

# 古鳌科技 (300551)

## “金标”重塑百亿替代市场，公司战略转型升级加速

买入（首次）

2020年05月12日

证券分析师 郝彪

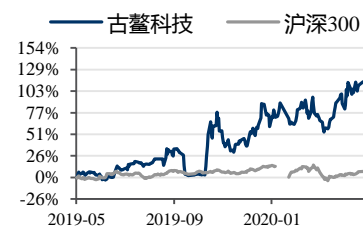
执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	466	621	756	877
同比（%）	77.4%	33.2%	21.7%	16.0%
归母净利润（百万元）	45	67	82	100
同比（%）	255.3%	49.6%	22.5%	21.8%
每股收益（元/股）	0.40	0.60	0.73	0.89
P/E（倍）	88.50	59.18	48.32	39.66

### 股价走势



### 投资要点

- **“金标”第一次统一规范现金机具，重塑竞争格局淘汰落后产能利好行业龙头。**人民银行发布的《人民币现金机具鉴别能力技术规范》第一次将之前没有任何鉴别标准可依的现金机具统一规范起来，将重塑行业竞争格局，依靠低质低价竞争，例如贴牌、作坊式运作的公司，由于不具备足够的自主研发能力，无法快速跟上行业步伐，将逐步被市场淘汰。
- **清分机替代空间 51-91 亿元，点钞机替代空间 37-55 亿元，集中在今明两年完成替换，少数国内厂商角逐该市场。**截至 2019 年底，我国银行网点共有 22.8 万个，本轮替代范围将基本覆盖我国所有银行网点。我们估测，每个网点清分机平均采购规模 3-5 万元，点钞机平均采购规模 2-3 万元，假设 80% 银行网点重新采购，那么替代规模分别达 55-91、37-55 亿元。绝大多数银行在 2019 年正式开启并完成了新的现金机具招标。我们判断中标公司的收入会在今明两年集中体现。国产趋势已定，招标数据显示份额向本土龙头集中，从银行采购项目结果可看出，古鳌科技、聚龙股份、中钞信达、广电运通等基本垄断了入围候选人名单。
- **公司银行自助设备有望成为新增长点。**国内各大银行均已将智慧银行网点转型升级作为战略重点并积极推进实施，22 余万银行网点转型将产生大量的自助设备需求。和现金处理设备相比，自助设备尤其是非现金自助设备处于市场快速增长期，产品功能尚未定型，各厂商之间的产品与增值服务存在一定的差异性，因而自助设备的毛利率较高。公司此前已对智慧银行系列产品研发布局，将从研发期进入销售阶段。公司智慧银行系列产品，尤其是智能保管柜和智能印鉴卡柜，有望成为新增长点。
- **公司战略转型升级加快。**公司上市后一直谋求主营业务的转型升级，2020 年 4 月公司以 2400 万元收购钱育信息 60% 股权（专注期权交易系统开发）探索战略转型升级。4 月底公司发布非公开发行预案，向三名特定对象募资不超过 4.5 亿元（发行价 23.91 元/股）。引入战略投资者将加快公司在金融科技领域的战略转型升级，双方在技术、产品、客户、人才及专家资源共享等多方面开展合作，同时战略投资者在公司主业及上下游的并购重组等产业运作中协助提供包括资本在内的全方位支持。
- **盈利预测和投资评级：**预计 2020-2022 年净利润分别为 0.67/0.82/1.00 亿元，现价对应 PE 分别为 59/48/40 倍。回顾上一轮银行现金机具采购周期，聚龙股份的 PE (TTM) 平均值 50 倍，可作为古鳌估值下限的安全垫。考虑到公司新自主产品放量在即，同时未来业务转型升级的增长预期，理应享有溢价，并且对标行业公司 2019 年平均静态估值达到 112 倍，古鳌静态估值为 88.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响银行采购进度，业务战略升级缓慢

### 市场数据

收盘价(元)	35.33
一年最低/最高价	14.05/35.75
市净率(倍)	6.82
流通 A 股市值(百万元)	2743.18

### 基础数据

每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	26.42
总股本(百万股)	112.64
流通 A 股(百万股)	77.64

### 相关研究

## 内容目录

1. 行业迎来政策替代期，推出股权激励彰显发展信心 .....	4
2. 银行现金机具更新换代，智慧自主设备放量在即 .....	6
2.1. “金标”发布，替代空间近百亿，预计今明两年完成替换 .....	6
2.2. 国产趋势已定，招标数据显示份额向本土龙头集中 .....	8
2.3. 银行网点智慧转型如火如荼，智慧银行产品有望成为公司新增长点 .....	12
3. 公司业务转型升级加速 .....	14
3.1. 收购钱育信息 60% 股权，探索业务转型升级 .....	14
3.2. 定增引入战略投资者，加快战略转型升级 .....	15
4. 盈利预测和投资评级 .....	17
5. 风险提示 .....	18

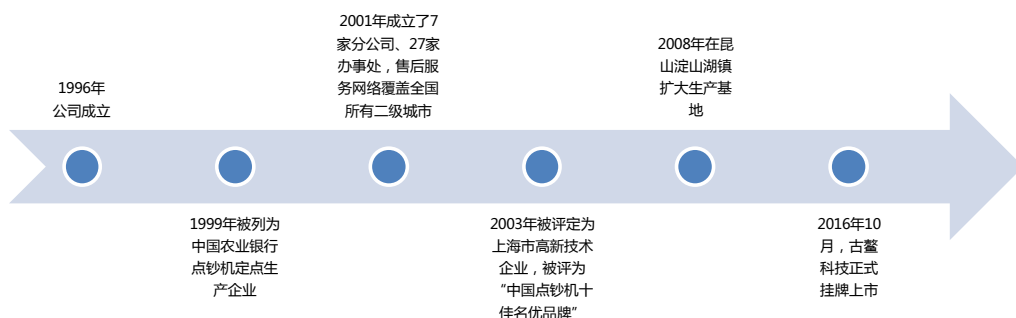
## 图表目录

图 1: 古鳌科技发展历程 .....	4
图 2: 古鳌科技主要产品 .....	4
图 3: 古鳌科技营业收入 (亿元) 及增速 .....	5
图 4: 古鳌科技归母净利润 (亿元) 及增速 .....	5
图 5: 古鳌科技营收结构 (亿元) .....	5
图 6: 古鳌科技毛利率和净利率 (%) .....	6
图 7: 现金机具分类 .....	7
图 8: 纸币鉴别机具鉴别能力要求 .....	7
图 9: 硬币鉴别机具鉴别能力要求 .....	7
图 10: 中国各银行网点数量 (万) .....	8
图 11: 国有银行和股份制银行的营业网点数量 (截至 2020.5.4) .....	8
图 12: 建设银行现金机具采购项目中标公示 .....	9
图 13: 中国邮政集团点验钞机和纸币清分机设备集中采购项目评标结果公示 .....	9
图 14: 交通银行部分现金机具采购项目中标结果 .....	10
图 15: 光大银行出纳机具选型入围采购项目结果公示 .....	11
图 16: 古鳌科技和聚龙股份 2019 年以来公告的银行产品入围情况 .....	11
图 17: 古鳌科技首次公开发行募投项目 (万元) .....	12
图 18: 古鳌科技变更募投项目 (万元) .....	12
图 19: 我国银行网点自助设备台数与交易额 .....	12
图 20: 我国银行业平均离柜率 .....	12
图 21: 古鳌科技智慧银行系列产品 .....	13
图 22: 智能保管柜 .....	14
图 23: 智能印鉴卡柜 .....	14
图 24: 钱育信息合作伙伴 .....	15
图 25: 非公开发行预案的募投项目 .....	15
图 26: 非公开发行对象认购金额上限 .....	15
图 27: 点证科技发展历程 .....	16
图 28: 古鳌科技收入预测 (亿元) .....	17
图 29: 聚龙股份估值分析 (PE-TTM) .....	17
图 30: 可比公司盈利预测 (均取自 Wind 一致预期, 截至 20200512) .....	18

## 1. 行业迎来政策替代期，推出股权激励彰显发展信心

古鳌科技于 1996 年成立，专业从事智慧金融系统整体解决方案，为国内外金融领域提供智能清分、智能自助、货币反假、货币安全、金融信息化系统等服务，是工行、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的入围供应商。2016 年公司在深交所创业板挂牌上市。

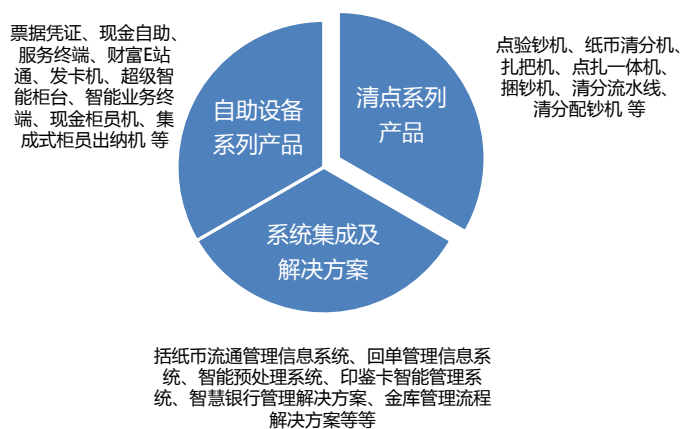
图 1：古鳌科技发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司主要产品包括，**1、系统集成及解决方案：**产品包括纸币流通管理信息系统、回单管理信息系统、智能预处理系统、印鉴卡智能管理系统、智慧银行管理解决方案、金库管理流程解决方案等；**2、自助设备系列产品：**产品包括票据凭证、现金自助、服务终端、财富E站通、发卡机、超级智能柜台、智能业务终端、现金柜员机、集成式柜员出纳机等；**3、清点系列产品：**产品包括点验钞机、纸币清分机、扎把机、点扎一体机、捆钞机、清分流水线、清分配钞机等、纸硬币兑换机等。

图 2：古鳌科技主要产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受益金融机具新标准带来的更新替代新周期，公司迎来高速发展期。2011-2014 年

公司快速发展，营收从 1.2 亿元增长至 3.3 亿，归母净利润从 0.13 亿元增长至 0.56 亿。2014 年开始，公司发展进入下滑期，营收滞涨维持在 2.6 亿元附近，归母净利润下滑明显，主要是公司业务受到互联网等新型支付工具的冲击。2019 年随着金融机具新标准带来的更新替代新周期，公司业绩实现高速增长，营收和归母净利润分别同比增长 77%、255%。2020 年 Q1 公司业绩受疫情影响，实现营收 0.38 亿元，同比下降 6.48%；归母净利润亏损 808 万元，去年同期亏损 932 万元。全年看，金融机具更新替代周期基本不受疫情影响，公司业绩仍有望保持较快增长。

图 3：古鳌科技营业收入（亿元）及增速

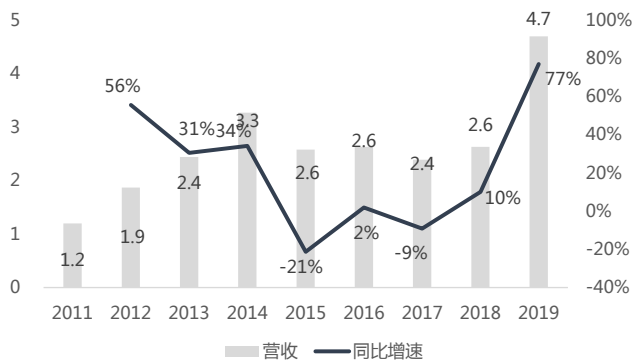
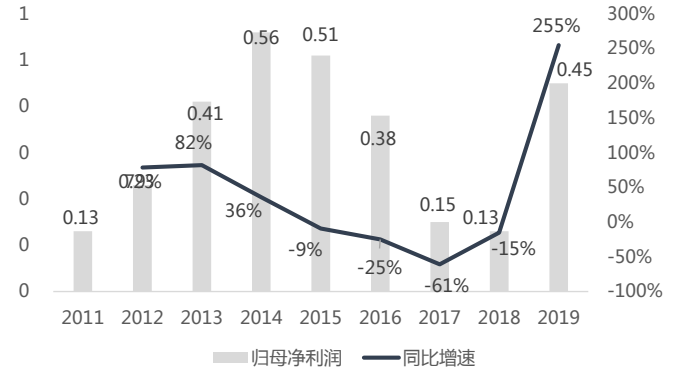


图 4：古鳌科技归母净利润（亿元）及增速

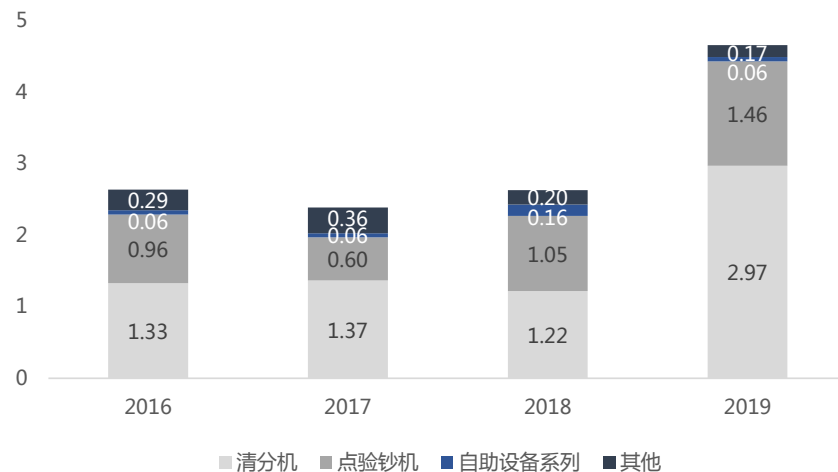


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

清分机和点验钞机是公司营收主要来源，清分机是拉动公司 2019 年收入高速增长的主要产品。公司营收来源主要是清分机、点验钞机、自助设备以及其他。其中，清分机和点验钞机占比较大，2019 年公司实现总营收 4.66 亿元，清分机收入 2.97 亿元，占比 63.7%，点验钞机收入 1.46 亿元，占比 31.3%。其中，受益于《人民币现金机具鉴别能力技术规范》金融行业标准正式实施，清分机收入增长明显，2019 年同比增长 143%，是拉动公司收入高速增长的主要产品。

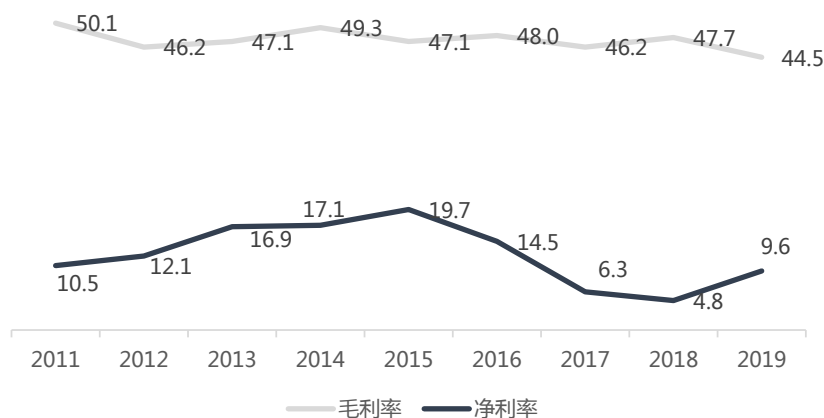
图 5：古鳌科技营收结构（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**毛利率总体稳定，净利率波动明显。**公司总体毛利率多年来在 44%-51% 之间，相对比较稳定，并没有随着公司发展上行或发展下行期而波动明显，在 2014-2018 年公司发展进入下行期间，毛利率未明显下降。2019 年毛利率有所下降主要是收入占比过半的清分系列 2019 年毛利率较 2018 年下降了 10.18pct（2018 和 2019 年清分系列毛利率分别为 60.41%、50.23%）。公司净利率随公司发展状况上下波动明显。

图 6：古鳌科技毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**发布股权激励计划，公司有望在未来几年行业机遇期高速发展。**2019 年 3 月，公司发布限制性股票激励计划，并于 2019 年 5 月向 47 名激励对象授予 260 万股限制性股票，授予价格 7 元/股。未来三年解禁条件分别为：以 2018 年净利润为基数公司 2019 年净利润增长率不低于 40%、以 2018 年净利润为基数公司 2020 年净利润增长率不低于 70%、以 2018 年净利润为基数公司 2021 年净利润增长率不低于 100%。预计共需要摊销费用 2020.2 万元，2019-2021 年各自分别摊销 859.83、784.00、306.63、69.74 万元。股权激励将有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，充分调动员工积极性，在未来几年行业机遇期为高速发展奠定基础。

## 2. 银行现金机具更新换代，智慧自主设备放量在即

### 2.1. “金标”发布，替代空间近百亿，预计今明两年完成替换

央行发布《人民币现金机具鉴别能力技术规范》整治现金机具行业乱象。一直以来，我国除了对人民币鉴别仪实施生产许可管理外，对于大量的存取款一体机、清分机等社会现金接受设备，缺乏管理制度和技术标准，使得现金机具行业存在乱象。为此人民银行于 2017 年 7 月 6 日发布，2018 年 1 月 1 日起正式实施《人民币现金机具鉴别能力技术规范》（简称“金标”）。



“金标”第一次将现金机具统一规范。“金标”第一次对人民币鉴别设备的鉴伪能力进行了规范，将之前没有任何鉴伪标准可依的现金机具统一规范起来，包括对现金机具的分类、纸币和硬币防伪特征分类、鉴别能力要求、具体纸币和硬币鉴别能力测试范围等（速度、单项能力、稳定性等）都做了详细的说明。

图 7：现金机具分类

现金机具	纸币鉴别机具	单张纸币鉴别装置	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	
				有拒钞仓的鉴别机具	非金融机构用无拒钞仓的鉴别机具	
			自助纸币鉴别机具			
	其他纸币鉴别机具					
	硬币鉴别机具	单枚硬币鉴别装置	硬币自动鉴别仪			
			集成单枚鉴别模块的机具			
		批量硬币鉴别机具	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						

数据来源：《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，东吴证券研究所

“金标”发布重塑竞争格局，淘汰靠低质低价竞争的落后作坊式公司和不具备足够研发能力的小公司。在“金标”实施前，由于缺乏指导，在机具行业，无论是生产、销售还是质量管理方面，都存在激烈的非良性竞争。企业间低价竞争，存在产品以次充好、无证生产的现象，不仅损害了用户利益和行业利益，也不利于机具行业的健康可持续发展，甚至会危害国家金融安全。“金标”实施后，银行业金融机构开始纷纷采购“金标”机具，替代原有的国标点钞机以及无鉴伪标准的清分机、现金自助设备等。目前银行业金融机构选择的现金机具必须符合“金标”标准，因而争取通过检测继而进入合格产品名录成为现金机具企业提升技术水平、加快研发的压力和动力。那些靠低质低价竞争，例如贴牌、作坊式运作的公司，由于不具备足够的自主研发能力，无法快速跟上行业步伐，将逐步被市场淘汰。

图 8：纸币鉴别机具鉴别能力要求

图 9：硬币鉴别机具鉴别能力要求

设备	项目						
	鉴别速度 (张/分)	漏识率 (%)	误识率 (%)	冠字号字符 误读率 (%)	拒钞率 (%)		
纸币自动鉴别仪	-	0	0	-	≤0.2		
集成单张鉴别模块的机具	-	0	0	-	≤0.2		
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	≥900	0	≤0.02	≤0.03	≤0.2
		非金融机构用无拒 钞仓的鉴别机具	≥900	0	≤0.05	≤0.03	≤0.2
	有拒钞仓的鉴别机具	≥750	0	≤0.02	≤0.03	≤0.2	
自助纸币鉴别机具	≥300	0	≤1	≤0.03	≤5		

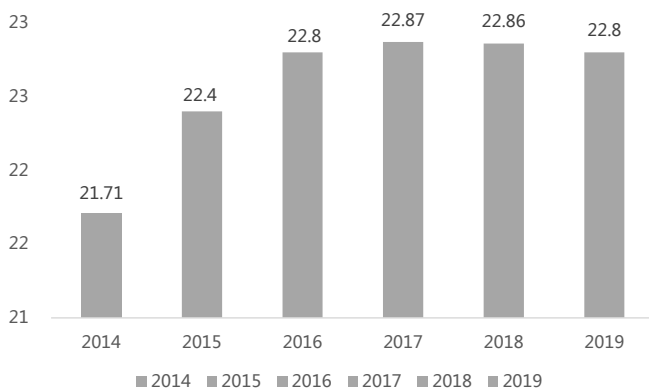
数据来源：《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，东吴  
证券研究所

设备	鉴别速度 (枚/分)	漏识率 (%)	误识率 (%)
硬币自动鉴别仪	-	0	≤1
集成单枚鉴别模块的机具	-	0	≤1
非自助硬币 鉴别机具	金融机构用硬币鉴别机具	≥600	0
	非金融机构用硬币鉴别机具	≥600	0
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	≥60	0
	无硬币自循环功能的自助硬币鉴别机具	≥300	0

数据来源：《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，东吴证  
券研究所

**替代空间近百亿，中标企业的收入将集中在今明两年体现。**根据中国银行业社会责  
任报告，截至 2019 年底，我国银行网点共有 22.8 万个。本轮因“金标”导致的现金机  
具替代范围，除了极少数在近两年采购的金融机具可以采取升级的方式达到要求（从聚  
龙股份和古鳌科技近两年的营收大幅下滑可以看出，近两年采购量很小），大多数银行  
网点将重新采购符合“金标”要求的金融机具，因此本轮替代范围将基本覆盖我国所有  
银行网点。我们保守估测，每个网点的平均采购规模 5 万元，80% 银行网点将重新采购，  
那么替代规模达 91 亿元。尽管《人民币现金机具鉴别能力技术规范》在 2018 年 1 月 1  
日正式实施，但 2018 年基本处于测试准备中，基本所有银行在 2019 年才正式开启并完  
成了新现金机具的招标。2019 年对相应中标公司的收入贡献还不会太大，预计会在今明  
两年集中体现。

图 10：中国各银行网点数量（万）



数据来源：中国银行业社会责任报告，东吴证券研究所

图 11：国有银行和股份制银行的营业网点数量（截至  
2020.5.4）

工商银行	16042	招商银行	1827
农业银行	23060	浦发银行	1605
交通银行	3109	中信银行	1481
建设银行	14863	光大银行	1702
中国银行	10591	华夏银行	1044
邮政储蓄银行	39924	民生银行	2514
<b>六大行合计</b>	<b>107589</b>	广发银行	865
		兴业银行	2029
		平安银行	1066
		浙商银行	260
		恒丰银行	337
		渤海银行	243
		<b>十二家股份制银行合计</b>	<b>14973</b>

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

## 2.2. 国产趋势已定，招标数据显示份额向本土龙头集中

国产趋势已定，本轮采购周期利好本土龙头厂商。自 2015、2016 年左右，银行开



始将国产机具和进口机具合在一起进行招标，价格因素的重要性开始凸显，一般来说进口机具的价格是国产机具价格的 2-3 倍甚至更高，国产机性价比优势明显。在国产替代意愿强烈并且技术水准相差不大的情况下，原先日系和德系等厂商的份额逐步被国有厂商替代，相关项目中标候选人基本是国内竞争厂商，代表企业包括古鳌科技、聚龙股份、中钞信达、广电运通、新北洋、维融科技等。在“金标”将产品门槛提高后，本轮采购大周期将利好龙头厂商。

从邮储集团、建设银行、交通银行、光大银行四个银行的采购中标结果看，国内几个龙头厂商基本垄断了入围候选人。

**建设银行：**古鳌科技和聚龙股份是建行采购项目中标最多的厂商。2019 年 6 月，建设银行全行人民币/外币点验钞机采购、全行纸币清分机采购、全行人民币点扎一体机采购几个项目中标结果公示，可以看出古鳌科技、聚龙股份、广电运通，以及中钞信达和维融科技基本垄断了入围候选人名单。

图 12：建设银行现金机具采购项目中标公示

采购项目	中标人
两口半清分机标段	第一入围中标人：上海古鳌电子科技股份有限公司
	第二入围中标人：广州广电运通金融电子股份有限公司
	第三入围中标人：聚龙股份有限公司
四口半清分机标段	第一入围中标人：聚龙股份有限公司
	第二入围中标人：广州广电运通金融电子股份有限公司
	第三入围中标人：上海古鳌电子科技股份有限公司
中型清分机	第一入围中标人：上海古鳌电子科技股份有限公司
	第二入围中标人：聚龙股份有限公司
全行人民币点验钞机	第一入围中标人：上海古鳌电子科技股份有限公司
	第二入围中标人：沈阳中钞信达金融设备有限公司
	第三入围中标人：聚龙股份有限公司
	第四入围中标人：维融科技股份有限公司
全行外币点验钞机采购项目	第一入围中标人：沈阳中钞信达金融设备有限公司
	第二入围中标人：梓昆科技（中国）股份有限公司
全行人民币点扎一体机	第一入围中标人：上海古鳌电子科技股份有限公司
	第二入围中标人：聚龙股份有限公司
	第三入围中标人：维融科技股份有限公司

数据来源：中信国际招标有限公司官网，东吴证券研究所

**邮政集团：**古鳌科技和维融科技是邮政集团采购项目中标最多的厂商。2018 年底，邮政集团验钞机和纸币清分机设备集中采购项目评标结果公示，可以看出维融科技、古鳌科技、广电运通是主要中标人。维融科技成立于 2006 年，座落于浙江苍南工业园区内，以点验钞机研发制造为起步，逐步转型升级为以现金处理设备、智慧金库、智慧银行、智能政务等硬件制造及商务物联网平台、系统软件、云平台开发、政务“最多跑一次”等软件研发为一体的智能化系统集成供应商。

图 13：中国邮政集团点验钞机和纸币清分机设备集中采购项目评标结果公示

项目	中标人	排序
包1: A类点钞机	维融科技股份有限公司	1
	上海古鳌电子科技股份有限公司	2
	沈阳中钞信达金融设备有限公司	3
	聚龙股份有限公司	4
	四川诚成海量科技有限责任公司	5
	浙江越创电子科技有限公司	6
包2: 点扎一体机	维融科技股份有限公司	1
	上海古鳌电子科技股份有限公司	2
包3: 一口清分机	本包采购任务取消	
包4: 二口清分机	维融科技股份有限公司	1
	威海新北洋荣鑫科技股份有限公司	2
	广州广电运通金融电子股份有限公司	3
	上海古鳌电子科技股份有限公司	4
包5: 四口清分机	广州广电运通金融电子股份有限公司	1
	上海古鳌电子科技股份有限公司	2

数据来源：中国邮政集团官网，东吴证券研究所

**交通银行：聚龙股份、古鳌科技、中钞信达、广电运通垄断交通银行部分采购项目。**  
 2019年9月，交通银行纸币清分机和点钞机采购项目中标结果公示，聚龙股份、古鳌科技、中钞信达、广电运通四家厂商垄断这几个采购项目的中标供应商。此外，本次采购项目包含了采购价格，可以看出国产 2+1 口、3+1 口、4+1 口、6 口三类国产纸币清分机（不带扎把功能）的含税价格大概分别为 15000 元、30000 元、34000 元、60000 元上下，此外 6 口国产纸币清分机扎把机、本外币点钞机的含税价格分别为 190000 元、2600 元上下。

图 14：交通银行部分现金机具采购项目中标结果

项目	聚龙股份		古鳌科技		中钞信达		广电运通	
	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)
纸币清分机 (不带扎把功能) -- 国产 2+1 口	15200元	13451.33元	15047元	13315.93元	14960元	13238.94元	16800元	14867.26元
纸币清分机 (不带扎把功能) -- 国产 3+1 口	29000元	25663.72元	28953元	25622.12元	29150元	25796.46元	32600元	28849.56元
纸币清分机 (不带扎把功能) -- 国产 4+1 口	34600元	30619.47元	34765元	30765.49元	34500元	30530.97元	34600元	30619.47元

项目	古鳌科技		中钞信达	
	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)
纸币清分机 (不带扎把功能) -- 国产非大型 4+1 口以上 (6 口)	60285元	53349.56元	61600元	54513.27元
纸币清分扎把机 -- 国产非大型 4+1 口以上 (6 口)	190175元	168296.46元	191600元	169557.52元

项目	聚龙股份		古鳌科技		中钞信达	
	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)	投标报价 (含税)	投标报价 (不含税)
本外币点钞机	2550	2256.64	2591	2292.92	2630	2327.43

数据来源：国信招标集团股份有限公司，东吴证券研究所

**光大银行：古鳌科技、聚龙股份、中钞信达是光大银行的多数采购项目中标入围人。**  
 2019年8月，光大银行出纳机具选型入围采购项目结果公示，采购项目包括了点验钞机、纸币清分机、复点机、扎把机、捆钞机等 9 个分包项目，同样可以看出古鳌科技、聚龙股份、中钞信达占据了多数中标入围人。同样地，光大银行也明确了各类机具的采购价

格：A类点验钞机和外币点验钞机价格在2500元/台上下，人民币两口半纸币清分机价格约为13000元/台，人民币四口半纸币清分机33500元/台，复点机3850元/台，扎把机500多元/台，全自动捆扎机8000多元/台。与交通银行的中标价格相差不大。

图 15：光大银行出纳机具选型入围采购项目结果公示

项目	中标人	中标金额 (人民币)
分包1: A类点验钞机	第一中标人: 聚龙股份有限公司	2600/台
	第二中标人: 沈阳中钞信达金融设备有限公司	2480/台
	第三中标人: 四川诚成海量科技有限责任公司	2520/台
分包2: 外币点验钞机	第一中标人: 上海古鳌电子科技股份有限公司	2680元/台
	第二中标人: 四川诚成海量科技有限责任公司	2560元/台
分包3: 人民币两口半纸币清分机	第一中标人: 聚龙股份有限公司	13000元/台
	第二中标人: 沈阳中钞信达金融设备有限公司	13900元/台
分包4: 人民币四口半纸币清分机	第一中标人: 聚龙股份有限公司	33500元/台
	第二中标人: 北京华信创银科技有限公司	127000元/台
分包5: 外币两口半纸币清分机	第一中标人: 沈阳中钞信达金融设备有限公司	18600元/台
	第二中标人: 上海古鳌电子科技股份有限公司	15800元/台
分包6: 外币四口半纸币清分机	第一中标人: 沈阳中钞信达金融设备有限公司	29800元/台
	第二中标人: 捷德太平洋设备(上海)有限公司	105000元/台
分包7: 复点机	第一中标人: 广州市银科电子有限公司	3850元/台
分包8: 扎把机	第一中标人: 上海古鳌电子科技股份有限公司	550元/台
	第二中标人: 浙江人杰机械电子有限公司	530元/台
分包9: 全自动捆钞机	第一中标人: 河北汇金机电股份有限公司	8190元/台
	第二中标人: 浙江中信飞跃金融设备有限公司	8350元/台

数据来源：中招国际招标有限公司官网，东吴证券研究所

从各个银行采购结果来看，古鳌科技和聚龙股份中标最多，双方势均力敌。

图 16：古鳌科技和聚龙股份 2019 年以来公告的银行产品入围情况

银行	古鳌科技	聚龙股份
浦发银行	四口清分机	点钞机 (A类)、清分机 (2个出钞口)、清分机 (4个出钞口及以上)
江西银行	点扎一体机、国产纸币清分机	
招商银行	复点机、点钞机 (人民币和本外币)、扎把机、外币鉴别仪和本外币点扎一体机	本外币点扎一体机、点钞机 (人民币和本外币)、捆钞机、扎把机
广西农村合作金融机构	2+1口纸币清分机、4+X口纸币清分机和8+X口纸币清分机	
长安银行	A类点验钞机、2+1口纸币清分机、3+1口纸币清分机、扎把机、捆钞机、复点机和硬币清分包装一体机	A类点钞机、2+1口纸币清分机、4+1口纸币清分机、捆钞机、硬币清分机
中原银行	人民币点验钞机、人民币点扎一体机、外币点验钞机和人民币纸币清分机 (两个出钞口)	
建设银行	人民币点扎一体机、两口半清分机、人民币点验钞机、四口半清分机、中型清分机	两口半清分机、四口半清分机、中型清分机、人民币点扎一体机、人民币点验钞机、全自动捆钞机、半自动捆钞机、扎把机
湖北农信	六口+纸币清分机、四口+纸币清分机、八口+纸币清分机、A类点验钞扎把一体机	二口+纸币清分机、四口+纸币清分机、六口+纸币清分机、八口+纸币清分机、A类点验钞扎把一体机
工商银行	中型现钞清分机、小型现钞清分机、本外币一体点验钞机	小型现钞清分机 (二出口)、小型现钞清分机 (三出口)、小型现钞清分机 (四出口)、中型现钞清分机、本外币一体点验钞机
中信银行	A类人民币点验钞机项目、纸币清分机 (两口) 项目、纸币清分机 (四口)	纸币清分机 (两口)、纸币清分机 (四口)、A类人民币点验钞机
兴业银行	人民币纸币点钞机、两口人民币纸币清分机、四口人民币纸币清分机、六口人民币纸币清分机、人民币纸币兑换机、多国货币点钞机和复点机	纸硬币兑换机、扎把机
光大银行	外币点验钞机、外币两口半纸币清分机、扎把机	人民币两口半纸币清分机、人民币四口半纸币清分机、A类点验钞机
湖南农信社	A类点扎一体机、2+1口清分机、A类点钞机	
华夏银行	8出钞口人民币清分机 (国产)、卧式点钞机、全自动捆钞机、全自动扎把机、3出钞口人民币清分机、4出钞口人民币清分机 (国产)、外币点验钞机、纸硬币兑换机	
交通银行	A级人民币点验钞机、本外币点验钞机、国产纸币清分机 (2口纸币清分机、3口纸币清分机、4口纸币清分机、6口纸币清分机)、清分扎把一体机	纸币清分机2+1口、纸币清分机3+1口、纸币清分机4+1口、本外币点钞机
华融湘江银行	纸硬币兑换一体机、清分机2+1、点扎一体机、A类点钞机	
中国银行	外币清分机、A类点钞机、点扎一体机和纸币清分机 (四出钞口及以上)	国产小型纸币清分机 (二出口)、国产小型纸币清分机 (三出口)、国产小型纸币清分机 (四出口及以上)、清分扎把一体机、点钞扎把一体机、A类点钞机
民生银行	人民币点钞机 (A类)、多国货币点钞机、多国货币鉴别仪、纸币清分机 (2个出钞口+一个退钞口) (4个出钞口+一个退钞口)、复点机	点钞机 (A类)、捆钞机、纸币清分机 (1个出钞口+1个退钞口)、纸币清分机 (2个出钞口+1个退钞口)、纸币清分机 (4个出钞口+1个退钞口)、硬币清分机 (高速)
农业银行	纸币清分机 (国产品牌、两口半)、点扎一体机、人民币点钞机	纸币清分机 (国产品牌、两口半)、纸币清分机 (国产品牌、四口半)、一口半点钞机、人民币点钞机

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 银行网点智慧转型如火如荼，智慧银行产品有望成为公司新增长点

国内银行将智慧银行网点转型升级作为战略重点，公司顺应潮流及时布局。在当前“互联网+金融”的大背景下，移动支付、云计算、社区网络等新一代信息技术的迅猛崛起，传统银行业经营模式受到严峻挑战，迫使各银行重新思考网点的定位，大力推进网点转型与业务流程再造，推动智慧银行建设。国内各大银行均已将智慧银行网点转型升级作为战略重点并积极推进实施，22 余万银行网点转型将产生大量的自助设备需求。自动取款机、存取款一体机、大额高速存取款一体机等现金类自助设备仍将有 10% 以上的总量增长，且银行现有网点换机需求也将贡献较大的市场增量；包括智能柜台（智能柜员机）、票据柜台、远程柜员机、即时发卡与乱序发卡柜台等非现金自助设备则进入产品快速成长期，市场前景较好。2018 年 4 月，公司发布变更募投项目公告，在原来“智能化现金处理设备项目”上增加“智能化金融自助设备建设项目”，预计项目全部达产后，正常生产年平均收入 2.56 亿元，年税后利润 3155.87 万元，项目净利率 12.33%，项目投资利润率 43.71%，内含报酬率 37.2%，静态投资回收期 4.53 年（含建设期）。2020 年 4 月底公司发布非公开发行预案中，募投项目同样包括了智慧银行综合解决方案与智能设备研发项目。

图 17：古鳌科技首次公开发行募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	使用募集资金数额（万元）	建设期（月）
1	智能化现金处理设备生产项目	19,212	11,477.28	24
2	服务网络体系建设项目	5,000	5,000	24
3	技术中心提升项目	3,866	3,866	18
合计		28,078	20,343.28	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：古鳌科技变更募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	使用募集资金数额（万元）	建设期（月）
1	智能化金融自助设备建设项目	7,220.00	7,220.00	24
2	智能化现金处理设备项目	4,243.88	4,243.88	24
3	服务网络体系建设项目	5,000	5,000	24
4	技术中心提升项目	3,866	3,866	24
合计		20,329.88	20,329.88	

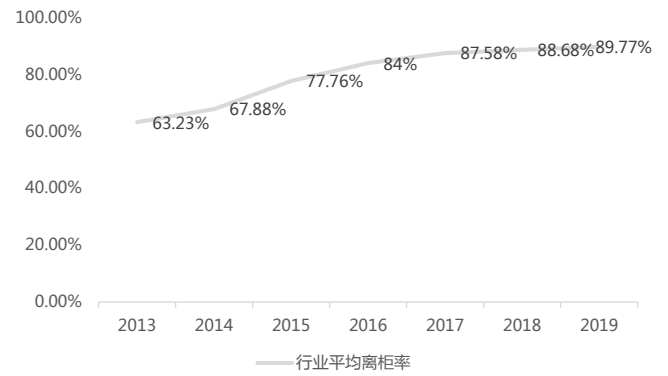
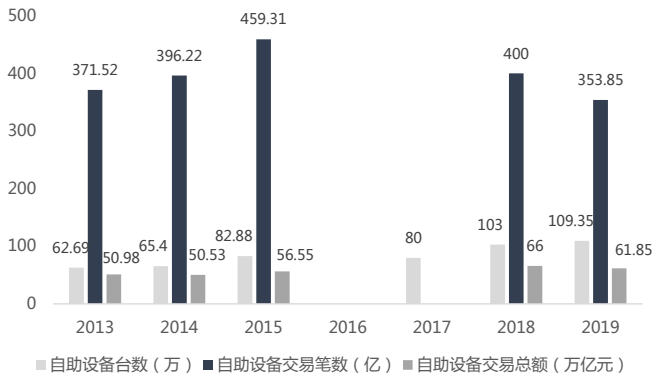
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**银行网点投放自助设备不断增加。**根据中国银行业社会责任报告，可以看出近几年我国各银行网点投放的自助设备不断增加，每年自助设备交易笔数百亿、交易总额数十万亿元，行业平均离柜率逐步提升。截至 2019 年末，银行布放自助设备共计 109.35 万台，其中创新自助设备 4805 台；自助设备交易笔数达 353.85 亿笔，交易总额达 61.85 万亿元；行业平均离柜率达 89.77%。

图 19：我国银行网点自助设备台数与交易额

图 20：我国银行行业平均离柜率





数据来源：中国银行业社会责任报告，东吴证券研究所

数据来源：中国银行业社会责任报告，东吴证券研究所

和现金处理设备相比，自助设备毛利率有望更高。随着现金处理设备逐渐步入成熟期，市场相对饱和，现金处理设备市场竞争逐渐白热化，市场上主流设备服务功能及产品功能的同质化使得市场参与者之间的竞争也趋于同质化，设备的销售价格下滑态势较为明显，利润水平逐步降低。而金融自助设备尤其是非现金自助设备处于市场快速增长期，产品功能尚未定型，各厂商之间的产品与增值服务存在一定的差异性，因而自助设备的毛利率相对普通现金处理设备更高。

图 21：古鳌科技智慧银行系列产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

智能保管柜、智能印鉴卡柜两款新产品有望给公司带来新增长点。

智能保管柜：自助完成钞箱、票包或款包、贵金属、贵重物品等存/取业务。当前现钞运输过程存在武装押运成本高昂、银行工作人员无效等待时间长、押运方式易受外界因素影响时效性差、尾款箱运输过程中容易监守自盗等问题。通过将该产品布放在网



点加钞间或工作间，解决银行日常工作中受押运公司时效影响、押运费用成本高、效率低下、与押运人员早收晚送交接的加班疲劳等问题，从技术上最大限度的保证了现金管理使用上的安全性，智能化，信息化的管理模式，并且可一次性减少银行 70% 以上的押运费用成本，可减少网点负责人与押运公司早收晚送 90% 以上的交接等待时间。我们预计该产品单价 7-8w。

**智能印鉴卡柜：管理公章、法人章等各类章。**通过智能保管柜和印鉴卡管理系统，实现银行印鉴卡管理集约化、智能化、科学化、精细化，在统一的管理平台实现印鉴卡快速、准确出入库；实时监控印鉴卡实物保管状态，对非法行为及时预警，避免安全盲区。我们预计该产品单价会达到 10 多万元。

图 22：智能保管柜



数据来源：古鳌科技微信公众号，东吴证券研究所

图 23：智能印鉴卡柜



数据来源：古鳌科技微信公众号，东吴证券研究所

### 3. 公司业务转型升级加速

公司长期以来深耕于银行自动化设备领域，2016 年上市后一直谋求主营业务的转型升级，致力于将公司从银行自动化设备的研发生产为主转向智慧金融解决方案提供商。

#### 3.1. 收购钱育信息 60% 股权，探索业务转型升级

2020 年 4 月，公司以 2400 万元协议收购钱育信息 60% 股权。钱育信息主要从事专业金融衍生品软件的研发与销售，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。对已开放的现货期权、商品期权及各类型包括股票交易等，现在及可预期之未来的金融交易商品有强大的串接功能。随着新的金融产品交易政策的开放步伐，钱育科技已获得众多国内知名证券及期货公司的认可。其中 QWIN 场外期权管理系统、QWIN 期权策略交易系统持续为高端用户提供专业服务，并且推出股票期权、股指期货、国债期货等品种的系统解决方案。客户覆盖诸多大型证券公司、期货公司，在行业内具有较强的竞争力。2019 年，钱育信息实现营收 495.68 万元，净利润 25.05 万元，

经营现金流净额 268.86 万元。本次收购完成后，公司将以钱育信息作为切入点，依托钱育信息的核心技术与人员团队，在金融科技及金融信息服务领域持续深耕，探索主营业务的战略转型升级。

图 24：钱育信息合作伙伴



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.2. 定增引入战略投资者，加快战略转型升级

**非公开发行股票预案：**拟向三名特定对象募资不超过 4.5 亿元，发行价格 23.91 元/股。2020 年 4 月，公司发布非公开发行股票预案，拟发行不超过 18,820,576 股，预计占公司本次非公开发行前总股本的 16.71%，发行价格为 23.91 元/股，募集资金总额不超过 45,000 万元。发行对象为岩迪投资、七十亿金融、世基投资，均以现金方式认购，发行股票自本次发行结束之日起 18 个月内不得转让。募投资金主要投向智慧银行综合解决方案与智能设备研发项目、金融衍生品增值服务平台项目和补充流动资金。

按发行股票上限计算，实控人持股比例从 28.38% 下滑至 24.32%，不会导致公司控制权发生变化。目前公司实控人陈崇军先生持有公司 31,972,500 股股份，持股比例为 28.38%，按本次非公开发行股票数量为 18,820,576 股的上限计算，本次发行完成后，陈崇军先生持有公司股权比例将被稀释为 24.32%，不会导致公司控制权发生变化。

图 25：非公开发行预案的募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
智慧银行综合解决方案与智能设备研发项目	5,089.10	5,000.00
金融衍生品增值服务平台项目	3,063.90	3,000.00
补充流动资金	37,000.00	37,000.00
合计	45,153.00	45,000.00

图 26：非公开发行对象认购金额上限

发行对象	拟认购金额上限 (万元)	拟认购数量上限 (股)
岩迪投资	29,400	12,296,110
七十亿金融	11,000	4,600,585
世基投资	4,600	1,923,881

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司引入战略投资者更是为了完成业务战略转型。从发行对象的旗下公司/背后实控人可以看出，本次非公开拟引入的战略投资者均围绕金融科技领域深耕多年，且已服务于多家证券公司，具有领先的技术研发能力与丰富的运营经验。战略投资者将与公司积极开展相关金融科技与金融信息服务领域技术和产品的开发和客户推广，并进行人才及专家资源共享等多方面多维度的业务合作，以及在公司主业及上下游的并购重组等产业运作中协助提供包括资本在内的全方位支持，加快实现公司在金融科技领域的战略转型升级。

**1、岩迪投资：**其实际控制人李瑞明控制的优品财富，基于 TAF 微服务领先技术架构，构建一体两端，引领金融科技行业中台建设，打造面向证券互联网零售业务的全产业链产品，产品丰富程度非常高。目前优品财富打造了包括行情平台、交易平台、投顾平台、运营平台、投研平台的五大全方位产品服务矩阵。依托优品财富中台优势，打造全场景满足券商面向证券零售与财富管理转型的产品服务，三年实现产品与用户的快速覆盖，目前已服务共 40 多家国内外券商，如银河证券、海通证券、中信建投、方正证券、安信证券、长江证券、东北证券、东莞证券等大中型券商。双方将在金融科技领域尤其在境内券商服务的产业、业务拓展和人才引进等事项上开展合作。岩迪投资在甲方主业及上下游的并购重组等产业运作中协助提供包括资本在内的全方位支持，实现上市公司在金融科技领域中的快速发展。

**2、七十德金融：**其控股的点证科技为金融机构提供中前台业务架构平台服务，为投资者提供智能终端运营，拥有中银国际、海通国际、民银国际等香港众多银行和券商客户。点证科技业务覆盖：证券基金（智能投顾、量化交易）、电商（创新商城、虚拟交易）、黄金 TD&大宗（PC、APP、微信一站式服务平台）、期货、交易所、私募机构、综合金融等领域。公司下设三家子公司，业务领域包括：金融外围系统、核心交易系统、自营量化投资（私募基金）等。本次七十德金融和上市公司的合作有利于推动上市公司的证券业务转型升级，推动证券衍生品市场未来的发展前景。

图 27：点证科技发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**3、世基投资：**以证券行情软件终端为载体，通过线上渠道优势，专注于向投资者提供专业、全面、及时的数据分析、金融信息和证券投资咨询服务。世基投资的客户主要为个人专业投资者，用户群体数量可观，截至2019年12月末，世基投资系列产品累计付费用户约20万人，在线活跃用户数量约为10万人。此外，世基投资根据自身产品的销售战略定位，与包括百度、今日头条等互联网巨头合作，通过其平台线上推广公司产品，引入较为可观的客户流量，有利于推动上市公司在金融信息服务领域的快速布局，

#### 4. 盈利预测和投资评级

**核心假设：**我们认为，今明年银行现金机具和自助设备的采购将大量增长。预计2020-2022年，1)清分机业务增速分别为35%、20%、15%；2)点钞系列业务增速分别为20%、15%、10%；3)自助设备系列业务增速分别为300%、100%、50%。

图 28：古鳌科技收入预测（亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
清分机	2.97	4.00	4.80	5.53
增速		35%	20%	15%
点钞机	1.46	1.75	2.02	2.22
增速		20%	15%	10%
自助设备	0.06	0.25	0.51	0.76
增速		300.0%	100.0%	50.0%
其他	0.17	0.20	0.22	0.26
合计	4.66	6.21	7.56	8.77

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测：**基于以上假设，我们预计2020-2022年公司营收分别为6.21、7.56、8.77亿元。预计公司2020-2022年净利润分别为0.67/0.82/1.00亿元，EPS分别为0.60/0.73/0.89元，现价对应59/48/40倍PE。

图 29：聚龙股份估值分析（PE-TTM）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**估值分析和投资评级：**回顾上一轮银行现金机具采购周期，聚龙股份的 PE (TTM) 基本围绕 50 倍上下波动，可作为古鳌科技估值下限的安全垫。考虑到公司新自主产品放量在即，同时未来业务转型升级的增长预期，理应享有溢价，并且对标行业公司 2019 年平均静态估值达到 112 倍，古鳌静态估值为 88 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 30：可比公司盈利预测（均取自 Wind 一致预期，截至 20200512）

代码	公司	EPS			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300202.SZ	聚龙股份	0.07	--	--	152	--	--
002152.SZ	广电运通	0.31	0.37	0.46	43	35	29
300561.SZ	汇金科技	0.08	--	--	192	--	--
300368.SZ	汇金股份	0.08	--	--	108	--	--
300033.SZ	同花顺	1.67	2.32	3.02	71	51	40
300803.SZ	指南针	0.34	--	--	157	--	--
688318.SH	财富趋势	3.48	--	--	59	--	--
		平均值			112		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、**清分机、点钞机等行业竞争激烈。**尽管央行禁止最低价中标，但仍然不排除个别厂商会利用低价进入市场，从而导致市场激烈。
- 2、**收购协同效应未达预期。**本次收购存在没有达到公司此前既定的战略目标，收购协同效应不达预期，使得公司业务转型升级缓慢。
- 3、**疫情导致“金标”政策实行不及预期。**因新冠疫情可能会导致银行批量采购机具的时间存在不确定性，使得公司业绩不及预期。



古鳌科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	758	830	916	1,023	营业收入	466	621	756	877
现金	291	196	252	209	减:营业成本	259	323	391	455
应收账款	202	293	309	389	营业税金及附加	4	6	8	9
存货	156	222	236	297	营业费用	82	106	127	146
其他流动资产	109	119	119	128	管理费用	27	106	128	147
非流动资产	140	173	200	223	财务费用	-2	7	10	8
长期股权投资	0	0	1	2	资产减值损失	-4	11	11	13
固定资产	109	140	164	185	加:投资净收益	2	2	3	3
在建工程	5	7	8	10	其他收益	0	0	0	0
无形资产	9	9	9	9	营业利润	47	64	82	100
其他非流动资产	18	18	18	18	加:营业外净收支	5	5	3	3
资产总计	898	1,003	1,116	1,246	利润总额	52	69	85	103
流动负债	254	297	337	375	减:所得税费用	7	2	3	3
短期借款	30	30	30	30	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	138	174	204	235	归属母公司净利润	45	67	82	100
其他流动负债	86	93	103	109	EBIT	45	64	80	98
非流动负债	56	56	56	56	EBITDA	59	77	96	118
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	56	56	56	56	重要财务与估值指 标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	310	353	393	431	每股收益(元)	0.40	0.60	0.73	0.89
少数股东权益	0	-0	-0	-0	每股净资产(元)	5.22	5.77	6.42	7.24
					发行在外股份(百万 股)	113	203	203	203
归属母公司股东权益	588	650	723	815	ROIC(%)	6.2%	9.0%	10.2%	11.1%
负债和股东权益	898	1,003	1,116	1,246	ROE(%)	7.6%	10.3%	11.4%	12.3%
					毛利率(%)	44.5%	48.0%	48.2%	48.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	9.6%	10.8%	10.9%	11.4%
经营活动现金流	67	-39	116	13	资产负债率(%)	34.5%	35.2%	35.2%	34.6%
投资活动现金流	-43	-44	-41	-40	收入增长率(%)	77.4%	33.2%	21.7%	16.0%
筹资活动现金流	25	-12	-20	-17	净利润增长率(%)	255.3%	49.6%	22.5%	21.8%
现金净增加额	50	-95	56	-43	P/E	88.50	59.18	48.32	39.66
折旧和摊销	14	13	16	20	P/B	6.76	6.12	5.50	4.88
资本开支	16	33	26	22	EV/EBITDA	116.81	91.48	72.07	59.09
营运资本变动	-16	-124	10	-112					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>