



2016年11月22日

# 增持(维持)

当前价: 23.96 元  
目标价: 32.5 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

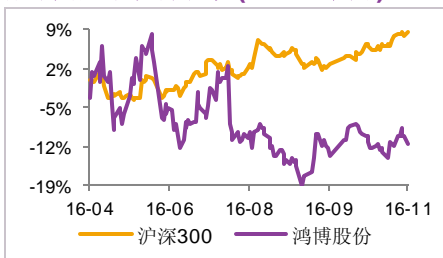
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001  
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 韦家煜

电话: 010-64408587  
邮箱: weijiayu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	661	760	988	1136
(+/-)	-23%	15%	30%	15%
净利润	9	6	30	43
(+/-)	-67%	-35%	404%	42%
EPS(元)	0.03	0.02	0.09	0.13
P/E	871	1341	266	187

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《鸿博股份(002229)\_布局彩票全产业链, 打造综合印制服务商》2016-10-14

《鸿博股份(002229)\_第三季度净利润同比扭亏, 业务持续推进》2016-10-27

## 鸿博股份(002229.SZ)

# 立足彩票中游发力全产业链, 磨砺静待线上售彩政策东风

### 投资要点

#### 布局彩票全产业链、转型综合印制服务企业

经过多年的发展, 公司已经从单一票据行业企业发展成为综合印制服务企业。近年来营业收入维持在 6 至 7 亿元的水平, 2014 年由于互联网彩票业务的爆发增至 8.6 亿元。公司从 2015 年 2 月 25 日起暂停了彩票无纸化代购业务后, 营收和净利润受到较大影响。2015 年 11 月, 公司收购科信盛彩切入即开票领域, 毛利率将逐步回升。

公司今年 9 月份完成了 7.8 亿元的定增, 为彩票全产业链布局提供了充沛的现金流, 投资“彩票物联网智能化管理及应用项目”和“电子彩票研发中心项目”, 进一步增强公司综合印制服务实力和推进彩票全产业链战略进程。

#### 全资控股无锡双龙, 进一步加强彩票物联网与彩票业务协同

无锡双龙作为公司“彩票物联网智能化管理及应用项目”的实施主体, 将依托华东地区的区位优势及无锡市全国物联网示范城市的政策优势, 在彩票主业的基础上扩展物联网应用项目, 提高客户粘性, 增加营业收入和利润水平。项目已成功在江苏福彩开展试点。自公司收购无锡双龙 60% 股权以来, 依托鸿博股份的平台, 无锡双龙业务进一步发展壮大, 经营状况良好稳定, 均能完成业绩承诺。

#### 发力移动端售彩, 为迎未来东风做准备

渠道(售彩牌照)和彩种(内容研发)是互联网彩票产业的盈利点。移动端渠道方面, 去年公司取得福建体彩游戏及游戏平台建设牌照电话彩票代销者牌照, 公司目前已经完成了平台的开发工作, 等待主管部门的审批。彩种方面, 由于国内缺乏创新性彩种, 公司已在彩种研发的提前布局和储备, 包括“电子彩票研发中心项目”, 有望在政策开放后快速占领市场。彩种的盈利模式一般分为买断式和分成式, 一般分成式的销售额分成比例为 1-2%。

即使线上售彩短期内不开放, 彩种仍有变现的途径。公司在彩种研发方面投入收获颇丰, 目前已储备大量彩票游戏。除了自主申报和运营外, 公司也可以作为内容提供商, 为行业其他合作伙伴提供游戏产品。

#### 电话/互联网售彩大势所趋, 关注 2017 年一季度

从近期互联网彩票的相关政策及招标情况来看, 财政部、民政部等部委和两彩中心自上而下地推动互联网彩票机制完善尝试不断, 线上售彩重新开放的预期不断升温。从各个项目的预计完成时间来看, 2017 年一季度或成为电话售彩、互联网售彩政策开放的关键时间窗口。

公司线上彩票代销经验丰富, 同时具备 B2B 和 B2C 资质。互联网售彩整顿前, 子公司获得多个省份的福彩及体彩数据接入资质, 并与腾讯网、支付宝、



苏宁等彩票网站建立合作关系。

#### ◇ 盈利预测、估值及投资评级

公司经过多年发展，已成为彩票印刷行业龙头企业之一，市场份额大而稳；互联网彩票产业链上，公司也具备多年的经验，在上游彩种的研发及下游代销渠道已有相当积累。我们认为，随着公司未来彩票印制业务盈利能力提高及彩票物联网项目与彩票主业的协同效应增强，2016-2018 年综合毛利率逐步提升。同时，如果未来互联网彩票政策开放，公司业绩将迎来爆发式增长。

我们预计公司 2016-2018 年的主营业务收入为 760/988/1136 百万元，EPS 分别为 0.02/0.09/0.13 元。当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 1341/266/187 倍。目标价维持 32.5 元，投资评级维持“增持”。

#### ◇ 风险提示

电话及互联网彩票代销政策落实的不确定性，热敏纸业务收入不达预期，物联网业务进程不达预期。



## 目 录

一、布局彩票全产业链、转型综合印制服务企业.....	6
(一) 主营业务盈利下降，主要由于互联网彩票限制政策.....	6
(二) 收购中科彩切入即开型彩票业务，毛利率回升.....	9
(三) 定增彩票项目：纵向延伸+强化上游.....	10
二、全资控股无锡双龙，进一步加强彩票物联网与彩票业务协同.....	11
三、发力移动端售彩，为迎未来东风做准备.....	14
(一) 加码电子彩票彩种研发.....	14
(二) 中标福建体彩电话售彩项目，手机 APP 售彩大有可为.....	17
四、电话/互联网售彩大势所趋，公司已积累多年经验和渠道资源.....	18
(一) 鸿博股份线上彩票代销经验丰富.....	18
(二) 电话/互联网售彩大势所趋，市场与政策双推进.....	21
1、电话/互联网+彩票，市场空间巨大.....	21
2、政策动向：自上而下积极推进，关注 2017 年一季度.....	25
五、盈利预测、估值及投资评级.....	28
六、风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1： 公司营业收入.....	6
图表 2： 公司归母净利润.....	6
图表 3： 公司 2014 年主营业务构成.....	6
图表 4： 公司 2015 年主营业务构成.....	6
图表 5： 2016H 福彩和体彩销售额同比回升.....	7
图表 6： 2015 年彩票市场格局.....	7
图表 7： 全国彩票销售规模.....	7
图表 8： 各公司福彩热敏纸印刷中标省份数、次数.....	8
图表 9： 各公司体彩热敏纸印刷中标省份数、次数.....	8
图表 10： 彩票市场份额.....	8
图表 11： 各公司福彩热敏纸印刷中标金额.....	9
图表 12： 各公司体彩热敏纸印刷中标金额.....	9
图表 13： 切入即开型彩票业务拉升票证产品毛利率.....	9
图表 14： 中科彩股权结构.....	10
图表 15： 公司募集资金使用计划.....	11
图表 16： 无锡双龙营业收入和净利润.....	11
图表 17： 江苏福彩销售额.....	12
图表 18： 2015 年江苏福彩销售额在全国排第四.....	12
图表 19： 2015 年各省彩票销售额.....	12



图表 20: 2015 年各省福彩销售额及占比.....	13
图表 21: 2015 年各省体彩销售额及占比.....	13
图表 22: 基于物联网技术的彩票管理新生态 (以体彩为例) .....	14
图表 23: 公司研发投入逐年增加且占主营收入比例不断提高 (百万元) .....	14
图表 24: 公司在彩票产业链上中下游均有布局 .....	15
图表 25: 公司在彩票全产业链的业务覆盖 .....	15
图表 26: 我国彩票分配体系 (以公益金、返奖、发行费分别占比 35%、50%、15%为例) .....	16
图表 27: 电脑彩票发行费占比调整至 13%以下 .....	16
图表 28: 2016H 乐透型彩票占福彩总销售额的七成.....	17
图表 29: 2016H 乐透型彩票占体彩总销售额的五成.....	17
图表 30: 公司中标福建体彩电话售彩项目 .....	18
图表 31: 2014 年互联网彩票移动端占比达到 45.83% .....	18
图表 32: 彩乐乐移动端已覆盖 iOS 和 Android 两大平台 .....	19
图表 33: 网络售彩是产业链重要一环, 政策放开预期强 .....	19
图表 34: 鸿博数网营业收入和净利润 .....	20
图表 35: 广州彩创营业收入和净利润 .....	20
图表 36: 互联网彩票竞争格局和分类 .....	20
图表 37: 网络售彩平台发展至今有三种常见模式.....	20
图表 38: 2014Q3 互联网彩票销售 PC 端市场格局 .....	21
图表 39: 2014Q3 互联网彩票销售手机端市场格局.....	21
图表 40: 线下彩票市场面临的发展瓶颈.....	21
图表 41: 网络购彩、电话购彩流程.....	22
图表 42: 彩票管理机制 .....	22
图表 43: 互联网彩票行业整顿前运行机制简图 .....	22
图表 44: 国家五次叫停互联网彩票相关政策及效果 .....	23
图表 45: 2015 年彩票销售额首次出现负增长.....	24
图表 46: 彩票月销售规模未恢复到互联网禁售前水平.....	24
图表 47: 互联网彩票整顿前增长迅猛 .....	24
图表 48: 2014 年互联网彩票销售渗透率达 22%.....	24
图表 49: 线上售彩相关试点期限及项目完成时间.....	25
图表 50: 江苏开展手机体彩即开游戏销售试点 .....	25
图表 51: 《关于做好查处擅自利用互联网销售彩票工作有关问题的通知》主要内容 .....	25
图表 52: 项目主要内容及分项报价 (元) .....	26
图表 53: 人民网、沃姆互动分别中标整体营销推广项目和整体营销策划及制作项目 .....	26
图表 54: 《民政事业发展第十三个五年规划》提出形成电话互联网销售能力.....	27
图表 55: 《体育产业发展“十三五”规划》提出积极研究中超彩 .....	27
图表 56: 《体育彩票发展“十三五”规划》等政策涉及互联网彩票的内容 .....	27
图表 57: 中体彩运营管理有限公司中国竞彩微信开发项目.....	28



图表 58: 利润表预测摘要.....	28
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	29



## 一、布局彩票全产业链、转型综合印制服务企业

鸿博股份已经从单一票据行业企业发展成为综合印制服务企业。目前公司主营业务为票据票证印刷与高端包装印刷、网络技术服务与电子彩票代购及彩种研发、RFID 智能标签制作。2016 年上半年，公司继续巩固和提升传统印刷产业业务，即开票业务稳定发展，高档包装、高档书刊业务较去年同期有所好转，印制业务仍是公司利润和现金流的主要来源。

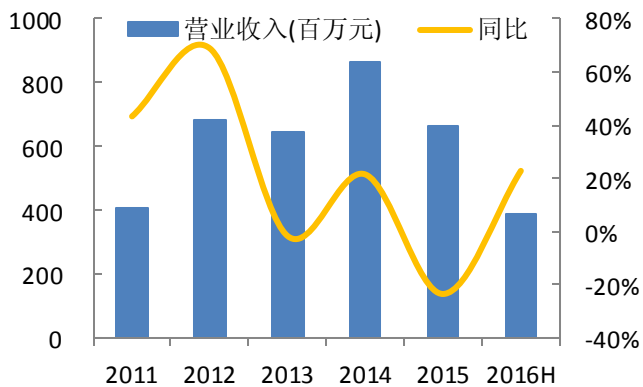
印刷产业属于成熟行业，与国民经济发展景气度相关性强。鸿博股份属印刷产业细分领域的特种印刷行业，该行业对资金、技术门槛要求较高。经过多年发展，公司已成为行业龙头企业之一。

### (一) 主营业务盈利下降，主要由于互联网彩票限制政策

公司近年来营业收入维持在 6 至 7 亿元的水平，2014 年由于互联网彩票业务的爆发增至 8.6 亿元。但由于票证印刷行业竞争加剧，研发投入及三费的增加使得公司利润率不断下降。公司从 2015 年 2 月 25 日起暂停了彩票无纸化代购业务后，2015 年营业收入分类中手续费收入及其他同比下降 69%，对公司营收和净利润产生较大影响。

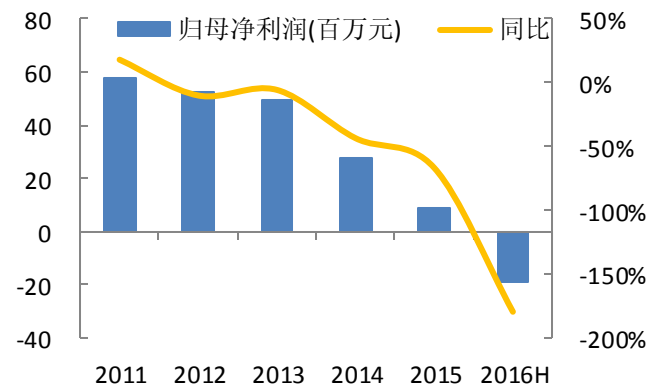
国家限制无纸化彩票政策的出台改变了鸿博的收入结构，公司票证产品业务收入占比被动提升，由 56% 上升至 72%，代销费用及其他收入占比由 36.4% 降至 14.3%。

图表1： 公司营业收入



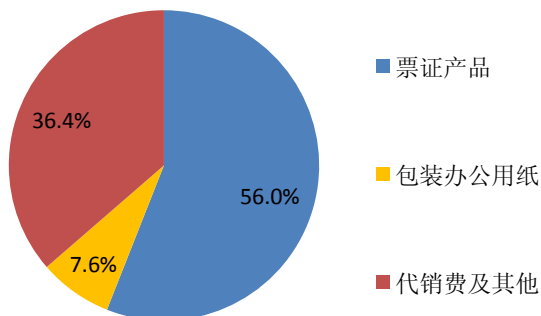
资料来源:公司公告、联讯证券

图表2： 公司归母净利润



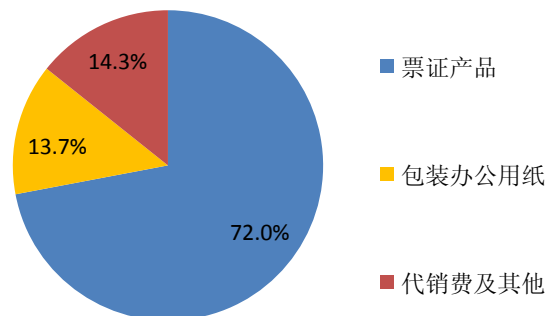
资料来源:公司公告、联讯证券

图表3： 公司 2014 年主营业务构成



资料来源:公司公告、联讯证券

图表4： 公司 2015 年主营业务构成

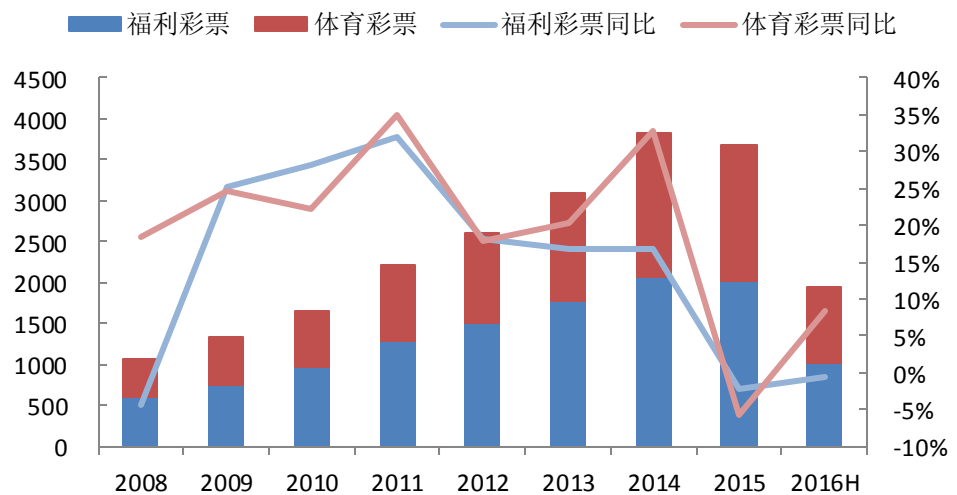


资料来源:公司公告、联讯证券



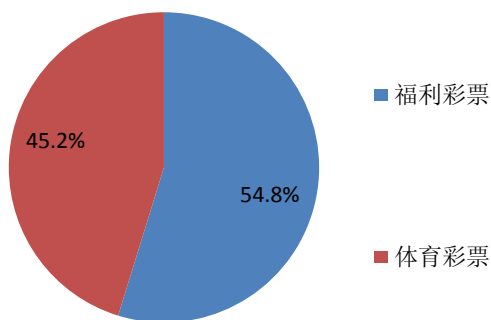
我国福彩销售额略高于体彩，福彩一般占比 55%，体彩占比约为 45%。2014 年 6 月、7 月巴西世界杯期间，体彩的销售额出现了爆发性的增长。现阶段网络售彩暂停对彩票行业的发展已经带来了实质性的不利影响，2015 年彩票全年销售额较 2014 年下滑 3.8%。2008 年我国彩票累计销售 1060 亿元，2015 年我国彩票累计销售 3679 亿元，年复合增长率为 19.5%。2015 年彩票销售相比于 2014 年下降 3.8%，也是我国发行彩票以来的首次下滑。2016 年上半年同比增速回升至 3.50%，但福彩仍是下降的趋势。

图表5: 2016H 福彩和体彩销售额同比回升



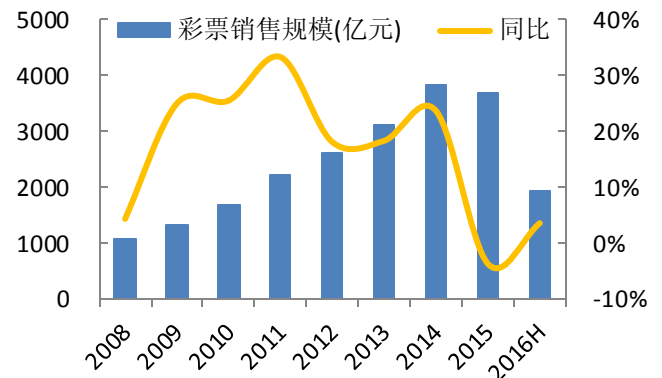
资料来源:财政部、联讯证券

图表6: 2015 年彩票市场格局



资料来源:财政部、联讯证券

图表7: 全国彩票销售规模



资料来源:财政部、联讯证券

面对产品单价下滑和集中度降低的彩票热敏纸市场现状，公司通过调整营销策略、扩大集中采购范围、改造工艺流程等方式提升企业竞争力，保持了较高的市场份额。

### 鸿博股份是热敏纸市场唯一一个福体彩通吃的公司

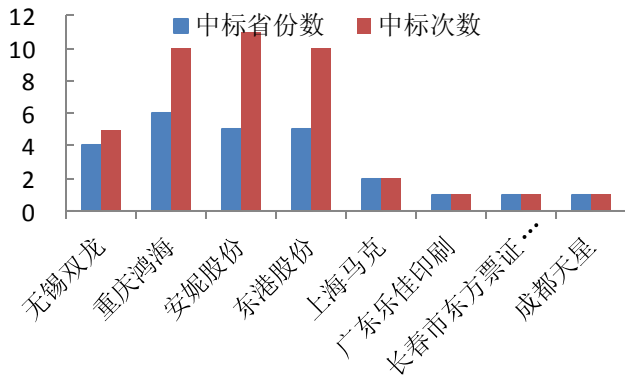
根据新浪彩通对 2014-2016 年全国 31 个省福体彩热敏纸采购招标的统计数据，鸿博股份中标数在福彩排第一，体彩排第二，而且是唯一一个福体彩通吃的公司。福彩方面，鸿博股份子公司无锡双龙中标 4 个省份，中标 5 次；另一子公司重庆鸿海中 6 个省份，中标 10 次。体彩方面，体彩中心旗下中体彩印务中标 11 个省份，中标 16 次。鸿博股份中标 7 个省份，中标 9 次。

该统计数据中，有 22 省公布了招标信息，已公布招标信息的省份中，福体彩招标信



息公布程度不一，例如广东仅有体彩公布了招标信息，而福彩则没有；另外 9 个省份没公布或查询不到，分别为北京、上海、陕西、青海、海南、新疆、江苏、四川、黑龙江。还有些省份一次采购多年的彩票热敏纸，有些则一年采购多次，有的则是单一采购来源，如宁夏福彩的供应商多年以来都是无锡双龙。

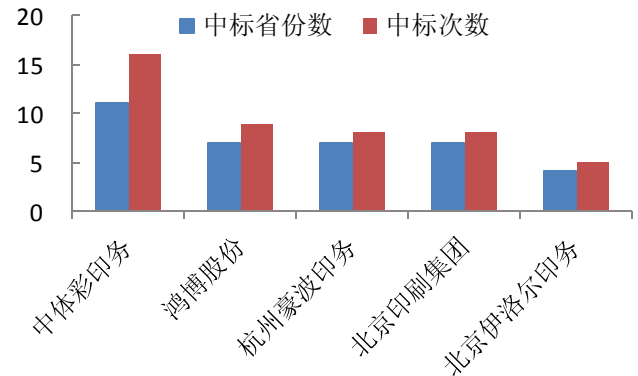
图表8： 各公司福彩热敏纸印刷中标省份数、次数



资料来源:新浪彩通、联讯证券

注：数据统计范围为2014年01月01日至2016年5月31日，部分省份未公开招标数据可能影响统计结果

图表9： 各公司体彩热敏纸印刷中标省份数、次数



资料来源:新浪彩通、联讯证券

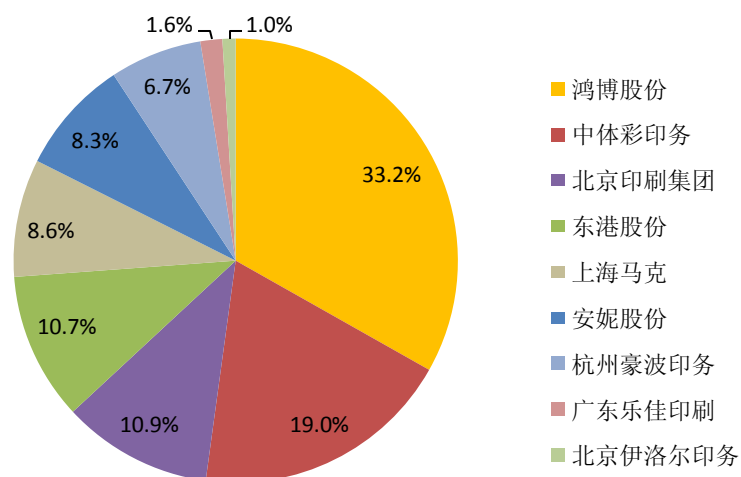
注：数据统计范围为2014年01月01日至2016年5月31日，部分省份未公开招标数据可能影响统计结果

### 从 2014-2016 年的中标金额来看，鸿博股份热敏纸市场份额最大

福彩方面，东港股份以 1.10 亿元排在第 1 位，但若统计鸿博股份旗下的无锡双龙、重庆鸿海两个公司，鸿博股份以 1.79 亿元排在第 1 位。体彩方面，中体彩印务以 1.94 亿元排在第 1 位，鸿博股份则以 1.60 亿元排在第 2 位。

鸿博股份福彩和体彩的中标金额共计 3.39 亿元，占有市场 33.2% 的份额，比第二名的中体彩印务高出 14.2 个百分点。

图表10： 彩票市场份额



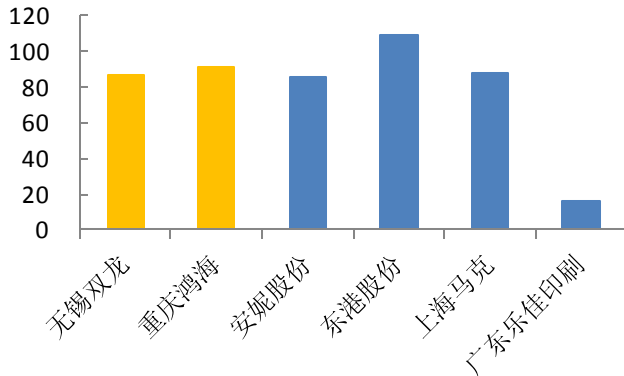
资料来源:新浪彩通、联讯证券

注：数据统计范围为2014年01月01日至2016年5月31日，部分省份未公开招标数据可能影响统计结果





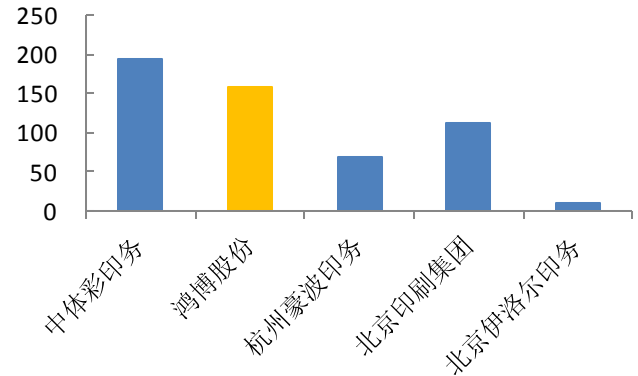
图表11: 各公司福彩热敏纸印刷中标金额



资料来源:新浪彩通、联讯证券

注: 数据统计范围为2014年01月01日至2016年5月31日, 部分省份未公开招标数据可能影响统计结果

图表12: 各公司体彩热敏纸印刷中标金额



资料来源:新浪彩通、联讯证券

注: 数据统计范围为2014年01月01日至2016年5月31日, 部分省份未公开招标数据可能影响统计结果

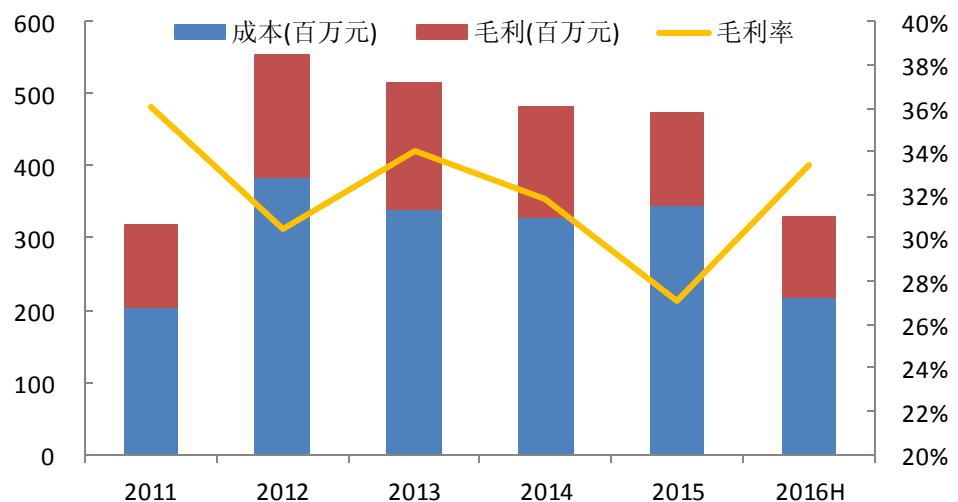
## (二) 收购中科彩切入即开型彩票业务, 毛利率回升

近三年公司热敏纸产品的毛利率逐渐下降, 到2015年降至27.06%。

2015年11月, 公司继续优化传统业务结构, 收购北京科信盛彩投资有限公司100%股权, 从而间接收购科信盛彩持有的中科彩51%股权, 切入即开型体育彩票印刷领域, 进一步推进公司打造全彩票产业链的战略布局。

因此尽管彩票热敏纸和普通纸票证业务收入有所下滑, 但新增并表中科彩公司即开票业务, 2016年上半年票证产品分别实现营业收入、毛利328.92百万元、219.01百万元, 分别较去年同期增长了56.02%、74.21%; 毛利率回升至33.41%。

图表13: 切入即开型彩票业务拉升票证产品毛利率



资料来源:公司公告、联讯证券

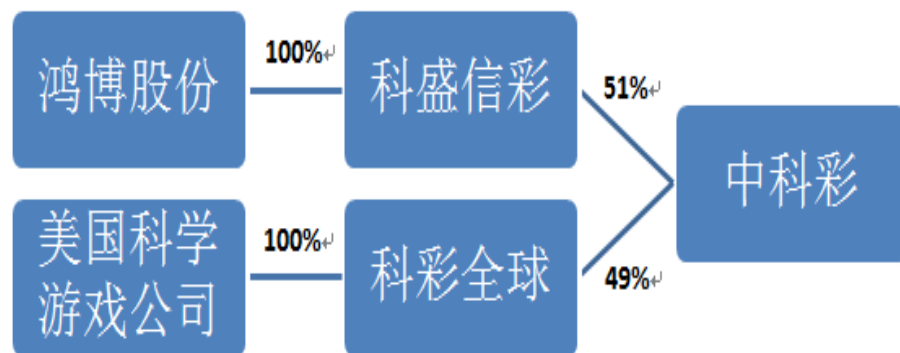
北京中科彩技术有限公司主营业务产品为即开型体育彩票印制, 是中外合资企业, 技术实力、装备水平、企业管理均处于行业领先地位, 是一家成熟的现代化企业。通过



本次收购，公司在热敏纸彩票预制票印制的基础上，增加即开型彩票印制业务，形成新的利润增长点，同时与公司“彩票物联网”项目具有协同效应，进一步推进公司打造彩票全产业链的战略布局。

除了科信盛彩以外，科彩全球有限公司也是中科彩的股东。科彩全球有限公司注册于爱尔兰，主要从事设计、生产、印刷、经销和经营彩票产品和服务，是全球即开型彩票、固定投注赔率体育彩票、同注分彩彩票和网上彩票的著名公司。同时，科彩全球有限公司也是美国科学游戏公司 Scientific Games Corporation (NASDAQ:SGMS)的全资子公司。

图表14： 中科彩股权结构



资料来源:公司公告、联讯证券

目前全国有即开型彩票印制资质的只有四家公司，福彩三家，体彩一家。中科彩具有即开型体育彩票的独家印制资质。与传统的彩票印刷业务只负责印制票证不同，即开型彩票印制是一项综合性服务，包括了研发、印制、物流配送等各个环节，盈利模式上也是按即开彩销售额进行分成，而非传统的以印刷张数计价。

### （三）定增彩票项目：纵向延伸+强化上游

公司于今年 9 月份完成 7.8 亿元的定增，为公司的彩票全产业链布局提供了充沛的现金流，进一步增强公司综合印制服务实力和推进彩票全产业链战略进程。此次非公开发行股票募集资金总额不超过 783.60 百万元，在扣除发行费用后将主要用于投资“彩票物联网智能化管理及应用项目”和“电子彩票研发中心项目”。

公司通过“彩票物联网智能化管理及应用项目”对业务纵向拓展和延伸，使公司从单纯的彩票印制业务拓展延伸至彩票的物流运输、消耗管理、销售数据采集及管理等领域，扩展彩票印制服务。同时，利用 RFID 业务的技术优势，充分发挥公司内部产业协同效应。“电子彩票研发中心项目”的实施将进一步扩充公司研发团队，整合公司研发资源，全面提高公司电子彩票软硬件条件，提高公司研发水平，增强公司在彩票上游的竞争力和影响力。



图表15: 公司募集资金使用计划

序号	项目	投资总额	拟利用募集资金
1	收购无锡双龙信息纸有限公司 40%股权并增资用于“彩票物联网智能化管理及应用项目”	44,501	44,501
(1)	收购无锡双龙信息纸有限公司 40%股权	4,098	4,098
(2)	彩票物联网智能化管理及应用项目	40,403	40,403
2	电子彩票研发中心项目	10,459	10,459
3	补充流动资金	23,400	23,400
合计		78,360	78,360

资料来源: 公司公告、联讯证券

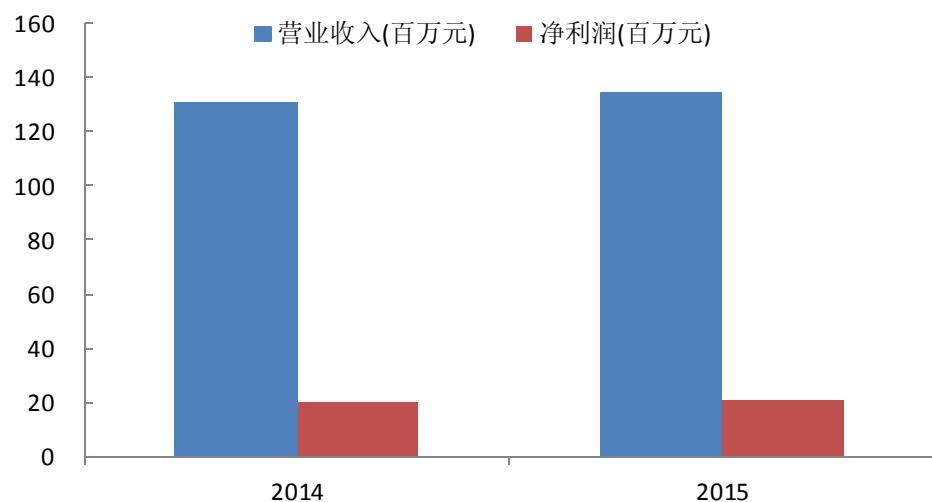
## 二、全资控股无锡双龙，进一步加强彩票物联网与彩票业务协同

无锡双龙作为公司“彩票物联网智能化管理及应用项目”的实施主体，将依托华东地区的区位优势及无锡市全国物联网示范城市的政策优势，在彩票主业的基础上扩展物联网应用项目，提升无锡双龙的核心竞争力，提高客户粘性，增加营业收入和利润水平。

“彩票物联网智能化管理及应用项目”主要是针对目前彩票热敏纸和即开票配送环节存在的大量数据人工处理，管理、统计相对滞后问题而开发的彩票物联网智能化管理系统。项目目标是基于 RFID 射频识别，数据交换和服务集成等智能化信息化技术手段，建立一个流畅的、针对彩票热敏纸采购、生产、仓储、物流运输和消耗等各个环节的跟踪管理和统计分析系统，与供应商内部系统，彩票销售管理系统及第三方物流系统密切协同，消除各协作方的信息隔离和数据滞后，为彩票的运营提供高效的支持。

自公司收购无锡双龙 60%股权以来，依托鸿博股份的平台，无锡双龙业务进一步发展壮大，经营状况良好稳定，均能完成业绩承诺。2014 和 2015 年，无锡双龙营业收入分别为 1.31、1.34 亿元，净利润分别为 20.14、20.57 百万元。

图表16: 无锡双龙营业收入和净利润

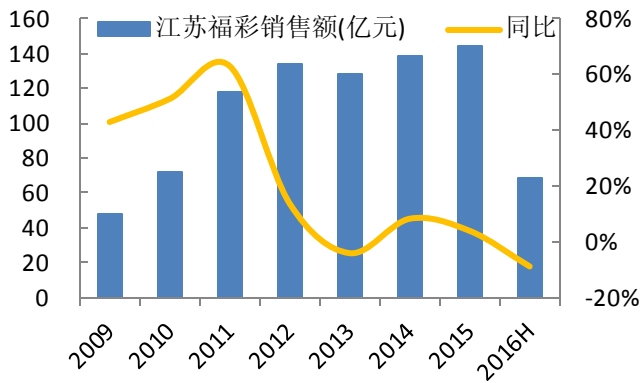


资料来源:公司公告、联讯证券

项目目前成功在江苏福彩开展试点，为提升公司客户服务能力，拓展公司彩票热敏票印刷业务市场奠定基础。2015 年，江苏福彩销售额为 144 亿元，同比增长 3.88%，销售额占全国福彩的 7.2%，排名全国第四。

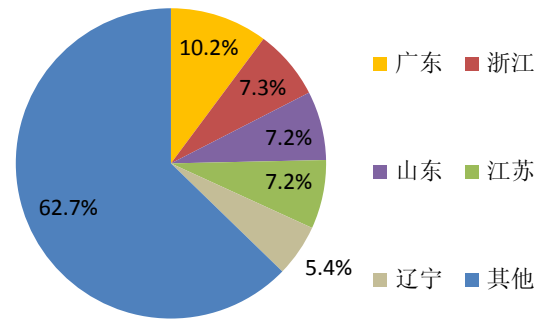


图表17: 江苏福彩销售额



资料来源:财政部、联讯证券

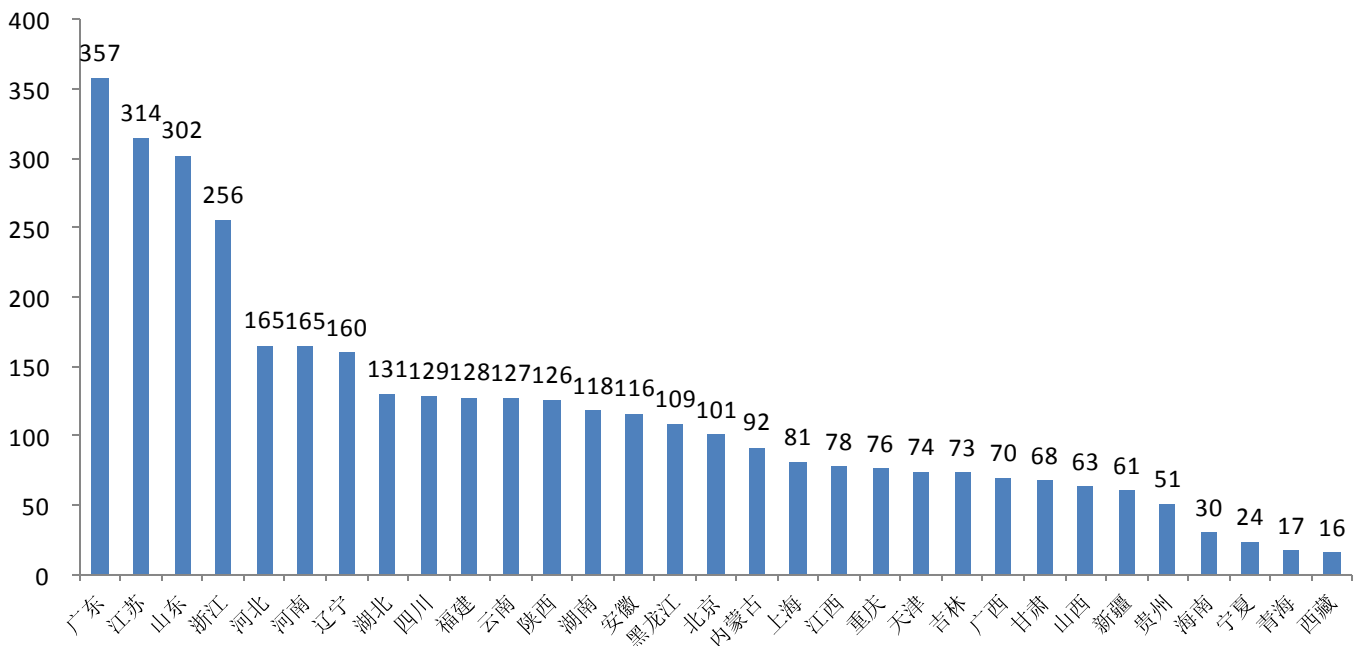
图表18: 2015年江苏福彩销售额在全国排第四



资料来源:财政部、联讯证券

2015年我国彩票累计销售 3679 亿元，同比减少 3.79%。其中，广东、江苏、山东分别位列销售额的前三名，累计销售额分别为 357 亿元、314 亿元、302 亿元，占全国彩票销售额之比分为 9.72%、8.54%、8.22%。

图表19: 2015年各省彩票销售额



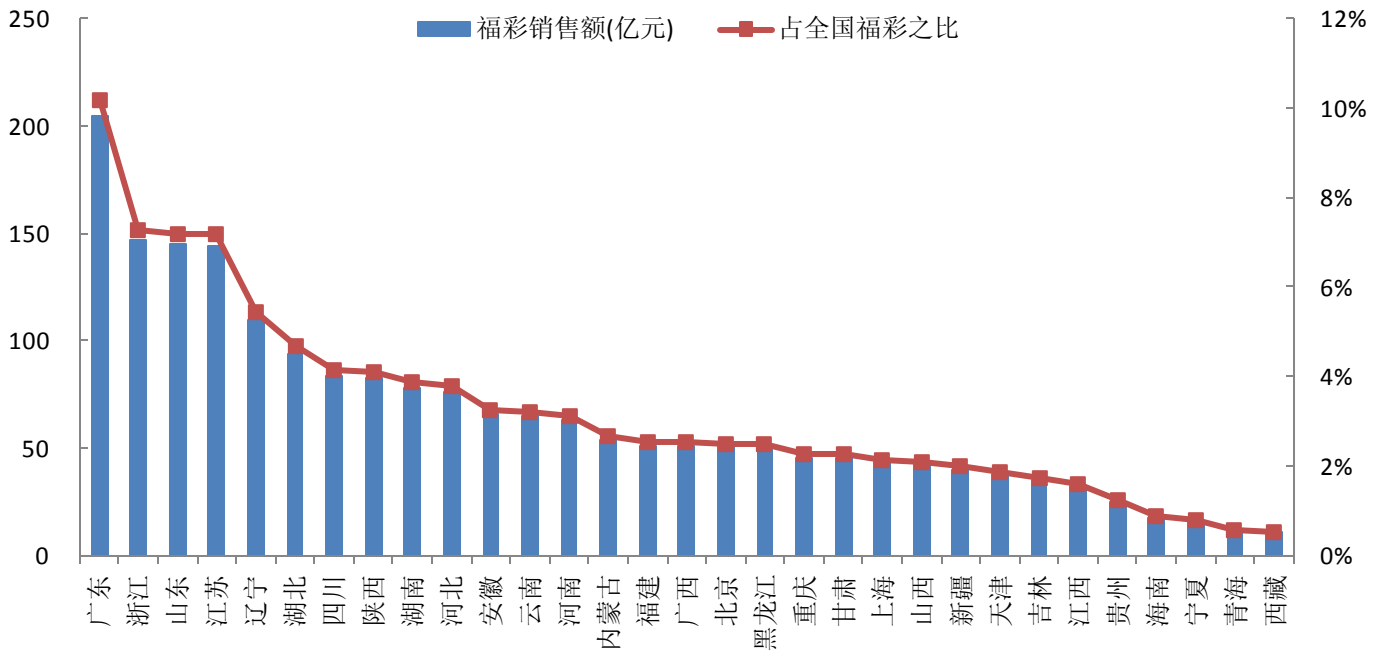
资料来源:财政部、联讯证券

福彩方面，2015年我国福利彩票累计销售 2015 亿元，同比减少 2.16%。销售额前三名分别为广东、浙江、山东，累计销售额分别为 205 亿元、149 亿元、145 亿元分别占全国福彩销售额的 10.18%、7.29%、7.19%。

体彩方面，2015年我国体育彩票累计销售 1664 亿元，同比减少 5.69%。销售额前三名分别为江苏、山东、广东，累计销售额分别为 170 亿元、158 亿元、152 亿元，分别占全国体彩销售额的 10.21%、9.47%、9.16%。

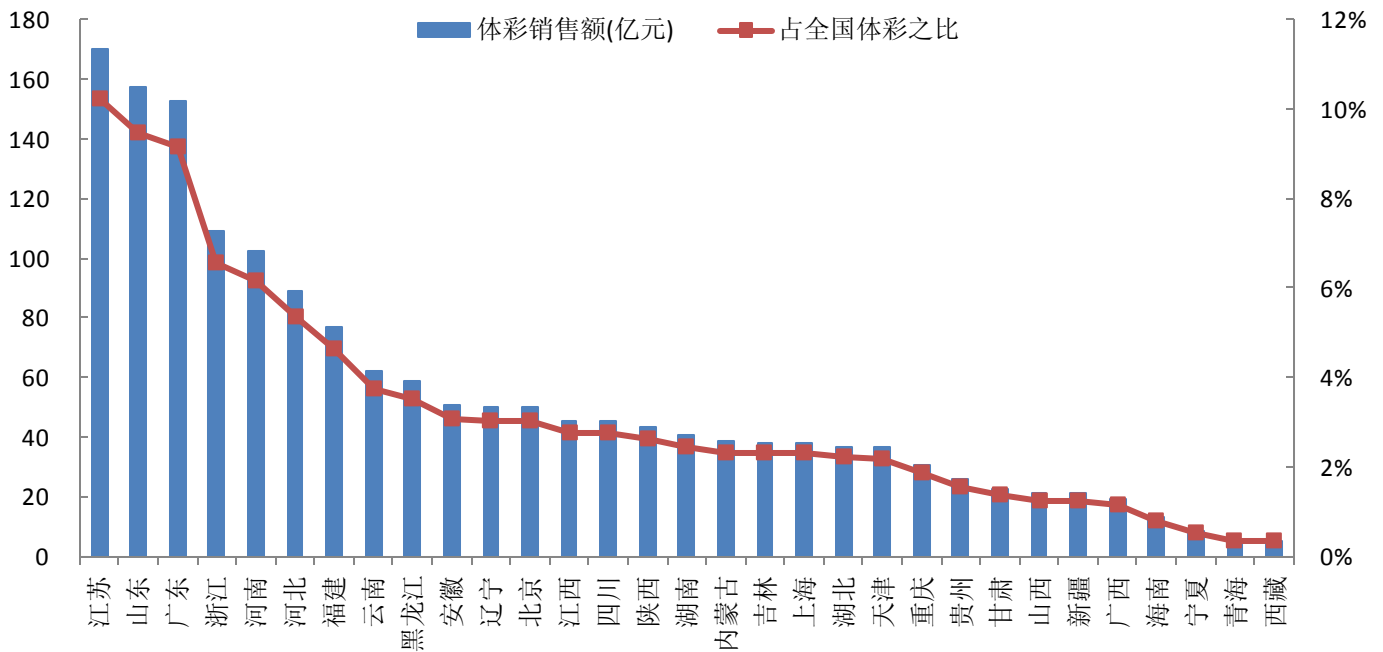


图表20: 2015年各省福彩销售额及占比



资料来源:财政部、联讯证券

图表21: 2015年各省体彩销售额及占比



资料来源:财政部、联讯证券

### 彩票物联网智能化管理及应用项目通过物联网与公司的彩票业务结合

项目建成后将主要为各省市彩票管理中心承印彩票热敏纸, 提供彩票智能化管理服务, 并以彩票物联网系统为基础建设公司即开型彩票配送服务网络。目前, 彩票行业信息化水平提升高效运营管理的需求。公司投资建设彩票物联网基地, 将有利于为客户提供更加完善的综合服务, 增强客户粘性。



公司为彩票市场提供的彩票整合营销管理和运营支撑的解决方案紧密结合彩票业界的市场发展趋势和技术发展趋势，并将新的创新服务和管理模式转化为彩票行业的实际业务应用。

图22: 基于物联网技术的彩票管理新生态（以体彩为例）



资料来源:公司公告、联讯证券

### 三、发力移动端售彩，为迎未来东风做准备

#### （一）加码电子彩票彩种研发

“电子彩票研发中心项目”主要包括彩票游戏研发、游戏平台技术支持、电子彩票销售系统平台应用等，通过整合鸿博股份现有资源和团队，建立从研发、评估、测试、销售到数据分析服务的电子彩票研发基地，加强公司在彩票全产业链的布局。

图23: 公司研发投入逐年增加且占主营收入比例不断提高（百万元）

项目	2012	2013	2014	2015	2016H
研发投入	10.33	12.48	14.89	24.02	16.92
YoY		20.86%	19.33%	61.32%	65.86%
营业收入	682.24	711.05	863.51	660.72	389.63
占营业收入之比	1.51%	1.76%	1.72%	3.64%	4.34%

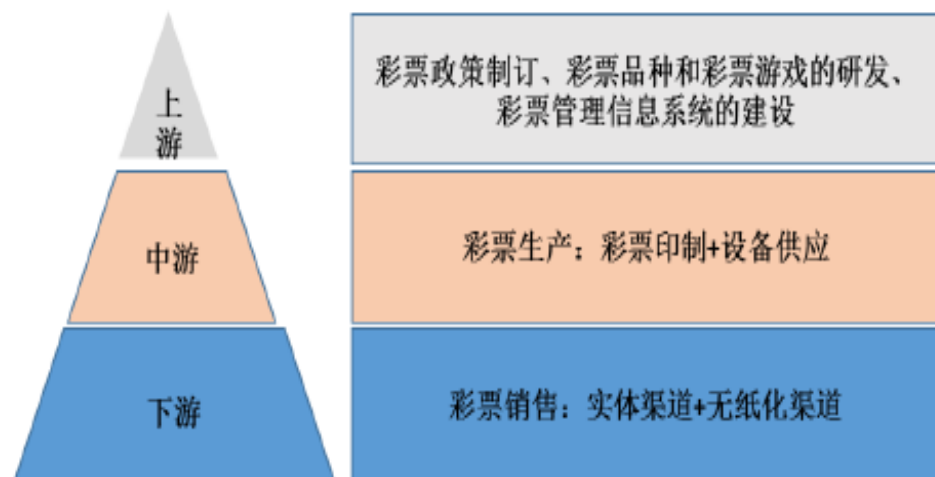
资料来源:公司公告、联讯证券



彩票产业链中，上游包括彩票政策的制订、彩票品种和彩票游戏的研发以及彩票管理信息系统的建设。中游是彩票的生产环节，包括纸质彩票预制票据的印刷和物流以及彩票终端设备的供应。下游是彩票的销售环节，销售渠道分为实体渠道和无纸化渠道。公司业务主要包括上游彩种的研发和系统开发服务、中游纸质票据的印刷和物流，未来互联网彩票政策开放后，还会恢复下游无纸化彩票代销业务。

渠道（售彩牌照）和彩种（内容研发）是互联网彩票产业的盈利点。渠道方面，客户流量巨头（如BAT）和能提供差异化、专业化服务能力的垂直系龙头（如500网、澳客网）等有望在渠道端占得席位，公司可以通过与他们的合作分享渠道的大蛋糕。彩种方面，由于国内缺乏具备创新性的优秀彩种，公司在彩种研发的提前布局和储备有望在政策开放后快速占领市场。

图表24：公司在彩票产业链上中下游均有布局



资料来源:公司公告、联讯证券

图表25：公司在彩票全产业链的业务覆盖

产业链	业务	公司覆盖业务
上游	彩票政策制定	
	彩种研发	√
	系统开发服务	√
中游	彩票印制	√
	物流配送	√
	设备供应	
下游	实体销售	
	无纸化销售	√

资料来源：联讯证券

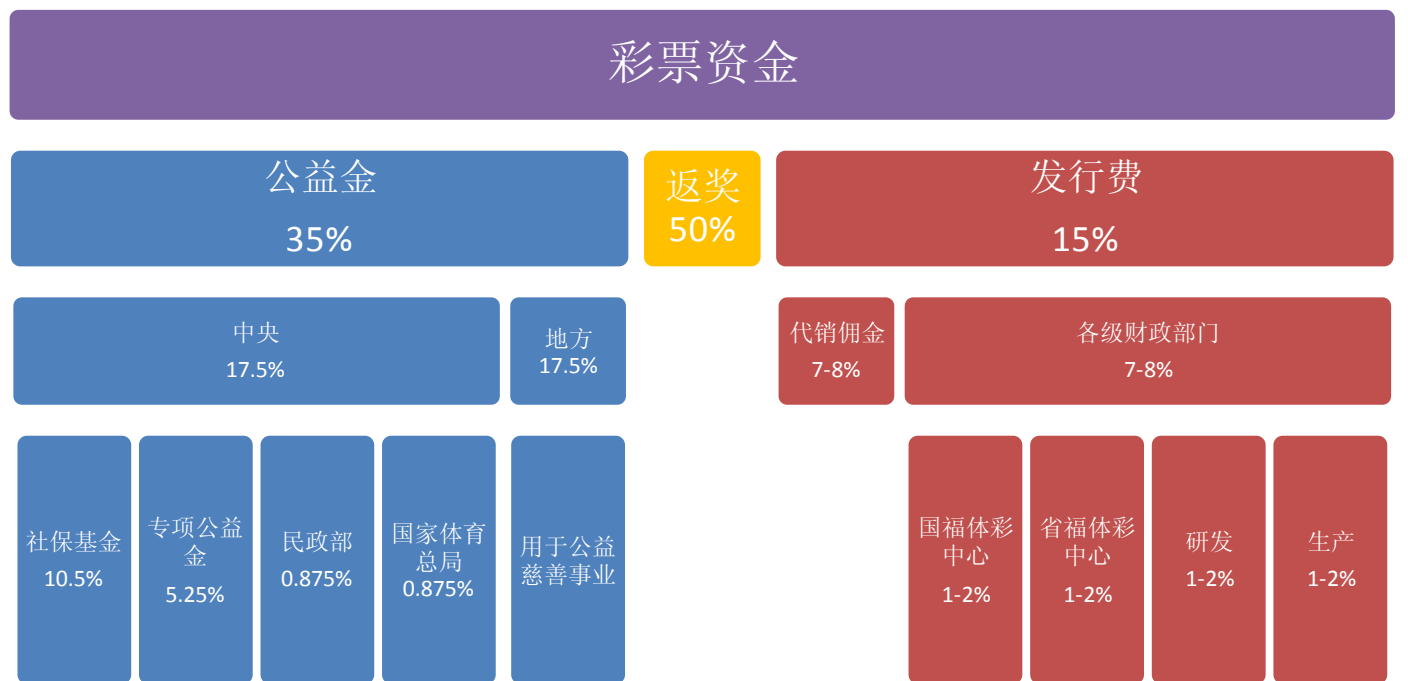
彩票资金的分配比例为：网点即开票返奖奖金不低于65%，公益金不低于20%，发行费不高于15%；电脑福利彩票等其他票种返奖奖金不低于50%，公益金不低于35%，发行费不高于15%。占彩票销售额15%的发行费约一半为销售人员的代销费用（各地比例不尽相同，大部分省份为销售额的7-8%），其余用于福利彩票发行机构的日常销售业务所需的事业支出、经营支出以及对下级机构补助支出。



彩票产业链上游的彩票游戏的研发和彩票管理信息系统（包括全国系统和省级系统）的建设和维护其审批程序严格，通常需要耗时 1-2 年，销售额分成比例为 1-2%，且无需承担销售推广的责任和成本，也不论彩票最终是由何种渠道售出。电脑彩票热敏纸印刷一般采用销售收入分成模式，分成比例也为 1-2%。彩票销售环节获得的销售佣金比例通常为 7-8%。

彩票公益金有 50%留在地方，主要用于“扶老、助残、救孤、济困、赈灾”等社会福利和社会救助性的公益慈善事业，其余 50%上缴中央财政，在社会保障基金、专项公益金、民政部和体育总局之间按 60%、30%、5%、5%的比例分配，主要用于补充社会保障基金不足，部分用于农村医疗救助、城市困难群体医疗救助、青少年教育基地建设、大型体育活动、红十字会和残疾人等其他社会公益项目。

图表26： 我国彩票分配体系（以公益金、返奖、发行费分别占比 35%、50%、15%为例）



资料来源: 财政部、国家福彩中心、国家体彩中心、联讯证券

根据财政部 2015 年 10 月印发的《关于进一步规范和加强彩票资金构成比例政策管理的通知》，传统型、即开型彩票发行费比例最高不得超过 15%，乐透型、数字型、竞猜型、视频型、基诺型等彩票发行费比例最高不得超过 13%。发行费上限由 15%降至 13%的彩票品种的发行费分配比例或有小幅调整。

图表27： 电脑彩票发行费占比调整至 13%以下

彩票类型		返奖奖金	公益金	发行费
网点即开票	即开型	≥65%	≥20%	≤15%
电脑彩票	传统型	≥50%	≥35%	≤15%
	乐透型、数字型、竞猜型、视频型、基诺型等			≤13%

资料来源: 联讯证券

自 2011 年来,公司成立电子彩票研发团队,专职进行彩种研发,拥有包括程序开发、美术设计、文案、数据分析人员等,团队人员都具有多年彩票行业从业经验,有深厚的彩种研发及运营经验,并且熟知彩票知识以及国家政策,具有成熟的彩票游戏策划研发



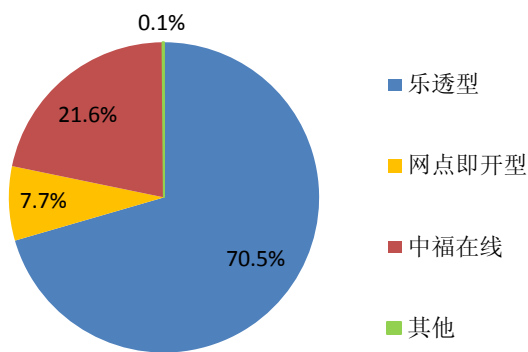


流程及检测方案，拥有产品线丰富的彩票游戏数据库。

公司彩种研发投入较早，目前仍处于培育和扶持阶段。公司在产品定位和玩法设计上有比较深的理解，在产品和技术上进行储备。完整的彩种游戏开发流程需要经过游戏创意设计、游戏演示产品开发、成品游戏开发等多个阶段，公司目前储备了较多的针对各省份地域特色的彩票游戏创意和演示产品，定期进行市场推介。

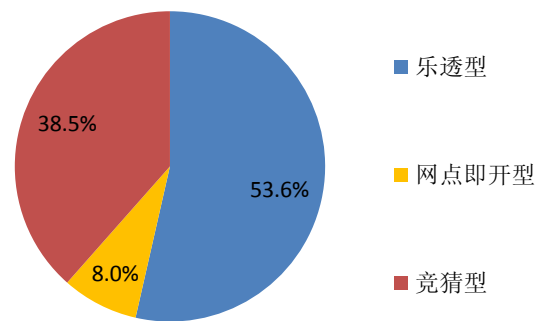
2016年上半年，我国福彩乐透型彩票和体彩乐透型彩票分别占福彩、体彩总销售额的70.5%和53.6%。而相比于乐透彩，明显更加适合彩种和玩法创新的竞猜型、即开型彩票占比较低。即开型彩票当场开奖的属性与竞猜型与热门体育赛事结合的属性使得其在玩法方面明显拥有很大的发挥空间。因此，我们认为未来即开彩和竞猜彩的彩种研发市场需求量大，通过彩种创新的方式去促进即开彩和竞猜彩销售额，有很大增长空间。

图表28: 2016H 乐透型彩票占福彩总销售额的七成



资料来源:财政部、联讯证券

图表29: 2016H 乐透型彩票占体彩总销售额的五成



资料来源:财政部、联讯证券

## (二) 中标福建体彩电话售彩项目，手机 APP 售彩大有可为

2015年3月，公司取得福建省体彩游戏及游戏平台建设牌照电话彩票代销者牌照，同时，公司负责投资建设、维护电话销售体育彩票系统平台和客户端，使彩民可通过手机 APP 完成彩票投注的业务。成为 A 股第一家公告与省级彩票中心签订电话代销合作协议的公司。

中标福建省体彩电话售彩项目是公司在无纸化彩票业务中迈出的重要一步，对公司无纸化彩票业务的销售和彩种研发业务方面产生积极的推动作用，有助于公司进一步推进“以彩票印制为基础，加大彩种研发投入，重视无纸化彩票的推广和平台建设，抓住移动互联网发展给无纸化彩票带来的机遇”的发展战略。

公司目前已经完成了平台的开发工作，等待主管部门的审批。公司开发的游戏系统平台及手机客户端正式上线时间亦存在不确定性，对公司未来的业绩影响暂无法预估。公司一直有专门的部门负责新彩种研发，并已储备了几十款新型彩种游戏，彩票游戏的类型多种多样，集公益、娱乐为一体。如果公司获得互联网或电话售彩的代销许可，未来产品可以通过自有平台进行推广运营，也可以为各中心提供游戏产品，待通过相关审批后，由各中心进行发行和销售，公司负责产品维护升级。盈利模式主要向彩票发行机构收取技术服务费或销售分成等方式。



图表30: 公司中标福建体彩电话售彩项目

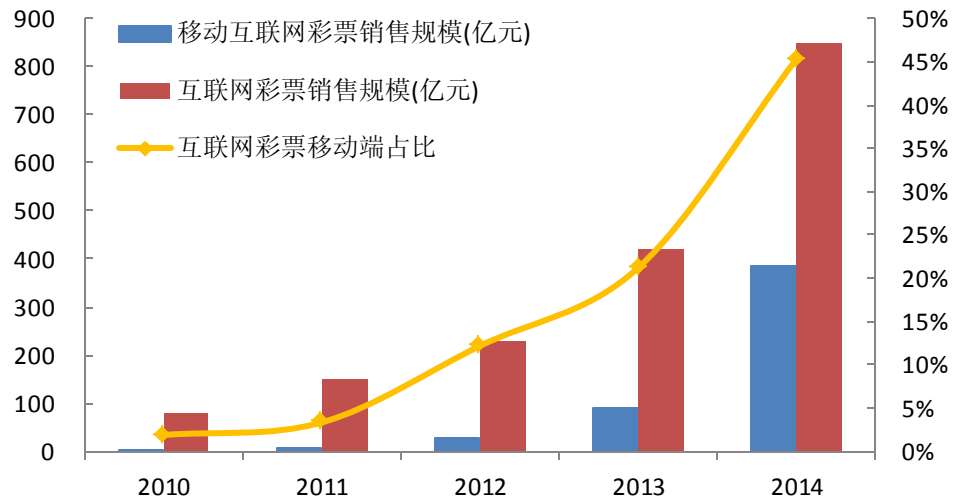
协议	项目主要内容	有效期	其他中标企业
福建省电话销售彩票游戏及游戏平台合作框架协议书	福建省体育彩票游戏及游戏平台建设者(中标人可同时获得电话销售体育彩票代销者资格)	三年	掌中彩
福建省体育彩票电话销售彩票项目代销者合作框架协议			中润阳光

资料来源: 公司公告、公开资料、联讯证券

如果未来政策放开, 移动互联网彩票将爆发式增长。在 2014 年互联网彩票的 850 亿元销售规模中, 移动互联网彩票占 385 亿元, 占到 45.83%, 移动互联网彩票已占到互联网彩票的半壁江山。与 2013 年 89 亿元的销售规模相比, 2014 年移动互联网彩票增幅高达 332%。从 2011 年移动互联网彩票开始发力后, 2012-2014 年移动互联网彩票每年都有数倍增长, 年复合增长率更是超过 300%。

由于 BAT 等各大互联网巨头纷纷加入, 互联网彩票的 PC 端入口竞争已趋白热化, 2014 年各互联网售彩平台都将竞争方向转向移动端, 从产品创新、市场营销到品牌推广等都向移动端倾斜, 大力挖掘移动端的流量和用户增长, 使得 2014 年移动互联网彩票占比进一步扩大。彩通咨询此前分析认为, 移动互联网彩票开始爆发性增长, 部分售彩平台来自移动端的销量甚至占 50%以上, 互联网彩票已进入“移动时代”。

图表31: 2014 年互联网彩票移动端占比达到 45.83%



资料来源:彩通咨询、联讯证券

即使线上售彩短期内不开放, 彩种仍有变现的途径。

公司在彩种研发方面投入收获颇丰, 目前已储备大量彩票游戏。除了自主申报和运营外, 公司也可以作为内容提供商, 为行业其他合作伙伴提供游戏产品。

#### 四、电话/互联网售彩大势所趋, 公司已积累多年经验和渠道资源

##### (一) 鸿博股份线上彩票代销经验丰富

公司在线上彩票代销业务主要由鸿博数网和广州彩创两家子公司负责, 鸿博数网负责 B2B 业务, 广州彩创负责 B2C 业务。后者整合彩民的订单后, 前者与其对接整合订单, 再与省级彩票销售机构对接出票。造成两种经营模式分工的原因在于不同省份各自拥有彩票机构和系统, 各省系统只将出票接口开放给少量的 B2B 企业, 而 B2C 企业需



要对接各 B2B 企业再面向全国分销彩票。

互联网售彩整顿前，鸿博数网获得多个省份的福彩及体彩数据接入资质。广州彩创旗下网络彩票平台“彩乐乐”已拥有多年运营经验，与腾讯网、支付宝、苏宁等彩票网站建立合作关系，网站在 2013 年末就已拥有超过 40 万注册用户，活跃用户超过 20 万。

图表32: 彩乐乐移动端已覆盖 iOS 和 Android 两大平台



支持微信下载

### 彩乐乐手机客户端

[手机客户端购彩帮助](#) [联合登录用户购彩指南](#)

- 扫描二维码免费下载客户端至手机
- 账户与主站同步。
- 即时查看开奖。
- 多模式购彩。
- 中奖更轻松。
- 支持更多移动设备...



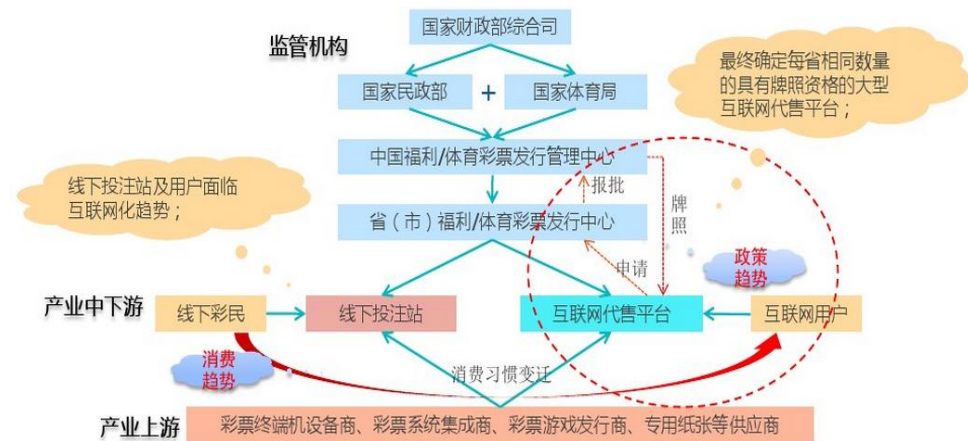
**Android**  
下载Android版



**iPhone**  
下载iOS版

资料来源:彩乐乐官网、联讯证券

图表33: 网络售彩是产业链重要一环，政策放开预期强



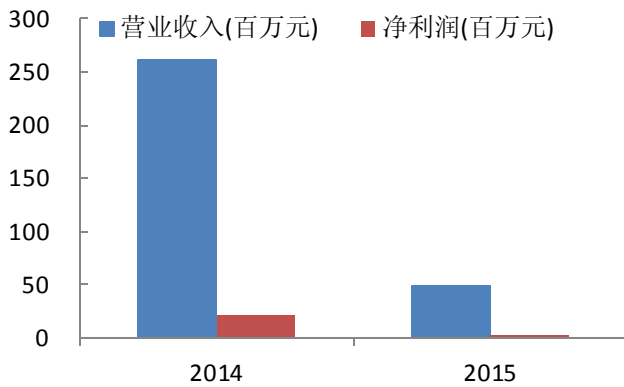
资料来源:易观智库、联讯证券

无纸化代购业务暂停后，公司仍持续进行资讯更新、产品推荐、平台升级等服务以提升客户粘度，同时公司将进一步推动电子彩票研发项目实施，加大电子彩票游戏和技术平台投入，为无纸化业务市场开放做好准备。彩票服务方面，公司已取得了多个省级彩票中心物联网服务项目，公司将按计划推进彩票物联网项目基础设施建设和业务拓展。在智能标签、高档包装、高档书刊等业务方面继续加强市场开拓力度，调整产品结构，降本增效，尽快实现项目盈利。

受政策影响，2015 年鸿博数网和广州彩创的营业收入均大幅下降，分别为 49.49 百万元和 16.05 百万元，同比降幅分别为 81.02%和 75.60%，广州彩创也出现了亏损。但随着公司在互联网彩票的布局逐步完善，一旦政策开放将会获得可观的收入，利润率也会有所提升。根据公司公告，2015 年公司已整合了电子彩票代购业务，由广州彩创集中开展电子彩票 B2B 业务和 B2C 业务。

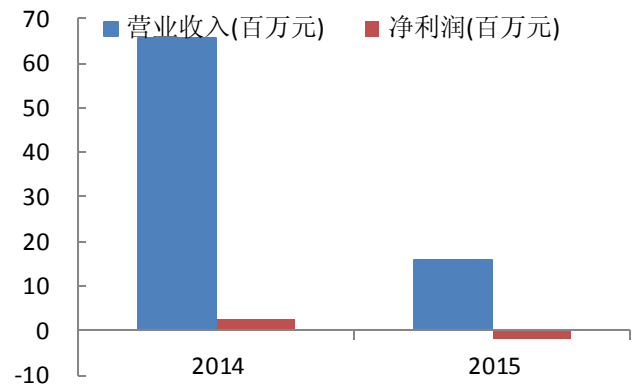


图表34: 鸿博数网营业收入和净利润



资料来源:公司公告、联讯证券

图表35: 广州彩创营业收入和净利润



资料来源:公司公告、联讯证券

2015年的无纸化限售政策出台之前,互联网彩票网站的行业竞争主体的状况是:专业垂直网站与电商平台、门户网站并存。PC端互联网彩票代销渠道主要有两类:一是电商网站(淘宝、京东商城等)和门户网站的彩票频道(新浪、百度、腾讯等),另一类是专业垂直彩票网站(500彩票网、澳客网、第一彩票等)。

图表36: 互联网彩票竞争格局和分类

类别	互联网代销网站	关于 B2B 接口
电商平台类	淘宝、腾讯	绝大部分彩票流量需找 B2B 企业出票
门户网站类	人民网-澳客网、新浪-爱彩网、百度-乐彩网	拥有部分出票能力
专业垂直网站类	500彩票网、中竞彩、中福在线	拥有 B2B 接入资质, 多为自用
产业链延伸类	鸿博股份-彩乐乐、安妮股份-中大奖	拥有 B2B 接入资质, 可分销

资料来源:互联网、联讯证券

图表37: 网络售彩平台发展至今有三种常见模式



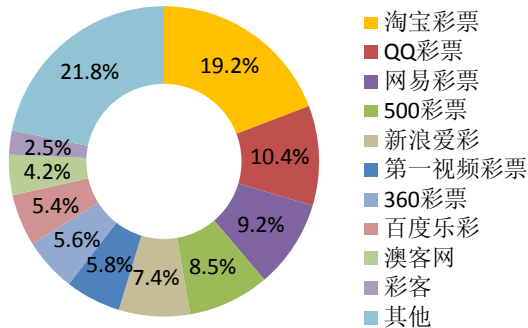
资料来源:易观智库、联讯证券

2015年互联网彩票行业整顿之前,我国互联网彩票公司通过与各省、市的彩票销售中心签订协议销售彩票,形成了众多公司抢夺网络售彩份额的局面,也造就了互联网彩票行业竞争性的格局。2014年第3季度,互联网彩票PC端市场销售规模188.7亿,市场份额前三位分别是淘宝彩票、QQ彩票和网易彩票,市场份额分别为19.2%、10.4%、



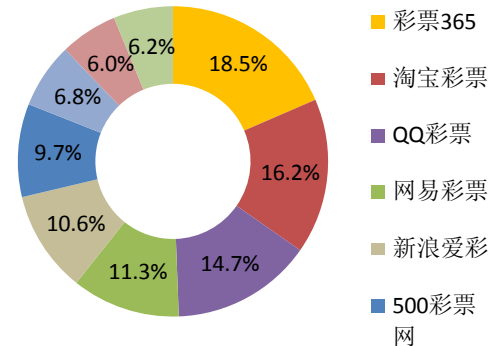
9.2%；互联网彩票手机端销售规模达 89.3 亿，其中彩票 365 市场份额 18.5%，占据手机端市场首位；淘宝彩票、QQ 彩票客户端分别以 16.2%，14.7%位于第二、三位。

图表38： 2014Q3 互联网彩票销售 PC 端市场格局



资料来源:易观智库、联讯证券

图表39： 2014Q3 互联网彩票销售手机端市场格局



资料来源:易观智库、联讯证券

## (二) 电话/互联网售彩大势所趋，市场与政策双推进

### 1、电话/互联网+彩票，市场空间巨大

中国彩票刚开始时主要集中于专门的销售点进行销售，销售方式比较单一。而对于销售网点的设置，我国彩票网点布局自由随意性较大，在部分人群较为密集的地区，如机场、车站、大型商场等缺乏相对合理的销售网点布局，覆盖率较低。互联网售彩较于传统方式销售彩票具有分散、安全、快捷、公平和避免浪费的特点，打破了彩票购买的时空限制。同时，互联网彩票销售模式不存在物流成本，无库存压力，也不需要大额的资本开支。

图表40： 线下彩票市场面临的发展瓶颈



资料来源:易观智库、联讯证券

彩票产业在我国起步较晚，互联网彩票行业整顿前，彩票销售方式主要有实体门店销售、电话销售、互联网销售三种方式。电话投注以及互联网投注提高了彩民购彩的便捷性，其购彩流程一般遵循“登录/注册——充值——投注——返奖”的顺序。



图表41：网络购彩、电话购彩流程



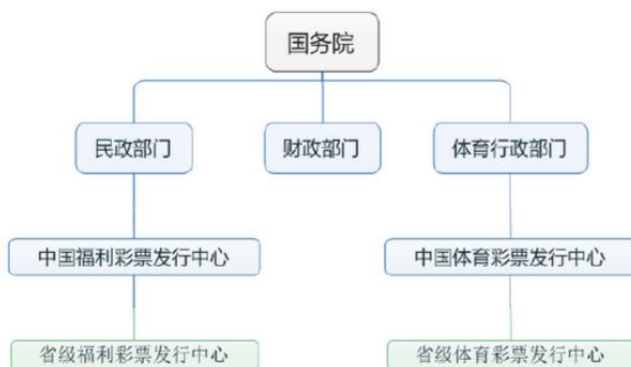
资料来源:中国产业信息网、联讯证券

我国的彩票行业主体由国务院、财政部，民政部和体育总局构成，他们共同负责监管我国彩票业，共同保障我国彩票行业健康运行。国务院是彩票发行管理的最高机关。财政部是彩票的宏观市场管理部门，其职责是制定政策、管理市场和监督发行。

在发行运营彩票方面，民政部与体育行政部分别管理福利彩票和体育彩票，其职责是分别研究制定福利彩票和体育彩票的发行、销售和资金管理的具体办法并组织实施。中国福利彩票发行管理中心与中国体育彩票发行管理中心分别负责这两类彩票的全国发行和销售业务，对各地彩票发行销售机构实施业务领导和全面监控。省级彩票发行中心是彩票的销售机构，受当地民政部门的行政领导，同时受上级发行机构的业务领导和监督检查。

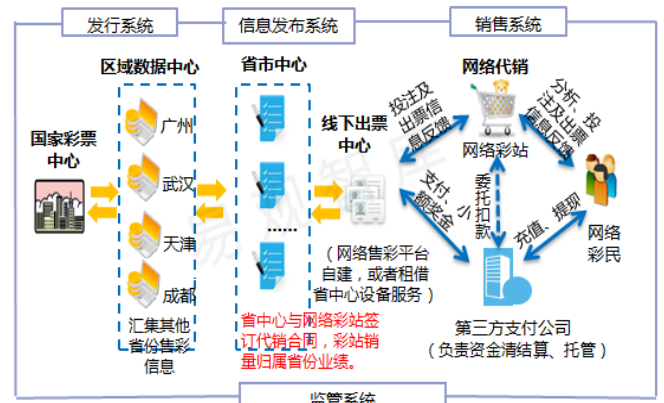
而彩票的无纸化销售，并不是彩票完全电子化，中国网络彩票厂商长期采取与省份中心合作机制，借助线下出票中心为线上彩民提供购彩服务。

图表42：彩票管理机制



资料来源:公开资料、联讯证券

图表43：互联网彩票行业整顿前运行机制简图



资料来源:易观智库、联讯证券

2015年2月25日，财政部、民政部、国家体育总局联合下发通知，要求各地针对目前彩票市场中存在擅自利用互联网销售彩票现象开展自查自纠工作。互联网彩票市场新一轮整顿行动即将开始。据统计本次之前，互联网彩票已经被四次叫停，分别发生在2007年11月、2008年1月、2010年8月和2012年3月。这次互联网售彩暂停时间



已达 1 年多，成为 2007 年至今停售时间最长的一次。

互联网彩票行业从诞生以来改革不断。2001 年 12 月，500 彩票网、中国足彩网率先开通网络代购，首开国内彩票互联网销售先河。2012 年 9 月 29 日，财政部公布了 500 彩票网和中国竞彩网拿到互联网体彩试点资质，当年 11 月，500 彩票网开始恢复销售体彩，福彩直到今天仍然处在停售。国家对于互联网彩票的态度是放任-禁止-放开-禁止，从目前的情况来看，再次开放的预期逐渐增强。当互联网彩票已成为众多网民的投注的选择后，如何既跟上时代步伐满足市场需求又做到有效监管，将是有关部门对互联网彩票考量的出发点。随着这份通知的下发以及各地彩票机构开展的自查自纠工作开展，预计互联网彩票将在今后渐趋规范。规范市场、有序发展将是未来互联网彩票的主旋律。

图表44： 国家五次叫停互联网彩票相关政策及效果

时间	政策/事件	效果
第一次 2007 年 11 月 6 日	财政部联合公安部、民政部、信息产业部、国家体育总局下发公告，通知对各地非官方主办的彩票销售网站进行为期 30 日的清查整顿，要求停止非彩票机构主办网站彩票销售业务、整顿彩票机构利用互联网销售彩票业务、严厉查处和打击利用互联网非法销售彩票行为。	从地方体彩中心获得授权的一些彩票网站是否在停售之列，公告并未给出明确答案，这也直接导致整顿效果欠佳。在此期间内互联网售彩大户并没有受到影响，都在照常销售彩票。
第二次 2008 年 1 月 2 日	财政部再次向中彩中心、国家体彩中心，各省、自治区、直辖市财政厅(局)、民政厅(局)、体育局发出通知，要求通知下发之日起，一律停止利用互联网销售彩票。而且明确规定，各省级民政、体育部门要对本地区福彩机构和体彩机构利用互联网销售彩票的情况进行检查和整改，对已经与公司或个人进行互联网销售彩票业务合作的，必须立即停止合作。	绝大多数知名售彩网站陆续宣告暂停网上代购业务。为了应对检查，彩票网站开始转变经营模式，有的关闭了网页上的投注功能转而通过客户端软件进行投注，也有网站开始通过电话投注，中奖后再通过网上银行划拨奖金。本次叫停对彩票销售影响较大，虽然当年彩票销量仍有增长，但增速明显放缓未达到预期。
第三次 2010 年 8 月 17 日	财政部下发《电话销售彩票暂行办法(征求意见稿)》以及《互联网销售彩票暂行办法(征求意见稿)》，随后国家体育总局和中国福利彩票发行管理中心分别下发紧急通知，再度要求立即停止互联网销售彩票等无纸化销售方式。	对于叫停的最后期限，和若不按要求停售将面临何种处罚等，中国福彩中心和中国体彩中心相关人员未予具体回复，这也导致本次叫停也是雷声大雨点小，网售基本上没有受到多大的影响。
第四次 2012 年 3 月 1 日	《彩票管理条例实施细则》实施，电话、互联网投注被定性为“非法彩票”。而实施前的 2 月 27 日，财政部就违规利用电话、互联网销售彩票等问题，召开紧急会议。重申未经批准，擅自利用电话、互联网销售的彩票品种和游戏属非法彩票，需依法查处。随即福彩中心和体育总局也一同下发“停止电话和互联网销售”的紧急通知。	大部分代销彩票网站随后积极寻找出路，纷纷上线新的销售手段。其中有网站把购彩用户转移到手机彩票客户端上去购彩，或者中转至其他代理网站，还有用给购彩大客户开辟专属通道的办法来保证彩票的继续销售。而那些从暂停销售的网站流出来的彩票大客户也依然能找到其他的彩票代购网站去发单合买。所以统观全年互联网彩票销售并没有受到政策太大的影响，整体趋势依然向上。
第五次 2015 年 2 月 25 日	财政部、民政部和体育总局联合下发《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》，指出未经彩票发行机构、彩票销售机构委托，擅自销售的福利彩票、体育彩票”均被定性为“非法彩票”。	2 月 28 日，各主要彩票网站响应三部委联合下发的《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》，先后停止了彩票在线销售业务。

资料来源：财政部、民政部、国家体育总局、腾讯彩票、联讯证券

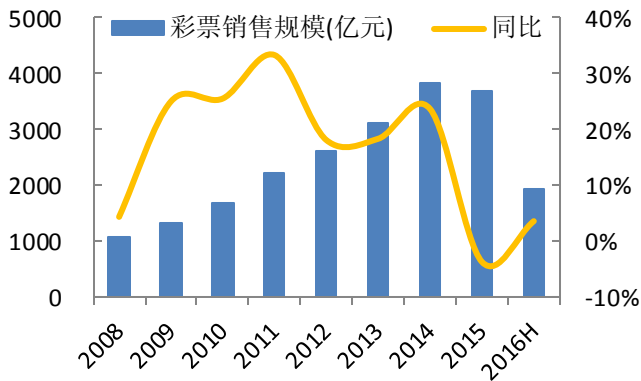


2012年,中国大陆互联网彩票渗透率约为8.8%,远低于同期香港37%和韩国20%的水平。而到了2014年,年我国互联网彩票销售规模达850亿元,同比增长102%,占彩票市场的22%以上。2015年禁令下达之后,2015年国共销售彩票3678.84亿元,同比减少144.94亿元,下降3.8%。这是自2004年以来,全国彩票年销量首次出现下降。

2016年上半年,全国彩票销售规模为1943亿元,同比增速回升至3.5%,接近2008年的同比增速4.27%,但远没有恢复到2009至2014年的复合增速19.23%。从月数据方面看,近年来的月销售高点为禁令下达之前的2015年1月,销售规模为392.33亿元,2015年2月无纸化彩票限制政策出台之后月销量立即下滑144.43亿元,环比下降36.81%。直至2016年8月,彩票月销售规模仍没有恢复到禁令下达前的最高水平。

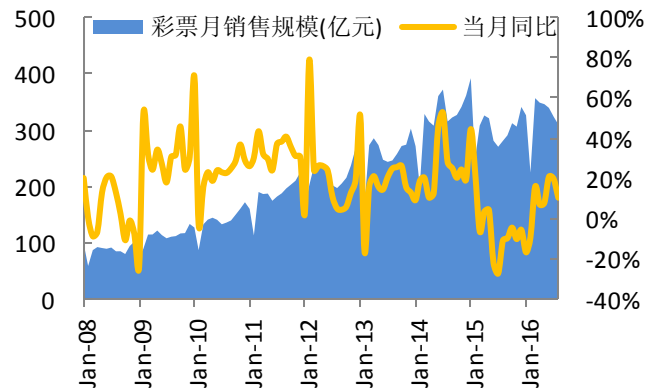
2014年全国彩票销售3823.78亿元,其中互联网彩票规模已经达到850亿元左右,市场渗透率约为22%。在全年730.5亿元的增量中,互联网彩票就贡献了400多亿元的增量,全年有50%以上的增量来自于互联网渠道。除即开型彩票和视频彩票外,如果只统计乐透型数字型和竞猜型彩票,这两类型彩票2014年共增长650亿元,其中互联网渠道贡献的增长更是近七成,互联网对竞猜型彩票和乐透数字型彩票的推动作用巨大。

图表45: 2015年彩票销售额首次出现负增长



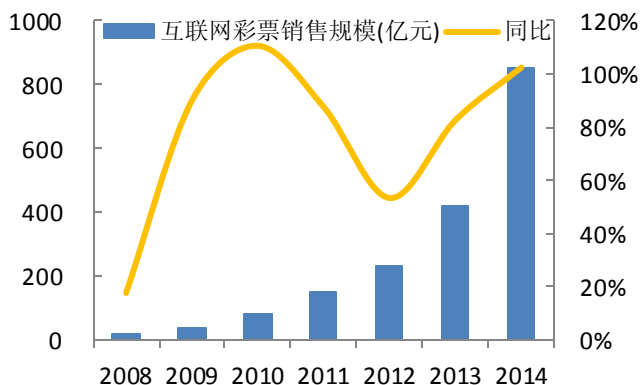
资料来源:财政部、联讯证券

图表46: 彩票月销售规模未恢复到互联网禁售前水平



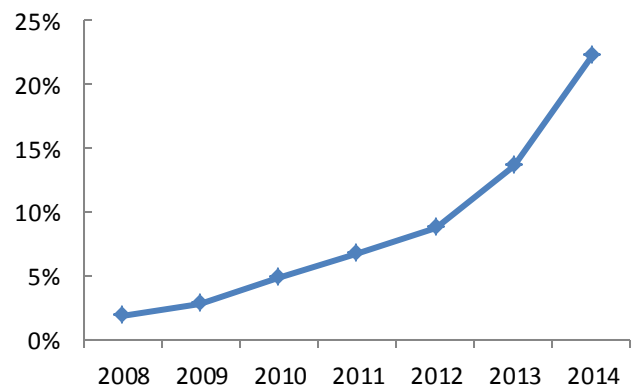
资料来源:财政部、联讯证券

图表47: 互联网彩票整顿前增长迅猛



资料来源:彩通咨询、联讯证券

图表48: 2014年互联网彩票销售渗透率达22%



资料来源:彩通咨询、联讯证券





## 2、政策动向：自上而下积极推进，关注 2017 年一季度

2014 年第 4 季度国家审计署反腐对于互联网彩票行业第五次整顿起到了一定的推动作用，但行业本身的整顿改革确是根本动力，网络彩票市场在世界杯赛事促进下井喷式发展，市场运行规范、监督管理机制深化改革已到刻不容缓阶段。

从近期互联网彩票的相关政策及招标情况来看，财政部、民政部等部委和两彩中心自上而下地推动互联网彩票机制完善尝试不断，线上售彩重新开放的预期不断升温。从各个项目的预计完成时间来看，**2017 年一季度或成为电话售彩、互联网售彩政策开放的关键时间窗口。**

图表 49： 线上售彩相关试点期限及项目完成时间

项目	预计完成时间
江苏手机体彩即开游戏销售试点	2017 年 5 月
体彩中心技术系统第三方测试项目	2017 年 2 月
福彩中心电话、互联网售彩整体营销推广项目	2016 年 12 月
福彩中心电话、互联网售彩整体营销策划及制作项目	2016 年 12 月
中体彩运营管理有限公司中国竞彩微信开发项目	2017 年 3 月

资料来源：联讯证券

2015 年 4 月 20 日，财政部发布《关于同意中国体育彩票江苏省手机即开游戏销售试点实施方案的通知》，批准江苏可以自 2015 年 5 月 15 日起开展手机体彩即开游戏销售试点，试点期限为两年。北京赛宝通科技发展有限公司为此次试点的运营商及代销者。

图表 50： 江苏开展手机体彩即开游戏销售试点

相关文件	颁布时间	颁布机构	主要内容		
			试点	代销者	试点期限
《关于同意中国体育彩票江苏省手机即开游戏销售试点实施方案的通知》	2016 年 4 月 20 日	国家财政部	江苏省体育彩票	北京赛宝通科技发展有限公司	2015 年 5 月 15 日至 2017 年 5 月 14 日

资料来源：财政部、联讯证券

2016 年 4 月 28 日财政部、公安部、工商总局、民政部、体育总局五部委联合下发《关于做好查处擅自利用互联网销售彩票工作有关问题的通知》。福利彩票和体育彩票发行机构应当抓紧推进相关工作，并按程序报批后组织实施。从政策内容来看，在“严禁机构互联网售彩”的同时，指明“利用互联网销售彩票必须通过彩票发行机构建立的互联网销售彩票管理系统进行统一管理”，相关机构或对之前互联网售彩暴露的一系列安全问题和操作瓶颈做出处理，为未来互联网售彩开放后的管理制度做好前期准备。

图表 51： 《关于做好查处擅自利用互联网销售彩票工作有关问题的通知》主要内容

序号	政策主要内容
1	利用互联网销售彩票必须通过彩票发行机构建立的互联网销售彩票管理系统进行统一管理，实时监控。福利彩票和体育彩票发行机构应当抓紧推进相关工作，并按程序报批后组织实施。
2	严禁彩票发行销售机构及其代销者擅自利用互联网销售彩票。福利彩票和体育彩票发行机构要切实加强对本系统销售机构和代销者擅自利用互联网销售彩票行为的监管工作。
3	严厉查处网络公司等单位和个人擅自利用互联网销售彩票行为。各地公安、工商部门在各自的职责范围内依法查处非法彩票。

资料来源：财政部、联讯证券

2016 年 5 月 9 日，五矿国际招标有限责任公司受国家体育总局体育彩票管理中心委



托,对《国家体育总局体育彩票管理中心技术系统第三方测试项目》进行公开招标。2016年6月2日,中国政府采购网发布《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》,北京启明星辰信息安全技术有限公司中标,测试时间从2016年6月至明年2月。中国竞彩网、500彩票网(二者拥有体彩互联网试点销售批文)、江苏省体彩中心(手机即开彩试点)和其他三个移动应用客户端将参与此次安全测试。

图表52: 项目主要内容及分项报价(元)

序号	名称	简要说明	测试时间	分项总价
1	互联网系统新增游戏安全测试1(检测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)	满足标书设计的技术商务、工期要求	2016年6月-12月	93240
2	互联网系统新增游戏安全测试2(检测互联网系统新增自由过关游戏后的安全防护情况)	满足标书设计的技术商务、工期要求	2017年1月-2月	93240
3	体育彩票移动应用客户端第三方符合性安全检测(中国竞彩网移动应用客户端、500彩票网移动应用客户端、其他移动应用客户端(3个)符合性安全检测工作)	满足标书设计的技术商务、工期要求	2016年8月-10月	496320
4	待定安全测试项目	满足标书设计的技术商务、工期要求		66600
总价				749400

资料来源:中国政府采购网、联讯证券

2016年5月23日,国家财政部网站发布了《中国福利彩票发行管理中心电话、互联网销售福利彩票整体营销推广项目招标公告》和《中国福利彩票发行管理中心电话、互联网销售福利彩票整体营销策划及制作项目招标公告》,项目开展周期为2016年6月-12月。

2016年7月4日,中国政府采购网公布,人民网股份有限公司中标整体营销推广项目,北京沃姆互动行销策划有限公司中标整体营销策划及制作项目。

图表53: 人民网、沃姆互动分别中标整体营销推广项目和整体营销策划及制作项目

项目	中国福利彩票发行管理中心电话、互联网销售福利彩票整体营销推广项目	中国福利彩票发行管理中心电话、互联网销售福利彩票整体营销策划及制作项目
中标供应商	人民网股份有限公司	北京沃姆互动行销策划有限公司
中标金额(万元)	518	180
招标背景及目的	为了配合做好电话、互联网销售福利彩票工作的顺利开展,此次招标需求基于电话、互联网销售福利彩票工作进行分阶段营销推广,主要目的是将电话、互联网销售福利彩票核心价值理念深入人心,融入到人们生活和休闲娱乐当中,塑造福利彩票电话、互联网销售的品牌形象,让人们尽快了解规范有序的电话、互联网售彩方式。	为了配合做好电话、互联网销售福利彩票工作的顺利开展,此次招标需求基于电话、互联网销售福利彩票工作进行整体营销策划和制作,主要目的是将电话、互联网销售福利彩票核心价值理念深入人心,融入到人们生活和休闲娱乐当中,塑造福利彩票电话、互联网销售的品牌形象,让人们尽快了解规范有序的电话、互联网售彩方式。
开展周期	2016年7月—2016年12月	2016年7月—2016年12月
时间安排	8月完成电话销售福利彩票试点营销推广投放方案及相关准备,包括详细实施计划等,配合后续电话销售福利彩票试点上市,并进行营销推广;10月完成互联网渠道营销推广投放方案及相关准备,包括详细实施计划等,配合后续互联网销售福利彩票上市,并进行营销推广。	2016年8月底完成品牌策划及电话销售福利彩票相关宣传素材成果输出,配合后续电话销售福利彩票试点的上市推广; 2016年10月底完成互联网销售福利彩票营销策划及相关宣传素材成果输出,配合后续互联网销售福利彩票的上市推广。



项目	中国福利彩票发行管理中心电话、互联网销售福利彩票整体营销推广项目	中国福利彩票发行管理中心电话、互联网销售福利彩票整体营销策划及制作项目
服务内容	1、福彩整合营销预热推广； 2、电话销售福利彩票营销推广； 3、互联网销售福利彩票营销推广； 4、整体推广监测服务。	1、整体营销策划； 2、制作； 3、其他。

资料来源：中国政府采购网、联讯证券

2016年7月6日，民政部发布《民政事业发展第十三个五年规划》，提出“加强彩票品种和游戏研发，开拓跨行业融合新模式，形成电话互联网销售能力”。

图表54: 《民政事业发展第十三个五年规划》提出形成电话互联网销售能力

颁布时间	政策法规	颁布机构	互联网彩票相关内容
2016年7月6日	《民政事业发展第十三个五年规划》	民政部	加强彩票品种和游戏研发。开拓跨行业融合新模式，形成电话互联网销售能力。

资料来源：民政部、联讯证券

2016年7月13日，国家体育总局发布《体育产业发展“十三五”规划》，将体育彩票列入八大重点行业之一，并将积极研究中超彩事宜，同时，要完善销售渠道。

图表55: 《体育产业发展“十三五”规划》提出积极研究中超彩

颁布时间	政策法规	颁布机构	互联网彩票相关内容
2016年7月13日	《体育产业发展“十三五”规划》	体育总局	明确了体育彩票为八大重点行业之一。加快体育彩票创新步伐，积极研究推进发行以中国足球职业联赛为竞猜对象的足球彩票。适应发展趋势，完善销售渠道，稳步扩大市场规模。

资料来源：民政部、联讯证券

2016年8月11日，体育总局印发《体育彩票发展“十三五”规划》，重点目标是到2020年体彩的年销售额超过2500亿元。随后，总局体彩中心也印发了乐透型体育彩票发展规划、竞猜型体育彩票发展规划、即开型体育彩票发展规划、品牌发展规划、队伍发展规划等5个专项规划。其中，各规划中涉及到互联网彩票的主要内容有“十三五”时期体育彩票的重点任务包括“推进手机即开游戏”、“电话、互联网销量有较大提升”以及“竞猜本国联赛，增加大小球等，推出适合互联网销售的新产品”、“构建三级实体渠道，积极稳妥推进互联网渠道销售（2020年线上销售占比40-50%）”等。

图表56: 《体育彩票发展“十三五”规划》等政策涉及互联网彩票的内容

颁布时间	政策法规	颁布机构	互联网彩票相关内容
2016年8月11日	《体育彩票发展“十三五”规划》	体育总局	提出的“十三五”时期体育彩票的重点任务包括“推进手机即开游戏”、“电话、互联网销量有较大提升”等。
	《竞猜型体育彩票“十三五”规划》	体育总局体彩中心	“竞猜本国联赛，增加大小球等，推出适合互联网销售的新产品”、“构建三级实体渠道，积极稳妥推进互联网渠道销售（2020年线上销售占比40-50%）”

资料来源：体育总局、联讯证券

2016年10月14日中国政府采购网公告，中体彩彩票运营管理有限公司“中体彩运营管理有限公司中国竞彩微信开发项目”进行公开招标。招标预算金额118万元，项目开发周期为4个月，预计开标时间2016年11月4日。

中体彩彩票运营管理有限公司是中国竞彩网的母公司，成立于2009年，是国家体育总局体育彩票管理中心独资公司，主要承担新单场游戏（竞彩）投注运营、风险管理、



执行监督、渠道管理、营销公关、客户服务，以及传统足球彩票的运营管理等工作。

图表57：中体彩运营管理有限公司中国竞彩微信开发项目

采购单位	项目名称	招标预算	开发周期	开标时间
中体彩彩票运营管理有限公司	中体彩运营管理有限公司中国竞彩微信开发项目	118 万元	4 个月	2016 年 11 月 4 日

资料来源：中国政府采购网、联讯证券

## 五、盈利预测、估值及投资评级

公司经过多年发展，已成为彩票印刷行业龙头企业之一，市场份额大而稳；互联网彩票产业链上，公司也具备多年的经验，在上游彩种的研发及下游代销渠道已有相当积累。我们认为，随着公司未来彩票印制业务盈利能力提高及彩票物联网项目与彩票主业的协同效应增强，2016-2018 年综合毛利率逐步提升。同时，如果未来互联网彩票政策开放，公司业绩将迎来爆发式增长。

我们预计公司 2016-2018 年的主营业务收入为 760/988/1136 百万元，EPS 分别为 0.02/0.09/0.13 元。当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 1341/266/187 倍。目标价维持 32.5 元，投资评级维持“增持”。

图表58：利润表预测摘要

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	661	760	988	1136
YoY	-23%	15%	30%	15%
归母净利润（百万元）	9	6	30	43
YoY	-67%	-35%	404%	42%
每股收益（元）	0.03	0.02	0.09	0.13

资料来源：联讯证券

## 六、风险提示

电话及互联网彩票代销政策落实的不确定性，热敏纸业务收入不达预期，物联网业务进程不达预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	958	1287	1543	1626	经营活动现金流	101	100	125	158
现金	512	866	943	1059	净利润	17	16	39	52
应收账款	188	146	201	198	资产减值准备	6	10	10	9
其它应收款	73	109	127	144	折旧摊销	42	54	53	51
预付账款	8	11	13	15	财务费用	16	18	24	27
存货	166	144	247	199	投资损失	-46	0	0	0
其他	11	11	11	11	营运资金变动	72	17	14	34
非流动资产	1088	1080	1098	1110	其它	-7	-15	-15	-15
长期投资	183	141	148	157	投资活动现金流	-49	-384	-48	-42
固定资产	675	712	722	724	资本支出	-34	-64	-56	-49
无形资产	59	57	55	53	长期投资	-22	0	0	0
长期待摊费用	44	44	48	50	其他	8	-320	8	8
其它	126	126	126	126	筹资活动现金流	243	638	0	0
资产总计	2046	2367	2641	2736	短期借款	364	-50	0	0
流动负债	896	763	810	727	长期借款	0	0	0	0
短期借款	330	200	150	100	其他	-121	688	0	0
应付账款	182	179	277	244	现金净增加额	294	354	77	116
其他	384	384	384	384					
非流动负债	103	103	103	103	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	71	71	71	71	成长能力				
其他	32	32	32	32	营业收入	661	760	988	1136
负债合计	999	866	914	831	营业利润	9	8	32	46
少数股东权益	176	135	178	229	归属母公司净利润	9	6	30	43
归属母公司股东权益	871	1366	1550	1676	获利能力				
负债和股东权益	2046	2367	2641	2736	毛利率	24.09%	31.00%	33.00%	33.50%
<b>利润表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	净利率	2.57%	2.10%	3.93%	4.54%
营业收入	661	760	988	1136	ROE	1.06%	0.53%	2.06%	2.64%
营业成本	502	524	662	755	偿债能力				
营业税金及附加	4	5	6	7	资产负债率	0.49	0.37	0.35	0.30
销售费用	58	66	86	99	流动比率	1.07	1.69	1.90	2.24
管理费用	113	130	170	195	速动比率	0.88	1.50	1.60	1.96
财务费用	15	17	22	25	营运能力				
资产减值损失	6	10	10	9	总资产周转率	0.39	0.34	0.39	0.42
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.79	4.55	5.69	5.69
投资净收益	46	0	0	0	应付帐款周转率	53.93	53.93	53.93	53.93
营业利润	9	8	32	46	每股指标(元)				
营业外收入	10	10	10	10	每股收益	0.03	0.02	0.09	0.13
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	0.30	0.30	0.38	0.47
利润总额	18	17	42	55	每股净资产	2.61	4.10	4.65	5.03
所得税	1	1	3	4	估值比率				
净利润	17	16	39	52	P/E	871	1341	266	187
少数股东损益	8	10	9	9	P/B	9.16	5.84	5.15	4.76
归属母公司净利润	9	6	30	43	EV/EBITDA	114.64	92.15	69.06	59.85
EBITDA	74	87	115	130					
EPS（元）	0.03	0.02	0.09	0.13					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)