

海阳股份 (830921.NQ)

2023 年 05 月 22 日

“安防+养老”双轮驱动、长坡厚雪，2022 年营收 4.2 亿同比增长 37%
——新三板公司研究报告
诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

日期	2023/5/19
当前股价(元)	15.55
一年最高最低(元)	17.89/7.37
总市值(亿元)	12.54
流通市值(亿元)	11.79
总股本(亿股)	0.81
流通股本(亿股)	0.76
近 3 个月换手率(%)	10.57

北交所研究团队
● 安保业务基石稳固，养老业务有序推进，2022 年实现营收 4.2 亿 (+37%)

公司成立于 1993 年，起家于安防行业，后依托积累运营经验与客户资源，战略切入养老赛道，成为安保、养老与医疗护理的国内领先生活服务综合供应商。从收入端来看，2022 年实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 36.67%，其中：1) 安保业务作为传统业务板块收入稳定，2022 年贡献业绩 2.80 亿元 (+44.90%)，主要原因为疫情期间，安保板块临保业务增加；2) 养老及医疗服务业务板块凭借创新养老模式，2022 年实现收入 7793.77 万元，受到疫情影响，该业务同比略有下降，未来凭借标准化可复制的运营模式，以及行业的强劲需求，养老业务有望实现快速扩张；3) 人力资源及其他业务 2022 年实现收入 5825.49 万元。2022 年销售费用率为 0.76% (-0.35pcts)，管理费用率 4.56% (-3.40pcts)，成本端管控初见成效。

● 科技赋能产业升级，“海阳模式”加速养老业务版图扩张

根据中国社科院《中国养老产业发展白皮书》预测，预计到 2030 年中国养老产业市场可达 13 万亿元，未来 5-10 年将保持稳步增长，市场空间广阔。海阳深耕养老产业十余年，致力于打造养老闭环生态，构建全生命周期高质量康养体系：1) 海阳模式：采用类 BOT+轻资产模式经营扩张养老业务，深化与政府机构合作，构建多层次、立体化的养老服务体系，打通居家/社区/机构养老，实现服务闭环，三者共振，满足不同需求业务场景；2) 人才储备：目前国内护理相关人员紧缺，制约养老产业扩张，海阳通过规范化标准化孵化人才，对员工职业技能展开培训，满足高质量养老需求；3) 数智康养：海阳整合物联网、云计算等新一代信息技术，结合智能硬件，自建数字化平台，打造 CCHC 持续照料社区，构建了“医养康护健”五位一体的立体型康养服务体系，规模效应持续加强。2022 年公司入选 2022 中国养老品牌榜，行业标杆效应凸显。

● 安保业务深耕上海医疗市场，市占率近 30%，提供四位一体立体型安防体系

海阳安保业务板块打造四位一体的立体型安防体系服务，客户领域遍布教育系统、卫生系统、金融系统、政府机关。2022 年该业务贡献营业收入 2.80 亿元，占比 66.99%。疫情期间共计参与杨浦区内 3 个街道、10 个方舱以及 10 个临时隔离点的封控。公司安防业务在上海三甲医院的市场占有率近 30%，与多家三甲医院建立了长期稳定的合作关系，后续将以长三角为主线扩张模式逐步清晰。

● 估值对比：海阳股份 PE TTM 低于可比公司均值

海阳股份为华东地区综合性养老服务运营商龙头，深耕养老产业十余年。可比公司福瑞达、南京新百、双箭股份初期采用重资产运营模式，逐步向轻资产转型。海阳在运营模式方面，采用可复制、可扩张的轻资产运营模式，加速连锁扩张，叠加客户资源优势，将从整体上提高公司的核心竞争力。从市盈率看，目前海阳股份 PE TTM 为 19.24X，低于行业平均 48.18X 水平，整体估值处于低位。

● 风险提示：行业政策变动，养老行业发展低于预期，养老业务扩张不及预期
相关研究报告

目 录

1、 公司概况：养老领域领军服务商，“海阳模式”加速扩张.....	3
1.1、 业务概况：安防提供稳定业绩支撑，大健康注入增长新动能.....	3
1.2、 股权结构：股权结构相对集中，公司实控人为创始人.....	4
1.3、 财务变化：安防业务稳定现金流，养老及医疗加速扩张业务版图.....	4
2、 行业情况：老龄化加速，政策扶持下养老行业迎蓝海市场.....	6
3、 核心看点：轻资产业务实现运营闭环，战略布局初见成效.....	7
3.1、 五位一体康养体系满足多场景需求，养老业务由点到面全面扩张.....	7
3.2、 类 BOT 模式深化政府合作，科技赋能实现医养融合.....	8
4、 估值情况：海阳股份 PE TTM 低于可比公司均值.....	9
风险提示.....	9

图表目录

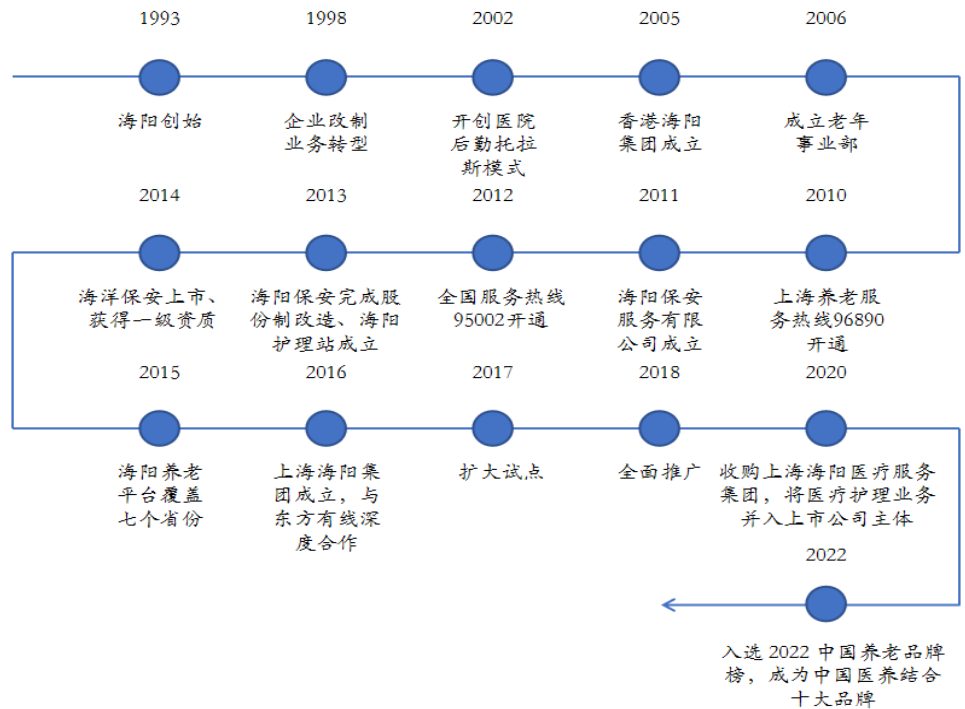
图 1： 海阳成立于 1993 年，布局“医养康护健”五位一体服务体系.....	3
图 2： 传统安防，养老业务和医疗业务打造海阳股份核心业务版图.....	4
图 3： 股权相对集中，结构稳定.....	4
图 4： 2022 年营业收入达 4.17 亿元，同比增长 36.7%.....	5
图 5： 2022 年净利润达 6516.68 万元，同比增长 14.05%.....	5
图 6： 2022 年研发费用率占比 0.37%，较同期减少.....	5
图 7： 毛利率近三年回升，盈利能力提升.....	5
图 8： 公司现金流短期波动.....	6
图 9： 费用端管控初见成效.....	6
图 10： 我国 65 岁以上人口占比逐年增加.....	6
图 11： 2022 年我国养老保险基金累计结存超万亿.....	7
图 12： 上海海阳清怡养护院采用医养融合新模式.....	8
图 13： 绍兴 9 个养老机构总床位 1800，配套两个护理院.....	8
图 14： 养老业务板块 CCHC 服务体系完善.....	9
图 15： 2023 年柳州海阳 CCHC 持续照料社区投入运营.....	9
表 1： 海阳股份 PE TTM 低于可比公司均值，估值处于低位.....	9

1、公司概况：养老领域领军服务商，“海阳模式”加速扩张

海阳集团成立于1993年，是国内领先的综合养老服务商，主要从事大健康、安防领域，致力于成为大健康产业的引领者，打造全生命周期高质量康养体系。主营业务包括安防业务和大健康业务，客户覆盖医疗机构、教育机构、政府机关和金融单位等大型党政机构。

1993年海阳成立。2002年公司开启后勤托拉斯板块：为重点安全服务单位提供专业的安防运营服务。2011年海阳安保服务有限公司正式成立，进一步壮大公司体量。2016上海海阳集团成立、海阳养老完成与东方有线深度合作，业务进一步拓展。在2018和2020年，海阳养老与海阳医疗先后并入公司体内，传统安保业务与创新养老业务双轮驱动，有望增厚公司业绩。公司海阳大健康板块探索“医养康护健”五位一体的康养服务体系，荣获“2022今日保·年度优选康养服务公司”，品牌价值得到提升。

图1：海阳成立于1993年，布局“医养康护健”五位一体服务体系



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、业务概况：安防提供稳定业绩支撑，大健康注入增长新动能

主要业务板块包括安防业务和大健康业务两大业务板块。

- **安防业务：**海阳拥有四位一体的立体型安防体系服务，为教育系统、卫生系统、金融系统、政府机关提供安全保障服务，截止2022年报安防业务在上海三甲医院的市场占有率近30%，已与多家三甲医院建立了长期稳定的合作关系，疫情期间共计参与杨浦区内3个街道、10个方舱以及10个临时隔离点的封控，实现海阳的企业价值。
- **大健康业务：**依托传统安防业务优势，顺利切入养老赛道，利用“BOT”

模式优势突破重资产桎梏，搭建“一地两院”协同发展的生态格局，打通居家、社区、医院、养老院服务场景，构建“医养康护健”五位一体的立体型康养服务体系，加强“医养融合一体化”纵深发展，开拓新型养老模式。

图2：传统安保，养老业务和医疗业务打造海阳股份核心业务版图

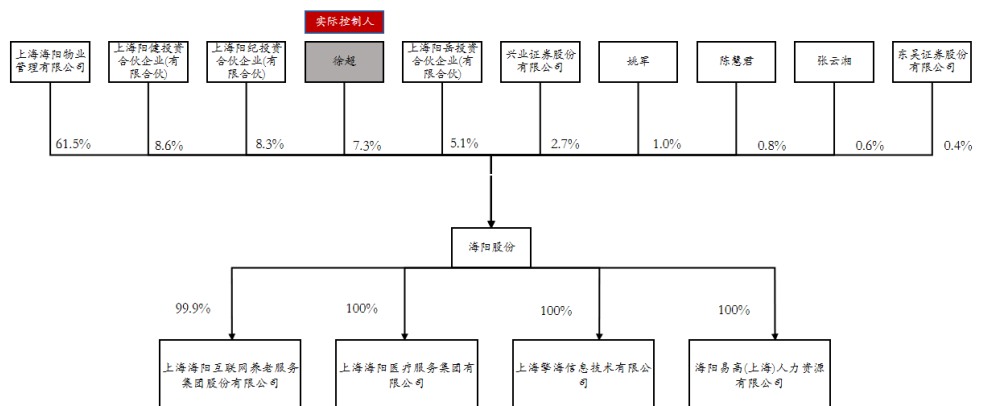


资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构相对集中，公司实控人为创始人

实控人为公司创始人，股权结构稳定。截至 2022 年 12 月 31 日，实控人徐超合计控制公司 90.72% 表决权。作为海阳集团董事长兼总经理，徐超先生荣获上海市杨浦区人大代表、十一届上海市青年联合会常委等荣誉。海阳成立 30 年，成为智慧健康养老应用试点示范企业，在行业中起到标杆作用。

图3：股权相对集中，结构稳定



资料来源：Wind、开源证券研究所

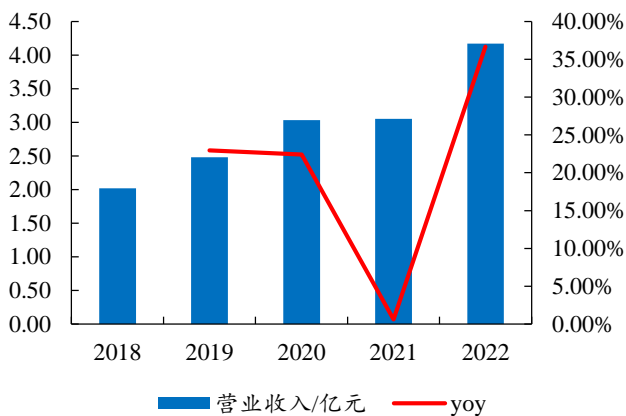
1.3、财务变化：安保业务稳定现金流，养老及医疗加速扩张业务版图

公司营收利润整体呈上升趋势，传统安保业务稳定增长。2020-2022 年度海阳股

份分别实现营收 3.04 亿元、3.05 亿元、4.17 亿元，同比分别增幅 22.43%、0.62%、36.67%，主要原因为安保业务中临保业务增加以及人力资源板块辅工服务增加，保障业绩稳定增长。2020-2022 年度海阳股份净利润实现 4268.34 万元、5713.89 万元、6516.68 万元，同比分别增幅 171.77%、33.87%、14.05%。

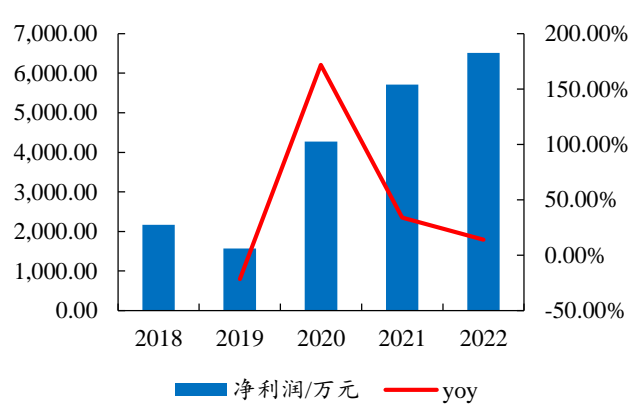
分业务看，安保服务业务创收 2.80 亿元，同比增长 44.90%，增长幅度较大，主要原因为安保板块疫情临保业务增加，贡献较大业绩；养老及医疗服务业务实现销售收入 7793.77 万元，同比下降 28.98%，主要原因为 2022 年公司受疫情影响，暂停收取该管理咨询费导致；人力资源业务创收 5825.49 万元，同比增长 1334.70%。

图4：2022 年营业收入达 4.17 亿元，同比增长 36.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

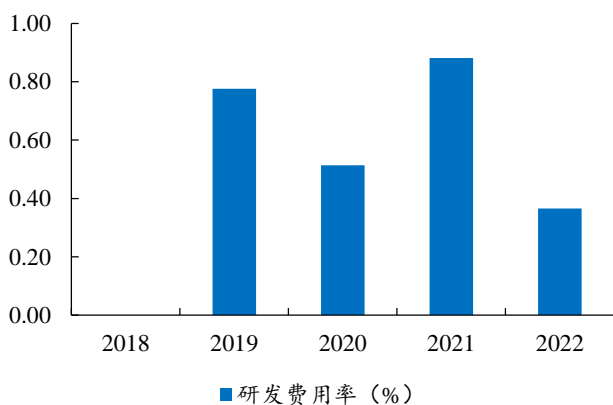
图5：2022 年净利润达 6516.68 万元，同比增长 14.05%



数据来源：Wind、开源证券研究所

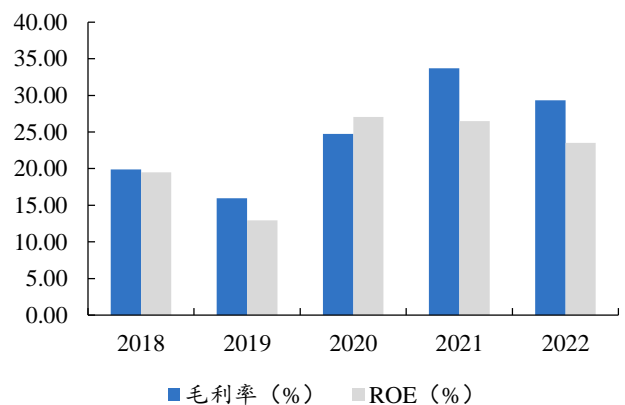
近三年毛利率有所回升，盈利能力提升。2020 年、2021 年、2022 年毛利率分别为 24.74%、33.70%、29.34%。从 2022 年来看，人力资源业务毛利最高，为 67.53%；安保服务作为公司传统业务毛利率稳定，2022 年该业务毛利 28.81%。在研发投入方面，研发费用率略有波动，2022 年研发费用率占比 0.37%，相较同期小幅下降。

图6：2022 年研发费用率占比 0.37%，较同期减少



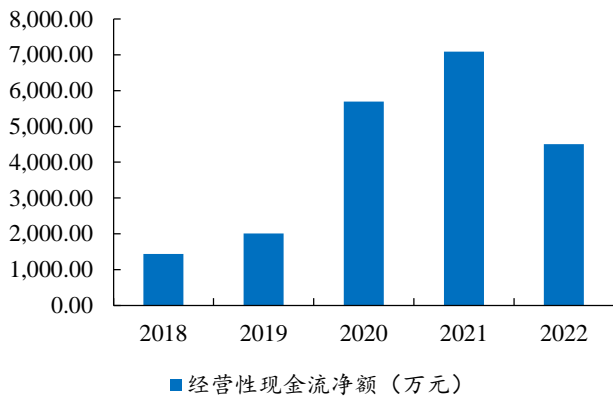
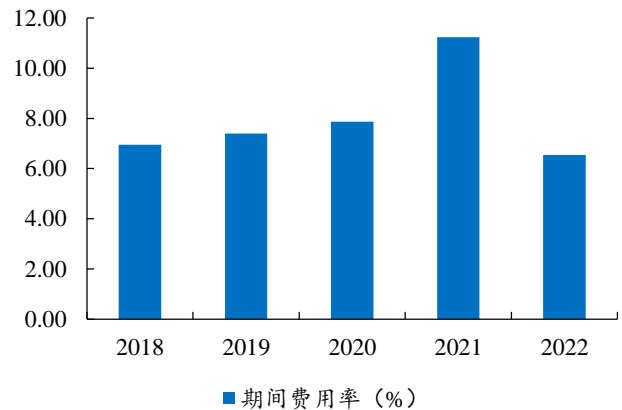
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：毛利率近三年回升，盈利能力提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端管控初见成效。从现金流情况看，公司 2022 年经营性现金流实现 4501.05 万元，同比减少 36.53%，主要原因为项目前期投入较大。从费用端看，2022 年期间费用率 6.55%，同比下降 4.69pcts，费用率管控良好。

图8：公司现金流短期波动

图9：费用端管控初见成效


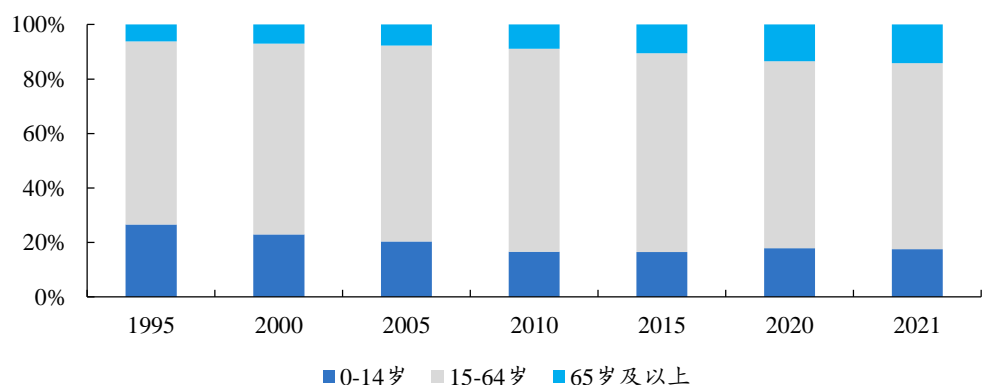
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业情况：老龄化加速，政策扶持下养老行业迎蓝海市场

养老服务行业规模大、增速快，市场空间大。据《中国发展报告 2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》预测，中国老龄化趋势将加快，于 2022 年进入深度老龄化社会，2050 年老龄化达到峰值。2018 年国内养老行业市场规模已达 6.57 万亿元，据中国社科院《中国养老产业发展白皮书》预测，预计到 2030 年中国养老产业市场可达 13 万亿元，预计未来 5-10 年仍保持稳步增长，市场发展空间广阔。

我国人口老龄化程度进一步加深。根据国家统计局披露的数据显示，1995-2021 年，我国 65 岁以上人口占比增加 8%，0-14 岁人口占比近二十年略有下降。目前中国处于较低生育水平，近 30 年的持续低生育率导致了我国人口老龄化形势的日趋严峻。国务院办公厅印发《关于推进养老服务发展意见》，提出具体实施方案，保障我国养老行业高质量发展。

图10：我国 65 岁以上人口占比逐年增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

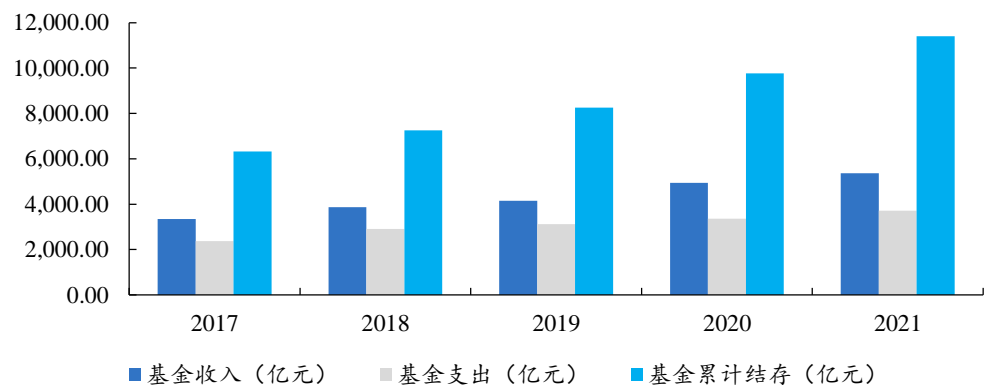
养老服务行业高质量服务供给不足，护理人才严重短缺。老年人对高质量服务、优质医疗资源需求较大，但可及性不足。随着市场上失能失智老人数量与日俱增，老人对带有医疗护理资源、能够提供高质量服务的养老机构需求愈加迫切，而养老机构前期设立医疗机构门槛高、聘请专业医护人员难度高等原因导致医疗护理资源供给严重不足。据《中国城市养老服务需求报告 2022》，医疗、康复、护理是养老

服务核心需求，高质量医护服务水平是城市居民选择养老机构的重要因素。我国养老护理服务水平低下，养老护理型人才极度匮乏。随着 60 后老人的入场，市场对高素质、高技能养老护理型人才的需求量将成倍增加，养老服务业人才缺口的填充已迫在眉睫，人才队伍培养体系急需完善。

养老服务市场高度分散，监管、需求、服务品质将共同推动市场集中度提高。目前养老服务市场高度分散，民营养老服务机构仍然处于“跑马圈地”阶段。从监管角度来看，行业的发展必然伴随行业监管的趋严和行业规范性的加强，淘汰经营不规范的小企业进而提升行业集中度；从需求角度来看，随着居民健康意识不断增强和对服务品质要求的提高，下游客户会更倾向于选择服务品质高的品牌，进而提升市场集中度。

养老基金制度为下游客户提供保障。个人养老金是政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的制度，也是养老体系的第三支柱。目的是让个人通过购买个人养老金产品，以补充未来的养老需求，提升保障水平。2021 年，全年城乡居民基本养老保险基金收入 5362 亿元，同比增长 8.46%；基金支出 3715 亿元，同比增长 10.73%；2021 年末城乡居民基本养老保险基金累计结存 11396 亿元，同比增长 16.78%。

图11：2022 年我国养老保险基金累计结存超万亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、核心看点：轻资产业务实现运营闭环，战略布局初见成效

3.1、五位一体康养体系满足多场景需求，养老业务由点到面全面扩张

五位一体提升养老服务质量，打造立体化养老服务体系。

(1) “医”即海阳依托于安防业务服务三甲医院所积累的优质、稳定的医疗资源，与各大三甲医院等签订医联体协议，提高了老年医疗服务体系整体运作效率，形成“老年医养融合一体化”的发展模式，为海阳长者提供分级、连续、便捷、高效的医养融合服务。

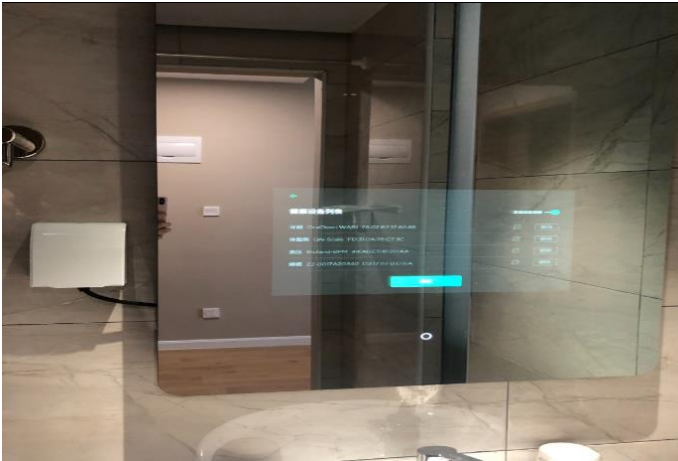
(2) “养”为建立养老院、养老公寓，对内搭建“一地两院”实现两者的协同发展，对外以养老院为核心，打通居家、社区、医院、养老院的全闭环服务场景，为老人提供全方位护理服务。

(3) “康”即设立康复院，帮助失能老人逐渐提升自理能力。

(4)“护”即海阳通过建立专业护理院，发挥医养融合优势。目前，公司已有上海海阳清怡护理院有限公司、嵊泗青沙海阳护理院有限公司、岱山桥头海阳护理院有限公司等多家长者公寓运营，覆盖周边社区街道居家老人服务需求。

(5)“健”为海阳建立了电子健康档案和电子病历数据库，以此来加强长者疾病预测预警。五位一体模式有助于加深大健康产业纵深发展，促进医养融合模式体系的构建。同时公司养老业务逐步扩张，从长三角地区向天津、珠三角地区辐射，扩大业务范围，完成区域性战略布局。

图12：上海海阳清怡养护院采用医养融合新模式



资料来源：公司官网

图13：绍兴9个养老机构总床位1800，配套两个护理院



资料来源：公司官网

3.2、类 BOT 模式深化政府合作，科技赋能实现医养融合

“BOT”模式优势突破重资产桎梏，轻资产运营打通盈利之路。2012年7月民政部发布关于鼓励和引导民间资本进入养老服务领域实施意见，以采取政府补助、购买服务、协调指导、评估认证等方式，鼓励企业采用BOT模式进入养老地产及服务领域。海阳在机构养老服务方面，采用类BOT模式与政府合作建立社区养老设施，主要运营模式为政府机构负责土地场地的建设，公司负责机构装修、运营以及管理赋能，通过延长合同期限使得公司的盈利性和业务稳定性大大增强。

“9073”养老格局提出，互联网技术打造CCHC持续照料社区。公司多层次、立体化的服务体系覆盖“9073”养老格局（90%社会化服务协助居家养老、7%实现社区照顾社区养老、3%入住养老机构集中养老）。同时公司提出CCHC持续照料社区居家养老模式，以居家为基础、社区为依托、机构为补充并打造智慧养老综合服务体系实现小机构、大社区、零距离、全天候，该模式具备较强可复制性。

图14：养老业务板块 CCHC 服务体系完善


资料来源：公司官网

图15：2023 年柳州海阳 CCHC 持续照料社区投入运营


资料来源：公司官网

4、估值情况：海阳股份 PE TTM 低于可比公司均值

海阳股份是国内领先的综合养老服务商，是大健康产业的引领者，深耕养老产业十余年，为华东地区综合性养老服务运营商龙头。

因福瑞达、南京新百、双箭股份初期采用重资产运营模式，逐步向轻资产转型，与海阳部分可比。海阳在运营模式方面，采用可复制、可扩张的轻资产运营模式，加速连锁扩张，叠加客户资源优势，将从整体上提高公司的核心竞争力。从市盈率看，目前海阳股份 PE TTM 为 19.24X，低于行业平均 48.18X 水平，整体估值处于低位。

表1：海阳股份 PE TTM 低于可比公司均值，估值处于低位

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2022 年营收/亿元	2022 年归母净利润/万元	2022 年毛利率	三年营收 CAGR	三年归母净利润 CAGR
福瑞达	600223	115.08	106.07	129.51	4545.53	24.65%	11.91%	30.71%
南京新百	600682	109.04	15.76	64.31	72349.99	49.40%	-24.83%	47.73%
双箭股份	002381	30.79	22.72	23.35	11364.41	16.97%	12.16%	-1.63%
均值		84.97	48.18	72.39	29420.0	30.34%	-0.25%	25.60%
海阳股份	830921	12.54	19.24	4.17	6516.68	29.34%	14.85%	41.79%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 20230519）

风险提示

行业政策变动，养老行业发展低于预期，养老业务扩张不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn