

证券研究报告

TMT 行业-彩票



买入 (首次)

众彩股份 (8156.HK)

目标价: 1.25 元

现价: 1.05 元

自助彩票的先行者, 业绩将进入爆发期

预期升幅: 19%

主要财务指标

会计年度 截止至 6 月 31 日 (单位: 千港元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	95,786	194,848	441,472	844,905
同比增长	144.99%	103.42%	126.57%	91.38%
净利润	14,887	54,219	158,459	334,496
同比增长	135.77%	264.20%	192.26%	111.09%
毛利率	93.76%	92.00%	92.00%	92.00%
净利润率	15.54%	27.83%	35.89%	39.59%
净资产收益率	4.41%	10.94%	20.86%	25.39%
市盈率	135.9	62.5	21.4	10.1
基本 EPS	0.008	0.017	0.050	0.105
摊薄 EPS	0.004	0.016	0.047	0.099

市场数据

报告日期 2014-3-24

收盘价(港元)	1.05
总股本(亿股)	32.0
流通股本(亿股)	32.0
总市值(亿港元)	33.6
流通市值(亿港元)	33.6
净资产(亿港元)	3.37
总资产(亿港元)	4.36
每股净资产(港元)	0.105

数据来源: wind

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点:

相关报告

《众彩股份 (8156.HK) 调研报告 20140924》

《众彩股份 (8156.HK) 调研报告 20141028》

《众彩股份 (8156.HK) 策略会路演 20141127》

《众彩股份 (8156.HK) 2015Q2 业绩点评》

TMT 分析师:

贺华平 Henry He
(SFC: AZK406)
0755-233826020
852-35095999
hehp@xyzq.com.hk

TMT 分析师:

杨耀波 Tony Yang
(SFC: BEJ406)
0755-23826036
852-35095999
yangyb@xyzq.com.hk

- **投资逻辑:** 1) 中国整体彩票销售稳定增长, 预计未来增速仍将保持 15%左右; 2) 随着科技的进步, 彩票销售将会趋向于无纸化, 线上通过电话和互联网实现而线下通过自助终端机的普及; 3) 互联网彩票目前仍面临牌照、区域界定、利益分成、“吃票”等一系列问题, 短期内不确定因素较高; 4) 自助彩票得到国家认可, 并且得到各省政府及投注站店主支持; 5) 行业门槛高, 新增竞争者少; 6) 已签约省份达到 21 个, 先发优势凸显; 7) 自营+加盟店模式, 减少资本开支, 实现快速扩张; 8) 销售分成高于公司的传统彩票业务。9) 积极开展合作, 创新型业务 (例如, LED 广告, APP, 生活费用支付等) 提供更多增长空间。
- **彩票无纸化的长远趋势不变。** 彩票的销售方式在过去 30 几年里持续演变, 从最初 80 年代的手写票, 再到 90 年代的电脑票, 然后是 2000 年后逐步出现的电话、互联网以及视频等销售形式。从技术、吸引新的消费人群、娱乐性以及政策演变过程等方面来看, 新型的无纸彩票销售将会成为主流并逐步取代传统的实体票, 具体销售将会是线上通过电话和互联网, 而线下通过自助彩票销售终端机的模式实现。
- **自助彩票前景广阔, 确定性更高。** 相对于互联网彩票, 自助终端彩票没有区域界定的矛盾, 而且专网建设使用和全程视频监控也保证了安全性, 所以政策方面也相对明朗, 各省级彩票中心都相继与企业合作开展自助终端彩票销售相关的活动。另一方面, 自助终端销售彩票能够大大地节省人工成本, 同时能够更有效地使用店面面积, 提高店面的运营效率, 改善当前彩票投注站的经营压力。长远来讲, 自助终端机甚至可以放置于各种公共场所 (例如, 商场、办公楼、地铁站、机场等), 潜在市场是非常巨大。

- **跑马圈地，扩张路线清晰。**众彩已经与 21 个省份签订了自助彩票解决方案的合作协议，部门省份(例如，安徽和辽宁)的店铺已经落地，预计其他省份店铺会逐步铺开。同时，公司每个省份采取少量自营的旗舰店+加盟合营的方式，以较低的资本开支实现自助网点的迅速扩张。
- **高分成，高增速，外加创新业务。**自助彩票的线下门店最高分成能达到 12%，远高于传统解决方案的 1-2%的分成，另外公司的自助彩票没有“中福在线”的 200 元每天的投注限额。自助彩票才刚刚开始铺设，借鉴“中福在线”的发展历程，预计公司的自助彩票收入将会进入几何式增长。同时，公司通过与多家企业合作，预计近期会推出彩票门店以及自助终端机的 LED 广告业务，并在未来有望推出生活费用支付系统、手机 APP、彩票游戏等创新业务。
- **首次给予【买入】评级。**我们预计公司自助彩票在 2015Q2 之后,各省份门店会陆续开设,收入进入爆发式增长期。我们预计 2015、2016 和 2017 财年营业收入分别为 1.95 亿、4.41 亿、8.44 亿港元，同比增长 103%、127%和 91%。毛利率预计维持在 92%左右。股东应占利润预计分别为 5422 万、1.58 亿、3.34 亿港元，同比增长 264%、192%、111%，对应 P/E 分别 62、21、10。我们认为众彩科技处于新业务落地的增速增长期，估值应该给予一定溢价。我们给予目标价 1.25 港元，对应 2016 财年(截止日期 6 月 31 日)25 倍市盈率。

目录

1. 公司基本情况	- 4 -
1.1 公司简介	- 4 -
1.2 公司股权结构及核心团队	- 5 -
1.3 公司主要业务模式	- 6 -
2. 彩票行业介绍	- 7 -
3. 彩票无纸化趋势：自助彩票销售机 VS 互联网彩票	- 11 -
3.1 彩票销售趋向便捷，无纸销售将会逐步成为主流	- 11 -
3.2 互联网彩票潜力巨大，但目前不确定性较高	- 12 -
3.3 自助彩票前景广阔，融合现代科技，升级传统彩票门店	- 13 -
4. 公司核心竞争力	- 13 -
4.1 技术及经验行业领先，且准入门槛高	- 13 -
4.2 开创加盟模式，扩张路线清晰	- 14 -
4.3 自助彩票分成高于同行	- 14 -
4.3 积极创新，寻求多为发展	- 14 -
5. 公司财务盈利预测及估值分析	- 15 -
5.1 公司财务分析	- 15 -
5.2 公司盈利预测及估值	- 16 -
附表:	- 18 -

1. 公司基本情况

1.1 公司简介

众彩科技股份有限公司于1999年由张桂兰女士和陈通美先生在香港创立。创建时，公司名称为蜂蜂天然生命产品有限公司。2005年以前，公司主要从事分销、研发及制造燕窝、蜂蜜酒等天然食品，并涉及零售业务；于2005年，公司通过收购深圳市博众信息技术有限公司进军中国彩票市场。2006年公司正式更名为众彩科技股份有限公司（China Vanguard Group Ltd.），并在之后将业务拓展至彩票资讯科技的研究、开发及应用，所涉及的领域包括向中国彩票发行当局提供内部研发的软硬件，以及建立彩票销售点。目前，众彩是中国国内最全面的彩票服务供货商之一，也是亚洲唯一同时获得世界彩票业协会安全控制标准(WLA SCS)认证（彩票界别中唯一国际认可的安全标准）和国际信息安全标准 ISO27001:2005 认证的彩票方案供应商。

表 1: 公司发展大事记

时间	事件
1999 年	众彩前身蜂蜂天然生命产品有限公司于香港创立。
2002 年 11 月	于香港联合交易所创业板上市（股票代码：8156.hk）
2005 年 11 月	通过收购深圳市博众信息技术有限公司 51% 注册股本， 进军中国彩票市场
2006 年 5 月	业务拓展至中国体育彩票行业的电脑软件与硬件系统的研发、制造与销售
2006 年 6 月	正式更名为众彩科技股份有限公司（China Vanguard Group Ltd.）
2008 年	在重庆的娱乐场所为第一代互动式自助彩票解决方案进行测试和评估
2011 年	成为世界彩票协会（WLA）会员
2012 年 3 月	与贵州省大龙经济开发区汇源投资公司共同成立贵州省大龙众彩开发有限公司，业务涉足房地产领域
2012 年	获批在天津市、吉林省开展福利彩票软硬件供应及代销业务
2013 年	中国财政部认可自助彩票服务平台作为合法的分销渠道之一
2013 年 9 月	获批在上海市提供电话语音和短信彩票交易平台，并发展分销渠道
2013 年 12 月	与北京中投视讯传媒有限公司等企业合作设立互联网彩票营销推广平台
2014 年 4 月	获批在甘肃、江西、广西和山东等地区提供自助彩票方案和服务
2014 年 8 月	与云博产业集团有限公司合作，通过软硬件开发能力与整合 POS 机为彩票分销点配备非现金线上线下付款系统
2015 年 1 月	获批在陕西省通过建立自营店、加盟店，及升级现有商店，实施自助彩票解决方案

数据来源：公司资料、兴证香港

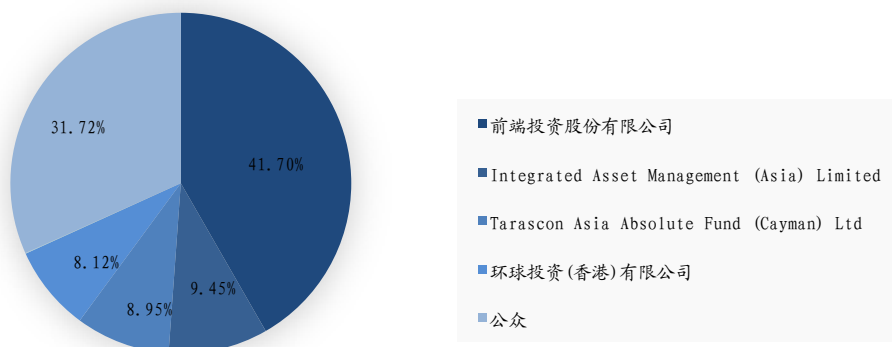
1.2 公司股权结构及核心团队

图 1: 公司架构图



数据来源：公司资料、兴证香港

图 2: 公司股权结构



数据来源：公司资料、兴证香港

公司管理层简介:

张桂兰：创始人兼董事会主席

现任众彩股份公司主席、执行董事和提名委员会主席，张学良基金会主席，中国经济贸易促进会常务副会长。曾任中国科学院辖下山西省太原（原子能）研究所研究员，香港生命集团控股有限公司执行董事兼主席。

陈霆：创始人兼行政总裁

现任众彩股份多家附属公司董事，负责公司的市场推广、业务发展及营运。于曾任香港生命执行董事兼行政总裁，为张桂兰女士及陈通美先生之子。

1.3 公司主要业务模式

众彩股份自2005年转型后，彩票相关业务逐渐成为主营业务，收入占比持续上升当中。土地及房地产发展和卡拉OK增值服务等其他业务仍在进行当中，不过收入占比不高。根据2015半年报，彩票相关业务收入占比93%，土地及房地产发展占比7%，卡拉OK增值及其他业务占比少于0.1%。

彩票相关业务（主营业务）

众彩的彩票业务主要为向中国彩票发行机关提供彩票软硬件等一系列彩票相关的解决方案，同时也进入下游的彩票销售环节，在部分地区开始门店。彩票业务的盈利模式主要通过与各省级彩票管理中心签订长期合约，向彩票发行机关提供服务并获得彩票网点销售总额的分成，分销分成高于软硬件解决方案业务。

- a) **传统彩票业务：**公司提供软硬件以支持计算机彩票印发、刮刮卡及高频开彩游戏。其中，软件包括应用于中央服务器和各彩票店具备彩票印发、会计、银行及数据分析的软件；硬件包括用于出售传统彩票及刮刮卡的零售终端机、支持高频开彩游戏的轻触式屏幕彩票终端机、具备彩票功能的卡拉OK视频点播设备。销售分成为彩票总销售额的0.5%-2%。
- b) **彩票销售业务：**众彩分别与中兴通讯、TCL、泰德电子、云博产业等企业合作，进行手机自助销售应用、无纸化自助彩票解决方案、彩票游戏、以及彩票网点非现金付款系统等产品的开发与应用。截至2015年2月，众彩已获多个省级体育彩票管理中心授权于21个省份及地区提供互动自助式方案；并已于安徽、重庆、山东等地推出自助式服务彩票店，包括自营店和加盟店。自助式彩票的销售分成最高能达到彩票总销售额的12%，而加盟店模式下公司所得分。

图 2 自助彩票专门店





资料来源：公司资料、兴证香港

土地及房地产发展业务

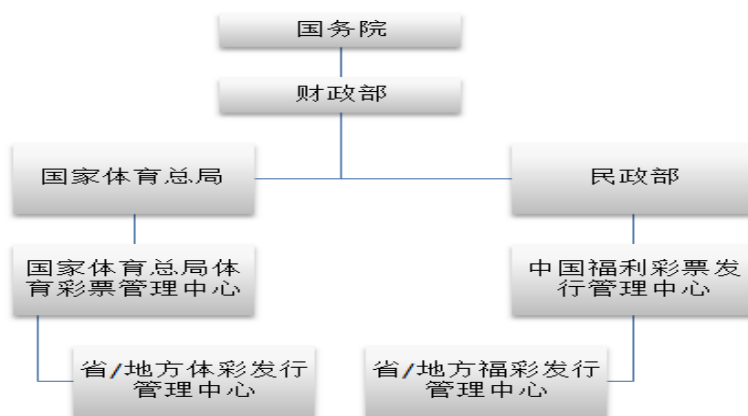
众彩股份透过全资附属公司，天渝有限公司，进行一级土地开发、推广卖地、和物业管理及顾问业务。2012年，天渝有限公司与贵州大龙经济开发区管理委员会组成非全资附属公司，贵州大龙众彩有限公司（众彩控股37%）。大龙众彩通过一级土地开发工作，将未开发土地开发成符合土地拍卖标准的土地，并从卖地的利润中获得分成；另外，也于开发区内开展物业管理及顾问业务。

2. 彩票行业介绍

2.1 彩票行业产业链

目前在中国内地，公益性彩票是唯一合法的博彩形式，分为福利彩票和体育彩票两类。民政部下属的国家福利彩票中心和体育总局下属的国家体育彩票中心是我国的彩票发行机构，分别控制了福利彩票与体育彩票的发行权，并由国家财政部对其进行监督。

图 3： 中国彩票行业监管架构

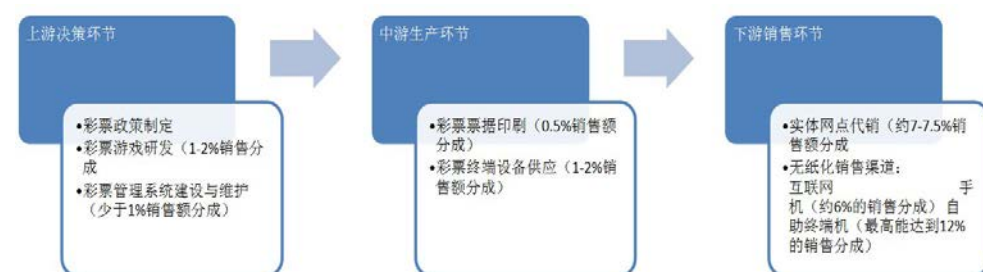


数据来源：财政部、兴证香港

彩票行业产业链分为以下3个环节：

- 1) **上游决策环节：**主要包括彩票政策的制定、彩票研发及彩票管理信息系统的建设，主要由相关彩票发行机构负责。企业可参与的部分为彩票品种研发以及彩票管理系统的建设与维护，并可从该部分获得0.5-2%的销售额分成。
- 2) **中游生产环节：**主要包括彩票票据的印刷以及终端设备的供应。彩票印刷业务主要由福彩中心和体彩中心自己的专门印务公司，中彩印制公司和中体彩印务公司，以及另外9家定点印刷资格企业完成；从这部分业务中企业可获得约0.5%的销售额分成。彩票终端设备供应的方式可分为卖断式和按销售收入分成模式，按销售收入分成的企业通常可获得1-2%的销售额分成。
- 3) **下游销售环节：**主要分为实体销售和无纸化销售，实体销售主要通过彩票销售网点进行，而无纸化销售互联网、手机、电话和自助终端机等进行。通过实体销售渠道，企业可获约6.5-7.5%的销售额分成；通过无纸化渠道，9-12%之间的销售额分成。

图 4：民营企业参与的彩票行业产业链

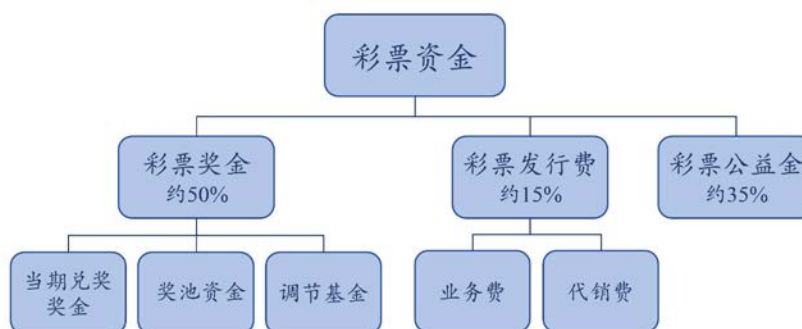


资料来源：中国产业信息网、兴证香港

2.2 彩票销售资金分配

销售彩票所产生的彩票资金分为彩票奖金、彩票发行费和彩票公益金三个部分。彩票奖金用于支付彩民的中奖奖金；彩票发行费用于支付彩票机构的业务费和代销者的销售费用；彩票公益金国家，用于社会公益事业。不同的彩票品种和彩票游戏，彩票奖金、彩票发行费、彩票公益金所占比例有所不同。从1987年到2004年，我国对所有彩票游戏实行统一的资金构成比例。然而随着彩票市场不断发展，目前，不同类型的彩票游戏资金构成比例有所不同，相应实行不同的返奖率政策。比如靠大额奖池吸引彩民的乐透型彩票，返奖比例通常在50%左右即可，而靠中奖体验吸引彩民的即开型彩票和竞猜型彩票，则返奖比例高一些。

图 5：票资金分配示意图



资料来源：财政部、兴证香港

表 2：各类型彩票销售额分配比例

彩票品种	公益金占比	返奖奖金占比	发行费占比
乐透型、数字型	35%	50-51%	14-15%
即开型、视频型	20%	65%	15%
竞猜型	20%	69%	11%

数据来源：财政部、兴证香港

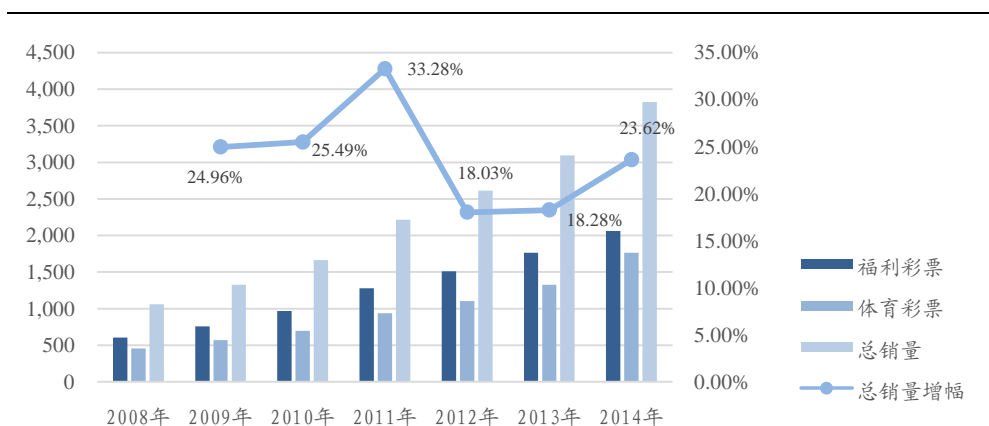
目前，我国彩票游戏返奖率最高的是竞猜型彩票，返奖率达69%，而发行经费与公益金分别占比11%和20%。2014年9月，国家财政部发布《关于调整中国足球彩票单场竞猜、中国篮球彩票单场竞猜、中国体育彩票冠军竞猜和中国体育彩票亚冠竞猜游戏规则的通知》，同意体育总局体彩管理中心按照彩票销售额的73%、11%和16%，对以上几类彩票游戏分别计提彩票奖金、彩票发行费和彩票公益金；彩票奖金中，72%为当期奖金，1%为调节基金。使得单场竞猜体彩成为返奖率最高的彩票游戏。而从国际上普遍来看，单场竞猜占整个竞猜销量的80%以上，因此，预计这一政策将进一步促进竞猜型体彩销量的迅猛增长。

2.3彩票销售规模

全国彩票总销量稳步增长，体彩竞猜和视频彩票增长最快。2014年，全国彩票总销量为3823.78亿元，比2013年增长730.54亿元，增幅达23.62%。其中，福彩销量2059.68亿元，占全国彩票销量的53.87%；体彩销量1674.10亿元，占全国彩票销量的46.13%。与2013年相比，福彩与体彩的销量在今年均有所增长，但福彩市场

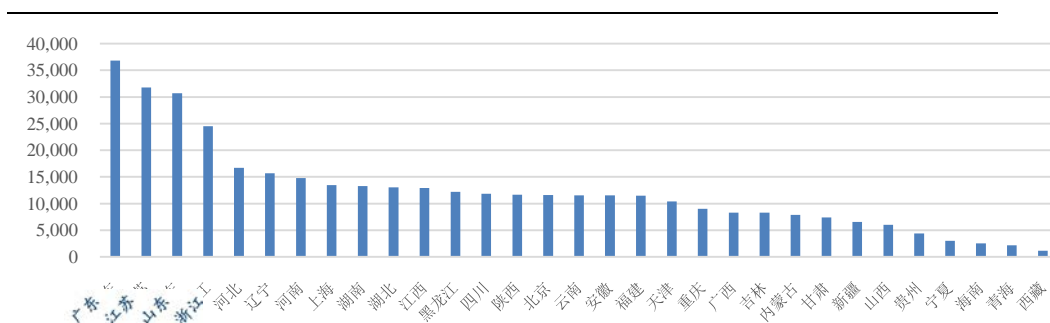
份额下降,从去年的57.07%降到今年的53.87%;而体彩市场份额则从去年的42.93%上升到今年的46.13%;这主要是由于世界杯对于体彩竞猜类销量的刺激作用。另外,以“中福在线”为代表的视频彩票销量在过去几年年复合增长达到30%。我们预计随着彩票设备技术和玩法的不断创新,以及自助式彩票游戏的兴起,视频型彩票的高速增长将会得到延续。总的来讲,我们预计彩票总销量增速未来几年能够保持在15%左右,而体彩竞猜以及视频彩票增速将会继续高于行业的水平。

图 6: 2008-2014 年中国彩票市场规模及增长情况 (单位: 亿元)



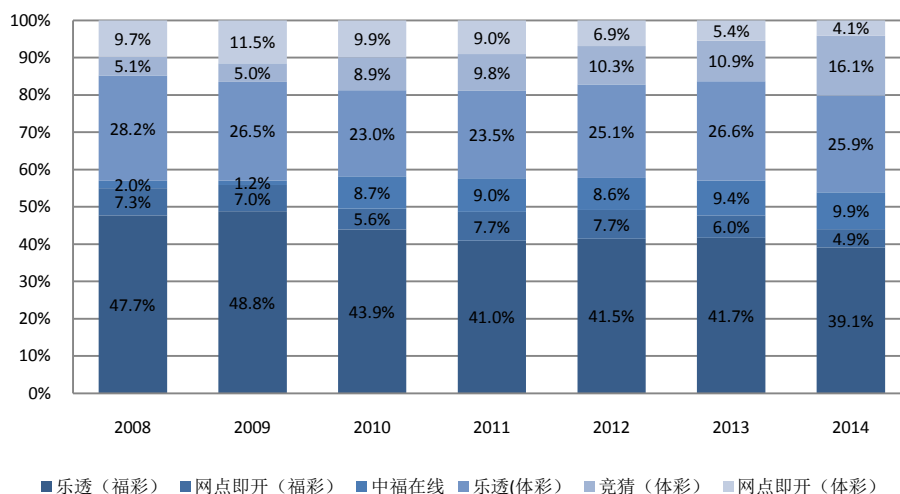
数据来源: 财政部、兴证香港

图 7: 2014 年各省分彩票销售总额 (单位: 百万元)



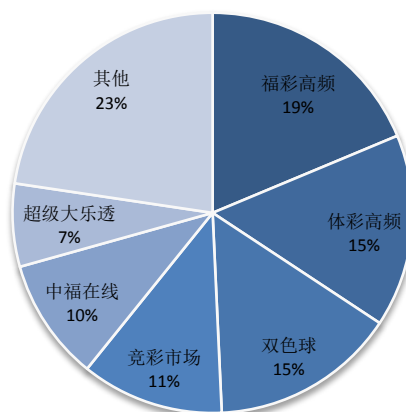
数据来源: 财政部、兴证香港

图 8: 2008-2014 年彩票细分市场份额 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、兴证香港

图 9: 2014 年各类型彩票游戏市场份额情况



数据来源: 彩通咨询、兴证香港

3. 彩票无纸化趋势: 自助彩票销售机 VS 互联网彩票

3.1 彩票销售趋向便捷, 无纸销售将会逐步成为主流

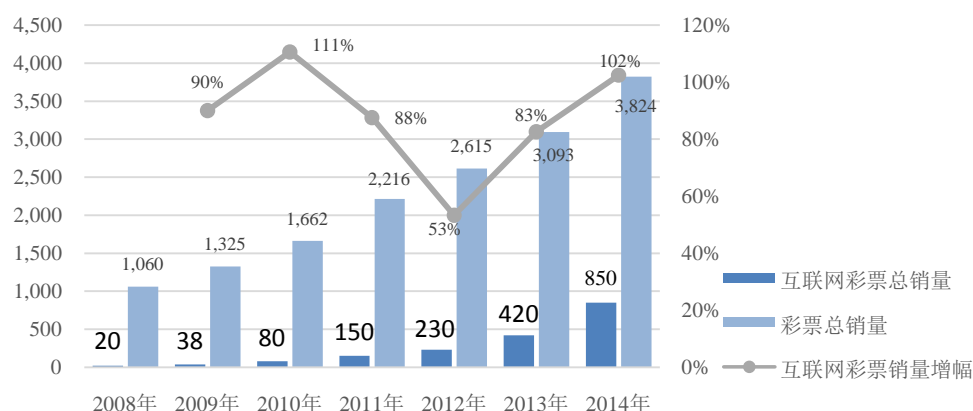
随着科技的进步, 彩票的销售方式在过去30几年里也持续演变着, 从最初80年代的手写票, 再到90年代的电脑票, 然后是2000年后逐步出现的电话、互联网以及视频等销售形式。我们认为, 新型的无纸彩票销售将会成为主流并逐步取代传统的实体票, 具体销售将会是线上通过电话和互联网, 而线下通过自助彩票销售终

端机的模式实现（例如，目前归类未视频彩票的“中福在线”）。首先，在技术层面上是完全可以支持无纸销售的普及，系统安全、电子签名验证、电子支付、信息保护等技术经过多年发展已经相对完善。其次，当今80后，90后，00后等新的社会消费主体对于互联网生活已经相当熟悉，无纸销售容易被接纳，或许更适合他们的消费习惯。同时，新渠道所吸引的年轻人群以及高收入人群正是当前购彩群体中占比较少的，有助于改善彩民结构。娱乐性方面，专门为无纸化渠道设计的彩票游戏及玩法为彩民提供了有别于纸质彩票的乐趣和互动感，有望进一步促进彩票销量。从政策层面上看，彩票无纸化销售已经经历了明文禁止、明确规定、试点推行、自查整改等阶段，在争议中推进发展，PC端互联网、电话以及自助终端机都被官方认定为合法销售渠道之一。无纸化政策将会日渐明朗。

3.2 互联网彩票潜力巨大，但目前不确定性较高

2014年互联网彩票规模达到850亿元，占彩票行业总规模的22.23%，同比增长102.4%，渗透率达22.2%。其中，移动互联网彩票销售规模达385亿元，占45.3%。在彩票总销量730.5亿元的增量中，互联网彩票就贡献了400多亿元的增量，占50%以上。当然，相当多的一部分增量是来自于世界杯赛事所带来的一次性用户，不过互联网彩票已成为影响彩票行业规模的重要力量，是行业增长的重要来源，我们预计未来仍能保持双位数的高速增长。然而，互联网彩票目前仍然存在一系列问题有待解决，行业的政策风险较高。例如“吃票”问题，即网站获得购彩订单后并未真正购买彩票，而是自行截留了一部分资金；还有公益金归属地问题，因为占彩票总销量约35%的彩票公益金一般按照1:1的比例分别上缴地方政府与中央政府，但是互联网彩票的归属地难以确认，上交地方政府的部分存在矛盾以及利益冲突。近期财政部、民政部、国家体育总局联合下发《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》正是为了整顿行业，预计3月份会有初步结果，未来政策趋势有待观察。

图 10: 2008-2014 年中国互联网彩票市场规模及增长情况 (单位: 亿元)



数据来源: 彩通咨询、兴证香港

3.3 自助彩票前景广阔，融合现代科技，升级传统彩票门店

2013年政部印发了《彩票发行销售管理办法》，自助终端销售彩票的合法性得到了官方的确认。相对于互联网彩票，自助终端彩票没有区域界定的矛盾，而且专网建设使用和全程视频监控也保证了安全性，所以政策方面也相对明朗，各省级彩票中心都相继与企业合作开展自助终端彩票销售相关的活动。另一方面，随着科技的日渐更新，自动化机械代替人力不仅仅是工业生产环节的专利，服务行业的自动化趋势也在进行当中。自助终端销售彩票能够大大地节省人工成本，同时能够更有效地使用店面面积（1个店面可以放多台自助终端机），提高店面的运营效率，改善当前彩票投注站由于租金以及人工成本不断上升所带来的经营压力。我们认为店主们有足够的动力接受和推动自助彩票的普及，同时也是线下投注站为对抗线上销售入侵的一种自我升级和创新。长远来讲，自助终端机甚至可以放置在各种公共场所（例如，商场、办公楼、地铁站、机场等），所带来的潜在市场是非常巨大的。

4. 公司核心竞争力

4.1 技术及经验行业领先，且准入门槛高

众彩是亚洲唯一同时获得WLA安全控制标准及ISO27001:2005验证的彩票方案供应商，拥有领先的彩票软硬件研发技术及良好的安全水平，在过去10多年中，已获批在中国21个省份及地区为彩票机关提供彩票设备、软件、相关服务以及全面的彩票分销网络。我们认为政府的合作伙伴更注重的是稳定，需要长期观察后才会

录用，但是一旦录用将会倾向于长期稳定合作，以至于目前中国彩票行业准入门槛较高。就彩票软硬件设备供应而言，需要非常高的技术支持；就彩票代销而言，无论网络售彩、电话售彩、终端机售彩，都有一套严格完整的报批审查程序，而且对经营者的资产及信誉都有较高要求。尤其对于众彩着力发展的自助彩票终端设备供应，需要多项高新技术结合，一般的彩票设备提供商难以进入。

4.2 开创加盟模式，扩张路线清晰

目前，众彩已经与21个省份签订了自助彩票解决方案的合作协议，主要内容为在省内开展自营旗舰店及商店合营方式经营的自助式服务彩票点。每个省将会先开设自营的旗舰店，然后通过加盟合营的方式快速在省内扩张，从而使得公司能够以较低的成本实现彩票网点的迅速扩张，实现轻资产扩张。预计公司未来将继续加强与省级政府的合作，进一步促进自助彩票解决方案的销售，专注于高利润的自助式彩票业务及全面的授权组合，争取通过获批开展自助彩票解决方案的方式在更多省份开展彩票业务。

4.3 自助彩票分成高于同行

相较于传统的彩票解决方案提供商，由于自助终端的人力成本以及分销渠道能为彩票中心节省了大量的费用，同时又额外提供了分销及渠道管理和广告及推广的服务，因此，众彩的自助彩票终端机最高能拿到销售额12%的分成，远高于传统解决方案1-2%的分成。另外，众彩在自助终端与体彩管理中心合作推出的视频型体彩游戏可让彩民每天不限量不限额地进行投注，相比于最知名的福彩视频游戏“中福在线”每天投注不超过200元而言，众彩自助终端的视频游戏拥有更强的娱乐性和吸引力，未来有望在营业额及影响力上赶超“中福在线”。

4.3 积极创新，寻求多为发展

众彩不仅积极投入自助式彩票解决方案的研发、生产与销售，还通过与多家企业合作，在多项创新型业务中寻求突破。众彩与云博产业合作，为彩票分销点配备非现金线上线付款系统，可通过手机和银联支付，还能进行例如水电煤气的缴费业务，公司按流水进行分成。众彩还与中兴通讯子公司中兴九歌、TCL子公司七威合作，进行手机彩票APP的开发以及网络营销渠道的拓展。另外，众彩还将在各彩票分销网店将公布中奖信息的黑板改为以电视频幕播放，并在播放彩票信息的同时播放广告，获取广告收入。虽然这几项创新业务目前未能贡献过多营收，但

作为市场的先行者，公司能够抢占先机，随着彩票行业的发展，创新型业务将会引领潮流。

5. 公司财务盈利预测及估值分析

5.1 公司财务分析

在过去的5年中，公司处于业务转型阶段，总营收结构发生巨大变化，在进一步深化彩票分销业务的同时，也在2013年将业务拓展至房地产领域。根据2015H1，彩票相关业务收入占比93%，土地及房地产发展占比7%，卡拉OK增值及其他业务占比少于0.1%；2015H1总营收6724万港元，同比增长107.7%，净利润1506万港元，而去年同期为亏损628万港元。

图 11: :总营收 (单位: 千港元)

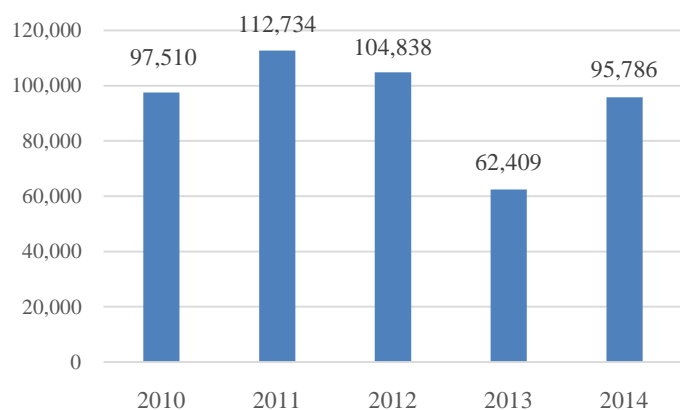
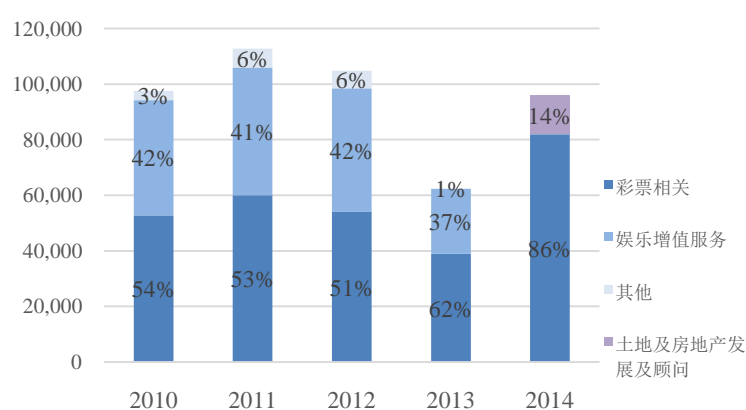


图 12: 各项业务营收及占比 (单位: 千港元)

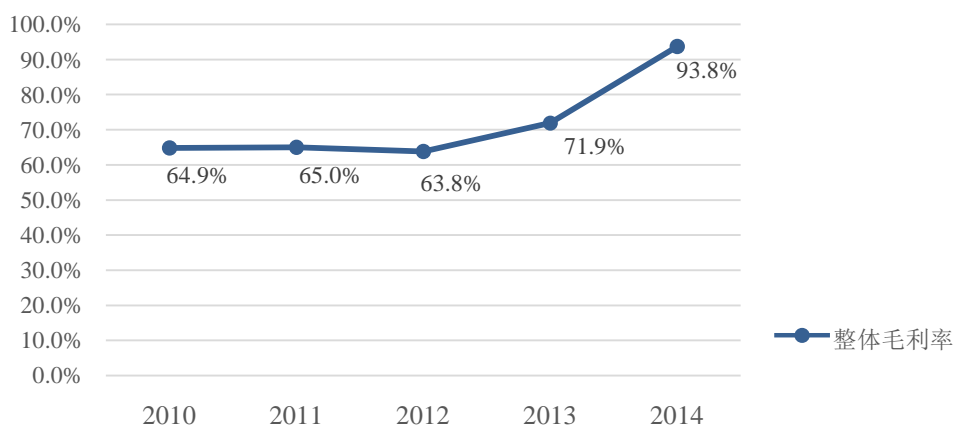


数据来源: 公司资料、兴证香港

数据来源: 公司资料、兴证香港

公司业务的整体毛利率在过去5年中稳步增长，在2014财年更是达到了94%。过去彩票业务的毛利率一直稳定在90%以上，2014年彩票业务营收占比增加到86%，使得整体毛利率大幅度提高。由于业务结构的调整，预计未来整体毛利率仍将维持在90%以上的水平。

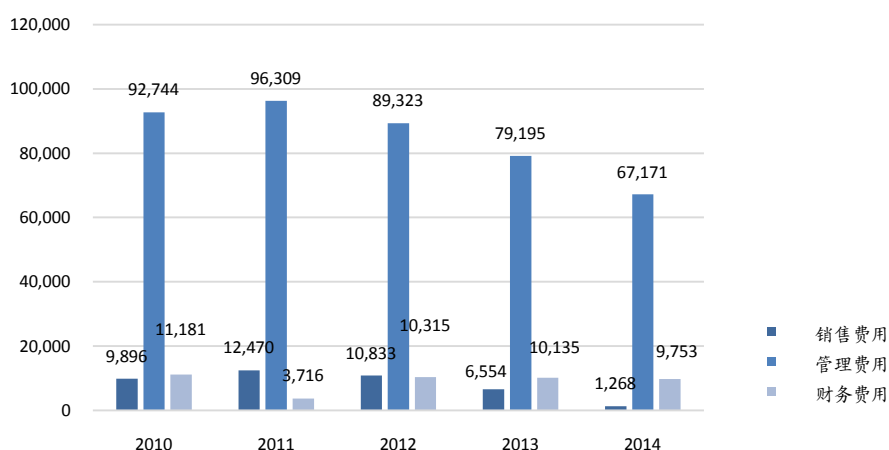
图13: 毛利率



数据来源: 公司资料、兴证香港

在过去的五年中, 公司的管理费用和销售费用逐步降低, 主要是由于彩票销量的增长形成规模效应, 以及前期投入为未来的销售奠定了基础。

图14: 各项经营费用 (单位: 千港元)



数据来源: 公司资料、兴证香港

5.2 公司盈利预测及估值

核心假设:

1. 传统彩票系统业务逐步减少, 预计递减速度 10% 左右。
2. 开店速度: 首家门店预计在与省政府合作协议签订后的 9-12 个月内开设, 每个省每季度大概新开设体彩和福彩自助彩票店各 25-30 家
3. 未来的开店目标: 每个省体彩及福彩自营店各 30 家, 加盟店各 170 家; 平均每个省体彩和福彩自助彩票门店各 200 家。
4. 佣金分成: 自营店 9-12% 之间, 加盟店平均 1.5%-2.5% 之间, 根据不同省

份以及地区会有所不同。

5. 设备收入：所有加盟店设备都由众彩提供，毛利率在 50%左右。
6. 毛利率预计保持在 92%的水平
7. 预计费用会相对稳定，10%左右的增速
8. 广告收入由于不确定性较高，暂时没有计算入内
9. 少数股东权益假设净利润占比 40%。

- **盈利预测及估值：** 综上，我们预计公司自助彩票在 2015Q2 之后，随着各省份门店的开设，收入进入爆发式增长期。我们乐观预计 2015、2016 和 2017 财年营业收入分别为 1.95 亿、4.41 亿、8.44 亿港元，同比增长 103%、127%和 91%。毛利率预计维持在 92%左右。股东应占利润预计分别为 5422 万、1.58 亿、3.34 亿港元，同比增长 264%、192%、111%，对应 P/E 分别 62、21、10。我们认为众彩科技处于新业务落地的增速增长期，估值应该给予一定溢价。我们给予目标价 1.25 港元，对应 2016 年 25 倍市盈率。另外，根据 DCF 模型得出的合理股价为 1.69 元，其中假设 WACC=15%，增速在 3 年后进入第二阶段，6 年后进入第三阶段，10 年后进入稳定增长率 3%。

表 3: 盈利预测::

年份	2015E	2016E	2017E
收益	194,848	441,472	844,905
销售成本	-15,588	-35,318	-67,592
毛利	179,260	406,154	777,312
其他收入	2,400	2,400	2,400
销售开支	-1,674	-2,209	-2,916
行政开支	-84,971	-112,162	-148,054
研发成本	0	0	0
经营支出	-84,245	-111,971	-148,570
税前盈利	106,311	310,705	655,874
所得税	-15,947	-46,606	-98,381
少数股东权益	-36,146	-105,640	-222,997
盈利	54,219	158,459	334,496
EPS - 基本	0.017	0.050	0.105
EPS - 摊薄	0.016	0.047	0.099

数据来源：兴业证券（香港）

表 4: 同行估值对比

公司	市值 (亿港元)	P/E			财年 截止日期
		2013	2014	2015	
500 彩票	34.95	22.9	15.5	20.6	12 月
御泰中彩 控股	60.76	6.6	6.0	5.5	12 月
华彩控股	49.04	56.3	49.8	41.5	12 月
平均值		28.6	23.8	22.5	

数据来源：彭博、兴证香港

附表:

资产负债表 (千港元)					利润表 (千港元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
物业、厂房及设备	10,281	14,953	19,508	23,857	收益	95,786	194,848	441,472	844,905
无形资产	776	0	0	0	销售成本	-5,980	-15,588	-35,318	-67,592
商誉	145,099	145,099	145,099	145,099	毛利	89,806	179,260	406,154	777,312
共同控制实体	16,974	16,974	16,974	16,974	其他收入	10,451	2,400	2,400	2,400
总非流动资产	173,130	177,026	181,581	185,930	销售开支	-1,268	-1,674	-2,209	-2,916
存货	1,081	0	0	0	行政开支	-67,171	-84,971	-112,162	-148,054
应收账款	104,948	43,774	99,180	189,814	研发成本	0	0	0	0
金融资产及投资	5,469	5,469	5,469	5,469	经营支出	-57,988	-84,245	-111,971	-148,570
现金	151,850	280,997	500,255	988,297	税前盈利	19,184	106,311	310,705	655,874
总流动资产	263,348	330,240	604,904	1,183,581	所得税	-6,038	-15,947	-46,606	-98,381
总资产	436,478	507,266	786,485	1,369,510	少数股东权益	1,741	-36,146	-105,640	-222,997
应付贸易账	-18,947	0	0	0	盈利	14,887	54,219	158,459	334,496
应付所得税	-7,717	-7,864	-22,984	-48,517	EPS - 基本	0.008	0.017	0.050	0.105
其他流动负债	-3,699	-3,699	-3,699	-3,699	EPS - 摊薄	0.004	0.016	0.047	0.099
总流动负债	-30,363	-11,563	-26,683	-52,216					
其他非流动负债	-68,621	-68,621	-68,621	-68,621	财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
总非流动负债	-68,621	0	0	0	利润率				
总负债	-98,984	-11,563	-26,683	-52,216	毛利率	93.8%	92.0%	92.0%	92.0%
净资产	337,494	495,703	759,802	1,317,295	EBITDA 利润率	34.1%	49.4%	67.2%	74.8%
已发行股本	40,155	40,155	40,155	40,155	EBIT 利润率	33.2%	48.8%	66.6%	74.4%
储备	286,709	340,928	499,387	833,882	净利率	15.5%	27.8%	35.9%	39.6%
少数股东权益	10,630	46,776	152,415	375,412	营运资金				
总权益及少数股东权益	337,494	427,858	691,957	1,249,450	应收周转天	399.9	139.3	59.1	62.4
现金流量表 (千港元)	2014A	2015E	2016E	2017E	应付周转天	108.0	33.1	0.0	0.0
息税折旧摊销前盈利	32,677	96,343	296,628	632,393	回报率				
非现金调整	-	-	-	-	资产回报率 (ROA)	3.4%	10.7%	20.1%	24.4%
营运资金变动	-	43,308	-55,406	-90,634	净资产回报率 (ROE)	4.4%	10.9%	20.9%	25.4%
已付利息	-	4,803	4,803	4,803	流动性				
已付所得税	-	-15,800	-31,486	-72,848	流动比率	8.7	28.6	22.7	22.7
其他经营活动现金流	-	-	-	-	速动比率	8.6	28.6	22.7	22.7
总经营活动现金流	-492	128,655	214,539	473,714	估值				
购买固定资产	-	-6,000	-7,000	-8,000	市盈率	135.9	62.5	21.4	10.1
利息收入	-	6,493	11,719	22,328					
其他投资活动现金流	-	-	-	-					
总投资活动现金流	-10,415	493	4,719	14,328					
股票发行	-	-	-	-					
利息收入	-	6,493	11,719	22,328					
其他投资活动现金流	-	-	-	-					
总财务活动现金流	160,841	6,493	11,719	22,328					
现金变动	149,934	135,640	230,977	510,370					
年初现金	3,637	151,850	280,997	500,255					
汇率变化影响	-1,701	-	-	-					
年末现金	151,870	287,490	511,974	1,010,626					

数据来源: 公司资料、兴证香港

【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明:(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。