

投资评级 **买入** 调高

强势拓展医疗养老，资源雄厚空间广阔

股票数据

12个月内目标价(元)	55.82
02月23日收盘价(元)	30.32
52周股价波动(元)	17.60-83.64
总股本/流通A股(百万股)	828/716
总市值/流通市值(百万元)	25321/21899

主要估值指标 (未考虑并购效应)

	2015	2016E	2017E
市盈率	62.6	-123.0	615.0
市净率	18.0	14.2	15.8
市销率	3.20	1.57	1.35
EV/EBITDA	16.2	60.7	22.7
分红率(%)	-	-	-

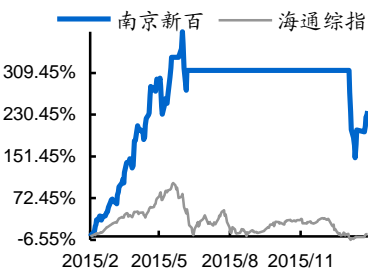
相关研究

《拟定增收收购 CO 集团 65% 股权，医疗养老业务加速整合，双主业成长空间广阔!》
2016.01.08

《前三季度扣非净亏 3.6 亿元，HoF 继续拖累业绩，短期关注复牌时点，长期期待公司“百货转型+大健康”双发展的前景》
2015.11.02

《HoF 并表致 1H15 收入增 306%，扣非亏损 1.7 亿，投资收益带动净利增 52%，关注复牌时点》
2015.08.28

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-18.5	-18.5	-18.5
相对涨幅 (%)	-13.2	0.5	0.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:余文心

Tel:0755-82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

联系人:王汉超

Tel:021-23154125

Email:whc10335@htsec.com

联系人:师成平

Tel:010-50949927

Email:scp10207@htsec.com

投资要点:

背靠三胞集团雄厚资源，大健康+商业双向发展。公司于2016年1月公告两项定增方案，将发行股份和募集配套资金收购 CO 集团、齐鲁干细胞、安康通和 Natali 股权，所有交易完成后将对上述公司全资控股，强势进军医疗和养老领域。公司并购前后控股股东均为三胞集团，旗下医疗、养老和商业等资源丰厚，未来将与公司形成业务协同；参照 Natali 和安康通的注入模式，以及南京新百作为集团大健康平台的定位，不排除进一步将优质资源注入的可能。

世界脐血库龙头，渠道、客户、技术等优势推动渗透率持续提升。并购完成后，公司将成为全球最大的脐带血库企业，拥有北京、广东、浙江、山东四大脐带血库，脐带血存储份数近 70 万份，兼具牌照稀缺性和规模优势。目前国内脐带血存储渗透率较低，公司借助广泛的医院渠道网络、所覆盖地区较强的支付能力、技术设备优势以及认可度的提升，脐带血存储渗透率未来将持续提升。

依托脐血库业务资源，横向拓展其他细胞存储，纵向拓展检测和治疗，空间巨大。存储业务方面，公司未来可拓展间充质干细胞、胎盘干细胞等其他类型细胞的存储以及向其他区域拓展，参照中源协和的情况，或可贡献 30% 以上空间。检测和治疗方面，基因测序市场广阔，CO 集团回归 A 股消除外资企业限制，释放检测、治疗方面拓展潜力，或从中介业务逐渐切入检测和治疗。庞大的脐血库样本结合基因检测，未来将形成基因大数据库，奠定精准医疗的基础。

中国养老需求巨大，安康通轻资产平台化快速扩张。中国老年人口快速增长，消费能力日渐提升。我国养老设施供给不足、居民支付能力较低造成养老服务的结构性的供需失衡，结合国家政策规划的“9037”方针，居家养老将是主要模式。公司养老板块布局的安康通和 Natali 均聚焦居家养老，契合发展趋势。安康通以老人易于操作的电话呼叫为界面，大数据支持和专业团队资源为优势，提供全方位的居家养老服务。安康通本身作为平台，并不直接提供具体服务，而是对接用户和服务商，具备显著的入口价值。

Natali 聚焦远程医疗和高端养老，经验成熟，拓展中国市场潜力大。Natali 是以色列领先的养老服务公司，业务涵盖远程医疗照护、紧急按钮、社区健康服务和居家养老四大方面。其中，心脏远程全天候监控作为核心业务，高端居家养老将是未来增长点。Natali 将拓展中国市场，依托成熟的经验，开展社区健康管理、员工健康福利和机构增值服务等业务。

盈利预测和估值。(1) 商业和房地产：国内物业、HoF 百货和房地产河西项目合计估值 215.5 亿元；(2) 医疗业务：脐血库业务合计估值 470.4 亿元；(3) 养老业务：安康通和三胞国际合计估值 152 亿元。公司 1 年内目标估值为 837.9 亿元，相对于增发完成后市值 454 亿元（以 20160222 收盘价 30.25 元计算），仍有 85% 的空间。以增发后的 15.01 亿股本计算，目标价为 55.82 元。

风险因素。并购整合进度不达预期；并购标的业绩不达承诺；安康通和 Natali 中国业务开展慢于预期；养老需求低于预期；出生人口数下降；消费不景气。

主要财务数据及预测 (假设 2016 年全年并表)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3353.36	7825.23	15953.77	21108.34	23115.55
(+/-)YoY(%)	17.66%	133.35%	103.88%	32.31%	9.51%
净利润(百万元)	135.24	400.39	-203.56	675.23	906.92
(+/-)YoY(%)	-29.02%	196.06%	-150.84%	-431.71%	34.31%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	1.12	-0.25	0.45	0.60
毛利率(%)	23.16%	32.03%	34.23%	38.86%	39.43%
净资产收益率(%)	10.17%	25.25%	-12.22%	14.33%	17.58%

资料来源：公司年报 (2013-2014)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 公司简介及近期收购要点梳理.....	6
1.1 公司简介：大健康+商业双轮驱动.....	6
1.2 定增收购 CO 集团及募集配套资金.....	7
1.3 定增收购安康通等及募集配套资金.....	7
1.4 两次交易后公司股权结构变动.....	9
2. 干细胞业务：世界脐血库龙头，业务拓展空间巨大.....	10
2.1 适用多种重病治疗，干细胞产业需求及潜力巨大.....	10
2.2 脐带血存储：渗透率提升带动收入，现金流丰厚稳定.....	11
2.3 业务拓展：依托渠道+客户+技术资源实现存储种类和产业链拓展.....	16
3. 养老业务：中国养老需求庞大，轻资产模式契合趋势.....	19
3.1 中国进入快速老龄化阶段，居家养老或为主要趋势.....	19
3.2 安康通：全方位居家养老平台.....	22
3.3 Natali：远程医疗+高端养老.....	25
4. 商业和地产业务：物业重估价值高，地产项目增厚收益.....	27
4.1 HoF 百货：英国第 4 百货连锁企业，债务高企致短期亏损.....	27
4.2 国内门店和房地产业务：门店物业价值较高，房产项目增厚业绩.....	28
5. 盈利预测和估值.....	29
6. 风险因素.....	33
财务报表分析和预测（未考虑并购效应）.....	34

图目录

图 1	公司各板块主要控股公司（并购完成后）	6
图 2	卫生部规定的脐带血造血干细胞治疗技术适应症种类	10
图 3	干细胞产业链示意图	11
图 4	全球干细胞存储市场规模（2010-2018E）	11
图 5	脐带血造血干细胞存储主要业务流程	12
图 6	国内官方脐带血库储量及占比（截至 2015 年 9 月底）	13
图 7	各脐血库所在省市及国内其他地区出生人口数（2014 年）	13
图 8	公司旗下脐带血库渗透率相比亚洲其他地区提升空间较大	14
图 9	公司旗下四个脐带血库所在省市人均收入位居国内前列	15
图 10	中源协和 2014 年各类型细胞新增存储量	17
图 11	中源协和 2014 年各地区收入占比	18
图 12	全球基因测序市场规模	18
图 13	中国 60 岁/65 岁及以上人口占比（1990-2015）	19
图 14	中国人口出生率（1949-2015）	19
图 15	上世纪 60 年代及 80 年代的婴儿潮将导致未来老年人口急增	20
图 16	老年人群消费总量占 GDP 比例预测	20
图 17	中国养老服务床位总数及人均养老床位数（2005-2015）	21
图 18	中国老年人口抚养比不断提升（2004-2014）	21
图 19	中国城乡养老机构床位利用率（2011-2014）	21
图 20	9073 养老体系示意图	22
图 21	安康通业务示意图	22
图 22	安康通紧急救助业务流程示意图	23
图 23	安康通一键通老人电话机和智能腕表	23
图 24	安康通电话服务范围	23
图 25	安康通健康管理业务流程示意图	23
图 26	安康通无线传输血压计和计步器	23
图 27	安康通居家助老业务示意图	24
图 28	安康通康复业务示意图	24
图 29	Natali 业务示意图	26

图 30 Natali（中国）员工健康福利业务示意图27

表目录

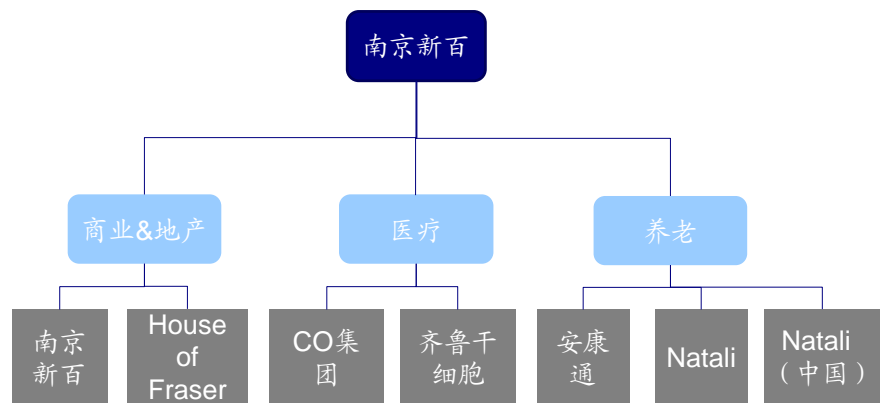
表 1 三胞集团主要参控股公司	6
表 2 定增收购 CO 集团及募集配套资金简要情况	7
表 3 CO 集团业绩承诺	7
表 4 定增收购安康通等及募集配套资金简要情况	8
表 5 配套募资项目情况	8
表 6 安康通等三家标的公司业绩承诺	9
表 7 两次交易前后公司股权结构变动（均包含配套融资）	9
表 8 CO 集团旗下脐带血库医院渠道覆盖情况	14
表 9 CO 集团主要财务数据	15
表 10 齐鲁干细胞主要财务数据	16
表 11 中源协和干细胞存储业务情况	17
表 12 基因检测部分临床应用	19
表 13 安康通各发展阶段商业模式	24
表 14 安康通各分公司付费用户数	25
表 15 安康通主要财务数据	25
表 16 Natali 主要财务数据	26
表 17 HoF 主要财务数据分析（FY2013-FY2015）	28
表 18 公司国内主要百货门店	28
表 19 公司物业价值估计	29
表 20 公司房地产业务情况	29
表 21 CO 集团旗下脐血库收入测算（2016-2018）	30
表 22 齐鲁干细胞脐血库收入测算（2016-2018）	31
表 23 CO 集团和齐鲁干细胞净利润测算（2016-2018）	31
表 24 公司分部估值测算	32
表 25 南京新百合并损益表及预测（假设 2016 年全年并表）	32

1. 公司简介及近期收购要点梳理

1.1 公司简介: 大健康+商业双轮驱动

公司 1993 年上市，以百货零售为主业逐渐向多元化经营拓展：1999 年新增房地产开发业务，2001 年投资制药行业，2012 年新增物业管理业务，公司 2014 年并购英国 HoF 百货实现海外布局，2015 年公告拟并购 CO 集团、齐鲁干细胞、安康通和三胞国际，强势转型医疗和养老产业。该系列并购完成后公司将形成大健康+商业双轮驱动的格局。

图1 公司各板块主要控股公司（并购完成后）



资料来源：公司年报及定增公告，海通证券研究所

公司并购前后的控股股东均为三胞集团，实际控制人均为袁亚非。三胞集团旗下除南京新百外，医疗、养老和商业等资源丰富的，如徐州三院、妙健康、麦考林等，未来或与公司在业务上形成协同；参照 Natali 和安康通的注入模式，以及南京新百作为集团大健康平台的定位，不排除进一步将优质资源注入的可能。

表 1 三胞集团主要参控股公司

板块	类别	参控股公司
金融投资	银行、证券、信托、期货、保险	江苏银行、华泰证券、南京证券、紫金信托、锦泰期货、幸福人寿、同人保险经纪
	担保、小贷、租赁、保理	汇通担保、宏图科技小贷、隆安租赁、紫金融资租赁、紫金商业保理
商贸流通	商业百货	南京新百、House of Fraser、宏图 ECC
	3C 连锁	宏图三胞、乐语通讯、Brookstone、万威国际
信息服务	文化传媒	《中国新闻周刊》、“热门话题”
	智慧安防	广州金鹏
	电商及物流	拉手网、美西时尚、商圈网、慧买网、万商玺卡、万事得、国采支付
健康医疗	健康医疗	徐州三院、大连和鑫
	健康养老	Natali、安康通、妙健康
	健康美丽	麦考林
地产开发	地产开发	宏图地产、文化地产

资料来源：三胞集团官网，海通证券研究所

公司近期公告了两项与干细胞和养老业务相关的非公开发行股份购买资产及募集配套资金方案，我们就交易要点梳理如下。

1.2 定增收购 CO 集团及募集配套资金

公司 1 月 8 日公告, 拟发行股份及募集配套资金用于购买金卫医疗 BVI 所持的中国脐带血库企业集团 (CO 集团) 65.4% 股权, 标的对价为 57.64 亿元, 剩余募集资金将用于补充流动资金和偿还银行债务:

(1) 发行股份支付部分收购对价: 公司拟以 18.61 元/股价格向金卫医疗发行 1.34 亿股用于支付股权对价 25 亿元, 锁定期 3 年。发行股份支付对价的比例为 43.37%。

(2) 配套募资支付部分对价: 同时拟以不低于 32.98 元/股价格发行股份募集 49 亿元用于支付现金对价 32.64 亿元, 剩余金额用于偿债和补充流动资金。本部分发行价格和发行对象将以询价方式确定, 其中公司实际控制人袁亚非认购不低于 10 亿元, 锁定期 1 年。

表 2 定增收购 CO 集团及募集配套资金简要情况

交易事项	交易对价 (亿元)	发行股数 (万股)	支付现金 (亿元)	交易对方
购买 CO 集团 65.4% 股权	57.64	13434	32.64	金卫医疗 BVI
募集配套资金	49.00	14857	-	不超过 10 名特定投资者, 其中袁亚非认购不少于 10 亿元

资料来源: 公司定增公告 20160108, 海通证券研究所; 注: 配套资金发行股数以定价基准日前 20 日均价的 90% 计

(3) CO 集团私有化后收购剩余股权: 后续待 CO 集团完成私有化, 公司再以 6.4 美元/股价格向金卫医疗现金收购剩余 34.6% 股权, 对价约为 17.36 亿元人民币 (2.67 亿美元), 公司已与金卫医疗签署《股份买卖协议》。上述交易完成后, CO 集团将从纽交所退市, 成为公司全资子公司。

(4) CO 集团业绩承诺: 金卫医疗承诺 CO 集团 16、17、18 年度净利润不低于 3 亿元、3.6 亿元和 4.32 亿元, 否则将进行补偿。

表 3 CO 集团业绩承诺

扣非归属净利润 (亿元)	2016E	2017E	2018E	合计
CO 集团	3.00	3.60	4.32	10.92
增速 (%)	-	20.0	20.0	-

资料来源: 公司定增公告 20160108, 海通证券研究所

1.3 定增收购安康通等及募集配套资金

公司 1 月 9 日公告: 拟非公开发行股份购买安康通 84% 股权, 三胞国际 100% 股权, 齐鲁干细胞 76% 股权, 并募集配套资金用于标的资产相关项目建设:

(1) 发行股份购买资产: 拟向广州金鹏、常州元康等安康通股东发行合计 2902 万股购买其持有的安康通 84% 股权, 交易对价 5.4 亿元; 拟向三胞集团、常州明塔等三胞国际股东发行合计 1.04 亿股购买其持有的三胞国际 100% 股权, 交易对价 19.4 亿元; 拟向银丰生物、新余创立恒远等齐鲁干细胞股东发行合计 1.84 万股购买其持有的齐鲁干细胞 76% 股权, 交易对价 34.2 亿元; 发行价格均为 18.61 元/股, 广州金鹏、常州元康、三胞集团、常州明塔锁定期为 3 年, 其余为 1 年。

表 4 定增收购安康通等及募集配套资金简要情况

标的资产	交易对方	持有标的资产股权比例 (%)	交易作价 (亿元)	发股数 (万股)
安康通 84%的股权	广州金鹏	48.00	3.09	1658
	常州元康	16.00	1.03	553
	赛领辅仁	7.50	0.48	259
	力鼎资本	5.00	0.32	173
	农银基金	2.50	0.16	86
	赛领并购	2.50	0.16	86
	东吴创投	1.25	0.08	43
	衡丹创投	1.25	0.08	43
	小计	84.00	5.40	2902
三胞国际 100%的股权	三胞集团	66.24	12.85	6905
	常州明塔	13.76	2.67	1434
	赛领辅仁	7.50	1.46	782
	力鼎资本	5.00	0.97	521
	农银基金	2.50	0.49	261
	赛领并购	2.50	0.49	261
	东吴创投	1.25	0.24	130
	衡丹创投	1.25	0.24	130
	小计	100.00	19.40	10425
齐鲁干细胞 76%的股权	银丰生物	40.00	18.00	9672
	新余创立恒远	30.00	13.50	7254
	王伟	4.00	1.80	967
	王山	1.00	0.45	242
	沈柏均	1.00	0.45	242
	小计	76.00	34.20	18377
发行股份购买资产小计			59.00	31703
配套融资			24.17	7329
合计			83.17	39032

资料来源：公司定增预案 20160109，海通证券研究所；注：配套融资发股数量按发行底价计算

(2) 募集配套资金：拟向不超过 10 名特定投资者以不低于 32.98 元/股价格定向发行不超过 7329 万股，募集资金 24.17 亿元，扣除发行费用后，拟用于标的资产呼叫中心&养老指挥中心等七个项目的建设运营及偿还银行贷款，锁定期为 1 年。

表 5 配套募资项目情况

项目名称	单个成本 (万元)	数量 (个)	投入金额 (亿元)	实施主体
呼叫中心&养老指挥中心建设及运营	388	30	1.16	安康通
健康养老移动终端开发、升级和推广	980	3	0.29	安康通
CRM 系统升级	994	3	0.30	安康通
养老护理人才培训基地建设	7846	3	2.35	安康通
远程医疗分诊与服务平台	3407	10	3.41	Natali (中国)
健康小屋	121	200	2.41	Natali (中国)
健康咨询服务中心	1121	20	2.24	Natali (中国)
偿还银行贷款	-	-	12.00	南京新百
合计			24.17	

资料来源：公司定增预案 20160109，海通证券研究所

(3) 收购标的业绩承诺: 安康通、三胞国际和齐鲁干细胞的股东分别对各标的公司作了盈利预测补偿承诺, 若标的公司扣非归属净利不达承诺则需补偿上市公司 (详见下表)。

表 6 安康通等三家标的公司业绩承诺

标的公司扣非归属净利 (万元)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	合计
安康通	790	1900	3100	4800	6850	17440
增速 (%)	-	140.5	63.2	54.8	42.7	-
三胞国际	7600	8400	10200	13200	17795	57195
增速 (%)	-	10.5	21.4	29.4	34.8	-
齐鲁干细胞	21000	27300	35500	-	-	83800
增速 (%)	-	30.0	30.0	-	-	-
合计	29390	37600	48800	-	-	-
增速 (%)	-	27.9	29.8	-	-	-

资料来源: 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所

(4) 收购完成后实现对三家标的公司全资控股: 公司原已持有安康通 16% 股权, 未来将通过 CO 集团间接持有齐鲁干细胞 24% 股权, 因此本次交易和收购 CO 集团完成后, 公司将持有安康通、三胞国际和齐鲁干细胞各 100% 股权。

1.4 两次交易后公司股权结构变动

上述两次交易完成后袁亚非仍为实际控制人。两次交易完成后, 三胞集团仍为公司控股股东, 持股比例由 31.3% 下降至 21.9%; 实际控制人袁亚非直接持股以及通过控股公司三胞集团、广州金鹏以及一致行动人中森泰富合计持有股权 27.3%, 控制地位稳固。

交易后公司股权结构更为分散。公司除三胞集团外其他持股比例在 3% 以上的股东包括金卫医疗 BVI (8.9%)、银丰生物 (6.4%)、立恒远投资 (4%) 和华美联合 (3%)。由于两次交易合计发行股份数量达 6.73 亿股, 占原总股本的 81%, 原有股权较大程度被稀释, 整体股权结构更为分散。

表 7 两次交易前后公司股权结构变动 (均包含配套融资)

股东名称	交易前		收购 CO 交易		收购安康通等交易		两次交易后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	认购股数 (万股)	占比 (%)	认购股数 (万股)	占比 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
三胞集团有限公司	25925	31.3	-	-	6905	17.7	32830	21.9
南京中森泰富科技发展有限公司	3500	4.2	-	-	-	-	3500	2.3
袁亚非	-	-	3032	10.7	-	-	3032	2.0
广州金鹏集团有限公司	-	-	-	-	1658	4.2	1658	1.1
金卫医疗 BVI	-	-	13434	47.5	-	-	13434	8.9
银丰生物工程集团有限公司	-	-	-	-	9672	24.8	9672	6.4
新余创立恒远投资管理有限公司	-	-	-	-	7254	18.6	7254	4.8
上海金新实业有限公司	5931	7.2	-	-	-	-	5931	4.0
南京华美联合营销管理有限公司	4466	5.4	-	-	-	-	4466	3.0
南京商贸旅游发展集团有限责任公司	4132	5.0	-	-	-	-	4132	2.8
南京加大投资管理有限公司	3558	4.3	-	-	-	-	3558	2.4
招商证券客户信用交易担保证券账户	2957	3.6	-	-	-	-	2957	2.0
常州三胞明塔投资合伙企业 (有限合伙)	-	-	-	-	1434	3.7	1434	1.0
海通证券客户信用交易担保证券账户	1386	1.7	-	-	-	-	1386	0.9
配套融资投资者 (收购 CO 集团, 除袁亚非外)	-	-	11825	41.8	-	-	11825	7.9
配套融资投资者 (收购安康通等)	-	-	-	-	7329	18.8	7329	4.9
其他 (持股小于 1%)	30946	37.4	-	-	4779	12.2	35725	23.8
合计	82802	100.0	28291	100.0	39032	100.0	150125	100.0

资料来源: 公司定增公告 20160108, 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所

2. 干细胞业务：世界脐血库龙头，业务拓展空间巨大

2.1 适用多种重病治疗，干细胞产业需求及潜力巨大

干细胞治疗方兴未艾，或成继药物、手术后疾病治疗的另一手段。干细胞可以通过分裂维持自身细胞的特性和数量，又可进一步分化为各种组织细胞，从而可修复损伤的组织细胞、替代损伤细胞的功能，也可通过分泌蛋白因子刺激机体自身细胞的再生功能，可用于治疗多种疾病包括血液免疫系统疾病、神经系统疾病、心脑血管疾病、肿瘤等，有望成为继药物治疗、手术治疗后的另一种疾病治疗手段，是再生医学的重要资源基础。

造血干细胞治疗恶性及重大疾病用途广泛，应用相对成熟。根据国家卫生部颁发的《脐带血造血干细胞治疗技术管理规范（试行）》中规定，脐带血造血干细胞治疗技术适用于包括骨髓衰竭、血红蛋白病、重症免疫缺陷病、急性白血病、恶性淋巴瘤等 10 余类疾病。在实际临床应用中，CO 集团旗下血库所出库的脐带血造血干细胞已经应用于上述类型下的 37 种疾病的治疗，在治疗恶性及其他重大疾病方面取得了广泛的应用。

图2 卫生部规定的脐带血造血干细胞治疗技术适应症种类

遗传性及先天疾病	获得性恶性疾病	获得性非恶性疾病
<ul style="list-style-type: none"> • 骨髓衰竭 • 血红蛋白病 • 重症免疫缺陷病 • 代谢性疾病 	<ul style="list-style-type: none"> • 急/慢性白血病 • 骨髓增生异常综合征 • 多发性骨髓瘤 • 恶性淋巴瘤 • 其他某些恶性肿瘤 	<ul style="list-style-type: none"> • 重症再生障碍性贫血 • 重症放射病 •

资料来源：卫生部《脐带血造血干细胞治疗技术管理规范（试行）》，海通证券研究所

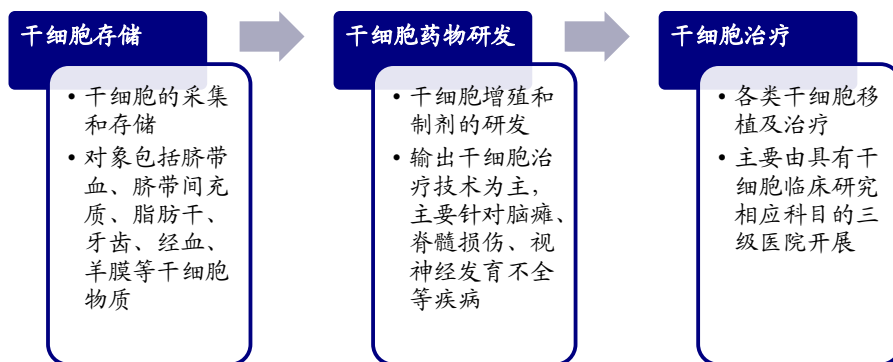
造血干细胞治疗相比骨髓移植等方法更具优势。近年海内外的临床实践证明，脐带血造血干细胞移植比传统上骨髓和外周血干细胞移植效果更具优势：（1）脐带血中的造血干细胞比骨髓和外周血中的干细胞聚集度更高；（2）脐带血造血干细胞采集较容易、不具伤害性，不会对产妇及新生儿产生任何不良影响，也避免了骨髓采集中的；（3）做异基因移植时较少排斥反应，发生移植物抗宿主疾病程度亦较骨髓移植轻；（4）脐带血干细胞对捐献者的家庭成员有更高的匹配几率。因此，脐带血造血干细胞有可能成为未来造血干细胞移植的主要来源，脐带血造血干细胞储存也愈发被人们接受和采纳。世界脐血库联盟数据显示：脐带血的综合使用比率超过 1/10，远远超过骨髓库 1/1000 的使用率。

间充质干细胞未来也具发展潜力。间充质干细胞来源于发育早期的中胚层和外胚层，属于多能干细胞。其具有多向分化潜能、造血支持和促进干细胞植入、免疫调控等特点。间充质干细胞在体内或体外特定的诱导条件下，可分化为脂肪、骨、软骨、肌肉、肌腱、韧带、神经、肝、心肌、内皮等多种组织细胞，连续传代培养和冷冻保存后仍具有多向分化潜能，可作为理想的种子细胞用于衰老和病变引起的组织器官损伤修复。目前国际上已有多项间充质干细胞相关的临床研究，未来有望应用于组织损伤、自身免疫性疾病等的治疗。

干细胞行业市场空间广阔，快速增长。干细胞行业虽然尚处于研究和试验阶段，未进入到大规模产业化阶段，但是已显现出具有巨大的发展潜力。根据 Market Research 及 Transparency Market Research 的数据显示，2010 年全球干细胞市场规模约为 215 亿美元，2014 年已达 500 亿美元，预计 2018 年全球干细胞医疗市场将超千亿美元。我国 973 计划、863 计划、重大新药创制专项、国家自然科学基金等国家级项目也在干细胞科学及转化应用研究领域也展开了大量研究，近十年取得了一批标志性成果。预计到

2016 年，国内干细胞产业的市场规模有望超过千亿元。

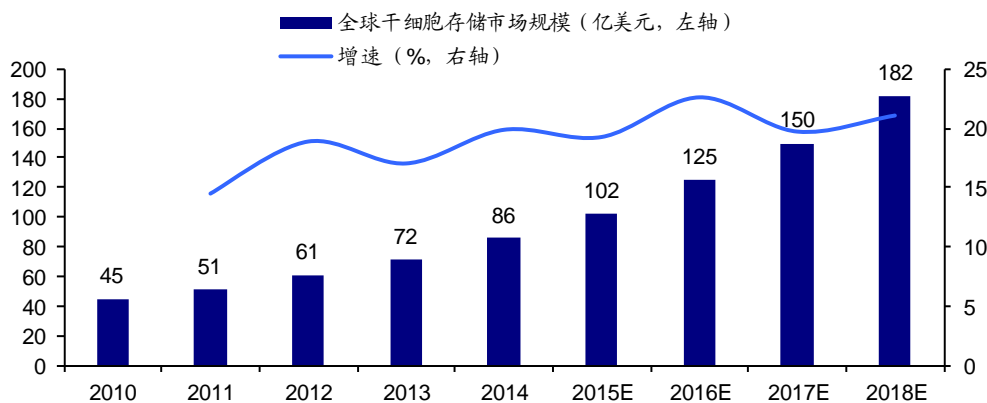
图3 干细胞产业链示意图



资料来源：公司定增公告 20160108，海通证券研究所

干细胞存储作为产业链的基石，发展成熟，规模迅速扩张。干细胞产业链分为干细胞存储、干细胞药物研发和干细胞治疗三个环节，分别进行干细胞的采集和存储、干细胞的增殖和干细胞药物制剂的研发以及干细胞移植和治疗。其中干细胞存储是产业链的最上游，是产业链其他环节以及干细胞研究的基础，在产业链中发展也最为成熟。根据 Market Research 及 Transparency Market Research 统计，2014 年全球干细胞储存市场规模为 85.7 亿美元，同比增长 19.86%，占全球干细胞产业市场份额的 16.9%。预计 2015 年全球干细胞储存市场规模将达到 102.2 亿美元，到 2018 年全球干细胞储存市场容量将增长至 181.6 亿美元，发展空间广阔。

图4 全球干细胞存储市场规模 (2010-2018E)



资料来源：Market Research 及 Transparency Market Research，海通证券研究所

2.2 脐带血存储：渗透率提升带动收入，现金流丰厚稳定

公司所并购的中国脐血库企业集团 (CO 集团) 和齐鲁干细胞工程有限公司 (齐鲁干细胞) 均为以脐带血造血干细胞存储为主营业务，旗下分别拥有北京、广东、浙江和山东四处国家批准的脐带血库。两家公司均具有完善的签约、采血、运输、冻存、解冻复苏出库以及后续跟踪服务的血库综合服务链。

图5 脐带血造血干细胞存储主要业务流程

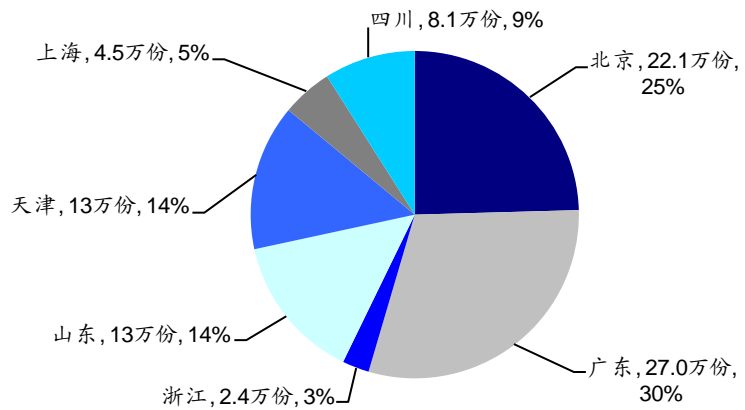


资料来源：CO集团官网，海通证券研究所

2020年前国家批准脐血库维持7家，牌照壁垒确保稀缺优势。根据2015年12月31日国家卫计委发布的《关于延长脐带血造血干细胞库规划设置时间的通知》，全国脐带血造血干细胞库规划设置时间延长至2020年，即2020年以前全国设置7家脐带血造血干细胞库，分别是北京市、天津市、上海市、浙江省、山东省、广东省、四川省脐带血造血干细胞库，不再新增。而以历史经验来看，一个脐血库从筹备到验收平均需要经历6-7年的时间。因此在未来十余年的时间内，国内官方批准的脐带血库将保持现有格局，竞争环境保持宽松状态，现有的脐血库牌照将继续具有稀缺价值。

独占国内过半的官方脐带血库，规模全球领先。公司在两次收购完成后，将拥有北京、广东、浙江和山东4家脐带血库，占目前国家批准的脐带血库数量过半。截至2015年9月底，公司将拥有的四家脐带血库的储量近70万份，加上CO集团战略投资的Cordlife在其他7个国家的储量，关联储量已近100万份，超过了原来世界最大的脐带血库美国Cord Blood Registry（CBR）的50万份，成为全球最大的脐带血库公司。截至2015年9月底，公司在国内以储量计的市场份额达71.6%，市场控制力强大。

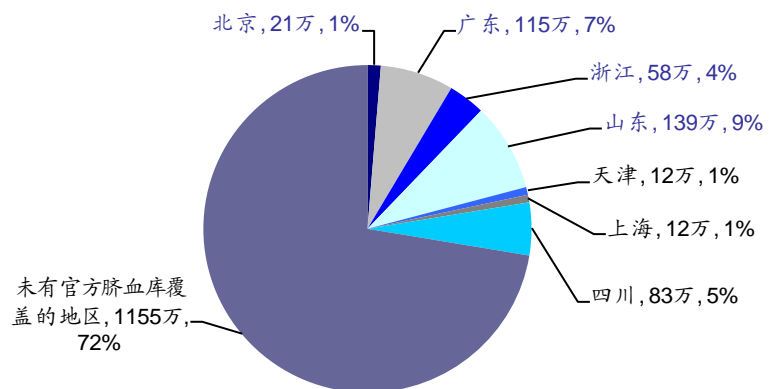
图6 国内官方脐带血库储量及占比 (截至 2015 年 9 月底)



资料来源: 公司定增公告 20160108, 海通证券研究所

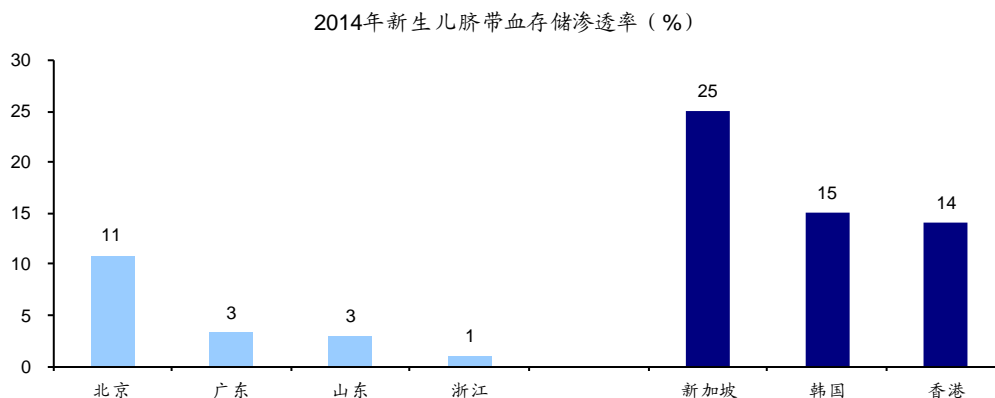
覆盖地区广泛, 市场拓展空间充足。公司并购后将拥有的北京、广东、浙江和山东 4 大脐带血库, 2014 年覆盖出生人口达 333 万人, 占全国出生人口的 20.9%, 客群覆盖广泛。由于众多省市尚未开设国家批准的脐带血库, 公司旗下的脐带血库覆盖范围可能延伸至周边其他省市, 覆盖范围更广。

图7 各脐血库所在省市及国内其他地区出生人口数 (2014 年)



资料来源: 各省市统计局, 海通证券研究所

目前国内脐带血存储渗透率较低, 提升空间大。根据公司披露数据, 经营较为成熟的北京库 (2002 年通过验收) 2014 年脐带血存储在新生儿中的渗透率为 10.85%, 相比之下, 广东库和浙江库的新生儿渗透率仅为 3.28% 和 1.04%, 提升空间较大。而根据 Deloitte、Citi、First Berlin Research、Rodman & Renshaw 等机构的统计, 新加坡、韩国和香港地区的新生儿脐带血存储渗透率分别达到了 25%、15% 和 14%, 长期来看公司旗下各库新生儿渗透率还有更大的提升空间。

图8 公司旗下脐带血库渗透率相比亚洲其他地区提升空间较大


资料来源：公司定增公告 20160108, Deloitte、Citi、First Berlin Research 等，海通证券研究所

渠道网络、支付能力、认知提升、技术优势将驱动公司业务渗透率持续提升：

(1) **医院渠道覆盖率存在提升空间**：广泛的医院合作网络是公司获取新客户的主要渠道，也提供了直接接触客户的机会，为公司业务增长及拓展奠定了基础。截至 2015 年 9 月底，CO 集团与北京、广东、浙江共计约 346 家医院达成了采供血合作协议，目前 CO 集团在北京的医院覆盖率较高，达到 92%，而广东和浙江分别为 50.1% 和 43.7%；另一方面，广东和浙江所覆盖医院的新生儿渗透率分别为 8.7% 和 5.9%，均显著低于北京的 13%。公司未来将努力提升广东和浙江库的医院覆盖率和新生儿渗透率，有望向北京库看齐，将释放较大的增长潜力。

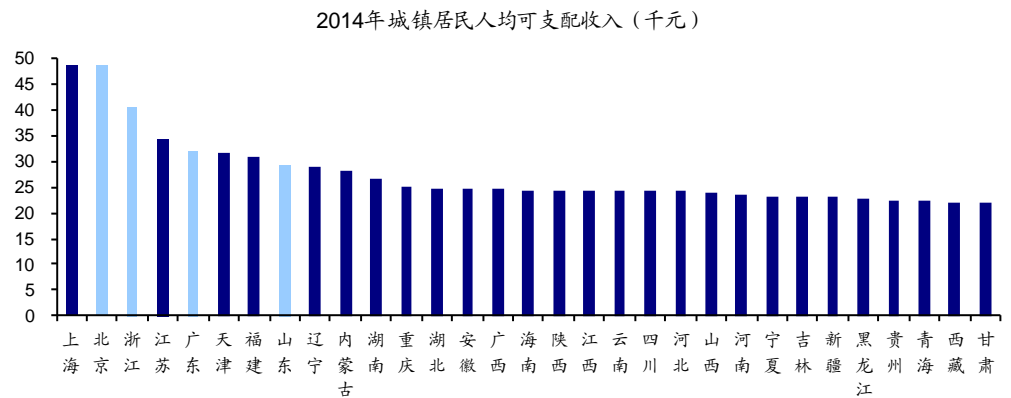
而在营销方式上，公司未来除传统的通过医生销售宣传外，还将通过网络营销和现场孕教活动等方式提高消费群体对脐带血造血干细胞应用的认知，配合销售团队专业水平的提升，也将促进客户获取的成功率。

表 8 CO 集团旗下脐带血库医院渠道覆盖情况

项目	北京	广东	浙江
覆盖医院数量 (家)	117	170	59
具有助产资质的医院覆盖率	92.0%	50.1%	43.7%
2015 年 1-9 月覆盖医院新生儿分娩量 (千个)	111.5	342.3	115.9
2015 年 1-9 月脐血采集数量 (千例)	14.5	29.8	6.8
所覆盖医院新生儿渗透率	13.0%	8.7%	5.9%

资料来源：公司定增公告 20160108，海通证券研究所

(2) **所覆盖区域具备较高的支付能力基础**：脐带血自体存储属于可选项目，且费用较高，总金额在 2 万元及以上，因此主要的客群是收入较高的家庭，所在地的收入水平将直接影响用户购买该项服务的意愿。公司旗下脐带血库所在的北京、浙江、广东、山东的 2014 年城镇居民人均可支配收入分别位列全国各省市的第 2、3、5、8 位，均在 2.9 万元以上，具备良好的支付能力基础，潜在客户的比例较其他省市更高。

图9 公司旗下四个脐带血库所在省市人均收入位居国内前列


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

(3) 干细胞治疗研究和应用的推广提升人们对脐带血存储的认可度：日益增加的脐带血造血干细胞移植成功案例及快速推进的干细胞治疗研究将逐渐提升客户对脐带血造血干细胞存储的意愿。脐带血移植自 1988 年首例发展至今已经经历了 20 多年，至 2013 年全世界范围内脐带血移植案例累计已超过 4 万例，而且正每年增加。其中，美国脐带血应用超过 6000 例，并每年以 1200 例的速度增长；日本脐带血移植数量已超过 10000 例，50%以上的造血干细胞移植为脐带血移植；我国起步较晚，脐带血临床移植数量约在 3000 例左右。每年脐带血造血干细胞移植应用数量处于稳定增长的态势，带动人们对脐血存储认可度的提升。

(4) 公司领先的设备和技术构筑竞争壁垒：公司在脐带血库质量管理方面具有行业领先地位，旗下血库每年均定期或不定期通过国家卫生行政主管部门的执业验收和监督检查，北京库和广东库还通过了更为严格的 AABB (美国血库协会) 认证。设备和技术方面，旗下血库建有符合国家标准检测和冻存实验室，以及符合 GMP 标准的制备实验室，同时采用世界级的实验仪器和设备，如罗氏全自动血液筛查系统、AXP 全自动脐带血制备系统，拥有目前中国最大规模的、24 小时自动实时监控的深低温液氮储存设施。公司领先的设备、技术和管理将构筑竞争壁垒，成为客户选择的重要因素。

出生人口数短中期保持平稳，业务渗透率提升带动收入增长。虽然我国年龄结构受老龄化影响，出生人口在近年到达顶峰后将缓慢下降，但二孩政策的推出将有望缓解出生率下降的趋势，因此新生儿基数将保持稳中有涨。驱动公司脐血存储业务未来增长的主要动力将是渗透率的提升，包括医院覆盖率和所覆盖医院新生儿渗透率的提升。脐带血存储由于是一项长期业务，收入和现金流的稳定性高，公司可以使用这笔无财务成本的资金进行投资和并购，增厚收益。

表 9 CO 集团主要财务数据

单位：万元	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	58541	67510	52586
毛利润	48344	56377	42850
营业毛利率	82.58%	83.51%	81.48%
营业利润	16232	19259	14145
营业利润率	27.73%	28.53%	26.90%
利润总额	16077	19081	14010
税前利润率	27.46%	28.26%	26.64%
净利润	10829	13899	8522
净利润率	18.50%	20.59%	16.21%
经营活动产生的现金流量净额	60716	66147	47174
投资活动产生的现金流量净额	-28985	-6413	-1134

筹资活动产生的现金流量净额	-4381	-5393	-9121
---------------	-------	-------	-------

资料来源：公司定增公告 20160108，海通证券研究所

表 10 齐鲁干细胞主要财务数据

单位：万元	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	26016	33454	22389
营业利润	14100	17800	10831
利润总额	14045	17959	10869
净利润	11962	15261	9208
净利润率	45.98%	45.62%	41.13%
扣除非经常损益后的净利润	11649	14983	9005
经营活动产生的现金流量净额	13260	23712	13501
投资活动产生的现金流量净额	856	-1656	-3580
筹资活动产生的现金流量净额	-17994	-35610	-12475

资料来源：公司定增公告 20160109，海通证券研究所

2.3 业务拓展：依托渠道+客户+技术资源实现存储种类和产业链拓展

医院渠道+优质储户+技术储备，构成公司产业链拓展的雄厚基础。

(1) 已有超 500 家合作医院渠道，未来继续增加：公司在开展脐带血存储业务时已与北京、浙江、广东、山东各地合计超过 500 家具有助产资质的医院达成合作，而广东、浙江等地医院覆盖率尚有提升空间，未来公司拥有的医院渠道资源还将不断增厚。医院渠道作为开展各项业务的重要平台，将帮助公司有效地获取增量客户。

(2) 近 70 万支付能力较强的储户资源，每年稳步提升：北京、广东、浙江、山东四个脐带血库预计截至 2015 年底已存有近 70 万例脐带血，以三口之家计算，覆盖客户群已达 210 万。而且由于脐带血存储作为价格较高的可选服务，储户家庭经济能力均较强，而且具有较好的健康意识。数量庞大、支付力强、健康相关服务接受度高的优质客户资源将为公司未来推广新产品和新业务奠定基础。而且随着储户数每年稳定乃至加速的增长，客户基础还在不断扩大。

(3) 合作伙伴在检测、治疗等方面技术储备丰富：公司对 CO 集团和齐鲁干细胞收购完成后，金卫医疗和银丰生物将间接成为公司的第二和第三大股东，与公司形成深度合作关系。银丰生物旗下拥有基因检测、细胞治疗等面向干细胞产业链中游的子公司，拥有以沈柏均为首的科研团队，研发能力较强；金卫医疗旗下拥有丰富的医院资源，匹配干细胞产业链下游的临床应用。两家合作伙伴同时也有与国外知名机构如美国 MD 安德森癌症中心、肿瘤专家内德·贾瓦迪等的合作项目。公司未来拓展产业链中下游的检测和治疗业务有望与合作伙伴资源对接，快速落地。

存储业务方面，公司可在品类、区域双向拓展。

(1) 存储种类上向间充质干细胞、胎盘干细胞等拓展：除了公司目前所开展的脐带血造血干细胞存储外，个人生物资源存储还有如间充质干细胞、胎盘干细胞、免疫细胞、脂肪干细胞等业务领域可供拓展，具体可参照中源协和。不同类型的细胞存储流程基本相同，收费和利润水平也和脐带血造血干细胞相近。另外，间充质干细胞和胎盘干细胞业务的目标客群和销售渠道与脐带血造血干细胞高度重叠，公司拓展这部分业务的成本相对较小，可以快速形成规模。

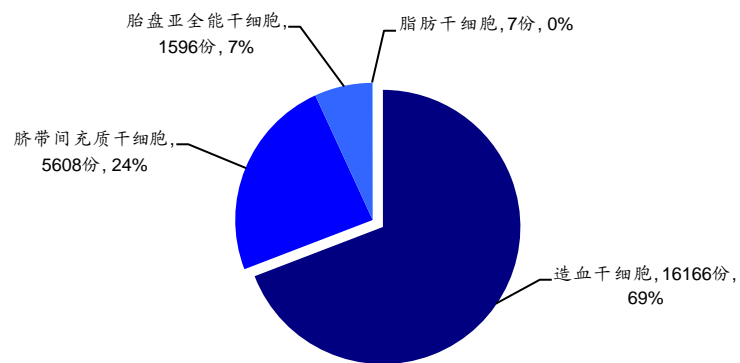
表 11 中源协和干细胞存储业务情况

干细胞种类	适用对象	对应疾病	检测制备费 (元)	年度保管费 (元)
脐带血造血干细胞	孩子 100%可用, 亲子间配对率 25%	血液系统恶性及非恶性疾病、实体肿瘤、自身免疫系统疾病等。	11000	580
脐带间充质干细胞	亲子均可使用	脊髓损伤、脑瘫、肌萎缩侧索硬化症、系统性红斑狼疮、系统性硬化症、克隆氏病、中风、糖尿病、糖尿病足、肝硬化等。	13700	580
胎盘早幼期造血干细胞	亲子均可使用	受损或病变的组织器官, 治疗心、脑血管疾病、神经系统疾病、肝脏疾病、骨组织病、角膜损伤、烧伤烫伤、肌病等多种疾病。	13700	580
胎盘亚全能干细胞	-	血液系统恶性肿瘤、血红蛋白病、骨髓造血功能衰竭、先天性代谢性疾病、先天性免疫缺陷疾患、自身免疫性疾患等。	18000	580
脂肪干细胞	一人存储, 全家受益	年轻时保存, 年老时用来治疗疾病、亚健康调理以及美容, 包括用于女性面部微雕, 及自体脂肪丰胸等方面。	-	-

资料来源：中源协和官网，海通证券研究所

参照中源协和 2014 年各类型细胞新增储量，非造血干细胞占 31%，占比相对较小是因为目前对应的临床应用较脐带血造血干细胞为少。可以预计若公司开展除脐带血外其他类型细胞存储业务，将较目前纯脐带血存储的业务量有约 1/3 的上升空间。而且随着居民支付能力的提升以及其他类型细胞用途的进一步挖掘，未来的空间还将继续扩增。

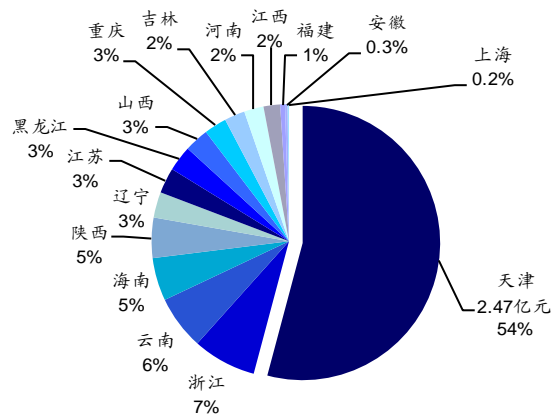
图 10 中源协和 2014 年各类型细胞新增存储量



资料来源：中源协和 2014 年年报，海通证券研究所

(2) 向全国其他地区拓展：虽然官方牌照能为当地脐血库带来较强的竞争壁垒，但自行开设的个体库也具有一定市场空间，国家对于在某地具有牌照的公司监管相对较松。且除 7 个经国家批准的脐血库外，其他地区均无官方库，存在脐血存储的需求。因此公司未来可以将脐带血造血干细胞及其他细胞存储业务拓展到其他省份，进一步打开市场空间。参照中源协和在天津（具有国家验收通过的脐血库牌照）以外地区的收入占比为 46%，拓展空间较大。

图11 中源协和 2014 年各地区收入占比



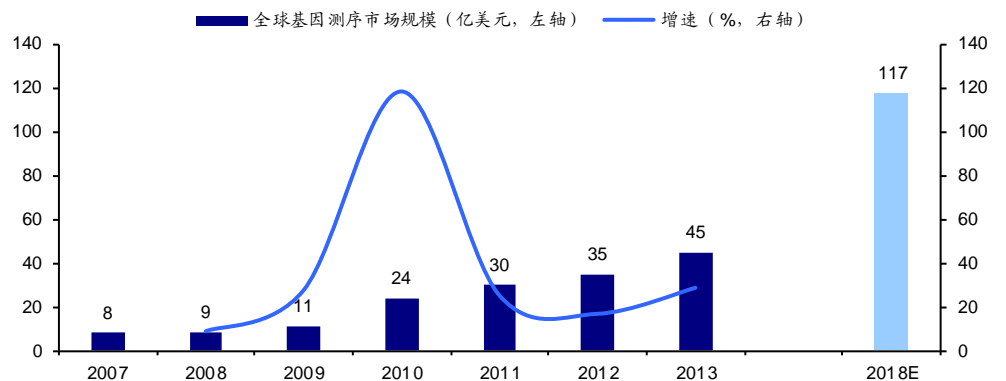
资料来源：中源协和 2014 年年报，海通证券研究所

产业链方面，公司可向中介、检测、治疗逐步延伸，积累基因大数据优势独具。

回归 A 股消除外资企业限制，释放检测、治疗方面拓展潜力。CO 集团原控股股东为金卫医疗，属于外商投资企业。而根据发改委和商务部发布的《外商投资产业指导目录（2015 年修订）》规定，人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用属于外商禁止投资产业，因此之前 CO 集团仅能在国内开展干细胞存储业务。在公司成为控股股东之后，CO 集团将脱去外资投资企业身份，得以拓展干细胞、基因诊断与治疗等上下游领域。

依托优质客户资源可开展中介业务，中长期或切入检测和治疗。CO 集团和齐鲁干细胞拥有合计约 70 万的储户资源，以家庭人口计则覆盖 210 万人，且每年新增超过 10 万储户（辐射 30 万家庭人口），客户基础宽广。同时储户支付能力和健康意识均较强，较易接受新型的检测和治疗服务。公司可利用与储户的联系进行第三方服务的推介，包括唐氏综合症基因筛查、药物筛查等，并从中收取中介费。更长远地看，公司自身或可通过并购或合作的方式拓展基因检测乃至临床治疗领域，形成全产业链协同布局，公司的合作伙伴金卫医疗和齐鲁干细胞均有相应的资源储备。

图12 全球基因测序市场规模



资料来源：BCC Research，华大基因招股书，海通证券研究所

表 12 基因检测部分临床应用

临床应用	细分领域	应用内容	市场准入
生育健康检测	胚胎植入遗传学诊断	第三代“试管婴儿”，主要用于检查胚胎是否携带具有遗传缺陷的基因。	CFDA 准入
	无创产前检测	通过孕妇少量静脉血，分离其中的胎儿游离 DNA，通过高通量二代测序技术检测生物学信息，根据生物信息分析结果判断胎儿是否患染色体非整倍体疾病	CFDA 叫停了此类服务，现在国内处于试点和申请 CFDA 认证阶段
	新生儿单基因遗传病检测	由一对等位基因控制的疾病或病理性状，常见的有短指症、地中海贫血病、白化病、苯丙酮尿症、色盲、血友病等缺乏症	CFDA 准入
肿瘤个性化治疗	肿瘤基因测序	对肿瘤患者的肿瘤 DNA 进行高通量测序，确认患病原因，寻找治疗方法	FDA 批准
	肿瘤靶向药物检测	针对肿瘤细胞进行细胞差异化分子治疗	FDA 批准
个人 DNA 测序	疾病预警	通过基因检测为个人提供全面的基因信息，并基于信息对个人进行患病风险的预测，如糖尿病、癌症等疾病	FDA 叫停了此类服务，类似的服务需要 FDA 认证
制药研发	药物基因组学	了解药物作用的机理和潜在副作用，并针对性的通过基因检测筛选出最有可能对药物有积极反应的患者群体进行临床试验	-

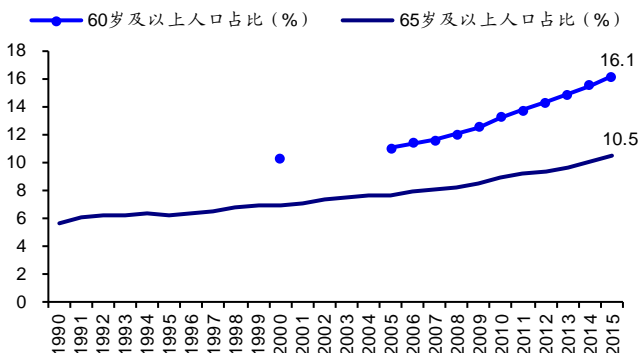
资料来源：百度百科，海通证券研究所整理

庞大脐血样本构建基因大数据库，疾病匹配奠定精准医疗基础。公司旗下山东库近期已开始对新入库的存储血样进行基因检测，后续将通过 App 等方式跟踪记录用户的健康疾病情况，长期将实现基因与疾病的匹配，形成基因病例数据库，是未来开展疾病预测、精准医疗业务的基础。由于未来公司脐血存储量大，预计年新增血样超过 10 万例，基因样本数远多于其他机构，基因样本经实际的疾病情况验证后应用价值十分显著，形成公司独有的数据资源。而对储户血样进行基因检测是合法的，因为签订的协议上有相应的条款默许公司开展这类业务。

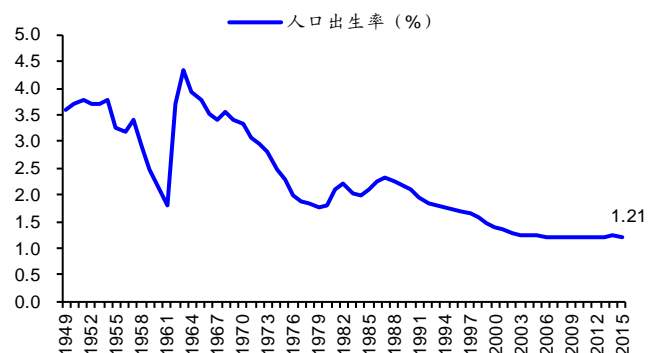
3. 养老业务：中国养老需求庞大，轻资产模式契合趋势

3.1 中国进入快速老龄化阶段，居家养老或为主要趋势

中国早已步入老龄化社会，老龄人口基数庞大。早在 2000 年第五次人口普查时，中国 65 岁及以上的老龄人口为 0.88 亿人，占总人口的 7%，正式步入联合国定义的老龄社会。截至 2015 年底，中国 65 岁及以上年龄人口的数量已达 1.44 亿人，占总人口的比重达到 10.5%。随着人口出生率的逐年下降，2015 年为 1.21% 中国人口的自然增长率已处于发展中国家处于较低水平，少子化现象越来越明显。

图13 中国 60 岁/65 岁及以上人口占比 (1990-2015)


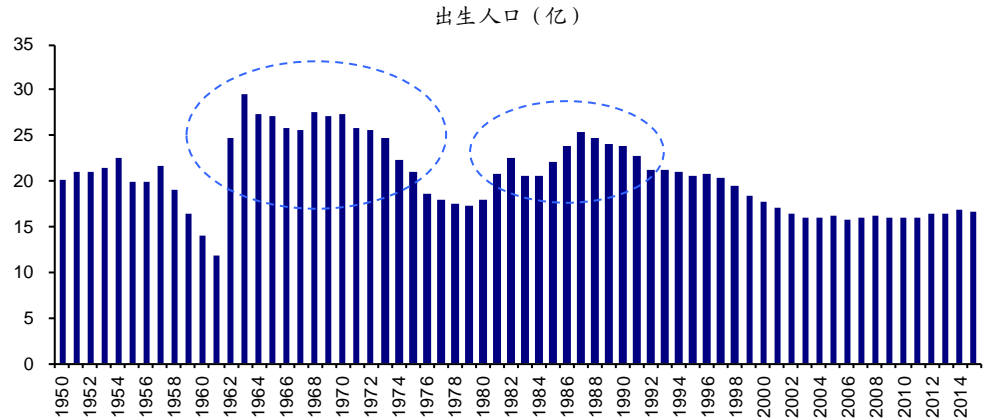
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图14 中国人口出生率 (1949-2015)


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

未来老年人口仍将继续快速增长。据中国老龄委预测，到 2020 年，中国老年人口（60 岁及以上）将达到 2.48 亿左右，老龄化水平将达到 17.17%；老年人口年均增长速度将达到 3.28%，大大超过总人口年均 0.66% 的增长速度。到 2050 年，老年人口总量将超过 4 亿，老龄化水平推进到 30% 以上。2051 之后，将进入稳定的重度老龄化阶段。老年人口规模将稳定在 3-4 亿，老龄化水平基本稳定在 31% 左右，80 岁及以上高龄老人占老年总人口的比重将保持在 25-30%。

图15 上世纪 60 年代及 80 年代的婴儿潮将导致未来老年人口急增

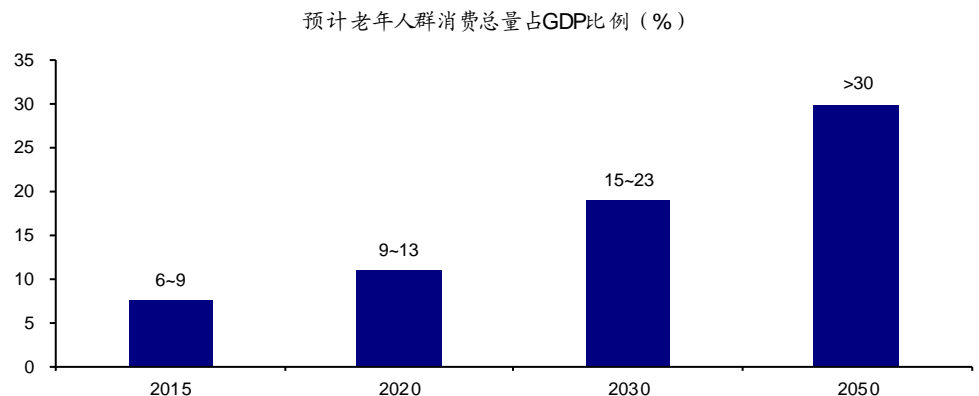


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

老年人口消费潜力巨大，预计年均增长约 3 万亿元。据《中国老龄产业发展报告（2014）》预测，从 2014 年到 2050 年，中国老年人口的消费潜力将从 4 万亿元左右增长到 106 万亿元左右。平均来看，2014-2050 年间，中国老年人口的消费潜力年均增长 3 万亿元左右。在当前短期内（2014-2015 年），中国老年人群体消费总量与 GDP 的比率约在 6%-9% 的范围内。

预计随着人口老龄化和城镇化加速，“十三五”之后将开始迎来老年人口消费潜力增长的高峰。到 2020 年，中国老年人群体消费总量占 GDP 的比例可上升到 9%-13%，到 2030 年该比例可上升到 15%-23%。到 2050 年，中国老龄产业的市场总量将达到届时 GDP 的 30% 以上。

图16 老年人群消费总量占 GDP 比例预测



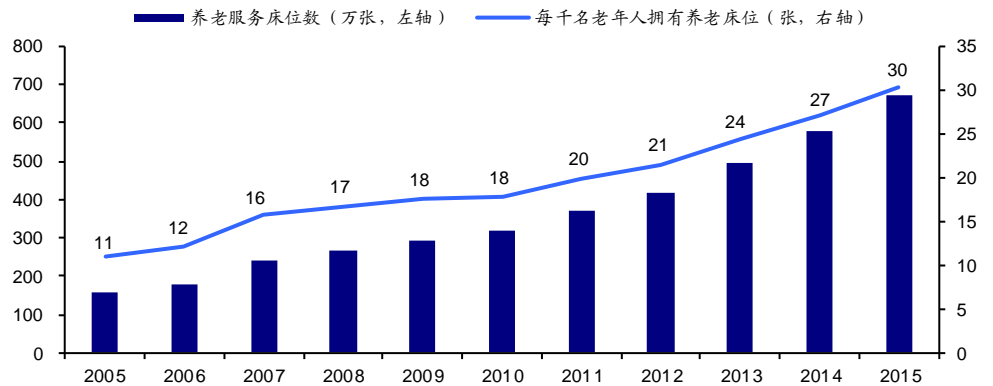
资料来源：《中国老龄产业发展报告（2014）》，海通证券研究所

设施供给、支付能力、政策导向均倾向于居家养老模式。

(1) **设施供给总量不足：**2015 年末养老服务床位总数达 670 万张，平均每千名老人拥有床位约 30.3 张，10 年 CAGR 为 10.7%，呈快速增长趋势。但目前养老床位仍

无法完全满足需求，按照国际通行的 5% 的老年人养老机构入住率标准保守估计，床位需求为 1110 万张，需求缺口为 440 万张。

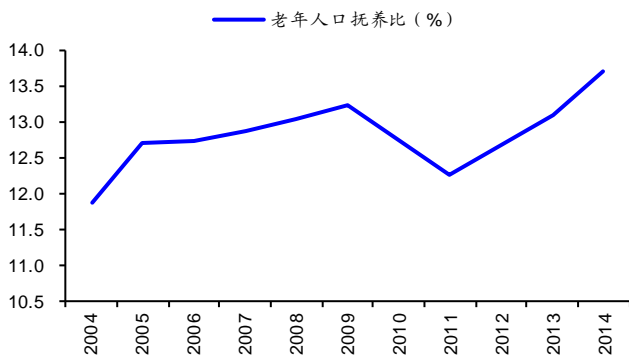
图17 中国养老服务床位总数及人均养老床位数（2005-2015）



资料来源：民政部，海通证券研究所

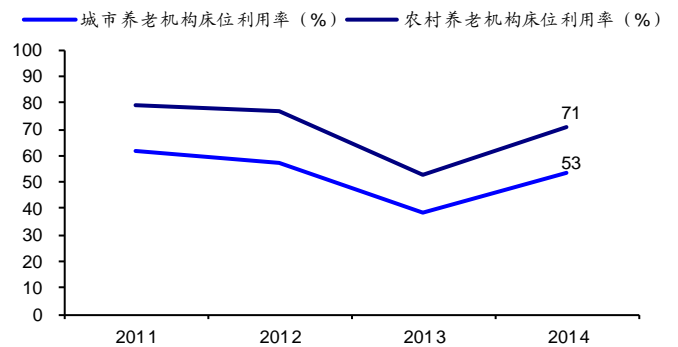
（2）支付能力不足进一步造成结构性供需失衡：由于我国尚处于经济发展阶段便进入了老龄化社会，居民的收入水平尚难以支撑收费较为昂贵的住宿型养老服务。同时我国由于之前实行独生子女政策，“4-2-1”的家庭结构普遍存在，也进一步放大了子女的养老负担。因此出现了收费较为便宜的公立养老院一床难求，而收费较贵的私立养老院空置率较高的情况，具体反映在了城乡养老床位 30% 以上的空置率，供需关系出现结构性失衡。

图18 中国老年人口抚养比不断提升（2004-2014）



资料来源：民政部，海通证券研究所

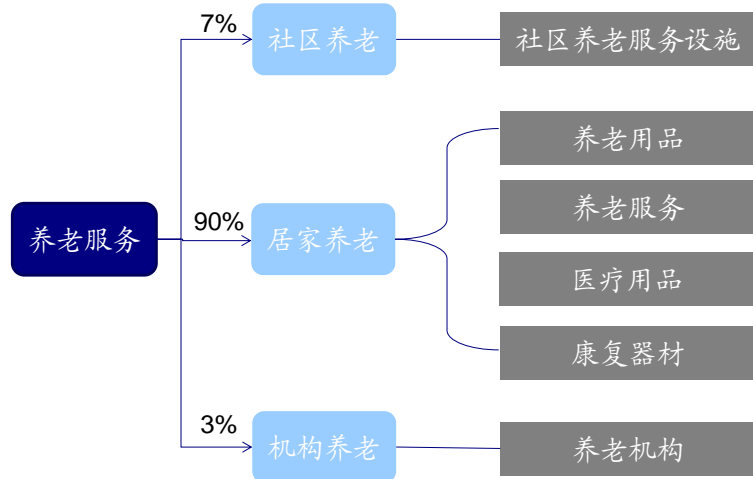
图19 中国城乡养老机构床位利用率（2011-2014）



资料来源：民政部，海通证券研究所

（3）养老政策规划“9073”方针奠定居家养老基础：结合上述设施供给以及民众支付能力等我国实情，民政部 2011 年颁布了《社会养老服务体系建设“十二五”规划》，提出“9073”的养老引导方针，即 90% 的老年人在社会化服务协助下通过家庭照料养老，7% 的老年人通过购买社区照顾服务养老，3% 的老年人入住养老服务机构集中养老。这一政策确定了居家养老模式的主要地位。

图20 9073 养老体系示意图

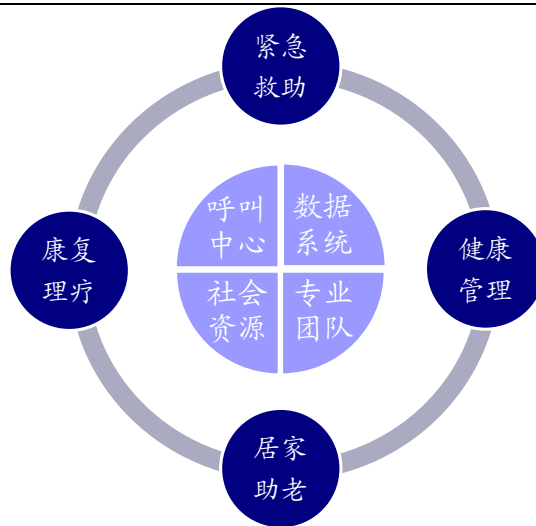


资料来源：《社会养老服务体系建设“十二五”规划》，海通证券研究所整理

3.2 安康通：全方位居家养老平台

依托呼叫中心和大数据，构建全方位居家养老平台。安康通是国内领先的居家养老服务平台，以老人易于操作的电话呼叫为界面，大数据支持和专业团队资源为优势，为老年人提供全方位的居家生活服务。老年人可通过安康通热线联系到所需的服务和获得生活健康咨询，安康通相当于老人的“电话管家”。安康通的主要业务包括紧急救助与安全预警、健康管理与远程医疗、居家助老与生活服务和慢病康复与康复理疗服务。

图21 安康通业务示意图



资料来源：公司定增公告 20160109，海通证券研究所整理

居家养老模式契合趋势，全方面服务覆盖形成客户粘性。在我国支付能力有限、养老设施供给不足的大背景下，居家养老成为了主流选择，安康通把握了居家养老中紧急救助、健康管理、居家助老和康复理疗四大主要方面，形成具备协同价值和客户粘性的业务链条。

(1) 紧急救助及安全预警：当老人在家遇到突发事件可按下安康通电话机上的求助按钮，呼叫中心人员便会根据数据库中的老人信息联系当地急救中心并提供关键救助信息，为老人急救争取宝贵时间。老人也可通过服务热线解决居家问题，如寻找合适的

家政人员、咨询生活和健康问题等等。

图22 安康通紧急救助业务流程示意图



资料来源：安康通官网，海通证券研究所

图23 安康通一键通老人电话机和智能腕表



资料来源：安康通官网，海通证券研究所

图24 安康通电话服务范围

服务类别	服务项目	服务类别	服务项目
紧急呼救	医疗紧急呼救	代办业务	代叫速递
	失火呼救		电话故障排除
	紧急联络家人		有线电视故障解决
	辖区派出所联系		
维修	家电	清洁与家政	空调
	水电		油烟机
	修锁开锁		家庭保洁
	管道疏通		
提醒服务	晨叫	查询服务	交通客运线路
	吃药提醒		当地天气
	特殊提醒		福利彩票
	关爱问候		
预约	医院挂号	咨询	医疗
	体检		法律

资料来源：安康通官网，海通证券研究所

(2) 健康管理及远程医疗：安康通通过运动记录器、无线传输血压计、血糖仪等智能健康监测老人的实时健康状况，结合大数据分析以及医疗技术团队支持，以手机App和健康管理电话坐席的形式向老人和家属反馈老人健康情况和建议，提供日常健康管理服务。

图25 安康通健康管理业务流程示意图



资料来源：安康通官网，海通证券研究所

图26 安康通无线传输血压计和计步器



资料来源：安康通官网，海通证券研究所

(3) 居家助老及生活服务: 主要为老人提供生活照料、精神慰藉等, 包括餐饮、陪伴、家务、个人卫生、外出、就医等内容。

图27 安康通居家助老业务示意图



资料来源: 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所

(4) 慢病看护和康复理疗: 主要为老人提供慢病护理、术后看护、就医服务等。

图28 安康通康复业务示意图



资料来源: 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所

轻资产平台灵活扩张, 健康大数据及用户入口价值凸显。安康通本身除提供电话咨询与服务对接以外, 并不直接提供其他如居家助老、康复理疗等具体服务。安康通将成为面向用户的资源入口, 形成对接各项服务商的平台价值。安康通将通过向用户收取月租费, 向服务商收取平台服务费, 实现客户和供应商两端的价值变现。另外, 安康通通过智能可穿戴医疗设备以及手机 App 平台所积累的细致准确的用户健康信息也将成为其大数据资源, 可提供给医院和医疗服务商, 达到更好的健康管理效果。

表 13 安康通各发展阶段商业模式

战略阶段	定位	商业模式	收入来源
2013 年以前	硬件厂商	销售安康通电话机硬件产品, 通过 24 小时紧急呼叫中心提供紧急救助服务。该阶段的业务模式单一、客户粘性低。	收取单台设备的月租费, 约为 20 元/台/月。
2013 年至今	服务提供商	销售居家养老和健康管理服务, 硬件产品+软件系统+呼叫中心作为基础服务支撑, 线下服务团队为老人主动提供居家服务, 如不定期的拨打关心电话, 提高客户黏性, 形成用户资源入口。	一键通平台月租服务费仍为主要收入来源, 同时销售部分硬件产品。

未来 平台战略

通过精细的养老服务把用户入口做好后,开始对接外部医疗资源、医疗器械、养老社区、家政机构等资源,并结合移动互联网、物联网、大数据等信息化技术,提供远程医疗,通过“医养结合”为老年人提供全方位的养老和健康增值服务。

安康通不承担医生、护工等采购成本,“轻资产”运营平台,平台服务费(抽佣或差价)是主要收入来源。

资料来源:公司定增公告 20160109,海通证券研究所

B2G 销售模式奠定客户基础, B2C、B2B 模式加速拓展。安康通目前的商业模式以“B2G2C”为主,即通过区市级民政局等政府部门(G端)与终端老人客户(C端)对接,与政府签订合作协议,通过公建民营、公办民营、PPP等模式共建养老服务平台,服务费与政府直接结算。B2G模式将能提升平台知名度,同时迅速积累稳定客源。公司未来将在B2G为主的基础上,积极拓展向商业机构如银行、保险等出售养老卡(银行将赠送给其高净值客户),构建B2B渠道,也将上海等发达地区尝试B2C渠道。

区域广泛布局,付费用户快速增长。截至2015年9月底,安康通已在上海、南京和无锡开展业务,付费用户总数达26.2万,相比2014年末增长74.7%。截至2015年底,安康通已与上海、南京、无锡、天津、齐齐哈尔、哈尔滨、重庆等8个城市的政府签约。按安康通目前拓展速度预计,2016年将新签约30个政府平台,新增付费用户100万。

表 14 安康通各分公司付费用户数

分公司	2014 年末用户数 (万)	2015 三季度末用户数 (万)	增长 (%)
上海分公司	10.0	15.0	50.0
南京分公司	5.0	10.4	108.0
无锡分公司	-	0.8	-
合计	15.0	26.2	74.7

资料来源:公司定增公告 20160109,海通证券研究所

表 15 安康通主要财务数据

单位: 万元	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	1510	1512	1589
营业利润	-234	-187	-178
利润总额	-233	-179	-174
净利润	-239	-193	-196
扣非经常性损益之后的净利润	-240	-201	-257
经营活动产生的现金流量净额	1933	-127	-553
投资活动产生的现金流量净额	-9	-47	-254
筹资活动产生的现金流量净额	0	37	0

资料来源:公司定增公告 20160109,海通证券研究所

3.3 Natali: 远程医疗+高端养老

Natali 是以色列领先的养老服务公司,成立于1991年。Natali是安康通的学习模板,安康通与Natali目前的主要运营模式和业务相似,但Natali切入具体的医疗和养护业务,与安康通轻资产平台型的模式有所不同。Natali依托医疗呼叫中心、紧急呼叫中心、专业医生团队、急救车团队、客户服务中心等五大运营平台开展业务,涵盖远程医疗和远程照护、紧急按钮&家庭护理、社区健康服务和居家养老四大方面业务。

图29 Natali 业务示意图


资料来源：公司定增公告 20160109，海通证券研究所

远程医疗中的心脏全天候监控是 Natali 的王牌业务。Natali 通过个人远程医疗设备实时监控患者的健康状况，判断用户是否心脏病发并按需派遣专用救护车。这项服务可有效节省心脏病宝贵的救助时间。截至 2015 年 9 月底已有 8 万余名用户，平均收费标准为 30-50 美元/月。Natali 和用户间建立了长期的合作关系，用户订购 Natali 服务的平均期限为 7 年。

高端居家养老将成为 Natali 未来增长点。Natali 正在以色列大力推广居家养老相关服务，向居家养老者提供综合服务，包括智能看护（Smart Care）、健康监测、家政服务、膳食准备和社交服务等，用户可按需进行个性化定制。截至 2015 年 9 月底，该业务已有 400 个居家养老的意向客户，该项服务的收费相对昂贵，起步价为 350 美元/月，一般为 400-700 美元/月，服务项目较多的费用能达到 1500 美元/月。目前 Natali 已经与 A.S Nursing and Welfare Ltd. 谈判完成并签约，计划收购其 100% 股权。Nursing Company 在以色列的客户主要为达到一定年龄，需要一定程度日常生活护理服务的老年人。Natali 收购 Nursing Company 后，将为用户提供更丰富、更具延续性的服务内容，同时共享客户信息，相互促进发展。

表 16 Natali 主要财务数据

单位：人民币万元	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	28485	25715	19156
营业利润	5398	3311	3626
利润总额	5431	3311	3626
净利润	4270	2202	2625
经营活动产生的现金流量净额	4900	3689	2191
投资活动产生的现金流量净额	-1028	-925	-1961
筹资活动产生的现金流量净额	-3292	-1136	-350

资料来源：公司定增公告 20160109，海通证券研究所

中国市场将成 Natali 未来发展重心。Natali 设立了专注中国市场的子公司 Natali(中国)，未来将借助多年的运营经验以及海外资源，重点以 B2B2C 的方式拓展中国市场，包括社区健康管理、员工健康福利和机构增值服务三条业务线。

(1) **社区健康管理：**将以 O2O 模式推行社区健康管理，线上布局包括 Natali(中国)“健康护理”移动端 APP 平台、远程医疗监测服务系统及 7*24 小时的呼叫中心；线下布局为在社区建立健康护理中心，提供驻场式健康管理服务。

(2) **员工健康福利：**凭借 Natali 特色的医护资源，为企业员工提供全面的健康管理平台，包括企业员工体检预约、健康信息查询、在线健康管理、医疗服务等功能。

(3) 机构增值服务: Natali (中国) 与银行、保险等机构签订业务, 银行、保险等机构通过向其客户提供高端的健康增值服务, 有利于银行等机构提升已有客户的粘度以及发展新的高品质用户。Natali 依托银行渠道将降低拓展客户的边际成本, 快速拓展。

图30 Natali (中国) 员工健康福利业务示意图



资料来源: 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所

4. 商业和地产业务: 物业重估价值高, 地产项目增厚收益

4.1 HoF 百货: 英国第 4 百货连锁企业, 债务高企致短期亏损

公司 2014 年 4 月 16 日公告以 1.55 亿英镑(合 15.99 亿人民币)收购 Highland Group 88.96% 股权, 合 1.61 亿股。交易完成后, HoF 的股权结构为公司持股 88.96%, West Coast Capital Hof co Ltd 维持 2000 万股, 占比 11.04%, 其余股东均退出。

HoF 历史悠久, 门店位于英国等国核心商圈。 Highland Group 总部位于英国伦敦, 旗下百货经营实体 House of Fraser (简称 HoF) 成立于 1849 年, 在英国及爱尔兰等地结合百货门店、网络以及手机等多渠道销售, 覆盖男装、女装、童装、美容、潮流饰品及家居饰品等品类, 定位中高端。HoF 目前在英国境内拥有 59 家门店, 爱尔兰 1 家, 阿布扎比 1 家特许经营店, 多位于城市核心商圈, 总销售面积超 490 万平方英尺, 约 45.52 万平米。其市场份额居英国百货行业第 4 名, 2013 年为 8.2%。

自营品牌和买手制优势独具。 HoF 经营模式包括自有品牌、采购品牌和特约品牌, 供应商涵盖各类国际知名品牌, 包括 Prada、Hugo Boss、Diesel、Ralph Lauren 等; 前 15 位特约品牌商均为合作逾十年的商业伙伴, 且自 1997 年推出第 1 个自有品牌以来, 目前已超 16 个(如 Howick、Dickins & Jones、Linea 等)。

收购 HoF 短期直接提升规模, 中长期改善商品经营、推进全渠道转型。

(1) 实现跨国经营, 扩大收入规模: 公司对 HoF 的收购是 A 股零售公司首次收购外国零售企业, 实现国际化布局。HoF 截至 2015 年 1 月 31 日(2015 财年)的总营业额合约 123 亿人民币(12.73 亿英镑), 为公司 2014 年其他百货业务 34 亿收入的 3.6 倍, 两者合计约 157 亿人民币。而 A 股零售公司中 2014 年收入超 150 亿的公司仅约 10 家, 此次收购直接大幅扩大公司经营规模, 增强竞争力。

(2) 共享全渠道零售经验, 推进转型: HoF 早在 2007 年即已上线网购平台, 2015 财年网上销售同比增长 33%, 网络和移动端销售占比已达 15%, 且已在线上下单、线下提货的 O2O 模式上积累了较丰富经验, 有望与公司共享全渠道零售经验, 推进公司经营模式转型。

(3) 发展自有品牌, 提升盈利能力: HoF 2015 财年自有和采购品牌合计销售占比合计 48%, 且预计未来仍有 10 个百分点左右的提升空间, 为公司引进和学习自有品牌和买手制经营提供了良好借鉴, 有望取得更快且深于同业的发展。

较高财务费用导致亏损, 经营趋势向好。 HoF 2015 财年 (截至 2015 年 1 月 31 日) 实现总营业额 12.73 亿英镑, 同比增长 6.85%, 总收入 7.85 亿英镑, 同比增长 7.27%, 营业额和收入的增长得益于线上销售继续快速增长。毛利率同比略减 0.22 个百分点至 58.63%, 销售管理费用率同比减少 0.55 个百分点至 55.32%, 公司毛利率和销售管理费用率均较高是由于公司自营比例较高。财务费用率继续下降, 同比减少 0.41 个百分点至 3.78%, 但仍处于较高水平。费用率的下降抵消了毛利率下降的影响, HoF 2015 财年扣非净亏损 330 万英镑, 同比减亏 530 万英镑。

表 17 HoF 主要财务数据分析 (FY2013-FY2015)

单位: 百万英镑	FY2013	FY2014	FY2015
总营业额	1151.7	1191.6	1273.2
同比 (%)		3.46	6.85
总收入	695.5	731.7	784.9
同比 (%)		5.20	7.27
毛利	403.8	430.6	460.2
毛利率 (%)	58.06	58.85	58.63
销售费用	315.3	333.1	350.8
销售费用率 (%)	45.33	45.52	44.69
管用费用	72.1	75.7	83.4
管用费用率 (%)	10.37	10.35	10.63
财务费用	32.6	30.7	29.7
财务费用率 (%)	4.69	4.20	3.78
扣非净利润	-16.4	-8.6	-3.3

资料来源: HoF 2013-2015 财年年报, 海通证券研究所

4.2 国内门店和房地产业务: 门店物业价值较高, 房产项目增厚业绩

公司目前拥有 5 家百货门店, 其中新百总店、东方商城和国贸中心均位于南京市核心的新街口商圈, 在安徽芜湖和淮南各有 1 家门店, 总建面 16.51 万平米, 自有物业占比 72%, 平均店龄约 26 年。近十年来, 公司仅 2014 年 4 月底新开淮南店, 预期内尚无其他储备门店。

表 18 公司国内主要百货门店

名称	开业时间	店龄	建筑面积 (万平米)	营业面积 (万平米)	物业	定位
新百总店	1952/8/1	63.6	5.00	3.50	自有	中端
东方商城	2000/2/23	16.0	2.62	1.87	自有	中高端 (轻奢)
芜湖店	1993/1/1	23.1	4.20	3.57	自有+租赁	中端
淮南店	2014/4/30	1.8	3.05	2.12	租赁	中端
国贸中心			1.64	1.48	自有	
合计		26.12	16.51	12.54		

资料来源: 公司定期报告及投资公告, 海通证券研究所

公司自有物业包括新百总店(5万平方米)、东方商城(2.62万平方米)、芜湖店部分物业(2.52万平方米)、国贸中心(2.12万平方米)以及位于新街口商圈的南京中心写字楼(7.44万平方米), 自有物业总面积为19.7万平方米。我们按中性假设的重估单价对各物业进行计算, 公司物业的资产价值合计130.1亿元。

表 19 公司物业价值估计

物业	属性	建筑面积(万平方米)	自有面积(万平方米)	重估单价(万/平米)	资产价值(亿元)
新百总店	自有	5.00	5.00	8.0	40.0
东方商城	自有	2.62	2.62	8.0	21.0
芜湖店	自有+租赁	4.20	2.52	3.0	7.6
淮南店	租赁	3.05	-		
国贸中心	自有	2.12	2.12	8.0	17.0
南京中心写字楼	自有	7.44	7.44	6.0	44.6
合计		24.43	19.70	自有物业价值	130.1

资料来源: 公司定期报告及投资公告, 海通证券研究所

公司2015年上半年房地产收入1930万元, 仍来自盐城龙泊湾项目, 预计2015年下半年将继续确认。上半年盐城项目基本盈亏平衡, 河西项目亏损1476万元。截至2015年6月末, 公司存货开发成本中, 期末余额为15.69亿元, 其中河西项目12.58亿元、盐城项目3.11亿; 开发产品仍有3449万元可确认, 其中新百花园地下停车位184万元、盐城项目3265万元。我们之前分别以6500元/平米和2.5万元/平米的单价对盐城和河西项目进行测算, 预计两者可确认的总销售各为13亿元和65亿元, 其中河西项目有望从2015年下半年开始确认并显著贡献利润。

表 20 公司房地产业务情况

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计投资额(万元)	期末余额(万元)	期初余额(万元)	土地面积(亩)	建筑面积(万平方米)	假设单价(万元/平米)	预计收入(亿元)
南京河西新百新城项目	2001年11月	2020年	300000	125760	102160	300	26	3.5	91
盐城龙泊湾项目	2009年5月	2016年	86000	31103	26085	127	20	0.65	13
合计			386000	156863	128245	427	46	1.7	78

资料来源: 公司2015年半年报, 海通证券研究所

5. 盈利预测和估值

我们对南京新百进行分部估值:

(1) 商业和房地产

国内物业价值: 我们按表19中对物业重估单价的假设以及公司物业的自有面积可以测算公司物业资产价值约130.1亿元, 减去公司2015年第三季度的净债务46.4亿元, 可得公司NAV为83.7亿元。

HoF 百货业务: 给以HoF 2016年约0.8倍PS, 对应136亿元收入预期(预测2015和2016年收入增速均为6%)的目标市值约108.8亿元。

地产业务: 河西项目2016年开始确认并贡献利润, 总建筑面积26万平方米, 预计可贡献91亿收入, 预计将分期确认23亿利润, 地产业务估值23亿元。

公司商业和房地产业务合计估值为215.5亿元。

(2) 医疗业务

齐鲁干细胞和 CO 集团有类似的业务模式, 因此我们采取相同的方法进行估值。我们基于四个库目前的运营情况以及以下假设进行估值测算:

- (a) 仅考虑现有的脐带血存储业务, 暂不考虑其他类型细胞存储业务拓展或向产业链下游拓展带来的收入和利润;
- (b) 各省出生人口数保持 2014 年值不变 (由于 2015 年为羊年, 对出生率影响较大, 故取 2014 年值);
- (c) 各省医院、新生儿渗透率假设如表中所示;
- (d) 检测费保持不变, 存储费每年增加 50 元 (约 5%);
- (e) 原有储户每年均继续存储;
- (f) CO 集团的三个库的净利润率考虑到之前股份激励消除和财务费用下降的趋势, 假设 2016 年为 26% (2014 年为 20%), 之后逐年改善; 山东库由于净利率水平较高, 预测期内基本保持 2015 年 45% 的净利率水平。

表 21 CO 集团旗下脐血库收入测算 (2016-2018)

	北京库	广东库	浙江库	合计
2016 年初储量估计 (万例)	23.25	28.12	2.45	53.83
2016 年	北京库	广东库	浙江库	合计
医院覆盖率 (%)	85.00	50.00	40.00	
新生儿渗透率 (%)	13.00	8.70	6.00	
总渗透率 (%)	11.05	4.35	2.40	
出生人口数 (万)	21	115	58	
新增储量 (万例)	2.30	5.02	1.39	8.71
检测费单价 (元/人)	6800	6800	6800	
检测费收入 (亿元)	1.56	3.41	0.94	5.92
储存单价 (元/人/年)	980	980	980	
储户总数 (万例)	25.55	33.14	3.84	
存储收入 (亿元)	2.50	3.25	0.38	6.13
总收入 (亿元)	4.07	6.66	1.32	12.05
2017 年	北京库	广东库	浙江库	合计
医院覆盖率 (%)	88.00	55.00	46.00	
新生儿渗透率 (%)	13.30	9.00	6.50	
总渗透率 (%)	11.70	4.95	2.99	
出生人口数 (万)	21	115	58	
新增储量 (万例)	2.44	5.71	1.73	9.88
检测费单价 (元/人)	6800	6800	6800	
检测费收入 (亿元)	1.66	3.88	1.18	6.72
储存单价 (元/人/年)	1030	1030	1030	
储户总数 (万例)	27.98	38.86	5.57	
存储收入 (亿元)	2.88	4.00	0.57	7.46
总收入 (亿元)	4.54	7.89	1.75	14.17
2018 年	北京库	广东库	浙江库	合计
医院覆盖率 (%)	91.00	60.00	52.00	
新生儿渗透率 (%)	13.60	9.30	7.00	
总渗透率 (%)	12.38	5.58	3.64	
出生人口数 (万)	21	115	58	
新增储量 (万例)	2.58	6.44	2.11	11.12
检测费单价 (元/人)	6800	6800	6800	
检测费收入 (亿元)	1.75	4.38	1.43	7.56
储存单价 (元/人/年)	1080	1080	1080	
储户总数 (万例)	30.56	45.29	7.68	
存储收入 (亿元)	3.30	4.89	0.83	9.02
总收入 (亿元)	5.05	9.27	2.26	16.58

资料来源: 公司定增公告 20160108, 海通证券研究所测算

表 22 齐鲁干细胞脐血库收入测算 (2016-2018)

2016 年初储量估计 (万例)	15.5		
	2016E	2017E	2018E
医院覆盖率 (%)	83.00	87.00	91.00
新生儿渗透率 (%)	4.00	4.70	5.40
总渗透率 (%)	3.32	4.09	4.91
出生人口数 (万)	139	139	139
新增储量 (万例)	4.62	5.70	6.85
检测费单价 (元/人)	6800	6800	6800
检测费收入 (亿元)	3.14	3.87	4.65
储存单价 (元/人/年)	980	1030	1080
储户总数 (万例)	20.12	25.82	32.67
存储收入 (亿元)	1.97	2.66	3.53
总收入 (亿元)	5.12	6.53	8.18

资料来源: 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所测算

表 23 CO 集团和齐鲁干细胞净利润测算 (2016-2018)

CO 集团	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)	12.05	14.17	16.58
净利润率 (%)	26.02	27.71	29.09
净利润 (亿元)	3.13	3.93	4.82
业绩承诺 (亿元)	3.00	3.60	4.32
齐鲁干细胞	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)	5.12	6.53	8.18
净利润率 (%)	45.61	45.78	46.10
净利润 (亿元)	2.33	2.99	3.77
业绩承诺 (亿元)	2.10	2.73	3.55
收入合计 (亿元)	17.17	20.71	24.77
净利润合计 (亿元)	5.47	6.92	8.60
业绩承诺净利润合计 (亿元)	5.10	6.33	7.87
净利润相对业绩承诺空间 (%)	7.22	9.29	9.22

资料来源: 公司定增公告 20160108, 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所测算

我们预计 CO 集团和齐鲁干细胞 2016、2017 和 2018 年合计将实现收入 17.17 亿元、20.71 亿元和 24.77 亿元, 同比增长 71%、21%和 20%; 实现净利润 5.47 亿元、6.92 亿元和 8.6 亿元, 同比增长 95%、27%和 24%。其中 2016 年收入和净利润增速较高, 主要预期羊年过后生育情况将有恢复性反弹。

可比公司方面, 目前国内在脐带血造血干细胞储存以及其他干细胞储存领域的上市公司很少, 实际可比的境内上市公司为中源协和。根据 Wind 一致预测中源协和 2016 年 PE 为 61.2 倍, 考虑到公司旗下脐血库具备牌照和规模的绝对优势、业务横纵向拓展的可能以及未来基因大数据资源的发展前景, 给予 40%的溢价, 2016 年 86 倍 PE, 对应**医疗业务估值 470.4 亿元**。

(3) 养老业务

安康通: 由于安康通目前处于布局阶段, 将主要以获取客户资源为主, 因此在短期内利润并不能反映公司的实际价值。我们以用户价值测算安康通的估值, 目前安康通 B2G 客户的年费率约 360 元, 以目前 10%的流失率估计客户平均使用期为 10 年, 以 20%的净利润率估计, 每个客户的价值约为 720 元。预计公司将在 2015 年底 100 万 B2G 付费用户的基础上拓展至 2016 年底约 200 万, 5 年内或可达 600 万级别, B2G 用户总价值为 43.2 亿元。

另外公司将积极拓展 B2B/B2C 用户, 年费率约为 1200 元, 假设净利率为 30%, 客户平均使用期同为 10 年, 可以算得每个用户价值 3600 元。以 5 年内预计 100 万 B2B/B2C 用户数测算, B2B/B2C 用户总价值为 36 亿元。安康通综合估值为 79.2 亿元。

三胞国际 (Natali 和 Natali 中国): 基于公司公告的对于三胞国际的业绩预测以及 2016 年三胞国际的业绩承诺, 我们预测三胞国际将基本符合业绩预测, 2016 年贡献净利润 8000 万元。以 Wind 养老产业指数为可比对象, 其 2016 年预测 PE 为 53.8, 考虑到 Natali 未来拓展高端居家养老以及在中国市场拓展所带来的高增长机会, 给予高于行业平均 70% 的溢价, 2016 年 91 倍 PE, 对应三胞国际估值 72.8 亿元。公司养老业务合计估值 152 亿元。

表 24 公司分部估值测算

板块	业务	估值方法	估值指标	估值倍数	分部估值 (亿元)
商业	国内物业	NAV	-	-	83.7
	HoF 百货	PS	136 亿元收入	0.8 倍 PS	108.8
	房地产	NAV	-	-	23.0
商业板块小计					215.5
大健康	CO 集团	PE	3.14 亿元利润	86 倍 PE	270
	齐鲁干细胞	PE	2.33 亿元利润	86 倍 PE	200.4
	安康通	用户价值	B2G 单用户价值 720 元, B2B/B2C 用户价值 3600 元。	B2G 用户 600 万, B2B/B2C 用户 100 万	79.2
	Natali	PE	0.8 亿元	91 倍 PE	72.8
大健康板块小计					622.4
估值合计 (亿元)					837.9
定增后市值 (亿元)					454
市值空间 (%)					84.5

资料来源: 公司定增公告 20160108, 公司定增公告 20160109, 海通证券研究所测算

公司三大业务板块合计 1 年内目标市值为 837.9 亿元, 相对于增发完成后市值 454 亿元 (以 20160222 收盘价 30.25 元计算), 仍有 85% 的空间。以增发后的 15.01 亿股本计算, 目标价为 55.82 元。

表 25 南京新百合并损益表及预测 (假设 2016 年全年并表)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入 (万元)	285013	335336	782523	1595377	2110834	2311555
同比增长 (%)	55.09	17.66	133.35	103.88	32.31	9.51
营业总成本 (万元)	272306	318376	731266	1644553	2025544	2194261
营业成本 (万元)	222198	257682	531842	1049280	1290525	1400219
营业成本/营业收入 (%)	77.96	76.84	67.97	65.77	61.14	60.57
营业税金及附加 (万元)	4754	7701	8225	7819	10472	11491
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.67	2.30	1.05	0.49	0.50	0.50
销售费用 (万元)	16174	17502	115104	417733	499810	540032
销售费用/营业收入 (%)	5.67	5.22	14.71	26.18	23.68	23.36
管理费用 (万元)	24283	27852	56770	130222	185549	200593
管理费用/营业收入 (%)	8.52	8.31	7.25	8.16	8.79	8.68
财务费用 (万元)	7138	7608	17334	39421	39188	41926
资产减值损失 (万元)	-2241	31	1992	77	0	0
非经营性净收益 (万元)	9510	406	1134	44284.552	1500	1500

营业利润 (万元)	22217	17366	52391	-4891	86789	118794
同比增长 (%)	116.09	-21.84	201.68	-109.34	-1874.41	36.88
营业外收入 (万元)	255	364	524	273	500	500
营业外支出 (万元)	214	195	590	5613	500	500
利润总额 (万元)	22259	17535	52325	-10231	86789	118794
同比增长 (%)	121.58	-21.22	198.41	-119.55	-948.33	36.88
所得税费用 (万元)	3422	4531	8934	17640	17781	24095
有效所得税率 (%)	15.37	25.84	17.07	-172.43	20.49	20.28
净利润 (万元)	18837	13003	43391	-27871	69009	94698
同比增长 (%)	125.89	-30.97	233.69	-164.23	-347.60	37.23
净利率 (%)	6.61	3.88	5.54	-1.75	3.27	4.10
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	19053	13524	40039	-20356	67523	90692
同比增长 (%)	128.48	-29.02	196.06	-150.84	-431.71	34.31
少数股东损益 (万元)	-216	-521	3352	-7515	1486	4006
摊薄每股收益 (元)	0.127	0.090	0.267	-0.136	0.450	0.604

资料来源: 公司 2012-2014 年报, 海通证券研究所; 注: 假设定增于 2016 年完成, 总股本为定增后股本

6. 风险因素

- (1) 并购整合进度不达预期;
- (2) 并购标的业绩不达承诺;
- (3) 国家放开脐带血库牌照导致脐血库竞争加剧;
- (4) 出生人口数下降导致脐带血新增存储量减少;
- (5) 向其他类型细胞存储或干细胞产业链拓展进度不达预期;
- (6) 国内老年人支付能力不足, 居家养老需求低于预期;
- (7) 安康通与各地政府签约进度低于预期;
- (8) Natali 中国业务拓展慢于预期;
- (9) 消费疲软减少百货业消费需求。

财务报表分析和预测 (未考虑并购效应)

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标 (元)					营业总收入	7825.23	15953.77	18608.76	20128.33
每股收益	1.12	-0.25	0.05	0.13	营业成本	5318.42	10492.80	11943.47	12887.81
每股净资产	0.93	1.18	1.91	1.96	毛利率%	32.03	34.23	35.82	35.97
每股经营现金流	1.20	1.19	0.88	1.08	营业税金及附加	82.25	78.19	91.20	98.65
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.05	0.49	0.49	0.49
价值评估 (倍)					营业费用	1151.04	4177.33	4670.80	5011.95
P/E	62.56	-123.05	615.03	228.15	营业费用率%	14.71	26.18	25.10	24.90
P/B	18.00	14.17	15.83	15.43	管理费用	567.70	1302.22	1535.22	1630.39
P/S	3.20	1.57	1.35	1.24	管理费用率%	7.25	8.16	8.25	8.10
EV/EBITDA	16.16	60.70	22.75	17.08	EBIT	696.59	291.91	383.07	514.52
股息率 (%)	1.25	0.00	0.00	0.00	财务费用	173.34	394.21	314.18	328.81
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.22	2.47	1.69	1.63
毛利率	32.03	34.23	35.82	35.97	资产减值损失	19.92	0.77	0.00	0.00
净利润率	11.44	2.86	2.95	3.38	投资收益	11.34	442.85	15.00	15.00
净资产收益率	5.12	-1.28	0.22	0.54	营业利润	523.91	-48.91	68.89	185.71
资产回报率	25.35	-12.22	2.54	6.54	营业外收支	-0.66	-53.40	0.00	0.00
投资回报率	4.70	-1.90	0.34	0.83	利润总额	523.25	-102.31	68.89	185.71
盈利增长 (%)					EBITDA	894.87	455.76	548.51	679.46
营业收入增长率	133.35	103.88	16.64	8.17	所得税	89.34	176.40	13.78	37.14
EBIT 增长率	222.82	117.85	22.05	8.63	有效所得税率%	17.07	-172.42	20.00	20.00
净利润增长率	179.19	-50.48	10.94	34.32	少数股东损益	33.52	-75.15	14.86	40.06
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	400.39	-203.56	40.25	108.51
资产负债率	88.79	91.53	92.13	92.02	扣除非经常性损益净利润	447.92	-203.56	40.25	108.51
流动比率	0.67	0.58	0.67	0.77					
速动比率	0.32	0.15	0.24	0.33	资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金比率	0.26	0.08	0.16	0.25	货币资金	1815.93	942.86	2047.86	3341.40
经营效率指标					应收款项	102.78	183.56	217.16	238.71
应收帐款周转天数	3.12	3.28	3.93	4.13	存货	2502.60	4942.67	5631.98	6083.73
存货周转天数	116.46	129.49	161.58	165.90	其它流动资产	313.38	651.97	790.85	900.19
总资产周转率	0.85	1.09	1.15	1.12	流动资产合计	4734.69	6721.06	8687.85	10564.03
固定资产周转率	3.37	5.14	6.21	7.07	长期股权投资	0.00	184.52	107.25	97.26
					固定资产	3139.29	3068.78	2924.71	2770.17
					在建工程	11.09	-32.90	-54.89	-65.89
					无形资产	1705.45	1680.21	1654.94	1629.65
					非流动资产合计	9307.95	8574.66	8460.07	8226.30
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	资产总计	14042.64	15295.72	17147.91	18790.34
净利润	433.91	-278.71	55.11	148.57	短期借款	2417.25	2417.25	2417.25	2417.25
折旧摊销	198.28	163.86	165.44	164.94	应付账款	2568.89	5089.20	5816.68	6302.37
营运资金变动	1191.93	1085.44	498.59	571.19	预收账款	586.91	1164.66	1321.26	1388.89
经营活动现金流	1805.03	970.50	719.01	884.56	其它流动负债	1497.77	2949.73	3351.58	3610.14
固定资产投资	-1684.25	-23.11	26.89	26.89	流动负债合计	7070.82	11620.84	12906.77	13718.65
无形资产投资	-1668.55	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	719.71	769.71	769.71	769.71
资本支出	-3352.80	-24.11	25.89	25.89	其它长期负债	2509.37	836.46	1115.27	1487.03
投资活动现金流	-3214.28	-220.66	107.17	37.22	非流动负债合计	2169.05	773.73	1006.07	1316.28
债务变化	4018.57	-2092.60	278.82	371.76	负债总计	12468.95	14000.73	15797.82	17291.67
股票发行	0.00	469.69	0.00	0.00	实收资本	358.32	358.32	358.32	358.32
融资活动现金流	2342.91	-1622.91	278.81	371.76	普通股股东权益	1767.47	1563.91	1604.17	1712.67
现金净流量	933.66	-873.07	1105.00	1293.54	少数股东权益	-193.78	-268.93	-254.07	-214.01
公司自由现金流	-1265.51	1823.79	1077.53	1184.83	负债和所有者权益合计	14042.64	15295.72	17147.91	18790.34
股权自由现金流	2609.32	-873.07	1105.01	1293.54					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 22 日

资料来源: 公司年报 (2014), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业
余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 东方时尚,小商品城,中百集团,步步高,重庆百货,东百集团,王府井,明牌珠宝,红旗连锁,南京新百,深圳华强

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 江孔亮 副所长
 (021)23219422 klijang@htsec.com

 邓勇 所长助理
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 联系人
 王丹(021)23219885 wd9624@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 秦泰(021)23154127 qt10341@htsec.com
 梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com

金融工程研究团队

 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 张欣慰(021)23219370 zzw6607@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com
 联系人
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 姚石 021-23219443 ys10481@htsec.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com
 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com
 联系人
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 徐燕红
 谈鑫

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 联系人
 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 张雯(021)23154149 zw10199@htsec.com
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 张华恩(0755)82900465 zhe9642@htsec.com
 钟青 23219635
 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
 郑英亮 021-23154147 zyl10427@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 联系人
 潘莹练(8621)23154122 pyl10297@htsec.com
 王鸣阳

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 联系人
 王晴 021-23154116 wq10458@htsec.com
 王汉超 021-23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com
 联系人
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com

电力设备及新能源行业

 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 xbj6583@htsec.com
 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 联系人
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟 zxw10402@htsec.com

有色金属行业

 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com
 田源 23214119 ty10235@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com

机械行业

 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
 联系人
 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
 赵晨(010)50949920 zc9848@htsec.com
 张恒暄 zhx10170@htsec.com

医药行业

 余文心 0755-82780398 ywx9461@htsec.com
 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 联系人
 高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
 师成平 010-50949927 scp10207@htsec.com
 廖庆阳 01068067998 lqy10100@htsec.com

建筑工程行业

 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
 联系人
 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

计算机行业

 魏鑫(021)23212041 wx10618@htsec.com
 联系人
 谢春生 021-23154123 xcs10317@htsec.com
 黄竞晶 021-23154131 hjj10361@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
 联系人
 金晶

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 联系人
 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 孔梦迪(010)58067998 kmy10519@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
 联系人
 谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 联系人
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com

社会服务行业

林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

银行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 联系人
 张杨 zy9937@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 李明刚 18610049678 lmg10352@htsec.com
 刘强 021-23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣 23154130 lhr10342@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com

纺织服装行业

唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com

通信行业

朱劲松 010-50949926 zjs10213@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com

互联网及传媒

联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

公用事业

联系人
 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 戴元灿 23154146 dyc10422@htsec.com
 李淼

海通证券股份有限公司机构业务部

宋立民 总经理
 (021)23212267
 songlm@htsec.com

金芸 副总经理
 (021)23219278
 jinyun@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 饶伟 0755-82775282
 王雅清 075583254133

上海地区销售团队

黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳 (021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 毛文英 02123219373 mwy10474@htsec.com
 黄诚 hc10482@htsec.com
 胡宇欣 021-23154192 hyx10493@htsec.com
 漆冠男 23219281

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@htsec.com
 张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com
 张景财 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
 杨博 (010)58067996 Yb9906@htsec.com
 李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
 陈琳 (010)58067929 cl10250@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 李靓一 (010)58067894 lly10426@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
 电话: (021) 23219000
 传真: (021) 23219392
 网址: www.htsec.com