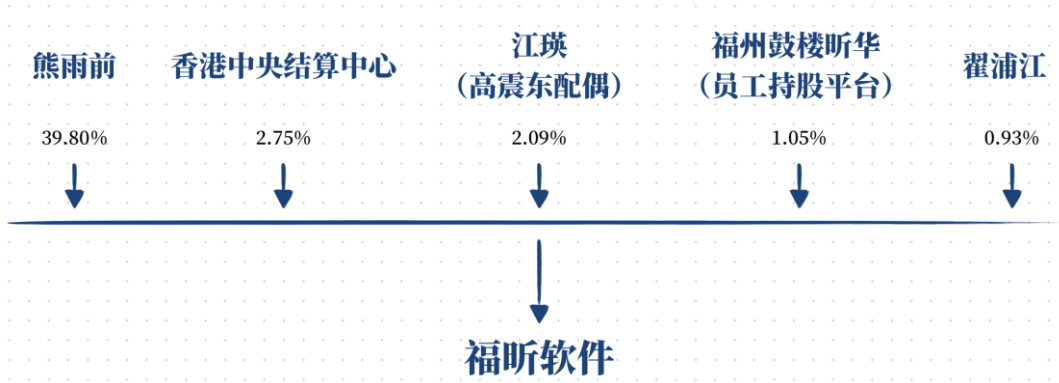


资料来源: 公司中报, 东兴证券研究所

2.3 股权结构：实控人持股稳定，股权激励稳步推进

根据中报披露，公司实控人、董事长熊雨前持有福昕软件 39.80% 股份，公司副总裁高震东的配偶江瑛持有 2.09% 股份，副总裁翟浦江持有 0.93% 股份，员工持股平台福州昕华持有 1.05% 股份。实控人股权集中，高管及核心员工具有股权绑定，整体有利于公司战略规划的实施执行。

图12：福昕软件股权结构（截至 20240630）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

今年 8 月，公司发布股权激励计划草案，本激励计划限制性股票的授予价格为每股 20.34 元，计划以每股 20.34 元的价格向 190 名对象授予 171.01 万股，占激励计划草案公告日公司股本总额的 1.87%。

该激励计划对公司 2024、2025 两个会计年度的“综合业务额增长率”或“年度订阅业务 ARR 增长额”进行考核。公司的考核目标，在**激励业务增长的同时促进订阅制转型**，实现二者较好的平衡。

图13：福昕软件 2024 年 8 月股权激励计划公司层面考核标准

考核指标	指标完成情况		指标对应系数	
	A1	A2	P1	P2
综合业务额增长率 (A)	$A \geq A1$		$P1=100\%$	
	$A2 \leq A < A1$		$P1=80\% + (A-A2)/(A1-A2)*20\%$	
	$A < A2$		$P1=0$	
订阅业务 ARR 增长额 (B)		$B \geq B1$		$P2=100\%$
		$B2 \leq B < B1$		$P2=80\% + (B-B2)/(B1-B2)*20\%$
		$B < B2$		$P2=0$
公司层面归属比例 (P)	$P=MAX(P1, P2)$			

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：1、年度综合业务额=年度一次性授权业务收入+ \sum (订阅业务ARR*价格折算系数)；

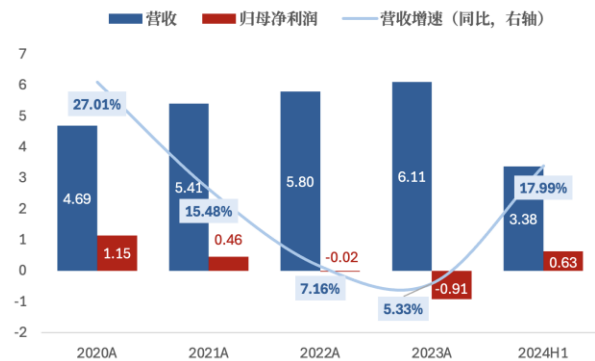
2、存在转换情况的 Editor 产品的价格折算系数为 2，订阅式 SDK 和不存在转换情况的 eSign 以及在线服务等订阅业务的价格折算系数为 1（由于订阅年度订单的定价与永久授权订单的定价存在差异，Editor 的年度订阅价格相当于授权产品价格的 50%，为了将订阅订单折算成与授权订单同样的可比口径，因此将订阅折算系数确定为 2，使得授权业务与订阅业务实现可比转换）；

3、ARR（年度经常性收入）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。统计口径为订阅期不少于 12 个月的订阅业务，订阅周期小于 12 个月的短期订阅按照收入口径并入一次性授权业务收入计算。

2.4 财务情况：订阅制转型致使表观收入增速放缓，公司成长性与控费效果可期

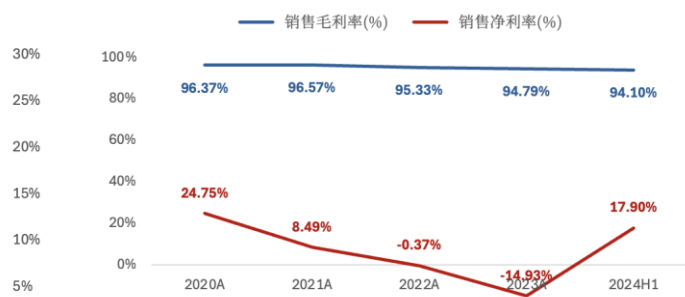
受订阅制转型影响，当前表观收入增速相较高点有所放缓。福昕软件2023年实现营收6.11亿元(同比+5.33%，剔除外汇波动影响同比+0.66%)，今年上半年实现营收3.38亿元(同比+17.99%，剔除外汇波动影响同比+15.97%)。公司表观营收增速相较20年高点有所放缓，主要由于公司加速订阅转型所致，传统永久授权业务模式收入一次性确认，加速推广的订阅模式收入分期确认，同时PDF编辑器的订阅价低于永久授权价(约为50%)，因此受转型影响，表观收入增速有所放缓。

图14：公司近年营收及归母净利润情况（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，东兴证券研究所

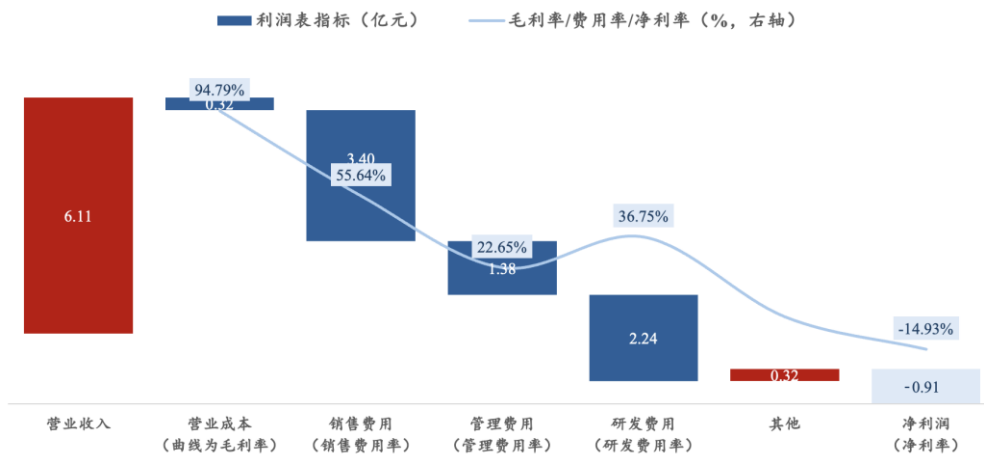
图15：公司近年盈利能力



资料来源：同花顺iFinD，东兴证券研究所

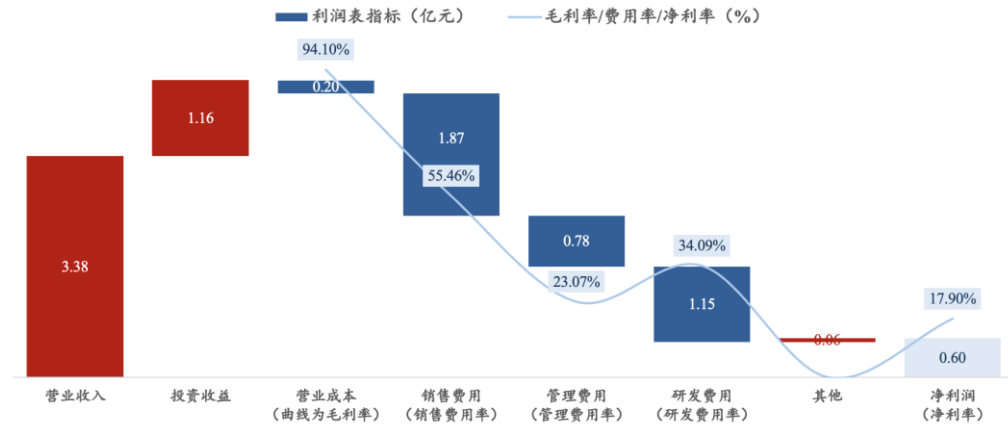
产品化模式带来高毛利水平，中长期维度需重点关注公司控费能力。作为高度产品化的软件厂商，公司毛利率始终维持在接近95%的较高水平，在低边际成本的背景下打开公司利润释放的空间。对公司2023年以及2024上半年的利润表进行拆分，可以看出整体费用水平较高，销售、管理、研发费用总和高于收入，导致其净利润为负（24上半年包含因追加投资合并福昕鲲鹏导致原持有股权公允价值变动而确认的投资收益1.03亿元，扣除非经常性损益后归母净利润为-0.64亿元），需重点关注公司的控费情况。

图16：福昕软件2023年利润表主要指标



资料来源：同花顺iFinD，东兴证券研究所

图17: 福昕软件 2024 年上半年利润表主要指标



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

人员费用有望得以控制, 整体费用率水平预期稳健下降。对费用进行拆分, 员工薪酬及股权激励占销售费用比例接近 60%, 占研发费用比例接近 80%, 由于人员成本具有一定刚性, 叠加福昕软件服务于国际市场, 配备海外本土化团队, 因此人员薪酬水平相对较高。

2023 年公司新招百余人, 带来相关费用增长, 目前各业务线的人员配置较为完备, 团队规模有望维稳 (今年上半年的增长主要由于福昕鲲鹏并表), 同时从业务逻辑上看订阅制转型能稳定客户合作降低销售成本, 渠道化转型能降低直销人员费用, 或将能持续控制在 23 年水平上。平台使用费与合作推广费或随渠道转型有所增长, 但相较而言基数较小且成本较低, 我们对公司的控费预期持乐观态度, 有望实现中期利润的释放。

表1: 公司近年销售、管理、研发费用拆分 (亿元)

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
销售费用	职工薪酬	1.14	1.40	1.58	1.99	1.12
	股权激励费用	0	0.16	0.07	0.02	0.03
	广告费	0.39	0.91	0.71	0.63	0.22
	平台使用费	0.06	0.09	0.15	0.18	0.12
	合作推广费	0.11	0.13	0.15	0.2	0.09
	其他	0.17	0.21	0.22	0.38	0.29
	销售费用合计	1.87	2.90	2.88	3.40	1.87
销售费用率 (%)	39.84	53.62	49.71	55.64	55.46	
管理费用	职工薪酬	0.41	0.51	0.64	0.82	0.50
	股权激励费用	0	0.06	0.04	0.02	0.03
	其他	0.42	0.38	0.42	0.54	0.25
	管理费用合计	0.83	0.95	1.10	1.38	0.78
管理费用率 (%)	17.70	17.49	19.00	22.65	23.07	
研发费用	职工薪酬	0.59	1.09	1.43	1.77	0.91
	股权激励费用	0	0.14	0.07	0.03	0.05
	其他	0.16	0.26	0.37	0.44	0.19
	研发费用合计	0.75	1.49	1.87	2.24	1.15
研发费用率 (%)	16.08	27.51	32.26	36.75	34.09	

资料来源: 公司公告、同花顺 iFinD、东兴证券研究所整理

3. 发展逻辑：存量空间替代友商，订阅转型内生优化，AI 打开成长空间

3.1 PDF 行业潜在规模广阔，Adobe 为绝对龙头，仅少数厂商掌握完整核心技术

PDF 行业具备较高发展确定性。基于如下理由，我们认为 PDF 作为版式软件的核心格式，较难出现新产品对其进行替代，行业长期发展具备较高确定性。

- (1) **PDF 格式整体性能优异。**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，同时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。
- (2) **PDF 格式已有完善生态。**当前有众多免费且功能强大的 PDF 阅读器以及专业 PDF 编辑器可供使用，用户可以在 Windows、Mac、Linux、Android、iOS 等各种系统以及电脑、Pad、智能手机等各种设备上进行检查，基于当前完善的生态实现高知名度，使用方便。
- (3) **基于先发优势，已有大量文件，存在转换成本。**自 1993 年 Adobe 推出、2008 年对基础版本开源后，当前已有大量文件以 PDF 格式进行储存，例如企业合同、发票、教材、律师诉状、法庭证据、医疗病历、诊断报告等，现存的巨大规模文件带来转换成本，版式文档领域难有新格式对其进行替代。

微软此前在版式文档领域推出 XPS 格式，但由于阅读器不够普及、编辑工具相对较少功能有限、兼容性差等问题逐步被市场淘汰。

PDF 行业潜在市场规模广阔。参考 Adobe 与 IDC 的数据，2023 年文档云（Adobe 的 PDF 业务板块）的潜在市场规模（TAM）约为 210 亿美元，2024 年文档云的 TAM 约为 320 亿美元。潜在市场规模代表一个产品或服务在特定市场中所有可能的目标客户群体所产生的总需求规模。通常是通过考虑市场中的潜在客户数量、客户的购买能力以及对特定产品或服务的可能需求程度等因素来估算得出。

行业增长主要源于知识工作者、协同、文档服务与 API 等领域的发展。增长因素包括高频使用垂直行业场景、应用领域扩展、网页及移动场景、共享 PDF、免费用户及盗版用户向付费转换、电子签名与人工智能功能、及新兴市场增长推动等。

图18：Adobe 与 IDC 对 2024 年文档云（PDF 业务）潜在市场规模预测（美元）

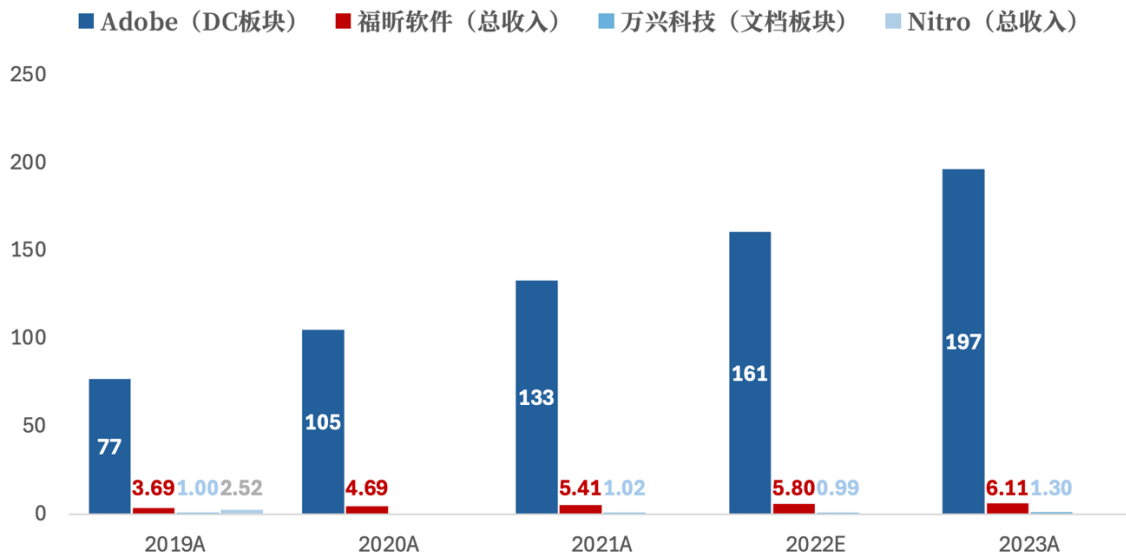


资料来源：Adobe 官网，IDC，东兴证券研究所

从行业格局来看，由于开源项目的存在，有较多厂商可提供 PDF 阅读及基础编辑功能，但由于 PDF 文件涉及文字、图形、图像等多种格式数据的封装，结构较为复杂，生成高质 PDF 文件并快速、高质量地显示渲染难度较大；各类程序生成的文件数据格式结构差异较大，可能涉及动态数据结构，生成 PDF 涉及复杂的转换与过滤过程；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。特别是对稳定性要求高的企业客户，技术可以构筑显著壁垒。

PDF 电子文档领域发展日趋成熟，全球维度逐步形成了以 Adobe、福昕 (Foxit)、Kofax (收购 Nuance PDF 业务)、Nitro 等为代表的知名品牌。Adobe 为绝对龙头，福昕在 Kofax、Nitro、PDF element (万兴) 等二线厂商中处于领先地位。公司不考虑潜在市场规模，从存量参与者的维度来看，Adobe 作为全球龙头其 PDF 业务体量在 2022 年近 28 亿美元，规模在福昕软件的 30 倍以上，且当前仍保持较高的增速，即使不考虑新技术带来的提价预期、功能增长、非付费及盗版用户转化等，二线厂商具有较大发展空间。

图19: Adobe、福昕、万兴、Nitro PDF 方面业务收入对比 (亿元)



资料来源: Adobe 官网, 同花顺 iFinD, 福昕软件招股书, 东兴证券研究所 (注: 美元兑人民币汇率按 7 进行计算)

3.2 核心逻辑：存量空间对 Adobe 替代

我们认为福昕软件的核心成长逻辑在于对龙头 Adobe 份额的替代。公司业务以 2B 为主，因此在产品矩阵及产品功能能够替代并做到好用易用、技术自主可控的背景下，通过渠道的背书与客户触达弥补品牌力与销售团队规模上的劣势，并通过低价战略来实现客户转化。

当前 Adobe 在 PDF 端收入体量为福昕 30 余倍，不考虑增量客户与增量场景的情况下，撬动 Adobe 极低比例的客户即有望帮助福昕实现收入的大幅增长，叠加高毛利业务特性及费用端的有效控制，公司整体成长与利润释放可期。

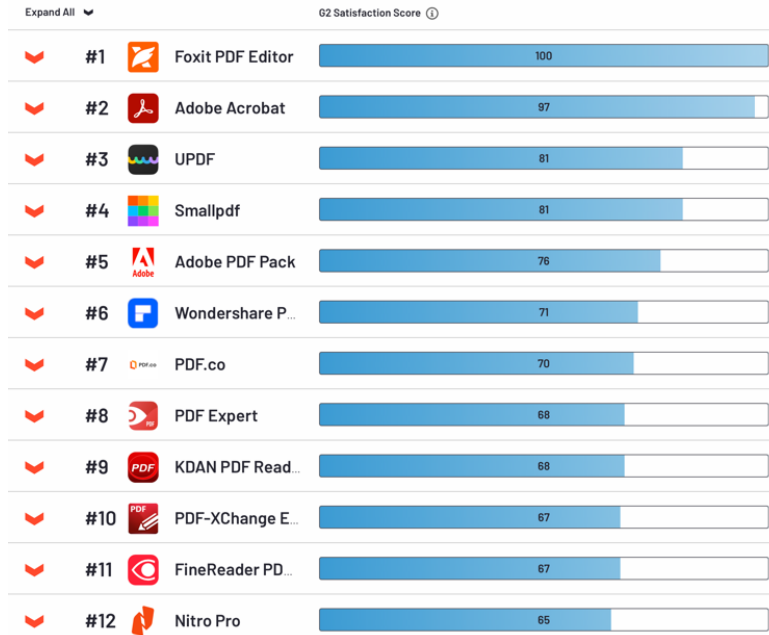
3.2.1 产品力：替代基础

产品矩阵完备，具有 PDF 领域的自主知识产权体系。公司深耕于 PDF 电子文档领域，经过多年技术经验积累，综合技术能力处于行业领先水平，形成 PDF 领域自主知识产权体系，系统掌握包括 PDF 文档解析技术与渲染技术、跨平台技术、PDF 文档转换技术、文档高压压缩技术、互联 PDF 技术和 PDF 电子表单技术等多项核心技术。截至 2024 年 6 月 30 日，共拥有国内外发明专利 75 项，拥有国内外软件著作权 294 项。依托自有技术及多年的产品开发及升级更新，形成了包括通用软件产品、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案以及 PDF 相关独立产品等较为完善的产品体系，能够满足各类用户差异化的需求，且具有 Adobe 所没有的 Linux 系统原生版本，生态上更为丰富。

我们认为从以下几方面可以看出福昕的产品力能达到对 Adobe 的替代标准：

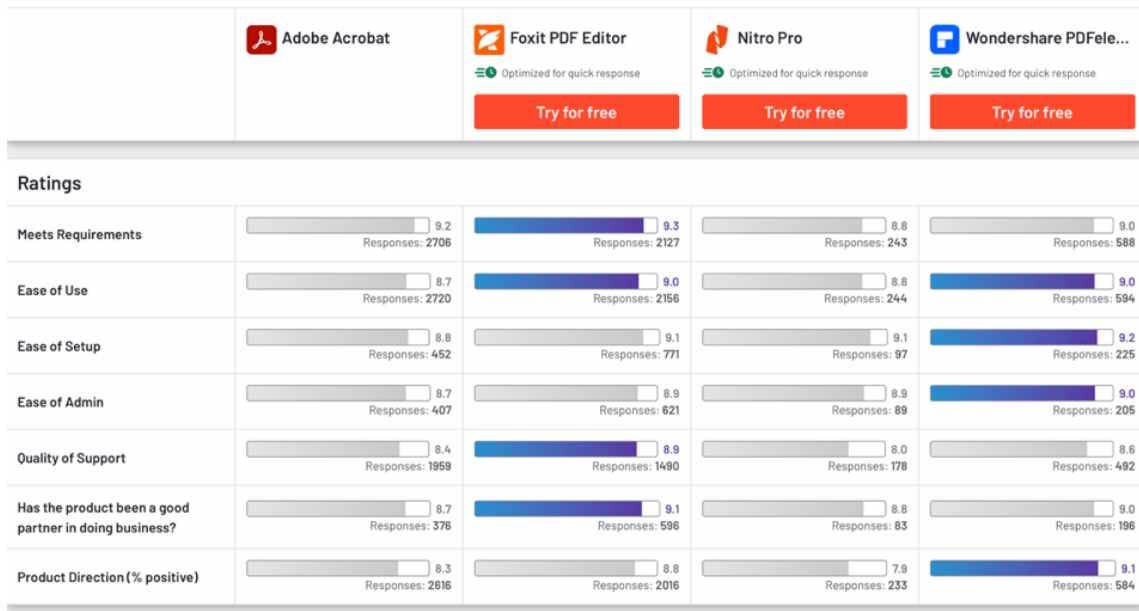
- (1) **参与行业标准建设**：福昕标准团队参与了 ISO 32000-2、ISO 32003、ISO 32004、ISO 32005、ISO32007、ISO 14289-2 等标准的修订和制定。除了 ISO 标准外，福昕标准团队还领导了基于文档的电子签名、Deriving HTML from PDF、Well-Tagged PDF 等新标准起草的工作。
- (2) **现存客群**：在全球性、市场化行业中，客户结构及历史项目可以反映出公司的产品力水平，公司累积了各行各业大量客户资源，垂直市场方面重点发展教育、法律、银行、保险、政府等重要领域，产品及服务在大量国际知名企业以及机构得到广泛应用，核心客户包括加拿大共享服务局、培生教育、一汽大众等国内外知名企业以及机构。科技巨头方面谷歌的 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 索引功能均采用了福昕的技术。
- (3) **三方评测**：全球知名的前沿科技与软件评测网站 Tech Radar 评选福昕 PDF Editor 为 2024 年 Adobe Acrobat 的优选替代品之一。著名的面向企业用户的软件评测平台 G2 评选公司为“2024 年度全球最佳软件公司”，公司在百强名单中位列第 53 位，是除 Adobe 外唯一进入百强名单的 PDF 厂商。同时 G2 的满意度评分上福昕排在首位。

图20: 三方软件评测网站 G2 PDF 软件满意度排名 (截至 20240904)



资料来源: g2.com, 东兴证券研究所

图21: 三方软件评测网站 G2 上 Adobe、福昕、Nitro、万兴 PDF 软件对比 (截至 20240904)



资料来源: g2.com, 东兴证券研究所

3.2.2 渠道改革：触达 Adobe 存量用户及增量客群

公司当前采取在自有渠道直接销售与通过代理渠道销售相结合的销售模式。

相较直销，我们认为渠道销售能有效扩大企业市场覆盖范围，渠道商等迅速将产品推向更广泛的地理区域，并可基于本土化优势提供针对性推广销售活动，帮助接触到直销难以触及的客户群体特别是企业客户；同时有望帮助企业降低成本，对于全球性布局的企业，组建和管理直销团队成本高昂，部分销售工作委托给渠道商能有效减少企业自身的销售人力投入，同时能与渠道商分摊广告、宣传、展会等成本；此外部分渠道商还可以为客户提供本地服务与支持，同时为中小企业的产品提供品牌背书。

表2：福昕软件不同销售模式对比

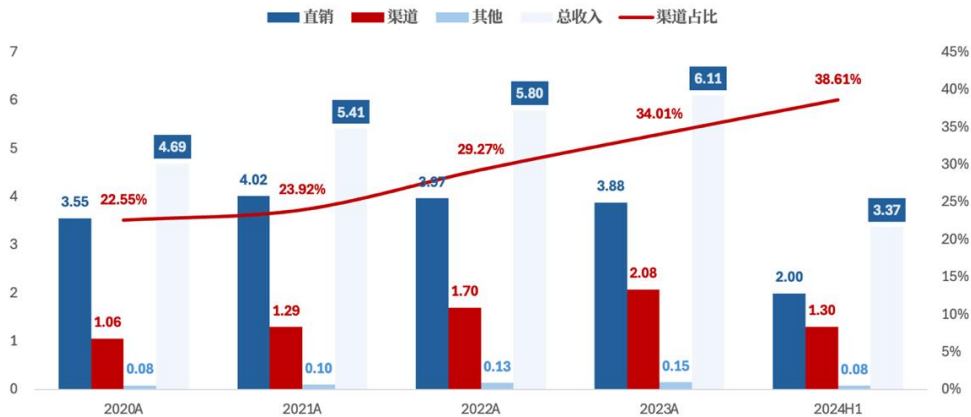
类型	模式	特点
直销	非在线商店直销	采用电话、E-mail 及派遣销售人员等方式进行产品的直接销售 重点针对教育、法律、银行、保险、政府等垂直市场，能提供更好的服务
	官网在线商店销售	公司官网对产品及服务进行展示，客户可在网站浏览、下载、试用及购买激活码 具有较高的便利性
渠道	第三方应用商店销售	通过 Amazon store、Apple store、Google play 和 Windows Store 等第三方在线商店，向终端消费者进行产品销售，双方以平台商品的实际销售额和约定方式进行结算 在特定系统具备优势及便利性
	渠道商销售	渠道商从终端客户获取订单，公司在产品标准定价的基础上给予渠道商不同程度的折扣或返利 依托渠道商提升客户触达与品牌影响力

资料来源：公司公告、东兴证券研究所整理

渠道收入占比稳步提升，有望成为主要收入来源。福昕软件当前积极推进“渠道优先”战略，与戴尔、新聚思、神州数码、伟仕佳杰等大型 IT 代理商展开合作，希望借助渠道的资源来扩大公司的销售半径，获取更多客户。公司渠道转型进展明显，2024 年上半年来自渠道的收入为 1.30 亿元，占营业收入的比例提升至 38.61%。

依托渠道改革，公司上半年在欧洲市场表现亮眼，同比增长接近 30%。由于大部分软件厂商并不发端于欧洲，因此欧洲形成以渠道为主的市场生态。公司因地制宜，在欧洲建立了将渠道体系、销售体系和售前体系打通整合的组织形式，通过紧密协同以充分保障欧洲市场在开拓及客户服务上的快速响应和有效支持。由于渠道拥有丰富的竞争对手的客户资源，掌握客户的预算和采购周期等重要信息，我们认为福昕的渠道化改革有望帮助其触达 Adobe 的存量用户及增量客群。

图22: 福昕软件分销售模式收入及渠道收入占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

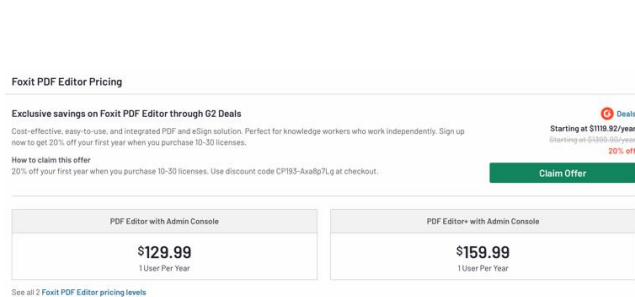
3.2.3 性价比优势: 实现客群转化

不考虑批量采购折扣, 入门级 PDF 编辑器价格福昕每年为 129.99 美元, Adobe 为 179.88 美元, 福昕价格约为 Adobe 72%; 对于具有完整版功能的高阶版本福昕每年为 159.99 美元, Adobe 为 287.88 美元, 福昕价格约为 Adobe 入门版本 89%、高阶版本 56%。

一方面全球经济承压下客户可能存在降本增效需求, 同时相同预算下选购福昕产品可以具备更为丰富的 PDF 的功能部署、可以有更多的授权账号。企业授权折扣随团队规模增加而扩大, 平均而言, 福昕的价格比 Adobe 便宜 15-30%, 而且不会强迫买方购买完整创意套件。同时福昕还提供持续支援与教学课程, 与 Microsoft 365 和 Google 生态整合, 降低产品切换使用难度。

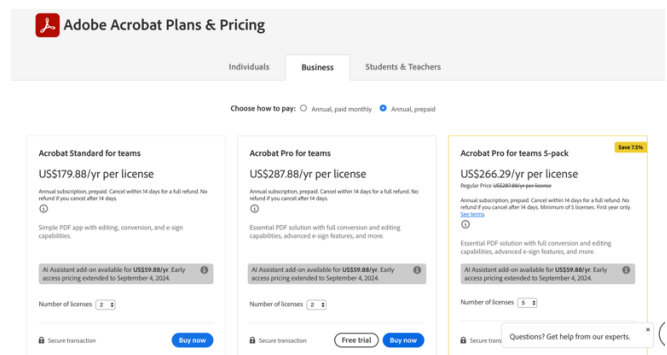
我们认为在产品力有保障的情况下, 通过渠道的背书与客户触达, 低价战略具备较强竞争力。

图23: 福昕软件 PDF 编辑器企业版订阅收费标准



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图24: Adobe Acrobat 企业版订阅收费标准



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

3.3 成长引擎：订阅转型商业模式优化，AI 催化打开增量空间

福昕软件除了拥有清晰明确的成长路径，同时还有望依靠云计算技术的发展实现订阅制转型，达成商业模式的内生优化，以及依靠人工智能技术的发展重塑自身产品，打开增量空间，增强客户粘性，提供涨价预期，以及助推公司的订阅制转型。

3.3.1 订阅转型：重点战略，平稳推进，短期阵痛助力公司长期高质量发展

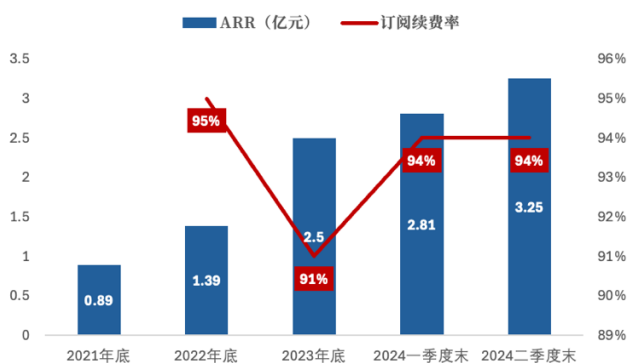
订阅相较于传统授权买断具有商业模式优越性。对于软件厂商来说，产品实现 SaaS 化订阅相较于传统授权买断制可以实现更为稳定、更可预测的收入流，整体收入更加平滑，通过持续服务提高客户留存率，从中长期维度降低销售费用。同时订阅制通常具备更短的销售周期，无需复杂的决策过程和高额的一次性投资，降低客户购买门槛。

公司当前重点推进订阅转型。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，除了拓展新客户外，公司亦积极鼓励永久授权用户转变为订阅用户；产品体验上，订阅制核心产品 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；在产品采购上，简化订阅产品的购买流程，以增加对客户的吸引力。表观收入增速放缓的背后，对应的是公司订阅转型的良好进展与整体业务价值量的稳定提升。股权激励上也加强对订阅制 ARR 的考核。

公司订阅转型平稳推进。福昕软件今年上半年实现订阅业务收入 1.55 亿元，占营业收入的比例为 46%，较上年同期增长了 68%。截至 2024 年 6 月 30 日公司订阅业务 ARR 达到 3.25 亿元，较上年年末增长约 29.90%，核心产品整体订阅续费率约为 94%，订阅相关的合同负债金额为 1.87 亿元，较年初增长约 16.18%。

我们认为虽然公司表观收入增速放缓，但进行订阅转型由于订阅费仅为一次性授权费的约 50%，因此必然会经历转型阵痛期，但长期有助于公司的稳健高质量发展，从 ARR 水平来看公司仍具有较高成长性。

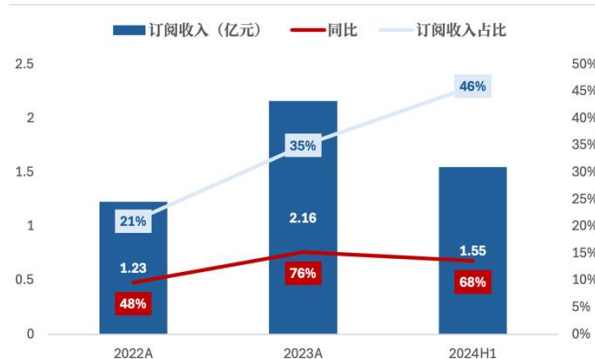
图25：福昕软件订阅制 ARR 与续费率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：ARR 的统计口径为不少于 12 个月的订阅业务；小于 12 个月的订阅业务收入系合并计入年度授权业务收入；PDF Editor 产品的订阅续费率指存量客户在报告期末的 ARR 较上年同期期末的 ARR 比例。

图26：福昕软件订阅制收入及占比



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

3.3.2 AI 催化：积极投入，消费级市场与企业级市场同步布局

(1) 消费级市场：重塑产品，增强粘性，提供涨价预期，助推订阅制转型

消费级客户方面，AI 技术主要用于提升用户文档理解和文档处理的效率，并可从以下方向提高生产力：

- ◆ **自动化任务：**使用 AI 解决方案执行数据输入、报告生成等行政任务，可减少员工工作量，使他们专注于更关键的业务，同时节省时间、减少错误并降低成本。
- ◆ **加强安全：**AI 可通过访问控制和内容分析来增强安全，例如评估用户行为以确定文档访问权限，分析文档内容以识别潜在漏洞和威胁，还可对文件进行分类和加密以保护敏感数据。
- ◆ **提供支持：**AI 工具如聊天机器人、总结器和智能助手可提供重要支持，提高客户服务质量，快速准确地生成文档摘要，收集和分析客户数据以洞察客户行为和偏好。
- ◆ **分析数据：**AI 进行数据分析的优势包括速度快和准确性高，能实时处理信息以响应市场变化、识别机会和做出数据驱动的决策，还能精确分析大型数据集以识别模式和趋势。

图27：AI 功能提升 PDF 用户生产力的方向



资料来源：福昕软件，东兴证券研究所

福昕软件已与 OpenAI 展开合作，海外的 PDF 编辑器产品目前已全形态集成 AIGC 技术并投入市场；国内与百度文心展开首度合作，未来将实现与众多模型的适配，以满足不同行业领域用户对文档的使用需求。

福昕对编辑器产品进行 AI 重塑，有效提升产品力，同时在 AI 功能丰富度上领先友商，带来一定差异化竞争优势。我们认为当前 AIGC 在文字端成熟度较高，PDF 作为版式文档的核心格式，相关产品承载大量阅读需求，或将成为用户使用 AI 功能的关键入口之一，叠加福昕保持开放生态，国内计划与多模型适配，更为匹配用户习惯，有望充分受益行业发展，提升用户粘性。功能的丰富带来产品中长期涨价预期，同时相关功能需联网使用且主要在订阅制版本提供，有望帮助推进正版化进程，提速订阅制转型。

图28：福昕软件主要 AI 功能及与 Adobe AI 功能对比

最新符合價值

PDF Editor 套件

Foxit 的靈活授權選項可讓用戶適應任何企業，並將以負擔得起的成本轉型其數位文件。

FOXIT
PDF Editor

- Desktop + web
- AI 應用
- 專業的PDF編輯功能

檢視價格

MOST POPULAR
FOXIT
PDF Editor+

eSign, Smart Redact, Mobile

- Desktop + web + mobile
- AI 應用 + 和 智能指令
- 使用電子簽名和智能塗黑的高級文件管理

檢視價格

AI Assistant

總結繁複的文件

從會議筆記、報告和公司文件中擷取見解。即時從長或複雜的文件中生成包含關鍵要點的摘要。

強化書寫

定義和釐清

翻譯

AI 聊天

Foxit PDF Editor+ Adobe Acrobat Pro

建立及匯出 PDF	>
編輯 PDF	>
對 PDF 進行電子簽名	>
協同作業和共用 PDF	>
掃描及 OCR PDF	>
填寫和設計 PDF 檔案	>
保護和簽署 PDF	>
檢視和列印 PDF	>
AI 助手	v
詢問 AI	⊗ ⊗
談話文件 (分析文件)	⊗ ⊗
翻譯文字/文件	⊗ ×
總結文字和文件	⊗ ⊗
智慧 PDF 命令	⊗ ×
強化文字書寫	⊗ ×
定義並澄清文本	⊗ ×
修正文字的拼字和語法	⊗ ×
Foxit AI 聊天機器人 (支援中心)	⊗ ×

资料来源：福昕软件台湾地区官网，东兴证券研究所

(2) 企业级市场：智能文档处理中台打开成长空间

企业每天会产生大量文档，包括发票、合同、报告等，进行扫描、上传后，仍在内容提取、文件组织、信息利用上存在障碍，从扫描文档中搜索特定数据需手动审查，耗时且易出错。智能文档处理（IDP）使用 AI 和自动化技术，从文档中提取、分类和处理信息，包括文档捕获、数据提取、数据验证、数据集成和 workflows 自动化等关键步骤，以提高准确性、减少人工努力并加快文档处理任务。

例如在银行业中，IDP 可以自动化提取贷款申请相关信息，简化文档创建和管理任务；在医疗行业，IDP 可以自动从各种文档包括手写材料中提取数据，生成式人工智能可以更准确的理解和解释手写文本；在法律行业，IDP 可以帮助法律部门准确提取合同条款、法庭文件、规章制度当中的关键信息。

在数据价值被不断发掘下，企业智能文档中台作为一种可私有化部署的云服务，能有效提高企业文档管理质量，充分挖掘文档数据价值，目前福昕软件在该领域有两大研发方向，一是**实现结构化数据的提取**，即从文档中提取关键数据。当前数据资产入表提高了企业对数据资产的重视程度，但大量高价值的数​​据系存在于海量文档里，仅调用大数据平台是无法实现的；二是**企业级知识库的搭建**，传统搭建知识库的模式是首先由行业专家定义好知识模型，再搭建知识图谱，这种方式成本高且耗时长。福昕希望借助 AI 技术完成对知识库的搭建，并实现免责意义上的 100% 准确。

图29: 智能文档处理使用示例

USE CASES OF GEN AI IN IDP FOR PDF MANAGEMENT

Several industries and business functions that deal with vast volumes of PDF documents can benefit from augmenting Gen AI with IDP. These include:



BANKING

Integrating Gen AI with IDP can benefit the banking industry by streamlining document-intensive processes, improving data accuracy, and enhancing operational efficiency.

For instance, banks deal with many loan applications and supporting documents in various formats, including PDFs. By integrating Gen AI with IDP, banks can automate the extraction of relevant information from PDF loan applications, such as applicant details, financial statements, and collateral documents. This streamlines the loan processing and underwriting processes, reduces manual effort, and accelerates decision-making. Gen AI in IDP can also streamline document creation and management tasks like generating personalized customer communications, loan agreements, and reports.



HEALTH

In health care, Gen AI integrated with IDP can automate data extraction from various documents, such as attending physician statements, regardless of the format or layout. Gen AI in IDP can be extremely useful in capturing data from handwritten materials like doctor's notes compared to traditional OCR techniques.

Handwritten materials often challenge conventional OCR methods due to variability in handwriting styles and legibility. However, Gen AI utilizes advanced machine learning algorithms capable of understanding and interpreting handwritten text with greater accuracy and precision.



LEGAL

Integrating Gen AI with IDP in the legal sector offers numerous benefits for precise document management and analysis. Gen AI can enhance the processing of various legal documents, such as contracts, court filings, and legal briefs, by accurately extracting key information such as terms, clauses, and case details. This enables legal professionals to efficiently review and analyze documents, identify relevant legal issues, and make informed decisions. Additionally, Gen AI's text and image generation capabilities can assist in drafting legal documents, generating case summaries, and preparing presentations for courtroom proceedings, thereby streamlining legal workflows and enhancing productivity.

资料来源: 福昕软件英文官网, 东兴证券研究所

目前福昕智能文档中台已在教育行业和政法系统已经实现试点项目签约。其一为某高校建立基于教材的知识库, 另一个项目是为某政法系统内部涉及的来自检察院、法院和公安局的大量“三书”文档进行关键信息的自动提取, 公司希望通过树立标杆客户来推动后续业务的拓展。我们认为在人工智能技术进步、数据要素市场完善下, 该部分业务有望构筑公司新增长极。

4. 公司盈利预测与投资评级

我们认为福昕软件作为高度产品化、掌握自主可控核心技术、具备参与全球化竞争实力的软件企业, 在 A 股计算机板块乃至科技板块具备稀缺性, 同时公司具有清晰明确的成长路径, 叠加商业模式的内生优化、人工智能浪潮的助力、控费效果的改善, 公司中期利润释放动能强劲。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-0.52/-0.26/0.54 亿元, 当前股价对应 PE 值分别为-81/-162/79 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

行业竞争加剧、公司订阅制转型及渠道转型速度不及预期、公司控费效果及利润释放不及预期、海外地缘政治影响、OFD 业务推进不及预期、人工智能协同作用不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	2,456.7	2,434.9	2,578.8	2,820.9	3,293.7	营业收入	579.9	610.8	698.6	864.2	1,082.9
货币资金	328.7	712.1	788.9	936.8	1,285.4	营业成本	27.1	31.8	49.5	72.7	106.1
应收账款	70.3	98.3	92.1	114.0	142.8	营业税金及附加	1.9	2.0	2.3	2.9	3.6
其他应收款	4.0	16.1	7.3	11.0	13.6	营业费用	288.3	339.8	370.2	388.9	411.5
预付款项	6.7	21.7	15.4	19.0	23.8	管理费用	110.2	138.3	139.7	159.9	184.1
存货	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	财务费用	-1.5	-6.5	-1.4	-2.2	-3.3
其他流动资产	2,034.7	1,595.5	1,671.2	1,737.2	1,824.3	研发费用	187.0	224.5	244.5	259.3	303.2
非流动资产合计	587.6	578.1	503.5	438.2	377.5	资产减值损失	-23.5	-54.0	-35.3	-43.6	-54.7
长期股权投资	194.1	164.5	128.8	93.0	57.3	公允价值变动收益	1.2	0.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	77.4	107.2	90.4	73.6	56.8	投资净收益	19.6	15.4	80.3	14.3	14.3
无形资产	51.9	43.6	38.0	32.0	25.8	加:其他收益	12.8	7.7	7.9	7.9	7.9
其他非流动资产	222.8	253.1	241.5	239.5	237.5	营业利润	-22.9	-149.8	-53.3	-38.7	45.2
资产总计	3,044.3	3,013.0	3,082.4	3,259.1	3,671.2	营业外收入	22.1	41.1	21.7	21.7	21.7
流动负债合计	326.0	412.1	540.4	750.0	1,046.9	营业外支出	2.2	1.3	2.0	2.0	2.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利润总额	-3.0	-110.1	-33.6	-18.9	65.0
应付账款	1.3	1.5	2.9	4.2	6.1	所得税	-0.8	-18.9	18.5	7.2	11.1
其他流动负债	324.7	410.6	537.6	745.8	1,040.8	净利润	-2.1	-91.2	-52.1	-26.1	53.8
非流动负债合计	56.5	35.4	28.5	21.8	15.6	少数股东损益	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	0.2
长期借款	13.0	28.1	21.2	14.5	8.3	归属母公司净利润	-1.7	-90.9	-51.9	-26.1	53.7
其他非流动负债	43.5	7.3	7.3	7.3	7.3	主要财务比率					
负债合计	382.5	447.5	568.9	771.8	1,062.5		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3.4	3.1	3.0	2.9	3.1	成长能力					
实收资本(或股本)	66.2	91.5	91.5	91.5	91.5	营业收入增长	7.16%	5.33%	14.38%	23.71%	25.30%
资本公积	2,743.3	2,675.5	2,675.5	2,675.5	2,675.5	营业利润增长	-143.75%	-554.81%	64.40%	27.44%	216.85%
未分配利润	-151.1	-204.6	-256.5	-282.6	-161.4	归属于母公司净利润	-103.77%	-5114.76%	42.90%	49.82%	306.04%
归属母公司股东权益	2,658.3	2,562.4	2,510.5	2,484.4	2,605.6	获利能力					
负债和所有者权益	3,044.3	3,013.0	3,082.4	3,259.1	3,671.2	毛利率(%)	95.33%	94.79%	92.92%	91.59%	90.20%
现金流量表						净利率(%)	17.11%	-0.37%	-14.93%	-7.46%	-3.02%
						总资产净利润(%)	-0.06%	-3.02%	-1.68%	-0.80%	1.46%
						ROE(%)	-0.07%	-3.55%	-2.07%	-1.05%	2.06%
经营活动现金流	48.5	-47.3	-15.8	108.9	240.5	偿债能力					
净利润	-2.1	-91.2	-141.5	-60.9	19.1	资产负债率(%)	13%	15%	18%	24%	29%
折旧摊销	22.0	22.7	29.3	29.6	25.1	流动比率	7.54	5.91	4.77	3.76	3.15
财务费用	-1.5	-6.5	-1.4	-2.2	-3.3	速动比率	6.87	5.36	4.23	3.28	2.71
投资损失	-19.6	-15.4	-80.3	-14.3	-14.3	营运能力					
营运资金变动	38.8	43.9	61.3	115.4	172.7	总资产周转率	0.19	0.20	0.23	0.27	0.29
其他经营现金流	11.0	-0.7	116.9	41.3	41.3	应收账款周转率	8.25	6.22	7.58	7.58	7.58
投资活动现金流	-206.8	443.1	98.2	43.5	43.5	应付账款周转率	20.24	21.04	17.33	17.33	17.33
资本支出	49.5	73.2	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)					
长期投资	-247.5	425.7	0.0	0.0	0.0	每股收益(最新摊薄)	-0.02	-0.99	-0.57	-0.28	0.59
其他投资现金流	-8.9	-55.8	98.2	43.5	43.5	每股净现金流(最新)	0.97	-1.13	0.06	0.86	2.26
筹资活动现金流	-226.5	-29.8	-5.5	-4.5	64.6	每股净资产(最新摊)	29.06	28.01	27.44	27.16	28.48
短期借款增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率					
长期借款增加	3.2	15.1	-6.9	-6.7	-6.2	P/E	-2,421.13	-46.43	-81.31	-162.03	78.64
普通股增加	18.1	25.3	0.0	0.0	0.0	P/B	1.59	1.65	1.68	1.70	1.62
资本公积增加	1.9	-67.8	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	116.33	-46.40	-366.26	232.86	18.94
现金净增加额	-355.5	373.7	76.9	147.9	348.6						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	计算机行业：“小鹏图灵”流片，华为引望智能上半年扭亏为盈—汽车智能化板块动态追踪	2024-08-28
行业普通报告	计算机行业：地平线完成境外上市备案，享界 S9 搭载华为端到端—汽车智能化板块动态追踪	2024-08-12
行业深度报告	计算机行业 2024 年半年度展望：聚焦新质生产力，把握行业结构性机会	2024-07-31
行业普通报告	计算机行业：设计标及设备招标逐步落地，车路云一体化建设节奏符合预期—智慧交通系列报告之三	2024-07-29
行业普通报告	计算机行业：车路云政策有序推进，落地节奏逐步清晰—智慧交通系列报告之二	2024-07-04
行业深度报告	计算机行业：车路协同久久为功，蓄势待发—智慧交通系列报告之一	2024-06-14
行业深度报告	计算机行业：汽车智能化快速渗透，车路协同再迎催化—汽车智能化系列报告	2024-06-05
行业普通报告	计算机行业：曙光初现，静待复苏—1-4 月行情回顾及 23 年&24Q1 财报点评	2024-05-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张永嘉

计算机行业分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2021 年加入东兴证券，主要覆盖基础软件、数据要素、金融 IT、汽车智能化等板块。

刘蒙

计算机行业分析师，清华五道口金融硕士。2020 年加入东兴证券，2021 年新浪财经金麒麟计算机行业新锐分析师团队核心成员，主要覆盖数字经济、信创、信息安全、人工智能等细分领域。

刘航

复旦大学工学硕士，2022 年 6 月加入东兴证券研究所，现任电子行业首席分析师兼科技组组长。曾就职于 Foundry 厂、研究所和券商资管，分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526