

鸿博股份 (002229)

互联网彩票政策放开在即，不排除体育等外延并购预期

暂不评级(首次)

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	864	607	1187	2015
同比(+/-%)	21.40%	-29.70%	59%	70%
净利润(百万元)	28	19	98	208
同比(+/-%)	-43.60%	-32.10%	416%	112%
每股收益(元)	0.09	0.06	0.28	0.60
毛利率(%)	23.70%	25.00%	32.27%	33.24%
净资产收益率(%)	3.20%	2.20%	10.66%	19.54%
市盈率(P/E)	336	491	110	52
EV/EBITDA	99	250	53	31
市净率(P/B)	10.78	10.61	10.11	8.73

2015 年 12 月 25 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码: S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

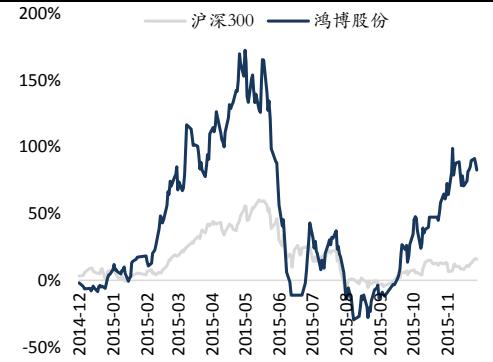
0512-62938267

yang@dwzq.com.cn

投资要点

- 彩票行业高度景气，规模翻倍可期。**2014 年我国彩票销售规模达到 3800 亿，近 5 年复合增长率高达 24%。未来随着政策的逐渐放开，彩票行业将在新增内容（彩票和玩法）、新增渠道（互联网和移动互联网）和新增资金（地下博彩业的资金引流）三方面的驱动下继续保持高速增长。我们保守估计彩票销售额规模至少还有翻倍空间。
- 鸿博股份在彩票业实现了全产业链布局。**鸿博股份是三地上市公司中纵跨彩票全产业链的唯一标的，公司业务涉足彩票产业链上游的彩票研发、彩票系统建设，中游的彩票印刷以及下游的销售（包括手机 APP）、网络售彩渠道，并且在各环节都具有丰富的经营经验和竞争优势。公司业务占彩票各价值链市场规模达到 380-590 亿，为所有上市公司之冠，且未来或抢占利益链条更大份额。
- 发力线下渠道+双主业经营。**公司将通过多年来在全国各地所积累的资源，发力布局线下售彩渠道，实现线下售彩的异地扩张，进一步加宽加深在彩票产业链的护城河；此外，公司也在积极考虑围绕彩票行业，不排除切入相关度较高的体育、游戏等高度景气的行业，实现双主业经营。
- 盈利预测与估值。**我们对鸿博股份 16-17 年的盈利预测在 3 种假设下做了情景分析。在中性假设下，预计公司 15-17 年收入分别为 6.07 亿、11.87 亿和 21.15 亿，摊薄后 EPS 为 0.06、0.28、0.60 元，同比增长-32%、416%、112%，对应 PE 分别为 491、110、52 倍。我们认为公司正在从制造业向服务业转型的过程中，持续看好公司围绕彩票产业链的布局和向体育等第二主业的进发。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.09
一年最低价/最高价	15.01/44.69
市净率	10.2
流通市值(亿)	59.82

基础数据

每股净资产	2.85
资产负债率	33.96
总股本(百万股)	298.19
流通股 A 股(百万股)	205.64

目录

1. 鸿博股份核心逻辑	4
1.1. 核心逻辑.....	4
1.2. 与市场认识不一致的方面	4
1.3. 公司股价催化剂	4
2. 彩票行业高度景气，互联网彩票呼之欲出.....	5
2.1. 地下博彩行业如果引流 10%出来，将再造一个彩票业	5
2.2. 彩票行业规模超 3800 亿，仍有翻倍空间	5
2.3. 政府、企业和用户“三马分肥”，企业市场规模数百亿 ..	7
2.4. 政策是彩票发展的核心驱动力，三个方面保证高速增长 ..	8
2.4.1. 政策放宽彩种研发将带来彩票内容方面的爆发.....	9
2.4.2. 互联网渠道的放开带来增量用户	10
2.4.3. 政策引流与打击私彩为彩票行业带来增量资金.....	10
2.5. 利益格局打破导致网络彩票停摆，预计即将放开	10
2.6. 上市公司纷纷布局彩票，行业有望迎来风口	11
3. 鸿博股份：全产业链布局构筑核心竞争力	12
3.1. 公司是国内彩票印刷龙头，近年来受累于印刷业的低迷 ..	12
3.2. 核心优势：全产业链布局	13
3.2.1. 彩票印刷：收购强化行业地位.....	13
3.2.2. 售彩渠道：电话牌照落地，网络牌照可期.....	14
3.2.3. 彩种研发和系统平台建设：研发经验丰富，获批后可立即变现.	16
3.3. 线下渠道+第二主业降低经营风险	17
4. 盈利预测和估值.....	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 2014 中国人民博彩输钱总额高达 954 亿美元, 仅次于美国	5
图表 2: 2014 年我国彩票规模已超 3800 亿, 同比增长 24%.....	6
图表 3: 彩票销售额占 GDP 比重达到 0.6%.....	6
图表 4: 彩票的 GDP 占比还有增长空间.....	6
图表 5: 政府、企业、用户三方分配彩票销售额.....	7
图表 6: 企业部门对应市场规模在 380 亿至 590 亿之间.....	7
图表 7: 近年来的政策将彩票行业逐渐放开	8
图表 8: 乐透彩占比最高, 竞猜型彩票份额扩大.....	9
图表 9: 网络彩票规模增长迅速.....	10
图表 10: 2014 年网络售彩发达地区公益金规模增速大幅上升	11
图表 11: 公司股权结构	12
图表 12: 公司近年来收入情况.....	12
图表 13: 净利润连年下滑, 外延并购可期.....	12
图表 14: 鸿博股份是唯实现一全产业链布局的标的	13
图表 15: 中科彩外方股东大有来头	14
图表 16: 公司在福建省中标多个资格	15
图表 17: B2B 和 B2C 两种模式分工明确	15
图表 18: 彩乐乐移动端已经覆盖 iOS 与安卓两大平台	16
图表 19: 公司开发的三款手机彩票游戏	17
图表 20: 公司分地区收入占比	17
图表 21: 公司盈利的情景分析	18
图表 22: 可比公司估值	19

1. 鸿博股份核心逻辑

1.1. 核心逻辑

(1) 2014 年我国彩票销售规模达到 3800 亿，近 5 年复合增长率高达 24%。未来随着政策的逐渐放开，彩票行业将在新增内容（彩种和玩法）、新增渠道（互联网和移动互联网）和新增资金（地下博彩业的资金引流）三方面的驱动下继续保持高速增长。我们保守估计彩票销售额规模至少还有翻倍空间。

(2) 鸿博股份是三地上市公司中纵跨彩票全产业链的唯一标的，公司业务涉足彩票产业链上游的彩种研发、彩票系统建设，中游的彩票印刷以及下游的电话（包括手机 APP）、网络售彩渠道，并且在各环节都具有丰富的经营经验和竞争优势。公司业务占彩票各价值链市场规模达到 380-590 亿，为所有上市公司之冠，且未来或抢占利益链条更大份额。

(3) 公司将通过多年来在全国各地所积累的资源，发力布局线下售彩渠道，实现线下售彩的异地扩张，进一步加宽加深在彩票产业链的护城河；此外，公司也在积极考虑围绕彩票行业，不排除切入相关度较高的体育、游戏等高度景气的行业，实现双主业经营。

1.2. 与市场认识不一致的方面

当前市场对鸿博股份的关注点都集中在互联网牌照方面，试图把握网络牌照放开的时点，但该政策不确定性较大。我们认为，对鸿博股份的认识不能局限于网络渠道上，而应该从产业链的角度深刻理解公司在各环节的布局，以及各环节之间的协同效应。在我们看来，即使没有网络渠道的放开，凭借着其在彩票行业强大的综合运营能力、电话售彩牌照以及即将发力布局的线下售彩渠道也足以以为公司带来业绩反转。

1.3. 公司股价催化剂

- (1) 公司线下售彩渠道的布局落地，尤其是率先在江苏、贵州、和广东的异地扩张；
- (2) 互联网售彩渠道的放开，公司顺利取得相关牌照或资质；
- (3) 公司在福建省电话售彩的资质获得财政部的批准（目前已经通过福建省的审批，等待中央财政审批）。

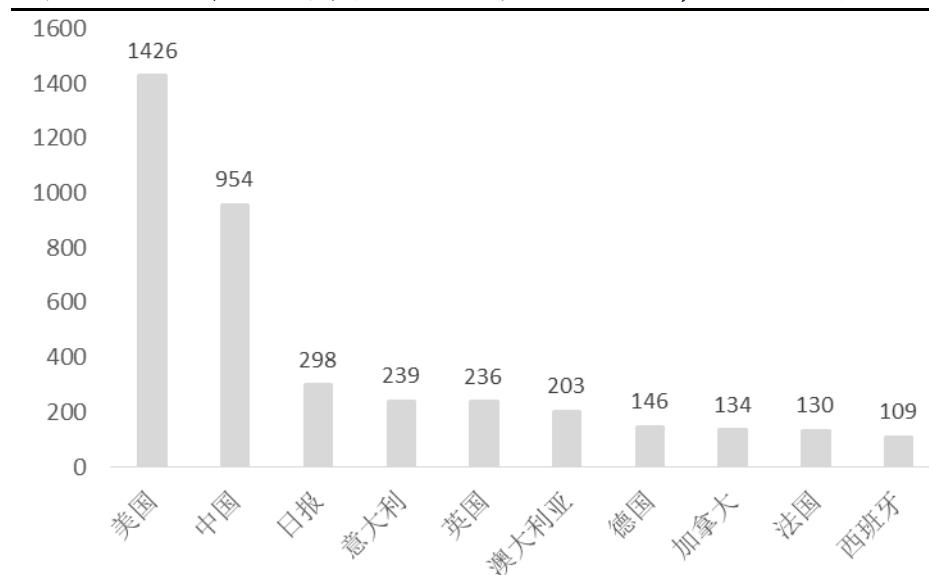
2. 彩票行业高度景气，互联网彩票呼之欲出

2.1. 地下博彩行业如果引流 10%出来，将再造一个彩票业

作为世界第六大支柱产业的博彩业，产品主要分为三大类：1) 彩票；2) 竞技类游戏，如赛狗、赛马、赛牛、斗鸡；3) 赌场中的游戏。在我国以上三者只有彩票是合法的博彩形式。根据中国公益彩票事业研究所的市场调查，中国国内合法与非法博彩比例为 1：10。按照 2014 年彩票行业 3800 亿的收入规模来看，目前国内整个博彩行业的规模在 4 万亿以上。

悠久而丰富的赌博文化使得我国民众对于博彩有着旺盛的需求。而地下博彩引发的诸多问题给我国经济的健康发展带来重大隐患。堵不如疏，政策制定者正重点考虑如何将地下博彩引导进合法的彩票渠道，这将为彩票行业带来巨大增长空间。假设能实现 10%的引流，也足以再造一个彩票业。

图表 1：2014 中国人民博彩输钱总额高达 954 亿美元，仅次于美国

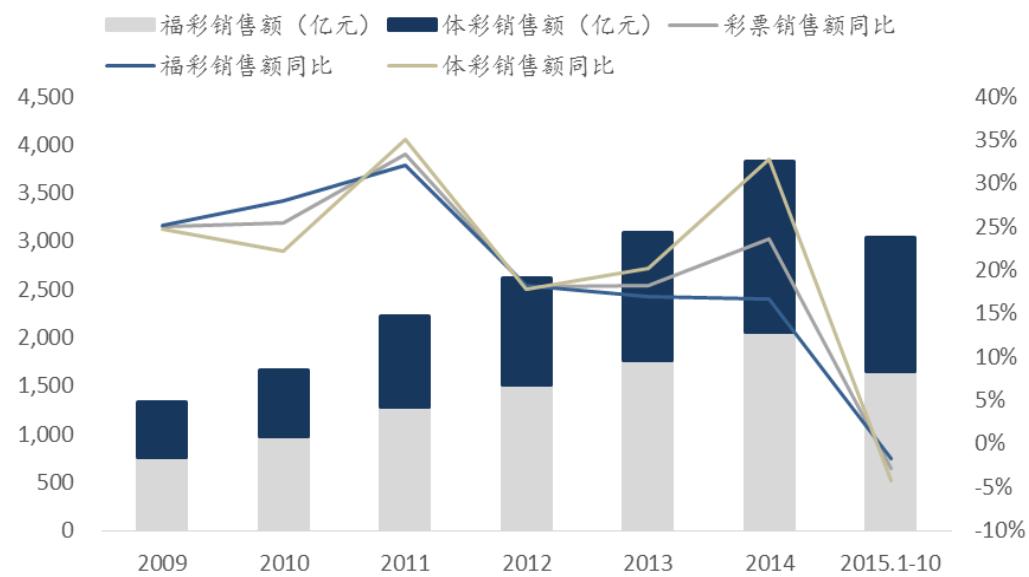


资料来源：经济学人，东吴证券研究所

2.2. 彩票行业规模超 3800 亿，仍有翻倍空间

彩票行业高速增长。三类博彩品种中，彩票作为唯一合法的形式，自 1987 年诞生以来取得了高速增长。2014 年我国彩票销售规模达到 3824 亿，同比增长 24%。

图表 2: 2014 年我国彩票规模已超 3800 亿, 同比增长 24%



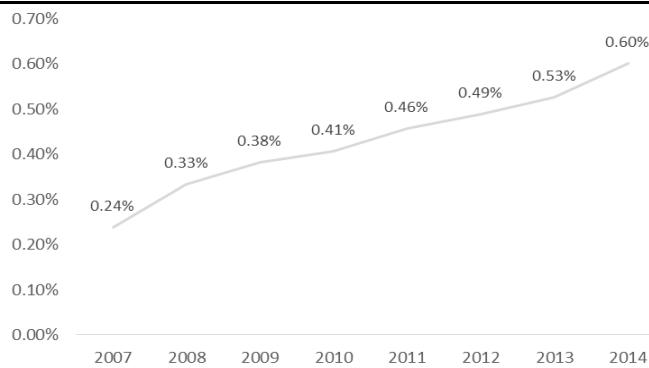
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 11 年的高速增长来源于玩法创新为体彩和福彩带来的双重增长; 15 年同比略跌是由于网络售彩渠道被禁

福彩体彩占比各半, 体彩增速更高。我国彩票分为福利彩票和体育彩票两类, 监管机构分别是民政部和国家体育总局。2014 年, 福彩体彩销售额分别为 2060 亿元、1764 亿元, 各占比 54%、46%; 体彩增速 33% 远超福彩 17% 的增幅。我们认为由于与赛事挂钩的巨大吸引力以及彩种的不断创新, 未来体彩的增速会持续高于福彩。

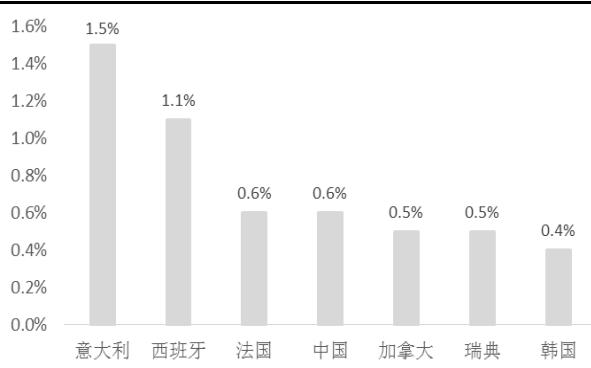
保守估计我国彩票行业规模还有翻倍空间。彩票销售额占 GDP 的比重来看一直处于上升态势, 在 2014 年达到 0.6%, 基本达到发达国家的水平。随着国家加大对私彩的打击力度, 具有数万亿规模的地下私彩会部分转移到合法的彩票市场。参考发达国家博彩业 GDP 占比 2%-3%, 保守估计我国彩票行业还有翻倍的增长空间。

图表 3: 彩票销售额占 GDP 比重达到 0.6%



资料来源: 东吴证券研究所

图表 4: 彩票的 GDP 占比还有增长空间

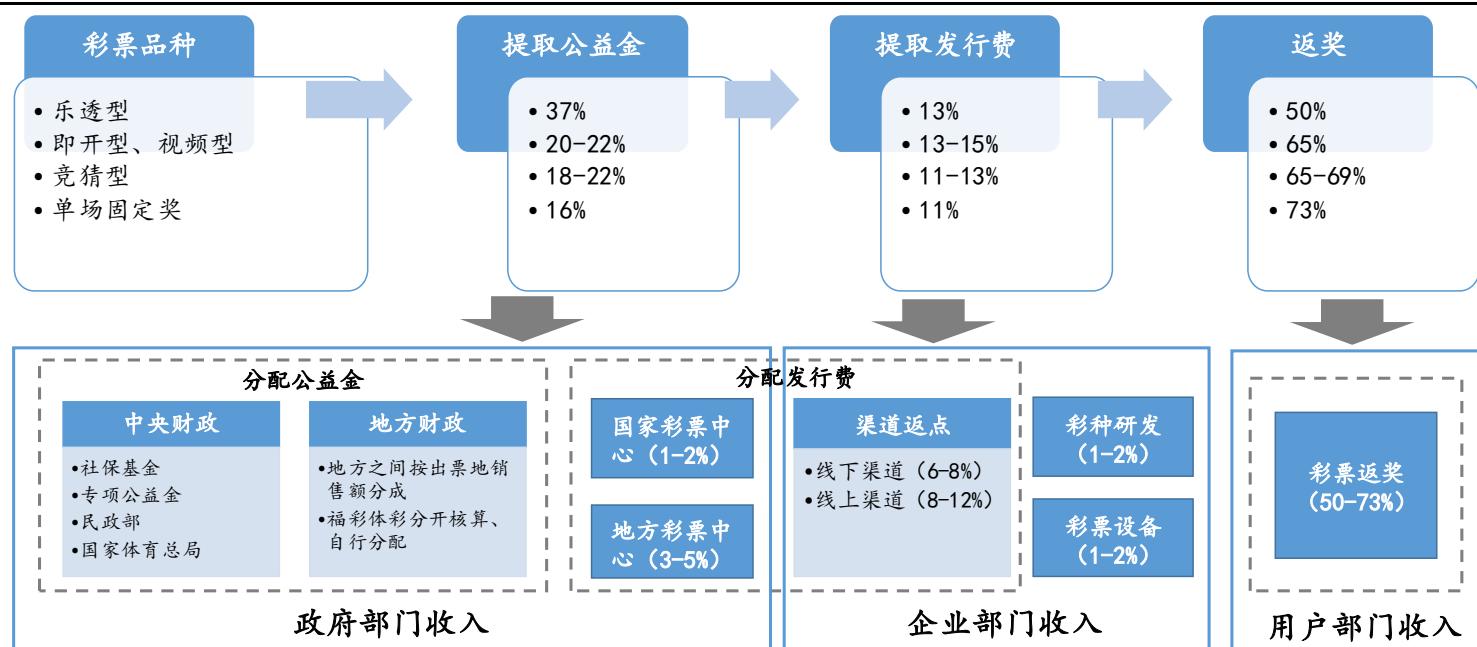


资料来源: 德意志银行, 东吴证券研究所

2.3. 政府、企业和用户“三马分肥”，企业市场规模数百亿

2014 年彩票行业中，企业部门对应的市场规模在 380 至 590 亿之间，占彩票销售总额的 10%-15%。彩票收入按照销售总额分配为：公益金、发行费以及返奖三个部分。从收入端看，彩票销售额则是分配给了政府、企业和彩票用户三个部门。1) 政府部门的收入来自公益金以及部分发行费：公益金按彩种的不同占销售额的 20%-37%，且由中央和地方平分；发行费中，国家彩票中心分得总额的 1%-2%，地方彩票中心分得 3%-5%；2) 企业部门的收入来自发行费用，线下渠道获得返点收入 6%-8%，线上渠道返点收入 8%-12%。3) 用户部门分得 50%-73% 的返奖。

图表 5：政府、企业、用户三方分配彩票销售额



资料来源：东吴证券研究所

注：图中发行费的分配预计将出现变化，具体分配情况有待进一步政策

除了发行费用分成外，企业部门还涉及了彩票研发、网络系统建设、彩票设备、彩票印刷等环节。据我们测算，2014 年整个彩票产业链中，企业部门对应的市场规模在 380 亿至 590 亿之间。

图表 6：企业部门对应市场规模在 380 亿至 590 亿之间



 资料来源：东吴证券研究所

2.4. 政策是彩票发展的核心驱动力，三个方面保证高速增长

由于意识形态的原因，我国政府对于彩票行业一直以来都保持着谨慎的态度。显而易见，政策对彩票行业的发展具有举足轻重的影响力，而整个行业发展的驱动力就在于政策层面的逐渐放开所引发的各个环节的市场化。由于彩票具备天然的赌博属性，多年以来政策也在严管与放松之间徘徊。在经历了十多年的博弈后，目前来看政策逐渐明确，各方利益基本平衡，对行业的监管也日益完善。

总体上看，国家政策对于彩票行业处于逐渐规范、逐渐放开、逐渐市场化的大背景下。以互联网售彩为例，07 年曾被暂停，待乱象解决后在 10 年又放开，13 年进一步明确其合法性，表明政策对于彩票新业态并非一味地制止和否定，而是在发现违法违规问题后进行制度上的改革和规范，在总体风险可控的情况下再施以宽松政策。

图表 7：近年来的政策将彩票行业逐渐放开

时间	部门	主要措施
2007. 11	财政部等五部委	各部位联合发布《2007 年第 36 号公告》：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，规范互联网销售彩票
2007.12	财政部、民政部、体育总局	各部委联合发布《2007 年第 84 号公告》，决定从当天起彩票机构及其网站一律停止利用互联网销售彩票
2010.10	财政部	财政部发布《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》
2013.1	财政部	财政部印发《彩票发行销售管理办法（2013 年修订版）》，新版管理办法再次明确电话销售和互联网销售是合法的彩票发行办法
2014.8	财政部	《关于调整中国足球彩票单场竞猜、中国篮球彩票单场竞猜、中国体育彩票冠军竞猜和中国体育彩票冠亚军竞猜游戏规则的通知》，返奖率将提高至 73%
2015.1	财政部、民政部、体育总局	《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》，通知要求为维护彩票市场平稳健康发展，自 1 月 15 日起，各省、自治区、直辖市财政厅（局）、民政厅（局）、体育局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
2015.4	财政部等八部委	制止擅自利用互联网销售彩票。未经财政部批准，任何单位不得开展互联网销售彩票业务
2015.10	国务院	《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》，取消省级财政部门对各省彩票销售机构销售实施方案审批（第 20 项）和开展派奖的审批（第 21 项）

2015.11 财政部

《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》，主要内容有：1) 重新拟定了彩票奖金、彩票公益金和彩票发行费比例；2) 控制头奖额度，提高中奖面；3) 设定公益金比例下限，不得低于 20%；4) 合理控制彩票发行费比例。

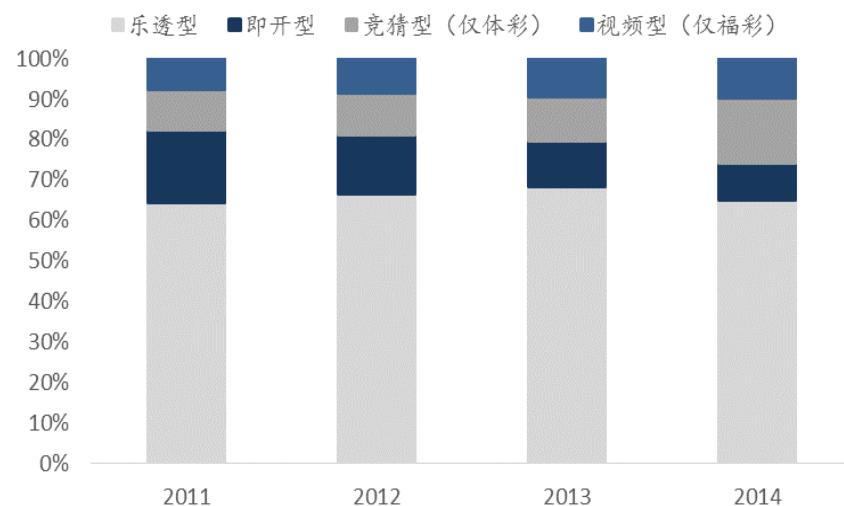
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

在行业政策逐渐规范与市场化的大前提下，我们认为未来彩票行业蛋糕继续做大具体依靠三条路径：1) 彩种研发增加内容；2) 网络放开增加渠道；3) 地下博彩引流增加资金。

2.4.1. 政策放宽彩种研发将带来彩票内容方面的爆发

彩种作为被用户消费的内容，其重要性类似于各类游戏作品在游戏产业链中的地位，对于整个产业蛋糕做大的重要性不言而喻。在我国目前彩票销售额中，乐透数字型彩票占据 65%，而竞技彩和即开彩仅占 16% 和 9%。而相比于乐透彩，竞猜型、即开型彩票明显更加适合彩种和玩法的创新。

图表 8：乐透彩占比最高，竞猜型彩票份额扩大



资料来源：Wind，东吴证券研究所

彩种研发被官方机构垄断，民营企业更具优势。目前国内从事彩种研发和玩法创新的主要是官方机构，如体育总局下设的中竞彩。相对封闭的行业环境限制了彩种研发市场的发展，使得不少“不受欢迎”的彩种仍在运营。而以鸿博股份为代表的企业部门能够更好地结合彩民的偏好来开发产品，在产品迭代和上线速度方面也明显优于官方机构，因此在彩种研发方面比官方机构更具优势。

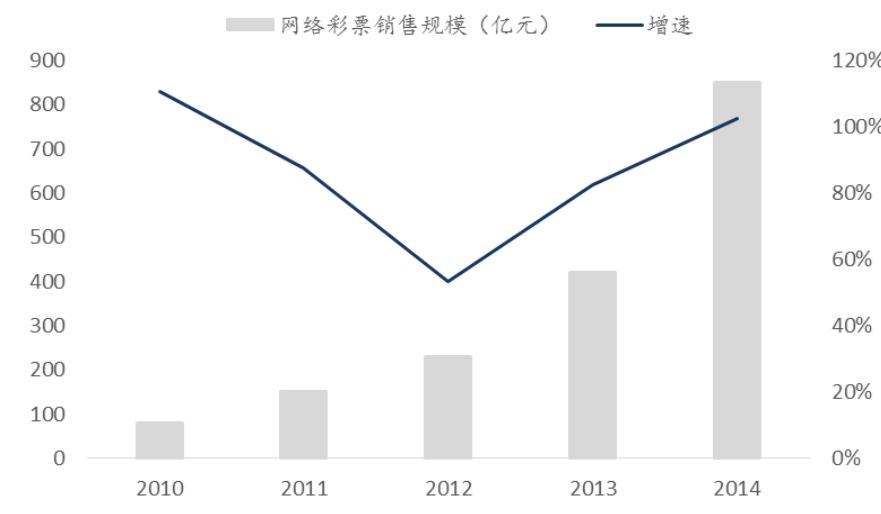
即开彩、地方性福彩将是重要研发对象。即开型彩票当场开奖的属性使得其在玩法方面明显拥有很大的发挥空间。竞猜型彩票通过彩种创新所实现的飞速增长，我们认为即开彩的彩种研发一旦放开，将极大地促进即开彩销售额的增长。此外，地方性福彩也是研发的重要对象。根据彩种的审批流程，全国

性彩种需要报至财政部审批，难度较大；而地方性彩种先报至省级彩票中心批准，再由后者上报至财政部，获批的难度相对降低不少。目前体彩偏重于全国性彩种，而福彩则更侧重于地方性彩种，因此我们认为地方性福彩的研发也将迎来机会。

2.4.2. 互联网渠道的放开带来增量用户

互联网的便捷性以及年轻一代的偏好将为彩票行业带来基数庞大的新用户。根据《2012 中国彩票互联网普查报告》调研显示，75% 彩民认为“只要具备上网条件，足不出户便可购买彩票”是选择互联网投注的主要原因。从彩民的年龄和学历结构来看，20-39 岁人群占到 80% 以上，高中及以上学历也达到 80%。值得一提的是，目前来看互联网彩票的用户与线下投注的彩民重叠度不高，互联网渠道将为彩票行业持续带来增量用户。

图表 9：网络彩票规模增长迅速



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

2.4.3. 政策引流与打击私彩为彩票行业带来增量资金

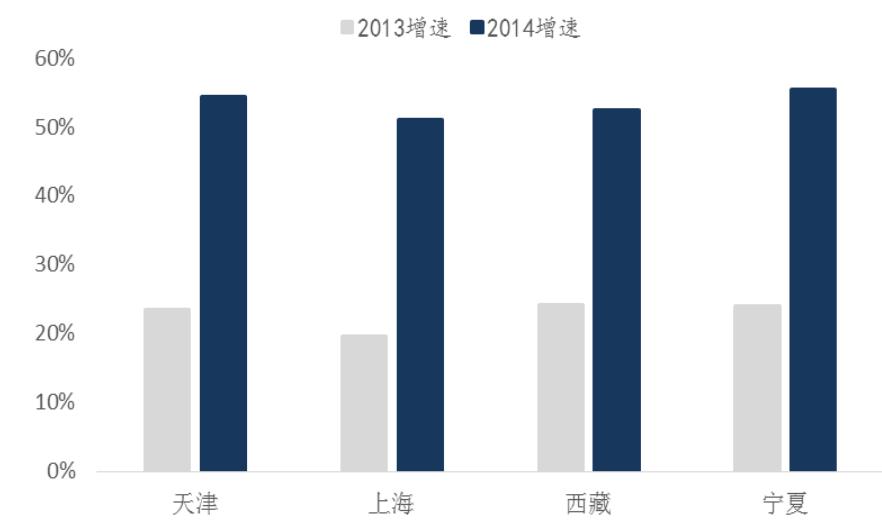
我们在前文中提到，地下博彩行业规模是我国当前彩票规模的 10 倍，政策上的合理引流与打击私彩力度的加大将为彩票行业带来数千亿的增量资金，这将保证彩票行业在中长期的稳步增长。

2.5. 利益格局打破导致网络彩票停摆，预计即将放开

今年 4 月份八部委发文停止网络彩票，本质上是由于互联网彩票打破了原来相对稳定的地方利益格局。彩票销售总额中有相当一部分用于提取公益金（20%-37%），而公益金按照中央和地方 1:1 的比例进行分配。2014 年由地方分得的公益金总额达到了 500 亿的规模，各省具体分得的数额则是按照当地彩票出票金额的比重来进行分配。因此，各省都有动力去提高当地的彩票销售量。在互联网彩票兴起之前，彩票销售依赖线下渠

道，各地彩票收入主要由当地居民收入以及当地博彩文化氛围所决定，因此各地区的利益格局也一直保持稳定。近几年随着彩票行业开始向线上转型，各地为了获得更多的公益金，纷纷采取各种手段补贴网络彩票平台，希望将来自其他省份的出票量引到本地。原有的利益格局被互联网打破，各省为了获得出票量纷纷采取各种非常规手段，如虚报套取、挤占挪用、违规采购等问题。在经过彩票审计后，有关部门及时发现了这些问题，进而出台了八部委暂停网络彩票销售的政策。

图表 10：2014 年网络售彩发达地区公益金规模增速大幅上升



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

预计明年上半年将放开互联网售彩渠道。有关部门在发现了由网络彩票所引发的乱象后，便开始研究互联网机制下的利益分配问题。我们认为一旦国家自上而下理顺了各环节、各部门的利益分配问题后，网络渠道的放开将是大概率事件。在时间点上，经过产业调研，我们预计网络彩票新规有望在明年上半年出台，届时网络售彩渠道很可能将会以发放牌照的形式放开。

2.6. 上市公司纷纷布局彩票，行业有望迎来风口

彩票行业的高速增长引起了多家上市公司的关注，各公司纷纷出手争抢优质资源，希望能在彩票的风口中分得一杯羹。除了鸿博股份、华彩控股这种已经耕耘多年的公司继续深化彩票行业的布局，更有人民网、天音控股这种借助并购切入彩票产业链的案例。12月14日天音控股发布重大资产购买报告书。此次收购的掌信彩通的主营业务为彩票硬件设备生产销售以及相关软件产品的销售。公司去年收入3亿，毛利率净利率分别高达58%和29%。公司收购价格14.6亿，按16年1.17亿承诺业绩算PE只有12.5倍。彩票行业的强大盈利能力可见一斑。

我们认为彩票行业中不乏掌信彩通这种经营稳健、盈利能力强的公司，在彩票的风口下，未来有望出现更多的上市公司收购案例。

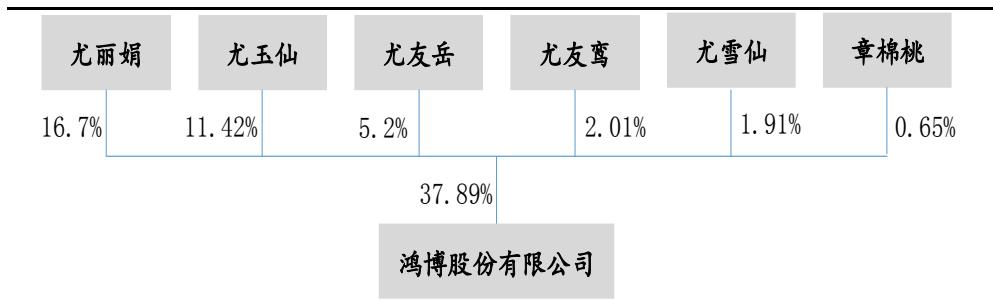
3. 鸿博股份：全产业链布局构筑核心竞争力

3.1. 公司是国内彩票印刷龙头，近年来受累于印刷业的低迷

公司成立于 1999 年，多年以来以印刷为主业，包括彩票、出版物及包装以及 IC 卡三条产品线。近年来公司围绕彩票行业进行了上下游的布局，逐步开始涉及彩票业的整条产业链。

公司是典型的家族企业，控股股东和实际控制人为尤丽娟等 6 人，截至 2015 年 9 月，上述 6 人持股比例总计 37.89%。

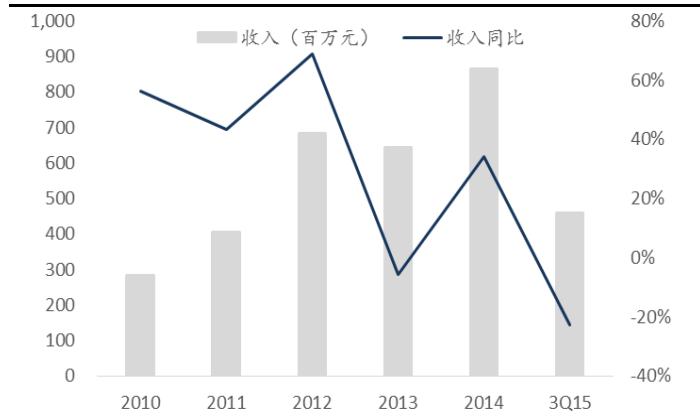
图表 11：公司股权结构



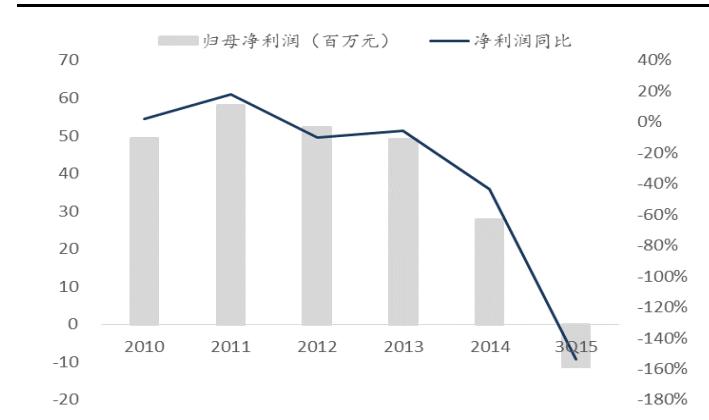
资料来源：东吴证券研究所

近年来受益于彩票行业的增长以及经营方面的稳健，公司收入保持较快增长。在 2014 年，随着互联网彩票的爆发，公司收入达到了上市以来最高的 8.64 亿。结构上看，14 年公司彩票代销业务占比已经达到 36%。但今年来，由于网络彩票的暂停，公司收入收到了巨大的负面影响。截至三季度，公司营业收入 4.59 亿，同比下降 22.61%。从利润端看，受累于印刷行业的整体低迷，公司自 2011 年以来净利润连年下滑。今年由于网络彩票业务的停摆，公司开始亏损。截至三季度末，公司共亏损 1140 万。

图表 12：公司近年来收入情况



图表 13：净利润连年下滑，外延并购可期



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 核心优势：全产业链布局

尽管鸿博股份近年来盈利能力出现下滑，但公司已在彩票全产业链进行布局，业务涵盖彩票行业上游的彩种研发、系统平台搭建，中游的彩票印制以及下游的彩票无纸化代销等，并且还将积极布局彩票的线下销售渠道。我们相信在彩票行业逐渐市场化的大背景下，公司在彩票行业多年的经验以及产业链各环节巨大的协同效应将助其重回盈利增长的通道。作为上市公司中唯一拥有全产业链布局的标的，鸿博股份拥有业内最大的市场空间，我们坚持认为鸿博是牌照资质、研发实力和运营渠道等各方面综合实力最强的 A 股彩票标的公司。

图表 14：鸿博股份是唯一实现一全产业链布局的标的

公司	上游		中游		下游		
	彩种研发	系统建设	印刷	设备	线下	电话	网络
人民网							√
凯瑞德					√	√	
粤传媒							√
综艺股份							√
东港股份	√						
天音控股				√			
500 彩票							√
亚博科技				√			
华彩控股				√	√	√	√
新濠环彩				√			
鸿博股份	√	√	√		√	√	√

注：目前所有公司的网络售彩渠道都被暂停销售

资料来源：东吴证券研究所

3.2.1. 彩票印刷：收购强化行业地位

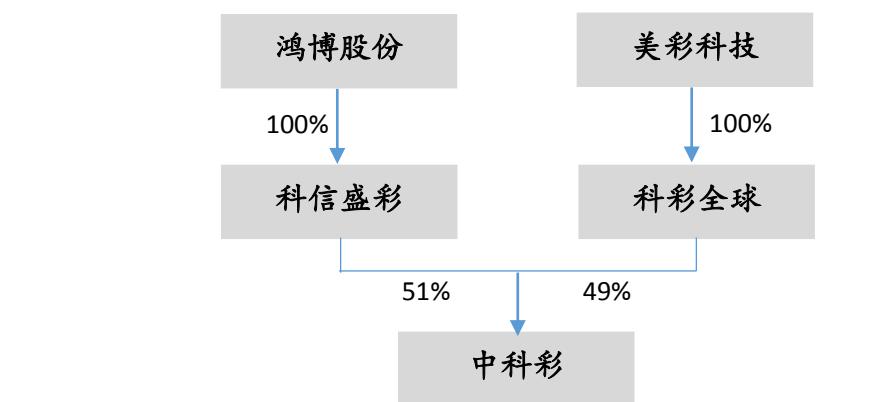
(1) 公司为彩票印刷龙头，拥有多个资质。公司主业为生产彩票用热敏纸，处于彩票产业链中游，在彩票印刷领域内处于龙头点位。全国范围内共有 9 家拥有彩票定点印刷资格企业，其中体彩 3 家、福彩 6 家。在 9 张资质中，鸿博及其子公司占据 3 张，并通过多年来与国家及各省福彩和体彩中心的合作，占据全国每年彩票印刷纸 40% 的市场份额，为彩票印刷市场龙头。

通过无锡双龙拓展物联网项目。11 月 17 日公司发布定增预案，募投项目中包括收购无锡双龙信息纸有限公司 40% 股权并增资 4 亿用于“彩票物联网智能化管理及应用项目”。自 09 年公司收购无锡双龙 60% 股权以来，无锡双龙业务进一步发展壮大，本次收购剩余 40% 股权将进一步

提升鸿博股份利润规模。同时，无锡双龙作为公司本次非公开发行股票募集资金投资项目“彩票物联网智能化管理及应用项目”的实施主体，未来将依托无锡市在物联网政策方面的优势，在彩票主业的基础上扩展物联网应用项目，进一步提升无锡双龙的核心竞争力。

(2) 收购科信盛彩，切入即开彩市场。2015 年 11 月 17 日，公司公告以人民币 2.04 亿元收购北京科信盛彩投资有限公司 100% 股权。北京科信盛彩投资有限公司持有中科彩 51% 股权。而后者剩余 49% 的股权由注册于爱尔兰的科彩全球有限公司持有，科彩全球是纳斯达克上市公司美彩科技 (Scientific Games Corporation, NASDAQ:SGMS) 的全资子公司。美彩科技是国际是一家面向全球彩票和游戏组织的综合性解决方案供应商，产品和服务包括即时彩票游戏、彩票游戏系统开发建设、终端设备和服务等。该公司成立于 1987 年，在全球彩票行业中具有重要地位。截至 2015 年 9 月，美彩科技营业收入 20 亿美元，总资产达到了 86 亿美元。

图表 15：中科彩外方股东大有来头



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

中科彩资质独，即开彩商业模式不同。中科彩的主营业务是即开型体育彩票的印刷，公司通过此次收购切入了即开型彩票的印刷领域。2014 年即开型彩票销售总额 343.4 亿元，占所有类型彩票销售总额的 9%，其中福彩 185.89 亿，体彩 157.51 亿。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。因此，公司将长期受益于即开型彩票占比的增长与体彩的高速增长。此外，中科彩的外资股东拥有最先进的研发技术，鸿博股份也将与美彩科技进行深度合作，进一步学习美彩科技的各项技术与经验。

3.2.2. 售彩渠道：电话牌照落地，网络牌照可期

(1) 公司取得福建省电话售彩牌照，包含手机 APP，示范效应巨大。

3 月 12 日公司与福建省体育彩票管理中心就开展电话销售彩票游戏及游戏平台技术服务、电话代理销售体育彩票等相关事宜，正式签订了《福建省电话销售彩票游戏及游戏平台合作框架协议书》和《福建省体育彩票电话销售彩票项目代销者合作框架协议》。

图表 16：公司在福建省中标多个资格

项目内容	期限	中标企业
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）	2014-2017 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
资料来源：东吴证券研究所		

此次鸿博股份与福建省体育彩票管理中心签订的协议包括彩票游戏平台建设与电话销售彩票代销两部分：

1) 彩票游戏平台合作：开展游戏研发以及游戏系统平台建设和维护，确保游戏通过第三方检测机构测试，确保游戏平台能满足与省级业务管理平台对接标准等。

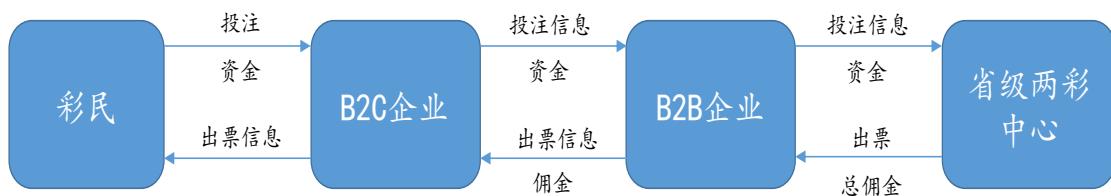
2) 电话彩票代销合作：严格遵守财政部、总局体彩中心相关管理规定，服从福建省体育彩票管理中心的管理下开展电话销售彩票业务；负责自行投资建设、维护本企业的电话销售体育彩票系统平台和客户端；保证系统平台和客户端。

福建省作为国内第一个公布体彩招标预审资格和中标公告的省份，此次公司与福建体彩中心合作具有里程碑式的意义，鸿博股份也成为 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。公司此次在福建获取牌照将带来很强的示范效应，为后续获取其他省份的牌照提供了背书。此外值得注意的是，手机售彩 APP 也包含在电话售彩渠道中，公司此次获取电话牌照将直接受益于移动端彩票销量的增长。

(2) 公司拥有丰富的互联网售彩经验，获取正式网络售彩牌照可期。

目前网络售彩渠道的参与公司主要有两类：B2B 和 B2C。两类企业有明确的分工，前者负责整合后者的订单，再与省级彩票销售机构对接出票；后者负责整合彩民的订单，再与前者对接。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。

图表 17：B2B 和 B2C 两种模式分工明确



资料来源：东吴证券研究所

鸿博股份拥有 B2B+B2C 双资质。 B2B 方面，子公司鸿博数网为 B2B 业务运营主体。鸿博数网数据接入安全性高，设备先进，从而获得多个省份的福彩及体彩数据接入资质。B2C 方面，子公司广州彩创为 B2C 业务运营主体，旗下网络彩票平台“彩乐乐”已拥有 5 年运营经验。在 2013 年末彩乐乐网站就已拥有超过 40 万注册用户，其中活跃用户超过 50%。预计后期与银联（含银联电子支付）、联通等渠道对接的产品会陆续上线，公司用户数有望进一步提高。2014 年，公司互联网代销彩票共取得收入 3.13 亿，占总收入的 36%，同比增长 365%。

图表 18：彩乐乐移动端已经覆盖 iOS 与安卓两大平台



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

今年 2 月以来互联网彩票被相关部门叫停，公司受此影响较大。但我们认为在行业进一步的规范性政策出台后，网络渠道售彩放开将是大概率事件。在网络售彩端经验丰富的鸿博股份将有望获得互联网售彩牌照，从而使公司网络售彩重回高速增长的轨道。

3.2.3. 彩种研发和系统平台建设：研发经验丰富，获批后可立即变现

公司研发机制成熟，产品丰富，先发优势明显。 由于彩种研发被官方机构垄断，企业中有能力和资源来参与竞争的寥寥无几，而公司在 2010 年就有了上报彩种的经历，积累了宝贵的经验。目前公司拥有北京和深圳两个彩种研发团队，结合之前与福建省体彩中心签订的框架协议，公司现

阶段已开始着手对手机游戏类彩票的开发。按照公司的规划，将在 2016 年年底之前开发出 150 款游戏，其中 70 款要达到精品游戏的制作水准。由于游戏类产品需要在用户数据的基础上不断进行迭代，公司推出的游戏通过自建的运营平台可以不断地进行优化。

模拟平台即将上线，彩种一旦获批可立即变现。公司即将上线手机彩票游戏模拟运营平台，利用虚拟的积分系统率先在业内培养用户习惯并积累数据，待彩种正式获批后将直接对接两彩中心，并将虚拟的积分系统改为真实的金钱系统，对游戏带来的彩票销售额提取一定比例的分成。

图表 19：公司开发的三款手机彩票游戏



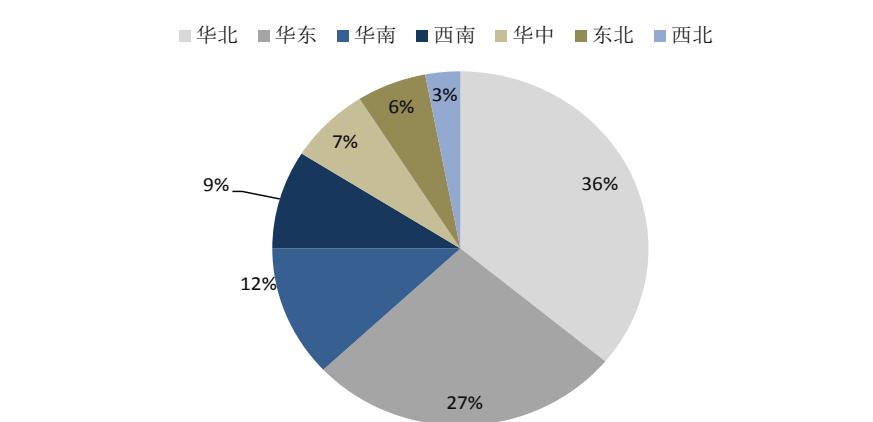
资料来源：公司网站，东吴证券研究所

3.3. 线下渠道+第二主业降低经营风险

在今年遭遇网络彩票暂停销售的事件后，公司收入利润受到了很大的负面冲击，这引起了公司董事会的高度重视。董事会开始考虑一些能降低经营性风险的措施。在战略层面，公司开始向两个方面进行布局：

(1) 利用全国布局强化线下售彩渠道。今年以来公司线上彩票收入受到巨大冲击，因此公司开始考虑向线下渠道发力。2014 年线下渠道对应着近 3000 亿元的彩票销售规模，以及 180-240 亿元的企业收入规模。公司在彩票行业经营多年，在全国各地区都有布局，尤其是在彩票销售最发达的华北、华东和华南地区，这将为公司开辟线下售彩渠道带来足够的竞争优势。我们看好公司率先在江苏、贵州、和广东的异地扩张。

图表 20：公司分地区收入占比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

(2) 发展第二主业。彩票行业与体育、游戏行业等联系密切，公司考虑通过多年来在彩票行业积累的资源，在风险可控、又能为彩票业务带来协同效应的情况下，通过外延并购适时切入如体育、游戏等发展空间更大的产业，从而实现双主业发展。

4. 盈利预测和估值

12月15日子公司发布业绩预告修正公告，预计15年归母净利润为553万元-1937万元，最终可能落在区间上限。我们认为网络牌照放开、公司完成线下售彩渠道的扩张、以及外延并购落地后，公司收入和利润将重回快速增长的轨道。我们对鸿博股份16-17年的盈利预测在3种假设下做了情景分析：

情景1（乐观）：网络售彩于2016年放开，且公司于16年进行外延并购；

情景2（中性）：网络售彩于2017年放开，公司于16年进行外延并购；

情景3（悲观）：网络售彩于2017年放开，公司无并购。

在中性假设下，预计公司15-17年收入分别为6.07亿、11.87亿和21.15亿，摊薄后EPS为0.06、0.28、0.60元，同比增长-32%、416%、112%。

图表 21：公司盈利的情景分析

	2014	2015E	情景1		情景2		情景3	
			2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	864	607	1813	2704	1187	2015	831	1517
同比(+/-%)	21.40%	-29.70%	143%	49%	59%	70%	12%	83%
净利润(百万元)	28	19	145	295	98	208	56	144
同比(+/-%)	-43.60%	-32.10%	663%	104%	416%	112%	195%	158%

每股收益 (元)	0.09	0.06	0.42	0.85	0.28	0.60	0.16	0.42
毛利率(%)	23.70%	25.00%	31.48%	33.69%	32.27%	33.24%	31.10%	32.66%
净资产收益率(%)	3.20%	2.20%	15.24%	25.50%	10.66%	19.54%	6.29%	14.57%
市盈率 (P/E)	336	491	74	37	110	52	193	75
EV/EBITDA	99	250	42	24	53	31	71	39
市净率 (P/B)	10.78	10.61	9.76	8.02	10.11	8.73	10.44	9.38

资料来源：东吴证券研究所

我们持续看好鸿博股份的全产业链布局以及双主业经营战略，我们认为公司有望摆脱过去制造业的商业模式，提高彩票研发、网络售彩和体育等服务业的业务占比，最终实现实由制造业向服务业的转型。

图表 22：可比公司估值

截止日期	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS		
				15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E
2015/12/22	002229.SZ 鸿博股份	30.70	92	0.06	0.07	0.14	483	110	52	15.1	10.6	7.9
相关可比公司												
603000.SH 人民网	24.09	266	0.31	0.37	0.49	77	65	49	14.9	11.7	9.0	
002071.SZ 长城影视	18.82	99	0.54	0.72	0.92	35	26	21	13.4	9.7	7.5	
002181.SZ 粤传媒	15.89	184	0.12	0.12	0.12	137	137	137	11.4	11.4	11.4	
600770.SH 综艺股份	18.83	245	0.36	0.36	0.36	52	52	52	34.3	34.3	34.3	
002117.SZ 东港股份	43.16	157	0.57	0.72	0.91	75	60	47	11.5	9.2	7.1	
000829.SZ 天音控股	12.22	116	0.13	0.23	0.23	94	53	53	0.3	0.3	0.3	
可比公司均值							78	65	60	14	13	12

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1、公司未取得互联网彩票牌照；
- 2、公司与福建省体彩中心的合约未能通过财政部审批；
- 3、外延并购、线下售彩渠道布局进度低于预期

图表 23: 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	582.8	573.3	556.5	690.1	营业收入	863.5	606.8	867.3	1154.7
现金	156.9	278.0	150.0	150.0	营业成本	658.5	455.1	638.2	844.9
应收款项	278.1	181.7	259.7	345.8	营业税金及附加	5.6	0.1	0.2	0.2
存货	130.1	97.2	136.3	180.5	销售费用	51.5	60.7	69.4	92.4
其他	17.7	16.4	10.4	13.9	管理费用	99.5	97.1	112.8	138.6
非流动资产	783.0	874.8	1049.6	1120.7	财务费用	10.6	13.7	19.6	24.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	553.9	651.9	833.0	910.2	其他	-15.1	2.1	2.2	2.2
无形资产	61.9	55.7	49.5	43.3	营业利润	22.7	-17.7	29.4	56.6
其他	167.2	167.2	167.2	167.2	营业外净收支	11.2	40.0	0.0	0.0
资产总计	1365.8	1448.1	1606.1	1810.8	利润总额	33.9	22.3	29.4	56.6
流动负债	454.4	523.4	664.0	835.0	所得税费用	-2.5	3.3	4.4	8.5
短期借款	167.5	286.0	334.6	399.8	少数股东损益	8.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	198.6	181.4	254.4	336.7	归属母公司净利润	27.7	18.9	25.0	48.1
其他	88.3	56.1	75.1	98.4	EBIT	53.9	-6.0	47.0	78.8
非流动负债	3.2	3.2	3.2	3.2	EBITDA	98.2	39.2	103.2	147.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	3.2	3.2	3.2	3.2	每股收益(元)	0.09	0.06	0.07	0.14
负债总计	457.5	526.6	667.2	838.1	每股净资产(元)	2.89	2.93	2.58	2.68
少数股东权益	46.3	46.3	46.3	46.3	发行在外股份(百万股)	298.2	298.2	346.2	346.2
归属母公司股东权益	861.9	875.1	892.6	926.3	ROIC(%)	5.4%	-0.6%	3.2%	5.1%
负债和股东权益总计	1365.8	1448.1	1606.1	1810.8	ROE(%)	3.2%	2.2%	2.8%	5.2%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	23.7%	25.0%	26.4%	26.8%
经营活动现金流	20.8	134.4	61.6	87.6	EBIT Margin(%)	6.2%	-1.0%	5.4%	6.8%
投资活动现金流	-64.1	-126.0	-230.7	-138.4	销售净利率(%)	3.2%	3.1%	2.9%	4.2%
筹资活动现金流	58.4	112.8	41.1	50.8	资产负债率(%)	33.5%	36.4%	41.5%	46.3%
现金净增加额	15.2	121.2	-128.0	0.0	收入增长率(%)	21.4%	-29.7%	42.9%	33.1%
折旧和摊销	44.3	45.2	56.3	68.3	净利润增长率(%)	-43.6%	-32.1%	31.9%	92.7%
资本开支	-26.9	-126.0	-230.7	-138.4	P/E	335.65	490.54	431.83	224.05
营运资本变动	-157.4	72.2	-17.7	-26.9	P/B	10.78	10.61	10.41	10.03
企业自由现金流	-86.4	-13.7	-152.1	-29.9	EV/EBITDA	99.24	250.45	96.43	68.81

资料来源：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：
行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

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。

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>