

## 长期聚焦字库行业，积极拥抱人工智能

## 增持|首次评级

### ——汉仪股份(301270.SZ)首次覆盖报告

#### 报告要点：

##### ● 字库行业领军企业，字体应用场景不断延伸

公司以字库软件、字体版权为业务基础，以科技研发创新为驱动力，探索各类型的IP创作、运营及其它商业化模式的落地，目标成为一家多元化的文化科技集团。截至2024年12月31日，公司已推出具有著作权的B端字体超过1700款，并开发形成3600余套字库产品(含字由业务字体)。2024年，公司为小米、OPPO、华为、荣耀、蔚来等公司定制了个性化锁屏字库。2022-2024年，公司营业收入保持稳定，销售毛利率维持在80%左右。

##### ● “字由”开启新授权模式，商业价值逐步被认可，日活超过37万人次

“字由”以会员订阅的新授权模式推向市场从而覆盖庞大的用户群体，截至2024年末，字由累计注册用户已超过1320万，日活超过37万人次，月活将近80万人次，长期成长空间广阔。2024年，“字由”引入了如演示字库、百家造字等第三方字体品牌字体销售合作，完善字体内容供给。2024年，字由海外版FontApp发布上线，面向欧美市场提供西文字体管理服务，同期海外版AI字体工具站FontKit上线，提供AI字体识别、AI图片文字擦除、AI字体匹配等工具服务。

##### ● 战略投资方正控股协同效应明显，拥抱人工智能打造新的增长点

方正控股在字体设计、字库软件开发、中文信息处理技术以及人工智能技术等有着较强的综合实力。通过战略投资方正控股使公司更好的接触产业资源，寻求产业协同与合作，为中国字库软件行业、中文信息处理技术、中国传统文化在人工智能时代的发展探索更好的产业模式。公司积极拥抱人工智能发展趋势，公司官网已经上线基于DeepSeek大模型驱动的用字助手；公司致力于用技术解决AI生成内容中出现的文字错误、字体风格不适用、字体无版权等问题。公司还将寻找AI应用、IP新消费等领域优秀的公司，通过投资并购等方式获得业务协同，扩展公司发展曲线。

##### ● 盈利预测与投资建议

公司以字库产品为业务基础，以人工智能技术为生产力，不断探索科技与文化融合的发展模式，持续成长空间广阔。预测公司2025-2027年的营业收入为2.38、2.85、3.26亿元，归母净利润为0.50、0.63、0.72亿元，EPS为0.50、0.63、0.72元/股，对应的PE为75.99、60.00、52.78倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长性，首次评级，给予“增持”。

##### ● 风险提示

知识产权不能得到有效保护的风险；字体创意被模仿的风险；商誉减值风险；汉字文化新业务拓展不及预期；投资损失或减值和综合收益波动风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	217.15	190.72	238.21	284.88	325.70
收入同比(%)	1.98	-12.17	24.90	19.59	14.33
归母净利润(百万元)	41.43	8.81	50.01	63.33	72.00
归母净利润同比(%)	-25.15	-78.74	467.71	26.65	13.69
ROE(%)	3.82	0.87	4.75	5.90	6.60
每股收益(元)	0.41	0.09	0.50	0.63	0.72
市盈率(P/E)	91.71	431.41	75.99	60.00	52.78

资料来源：同花顺iFinD，国元证券研究所

当前价：38.00元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：45.00/21.52

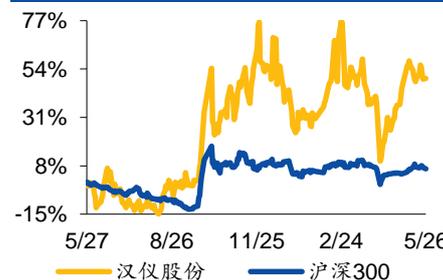
A股流通股(百万股)：74.06

A股总股本(百万股)：100.00

流通市值(百万元)：2814.34

总市值(百万元)：3800.00

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

分析师 王朗

执业证书编号 S0020525020001

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 拥有核心知识产权，探索全新商业模式 .....	3
2. 字体应用范围广泛，字库行业前景可期 .....	4
3. 营业收入保持稳定，积极布局前沿技术 .....	5
4. 战略投资方正控股，协同发展空间广阔 .....	11
5. 股权结构较为分散，核心团队经验丰富 .....	12
6. 盈利预测与投资建议 .....	13
7. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	3
图 2：2021-2026 年字库行业市场规模及预测 .....	4
图 3：中国字库行业竞争格局 .....	5
图 4：营业收入与毛利率情况 .....	5
图 5：扣非归母净利润与净利率情况 .....	5
图 6：公司主要业务构成 .....	6
图 7：游戏科学与汉仪字库合作 .....	6
图 8：汉仪黑神话字体 .....	7
图 9：“字由”客户端 .....	8
图 10：字库软件授权业务收入情况 .....	9
图 11：互联网平台授权业务收入情况 .....	9
图 12：公司期间费用率情况 .....	10
图 13：研发投入情况 .....	11
图 14：研发人员情况 .....	11
图 15：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比 .....	11
图 16：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日） .....	12
表 1：公司收入拆分（单位：百万元） .....	14
表 2：可比公司估值情况 .....	15

## 1. 拥有核心知识产权，探索全新商业模式

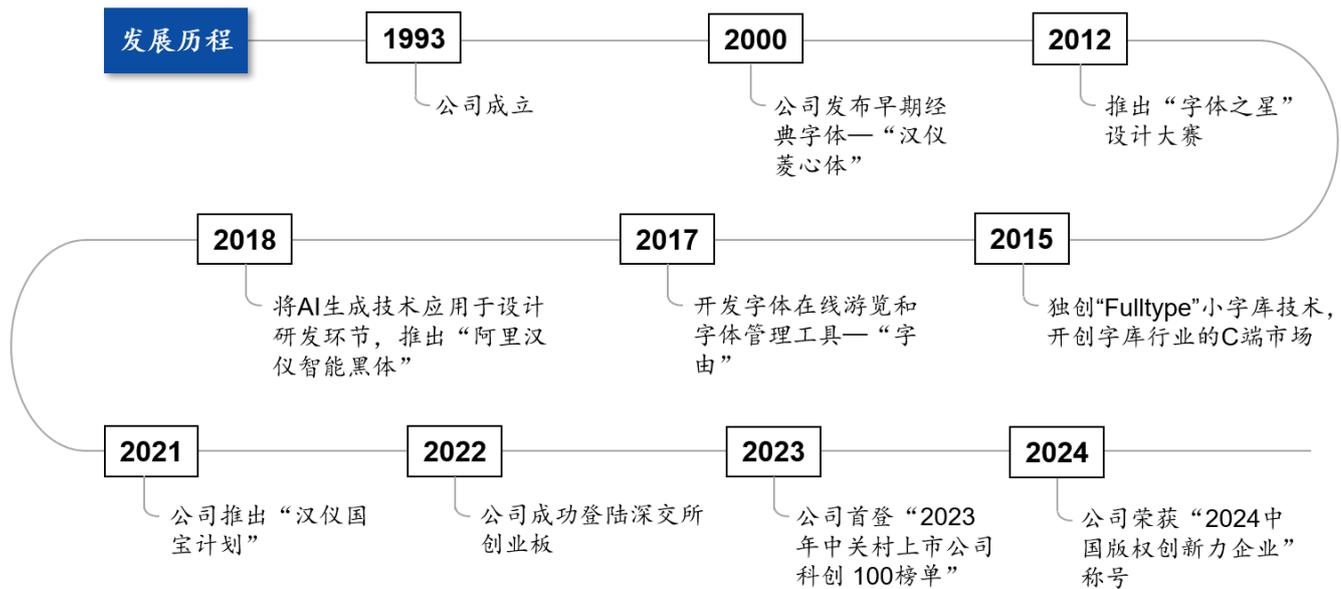
北京汉仪创新科技股份有限公司成立于1993年，是专业从事字形设计、字库产品开发、汉字信息技术研究、汉字应用解决方案，拥有核心自主知识产权的文化创意与高新技术企业。

公司拥有专业、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、汉仪秀英体、汉仪中黑体、汉仪细等线体、汉仪中宋体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。近年来发布的汉仪旗黑，以严谨的设计语言、完备的家族字体、优异的视觉表现，被大量应用于平面、建筑等多领域设计作品中，成为中国字体行业的代表之作。公司以出色的专业能力，完成了众多品牌字体定制，如华为定制“HarmonyOS Sans”、小米定制“MiSans”、阿里巴巴定制“阿里巴巴普惠体”、平安银行定制“平安暖橙体”、智己汽车定制“IMSans”、和平精英定制“腾讯和平精英体”、爱茉莉太平洋“阿丽达黑体”等多行业品牌字体的定制项目。

作为传统文化产业公司转型的代表，公司跳出传统的字库版权销售模式，开创了字库行业为大众人群服务的全新用字体验模式。2015年，公司通过独创的Fulltype小字库技术，将区别于系统内置的字库产品，应用于腾讯手机QQ。2017年，公司开发了字体在线预览和字体管理的工具：字由。“字由”适配了超多设计软件，从Adobe系列、Sketch到常用的办公软件基本都可以进行字体的一键交互应用。

公司以“传承汉字文化，技术驱动设计，创新生活之美”为企业经营宗旨，不仅受到市场用户的喜爱，更获得了行业专家的认可，荣获中国设计红星奖、金点设计奖、红点奖、戛纳国际广告奖银奖、金鼠标数字营销大赛等国内外知名奖项。2023年11月，公司首登“2023中关村上市公司科创100榜单”，引领文字人工智能时代。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，字由官网，国元证券研究所

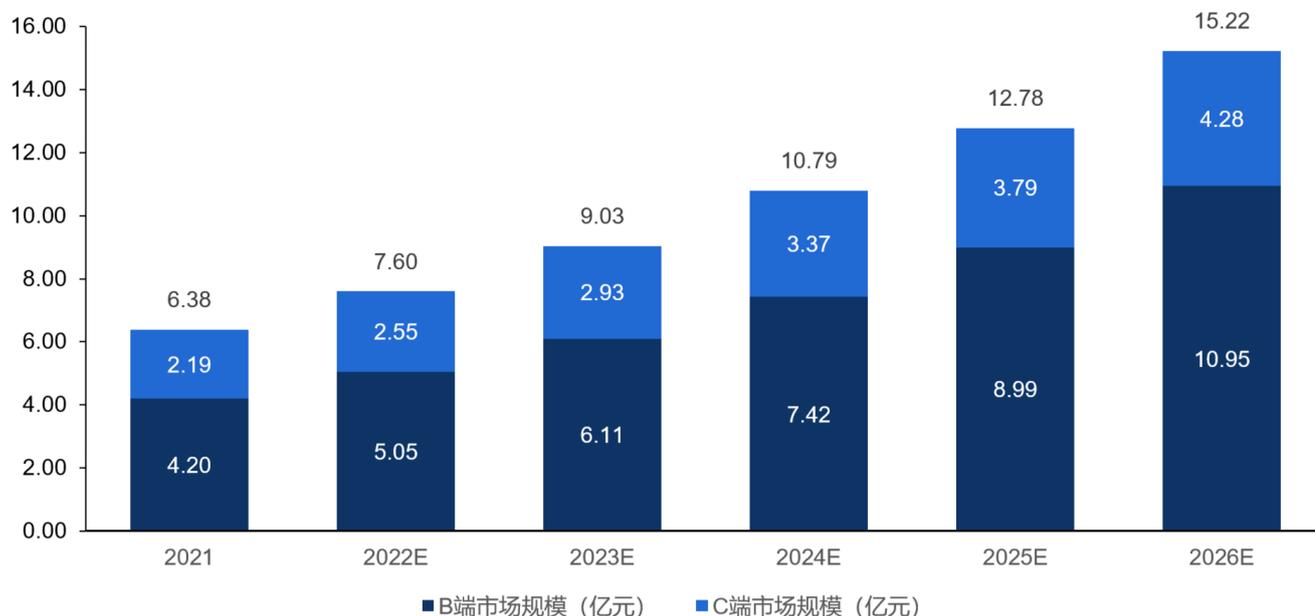
## 2. 字体应用范围广泛，字库行业前景可期

文字，是人类文明传承与传播的最重要载体之一。字体是文字的外在形式特征，即通常理解的文字风格。文字的信息载体属性，决定了字体在视觉功能方面的重要作用，一种典型的字体风格能够形成对特定文化的编码。字库可以看作是具有同样字体风格特征的字符的集合，不同的字形、字重、字号表达出不同的象征意义。

在当今数字化的社会，字体以数字化的形式（字库软件）存在、存储、传播，并最终在各种数字化媒介、平面媒体上表现出来，字体所表达的信息、内涵、美感甚至情绪等最终都被人类视觉所接收和感受。无论社会如何进步，载体如何变化，字体都是人们进行信息沟通、情感传递、文化表达的必要载体。在数字化社会，字体被广泛应用于出版、印刷、包装、广告、教育、办公、游戏动漫、互联网、移动终端等社会和经济生活的各个领域，不同行业的应用场景、行业用户视觉喜好、传播媒介的属性（如屏幕大小和分辨率）等等，都对字体产品的多样性、适配性、更新迭代等提出了更高的要求，而人工智能技术的日新月异也对字库技术的识别和生成提出了新的命题和挑战。

根据前瞻产业研究院的数据，2021年，中国字库行业市场规模已经达到6.38亿元。随着国内版权市场的进一步改善、数字经济的发展，字库行业B端和C端业务的持续拓展，字库行业市场规模将进一步增长，预计到2026年中国字库行业市场规模将超过15亿元。

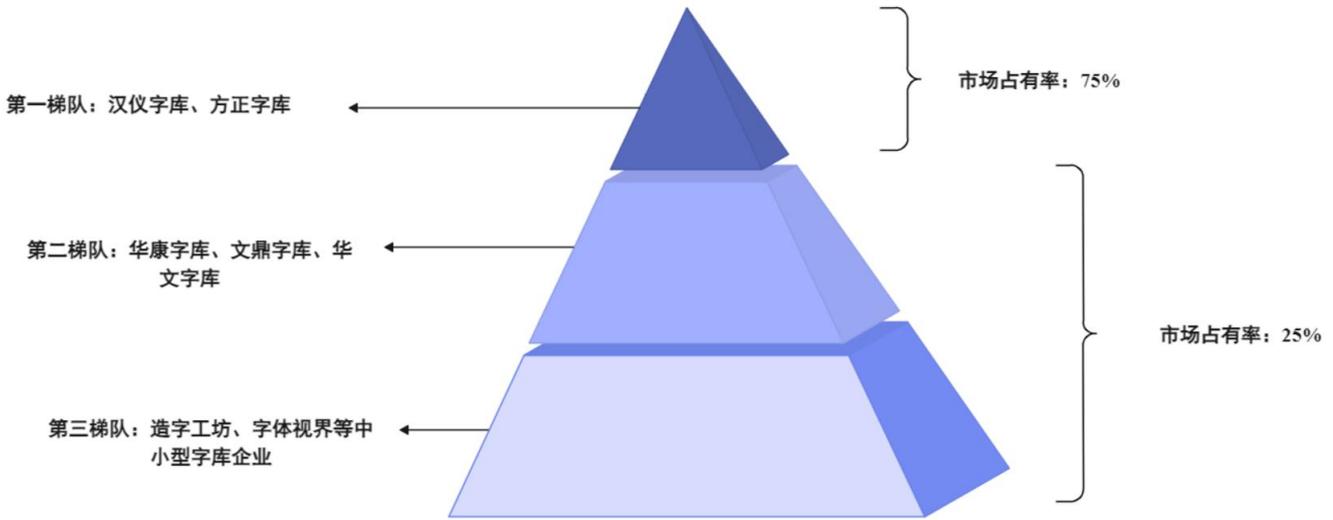
图 2：2021-2026 年字库行业市场规模及预测



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

根据前瞻产业研究院的数据，我国字库产商呈现出较为明显的三层阶梯式结构，其中，汉仪字库、方正字库凭借优势的服务及丰富的行业经验，为字库行业的第一梯队，在2021年市场占有率高达75%。

图 3：中国字库行业竞争格局

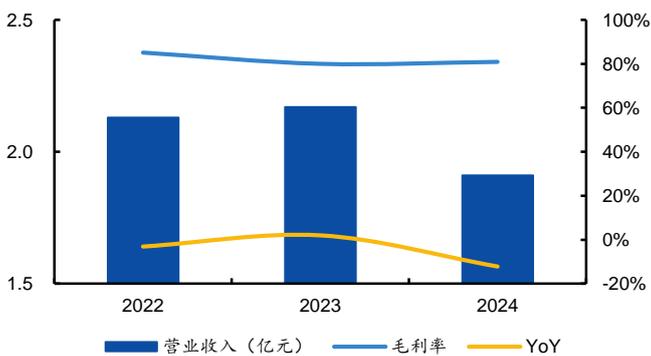


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

### 3. 营业收入保持稳定，积极布局前沿技术

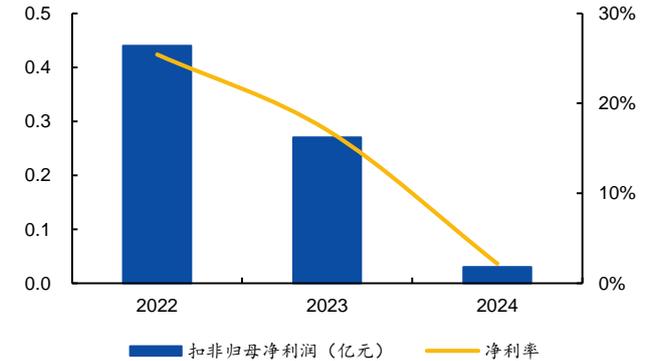
2024 年，公司实现营业收入 19071.74 万元，同比下降 12.17%；实现归母净利润 880.84 万元，同比下降 78.74%。总体来说，公司营收受到多重因素影响而有所下降，净利润受到收入下降影响以及研发费用和管理费用增加影响导致降幅较大，但总体业务规模基本稳定，传统字体业务盈利质量保持在较好水平；互联网平台授权业务收入实现 14.64% 的增长，C 端个性化装扮成为新的业务增长点。

图 4：营业收入与毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

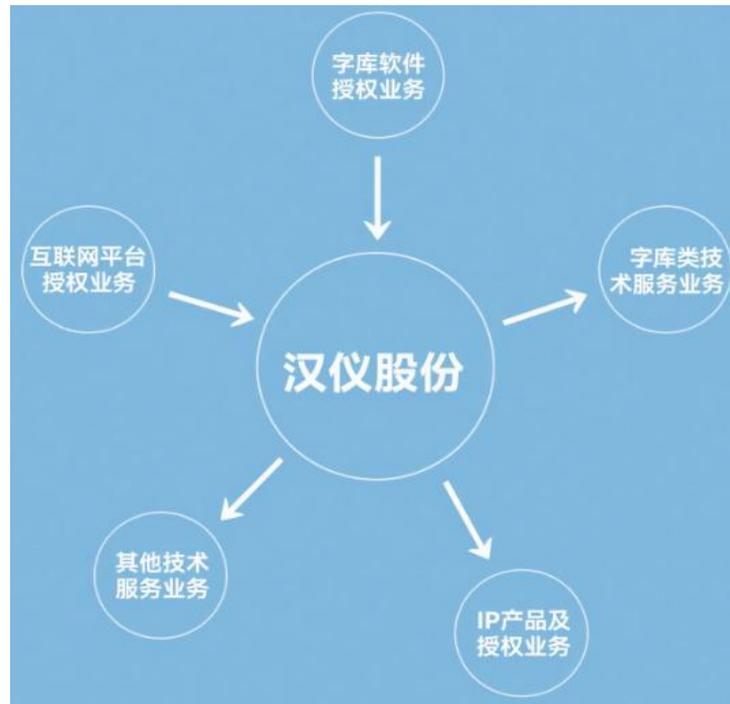
图 5：扣非归母净利润与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前，公司的核心业务包括：字库软件授权业务、互联网平台授权业务、字库类技术服务业务、其他技术服务业务、IP 产品及授权等业务。

图 6：公司主要业务构成



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2024 年，字库软件授权业务占营业收入比重为 68.97%，互联网平台授权业务占营业收入比重为 23.88%，字库类技术服务业务占营业收入比重为 2.94%，其他技术服务业务占营业收入比重为 1.33%，IP 产品及授权业务等占营业收入比重为 2.30%。

图 7：游戏科学与汉仪字库合作



资料来源：公司官网，国元证券研究所

字库软件授权业务是指公司将字库版权授权给商业用户，允许用户根据授权协议约定，在许可使用期限及范围内使用一款或多款字库，公司收取相应的授权许可费的业务。根据授权范围及客户需求的不同，字库可被企业应用于全媒体发布、媒体出版、嵌入式业务等不同使用场景。

图 8：汉仪黑神话字体



资料来源：公司官网，国元证券研究所

汉仪黑神话整体字形取自行楷书法，笔法凌厉，字体中宫收紧，笔画开张，书写风格取欧体行楷劲峭、险峻之神韵，一如悟空“肉在里面，骨在外面”，贴合整体游戏风格；在 BOSS 关卡，章节介绍中，字体的出现或险峻，或平缓，犹如一本缓缓铺开的古籍善本，让人沉浸其中。

公司还通过自主创建的“字由”客户端提供字体的销售和增值服务。“字由”客户端是一款会员订阅模式的桌面端字体管理软件，将传统的字体下载、安装、预览，以及在设计软件中使用、切换字体等功能全部集成到客户端中。2024 年，“字由”客户端的活跃度持续提升，截至 2024 年底，注册用户达到 1320 万人，日活超过 37 万人次，月活将近 80 万人次，较 2023 年继续增长，“字由”客户端商业价值逐步被市

场认可。“字由”在 2024 年新上线会员字体 116 款，进一步丰富会员字体数量；同时完成了客户端 6 次版本更新，优化了字体激活、字体管理、字体工具等服务，提升用户体验与产品品质；引入了如演示字库、百家造字等第三方字体品牌字体销售合作，完善字体内容供给。2024 年，字由海外版 FontApp 发布上线，面向欧美市场提供西文字体管理服务，同期海外版 AI 字体工具站 FontKit 上线，提供 AI 字体识别、AI 图片文字擦除、AI 字体匹配等工具服务。

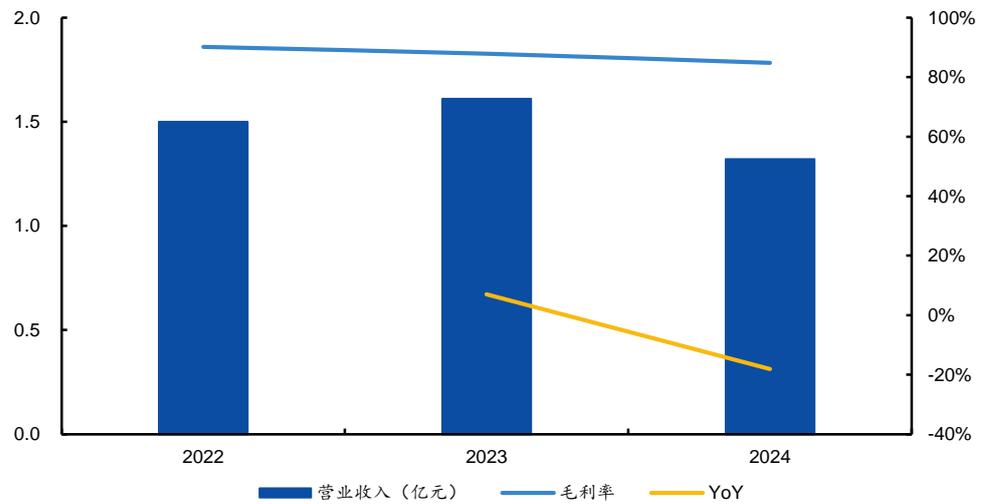
图 9：“字由”客户端



资料来源：“字由”客户端，国元证券研究所

2024 年，字库软件授权业务实现营业收入 1.32 亿元，同比下降 18.09%，毛利率为 84.75%，同比下降 3.09 个百分点。2022-2024 年，该业务毛利率保持稳定，维持在 80% 以上。

图 10: 字库软件授权业务收入情况

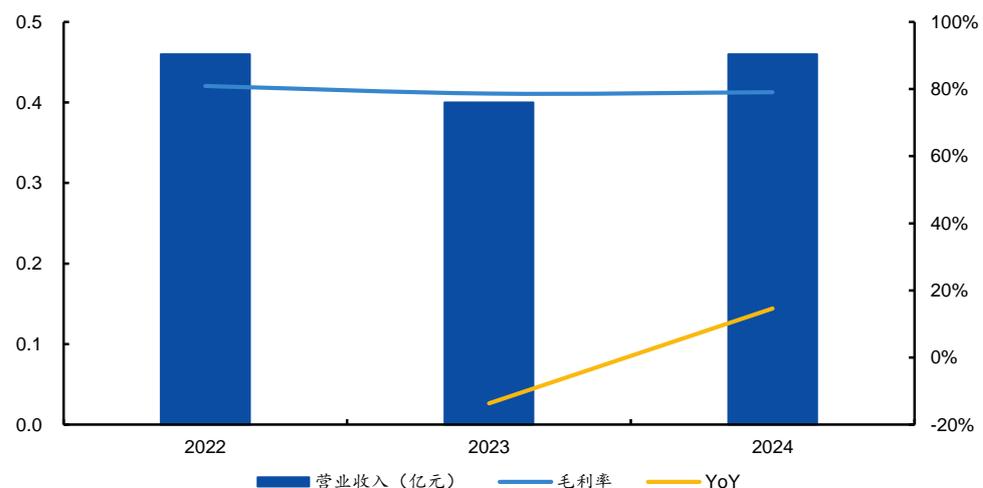


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

互联网平台授权业务是占公司收入比重第二大的业务, 通过众多互联网平台触达亿万移动互联网用户, 该业务也是以 IP 驱动、个性化需求驱动的业务, 因此其市场潜力还有很大的挖掘空间。2024 年, C 端上线字体 2700 余款, 主题 500 余款。公司产品在华为、OPPO、vivo、小米等手机平台的主题商城中多年来一直受到用户的欢迎, 个性化字体和主题依然是互联网平台授权业务的主要来源, 同时 APP 个性化装扮收入增长较快, 2024 年占到互联网平台授权业务的 15%, 成为该业务的新增长动力。

2024 年, 互联网平台授权业务实现营业收入 0.46 亿元, 同比增长 14.64%, 毛利率为 79.08%。2022-2024 年, 该业务的毛利率维持在 80% 左右, 盈利能力较强。

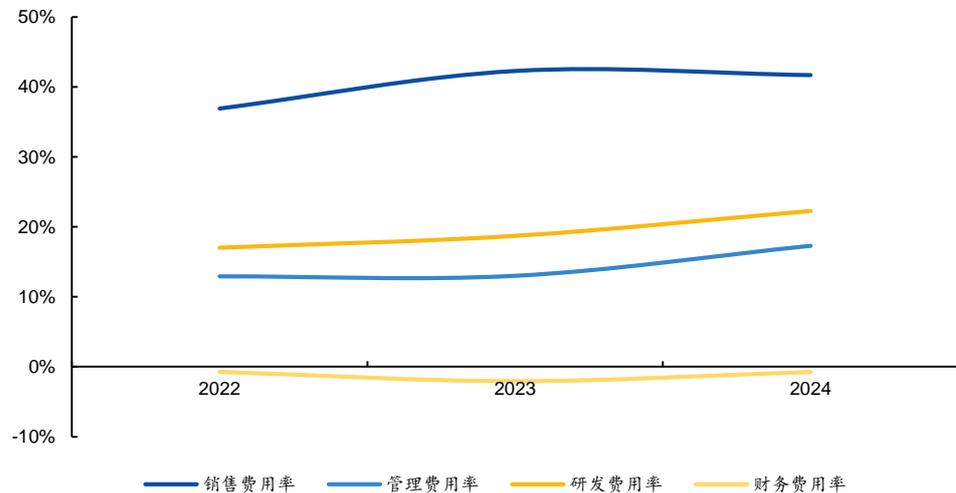
图 11: 互联网平台授权业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

2022-2024 年，公司销售费用率分别为 36.93%、42.28%、41.69%；管理费用率分别为 12.90%、12.98%、17.27%；研发费用率分别为 17.02%、18.71%、22.26%；财务费用率分别为-0.72%、-2.05%、-0.74%。

图 12：公司期间费用率情况

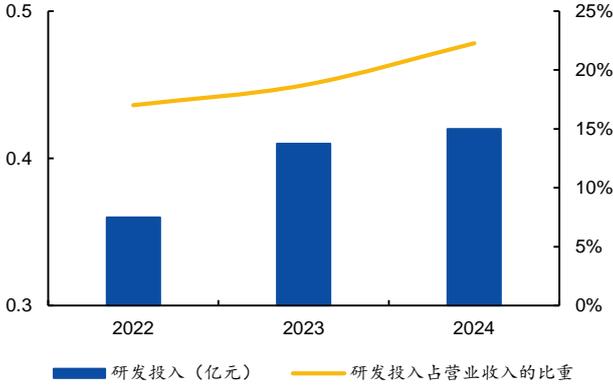


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

公司始终高度重视产品研发和技术进步，并致力于通过不断的技术创新提升公司的竞争力。2024 年，公司研发投入达到 0.42 亿元，占营业收入的比例为 22.26%。公司以科技研发创新为驱动力，探索各类型的 IP 创作、运营及其它商业化模式的落地，目标成为一家多元化的文化科技集团。从业务收入规模、品牌知名度、字库储备数量、字库产品质量、设计研发能力、市场占有率等各维度，公司在行业中牢牢占据第一梯队的位置，有着较强的核心竞争力。另一方面，公司与如华为、京东、金山办公等大型客户有较好的合作积累，基于公司多年来为其提供的字体授权、定制服务等，这些客户后续还将可能有字体定制、字体技术服务等业务需求。

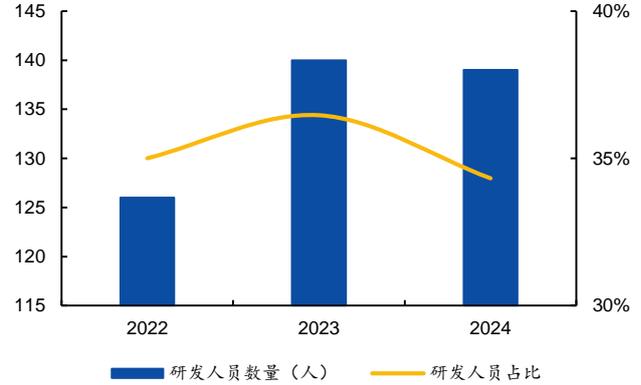
除此之外，公司一直重视研发创新，积极布局前沿技术，以科技创新为驱动，积累了多项人工智能应用技术。在字库方面，针对字库产品设计、生产、传输、储存到识别的全链条进行持续不断的研发投入，使用人工智能技术在字体创作和识别的应用上取得了较为显著的进展。公司开发出了行业领先的 AI 造字技术，该技术使得公司在生产效率、产品质量、产品创新上都具备了较强的竞争力，能够有效提高字体的生产效率及效果。公司基于较强的技术优势和对汉字字体开发底层逻辑的理解，自主研发了字库设计开发工具，使得公司能够保持高效率、高质量的字体设计开发。人工智能大模型技术的飞速发展，给文字、图像、视频等设计工作带来深远影响，公司积极探索 AI 技术在设计领域的应用，通过迭代优化文生图模型、多条件语义控制模型和优化 inpaint 模型等，扩充和改善了图片素材编辑流程的功能体验。

图 13: 研发投入情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

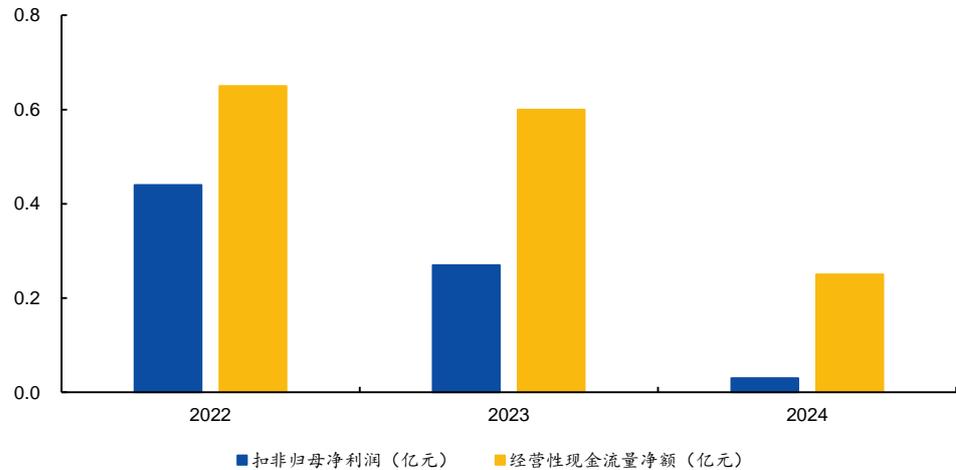
图 14: 研发人员情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

2022-2024 年, 公司经营性现金流量净额分别为 0.65、0.60、0.25 亿元, 扣非归母净利润分别为 0.44、0.27、0.03 亿元。近年经营性现金流量净额和扣非归母净利润均有一定程度减少, 其主要原因包括: 受下游客户采购金额下降及采购节奏减缓等因素影响; 公司对 AI 等新技术研发的投入使得研发费用增长; 公司因实施员工股权激励计提了股份支付费用及其他因素。

图 15: 扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

#### 4. 战略投资方正控股, 协同发展空间广阔

2024 年 12 月 12 日, 公司通过全资子公司汉仪国际 (香港) 控股有限公司, 成功购买香港上市公司方正控股有限公司的 1.34 亿股股份, 约占方正控股已经发行的股份的 11.1982%。方正控股作为一家涉及多领域的上市公司, 其业务遍及科技、金融和文化等多个产业, 具备一定的市场影响力。从字体行业来看, 方正控股在字体设计、字库软件开发、中文信息处理技术以及人工智能技术等有着较强的综合实力, 公司积

极布局信息技术及人工智能前沿产业，战略投资方正控股使公司更好的接触产业资源，寻求产业协同与合作，为中国字库软件行业、中文信息处理技术、中国传统文化在人工智能时代的发展探索更好的产业模式。

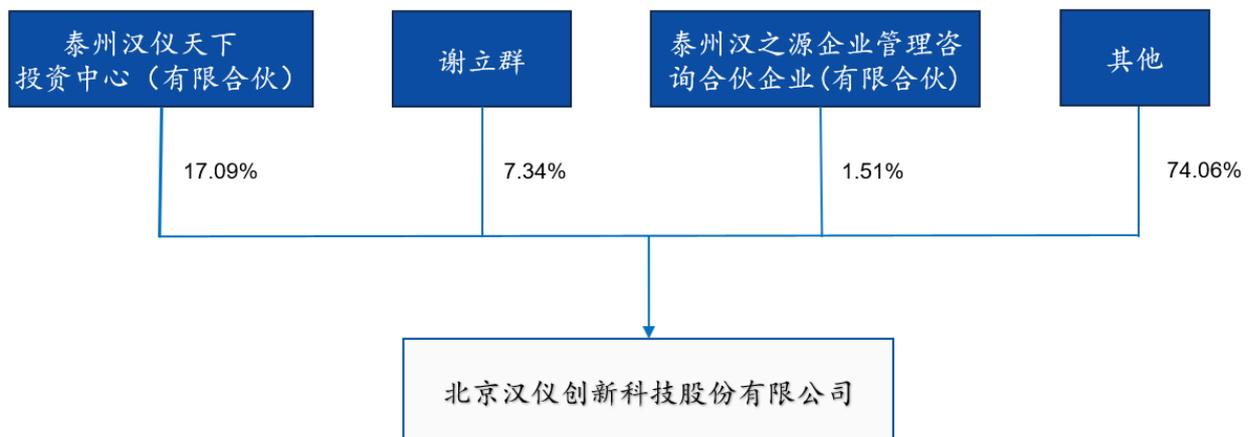
方正控股与汉仪股份在字库业务领域的布局均已超过 30 年，两家企业在行业中的企业规模及用户数均名列前茅。尽管方正控股与汉仪股份的主营业务相近，但各自的侧重点有所不同，双方在 B 端和 C 端市场均展现出各自的优势。方正控股在字体设计、字库软件开发、中文信息处理技术以及人工智能技术等方面具备较强的综合实力。双方合作后，有望加速中国字库行业的发展，提升行业的盈利能力。

## 5. 股权结构较为分散，核心团队经验丰富

目前，泰州汉仪天下投资中心（有限合伙）为公司第一大股东，实际控制人为谢立群先生。

谢立群先生，清华大学工商管理硕士。2000 年 9 月至 2008 年 12 月，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理、电子出版事业部西南区总经理、渠道支持与管理部总经理；2009 年 1 月至 2010 年 7 月，任科亿尔数码科技（上海）有限公司中国营销总部销售总监；2010 年 7 月至 2011 年 12 月，任中国印刷科学技术研究院印贸网总经理；2023 年 04 月至今，任赛博爱思董事；2012 年 1 月至今，历任北京汉仪创新科技股份有限公司副总经理、总经理、董事长。目前担任北京汉仪创新科技股份有限公司董事长、总经理。

图 16：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

公司专业从事字形设计、字库产品开发、汉字信息技术研究、及汉字应用解决方案，拥有核心自主知识产权的文化创意与高新技术。作为传统文化产业公司转型的代表，公司跳出传统的字库版权销售模式，开创了字库行业为大众人群服务的全新用字体验模式。与此同时，公司不止步于商业市场的字体产品开发，更通过多元的汉字设计方式，不断拓展汉字文化、设计创意、美学生活的业务边界，不断探索汉字文化及其价值空间的可能性。目前，公司的业务包括：字库软件授权业务、互联网平台授权业务、字库类技术服务业务、其他技术服务业务、IP产品及授权等业务。由于部分业务收入体量较小，我们按照：字库软件授权业务、互联网平台授权业务、字库类技术服务业务、其他（其他技术服务业务+IP产品及授权等业务+租赁等）这四个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1) 字库软件授权业务：**字库软件授权业务是指公司将字库版权授权给商业用户，允许用户根据授权协议约定，在许可使用期限及范围内使用一款或多款字库，公司收取相应的授权许可费的业务。根据授权范围及客户需求的不同，字库可被企业应用于全媒体发布、媒体出版、嵌入式业务等不同使用场景。从业务收入规模、品牌知名度、字库储备数量、字库产品质量、设计研发能力、市场占有率等各维度，公司在行业中牢牢占据第一梯队的位置。2023-2024年，该业务的收入增速分别为 6.95%、-18.09%，未来三年有望实现稳健增长，预测收入增速分别为 28.31%、22.08%、15.73%。毛利率方面，2023-2024年分别为 87.84%、84.75%，未来三年有望维持在 2024 年的水平，保持在 80-90%的区间。
- 2) 互联网平台授权业务：**在互联网平台授权业务方面，公司的 AI 造字和 AI 设计流程保持行业领先，公司具备经验丰富的原创内容设计团队，可以优质、高效地产出各类型高品质原创个性化装扮产品。同时，公司具有敏锐的 IP 挖掘能力，提前布局众多热门 IP 并打造热门产品。2024 年，新的个性化装扮需求和场景快速发展，用户已经不满足于只更换手机字体或者手机主题，而是追求更多样更深入的装扮需求：除了用户个人的日常使用需求外，还具备了社交与流通属性，用户可以将自己所购买的装扮展示在自己的虚拟空间中供其他人浏览，同时也可以将装扮产品进行交易。因此，个性化装扮需求扩展到了应用程序交互界面，公司洞察需求趋势，拓展了哔哩哔哩、搜狗输入法、微博、支付宝、淘宝、QQ 音乐、网易音乐等众多头部互联网 APP 的个性化产品，驱动了业务增长。2023-2024 年，该业务的收入增速分别为 -13.65%、14.64%，未来三年有望实现稳健增长，预测收入增速分别为 20.23%、15.58%、12.28%。毛利率方面，2023-2024 年分别为 78.67%、79.08%，未来三年有望维持在 2024 年的水平，保持在 70-80%的区间。
- 3) 字库类技术服务业务：**字库类技术服务是指公司根据客户的用字需求，为其提供基于字库技术的解决方案，其中最主要的业务形式是定制设计字库。定制设计字库是指公司基于品牌需求，为其量身定做一套全新的字库。在设定的语言类别框架下，字体设计师通过对品牌理念和品牌各种视觉呈现的解读，从而提炼形成指

导设计师工作的创作理念，再进一步用特定的笔画风格、结构特征、字重粗细等字体设计手法来外化设计理念，最终形成一套完整的定制化字库，为企业创造出具有辨识度和认知度的品牌字体，完成后的作品著作权属于客户。品牌字体不仅可以用于企业信息发布、产品介绍说明、品牌宣传推广等用途，还可以嵌入品牌的系统、软件、平台、游戏等信息化场景中，从而多维度地提升用户体验。2023-2024年，该业务的收入增速分别为3.09%、-57.90%，未来三年有望实现平稳增长，预测收入增速分别为10.21%、8.32%、6.84%。毛利率方面，2023-2024年分别为66.08%、75.55%，未来三年有望维持在2024年的水平，保持在70-80%的区间。

- 4) **其他（其他技术服务业务+IP产品及授权等业务+租赁等）**：这几块业务在公司收入中的占比较小。2024年，这几块业务合计的收入增速为127.70%，未来三年有望实现平稳增长，预测收入增速分别为5.86%、4.21%、2.07%。毛利率方面，2024年为30.98%，未来三年有望维持在2024年的水平，保持在30-40%的区间。

**表 1：公司收入拆分（单位：百万元）**

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>字库软件授权业务</b>					
收入	160.58	131.54	168.77	206.04	238.45
增长率	6.95%	-18.09%	28.31%	22.08%	15.73%
毛利率	87.84%	84.75%	84.77%	84.79%	84.82%
<b>互联网平台授权业务</b>					
收入	39.73	45.54	54.76	63.29	71.06
增长率	-13.65%	14.64%	20.23%	15.58%	12.28%
毛利率	78.67%	79.08%	79.12%	79.15%	79.18%
<b>字库类技术服务业务</b>					
收入	13.31	5.60	6.17	6.69	7.15
增长率	3.09%	-57.90%	10.21%	8.32%	6.84%
毛利率	66.08%	75.55%	75.58%	75.62%	75.68%
<b>其他（其他技术服务业务+IP产品及授权等业务+租赁等）</b>					
收入	3.53	8.03	8.51	8.86	9.05
增长率	-	127.70%	5.86%	4.21%	2.07%
毛利率	-211.49%	30.98%	31.10%	31.20%	31.24%
<b>合计</b>					
收入	217.15	190.72	238.21	284.88	325.70
增长率	1.98%	-12.17%	24.90%	19.59%	14.33%
毛利率	79.96%	80.86%	81.32%	81.66%	81.90%

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

#### 可比公司估值：

在 A 股市场，金山办公、福昕软件、万兴科技也从事标准化软件产品的研发和销售，毛利率较高，与公司所从事的业务相近，因此我们选择这三家公司作为可

比公司。近年来，由于 AI 带来的机遇，各家公司纷纷加大投入，盈利能力承压，因此，我们采用 PS 估值法。从 PS 估值角度来看，公司的估值水平高于可比公司的平均水平，伴随着公司业务规模的持续增长，估值水平有望不断下降。

**表 2：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				PS			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
688111.SH	金山办公	285.91	1322.83	5120.84	6152.24	7402.24	8855.85	25.83	21.50	17.87	14.94
688095.SH	福昕软件	64.51	58.99	711.14	888.62	1069.18	1290.08	8.30	6.64	5.52	4.57
300624.SZ	万兴科技	59.93	115.87	1439.74	1635.03	1893.97	2249.28	8.05	7.09	6.12	5.15
<b>平均</b>		-	-	-	-	-	-	<b>14.06</b>	<b>11.74</b>	<b>9.84</b>	<b>8.22</b>
301270.SZ	汉仪股份	38.00	38.00	190.72	238.21	284.88	325.70	19.92	15.95	13.34	11.67

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，收盘价的日期为 2025 年 5 月 26 日

### 投资建议：

公司以“立足中华大地，讲好汉字故事”为使命，坚持“传承汉字文化，技术驱动设计，创新生活之美”的经营宗旨，以文字为载体，将传统文化、美学设计、技术创新融合到公司产品之中，为企业、政府及消费者创造出更多优秀字体产品、文化衍生品。公司积极拥抱人工智能时代，以卓越的技术创新和服务为各行业提供高效的生成工具和设计内容。展望未来，公司将以字库产品为业务基础，以人工智能技术为生产力，不断探索以科技与文化融合的发展模式去创造商业价值和社会价值，有望逐步成长为一家多元化的文化科技集团。

综上，预测公司 2025-2027 年的营业收入为 2.38、2.85、3.26 亿元，归母净利润为 0.50、0.63、0.72 亿元，EPS 为 0.50、0.63、0.72 元/股，对应的 PE 为 75.99、60.00、52.78 倍，对应的 PS 为 15.95、13.34、11.67 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长性，首次评级，给予“增持”。

## 7. 风险提示

- 1) **知识产权不能得到有效保护的风险：**公司核心产品字库软件属于标准格式软件，具有易于复制和传播的特点，且用户需求较为广泛，即使有一系列版权保护法律法规的支持，也依然存在版权保护措施难以全面执行、版权保护成本较高以及版权保护覆盖度较低等问题。如果公司产品的知识产权不能得到充分保护，公司未来业务发展和经营业绩可能会受到不利影响；
- 2) **字体创意被模仿的风险：**字体作品在创作发表之后，其创意或风格可能被其他版权意识不足的公司或个人模仿，他们有可能在原有作品基础上进行微调改动并获得经济利益，甚至通过低价竞争来损害公司利益。另一方面，基于素材训练的 AI 算法的进步也使得某些程序可能随机生成与已登记版权的字体相近的字体，并被用户在不清楚版权的情况下商用。不同于其它软件产品，亦不同于图片、视频、音乐等形式的知识产权，除少数辨识度极高的字体外，普通人难以凭借肉眼在短时间内准确分辨出一款字体是否高度模仿了已有版权字体的风格。此外，即使一款字体高度模仿甚至直接盗用了其他具有著作权的字体风格，如果其没有被大规模使用，权利人也很难发现自己的著作权被他人模仿或盗用。从传播的形式看，字体的数字化载体——字库软件是易于传播的标准软件格式，AI 大模型生成的图片中内嵌字体也可能未经授权随图片传播，因此，公司无法完全杜绝字体创意被他人模仿甚至盗用的风险，也面临着 AIGC 带来的字体侵权风险；
- 3) **商誉减值的风险：**公司的商誉原值系非同一控制下企业合并收购上海驿创 100% 股权和阿几网络 51% 股权，以及通过翰美互通收购新美互通的字库业务所产生。因截至 2024 年 12 月 31 日的上海驿创和阿几网络的资产组可回收金额低于各自的调整后账面价值，公司对上述两个资产组分别计提了商誉减值准备 282.0 万元和 204.92 万元，其中阿几网络的商誉已全额计提减值准备。未来，若上海驿创或翰美互通的经营情况未达预期，则相关资产组的调整后账面价值将低于其可收回金额，进而产生进一步的商誉减值风险，并对公司的财务状况和经营业绩产生较大不利影响；
- 4) **汉字文化新业务拓展不及预期的风险：**公司以传播中华优秀传统文化为己任，积极布局汉字文化业务，近年来一直在汉字相关的文化商品、艺术设计作品、数字产品、以及展览活动上积极布局。由于创新业务具有文化属性，其商业模式、盈利场景都较为新颖，且每年都因为社会文化潮流的变化有一些变化，因此在部分活动或者业务中的收入可能不及预期或成本超过预期，从而对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响；
- 5) **投资损失或减值和综合收益波动的风险：**公司的部分投资标的为规模尚小的初创企业，所处行业技术迭代较快，外部环境变化较快，风险相对较高，如果被投资方的经营状况不及预期将导致产生投资损失或资产减值，进而影响公司的财务状况和经营业绩。另一方面，公司投资的方正控股按照其它权益工具核算，方正控股为港交所上市企业，其股价波动可能对公司综合收益造成影响。

**财务预测表**

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	827.37	604.69	637.45	646.81	644.46
现金	189.70	215.18	203.37	187.06	165.45
应收账款	15.51	18.18	21.62	25.25	28.20
其他应收款	3.14	2.45	3.03	3.60	4.09
预付账款	1.84	0.97	1.18	1.36	1.51
存货	1.46	1.34	1.62	1.87	2.05
其他流动资产	615.71	366.57	406.63	427.67	443.16
<b>非流动资产</b>	322.57	609.31	617.57	630.45	647.75
长期投资	16.61	15.73	16.01	16.21	16.38
固定资产	64.33	207.25	211.02	218.31	228.44
无形资产	52.14	53.60	55.26	57.21	60.37
其他非流动资产	189.49	332.73	335.29	338.72	342.56
<b>资产总计</b>	1149.93	1214.00	1255.02	1277.27	1292.20
<b>流动负债</b>	68.03	207.89	215.99	224.10	227.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	48.52	48.20	53.55	57.72	59.29
其他流动负债	19.51	159.69	162.44	166.38	168.66
<b>非流动负债</b>	4.19	3.73	3.88	4.11	4.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.19	3.73	3.88	4.11	4.31
<b>负债合计</b>	72.22	211.61	219.87	228.21	232.26
少数股东权益	-7.36	-10.58	-17.33	-24.26	-31.54
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	797.98	805.64	805.64	805.64	805.64
留存收益	187.27	161.70	201.51	222.34	240.51
<b>归属母公司股东权益</b>	1085.07	1012.97	1052.49	1073.31	1091.48
<b>负债和股东权益</b>	1149.93	1214.00	1255.02	1277.27	1292.20

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	59.69	24.66	60.67	75.96	82.35
净利润	36.95	4.18	43.25	56.41	64.72
折旧摊销	9.95	16.00	25.57	27.55	29.83
财务费用	-4.46	-1.40	-2.01	-1.87	-1.68
投资损失	-3.24	-2.06	-2.11	-2.16	-2.19
营运资金变动	19.30	1.60	1.92	2.02	-1.72
其他经营现金流	1.19	6.35	-5.96	-5.99	-6.61
<b>投资活动现金流</b>	-107.19	86.76	-64.03	-51.66	-51.85
资本支出	81.59	166.96	20.21	25.48	30.42
长期投资	34.10	-247.47	2.58	3.33	3.44
其他投资现金流	8.50	6.25	-41.24	-22.85	-17.99
<b>筹资活动现金流</b>	-53.58	-85.95	-8.45	-40.61	-52.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.64	7.66	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-55.22	-93.61	-8.45	-40.61	-52.11
<b>现金净增加额</b>	-101.08	25.47	-11.81	-16.31	-21.61

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	217.15	190.72	238.21	284.88	325.70
营业成本	43.51	36.49	44.51	52.26	58.95
营业税金及附加	2.26	3.06	3.76	4.42	4.95
营业费用	91.81	79.51	82.21	92.61	104.94
管理费用	28.19	32.93	36.23	41.65	47.00
研发费用	40.63	42.45	44.56	46.58	50.91
财务费用	-4.46	-1.40	-2.01	-1.87	-1.68
资产减值损失	-0.09	-4.86	-2.08	-3.86	-3.98
公允价值变动收益	6.73	6.14	6.34	6.48	6.71
投资净收益	3.24	2.06	2.11	2.16	2.19
<b>营业利润</b>	36.35	7.41	47.98	62.19	71.20
营业外收入	3.87	0.14	0.18	0.21	0.24
营业外支出	0.06	0.97	0.98	1.01	1.07
<b>利润总额</b>	40.16	6.59	47.18	61.39	70.37
所得税	3.21	2.41	3.93	4.98	5.65
<b>净利润</b>	36.95	4.18	43.25	56.41	64.72
少数股东损益	-4.48	-4.63	-6.75	-6.92	-7.28
<b>归属母公司净利润</b>	41.43	8.81	50.01	63.33	72.00
EBITDA	41.84	22.01	71.55	87.88	99.35
EPS (元)	0.41	0.09	0.50	0.63	0.72

主要财务比率					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.98	-12.17	24.90	19.59	14.33
营业利润(%)	-40.58	-79.61	547.53	29.62	14.48
归属母公司净利润(%)	-25.15	-78.74	467.71	26.65	13.69
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	79.96	80.86	81.32	81.66	81.90
净利率(%)	19.08	4.62	20.99	22.23	22.11
ROE(%)	3.82	0.87	4.75	5.90	6.60
ROIC(%)	11.22	1.46	16.00	20.52	22.45
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	6.28	17.43	17.52	17.87	17.97
净负债比率(%)	1.11	0.81	0.80	0.78	0.78
流动比率	12.16	2.91	2.95	2.89	2.83
速动比率	12.14	2.90	2.94	2.88	2.82
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.19	0.16	0.19	0.22	0.25
应收账款周转率	11.68	10.26	10.84	11.03	11.08
应付账款周转率	1.04	0.75	0.87	0.94	1.01
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.09	0.50	0.63	0.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.60	0.25	0.61	0.76	0.82
每股净资产 (最新摊薄)	10.85	10.13	10.52	10.73	10.91
<b>估值比率</b>					
P/E	91.71	431.41	75.99	60.00	52.78
P/B	3.50	3.75	3.61	3.54	3.48
EV/EBITDA	73.03	138.84	42.71	34.78	30.76

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027