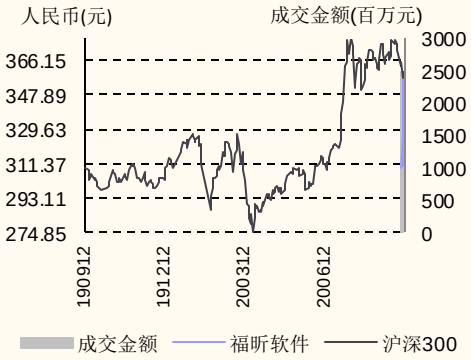
福昕软件 (688095.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：359.80 元
目标价格（人民币）：443.74-443.74 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.48
已上市流通 A 股(亿股)	.11
总市值(亿元)	173.21
年内股价最高最低(元)	359.80/309.27
沪深 300 指数	4627
上证指数	3260



福昕软件价值几何？

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	281	369	520	746	1,072
营业收入增长率	27.30%	31.35%	40.82%	43.58%	43.68%
归母净利润(百万元)	38	74	128	179	247
归母净利润增长率	49.89%	92.62%	72.08%	40.23%	38.26%
摊薄每股收益(元)	1.07	2.05	3.53	4.96	6.85
每股经营性现金流净额	1.67	2.84	3.12	5.34	7.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.28%	22.63%	31.57%	34.98%	37.48%
P/E	0.00	0.00	102	73	53

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电子文档行业景气度高，预计 22 年 PDF 市场潜在空间将超百亿美元：**今年以来，受疫情影响，线上办公需求旺盛，以及大数据、云计算和 AI 的发展应用带来办公软件加快技术迭代创新，使得电子文档行业景气度高涨，市场规模近五年复合增速近 30%。我们测算 2019 年全球 PDF 市场销售额达 11.82 亿美元。但行业厂商市场渗透率和付费转化率仍然处于低位，根据 Adobe 预测，预计 2020 年全球 PDF 市场潜在市场规模可达 53 亿美元，2021 年将达 75 亿美元。同时，随着中国及印度、印尼等东南亚市场互联网普及率提升，PDF 使用需求将持续增加，按 40%增速预计 22 年 PDF 行业潜在市场空间将超百亿美元。
- **三大核心优势，保证福昕市占率稳居全球第二：**福昕软件专注 PDF 技术研发近 20 年，多年来以行业龙头 Adobe 为目标，从产品、价格和营销模式等三个方向同 Adobe 展开竞争，抢占欧美市场。公司凭借 PDF 文档解析技术与显示技术、有底层代码跨平台性能一致、PDF 版面识别和文档转换技术、文档高压缩技术、互联 PDF 关键技术和开发电子表单支持等六大核心技术打造品类齐全的产品线、以性价比优势低价抢占市场、采用差异化营销方式获得目标客户等三大核心优势，市占率位居全球第二（市占率 4%左右）。
- **中国市场竞争优势明显，福昕未来可拓展市场空间超 200 亿元：**目前，国内 PDF 市场处于早期阶段，随着福昕上市，预计会发力国内市场。随着互联网的普及、软件用户付费习惯正逐渐养成，福昕有望凭借本土背景和技术优势，采取 B 端授权+C 订阅的模式在中国市场进行推广，预计 20-22 年为市场培育期，23 年国内市场开始放量，乐观估计潜在市场空间超 200 亿元。

盈利预测及估值分析

- 预计 20-22 年营收分别为 5.2、7.46、10.72 亿元，归母净利润分别为 1.28、1.79、2.47 亿元，同比增速为 72.08%、40.23%、38.26%。分部估值给予目标市值 213.62 亿元，对应目标价 443.74 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **知识产权受到侵害风险；疫情影响经济下行，市场拓展布局预期。**

翟炜 分析师 SAC 执业编号：S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、PDF 市场渗透率偏低，技术创新推动产业升级.....4
1.1 全球 PDF 潜在市场规模达 75 亿美元，龙头厂商渗透率处于低位.....4
1.2 技术创新：大数据、云计算和 AI 技术发展推动 PDF 产业升级.....5
1.3 新兴市场互联网普及率提升，市场增量预期明显.....6
二、公司竞争优势：产品品类齐全、价格优势、差异化营销.....8
2.1 PDF 行业壁垒深厚，市场格局稳定.....8
2.2 核心优势一：产品品类齐全，六大核心技术提升市场竞争力.....9
2.3 核心优势二：性价比高，低价策略抢占市场.....10
2.4 核心优势三：灵活营销构筑丰富商业变现模式.....11
2.5 处于高速发展期，营收和盈利双提升.....13
三、发展机遇：类比金山办公，福昕国内潜在市场空间约 200 亿元.....14
3.1 新型商用模式快速发展，订阅模式是软件行业主流.....14
3.2 中国市场软件正版化趋势明显，客户付费习惯正在养成.....15
3.3 类比金山办公，中国市场采用 B 端授权+C 端订阅潜在空间超 200 亿元16
四、盈利预测与投资建议.....20
4.1 盈利预测.....20
4.2 投资建议及估值.....21
五、风险提示.....21

图表目录

图表 1：全球互联网普及率.....4
图表 2：2015-2020 全球 IT 支出（单位：十亿美元）.....4
图表 3：2012-2019 年 Adobe PDF 相关业务收入及增速.....5
图表 4：2015-2019 年全球 PDF 市场规模.....5
图表 5：办公软件技术迭代周期.....6
图表 6：亚太地区互联网普及率增速最快.....6
图表 7：中国基础网民数量.....7
图表 8：中国软件业务收入增长情况.....7
图表 9：中国办公软件用户规模.....7
图表 10：中国基础办公软件市场规模.....7
图表 11：印度网民数量及互联网普及率.....8
图表 12：印尼网民数量及互联网普及率.....8
图表 13：2017-2019 年福昕软件销售收入全球第二.....8
图表 14：2017-2019 年福昕软件市占率稳步提升.....8
图表 15：公司产品线齐全.....9
图表 16：2015-2019 年福昕软件研发支出情况.....9
图表 17：2015-2019 年福昕软件技术人员数量情况.....9

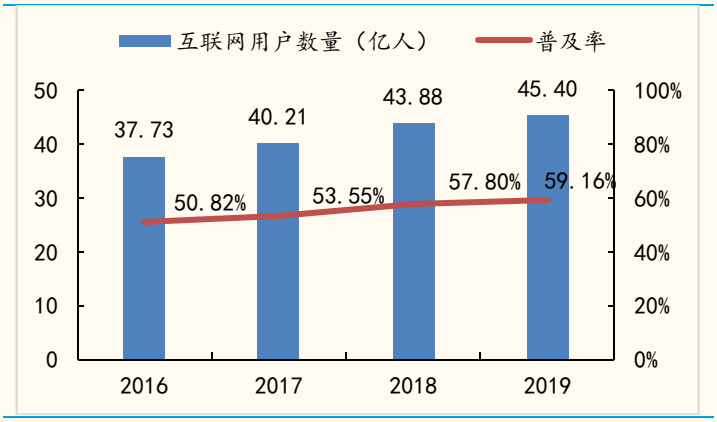
图表 18：福昕软件六大核心技术.....10
图表 19：CVE 安全漏洞数量对比.....10
图表 20：公司与 Adobe PDF 产品定价对比情况.....11
图表 21：福昕 PDF 与 Adobe 产品特点对比.....11
图表 22：福昕软件海外市场收入贡献情况.....12
图表 23：福昕软件营销网络.....12
图表 24： PDF 编辑器及阅读器业务直销与代理情况.....12
图表 25：PDF 编辑器及阅读器业务直销与代理客户数量.....12
图表 26：福昕软件商业模式.....13
图表 27：PDF 编辑器与阅读器授权模式收入及同比.....13
图表 28：2015-2020H1 福昕软件营业总收入情况.....14
图表 29：2015-2020H1 福昕软件归母净利润情况.....14
图表 30：2015-2019 福昕软件期间费用.....14
图表 31：2015-2019 年福昕软件毛利率及净利率情况.....14
图表 32：订阅模式下可比公司比较.....15
图表 33：全球非授权软件使用情况（单位：百万美元）.....16
图表 34：中国非授权软件使用情况（单位：百万美元）.....16
图表 35：WPS 三十年发展历程.....17
图表 36：金山 WPS vs 微软 office 在中国市场竞争策略对比.....17
图表 37：WPS 与 Office365 产品对比.....18
图表 38： WPS 云文档与 Office365 特点对比.....18
图表 39：金山办公收入结构（单位：亿元）.....19
图表 40：金山办公毛利率与净利率.....19
图表 41：金山办公 MAU.....19
图表 42： 金山办公付费用户数及付费转化率.....19
图表 43：公司分业务营收预测.....20
图表 44：公司分业务毛利率预测.....21
图表 45：可比公司估值比较（市盈率法）.....21

一、PDF 市场渗透率偏低，技术创新推动产业升级

1.1 全球 PDF 潜在市场规模达 75 亿美元，龙头厂商渗透率处于低位

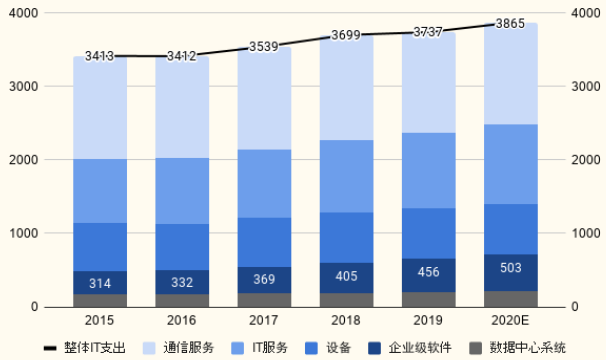
- **全球互联网普及率不断提升利好软件产业，促进 PDF 需求量增加。**据 DIGITAL 数据显示，全球互联网普及率由 2016 年的 50.82%提升至 2019 年 59.16%。互联网普及率不断提升，促进软件产业快速发展。Gartner 数据显示，自 2015 年来，全球 IT 支出整体呈稳定增长势态，2015-2020 年期间年复合增长速达 2.02%，其中软件作为增长最快的市场，支出达 5030 亿美元，同比增长 10.5%。互联网渗透率不断提升，由此扩大的网络用户的数量，也将增加电子文档交换的需求，PDF 作为电子文档交换的格式标准，需求将日益增加。

图表 1：全球互联网普及率



来源：DIGITAL，国金证券研究所

图表 2：2015-2020 全球 IT 支出（单位：十亿美元）

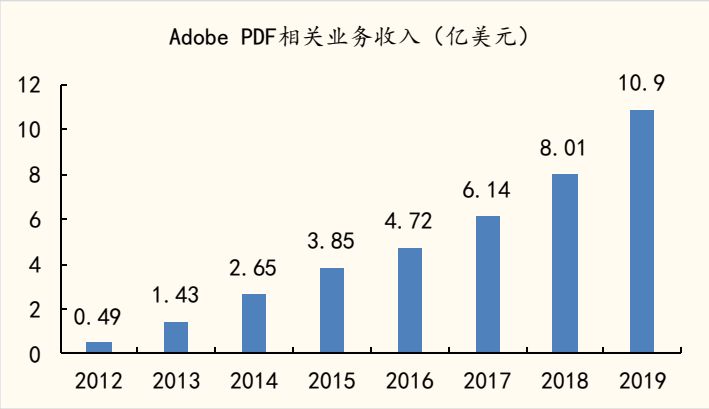


来源：Gartner，国金证券研究所

- **PDF 行业前景向好，全球市场规模不断扩大。**PDF 电子文档作为人们日常生活、办公中使用频率较高的电子文档格式之一，具有较为稳定的市场需求。当前，PDF 在全球范围广泛应用，已成为与 Office 格式并行的电子文档处理格式，市场发展趋势良好。根据 adobe 的 PDF 业务收入及市占率数据，我们测算 2017-2019 年全球 PDF 整体市场规模分别为 6.64 亿美元、8.69 亿美元和 11.82 亿美元。

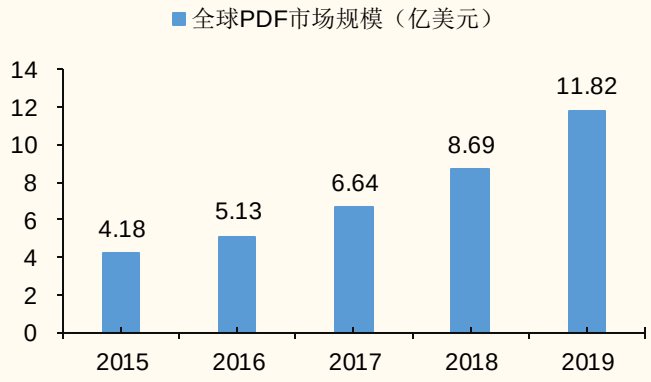
- **PDF 市场渗透率与付费转化率较低，21 年潜在市场规模 75 亿元。**根据行业龙头 Adobe 财报数据显示，其 PDF 文档管理业务营收由 2012 年的 0.49 亿美元增至 2019 年的 10.9 亿美元（19 年市占率 92.2%），期间年复合增速达 55.76%，增长趋势较为明显。但 PDF 市场整体渗透率与转化率仍然较低，据 Adobe 官网显示，adobe 预计 2020 年全球 PDF 市场潜在市场规模可达 53 亿美元，2021 年将达 75 亿美元，增速超 40%。PDF 软件的主要厂商 Adobe、福昕、Nitro 等目前主要收入来源都是欧美市场，中国等新兴国家市场亟待开发。随着中国、印度等东南亚市场互联网普及率的提升，我们按 40%增速预计，22 年 PDF 潜在市场空间将达 105 美元。

图表 3：2012-2019 年 Adobe PDF 相关业务收入及增速



来源：Adobe，国金证券研究所

图表 4：2015-2019 年全球 PDF 市场规模

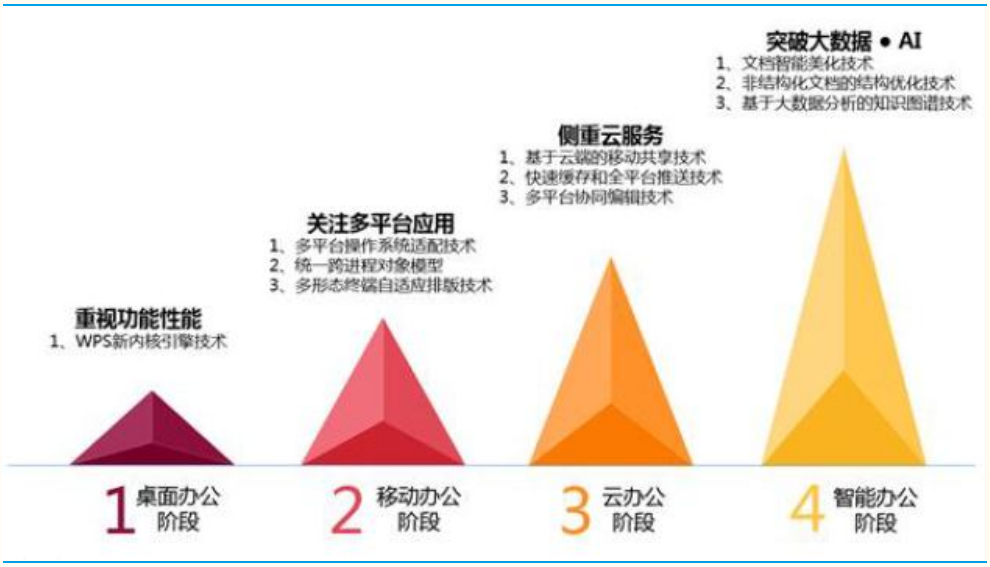


来源：Adobe，国金证券研究所（注：根据 AdobePDF 业务收入及市占率计算）

1.2 技术创新：大数据、云计算和 AI 技术发展推动 PDF 产业升级

- **办公软件技术迭代周期可以划分为四个阶段：桌面办公阶段，移动办公阶段，云办公阶段，最终向智能办公（大数据、AI）阶段持续推进。当前，整个办公软件行业正处于向云办公和智能化办公演进的阶段。**
  - **云计算技术的发展为 PDF 文档发展带来机遇。**版式软件领域，在传统 PDF 软件应用中，电子文档软件主要担任工具的角色，用户与文档之间相对独立，难以管控文档流转过程。随着互联网、云计算等先进技术的发展，用户对 PDF 产品有了新需求，促使电子文档软件产品从单机模式转型为云端模式。通过与云服务技术结合，实现了信息交互性，用户可通过云端实现文档收集和分发，产品本身也具备在线编辑、分享、追逐等功能，增加办公透明度。
  - **大数据、人工智能为 PDF 文档产业注入新动能。**互联网时代产生了图像数据、文本数据、交易数据、映射数据等海量数据资源，随着 AI 技术的兴起和机器学习相关算法的日益成熟，人工智能被逐步运用于生产实践。在 PDF 电子文档领域，人工智能相关算法的运用可以构建新型人机交互方式，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，提高企业业务管理运营效率和经济效益。近年来，人工智能相关技术已成为行业企业重要开发方向之一，众多软件企业均积极布局人工智能，对语音识别、自然语言和计算机视觉等人工智能相关领域进行研究，并逐步推动技术实现应用，为软件创新提供了更多可能。未来，随着行业技术的不断升级，人工智能与 PDF 应用的融合发展将日趋明显。

图表 5：办公软件技术迭代周期

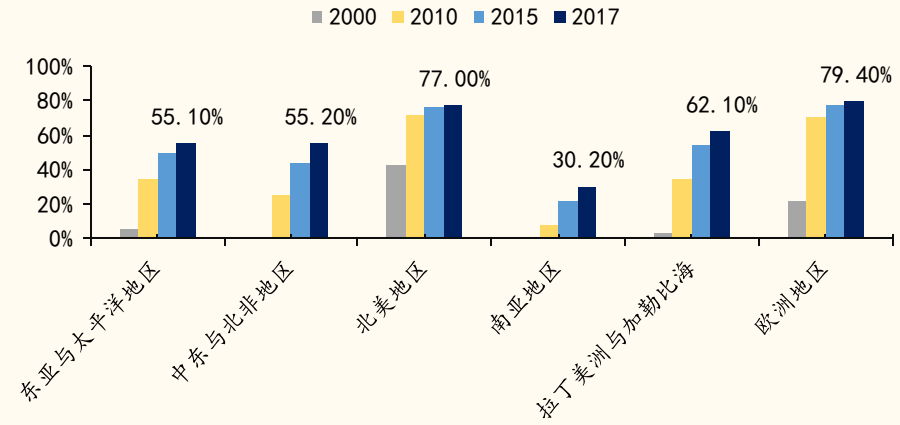


来源：金山办公，国金证券研究所

1.3 新兴市场互联网普及率提升，市场增量预期明显

- 世界银行数据显示，2000 年以来，全球互联网普及率呈快速上升态势，由 2000 年的 6.7%增至 2017 年的 48.6%，年均增长 2.46 个百分点，其中北美地区和欧洲地区为全球互联网普及率最高的地区，2017 年互联网普及率分别为 77.0%和 79.4%，亚太等新兴市场虽然整体普及率较低，但整体增速较快。

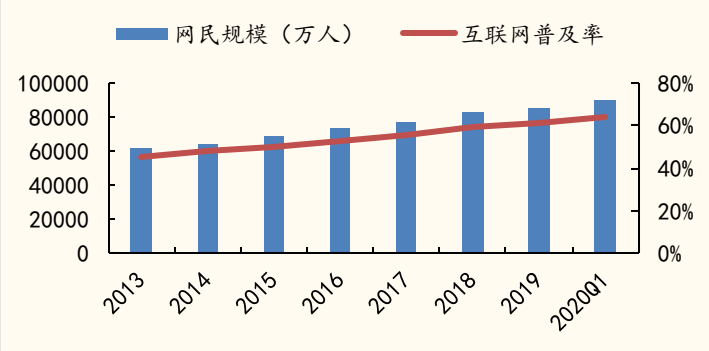
图表 6：亚太地区互联网普及率增速最快



来源：世界银行，国金证券研究所

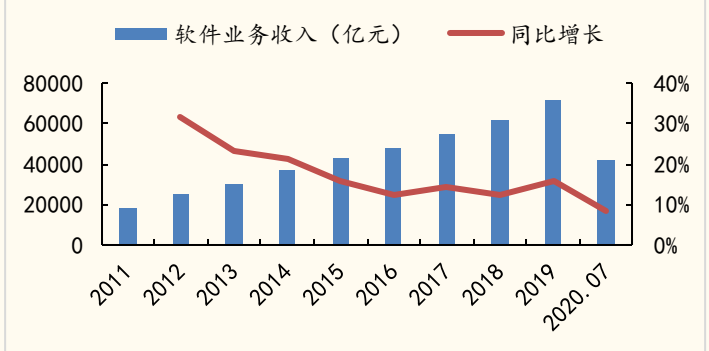
- **中国基础办公软件用户规模不断增大，市场规模近 150 亿元**
  - **中国互联网用户规模不断增大，办公软件潜在用户规模增大。**随着信息技术快速发展，互联网用户群体规模不断增长。据 CNNIC 数据显示，截至 2020 年 3 月，我国网民规模从 2013 年的 6.18 亿人增至 2020 年 3 月的 9.04 亿人，互联网普及率从 45.8%增至 64.5%，而互联网用户群体规模预计仍呈增长势态。PDF 成为人们日常办公使用频率最高的电子文档格式之一，未来市场需求将持续稳定上升。

图表 7：中国基础网民数量



来源：CNNIC，国金证券研究所

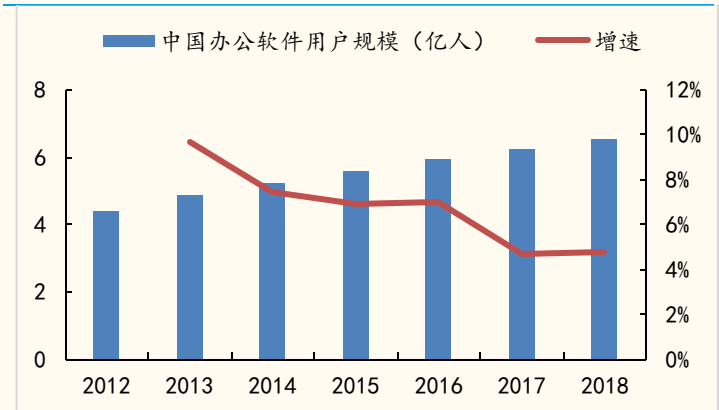
图表 8：中国软件业务收入增长情况



来源：中国工信部，国金证券研究所

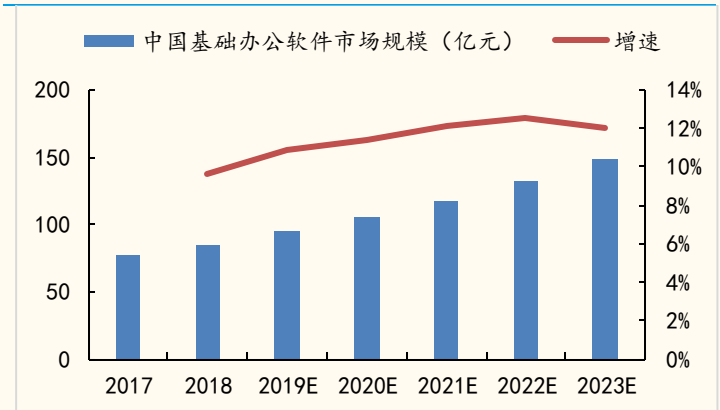
- **2018 年中国办公软件用户规模达 6.55 亿人，预计 2023 年市场空间将达 149 亿元。**2019 年，计世资讯数据显示，2018 年我国基础办公软件用户规模为 6.55 亿，同比增长 4.8%，2012-2018 年期间复合增速达 6.8%。从市场规模来看，2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，同比增长 9.6%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 期间复合增长率为 11.8%。预计未来的国内办公软件用户数量和市场规模将呈持续上升趋势。

图表 9：中国办公软件用户规模



来源：计世资讯，国金证券研究所

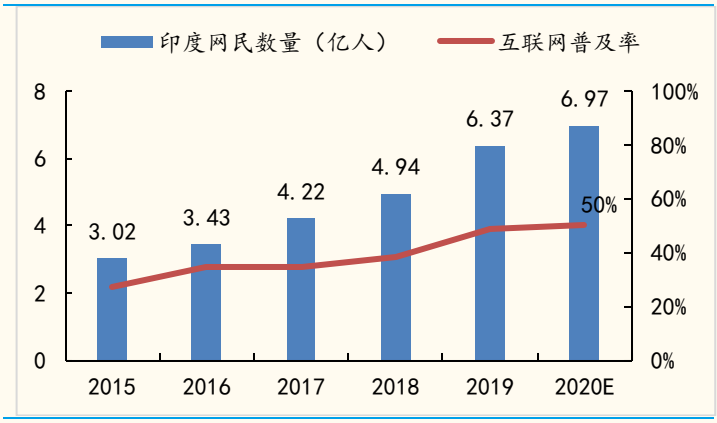
图表 10：中国基础办公软件市场规模



来源：计世资讯，国金证券研究所

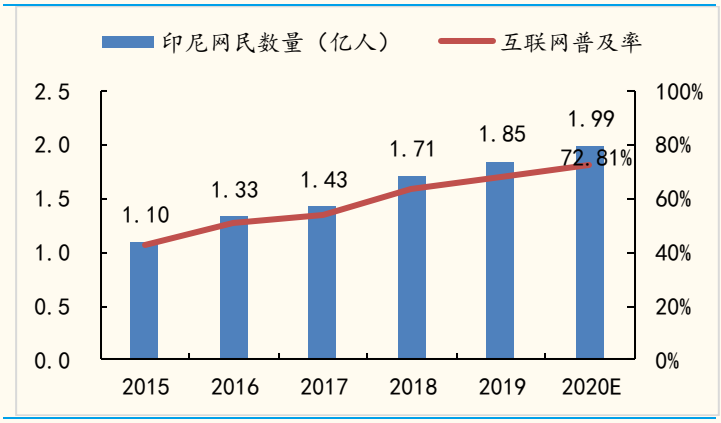
- **印度、印尼等东南亚地区人口基数大、互联网普及率不断提升，PDF 可拓展空间巨大。**根据 Statista 最新数据显示，截至 2019 年底印度总人口达 13.14 亿，网民数量为 6.37 亿，互联网普及率达 48.5%，预计 2020 年将达 50%；印尼总人口为 2.7 亿，网民数量为 1.85 亿，互联网普及率为 68.34%，预计 2020 年将提升至 72.81%。印度、印尼等东南亚国家庞大的人口基数和不断提升互联网普及率，将为 PDF 厂商带来明显增量。

图表 11：印度网民数量及互联网普及率



来源：Statista，国金证券研究所

图表 12：印尼网民数量及互联网普及率



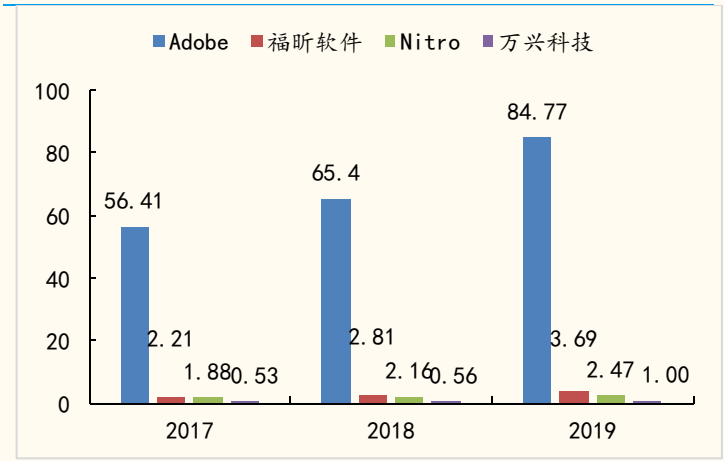
来源：Statista，国金证券研究所

二、公司竞争优势：产品品类齐全、价格优势、差异化营销

2.1 PDF 行业壁垒深厚，市场格局稳定

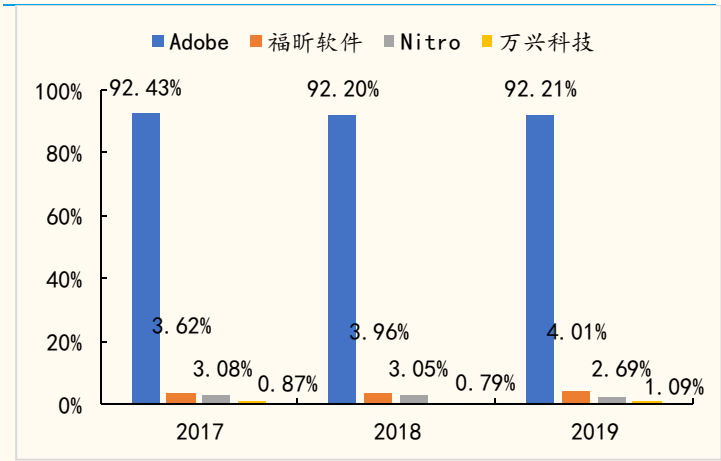
- **电子文档行业具有较高的行业壁垒，龙头厂商先发优势明显。**电子文档根据其应用性能可分为流式文档和板式文档两种。流式文档以 Office、WPS 为代表注重编辑性，版式文档则以 PDF、OFD 格式为代表注重交互性及阅读性，两者分别满足用户的不同使用需求。电子文档行业有较高的技术壁垒，新晋厂商难以进入。以 PDF 行业为例，目前 PDF 行业渠道资源已被各大公司瓜分，而且进军 PDF 行业还要攻克包括数据处理效率、多人协作、二次扩展、系统集成以及框架兼容问题等几个技术难点，需要巨大的研发投入和拥有丰富专业知识技术人员团队。同时，软件产品较同质化，需要以强大的技术和个性化定制服务去吸引客户并占领市场份额。并且客户粘性较大，并更倾向选择知名度较高的公司，因此新竞争者成本及风险极高，也难以获得市场资源。
- **行业市场格局稳定，福昕软件销售额稳定全球第二。**目前，版式文档行业主要公司有 Adobe、福昕软件、Nitro 以及万兴科技等。Adobe 因较早进入 PDF 行业具有先发优势，产品线丰富，资金雄厚，业务收入连续三年稳定占市场份额九成以上，稳居市场榜首。而福昕软件虽市场份额较小，但市场份额在逐年增加，近三年来市占率由 3.62%提升至 4.01%，考虑到福昕软件在中国市场有先天优势，上升空间可期。

图表 13：2017-2019 年福昕软件销售收入全球第二



来源：福昕软件，国金证券研究所

图表 14：2017-2019 年福昕软件市占率稳步提升



来源：福昕软件，国金证券研究所

注：交易额按年初年末平均人民币汇率换算

2.2 核心优势一：产品品类齐全，六大核心技术提升市场竞争力

- **产品品类齐全，覆盖不同应用场景。**公司在 PDF 电子文档领域内经过近 20 年的产品开发及升级更新，已经建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系，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，可以为用户提供覆盖整个 PDF 文档生命周期的软件产品与解决方案，能够满足各类用户差异化的需求。

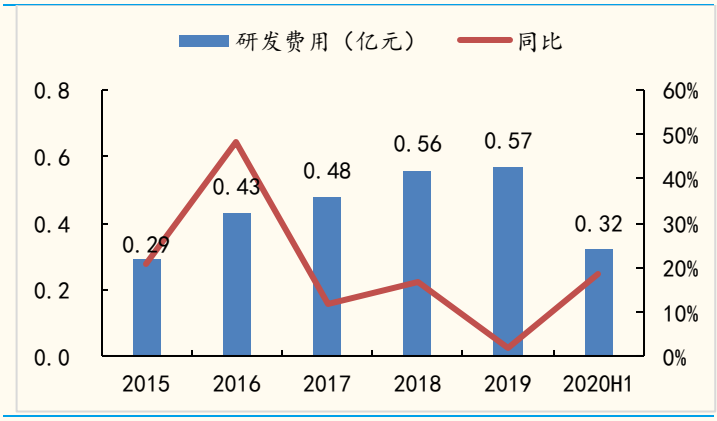
图表 15：公司产品线齐全



来源：公司官网，国金证券研究所

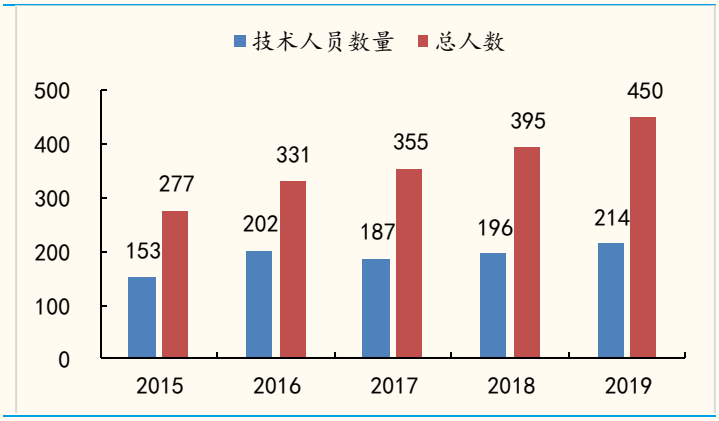
- **多年专注 PDF 技术研发，产品功能完善、安全性优于竞争对手**
  - **公司深耕 PDF 电子文档领域多年，专注于提升产品开发和创新能力。**经过多年技术经验积累，公司已形成了 PDF 领域的自主知识产权体系，系统掌握多项核心技术，目前公司共拥有国内外发明专利 37 项，拥有国内外软件著作权 78 项。同时，公司仍不断加大资金投入，持续进行软件产品升级更新和新技术、新产品的研发。2019 年公司研发费用达到 5665.32 万元，占营业收入的 15.36%，从 2015 年至 2019 年研发费用持续增长。公司软件开发的技术创新团队拥有丰富的软件开发和市场开拓工作经验。截至 2019 年年末，公司技术人员共 214 人，较去年同期增长 9.18%，占员工总数的 47.56%，体现了公司研发实力的雄厚。

图表 16：2015-2019 年福昕软件研发支出情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：2015-2019 年福昕软件技术人员数量情况



来源：Wind，国金证券研究所

- **拥有六大核心技术，持续对产品进行功能完善和性能提升。**经过多年技术研发，公司形成了包括 PDF 文档解析技术与显示技术、有底层代码跨平台性能一致、PDF 版面识别和文档转换技术、文档高压缩技术、互联 PDF 关键技术和开发电子表单支持等六大核心技术。使得 Phantom PDF 系列产品在产品安全性、便捷性、高效性等方面得到了全方位的提升。同时，近年来公司在全球范围内整合了 Luratech、

CVISION、Sumilux US 及 Debenu 等行业企业，加强了云服务、文件压缩等关键技术，进一步增强了产品竞争力。

- **在 PDF 技术标准的基础上，创新性地发明了互联 PDF 技术，即通过云服务技术，实现了对 PDF 电子文档的加密、权限管理等功能。**互联 PDF 在安全可控及协同方面取得了创新和突破，适用于对文档信息保护要求较高的领域。同时公司还自主研发了无障碍阅读等功能，可满足残障人士的阅读需求并符合欧美等国家的相关法规要求。
- **重视产品安全，不断进行更新迭代。**根据国际著名安全漏洞库 CVE 所收集的软件漏洞数据，公司的主要产品福昕 Phantom PDF 的安全问题数量少于公司主要竞争产品 Adobe Acrobat Pro。同时，公司积极处理并解决已发现的漏洞，未解决的安全漏洞较 18 年同期减少了 40.36%，呈逐年下降趋势，而 Adobe 的安全漏洞数量却增长 14.38%至 342 个。

图表 18：福昕软件六大核心技术

核心技术	内容
PDF 文档解析技术与显示技术	有效解决国内外同类产品解析、显示速度慢且资源占用量大等难题。
有底层代码跨平台性能一致	在产品研发之初即采用跨平台的理念设计软件，底层软件代码具备跨平台可移植的特性，在不同的平台实现同等性能，充分精简了代码的开发量，提高了开发效率，简化和减少维护的时间成本。
PDF版面识别和文档转换技术	公司开发的版面识别和格式转换技术可在不失真的条件下，实现 PDF与Word、Excel、PowerPoint、文本和图像格式相互转换，有效解决 PDF文档转换后原始版面结构及字符信息易丢失等问题。
文档高压缩技术	实现在大幅缩小文件体积的同时，保证压缩后的文档显示足够的清晰度，能够为用户节省大量的存储及网络带宽成本。
互联 PDF 关键技术	在PDF文档的可控、协同方面取得了创新和突破，将传统PDF与云技术相结合，通过云端为每个文档分配唯一的互联身份标识信息，使各孤立、静态、易复制、难管理的文档整合为统一标准互联起来。
开发电子表单支持技术	有效简化了用户提供所需数据的工作；实现了用户对个人数据的自动设置；还实现了对离线填表模式的支持。

来源：招股书，国金证券研究所

图表 19：CVE 安全漏洞数量对比

CVE安全漏洞数	2019年	2018年度	同比
Adobe Acrobat Pro	342	299	+14.38%
福昕 Phantom PDF	133	223	-40.36%

来源：招股书，国金证券研究所

2.3 核心优势二：性价比高，低价策略抢占市场

- **PDF 市场：福昕价格较 Adobe 低近四成。**公司最初进入欧美市场时，价格是 Adobe 的三成，尽管后来公司逐年进行价格调整，但目前福昕软件产品的价格仍保持在 Adobe 的六成左右。同时，公司参考了国际软件行业的惯例，根据不同区域的消费水平给予了差异化定价，中国区相较其他区域价格较低。在产品性能及服务相当的情况下，福昕的价格仍然处于优势价格区间，极高的性价比为公司争取到了大量客户。
- **办公文档市场：福昕产品价格也较微软 Office 较低。**美国市场，授权模式下福昕价格约为 Office 价格的 40%，订阅模式年费较 Office 低 10%；中国市场授权模式价格相当，订阅模式年费低于 Office 价格的一半，月费约为 office 的 30%。福昕具有较为明显的价格优势。

图表 20：公司与 Adobe PDF 产品定价对比情况

产品		中国区域			美国区域		
		授权模式（元）	按月订阅（元/月）	按年订阅（元/年）	授权模式（美元）	按月订阅（美元/月）	按年订阅（美元/年）
福昕 Phantom PDF	标准版	1360	20	240	139	14.99	99
	商业版	2098	30	360	179	16.99	132
Adobe Acrobat	Standard DC	无	无	1560	无	22.99	155.88
	Pro DC	无	无	1800	无	24.99	179.88
	Creative Cloud 共15款软件，包含Acrobat	无	无	6942	无	79.49	599.88
微软	Office	1998（家庭版）	90（商业标准版）	498（家庭版）	439.99（专业版）	10.80（家庭版）	108（家庭版）

来源：各公司官网，国金证券研究所

- **从产品性能上看，福昕 PDF 在安全性、界面体验、PDF 编辑功能、文档管控、兼容性、运行性能及迭代速度上都较 Adobe 更有优势。**
- **客户覆盖软件及互联网行业巨头，并向多行业延伸。**目前，公司直接用户超过 5.6 亿，企业客户数量超过 10 万，遍及世界 200 多个国家和地区，为国际 PDF 协会重要成员及中国版式文档 OFD 标准制定成员。多家互联网巨头已将福昕软件的产品技术应用于其主要产品中，如亚马逊 Kindle 产品、谷歌 Chrome 浏览器、谷歌 Android 移动平台、微软 SharePoint 平台，都采用了公司的 PDF 相关技术。公司的主要客户还包括加拿大共享服务局、康菲石油、培生集团、德国商业银行等国际知名企业以及机构，同时还为大量中小型企业及个人用户提供软件产品与服务，公司的客户所属行业涵盖政府、能源、出版、金融、法律、教育、医疗、生产制造、建筑等众多行业。

图表 21：福昕 PDF 与 Adobe 产品特点对比

	安全性	界面体验	PDF编辑	文档管控	兼容性	运行性能	迭代速度
福昕	**拥有多种安全解决方案**并具备安全阅读模式，可一键应用密文。并且与微软AD RMS相结合，可对PDF访问权限加以限制，有效防止揭露机密。集成微软活动目录权限管理服务，安全机制更加完善。	使用Ribbon模式工具栏，支持换肤功能，功能易于查找并快速使用，并**采用多标签浏览方式**。	**注释功能丰富**，并提供专业的文本编辑和图片编辑功能，支持流式编辑并多了添加视频和音频功能。	**支持互联PDF**，通过云端为每个互联PDF文档分配了一个唯一的互联身份标准信息（ID），使用户和文档联系起来，轻松实现文档的跟踪、共享、克隆和保护。	**福昕可以兼容所有符合标准的PDF文档**，包括office系列等47种格式，也支持将PDF转换成XPS文件。	支持Window7、8x、10，Microsoft 2007或更高版本。**安装包大小约为36.1MB。**	**以季度为周期发布新版本。**
Adobe	近年不时爆出漏洞事件，安全性堪忧。	界面简单，功能按钮没有文字标示，没有换肤功能，也不支持多标签浏览方式。	无法直接保存表单信息，在多个页面的相同位置快速放置签名。	并无互联PDF，文档为信息孤岛，追踪文档较困难。	Adobe不与Office兼容，无法直接打开Office输出的doc/docx、xls/xlsx、ppt/pptx等格式，要在虚拟打印机中转成PDF之后才可以打开。	支持Window7、8x、10，以及Mac10.10、10.11、10.12.安装包大小为54.0MB，并且打开PDF文档或下载大量更新文件的时间 较长。	新版本发布时间不定，通常为一年以上。

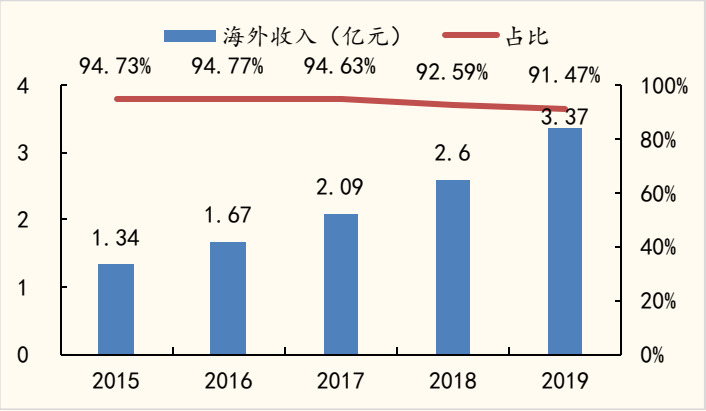
来源：福昕软件及 Adobe 公司官网，国金证券研究所

2.4 核心优势三：灵活营销构筑丰富商业变现模式

- **构建辐射全球区域的营销网络体系。**公司在中国设立软件产品开发设计中心，以欧美日等经济发达国家为主要市场区域，国内市场主要由北京、福

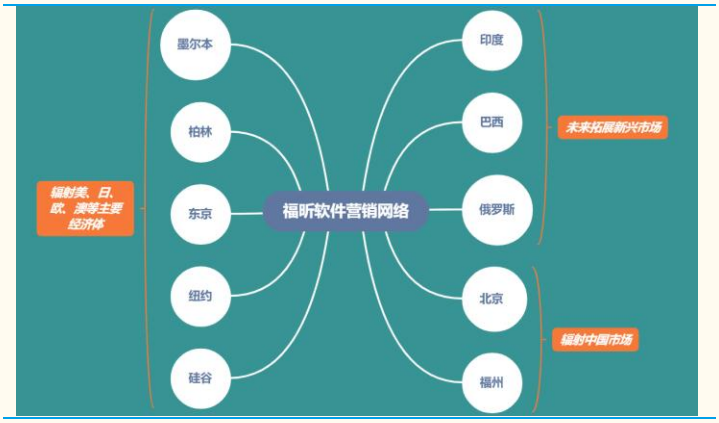
州的营销部门进行市场开拓；海外市场推广则通过海外子公司，建立了辐射美、日、欧、澳等主要经济体的海外营销网络。目前，公司海外收入占总营收的 91.60%。未来，公司除了在以上主要销售区域持续进行营销投入之外，还将逐步拓展新兴市场，如俄罗斯、巴西、印度等。面向国内市场，公司于 2017 年设立了子公司福昕网络，主要运营中国区个人客户市场，提供大量小额便利的文档服务与软件订阅，个人客户数量快速增长，可以看出福昕在逐渐加大中国市场的拓展力度。

图表 22：福昕软件海外市场收入贡献情况



来源：wind，国金证券研究所

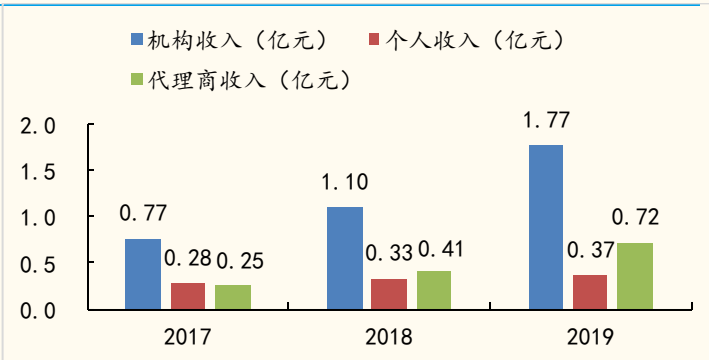
图表 23：福昕软件营销网络



来源：公司公告，国金证券研究所

- **营销模式差异化：欧美市场以授权为主，与 Adobe 订阅模式形成差异化**
  - **相同点：在销售模式上，公司与 Adobe 一致采用直销为主代理商销售为辅的模式。**公司以直销模式为主，可以直接获知客户需求，改善升级产品功能，更好的提供服务以增大客户粘性。客户分为机构客户和个人客户，营收主要来自机构客户。个人用户数量较大，但单客价格较低，占总收入的比例较小。2019 年公司编辑器及阅读器业务机构客户数量同比增长 57.16%，个人客户数量同比增长 24.63%，代理商销售模式营收同比增长 77.77%。近三年，直销模式客户数大量上涨，带来收入快速增长；代理商销售模式在客户数量下降的情况下，由于 2018 年起与戴尔建立了稳定的合作关系，2018、2019 年通过戴尔实现收入 1237.14 万元和 3391.43 万元，预计代理销售总体将保持稳定增长趋势。

图表 24：PDF 编辑器及阅读器业务直销与代理情况



来源：招股书，国金证券研究所

图表 25：PDF 编辑器及阅读器业务直销与代理客户数量

		2017	2018	2019
直销	机构	18,746	19,743	31,028
	个人	36,588	82,182	102,426
代理		73	77	70

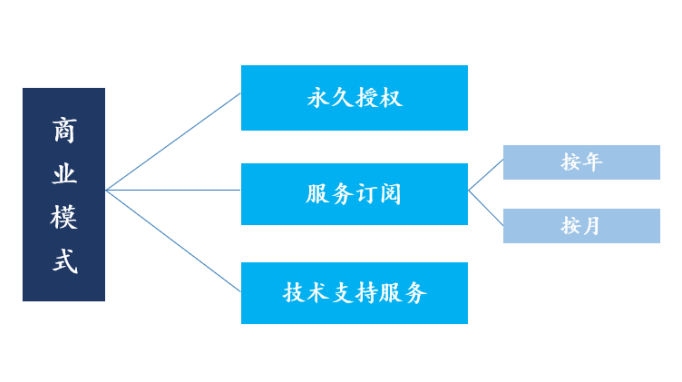
来源：招股书，国金证券研究所

不同点：商业模式以永久授权为主，以区别于 Adobe 的完全订阅模式。公司自成立以来，主要产品线向跨平台、多终端方向发展，商业模式从传统软件授权模式向授权、服务订阅相结合的多元化模式发展，但现阶段主要以永久授权的销售模式为主。主要基于以下原因：

- 1）部分客户希望能够根据需求自主掌握支付软件授权费用的期限，订阅模式下客户必须定期支付费用以持续使用软件，成本相对更高；
- 2）永久授权模式下的软件采购通常作为资本性支出，而订阅模式则通常列入费用性支出，部分客户出于自身预算以及对财务报表影响的考虑，倾向于采用永久授权模式。
- 3）目前，PDF 行业龙头 Adobe 已完全转型为订阅模式，不提供永久授权。但大量客户仍存在采用永久授权模式的偏好，部分 Adobe 永久授权客户或将使用替代产品，有可能为福昕软件带来增长点。

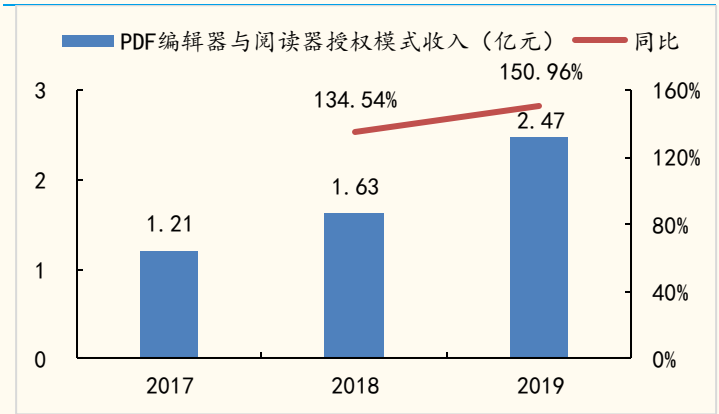
■ **同时，公司还为主要业务覆盖区域的用户提供电话、网络等方面的技术支持服务，**并直接由公司技术人员提供，对产品更加了解，快速响应客户需求，服务能力优越，为国际客户提供更优质、及时的技术服务。通过提供与 Adobe 存在差异化的优质服务，进一步扩展市场份额。

图表 26：福昕软件商业模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：PDF 编辑器与阅读器授权模式收入及同比



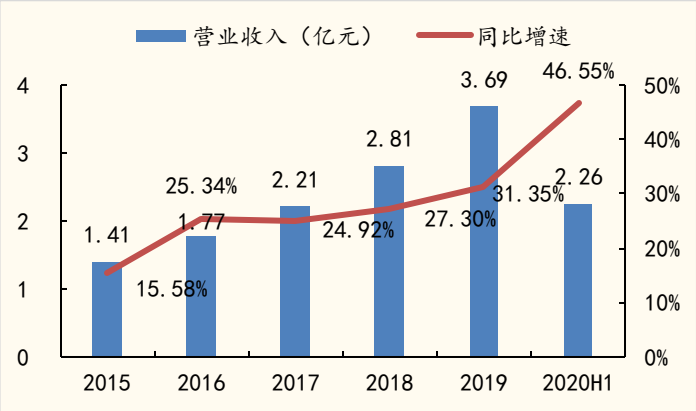
来源：wind，国金证券研究所

2.5 处于高速发展期，营收和盈利双提升

■ **营收增速不断提升，仍整体处于高速增长期。**2015-2019 年，公司收入快速增长，营收增速自 15 年的 15.58%提升至 19 年的 31.35%。2020 年上半年实现营收 2.26 亿元，同比增长 46.55%，表明公司业务正处于高速增长期。

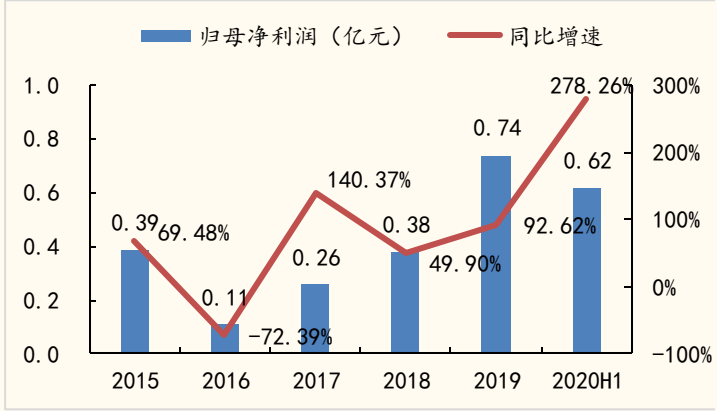
■ **净利润增速保持高位。**除 2016 年外，2015-2020H1 期间公司净利润保持高速增长态势。2016 年净利润大幅下降原因在于 1）2015 年公司转让 OFD 知识产权及用于投资的软件授权费及销售通路使用费均计入 2015 年度营业外收入，导致 2015 年度公司营业外收入金额较高；2）2016 年员工薪酬、广告费投入及并购公司的增加，导致公司管理费用及销售费用增长幅度达 35%以上。2019 年实现净利润 0.74 亿元，同比增长 92.62%，利润实现接近翻倍。2020 上半年净利润为 0.62 亿元，较去年同期增长 278.26%，净利润情况表现卓越，主要是由于所处行业市场需求迅速加大，以及公司持续完善技术和产品线保障了市场竞争地位的逐步提升。

图表 28：2015-2020H1 福昕软件营业总收入情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：2015-2020H1 福昕软件归母净利润情况

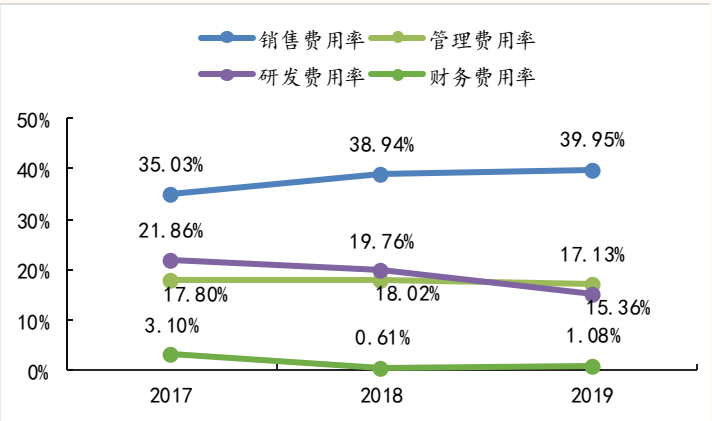


来源：Wind，国金证券研究所

■ **毛利率及净利率稳步提升，盈利能力不断增强。**2015-2019 年，公司毛利率情况呈现逐年上涨的趋势，且处于 90%以上的较高水平。2016-2019 年，公司销售净利率分别为 6.33%、11.80%、13.97%、20.41%，同样实现持续上涨。公司整体盈利能力不断增强，毛利率逐年上升主要原因是，公司作为通用软件企业主要经营标准化产品，主营产品具有无生产环节、可复制性强、边际成本较低等特点。此外近五年期间，公司 PDF 编辑器与阅读器的收入增长较快，而该产品毛利率相对较高，随着该项产品在总营收中占比的提升，公司毛利率也随之实现逐年小幅增长。

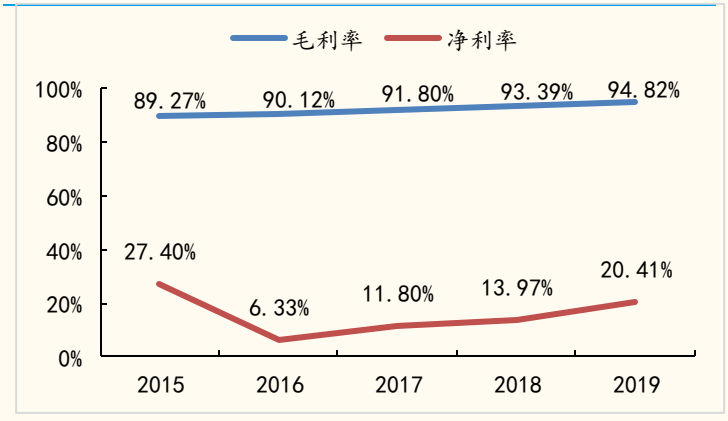
■ **费用率管控得当，销售费用率随市场扩张力度上涨。**2017-2019 年，公司销售费用率分别为 35.03%、38.94%和 39.95%。2018 年开始，公司加大市场开拓力度，还新增与戴尔的合作销售推广费，广告宣传展示费用增长较大，同时，扩招销售人员，导致销售费用率逐年提升。销售费用从 2017 年的 0.77 亿元大幅增长 41.56%至 2019 年的 1.09 亿元。公司管理费用率始终保持在 18%上下波动，基本趋于稳定。2017-2019 年，公司研发费用率从 21.86%下滑至 15.36%，呈现下滑趋势，但研发支出不降反升，升幅较小且低于公司营收增速，因此导致公司研发费用率明显下滑。

图表 30：2015-2019 福昕软件期间费用



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：2015-2019 年福昕软件毛利率及净利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

三、发展机遇：类比金山办公，福昕国内潜在市场空间约 200 亿元

3.1 新型商用模式快速发展，订阅模式是软件行业主流

■ **软件行业主流厂商已加快向订阅模式转型。**随着互联网、云计算、大数据等先进技术的快速发展和应用，人们对软件产品的关注点由原先的获取更多功能向提升工作效率转变，更倾向于选择可满足于自身需求的功能及服务。近年来，服务订阅模式作为软件产业快速发展的一种新型盈利模式，依照用户实际所需的产品及服务类型进行付费，用户支付费用由一次性买

断变为长期付费，使用户群体进一步向中小企业以及个人用户有效延伸，市场目标用户群体明显地扩大，有助于拓展行业企业的盈利能力。订阅模式在行业内企业也得到了成功推广，**国外，Adobe 于 2012 年正式开始转型订阅服务**，其客户须按期订阅软件服务，实现了营收规模及净利润模式的快速增长；**国内市场，广联达、用友等传统软件公司均加速订阅模式转型，金山办公订阅模式发展迅速**，带来可观的收入和快速扩大的市场份额。

- **公司服务订阅模式量少，但增长速度快。**公司参考软件版本更新的周期以及国际软件行业的惯例，基于永久授权模式产品价格制定服务订阅模式的价格，并且根据不同区域的消费水平进行差异化定价，1-2 年期间的产品订阅费用与特定版本的永久授权费用接近。用户支付费用由一次性买断变为长期付费，满足用户多样化需求，用户群体向中小企业以及个人用户延伸，扩大了用户市场。订阅收入从 2017 年的 570 万增长至 2019 年的 3568.3 万元，年复合增速高达 84.31%。

图表 32：订阅模式下可比公司比较

代码	名称	订阅模式收入（亿元）				市值（2020.09.08）	
		2017	2018	2019	2019 增速	PS（TTM）	市值（亿元）
000858.SZ	Adobe	482.39	626.29	785.32	25.39%	18.40	2,216.68
002304.SZ	广联达	23.57	29.04	35.41	21.94%	22.50	831.47
000568.SZ	金山办公	0.64	1.73	3.93	127.17%	78.35	1,418.22
600519.SH	福昕软件	0.06	0.18	0.36	98.57%	33.79	148.88

来源：Wind，国金证券研究所

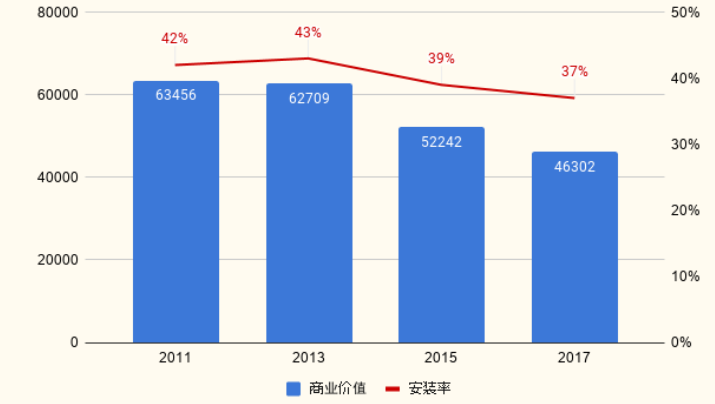
3.2 中国市场软件正版化趋势明显，客户付费习惯正在养成

- **打击盗版意识增强，企业对付费软件需求逐渐提升。**软件产业的持续发展有赖于知识产权的保护。近年来，为了鼓励知识与技术创新，国家加大打击盗版力度，通过修订《著作权法》和《计算机软件保护条例》进一步加强软件知识产权保护。全球正版化趋势也逐渐增强，全球软件盗版率从 2011 年的 42%下降至 2017 年的 37%，年均下降 0.83 个百分点。

- **企业也意识到了使用非授权软件的危害并开始购买付费软件产品。**使用盗版软件有生产力和业务机会损失、公司营业停滞、业务数据丢失方面的风险，并且带来极其严重的企业声誉负面影响。随之的经济成本也极高，据 BSA 数据显示，全球每年盗版软件造成的损失高达 6000 亿美元，相当于全球 GDP 的 0.8%，通过提高 20%的软件合规性可带来 11%的公司利润增加，以中等公司为例估值可超 50 万美元。非授权软件的高昂的经济危害将增大企业对安全可靠的付费软件的需求，并减少盗版对公司的负面影响。

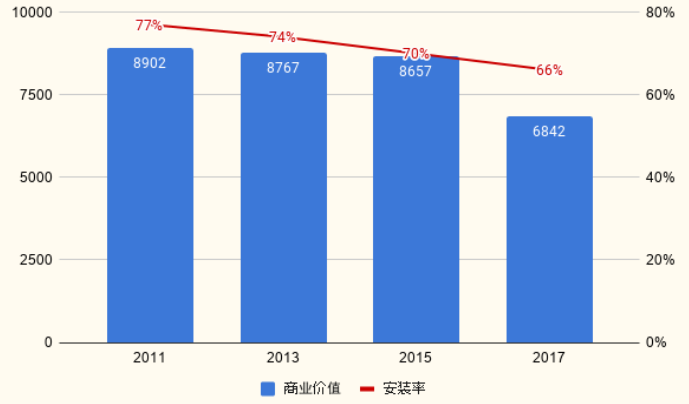
- **订阅模式促进软件正版化，客户付费习惯逐渐养成。**当前，受益于国家对知识产权保护的日益重视和执法力度的加大，云计算技术和基于云端的订阅式软件付费模式的逐步普及，人们消费者观念与行为的转变，我国的非授权软件使用率也逐步下降，软件正版化进程逐步推进。据国家版权局资料显示，2017 年各级党政机关共采购操作系统、办公和杀毒软件 127.7 万套，采购金额达 6.12 亿元；中央企业和金融机构共采购操作系统、办公和杀毒软件 245.11 万套，采购金额 21.45 亿元；软件著作权登记量达到 74.54 万件，同比增长 82.79%。根据推进使用正版软件工作部际联席会议第七次全体会议，截至 2017 年底，全国累计推进 37,667 家企业实现软件正版化，软件正版化发展趋势日益明显。

图表 33：全球非授权软件使用情况（单位：百万美元）



来源：BSA，国金证券研究所

图表 34：中国非授权软件使用情况（单位：百万美元）



来源：BSA，国金证券研究所

3.3 类比金山办公，中国市场采用 B 端授权+C 端订阅潜在空间超 200 亿元

- **目前福昕主要收入来源于欧美市场，且以授权模式服务机构客户为主，但订阅模式是行业未来发展趋势。目前，国内 PDF 市场处于早期阶段，随着福昕上市，预计会发力国内市场。随着互联网的普及、软件用户付费习惯正逐渐养成，福昕有望凭借本土背景和技术优势，采取 B 端授权+C 订阅的模式在中国市场进行推广，预计 20-22 年为市场培育期，23 年国内市场开始放量，乐观估计潜在市场空间超 200 亿元。**

- **3.3.1 金山办公 VS 微软 Office，国产办公软件崛起之路**

  - **金山 WPS 是中国本土软件在与国外巨头多年中抗争屹立不倒并且茁壮成长的典型案例。**福昕软件目前及将来与 Adobe 的竞争，和金山办公与微软 Office 的竞争有诸多相似之处，我们借鉴金山办公的发展历程以探寻福昕上市之后，可能发力国内市场的前景。

  - **1）金山 WPS 三十年发展历史**

    - **1988 年，金山办公推出 wps 1.0 版本。**彼时尚未进入微软办公软件独霸时代，wps 1.0 在国内兴盛一时，一度占据国内办公软件市场份额高达百分之九十以上。

    - **1995-2005 年，wps 受到来自国际对手和盗版的双重阻力。**1994 年以后，随着微软统治地位的确立，开始拓展中国市场，鉴于 wps 在国内发展的基础和积累，微软以与 wps 合作的方式打入中国市场并凭借配套 Windows 系统优势逐渐盖过 wps 办公软件在国内的地位。另一方面由于版权保护不完善等原因，盗版软件层出不穷，也打击了 wps 产品发展。

    - **2005-2011 年，wps 通过创新发展独特优势，保持自身竞争力。**尽管受到外部压力和冲击，wps 仍然坚持研发、创新，2005 年推出 wps office2005 版本，并走与微软不同的精细化路线，通过提供查重功能、支持 PDF 格式、提供丰富的皮肤模板等方式满足各类专门用户的专门需求。

    - **2011-至今，移动互联网及云产品浪潮带来发展新机遇。**随着移动时代到来，办公软件纷纷向云产品转型，wps 抓住机遇，推出 wps office 移动版，满足用户移动办公需求，在移动客户端，wps 与微软形成并驾齐驱格局；在办公云化战略方面，wps 持续发展灵活快捷优势，通过吸引中小客户，在云办公服务领域迅猛发展

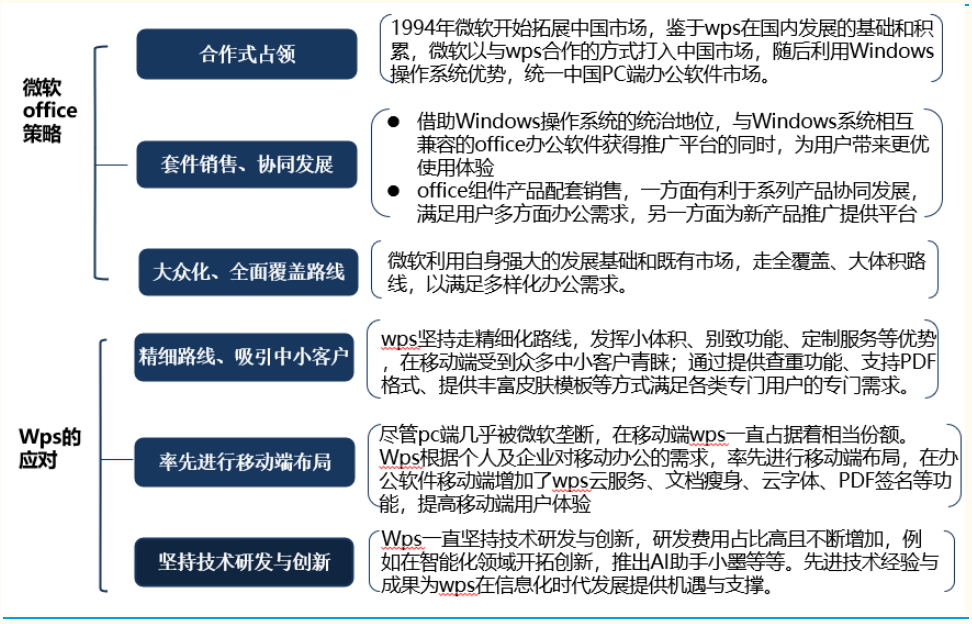
图表 35：WPS 三十年发展历程



来源：金山办公官网，国金证券研究所

- **2）金山 WPS 与微软 Office 中国市场二十年竞争之路**
  - **微软 Office 一统天下，WPS 夹缝中生存。**微软自 1994 年进入中国市场，通过合作式占领、套件销售与协同发展、大众化与全面化覆盖路线等三大策略，并借助 Windows 操作系统优势，迅速统一中国 PC 端办公软件市场。彼时金山 WPS 在夹缝中求生。
  - **WPS 自我挥刀，重走来时路。**2002 年，金山摒弃原有底层代码，全部推倒重写；2003 年政府采购法案出台，WPS 获政府采购 56%市场份额，稳住阵脚；2005 年，发布 WPS Office2005 与微软 Office 深度兼容，并启动免费策略吸引中小客户，精细化服务 B 端客户，加快夺回市场，次年签下农行千万大单。
  - **移动端率先发力，取得先发优势。**2011 年，率先开启移动端布局（领先微软 3 年），2014 年 11 月，微软才推出移动端 Office 套件，给予 WPS 良好的发展机遇期，2011-2014 年，WPS 移动版平均保持近 300%的增长速度。2014 年，微软在中国推出订阅模式和云端解决方案；2015 年，WPS 对应发布“WPS+云办公”企业级产品，之后陆续丰富云功能，包括云存储、云办公、文档协同等。2018 年，建设 WPS 云生态。

图表 36：金山 WPS vs 微软 office 在中国市场竞争策略对比



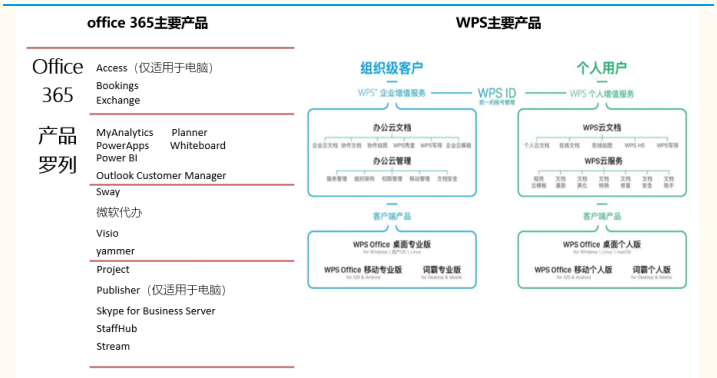
来源：招股书，国金证券研究所

- **下一个十年，云端的竞争。**在当前的云计算、大数据、移动互联网的大时代下，WPS 开启了办公应用场景化、应用移动化、工具服务化的移动办公之路；未来 WPS 将会借助构建 WPS Office 办公产品云服务体系，积极响应全球用户需求，解决移动办公数据

流转和协作问题，提供更优质的办公服务，持续提升用户体验，以商务创作、协同办公为发展驱动，增强云端办公软件市场。

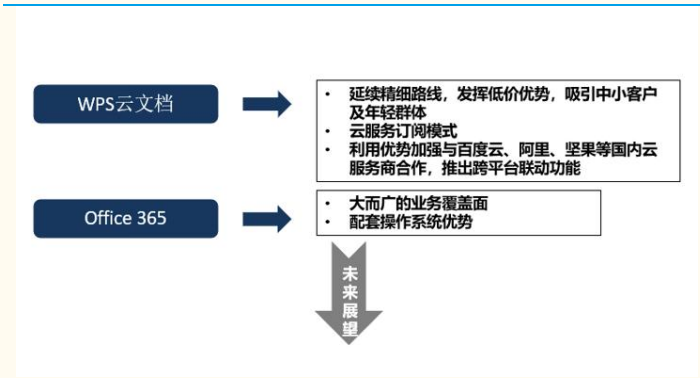
- **办公云化的基础上，智能化办公开始发展。**在智能化办公领域，wps 和微软 office 几乎同时起步，二者回到同一起跑线上，wps 在 AI 技术研发上的积累使得它成为强有力的竞争对手，现已推出 AI 语音批注、小墨助手等智能办公服务功能。微软则延续其专家技术团队优势、技术积累优势，继续针对 Windows 系统和 Azure 推出研发 AI 办公助手。

图表 37：WPS 与 Office365 产品对比



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 38：WPS 云文档与 Office365 特点对比



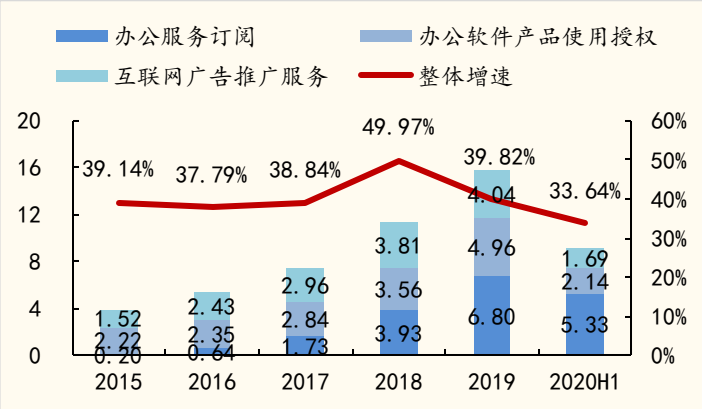
来源：公司官网，国金证券研究所

对比总结：

- **二者成功之道共性：**首先 wps 和微软在发展过程中都重视技术研发的作用，坚持自主研发，强大的技术积累支撑它们在今天日新月异的社会中抓住创新机遇，在一轮轮技术革命浪潮中屹立不倒；其次二者都采用“合作”的思维，通过与其他产品联动的方式，拓宽软件适用性，提高用户的办公体验。最后二者定位清晰，针对目标客户群体打造设计产品，保持自我特色。
- **中国市场分庭抗礼：云决定未来。**wps 和微软的中国市场之争长达二十余年，微软进入中国市场后，PC 端办公软件市场几乎被微软独占；但随着移动办公的兴起，wps 通过其精细小的特点在移动端一直保有竞争力，并受到年轻用户等特定群体、以及中小用户的青睐；而在未来云浪潮逐渐兴起的十年又将带来新的发展机遇和挑战，wps 和微软在云端办公软件市场的争夺还将继续。

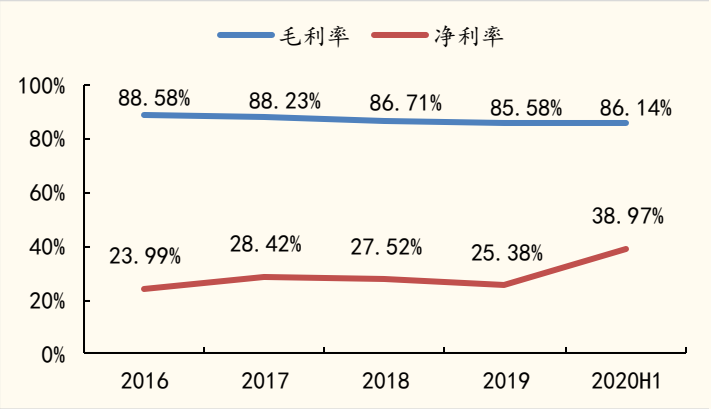
- **3）金山办公经营状况：C 端订阅+B 端授权，促进公司高速发展**
- 目前，金山办公主营三大业务：**办公服务订阅（C 端）、办公产品使用授权（B 端）和互联网广告推广服务。**
  - **C 端采用订阅模式，面向商用市场。**近年来 C 端订阅业务高速增长，2020H1 收入 5.33 亿元，同比+70.89%，占比已达 58.19%。截至 2020 年 6 月底，公司主要产品 MAU 已达到 4.54 亿，累计年度付费个人会员数达 1681 万，较年初增长 39.85%，较 2019 年 6 月底增长 98.47%，持续领先其他国产办公软件。
  - **B 端主要采用授权模式，面向政企客户。**2020H1 授权业务 2.14 亿，同比增长 6.13%。截止到 2020 年 6 月，金山办公已累计和 190 家生态伙伴完成产品适配，与龙芯、飞腾、鲲鹏、统信、麒麟、长城等基础厂商紧密合作，产品适配涵盖协同办公、输入法、邮件、语音识别，以及手写板和平板等多个领域，形成完整的解决方案。WPS 云办公，已为数十万家中小微企业提供云办公服务。

图表 39：金山办公收入结构（单位：亿元）



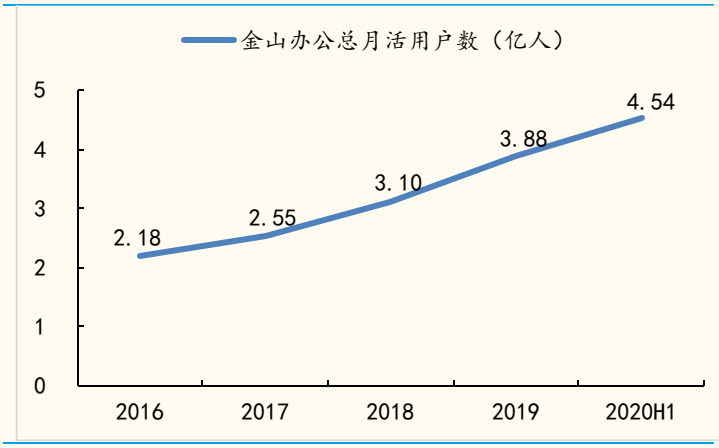
来源：wind，国金证券研究所

图表 40：金山办公毛利率与净利率



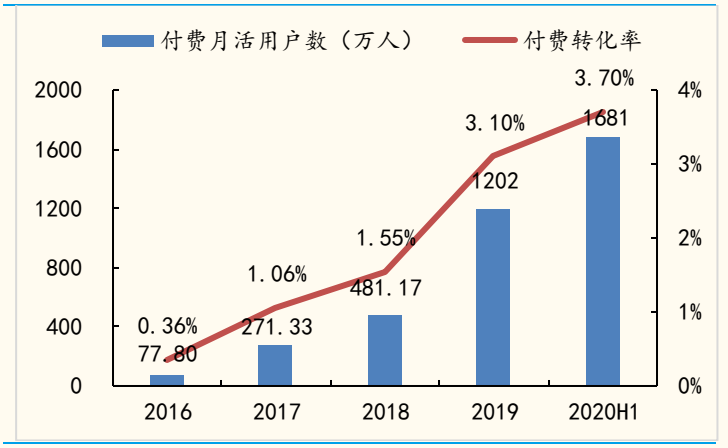
来源：wind，国金证券研究所

图表 41：金山办公 MAU



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：金山办公付费用户数及付费转化率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **3.3.2 类比金山办公，福昕采用 B 端授权+C 端订阅，国内可拓展市场空间超 200 亿元**
  - **C 端订阅模式潜在市场空间 40.34 亿元/年。**参考金山办公，截至 2020 年 6 月，金山办公月活用户数达 4.54 亿，其中 C 端订阅付费用户数为 1681 万，我们假设这 1681 万人为稳定的办公软件付费用户，中国市场福昕软件订阅单价 240 元/人/年，那么 C 端订阅潜在市场空间为 40.34 亿元/年。
  - **B 端采用授权模式，潜在空间约 165 亿元。**目前福昕在国内市场的侧重于 ToB 销售编辑器，备受中铁建、中国电子工程顾问集团、科大讯飞等大企业的青睐，但因国内企业付费意愿远比海外的低，目前收入增长缓慢。随着软件正版化趋势发展，以及疫情影响带来线上办公需求增加，企业用户软件付费习惯逐渐养成，福昕凭借性价比优势、本土化优势及完善的技术服务优势，未来 B 端市场可拓展空间巨大。
    - **国央企及事业单位市场**，财政部数据显示，2016 年我国国央企职工及事业单位在编人员总数约 8000 万人，假设福昕 PDF 单价 1000 元/人，整体 PDF 市场空间约 800 亿元。参考金山办公，保守估计福昕软件市占率 15%，则福昕可拓展空间约 120 亿元；
    - **中小企业市场**，工信部数据截止到 2018 年底，中国中小企业的数量已经超过了 3000 万家，我们假设平均每个企业 10 人计算，全国中小企业人数约 3 亿人，平均付费率按 20%，单价为 500 元/人，

中小企业 PDF 市场空间约 500 亿元。假设未来福昕市占率 15%，则中小企业可拓展空间为 45 亿元。

- **综合，福昕在国内 B 端市场可拓展市场空间为 165 亿元**

- **因此，整体来看，乐观估计下，未来福昕在中国市场通过 B 端授权和 C 端订阅模式潜在可拓展市场空间超 200 亿元。**

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测假设及其必要的解释：

公司的主要业务包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案、PDF 工具及在线服务、其他业务等五部分。各部分业务收入假设如下：

PDF 编辑器及阅读器产品：PDF 编辑器与阅读器产品是公司核心业务。目前，福昕已成为拥有自主知识产权、具备自主研发能力且具有国际竞争力，同时公司不断加大技术研发投入，充分利用大数据、云计算及 AI 技术，提高产品核心竞争力，持续拓展国际国内市场。预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 50.26%，49.92%，47.97%。

开发平台与工具：因 2018 年开始该项业务定价模式变化，同时由于如 PDFium 等技术的开源，对技术需求较低的小型开发者客户有所减少，公司未来更集中于大客户，但预计短期开发难道较大，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为-3.07%，2.59%，8.18%。

企业文档自动化解决方案：该项业务整体规模较小，受大客户订单影响较大，但随着新产品 Rendition Server 持续推广以及公司上市带来的品牌影响，预计未来会保持稳健增长态势。预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为-15.91%，21.52%，22.40%。

PDF 工具及在线服务：主要提供在线 PDF 编辑、转换服务及少量广告投放，业务量较小。预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 20%，20%，20%。

其他业务：预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 5%，5%，10%。

图表 43：公司分业务营收预测

单位：亿元	2020E	2021E	2022E
PDF 编辑器及阅读器产品	4.30	6.44	9.53
YoY	50.26%	49.92%	47.97%
开发平台与工具	0.38	0.39	0.42
YoY	-3.07%	2.59%	8.18%
企业文档自动化解决方案	0.38	0.46	0.57
YoY	15.91%	21.52%	22.40%
PDF 工具及在线服务	0.13	0.16	0.19
YoY	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	0.01	0.01	0.01
YoY	5.00%	5.00%	10.00%
合计	5.20	7.46	10.72
YoY	40.80%	43.58%	43.68%

来源：Wind，国金证券研究所

毛利率假设：

PDF 编辑器及阅读器产品：公司深耕 PDF 领域多年，产品技术成熟、业务体系完备，预计 20-22 年该业务毛利率分别为 96.5%，97%，97%

开发平台与工具：随着公司变更定价模式及重点关注大客户，预计 20-22 年该业务毛利率分别为 93%，94%，95%。

企业文档自动化解决方案：预计毛利率保持稳定。预计 20-22 年该业务毛利率分别为 85%，85%，85%。

PDF 工具及在线服务：随着业务规模扩大，在线服务业务边际成本递减，毛利率稳步提升。预计 20-22 年该业务毛利率分别为 87%，90%，91%。

其他业务：根据公司历年年报数据，预计 20-22 年其他业务毛利率分别为 45%，45%，45%。

图表 44：公司分业务毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PDF 编辑器及阅读器产品	95.33%	96.51%	96.50%	97.00%	97.00%
开发平台与工具	95.43%	92.87%	93.0%	94.0%	95.0%
企业文档自动化解决方案	82.71%	85.44%	85.0%	85.0%	85.0%
PDF 工具及在线服务	79.37%	87.78%	87.0%	90.0%	91.0%
其他业务	60.47%	45.72%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率	93.39%	94.82%	95.10%	95.91%	96.15%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率假设：

按照公司规划，公司将持续推进 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具等核心业务的研发与拓展，研发费用支出将较为稳定，但公司管理模式、销售渠道等已经成熟，相关管理费用和销售费用将下降。随着公司收入稳定增长，预计整体费用率将呈现出逐渐下降的态势。

综上，预计 20-22 年营收分别为 5.2、7.46、10.72 亿元，归母净利润分别为 1.28、1.79、2.47 亿元，同比增速为 72.08%、40.23%、38.26%。

4.2 投资建议及估值

鉴于公司目前销售采用授权和订阅两种模式，虽然授权占绝大部分，但订阅模式是未来软件行业发展的方向。我们采用分部估值法对公司进行估值。

首先，授权业务，预计 21 年实现营收 6.28 亿元，鉴于目前公司授权业务占比较高，我们根据公司近三年净利润率水平， 21 年净利润率按 28%计算，则预计 21 年公司软件业务净利润为 1.76 亿元。选取各软件业务细分领域龙头恒生电子、用友网络、广联达作为对标，给予公司软件业务 21 年 90 倍 PE，则公司软件业务 21 年贡献 148.26 亿估值。

其次，订阅业务，由于订阅业务占比较小，参考金山办公与深信服等 SaaS 订阅模式成熟的公司，我们采用 PS 估值法，给予 50 倍 PS。预计 21 年订阅业务实现营收 1.11 亿元，则订阅业务 21 年贡献市值 55.36 亿元。

综上，给予公司 21 年目标市值 213.62 亿元，对应目标价 443.74 元，首次覆盖给予“买入”评级

图表 45：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600570	恒生电子	114.25	1.27	1.57	1.95	90.26	73.00	58.49
600588	用友网络	43.79	0.33	0.42	0.55	132.74	104.79	79.73
002410	广联达	73.63	0.36	0.57	0.77	202.73	129.38	95.66
平均值						141.91	102.39	77.96

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **知识产权受到侵害风险。**软件行业的核心竞争力主要体现在知识产权及专业技术人员。通用软件产业存在被破解以及非法复制的可能，且盗版成本

低，追查难度大。因此如果知识产权受到侵害，则可能导致公司出现用户流失、名誉损害，进而导致经济利益受到损害。

- **疫情影响，经济下行风险。**新冠病毒仍在全球蔓延，而且欧美地区疫情反复情况严重，无法实地办公导致效率下降。并且部分机构客户由于办公效率下降以及预算收缩的原因推迟采购计划，有可能导致业绩下降。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**221**	**281**	**369**	**520**	**746**	**1,072**
增长率		27.3%	31.4%	40.8%	43.6%	43.7%
主营业务成本	-18	-19	-19	-25	-31	-41
%销售收入	8.2%	6.6%	5.2%	4.9%	4.1%	3.9%
毛利	203	262	350	494	715	1,031
%销售收入	91.8%	93.4%	94.8%	95.1%	95.9%	96.1%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-3	-4	-5
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-77	-109	-147	-187	-269	-386
%销售收入	35.0%	38.9%	39.9%	36.0%	36.0%	36.0%
管理费用	-39	-51	-63	-88	-127	-182
%销售收入	17.8%	18.0%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
研发费用	-48	-56	-57	-78	-119	-182
%销售收入	21.9%	19.8%	15.4%	15.0%	16.0%	17.0%
息税前利润（EBIT）	37	45	81	138	197	275
%销售收入	16.7%	16.1%	22.0%	26.6%	26.4%	25.6%
财务费用	-7	-2	-4	3	4	7
%销售收入	3.1%	0.6%	1.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	1	5	7	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	-1	-1	0	0
投资收益	0	0	3	3	2	2
%税前利润	0.4%	0.9%	2.9%	2.0%	1.0%	0.7%
营业利润	35	48	81	151	211	291
营业利润率	15.8%	17.1%	21.8%	29.0%	28.3%	27.2%
营业外收支	0	-1	7	-1	-1	-1
税前利润	35	48	88	150	210	291
利润率	15.7%	16.9%	23.8%	28.9%	28.2%	27.1%
所得税	-9	-8	-13	-23	-32	-44
所得税率	24.8%	17.6%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	39	75	128	179	247
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**26**	**38**	**74**	**128**	**179**	**247**
净利率	11.6%	13.7%	20.1%	24.6%	24.0%	23.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	26	39	75	128	179	247
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
非现金支出	6	4	4	7	7	8
非经营收益	3	4	-3	5	-2	-2
营运资金变动	-2	13	27	-27	9	27
经营活动现金净流	**33**	**60**	**103**	**113**	**193**	**279**
资本开支	-4	-6	-8	15	-8	-8
投资	-68	10	-66	-17	-18	-19
其他	-12	-5	4	3	2	2
投资活动现金净流	**-84**	**-1**	**-70**	**1**	**-24**	**-25**
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	-6	-1	-1	-2	0	0
其他	-2	-35	-18	-51	-72	-99
筹资活动现金净流	**-8**	**-36**	**-18**	**-54**	**-72**	**-99**
现金净流量	**-59**	**24**	**14**	**59**	**97**	**156**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	72	88	116	176	273	428
应收款项	50	57	46	71	102	147
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	22	27	69	71	75	83
流动资产	143	172	232	318	450	658
%总资产	40.5%	45.6%	50.0%	59.4%	65.6%	72.0%
长期投资	36	38	49	66	84	103
固定资产	43	43	45	46	46	47
%总资产	12.1%	11.4%	9.7%	8.6%	6.8%	5.1%
无形资产	118	114	105	106	107	107
非流动资产	211	205	232	217	236	256
%总资产	59.5%	54.4%	50.0%	40.6%	34.4%	28.0%
资产总计	**354**	**377**	**464**	**536**	**687**	**914**
短期借款	3	0	0	0	0	0
应付款项	11	12	14	17	23	30
其他流动负债	57	82	106	104	139	210
流动负债	71	94	121	121	162	240
长期贷款	5	6	5	5	5	5
其他长期负债	9	5	6	0	2	3
负债	85	105	132	126	170	249
普通股股东权益	266	270	328	404	512	660
其中：股本	36	36	36	36	36	36
未分配利润	71	71	122	199	306	454
少数股东权益	2	3	5	5	5	5
负债股东权益合计	**354**	**377**	**464**	**536**	**687**	**914**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.711	1.066	2.054	3.534	4.956	6.852
每股净资产	7.380	7.468	9.075	11.196	14.169	18.280
每股经营现金净流	0.907	1.668	2.840	3.117	5.339	7.742
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.414	1.982	2.741
回报率						
净资产收益率	9.64%	14.28%	22.63%	31.57%	34.98%	37.48%
总资产收益率	7.26%	10.20%	15.97%	23.82%	26.05%	27.07%
投入资本收益率	9.87%	13.29%	20.36%	28.32%	32.07%	34.84%
增长率						
主营业务收入增长率	24.92%	27.30%	31.35%	40.82%	43.58%	43.68%
EBIT增长率	98.72%	23.15%	78.90%	70.35%	42.53%	39.55%
净利润增长率	140.37%	49.89%	92.62%	72.08%	40.23%	38.26%
总资产增长率	13.16%	6.60%	23.08%	15.35%	28.22%	33.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	61.3	46.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
应付账款周转天数	66.5	50.2	26.8	28.0	26.0	27.0
固定资产周转天数	70.7	55.8	44.4	32.2	22.7	15.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.81%	-30.25%	-45.64%	-51.61%	-59.65%	-69.73%
EBIT利息保障倍数	5.4	26.5	20.3	-52.3	-46.2	-40.0
资产负债率	24.10%	27.80%	28.33%	23.57%	24.76%	27.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH