

## 乘版权正版化之风，仪精品汉字之姿

2022 年 09 月 02 日

## 【投资要点】

- ◆ 公司是国内领先的专业从事字体设计等服务的高新技术企业，被认定为北京市“专精特新”小巨人企业。公司由线上线下字体授权业务双轮驱动，平台模式高壁垒打造高利润率，营收、利润增长稳健。此外，公司核心管理层具有长期字库领域工作经验，并且通过员工持股平台直接、间接持有公司股权。本次 IPO 融资，计划扩充自有精品字库，并提高人工智能领域研发，有望进一步巩固公司字体版权龙头地位。
- ◆ 我们测算国内字库行业规模约 9 亿，公司与方正字体位居行业前列。行业规模方面，我们分别采用“自上而下”（海外对标）和“自下而上”（流量估算）两种方式对国内字库市场规模进行测算，预计 9 亿左右。竞争格局方面，字库行业的主要企业包括方正字库、华康、文鼎、华文字库和造字工房等。其中公司和方正字库在历史积累、字库数量、品牌知名度等方面处于行业领先地位。海外经验方面，通过分析海外字库龙头 Monotype 发展，我们发现海外字库平台付费模式更为强势，并且保持 15 年以上的稳定复合增长。
- ◆ 公司采用平台模式，拥有四成以上自有著作权，对上下游议价能力强。汉仪字库拥有专业、强大的设计团队，迄今为止已经开发出上千款面向 B 端企业以及 C 端用户的字库产品；商业领域授权包括多年限甚至永久授权，综合来看仍以年费模式为主。上游：公司拥有近四成自有著作权字体，著作权摊销与作者成本分成低，约在 7-8% 之间。下游：公司字库客户主要包括线下授权客户和互联网客户。2019 年至 2021 年，字库软件授权业务（不含字由业务）的客户数量呈逐年加速增长的趋势，年均复合增速达 46.2%。
- ◆ 轻资产模式保持较高 ROE 水平，疫情后复苏可期。2021 年，公司实现营业收入 2.2 亿，同比增长 11.3%，近年来增长较为平稳，主要由于疫情对于客户支付意愿及能力和线下获客都有不同程度的影响。2021 年，公司权益净利率为 16.14%，根据杜邦分析拆分，公司销售净利率 30.35%、资产周转次数 0.47、权益乘数 1.13，ROE 水平处于较高水平。
- ◆ 我们预计公司未来的增长将来自于新用户、新场景以及新产品。新用户：图片龙头视觉中国直接签约客户数量超过 2.3 万家，通过互联网平台触达长尾用户数量接近 200 万。相比之下，2021 年公司线下授权客户近接近 7,000 家，仍有较大拓展空间。新场景：从互联网平台授权业务结构来看，字库受益于使用场景的迭代。自动驾驶将进一步解放人们在汽车里的娱乐空间和时间，带来新应用场景。新产品：图片版权市场是字体市场的两倍以上，二者客户重合度高，从字体版权延伸到图片、视频版权市场可能是一条重要的增长曲线。

## 增持（首次）

## 东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

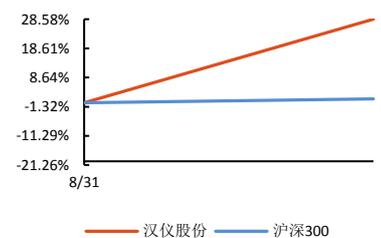
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	5080.00
流通市值（百万元）	968.10
52 周最高/最低（元）	58.00/36.51
52 周最高/最低（PE）	73.80/57.40
52 周最高/最低（PB）	11.15/8.67
52 周涨幅（%）	28.58
52 周换手率（%）	128.79

## 相关研究

## 【投资建议】

- ◆ 我们认为随着字库行业正版化进程，公司作为“字库第一股”，有望持续提升品牌力，加速获客，保持收入和利润的稳定增长。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 2.57/2.99/3.48 亿元，归属母公司净利润分别为 0.78/1.02/1.20 亿元，EPS 分别为 0.78/1.02/1.20 元，PE 分别为 65/50/42 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	219.75	257.00	298.91	348.38
增长率(%)	11.29%	16.95%	16.31%	16.55%
EBITDA（百万元）	83.49	87.93	103.45	122.02
归属母公司净利润（百万元）	67.90	77.73	102.31	120.39
增长率(%)	32.79%	14.47%	31.62%	17.67%
EPS(元/股)	0.91	0.78	1.02	1.20
市盈率(P/E)	0.00	65.36	49.65	42.20
市净率(P/B)	0.00	4.57	4.18	3.80
EV/EBITDA	-0.61	49.80	41.24	34.02

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 正版化进程不及预期
- ◆ 宏观经济下行风险

## 1、关键假设

正版化浪潮下，公司字库版权业务保持稳定增长，我们预计 2022-2024 年增速分别为 16.9%/16.3%/16.6%。其中 1) 线下授权客户业务：受益于授权客户数量的增加而增长，我们预计 2022-2024 年客户数分别为 8,292/9,950/11,940 家，单客户收入由于中小客户增多和客单价提升综合作用逐步稳定，预计 2022-2024 年单客户年收入增速-10%/0%/0%。2) 互联网平台授权业务：手机 QQ 及手机应用商店用户数和分成稳定，我们预计 2022-2024 年增速 0%/0%/0%。3) 其他业务：主要包括字由业务、字库类技术服务、视觉设计服务、IP 产品化业务等，保持不同程度增长，预计 2022-2024 年增速 27.2%/26.4%/22.5%。受益于规模效应，我们预计公司毛利率稳中有升，预计 2022-2024 年毛利率 86.9%/87.2%/87.4%。

图表：公司盈利测算主要假设

单位：百万	2021	2022E	2023E	2024E
<b>线下授权客户业务</b>	<b>144</b>	<b>176</b>	<b>211</b>	<b>253</b>
yoy	19.0%	22.1%	20.0%	20.0%
毛利率	90.5%	92.0%	92.0%	92.0%
线下授权客户数量	6,910	8,292	9,950	11,940
yoy	60.8%	20.0%	20.0%	20.0%
线下授权客户收入	26	23	23	23
yoy	-20.0%	-10.0%	0.0%	0.0%
<b>互联网平台授权业务</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
yoy	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	80.1%	80.0%	80.0%	80.0%
手机 QQ+QQ 空间	7	7	7	7
yoy	-51.5%	0.0%	0.0%	0.0%
华为+OV 等手机应用商店	48	48	48	48
yoy	13.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>其他业务</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>39</b>
yoy	6.2%	27.2%	26.4%	22.5%
毛利率	37.4%	33.3%	32.0%	31.5%
<b>合计</b>	<b>220</b>	<b>257</b>	<b>299</b>	<b>348</b>
yoy	11.3%	16.9%	16.3%	16.6%
毛利率	85.3%	86.9%	87.2%	87.4%

资料来源：东方财富证券研究所预测（线下授权客户收入为加权值，其他业务包括字由业务、字库类技术服务、视觉设计服务、IP 产品化业务等）

## 2、创新之处

公司是国内字库行业第一股，市场上的研究相对较少。本文的创新之处在于：1) 通过自上而下和自下而上两种方式测算字库行业市场规模；2) 深入剖析字库公司商业模式，以及与其他版权形态（主要是图片版权行业）对比优劣；3) 探讨公司未来的增长点来自于何方，如渗透率提升、渠道复用等；4) 寻找适合的可比公司，研究版权行业的合理估值。

## 3、潜在催化

**正版化持续推进：**目前公司字库业务客户渗透率仍较低，字体正版化率在逐步提升。未来关于知识产权等法律法规、技术或案例都有利于公司加快拓展客户，从而推动业务增长。

**新的应用场景拓展：**新应用场景带来字库版权增量，从 QQ 会员到华为等手机厂商会员都带来了新的业务类型和收入，未来短视频、智能汽车等场景拓展都有望带来新的业务增量。

## 正文目录

1. 公司简介	6
1.1. 发展历程：专注字体设计开发，“专精特新”小巨人	6
1.2. 股权结构：管理层具有丰富经验，核心团队均有持股	6
1.3. 财务概览：线上线下双轮驱动，高壁垒打造高利润率	8
1.4. 募投项目：扩充自有精品字库，提高人工智能领域研发	9
2. 行业情况	10
2.1. 市场空间：国内规模约9亿，正版化推动未来增长	10
2.2. 竞争格局：两超多强格局，互联网平台授权有优势	12
2.3. 他山之石：Monotype 经验，按量付费、稳定增长	13
2.4. 同类比较：国产化比率高，版权服务商获客较温和	14
3. 商业模式	15
3.1. 产品及价格：数量庞大的字体矩阵，多为年付费模式	15
3.2. 内容供稿：近四成自有著作权字体，与成本分布相匹配	16
3.3. 版权服务：代理销售为主，核心服务商创收占比大	17
3.4. 内容使用：中小客户数量高增，续约创收持续提升	18
4. 财务分析	20
4.1. 营业收入：用户数增长贡献显著，后疫情时代可期	20
4.2. 成本费用：平台业务高毛利率，直销提升或降低销售费用率	21
4.3. 杜邦分析：轻资产模式，ROE 保持较高水平	22
5. 未来展望	22
5.1. 新用户：正版化推动客户付费意愿和能力持续提升	22
5.2. 新场景：从手机到汽车，自动驾驶或带新增量	23
5.3. 新产品：从字体到图片、视频，渠道复用可期	24
6. 盈利预测	26
7. 估值和投资建议	27
8. 风险提示	27

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：上市前汉仪股份股权结构	7
图表 3：公司营业收入及增速（单位：百万）	8
图表 4：公司营业收入构成	8
图表 5：公司净利润及增速（单位：百万）	8
图表 6：公司毛利率及净利润率	8
图表 7：公司募投项目投入及作用	9
图表 8：字库行业市场规模测算方式（一）	10
图表 9：字库行业市场规模测算方式（二）	10
图表 10：公司线下授权客户数量	11
图表 11：国内相关知识产权保护政策梳理	11
图表 12：中国字库行业供给情况	12
图表 13：方正字库字体产品一览	12
图表 14：汉仪字库字体产品一览	12
图表 15：Monotype 收费模式	13
图表 16：2003-2018 年 Monotype 营业收入（单位：百万美元）	13

图表 17: 图片和字体等视觉素材版权平台商业模式 .....	14
图表 18: 汉仪字库部分字体 .....	15
图表 19: 汉仪字库授权方式及价格 .....	15
图表 20: 公司 B 端字体数量情况（单位：个） .....	16
图表 21: 2021 年公司字库及互联网平台业务分成情况 .....	16
图表 22: 2021 年度公司作者/IP 成分前五大供应商 .....	16
图表 23: 2021 年公司字库软件授权业务销售来源 .....	17
图表 24: 2019-2021 年公司版权服务商创收分层 .....	17
图表 25: 2019-2021 年公司不同创收分层服务商收入占比 .....	17
图表 26: 2019-2021 年线下授权客户收入分层结构 .....	18
图表 27: 2019-2021 年不同收入分层线下授权客户收入占比 .....	18
图表 28: 公司字库软件授权业务以续约方式产生收入占比上升 .....	18
图表 29: 腾讯移动平台部分互娱式字体 .....	19
图表 30: 手机厂商个性主题示例 .....	19
图表 31: 2019-2021 年公司营业收入及增速（单位：百万） .....	20
图表 32: 2021 年公司营业收入构成 .....	20
图表 33: 公司线下客户数量及平均收入（单位：万） .....	20
图表 34: 公司平均字库储备量及创收（单位：万） .....	20
图表 35: 公司毛利率及净利润率 .....	21
图表 36: 公司各业务线毛利率 .....	21
图表 37: 公司费用率情况 .....	21
图表 38: 版权服务商销售佣金占比 .....	21
图表 39: 公司杜邦分析（2021 年） .....	22
图表 40: 可比公司杜邦分析（2021 年） .....	22
图表 41: 2019-2021 年公司线下授权客户数量 .....	23
图表 42: 2021 年视觉中国用户结构 .....	23
图表 43: 互联网平台授权业务结构变化 .....	24
图表 44: 自动驾驶渗透率持续提升 .....	24
图表 45: 苹果软件服务占收入 20% .....	24
图表 46: 视觉中国素材类型 .....	25
图表 47: 包图网素材类型 .....	25
图表 48: 2021 年前三大版权服务商对应主要客户 .....	25
图表 49: 公司盈利测算主要假设 .....	26
图表 50: 可比公司盈利及估值一览 .....	27

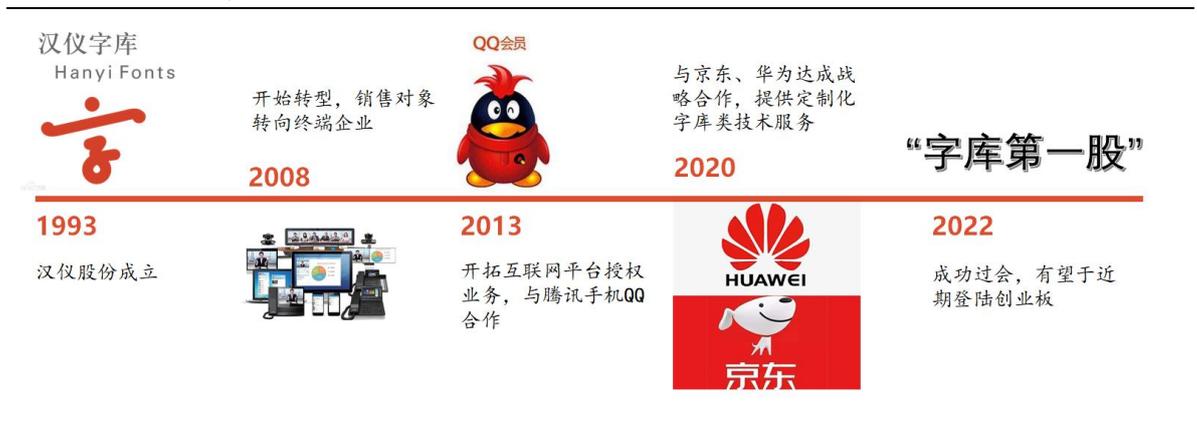
## 1. 公司简介

### 1.1. 发展历程：专注字体设计开发，“专精特新”小巨人

公司是国内领先的专业从事字体设计、字库产品开发、汉字信息技术研究、汉字应用解决方案且拥有核心自主知识产权的文化创意与高新技术企业，被认定为北京市“专精特新”小巨人企业和北京市设计创新中心。

公司成立于 1993 年，早期从事以线下为主要的传统字库软件授权，主要客户群体为报社、出版社等企业和广告公司，由于当时广告公司购买能力有限且版权保护环境较为薄弱，侵权现象较为普遍。2008 年左右，包括汉仪股份在内的主要字体厂商开始转型，销售对象从原来的广告公司变更为终端企业，帮助字库厂商打开市场空间。2013 年左右，公司在传统的字库软件授权业务基础上，开拓出互联网平台授权业务，率先与腾讯手机 QQ 合作开展交互类平台授权业务，开创了字库行业为大众人群服务的全新用字体验模式。此举将字库产品的应用场景延伸至互联网领域，形成传统线下授权和互联网线上授权双轮驱动的业务格局。2020 年，公司分别与京东、华为两家公司达成战略合作，为其提供定制化的字库类技术服务。在与华为的合作中，公司为鸿蒙操作系统和生态打造了一款可适配多设备、全场景使用的鸿蒙定制字体，帮助厂商凸显了品牌特征，同时使得数亿手机用户获得更好的阅读和使用体验。

图表 1：公司发展历程

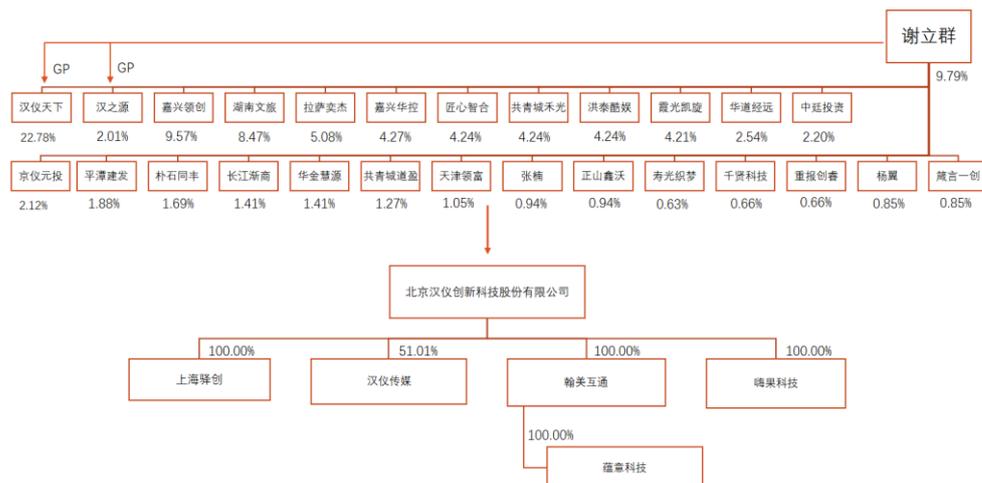


资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

### 1.2. 股权结构：管理层具有丰富经验，核心团队均有持股

公司股权结构较为分散，核心管理层均有相当比例股份。公司实际控制人谢立群及其一致行动人汉仪天下、汉之源三方合计持股 2,594 万股，占上市前总股本的 34.58%。其中汉仪天下、汉之源为公司核心员工持股平台，核心管理层及员工均有不同比例股份。此外，上市前持股比例超过 5.0%的股东，还包括嘉兴领创（9.57%）、湖南文旅（8.47%）、拉萨奕杰（5.08%）等，股权结构较为分散。

图表 2：上市前汉仪股份股权结构



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司核心管理层具有长期字库领域工作经验：

**谢立群先生：**公司实际控制人，担任董事长、总经理，直接及间接持股 10.41%。1976 年 11 月出生，中国国籍，清华大学工商管理硕士。2000 年至 2008 年，历任北京北大方正电子有限公司印艺系统事业部区域销售经历、电子出版事业部西南区总经理、渠道支持与管理部总经理；自 2012 年开始历任公司副总经理、总经理、董事长。

**周红全先生：**公司研发负责人，担任公司董事、副总经理，间接持股 5.13%。1978 年 3 月出生，中国国籍，工学硕士。2003 年至 2008 年历任多家公司技术总监、副总经理、总经理等职务；自 2013 年至今历任公司副总经理、董事。周红全先生负责主导公司研发工作，其发明的 FullType 超小字库及复杂语言处理技术广泛应用于各种嵌入式终端设备，创造了字库行业 B2B2C 的新商业模式。

**马忆原女士：**担任公司董事、副总经理，间接持股 2.96%。1979 年 10 月出生，中国国籍，清华大学法律硕士、工商管理硕士。2005 年至 2009 年，历任北京科印传媒文化股份有限公司《印刷经理人》杂志编辑、数据库业务部副部长；自 2010 年历任公司总经理、副总经理、董事。

**陈金娣：**担任公司副总经理、董事，间接持股 1.63%。1980 年 1 月出生，中国国籍，理学学士。自 2002 年起，历任上海汉峰信息技术有限公司产品总监、北京羿创文源信息技术有限公司副总经理、上海驿创副总经理等；2013 年至今，任公司副总经理、董事。

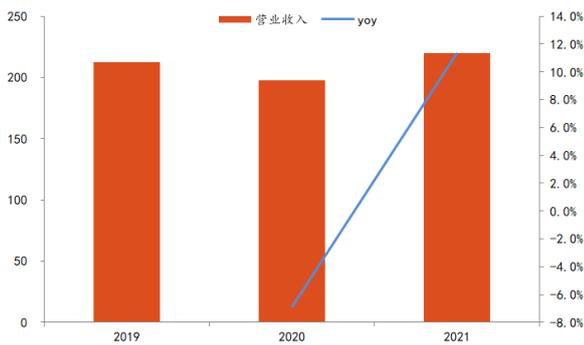
**陈晓力：**担任公司副总经理、财务总监，间接持股 1.63%。1968 年 4 月出生，中国国籍，本科学历。1988 年开始，历任中国印刷科学技术研究所财务部出纳，自 1993 年至今历任公司会计、管理部经理、副总经理、财务总监。

**练源先生：**担任公司副总经理、董事会秘书，间接持股 0.63%。1979 年 7 月出生，中国国籍，CFA 持证人，英国谢菲尔德大学工学硕士，清华大学工商管理硕士。2003 年至 2009 年曾任职于 IBM、日立环球储存科技有限公司；2011 年至 2019 年任北京万集科技股份有限公司董事会秘书兼副总经理，2020 年至今任北京万集科技股份有限公司董事；2019 年起任公司副总经理、董事会秘书。

### 1.3. 财务概览：线上线下双轮驱动，高壁垒打造高利润率

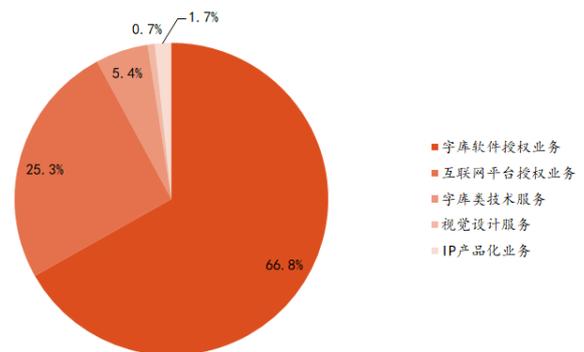
受疫情影响，公司营业收入保持稳定。2021年，公司实现营业收入2.2亿，同比增长11.3%，在疫情对于客户支付意愿及能力和线下获客都有不同程度的影响背景之下，公司近年来仍然维持了较为平稳的增长。其中字库软件授权业务（主要是线下授权）占比66.8%，互联网平台授权业务占比25.3%，二者是公司重要增长驱动力。此外，字库类技术服务占比5.4%，视觉设计服务占比0.7%，IP产品化业务占比1.7%。

图表 3：公司营业收入及增速（单位：百万）



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

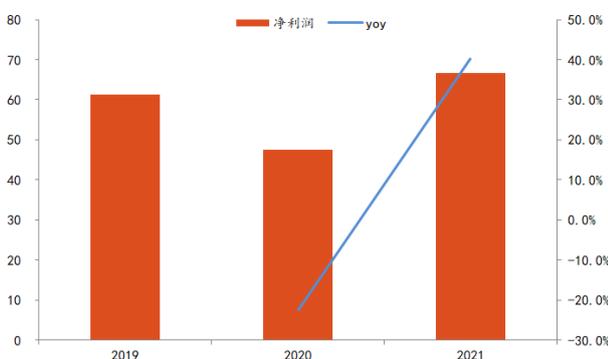
图表 4：公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

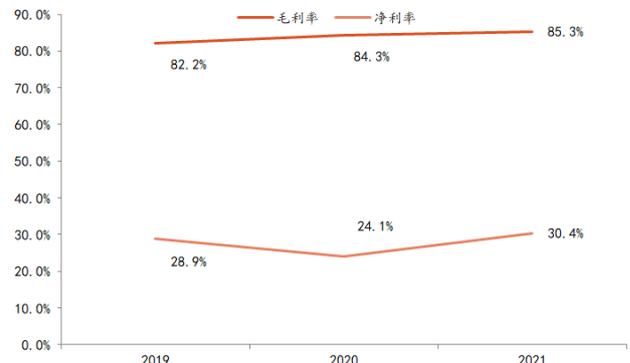
版权服务具有非常强的平台效应，高壁垒打造高利润率。2021年公司实现净利润0.67亿，同比增长40.1%。2019年至2021年，公司毛利率逐步提升至85.3%，净利润率恢复至30.4%。较高的利润率水平主要来源于公司优秀的商业模式——上游是作者和IP方，下游是互联网、手机厂商以及各行业客户，上下游分散导致公司的议价能力较强。

图表 5：公司净利润及增速（单位：百万）



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 6：公司毛利率及净利润率



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

#### 1.4. 募投项目：扩充自有精品字库，提高人工智能领域研发

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2,500 万股，拟募资金额 5.36 亿，无原股东公开发售股份，公开发行数量不低于发行后总股本的 25%，公司实际募集资金扣除发行费用后全部用于公司主营业务相关的项目。本次募投项目包括：汉仪字库资源平台建设项目、上海驿创信息技术有限公司研发中心升级建设项目、营销服务信息化系统建设项目以及补充运营资金。

**汉仪字库资源平台建设项目：**总投资 2.09 亿，建设期 3 年，其中办公楼及设备投入 1.11 亿，字体版权采购投入 0.60 亿，人力资源及其他 0.38 亿。本项目将通过自行研发字库和外部采购字库的方式，实现公司的字库版权数量的快速增长，进一步扩充公司自有精品字库资源数量。截至 2021 年底，公司已经推出 B 端字库 1,700 余款和 C 端字库 1.9 万余款，但字库产品的授权销售存在明显的集聚效应，部分字库产品的销售需要精品字库产品的带动。本次募投项目计划自研发 117 款；采购外部字体 383 款，其中 3 款大师作品（单价 100 万/套）和 380 款工作室作品（15 万/套）。

**上海驿创信息技术有限公司研发中心升级建设项目：**总投资 1.18 亿，建设期 3 年，其中办公楼及设备投入 0.64 亿，研发费用及其他投入 0.54 亿。公司将重点发展人工智能领域的研发，进一步提升公司在人工智能方面的研发能力，并加速研发成果在字体字库开发阶段和销售阶段的转化应用，为公司的可持续发展提供必要的技术支持。截至 2021 年底，公司研发人员 109 人，占公司总数的 35.4%，其研究领域跨越字体美学、字体设计、计算机网络、算法和计算机软件等专业学科。本次募投项目研发具体方向包括“分布式海量图片搜索与分析”、“智能文本检测与识别”、“智能图像文本擦除”、“智能个性化表情生成”、“设计字体智能生成”、“手写字体智能生成”、“与字体和图形图像相关的算法”和“机器创意设计研究”等。

**营销服务信息化系统建设项目：**总投资 0.59 亿，建设期 3 年，其中工程建设费 0.29 亿，人力资源投入及其他 0.30 亿。公司通过实施 ERP、CRM 信息化管理项目，打造高度集成的信息化管理平台，全面整合信息系统应用，打通企业销售管理环节。过去公司主要是依赖代理商销售字库产品，代理商收取的服务费比例较高，公司将新建营销服务信息化系统，扩大销售团队，提高直销比例，降低代理商服务费，有助于提高净利润率。

图表 7：公司募投项目投入及作用

序号	项目名称	募投资金使用金额	建设期（年）	与主营业务、核心技术关系
1	汉仪字库资源平台建设项目	2.09 亿	3	扩充公司自有精品字库资源数量，实施后将巩固并提高公司在国内字体行业市占率
2	上海驿创信息技术有限公司研发中心升级建设项目	1.18 亿	3	提升公司在人工智能方面研发，并加速研发成果在字体字库开发阶段的转化应用
3	营销服务信息化系统建设项目	0.59 亿	3	建设服务信息化系统，打造高度集成的信息化管理平台，进一步提升公司销售能力
4	补充运营资金	1.5 亿	-	人工、版权采购、IP 产品采购等
合计		5.36 亿	-	-

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

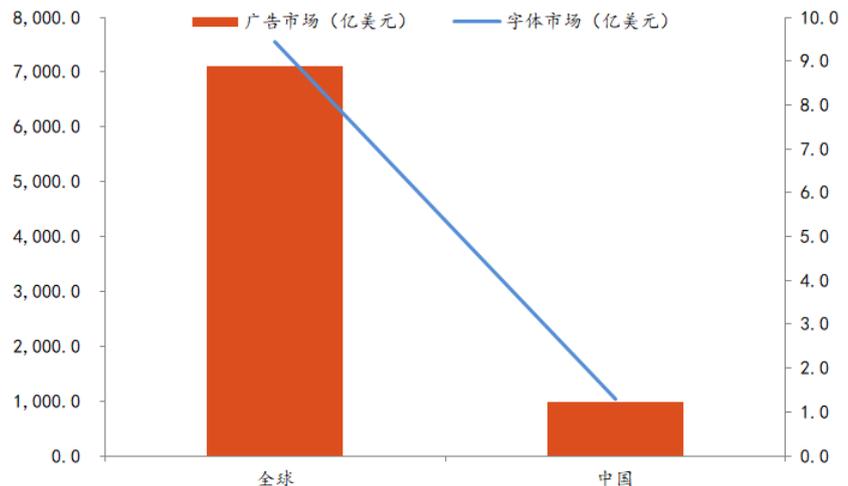
## 2. 行业情况

### 2.1. 市场空间：国内规模约 9 亿，正版化推动未来增长

字库行业是个相对小众的细分行业，国内缺少第三方咨询机构对市场规模进行统计整理。我们分别采用“自上而下”和“自下而上”两种方式对国内字库市场规模进行测算，预计其市场规模约 9 亿。

（一）自上而下：字体主要应用在印刷及宣传等领域，我们通过全球字库行业规模占广告市场的比例来推算国内字体市场规模。根据 The expresswire、Magna 数据显示，2021 年全球字库行业市场规模 9.4 亿美元，期间广告市场规模为 7100 亿美元，字库行业占比约 1.3%。根据 Magna 数据，2021 年中国广告市场规模 980 亿美元，从而推出国内字库行业市场规模 1.3 亿美元即 8.8 亿人民币。

图表 8：字库行业市场规模测算方式（一）



资料来源：The expresswire, magna, 东方财富证券研究所

（二）自下而上：我们已知汉仪字库收入体量，可以根据流量估计其他字库公司收入，从而推算国内字体市场规模。（由于模式，方正字库、字体视觉流量较大，但实际收入并不成比例，故参考同一阶梯其他字库公司）我们选取三个数值作为流量参考，分别为 Alexa 估计的日均 PV、日均 UV 以及百度指数，2021 年公司收入约 2.2 亿，则国内字库行业市场规模约 8.1-8.8 亿人民币。

图表 9：字库行业市场规模测算方式（二）

梯队	字库公司	日均 PV	日均 UV	百度指数
第一梯队	方正字库	-	-	-
	汉仪字库	2.7w	1.2w	276
第二梯队	华康字库	0.6w	0.2w	241
	文鼎字库	0.0w	0.0w	-
	华文字库	0.0w	0.0w	116
第三梯队	造字工坊	1.8w	0.7w	-

字体视觉

12.6w

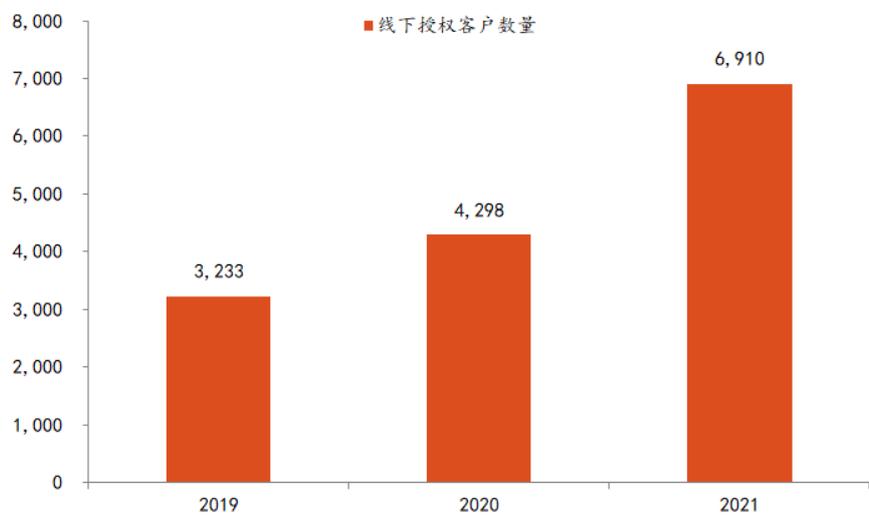
5.8w

-

资料来源：Alexa（PV、UV 为三月平均值），百度指数，东方财富证券研究所（总市场规模 =（汉仪字库流量 \* 2 + 华康字库流量 \* 3 + 字体视觉流量 \* 2）/ 汉仪字库流量 \* 汉仪字库收入）

目前，字体正版化渗透率仍较低，公司开拓客户仍然不足，客户天花板仍较高。由于字体和图片的应用和下游较为重合，我们可以参考图片企业的客户数量。根据视觉中国 2021 年年报数据显示，公司直接签约客户数量超过 2.3 万家，同比增长超过 35%；通过互联网平台触达长尾用户（主要是 B 端用户）数量接近 200 万，同比增长超过 40%。相比之下，2021 年公司线下授权客户更接近 7,000 家，仍有较大拓展空间。

图表 10：公司线下授权客户数量



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

国家对知识产权保护日益重视，近年来发布了大量相关法律法规，有望进一步推动正版化率。如《中华人民共和国电子商务法》显示，知识产权权利人认为其知识产权被侵害的，有权通知电子商务平台经营者采取删除等必要措施。

图表 11：国内相关知识产权保护政策梳理

日期	文件名称	颁布机构	重点内容
2021 年 3 月	《关于规范申请专利行为的办法》	国家知识产权局	明确非正常申请专利行为，设定专门审查程序以及处理方式，严格打击非正常申请专利行为
2020 年 8 月	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	国务院	维持原有对软件行业的水书优惠政策，强调要探索建立软件正版化工作的长期机制
2020 年 2 月	《专利审查指南》（新修改版）	国家知识产权局	强调对权力要求的整体考虑原则，设计人工智能，“互联网+”、大数据以等的发明专利申请
2019 年 11 月	《关于强化知识产权保护的意见》	国务院办公厅	强化制度约束，确立知识产权保护政策导向；加强社会监督机制，构建知识产权保护工作格局
2019 年 9 月	《关于新形势下加快建设知识产权信息公共服务体系的若干意见》	国家知识产权局	建立健全便民利民的知识产权信息公共服务体系，发挥职能主导作用
2018 年 10 月	《关于专利等案件诉讼程序若干问	全国人大常委会	中央批准最高人民法院设立知识产权法庭，统一

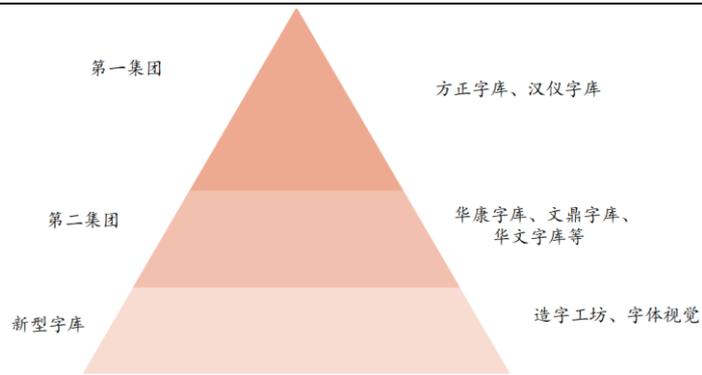
月	题的决定草案》		审理全国专业技术性较强的专利等上诉案件
2018年8月	《中华人民共和国电子商务法》	全国人大常委会	知识产权权利人认为其知识产权被侵害的，有权通知电子商务平台经营者采取删除等必要措施
2018年4月	《知识产权认证管理办法》	国家知识产权局	规定知识产权认定实行的国推认证制度，规定认证机构资质要求

资料来源：国家知识产权局，国务院办公厅，东方财富证券研究所

## 2.2. 竞争格局：两超多强格局，互联网平台授权有优势

字库行业的主要企业包括方正字库、华康、文鼎、华文字库和造字工房等。其中公司和方正字库在历史积累、字库数量、品牌知名度等方面处于行业领先地位。由于发展策略和实际经营情况的不同，汉仪字库和方正字库形成竞争优势、产品与服务模式各有侧重，相互取长补短、良性竞争。根据公司不完全统计及行业经验，方正字库的字库软件授权业务规模大于汉仪，但汉仪在互联网平台授权业务上更具优势；产品和服务模式上，二者基本一致，都是采用版权服务商和直销团队结合模式获取客户，进行线下授权。

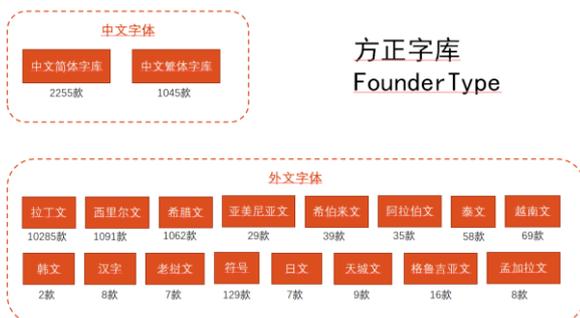
图表 12：中国字库行业供给情况



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

方正字库是市场上使用最多的中文字库产品，目前中文简体字库 2,255 款，繁体字库 1,045 款；并且先后与 Type Together、Monotype、Production Type 等国际知名字体厂商合作，引进大量优秀外文字体。汉仪字库在中文字库规模上仅次于方正字库，目前中文简体字库 573 款，繁体字库 481 款。

图表 13：方正字库字体产品一览



图表 14：汉仪字库字体产品一览



### 2.3. 他山之石：Monotype 经验，按量付费、稳定增长

从全球范围看，美国 Monotype 和日本 Morisawa 等大型国际字库厂商占据较大市场份额。其中 Monotype 拥有全球最多的字型库数量，超 1.3 万款，最知名的字体包括 Baskerville, Bell, Bembo, Centaur, Garamond, Gill Sans, Plantin, Rockwell, Walbaum 等，以及最知名的 Times New Roman。凭借着先发优势和丰富的字体种类，Monotype 迅速成为全球字库龙头。与国内字库不同，海外字库平台付费模式更为强势。

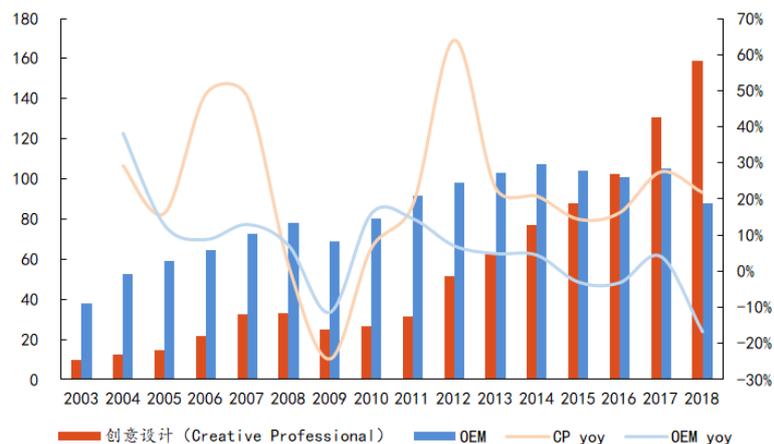
图表 15: Monotype 收费模式

分类	举例	付费标准	使用限制
桌面	在 Mac OS X 或 Windows 系统安装字体 在 Microsoft Word、Mac Pages、Adobe Photoshop 等桌面应用中使用该字体 创建和打印文档以及静态图像	用户数量（将安装字体的计算机数量）	在徽标/商标中的使用、地理限制（位置数量）以及将出售的产品
网站	网页字体	一年	可以跨多个网站/域使用，只要网站/域都属于一个许可证所有者，并且不超过浏览量
应用程序	为 iOS、Android 等开发应用程序	一年	一年内无限安装一个应用程序
服务器	允许非许可用户使用该字体创建产品的网站、Web 应用程序或服务（例如，个性化 T 恤、名片和带标题的图片等）	一年	价格取决于安装字体的服务器数量。开发服务器不计入限制 使用此许可证下载的字体不能在 SaaS 中使用，其中服务是产品而不是创建的项目
ePub	嵌入到电子出版物中，例如 eBook、eMagazine、eNewspaper 或交互式 PDF	出版物数量	-
数字广告	嵌入到数字广告中，例如使用 HTML5 制作的广告	广告系列需要的展示数量	展示次数的有效期为 4 年

资料来源：Monotype 官网，东方财富证券研究所

此外，在 Monotype 上市期间其营业收入增长具有稳定性。2018 年，Monotype 字库业务收入 1.6 亿美元，占比 65%，近 15 年复合增速达 8.2%，除 2009 年金融危机影响，其他年份均保持增长态势。

图表 16: 2003-2018 年 Monotype 营业收入（单位：百万美元）

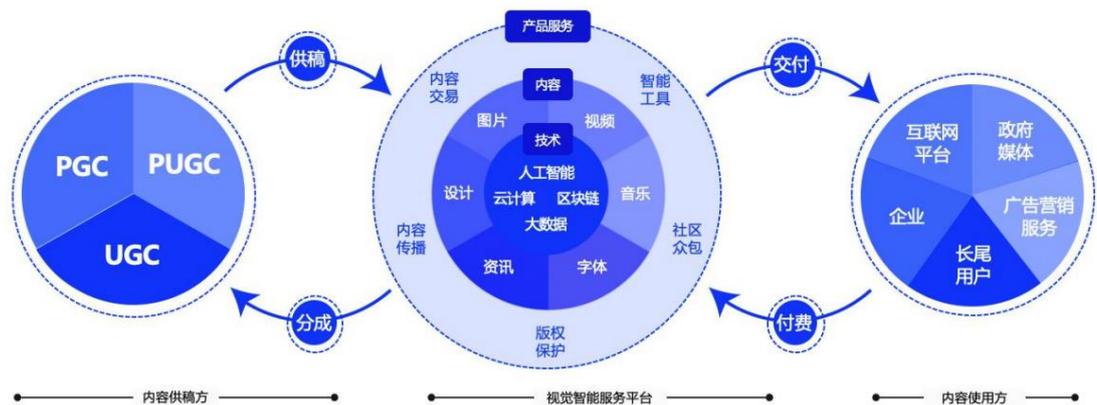


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

## 2.4. 同类比较：国产化比率高，版权服务商获客较温和

我们以国内图片龙头视觉中国为对比对象，分析字体版权与图片版权二者商业模式的相同和差异。**相同点：**二者均采用平台轻资产模式，马太效应显著（更多产品带来更多客户，越多客户吸引更多供应商），盈利能力强、现金流好（高壁垒造就高利润率）。

图表 17：图片和字体等视觉素材版权平台商业模式



资料来源：视觉中国财报，东方财富证券研究所

**不同点：**我们从产品特征、内容供稿方、销售服务方以及内容使用方等方面进行对比。（关于字库商业模式更详细的分析将在下一章节展开）

- **产品特征：**图片是耗材，字体是资产，单张图片的使用寿命较短，单个字体库的使用寿命较长。非永久授权情况下，字库的用户黏性高于图片库，单个字体的复用率比图片高，字库的自制比率高于图片库，字库的分成比率要求低于图片库。
- **内容供稿方：**以视觉中国为例，数字内容来源于专业供应商、个人创作者以及公司自有版权内容，其中海外图片库 Getty 的独家授权是公司重要壁垒，其他图片库公司如站酷海洛类似（韩创科技等微利图片库主要为自制图片内容）。而公司的字体版权则来自于自研开发和外部采购。二者毛利率对比，视觉中国：汉仪股份为 55.8%：86.9%。
- **销售服务方：**二者均有先进的图像文本检测识别技术，比如视觉中国的“鹰眼系统”，可以对图片、字体结构和风格进行精确识别和判断，从而找出侵权内容。视觉中国在内的大部分图片库采用直销模式（韩创科技采用会员模式），而汉仪股份主要采用专业版权服务商模式。二者销售费用率对比，视觉中国：汉仪股份为 14.3%：33.1%。直销的销售费用率更低，版权服务商的客户体验更好。
- **内容使用方：**均包括直接线下客户和互联网平台客户，但是由于图片库的需求更为多样，我们预计其客户渗透率更高。此外，图片库对接互联网平台更多是“To 大 B To 小 B”模式，而字库对接互联网平台更多是提供多样字体，是“To B To C”模式。

### 3. 商业模式

#### 3.1. 产品及价格：数量庞大的字体矩阵，多为年付费模式

汉仪字库拥有专业、强大的设计团队，迄今为止已经开发出上千款面向 B 端企业以及 C 端用户的字库产品。早期设计的以汉仪菱心体、汉仪颜楷、汉仪中等线、汉仪细等线、汉仪书宋二等为代表的经典字体，历久不衰至今二十余年仍然活跃在大众的视野。

图表 18：汉仪字库部分字体



资料来源：汉仪字库官网，东方财富证券研究所

公司字库价格体系基于字体类型、媒体发布平台、期限等不同而不同。我们可以看到出版、影视、网店、嵌入式等业务多为年费模式，商业领域授权包括多年限甚至永久授权，综合来看仍以年费模式为主。（多年限一次性确认收入）

图表 19：汉仪字库授权方式及价格

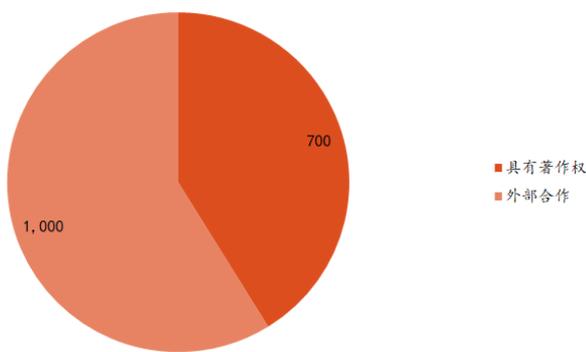
业务授权	适用领域	授权类型	价格（举例）
商业	各类媒体终端商业内容展示，比如 LOGO、宣传手册、海报、产品包装、官网、网络发布等	媒体（全媒体、单一用途）、字体（基础、精选）、期限（一年、五年、十年、永久）	0.6 万/全媒体/基础字体/年；1.8 万/全媒体/精选字体/年；1.8 万/全媒体/基础字体/永久
出版	图书、期刊、报纸等纸质媒体、电子书、电子期刊等	媒体（纸媒、全媒体）、字体（单款、全部）、书刊（单一书号、所有书刊）	500 元/纸媒/单一书号/永久；3 万/所有书刊/全媒体/年
影视	影视类、节目类	字体（基础、精选）、类型（正片、预告片）	0.3 万/一个影视作品/基础字体/一款字体/年
网店	企业网络店铺	年限（1-5 年）	2280 元/年；11400 元/5 年
嵌入式	应用软件、APP、游戏、H5、小程序、操作系统等	-	根据用户数量，收费标准不同
个人非商用	单机版使用许可字库，限于个人学习、研究、欣赏等	-	-

资料来源：汉仪字库官网，东方财富证券研究所

### 3.2. 内容供稿：近四成自有著作权字体，与成本分布相匹配

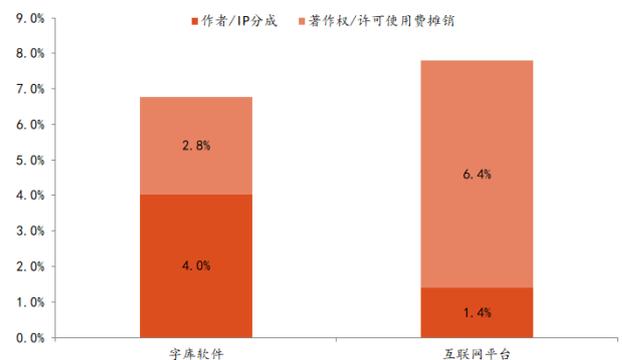
公司拥有近四成自有著作权字体，著作权摊销与作者成本分成低。截至2021年底，公司已经推出具有著作权的B端字体700余款（自研约423款），并开发形成1,700余款字库产品（含字由业务字体），几乎涵盖各种应用场景和数据终端的全部用字需求。公司在国内C端平台上线了字库1.6万余款，海外C端平台上线字库2,600余款。以2021年财务数据看，公司字库及互联网平台授权业务著作权摊销与作者成本分成比例在7-8%之间，并且字库业务中的著作权摊销占分成和摊销的40%左右，与自有著作权字体数量占比相匹配。

图表 20：公司B端字体数量情况（单位：个）



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所（时间截至：2021年底）

图表 21：2021年公司字库及互联网平台业务分成情况



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司作者/IP 前五大供应商集中度较高，合计占该类成本的 65.2%。其中包括：1) 齐立先生：专业研究字体设计 30 余年，国内资深字体设计师，自 2012 年开始与公司合作，已合作汉仪旗黑系列字体，正合作创作汉仪旗宋系列字体。2) 铸字精舍：2016 年开始与公司合作，主要合作作品为汉仪铸字系列等。3) 新蒂创意：2016 年开始与公司合作，主要合作作品为汉仪新蒂下午茶等。公司与相关供应商保持长期稳定合作关系。

图表 22：2021 年度公司作者/IP 成分前五供应商

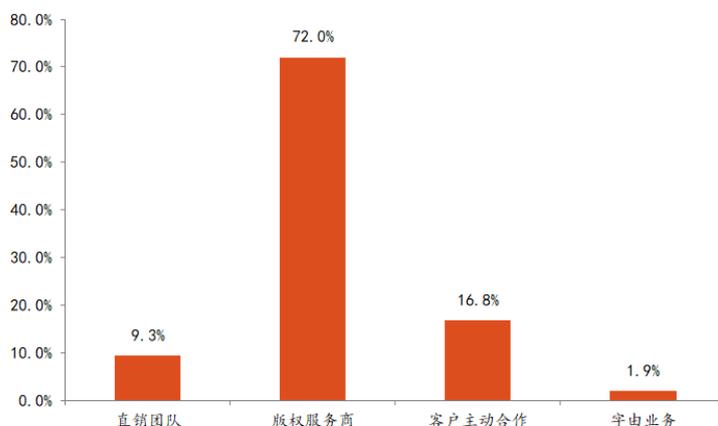
供应商	作者/IP	著作权名称	分成金额 (万)
齐立	作者	汉仪旗黑系列	167.5
笔染时光	作者	汉仪尚巍手书、汉仪尚巍流云体等	79.5
铸字精舍	作者	汉仪铸字系列	75.1
新蒂创意	作者	汉仪新蒂唐朝体、汉仪新蒂日记体等	34.2
字游空间	作者	汉仪晓波折纸体、汉仪晓波美妍体等	29.3
合计			385.5

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

### 3.3. 版权服务：代理销售为主，核心服务商创收占比大

公司主要收入来源于字库软件收入业务和互联网平台授权业务，其中互联网平台授权本质上是“To B To C”模式，我们重点分析一下字库的销售模式。公司主要以版权服务商销售为主，占比约 72.0%，版权服务商通常分成 30-35%。通常，版权服务商通过市场公开资料判断客户的用字需求，在确认该客户为可开发客户后，由版权服务商通过电话、邮件的方式，或由公司向客户发送正式函件的形式与客户建立沟通。公司通过维权方式获客数量和金额占比都较少，2019-2021 年数量分别 23、21、34 家，金额 141 万、124 万、189 万。

图表 23：2021 年公司字库软件授权业务销售来源



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

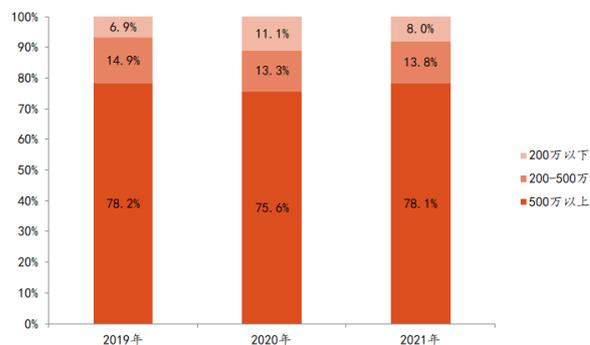
单个版权服务商的雇员规模较少，公司排名靠前的版权服务商雇员通常在 20 人左右（南宁市通途计算机信息咨询服务部等 20 人、自贡市高新区兴茂科技经营部 23 人）。2019 至 2021 年，公司版权服务商数量从 34 个下降至 27 个，其中年创收 500 万以上的服务商分别为 9/6/6 个。公司核心版权服务商（年创收 500 万以上）占全部版权服务商创收的 80%左右，集中度较高。

图表 24：2019-2021 年公司版权服务商创收分层



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 25：2019-2021 年公司不同创收分层服务商收入占比

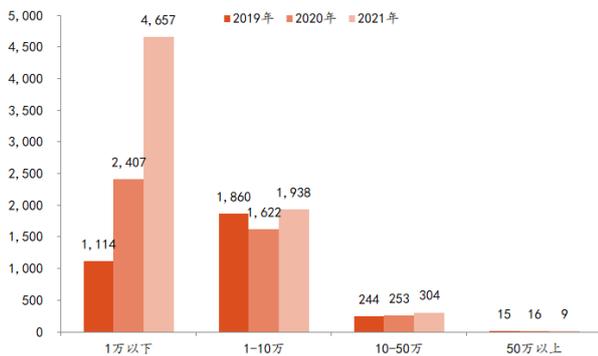


资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

### 3.4. 内容使用：中小客户数量高增，续约创收持续提升

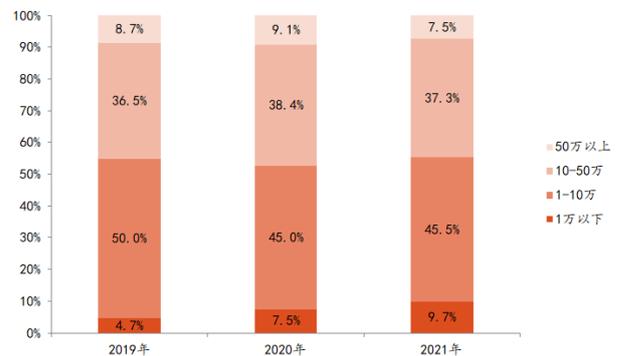
同样，公司字库客户主要包括线下授权客户和互联网客户。受益于国内版权环境不断改善、公司客户开拓能力不断增强、公司字库产品和服务受到越来越多客户的认可、客户版权意识和付费意愿不断加强等利好因素叠加，2019年至2021年，字库软件授权业务（不含字由）的客户数量呈逐年加速增长的趋势，年均复合增速达46.2%，是收入增长的最重要驱动因素。目前，公司客户数增长主要来源于年收入贡献1万以下的中小客户。从收入结构上看，年收入贡献1-50万的客户是收入贡献的中坚力量，占比超80%。

图表 26：2019-2021 年线下授权客户收入分层结构



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

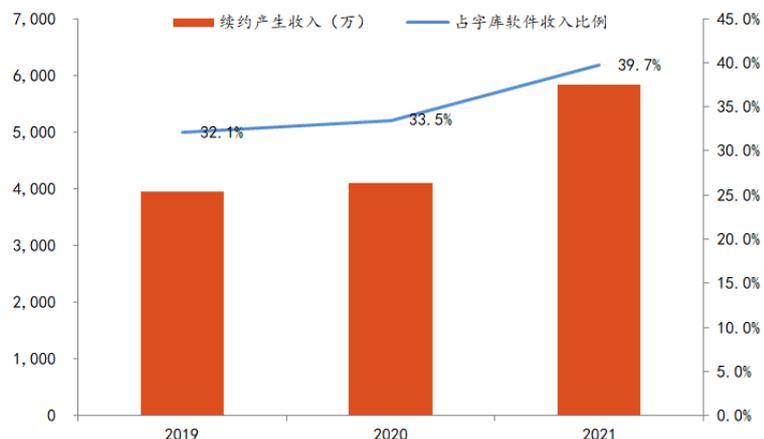
图表 27：2019-2021 年不同收入分层线下授权客户收入占比



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司字库软件授权业务以续约方式产生收入金额和占比持续上升。2021年，公司续约产生收入5,833万，占字库软件收入的39.7%（此处不包含互联网客户收入）。续约占比持续提升，但数值仍比较低，主要是因为目前仍存在永久授权和多年限授权（2021年永久授权占收入金额5万以上合同收入的25%），根据 Monotype 经验，未来这种付费更可能成为年费模式，从而进一步提升续约率。

图表 28：公司字库软件授权业务以续约方式产生收入占比上升



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

互联网平台客户主要包括腾讯和其他手机厂商。其中与腾讯合作主要在手机 QQ、QQ 空间等腾讯移动平台提供互娱式字体，在与该用户聊天、访问其 QQ 空间时，即时看到其使用的具有特殊效果的字体，满足了用户的个性化聊天社交需求。2021 年，腾讯平台贡献收入 722 万，较过去几年持续下滑，主要由于消费 ID 数量逐年下滑所致，从 2019 年的 470 万下降至 2021 年的 126 万。腾讯平台字体产品主要通过 QQ 会员方式进行销售。以手机 QQ 非 IP 字库为例，公司“分成金额 = 流水金额 \* (1-渠道技术服务费) \* (新开用户占比\*0.3 + 续费用户占比\*0.2)”。

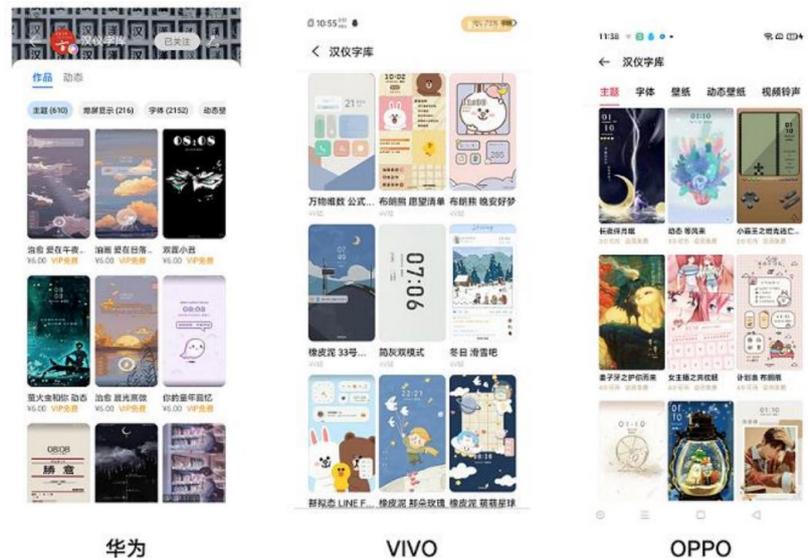
图表 29：腾讯移动平台部分互娱式字体



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

此外，与手机厂商（华为、OPPO、VIVO、小米等）合作，其用户可以直接通过手机系统内的个性主题平台，付费、下载、安装公司的字体并用于手机界面装扮。终端用户为购买字体或主题需向手机厂商付费，而不需要向公司付费，手机厂商按照约定形式向公司分成。以华为会员为例，分成金额 = (最终用户支付价格 - 扣除项) \* (发布者作品会员有效期使用价值/所有作品会员有效期总价值) \* 收入确认系数 \* 公司分成比例 (70%)。

图表 30：手机厂商个性主题示例



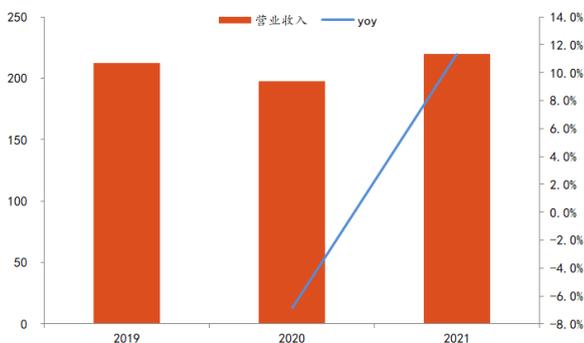
资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

## 4. 财务分析

### 4.1. 营业收入：用户数增长贡献显著，后疫情时代可期

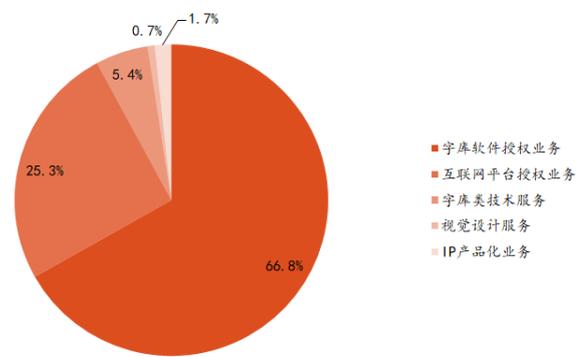
受疫情影响，公司营业收入保持稳定。2021年，公司实现营业收入2.2亿，同比增长11.3%，近年来增长较为平稳，主要由于疫情对于客户支付意愿及能力和线下获客都有不同程度的影响。其中字库软件授权业务（主要是线下授权）占比66.8%，互联网平台授权业务占比25.3%，字库类技术服务占比5.4%，视觉设计服务占比0.7%，IP产品化业务占比1.7%。此外，字库业务与广告行业相似，具有一定的季节性，即一季度最低、四季度最高。

图表 31：2019–2021 年公司营业收入及增速（单位：百万）



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

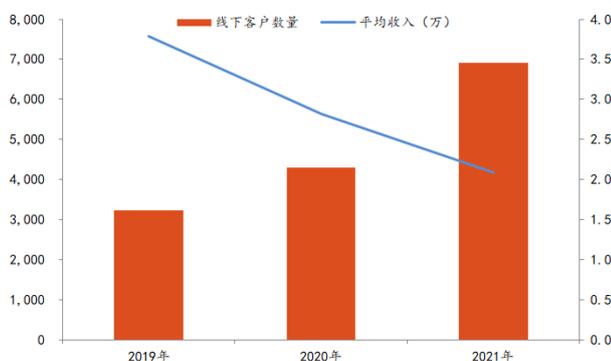
图表 32：2021 年公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

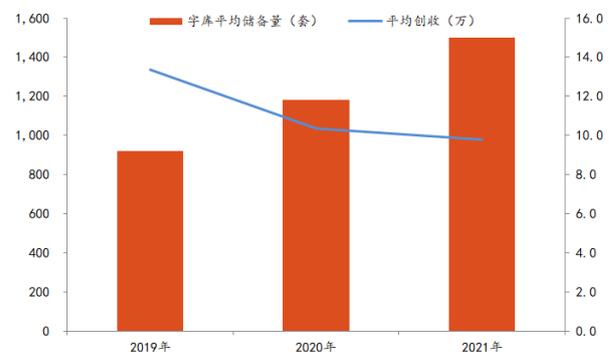
字库软件授权业务是公司收入的基石，而线下授权业务又是字库软件授权业务的中流砥柱。我们从供需两方面进行量价拆分：1) 需求：2021年公司线下客户数达6,910，同比增长60.8%，是增长主要动力，单个客户平均收入2.09万，同比下降25.9%，主要由于中小客户付费金额较低。2) 供给：2021年公司字库平均储备1,499套，同比增长27.0%，单套字库平均创收9.79万，同比下降5.5%。

图表 33：公司线下客户数量及平均收入（单位：万）



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 34：公司平均字库储备量及创收（单位：万）

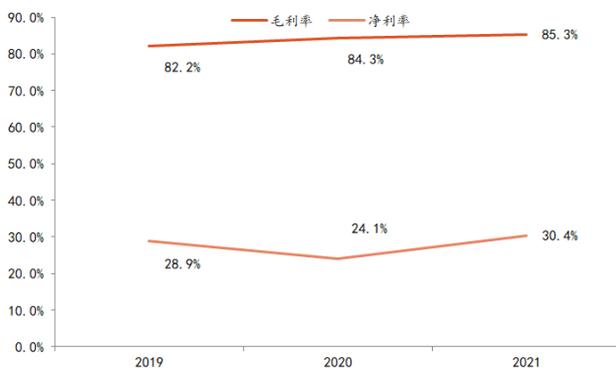


资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

#### 4.2. 成本费用：平台业务高毛利率，直销提升或降低销售费用率

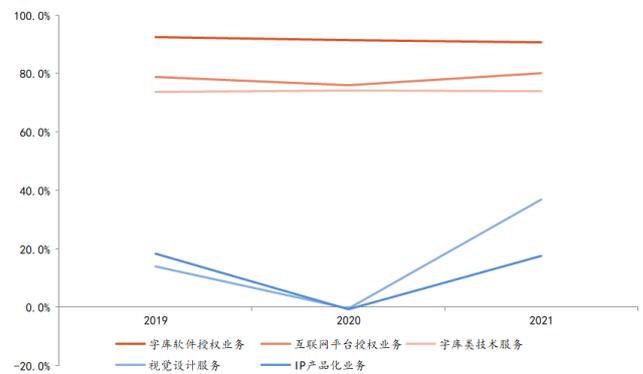
版权服务具有非常强的平台效应，高壁垒打造高利润率。2021 年公司实现净利润 0.67 亿，同比增长 40.1%。2019 年至 2021 年，公司毛利率逐步提升至 85.3%，净利润率恢复至 30.4%。较高的利润率水平主要由于公司优秀的商业模式，上游是作者和 IP 方，下游是互联网、手机厂商以及各行业客户，上下游分散导致公司的议价能力较强。分业务来看，字库软件授权业务和互联网平台授权业务毛利率较高且稳定，分别为 90.5%和 80.1%；公司视觉设计服务尚处于早期投入的培育阶段，毛利率暂时处于较低水平；IP 产品化业务成本相对固定，不随产品销售的收入波动而波动，因此在收入下降的情况下，短期拉低了该项业务的毛利率。

图表 35：公司毛利率及净利润率



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

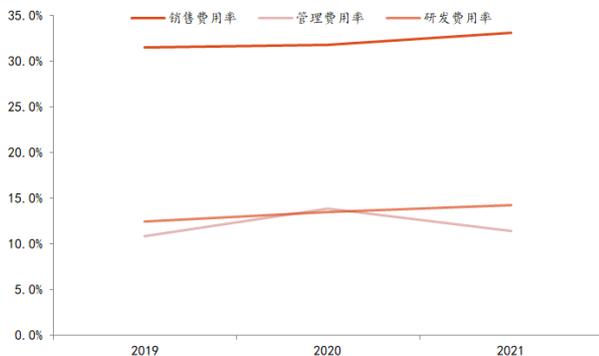
图表 36：公司各业务线毛利率



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

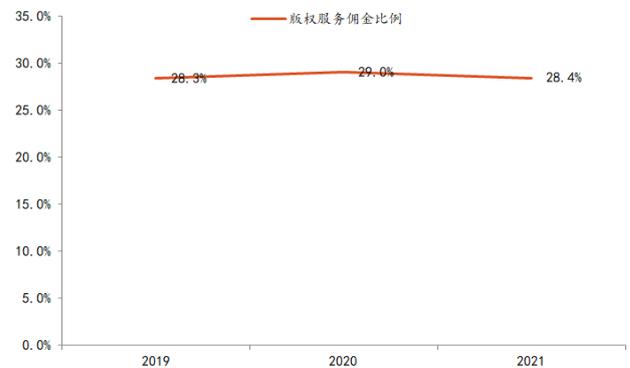
由于版权服务商模式，公司销售费用率较高，随着直销占比提升，这部分有望下降。2021 年公司销售费用率 33.1%，管理费用率 11.4%，研发费用率 14.3%，近年来均较为稳定。销售费用率小幅提升主要由于字库软件授权业务占比提升所致，单考虑版权服务佣金占线下字库软件授权业务比例，2019-2021 年基本保持在 28%左右。目前公司直销比例较低，未来有较大提升空间。

图表 37：公司费用率情况



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 38：版权服务商销售佣金占比



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所（占线下字库软件授权业务比例）

### 4.3. 杜邦分析：轻资产模式，ROE 保持较高水平

公司属于轻资产模式，ROE 保持较高水平。以 2021 年为例，公司权益净利率为 16.14%，根据杜邦分析拆分，公司销售净利率 30.35%、资产周转次数 0.47、权益乘数 1.13。整体来看，公司销售净利率较高，资产周转次数较低，权益乘数较低。公司资产周转次数较低，主要由于公司货币现金及交易性金融资产（占比 47%）、商誉（占比 31%）较高所致。

图表 39：公司杜邦分析（2021 年）



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

与可比公司相比，公司 ROE 水平（上市前）仍处于较高水平。公司招股说明书选取金山办公、福昕软件、万兴科技作为可比公司，此外，我们加入图片版权龙头公司视觉中国。汉仪股份的 ROE 处于较高水平，其中销售净利率与金山办公接近，资产周转率也较高（上市募资后会下降），权益乘数较低。我们预计本轮上市募资后，公司 ROE 仍将在可比公司中保持在较有竞争力的水平。

图表 40：可比公司杜邦分析（2021 年）

可比公司	权益净利率	销售净利率	资产周转率	权益乘数
金山办公	14.29%	32.59%	0.35	1.34
福昕软件	1.58%	8.49%	0.17	1.11
万兴科技	3.22%	4.76%	0.79	1.75
视觉中国	4.76%	23.54%	0.16	1.21

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

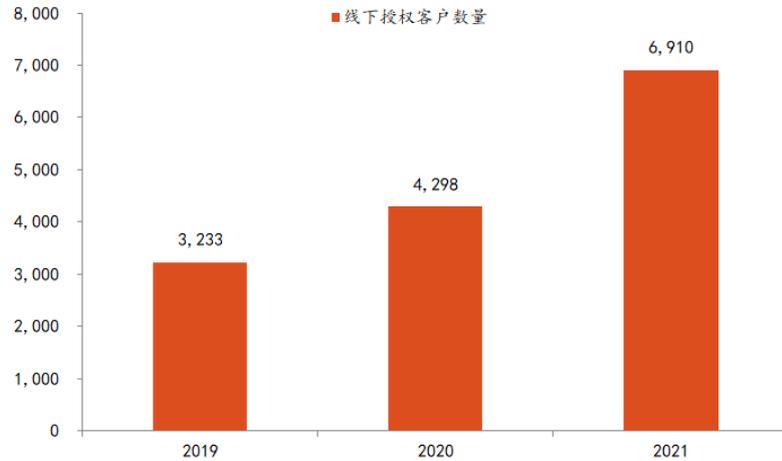
## 5. 未来展望

### 5.1. 新用户：正版化推动客户付费意愿和能力持续提升

目前，字体正版化渗透率仍较低，公司开拓客户仍然不足，客户天花板仍较高。字体和图片的应用和下游较为重合，我们可以参考图片企业的客户数量。根据视觉中国 2021 年年报数据显示，公司直接签约客户数量超过 2.3 万家，

同比增长超过 35%；通过互联网平台触达长尾用户（主要是 B 端用户）数量接近 200 万，同比增长超过 40%。相比之下，2021 年公司线下授权客户近接近 7,000 家，仍有较大拓展空间。

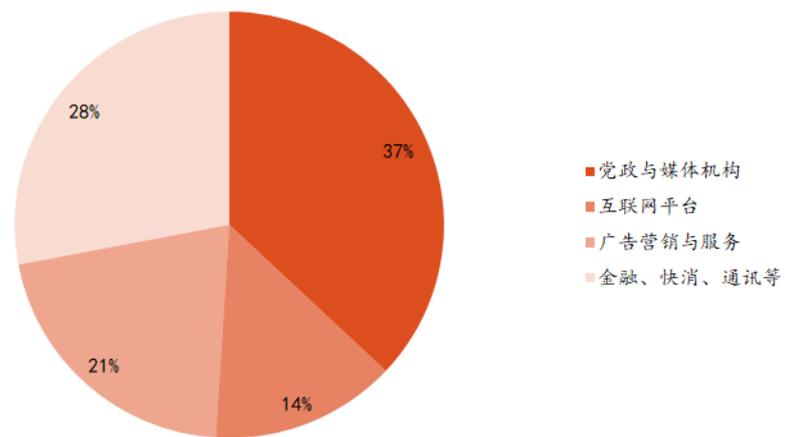
图表 41：2019-2021 年公司线下授权客户数量



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

具体用户结构可以参考图片行业。以视觉中国为例，2021 年视觉中国收入构成中，党政与媒体机构占比 37%、互联网平台收入 14%、广告营销与服务占比 21%、金融、快消、通讯等重点行业大客户占比 28%。

图表 42：2021 年视觉中国用户结构



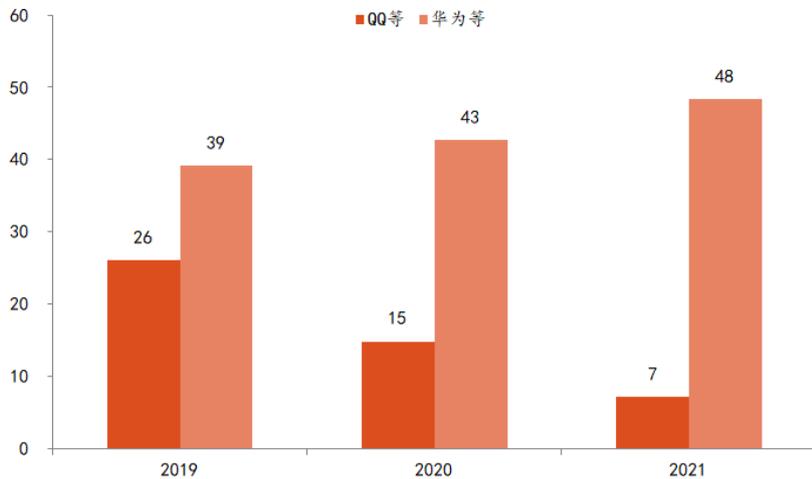
资料来源：视觉中国财报，东方财富证券研究所

## 5.2. 新场景：从手机到汽车，自动驾驶或带新增量

从互联网平台授权业务结构来看，字库受益于使用场景的迭代。2013 年公司最早开创了与手机 QQ 及 QQ 空间在个性化字体领域的合作，并且基于手机端开始与各大手机厂商合作。自动驾驶将进一步解放人们在汽车里的娱乐空间和时间，成为又一大系统载体。我们认为字体在移动设备中的变现方式也将适用

于车载系统中，为互联网平台授权业务提供新增量。

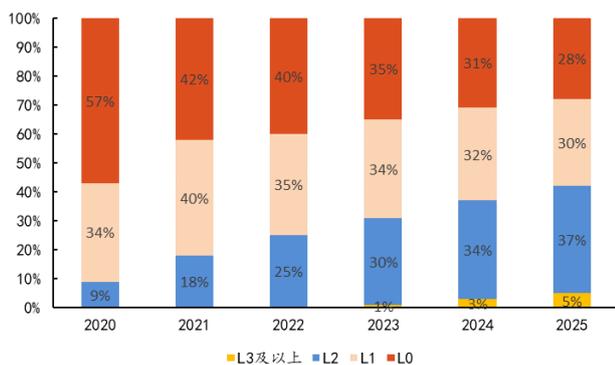
图表 43：互联网平台授权业务结构变化



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

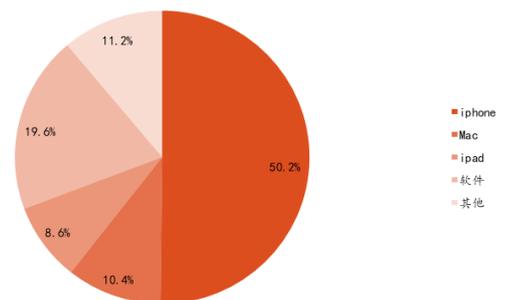
据 HIS 预测，到 2025 年，全球智能网联汽车渗透率将从 2018 年的 30.7% 攀升到 59.4%，其中国内渗透率将超越全球，在 2025 年达到 75.9%。参考苹果软硬件收入结构，2020 年苹果收入 2,745 亿美金，其中软件服务 538 亿美元，占比约 19.6%。车载娱乐系统未来空间广阔，字体的新使用场景也将应运而生。

图表 44：自动驾驶渗透率持续提升



资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

图表 45：苹果软件服务占收入 20%



资料来源：公司财报（2020年），东方财富证券研究所

### 5.3. 新产品：从字体到图片、视频，渠道复用可期

SaaS 模式的重要优势是不断添加其他产品增加附加值，我们预计字体库也有同样的增长逻辑。图片版权市场是字体市场的两倍以上，视频版权市场又是图片市场的数倍，从字体版权延伸到图片、视频版权市场可能是一条重要的增

长曲线。我们通过图片头部公司视觉中国和包图网的官网可以发现，二者不仅包括传统的图片素材，还包括视频、音乐甚至字体素材。其核心原因在于对于客户来说，文字和图片、音乐、视频的使用往往是一起的，如果供应商可以价格合适的一揽子版权产品，这无疑是非常方便的。

图表 46: 视觉中国素材类型



资料来源：视觉中国官网，东方财富证券研究所

图表 47: 包图网素材类型



资料来源：包图网官网，东方财富证券研究所

对于图片库行业，最重要的壁垒就是双边网络效应，供应商越多、客户就越多，反之亦然。字体公司的客户群体重合度高，天然拥有了客户一端，一旦通过自产或者合作拥有图片库资源，就可以实现弯道超车。

图表 48: 2021 年前三大版权服务商对应主要客户

版权服务商	客户名称	收入金额 (万)
南宁市通途计算机信息咨询服务部等	乐高玩具	34.5
	安莉芳	33.2
	北京搜房科技	31.9
	中国中煤能源集团	29.2
自贡市高新区兴茂科技经营部等	中国太平洋保险	28.3
	大方众智创意广告	46.0
	比亚迪汽车	34.5
	米哈游网络	34.1
	天翼电信终端	32.7
四川吉泽晟网络科技有限公司等	红星美凯龙家居	32.2
	福建星网锐捷通讯	33.0
	北京协和药厂	32.6
	马应龙药业集团	28.7
	海信营销	25.7
	万达电影	23.4

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

## 6. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

受益于版权环境的持续改善和公司对客户持续开发，用户增长带动公司收入稳定增长。我们预计 2022-2024 年公司营业收入增速分别为 16.9%/16.3%/16.6%。

线下授权客户业务我们预计 2022-2024 年客户数分别为 8,292/9,950/11,940 家，单客户收入由于中小客户增多和客单价提升综合作用逐步稳定，预计 2022-2024 年单客户年收入增速保持稳健，对应收入增速 22.1%/20.0%/20.0%。互联网平台授权业务中手机 QQ 及手机应用商店用户数和分成稳定，帮助收入增速维持稳健。其他业务（字库类技术服务、视觉设计服务收入和 IP 产品化业务收入）增速 27.2%/26.4%/22.5%；

由于毛利率较高的线下授权客户业务营收占比提升，以及该业务规模效应导致毛利率提升。我们预计 2022-2024 年综合毛利率 86.9%/87.2%/87.4%，其中线下授权客户业务毛利率略有上升至 92%；互联网平台授权业务毛利率维持在 80%；其他业务毛利率 33.3%/32.0%/31.5%。

随着直销比例提升，销售费用率小幅改善。我们预计 2022-2024 年销售费用率 32.8%/32.6%/32.5%，管理费用率与研发费用率基本保持稳定。

图表 49：公司盈利测算主要假设

单位：百万	2021	2022E	2023E	2024E
<b>线下授权客户业务</b>	<b>144</b>	<b>176</b>	<b>211</b>	<b>253</b>
yoy	19.0%	22.1%	20.0%	20.0%
毛利率	90.5%	92.0%	92.0%	92.0%
线下授权客户数量	6,910	8,292	9,950	11,940
yoy	60.8%	20.0%	20.0%	20.0%
线下授权客户收入	26	23	23	23
yoy	-20.0%	-10.0%	0.0%	0.0%
<b>互联网平台授权业务</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
yoy	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	80.1%	80.0%	80.0%	80.0%
手机 QQ+QQ 空间	7	7	7	7
yoy	-51.5%	0.0%	0.0%	0.0%
华为+OV 等手机应用商店	48	48	48	48
yoy	13.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>其他业务</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>39</b>
yoy	6.2%	27.2%	26.4%	22.5%
毛利率	37.4%	33.3%	32.0%	31.5%
<b>合计</b>	<b>220</b>	<b>257</b>	<b>299</b>	<b>348</b>
yoy	11.3%	16.9%	16.3%	16.6%
毛利率	85.3%	86.9%	87.2%	87.4%

资料来源：东方财富证券研究所预测（线下授权客户收入为加权值，其他业务包括字由业务、字库类技术服务、视觉设计服务、IP 产品化业务等）

基于上述假设条件，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 2.57/2.99/3.48 亿元，归属母公司净利润分别为 0.78/1.02/1.20 亿元，利润年增速分别为 14.5%/31.6%/17.7%。

## 7. 估值和投资建议

预计公司 2022-2024 年收入分别为 2.57/2.99/3.48 亿元，归属母公司净利润分别为 0.78/1.02/1.20 亿元，EPS 分别为 0.78/1.02/1.20 元，PE 分别为 65/50/42 倍。选取金山办公、福昕软件、万兴科技、视觉中国、Shutterstock 以及 Monotype 六家版权或软件公司作为可比公司。我们认为随着字库行业正版化进程，公司作为“字库第一股”，有望持续提升品牌力，加速获客，保持收入和利润的稳定增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 50：可比公司盈利及估值一览

代码	简称	总市值 (亿, 元/美元)	EPS			PE (倍)			股价 (元/美元)	评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
688111.SH	金山办公	831	2.3	3.0	4.0	117.3	60.5	44.5	180.1	增持
688095.SH	福昕软件	47	1.0	0.9	1.3	143.7	75.2	55.1	70.6	未评级
300624.SZ	万兴科技	38	0.2	0.9	1.4	257.2	32.4	21.7	29.4	未评级
000681.SZ	视觉中国	86	0.2	0.3	0.3	109.5	48.8	37.2	12.3	未评级
SSTK	Shutterstock	21	-	-	-	41.0	-	-	58.6	未评级
-	Monotype	8	-	-	-	67.5	-	-	-	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2022 年 8 月 31 日，未评级股票盈利及估值来自 Choice 一致预期，Monotype 为私有化时估值、2018 年净利润所得）

## 8. 风险提示

**正版化进程不及预期：**公司未来增长主要来自于使用正版字库的用户数增长，开拓客户不及预期可能导致公司收入增长不及预期。

**宏观经济下行风险：**公司收入主要来自于大量企业级客户，宏观经济下行会影响其支付能力和意愿，从而使得公司获客受阻和收入承压。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>278.42</b>	<b>937.61</b>	<b>1051.20</b>	<b>1177.10</b>
货币资金	57.06	707.57	819.69	934.98
应收及预付	21.43	31.32	29.88	41.40
存货	3.54	1.03	4.17	1.77
其他流动资产	196.39	197.69	197.46	198.95
<b>非流动资产</b>	<b>232.37</b>	<b>232.37</b>	<b>232.37</b>	<b>232.37</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.90	3.90	3.90	3.90
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	36.05	36.05	36.05	36.05
其他长期资产	192.42	192.42	192.42	192.42
<b>资产总计</b>	<b>510.79</b>	<b>1169.98</b>	<b>1283.57</b>	<b>1409.47</b>
<b>流动负债</b>	<b>52.43</b>	<b>54.41</b>	<b>65.69</b>	<b>71.20</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	26.78	26.54	34.13	35.26
其他流动负债	25.66	27.87	31.56	35.94
<b>非流动负债</b>	<b>7.42</b>	<b>7.42</b>	<b>7.42</b>	<b>7.42</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	7.42	7.42	7.42	7.42
<b>负债合计</b>	<b>59.85</b>	<b>61.83</b>	<b>73.10</b>	<b>78.61</b>
实收资本	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	240.07	794.56	794.56	794.56
留存收益	140.48	218.21	320.52	440.91
归属母公司股东权益	455.55	1112.77	1215.08	1335.47
少数股东权益	-4.61	-4.61	-4.61	-4.61
<b>负债和股东权益</b>	<b>510.79</b>	<b>1169.98</b>	<b>1283.57</b>	<b>1409.47</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>219.75</b>	<b>257.00</b>	<b>298.91</b>	<b>348.38</b>
营业成本	32.25	33.69	38.33	43.84
税金及附加	2.61	3.06	3.55	4.14
销售费用	72.73	84.18	97.58	113.12
管理费用	25.14	29.40	34.19	39.85
研发费用	31.35	36.67	42.65	49.70
财务费用	-0.06	-1.14	-14.15	-16.39
资产减值损失	-0.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.03	2.38	2.77	3.22
资产处置收益	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他收益	15.32	17.92	20.84	24.29
<b>营业利润</b>	<b>73.67</b>	<b>91.45</b>	<b>120.36</b>	<b>141.64</b>
营业外收入	3.89	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>77.41</b>	<b>91.45</b>	<b>120.36</b>	<b>141.64</b>
所得税	10.71	13.72	18.05	21.25
<b>净利润</b>	<b>66.70</b>	<b>77.73</b>	<b>102.31</b>	<b>120.39</b>
少数股东损益	-1.20	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>67.90</b>	<b>77.73</b>	<b>102.31</b>	<b>120.39</b>
EBITDA	83.49	87.93	103.45	122.02

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>85.17</b>	<b>68.65</b>	<b>109.35</b>	<b>112.06</b>
净利润	66.70	77.73	102.31	120.39
折旧摊销	12.78	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	8.22	-6.70	9.81	-5.10
其它	-2.52	-2.38	-2.77	-3.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>-155.94</b>	<b>2.38</b>	<b>2.77</b>	<b>3.22</b>
资本支出	-13.27	0.00	0.00	0.00
投资变动	-146.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.33	2.38	2.77	3.22
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9.23</b>	<b>579.49</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	579.49	0.00	0.00
其他	-9.23	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>-80.01</b>	<b>650.52</b>	<b>112.12</b>	<b>115.29</b>
期初现金余额	137.03	57.02	707.53	819.65
期末现金余额	57.02	707.53	819.65	934.94

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	11.29%	16.95%	16.31%	16.55%
营业利润增长	29.87%	24.13%	31.62%	17.67%
归属母公司净利润增长	32.79%	14.47%	31.62%	17.67%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	85.32%	86.89%	87.18%	87.42%
净利率	30.35%	30.25%	34.23%	34.56%
ROE	14.91%	6.99%	8.42%	9.01%
ROIC	13.33%	6.71%	7.23%	7.76%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	11.72%	5.28%	5.70%	5.58%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	5.31	17.23	16.00	16.53
速动比率	5.08	17.06	15.81	16.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.22	0.23	0.25
应收账款周转率	10.84	8.51	10.49	8.73
存货周转率	62.11	250.56	71.73	196.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.91	0.78	1.02	1.20
每股经营现金流	0.85	0.69	1.09	1.12
每股净资产	4.56	11.13	12.15	13.35
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	65.36	49.65	42.20
P/B	0.00	4.57	4.18	3.80
EV/EBITDA	-0.61	49.80	41.24	34.02

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。