

百华悦邦 (300736.SZ) 买入 (首次评级)

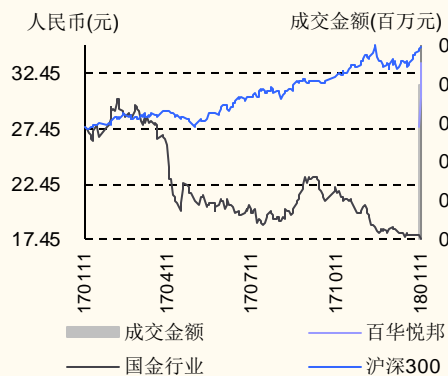
公司深度研究

市场价格 (人民币): 33.42 元

目标价格 (人民币): 42.84 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	13.58
总市值 (百万元)	1,815.00
年内股价最高最低 (元)	33.42/27.62
沪深 300 指数	4205.59



增量转存量，手机售后服务市场第一股

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.984	1.160	1.246	1.071	1.296
每股净资产 (元)	4.22	4.81	6.05	10.13	11.43
每股经营性现金流 (元)	1.97	1.78	2.10	1.26	1.70
市盈率 (倍)	31.38	26.10	26.81	31.21	25.78
行业优化市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率 (%)	39.28%	17.90%	7.45%	14.53%	21.08%
净资产收益率 (%)	23.30%	24.14%	20.60%	10.57%	11.34%
总股本 (百万股)	40.73	40.73	40.73	54.31	54.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司首次公开发行数量为 1357.72 万股，发行价格为 19.18 元/股，共募集资金 2.6 亿元。募集资金将用于闪电蜂电子商务平台优化项目、集约化管理运营中心建设项目、信息化系统扩建项目以及补充流动资金。
- 公司线下门店数量在苹果手机中国官方授权服务商中位列第一，品牌效应显著。截至 2017 年 6 月 30 日，百华悦邦覆盖了华北、华东、华南、东北等地区的业务，拥有 139 家售后服务门店网络，其中直营店 125 家，合作门店 14 家。覆盖 22 个省级地区、90 多个城市，拥有苹果品牌授权门店 123 家，在北京、上海、广州、深圳、天津等国内一线城市中的公司共有门店数量 24 家，占苹果授权服务商门店的 30% 左右，百邦与苹果品牌具有强黏性。
- 作为手机售后服务市场进行全国性全方位系统化布局的第一股，业务覆盖“保-用-修-换”全生命周期的手机售后服务，极具稀缺性。在手机保有量增速逐年大幅下降的背景下，公司已经不局限于单纯的维修业务，开始全方位布局整块售后服务市场，将维修、保养、保障和二手手机回收销售等业务通过线上和线下一体化进行系统化的深度融合。依托线下门店的高覆盖率、自有品牌商品的推出、与第一大主营业务手机维修形成互补关系的二手手机业务进行全国性系统化的布局，实现一站式管家般的服务。在目前的 A 股市场中，独树一帜，极具稀缺性。

估值

- 首次覆盖给予买入评级，目标价 42.84 元：我们按照 2018 年实现并表进行预测，百华悦邦 2017/2018/2019 年营业收入分别达到 7.05/7.88/8.82 亿元，归母净利润分别为 0.51/0.58/0.7 亿元，EPS 分别为 1.246 元/1.071 元/1.296 元，P/E 分别为 27x/31x/26x，基于 2018 年 40x 的 P/E，给予目标价 42.84 元，首次覆盖给予买入评级。

风险

- 公司主要收入过分依赖苹果手机维修业务，苹果手机销量下滑会带来风险；公司是苹果手机官方授权服务商，服务收费单价面临下降的风险。另外，公司曾出现内部控制风险事件。由于二手手机回收商众多，竞争激烈，因此，二手手机业务存在不达预期的风险。苹果手机出货量受降频门影响，维修量与前一年出货量具有较大相关性，因此存在维修量增速下降的风险。

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司概况：国内手机售后服务行业领导者.....	5
2、行业分析：手机市场增量转存量，全方位售后服务迎爆发.....	6
2.1 智能手机市场逐年增长，手机依赖程度持续提升.....	6
2.2 手机售后外包成主流，一站式服务龙头市场份额望提高.....	8
2.3 手机售后服务市场高速增长，全国性全方位服务连锁机构极具稀缺性.....	9
2.4 行业业务结构持续调整，一站式体系化服务商望称王.....	10
3、公司分析：三箭齐发，“线上+线下”良性生态稳固行业龙头地位.....	13
3.1 商业模式：三大业务板块，一个中心、两个基本点，共促业绩增长.....	13
3.2 核心竞争力：苹果官方授权，线下门店数量全国第一，业务完美互补..	15
3.2.1 苹果官方授权售后服务供应商.....	15
3.2.2 线下门店数量全国第一，线上苹果化属性显著.....	16
3.2.3 维修业务与二手手机业务完美互补.....	19
3.2.4 领先的信息管理能力，系统性打造全方位售后服务第一股.....	19
4、公司经营分析：“实体门店+电商平台”模式助力公司持续增长.....	20
4.1 手机维修：以苹果手机售后维修为主，苹果机维修毛利显著高于其他品牌.....	21
4.1.1 紧跟市场趋势，从服务多品牌向服务市场主流手机厂商转型.....	21
4.1.2 手机维修业务简介及各细分业务收入构成.....	21
4.1.2.1 保内维修业务.....	23
4.1.2.2 保外维修业务.....	25
4.2 商品销售和增值服务：推出自有品牌商品，助力全方位系统化售后服务体系发展.....	27
4.3 电子商务业务：专注于手机售后服务领域的互联网公司，为全方位的系统化售后服务提供支持.....	29
5、财务分析：营收净利稳定增长，管理费用率呈现下降趋势.....	31
6、投资建议：公司线下门店数量在苹果手机中国官方授权服务商中位列第一，品牌效应显著。作为手机售后服务市场中进行全国性全方位系统化布局的第一股，业务覆盖“保-用-修-换”全生命周期的手机售后服务，极具稀缺性。.....	33
7、风险提示.....	33

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	5
图表 2：募集资金计划投资方向.....	5
图表 3：公司主要业务介绍.....	6
图表 4：百华悦邦股权结构图.....	6
图表 5：2008-2016 年中国移动电话用户数及普及率.....	7

图表 6: 2009-2016 全国智能手机出货量 (亿台)	7
图表 7: 2011-2017 Q1 全国智能手机保有量 (亿台) 及增速	8
图表 8: 苹果手机保内与保外平均维修价格 (元/单)	8
图表 9: 手机售后行业发展阶段对比	9
图表 10: 中国手机售后服务市场规模 (亿元)	9
图表 11: 手机售后服务产业链	10
图表 12: 2014-2016 中国移动设备使用占比	11
图表 13: 2014-2016 中国移动设备品牌使用集中度	11
图表 14: 手机用户换新机时间分布	11
图表 15: 全球二手手机数量图	12
图表 16: 二手手机行业运营模式图	12
图表 17: 2016 年二手手机品牌排行 TOP10	13
图表 18: 苹果、安卓手机贬值曲线	13
图表 19: 公司主要业务模式图	14
图表 20: 苹果手机和其他品牌手机保内维修方法	14
图表 21: 苹果手机和其他品牌手机保外维修方法	14
图表 22: 保内维修流程图	15
图表 23: 保外维修流程图	15
图表 24: iPhone 中国市场份额变化	16
图表 25: 百华悦邦 iPhone 维修变化	16
图表 26: 直营店全国分布	17
图表 27: 合作门店全国分布	18
图表 28: 北京苹果授权售后服务商品品牌分布	18
图表 29: 上海苹果授权售后服务商品品牌分布	18
图表 30: 2017 年 11 月百华悦邦需求图谱	19
图表 31: 百华悦邦搜索指数变化率	19
图表 32: 百华悦邦项目投资表	19
图表 33: 2017 年半年度百华悦邦营业收入构成	20
图表 34: 百华悦邦营业收入构成年度变化 (亿元)	20
图表 35: 百华悦邦毛利率变化图	21
图表 36: 不同时期的服务厂商	21
图表 37: 连锁门店授权维修业务	22
图表 38: 公司手机维修业务收入的构成 (亿元)	22
图表 39: 手机维修业务毛利率比较	23
图表 40: 保内维修业务收入品牌对比 (万元)	23
图表 41: 苹果及其他品牌保内维修业务工单量 (万单)	24
图表 42: 苹果手机在中国的出货量 (百万台)	24
图表 43: 保内维修业务单均价格对比 (元/单)	24
图表 44: 保内维修服务各手机品牌毛利率	25

图表 45: 保外业务收入 (亿元)	25
图表 46: 保外维修业务收入品牌对比.....	26
图表 47: 保外业务维修量对比 (万单)	26
图表 48: 保外业务单均价对比 (元/单)	27
图表 49: 保外维修服务各手机品牌毛利率.....	27
图表 50: 商品销售和增值服务业务收入总额 (万元)	28
图表 51: 商品销售和增值服务业务收入 (万元) 及占比.....	28
图表 52: 商品销售和增值服务毛利率对比.....	29
图表 53: 公司电子商务模式图.....	29
图表 54: 2017H 电子商务业务各细分业务收入占比	30
图表 55: 电子商务业务各细分业务收入构成 (万元)	30
图表 56: 电子商务业务及各细分业务毛利率对比.....	30
图表 57: 公司近年营业收入 (亿元)	31
图表 58: 百华悦邦归母净利润 (万元)	32
图表 59: 百华悦邦毛利率和净利率.....	32
图表 60: 百华悦邦三费率变化图.....	33

1、公司概况：国内手机售后服务行业领导者

- 北京百华悦邦科技股份有限公司前身为河北百邦电子科技有限公司，成立于 2007 年 11 月。2011 年河北百邦搬迁至北京，更名为北京百华悦邦电子科技有限公司。2012 年 9 月，百邦有限整体变更为北京百华悦邦科技股份有限公司。作为“手机服务专家”，百华悦邦在全国 22 个省级地区、90 多个地市建有 139 家售后服务连锁门店，服务网络涵盖北京、山东、浙江、江苏、河北、福建、广东、上海、陕西、辽宁、安徽、天津、吉林、宁夏、重庆、四川、新疆、甘肃、湖北、河南、青海、内蒙等省市区，业务范围遍布全国。百华悦邦与国内外主要的手机生产厂商建立了长期的互信合作伙伴关系，手机厂商品牌涵盖苹果、三星、华为等主流品牌。百华悦邦是苹果公司在中国最大的授权售后服务商。发展至今，公司形成了“实体门店+电商平台”、“自有渠道+运营商渠道+零售商渠道”、线上线下融合发展的业务模式，能够向消费者提供全方位、多品牌的手机售后服务。

图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网、国金证券研究所

- 首次公开募股情况以及募集资金计划投资方向。**2018 年 1 月 9 日，公司首次公开发行数量为 1357.72 万股，发行价格为 19.18 元/股，共募集资金 26041.1 万元。募集资金将用于闪电蜂电子商务平台优化项目、集约化管理运营中心建设项目、信息化系统扩建项目以及补充流动资金。计划投资金额总计与实际募集资金总额比为 119%。

图表 2：募集资金计划投资方向

序号	项目名称	投资总额（万元）	建设期
1	闪电蜂电子商务平台优化项目	12,777.61	36 个月
2	集约化管理运营中心建设项目	4,087.00	15 个月
3	信息化系统改扩建项目	4,075.00	24 个月
4	补充流动资金	10,000.00	-
	合计	30,939.61	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 三大业务板块打造全国性手机综合服务供应商。**公司通过实体门店连锁经营和电子商务经营相结合的模式，为客户提供手机维修服务、商品销售业务、二手机回收及销售业务、增值服务业务、手机保障服务及其他相关手机服务等。公司专注于手机售后服务产业，坚持以优质的服务为导向、以专业的技术为支撑、以先进的模式为驱动，向消费者提供高效、专业、全

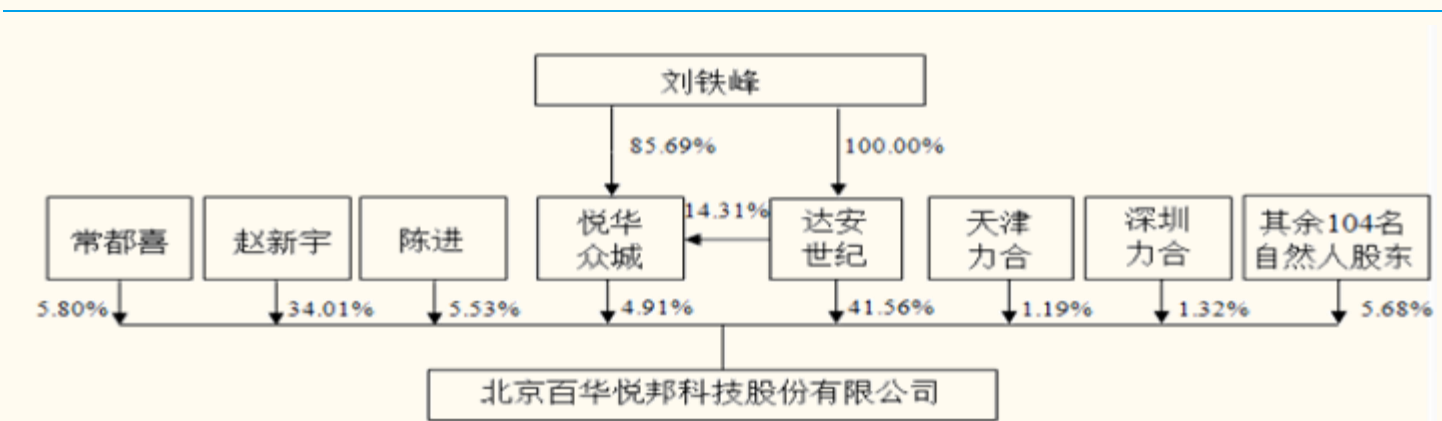
面的服务，致力于成为我国 3C 产品售后服务领域一流的、全国性的、线上线下融合的手机综合服务供应商。

图表 3：公司主要业务介绍

主要业务	简介
手机维修业务	主要针对苹果手机产品，分为保内维修业务和保外维修业务，通过维修范围检测及判断，确定维修类型，为用户提供整机更换或者配附件维修服务。服务类别主要包括整机交换、配附件更换/维修、备机借出。
商品销售和增值业务	商品销售主要针对手机周边产品进行自有品牌（UKER、Moment）和合作品牌的销售，包括手机保护壳膜、移动电源、蓝牙耳机、数据线、便携式音响、充电器等手机周边产品以及空气净化器等其他商品的销售。 增值业务主要包括会员服务、高级检测服务、“无忧保”业务、其他业务等。
电子商务	电子商务主要依靠创建的“闪电蜂”电子商务平台，“闪电蜂”提供二手机回收及销售、认证二手机销售、商品销售、手机保障等服务，辅助线下渠道进行线上的客户服务。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：百华悦邦股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

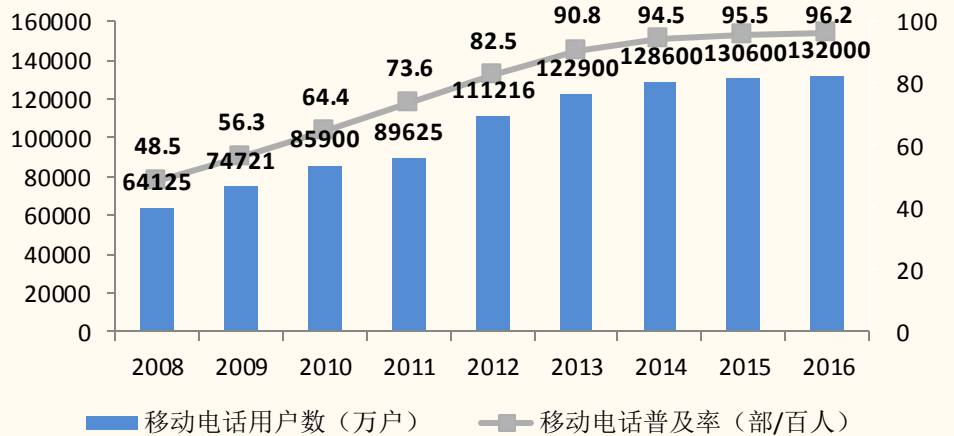
- 刘铁峰是公司的实际控制人，发行后控制公司 34.85%股份。发行前刘铁峰通过达安世纪、悦华众城合计控制公司 46.47%股份。最近两年内，刘铁峰担任公司董事长兼公司总经理，刘铁峰可实际支配公司股份表决权超过 30%。发行前赵新宇控制公司 34.01%股权，发行后赵新宇控制公司 25.51%股权，位列第二大股东。

2、行业分析：手机市场增量转存量，全方位售后服务迎爆发

2.1 智能手机市场逐年增长，手机依赖程度持续提升

- 手机售后服务行业的市场规模与移动电话用户数量以及手机市场的销量有极大的正相关性。在手机维修方面，根据中国通信工业协会移动电话售后服务委员会发布的信息：8%-10%的手机会在购机一年内发生故障。庞大的手机保有量及年销量、移动互联网的发展及手机功能的发展，为手机售后服务行业的高速扩张提供了充足的动力。我国移动电话用户总数达到 13.2 亿户，普及率达 96.2%。根据工信部发布的《2016 年通信运营统计公报》，2016 年全国移动电话用户净增 5054 万户，总数达 13.2 亿户，移动电话用户普及率达 96.2 部/百人。2008-2016 年，我国移动电话用户数从 6.41 亿户增长到 13.2 亿户，增幅达 105.93%，移动电话用户普及率由 48.5 部/百人增长到 96.2 部/百人，增幅达 98.35%。

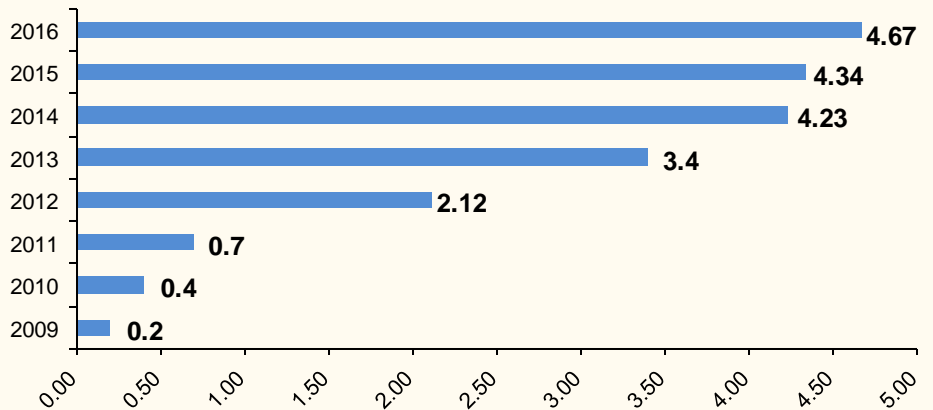
图表 5: 2008-2016 年中国移动电话用户数及普及率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 随着移动互联网的迅速发展, 我国智能手机出货量保持高速增长。智能手机带来的维修、保障、回收、增值服务等售后服务的单位价值较传统的非智能机更高。由于价格降低、3G 和 4G 网络普及 5G 技术不断突破等因素, 智能手机销量逐年高速上涨。以 IDC 的统计数据, 2012 年, 我国智能手机出货量为 2.12 亿部, 2016 年增加至 4.67 亿部, 增长率超过 120.28%。2016 年, 我国智能手机全年销量达到 4.67 亿台, 占全球智能手机出货量的 30%左右。

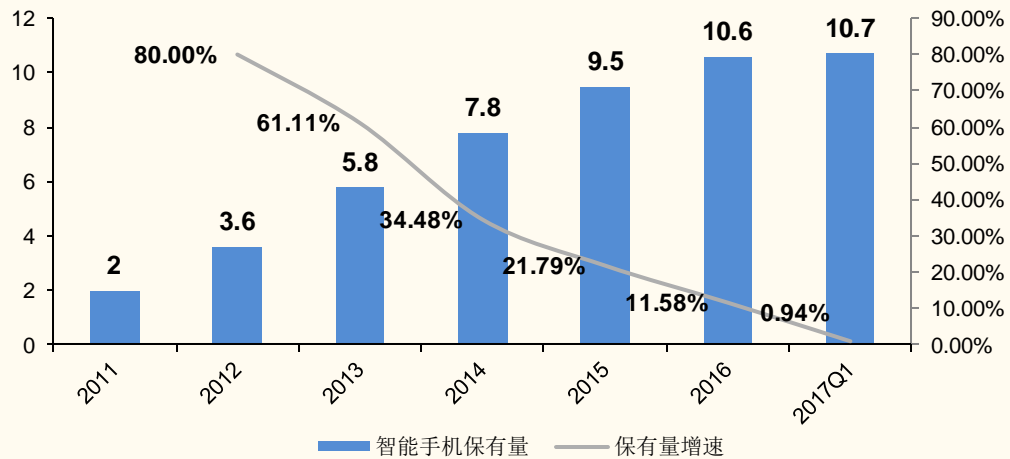
图表 6: 2009-2016 全国智能手机出货量 (亿台)



来源: IDC, 国金证券研究所

- 全国智能手机市场增量转存量, 保有量不断增长, 但增速逐年快速下降。2013 年至 2015 年间, 我国智能手机保有量规模自 5.8 亿台增长至 9.5 亿台, 增长率为 63.79%。但是近年增长率呈明显的大幅下降趋势, 说明手机市场已经由原来的增量市场逐步转化为存量市场。

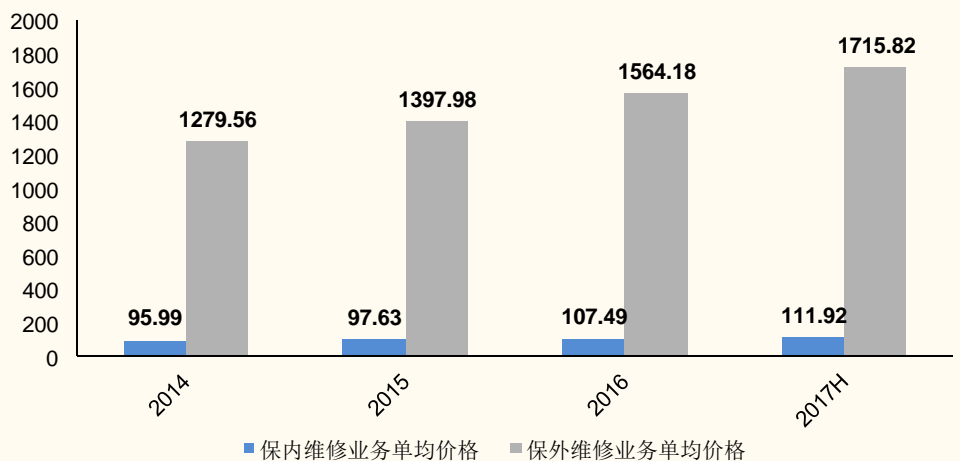
图表 7：2011-2017Q1 全国智能手机保有量（亿台）及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **手机功能日益强大，用户对手机的依赖程度越来越高。**时时看手机，处处用手机，丰富多样的 APP 应用使手机进入人们生活的各个领域。2013 年，用手机上网的人群在网民占比由上年的 74.5% 提升至 81%，使用手机即时通信、手机搜索、手机视频、手机网络游戏以及手机在线支付等功能用户数量增长迅速；全年移动互联网流量达到 132,138.1 万 GB，同比增长 71.3%，月户均移动互联网接入流量达到 139.4M，同比增长 42%。随着移动通信技术、Wi-Fi 等技术的不断成熟，我国手机产业将保持持续高速增长。
- **苹果手机维修平均单价持续上升。**主要原因是苹果公司持续推出新机型，新机型整机交换方式及配件更换业务价格随之上升，从而导致保内和保外维修平均单价同比持续上涨。持续上涨的平均维修单价是手机售后服务行业不断壮大的基础。

图表 8：苹果手机保内与保外平均维修价格（元/单）

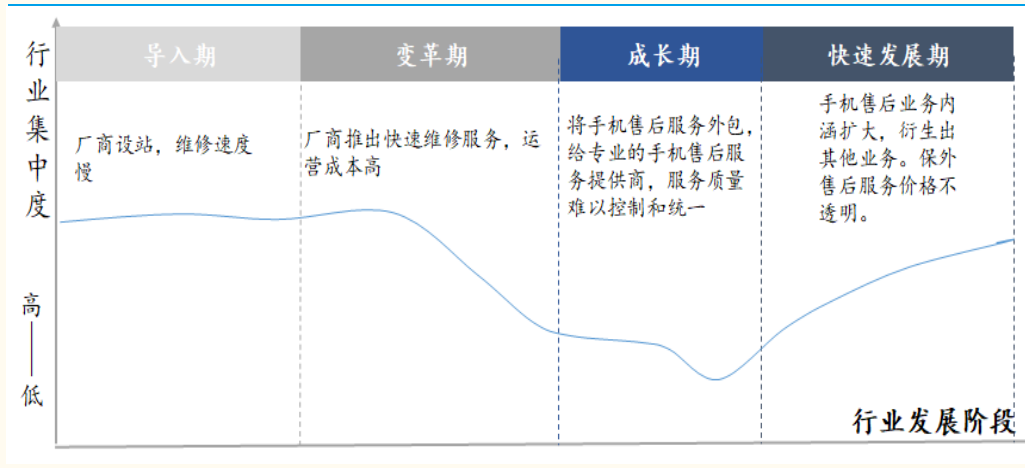


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 手机售后外包成主流，一站式服务龙头市场份额望提高

- **在我国手机售后服务经历了四个阶段。**最初主要由各生产厂商独立实施，然后为了追求维修速度推出快速服务，接着各大厂商将手机售后外包给专业的售后服务机构，现在手机售后服务则向全方位配套化的管家式服务发展，专业的售后服务商既可以提供售后维修、清理等传统售后服务，还能提供手机保险、二手手机回收以及手机配件出售等一站式类管家服务。

图表 9：手机售后行业发展阶段对比

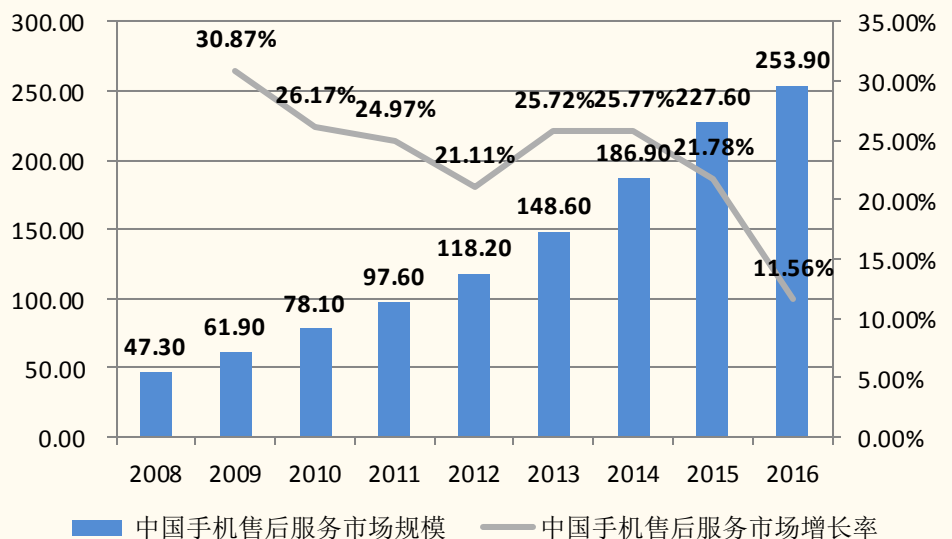


来源：国金证券研究所整理

2.3 手机售后服务市场高速增长，全国性全方位服务连锁机构极具稀缺性

- 我国手机售后服务行业一直保持高速发展。手机售后服务行业的上游即是手机产业，其发展状况受上游手机产业的影响较大。近年来，我国手机产业持续高速增长，带动我国手机售后服务行业高速。赛迪顾问的研究显示，2008-2012 年中国手机售后服务行业保持高速发展，市场规模由 2008 年的 47.30 亿元增长到 2012 年的 118.20 亿元，年均复合增长率达 25.73%。2016 年我国手机售后服务行业的市场规模约为 253.9 亿元。在移动通信和智能终端技术的引领下，手机售后市场在快速发展的同时，也将逐步转型，传统售后服务将逐渐标准化、精细化，增值类服务市场空间持续成长，为提升用户体验、加强产品竞争力提供了更多潜在机会和发展空间。

图表 10：中国手机售后服务市场规模（亿元）

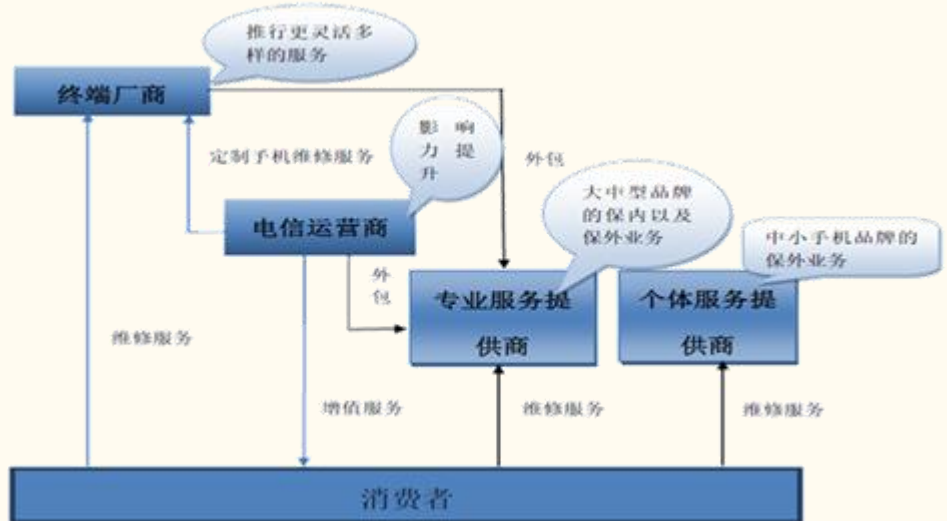


来源：赛迪顾问，国金证券研究所

- 位于产业链下游，直接服务于终端消费者。目前手机售后服务行业的参与者主要有终端手机厂商、电信运营商、专业服务提供商、个体服务提供商以及广大消费者。手机售后服务行业上游的市场主体主要为手机厂商，依据消费者需求及移动通信技术的发展不断研发、生产新的通讯产品，满足用户需求，现阶段行业内主要手机厂商包括苹果、三星、华为、OPPO 和小米等众多国际和本土知名手机品牌厂商。手机厂商将手机售后服务外包

给专业的手机售后服务提供商。手机行业的销售主体还有电信运营商、手机销售代理商和终端零售商，它们销售的手机大多也由专业的手机售后服务提供商负责售后服务。手机售后服务行业的下游即广大消费者，广大的消费者是手机的最终使用者。

图表 11：手机售后服务产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

- 大多售后服务企业数量多、规模小，缺乏跨区域性的全方位配套服务运营能力。市场上具有一定规模的专业售后服务提供商包括百华悦邦、天音科技、直信创邺、立兴电子等，这类企业拥有了独立的售后服务网络体系，具有一定的市场竞争力。而有能力为主流品牌提供全方位配套化服务，即从手机维修、保养，到保险保障，再到手机更新换代后的二手机回收及销售的全全国性企业数量更少，其代表为百华悦邦。

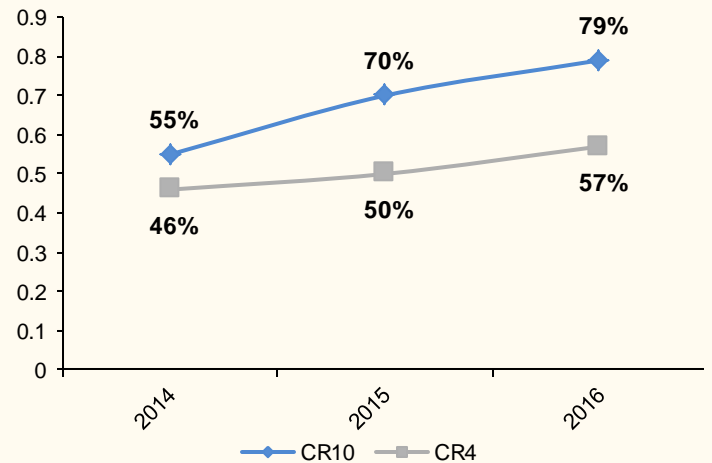
2.4 行业业务结构持续调整，一站式体系化服务商望称王

- 手机售后服务业务结构持续调整，一站式系统化服务商诞生。目前售后服务市场仍然以维修服务为主，手机保障、二手机回收、增值服务业务等其他手机服务的比例还比较低。传统的保修期内、保修期外的维修服务仍占据了较大的市场份额。在手机保有量增速逐年大幅下降的背景下，专业售后服务提供商已经不局限于单纯的维修业务，开始全方位布局整块售后服务市场，将维修、保养、保障和二手机回收销售等业务进行系统化的结合。在手机维修方面，2012年至2017年我国智能手机保有量的年均复合增长率将达到16%。据此估算，2012年至2017年我国智能手机维修市场的增长率也将达到16%。但新兴业务模式不断优化并迅速成长，增值类服务内容及模式在探索中不断优化，手机保障、二手机回收呈现出蓬勃发展的趋势。据安永咨询分析，目前中国购买延保服务的比例仅6%，远低于全球平均水平，市场潜力较大。另外，从二手机回收角度看，全球二手机回收率约为3%-5%，美国约为10%，而中国该比率仅为1%，因此中国二手机市场有巨大的发展空间。最后，新的业务模式不断涌现。电商模式的进入，将使我国手机售后服务行业发生里程碑式的变化，也将培育出线上线下深度结合的全方位系统化全国性售后服务商。
- 苹果手机的官方授权售后服务商，手机维修市场上的龙头企业。手机维修市场的手机品牌占有率分布取决于中国移动设备使用品牌分布情况。从2012-2016中国移动设备使用占比看，苹果手机市占率稳站第一的宝座。远远领先于位于第二、第三的华为和三星，苹果机定位高端市场，实行最大化定价和最小化生产成本战略，高强创新能力获得大量用户期待和追捧。同时市场占有率呈现出不断快速集中的趋势，CR4达到57%，CR10则接近80%，头部企业占据大部分市场份额。因此，苹果手机的官方授权售后服务商，在手机维修市场具有绝对的资源优势和市场竞争力。

图表 12: 2014-2016 中国移动设备使用占比

品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
苹果	26%	苹果	24%	苹果	24%
三星	13%	三星	12%	华为	13%
小米	5%	华为	7%	三星	11%
华为	2%	小米	7%	OPPO	9%
vivo	2%	vivo	6%	vivo	8%
联想	2%	OPPO	6%	小米	5%
OPPO	2%	魅族	4%	魅族	3%
酷派	2%	联想	2%	金立	2%
中兴	1%	酷派	1%	酷派	2%
魅族	1%	金立	1%	联想	2%

图表 13: 2014-2016 中国移动设备品牌使用集中度

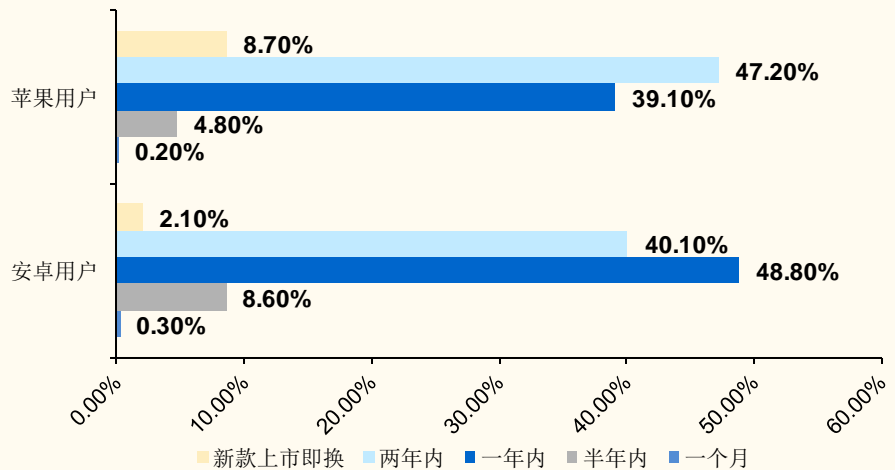


来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

- **长换机周期和高售价催生苹果手机维修需求。**苹果手机用户换新机多在第二年, 而安卓手机用户通常在一年内就更换新机。由于使用时间和手机维修率呈现正相关, 同时由于苹果手机售价较安卓机高, 发生故障后用户倾向于维修而不是更换。因此, 苹果机具有更高的售后维修需求。

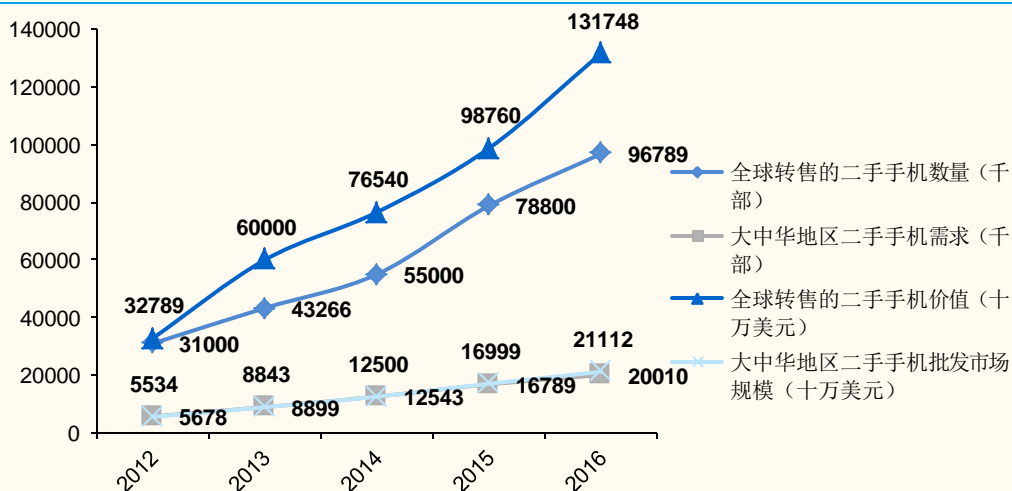
图表 14: 手机用户换新机时间分布



来源: 微博数据监测平台, 国金证券研究所

- **国际二手智能机市场快速增长, 国内二手手机市场望迎高速发展期。**据美国咨询公司 Gartner 提供的研究报告, 仅仅在 2013 年在美国 eBay 上出售的二手苹果设备价值近 20 亿美元。截至 2017 年, 全球市场上仅是翻新手机的交易台数将增长到 1.2 亿台, 累计规模将超过 480 亿美元。而中国地区的二手手机需求在 2017 年也达到近 3 千万部。按照每部 100 美元的均价计算, 2017 年中国二手机市场规模约为 30 亿美元。全球手机回收率约为 3%-5%, 美国约为 10%, 而中国手机回收比率仅为 1%。目前, 我国二手机回收业务正处于起步阶段, 未来将有较好的发展空间。

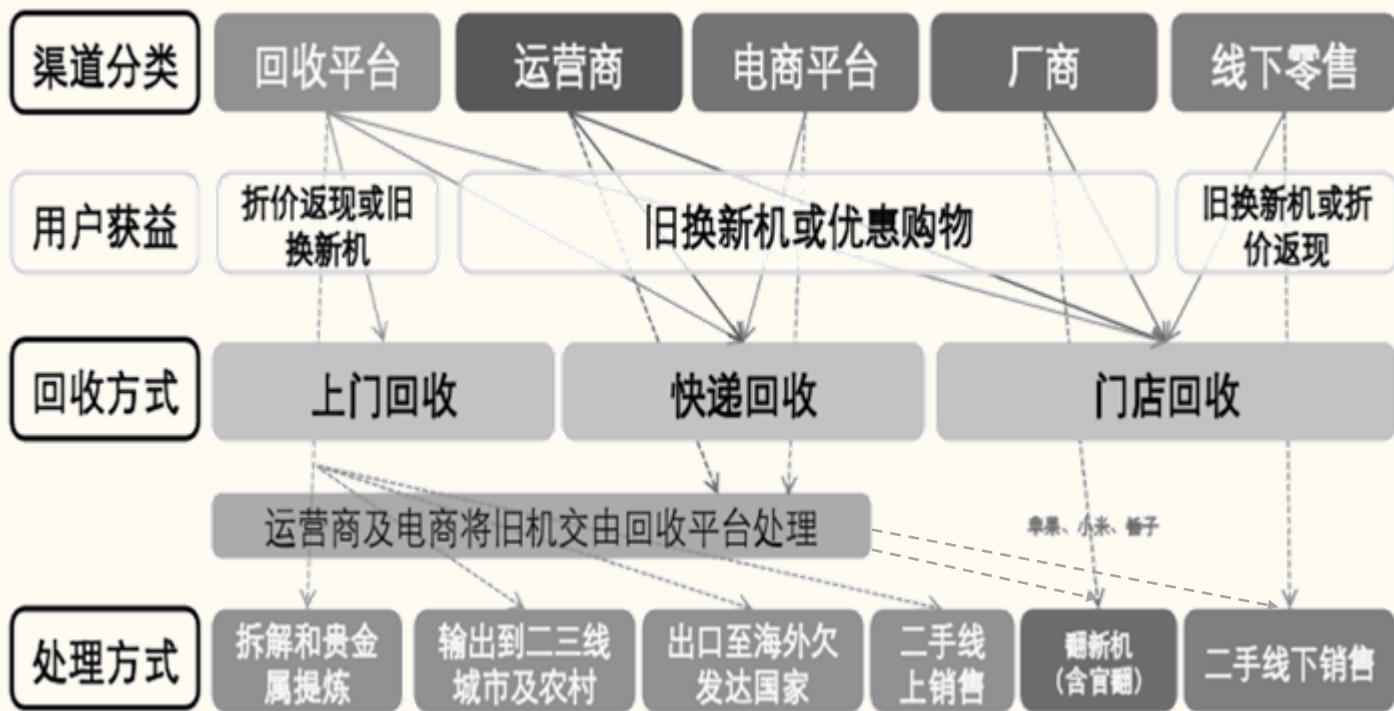
图表 15: 全球二手手机数量图



来源: Gartner, 国金证券研究所

- 卡位产业链上游手机回收环节，抢占市场先机。通过对二手手机行业运营模式的梳理，我们可以看到回收旧手机的两条途径即线上和线下，回收的旧手机主要以二次销售为最终目的。随着共享经济的不断发展，会有越来越多的闲置手机参与二手交易。因此，同时具备线下和线上回收渠道的二手手机交易商可以回收更多的二手手机，卡位产业链上游手机回收环节，借机扩大市场占有率，有利于在激烈的竞争中抢占先机。

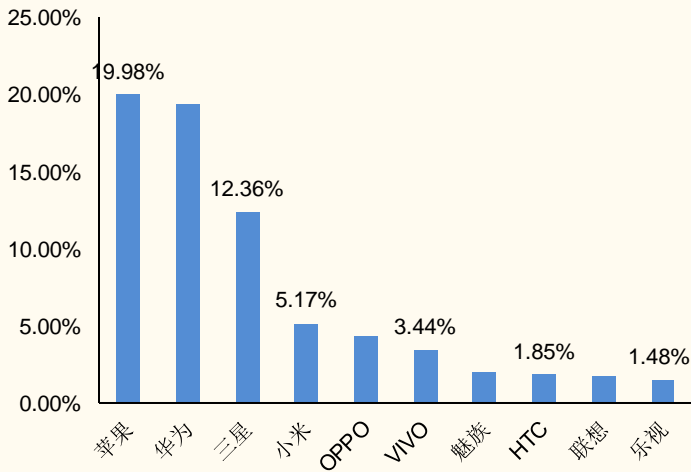
图表 16: 二手手机行业运营模式图



来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

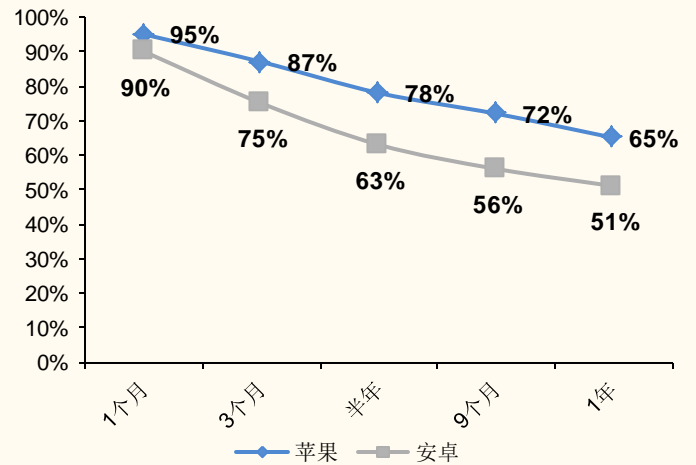
- 高市占率和高保值率决定苹果手机的高回收率。从品牌回收量角度来分析，苹果手机的回收量最多，占比达到 19.98%，根据贬值曲线我们可以知道苹果手机保值率更高，用户回收意愿高，且苹果手机在国内市场占比大，回收量自然也高。

图表 17: 2016 年二手手机品牌排行 TOP10



来源: 回收宝数据监测, 国金证券研究所

图表 18: 苹果、安卓手机贬值曲线



来源: 回收宝数据监测, 国金证券研究所

- **引入电商经营模式, 全面提升运营效率和用户体验。**将电商经营模式应用于手机售后行业, 通过线上线下的深度融合, 提高全国性连锁手机售后服务商的运营效率, 为其快速扩张提供保障。同时, 电子商务平台相对于实体门店, 初始投资大为减少, 特别是对于一些偏远地区, 通过网站覆盖比建实体门店具有更高的经济效益。另外, 电子商务模式也会为手机用户节约大量的时间, 提高服务效率, 并通过大数据分析更好地发现用户需求, 通过更加个性化的服务, 提高客户的满意度和忠诚度。因此, 借助电子商务模式, 可以更快的实现线上线下全方位的一站式系统化服务, 也更易于开拓新的售后服务产品, 让整套服务系统更具吸引力和创新性。

3、公司分析: 三箭齐发, “线上+线下”良性生态稳固行业龙头地位

3.1 商业模式: 三大业务板块, 一个中心、两个基本点, 共促业绩增长

- **百华悦邦是全国性全方位系统化的手机售后服务提供商。**以手机售后维修业务为中心, 在此基础上衍生出周边配件销售和电子商务两大业务。商业模式分为手机维修业务经营模式、商品销售和增值业务经营模式、电子商务业务经营模式。公司致力于为消费者提供覆盖手机“保-用-修-换”全生命周期的手机售后服务、为大型手机生产商提供稳定、无忧的售后支持。

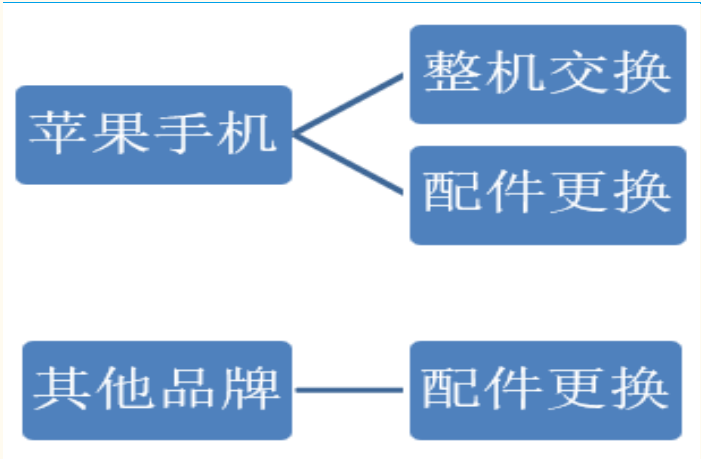
图表 19：公司主要业务模式图



来源：公司公告，国金证券研究所

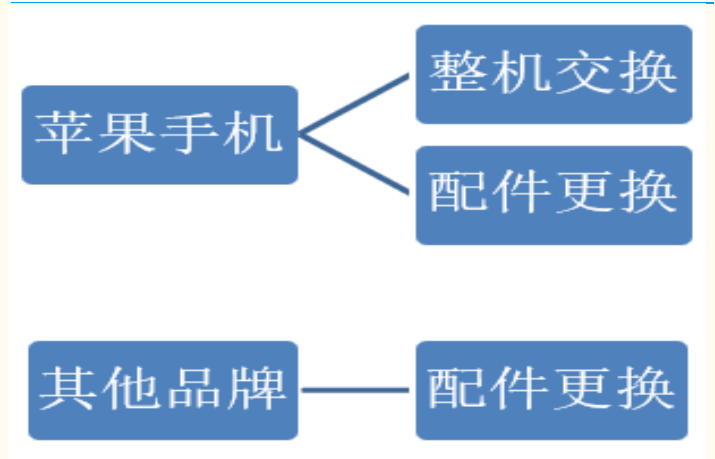
- **手机维修业务主要分为保内维修和保外维修。** 保内维修包括整机交换（苹果手机 2016 年底开始降低整机交换、逐步提高配附件更换的比例）、配附件更换、备机服务；保外维修包括整机交换和配件更换。商品销售业务包括通过门店直接向客户销售、通过经销方式向经销商销售、向合作门店销售；增值业务包括软件升级、存储备份、保养维护、高级检测维护、会员服务、无忧保产品、向合作公司提供安装服务等。电子商务业务包括二手手机、手机保障、基于电商模式下的商品售业务等。

图表 20：苹果手机和其他品牌手机保内维修方法



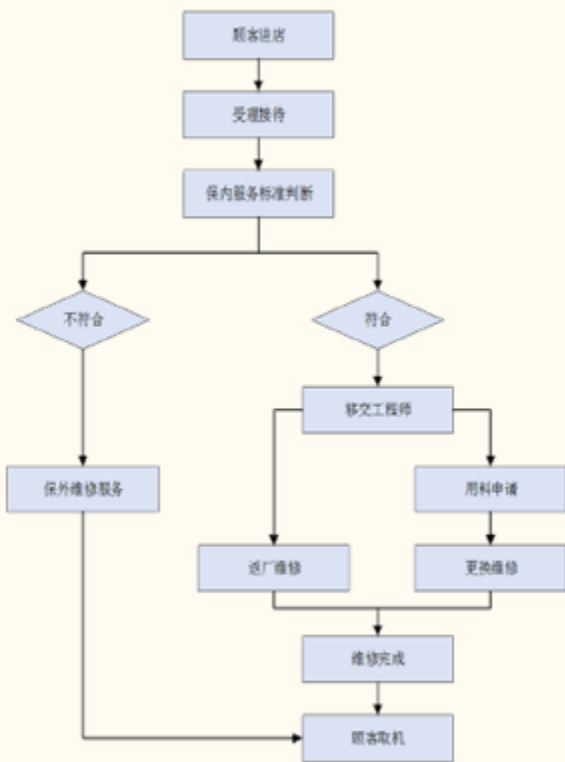
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：苹果手机和其他品牌手机保外维修方法

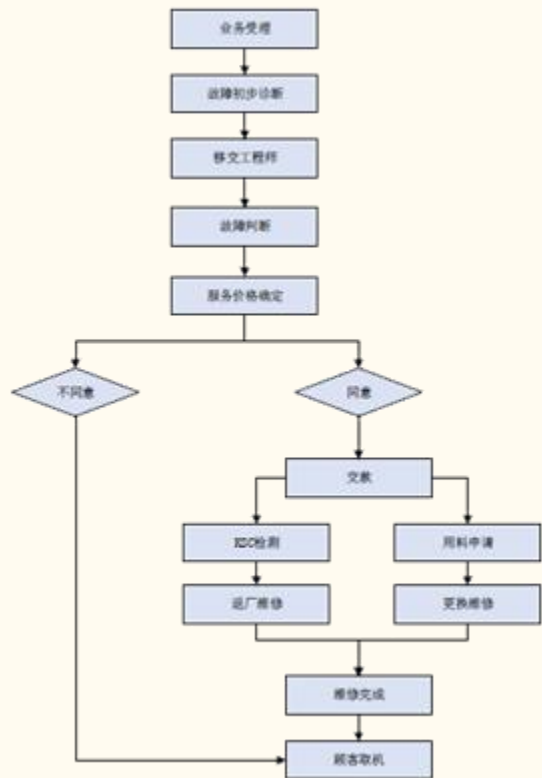


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：保内维修流程图



图表 23：保外维修流程图



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

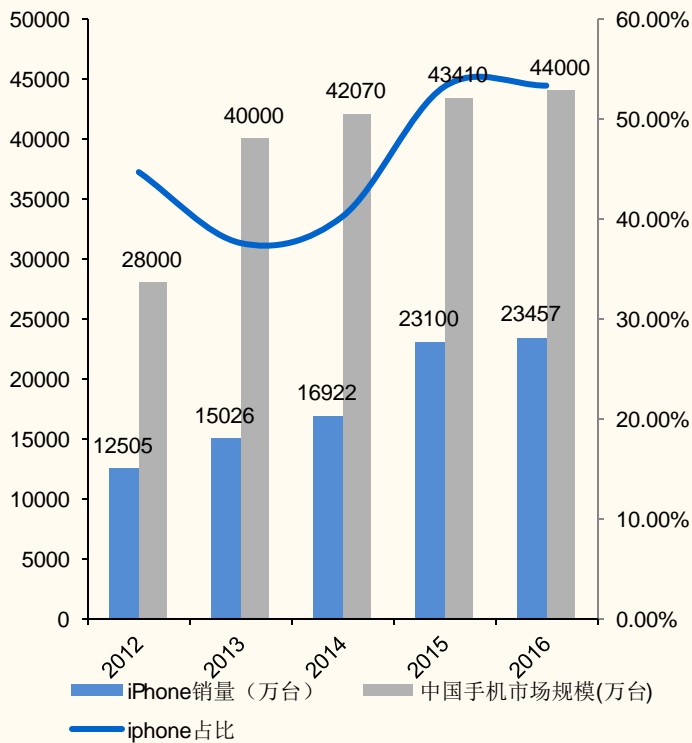
3.2 核心竞争力：苹果官方授权，线下门店数量全国第一，业务完美互补

3.2.1 苹果官方授权售后服务供应商

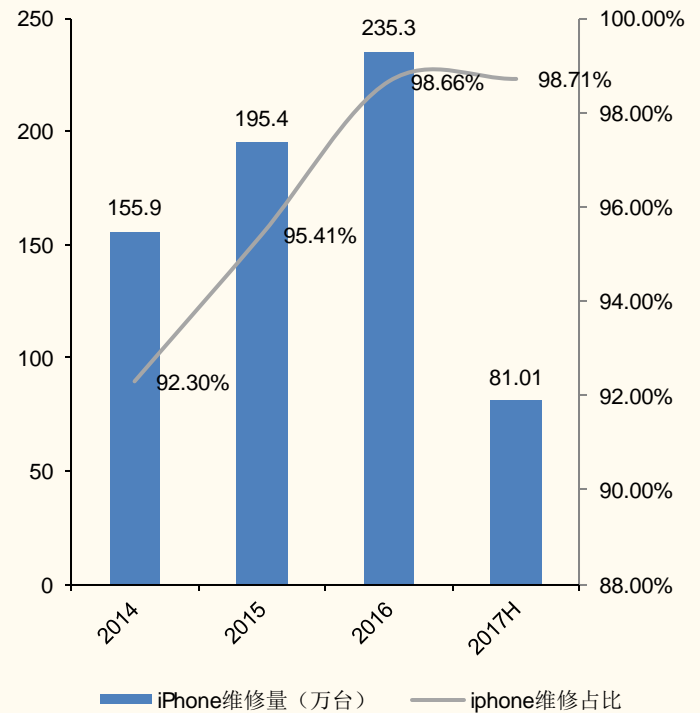
- 中国最大的苹果官方授权服务商，网络覆盖数处于行业绝对领先地位。**

2009 年获得苹果在河北、北京、山东三省 29 个城市的授权，2010 年获得浙江、福建等省份部分城市的授权，2012 年百华悦邦收购上海倚盛 78 家苹果手机售后服务授权门店，收购完成后，百华悦邦成为苹果中国最大的服务商。2012 到 2017 年间，苹果手机销量一直稳定在国内手机销量前两位，而百华悦邦作为苹果中国最大的售后服务商业务覆盖北上广深四大特级城市、60%以上的省会级城市、及 50 个三四级城市，所覆盖省份的 GDP 占我国 2016 年 GDP 总额接近 80%，网络覆盖处于行业明显领先地位。百华悦邦搭乘苹果的巨大销量完成企业的扩张和行业龙头地位的确立。

图表 24: iPhone 中国市场份额变化



图表 25: 百华悦邦 iPhone 维修变化



来源: 中国产业信息网、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

3.2.2 线下门店数量全国第一，线上苹果化属性显著

- 公司线下门店数量在苹果手机中国官方授权服务商中位列第一。截至 2017 年 6 月 30 日，百华悦邦覆盖了华北、华东、华南、东北等地区的业务，拥有 139 家售后服务门店网络，其中直营店 125 家，合作门店 14 家。覆盖 22 个省级地区、90 多个城市，拥有苹果品牌授权门店 123 家，在北京、上海、广州、深圳、天津等国内一级城市中的公司共有门店数量 24 家，占苹果授权服务商门店的 30%左右，例如在上海和北京百邦的门店数量处于同业第一；在 23 个重点城市中公司为苹果公司独家授权服务商；在其余 29 个城市门店数量占比达到或超过 50%，具有明显的规模优势和区位优势。此外还有三星、华为等多个品牌的授权门店。同行业规模较大的主要有北京直信创邨数码科技有限公司和河南立兴电子技术服务有限公司。北京直信创邨业务范围覆盖全国北京、上海等 42 个重点城市，共拥有 53 家分公司。河南立兴业务范围覆盖全国 8 个省份。北京直信创邨和河南立兴无论是业务覆盖范围还是网点数量，都远远少于百华悦邦。

图表 26：直营店全国分布

省份	数量	门店分布
北京	7	北京 7 家；
山东	21	济南 2 家、青岛 1 家、烟台 1 家、潍坊 1 家、济宁 2 家、临沂 3 家 德州 1 家、莱芜 1 家、枣庄 1 家、聊城 1 家、威海 1 家、滨州 1 家 东营 1 家、菏泽 1 家、淄博 1 家、日照 1 家、泰安 1 家；
浙江	23	杭州 4 家、宁波 4 家、温州 3 家、嘉兴 1 家、绍兴 2 家、台州 2 家 金华 2 家、湖州 1 家、丽水 1 家、海宁 1 家、衢州 1 家、桐乡 1 家；
江苏	21	苏州 5 家、无锡 2 家、南通 3 家、扬州 2 家、南京 2 家、镇江 1 家 徐州 1 家、淮安 1 家、常州 2 家、丹阳 1 家、江阴 1 家；
河北	14	邯郸 2 家、石家庄 2 家、保定 2 家、沧州 1 家、邢台 1 家、廊坊 1 家、霸州 1 家、承德 1 家、秦皇岛 1 家、张家口 1 家、唐山 1 家；
福建	8	泉州 2 家、三明 1 家、漳州 1 家、厦门 1 家、莆田 1 家、龙岩 1 家 福州 1 家；
广东	6	广州 3 家、深圳 2 家、佛山 1 家；
上海	6	上海 6 家；
陕西	1	西安 1 家；
辽宁	3	沈阳 1 家、大连 2 家；
安徽	3	芜湖 1 家、蚌埠 1 家、马鞍山 1 家；
天津	2	天津 2 家；
吉林	1	长春 1 家；
宁夏	1	银川 1 家；
重庆	1	重庆 1 家；
四川	1	成都 1 家；
新疆	1	乌鲁木齐 1 家；
甘肃	1	兰州 1 家；
湖北	1	武汉 1 家；
河南	1	郑州 1 家；
青海	1	西宁 1 家；
内蒙古	1	呼和浩特 1 家；
合计	125	

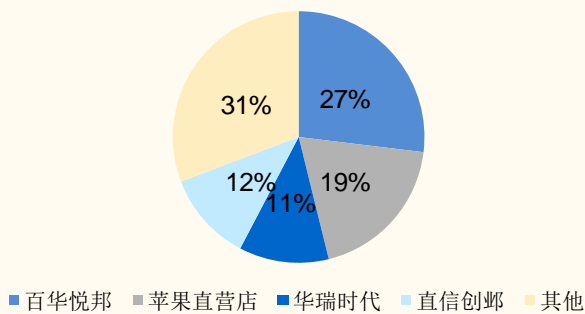
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：合作门店全国分布

省份	数量	门店分布
陕西	5	宝鸡 1 家、渭南 1 家、咸阳 1 家、延安 1 家、汉中 1 家；
广东	3	东莞 1 家、清远 1 家、惠州 1 家；
湖北	2	十堰 1 家、襄阳 1 家
山东	2	肥城 1 家、青岛 1 家
河北	1	衡水 1 家；
江苏	1	南通 1 家；
合计	14	

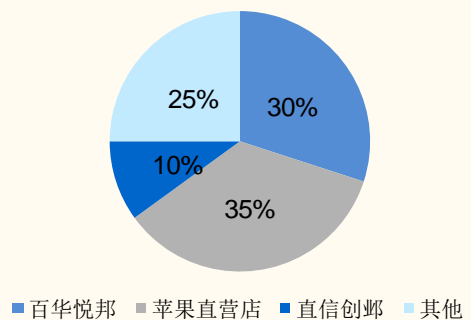
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：北京苹果授权售后服务商品牌分布



来源：苹果官网，国金证券研究所

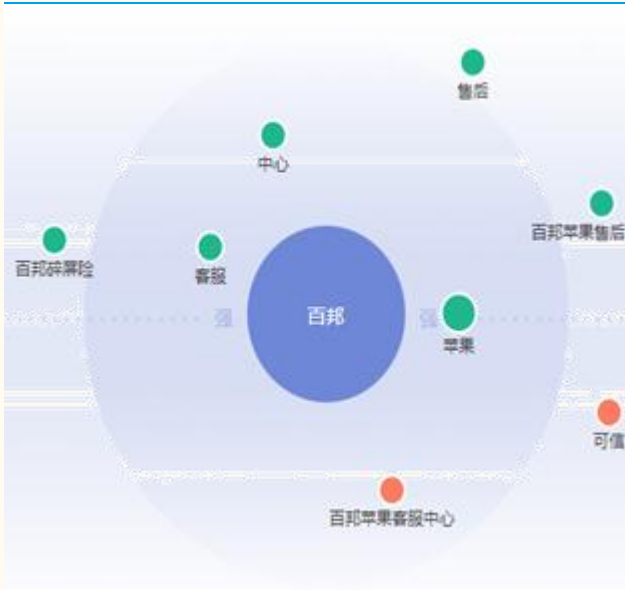
图表 29：上海苹果授权售后服务商品牌分布



来源：苹果官网，国金证券研究所

- **百华悦邦与苹果品牌之间具有强黏性。**从 11 月底的百度指数需求图谱可以看出，苹果、售后和百邦苹果客服中心是与百邦之间关联最强的，即百邦已经成为了苹果授权的专业维修商的代名词。另外，在百邦搜索指数变化率中百邦苹果客服中心上升最快，说明百邦在有手机维修需求的顾客群体中影响不断增强。

图表 30：2017 年 11 月百华悦邦需求图谱



来源：百度指数、国金证券研究所

图表 31：百华悦邦搜索指数变化率

搜索指数	上升最快	变化率
1.	百邦苹果客服中心	22%
2.	可信	20%
3.	百度地图	1%
4.	地图	1%
5.	百度	-1%
6.	客服	-1%
7.	中心	-7%
8.	苹果	-7%

来源：百度指数、国金证券研究所

3.2.3 维修业务与二手手机业务完美互补

- **手机维修业务与二手手机业务之间存在着此消彼长的互补关系。**对于购买价格高的手机，由于出现故障后重置新机的成本较大，一般选择维修，故维修率较高，更新换代淘汰的二手手机数量较少，此时由于二手市场上该手机供给相对较少，因此该款二手手机价格较高。反之，对于购买价格便宜的手机，人们会倾向于更换新机，因此该款手机维修率会较低，二手手机的数量会增加，因此，该款二手手机价格也会偏低。因此，手机维修率和二手手机回收率之间存在着负相关，公司同时经营两个业务有利于分散风险，实现高低价手机市场的互补。

3.2.4 领先的信息管理能力，系统性打造全方位售后服务第一股

- **百华悦邦借助于先进的管理系统对公司业务和财务实施信息化管理，将手机维修板块，增值服务板块以及电子商务板块打造成一个完整的系统，致力于提供一站式的全方位管家式手机售后服务。**其中，BOMS 门店管理系统为公司聘请 IBM 公司进行开发，用作规范业务办理、物料管理等业务流程，该系统的 API 接口能够实现与苹果公司的全球售后服务系统实时自动同步对接。公司聘请安永公司实施了电子商务 EC 平台。该系统全面支持闪电蜂 PC 端、微信商业务运营，并且与公司现有系统实现了无缝对接，也预留了未来与电信运营商、零售商等合作伙伴的对接接口。公司领先的信息管理能力以及相应系统的持续更新、建设，将成为公司业务发展和增长的重要驱动力。

图表 32：百华悦邦项目投资表

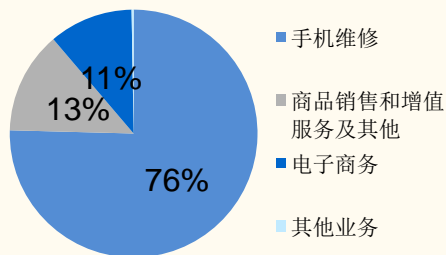
项目名称	投资总额（万元）	建设期（月）
闪电蜂电子商务平台优化项目	12777.61	36
集约化管理运营中心建设项目	4087	15
信息化系统改扩建项目	4075	24

来源：公司公告、国金证券研究所

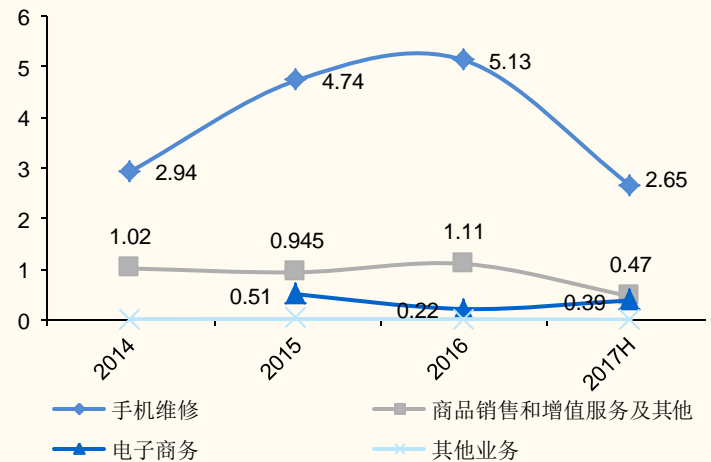
4、公司经营分析：“实体门店+电商平台”模式助力公司持续增长

- 百华悦邦以线下实体连锁门店与电商平台相结合的模式，实现公司在业务区域上的横向拓展和业务领域上的纵向拓展。作为国内苹果手机最大的授权售后服务商，百华悦邦在全国 22 个省级地区、90 多个地市建有 139 家售后服务连锁门店，业务范围遍布全国。2014 年 11 月底，公司创办“闪电蜂”电子商务平台，涉足手机售后服务电子商务市场。闪电蜂定位于“手机服务创新专家”，与传统的纯线下实体门店形成互补，使业务覆盖区域更广、产品与服务品类更全，进一步推动收入核心手机维修业务的发展。发展至今，公司形成了“实体门店+电商平台”、“自有渠道+运营商渠道+零售商渠道”、线上线下融合发展的业务模式，能够向消费者提供全方位、多品牌的手机售后服务。
- 手机维修业务贡献最大，电子商务业务增长较快。公司营业收入主要来自手机维修业务，截至 2017 年 7 月占比 76%，商品销售和增值服务、电子商务分别占比 13%、11%。主营业务中电子商务业务处于起步阶段，收入规模较小，但增长速度较快，截至 2017 年 6 月 30 日，电子商务业务上半年营业收入 0.38 亿元，同比增长 98.56%。手机维修业务稳定增长，2017 年上半年手机维修业务营业收入 0.26 亿元，同比增长 4.05%。百华悦邦近年来处于扩张状态，线下通过并购的方式扩张门店数量，扩大服务范围，深耕二三线城市，成为中国最大苹果官方授权的维修服务商；线上通过电子商务平台“闪电蜂”为客户提供检测等在线服务。O2O 的方式使得百华悦邦保持较高速的发展。

图表 33：2017 年半年度百华悦邦营业收入构成



图表 34：百华悦邦营业收入构成年度变化（亿元）

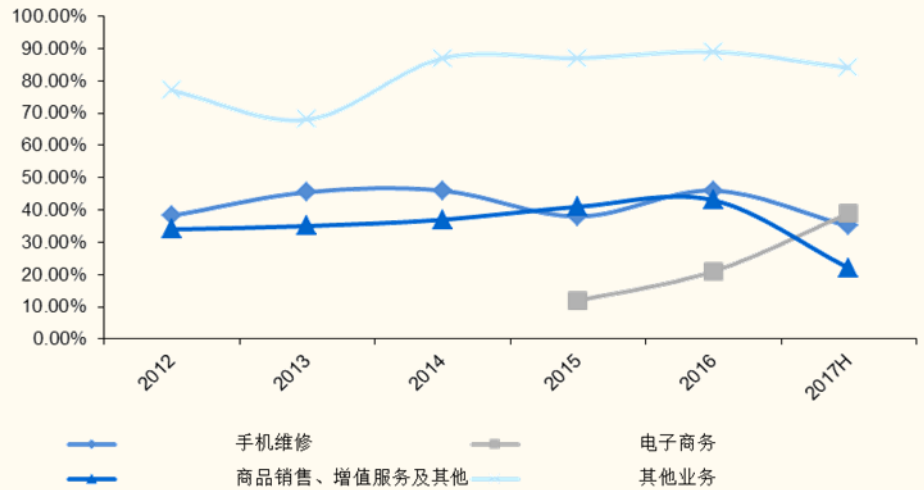


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司电子商务业务毛利率大幅快速提升，其余业务毛利率有所下降。2017 年上半年电子商务业务毛利率为 39.47%，同比上涨 57.69%，相比 2015 年同期上涨 919.89%，电子商务业务在短短的不到三年的时间迅速发展，成为支撑公司业务收入增长的另一大引擎，同时电子商务的线上服务也对线下门店起到促进作用，闪电蜂将手机检测维修业务进行汇总并分配到最近的门店，减少了客户的搜寻障碍，线上业务的发展也对线下业务起到一定的宣传作用；2016 年上半年手机维修业务毛利率从 39.84%略微下降到 2017 年上半年的 35.11%，主要是受到线上闪电蜂业务的挤出影响。

图表 35：百华悦邦毛利率变化图



来源：公司公告，国金证券研究所

4.1 手机维修：以苹果手机售后维修为主，苹果机维修毛利显著高于其他品牌

4.1.1 紧跟市场趋势，从服务多品牌向服务市场主流手机厂商转型

- 公司因时制宜，不断优化自己的客户群体。2007-2008年，公司成立初期，维修业务的格局是以诺基亚维修为核心、其他多品牌维修为辅助。2009-2012年，手机品牌的竞争格局发生变化，诺基亚的市场份额呈下降趋势，苹果进入中国并增长迅速。顺应手机厂商竞争格局的这一变化，公司建立并强化了苹果售后服务业务的布局。2012-2016年，iPhone在中国市场的存量和新增销量逐年大幅增长，公司进一步强化苹果业务，同时公司主动停止一些市场份额大幅下降的品牌业务，先后停止了摩托罗拉、HTC、飞利浦、诺基亚等品牌业务。

图表 36：不同时期的服务厂商

阶段	核心服务厂商	多品牌服务厂商
2007-2008年	诺基亚	三星、摩托罗拉、多普达、飞利浦、华为、中兴等十几个品牌
2009-2012年	诺基亚、苹果	摩托罗拉、HTC、飞利浦等
2012-2016年	苹果	三星、华为

来源：公司公告，国金证券研究所

4.1.2 手机维修业务简介及各细分业务收入构成

- 手机维修业务分为保内维修服务和保外维修服务。手机维修业务是公司的传统业务，是指在手机厂商的授权条件下，公司通过实体门店向手机使用者提供的保内维修服务和保外维修服务。

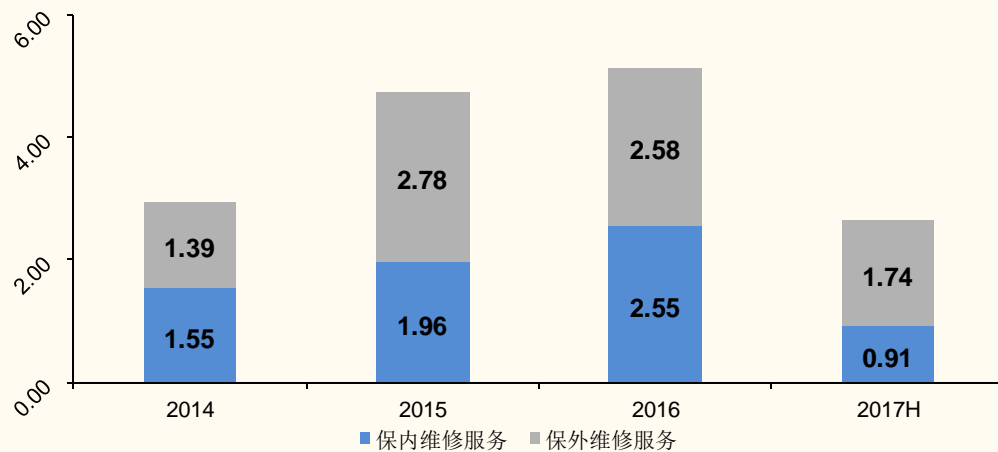
图表 37：连锁门店授权维修业务



来源：公司公告，国金证券研究所

- 手机维修业务收入逐年增长，保外维修收入超过保内维修收入。2016 年公司手机维修业务实现收入 5.13 亿元，同比增长 8.4%。同时保内维修收入占比呈现下降趋势、保外维修收入占比呈现上升趋势。2015 年开始，保外维修收入超过保内维修收入。

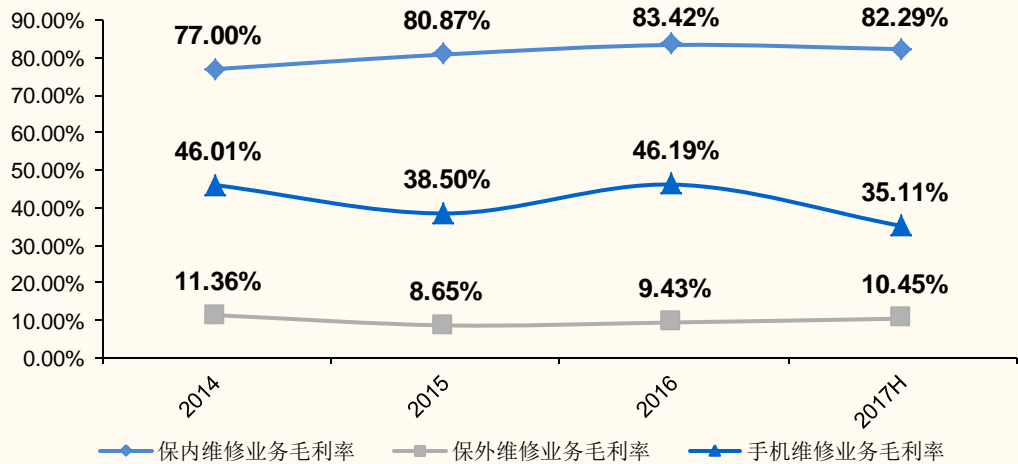
图表 38：公司手机维修业务收入的构成（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 保外维修业务毛利率远低于保内维修业务毛利率。2016 年手机维修业务整体的毛利率为 46.19%，同比增长 19.97%。由于公司保内维修占比下降、保外维修占比上升，同时保内维修服务的毛利率率远高于保外维修服务，因此公司 2017 年 H1 的维修业务毛利率出现下滑。

图表 39：手机维修业务毛利率比较

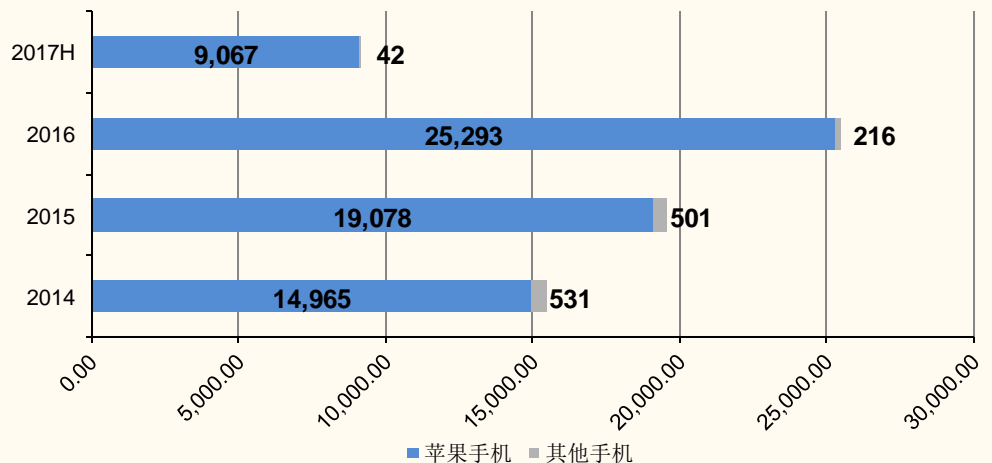


来源：公司公告，国金证券研究所

4.1.2.1 保内维修业务

- **苹果手机保内维修业务量提升，保内维修业务收入快速增长。**根据第三方调研机构 IDC 公布的数据，2014 年、2015 年和 2016 年，苹果公司在中国手机出货量分别为 37.4 百万部、58.4 百万部和 44.9 百万部。因此，苹果手机市场的良好销量带动了下游的苹果手机售后服务市场容量的稳定和扩大。随着苹果 iPhone X 等新系列手机的推出，苹果手机在国内出货量将增长，公司保内维修收入预计也将呈现增长趋势。其他品牌保内维修收入逐年减少的原因为公司关闭了多家其他品牌的直营门店，以三星为例，截至 2014 年末、2015 年末、2016 年末及 2017 年 6 月末，公司三星门店数量分别为 21 家、12 家、5 家及 2 家。

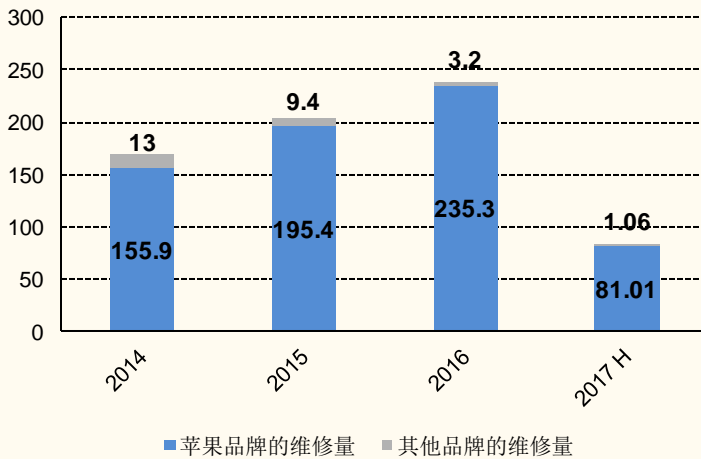
图表 40：保内维修业务收入品牌对比（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

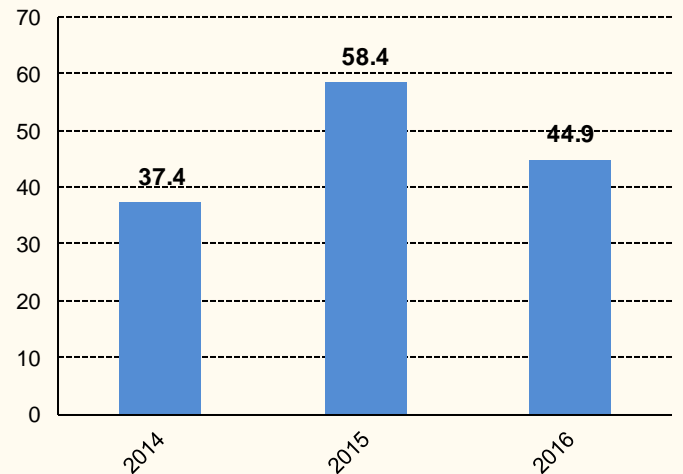
- **苹果保内维修业务量增长量与 iPhone 手机上一期出货量变化趋势一致。**苹果品牌的保内维修业务维修量变动受苹果公司在大陆地区出货量的变动的影 响，保内维修业务量与手机出货量之间存在滞后，报告期内各期苹果保内维修业务量的变化受前一年度及当期苹果手机出货量的影响，苹果保内维修业务量增长量与 iPhone 手机上一期出货量变化趋势一致。

图表 41: 苹果及其他品牌保内维修业务工单量 (万单)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

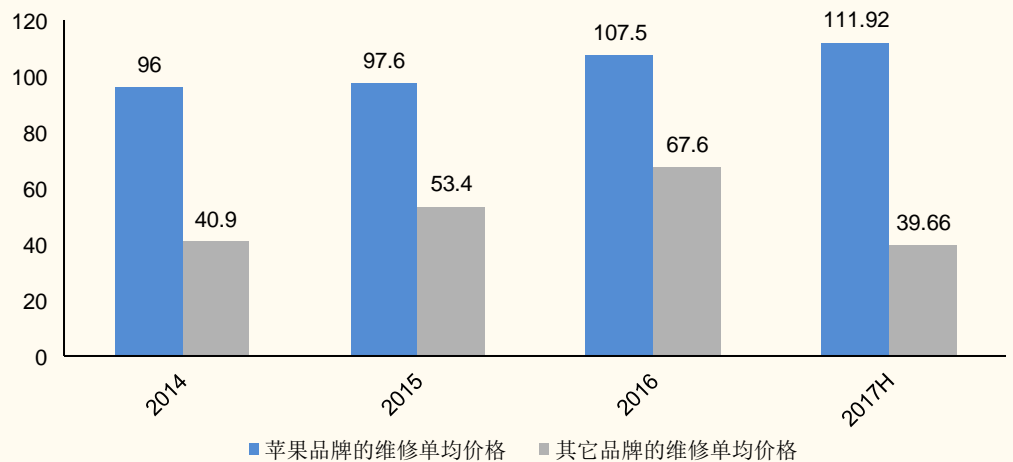
图表 42: 苹果手机在中国的出货量 (百万台)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **苹果手机保内维修业务单价不断增加。**2014 年和 2015 年公司保内维修业务主要为苹果手机整机交换业务, 劳务费按照苹果的标准劳务费结算, 但由于存在少量配附件更换的业务, 劳务费低于标准劳务费 60 元, 因此使平均保内维修价格略低。2016 年、2017 年上半年苹果品牌的维修单价较 2015 年增长较多, 原因是 2016 年 10 月至 2017 年 1 月期间, 苹果公司通过授权售后服务门店为手机用户免费提供保内维修换电池的服务, 并支付每单的劳务费高于标准劳务费 32 元。2016 年, 苹果公司保内维修业务新增了出借备用机的服务, 该项业务使得对应的每单工单增加劳务费 60 元。2017 年 1-6 月, 公司提供备用机服务的数量进一步增加, 导致 2017 年上半年保内平均维修价格较 2016 年进一步增长。

图表 43: 保内维修业务单价对比 (元/单)

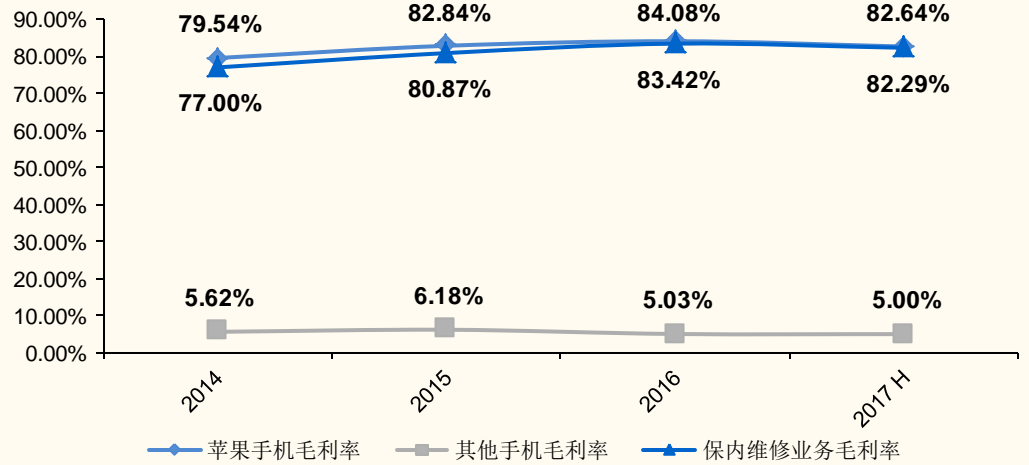


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **手机保内维修业务毛利率与苹果手机保内维修毛利率高度相关。**毛利率由 2014 年的 77.00% 上升至 2017H 的 82.29%。从 2014 年到 2017H 苹果品牌手机保内维修业务收入占总体保内维修业务收入的比重分别为 96.57%、97.44%、99.15% 和 99.54%。因此, 苹果品牌手机保内维修业务的毛利率总体呈逐年上升趋势是导致公司整体保内维修业务毛利率逐年上升的主要

原因。而苹果品牌手机保内维修业务毛利率上升是由苹果品牌保内维修业务单均价格逐年上升所致。

图表 44：保内维修服务各手机品牌毛利率

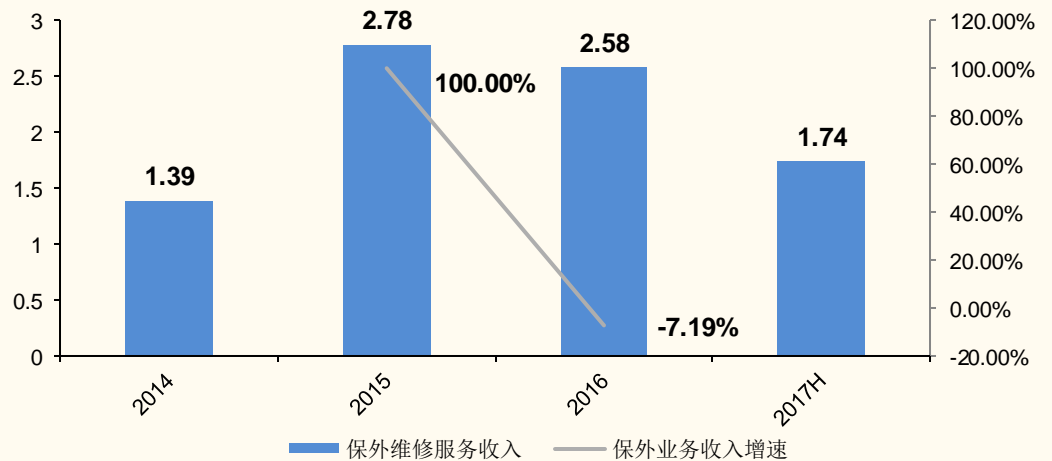


来源：公司公告，国金证券研究所

4.1.2.2 保外维修业务

- **苹果手机保外维修收入明显高于其他品牌且维持增长趋势。**2014 年至 2015 年，公司苹果保外业务增长较快，主要系苹果公司于 2014 年 9 月首次推出大屏 iPhone 手机，手机用户使用中意外损坏造成的碎屏概率更高，导致公司 2015 年保外业务上升较快。2016 年，公司保外业务收入较 2015 年减少 1,953.01 万元，2016 年第四季度苹果对于购买 2015 年 9-11 月生产的 iPhone 6S 用户给予免费更换电池业务，使得保外维修工单量下降所致。2017 年 1-6 月，公司保外维修服务收入为 17,427.29 万元，较 2016 年 1-6 月增加 3,117.96 万元，主要系月均保外业务工单量增长 0.21 万单，同时保外维修平均维修价格提高。

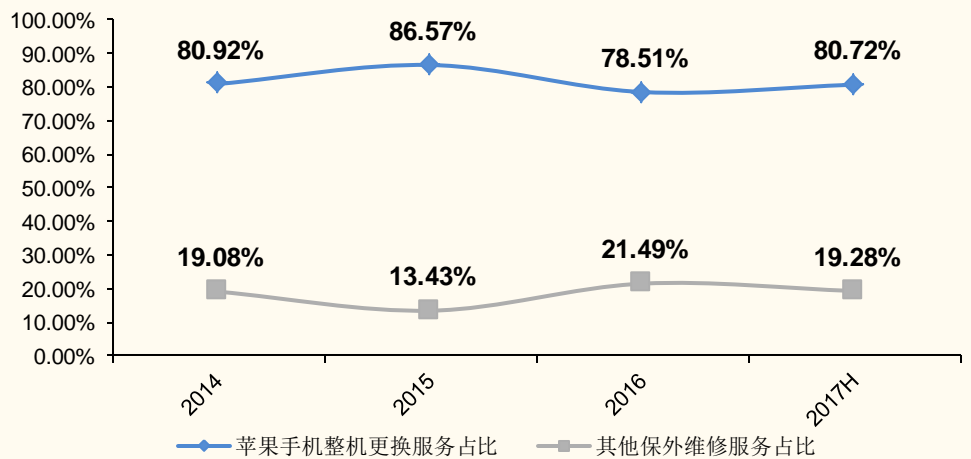
图表 45：保外业务收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **苹果手机保外维修是公司保外维修业务收入的关键。**公司保外维修服务收入主要由苹果品牌手机的整机更换服务收入构成，其中其他保外维修业务包含苹果手机以及其他品牌零部件的更新和维修。可见苹果手机的保外维修为公司保外维修业务收入贡献了绝对力量。

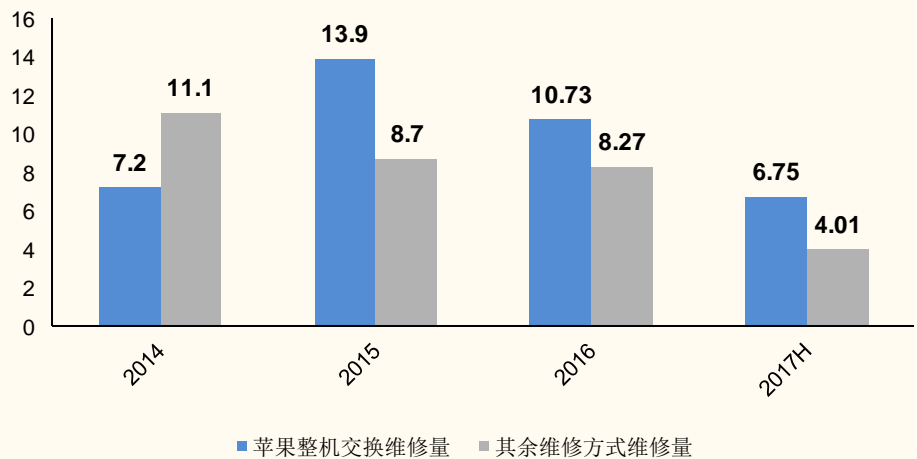
图表 46：保外维修业务收入品牌对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 除 2016 年苹果厂商政策调整外，苹果手机整机交换维修量维持上升态势。2015 年，苹果手机整机交换业务工单量增长 93.06%，原因在于苹果 2014 年推出大屏手机、碎屏概率提升导致苹果手机整机交换维修工单量增加。2016 年，公司苹果品牌整机交换方式维修量较 2015 年下降 22.81%，原因是公司 2016 年 10 月、11 月保内维修业务中换电池的业务激增，影响了保外维修服务，导致保外维修业务的维修量有所下降。2017 年 1-6 月，苹果品牌整机交换方式维修量较 2016 年同期略有增加，主要系苹果 iPhone7 系列手机的维修有所增长。其余品牌工单量逐年下降，主要是 2015 年公司关闭了 13 家三星、联想等品牌的手机维修门店，2016 年又关闭了 5 家三星品牌的手机维修门店，导致其余品牌保外维修业务维修量下降。

图表 47：保外业务维修量对比（万单）

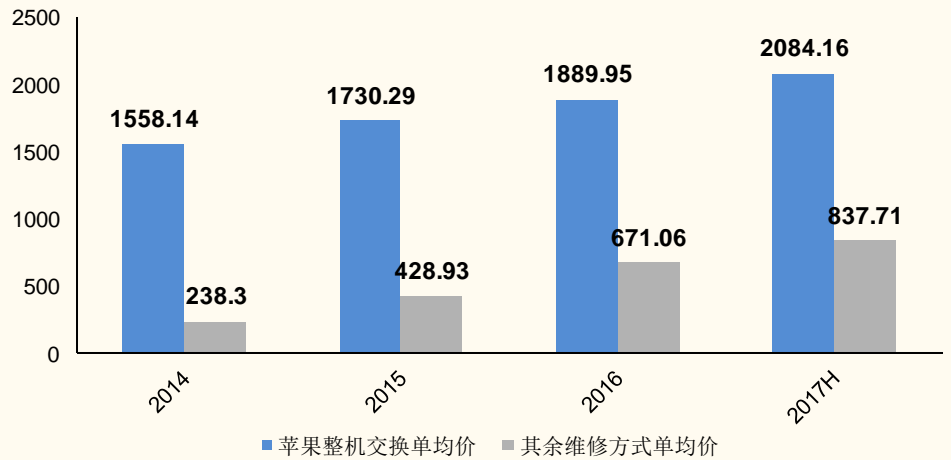


来源：公司公告，国金证券研究所

- 保外业务单均价持续上涨。2015 年，苹果手机整机交换方式保外维修平均单价上涨 11.05%，原因为苹果于 2014 年 9 月、2015 年 9 月新推出了 iPhone6/6s 系列手机，iPhone4/4s 系列的手机逐渐在市场上淘汰。iPhone6/6s 手机的整机交换价格高于 iPhone4/4s 系列，导致单均保外维修价格有所上涨。2016 年，公司苹果品牌整机交换方式维修单均价为 1,889.95 元/单，较 2015 年上涨 9.23%，主要系公司保外维修机型发生变化，iPhone6/6s 手机维修量进一步增长。2017 年 1-6 月，苹果品牌整机交换方式维修单均价较 2016 年增加 194.21 元/单，主要系 2017 年 1-6 月保外维修以苹果 iPhone 7 系列手机的非性能故障原因造成的保外维修服务

为主，平均维修价格较高。其余维修方式中苹果配附件更换业务单均价格持续上升，是由于苹果手机零部件价格逐年上升。此外，2016年下半年开始，维修和更换手机屏幕的比例提高，该项业务单均价格高。

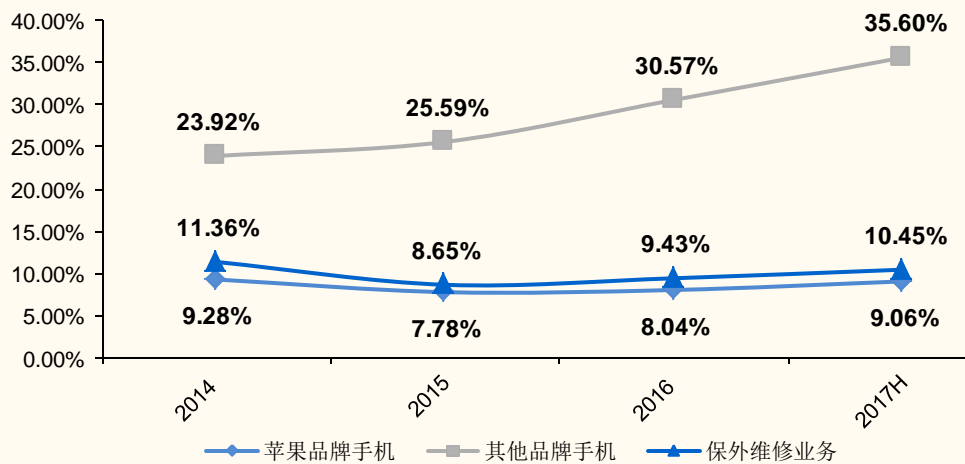
图表 48：保外业务单均价对比（元/单）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **其他品牌手机保外维修服务毛利率高于苹果手机。** 苹果品牌手机保外维修以整机交换方式为主，整机交换方式采取成本加价方式，即整机交换保外维修服务费的价格为“手机整机（或配件）的采购价格*（1+毛利率）+一定金额的服务费”，由于采购价格较高，使得苹果品牌手机保外维修的毛利率较低；其他品牌手机保外维修采取零配件更换方式，由于零配件采购价格较低，因此毛利率相对较高。

图表 49：保外维修服务各手机品牌毛利率



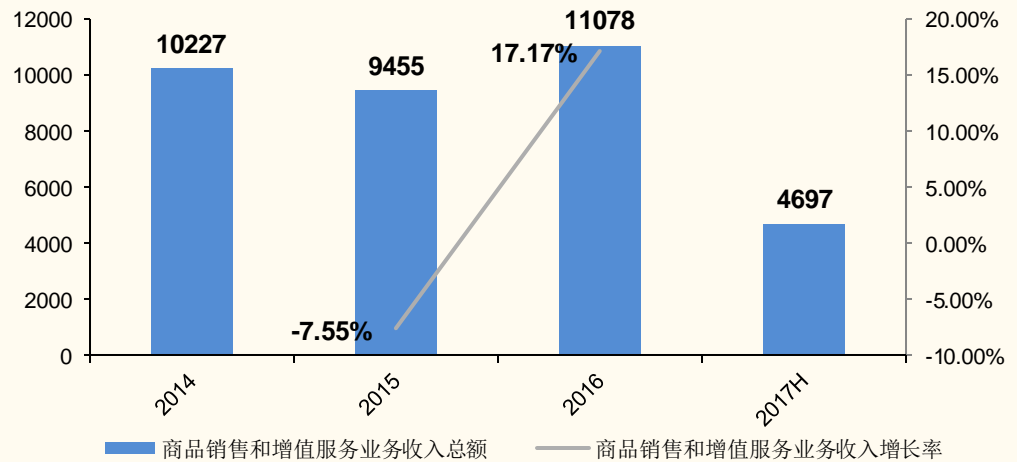
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 商品销售和增值服务：推出自有品牌商品，助力全方位系统化售后服务体系发展

- **推出自有品牌等详尽的配套商品，助力全方位系统化售后服务体系发展。** 公司商品销售业务的客户既包括个人消费者，也包括经销商客户（含零售商）。基于对消费者需求的深入分析，公司推出了经过苹果 Mfi 认证的高端配附件，如自有品牌“UKER”、Moment 系列的手机周边产品，以及其他第三方经过苹果 Mfi 认证的移动电源、数据线、U 盘等产品。增值业务包括如会员服务、综合检测业务、“无忧保”业务以及软件升级、存储备份、保养维护等。

- 商品销售和增值服务业务收入总额先下降再上升，2016 年增长率较 2015 年有较大提升。2016 年实现 11078 万元收入，较 2015 年增长率达 17.17%

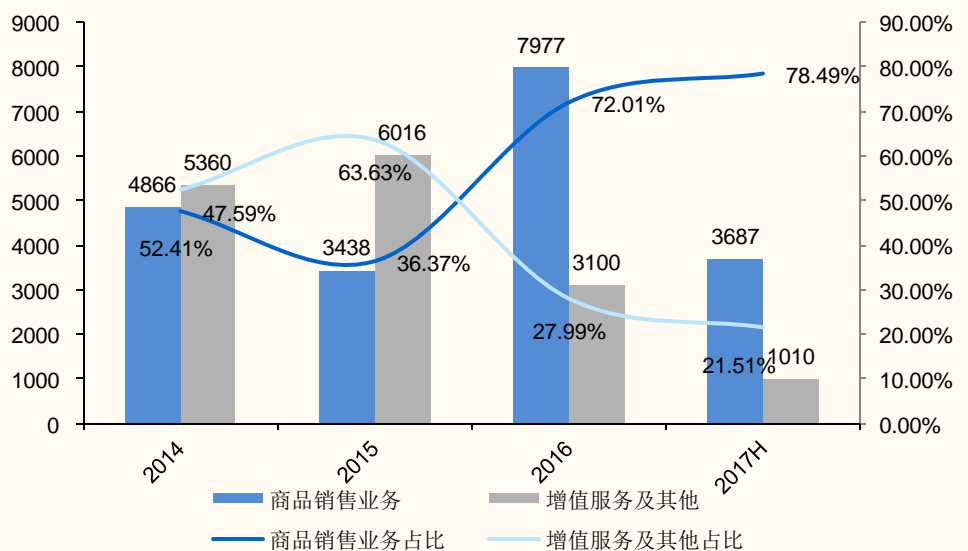
图表 50：商品销售和增值服务业务收入总额（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 商品销售业务收入占比不断提升，增值服务业务收入占比逐渐下降。其中，2015 年商品销售业务的收入比 2014 年降低的原因为 2015 年公司减少了线下直营门店低毛利商品的销售，同时增加了高毛利率的自有品牌 UKER 产品的销售。2015 年公司增值服务及其他业务收入较 2014 年增加的原因系 2014 年 10 月百邦连锁门店推出了“无忧保”手机保障产品，该业务确认收入金额较大所致。2016 年较上年同期减少，主要系公司于 2015 年停止销售无忧保手机保障产品。而。2017 年 1-6 月，增值服务及其他业务收入较 2016 年同期减少是发行人会员服务和检测服务销售数量下降所致。

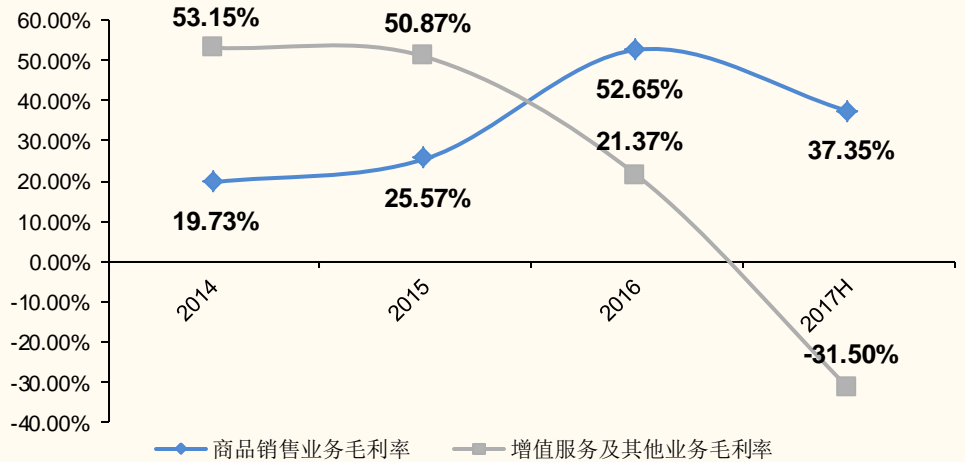
图表 51：商品销售和增值服务业务收入（万元）及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 商品销售毛利率大幅上升后出现回调，增值服务毛利率一路向下变负。2014-2015 年公司增值业务毛利率比较稳定，2016 年由于无忧保业务的暂停，毛利有所下降，但增值业务分摊的间接成本下降幅度相对较小，由此导致 2016 年增值业务毛利率下降，由于 2017 年 1-6 月发行人会员和检测费收入下降，而分摊的间接成本大于收入，导致毛利率为负数。

图表 52：商品销售和增值服务毛利率对比

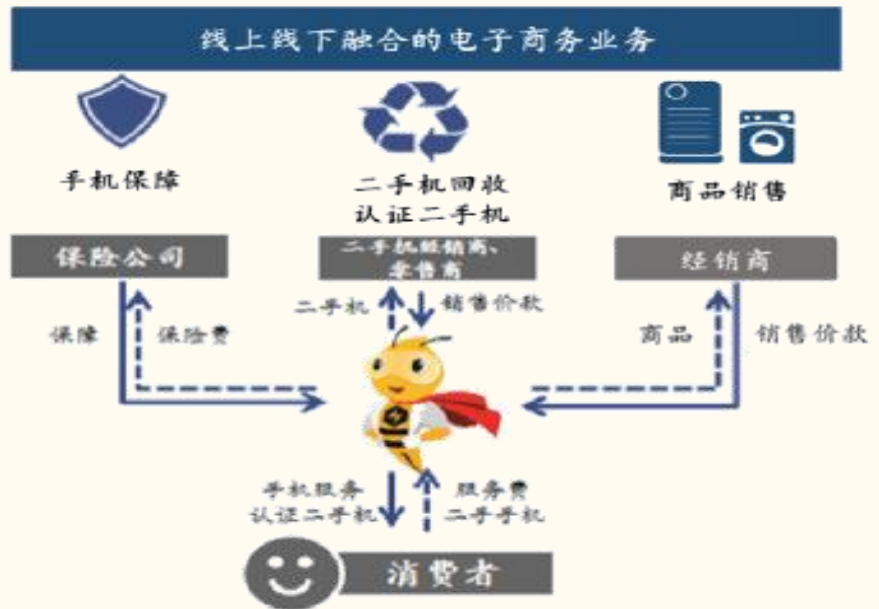


来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 电子商务业务：专注于手机售后服务领域的互联网公司，为全方位的系统化售后服务提供支持

- 专注于手机售后服务领域的互联网公司——上海闪电蜂电子商务有限公司。公司创办“闪电蜂”电子商务平台（www.sdfeng.com）。闪电蜂以服务创新为使命，定位于“手机服务创新专家”，主营业务包括二手机回收及销售、认证二手机销售、商品销售、手机保障等服务，致力于打造正规化、透明化的手机售后服务行业电子商务新模式。

图表 53：公司电子商务模式图

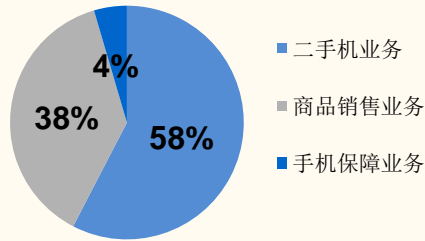


来源：公司公告，国金证券研究所

- 电子商务业务收入极具潜力。2017年1-6月较2016年全年电子商务业务收入涨幅巨大。2016年，电子商务业务收入较2015年减少主要系2016年公司二手机回收和销售业务亏损，于2016年下半年暂停，使当年二手机回收及销售收入大幅减少。2017年1-6月，电子商务业务收入较2016年全年增加1,674.38万元，由于公司对二手机业务的商业模式进行优化调

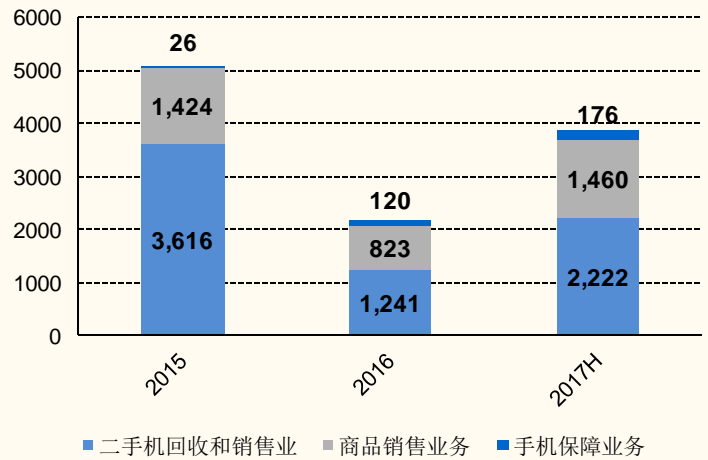
整，二手机销售渠道采取线上线下相结合的方式，二手机回收及销售业务规模扩大。同时，2017年经销商商品销售均通过闪电蜂平台开展。

图表 54：2017H 电子商务业务各细分业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

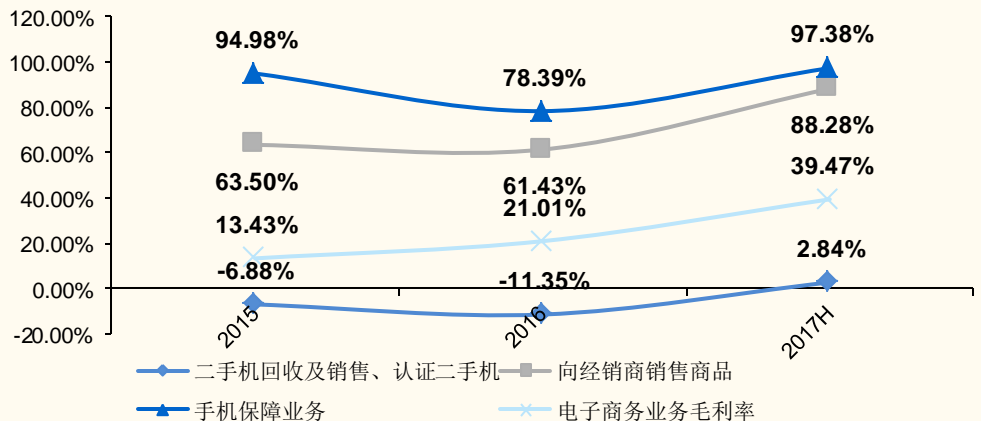
图表 55：电子商务业务各细分业务收入构成（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 电子商务业务毛利率提升迅速，二手机业务毛利率由负转正。** 发行人电子商务业务毛利率由 2015 年的 13.43% 上升至 2016 年的 21.01%，主要原因在于毛利率水平较低的二手机回收、认证二手机业务占收入总额的比例明显下降所致；2017 年 1-6 月，发行人电子商务业务毛利率由 2016 年的 21.01% 进一步上升至 39.47%，原因在于二手机回收及销售采购及销售渠道发生变化，使二手机业务毛利率由负转正，以及经销商销售产品结构的调整带来的毛利率回升。
- 二手机回收及销售、认证二手机业务处于初创摸索阶段。** 二手机回收和销售渠道仍然在探索过程中，因此 2015 年和 2016 年该项业务均出现亏损，但由于 2016 年发行人及时控制了二手机回收及销售、认证二手机的业务规模，因此亏损额度有限。二手机及认证二手机回收和销售业务毛利率由 2015 年 -6.88% 下降至 2016 年的 -11.35%，原因一是采购渠道由零散的个人变为中国移动等通讯公司，此时收购的二手机价格高、质量好。原因二是主要客户由深圳华强北二手机个体经销商变为全国各地二手机经销商。由于各区域市场价格参差不齐，难以统一管理，因此发行人并未在销售单价上保持优势，销售单价仅从 2015 年的 834 元上升至 924 元，上涨约 10.9%。综上所述，2015 年至 2016 年，发行人采购二手机的成本上升约 16%，而销售单价仅上升约 10.9%，因此造成毛利率由 -6.88% 下降至 -11.35%。

图表 56：电子商务业务及各细分业务毛利率对比



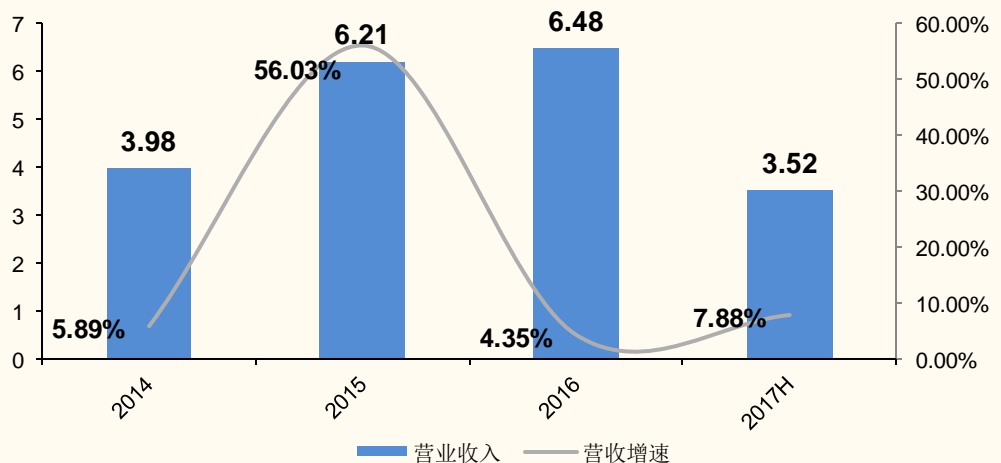
来源：公司公告，国金证券研究所

- **向经销商销售商品的业务毛利率大幅回升，手机保障业务毛利率最高。**公司向经销商销售商品的业务主要为公司通过 OEM 委托加工的方式生产的具有自主品牌手机壳膜、数据线等 UKER 产品及其他手机周边产品，这类产品单位价格低，但毛利率较高且稳定。2017 年 1-6 月，发行人主要通过电子商务平台向经销商销售商品，实现业务收入 1,459.55 万元，毛利率 88.28%，较 2016 年涨幅较大，主要是由于 OEM 厂商鬼脸壳膜套装供应商提供的采购价格折扣力度较大，公司上半年加大了鬼脸壳膜套装的采购，该款产品的毛利率为 92%、收入占比为 55.54%，使得经销渠道手机壳膜毛利率提高了 2.53%。手机保障业务 2016 年因为发生维修事项较多，导致其毛利率略有下滑，由于该业务规模较小，其毛利率变动对发行人毛利影响较为有限。

5、财务分析：营收净利稳定增长，管理费用率呈现下降趋势

- **大屏手机损坏率更高，公司营业收入稳定增长。**2016 年营业收入 6.48 亿，同比增长 4.33%。2017 年上半年营业收入 3.52 亿，同比增长 7.88%。其中 2015 年营收增速远远大于其他年份的原因是苹果公司于 2014 年 9 月首次推出大屏 iPhone 手机，用户使用中意外损坏造成的碎屏概率更高，导致公司 2015 年苹果保外业务增长较快。

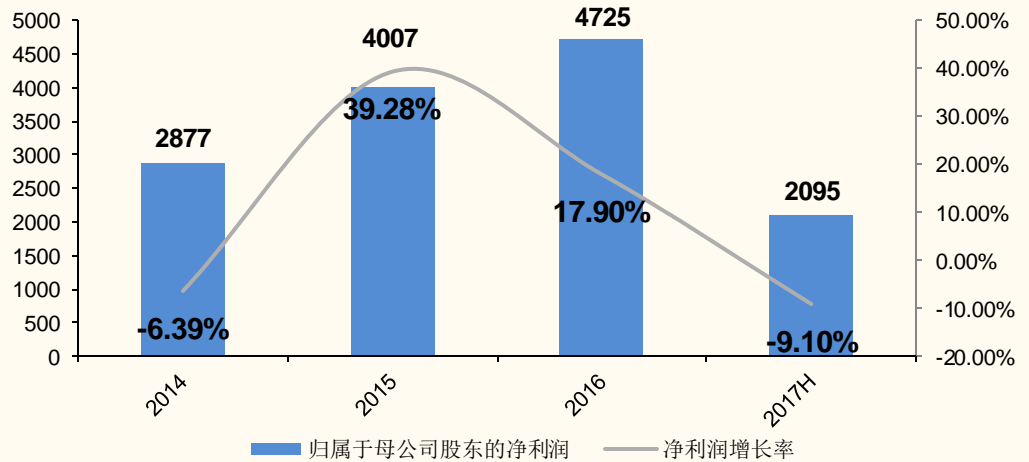
图表 57：公司近年营业收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **百华悦邦归母净利润整体呈上涨趋势，2017 年 1-6 月净利润增速由正转负。**归母净利润从 2014 年的 2877 万元上涨到 2016 年的 4725 万元，涨幅高达 64.23%。自 2015 年开始归母净利润增长率出现连续下降，2017H 净利润增长率由正转负，其原因为 2017 年上半年公司营业成本上升较快，营业成本占营业收入比重由 2016 年的 54.9% 上升到 65.9%。

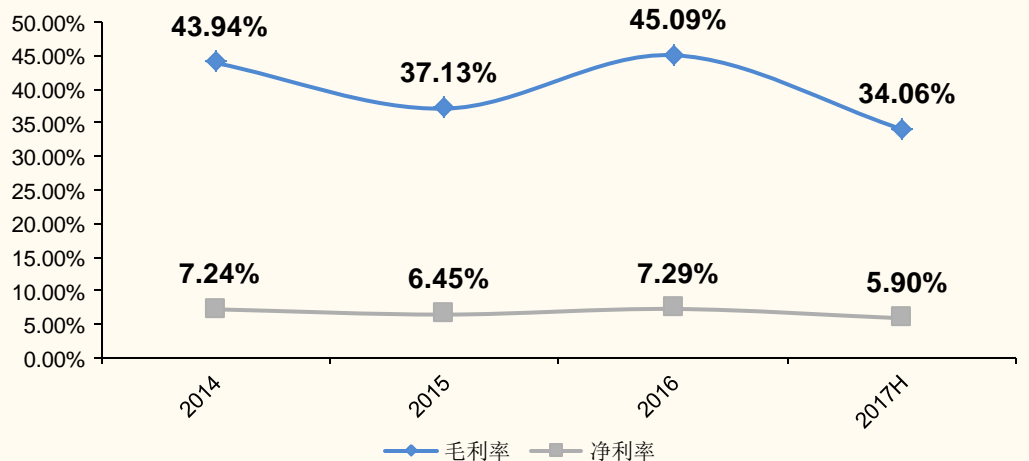
图表 58: 百华悦邦归母净利润 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **毛利率 34.06%、净利率 5.90%，2017 年 1-6 月均出现一定程度的下降。**由于 2017 年上半年手机维修业务的手机配附件成本出现大幅上升，带来营业成本的快速提升，使得公司毛利率和净利率出现较大幅度的下降。

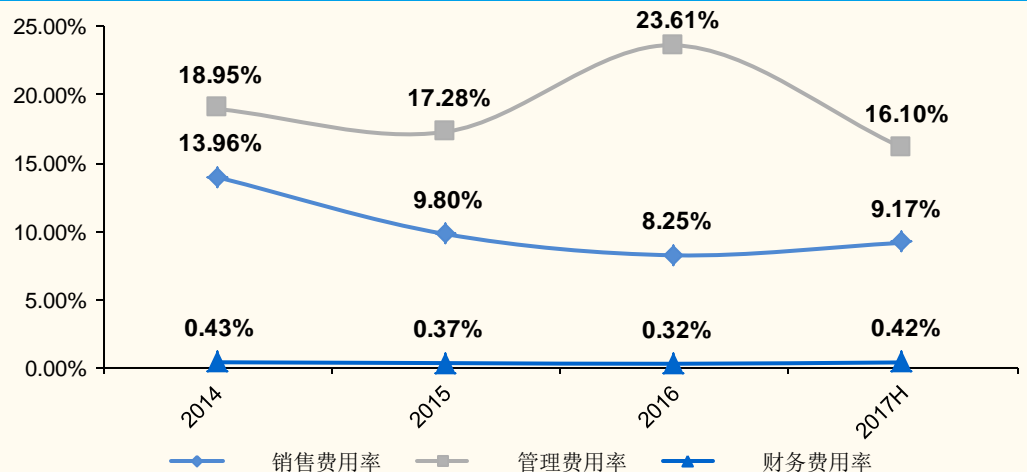
图表 59: 百华悦邦毛利率和净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **管理费用率呈现下降趋势，销售和财务费用率较稳定。**百华悦邦近几年管理费用逐年增长，主要是门店的扩张和整合费用支出增长，同时，百华悦邦开发了先进的 CRM 系统，提高了管理效率，使得管理费用率下降。由于公司采用了线上线下相结合的方式，大大减少了人工成本，同时公司采用了世界现金的 SAP 系统，减少了客户的等待时间，增加了客户单位时间服务量，这些使得销售费用率自 2014 年到 2016 年呈下降趋势。财务费用率近几年基本稳定。随着 CRM 系统的完善，公司的整体费率将得到进一步改善。

图表 60：百华悦邦三费率变化图



来源：公司公告，国金证券研究所

6、投资建议：公司线下门店数量在苹果手机中国官方授权服务商中位列第一，品牌效应显著。作为手机售后服务市场中进行全国性全方位系统化布局的第一股，业务覆盖“保-用-修-换”全生命周期的手机售后服务，极具稀缺性。

- 公司线下门店数量在苹果手机中国官方授权服务商中位列第一，品牌效应显著。截至 2017 年 6 月 30 日，百华悦邦覆盖了华北、华东、华南、东北等地区的业务，拥有 139 家售后服务门店网络，其中直营店 125 家，合作门店 14 家。覆盖 22 个省级地区、90 多个城市，拥有苹果品牌授权门店 123 家，在北京、上海、广州、深圳、天津等国内一线城市中的公司共有门店数量 24 家，占苹果授权服务商门店的 30%左右，百邦与苹果品牌具有强黏性。
- 作为手机售后服务市场进行全国性全方位系统化布局的第一股，业务覆盖“保-用-修-换”全生命周期的手机售后服务，极具稀缺性。在手机保有量增速逐年大幅下降的背景下，公司已经不局限于单纯的维修业务，开始全方位布局整块售后服务市场，将维修、保养、保障和二手手机回收销售等业务通过线上和线下一体化进行系统化的深度融合。依托线下门店的高覆盖率、自有品牌商品的推出、与第一大主营业务手机维修形成互补关系的二手手机业务进行全国性系统化的布局，实现一站式管家般的服务。在目前的 A 股市场中，独树一帜，极具稀缺性。
- 苹果公司 2018 年下调电池更换费用，带来增量顾客。苹果在 2018 年初将电池更换费用由之前的 79 美元降至 29 美元，这一降价更换电池的服务在整个 2018 年都将有效。因此，价格的下调会带来部分增量顾客。
- 总结：看好百华悦邦作为手机售后服务市场绝对龙头，未来有望在手机市场增量转存量的背景下，通过全国性全方位系统化的布局，在手机维修业务上稳定增长，在商品销售和增值服务以及二手手机业务上出现巨大的爆发。通过上市有助于进一步构筑品牌壁垒，提升管理效率。

7、风险提示

- 发行人主要收入来源于苹果手机维修业务的风险。公司主要客户是苹果公司，苹果手机维修业务收入占比较高。虽然公司是苹果公司在中国最大的授权售后服务商，公司与苹果公司合作已长达 8 年，合作关系稳定，但发行人仍存在对单一客户依赖的风险。发行人与苹果公司签订的《授权服务协议》的有效期一般为 1-2 年，授权期限较短。同时，苹果公司对授权售

后服务商的服务质量、客户满意度等方面有相关要求。未来因公司服务质量下降或其他原因失去部分或全部苹果公司的售后维修授权、或苹果手机维修费用出现大幅下降、苹果手机市场占有率出现大幅下滑等事件，均可能对公司的业务经营和盈利能力产生重大不利影响。

- **内部控制风险。**2013年6月，公司广州黄埔店有大量应返还给苹果公司的手机即将到期但尚未寄出，经核查，该店店长郝某将应该返还苹果公司的故障手机869台、苹果公司寄存新手机59台予以典当。2014年1月29日，广州市黄埔区人民法院判处郝某有期徒刑六年并处没收财产3万元。虽然公司持续修订内部控制制度，加强了对员工培训，并通过加强对门店现场检查、远程监测等一系列措施防范违法违规事件发生。但公司未来仍然存在因内控不当发生员工利用职务便利损害公司利益的风险。
- **服务收费单价下降的风险。**公司向手机厂商收取提供保修范围内服务的费用，向手机用户收取保外维修服务费用。公司保内维修服务的费用标准主要由手机厂商确定，保外维修服务的价格确定方式为成本加成方式，即在手机整机或配附件的采购价格的基础上加上一定金额的服务费，服务费涵盖了整机交换或配附件更换所必要的员工成本、税费及利润等。未来如果手机厂商降低售后服务收费标准或保外维修的价格降低，将对公司的经营业绩造成不利影响。
- **二手机市场竞争激烈，业务发展不达预期的风险。**由于二手手机回收商众多，如爱回收等，因此竞争激烈，另外，二手机市场虽然空间广阔，但刚刚起步，相关法律制度有待完善，故存在不确定性。
- **苹果手机出货量受降频门影响，存在维修量增速下降的风险。**苹果公司承认他们因为电池问题，会限制旧款iPhone的处理器速度，爆发降频门。降频门会对苹果手机销量产生不利影响，由于维修量与前一年手机出货量具有较大相关性，因此存在维修量增速下降的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	398	621	648	705	788	882	货币资金	17	62	7	42	321	371
增长率		56.2%	4.3%	8.8%	11.8%	11.9%	应收账款	71	73	75	66	73	73
主营业务成本	-223	-391	-356	-407	-456	-510	存货	13	11	7	11	14	14
%销售收入	56.1%	62.9%	54.9%	57.7%	57.8%	57.8%	其他流动资产	24	30	115	104	105	115
毛利	175	231	292	298	332	372	流动资产	125	176	204	223	513	573
%销售收入	43.9%	37.1%	45.1%	42.3%	42.2%	42.2%	%总资产	58.3%	66.7%	72.6%	64.8%	77.7%	76.5%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-7	-8	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	8	10	7	7	9	13
营业费用	-56	-61	-53	-78	-95	-115	%总资产	3.6%	3.6%	2.4%	2.1%	1.4%	1.7%
%销售收入	14.0%	9.8%	8.2%	11.0%	12.0%	13.0%	无形资产	73	71	62	107	131	155
管理费用	-75	-107	-153	-148	-158	-163	非流动资产	89	88	77	121	147	176
%销售收入	18.9%	17.3%	23.6%	21.0%	20.0%	18.5%	%总资产	41.7%	33.3%	27.4%	35.2%	22.3%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	39	57	79	66	72	85	资产总计	214	264	282	344	659	748
%销售收入	9.8%	9.1%	12.1%	9.3%	9.2%	9.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-2	-2	-2	1	4	7	应付款项	29	45	43	49	54	61
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	-0.1%	-0.5%	-0.8%	其他流动负债	32	42	42	48	54	66
资产减值损失	0	0	-11	0	0	0	流动负债	61	88	85	97	108	127
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	1	1	1	其他长期负债	7	4	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.3%	2.6%	0.7%	0.6%	0.5%	负债	68	92	86	98	109	128
营业利润	37	54	68	67	77	93	普通股股东权益	146	172	196	246	550	621
营业利润率	9.4%	8.8%	10.4%	9.5%	9.7%	10.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	-1	1	1	1	1	负债股东权益合计	214	264	282	344	659	748
税前利润	38	54	68	68	78	94	比率分析						
利润率	9.6%	8.6%	10.6%	9.6%	9.8%	10.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-9	-14	-21	-17	-19	-23	每股指标						
所得税率	24.7%	25.3%	31.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.719	0.984	1.160	1.246	1.071	1.296
净利润	29	40	47	51	58	70	每股净资产	3.655	4.223	4.805	6.052	10.132	11.428
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.331	1.966	1.776	2.097	1.257	1.704
归属于母公司的净利润	29	40	47	51	58	70	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	7.2%	6.5%	7.3%	7.2%	7.4%	8.0%	回报率						
							净资产收益率	19.68%	23.30%	24.14%	20.60%	10.57%	11.34%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.42%	15.19%	16.77%	14.75%	8.82%	9.41%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	19.08%	24.06%	27.50%	19.90%	9.83%	10.28%
净利润	29	40	47	51	58	70	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.89%	56.22%	4.33%	8.79%	11.81%	11.93%
非现金支出	20	18	31	7	11	16	EBIT增长率	-16.78%	45.73%	38.35%	-16.36%	10.03%	17.90%
非经营收益	-5	-1	-4	-1	-2	-3	净利润增长率	-6.39%	39.28%	17.90%	7.45%	14.53%	21.08%
营运资金变动	-31	23	-1	29	1	9	总资产增长率	9.08%	23.01%	6.79%	22.21%	91.55%	13.51%
经营活动现金净流	13	80	72	85	68	93	资产管理能力						
资本开支	-17	-20	-18	-51	-36	-43	应收账款周转天数	41.1	34.5	34.7	26.0	26.0	22.0
投资	0	0	-93	0	0	0	存货周转天数	17.3	11.1	9.3	10.0	11.0	10.0
其他	0	0	2	1	1	1	应付账款周转天数	17.8	6.0	4.5	4.0	4.0	4.0
投资活动现金净流	-17	-20	-109	-50	-35	-42	固定资产周转天数	7.0	5.6	3.9	3.7	4.3	5.3
股权募资	5	0	0	0	246	0	偿债能力						
债权募资	-15	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-11.59%	-35.99%	-29.09%	-37.34%	-67.39%	-67.83%
其他	-11	-21	-24	0	0	0	EBIT利息保障倍数	22.8	24.6	38.2	-129.6	-19.2	-11.9
筹资活动现金净流	-20	-21	-24	0	246	0	资产负债率	31.71%	34.79%	30.52%	28.40%	16.55%	17.07%
现金净流量	-24	40	-61	35	279	50							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH