

互联网彩票行业深度报告

电话售彩顺应消费趋势，彩种游戏催生增量市场

分析师：申 烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

● 全市场首篇电话售彩深度报告，前瞻性完善彩票产业链研究

作为最早挖掘互联网彩票投资机会的研究团队，我们自 2013 年开始已先后发布了八篇彩票行业深度报告，对整个产业链进行了最深入的剖析。随着行业认知的普及，我们认为市场对互联网售彩的预期差正在逐渐缩小，但对电话售彩的认识混淆严重，尚未真正意识到其巨大的投资潜力。因此本报告作为全市场第一篇详尽分析电话售彩的深度报告，将从根本上帮助投资者区分互联网和电话这两大售彩渠道，进一步完善我们对互联网彩票产业链的研究。

● 电话售彩渠道独辟蹊径，交易系统管理技术成熟

互联网售彩和电话售彩最大的区别在于彩种，前者全国联销为主，后者主要是地方彩种游戏。在代销渠道合作、招标模式方面，互联网售彩重启之后将进行全国统一招标，电话售彩实行分省招标，地方两彩中心作为法定销售机构可以采取直销或者同 1-3 个服务方合作，委托代理进行电话售彩。在渠道方面，互联网售彩将包括 PC 端和手机客户端，而电话牌照则是通过语音、短信和手机客户端进行销售。我们认为，随着移动互联网技术的发展、购彩时间碎片化趋势凸显、彩民对购彩趣味性和资讯需求的提升，电话端是更符合行业发展趋势的售彩渠道。

● 彩票游戏发展空间巨大，地方彩种规模不容小觑

彩票游戏因其玩法多样、更新速度快、销售成本低、购买时间碎片化等特点，天然适合在手机投注，有较大的发展空间。目前唯一的地方彩票游戏试点“江苏手游彩”上线一年的销售额为 5.4 亿元，今年预计销量 10-12 亿元，市场需求持续旺盛。地方特色彩种和地方高频彩发展已十分迅猛，形式上也适合手机投注。此外，在考虑渗透率以及推进效果时，需要重视新增彩票游戏和彩种的申报审批环节。我们根据未来手机彩票游戏和地方彩种能够在电话端销售的情况进行了三种情景假设，测算出手机售彩的市场规模在 200-660 亿元，平台公司收入规模在 20-50 亿元，按照前四大龙头每家 15-20% 份额进行推测，每家平台公司收入规模估计为 3-10 亿。我们认为，与地方两彩中心有着产期合作关系、拥有彩种研发、平台搭建运营实力的公司将最具优势，也最有机会争取到多个省份的电话售彩牌照，建议关注 A 股的鸿博股份、天音控股，港股的华彩控股等。

● 风险提示

互联网彩票和电话售彩作的行业政策存在不确定性；对于电话售彩市场规模的情景假设受政策影响较大。

相关研究：

彩票行业海外对比之台湾彩票启示录：“公办民营”引竞争，渠道创新添活力	2016-05-24
天音控股（000829.SZ）深度报告：强势布局彩票产业，跨界成长协同发力	2016-04-05
互联网彩票系列之四：三大维度剖析整顿成因，独家展望行业政策走向	2015-03-25
互联网彩票系列之三：捕捉彩票全产业链机会，彩票终端龙头价值凸显	2014-03-05
互联网彩票系列之二：政策牌照呼之欲出，市场化监管大势所趋	2014-01-23
互联网彩票系列之一：世界杯催化竞彩放量，移动端决定龙头成败	2013-12-18
中国彩票行业再探：体彩市场蛋糕巨大，无纸化彩票大势所趋	2013-10-25
中国彩票行业初探：财政收入重要补充，市场空间有待开拓	2013-10-14

识别风险，发现价值

本报告联系人：任尚伟 020-87574791 rensww@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、本文逻辑结构以及与大众观点不同之处.....	4
(一) 电话售彩渠道独辟蹊径, 交易系统管理技术成熟.....	4
(二) 手机客户端符合发展趋势, 顺应民众生活消费偏好.....	4
(三) 彩票游戏发展空间巨大, 地方彩种规模不容小觑.....	4
(四) 本文逻辑与大众观点不同之处.....	4
二、电话售彩渠道独辟蹊径, 交易系统管理技术成熟.....	5
(一) 电话售彩代销渠道分省招标, 相比互联网各方面区别明显.....	5
(二) 管理系统技术成熟, 电话体彩整装待发.....	6
三、手机客户端符合发展趋势, 顺应民众生活消费偏好.....	8
(一) 购彩时间碎片化趋势凸显.....	8
(二) 彩民对购彩趣味性和资讯需求提升.....	9
(三) 手机购彩发展前景可期.....	10
四、彩票游戏发展空间巨大, 地方彩种规模不容小觑.....	12
(一) 彩票游戏消遣娱乐性强, 适合手机投注潜力巨大.....	12
(二) 地方彩种表现佳, 手机投注带来新希望.....	14
(三) 电话售彩市场规模估计.....	19
五、电话售彩关注标的.....	22
(一) 鸿博股份 (002229.SZ).....	22
(二) 天音控股 (000829.SZ).....	23
(三) 华彩控股 (1371.HK).....	24
六、风险提示.....	26

图表索引

图 1: 电话销售体育彩票管理系统	6
图 2: 2013 年彩民结构分布	8
图 3: 我国 2015 年智能终端月度活跃用户数 (万)	9
图 4: 投注站与手机 APP 购彩资讯对比	10
图 5: 2015 年手机网民规模及普及率	10
图 6: 香港赛马会手机 APP 投注界面及销售渠道比例	11
图 7: 江苏省体彩手机即开游戏——手游彩	13
图 8: 2015 年江苏体彩彩种销量对比 (万元)	13
图 9: 2015 年福建体彩及广东福彩彩种销量对比 (万元)	15
图 10: 2015 年广东福彩彩种销量对比 (万元)	16
图 11: 当前我国手机 APP 可购地方彩种	16
图 12: 湖南动物总动员高频彩	17
图 13: 2015 年新疆福彩彩种销量对比 (万元)	17
图 14: 山东、海南手机即开彩	19
图 15: 近五年国家地方彩票游戏、即开型彩票销售额 (亿元)	20
图 16: 电话售彩市场规模估计	20
图 17: 彩票设备系统主要供应商	22
图 18: 鸿博股份子公司开发的四款手机彩票游戏	23
图 19: 掌信彩通 2015 年 1-10 月主营业务毛利率情况	24
图 20: 掌信彩通 2015 年 1-10 月主营业务构成	24
图 21: 天音控股主要股东关系	24
图 22: 华彩控股子公司和业务结构	25
表 1: 电话售彩与互联网售彩区别对比	5
表 2: 体彩大系统第三方安全测试规划	7
表 3: 当前我国地方特色彩种汇总	14
表 4: 当前我国地方高频彩汇总	18
表 5: 福建省体彩中心电话销售体育彩票代理供应商招标项目中标公告	23
表 6: 华彩控股电话售彩相关的合作公告	25

一、本文逻辑结构以及与大众观点不同之处

（一）电话售彩渠道独辟蹊径，交易系统管理技术成熟

互联网售彩和电话售彩最大的区别在于彩种，前者全国联销为主，后者主要是地方彩种游戏。在代销渠道合作、招标模式方面，互联网售彩重启之后将进行全国统一招标，电话售彩实行分省招标，地方两彩中心作为法定销售机构可以采取直销或者同1-3个服务方合作，委托代理进行电话售彩。在渠道方面，互联网售彩包括PC端和手机客户端，而电话牌照则是通过语音、短信和手机客户端进行销售。

（二）手机客户端符合发展趋势，顺应民众生活消费偏好

彩民购彩行为的背后结合了消费、投机和公益等出发点，人口结构的变化和消费习惯的变迁，彩票的销售购买形式也处于变化之中。我们认为，随着移动互联网技术的发展、购彩时间碎片化趋势凸显、彩民对购彩趣味性和资讯需求的提升，电话端是更符合行业发展趋势的售彩渠道。

（三）彩票游戏发展空间巨大，地方彩种规模不容小觑

彩票游戏因其玩法多样、更新速度快、销售成本低、购买时间碎片化等特点，天然适合在手机投注，有较大的发展空间。目前唯一的地方彩票游戏试点“江苏手游彩”上线一年的销售额为5.4亿元，今年预计销量10-12亿元，市场需求持续旺盛。地方特色彩种和地方高频彩发展已十分迅猛，形式上也适合手机投注。此外，在考虑渗透率以及推进效果时，需要重视新增彩票游戏和彩种的申报审批环节。我们根据未来手机彩票游戏和地方彩种能够在电话端销售的情况进行了三种情景假设，测算出手机售彩的市场规模在200-660亿元，平台公司收入规模在20-50亿元，按照前四大龙头每家15-20%份额进行推测，每家平台公司收入规模估计为3-10亿。我们认为，与地方两彩中心有着产期合作关系、拥有彩种研发、平台搭建运营实力的公司将最具优势，也最有机会争取到多个省份的电话售彩牌照，建议关注A股的鸿博股份、天音控股，港股的华彩控股等。

（四）本文逻辑与大众观点不同之处

作为最早挖掘互联网彩票投资机会的研究团队，我们自2013年开始已先后发布了八篇彩票行业深度报告，对整个产业链进行了最深入的剖析。随着行业认知的普及，我们认为市场对互联网售彩的预期差正在逐渐缩小，但对电话售彩的认识混淆严重，尚未真正意识到其巨大的投资潜力。因此本报告作为全市场第一篇详尽分析电话售彩的深度报告，从根本上帮助投资者甄别互联网和电话这两大售彩渠道。

二、电话售彩渠道独辟蹊径，交易系统管理技术成熟

2014年3月发布的《电话销售彩票管理暂行办法》是目前关于电话售彩的最新文件。根据其定义，电话销售彩票是指“利用固定电话、移动电话通过短信、语音、客户端等方式销售彩票”。与2010年9月的旧版相比，取消了“禁止将电话销售彩票系统以任何方式与互联网联结销售彩票”的规定，增加了客户端作为电话售彩的销售渠道。**客户端渠道的放开对于电话售彩来说是一点重要的利好转变。**事实上，2010年的《互联网销售彩票管理暂行办法》和《电话销售彩票管理暂行办法》两份文件中，客户端属于互联网售彩渠道而非电话售彩渠道，后者只能通过固定电话、移动电话的短信、语音呼叫等方式销售彩票。因此目前看来，互联网售彩和电话售彩都可以使用手机客户端作为渠道。

（一）电话售彩代销渠道分省招标，相比互联网各方面区别明显

在代销渠道合作、招标模式方面，电话售彩与互联网售彩有重要的区别。电话售彩方面，彩票销售机构（省级民政部门下属的省级福彩中心、省级体育行政部门下属的省级体彩中心）可以委托单位开展电话代理销售彩票业务；而互联网售彩方面是由彩票发行机构（民政部下属的国家福彩中心、国家体育总局下属的国家体彩中心）与单位合作或授权彩票销售机构开展互联网销售彩票业务，或者委托单位开展互联网代理销售彩票业务。**与互联网售彩重启之后的全国统一招标模式不同，电话售彩实行分省招标，地方两彩中心作为法定销售机构可以采取直销或者同1-3个服务方合作，委托代理进行电话售彩。**目前已经开展电话售彩及试点的省市包括辽宁（福彩）、北京（福彩）、上海（福彩）、山东（体彩试点）、海南（体彩试点）、江苏（体彩试点）等。与其他省市不同的是，江苏体彩试点为手机即开型彩票游戏（而非简单地在电话客户端销售线下已有的彩种），由财政部批准从2015年5月15日开始试点销售，试点期限暂定为两年。财政部还表示，试点期间不再受理体育彩票机构委托单位开展电话销售彩票业务的申请。

表1：电话售彩与互联网售彩区别对比

	电话售彩	互联网售彩
代销合作形式	省级福彩体彩中心委托单位开展	国家福彩体彩中心与单位合作或委托单位开展
招标模式	分省招标（每省 1-3 家）	全国统一招标
所售彩种游戏	地方彩种游戏为主	全国性彩种为主
渠道	语音、短信、APP	PC 端和 APP
销售机构	辽宁福彩（直销）、 上海福彩、北京福彩	/
试点机构	江苏体彩游戏（手游彩）、 山东体彩、海南体彩	500 彩票网（体彩试点资质）、 中国竞彩网（体彩试点资质）

资料来源：财政部文件、广发证券发展研究中心

《电话销售彩票管理暂行办法》特别规定禁止利用电话跨省销售彩票，在一定程度上体现了“地方彩票地方销售”的倾向。据此我们推测，电话渠道销售的彩票可能仅限于地方性彩种和游戏，包括彩票游戏、地方特色彩种和地方高频彩种；而全国主流彩种（如福彩的双色球、体彩的超级大乐透等）和即开型彩票在电话售彩

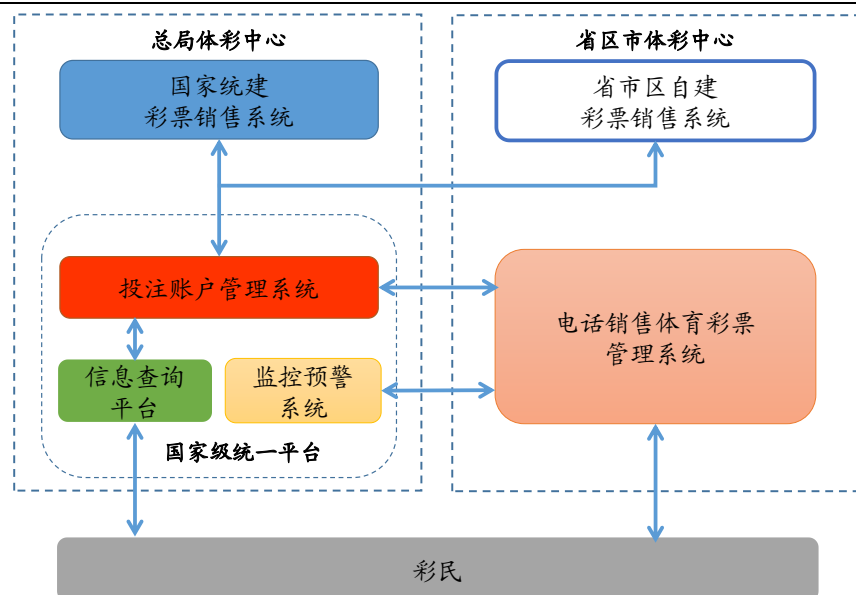
全面开展之后是否通过手机客户端销售尚存不确定性。也就是说，互联网售彩和电话售彩最大的区别在于彩种（前者全国联销为主，后者地方彩种游戏）。虽然按照最新修订的《电话销售彩票管理暂行办法》电话售彩形式包括语音和短信投注，但考虑到手机的普及程度，手机客户端APP才是未来最主要的电话售彩方式。我们认为，手机客户端购彩是符合民众购彩偏好和消费行为趋势的，未来销量将快速增长，市场规模可观。

（二）管理系统技术成熟，电话体彩整装待发

根据2014年版本的《电话销售彩票管理暂行办法》：“彩票发行机构统一管理投注账户，负责彩票购买者身份信息验证、注册电话号码绑定、银行借记卡绑定等，并依据绑定的注册电话号码、绑定的银行借记卡或者其他相关信息划分投注账户归属行政区域。彩票销售机构依据属地原则具体管理本行政区域投注账户。彩票发行机构应当建立全国统一的电话销售彩票投注账户管理系统。彩票销售机构或电话代销者接受彩票购买者开设、变更或者注销投注账户等请求，经彩票销售机构初审后向彩票发行机构提出申请，彩票发行机构通过电话销售彩票投注账户管理系统审核有关信息并最终确认。”据此可以推测，在电话售彩放开之后，福彩电话销售系统和体彩电话销售系统彼此大致相似。

《电话销售彩票管理暂行办法》还要求彩票销售机构利用电话销售彩票“应当实行投注限额限时管理，对彩票购买者利用电话购买彩票的当天投注额度、单一彩票游戏投注额度、持续投注时间等作出明确规定”。

图1：电话销售体育彩票管理系统



资料来源：穗彩科技公开资料、广发证券发展研究中心

公开资料显示，体育彩票的电话销售已经拥有了相对成熟的管理系统。以穗彩科技开发的电话销售体育彩票管理系统为例，其功能涵盖了账户管理、渠道管理与监管、交易管理和资金管理等方面，能够进行实时交易监控，针对于渠道不同级别的权限控制及管理功能，安全防护级别高，能够通过系统和人工对恶意投注行为进行干预，还能够进行游戏限时、投注限额等控制，满足《电话销售彩票管理暂行办法》

法》中关于电话售彩渠道的各项要求。

2016年6月财政部公示了《国家体育总局体育彩票管理中心技术系统第三方安全测试项目中标公告》，招标文件首次明确中国竞彩网、500彩票网、江苏省体彩中心和其他三个移动应用客户端将参与此次安全测试。由此看出，电话售彩系统技术正日臻成熟，电话渠道放开进程可能加速。

表2：体彩大系统第三方安全测试规划

测试名称	测试主要内容	测试时间	工作量(估算)
互联网系统新增游戏安全测试1	互联网系统新增排列3、海南4+1游戏、7星彩新规则后的安全防护情况	2016年6月至12月	40人天
互联网系统新增游戏安全测试2	互联网系统新增自由过关游戏后的安全防护情况	2017年1月至2月	40人天
体育彩票移动应用客户端第三方符合性安全检测	对移动应用客户端进行安全测评和风险评估工作，包括中国竞彩网移动应用客户端、500彩票网移动应用客户端、江苏省体彩中心移动应用客户端、其他移动应用客户端(3个)符合性安全检测工作	2016年8月至10月	216人天
待定安全测试项目			40人天

资料来源：财政部、中国政府采购网、广发证券发展研究中心

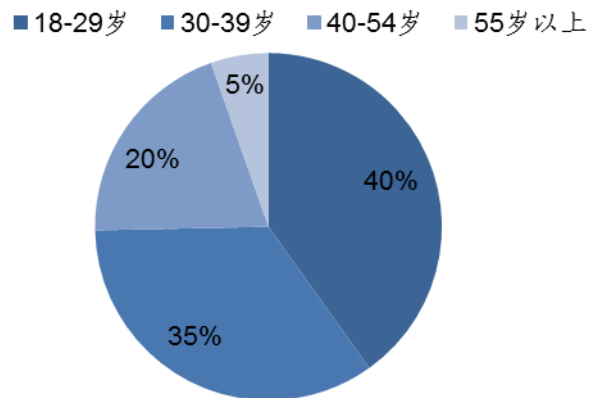
三、手机客户端符合发展趋势，顺应民众生活消费偏好

彩民购彩行为的背后结合了消费、投机和公益等出发点，随着技术的社会化普及、人口结构的变化和消费习惯的变迁，彩票的销售购买形式也处于变化之中。我们认为手机客户端售彩顺应了民众生活消费偏好，是符合发展趋势的售彩渠道，下面从多个层次来阐述看好手机售彩未来发展的原因。

（一）购彩时间碎片化趋势凸显

消费时间碎片化的趋势对购彩行为有重要的影响，在此过程中彩民人口结构因素是非常关键的一点。我国彩票市场销量在逐年上升的同时，彩民群体和彩民的购彩习惯已经发生了很大的变化。比较明显的变化在于彩民年龄结构年轻化。90后的彩民比重在增长，女性彩民比例有所提升。以2013年《公益时报》发起的年度彩票调查报告显示，调查人群中18-29岁之间彩民占40.11%，30-39岁之间的占34.55%，40-54岁之间的占19.96%，55岁以上的仅占5.38%。而男性彩民比重为88.89%，比2012年有所下降，下降幅度为0.6%，女性彩民比重上升。

图2：2013年彩民结构分布

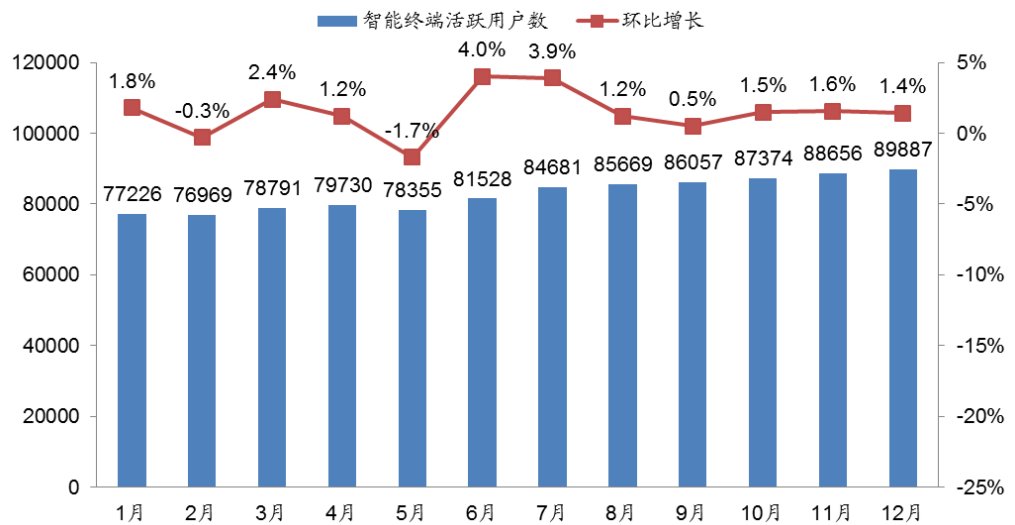


资料来源：《公益时报》、广发证券发展研究中心

上述调查还显示，2013年彩民增加量有所提升。我国彩民大多数都有经常购彩习惯，接触彩票的时间在3年以上的老彩民占73.86%。在老彩民中，接触彩票时间在10年以上的达33.67%；5到10年的占21.99%；3到5年的为18.20%。而接触彩票不到3年的新彩民为26.14%。彩民中新生力量的壮大无疑对彩票行业来说是一大利好。同时，调查中发现彩民教育程度也在增加，61.70%的人文化程度是大学，初中及初中以下文化程度的仅占12.3%。彩民文化水平的提高也有益于彩票行业的健康发展以及彩票公益性的传播。

彩民主体年轻化带来了消费模式的改变。在年轻群体中，移动互联占比较大；而在用户使用的移动设备中，智能手机占比最高。国内移动数据服务商QuestMobile发布报告称，2015年12月我国活跃的移动智能终端达到了8.99亿台（其中90%以上是智能手机），环比增速保持稳定。其中约60%的使用者是85后，说明智能手机在年轻人中的普及率已相当之高。

图3：我国2015年智能终端月度活跃用户数（万）



资料来源：QuestMobile、广发证券发展研究中心

彩民主体年轻化与文化水平提高的结果是，目前大多数彩民都是有职业的人群，个人时间有限，三点一线的生活使得每日定时定点买彩票不太现实。移动智能终端的普及率提高以及购物模式的改变使得消费时间向碎片化方向发展，电话购彩正是顺应了这种消费趋势。

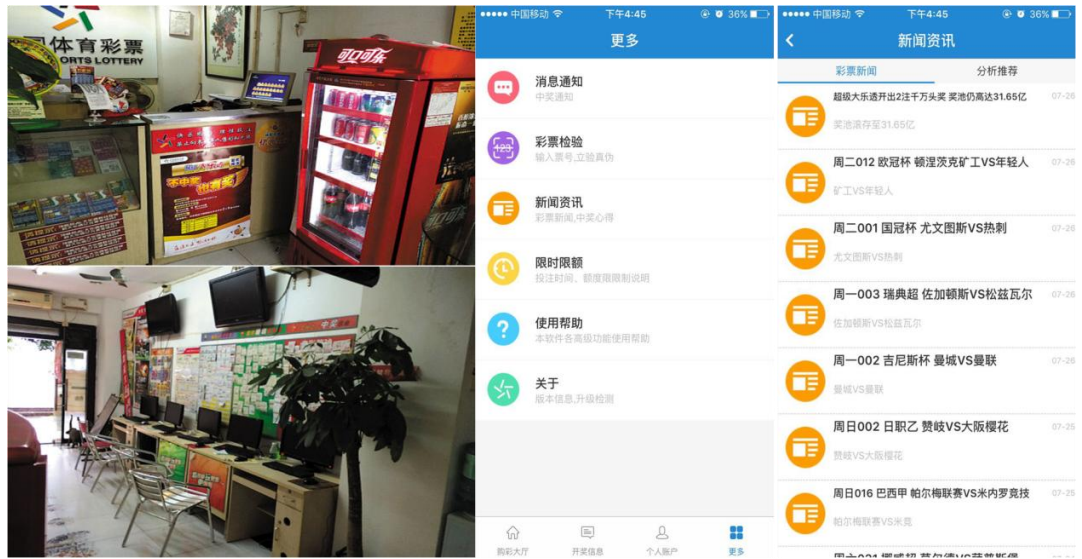
（二）彩民对购彩趣味性和资讯需求提升

消费模式的改变使得“产生兴趣”这一环节变得格外重要。当各个渠道都能获取信息、不必须到实体店消费的时候，决定客户是否会购买商品的要点在于是否产生兴趣；而要产生兴趣，就需要更多的直观的信息，需要交互、体验，让消费者有种“自己做主”选择的感觉。在消费空间立体化、消费方式移动化以及消费时间碎片化的趋势下，要适应消费模式的改变，就需要提供个性化和立体化的服务。

年轻彩民更加注重个性化的服务，对信息的要求在不断提高。90后彩民普遍文化程度较高，他们对彩票的理解更加理性、全面、透彻。因此，他们较为清楚彩票的公益性质，更多时候是将彩票当成一种娱乐，懂得购彩是在娱乐和投机的同时为公益做贡献。同时，年轻一代对新事物的接受度较高，喜欢自己做主的感觉，因此对彩票趣味性的要求在提高。

信息化时代要求信息资讯丰富，彩票行业亦是如此。当前线下投注站公布的信息比较简单，加盟商大多只是提供彩票销售的场所和设备。投注站公布的信息多是当日可买彩票品种以及中奖信息，而对于日益丰富的彩票资讯尤其是体育彩票需要关注的体育赛事等内容涉及较少。手机彩票销售APP利用网络技术和页面设计优势，能将最新信息资讯发布到APP平台上；彩民能够通过手机APP了解到最新赛事赛况、赛事分析推荐、中奖信息通知、大奖新闻等资讯，获取最新的彩票资讯动态不受时间地点的限制。而且手机彩票销售APP界面友好、直观、动态效果强，能让彩民快速查找到需要的信息，使用方便、更新及时，相比于传统售彩渠道来说吸引力大大增强。

图4: 投注站与手机APP购彩资讯对比



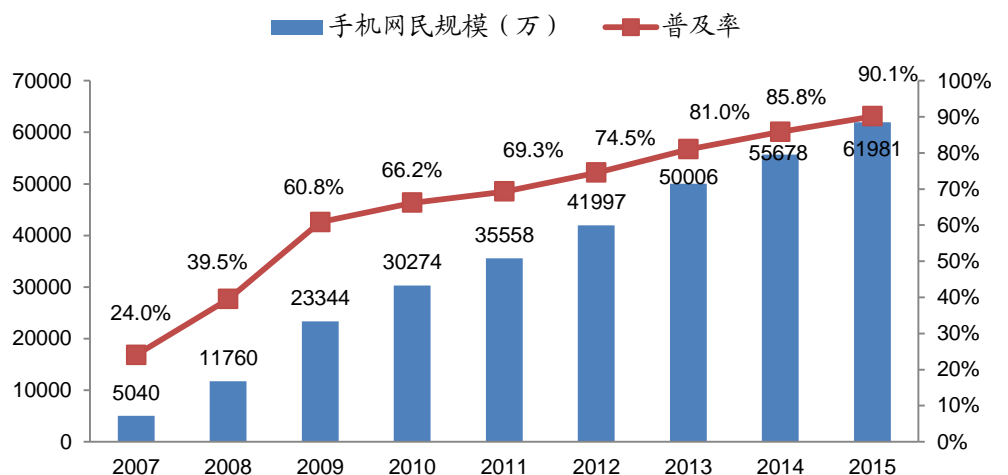
资料来源: 网易财经、海南体彩APP、广发证券发展研究中心

相对于投注站而言, 手机购彩能够提供数字化的导购、标准化的信息、丰富的彩票资讯以及快捷的交易方式, 对于彩民在个性化服务、信息交互等方面的需求更为符合。

(三) 手机购彩发展前景可期

中国互联网络信息中心公布的《2015年第37次中国互联网络发展状况统计报告》显示, 智能手机的推广是促进互联网普及率提升的重要一环。截至2015年12月, 我国手机用户规模达到6.2亿, 手机上网普及率由2014年的85.8%提升90.1%, 仅通过手机上网的网民达到1.27亿, 占整体网民规模的18.5%。与此同时, 资料显示移动消费交易额在2015年同比暴涨123.2%至2.1万亿元, 在网购总额中占比达到55%, 超越了PC端。

图5: 2015年手机网民规模及普及率



资料来源: 中国互联网信息中心、广发证券发展研究中心

从全球来看，无纸化彩票销售是大势所趋。横向对比香港彩票行业，香港赛马会成立于1884年，是全球规模最大的速度马竞赛营办机构之一，并且受到香港政府的委托，获得了彩票的专营权。香港赛马会销售的彩票有六合彩、足智彩以及赛马相关博彩。香港赛马会彩票销售早已放开互联网销售和电话销售渠道，彩票可以通过手机APP、电话以及互联网销售。香港互联网普及率高、移动互联发展迅速、电话售彩历史较长，因此香港彩票各类销售渠道发展成熟，线下销售、互联网销售和电话销售的比例基本为1:1:1，电话售彩占到了30%以上。此外，欧美发达国家线上彩票陆续合法化。英国2015年线上彩票销售占比21%，手机APP销售发展迅速，在2015年取得了53%的高速增长。亚洲各国如新加坡也开通了手机销售渠道博彩通，方便彩民购彩。我国互联网和电话售彩还在探索前进中，未来电话售彩的市场空间值得看好。

图6：香港赛马会手机APP投注界面及销售渠道比例



资料来源：雪球网、广发证券发展研究中心

随着我国智能手机的普及和民众在移动端消费意识的增强，彩票销售形式也会随之改变。可以预见的是，随着电话售彩逐渐发展成熟，彩票销售有从线下向线上转移的大趋势，手机购彩的消费习惯将跻身主流。

四、彩票游戏发展空间巨大，地方彩种规模不容小觑

当前我国市场上发行的电脑彩票主要可以分为全国发行的彩种（如福彩双色球、七乐彩和3D游戏，体彩大乐透、排列三、排列五和七星彩）、地方特色彩种（由国家财政部批准发行，在各省单独或联省销售的彩票）、地方高频彩种（常见形式如十分钟开奖一次的彩票，多为多省联合销售）。此外还有即开型彩票，在全国范围内销售，如福彩的刮刮乐和体彩的顶呱刮。我们认为，彩票游戏因其玩法多样、更新速度快、销售成本低、购买时间碎片化等特点，天然适合在手机投注，有较大的发展空间。另外我们研究发现，地方特色彩种和地方高频彩发展已十分迅猛，形式上也适合手机投注，如果开设此类彩种的手机销售渠道有利于激发彩民购彩需求。

手机售彩的渗透率一方面来自于已有彩种自线下向线上的扩张，另一方面依靠的是新增彩种的贡献。因此在考虑渗透率以及推进效果时，需要重视新增彩票游戏和彩种的申报审批环节。地方彩种和彩票游戏由省级彩票中心选择，之后提交至国家中心审核，再向财政部申请发行，获批后在批准区域内发行。其发行仅限省内，审批周期较短。另外，一些在省内销售较好的彩种会被国家两彩中心在全国推广，形成高频联销彩种如11选5等，审批周期相对长。我们会在本章最后给出彩票游戏以及手机售彩市场规模的测算，以便进一步估计相关代销公司业务规模和盈利能力。

（一）彩票游戏消遣娱乐性强，适合手机投注潜力巨大

1、彩票游戏娱乐性强，适应社会需求

彩票有两大基本功能，一是筹集资金，二是提供娱乐。筹集资金是由彩票的基本性质和功能决定的，彩票被称为微笑纳税，基本手段就是通过提供娱乐，提供一个公平公开轻松合意的方式给购买者带来幸运机会，以此筹集公益金并用于社会发展。我国的彩票是通过政策文件规范的，建立在体彩福彩基础之上，目的是为了中国公益事业的发展。当前，世界上一共有170多个国家和地区在法律上规范了彩票的发行管理，承认了彩票的合法地位。在发达国家和地区，人均彩票销售额较高，80%左右都参与到彩票活动当中。以新加坡为例，2014年人均彩票销售额为1070美元，在全世界范围内最高。相比之下2014年中国人均销售额仅为20美元。我国彩票参与度不高，社会对彩票的认识度也不够。

要解决这一问题，我们认为可以从彩票的第二功能——娱乐属性入手。彩票的重要角色之一是提供给购买者精神消费的娱乐服务。从当前的服务业营销经验看，快餐式消费已成为主流。彩票销售也应当从此方面入手，提供开奖间隔短、参与频率高、形式丰富多样的彩票游戏。快速开奖游戏与奖池高的大盘彩种有所不同，为了吸引并维持购彩者的热情，需要具有返奖率高、中奖范围广、单注奖金低等特点，这样才能更好地实现彩票的娱乐功能，给彩民提供好玩的彩票游戏，提升彩票的社会渗透率，同时还能凭借高公信力打击私彩。日积月累能够让大众更好地熟悉彩票，加深对彩票的认识，提升彩票消费，推动公益功能更好地实现。

除了以上原因，快速开奖的彩票游戏还具备着形式丰富、环节多样、代入感强等优点。2014年辽宁“彩民购彩资金支出机理及对家庭福利的影响”专项课题调查结果显示，40%左右的彩民对购买彩票有资金安排，购彩金额多数较少，不会对家庭福利质量造成实质性的负面影响。总体上看，彩民的购彩行为具有明显的休闲娱乐特征。因此，好玩的彩票游戏适应当前彩票购买者的需求。

2、彩票游戏适合手机投注，发展空间大

彩票销售本质上如同商品销售，渠道多样化是行业进步的体现。在强调彩票公益性的前提下，加强监管、履行兑奖承诺、确保不向未成年人售彩，那么销售方式线上线下齐头并进有利于促进行业发展，投注站、互联网、电话多点开花方便彩民。相对于线下投注和互联网端PC投注，随着智能手机的普及和移动互联网技术的进步，电话投注更加方便快捷，它能够实现语音、短信、终端的一体化数据的交换与互动，有效降低发行中介成本。并且彩票游戏就如手游类似，小型游戏更加适合在手机上运行，天然适合在手机上进行推广。

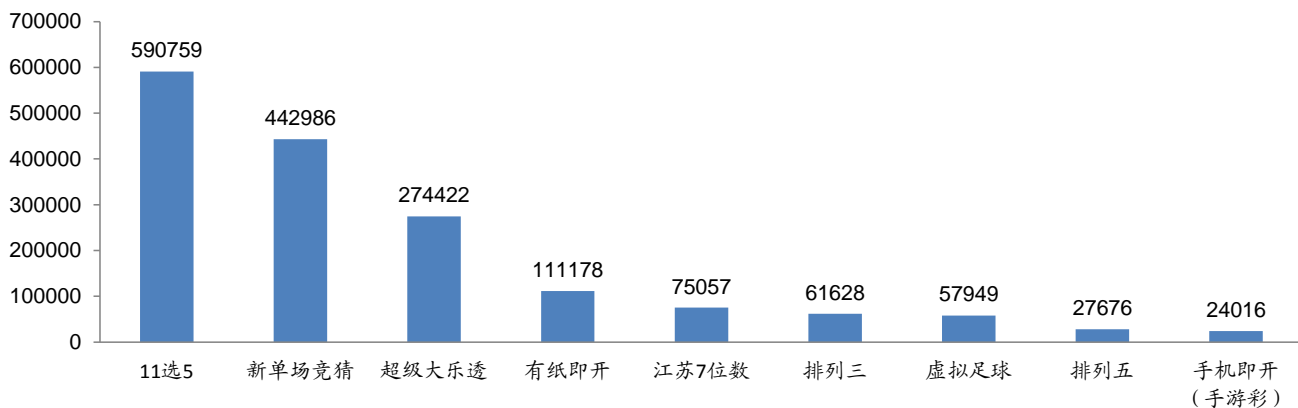
江苏省2015年5月15日起开始销售的手游彩是经国家财政部正式批准、由中国体育彩票发行的首款新型手机即开游戏彩票，包括趣味弹珠台、金牌闯关、趣味台球、好运扑克、全明星大赛和魔力四射六款游戏，返奖率65%。从2015年的销售情况上看，江苏手游彩的销售额为2.4亿元。上线一年的销售额为5.4亿元，今年预计销量达10-12亿元。虽然尚不及排列三和虚拟足球，鉴于手游彩刚起步还在试行推广阶段，热度提升仍需一定时间，发展后劲可期。

图7：江苏省体彩手机即开游戏——手游彩



资料来源：江苏体彩官网、手游彩客户端、广发证券发展研究中心

图8：2015年江苏体彩彩种销量对比（万元）



资料来源：江苏体彩官网、广发证券发展研究中心

图8数据显示，我国移动互联网、智能手机的覆盖率已达较高水平，手机购物的

消费习惯也全面普及。我们认为，江苏手游彩的试点作为一个良好开端，可以预见未来彩票游戏在手机端的销售将形成可观的规模。

（二）地方彩种表现佳，手机投注带来新希望

地方彩种主要包括地方特色彩种、地方高频彩种等。前者由国家财政部批准发行，在各省单独或联省销售；后者常见形式为一日内数次开奖，多为多省联合销售。地方特色彩种和地方高频彩发展已十分迅猛，形式上也适合手机投注，开设此类彩种的手机销售渠道是符合彩民需求的趋势所在。

1、地方特色彩种

当前全国福彩主要有双色球、3D和七乐彩，全国体彩主要有大乐透、排列三、排列五和七星彩。除此之外，全国各地地方彩种也在逐步发展。地方彩种多为乐透彩，全国绝大多数省市都有自己的地方彩种。

表3：当前我国地方特色彩种汇总

福彩			体彩		
地区	名称	投注方式	地区	名称	投注方式
河北	20选5	线下投注	黑龙江	黑龙江体彩6+1	线下投注
	好运2	线下投注	江苏	江苏7位数	线下投注
	好运3	线下投注		江苏体彩5+1	线下投注
	排列5	线下投注	浙江	浙江20选5	线下投注
	排列7	线下投注	福建	体彩22选5	线下投注
辽宁	35选7	电话+线下		体彩36选7	线下投注
	东方6+1	电话+线下		体彩31选7	线下投注
黑龙江	黑龙江36选7	线下投注	海南	海南4+1	电话+线下
	黑龙江P62	线下投注	北京	北京单场	线下投注
	黑龙江22选5	线下投注	广东	胜负过关	线下投注
上海	上海福彩15选5	电话+线下	天津	胜负过关	线下投注
	东方6+1	电话+线下			
江苏	江苏15选5	线下投注			
	东方6+1	线下投注			
浙江	浙江15选5	线下投注			
	东方6+1	线下投注			
安徽	安徽25选5	线下投注			
	安徽15选5	线下投注			
	东方6+1	线下投注			
福建	东方6+1	线下投注			
	华东15选5	线下投注			
江西	华东15选5	线下投注			
	东方6+1	线下投注			
河南	福彩22选5	线下投注			
湖北	30选5	线下投注			
广东	好彩1	线下投注			

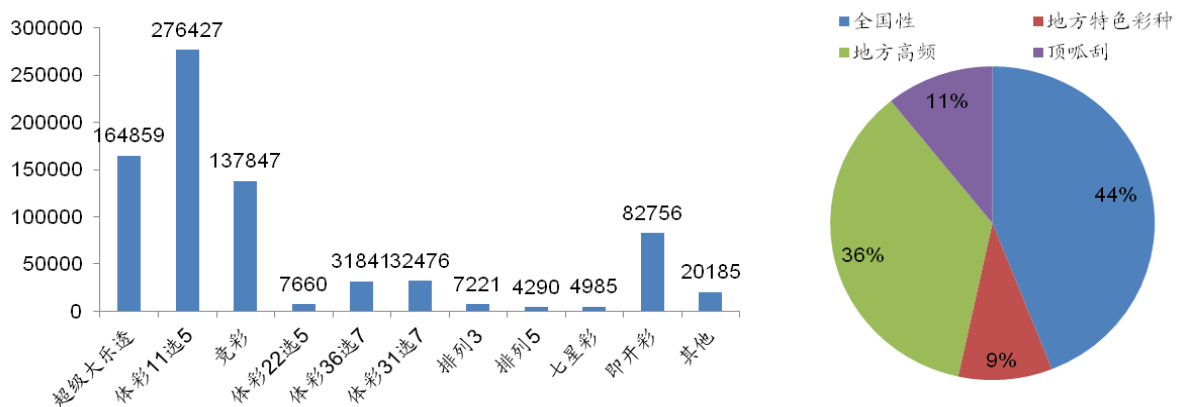
	36选7	线下投注
	26选5	线下投注
	深圳风采	线下投注
广西	快乐双彩	线下投注
新疆	福彩25选7	线下投注
	福彩18选7	线下投注
	福彩35选7	线下投注

资料来源：各地两彩中心、广发证券发展研究中心

地方彩种与全国性彩种相比，比较明显的优势一是**开奖周期短**。相对于全国性彩票一周开奖几次，地方彩票开奖周期更短，许多都是每天开一次奖。高效的开奖模式吸引了更多彩民，能够让彩民体验购彩乐趣，也弥补了全国性彩票在时间上的空白。二是**玩法更加多样，趣味性强**。比如华东五省一市+辽宁销售的地方彩票东方6+1，其彩票投注区分为基本号码区和生肖码区，每注投注号码由一个6位自然数的基本号码和1个生肖码排列组成。这将彩票与生肖相结合，更加有趣。例如广东地方彩票好彩1与生肖、季节以及方位相结合，各个生肖、季节和方位对应相应的投注数字；深圳风采彩票采用组合式玩法，即从35种“深圳风采”图案（每种图案有一个数字号码代表）中选择7种进行投注，一组7个图案号码的组合称为一注，大大增加了彩票的娱乐性。三是**区域推广效果好**。比如东方6+1就是由江苏省、浙江省、上海市、江西省、安徽省和福建省联合销售的福彩，地方彩票受众多是华东地方群众，由于加入了民俗等趣味性设计，对当地彩民的吸引力更强；且因为是由地方发行，操作上更加灵活。

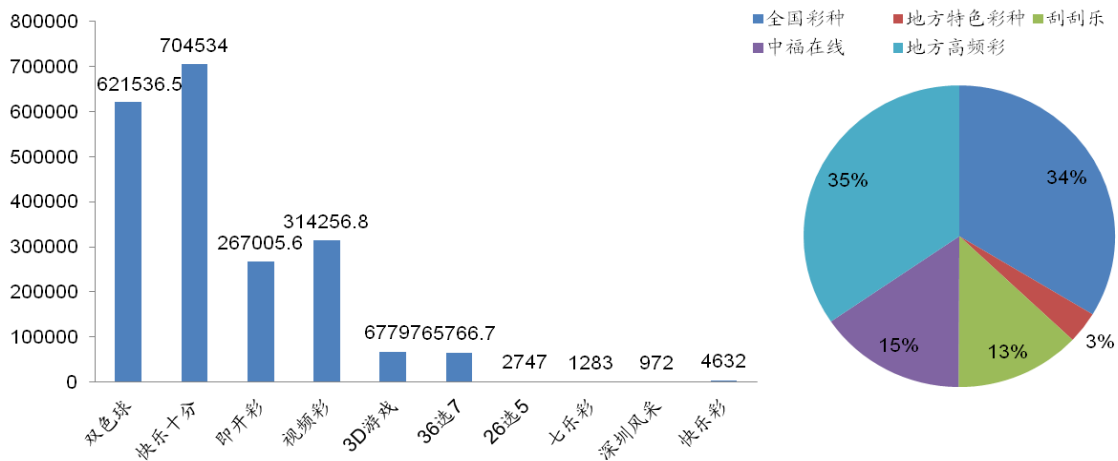
以福建体彩和广东福彩为例，福建体彩地方特色彩种较多，有22选5、36选7和31选7三种。不过福建2015年体彩销量中还是全国性彩种占据大头，高频彩占比也很高，地方特色彩种只有9%。广东福彩包括36选7、26选5和深圳风采三种，在2015年福彩总销售额中占比也不算高，仅为3%。地方彩种优点众多，形式上适合手机售彩，虽然目前销售占比还不高，但如果重点发展推行，未来销量增长空间十分可观。

图9：2015年福建体彩及广东福彩彩种销量对比（万元）



资料来源：福建体彩官网、广东福彩官网、广发证券发展研究中心

图10: 2015年广东福彩彩种销量对比(万元)



资料来源: 广东福彩官网、广发证券发展研究中心

由于地方彩票受众基本是本地群众,为了和全国性彩种进行竞争,需要在开奖频率和返奖比例方面做好设计,增加开奖频率,适当提高返奖比例。这两种做法在吸引了彩民的同时也带来了一大问题就是销售成本的增加,对公益金的募集有一定的影响。在这样的局面下,发展手机投注能够有效降低发行费用,同时手机投注便捷,获取信息标准化,服务个性化,能够吸引年轻彩民参与。降低销售成本、提高购彩便捷性能够有效激发地方彩种的购彩需求,给地方彩种带来增长动力。

据我们的不完全统计,目前能够购买地方特色彩种的手机APP平台有3个,分别是上海手机福彩(地方彩种15选5和东方6+1)、海南手机体彩(海南4+1)、辽宁手机福彩(地方彩种35选7和东方6+1)。我们认为,电话售票正式放开后,地方特色彩种势必迎来新一轮快速增长。

图11: 当前我国手机APP可购地方彩种



资料来源: 海南体彩、辽宁福彩、上海福彩手机APP、广发证券发展研究中心

2、地方高频彩

地方彩种的另一类是地方高频彩。地方高频彩凭借其开奖周期短、销售频率高、中奖概率大等特点，发行以来受到广大彩民的追捧。不仅如此，高频彩的开奖形式和内容也更具趣味性，例如湖南发行的高频彩票动物总动员，十分钟开奖一次，用动物代替1-20个数字，彩票趣味性更强，其高频滚动销售带来了可观的销量。

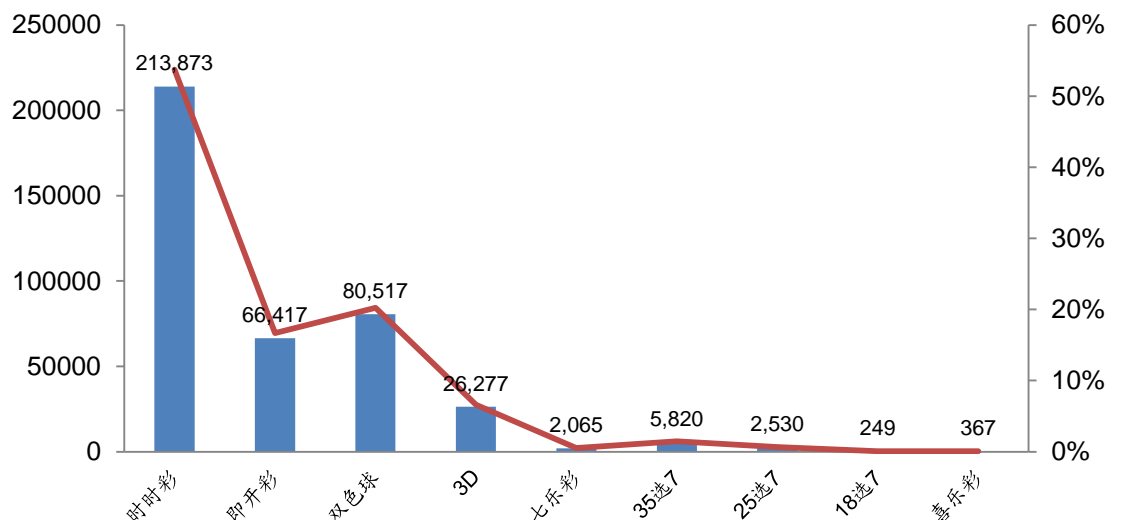
图12：湖南动物总动员高频彩



资料来源：湖南福彩官网、广发证券发展研究中心

由于高频彩票所具备的上述优点，近年来部分省份高频彩销量有超越全国性彩票销量的趋势。以新疆的地方彩票为例，其地方高频彩有2种，分别是新疆时时彩和新疆喜乐彩。新疆时时彩从2007年开始销售，喜乐彩从2012年开始销售。一般而言，销售时间较长，地方群众基础也就越好。发展到2015年，新疆时时彩的销量已经占据新疆福彩总销量的50%以上。

图13：2015年新疆福彩彩种销量对比（万元）



资料来源：新疆福彩官网、广发证券发展研究中心

地方高频彩销售如火如荼，主要还是得益于开奖频率高、参与时间短。由于高频彩大多10分钟开奖一次，时间间隔短，这一特点十分符合当前我国彩民购彩时间碎片化的特点，适宜对接手机购彩形式。可以预见，如果地方高频彩放开手机投注，将带来巨大的市场规模。目前我国各地都有相当数量的高频彩在市面发行。

表4: 当前我国地方高频彩汇总

名称	种类	发行区域	投注方式
快3	福彩	北京、河北、内蒙古、吉林、上海、江苏、安徽、福建、江西、河南、湖北、广西、贵州、西藏、甘肃、青海	线下投注
快乐十分	福彩	天津、山西、黑龙江、广东、广西、重庆、云南	线下投注
时时彩	福彩	天津、内蒙古、吉林、黑龙江、上海、重庆、云南、新疆	线下投注
快乐12	福彩	辽宁、四川	线下投注
开乐彩	福彩	吉林、甘肃	线下投注
快乐8	福彩	北京、广东	线下投注
快乐彩	福彩	浙江、广东	线下投注
快2	福彩	海南、浙江	线下投注
PK拾	福彩	北京	线下投注
上海天天彩选4	福彩	上海	线下投注
群英会20选5	福彩	山东	线下投注
幸运彩	福彩	河南	线下投注
动物总动员	福彩	湖南	线下投注
快乐三宝	福彩	海南	线下投注
喜乐彩	福彩	新疆	线下投注
11选5	体彩	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、湖北、广东、广西、贵州、云南、陕西、甘肃、新疆	线下投注
快乐扑克	体彩	辽宁、安徽、山东	线下投注
泳坛夺金	体彩	山西、内蒙古、浙江	线下投注
飞鱼游戏	体彩	浙江、海南	线下投注
快中彩	体彩	北京	线下投注
十一运夺金11选5	体彩	山东	线下投注
快赢481	体彩	河南	线下投注
幸运赛车	体彩	湖南	线下投注
环岛赛	体彩	海南	线下投注
百变王牌	体彩	重庆	线下投注
金七乐	体彩	四川	线下投注
虚拟足球	体彩	江苏	线下投注

资料来源：各省市两彩中心、广发证券发展研究中心

3、即开型彩票

即开彩与高频彩类似，区别在于开奖时间更短，即买即开。目前在我国除了即开型手机彩票游戏——江苏手游彩之外，地方即开彩暂时没有得到开发，即开彩皆为全国性彩票，如福彩的刮刮乐、体彩的顶呱刮。即开彩目前主要在线下投注站销售，由于其即买即开的特点，手机投注也是非常适宜的销售方式。现阶段，除江苏手游彩外，海南和山东开通了即开彩的手机APP售票业务，代销全国性即开型彩票。

图14：山东、海南手机即开彩



资料来源：山东手机在线、海南体彩APP、广发证券发展研究中心

综上所述，从当前地方特色彩种、特色高频彩以及即开彩的销售现状及彩种特点出发，可以看出这些彩种都十分适宜手机投注。开奖时间短、游戏趣味强、销售便捷及降低成本需求这几点都使得地方彩票适宜在手机上推广。

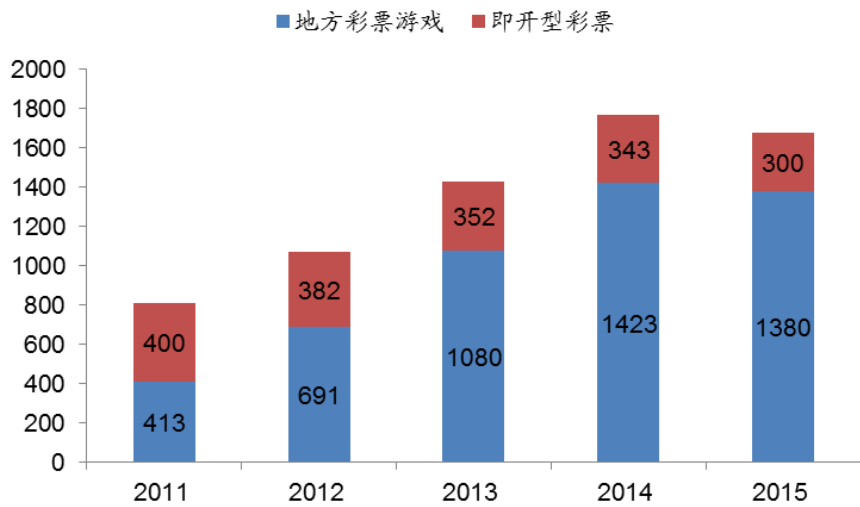
（三）电话售彩市场规模估计

虽然2014年3月，财政部发布了《电话销售彩票管理暂行办法》，但受互联网彩票行业整顿影响，目前电话售彩政策尚未完全明朗，关于“哪些彩种和游戏能在电话售彩渠道销售”的问题仍存在一定的不确定性，所以我们在推算市场规模时宜考虑多种情形，分别做出估计。

保守情景：只有彩票游戏在手机客户端销售，目前可以参考的只有江苏省体彩手机即开游戏。江苏手游彩2015年内销售金额为2.4亿元（2015年5月15日开始销售），上线一年销售金额为5.4亿元。考虑到手游彩尚属试行阶段，热度将随着推广而进一步提升，2016年有望达到10-12亿规模的销售额。2015年江苏省体彩销售额169.7亿，约占全国体彩销售额1664亿的十分之一，而福彩体彩总销售额大体相当，以此推测手机彩票游戏（体彩+福彩）成熟阶段全国年销售额应在200-300亿之间。平台公司为省中心提供**游戏研发+平台搭建运营+代销服务**的提点率为8-9%，由此计算平台公司市场收入规模应为20-30亿。

中性情景：彩票游戏、地方彩种和即开型彩票能够在手机客户端销售，渗透率按10%估计。根据过往五年的销售额来看，未来几年地方彩票游戏销售额规模在1500亿以上，即开型彩票销售额虽然逐年下滑(2015年体彩即开型彩票销售额约140亿，福彩即开型彩票销售额约160亿)，但体育彩票发展“十三五规划”中即开型彩票的目标是200亿元，即接下来5年的年复合增速目标为7.4%，如果即开型彩票整体能够保持增长，2016年销售额也能达到300亿以上。如果渗透率能够达到10%，地方彩票游戏和加开型彩票在电话端的销售额能够达到180亿，按照6%的销售费用提点，渠道收入约为11亿，加上彩票游戏20-30亿，平台市场收入规模为30-40亿。

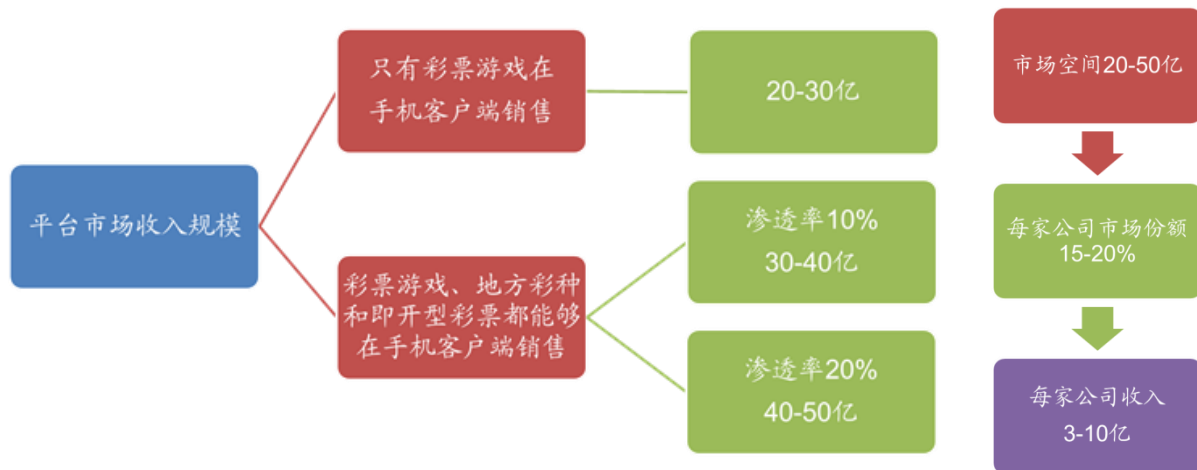
图15：近五年国家地方彩票游戏、即开型彩票销售额（亿元）



资料来源：国家两彩中心网站、广发证券发展研究中心

乐观情景：彩票游戏、地方彩种和即开型彩票能够在手机客户端销售，渗透率按20%估计。地方彩票游戏和加开型彩票在电话端的销售额能够达到360亿，按照6%的销售费用提点，渠道收入约为22亿，加上彩票游戏20-30亿，平台市场收入规模为40-50亿。

图16：电话售彩市场规模估计



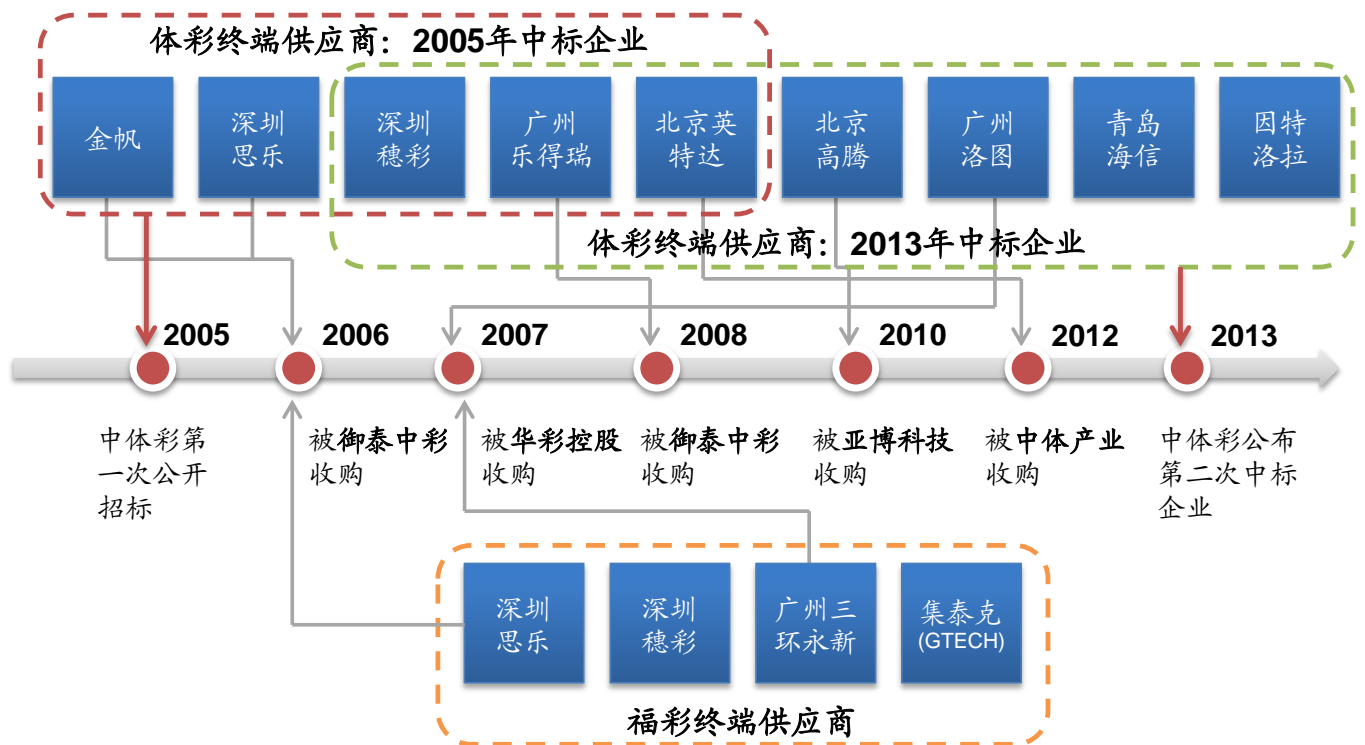
资料来源：国家两彩中心、广发证券发展研究中心

在格局方面，由于电话售彩是采取分省招标的模式，那些与地方两彩中心有着产期合作关系、拥有彩种研发、平台搭建运营实力的公司将最具优势，也最有机会争取到多个省份的电话售彩牌照，因此我们认为，鸿博股份、穗彩科技、华彩控股、思乐数据等公司将占据电话售彩的绝对市场份额。按照每家15-20%份额进行推测，每家平台收入规模估计为3-10亿。

五、电话售彩关注标的

我们认为，2014年版的《电话销售彩票管理暂行办法》大大提升了地方福彩体彩中心对代销合作平台的要求，与地方两彩中心有着产期合作关系、拥有彩种游戏研发、平台搭建运营能力的企业更有可能成为地方两彩中心的稳定合作方，分享电话售彩行业的增长红利。鸿博股份在彩票印制领域市场占有率高、与省级彩票中心关系紧密，未来开展电话售彩具有优势；穗彩科技、广州洛图、三环永新等彩票终端及供应商与各省合作关系稳定、经验丰富，运作电话售彩业务能力强。建议关注A股的鸿博股份、天音控股，港股的华彩控股等。

图17: 彩票设备系统主要供应商



数据来源: 财政部、公开资料、广发证券发展研究中心

(一) 鸿博股份 (002229.SZ)

鸿博股份传统主业为彩票、金融票据等纸质票证的印刷，近年来公司不断深入挖掘与彩票业务相关的市场机会，在传统的彩票印刷业务基础上积极布局彩票产品研发、彩票无纸化销售等前沿领域。公司拥有福彩和体彩电脑型热敏纸彩票预制票业务。根据各省2014-2015年公布的体彩热敏纸供应商情况。已公布的26个省中，鸿博股份与其中9个省体彩中心有供应合作关系。

2015年，公司在彩票无纸化销售渠道取得重要进展，分别与中国银联、福建联通及天涯社区达成合作，奠定无纸化售彩业务进一步跃进的坚实基础。公司拥有B2B/ B2C代销资质的企业、与各省体彩中心保持长期合作，同时持续加大彩种研发力度以及各种手机玩法的试推广，搭建彩票无纸化平台建设。

图18: 鸿博股份子公司开发的四款手机彩票游戏



数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

2015年3月公司公告与福建省体育彩票管理中心签订合作协议,成为福建省体育彩票游戏及游戏平台建设者,并同时获得电话销售体育彩票代销者资格。同月公司非公开发行A股股票的申请获得证监会审核通过,计划发行4050万股,募集资金78360万元,在扣除发行费用后将分别用于收购无锡双龙信息纸有限公司40%股权、彩票物联网智能化管理及应用项目、电子彩票研发中心项目等,进一步完善彩票产业链布局。2016年1月20日,公司第一期员工持股计划已完成股票购买,企业凝聚力增强。

表5: 福建省体彩中心电话销售体育彩票代理供应商招标项目中标公告

合同包	项目内容	数量	中标企业	中标金额(元)
2	福建省体育彩票游戏及游戏平台建设者(中标人可同时获得电话销售体育彩票代销者资格)	2014年至2017年	鸿博股份有限公司 北京掌中彩信息科技有限公司 中润阳光国际信息技术有限公司	无

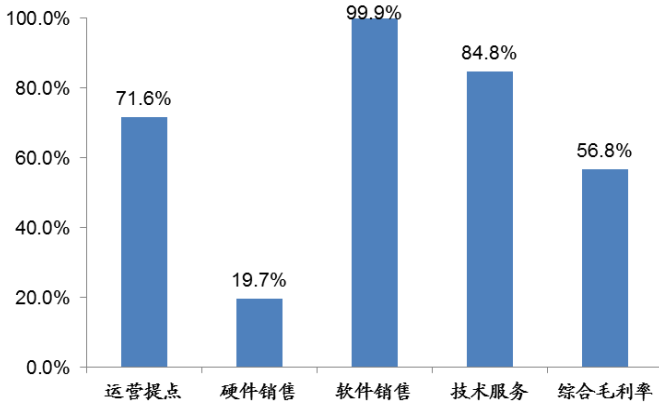
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 天音控股 (000829.SZ)

天音控股于2015年12月公告以14.6亿现金收购了掌信彩通100%股权,强势布局彩票产业。掌信彩通的经营主体是深圳穗彩,93年就开始涉足彩票行业,是国内最早进入彩票行业的公司。穗彩在彩票布局是全产业链的,从上游的彩票游戏开发,到中游的彩票终端设备、交易系统,以及线上线下一体化营销服务,实现了全面覆盖。穗彩作为A股目前唯一一家同时具备体彩福彩双准入资质的公司,品种极具稀缺性,公司在福彩终端的市占率有40%(12个),去年开始进入体彩市场,目前已进入18个省的招标名录。这次交易同时也包含了穗彩2016年-2018年的承诺净利润,分别是1.17、1.4和1.68亿。除了终端系统业务,穗彩在线上业务也有储备,而天音

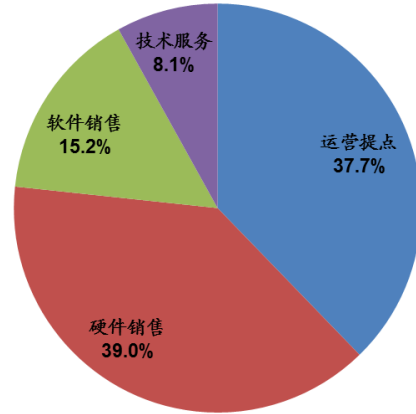
控股的大股东是新华社，这一背景也能为公司在互联网彩票行业重启后争取更多的资源优势。电话售彩业务方面，穗彩的重要优势在于彩种研发能力、创新彩种的储备以及电话销售彩票管理系统技术。

图19: 掌信彩通2015年1-10月主营业务毛利率情况



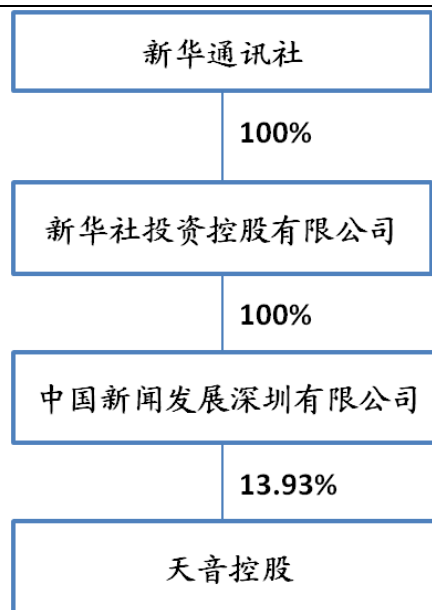
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图20: 掌信彩通2015年1-10月主营业务构成



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图21: 天音控股主要股东关系

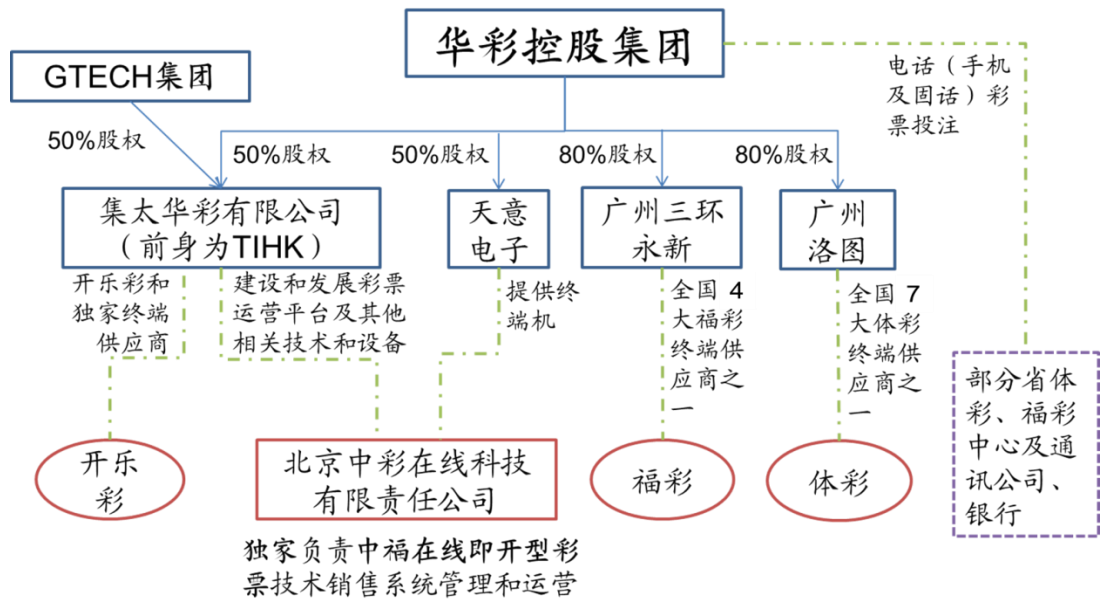


数据来源: 公司公告、公开资料、广发证券发展研究中心

(三) 华彩控股 (1371.HK)

华彩控股是一家专注于中国彩票事业的科技公司，从2009年下半年开始与多个省份进行合作，提供手机及移动终端彩票投注的业务，多年以来在电话售彩领域积累了相当丰富的经验。华彩的子公司广州洛图、广州三环永新分别是体彩、福彩终端机供应商，与各省两彩中心合作关系紧密。

图22: 华彩控股子公司和业务结构



数据来源: 公司公告、公开资料、广发证券发展研究中心

表6: 华彩控股电话售彩相关的合作公告

时间	合作对象及彩种	合作内容
2009年9月25日	天津福彩	通过移动及固定电话方式,从事代理销售天津福利彩票,包括双色球、3D、七乐彩等全国联销彩种。双方之合作期限为五年。
2009年11月16日	重庆福彩	独家在重庆市开展信息终端销售福利彩票的业务以及固定电话、手机购买福利彩票服务项目,并负责信息终端系统的开发、市场开发、设备提供及运营管理工作以及担当无纸化彩票销售推广系统服务商。双方合作期限逾五年。
2009年12月30日	宁夏福彩	通过移动及固定电话方式从事代理销售中国宁夏回族自治区福利彩票。双方之合作期限为三年。
2010年5月10日	湖南体彩	通过电话(手机及固定电话)投注的方式销售湖南省计算机体育彩票的代理销售商。按照彩票销售额的一定比例收取代销佣金。合作协议的有效期限为三年。
2010年6月3日	联通	与联通宽带合作开展的中国联通手机彩票业务已在中国联通 2G WAP、3G WAP、沃门户平台全面上线,面向中国联通的手机用户提供手机彩票服务。
2010年7月5日	安徽体彩	通为通过电话(手机及固定电话)投注的方式销售安徽省计算机体育彩票的代理销售商。将按照彩票销售额的一定比例收取代销佣金。协议的有效期限为三年。
2010年7月7日	北京福彩	建立北京市福利彩票电话投注销售服务站,通过手机及电话等无纸化方式,为用户提供购买福利彩票的服务。将按照彩票销售额的一定比例收取服务费。
2011年12月27日	中国移动	为中国移动用户提供彩票开奖信息查询和彩票销售服务。
2013年11月14日	上海福彩	为上海市福利彩票发行中心(“上海福彩中心”)开发建设并运营电话售彩系统平台,开展上海电话销售福利彩票业务,并根据所产生的销售额按固定的百分比提取收入。
2013年11月27日	浦发银行	与浦发银行合作开展电话销售彩票业务,为浦发银行之手机银行用户提供彩票投注、彩票信息、数据图表等专业彩票服务。

2014年1月13日	中国移动	成为中国手机支付彩票业务平台运营支撑方。本集团将负责中国手机支付全网彩票专区业务平台的系统建设、软件开发、营销策划及市场推广，在全国范围为中国手机支付用户提供基于互联网、手机客户端、WAP、短信等方式的彩票购买和彩票信息服务。
2014年3月4日	工商银行	成为工商银行电子商务平台彩票服务提供方，将通过工商银行的电子商务平台“融E购”，为工商银行用户提供彩票购买、咨询查询等彩票业务。
2014年4月2日	民生银行	与民生银行合作开展的手机彩票业务已上线运营，透过民生银行的手机银行应用程序，为民生银行用户提供购买各主流彩种的服务。
2015年4月8日	河南体彩	中标河南省体育彩票管理中心电话销售彩票管理系统软件开发服务项目，为河南省体彩提供系统项目规划、系统软件设计开发及系统测试、与国家体育总局体育彩票管理中心系统对接、与代销者的客户端对接、与游戏供货商的游戏对接、与指定的金融机构对接、与指定的电信运营商对接、配合完成第三方检测、软件更新维护等全方位的服务。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

华彩控股在电话售彩领域的经营经验、与地方两彩中心在彩票终端机供应上的合作关系都是其优势所在，在电话售彩全面放开的发展过程中，能够帮助公司在市场上处于有利地位。

六、风险提示

互联网彩票和电话售彩作为政府高度监管的领域，行业政策变化存在不确定性；对于电话售彩市场规模的情景假设受政策影响较大。

广发造纸轻工行业研究小组

- 申 烨：首席分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心，2014 年新财富最佳分析师轻工造纸行业第三名（团队），2012 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名（团队）。
- 赵中平：分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟：研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。