

# 恒银科技（603106）

## 银行智能终端领跑者，持续布局区块链赋能数字货币

买入（首次）

2025 年 11 月 20 日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 426.69   | 437.46 | 504.38 | 625.32 | 803.92 |
| 同比（%）         | (27.08)  | 2.53   | 15.30  | 23.98  | 28.56  |
| 归母净利润（百万元）    | (207.97) | 40.12  | 36.28  | 54.62  | 85.25  |
| 同比（%）         | (36.78)  | 119.29 | (9.57) | 50.54  | 56.08  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (0.40)   | 0.08   | 0.07   | 0.10   | 0.16   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | (29.81)  | 154.51 | 170.86 | 113.50 | 72.72  |

### 投资要点

■ **深耕智能终端赋能数字化转型，财务数据持续向好。**公司主要从事金融智能终端的研发、生产、销售，攻克了金融自助设备的涉钞模块等核心技术，并为大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行等金融机构提供了产品与服务。**公司经营状况持续向好，增利增收。**（1）**营业收入**：2024 年公司营收恢复增长。进入 2025 年，增长势头在上半年得以保持；（2）**毛利率**：2024 年至 2025Q3，公司的毛利率持续改善，主要源于产品结构优化以及生产端降本增效；（3）**公司海外业务拓展顺利，海外收入快速增长**：2025H1，国际业务营业收入达 1,679 万元，同比增长 769%。海外毛利率整体高于国内毛利率。未来数字人民币出海带动下，我们认为海外业务将成为重要的利润增长点。

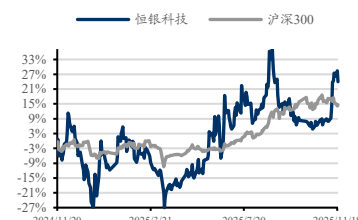
■ **数字人民币引领支付赛道变革，区块链技术成新一代数字基建。**（1）**数字人民币**：央行“十五五”改革发展规划中，将“加强数字人民币基础设施建设和推广应用”写入新一轮五年改革规划中，数字人民币的发行背景源于国际货币竞争深化、非主权数字货币兴起、以及国内支付生态演进等多重因素的共同驱动。（2）**区块链技术**：将数据按时间顺序打包连接成链，任何新数据需经全网节点一致同意后才能上链，从而实现去中心化管理且数据不可篡改。区块链技术的去中心化与加密性使得它或将成为新一代关键的数字基础设施。

■ **持续探索数字人民币与区块链，AI+金融引领智能终端新范式。**（1）**公司明确制定了“四个转变”发展战略**（国内市场向全球市场，银行场景向非银行场景，网点外设备向网点内设备，硬件提供商向软件和服务商）。（2）**国际化战略**：出海战略成功使我国银行智能终端走出国门，未来在海外可以直接通过恒银智能终端实现数字人民币与外币结算，成为数字人民币国际化的重要抓手；（3）**AI 赋能**：探索“AI+金融”银行生态。公司着力探索研发大模型智能客服系统，实现与客户自然流畅的交互，快速准确解答客户疑问，提供个性化金融咨询服务，完善“AI+金融”生态服务链条；（4）**区块链**：探索区块链在金融安全领域的应用，切实保障交易数据安全性与可信度。

■ **盈利预测**：公司金融终端设备具备区块链加密技术，将成为数字人民币走向世界的关键抓手。未来，随着公司海外市场增长放量、配合国内市场企稳，我们认为未来公司营收与毛利率水平将会持续改善。因此，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.0/6.3/8.0 亿元，给予公司 2026 年 12 倍 PS，对应目标价 14.4 元；2027 年 11 倍 PS，对应目标价 17.0 元。当前股价对应 2025-2027 年 PS 预计分别为 12.3/9.9/7.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**：出海业务风险；地缘冲突风险；区块链技术探索不及预期；数字人民币推广不确定性；股价波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 11.70      |
| 一年最低/最高价      | 6.29/13.97 |
| 市净率(倍)        | 4.66       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6,090.08   |
| 总市值(百万元)      | 6,090.08   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 2.51   |
| 资产负债率(% ,LF) | 21.24  |
| 总股本(百万股)     | 520.52 |
| 流通 A 股(百万股)  | 520.52 |

### 相关研究

## 内容目录

|                                        |           |
|----------------------------------------|-----------|
| <b>1. 深耕智能终端赋能数字化转型，财务数据持续向好</b>       | <b>4</b>  |
| 1.1. 金融智能终端全方位产品服务供应商                  | 4         |
| 1.2. 公司主营业务：智能终端+算法+场景生态               | 4         |
| <b>2. 数字人民币引领支付赛道变革</b>                | <b>6</b>  |
| 2.1. 数字人民币                             | 6         |
| 2.2. 区块链技术：下一代数字新基建                    | 11        |
| <b>3. 持续探索数字人民币与区块链，AI+金融引领智能终端新范式</b> | <b>12</b> |
| 3.1. “自主创新：聚焦新质生产力发展，驱动智能硬件创新          | 13        |
| 3.2. 科技赋能：打造大模型智能产品，深度融合实体经济           | 13        |
| 3.3. 数字化转型：挖掘数据要素价值，重塑金融服务模式           | 13        |
| 3.4. 国际化战略：拓展全球业务版图，融入“AI+金融”生态        | 13        |
| 3.5. 队伍建设：大力培育复合型人才，满足业务发展需要           | 14        |
| <b>4. 估值分析与盈利预测</b>                    | <b>14</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                         | <b>16</b> |

图表目录

|                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司分业务收入情况 (单位: 亿元)                                              | 5  |
| 图 2: 公司营业收入增速回正                                                      | 6  |
| 图 3: 公司归母净利润转正                                                       | 6  |
| 图 4: 公司海外业务毛利率高于国内水平                                                 | 6  |
| 图 5: 公司海外收入近年来高速增长                                                   | 6  |
| 图 6: “货币之花”模型                                                        | 7  |
| 图 7: 数字人民币交易频次与交易体量                                                  | 10 |
| 图 8: 数字人民币钱包开户数量                                                     | 10 |
| 表 1: 公司产品一览                                                          | 4  |
| 表 2: 数字货币与传统支付方式对比                                                   | 8  |
| 表 3: 数字货币与其他加密资产对比                                                   | 8  |
| 表 4: 加密资产区块链网络相关环节及功能拆解                                              | 11 |
| 表 5: 公司业务拆分预测表                                                       | 15 |
| 表 6: PS 估值表 (截至 2025 年 11 月 17 日, 可比公司预测来自 Wind 一致预期, 公司预测来自东吴证券研究所) | 16 |

## 1. 深耕智能终端赋能数字化转型，财务数据持续向好

### 1.1. 金融智能终端全方位产品服务供应商

公司主要从事金融智能终端的研发、生产、销售及服务，通过提供现金类、非现金类、支付安全类等全方位的智能产品、技术和服务，致力于协助传统银行向智慧银行转型升级，是国内领先的智慧银行解决方案提供商。凭借自主研发，公司攻克了金融自助设备的涉钞模块等核心技术，拥有众多专利与软件著作权，并为大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行等金融机构提供了产品与服务。

表1：公司产品一览

| 产品名称                             | 产品功能及特点                                                                                      |
|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 存取款一体机<br>(CRS)                  | 现金存取款、冠字号记录、查询、转账、改密、射频卡（充值、存取款）功能                                                           |
| 自动取款机<br>(ATM)                   | 现金取款、冠字号记录、查询、转账、改密、射频卡（充值、取款）功能，可扩展DVR监控、生物识别、条码扫描、多媒体广告等                                   |
| 高速大额存取款一体机<br>(TCR)              | 高速现金存取款、冠字号记录、查询、转账、改密、射频卡（充值、存取款）功能、存折处理、身份证识别、生物识别、自动扎把                                    |
| 超级柜台                             | 开卡、理财、基金、外汇买卖、转账、密码解锁等                                                                       |
| 智慧柜员机<br>(STM)                   | 开户、发卡、U盾发放、查询、转账、缴费、改密、增值业务办理、支票售卖及受理、广告投放                                                   |
| 远程虚拟柜员机<br>(VTM)                 | 借记卡开户、网银/产品签约、转账汇款、销户、信用卡还款、卡片挂失、现金存取款、充值缴费、视频交互、对账单打印、自助回单打印、支票入账、存折补登、自助发放KEY等             |
| 自助发卡机                            | 开户、发卡、账户查询、转账、改密、对账单及发票打印等                                                                   |
| 金融版自助服务终端                        | 自助存折补登打印、查询、转账、改密、圈存等                                                                        |
| 电信版自助服务终端                        | 自助现金缴费、银联卡缴费、账户查询、转账、改密、自助发卡、多媒体信息宣传等                                                        |
| 智能排队机                            | 自动取号、自动叫号、身份识别、实时监控等                                                                         |
| 网银体验机                            | 账户查询、网银体验、转账汇款、自助缴费、网上支付签约等                                                                  |
| 动态令牌<br>(OTP)                    | 广泛运用在网银、网游、电子政务、企业等应用领域。                                                                     |
| 智能密码钥匙<br>(USBKEY)               | 实现对用户身份的认证，在软件保护、身份认证、电子交易、数据安全等多个领域都能发挥其强大的功能。                                              |
| 支付终端<br>(mPOS)                   | 保障持卡人安全便捷的在PC和基于iOS、Android操作系统的手机、平板等智能终端上进行磁条、接触/非接触金融IC卡借贷记应用、电子现金应用和证书应用等金融应用，以及行业IC卡应用。 |
| 一体化金融交易安全盒<br>(CashwayKeyG2-BOX) | 集磁条卡读卡器、接触式/非接触式IC卡读写器、二代身份证阅读器、指纹仪于一体的便携式安全认证终端                                             |

数据来源：恒银科技招股说明书，东吴证券研究所

### 1.2. 公司主营业务：智能终端+算法+场景生态

公司主营业务围绕“智能终端+算法+场景生态”战略展开，为金融及泛金融领域提供智能化产品与服务。目前，现金类设备及服务是公司收入占比最大的业务，2025 年上半年收入占比为 64.29%。设备配件类是毛利率最高的业务板块之一，同期毛利率达到 49.50%。

**现金类设备及服务：**包括存取款一体机（CRS）、ATM 等，是公司的传统优势和主要收入来源。公司掌握核心机芯技术，产品在六大国有行实现全业务覆盖；

**非现金类设备及服务：**包括智慧柜员机（ITM）、智能柜台等，是银行网点智能化转型的关键设备，能集成多种业务办理功能，有效提升效率、降低人力成本；

**设备配件类：**自主研发的机芯等核心模块及其他配件，技术含量较高，盈利能力强。

**技术服务及其他：**提供设备维保、系统升级、软件开发、AI 解决方案等高附加值服务。

**公司经营状况持续向好，增利增收。**

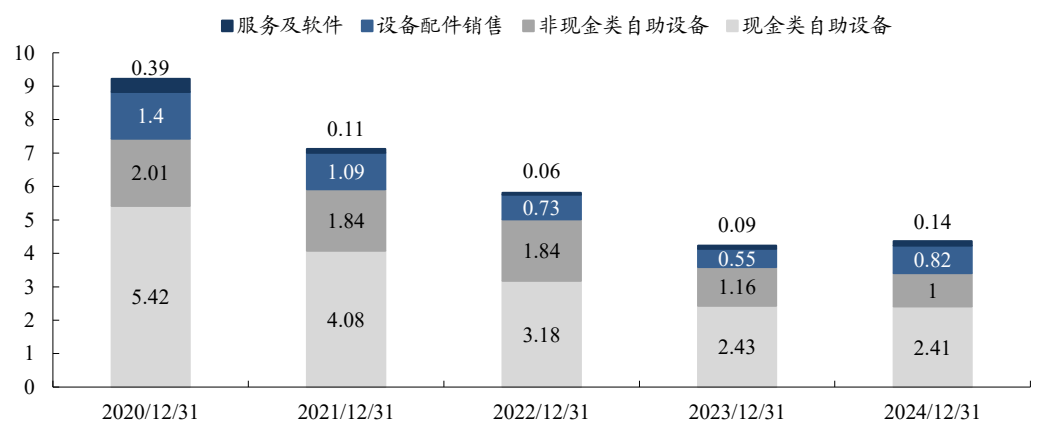
**营业收入：**2024 年公司营收恢复增长。进入 2025 年，增长势头在上半年得以保持，但第三季度单季营收出现下滑，反映行业季节性因素或当期交付节奏的影响。

**业务构成：**公司主营业务基本盘稳健，销售结构稳定，2025H1 现金类设备及服务营收占比达 64.30%。

**毛利率：**2024 年至 2025 年前三季度，公司的毛利率呈现持续改善的态势。这一方面得益于高毛利业务占比提升带来的销售结构优化，另一方面也源于公司有效的成本控制，例如通过新一代机芯产品降低了生产成本。

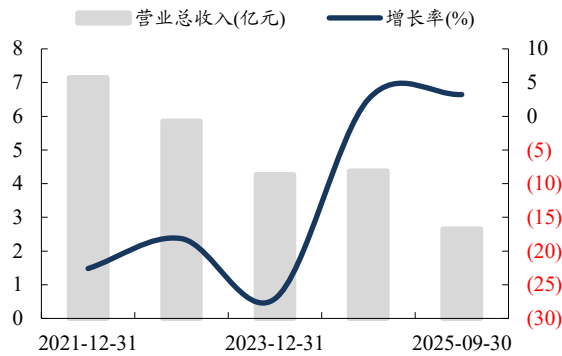
**费用与净利润：**公司近年来在费用管控上成效显著，整体费用率呈现收缩趋势；归母净利润端，2024 年起公司实现扭亏为盈。

图1：公司分业务收入情况（单位：亿元）



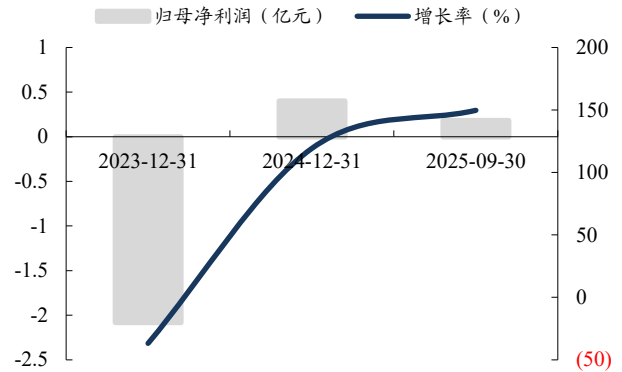
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司营业收入增速回正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

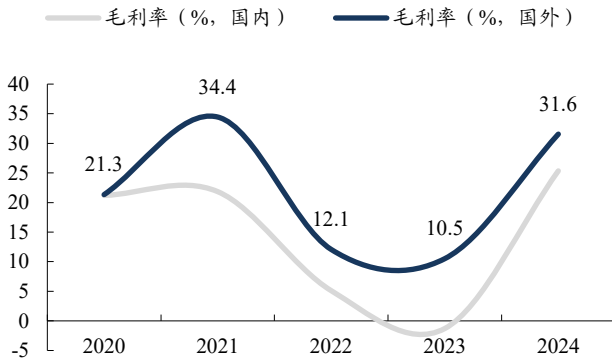
图3：公司归母净利润转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

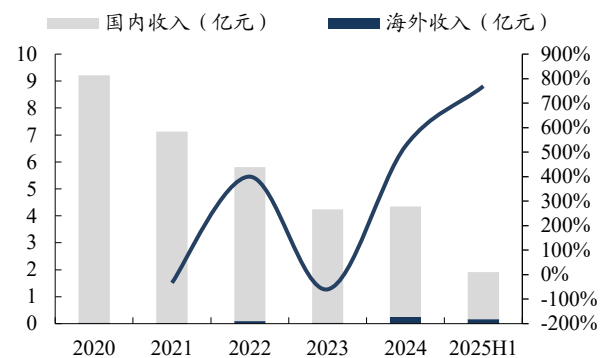
公司海外业务拓展顺利，海外收入快速增长。2025H1，国际业务营业收入达1,679万元，同比增长769%。海外毛利率整体高于国内毛利率。未来数字人民币国际化带动下，海外业务预计将成为重要的利润增长点。

图4：公司海外业务毛利率高于国内水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司海外收入近年来高速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 数字人民币引领支付赛道变革

### 2.1. 数字人民币

“十五五”规划提出，加快建设金融强国。完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制。大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期

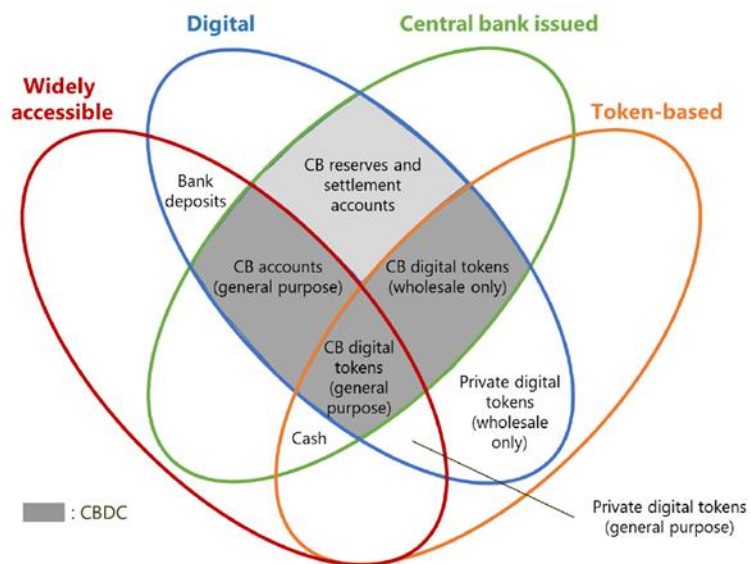


货、衍生品和资产证券化。优化金融机构体系，推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展。建设安全高效的金融基础设施。稳步发展数字人民币。加快建设上海国际金融中心。全面加强金融监管，强化央地监管协同，丰富风险处置资源和手段，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行。

当前主要从四个关键维度对货币进行分类：发行方、形式、可获得性、技术基础。

(1) **发行方**：货币由中央银行（如现金、CBDC）还是其他机构（如银行存款等）发行；  
 (2) **形式**：货币是物理实体（如现金）还是数字形式；  
 (3) **可获得性**：区分了可供公众广泛使用的货币（如现金、零售 CBDC、存款）与主要限于机构间使用的受限货币（如批发型 CBDC）；  
 (4) **技术基础**：即货币是基于代币（如现金、加密货币）还是基于账户（如银行存款）的系统。

图6：“货币之花”模型



Notes: The Venn-diagram illustrates the four key properties of money: issuer (central bank or not); form (digital or physical); accessibility (widely or restricted) and technology (account-based or token-based). CB = central bank, CBDC = central bank digital currency (excluding digital central bank money already available to monetary counterparties and some non-monetary counterparties). Private digital tokens (general purpose) include crypto-assets and currencies, such as bitcoin and ethereum. Bank deposits are not widely accessible in all jurisdictions. For examples of how other forms of money may fit in the diagram, please refer to the source.

数据来源：Bench and Garratt，东吴证券研究所

**央行数字货币与传统支付方式存在诸多差异。**在发行主体上，CBDC 与现金同为中央银行负债，具有最高的信用背书，而银行存款与第三方支付余额分别为商业银行与支付机构的负债，信用等级相对较低。就货币属性而言，CBDC 作为法定数字货币，与现金同属 M0 范畴，具备无限法偿性；而银行存款与支付账户余额本质是 M2 层面的商业银行货币债权。在存储方式上，CBDC 存储在数字钱包中，可基于代币或账户体系；现金为物理持有；银行存款与第三方支付则完全基于账户体系。关于利息，现金、典型的零售 CBDC 及第三方支付余额通常不计息，而银行存款普遍计息。在风险类型上，CBDC 主要面临技术性风险（如网络安全、系统可靠性）和隐私风险；现金主要面临物理安全风险（如遗失、被盗）；银行存款主要承担商业银行的信用风险；而第三方支付则同时涉及该机构的信用风险、技术风险及潜在的流动性风险。

表2: 数字货币与传统支付方式对比

| 特征维度  | 央行数字货币     | 现金       | 银行存款        | 第三方支付     |
|-------|------------|----------|-------------|-----------|
| 发行主体  | 中央银行       | 中央银行     | 商业银行        | 支付机构      |
| 货币属性  | 法定货币(M0)   | 法定货币(M0) | 银行负债(M1/M2) | 支付工具      |
| 价值担保  | 国家信用       | 国家信用     | 存款保险+银行信用   | 备付金+机构信用  |
| 存储方式  | 数字钱包       | 物理持有     | 银行账户        | 电子账户      |
| 交易机制  | 点对点转移      | 直接交付     | 账户划转        | 账户划转      |
| 匿名性   | 可控匿名       | 完全匿名     | 实名制         | 实名制       |
| 离线支付  | 支持         | 天然支持     | 不支持         | 不支持       |
| 交易限额  | 分级管理       | 无限制      | 银行规定        | 监管限制      |
| 手续费   | 无或极低       | 无        | 部分收费        | 有手续费      |
| 技术依赖  | 数字设备       | 无        | 银行系统        | 互联网+银行系统  |
| 反洗钱   | 强监管        | 难监管      | 监管完善        | 监管完善      |
| 跨境使用  | 有潜力        | 受限       | 复杂流程        | 受限        |
| 利息    | 不付息        | 不付息      | 付息          | 部分付息      |
| 风险类型  | 技术风险       | 伪造/丢失    | 银行风险        | 机构风险+技术风险 |
| 普及程度  | 试点阶段       | 广泛使用     | 广泛使用        | 广泛使用      |
| 监管透明度 | 完全可追溯      | 无法追溯     | 可追溯         | 可追溯       |
| 网络依赖  | 在线为主, 支持离线 | 无需网络     | 需要网络        | 需要网络      |
| 账户开立  | 简化流程       | 不需要      | 严格审核        | 相对简化      |

数据来源: 复旦发展研究院, 东吴证券研究所

表3: 数字货币与其他加密资产对比

| 特征维度   | 央行数字货币    | 加密货币      |
|--------|-----------|-----------|
| 发行主体   | 中央银行      | 去中心化      |
| 法律地位   | 法定货币      | 非法定货币     |
| 价值担保   | 国家信用      | 无担保/算法机制  |
| 价值稳定性  | 稳定(与纸币等值) | 高度波动      |
| 发行机制   | 央行统一发行    | 挖矿/预挖/算法  |
| 供应量控制  | 货币政策调控    | 算法预设/市场决定 |
| 技术基础   | 多种技术路径    | 区块链技术     |
| 去中心化程度 | 中心化       | 高度去中心化    |
| 匿名性    | 可控匿名      | 伪匿名/完全匿名  |
| 交易速度   | 秒级确认      | 分钟到小时级    |
| 交易成本   | 极低/免费     | 较高且波动     |
| 能耗     | 低         | 极高(PoW)   |
| 监管态度   | 政府推动      | 严格监管/禁止   |
| 合规性    | 完全合规      | 合规挑战      |
| 国际使用   | 主权货币范围    | 全球流通      |
| 投机性    | 无         | 极高        |



| 货币政策影响  | 服务货币政策     | 独立于货币政策    |
|---------|------------|------------|
| 风险类型    | 技术风险+政策风险  | 技术+市场+监管风险 |
| 典型代表    | 数字人民币、数字欧元 | 比特币、以太坊    |
| 使用场景    | 日常支付、政策传导  | 投资、投机、价值存储 |
| 准入门槛    | 公民身份       | 无门槛        |
| 技术治理    | 央行主导       | 社区治理       |
| 跨境支付    | 双边协议支持     | 天然支持       |
| 反洗钱/KYC | 强制执行       | 难以执行       |
| 储备透明度   | 央行资产负债表    | 不适用        |

数据来源：复旦发展研究院，东吴证券研究所

数字人民币的发行背景源于国际货币竞争深化、非主权数字货币兴起、以及国内支付生态演进等多重因素的共同驱动。（1）国际层面：各主要经济体正积极布局央行数字货币，将其视为货币国际化与金融影响力的新载体；在此背景下，数字人民币有望通过服务“一带一路”跨境贸易与投资，提升中国在国际货币体系中的话语权。（2）非主权货币冲击：比特币对传统货币体系构成潜在冲击，而以美元为支撑的加密资产在全球的普及，进一步加剧了非主权货币的竞争压力。（3）第三方支付平台：在国内，支付宝、微信支付等第三方支付平台虽验证了数字支付的可行性与便民性，但其发展也暴露出支付壁垒、数据垄断、违规操作等诸多乱象，对金融监管构成挑战，亟需更高级的解决方案。（4）技术层面：区块链技术为数字货币提供了安全、透明的分布式账本范式，而数字人民币特有的双离线支付功能，则通过近场通信技术突破了网络依赖，极大扩展了适用场景。（5）普惠金融：通过扩大服务覆盖面、优化服务体验、强化信用背书与可控匿名，数字人民币致力于让金融服务更广泛可及、更安全高效、更公平可信，从而真正践行“普”与“惠”的金融本质。

根据中国人民银行发布的最新数据，截至 2025 年 9 月末，数字人民币在试点地区的推广取得了显著进展，累计交易规模已达到 14.2 万亿元、累计交易笔数达 33.2 亿笔、个人钱包开立数量 2.25 亿个。央行“十五五”改革发展规划中，将“加强数字人民币基础设施建设和推广应用”写入新一轮五年改革总盘子，为 2026—2030 年的制度定型、跨境推广和立法落地提供顶层路线图。

图7：数字人民币交易频次与交易体量

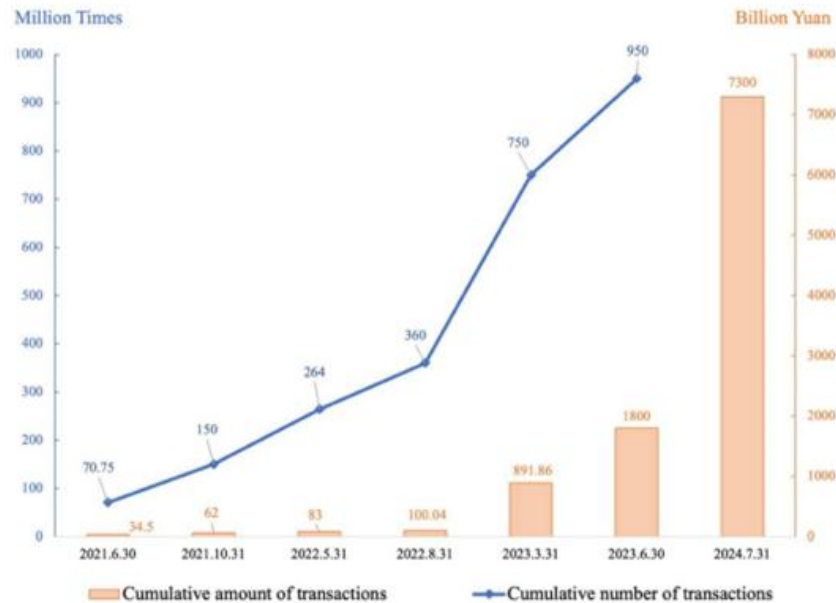


Fig. 3. The Number and Amount of e-CNY Transactions.

This figure depicts the scale of e-CNY transactions in China, the cumulative amount of transactions and cumulative number of transactions where we obtain the data from the official website of the People's Bank of China: <http://www.pbc.gov.cn>.

数据来源：《Adoption of central bank digital currencies: Initial evidence from China》，东吴证券研究所

图8：数字人民币钱包开户数量

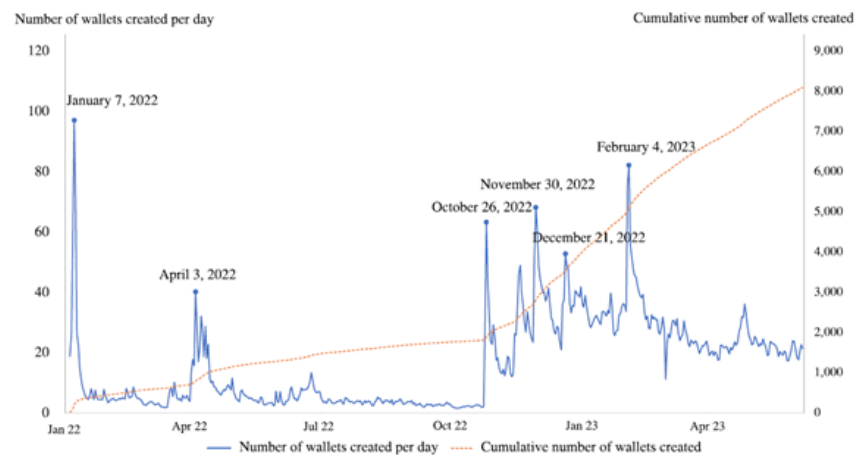


Fig. 4. Number of E-CNY Wallets Created.

This figure depicts the number of wallets created on each promotion date and the cumulative number of wallets created in a designated bank from January of 2022 to February of 2023 surrounding e-CNY promotion events. We obtain the proprietary data from a designated bank.

数据来源：《Adoption of central bank digital currencies: Initial evidence from China》，东吴证券研究所

双边合作模式是在人行与境外央行或金融管理机构签订合作协议的框架内，开展数字人民币的跨境应用试验。2020年，中国银行在两地监管指导下率先在中国香港地区开展数字人民币跨境试验，目前已初步构建覆盖中国香港个人和企业的数字人民币服务能

力。中国香港个人客户可开立数字人民币钱包在境内及中国香港消费，中国香港商户可受理数字人民币，中国香港企业和内地企业之间可用数字人民币进行跨境结算。该模式需要人行与境外央行或金融管理机构逐一对接，推广速度较慢，但相较于多边合作更加灵活。

2025年9月24日，数字人民币国际运营中心业务平台推介会在上海举行，向各相关机构集中宣传介绍数字人民币跨境数字支付平台、数字人民币区块链服务平台及数字资产平台（以下简称“业务平台”）功能。这也标志着数字人民币国际运营中心正式运营。截至2025年7月，跨境结算规模突破3.5万亿元，覆盖92国，交易量同比增53%。东盟成主阵地，新加坡、马来西亚、泰国流通量居前三。

## 2.2. 区块链技术：下一代数字新基建

**区块链**是一种通过密码学和共识算法在多方之间建立共享可信账本的分布式账本技术。它将数据按时间顺序打包连接成链，任何新数据需经全网节点一致同意后才能上链，从而实现去中心化管理且数据不可篡改。

**去中心化**：区块链采用分布式架构，由网络中多个节点共同维护数据副本而非依赖单一中心。任一节点故障不影响整体运作，网络无需中央中介即可运转，从而减少中介环节、提高协作效率。这类似于一个没有总账房的记账系统，所有参与方共同维护一本账本。

**共识机制**：通过工作量证明（PoW）、权益证明（PoS）等共识算法，使各节点就交易有效性达成一致，验证交易并生成新区块，确保全网账本一致，防止单方篡改。共识机制好比是一套规则，保证分散的参与者都认可每笔交易，就像多人对账时需要大家都同意账目。

**智能合约**：部署在区块链上的自动化程序，预设规则触发条件时自动执行交易或业务逻辑，过程公开透明且不可篡改，大幅提升业务自动化水平，降低人为风险。智能合约相当于“代码化的合同”，就像银行的自动扣款协议，但运行在链上无人为干预。

**链上资产**：区块链上记录和流通的各类数字资产，包括原生加密货币以及通过代币映射的现实世界资产。将现实资产代币化可使大额资产拆分交易，并实现7×24小时全球流通。

表4：加密资产区块链网络相关环节及功能拆解

| 公司类型        | 功能定位                 |
|-------------|----------------------|
| 公有链（Layer1） | 构建区块链基础设施，提供账本与共识机制  |
| Layer2 扩容方案 | 提升主链交易效率，降低 Gas 成本   |
| 钱包（软件/硬件）   | 管理私钥和链上账户，用户与区块链交互入口 |
| 区块浏览器       | 提供链上数据可视化、交易溯源、透明审计  |

|               |                       |
|---------------|-----------------------|
| 中心化交易所 (CEX)  | 提供数字资产撮合交易、资产托管与法币出入金 |
| 去中心化交易所 (DEX) | 基于智能合约的点对点交易系统,用户自持资产 |
| 合成资产平台        | 在链上构建对标股票/黄金等资产的合成代币  |
| 链上借贷协议        | 提供链上抵押贷款与收益市场         |
| RWA 代币化平台     | 将现实资产映射到链上代币, 提供赎回机制  |
| 链上托管与清算       | 提供加密资产安全托管、结算与审计支撑    |
| 链上身份与 KYC/DID | 提供身份认证与链上 KYC 合规机制    |
| ZK 风控技术提供商    | 提供零知识证明与隐私验证方案        |
| 预言机服务商        | 为合约提供链外价格、数据喂价        |
| 节点服务/RPC 中间层  | 提供节点托管、开发接口、API 服务    |
| 智能合约开发公司      | 为 DApp、RWA 等提供合约开发服务  |
| 量化交易与做市商      | 为市场提供流动性、套利与高频交易      |
| DAO 资产管理平台    | 持币人治理机制下的去中心化资产管理     |
| NFT 平台与市场     | NFT 铸造、展示、交易与流通市场     |
| 元宇宙与链游平台      | 构建虚拟空间和经济互动的沉浸式平台     |
| 区块链安全审计公司     | 审计合约代码、发现安全漏洞         |

数据来源：Gate, AmazonAWS, OneKey, OSL 等，东吴证券研究所整理

3. 持续探索数字人民币与区块链，AI+金融引领智能终端新范式

公司明确制定了“四个转变”发展战略，旨在推动企业实现多维度的转型升级。

**1、出海战略：**市场范围由国内市场向全球市场拓展，逐步构建国际化经营格局，增强全球资源整合与市场开拓能力。出海战略成功使我国银行智能终端走向国门，未来在海外可以直接通过恒银智能终端实现数字人民币与外币结算，成为数字人民币国际化的重要抓手；

**2、场景拓展：**应用场景由银行场景延伸至非银行场景，挖掘多元市场机遇；

**3、产品拓展：**产品布局从以网点外设备为主，扩展至网点内设备的全面覆盖，进一步贴合银行业务逻辑，构建完整产品体系；

**4、业务拓展：**业务模式从硬件提供商向软件与服务商转型，致力于为客户提供综合解决方案，提升整体服务能力。该战略系统规划了企业未来发展的关键路径，为企业持续创新与业务拓展提供了明确指引。

截至 2024 年底，恒银科技的产品已覆盖国内六大国有银行、12 家全国性股份制银行、28 家省级农信社和百余家城市商业银行，国内市场占有率行业领先。

未来，恒银科技将在以下几个方面重点发力：

### 3.1. “自主创新：聚焦新质生产力发展，驱动智能硬件创新

**1、区块链技术应用：**探索区块链在金融安全领域的应用，切实保障交易数据安全性与可信度；

**2、人工智能融合：**加大人工智能技术研发投入，深度融入智能硬件产品创新；

**2、机器人业务探索：**积极布局具身机器人等新业务领域，应用于银行网点服务，以实现高效人机交互、提升服务体验；

**4、智能设备创新：**通过自主创新突破技术瓶颈，成功推出搭载先进传感与识别技术的自助终端等前瞻性设备，以创新应用满足市场多样化需求。公司正通过技术赋能产品、产品赋能场景，在“AI+金融”生态构建中占据先机，致力于为客户提供更加智能的金融基础设施。

### 3.2. 科技赋能：打造大模型智能产品，深度融合实体经济

公司坚定 AI 赋能，探索“AI+金融”银行生态。公司着力探索研发大模型智能客服系统，实现与客户自然流畅的交互，快速准确解答客户疑问，提供个性化金融咨询服务，完善“AI+金融”生态服务链条。

2025 年 11 月 18 日，公司正式接入阿里千问大模型及蚂蚁集团全模态通用 AI 助手“灵光”。将基于阿里千问、蚂蚁灵光，通过采购专属模型授权及私有云部署模式，搭建内部统一的大模型接口服务平台，借助两大 AI 工具进行定制化开发，重点打造“AI+金融机具”专属解决方案：**（1）引入千问多模态：**全面引入阿里千问成熟的多模态能力包，涵盖 OCR 文字识别、视觉识别及语音交互等核心技术；**（2）适配国产算力：**寻求阿里千问在国产 GPU 适配、模型推理加速及专项性能调优等方面的技术支持，重点推进国产算力底座建设。

### 3.3. 数字化转型：挖掘数据要素价值，重塑金融服务模式

公司利用大数据、云计算等技术，加速数字化转型。通过收集分析客户在金融交易中的行为数据，为客户精准画像，为银行金融机构提供个性化金融科技服务。构建数字化管理平台，实现生产、销售、服务等环节的智能化管理，实现降本增效。同时，将 AI 应用于企业融资和风险防控，助力银行建立智能风控体系，提高贷款审批质量和效率，实时监测交易风险。

### 3.4. 国际化战略：拓展全球业务版图，融入“AI+金融”生态



**公司积极推动国际化布局。**公司将国内成熟的“AI+金融”解决方案进行本地化改造后推向国际市场，与海外金融机构、科技企业、专业服务机构等建立合作关系，共同探索 AI 在金融领域的新应用场景。同时参与国际金融科技展会与论坛，提升品牌国际影响力。通过国际化战略，不仅将智能硬件产品出口海外，还输出软件服务与整体解决方案，融入全球“AI+金融”生态，推动实体经济国际化发展，提升在全球金融科技领域的竞争力；同时，出海战略成功使我国银行智能终端走出国门，**未来在海外可以直接通过恒银智能终端实现数字人民币与外币结算，成为数字人民币国际化的重要抓手。**

### 3.5. 队伍建设：大力培育复合型人才，满足业务发展需要

**公司高度重视专业人才培养，为“AI+金融”发展提供人力资源保障。**一方面，加强内部人才培养，开展 AI、区块链等新兴技术培训，鼓励员工跨界学习，培养金融+科技复合型人才；另一方面，积极引进外部 AI 算法、大数据分析等领域的高端人才，大力营造创新氛围，鼓励员工参与“AI+金融”相关项目研发与实践，提升专业技能与职业素养，为公司智能硬件创新、数据要素价值挖掘等新业务提供坚实支撑。

## 4. 估值分析与盈利预测

公司深耕银行硬件终端，已经成为国内银行智能终端小巨人。公司金融终端设备具备区块链加密技术，结合公司出海战略成功落地，将成为数字人民币走向世界的关键抓手。过去几年，受国内银行网点转型影响，国内传统现金类设备需求持续缩减；而非现金设备因技术门槛低，市场竞争激烈，导致公司营收持续下滑。**未来，随着公司海外市场增长放量、配合国内市场企稳，我们认为未来公司营收与毛利率水平将会持续改善。分业务看：**

**1、现金类自助设备与非现金类自助设备：**我们预计 2025-2027 年公司现金与非现金自助设备收入增速为 15%、25%、30%，毛利率为 22%、24%、26%。给予二者相同增速与毛利率的逻辑如下：

**（1）银行等金融客户正处于“网点智能化”的同一浪潮中。**因此现金设备与非现金设备的核心驱动因素相同：银行网点降低运营成本、提升服务效率、优化客户体验、向轻型化和数字化转型；

**（2）综合解决方案供应商将成为公司未来的发力方向之一，**客户采购的是一个完整的解决方案，而非孤立的单类产品。这使得分拆后的各类设备营收会跟随整体解决方案的增速同步增长。

**（3）历史财务数据验证上述猜想：**历史数据来看，公司现金与非现金设备的收入增速与毛利率几乎处于同一水平。

基于以上几个判断，以及行业整体触底反弹预期，我们给予现金类与非现金类自助设备相同的增速与毛利率预期，预计 2025-2027 年公司现金类自助设备收入分别达 2.77/3.46/4.50 亿元，非现金类自助设备分别达 1.15/1.44/1.87 亿元。

**2、设备配件销售：**我们预计设备配件销售增速基本跟随主要产品（现金/非现金自助设备），但整体增速略有滞后，2025-2027 年预计分别为 14.4%/22.8%/25.9%，毛利率维持在 45%，与 2024 年水平持平。

**3、服务及软件：**公司服务及软件整体体量较小，且目前收入增长主要依然以硬件销售为主。我们预计 2025-2027 年公司服务及软件收入增速维持 10%，毛利率维持 45%，与历史水平持平。

综合来看，我们预测 2025-2027 年公司总收入分别为 5.04/6.25/8.04 亿元，同比增速分别为 15.3%/24.0%/28.6%，毛利率水平预计分别为 27.4%/28.8%/30.1%。

表5：公司业务拆分预测表

|              | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 总收入(亿元)      | 4.37   | 5.04  | 6.25  | 8.04  |
| yoy          | 2.5%   | 15.3% | 24.0% | 28.6% |
| 总毛利率(%)      | 25.7%  | 27.4% | 28.8% | 30.1% |
| 现金类自助设备(亿元)  | 2.41   | 2.77  | 3.46  | 4.50  |
| yoy          | -1%    | 15%   | 25%   | 30%   |
| 毛利率(%)       | 17%    | 22%   | 24%   | 26%   |
| 非现金类自助设备(亿元) | 1      | 1.15  | 1.44  | 1.87  |
| yoy          | -14%   | 15%   | 25%   | 30%   |
| 毛利率(%)       | 29%    | 22%   | 24%   | 26%   |
| 设备配件销售(亿元)   | 0.82   | 0.94  | 1.15  | 1.45  |
| yoy          | 49.1%  | 14.4% | 22.8% | 25.9% |
| 毛利率(%)       | 45.08% | 45%   | 45%   | 45%   |
| 服务及软件(亿元)    | 0.14   | 0.15  | 0.17  | 0.19  |
| yoy          | 56%    | 10%   | 10%   | 10%   |
| 毛利率(%)       | 41.36% | 45%   | 45%   | 45%   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

采用 PS 估值法对公司进行估值。选择新大陆、广电运通、中科金财作为可比公司。公司所处赛道可比公司较少，所选公司均为金融 IT 行业公司，覆盖银行设备等相关业务。**核心估值逻辑：**公司 PS 估值水平较高，高于可比公司。但我们认为高估值具有其合理性：

(1) 可比公司收入体量较大，而公司收入增速近年刚转入触底反弹；

(2) 公司具有“独特性”与“成长性”，公司产品将成为数字人民币海外推广的关

键抓手，结合公司出海战略，具有较大的叙事背景与估值空间，与高估值相匹配。

因此，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.04/6.25/8.04 亿元，给予公司 2026 年 12 倍 PS，对应目标价 14.4 元；2027 年 11 倍 PS，对应目标价 17.0 元。当前股价对应 2025-2027 年 PS 预计分别为 **12.3/9.9/7.7 倍**，首次覆盖给予“买入”评级。

表6: PS 估值表（截至 2025 年 11 月 17 日，可比公司预测来自 Wind 一致预期，公司预测来自东吴证券研究所）

| 可比公司 | 股票代码      | 总市值(亿元) | PS(TTM) | 营业收入（亿元） |       |       |       | PS   |       |       |       |
|------|-----------|---------|---------|----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|      |           |         |         | 2024     | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 恒银科技 | 603106.SH | 62.0    | 13.9    | 4.4      | 5.0   | 6.3   | 8.0   | 14.1 | 12.3  | 9.9   | 7.7   |
| 均值   |           | 223.7   | 4.7     | 65.9     | 75.8  | 87.9  | 101.2 | 4.8  | 3.8   | 3.1   | 2.6   |
| 新大陆  | 000997.SZ | 262.6   | 3.3     | 77.5     | 87.2  | 99.1  | 112.7 | 3.4  | 3.0   | 2.6   | 2.3   |
| 广电运通 | 002152.SZ | 312.2   | 2.7     | 108.7    | 123.9 | 142.4 | 162.9 | 2.9  | 2.5   | 2.2   | 1.9   |
| 中科金财 | 002657.SZ | 96.2    | 8.2     | 11.7     | 16.2  | 22.0  | 27.8  | 8.2  | 5.9   | 4.4   | 3.5   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**出海业务风险：**公司海外市场目前尚未形成批量销售订单，其国际业务增长的可持续性仍待观察。

**地缘冲突风险：**公司的全球化战略涉及多个国家和地区，地缘政治紧张可能中断供应链并影响海外市场的拓展进度。

**区块链技术探索不及预期：**公司区块链技术尚未形成相关产品或应用收入，仅停留在研发探索阶段。

**数字人民币推广不确定性：**数字人民币的跨境推广面临国际认可度和监管协调等挑战，其发展进程可能存在不确定性。

**股价波动风险：**公司近期股价波动较大，当前股价（11.75 元）处于历史较高位置，需注意投资风险。

恒银科技三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)        | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,224</b> | <b>1,184</b> | <b>1,389</b> | <b>1,553</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>437</b> | <b>504</b> | <b>625</b> | <b>804</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 908          | 830          | 949          | 989          | 营业成本(含金融类)      | 325        | 366        | 445        | 562        |
| 经营性应收款项          | 175          | 200          | 255          | 331          | 税金及附加           | 5          | 5          | 6          | 8          |
| 存货               | 133          | 142          | 173          | 218          | 销售费用            | 26         | 25         | 31         | 40         |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 45         | 48         | 59         | 75         |
| 其他流动资产           | 8            | 11           | 12           | 15           | 研发费用            | 48         | 53         | 63         | 80         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>518</b>   | <b>628</b>   | <b>632</b>   | <b>635</b>   | 财务费用            | (26)       | (20)       | (18)       | (21)       |
| 长期股权投资           | 2            | 2            | 2            | 2            | 加:其他收益          | 29         | 17         | 26         | 38         |
| 固定资产及使用权资产       | 282          | 282          | 281          | 282          | 投资净收益           | 0          | 3          | 3          | 3          |
| 在建工程             | 11           | 11           | 11           | 11           | 公允价值变动          | 7          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 21           | 21           | 20           | 19           | 减值损失            | (5)        | 0          | 0          | 0          |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期待摊费用           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>     | <b>45</b>  | <b>48</b>  | <b>68</b>  | <b>101</b> |
| 其他非流动资产          | 202          | 313          | 317          | 321          | 营业外净收支          | (1)        | (5)        | (5)        | (4)        |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,743</b> | <b>1,812</b> | <b>2,021</b> | <b>2,188</b> | <b>利润总额</b>     | <b>44</b>  | <b>43</b>  | <b>63</b>  | <b>97</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>244</b>   | <b>286</b>   | <b>461</b>   | <b>576</b>   | 减:所得税           | 4          | 6          | 9          | 12         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | <b>40</b>  | <b>36</b>  | <b>55</b>  | <b>85</b>  |
| 经营性应付款项          | 130          | 135          | 164          | 208          | 减:少数股东损益        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 合同负债             | 86           | 119          | 231          | 286          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>40</b>  | <b>36</b>  | <b>55</b>  | <b>85</b>  |
| 其他流动负债           | 29           | 32           | 65           | 83           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.08       | 0.07       | 0.10       | 0.16       |
| <b>非流动负债</b>     | <b>193</b>   | <b>198</b>   | <b>198</b>   | <b>198</b>   | EBIT            | 12         | 22         | 45         | 76         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 31         | 25         | 48         | 78         |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 25.65      | 27.44      | 28.80      | 30.14      |
| 租赁负债             | 0            | 0            | 0            | 0            | 归母净利率(%)        | 9.17       | 7.19       | 8.74       | 10.60      |
| 其他非流动负债          | 193          | 198          | 198          | 198          | 收入增长率(%)        | 2.53       | 15.30      | 23.98      | 28.56      |
| <b>负债合计</b>      | <b>437</b>   | <b>485</b>   | <b>659</b>   | <b>775</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 119.29     | (9.57)     | 50.54      | 56.08      |
| 归属母公司股东权益        | 1,306        | 1,328        | 1,361        | 1,413        |                 |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |            |            |            |            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,306</b> | <b>1,328</b> | <b>1,361</b> | <b>1,413</b> |                 |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>1,743</b> | <b>1,812</b> | <b>2,021</b> | <b>2,188</b> |                 |            |            |            |            |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 重要财务与估值指标      | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|-------|
| 经营活动现金流    | 64    | 55    | 148   | 80    | 每股净资产(元)       | 2.51   | 2.55   | 2.62   | 2.72  |
| 投资活动现金流    | 25    | (124) | (8)   | 1     | 最新发行在外股份(百万股)  | 521    | 521    | 521    | 521   |
| 筹资活动现金流    | 0     | (9)   | (21)  | (33)  | ROIC(%)        | 0.88   | 1.44   | 2.87   | 4.79  |
| 现金净增加额     | 88    | (78)  | 118   | 48    | ROE-摊薄(%)      | 3.07   | 2.73   | 4.01   | 6.03  |
| 折旧和摊销      | 19    | 3     | 3     | 3     | 资产负债率(%)       | 25.08  | 26.73  | 32.63  | 35.41 |
| 资本开支       | (5)   | (5)   | (5)   | (4)   | P/E(现价&最新股本摊薄) | 154.51 | 170.86 | 113.50 | 72.72 |
| 营运资本变动     | 4     | 5     | 88    | (9)   | P/B(现价)        | 4.75   | 4.67   | 4.55   | 4.39  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，中国香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>