

安康通+Natali 中国，养老行业的“京东”和“品牌旗舰店”——南京新百养老产业深度报告

核心观点：

- 1. 我国养老产业处于爆发前夜：**我们认为养老产业爆发需要3个条件—需求爆发、政策推进、服务满足需求，目前已具备2.5个，只待付费端明确。需求端，2亿老年人口，催生至少4万亿的基础养老需求；政策端，多次下达鼓励养老产业政策，《2016年深化经济体制改革重点工作意见》提出全面放开养老服务市场，鼓励民间资本、外商投资进入养老健康领域，推进多种形式的医养结合，增加有效供给等利好信息；养老服务对接需求，大量资本进行新型模式的挖掘，探索最符合国情的养老模式。
- 2. 养老市场巨大，需求繁杂，类似“京东”的索引式平台价值凸显：**养老所涉及的养老服务涵盖了饮食、服饰、社交、娱乐、旅游，以及医疗、保健、精神慰藉等方方面面。我们认为养老产业需求太过繁杂、个体化差异显著，很难出现一个机构能够满足养老全部需求，所以更看好类似“京东”的养老服务供给索引平台，为老人提供便捷的沟通、筛选出优质的服务供应商、供给高效的个性化服务、以及提供多元化的支付模式。
- 3. 安康通+Natali 中国—平台通路+垂直服务、低端广覆盖+高端深挖掘、客户数量+客户质量，全方位的居家养老模式探索平台。**1) 安康通—养老行业的“京东”，网络化平台，广度覆盖中低端养老服务和渠道建设，价值在于平台的通路和整合第三方养老服务供应商的能力；2) Natali 中国—“京东”上的“品牌旗舰店”，高端养老产品服务商，深度挖掘医疗在养老服务中的地位，价值在于提供深度“医养”产品和解决方案。
- 4. 投资建议：**坚定看好养老万亿市场爆发，我们认为安康通+Natali 中国的配置兼顾了“养老国情”和盈利的商业模式，公司是国内养老服务绝对的龙头标的，因此，首次覆盖给予“推荐”评级。2016-2018年销售收入为166.5亿元、176亿元和187.2亿元，预计归属母公司净利润为4.19亿元、5.31亿元、7.27亿元，对应EPS分别为0.51元、0.64元、0.88元。

主要财务指标

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	15853	16646	17603	18716
增长率(%)	102.6%	5.0%	5.8%	6.3%
归属母公司股东净利润	367	419	531	727
增长率(%)	-8.5%	14.2%	26.8%	37.1%
每股收益(EPS)	0.45	0.51	0.64	0.88
净资产收益率(ROE)	15%	15%	16%	18%
市盈率(P/E)	63	55	44	32
市净率(P/B)	9.7	8.3	7.0	5.7
EV/EBITDA	19.2	18.0	14.6	13.7

南京新百 (600682.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

李平祝

电话: 010-83574546

邮箱: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

李昂

电话: (8610) 83574538

邮箱: liang_zb@chinastock.com.cn

焦德智

电话: (8621) 20252605

邮箱: jiaodezhi@chinastock.com.cn

实习生陈羽南

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2016.5.13
A股收盘价(元)	24.06
A股一年内最高价(元)	46.10
A股一年内最低价(元)	14.21
上证指数	2827.11
总股本(亿股)	8.28
实际流通A股(亿股)	7.16
A股市值(亿元)	199

资料来源：中国银河证券研究部



投资摘要:

驱动因素:

1. 我国养老产业处于爆发前夜:我们认为养老产业爆发需要 3 个条件—需求爆发、政策推进、服务满足需求,目前已具备 2.5 个,只待付费政策出台。

2. 养老市场巨大,需求繁杂,类似“京东”的索引式平台价值凸显:我们测算,15 年我国老人基础消费规模就超过 4 万亿,养老所涉及的养老服务涵盖了饮食、服饰、社交、娱乐、旅游,以及医疗、保健、精神慰藉等方方面面。我们认为养老产业需求太过繁杂、个体化差异显著,很难出现一个机构能够满足养老的全部需求,所以类似“京东”“天猫”的养老服务供给索引平台,必将出现,为老人提供便捷的沟通、筛选出优质的服务供应商、供给高效的个性化服务、以及提供多元化的支付模式。

3. 安康通+Natali 中国—平台通路+垂直服务、低端广覆盖+高端深挖掘、客户数量+客户质量,全方位的居家养老模式探索平台。1) 安康通—养老的“京东”,网络化平台,广度覆盖中低端养老服务和渠道建设,追求覆盖面和养老人口数量,价值在于平台的通路;2) Natali 中国—“京东”上的“品牌旗舰店”,高端养老产品服务商,深度挖掘医疗在养老服务中的地位,价值在于提供深度“医养”产品和解决方案。

我们与市场不同的观点:

我们认为养老市场爆发已经具备了相当多的条件,由于养老需求的特性决定其发展路径很难由个别企业独立完成,因此类似于集中采购或者“京东”式的供应商平台必将是养老领域中最大的价值所在。因此,我们更加关注安康通这一养老平台的搭建,以及其网络通路的建设和整合第三方服务供应商的能力。

估值与投资建议:

坚定看好养老万亿市场爆发,我们认为安康通+Natali 中国的配置兼顾了“养老国情”和盈利的商业模式,公司是国内养老服务绝对的龙头标的,因此,首次覆盖给予“推荐”评级。2016-2018 年销售收入为 166.5 亿元、176 亿元和 187.2 亿元,预计归属母公司净利润为 4.19 亿元、5.31 亿元、7.27 亿元,对应 EPS 分别为 0.51 元、0.64 元、0.88 元。

股价表现的催化剂:

安康通平台的建设和老年客户的获取数量高速增长; Natali (中国) 客户数量高速增长; 安康通通过 B2G2C 模式和 Natali (中国) 通过 B2B2C 模式,获取有代表性区域、地方的大量老年人群的服务。

主要风险因素:

养老服务客户拓展不达预期; 安康通网络建设不达预期; Natali 中国的高端养老服务拓展不达预期。

目 录

一、背靠三胞集团，大踏步进入医疗、养老服务产业.....	4
(一) 南京新百，由商业百货向养老+医疗健康跨步发展.....	4
(二) 医疗资源整合与股权结构调整并进，打下长期发展基础	4
(三) 背靠三胞集团，雄厚资本和丰富资源撑起公司发展空间	6
(四) 三胞集团入主，推动公司盈利能力快速提升	7
二. 养老产业高速增长，医养结合投资机会爆发.....	9
(一) 老龄化加速，人口红利终结，养老需求愈加明显	9
(二) 养老政策接连释放，医养结合带来行业发展机遇	10
(三) “养”是基础服务，“医”是刚性需求	12
(四) 养老刚需消费市场在 4 万亿以上	13
(五) 养老模式从单一向多元化发展，居家养老占据主要地位	14
三. 从日本养老产业模式看我国养老未来发展和时点把握.....	17
(一) 日本养老产业的发展离不开需求、政策、服务三个方面	17
(二) 中国养老产业已经具备、需求爆发、政策推进、服务满足需求，3 个爆发条件的 2.5 个，静待政策东风解决支付问题.....	19
四. 三胞集团借助南京新百绘制全方位居家养老蓝图.....	20
(一) 安康通重在养老服务开放式平台的通路价值——养老产业的“京东”	20
(二) Natali 中国打造高端养老的明星产品	21
五. 安康通做养老的“京东”，凸显养老服务的平台价值.....	22
(一) 安康通纳入三胞集团，迎来发展新方向	22
(二) “菜单式”可选服务套餐，切合养老个性化诉求	23
(三) 互联网化的扩张模式：先获取用户数量，再完善平台网络建设，最后引入合作服务商	26
(四) 安康通盈利预测	27
六. Natali 中国做养老的“品牌旗舰店”，引领高端养老服务发展.....	29
(一) Natali：源自以色列的高端养老机构	29
(二) Natali (中国)具备高端养老的成功基因	30
(三) 定制化服务对接中国高端养老需求	32
七. 布局养老医护人员培训产业，突破行业发展的瓶颈.....	34
(一) 专业养老人员不足，成为制约行业发展的瓶颈	34
(二) Natali 以色列收购 Nursing，为设立中国养老人员培训机构以及制定居家养老上门服务标准做足功课	35
(三) 护理人员资质标准化和服务流程系统化，建立中国养老服务的行业标准是安康通居家养老平台关键所在	36
八. 公司估值与投资建议	37

(一) 公司估值	37
(二) 投资建议	37
九. 风险提示	38
十. 附录:	38

一、背靠三胞集团，大踏步进入医疗、养老服务产业

（一）南京新百，由商业百货向养老+医疗健康跨步发展

公司前身系 1952 年创建的南京市新街口百货商店，于 1992 年 4 月成为南京市首批股份制试点企业，并于 1993 年 10 月在上交所上市。2011 年 5 月，公司的前控股股东南京新百投资控股集团有限公司等向三胞集团转让股份，股权结构变为三胞集团持有公司股份总数的 17%，为公司控股股东，三胞集团董事长袁亚非先生成为公司实际控制人。

在 2011 年加入三胞集团之后，南京新百逐步调整发展战略，先是大踏步迈出海外并购第一步，收购英国知名连锁百货公司费雷泽百货 89% 股权，实现商业百货的国际化之路，进军海外市场。2013 年和 2014 年，控股股东三胞集团接连把安康通和 Natali 纳入集团板块，涉足养老产业，2015 年，公司先后参与设立 Natali 中国、参股收购安康通，提出了由商业百货向医疗养老产业转移的长期发展战略。公司目前在保持百货主业的同时，借助互联网、可穿戴设备、家庭监护所需的感知终端等工具，形成“安康通广覆盖的平台网络”+“Natali 垂直化精品养老服务”的发展模式，创建中国现代化养老的龙头平台和知名品牌，引领中国的养老服务业。

图 1：公司发展史与大事件



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

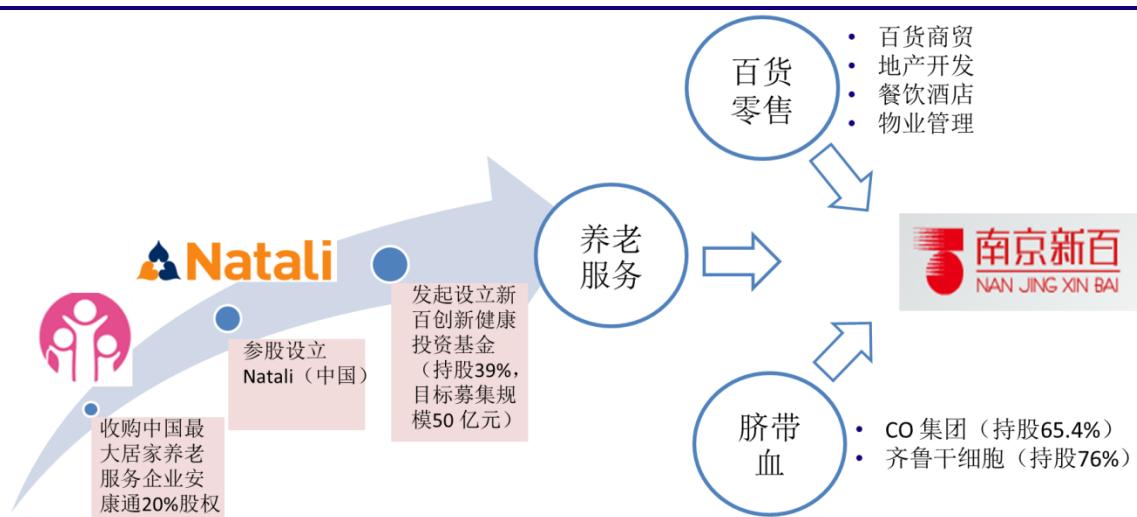
（二）医疗资源整合与股权结构调整并进，打下长期发展基础

大手笔并购中国脐血库（CO）、山东脐血库、安康通、三胞国际，形成干细胞生命科学+养老服务的医疗平台。

在 2011 年加入三胞集团以来，南京新百以传统业务百货零售为主，逐步向多元化发展，相继跨地区、跨行业进军百货连锁、房地产、医药等多个产业领域，实现了从单店经营向集团化运作的深度转变。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。公司于今年 1 月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，一是收购中国脐血库（CO 集团）65.4%的股权，拟以 18.61 元/股的发行价格，向金卫医疗 BVI 发行 1.34 亿股股份及支付现金约 32.64 亿元，用于购买其持有的中国脐带血血库集团 65.4%股权；二是拟向广州金鹏等发行 2901.67 万股股份用于购买持有的安康通 84%股权，拟发行 1.04 亿股股份用于购买三胞集团等股东持有的三胞国际 100%股权，同时拟发行 1.84 亿股股份用于购买银丰生物等股东持有的齐鲁干细胞 76%股权，拟募集配套资金 241,700 万元，发行底价为 32.98 元/股。收购完成后，公司股本将由 8.28 亿股扩大为 15.01 亿股。南京新百将实现对安康通、三胞国际、CO 集团及齐鲁干细胞的全资控股。同时，南京新百的血库储量将超过原来世界最大的脐带血库美国 Cord Blood Registry 的 50 万份，成为全球最大的脐带血库企业。

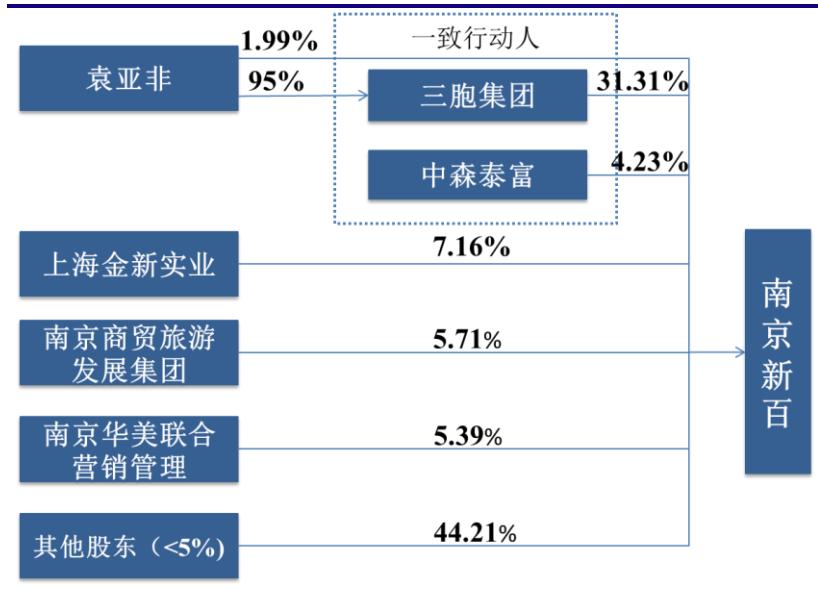
图 2：南京新百创新转型，发展“百货零售+医疗养老”双平台战略



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

在公司确定向养老+干细胞前沿领域发展布局之后，基于对公司未来发展前景的信心、长期投资价值的判断和维护广大投资者利益，实际控制人袁亚非先生通过“申万菱信-汇成 3 号资管计划”分别在 2 月 1 日、2 月 3 日至 3 月 1 日、3 月 16 日增持公司股份，后两次增持平均价格分别为 25.17 元和 24.00 元。“申万菱信-汇成 3 号资管计划”总投入为人名币 6 亿元，公司实际控制人袁亚非先生作为进取级出资人民币 2.4 亿元，工商银行作为优先级出资 3.6 亿元。三次增持后，袁亚非先生、三胞集团有限公司及其一致行动人南京中森泰富科技发展有限公司合计持有公司 310,755,340 股，占公司已发行股份总数的 37.53%，股权趋于集中，除了建立起安全边际，同时为公司后续发展奠定了基础。

图 3：公司股权结构图（发行股份购买资产前）



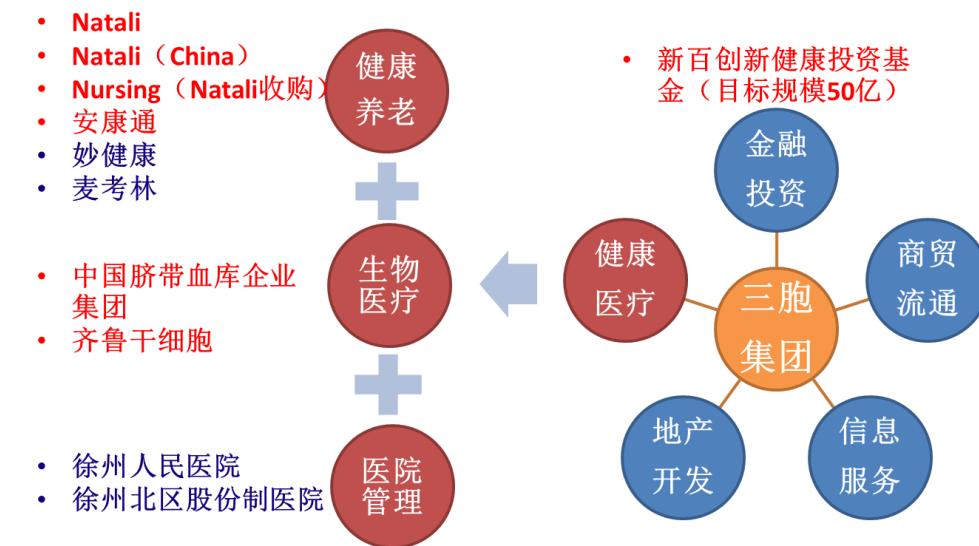
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

(三) 背靠三胞集团，雄厚资本和丰富资源撑起公司发展空间

三胞集团是一家以信息化为特征，以现代服务业为核心，兼具集金融投资、商贸流通、信息服务、健康医疗、地产开发五大板块于一体的现代化企业集团。在多年的发展历程中，三胞集团以先见的眼光，准确把握我国发展脉搏，逐步布局多个产业，目前，公司通过南京新百这一上市公司平台，进军养老+干细胞生命科学两大领域。在南京新百植入三胞集团后，公司必将继续高效的执行能力、突出资本运作能力、敏感的市场前瞻能力等多重三胞集团的DNA，进而快速在养老和干细胞生命科学两大领域的发展。

多年来三胞集团致力于管理理念和经营模式的创新，不断进行商业版块的扩充和整合。三胞集团在医疗和养老方面早有布局，旗下拥有徐州市第三人民医院、大连和鑫、麦考林、妙健康等健康医疗资源，都是南京新百未来发展可利用的潜在客户资源和推广渠道。

图 4：三胞集团业务版图



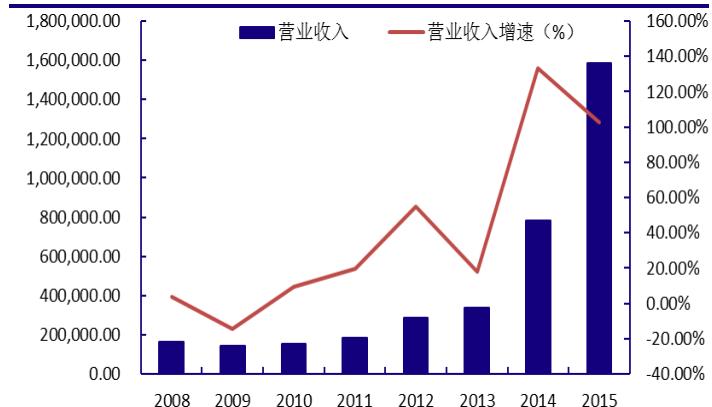
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

养老作为未来南京新百的核心发展产业,面临着我国养老产业发展固有的三大困难:资金、人才和稀缺的医疗资源。三胞集团,作为公司的实际控制人,无论是资本层面、人才培养、还是对大健康产业的整合能力都是公司养老产业发展不可或缺的资源。首先,三胞集团已经是“双千亿”规模,总资产超1000亿、年销售额超1000亿的企业,在金融投资方面已初步形成覆盖传统金融、互联网金融、投资基金等不同领域的金融产业布局,具有雄厚的资金实力和资本运作能力;其次,人才方面, Natali (中国)借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验,注重对养护人员的培养与发展,并且有能力建立符合养老特殊需求的养护人员培训中心,树立行业标准、积累行业人才;在最重要的稀缺医疗资源方面,三胞集团旗下还拥有江苏人民医院徐州市第三人民医院、大连和鑫、麦考林、妙健康等健康医疗资源,同时,集团公司具有丰富的国内外的医疗资产并购经验,为公司发展现代养老业务方面储备了优质医护、养老保险、智慧养老、智慧医疗等项目。因此公司与集团的协同发展显著。南京新百,作为三胞集团的养老产业平台,必将获得集团层面全方位的支持,实现养老产业的突破和爆发。

(四) 三胞集团入主, 推动公司盈利能力快速提升

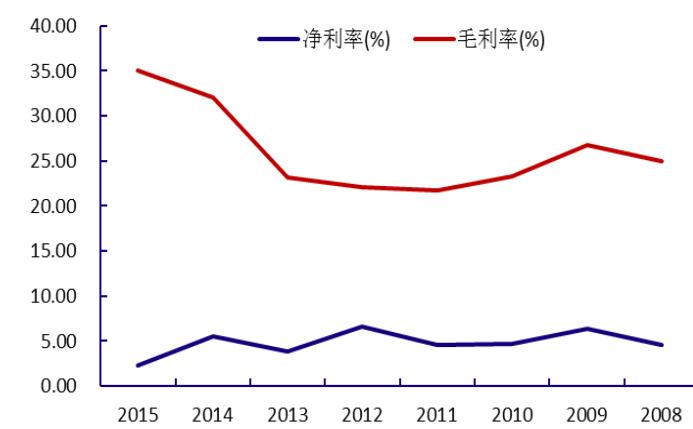
2011年三胞集团入主公司之后,公司迎来了又一次发展的机遇。公司15年营业收入和净利润分别为158.53亿元和3.67亿元,11年至今的年复合增长分别为71.40%和44.79%,远高于06年至11年的收入和净利润复合增长(-8.69%和19.25%)。公司原有业务包括了商业百货、生物制药、房地产和餐饮服务,在2014年末提出业务多元化转型战略,在由传统百货向现代百货转型的同时,公司先后公告了并购干细胞生命科学领域的CO和山东脐血库,以及养老产业的安康通和三胞国际(Natali)。未来公司业务将全面转型到生命科学+养老健康服务领域,探索医疗+养老服务方式,开展医养结合、社区居家养老等商业模式,力求创造我国新型的养老体系和盈利模式,使之成为公司发展新的增长点,助推公司再次发展。

图 5: 2008-2015 公司营业收入 (万元) 及其增速



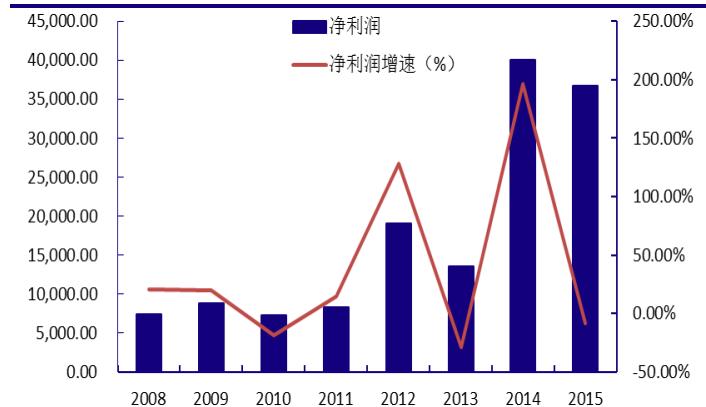
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 7: 2008-2015 公司毛利率与净利率



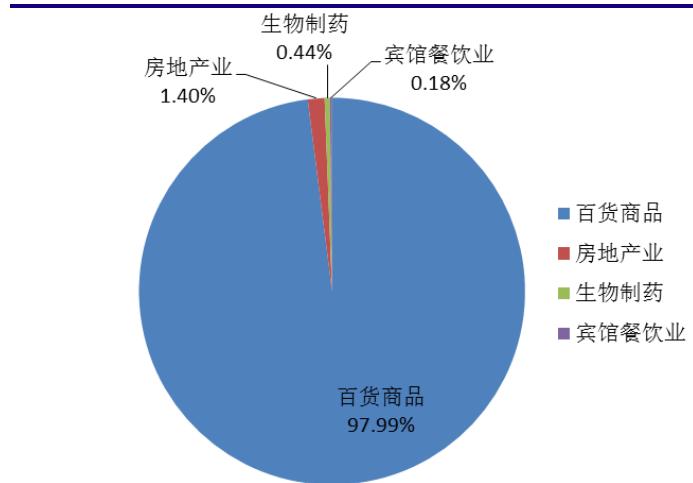
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 6: 2008-2015 公司净利润 (万元) 及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 8: 公司主营收入占比 (2015 年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

二. 养老产业高速增长，医养结合投资机会爆发

（一）老龄化加速，人口红利终结，养老需求愈加明显

1. 人口红利消失，面临老人数量暴涨与创造价值的劳动力减少的双重问题

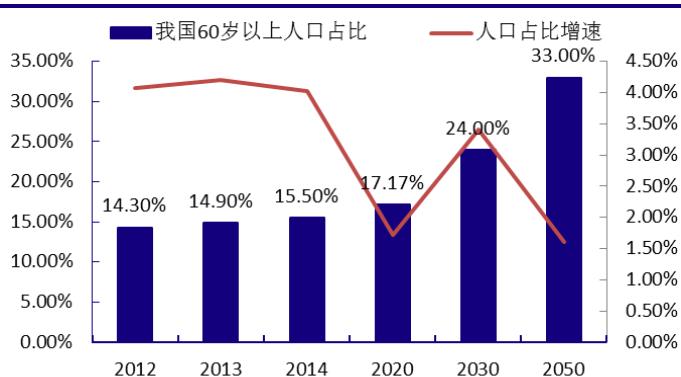
中国由于生育率从1971年开始快速下降，导致儿童抚养比、总抚养比的快速下降。蔡昉、胡鞍钢等人口和经济学家将总抚养比下降称之为“人口红利”。人口红利用来描述一些发展中地区在某个时期内生育率迅速下降，少儿和老年抚养负担相对较轻，而劳动力人口比例的上升使得国家的劳动力资源相对丰富，利于经济发展。近年来我国“刘易斯拐点”的出现，人口红利的消失，意味着人口老龄化的高峰即将到来和创造价值的劳动力减少，因此，养老问题的严重性和必要性浮出水面。

2. 人口老龄化社会已经形成，高效、有效、专业的养老系统是解决养老问题的根本

从60岁以上老龄人口占总人口的比例来看，目前已满足老龄化核心指标，2015-2020年，老龄人口总数将从2亿上升至2.5亿，占比将由15%左右增加至17.17%。到2030年，我国老年人口将达到3.71亿，占总人口的25.3%，2050年将达到4.83亿，占总人口的34.1%，届时每三个人当中就有一个老年人。与此同时，中国高龄老年人口已经达到2500万，失能老年人口规模庞大，突破4000万，患有慢性病的老年人持续增多，老年人口内部变动将进一步加剧对医护、医疗等生活养老之外的健康需求，对“医养”结合的专业养老需求更加旺盛。

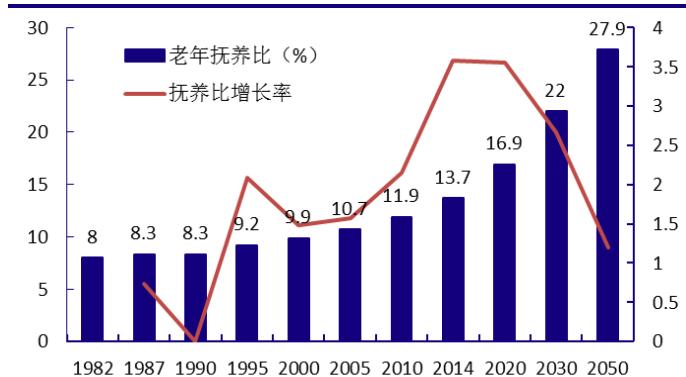
从衡量老龄化社会负担指标——老年抚养比来看，从2000年至今，老年抚养比加快增长，至2020年将上升至16.9%。而加入少年儿童抚养比的总抚养比指标到2030年将超过50%。数字说明劳动力的比例的迅速下降将严重加重未来社会负担，而为了“孝敬”工作了一辈子的“老人”，高效、有效、专业的养老系统/产业是解决老龄化社会带来沉重养老负担的唯一途径。

图9：中国60岁以上人口趋势及增速预测



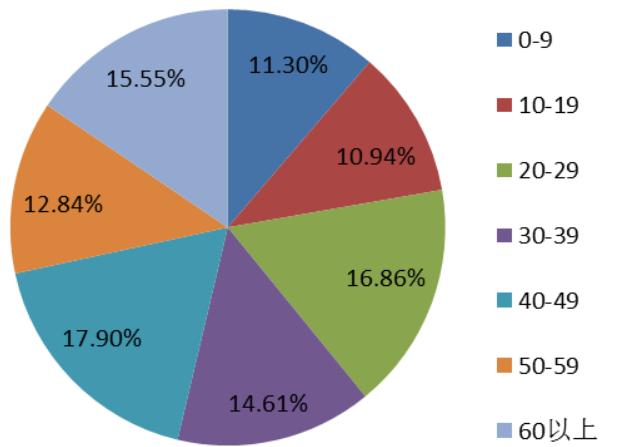
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图10：老年抚养比持续增长



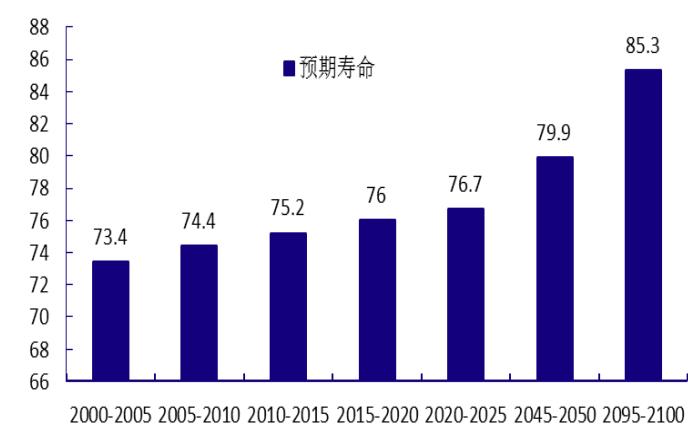
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 11: 2014 年我国人口年龄结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 12: 联合国对我国预期寿命的预测



资料来源: 联合国《2012 年世界人口展望》, 中国银河证券研究部

3. 传统“父养子、子养父”的中国式养老被打破，急需“医养结合”新型社会养老模式

中国的文化传统就是“老有所依、老有所养”。近年来，伴随着经济发展导致的劳动力人口迁移，加上 78 年计划生育政策成为国策和全面推行，导致我国家庭结构发生根本性变化。目前，1 对夫妻照顾 4 个老人的局面已成常态，老龄化加重的同时中国传统的“父养子、子养父”的家庭养老模式难以为继，空巢老人日趋增多，养老问题日益突出已经不可避免的成为社会主流问题。因此，国务院常务会议已经定下基调，通过各种方式解决我国的养老问题，并提出促进医养融合对接，医疗机构为养老机构开通预约就诊绿色通道，养老机构内设的医疗机构可作为医院康复护理场所，另外还提出“医养结合”概念。在今年的两会上，养老产业再引关注，习近平对加强老龄工作做出重要指示强调，加强顶层设计完善重大政策制度，及时科学综合应对人口老龄化。今年年初，我国首部老年宜居环境蓝皮书《中国老年宜居环境发展报告(2015)》发布，报告指出，随着我国老年人口的快速增长，从 2010 年起至未来 20 年左右将是我国养老设施的加速发展期。因此，我国老龄化加速将催生对养老产业的巨大需求，养老产业潜在市场价值可见。

(二) 养老政策接连释放，医养结合带来行业发展机遇

在认识到我国严峻的老龄化形式下，我国从 2010 年开始制定具体行业的发展标准，养老问题逐步提上日程。目前我国养老产业的发展仍在初级阶段，近年来国家频频出台的养老政策逐渐引导资本进入养老产业，在摸索和学习中发展，而政策发布导向也越来越明确。养老服务开始从鼓励非盈利性转向运营主体多样化发展，2015 年，民政部、发改委发布《鼓励民间资本进入养老市场》，以鼓励民间资本参与居家和社区养老服务，机构养老服务等产业，加强社会力量在养老产业的中坚力量，意为未来养老产业的完善发展奠定坚实的基础。2016 年将出台《中国老龄事业发展“十三五”规划》以及《社会养老服务体系建设规划 2016-2021》的政策力度将对养老产业和资本市场影响巨大，进一步落实养老主题的发展与未来规划。同时，地方政府也频频出台养老服务的实施细则，如 2015 年 1 月浙江省提出的《浙江省社会养老服务促进条例》，2015 年 4 月北京市出台的《关于依托养老照料中心开展社区居家养老服务的指导意见》以及 2015 年 2 月江苏省出台的《南京市养老服务设施布局规划(2014-2020)》等。养

老政策和实施细则的频频出台侧面反应我国养老形式的严峻，由此，养老产业将在未来可预计的时期内实现高速发展。

表 1：我国养老利好相关政策不断出台

时间	政策名称	出台部委	主要内容
2000.10	《关于对老年服务机构有关税收政策问题的通知》	财政部，国家税务总局	暂免福利性、非营的老年服务机构的企业所得税。
2006	《中国老龄事业发展十一五规划》	全国老龄委	提出十一五期间，我国在养老保障医疗保险，社会救助等方面要实现的目标和任务。
2006.2	《关于加快发展养老服务业意见的通知》	国务院办公厅	大力发展社会养老服务机构，鼓励发展居家老人服务业务。
2007.10		十七大报告	强调基本养老。
2008.1	《关于全面推进居家养老服务工作的意见》	全国老龄办等10部委	全面推进居家养老服务。
2011.9	《中国老龄事业发展“十二五”规划》	国务院	研究探索长期护理制度，将养老纳入经济社会发展规划。
2011.11	《社会养老服务体系建设规划2011-2015》	国务院办公厅	提出社会养老服务体系建设应以居家为基础，社区为依托，机构为支撑。重点推进供养型、养护型、医护型养老设施建设。
2012.7	《关于鼓励民间资本进入养老服务领域的实施意见》	民政部	民办养老机构免征营业税，根据投资额、建设规模给予一定补贴。
2013.9	《关于加快发展养老服务业的若干意见》	国务院	提出到2020年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。
2014.7	《关于做好养老服务业综合改革试点工作的通知（含清单）》	民政部	结合申报地区养老服务业发展实际，确定北京市西城区等42个地区为全国养老服务业综合改革试点地区。
2014.8	《关于做好政府购买养老服务工作的通知》	财政部	以老年人基本养老服务需求为导向，将政府购买服务与满足老年人基本养老服务需求相结合，优先保障经济困难的孤寡、失能、高龄等老年人的服务需求。
2014.9	《关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知》	发改委	重点加强健康服务体系、养老服务体系和体育健身设施建设。2015每千名老人有床位30张，2020年达到35-40张。
2014.11	《关于推动养老服务产业发展的指导意见》	商务部	服务设施不断充实，服务内容和形式不断丰富，服务队伍不断扩大。
2015.2	《关于鼓励民间资本参与养老服务事业发展的指导意见》	民政部，发改委等	推进医养融合发展，鼓励社会力量举办规模化、连锁化并对其免征营业税，涉及土地使用权转让，不动产转让不征收增值税，营业税。
2015.4	《关于进一步做好养老服务业发展有关工作的通知》	发改委、民政部等	强调要统筹推进养老服务业综合改革试点、扎实推进健康与养老服务重大工程建设、积极推动养老服务业创新发展，要求要探索建立多元化投融资模式，有力维护养老服务业发展环境。
2015.4	《关于开发性金融支持社会养老服务体系建设的实施意见》	民政部、国家开发银行	重点支持社区居家养老服务设施建设项目、居家养老服务网络建设项目、养老机构建设项目、养老服务人才培训基地建设项目、养老产业相关项目。
2015.9	安徽省《城乡养老服务体系建设实施办法》	省民政厅、省财政厅	以满足中低收入老年群体基本养老服务需求为重点，积极支持和引导社会力量参与养老服务，逐步建立多元化、多层次、多

			形式的养老服务体系。
2015. 11	《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》	卫计委、民政部、发改委等	提出建立健全医疗卫生机构与养老机构合作机制，支持养老机构开展医疗服务。推动医疗卫生服务延伸至社区、家庭。鼓励社会力量兴办医养结合机构。鼓励医疗卫生机构与养老服务融合发展等
2016. 1	北京市《关于经济困难的高龄和失能老年人居家养老服务工作中有关服务事项的通知》	北京市民政局	开展经济困难的高龄和失能老年人居家养老服务工作。由现有北京通一养老助残卡服务队伍中的养老机构、养老照料中心、养老服务公司等专业的养老服务类企业或社会组织提供。
2016. 3	国务院批转国家发展改革委《关于2016年深化经济体制改革重点工作意见》的通知	国务院、发改委	第（十）条，完善服务业发展体制。提到：深化养老服务业综合改革试点，全面放开养老服务市场，鼓励民间资本、外商投资进入养老健康领域，提高养老服务质量和，推进多种形式的医养结合，增加有效供给。

资料来源：互联网信息整理，中国银河证券研究部

（三）“养”是基础服务，“医”是刚性需求

随着我国经济的持续快速增长，人民生活水平的总体提高和社会保障制度的日益健全，老年人的收入水平也稳步上升，带来老年人群的消费习惯在改变，同时消费需求变得更加多元和多样。在日常生活方面，老年人群对饮食、服饰、社交娱乐、旅游等方面的需求在不断改善，同时由于生理和心理的变化，老年人在医疗保健、精神慰藉等养老方面也产生了大量的需求。老人对生活质量的要求是全方位、多元化、多层次的服务，从“吃、穿、住、行”做起的基础服务是“养”的关键；同时，由于老年人经常患有各种疾病、使得“医”成为保证老人生活质量的养老关键一环。

图 13：养老服务的相关内容



资料来源：《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，中国银河证券研究部

老年人的养老需求主要集中于三个方面，生活、娱乐和医疗健康。第一，养老的基本需求——生活（包含衣食住行）是老年人的基本生活保障，近七成的老年人日常消费支出集中在食品上，老人日常的照料是养老服务的重心。第二，医疗健康是老年消费群体的三大主要消费

需求中刚性需求。老年人对医疗需求较大, 45.1%的老年人健康状况为“一般”或“差”, 27.6%的老年人日常生活中最大的开支为“看病吃药”, 另外, 据统计, 2014年底我国65岁老年人慢性病患病率达53%左右, 医疗费用支出是“年轻人”的3倍。第三, 老年人越来越重视生活娱乐, 基本的社交活动和文艺休闲是老年人的偏爱的活动方式, 从广场舞、公园舞的兴盛等就可见老人对娱乐、社交生活的需求, 因此, 老人精神寄托的需求应被给予足够的重视。

综上所述, 我们认为, 由于“养”涵盖的日常生活和娱乐等服务的繁杂性和“医”涵盖治疗的专业性, 以及老人个性化和多元化服务的需求, 导致养老产业链很难由单一的个人、一个机构或者一家服务公司能过承担和解决的, 更应该由一个体系、一个平台提供全方位的服务索引和服务指南, 从而解决老人的各种各样的需求。

(四) 养老刚需消费市场在4万亿以上

根据测算, 我国老年人生活成本, 即包含衣、食、住、行、健康、娱乐等的基础消费(2011年统计), 城市和农村人均分别为25,456元/年和11,854元/年。在考虑2011年至2015年城市CPI和农村CPI的涨幅8.89%和8.38%来测算, 2015年城市和农村的老年人人均基础消费为27,720元/年和12,847元/年, 按2亿老人计算当前老人刚需消费市场规模在40,567亿元以上。

表2: 老年人群人均消费(2011年数据)

地区	城市(元)	农村(元)	城市/农村
华北	32,219	14,526	2.2
东北	21,455	10,989	2
华东	31,083	17,317	1.8
中南	22,088	8,336	2.6
西南	17,512	5,495	3.2
西北	21,163	9,583	2.2
全国	25,456	11,854	2.1

资料来源:《中国老年人生活成本和标准消费系数测算》, 人口与发展, 2011年第17卷第3期, 中国银河证券研究部

医疗健康是老年人生活品质的根本保证, 也是国家提出“医养”结合进行养老规划的核心原因。随着年龄的上升, 身体机能衰弱, 患病率不断升高, 例如高血压、心脑血管病、糖尿病等老年病成为老人的生活负担。根据《中国心血管疾病报告2014》, 我国城市和乡村的老年人(≥60岁)的高血压患病率分别为61.8%和56.4%, 高发病率带来了沉重医疗费用。国际高血压学会理事王继光教授指出, 我国每年用于管理高血压这一项的医疗费用就高达366亿元人民币。2015年, 由年龄结构变化导致的医疗服务需要量比10年前增长15.2%, 医疗服务费用比10年前增长19.6%, 慢病病例数比10年前上升31.3%。虽然基本医保基本实现全覆盖, 但其筹资水平、保障范围有限, 且不同制度间及地区间的保障待遇差异较大, 导致老人的个人医疗费用负担尚未根本减轻。根据消费者协会的调查, 医疗保健费用大约占到老年人的19%, 即使按照我们测算的2015年我国老年人的刚需消费市场规模测算, 老年人医疗保健支出规模也超过8,000亿元。

(五) 养老模式从单一向多元化发展，居家养老占据主要地位

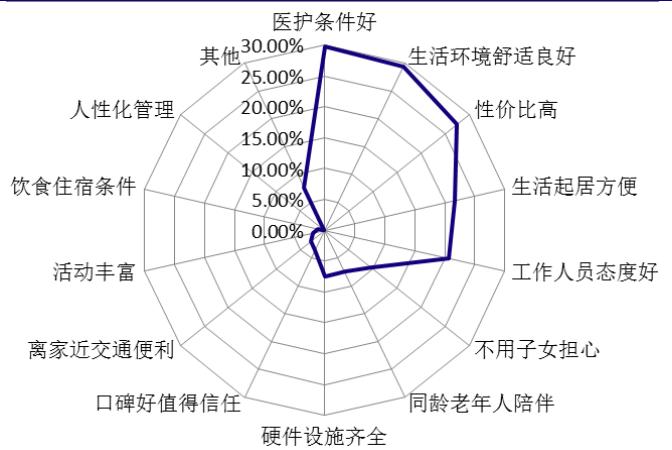
养老模式大体可以分为居家养老和机构养老两种。根据消费者协会的报告，我国老年人养老形式较为传统，一般都会选择居家养老，只有不到百分之一的老年人选择专业机构养老。在2013年的调查中，有38.5%的老年人有选择专业养老机构的意愿，说明老人的养老观念出现一定的转变，同时也表明养老机构的普及和多样性，为老人提供了更多的选择。随着社会发展和生活条件的改善，老年人的养老意识逐渐增强，各种方式的接受度都有所提高，带动我国养老模式向多样化发展，逐步建立多层次的养老服务体系。

1. “一刀切式”的机构养老服务既满足不了老人养老的真正需求，也无法满足巨量老人数量的床位需求

目前，国内民办养老机构以中小型为主，盈利较为微薄。根据民政部统计数据，全国各类养老服务机构和设施94110个，其中：养老服务机构33043个，社区养老服务机构和设施18927个，互助型的养老设施40357个，军队离退休干部休养所1783个；各类养老床位577.8万张，比上年增长17.0%。每百名老年人拥有养老床位2.72张，比上年增长11.5%，对应“百名老人5张床位”的国际标准，仍有较大缺口。对于这样的缺口情况，养老床位本应供不应求，但实际上，养老服务机构的年末床位利用率却有降低的趋势，说明现行的养老体系的供给与老人真正的需求不符，导致利用率低、成本高，同时也说明对未来的新兴养老机构、养老模式改变现状的需求巨大。

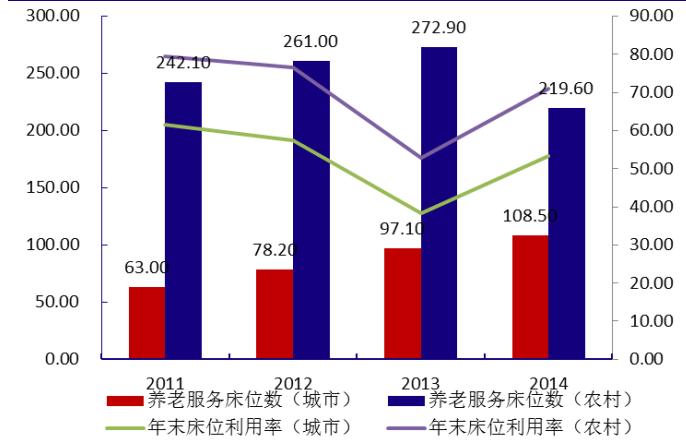
国内养老机构的服务内容分为以日常生活照料、以健康护理和以临终照顾等服务为主的三类，数据显示，三项内容分别占比87%、10%和3%。并且，入住对象大多数具备生活自理能力，主要因为现有养老机构的设施和服务可能并不能充分满足老年人的全部生活需求，同时养老机构由于成本、耗费人力、缺乏医疗条件等原因也不愿意接受失能和半失能老人。

图14：老年人选择专业养老机构的考虑因素



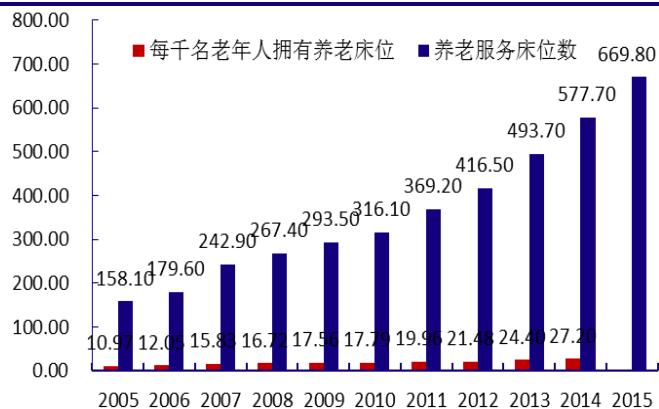
资料来源：中国消费者协会，中国银河证券研究部

图15：我国养老服务床数及床位利用率



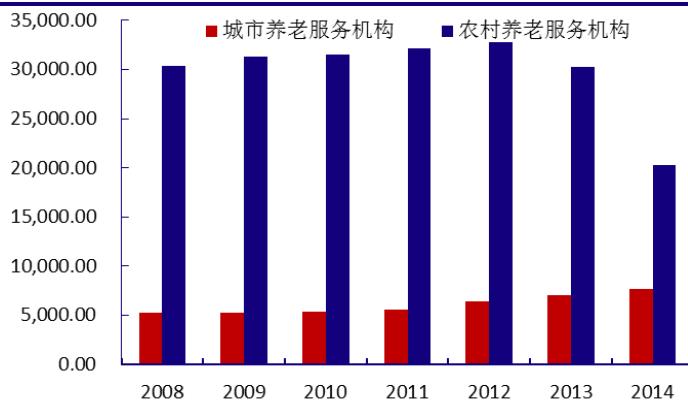
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 16: 养老服务床位数及每千名老人拥有养老床位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 17: 2008-2014 年我国养老服务机构统计 (单位数)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

2. 居家养老是解决养老“质”与“量”的有效途径

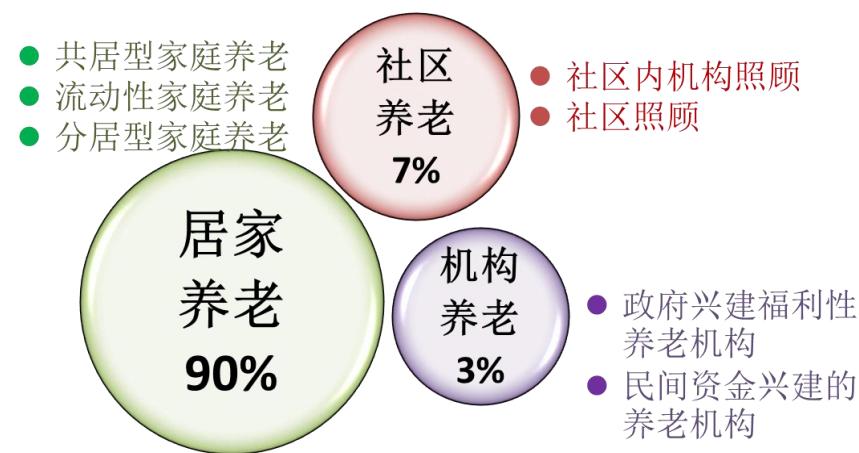
中国作为新生的老龄化社会, 高龄老人(大于 80 岁)年均增加 100 万, 空巢老人接近 1 亿, 有慢性病的老人已突破 1 亿, 城乡失能老人约 3800 万, 根据这一系列的数字, 我国的养老服务需求与负担超过任何国家。面对这样庞大的需求, 我们认为居家养老是最符合国情和社会观念, 也是解决养老需求与负担的唯一方式。

居家养老有明显的优势:

- 1) 居家养老不存在社会观念问题, 隐私受到保护, 老人心理负担小;
- 2) 邻里间的传统文化和社区服务中心, 可以有效解决老人的娱乐与社交需求;
- 3) 依托于家庭, 自由度较高, 无需床位等其他设施建设, 投入低、消耗低;
- 4) 覆盖面广, 如果发展好, 利用好可以解决绝大多数老人的养老问题, 同时能够最大限度的利用和节约社会有限资源。

现行养老产业制度的基础是建立在民政部 2011 年颁布的《社会养老服务体系建设“十二五”规划》所提出的“9073”养老格局(北京市等地区提出推广“9064”)和服务模式之上的, 即 90% 的居家养老、7% (或 6%) 的社区养老、3% (或 4%) 的机构养老, 也奠定了居家养老模式的主要地位。2016 年, 国务院出台的《关于加快发展养老服务业的若干意见》指出, 到 2020 年, 全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的, 功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。从经济发展和社会现状来看, 居家养老作为一种经济而高效的生活服务方式, 对老年人和政府来说都会产生较高的效益, 能有效实现资源的有效分配, 因此在可预见的未来, 居家养老会顺应国情, 进一步迎来政策推进和市场需求的发展“双核动力”。

图 18：养老服务的三种模式



资料来源：《老年社会工作》，中国银河证券研究部

要做好居家养老，我们认为有 3 个基础点需要解决：第一，首当其冲的就是医疗健康服务，相对于机构养老，居家养老要建立医疗服务上门、日常护理等医疗服务；第二，日常生活照顾，切合老年人的日常生活需求，尤其是老人的安全等方面的管理；第三，人文关爱，对老人精神生活、娱乐生活的关怀等。因此，居家养老需要在老人的生活圈里（家里）嵌入硬件（居家安全系统、老人行为感知系统、远程信息传输系统等硬件）和软件（服务+人员，设立专为老年人服务的网点，及时提供医疗服务、生活服务、精神娱乐服务等）的工作系统，为老人生活提供全方位的支持。

图 19：居家养老优点对接需求



资料来源：中国银河证券研究部

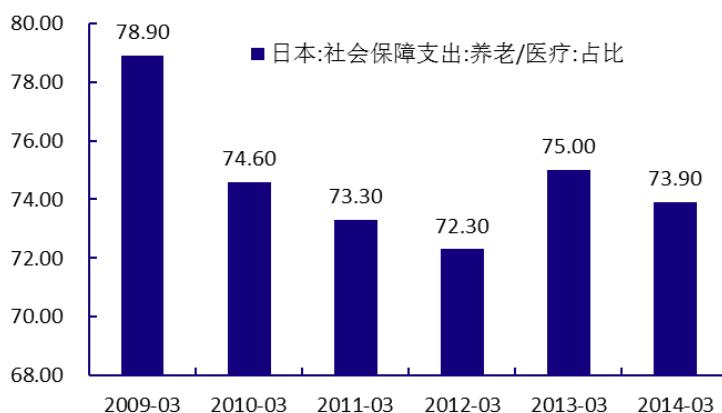
三. 从日本养老产业模式看我国养老未来发展和时点把握

(一) 日本养老产业的发展离不开需求、政策、服务三个方面

1. 老龄化社会的巨量养老服务需求与传统观念融合催生日本养老服务体系

1970 年, 日本正式进入老年型国家, 作为全球老龄化率最高、老龄化速度最快的国家, 日本的养老/医疗费用已经占到社会保障支出的 70%以上, 也造就了养老发展的活力和巨大养老产业。相较其他西方发达国家, 日本更注重本国孝敬老人的传统, 同时传统的单纯依靠家庭养老和靠国家养老的模式已经不能满足老年人日益增长的多层次需求, 故在养老事业和养老产业逐渐发展的过程中出现了社会化、市场化、产业化的养老模式, 形成了以社会保险、社会救济、社会福利和医疗保健为主要内容的养老体系。其中, 以日本政府的政策和指导作用为首, 实现了老人福利法制化、运行机制多元化和专业化。日本的养老产业具有产业链长、涉及领域广等特点, 不同于非营利性的养老事业, 养老产业多为民间资本经营的面向老年人的营利性事业, 主要涉及老年住宅、老年金融、家政服务、福利器械用品、文化生活服务和其他类目。

图 20: 日本养老/医疗费用占比社会保障性支出绝对金额和百分比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

2. 政策、法规——《介护保险法》促使日本商业养老爆发

日本早在 1950 年代就开始为养老做准备, 经过了初创期、扩充期及政策转换期三个阶段的发展, 日本养老法律保障体系成熟而健全, 真正从社会福利和老年人的角度, 适应社会发展规律的发展养老产业。2000 年实施的介护保险法促使日本商业养老爆发, 由于同时期经济高度增长期的经营者老去, 企业纷纷开始涉足中高端养老机构, 瓜分高端养老行业蛋糕。同时, 护理保险制度的建立作为社会保障改革的第一步, 不但减轻家庭负担, 带来了巨大商机, 形成了老年人护理产业。21 世纪以来, 日本老龄化愈发严重, 日本的老年人赡养已经朝家庭、社会并重的方向发展, 养老产业也随之水涨船高, 目前已成为日本的支柱产业之一。

表 3：日本养老相关法律法规发展

发展时期	政策法规	内容
初创期 (20世纪50年代初到 60年代初)	1950年《生活保护法》	形成了战后日本老年社会保障的基本框架，其重点是生活保护； 明确指出国家责任、无差别平等、最低生活保障等内容
	1958年《国民健康保险法》	实现了养老、医疗的全民覆盖；成为老年人晚年生活安定的制度保障，日本社会保障由生活救助为主向社会保险转变
	1959年《国民年金法》	
扩充期 (20世纪60年代初到 80年代初)	1963年《老年人福利法》	被称为“老年人宪章”，立了日本现行老年人社会福利制度的基本框架
	1974年厚生省公布“收费养老院 设置运营指导方针”	建立了市场规范及行业标准
	80年代初，制定“银色标志制度”， 成立“银色标志认证委员会”	对符合条件的社会养老机构、老龄产品和服务及其厂商等进行认证并公布于众
政策转换期 (20世纪80年代中后 期至今)	1982年《老年人保健法》	主要用公费（国家和地方财政负担）支持老年人医疗费；对有关老年人保健、医疗的服务单独制定了法律，并规定了新的社会服务项目。
	1989年制定“推进老年人保健福 利10年战略”（黄金计划）	规划了1990—1999年10年间的有关老年人设施和服务的计划
	2000年实施《护理保险法》	制定护理保险制度目的在于提高国民的保健医疗水平，增进福利。

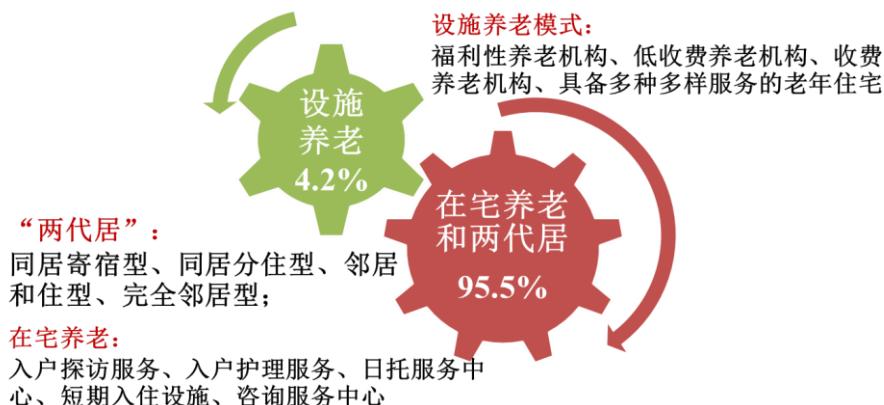
资料来源：互联网信息整理，中国银河证券研究部

3. 服务对接老人养老需求。

纵观日本养老产业发展，可以发展以下重要特征：1) 从类别上看，日本养老产业可以分为在宅养老模式、两代居模式和设施养老模式。其中，在宅养老和“两代居”和中国的居家养老和社区养老类似，服务于这两种养老模式的为各类养老服务，如入户护理、入户探访等。设施养老类似于我国的机构养老，即以养老院的形式提供养老服务，分为公立、低费和完全自费三种，供用户根据自身情况选择。2) 从市场份额上看，选择在宅养老和两代居等形式的老人比例超过95.5%，居家养老占据市场绝对主流，与中国的情况相似。

在日本，由于有年金制度，经济赡养不是主要问题，日常生活的照料和护理是家庭赡养老人的最大问题，而2000年开始实施的护理保险制度为居家养老提供了进一步的保障，护理保险制度的一个主要内容就是对加入保险的老年人提供居家服务，如上门护理（家庭服务员）、上门帮助洗浴、上门帮助康复、日托康复、居家疗养指导等等，把家庭成员从繁重的老人护理当中解放出来。此外，选择设施养老是小众现象，只占4%左右的市场份额，其中还包含相当比例的纯公益、保障型养老机构，日本的机构以小而精为主要发展路线，以满足小众的定制化或高端需求。

图 21：日本养老服务模式



资料来源：中国银河证券研究部

（二）中国养老产业已经具备、需求爆发、政策推进、服务满足需求，3个爆发条件的2.5个，静待政策东风解决支付问题

同样作为亚洲国家，我国人民的生活方式和生活特点相似于日本，因此，我们可以借鉴日本养老体系的孕育、逐渐发展至成熟的过程，来思考我国养老产业未来的发展道路。我们可得到的启示如下：1) 老年人的需求包含经济保障需求、健康保障需求、情感保障需求、服务保障需求和其他保障需求五个方面，养老产业的发展应紧紧围绕老年人的具体需求，根据国情和经济状况来建立相应的法律法规和社会保障体系以蓬勃养老产业的发展，最终以实现资源最优调配和社会福利最大化为目标；2) 借鉴日本的状况，居家养老和设施养老有完善的护理保险法支撑，中国在探索建立长期护理体系的道路上应主要解决费用问题，老年人才能自由选择护理服务，养老事业才能健康发展；3) 应不断根据经济发展模式和社会需要对养老相关的政策法规进行改革。

目前来看，中国的养老产业无论从法律法规建设或是政府及民间资本参与及渗透方面都还处于起步阶段，还无法适应中国快速老龄化趋势的社会现实。反观中国近年来养老产业的发展，应尽快建立一条适应中国特色的养老之路，以消除老龄化为中国经济发展带来的阻碍。日本老龄化程度和养老地产发展阶段均领先于中国三十年左右，日本的人口变迁模式就是未来的中国人口发展依据。

我们认为中国养老市场的爆发同样需要3个基础：1) 需求爆发；2) 政策推进（解决买单问题）；3) 服务对接需求。目前，我国养老产业虽然处于起步阶段，但已具备了产业爆发的必要条件：首先，老龄化社会带来的养老需求爆发已是必然；其次，近年来的养老政策讨论热度升高的同时趋于务实，在养老问题越来越突出的情况下，类似于全民医保政策的养老民生政策必然是国家推进重点；最后，地方政府、民间资本多方位探讨、试行符合国人养老需求的多元化商业模式已经开启。因此，我们判断，中国养老产业已经具备3个爆发条件的2.5个，静待政策东风解决支付问题的全面落地。

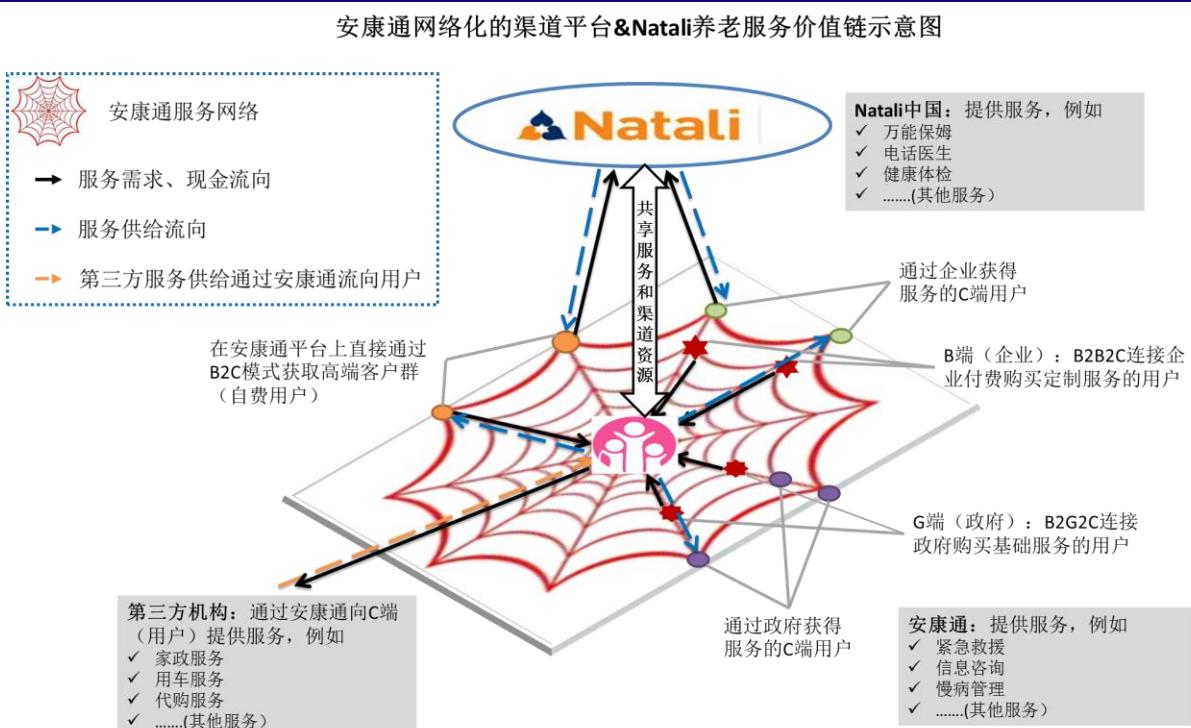
四. 三胞集团借助南京新百绘制全方位居家养老蓝图

安康通——网络化平台，广度覆盖中低端养老服务和渠道建设，追求覆盖面和养老人口数量，价值在于平台的通路。

Natali 中国——高端养老产品服务商，深度挖掘医疗在养老服务中的地位，价值在于提供深度“医养”产品和解决方案。

安康通+Natali 中国——平台通路+垂直服务、低端广覆盖+高端深挖掘、客户数量+客户质量，全方位的居家养老模式探索平台。

图 22：南京新百养老产业蓝图



资料来源：中国银河证券研究部

(一) 安康通重在养老服务开放式平台的通路价值——养老产业的“京东”

三胞集团大健康战略发展思路清晰，通过中国最大的居家养老服务机构——安康通来搭建全方位的居家养老大平台，并在政府支持下，积极采用与政府合作的方式，迅速获取老年人资源，扩展该平台的知名度和使用率，布下基础养老服务体系和开放式平台网络。基于养老服务需求的多样性，包含了生活服务、医疗服务、关怀服务，既涉及日常琐碎的生活事物，又涵盖了医疗健康等高技术含量的服务，因此，我们认为，很难有一家机构满足全部的养老需求，所以开放式平台的渠道价值在产业链当中凸显出绝对的地位和价值。

我们理解的安康通养老平台价值链：

- 1) 通过 B2G2C (通过政府)、B2B2C (通过企业)、B2C (直接获取客户) 的模式, 快速的获取养老客户;
- 2) 通过硬件产品连接客户到呼叫电话/网络服务中心等, 建立基于电话/互联网的网络通路;
- 3) 提供安康通的基础养老服务, 例如紧急呼叫、健康救助、电话预约服务等自营产品;
- 4) 终极价值是开放式平台, 吸引更多商家通过安康通的平台提供养老服务的第三方产品服务, 成为“养老产业的京东”。

养老产业需求的纷杂性和老人这一特殊群体对新兴事物判知能力差, 需要一个可靠的渠道, 为老人寻找提供专业和安全服务的供应商。该模式发展类似京东、天猫等互联网虚拟商业平台, 通过双向积累客户和商家, 对客户合理引导使用者的消费习惯、培育客户对平台的依赖性和忠诚度, 对商家进行评级、筛选, 找到最好和最合理养老服务提供商, 最终实现养老产业的布局蓝图。目前, 为老人提供的叫车服务和家政服务已经具备通过安康通平台提供第三方服务的雏形。

(二) Natali 中国打造高端养老的明星产品

如果说安康通是“京东”, 那么 Natali 就是“京东”上的“品牌旗舰店”。Natali 中国依托于以色列最大的高端养老机构 Natali 的商业模式, 通过产品、技术、服务引进, 探索中国高端(自费)养老市场。Natali 的目标客户群定位清晰, 即有支付能力和高端养老需求的人群。

Natali 中国主要依托医疗健康服务和居家模拟系统为客户提供定制化的养老服务, 其商业价值在于:

- 1) **品牌价值。** Natali 作为以色列最受认可的“医疗健康解决方案和紧急医疗服务”公司, 紧紧围绕消费者需求, 贴近消费者内心, 具有先进的服务理念, 拥有较高的品牌忠诚度。Natali 通过联手南京新百和三胞集团, 创立 Natali (中国), 提供高端养老服务和创建品牌形象;
- 2) **产品服务价值。** 通过引入 Natali 以色列先进的技术和管理方式, 再配套相关的服务, 既可以提高产品服务价值, 改善客户体验, 增加客户黏粘性, 开启中国定制化高端养老服务模式;
- 3) **社会价值。** 定制化的养老服务不仅弥补了我国高端养老需求的缺口, 定制化服务有不同个性化需求的高端养老群体, 同时, 为养老产业培养专业人员和提高相关的养老服务标准。

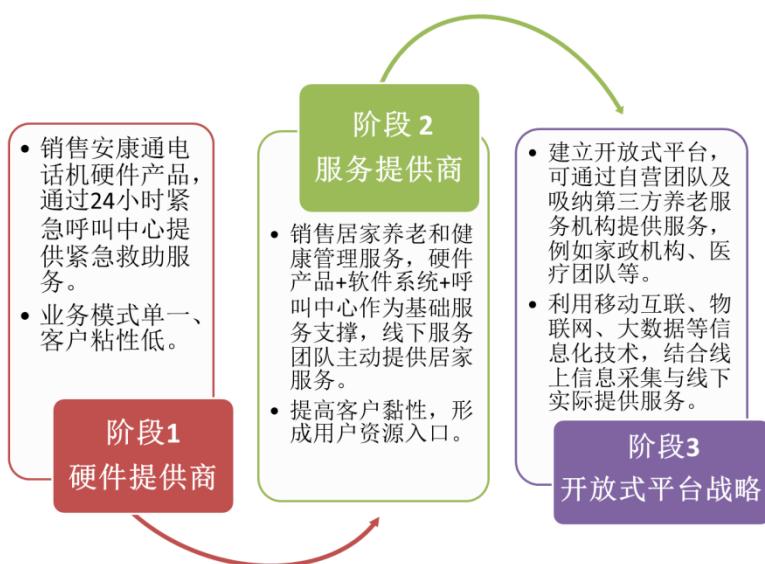
我们认为, 安康通和 Natali 中国这一组合优势互补明显, 平台通路+垂直服务、低端广覆盖+高端深挖掘、客户数量+客户价值的综合养老服务探索。在养老产业发展初期, 该模式是既兼顾了模式创新和服务探索, 又一定程度上兼顾了短期利益, 有助于公司在养老产业的持续发展和处于领先地位。

五. 安康通做养老的“京东”，凸显养老服务的平台价值

(一) 安康通纳入三胞集团，迎来发展新方向

安康通成立于1998年，是国内最早从事、最大规模的居家养老服务提供商，经过18年的发展，目前服务市场涵盖了上海、北京、江苏、广东、海南、四川、湖北、湖南、安徽、吉林、黑龙江等地，拥有了超过100万的客户群体。公司拥有专业的服务团队和忠实的客户群，通过与民政局合作的政府购买服务（B2G2C）的方式为主形成迅速的市场扩张。在公司大力扩张的2015年，新增付费客户群超过80万，至今累计为政府建立养老服务台账逾12个。

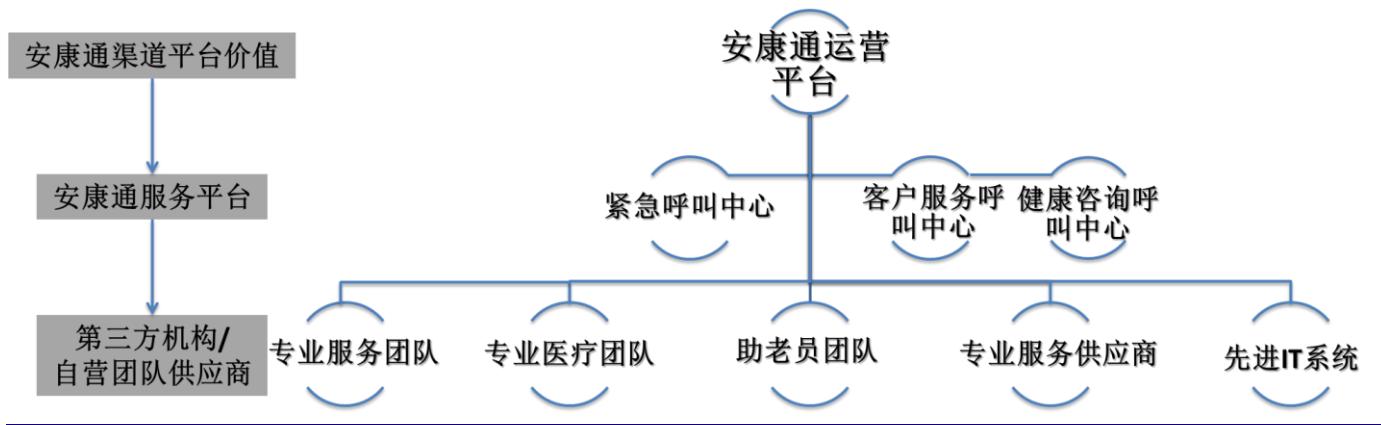
图 23: 安康通发展阶段



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

2013年，安康通成功并入三胞集团，迎来历史上发展的转折时期。安康通在被三胞集团收购之前，主要从事紧急救援业务，收入主要来自机器产品的销售；三胞集团2013年入主之后，对公司的经营模式进行了重大调整，由“卖产品→卖服务”、“硬件厂商→服务提供商”进行转变，逐渐构建了居家养老和健康管理的服务体系。2015年，公司引入“互联网+”概念，提出“平台战略”，即安康通的平台系统将接入家政服务、金融服务、信息服务、健康管理服务等各类供应商名录清单，以及供应商处服务人员信息，和终端使用用户的相关信息，将为提供服务的供应商和需要养老服务的机构和个人搭建安全、便捷的服务平台和交易平台。

图 24: 安康通的平台服务运营架构



资料来源：中国银河证券研究部

(二) “菜单式”可选服务套餐，切合养老个性化诉求

1. 安康通的五大服务体系，为养老需求提供整体解决方案

安康通根据老年人的生理、心理特征和养老的特殊需求，有针对性推出五大系列服务体系，包括：舒心安家、安心保家、康复佑家、助引福家、喜乐全家等服务项目，为独居老人、短期康复老人、保健老人以及健康老人提供由安康通强大的运营平台支撑的个性化服务方案。因此，安康通的养老服务项目（自己提供和第三方机构提供）几乎涵盖了目前国内养老市场所有的需求项目，并且服务对象包含了所有养老需求群体。目前，尚处于安康通发展的第一步——扩张阶段，通过会员数的不断增加，安康通有能力利用自己的渠道优势和养老的专业性服务，在各地建立养老综合体，涉及老龄用品市场、护理培训学校、老年康复中心、颐养中心、智慧养老研究院等，逐步完善养老产业链。

表 4：安康通五大系列服务体系

服务体系	服务内容
舒心安家服务体系	提供紧急救助，安全报警，健康管理，生活信息咨询，上门维修，取药、陪诊、家政、在线咨询、定时提醒等日常生活服务。
安家保家服务体系	为老人做好提前的疾病预防和保养工作，提供癌症基因筛查服务、个人体检服务，保险服务、家庭医生服务，绿色通道服务、中医理疗服务，预约挂号服务、急救服务等预防、调理、基金救助服务。
康复佑家服务体系	专门为术后康复老人设计，提供术后评估服务，术后康复服务，功能训练服务，无障碍空间改造服务，居家护理服务，心理咨询、营养咨询、营养餐服务等专业康复服务。
助引福家服务体系	全人照顾，以某一疾病为主，兼顾其他疾病康复的独特的照顾模式，目前，针对四大类老年人常见的疾病（心脑血管疾病、糖尿病、老年痴呆、抑郁症）提供全人照顾方案。
喜乐全家服务体系	为身体健康、时间充足的老人，打造喜乐全家服务，由专属旅游团为客户组成专属旅行团玩遍全球，专属的健康沙龙、老年大学、老年活动俱乐部等，保证社交品质。

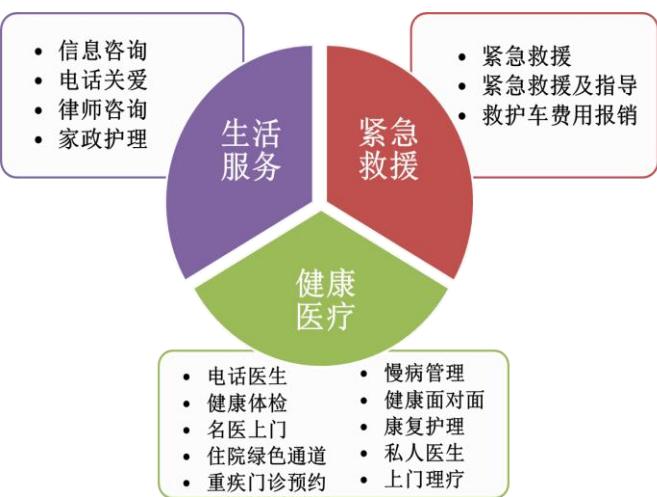
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 25：安康通五大服务体系



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 26：安康通四大服务板块



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

2. 四大业务板块对接养老服务的基础诉求

安康通有四大业务板块，**紧急救助&安全预警、健康管理&远程医疗、居家助老&生活服务**以及**慢病看护&康复理疗**。

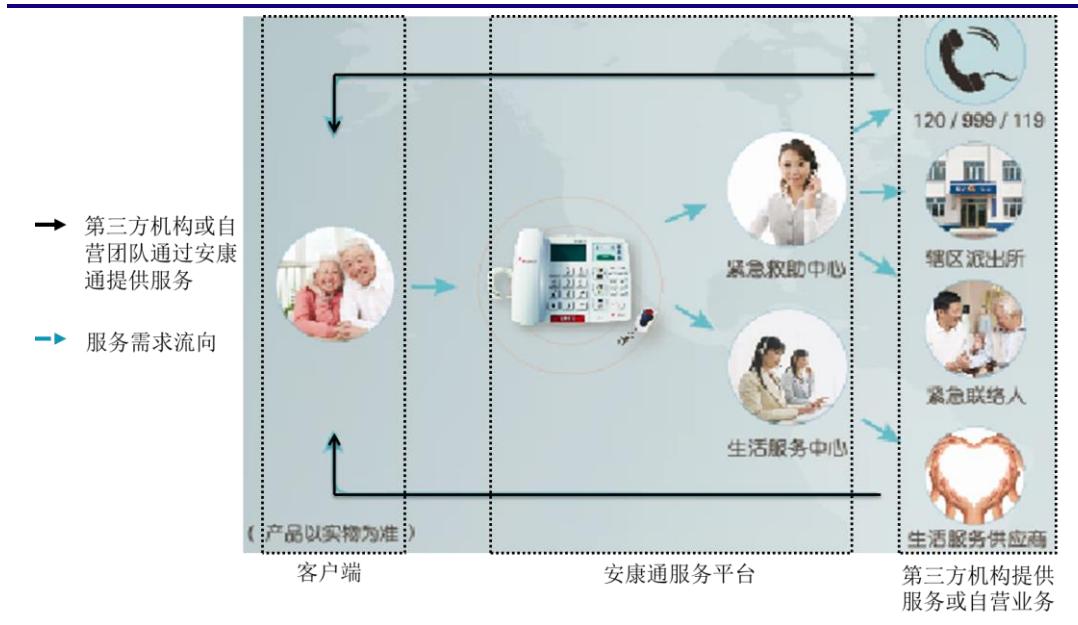
紧急救助&安全预警：作为老人居家应急的必须手段是公司的核心运营项目，当老人在家遇到突发状况只需按下安康通电话机上的“紧急求救”按钮，即可通知呼叫中心，客服人员及时处理并提供相应服务，该服务不仅方便快捷，更为老人（特别是独居老人）的生活提供了一定生活上的安全保障；

健康管理&远程医疗：安康通拥有专业的健康管理团队，通过充分的市场调查和老人生活习惯各方面的习惯分析，以老人的健康状况的管理平台为基础，辅以顶尖的医学技术团队满足服务老年人的日常生活和保健需求为目标，利用手机终端健康管理 APP、移动电话、居家紧急电话等各类老年人群能够使用的通信工具和感知系统，为老年人提供科学合理的日常健康管理服务。

居家助老&生活服务：主要针对老年人的生活照料，精神慰藉和信息咨询等，按需提供合理的服务。

慢病看护&康复治疗：主要包含慢病护理、术后看护和就医服务等内容，虽然老年人群对此类服务需求旺盛，但由于养老行业尚处于探索期和付费端尚未明确等原因，导致市场处于全面起步探索期。

图 27: 安康通健康管理关爱服务



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

3. “菜单式”可选服务，满足养老个性化需求

此外，安康通向零售市场推出了三款一键通居家服务包，以满足不同人群不同层次的需求：

- 1) 安享套餐针对所有老年人群，包含紧急救援、信息咨询、生活家政、主动关爱、电话医生和中华安康宝；
- 2) 安福套餐针对所有老年人群及独居老人，比安享套餐增加了全国 120 救援救助、住院绿色通道、中华安行宝。
- 3) 安康套餐针对老年人群，及独居、行动不便，需要慢病管理，上门医疗服务的老人，其包含的服务比安福套餐增加了健康体检、健康面对面和慢病管理，能给与使用者更为丰富的日常服务和医疗保健。

老人对硬件的需求：方便、易用，可交流。完整的智能终端设备——方便、易用，多功能的呼叫中心——交流，配合线下上门服务，组成了安康通完整的“智慧居家养老”服务流程，而整个安康通居家养老服务的核心是智慧养老云呼叫系统。对老年人用户来说，操作简单、快捷是必须要求，安康通的服务终端一键按钮+感知终端可以连接紧急救援或电话问询，提供体检服务、电话医生、门诊预约、叫车服务、代缴账单、家政服务等近百项老人生活所需的服务。因此，安康通的服务流程有三个重要组件：

- 1) 智能产品设备：客户终端使用居家养老的智能设备；
- 2) 智慧云中心：智慧云中心对老人设备中的信息进行大数据分析、发现问题并及时解决；
- 3) 线下面对面服务：结合公司提供的四大服务板块以及第三方机构提供的服务，对接老人所需求的线下服务落实。

图 28: 安康通智慧居家养老云呼叫系统



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

（三）互联网化的扩张模式：先获取用户数量，再完善平台网络建设，最后引入合作服务商

1. B2G2C 是客户扩张的最好模式

安康通现阶段主要的商业模式为“B2G2C”，即对终端养老客户（C 端）的开发主要依靠与区市级民政局等政府部门（G 端）对接，通过与政府签订合作协议，搭建公建民营、公办民营、PPP 等多种模式的养老服务。由政府公信力和财政拨款等政策支持，公司为平台所覆盖的区域老人用户提供紧急救助、居家援助、健康管理等基础养老服务。目前公司仍处于搭建居家养老平台的初期，需要迅速扩张用户数量和抢占市场份额，因此，以 B2G2C 的方式切入，依靠政府的资源和影响力来迅速扩大用户数量，完善安康通平台网络覆盖通路。

B2G2C 模式的优点：

- 1) 通过政府公信力、以及辖区内老年人群，可以迅速的获得大量客户群体；
- 2) 与政府签订合作协议，通过公建民营、公办民营、PPP 等模式可以养老付费问题；
- 3) 广告宣传效应明显，有利于吸引更多的商家参与到安康通的平台之上。

根据安康通的战略部署，在产业扩张进程中，公司将积极利用当地的民政养老资源，有效扩张业务网络，依据当地民情按需提供服务。同时，充分发挥与三胞集团协同优势，形成与当地政府及其他服务机构签订一揽子合作协议，配套服务政府的养老民政政策，从而对接当地的客户资源。在完善了服务体系、养老功能和品牌建设之后，对接企业客户的 B2B2C 模式和直接面对客户的 B2C 模式将逐渐成为安康通获取高净值客户的下一级发展目标。

2. 现在的竞争对手，也许就是未来安康通平台上提供服务的合作伙伴

目前政府类养老项目主要产于者有两类：1) 做系统集成公司，具有居家养老相关的软件系统或设备，但由于缺乏运营和服务经验而无法落地；2) 区域性强的当地企业，无法向外扩

张和发展。

我们认为，养老行业是一个需求纷杂、行业壁垒不高、甚至含有一定的地域性服务需求差异，所以不会出现单一供应商提供全部服务的垄断局面。因此，安康通的真正价值是全国用户覆盖的渠道优势，然后整合养老服务供应商，共同开发市场，分享养老行业扩张的巨大蛋糕。

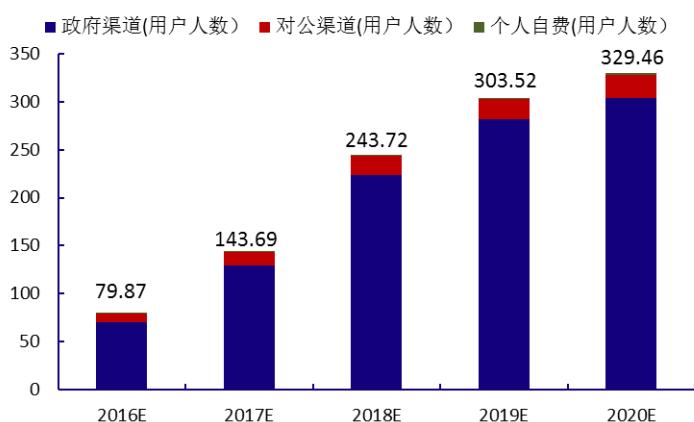
3. 外延方式的整合的跳跃式发展可以快速积攒用户数量

安康通的核心在获取大量客户后的渠道价值，所以“互连网模式”的跳跃式发展，实施兼并与收购战略势在必行。外延方向有三条主线：1) 并用户，对区域性业务相似的养老型企业进行收购，整合地区资源，能够迅速得到当地业务，进而扩张用户数量；2) 并产品，纵向进行产业链的整合，同时通过技术含量更高的产品吸引和获取新的用户，同时可以增加产品线带来利润的加成；3) 并服务，收购有特色的供应商，以扩充公司的服务产品线，尤其是医疗领域，为客户提供更加专业的服务，提高客户粘粘性。

(四) 安康通盈利预测

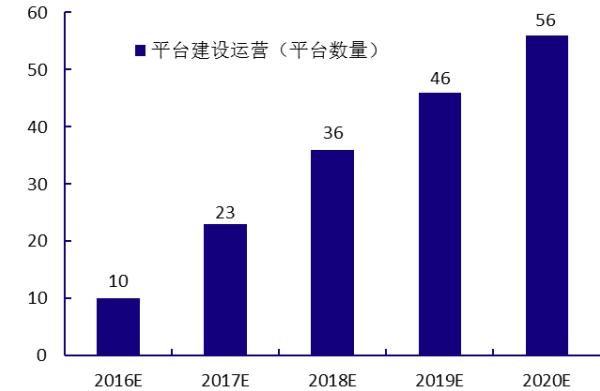
依据公司对未来成长路径的规划，安康通将在未来两年做到广覆盖，迅速扩张用户数量，之后进行精细化管理，更加注重用户服务质量，增加粘着性。根据规划，到2020年公司客户突破300万人，年复合增长43%；收入规模由上升到3.8亿，年复合增速62%；净利润由790万上升到6,850，年复合增长72%。但根据2015年公司实际发展的客户数量就已经接近100万人，提前2年达到了17年的计划客户数量级，所以公司有能力超预期1-2年完成突破300万服务客户的目标。

图29：公司对用户人数的预测（单位：万人）



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图30：公司对平台运营建设数量的预测



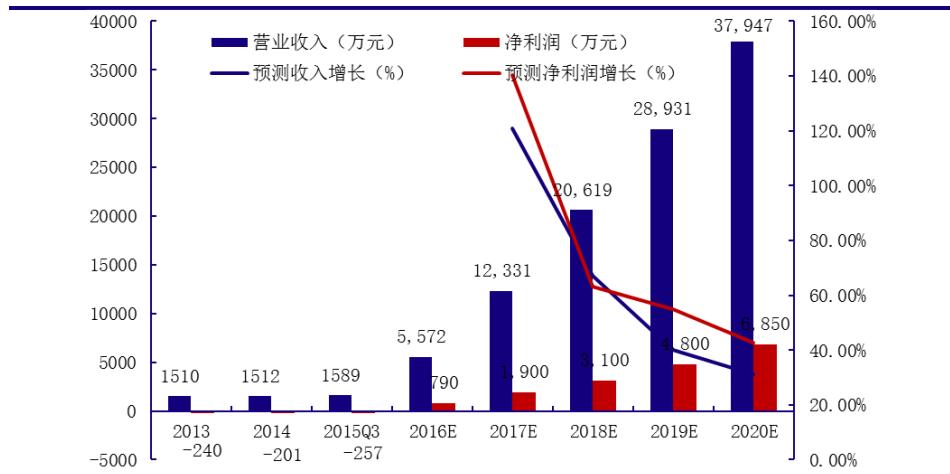
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

表 5: 公司对三类用户人均收费和平台收入的单价预测 (单位: 元)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
政府渠道	31	35	33	35	37
对公渠道	113	169	226	338	462
个人自费	183	306	611	917	1299
平台运营收入	2,265,539	2,299,218	2,346,002	2,387,286	2,418,956

资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

图 31: 2013-2015Q3 及预测期内营业收入、净利润及增长



资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

六. Natali 中国做养老的“品牌旗舰店”，引领高端养老服务发展

(一) Natali: 源自以色列的高端养老机构

Natali 是以色列领先的养老服务公司，成立于 1991 年，拥有全球领先的养老系统解决方案，目前为以色列超过 1 万家机构、20 万家庭和 300 万用户提供了完善的远程医疗、应急呼叫和安全援助等服务，以及成为以色列最大的和服务最完善的养老机构。Natali 的成长是强大的硬件、高精尖的技术（大数据、云计算等）结合医疗服务的成功，通过完善的设备面、系统化的服务向家庭及单位用户提供视频医生问诊、远程健康管理、智能家居看护等一系列全球领先的健康养老综合解决方案。公司拥有六大操作平台：医疗呼叫中心、紧急呼叫中心、专业医生团队、专业服务提供人士、急救车团队、客户服务中心，经过多年的发展和磨合，已经搭建了完善的运营体系和盈利模式。

图 32: Natali 操作平台，以及服务内容



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

Natali 以色列的主营业务包含远程医疗、紧急救护、社区健康服务、居家养老四大板块，涵盖五大类服务：

- 1) 紧急按钮与家庭护理解决方案；
- 2) 远程医疗服务（针对心脏病患者）；
- 3) 家庭服务（以家庭为导向的各类服务，如：医疗和心理咨询、营养饮食、亲子咨询等）；
- 4) 就地养老，全方位的居家服务；
- 5) 社区健康服务（在多项专业领域为公众准备的各类预防性和紧急性医疗服务）。

其中，公司提供的精通远程医疗服务充分发挥物联网能力，通过其强大的设备硬件和后台处理能力，同时大量患者进行健康跟踪和健康指导服务。目前，远程医疗服务对象主要为心脏病患者，利用个人远程医疗设备将用户的医疗数据和心血管相关数据发送至医疗呼叫中心。诊断中心配备擅长进行远程医疗服务的医生，全天候监测用户状况，并提供心脏病和紧急医疗诊断与咨询服务。截至 2015 年 9 月底，Natali 已有 80,000 余名远程医疗服务用户，并且已经和用户间建立了长期的合作关系，据统计，用户订购 Natali 服务的平均期限为 7 年。该业务板块已经成为 Natali 发展最快的业务，在以色列市场占有率很高，已经形成了系统化的运营方式。

表 6：远程医疗配备设备

设备名称	设备描述	设备图片
独特自用式十二导联心电图系统手套	通过自用远程理疗手套，用户可通过移动设备记录并传输十二导联标准心电图和其他生理数据到云数据库，全球授权医院权威介入治疗。	
血压监测	血压检测装置与客户的电话线相连，所有读数都自动发送至医疗中心，若系统监测到异常，将发送指示说明到中心，中心将与客户联系以进行初步治疗	
心率失常监测	心律失常的诊断由小型高效的设备完成，可让医生监测心脏传导系统出现的任何心率异常现象。	
心电图设备	设备可通过地面或电话线路从世界各地全天候地将实时数据发送至 Natali 诊断中心。医疗呼叫中心将根据数据对医疗信息进行诊断，并决定首选的药物治疗。	

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

（二）Natali（中国）具备高端养老的成功基因

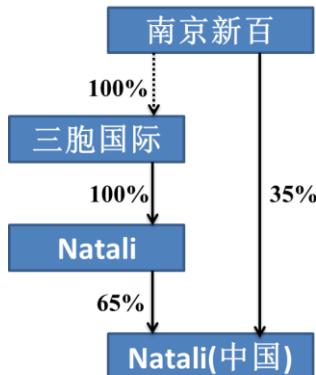
Natali（中国）乘当下政策春风，对接养老市场日益增长的需求，尤其是随着改革开发带来的一批富有人群慢慢老去，扩展中国高端养老服务市场正当时。Natali（中国）定位于开发国内中高端养老客户群，其出身就注定了具备成功的 DNA：

1) 依托 Natali（以色列）丰富的养老服务业运营经验和成熟的商业模式，以及完善的人员培养体系；

2) 具有南京新百这一上市公司平台和三胞集团这一资本和资源后盾;

3) 有安康通多年在国内市场打拼积累的国内养老经验与丰富的渠道。

图 33: 南京新百与 Natali 及 Natali (中国的股权关系)



资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

依托定制化的高端养老服务和 B2B2C、B2C 的推广模式, 公司目标旨在未来每年新增用户 100 万, 至 2017 年底客户总数突破 200 万。公司的服务内容包含居家养老服务和健康医疗服务两大版块, 在具体的服务细分项中, 可以看出 Natali (中国) 是以 Natali (以色列) 为基础进行改善, 设计了迎合中国市场的高端养老服务需求的套餐及其他居家养老服务项目。推广方式上, 公司将向市场提供高端居家养老、医疗服务和健康管理等服务, 推出社区健康管理、员工福利平台和机构增值服务三条业务线, 通过 B2B2C 和 B2C 的方式, 获取高端居家养老服务深入目标用户家庭的入口。现阶段, 由于 Natali 中国完全定位于高端用户, B2B2C 的模式又是其主营方式, 所以基于政策因素、政府支持和消费能力等因素, Natali (中国) 目前业务主要以上海为核心的地区展开。

表 7: Natali (中国) 提供的服务

服务	服务项目	服务细项	服务内容
居家养老服务	万能保姆	紧急救援指导服务	应急建议、协助安排救护车辆、协助出险报案、联络家属、急救医院推介、住院指导等
		信息咨询	生活信息、事项提醒、叫车较早、疑问解答等
		电话关爱	定期关爱、生日祝福、节日问候、天气提醒及换季叮咛、24 小时提醒按时吃药、提醒子女看望老人
	增值服务	电话律师	日常纠纷、邻里矛盾、法律咨询等
		生活服务	家政保洁、维修安装、老人护理、助陪代购
健康医疗服务	救护车费用报销	救护车费用报销	紧急救援指导及对符合救护车使用条件的会员每年每人 2 次共可报销最多 2000 元的救护车费用
		解答会员就医问题	推介医院、就医指导、住院指导
	电话医生	特定人群医疗咨询	针对幼儿、女性、老年人、差旅人员等群体进行特定问题的医疗咨询。
		其他	突发流行性疾病和传染病的医学知识普及与指导
	健康体检	套餐优化	根据会员职级、年龄层、过往病史等信息套餐优化或提供高端个人定制服务

体检调配	与体检中心及医院合作，根据预约状况体检调配
现场反馈	主检医生向会员反馈体检结果并进行健康指导
建立云端数据库	建立健康电子档案
提供电话服务	及时解决体检中心问题，分析会员体检报告
跟踪关切	根据会员状况提出合理膳食及活动建议
名医上门	由会员所在企业提出需求，Natali 为预约的三甲医院副高级以上的医生为会员进行面对面的医疗问题咨询，并追踪回访
上门面诊	向会员讲授疾病知识和相关预防及治疗建议。
健康讲座	根据会员情况推荐三甲医院并预约医生
预约医生	经诊断需住院或手术的安排住院，及转诊预约
住院及手术安排	根据需要转诊其他医院，或组织专家会审
住院绿色通道	陪护安排及康复护理
	根据需要代为安排护工；帮助会员恢复及护理
	城市间救护车转运
重疾门诊预约	全国范围流动 ICU (重症救护) 城市间转运会员
服务	预约挂号
	为会员预约专家门诊或特殊门诊
私人医生	号医导诊
	专业的诊前咨询与指导，协助挂号、引导就诊等
	根据会员病情为会员提供挂号、住院、手术、会诊、转诊等各项服务

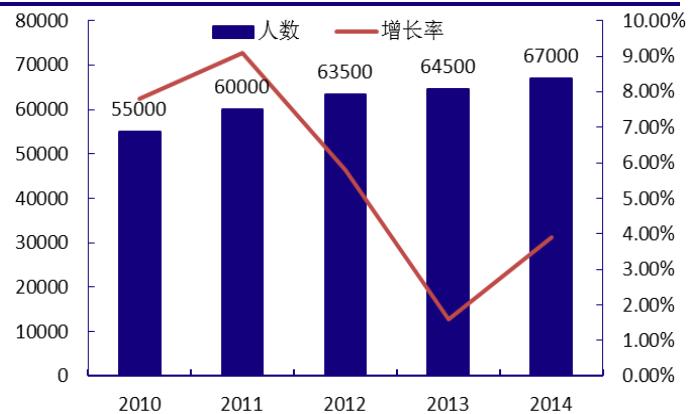
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

(三) 定制化服务对接中国高端养老需求

1. 中国高净值人群扩张，消费端潜藏巨量需求。

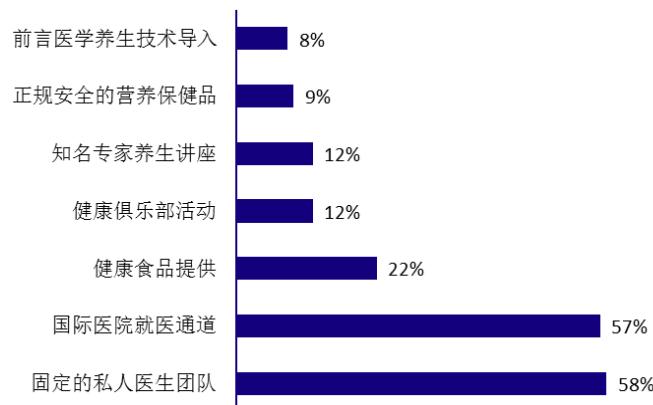
根据《2015 中国超高净值人群需求调研报告》，2015 年我国亿万高净值人群人数约 7.8 万，比去年增 1.1 万，增长率高达 16%，且以企业主为主。中国大陆个人总资产 1000 万元人民币以上的高净值人群已达 121 万，同比增长 11%。根据调查，高净值人群对健康和养生最为重视，其需要的配套医疗养老服务也以高端为主，包含家庭医生、健康俱乐部、高端社交活动等。在这一庞大的人群基数上，其个人和父母对高端寿险、养老保险和高端医疗的需求将迎来一个快速爆发期。根据泰康人寿与胡润研究院联合发布《2015 中国高净值人群医养白皮书》显示，高净值人群保险需求潜力巨大，购买保险多出于保障目的，逾七成高净值人群对中高端养老社区感兴趣，而医疗成为决定中高端养老社区成败的关键所在。

图 34: 中国高净值人群数量及增长率



资料来源:《2015 中国超高净值人群需求调研报告》, 中国银河证券研究部

图 35: 中国高净值人群的健康和养生需求



资料来源:《2015 中国超高净值人群需求调研报告》, 中国银河证券研究部

2. Natali, 硬件技术和软件实力满足中国高端“私人订制”化的养老服务需求。

Natali 试点的 Smart Care 智能看护系统，是一套以预防为主的高端智能健康安全 M2M 解决方案，用以满足老人在家中自主生活的养老方案，其兼具感知硬件系统与远程传输系统，支持智能手机终端的应用连接，能过做到“智能监控老人健康和安全”、“高准确性判断老人生活状态”和“实时与家人分享老人健康状况”的智能化养老系统。该系统配合完善的服务: 1) Smart Care 7*24 小时行为分析; 2) 医生上访 (每次 1 小时, 两周 1 次); 3) 紧急救援的代叫服务; 4) 生活服务如代叫出租车、代叫家政、家电保修等, 依据用户需求安排; 5) 专业心理咨询、法律咨询及健康咨询等。

Smart Care 的智能分析引擎结合个人紧急响应系统 (PERS) 可自动识别对老人健康构成威胁的潜在危险行为特征并发出警示。Natali 工作人员可主动干预以减少风险，同时老人的子女可通过 APP 实时了解老人生活状态。通过该系统的检测识别功能及配套服务的妥善安排，独居老人的日常生活安全系数可明显提高，儿女对老人独自生活则更加安心，客户的粘性需求有望持续提升。Natali 可以根据客户需求进行个性化定制，或提供套餐式的服务供用户根据自身经济状况和其他条件及需求来选择，具有较大的灵活性。

Natali (以色列) 大力推进“居家养老”的高端定制化服务的成效，即向居家养老者提供综合服务，包含智能看护 (smart care) 健康监测、家政服务、膳食准备和社交服务，目前该业务已有 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。因此，随着中国高端养老服务的需求逐渐与公司的供给端对接，在 Natali (以色列) 的技术、Natali 中国品牌和渠道、安康通的政府资源和渠道、三胞集团的资本与医疗资源的全方位支持下，Natali (中国) 高端定制化业务必将成为未来的养老“明星”产品。

七. 布局养老医护人员培训产业，突破行业发展的瓶颈

(一) 专业养老人员不足，成为制约行业发展的瓶颈

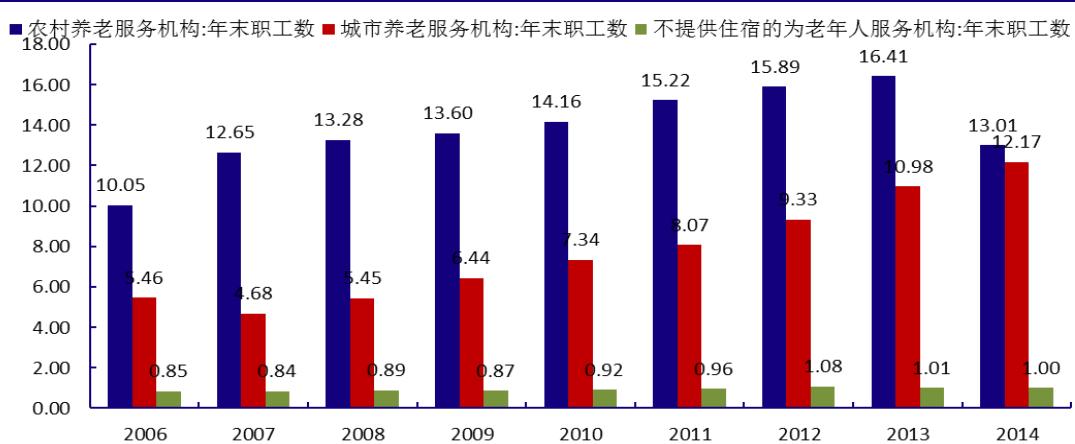
面对中国老龄化社会，我国养老行业面临“无人可依”的局面，养老护理与服务从业人员的严重不足，而且现役的老人护理人员大多不具备专业能力，普遍现象是家庭保姆和子女承担起老人的护理工作。对比日本，我国全部的注册护士数量和日本的护理人员数量相当，而从事专业的养老工作的人员（含养老机构全部的注册职工）只有 25 万人，可见我国养老服务人员的缺失之严重，特别是为失能、半失能老年人服务的专业护理人才基本还是空白。根据“云家政”调研数据，目前一线城市家政从业人员供需缺口在 10 万至 20 万人之间，典型需求集中在育儿嫂、住家保姆和老人护理，尤其是居家养老缺口高达 70% 至 80%。而从目前全国开设护理专业的院校的毕业生熟练及其工作意愿来测算，中国目前养老护理与服务从业人员的缺口接近千万。美国的居家照护服务业已经成为发展第二快的行业，而护理人员的增长和专业性是保证行业发展所必须的条件。

图 36: 中日护理人员数量对比 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 37: 中国养老机构职工数量 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

如果说护理人员数量是构建老年护理体系的钢筋，那么护理人员的质量则是老年护理体系的水泥。目前，我国居家养老的护理业务可以分为两种，基础护理和专科护理，基础护理代表专业的养老护理员，若要做专业的护理类上门服务还是需要护士。基础护理人员的工作具有很强的专业性，如提供健康方面的建议、提供吃药提醒等只有经过专业培训才能掌握，对于老人繁多的需求，基础护理人员还需具备责任感和耐心，专业素养是面对老年人群必备的要求。但目前在市场上，接受过专业培训的养老护理员缺口较大。很多没受过专业培训、没有经验的人员直接上岗，直接后果就是类似于“保姆”，无法为老人提供真正的“医养”服务。目前，市场上护理员和保姆价格也不菲，但家庭雇佣后频繁更换已经成为常态，因为，对很多老人来说，找到称心的护理员已经成为老人解决自身养老的最好办法。

（二）Natali 以色列收购 Nursing，为设立中国养老人员培训机构以及制定居家养老上门服务标准做足功课

Natali 以色列收购了以色列最大的家政护理公司——A. S. Nursing Company（简称 Nursing）100%的股权，自此拥有了一家具有 30 多年的养老居家护理、家政服务经验的机构。目前，Nursing 在以色列全国拥有 25 家分支机构，雇有约 6000 名护理专业人士，为约近万名老人提供护理服务。Natali 除了看重 Nursing 业务与自身存在较为显著的协同关系之外，更加注重的是 Nursing 对医养人员系统化培养与医护人员参与老人护理的标准化流程多年积累的丰富经验。

Nursing 的服务主要分为三种：1) 为无法独立生活的老人（绝大多数为 75 岁以上老人，Natali 主要服务对象为 65 岁至 75 岁之间可以独立生活的老人，因此 Natali 可以向 Nursing 提供客户）在家提供 24-7 无间断的护理及照看服务；2) 为住院老人提供专业私人护理；3) 为老人提供选择养老院的相关咨询服务。同时，Nursing 与以色列的国家社保机关、国家劳动部、国家社会服务部、国防部，以及大屠杀幸存者基金有多年良好的合作。在以色列的监管环境下，护理公司之间难以通过比拼价格及护理职工的薪酬成本获得竞争优势，市场竞争力更多的体现在提前获取新客户的能力及运营效率的提高。

图 38: Nursing 收入和用户数预测



资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

在 Nursing 加入公司平台之后，安康通已与江苏省最大的家庭服务品牌“好苏嫂”达成战略合作，输出 Nursing 的服务理念和护理人员的培训方式，应用于“好苏嫂”的发展建设之中。

“好苏嫂”是江苏省妇联 2009 年创立了一个家庭服务品牌，现在全省 13 个地级市有约 130 个“好苏嫂”线下服务网点，通过好苏嫂职业培训学校，为下岗失业或者农村进城的女性进行家政服务等培训，之后充实到家庭服务队伍中。将 Nursing 的培训体系引入后，首先与好苏嫂培训学校合作，率先为江苏的家政和养老市场培养具有专业护理知识的服务人员，建立护理人员培训体系和上门养老服务流程，成为迈出全国居家养老服务标准化的第一步。

（三）护理人员资质标准化和服务流程系统化，建立中国养老服务的行业标准是安康通居家养老平台关键所在

安康通的养老护理人才培训基地建设项目恰好抓住了目前护理供给端的不足的问题，该项目将在全国 3 地建立护理培训基地，以满足日益扩大的养老市场需求。养老护理人才培训基地主要开展养老护理人员培训，包括养老护理人员上岗前培训、在岗轮训，承担正常、失能、半失能老人家庭中的护理人员照护知识、技能培训等，从而使得相关护理人员更好的为正常、失能、半失能老人家庭提供照护服务。该项目将配合未来公司业务的发展，解决未来较长一段时间企业养老业务爆发式增长可能面临的人员需求。

由于以色列 Nursing 的加入，公司养老培训机构引入 Nursing 标准化的护理服务模式、培训体系、服务标准和经验，在国内开展护理培训，形成符合国情的护理培训流程，建立一套中国的服务标准，势在必行。安康通+Natali+Nursing+培训学校的联手合作将形成养老护理服务人才培训的输入、培养、输出的闭环，全面帮助养老产业的发展。按照公司当前的布局，安康通对培训学校和专业护理人员需求更大，尤其是护理人员资质标准化和服务流程系统化的培训，是将安康通定位为居家养老平台关键所在。未来规划中的安康通将是具备人才输出、渠道输出、技术模式输出和服务输出功能的全方位平台网络，做到既制定养老标准，又提供自营服务和筛选第三方养老机构的职能，真正成为养老行业的“京东”。

八. 公司估值与投资建议

(一) 公司估值

2016-2018年销售收入为166.5亿元、176亿元和187.2亿元，预计归属母公司净利润为4.19亿元、5.31亿元、7.27亿元，对应EPS分别为0.51元、0.64元、0.88元。

(二) 投资建议

我们认为养老市场爆发已经具备了相当多的条件，由于养老需求的特性决定其发展路径很难由个别企业独立完成，因此类似于集中采购或者“京东”式的供应商平台必将是养老领域中最大的价值所在。因此，我们更加关注安康通这一养老平台的搭建，以及其网络通路的建设和整合第三方服务供应商的能力。公司安康通+Natali中国的配置，兼顾了“养老国情”和盈利的商业模式，公司是国内养老服务绝对的龙头标的。因此，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资要点：

1. **我国养老产业处于爆发前夜：**1) 我们认为养老产业爆发需要3个条件—需求爆发、政策推进、服务满足需求，目前已具备2.5个，只待付费端明确。需求端，老龄化社会、传统“父养子、子养父”模式不堪重负，2亿老年人口，催生巨大的养老需求；政策端，近年来国家层面和地方层面多次下达鼓励养老产业的政策，最新的《2016年深化经济体制改革重点工作意见》提出全面放开养老服务市场，鼓励民间资本、外商投资进入养老健康领域，推进多种形式的医养结合，增加有效供给等利好信息；养老服务对接需求，大量资本进行新型模式的挖掘，探索最符合国情的养老模式。3个爆发条件已经具备2.5个，只待付费政策出台。

2. **养老市场巨大，需求繁杂，类似“京东”的索引式平台价值凸显：**我们测算，15年我国老人基础消费规模就超过4万亿，养老所涉及的养老服务涵盖了饮食、服饰、社交、娱乐、旅游，以及医疗、保健、精神慰藉等方方面面，因此更看好类似“京东”“天猫”的养老服务供给索引平台，为老人提供便捷的沟通、筛选出优质的服务供应商、供给高效的个性化服务、以及提供多元化的支付模式。

3. **安康通+Natali中国—平台通路+垂直服务、低端广覆盖+高端深挖掘、客户数量+客户质量，全方位的居家养老模式探索平台。**1) 安康通—养老的“京东”，网络化平台，广度覆盖中低端养老服务和渠道建设，追求覆盖面和养老人口数量，价值在于平台的通路；2) Natali中国—“京东”上的“品牌旗舰店”，高端养老产品服务商，深度挖掘医疗在养老服务中的地位，价值在于提供深度“医养”产品和解决方案。

九. 风险提示

1. 养老服务客户拓展不达预期;
2. 安康通网络建设不达预期;
3. Natali 中国的高端养老服务拓展不达预期。

十. 附录:

附表 1 南京新百(600682.SH)财务报表(百万)

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4365	7605	4331	7775	营业收入	15853	16646	17603	18716
现金	1457	3909	166	3606	营业成本	10304	10703	11381	12035
应收账款	112	124	124	138	营业税金及附加	83	87	92	98
其它应收款	83	131	101	144	营业费用	3880	3911	4053	4223
预付账款	198	243	215	272	管理费用	1103	1147	1201	1264
存货	2503	3016	3542	3432	财务费用	348	250	181	145
其他	12	183	183	183	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	9024	9324	8627	7930	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	10	10	10	投资净收益	437	0	0	0
固定资产	3139	2855	2504	2099	营业利润	564	540	687	944
无形资产	1705	1820	1627	1434	营业外收入	5	7	0	0
其他	4179	4640	4486	4388	营业外支出	6	64	0	0
资产总计	13389	16929	12958	15705	利润总额	507	547	693	950
流动负债	6734	9564	5183	7410	所得税	148	137	173	238
短期借款	2417	2711	387	0	净利润	359	410	520	713
应付账款	2569	2679	2772	3024	少数股东损益	-7	-8	-11	-15
其他	1748	4175	2025	4386	归属母公司净利润	367	419	531	727
非流动负债	4746	5034	5034	5034	EBITDA	1296	1466	1544	1726
长期借款	3229	3362	3362	3362	EPS(元)	0.44	0.51	0.64	0.88
其他	1517	1672	1672	1672	主要财务比率				
负债合计	11481	14598	10217	12444	营业收入	102.6%	5.0%	5.8%	6.3%
少数股东权益	-194	-212	-221	-231	营业利润	7.6%	-4.1%	27.1%	37.4%
归属母公司股东权益	1767	2379	2798	3329	归属母公司净利润	-8.5%	14.2%	26.8%	37.1%
负债和股东权益	13054	16765	12794	15541	毛利率	35.0%	35.7%	35.3%	35.7%
现金流量表					净利率	2.3%	2.5%	3.0%	3.8%
经营活动现金流	2461	-1193	3983	-1001	ROE	15.4%	15.0%	15.9%	17.9%
净利润	359	410	520	713	ROIC	11.5%	13.9%	10.6%	29.6%

折旧摊销	461	690	690	651	资产负债率	86.2%	78.8%	79.2%	72.3%
财务费用	334	230	161	125	净负债比率	280.2%	145.4%	108.5%	88.2%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.8	0.8	1.0	1.3
营运资金变动	-454	498	-1217	830	速动比率	0.5	0.1	0.6	0.6
其它	1761	-3020	3829	-3319	总资产周转率	0.9	1.3	1.1	1.3
投资活动现金流	-112	5	5	5	应收帐款周转率	128.3	134.1	127.7	133.0
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.6	3.9	3.9	3.9
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.4	0.5	0.6	0.9
其他	-112	5	5	5	每股经营现金	3.0	-1.4	4.8	-1.2
筹资活动现金流	94	-2554	-548	-125	每股净资产	2.6	3.1	3.7	4.6
短期借款	0	-2324	-387	0	P/E	63	55	44	32
长期借款	0	-230	-161	-125	P/B	9.7	8.3	7.0	5.7
其他	94	0	0	0	EV/EBITDA	19.2	18.0	14.6	13.7
现金净增加额	2443	-3742	3440	-1121					

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司发展史与大事件	4
图 2: 南京新百创新转型, 发展“百货零售+医疗养老”双平台战略	5
图 3: 公司股权结构图 (发行股份购买资产前)	6
图 4: 三胞集团业务版图 [图放在文字中间靠前位置, 方便阅读, 也把长段落的文字打散]	7
图 5: 2008-2015 公司营业收入 (万元) 及其增速	8
图 6: 2008-2015 公司净利润 (万元) 及其增速	8
图 7: 2008-2015 公司毛利率与净利率	8
图 8: 公司主营收入占比 (2015 年)	8
图 9: 中国 60 岁以上人口趋势及增速预测	9
图 10: 老年抚养比持续增长	9
图 11: 2014 年我国人口年龄结构	10
图 12: 联合国对我国预期寿命的预测	10
图 13: 养老服务的相关内容	12
图 14: 老年人选择专业养老机构的考虑因素	14
图 15: 我国养老服务床数及床位利用率	14
图 16: 养老服务床位数及每千名老人拥有养老床位	15
图 17: 2008-2014 年我国养老服务机构统计 (单位数)	15
图 18: 养老服务的三种模式	16
图 19: 居家养老优点对接需求	16
图 20: 日本养老/医疗费用占比社会保障性支出绝对金额和百分比	17
图 21: 日本养老服务模式	19
图 22: 南京新百养老产业蓝图	20
图 23: 安康通发展阶段	22
图 24: 安康通的平台服务运营架构	23
图 25: 安康通五大服务体系	24
图 26: 安康通四大服务板块	24
图 27: 安康通健康管理关爱服务	25
图 28: 安康通智慧居家养老云呼叫系统	26
图 29: 公司对用户人数的预测 (单位: 万人)	27
图 30: 公司对平台运营建设数量的预测	27
图 31: 2013-2015Q3 及预测期内营业收入、净利润及增长	28
图 32: Natali 操作平台, 以及服务内容	29
图 33: 南京新百与 Natali 及 Natali (中国的股权关系)	31
图 34: 中国高净值人群数量及增长率	33
图 35: 中国高净值人群的健康和养生需求	33
图 36: 中日护理人员数量对比 (单位: 万人)	34
图 37: 中国养老机构职工数量 (单位: 万人)	34
图 38: Nursing 收入和用户数预测	35

表格目录

表 1: 我国养老利好相关政策不断出台	11
表 2: 老年人群人均消费 (2011 年数据)	13
表 3: 日本养老相关法律法规发展	18
表 4: 安康通五大系列服务体系	23
表 5: 公司对三类用户人均收费和平台收入的单价预测 (单位: 元)	28
表 6: 远程医疗配备设备	30
表 7: Natali (中国) 提供的服务	31
附表 1 南京新百 (600682. SH) 财务报表 (百万)	38

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn