

2019 年 7 月 25 日

证券研究报告

公司研究

医药生物/生物制品

南京新百（600682）

——转型大健康，免疫治疗、脐血库、养老三箭齐发

主要观点：

◆ 1) 公司从零售业转型为医药大健康平台型企业，坐拥免疫治疗、脐血库、健康养老等三大优质资产。南京新百的前身为原南京市新街口百货商店，成立于 1952 年 8 月，是南京地区第一家国营百货商店，系大型综合零售企业，曾是全国十大百货商店之一。公司于 1993 年上市，上市之初公司立足于百货连锁主业，1999 年涉足房地产开发，2012 年，公司新增物业板块，建立了大物业管理平台。2014 年，公司通过海外收购实现业务规模扩张，收购英国历史悠久的百货公司 House of Fraser 89% 股权（折合人民币 16.32 亿元）。2016 年，公司先后出资 40,000 万元和 2,068 万元人民币，参与认购成立生物医疗产业并购基金和医疗服务产业并购基金，向医药、养老产业转型。2017 年 2 月，公司并购齐鲁干细胞（山东省齐鲁干细胞工程有限公司，主营脐带血造血干细胞存储）76% 股权，安康通（安康通控股有限公司，主营健康养老服务）84% 股权、三胞国际（三胞国际医疗有限公司，主营养老、护理）100% 的股权。2018 年 7 月，公司收购世鼎香港（2018 年 11 月 30 日开始并表，主营肿瘤免疫治疗）100% 股权。目前，公司主要业务涉及商业、健康养老与生物医疗领域，覆盖百货零售、物业租赁、健康养老服务、脐带血造血干细胞存储以及细胞免疫治疗等业务范围。公司已转型成为脐带血干细胞存储、细胞免疫治疗、健康养老为支撑的医药、养老大健康平台型企业。2) 脐带血造血干细胞存储、细胞免疫治疗、健康养老三大业务支柱，构筑公司主要利润源。2018 年，公司实现营业收入 145.41 亿元，同比下降 24.01%；实现归属于上市公司股东的净利润-8.86 亿元，同比下降 193.88%。收入和净利润下降主要系子公司 House of Fraser (UK&Ireland) 被英国法院裁定进入破产托管程序后公司不再控制，故不再纳入公司财务报表合并范围。公司全额计提了其 1.55 亿英镑（折合人民币 13.86 亿）的长期股权投资减值损失。同时全额计提了对 House of Fraser (UK&Ireland) 其他应收款坏账损失 4.91 亿元，合计对公司业绩造成的 18.77 亿元的损失，剔除 House of Fraser (UK&Ireland) 的影响，公司 2018 年盈利 9.91 亿元。从收入结构来看，商业占比 45.92%、房地产业占比 19.10%、医药制造（世鼎香港）占比 15.06%、健康养老、护理（安康通、三胞国际）占比 8.60%、

主要数据(截至 07 月 24 日收盘)：

当前股价	11.65 元
投资评级	【买入】
评级变动	【首次】
总股本	13.46 亿股
流通股本	10.02 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

专业技术服务（齐鲁干细胞）占比 8.55%。从主要子公司利润贡献来看，齐鲁干细胞实现净利润 6.26 亿、三胞国际实现净利润 1 亿元、安康通实现净利润 4,720 万元。因世鼎香港已于去年 11 月底并表，世鼎香港原股东承诺世鼎香港 2019 年度扣非后归母净利润 6 亿元，今年齐鲁干细胞、世鼎香港、三胞国际将为公司贡献主要的利润。

◆**商业两大购物中心坐享南京第一商圈红利。**公司现代商业主要业务为百货零售，商业部分包括位于南京新百中心店（A 座、B 座）、东方福来德购物中心南京店、徐州店，芜湖南京新百大厦店，House of Fraser (UK&Ireland) 百货境外门店（已于 2018 年 8 月进入破产清算程序）。其中，新百中心店、东方福来德购物中心南京店坐落于素有中华第一商圈之称的新街口中心区域。新百中心店是南京历史最为悠久的百货门店之一，地理位置优越，坐享核心商圈红利，占地面积 1.3 万平方米，营业面积 6.25 万平方米，定位中高档百货，开设了特色餐饮中心。目前公司现代商业的主要收入来源于新百中心店。

◆**公司健康养老业务旗下有两家公司安康通和三胞国际。**安康通为国内居家养老行业的龙头企业，三胞国际旗下拥有以色列最大的民营医疗护理服务公司 Natali、以色列第四大的居家上门护理公司 A.S. Nursing。

1) **安康通为国内居家养老行业的龙头企业。**安康通专注中国养老 20 多年，是国内居家养老行业的龙头，以自主运营的云中心、自主研发的各类信息管理系统、专业化的助老助残服务团队为基础，整合优质社会资源，为广大老年群体和社区居民提供全方位的居家生活安心护航服务。安康通主要向用户提供六大类服务：紧急救助与安全预警服务、居家助老与生活服务、健康管理服务、日照中心服务、适老化改造服务、养老展厅设计与规划服务。安康通已经在全国 20 个省、49 个地市，181 个区县开展落地养老服务业务，累计为各地政府建立智慧养老指挥中心 66 个，线下服务站点 203 个，已经成为老年人生活离不开的服务平台。安康通原股东承诺安康通 2018 年度至 2020 年度扣非后归母净利润分别不低于 3,400 万元、5,300 万元、7,500 万元。2018 年安康通扣非后归母净利润、净利润分别为 3,506 万元、4,720 亿元（同比+70.59%），完成业绩承诺。

2) **三胞国际本身无实质业务经营，主要通过旗下子公司提供养老、护理和健康管理等相关服务，其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的以色列 Natali、以色列 A.S. Nursing 和 Natali（中**

国)，其中子公司 Natali 主要从事养老业务，子公司 A.S. Nursing 主要从事护理业务，Natali（中国）主要从事健康管理增值服务和全方位一站式的健康养老服务。

①Natali 公司创立于 1991 年，主要在以色列国内开展居家养老和远程医疗服务，是以色列领先的提供远程医疗和远程照护、紧急救助和居家养老、团体健康服务的服务商，也是以色列最大的民营医疗护理服务公司。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、客户服务中心五大运营平台，为以色列家庭或机构提供远程医疗和远程照护、紧急救援和家庭护理、社区健康服务及居家养老等四类医疗健康服务。四大类医疗健康服务以远程医疗和紧急救助服务为基础，社区健康服务业务主要服务政府客户，在此基础上拓展高端定制居家养老服务（Aging in place），结合智能看护（Smart care）系统将医疗数据与行为数据紧密结合，提供综合性居家养老健康管理服务。2018 年，Natali 不断提升服务品质，完善服务能力，丰富服务闭环，业务稳健上升。私人核心付费用户数进一步增多，累计订购用户数逾 8 万名。市场覆盖率稳中有进，客户流失率持续维持较低水平。

②A.S. Nursing 成立于 1984 年，总部位于以色列特拉维夫，是以色列第四大的居家上门护理公司，已经拥有 30 多年的居家护理服务经验，在以色列全国拥有 26 家分支机构，覆盖以色列全境。公司服务内容主要包括为老人提供全方位的专业居家护理及照看服务、专业私人住院护理服务以及养老与护理服务相关的咨询服务，主要员工为护理专业人员、心理辅导专业人员、老年医学专家、专科护士等。2018 年，A.S. Nursing 通过实施组织架构调整，与 Lotan 护理业务团队实现完全融合。护理业务收入稳中有进，同比增长 14%，付费护理时数同比增长 7.8%。

③Natali（中国）成立于 2015 年，通过引入全球领先的健康养老服务理念和运营模式，以领先的科学技术为驱动，结合中国国情，创新商业模式，为金融机构、大型企业、地产社区等用户提供有针对性的健康管理增值服务和全方位一站式的健康养老服务。2018 年，Natali（中国）主要分为三条业务线进行：一是 B2B 健康管理业务，通过与金融服务行业、大型企业等机构客户合作，为其员工或高端个人用户提供定制化的健康管理增值服务及相关产品，帮助这些机构提高对其用户的服务附加值；二是长期护理业务，其服务对象为经老年照护需求评估、失能程度达到评估等级二至六级的“长护险”参保人员。Natali（中国）组织自己的护理员上门为其提供长期护理服务，服务内容包含生活照料、常见临床护理等；三是康养地产业务，不断探索与地产合作模式，升级服务内容，为



地产公司的康养项目提供整体布局规划、营销策划、展示设计、运营支持及品牌输出等综合服务。Natali（中国）三条主线发展势头良好。一是重点开拓了保险等金融行业客户，签约及累积的保险机构客户达数十家，为其高净值客户提供的定制化养老解决方案已走进数百个家庭；二是 Natali（中国）抓住“长护险”这一战略性业务发展机会，通过与商业保险公司合作，已成功实现苏州项目的落地。三是 Natali（中国）相继与多家国内大型房地产企业达成合作，为其康养项目的实施提供了战略、管理、营销及运营定制化方案，在行业发展潮流中抢占商机。

3) 三胞国际三大核心竞争力，有效形成竞争优势。三胞国际的核心竞争力主要体现在三个方面：一是全球领先的服务模式。作为以色列最大的民营医疗护理服务公司之一，Natali 根据以往的丰富经验建立了独特的运营体系和商业模式，利用有限的资源提供多样化的服务。其中，最为突出的一点是 Natali 创新性地整合了远程医疗和远程照护两种服务，两者的结合有效满足了用户的医疗需求和非医疗需求，填补了市场空白。二是可复制性强。Natali 已经拥有近 30 年的运营和服务提供经验。在服务过程中通过依托物联网、人工智能、分析引擎及云计算等尖端科技的运用，实现了业务的快速响应以及服务的标准落地。这使得 Natali 的模式可实现快速复制，助力其业务渠道在国际市场上的拓展，从而获得规模效应。Natali 的可复制性，也为 Natali（中国）业务的拓展奠定了良好的基础。三是 Natali 与 A.S. Nursing 的垂直协同。二者客户资源与业务发展的强大协同。Natali 主要的用户群体集中在 75 岁以上的老人，而 A.S. Nursing 用户群体集中在 80 岁以上的人群，而且 Natali 核心的紧急救援服务及远程医疗服务能够提前发现 A.S. Nursing 的潜在用户。此外，居家养老与居家护理服务垂直协同，是未来以色列业务增长点，两者的结合也将为用户提供更丰富、更具延续性的服务内容，通过共享客户信息，促进共同发展。

4) 三胞国际原股东承诺三胞国际 2018 年度至 2020 年度扣非后归母净利润分别不低于 9,750 万元、12,350 万元、16,800 万元。2018 年三胞国际扣非后归母净利润、净利润分别为 9,772 万元、10,010 万元，完成业绩承诺。

◆脐带血造血干细胞存储牌照稀缺，现金流良好，业绩有望稳步增长。1) 脐带血造血干细胞存储牌照稀缺。齐鲁干细胞成立于 2004 年，主要业务为脐带血造血干细胞制备、存储与提供服务。齐鲁干细胞运营管理的山东省脐血库为经国家卫生部批准、验收合格的全国仅有的 7 家脐带血造血干细胞库之一，也是山东省唯



一合法的脐带血保存机构，其服务网络已基本遍及山东全省二甲以上的医院。截止 2018 年末，山东省脐血库已存储脐带血造血干细胞 30 余万份，公共库存储量近 7 万份，是国内存储量最大的脐带血造血干细胞库。2018 年，山东省脐血库脐带血干细胞出库份数大幅增长，达到 1,196 例。山东省脐血库通过接受储户委托的方式，在储户签订《脐带血造血干细胞存储协议》并缴纳相应费用后，进行脐带血造血干细胞的存储业务。此外，对公共库配型成功的脐带血造血干细胞，公司可对外提供脐血移植，并向受供方收取一定费用。根据国家卫生计生委的规划，2020 年以前全国不再新增脐带血造血干细胞库，脐带血造血干细胞库具有一定的牌照壁垒。2) 存储费用预收，现金流良好。目前，齐鲁干细胞脐带血存储年限最长为 20 年，收费主要采用趸交支付、分期支付两种模式，趸交收费指客户将脐带血制备检验费用及脐带血造血干细胞保存费用一次性缴清。分期收费方式下，客户需要按照分期收费模式缴纳首付款，余款按照 3 年或 5 年期进行缴纳。该销售结算方式可以让公司持有大量预售的存储费用，现金流良好。截止 2018 年末，齐鲁干细胞预收脐带血存储费 11.05 亿元。随着齐鲁干细胞业务不断增长，预收的存储费用也不断增长。3) 脐带血存储渗透率（当年采集脐带血存储的数量占新生儿分娩量的百分比）仍很低，齐鲁干细胞未来业绩有望稳步增长。山东省 2018 年出生人口 132.95 万人，脐带血存储渗透率仅约 7%。而根据 Deloitte、Citi、FirstBerlinResearch、Rodman&Renshaw 等机构的统计，亚洲地区新加坡、韩国和香港地区的渗透率分别达到了 25%、15%和 14%。脐带血中含有非常丰富的造血干细胞，可以重建人体造血和免疫系统，可用于造血干细胞移植，治疗血液系统、免疫系统以及遗传代谢性和先天性疾病。因此，脐带血已经成为造血干细胞的重要来源，被广泛地应用于临床。未来随着人们对脐带血的宝贵性和应用的认知度加强，我国脐带血造血干细胞的存储需求将逐步提升。齐鲁干细胞原股东承诺齐鲁干细胞 2018 年度扣非后归母净利润不低于 3.55 亿元，2018 年齐鲁干细胞实际扣非后归母净利润、净利润分别为 4.4 亿元、6.26 亿元，业绩承诺完成率 124.60%。随着市场渗透率的提升，未来业绩有望稳步增长。

◆Dendreon 独家拥有前列腺癌细胞免疫治疗药品，美国市场适应症患者稳定增长，中国市场治疗需求极大。

1) 世鼎香港的主要经营性资产为美国生物医疗公司丹瑞 (Dendreon)。Dendreon 是一家致力于研究肿瘤细胞免疫治疗的生物制药公司，拥有包括知识产权、生产工艺、研发团队在内的完整细胞免疫治疗产业化体系，其主营业务是肿瘤细胞免疫治疗产



产品的研发、生产和销售。Dendreon 目前的主要产品为完全自主研发的前列腺癌细胞免疫治疗产品 PROVENGE (sipuleucel-T)，利用患者自身的免疫系统对抗恶性肿瘤，其适用症为无症状或轻微症状的转移后去势性抵抗前列腺癌（早期 mCRPC）。PROVENGE 于 2010 年获得美国食品药品监督管理局（FDA）批准在美国上市，是第一个也是目前唯一一个 FDA 批准的前列腺癌细胞免疫治疗药品，开创了癌症细胞免疫治疗的新时代。PROVENGE 作为目前已上市的唯一一种前列腺癌免疫疗法成为 NCCN 指南的一线推荐治疗方案，适用于早期无症状或轻微症状的 mCRPC 患者，不同于其他小分子药品类竞品，其操作简单、疗程短、副作用小、价格不显著高于激素抑制疗法的特征，使 PROVENGE 具有极高的不可替代性。较长的临床试验时间、持续资金投入和严格的生产制备要求等因素，已形成较高的行业进入壁垒。

2) IMS 数据显示，预计 2022 年全球前列腺患者将超过 1,100 万人，其中美国 307 万人，是全球前列腺癌患者最多的国家，其发病率稳定在 0.104%。2017-2022 年美国前列腺癌患者年均增长率约为 3.02%，目前 PROVENGE 的适应症 mCRPC 患者在美国的患者人数约 4.3 万人，未来 5 年将按照 2% 稳定增长。

3) IMS 中国行业报告显示，2016 年我国前列腺癌新发患者 12 万人，预计 2030 年将达到 23.7 万人，其中无症状或轻微症状 mCRPC 患者约 3.3 万人，预计将以 3.4% 的增速持续增长，在 2030 年达到 5.2 万人。由于早期诊断率低，我国前列腺癌患者死亡率大大高于美国，目前我国确诊为 mCRPC 的前列腺癌患者，在临床上尚无治愈的选择，治疗多以口服激素类小分子药和化疗为主，针对 mCRPC 患者的细胞免疫疗法可满足这一领域极大的治疗需求。

3) 世鼎香港原股东承诺世鼎香港 2018 年度、2019 年度、2020 年度扣非后归母净利润分别不低于 5.3 亿元、6 亿元、6.6 亿元。世鼎香港 2018 年扣非后归母净利润、归母净利润分别为 5.3 亿元、5.35 亿元，完成业绩承诺。

投资建议：

我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 14.27/15.02/14.67 亿元，EPS 分别为 1.06/ 1.12/1.09 元，当前股价对应 P/E 分别为 11/10/11 倍。考虑公司坐拥健康养老、免疫治疗、脐血库三大优质资产，目前生物制品行业 P/E(TTM)中位数为 42 倍，公司价值显著被低估，我们首次覆盖给予其“买入”投资评级。



风险提示：

商誉减值风险，控股股东质押股票平仓风险，医药、健康养老行业政策风险，

主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,541.23	12,520.71	12,548.36	11,693.55
增长率(%)	-19.04%	-13.90%	0.22%	-6.81%
归母净利润（百万元）	-885.89	1,427.30	1,502.09	1,467.27
增长率(%)	-220.33%	261.11%	5.24%	-2.32%
EPS（元）	-0.69	1.06	1.12	1.09
毛利率	44.11%	46.72%	46.88%	46.59%
净资产收益率（摊薄）	-6.69%	9.63%	9.10%	8.09%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

盈利预测

盈利预测我们基于以下两个基本假设条件：

- 1)、公司现代商业板块公司不再主动扩张，房地产业务现有货值出售后自然退出；
- 2)、三胞国际、安康通、世鼎香港三家尚在业绩承诺期的子公司可以完成业绩承诺。

此外，2018 年末，公司持有 44,676,571 股南京证券（601990）股份，公司对该可供出售金融资产按其公允价值进行计量，盈利预测中我们未考虑南京公允价值变动形成的其他综合收益，或者公司减持、卖出南京证券形成的投资收益。

表 1：公司主要子公司业绩承诺情况（单位：万元）

公司名称	2018 ¹	2019 ²	2020 ²
齐鲁干细胞（持股比例 76%）	62,647.52	--	--
三胞国际	10,010.05	12,350.00	16,800.00
安康通	4,719.99	5,300.00	7,500.00
世鼎香港	53,460.94	60,000.00	66,000.00

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

说明：1、2018 年数据为实际净利润

2、2019、2020 数据为原股东承诺扣非后归母净利润

3、齐鲁干细胞 2019、2020 已过业绩承诺期

表 2：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,541.23	12,520.71	12,548.36	11,693.55	货币资金	4,287.57	6,857.66	6,411.44	11,177.93
减：营业成本	8,127.51	6,671.25	6,665.53	6,245.45	应收和预付款项	2,435.72	802.94	2,385.64	589.23
营业税金及附加	582.03	501.16	502.26	468.05	存货	1,439.57	1,985.48	1,436.63	1,769.81
营业费用	2,323.88	2,003.31	2,007.74	1,870.97	其他流动资产	22.70	22.70	22.70	22.70
管理费用	1,250.37	1,064.26	1,129.35	993.95	长期股权投资	428.97	430.97	432.97	434.97
研发费用	220.24	250.41	263.52	257.26	投资性房地产	371.89	324.46	277.03	229.60
财务费用	224.99	2.89	-145.10	-228.15	固定资产和在建工程	2,119.01	1,725.38	1,331.75	938.12
资产减值损失	2,011.96	50.00	50.00	50.00	无形资产和开发支出	2,738.79	8,457.11	8,152.26	7,847.40
投资收益	-70.72	2.00	2.00	2.00	其他非流动资产	8,171.75	1,643.76	1,544.46	1,544.46
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	22,015.97	22,250.45	21,994.87	24,554.22
其他经营损益	22.00	25.00	25.00	25.00					
营业利润	-28.22	2,254.84	2,365.58	2,320.28					
其他非经营损益	-12.25	-10.00	-10.00	-10.00	短期借款	1,856.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	-40.47	2,244.84	2,355.58	2,310.28	应付和预收款项	3,762.07	6,505.18	4,721.12	5,886.86
所得税	520.97	413.03	433.27	425.18	长期借款	126.21	-113.79	-413.79	-813.79
净利润	-561.44	1,831.81	1,922.31	1,885.10	其他负债	2,592.94	438.10	438.10	438.10
少数股东损益	85.76	154.10	156.70	160.58	负债合计	8,337.64	6,829.49	4,745.43	5,511.17
归母净利润	-885.89	1,427.30	1,502.09	1,467.27	股本	1,292.71	1,292.71	1,292.71	1,292.71
					资本公积	9,804.00	9,804.00	9,804.00	9,804.00
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	1,895.12	3,729.27	5,401.05	7,034.07



经营活动现金流	1,485.92	5,229.60	-485.07	4,748.51	归母股东权益	13,237.45	14,825.99	16,497.76	18,130.78
投资活动现金流	-1,505.51	-7.93	-7.93	-7.93	少数股东权益	440.88	594.98	751.69	912.27
融资活动现金流	-231.57	-1,906.08	46.79	25.90	股东权益合计	13,678.33	15,420.97	17,249.45	19,043.05
现金流量净额	-248.03	3,315.59	-446.21	4,766.49	负债和股东权益	22,015.97	22,250.46	21,994.88	24,554.22

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。