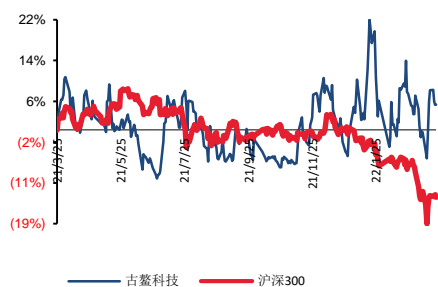


计算机 计算机设备

证券 IT 新军，数字人民币增加业绩弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	348/236
总市值/流通(百万元)	6,153/4,173
12 个月最高/最低(元)	27.98/15.15

相关研究报告:

古鳌科技(300551)《股权激励计划奠定业绩反转基础》--2022/01/19
 古鳌科技(300551)《总经理大额增持，数字货币机具提供商》
 --2022/01/18

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

东方高圣是公司转型金融软件平台商的重要一步。公司于2022年1月15日公告，收购的北京东方高圣投资顾问有限公司51%股权完成工商变更登记。该收购是公司转型证券IT公司的重要一步。北京东高成立于1998年，是国内领先的证券信息综合服务商，致力于打造“平台+专家+场景化”证券信息服务新模式，以金融科技、投研能力为核心驱动，以投研中台系统、教学系统、多场景支持系统实现运营管理数字化，赋能证券投资领域的专家、投顾和服务人员。

拟收购智顾时代，构建流量矩阵。2022年1月24日，公司公告《关于控股子公司签署收购意向书的公告》，东高科技拟收购智顾时代旗下涉及“短线王APP”的相关资产和人员，包括但不限于源代码、用户、软件著作权、技术人员、运营人员、内容人员等。短线王是一款股票交易的移动APP，根据官网显示，有超过1000万短线用户在使用。

数字货币机具提供商。根据证券时报网的报道，公司已设计并研发出的分体式柜员出纳机。该出纳机是根据国内银行现状量身定做的一款现金循环柜员出纳机，该设备可支持软、硬钱包充值提现，以及数字人民币软、硬钱包开通等。该自助设备可满足数字人民币规模推广使用后的设备需求。数字人民币硬钱包方面，公司正参与部分银行的数字人民币硬钱包产品试点。今年1月以来，六大行全面启动硬件钱包试点，包括可视卡、指纹卡、可穿戴在内的多形态产品纷纷亮相。

股权激励计划奠定业绩反转基础。本激励计划拟向激励对象授予限制性股票总计1800.00万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额30404.70万股的5.92%。激励计划首次授予部分限制性股票的授予价格为19.31元/股。股权激励的考核条件为2022-2024年的收入不低于6.00/7.90/10.68亿元。

投资建议:公司总经理宣布增持公司，彰显对公司未来前景发展的信心，同时我们看好公司极具潜力的数字货币业务。预计公司21-23年的EPS分别为0.10元、0.29元和0.54元，维持买入评级。

风险提示:数字货币落地不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	292.07	262.87	630.88	851.68
(+/-%)	-37.36%	-10.00%	140.00%	35.00%
净利润(百万元)	23.99	34.42	102.49	186.14
(+/-%)	-46.64%	43.45%	197.81%	81.62%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.10	0.29	0.54
市盈率(PE)	259	181	61	33

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、软硬件双轮驱动的金融科技公司.....	5
(一) 金融机具产品与证券 IT 共筑公司成长.....	5
(二) 金融机具仍为主要营收，信息服务业务占比逐渐提升.....	6
(三) 股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益.....	8
二、传统业务为基石，积极布局数字人民币业务.....	8
(一) 数字人民币：出纳机与硬钱包市场空间广阔.....	8
(二) “金标”规范金融机具，传统业务仍存在国产化空间.....	11
三、证券 IT 业务构筑公司第二增长曲线.....	15
(一) 东方高圣：打造“平台+专家+场景化”服务模式.....	15
(二) 钱育科技：乘期权市场发展东风，期权交易系统收入将迎来高速增长.....	17
四、投资建议 19	
五、风险提示 19	

图表目录

图表 1: 公司主营业务包括金融机具与软件信息化系统.....	5
图表 2: 2017-2020 年营收 CAGR 6.9%.....	6
图表 3: 2017-2020 年经营性现金流及归母净利润	6
图表 4: 2017-2021 年前三季度利润率	6
图表 5: 2017-2021 年前三季度期间费用率	6
图表 6: 2017-1H21 主营构成拆分	7
图表 7: 2017-1H21 主营业务毛利率	7
图表 8: 公司前十大股东排名 (截止 2021 年三季报)	8
图表 9: 北京冬奥会中国银行网点及数字人民币受理设备.....	9
图表 10: 数字人民币发展进程	10
图表 11: 2016-3Q21 我国 ATM 机具数量及人均银行卡持有量.....	10
图表 12: 央行对现金机具的分类	12
图表 13: “金标”对纸币防伪的规范	12
图表 14: “金标”对硬币防伪的规范	12
图表 15: 纸币清分机的分类	13
图表 16: 2015-2021 年我国银行业金融机构资产规模 (亿元)	13
图表 17: 2015-2020 年我国流通中现金(M0)供应量(亿元).....	13
图表 18: 公司清分扎把联体机	14
图表 19: 公司前五大客户销售收入占比	15
图表 20: 2015-2021 年我国投资者人数及增长	16
图表 21: 2015-2020 年我国股市流通市值、上市公司总数及 IPO 情况	16
图表 22: 懂牛股票界面	17
图表 23: 东方股票界面	17
图表 24: 上证 50ETF 期权历年逐月日均成交量及日均未平仓合约数情况.....	18
图表 25: 沪深 300ETF 期权历年逐月日均成交量及日均未平仓合约数情况.....	18
图表 26: 上交所期权投资者账户总数 (万户)	18
图表 27: QWIN 期权策略交易系统	19
图表 28: 钱育科技合作伙伴	19

一、软硬件双轮驱动的金融科技公司

(一) 金融机具产品与证券 IT 共筑公司成长

金融机具公司，布局数字货币与证券信息服务领域。古鳌科技成立于 1996 年，于 2016 年登陆创业板。主营业务包括金融机具产品与金融软件信息化系统在内的智慧金融解决方案与金融软件信息化产品和服务，覆盖各类银行、证券公司、期货公司及公募私募等金融机构。围绕图像识别、人工智能、区块链、知识图谱、机器视觉、物联网等高新技术，为国内外金融领域提供金融行情和交易技术平台、信息服务、交易系统整合解决方案、智能清分、智能自助、货币反假等服务。

图表 1：公司主营业务包括金融机具与软件信息化系统

主营业务	主要产品	介绍
金融机具产品	点验钞机/纸币清分机	智能金融鉴伪机具
	印鉴卡智能管理系统	通过安全的授权管理实现印鉴卡管理各环节的安全性和无纸化。
	智能柜台	集合了人机智能交互功能、开户、发卡、U-KEY 发放、理财等非现金类业务，支持数字货币软、硬钱包的开通发放、充值、转账汇款及本外币兑换数字货币的银行智能终端。
	数字人民币硬钱包	参与部分银行客户数字人民币硬钱包试点，分体式柜员出纳机可支持软、硬钱包开通、充值与提现等数字人民币规模化后的设备需求。
金融软件信息化系统	QWIN 期权做市软件 V1.0	提供自动化做市流程与策略，降低学习成本，提升交易单位策略分析与风险管理效率，优化业务管理流程，提供高效率人机互动界面，允许交易员特殊行情下转换操作模式。
	QWIN 期权策略交易系统软件 V1.0	提供整合国内六大交易所的整合交易系统，拥有多品种风险整合、可提供各类迅速交易工具、准确计算期权合理价格、隐波与风险值等系统特色的高端期权交易软件。
	QWIN 场外期权管理系统软件 V1.0	具备场外管理柜台提供管理功能，提供用户嵌入式定价模型，满足场外期权交易单位，具备客户端、风控端、交易端至结算端的完整管理平台。
	天玑智能交易系统	面向个人和小型机构的期权交易系统，提供 AI 策略定制、交易规划、自动止盈止损等多种应用场景，具备将客户的非量化的投资需求即刻转化为量化的期权交易方案并自动实施的功能，提高了个人和小型机构运用期权实施资金管理和风控效率。
	东方高圣	国内领先的证券信息综合服务商，致力于打造“平台+专家+场景化”证券信息服务新模式，通过金融科技、证券投研和教学研究中台能力打造，赋能证券投资领域的专家，为个人投资者提供分类、分级、分场景的教育、资讯、策略、工具等证券信息服务。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

(二) 金融机具仍为主要营收，信息服务业务占比逐渐提升

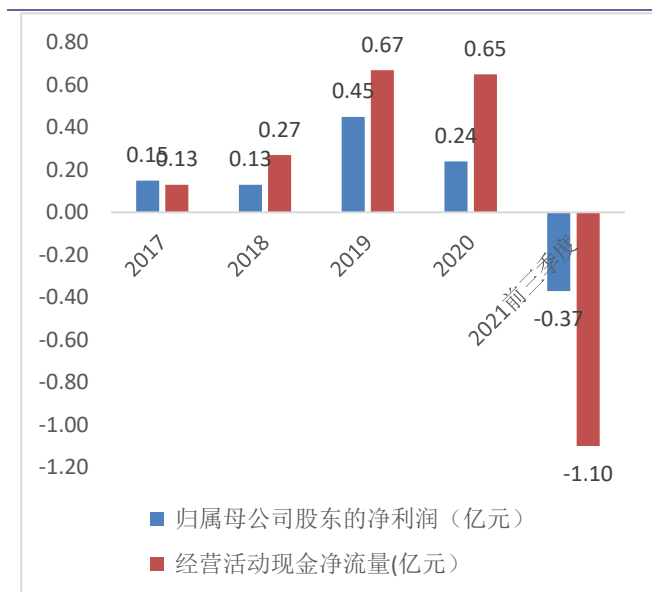
毛利率较为稳定，净利率有所承压。公司 2017-2021 年前三季度营业收入分别为 2.39/2.63/4.66/2.92/1.14 亿元，2017-2020 年营业收入 CAGR 为 6.9%。现金流较为充足，毛利率保持稳定，毛利率区间在 41%-46%，2021 年前三季度销售/管理/研发费用率有所上升，净利率受到一定程度的影响。

图表 2：2017-2020 年营收 CAGR 6.9%



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

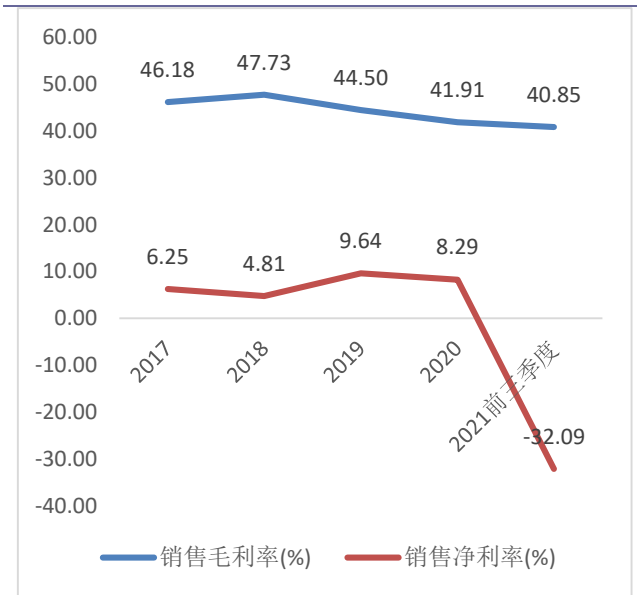
图表 3：2017-2020 年经营性现金流及归母净利润



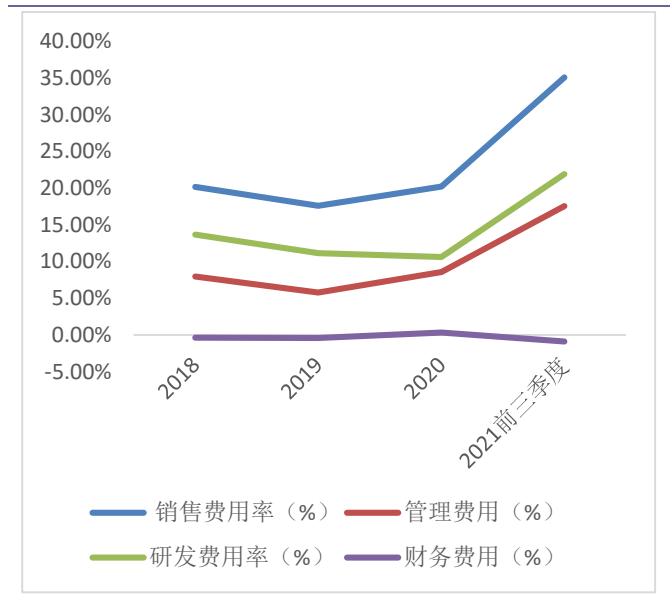
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 4：2017-2021 年前三季度利润率

图表 5：2017-2021 年前三季度期间费用率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

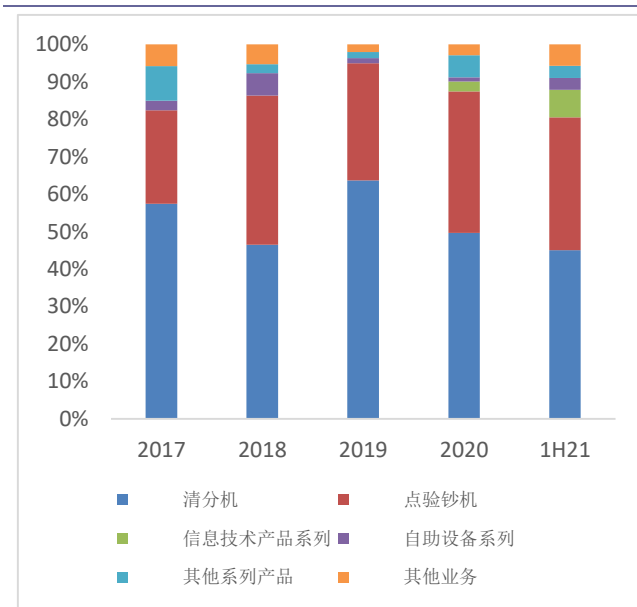


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

金融机具仍构成主要营收，毛利率较为稳定；信息服务业务占比逐渐提升。

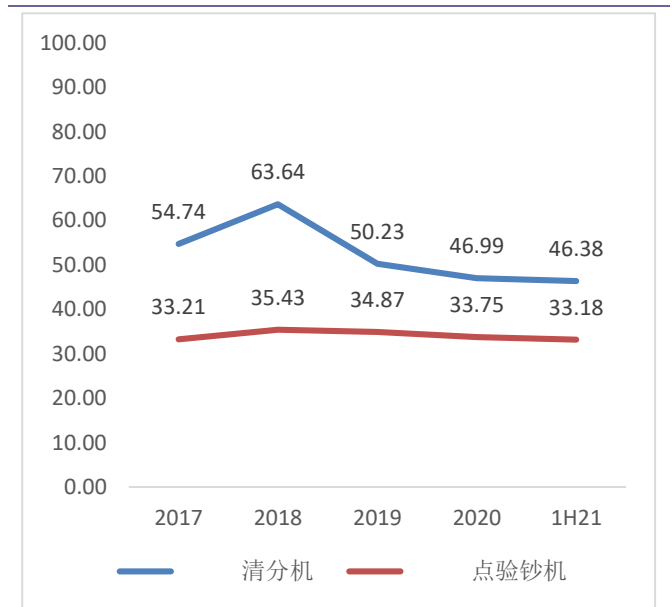
2017-1H21，点验钞机与清分机收入占比一直保持在 81%左右，其中清分机毛利率较高，毛利率区间在 46%-50%，点验钞机毛利率区间在 33%-35%；自 2020 年开始形成收入的信息技术产品占营收的比重从 2020 年的 2.63% 增至 21 年上半年的 7.28%。

图表 6: 2017-1H21 主营构成拆分



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 7: 2017-1H21 主营业务毛利率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

（三）股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益

股权结构稳定，股权激励彰显公司发展信心。董事长、总经理陈崇军先生为公司第一大股东，持股比例为 28.39%。2022 年 1 月 20 日，公司发布 22 年股权激励计划，此次计划拟向激励对象授予限制性股票总计 1800.00 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 30404.70 万股的 5.92%。激励计划首次授予部分限制性股票的授予价格为 19.31 元/股。股权激励的考核条件为 2022-2024 年的收入不低于 6.00/7.90/10.68 亿元。

图表 8：公司前十大股东排名（截止 2021 年三季度）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	陈崇军	86,325,750	28.3900
2	张海斌	9,899,000	3.2600
3	秦映雪	8,052,100	2.6500
4	房乔平	4,968,300	1.6300
5	章佳佳	3,943,550	1.3000
6	薛美爱	3,532,420	1.1600
7	秦映月	3,174,950	1.0400
8	王彩平	2,835,450	0.9300
9	张勇	2,745,289	0.9000
10	郑上洁	2,703,690	0.8900

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

二、传统业务为基石，积极布局数字人民币业务

（一）数字人民币：出纳机与硬钱包市场空间广阔

数字人民币布局进程加速。年初至今，随着冬奥会的召开及相关政策的落地，数字人民币布局进程稳中有进。1 月 4 日，数字人民币 APP 上架安卓各大应用商店与苹果 AppStore、微信支付上线数字人民币钱包、多家互联网平台接入数字人民币系统，相关试点及支付应用场景正逐步落地。1 月 12 日，央行北京资管部“2022 年工作会议”上指出，数字人民币冬奥场景试点稳妥推进，实现 7 大场景全覆盖，开展 3 场大型数字人民币试点活动，落地场景 40.3 万个，交易金额 96 亿元。

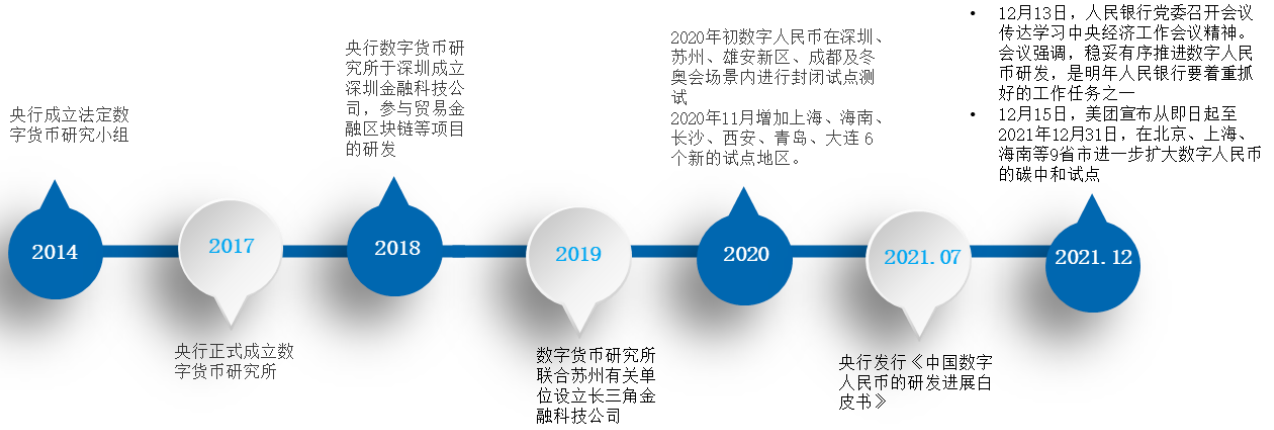
图表 9：北京冬奥会中国银行网点及数字人民币受理设备



资料来源：新京报，太平洋证券整理

多政策强调数字经济与数字人民币。1月初，央行发布《金融科技发展规划（2022-2025年）》，提出包括强化金融科技治理、深化数字技术金融应用、健全安全高效的金融科技创新体系、深化金融服务智慧再造等在内的八个重点任务，强调金融科技与数字技术的应用；1月13日，国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》，指出将稳妥推进数字人民币研发，有序开展可控试点。2月8日，中国人民银行会同市场监管总局、银保监会、证监会联合印发《金融标准化“十四五”发展规划》，其中提出，稳妥推进法定数字货币标准研制，综合考量安全可信基础设施、发行系统与存储系统、登记中心、支付交易通信模块、终端应用等，探索建立完善法定数字货币基础架构标准。相关政策的密集出台催化数币行业需求，数字货币相关产业链各环节厂商迎来机遇与想象空间。

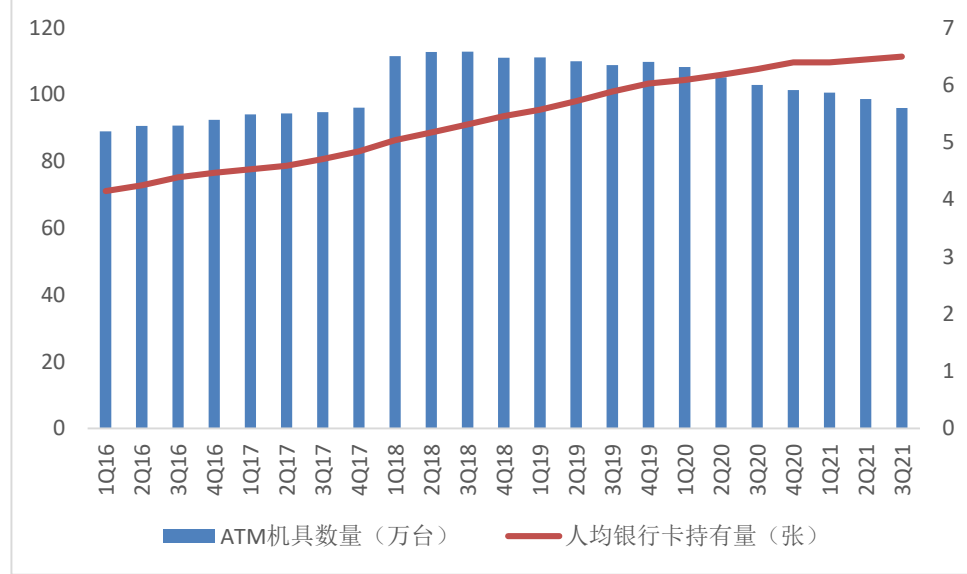
图表 10：数字人民币发展进程



资料来源：公开信息，太平洋证券整理

硬件端，银行存量设备改造与数字货币硬钱包及相关机具空间广阔。根据我们的草根调研，目前数字货币出纳机的单价约在 4 万元左右，应用场景包括银行网点、商场、火车站等，可以认为基本与 ATM 机具的数量大体相同。根据中国人民银行发布的《2021 年第三季度支付体系运行总体情况》，目前我国 ATM 机具的存量为 96 万台，因此数字货币出纳机市场大概为 400 亿元。数字货币硬钱包的单价为 100 元左右，优点在于离线无网络也可支付。一个可比的数据是银行卡，目前我国人均银行卡数量为 6.5 张。考虑其作为零钱包的使用属性更强，假设人均数字货币硬钱包为 1 张，则市场空间大概为 1400 亿元。

图表 11：2016-3Q21 我国 ATM 机具数量及人均银行卡持有量



资料来源：中国人民银行，太平洋证券研究院

公司积极布局数字货币业务，主要涉及出纳机与硬钱包领域。在出纳机领域，公司目前已设计并研发出的分体式柜员出纳机。该出纳机是根据国内银行现状量身定做的一款现金循环柜员出纳机，可支持软、硬钱包充值提现，以及数字人民币软、硬钱包开通等。该自助设备可满足数字人民币规模推广使用后的设备需求。

在数字人民币硬钱包领域，公司的 NFC 数字硬钱包采用 CC EAL 6+ 高安全芯片，其私钥存储在安全芯片内，需要用户在硬钱包上确认后电子签名授权才能支付，更好的解决了双离线情况下的安全支付问题，目前正参与某国有银行的数字人民币硬钱包产品测试。同时公司推出了数字硬钱包智能贩卖机，在方便各大银行对数币普及的同时能够有效降低人员成本。

（二）“金标”规范金融机具，传统业务仍存在国产化空间

“金标”规范金融机具，促使行业逐渐向国产头部厂商集中。2017年7月6日，央行发布《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，该标准规定了人民币现金机具鉴别能力的技术要求、测试方法和检验规则，划分了现金机具的种类，该标准于2018年开始实施。“金标”落地实施后将有助于行业的优胜劣汰，引导行业逐渐向国内

龙头公司集中，国内点钞机与纸币清分机等金融机具主要厂商包括古鳌科技、聚龙股份、广电运通、中钞信达等。

图表 12：央行对现金机具的分类

现金机具	纸币鉴别装置	纸币自动鉴别仪		
		集成单张鉴别模块的机具		
	批量纸币鉴别机具	非自助纸币鉴别机具	无拒钞仓的鉴别机具	金融机构用无拒钞仓的鉴别机具
				非金融机构用无拒钞仓的鉴别机具
		有拒钞仓的鉴别机具		
	自助纸币鉴别机具			
	其他纸币鉴别机具			
	硬币鉴别装置	硬币自动鉴别仪		
		集成单枚鉴别模块的机具		
		非自助硬币鉴别机具	金融机构用硬币鉴别机具	
非金融机构用硬币鉴别机具				
自助硬币鉴别机具		具有硬币自循环功能的自助硬币鉴别机具		
		无硬币自循环功能的自助硬币鉴别机具		
其他硬币鉴别机具				

资料来源：《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，太平洋证券研究院

图表 13：“金标”对纸币防伪的规范

序号	防伪特征	序号	防伪特征
1	纸币外形尺寸（长、宽）	10	安全线（贴膜）光学特征
2	可见光反射图文	11	精细镂空图文
3	可见光透视图文	12	电学特征
4	红外反射图文	13	光谱吸收特征
5	红外透视图文	14	透明视窗特征
6	荧光图文	15	水印特征
7	磁性图文	16	冠字号码
8	安全线磁性特征	17	厚度特征
9	印刷光变图文	18	其他防伪特征

资料来源：《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，太平洋证券研究院

图表 14：“金标”对硬币防伪的规范

序号	防伪特征	序号	防伪特征
1	硬币外形尺寸（直径）	8	单一合金币电磁特征
2	硬币厚度	9	金属电镀币电磁特征
3	硬币单枚质量特征	10	金属复合材料币电磁特征
4	硬币表面图文	11	双金属结构币电磁特征
5	硬币边部图文	12	硬币磁性特征
6	硬币微缩图文	13	其他特征
7	硬币隐形图文		

资料来源：《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，太平洋证券研究院

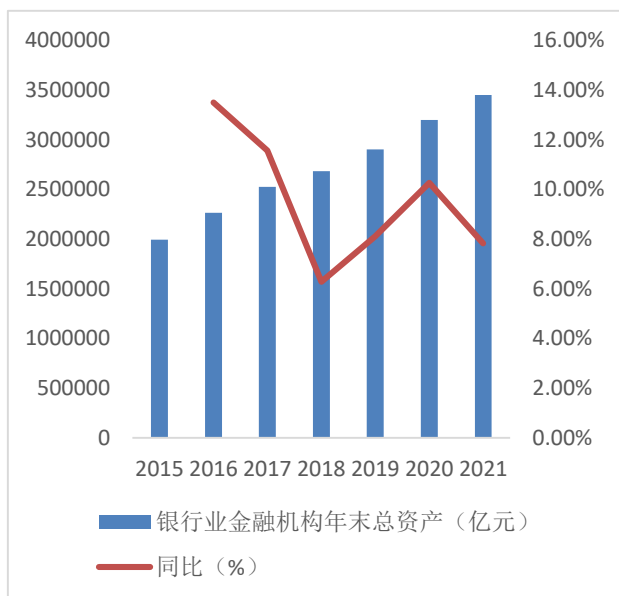
目前我国纸币清分机仍以进口为主，国产替代空间广阔。在小型纸币清分机市场上，凭借本土化与高性价比优势，本土厂商已占据超过 50% 的市场份额并呈逐步上升趋势，中大型清分机市场仍以进口为主，未来较长一段时间将为纸币与数字货币共存时期，加之我国银行业金融机构资产规模的不断增长，纸币清分机仍有较为稳定的市场需求。

图表 15：纸币清分机的分类

产品	出钞口	主要应用场所
小型纸币清分机	1-4 个	各商业银行分理处、支行和分行营业网点
中型纸币清分机	5-8 个	各银行的清算中心、现金处理中心和金库
大型纸币清分机	9 个以上	各银行的清算中心、现金处理中心和金库

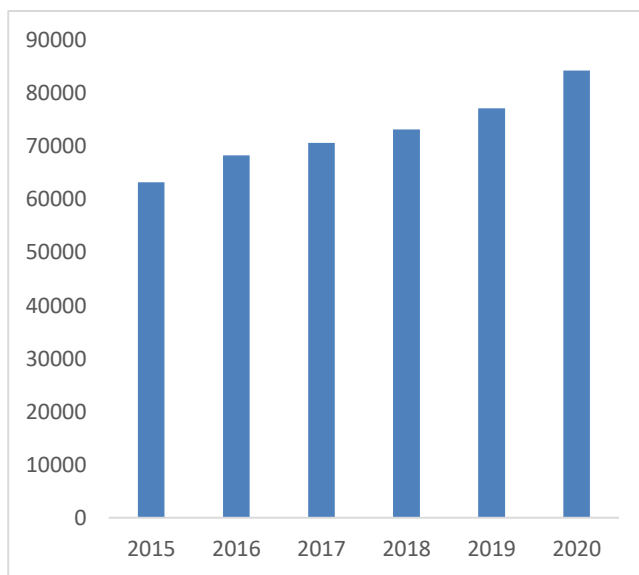
资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院

图表 16：2015-2021 年我国银行业金融机构资产规模（亿元）



资料来源：银保监会，太平洋证券研究院

图表 17：2015-2020 年我国流通中现金 (M0) 供应量 (亿元)



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

公司的纸币清分机采用世界领先的图像处理技术、模糊智能控制技术、多核并

行处理技术、精密机械制造技术、金属安全线、磁性油墨、磁码等多种鉴别技术，自主研发结合点验钞机与纸币扎把功能一体的清分扎把联体机。

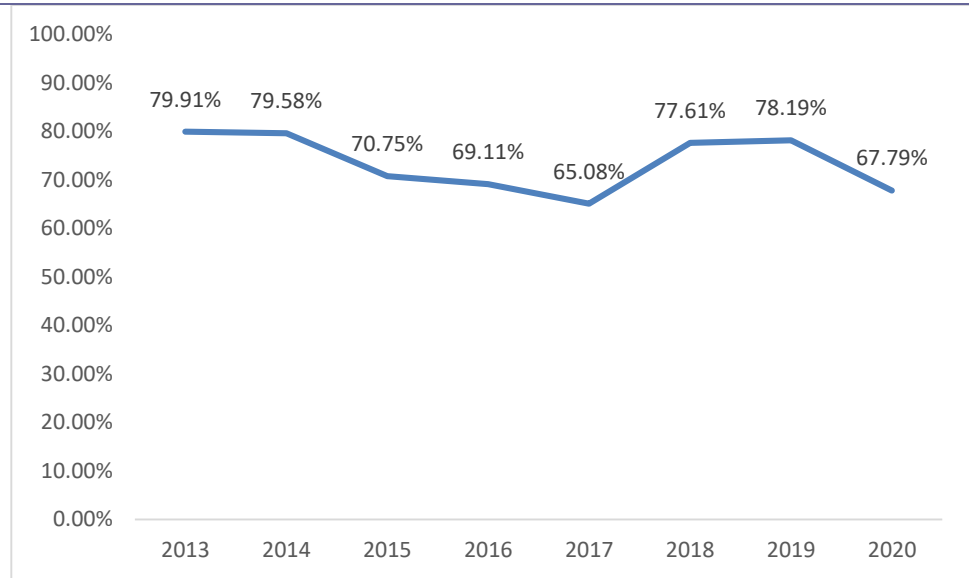
图表 18：公司清分扎把联体机



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

公司具备行业标杆客户优势。公司通过 20 余年行业 know-how 的积累，点验钞机与纸币清分机等产品及服务覆盖了包括工行、农行、建行、中行、交行等国内各大商业银行及股份制银行总行，并建立了从总行、省级分行到支行、至营业部的全国范围的客户网络，具备从银行相关系统维护、系统升级、人员培训等服务上的客户黏性。根据招股书披露，公司前五大客户占销售收入比重在 65%-75%，主要为工商银行、农业银行、建设银行、中国银行四大国有商业银行。

图表 19：公司前五大客户销售收入占比



资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

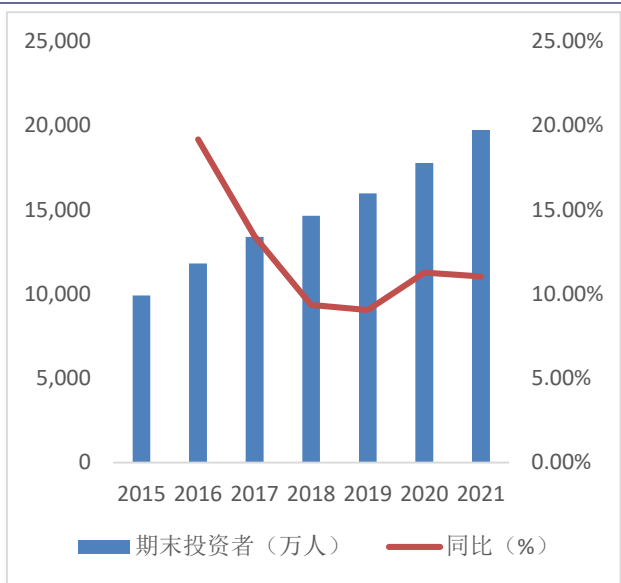
三、证券 IT 业务构筑公司第二增长曲线

(一) 东方高圣：打造“平台+专家+场景化”服务模式

目前国内金融信息服务行业的主要企业包括同花顺、东方财富、大智慧、指南针、益盟软件、麟龙股份、东方高圣等，其中同花顺与东方财富证券、期货市场信息服务业务较为全面，软件功能趋于平台化，客户群体相对庞大，采用“流量平台+证券服务”的模式，借助移动互联网时代下的红利，将流量变现，通过电信增值业务及广告业务获取收入。而东方高圣采用“平台+专家+场景化”模式，通过投顾投教团队进行引流，打造私域粉丝并通过深度体现完成用户的转化，并通过多场景平台与多 IP 服务实现客户留存。

根据中国证券结算登记有限公司数据，截止 2022 年 1 月，我国投资者数量达 1.99 亿户，同比增长 10.49%。2015-2021 年我国投资者人数呈现稳定增长的趋势，二级市场流通市值以及 IPO 公司家数均呈现高增长，为我国股市发展注入动能。个人投资者在信息搜集与信息获取方面存在相对劣势，对金融信息服务行业存在旺盛的需求。

图表 20：2015-2021 年我国投资者人数及增长



资料来源：CSDC，太平洋证券研究院

图表 21：2015-2020 年我国股市流通市值、上市公司总数及 IPO 情况

年份	流通市值 (万亿元)	上市公司总数	IPO 家数
2015	41.793	2827	222
2016	39.340	3052	227
2017	44.930	3485	438
2018	35.379	3584	105
2019	48.346	3777	203
2020	64.361	4154	437
2021	75.156	4615	524

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

东方高圣成立于 1998 年，致力于打造面向个人投资者的专业化投顾平台，为用户提供分类、分级、分场景的产品及服务。业务流程包括主要包括引流、承接与赋能三个阶段，在引流阶段，通过数字 TV、网络电视、自媒体平台及同业平台等渠道进行，形成专业 IP 的“网红带货模式”，在此过程中通过内容适配与内容质量提升引流效率；在承接端，通过公司服务号、企业微信、APP、PC、IP 导师订阅号、专属 PC 端软件等渠道，经过对用户分类与场景化进行服务，通过粉丝经济与产品赋能提升用户转化与留存率；在赋能端，基于东高强大的金融科技与产品研发能力，打造投研中台、教学中台与运营系统，提升导师效率与研发、服务能力，为用户体验提供保障。最终形成“公司服务号+APP+PC 软件”的多场景平台，实现用户的转化率、活跃度以及客单价的提升。

东高主要产品有四种：懂牛股票、东方股票 APP、东方股票 PC 版、投研中台。主要面向 C 端用户，提供股票投资建议、咨询、视频教学、行情显示、智能监控、基本面数字因子等服务。其智能产品为用户提供 AI 个股研报、火力线报资讯；具备形态选股、北向指标等工具；为用户提供早盘擒龙、竞价选股、公告掘金等策略。结合东高投顾讲师团队，为用户提供专业的实时接盘、投资机会分享、投教课程等

服务。

图表 22：懂牛股票界面



资料来源：东方高圣，太平洋证券研究院

图表 23：东方股票界面

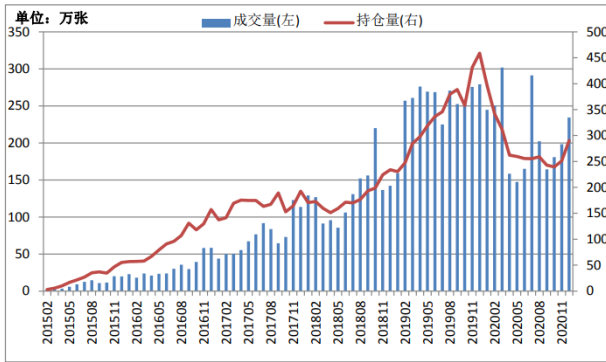


资料来源：东方高圣，太平洋证券研究院

（二）钱育科技：乘期权市场发展东风，期权交易系统收入将迎来高速增长

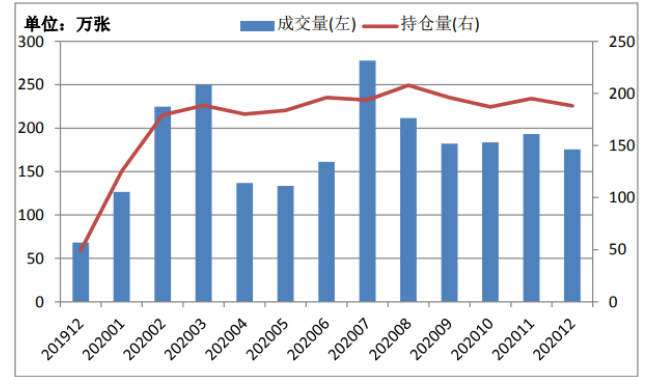
我国期权市场发展迅速，为期权交易厂商的发展培育沃土。从发展趋势来看，国内金融衍生品增长较快，参与机构越来越多，客户需求分化，呈现多样化的趋势，市场应用场外期权进行风险管理的需求日益增加，未来发展空间巨大。以上交所为例，截至 2020 年末，上交所期权投资者账户总数为 48.97 万，年内新增 7.64 万户，月均新增 6365 户。其下的上证 50ETF 期权与上证 50ETF 期权日均成交量及日均未平仓数量均呈现快速增长。2020 年，上交所 ETF 期权合约累计成交 9.82 亿张，日均成交 404.32 万张，日均持仓 465.23 万张。累计成交面值 36.83 万亿元，日均成交面值 1515.43 亿元，累计权利金成交 7167.08 亿元，日均权利金成交 29.49 亿元，日益增长的成交量及持仓量推动期权交易系统的需求。

图表 24: 上证 50ETF 期权历年逐月日均成交量及日均未平仓合约数情况



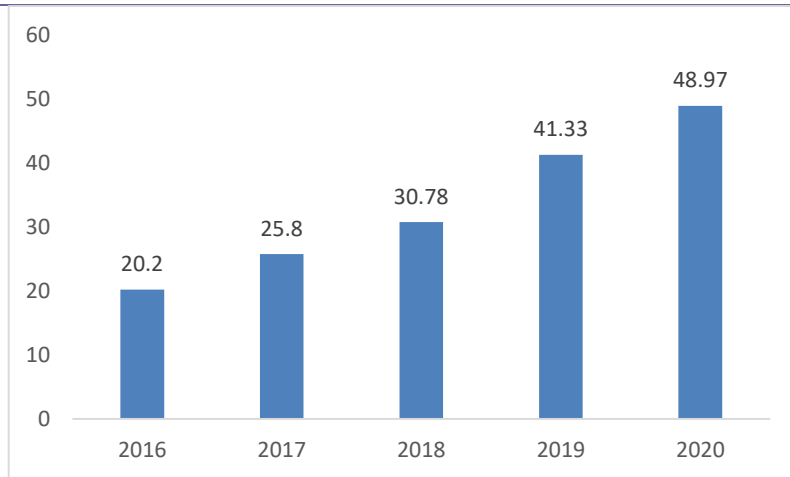
资料来源:《上海证券交易所股票期权市场发展报告(2020)》, 太平洋证券研究院

图表 25: 沪深 300ETF 期权历年逐月日均成交量及日均未平仓合约数情况



资料来源:《上海证券交易所股票期权市场发展报告(2020)》, 太平洋证券研究院

图表 26: 上交所期权投资者账户总数 (万户)



资料来源:《上海证券交易所股票期权市场发展报告(2020)》, 太平洋证券研究院

控股子公司钱育科技专注于期权交易系统的开发, 目前已完成高端期权交易的场内及场外系统, 全面支持六大交易所所有品种的场内对冲交易需求。公司的核心产品有两块:

- 1) QWIN 场外期权管理系统: 支持场外产品的订单管理、风险管理, 并提供系统管理、客户管理、产品设计、风险控制、交易等功能。
- 2) QWIN 期权策略交易系统: 支持闪电下单、期权手动下单、期权自动下单、一般委托、合成期货、合成价差、价差下单、T 型报价等功能。

公司的 QIN 产品系列已经获得多家知名证券期货公司的认可，包括中信证券、中粮期货、银河期货、申万期货、国投安信期货等。

图表 27：QWIN 期权策略交易系统



资料来源：钱育科技，太平洋证券研究院

图表 28：钱育科技合作伙伴



资料来源：钱育科技，太平洋证券研究院

四、投资建议

公司总经理宣布增持公司，彰显对公司未来前景发展的信心，同时我们看好公司极具潜力的数字货币业务。预计公司 21-23 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.29 元和 0.54 元，给与买入评级。

五、风险提示

数字货币落地不及预期；行业竞争加剧。

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	292.07	262.87	630.88	851.68
营业成本	169.66	157.72	302.82	340.67
营业税金及附加	2.54	2.63	6.31	8.52
销售费用	59.26	52.57	126.18	170.34
管理费用	24.60	22.34	50.47	68.13
财务费用	0.66	-11.21	-10.85	-10.76
资产减值损失	-3.12	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.77	2.00	2.00	2.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	27.32	31.90	108.56	203.10
其他非经营损益	-0.88	3.47	3.23	3.06
利润总额	26.44	35.36	111.79	206.16
所得税	2.23	4.55	12.90	23.62
净利润	24.21	30.82	98.89	182.54
少数股东损益	0.22	-3.60	-3.60	-3.60
归属母公司股东净利润	23.99	34.42	102.49	186.14
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	344.95	397.15	305.41	372.31
应收和预付款项	150.71	142.90	326.24	438.44
存货	148.70	139.28	278.57	314.96
其他流动资产	0.57	0.06	0.15	0.20
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	103.92	102.63	100.66	98.03
无形资产和开发支出	52.10	47.84	43.59	39.33
其他非流动资产	-250.33	-253.88	-253.88	-253.88
资产总计	837.80	863.14	1087.91	1296.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	112.05	120.92	224.04	257.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	93.48	81.85	98.02	102.24
负债合计	205.53	202.76	322.05	359.72
股本	202.75	347.83	347.83	347.83
资本公积	134.61	-10.47	0.00	0.00
留存收益	295.80	327.51	426.12	600.71
归属母公司股东权益	622.41	654.12	763.20	937.78
少数股东权益	9.86	6.26	2.66	-0.94

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	24.21	30.82	98.89	182.54
折旧与摊销	21.25	19.11	16.22	16.88
财务费用	0.66	-11.21	-10.85	-10.76
资产减值损失	-3.12	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	82.48	16.56	-203.96	-111.06
其他	-60.76	-4.08	-1.48	-1.91
经营活动现金流净额	64.72	51.19	-101.18	75.69
资本支出	-0.21	-10.00	-10.00	-10.00
其他	31.44	2.51	2.00	2.00
投资活动现金流净额	31.22	-7.49	-8.00	-8.00
短期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	7.80	0.00	10.47	0.00
支付股利	-5.07	-2.70	-3.88	-11.55
其他	-8.97	11.21	10.85	10.76
筹资活动现金流净额	-36.24	8.51	17.44	-0.79
现金流量净额	57.66	52.20	-91.74	66.90
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	-37.36%	-10.00%	140.00%	35.00%
营业利润增长率	-61.12%	16.73%	240.35%	87.09%
净利润增长率	-46.14%	27.26%	220.91%	84.59%
EBITDA 增长率	-39.78%	-19.17%	186.29%	83.65%
获利能力				
毛利率	41.91%	40.00%	52.00%	60.00%
期间费率	39.72%	35.24%	37.28%	37.74%
净利率	8.29%	11.72%	15.68%	21.43%
ROE	3.83%	4.67%	12.91%	19.48%
ROA	2.89%	3.57%	9.09%	14.08%
ROIC	7.13%	6.03%	20.51%	26.99%
EBITDA/销售收入	16.86%	15.14%	18.06%	24.57%
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.31	0.65	0.71
固定资产周转率	2.82	2.69	6.58	9.10
应收账款周转率	1.76	2.06	3.05	2.50
存货周转率	1.02	1.00	1.36	1.10
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	145.62%	—	—	—
资本结构				

股东权益合计	632.27	660.38	765.86	936.84	资产负债率	24.53%	23.49%	29.60%	27.74%
负债和股东权益合计	837.80	863.14	1087.91	1296.56	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	4.57	4.91	3.53	3.81
EBITDA	49.23	39.79	113.92	209.22	速动比率	3.51	3.90	2.45	2.74
PE	259.23	180.71	60.68	33.41	每股指标				
PB	9.84	9.42	8.12	6.64	每股收益	0.07	0.10	0.29	0.54
PS	21.29	23.66	9.86	7.30	每股净资产	1.82	1.90	2.20	2.69
EV/EBITDA	66.41	146.04	51.81	27.89	每股经营现金	0.19	0.15	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。