

南京新街口百货商店股份有限公司拟收购安
康通控股有限公司股权项目
估 值 报 告

中联评估字[2016]第 963 号

中联资产评估集团有限公司

二〇一六年七月

目 录

第一部分	估值报告声明	1
第二部分	估值技术思路	3
一、	估值目的	3
二、	估值方法的选择	3
三、	估值基本假设	4
第三部分	行业经营情况分析	6
一、	行业经营概况	6
二、	估值对象经营情况概述	7
第四部分	收益法估值分析	27
第五部分	可比案例法估值分析	43
第六部分	估值结论及其分析	48
一、	估值结论的选取	48
二、	估值结论分析	48
三、	特别风险提示	51

第一部分 估值报告声明

因南京新街口百货商店股份有限公司拟收购安康通控股有限公司股权之经济行为，中联资产评估集团有限公司接受南京新街口百货商店股份有限公司的委托，在由估值对象产权持有者及管理层提供的企业未来经营发展规划基础上，按照通行的估值方法，对所涉及的安康通控股有限公司的股东全部权益在估值基准日 2016 年 3 月 31 日的投资价值进行了估值。

估值对象产权持有者及管理层按照企业经营情况、未来发展规划和对未来发展趋势的判断，编制并提交盈利预测及相关资料。保证企业经营的合法、合规及所提供相关资料的真实性、准确性、完整性，是其应承担的责任。

我们的工作是对估值对象产权持有者及管理层提交的盈利预测所涉及的相关重大方面的预测逻辑和计算过程进行核查，并采用通行的估值模型进行估算。我们在估值过程中主要执行了询问、检查、分析和重新计算等核查程序，同时，还选取上市公司并购案例中类似的标的企业估值情况进行了比较分析。

我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

本报告未对估值对象及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对估值对象未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。本报告不构成对估值对象未来实际盈利情况的预测。

本报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体；任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

第二部分 估值技术思路

一、估值目的

本次估值的目的是反映安康通控股有限公司于估值基准日的投资价值，为南京新街口百货商店股份有限公司拟收购安康通控股有限公司股权项目提供价值参考依据。

本项目的估值基准日是 2016 年 3 月 31 日。此基准日是委托方确定的。

二、估值方法的选择

企业整体估值可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理估计企业各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的思路。

考虑到此次估值的目的为股权收购，且估值对象主要从事的养老服务行业其市场价值体现在长期从事相关服务所积累的技术能力、运营服务能力、品牌影响力和客户资源等，因此基于账面价值的资产基础法的参考意义不大，本次不采用资产基础法进行估值。

本次估值目的是反映安康通于估值基准日的整体价值，在本次估值

假设前提下，依据本次估值目的，采用收益法和市场法进行估值。

三、估值基本假设

本次估值基于估值对象产权持有者及管理层提交的盈利预测，该预测遵循了以下假设：

（一）一般假设

1、交易假设

交易假设是假定所有估值对象已经处在交易的过程中，估值人员根据估值对象的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2、公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3、资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据待估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

（二）特殊假设

1、估值对象经营所遵循的国家及地方现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大不利变化，估值对象所处行业的监管体制和政策不发生重大不利变化；国家地区的政治、经济、社会环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大不利变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响；

2、估值对象未来的市场开拓、平台建设计划能够按照预计的方式和时间实施，覆盖的用户规模按照预期增加；

3、目前国内养老产业的发展尚处于初期，养老产业政策有待完善，社会相关配套资源尚显缺乏，产业发展仍面临不确定性。未来产业政策的完善实施、行业内的竞争格局变化、相关配套资源的丰富能够按照满足产权持有者及管理层规划的经营战略，可以保证估值对象的商业计划按照预期实施。

4、估值对象在未来经营期内的管理层尽职，并按照估值对象产权持有者及管理层规划的商业计划目标持续经营。未来预测期内的业务规模、构成以及销售策略和成本控制等按照产权持有者及管理层规划的情况如期进行；

5、估值对象未来的生产经营场所、开展业务所需的相关生产设备、人力资源、上下游配套服务的取得及利用方式按照产权持有者及管理层规划的方式实施；

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

第三部分 行业经营情况分析

一、行业经营概况

(一) 行业介绍

随着我国人口老龄化的程度的不断加深，我国政府开始着手于养老产业的基础设施和规章制度的建设。目前，我国相关立法相对落后，缺少完善、全面、系统的养老法规体系，也没有专门的部门去具体监督、管理养老产业，仅有一些政府倡导性的文件及个别老龄化严重地区设有相关地方性法规条例。

(二) 行业主要法律法规

名称	实施或发布时间	主要规定
《中华人民共和国老年人权益保障法》	2013 年 7 月 1 日	法律规定国家建立和完善以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的社会养老服务体系。各级政府应采取各种措施发展养老服务，制定优待老年人的办法，为老人建设宜居环境
《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》	2013 年 9 月 6 日	文件明确地方政府应大力发展居家养老服务网络，加强养老机构建设，繁荣养老服务消费市场，推进医疗卫生与养老服务相结合
《2015 年国务院政府工作报告》	2015年3月5日	国务院总理李克强提出“促进养老家政健康消费，大力发展健康、养老等生活和生产服务业。”“鼓励社会力量兴办养老设施，发展社区和居家养老。”
《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	2015 年 6 月 11 日	要求各级政府放宽社会医疗机构准入，拓宽其融资渠道，免征其营业税
《国家发展改革委民政部关于规范养老机构服务收费管理促进养老服务业健康发展的指导意见》	2015年1月19日	文件提出要建立市场形成价格为主的养老机构服务收费管理机制，并规范养老机构服务收费行为

名称	实施或发布时间	主要规定
见》		
《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	2015 年 2 月 3 日	鼓励民间资本参与居家、社区养老服务、机构养老服务以及养老产业发展；支持医养融合发展
《浙江省养老服务收费管理暂行办法》	2014 年 11 月	明确养老服务收费分为公办养老机构和民办养老机构的收费。对公办养老机构收费进行指导价管理，民办养老机构收费由养老机构自行确定
《浙江省社会养老服务促进条例》	2015 年 3 月 1 日	条例界定了社会养老服务的概念；明确了政府在社会养老服务中的职责。政府负有提供基本养老公共服务等职责；明确了社会养老服务实行政府主导、社会参与、市场运作、统筹发展、保障基本、适度普惠的原则；规范了公办养老机构的定位和收住范围；提出了民间资本的激励保障以及养老服务人员队伍建设等方面的具体要求
《北京市居家养老服务条例》	2015年5月1日	条例规定了由政府提供基本公共养老服务，企业、社会组织提供专业化养老服务。政府应培育养老服务产业，完善扶持政策，引导、鼓励企业和社会组织开展居家养老服务。从事居家养老服务的企业和社会组织在享受政府给予的政策扶持的同时，并应当执行政府制定的服务规范、标准，接受政府的指导和社会的监督
《辽宁省省人大常委会关于进一步促进全省老龄事业发展的决议》	2015年5月	从全面贯彻落实法律法规；强化惠老政策制定和落实；抓好各项惠老工程；推进基层老年协会建设；加强老龄工作机构建设；加大老龄事业经费投入

二、估值对象经营情况概述

安康通是国内领先的居家养老服务企业，面向中国大陆推广居家养老和健康管理方面的产品和服务。安康通以自主运营的居家呼叫中心、自主研发的信息管理系统以及专业化的家庭服务团队为基础，整合社会资源，为广大老年人提供全方位的居家生活安心护航服务。安康通主要业务可划分为线上信息服务、线下援助服务以及健康管理。

估值对象历史经营与财务状况简介如下:

(一) 安康通历史沿革情况

1、安康通设立情况

1997年7月11日, 公司登记设立, 公司名称为浦德有限公司, 公司编号为616689。

公司设立时的股权结构如下:

股东姓名	出资额(港币)	出资方式	出资比例	股票种类
Ultimate Secretaries Limited	1	货币	50.00%	普通股
Ultimate Management Limited:	1	货币	50.00%	普通股
合计	2		100.00%	

2、1997年9月, 第一次增资及第一次股权转让

1997年9月2日, Ultimate Secretaries Limited将其持有的1股普通股转让予毕仁海, Ultimate Management Limited将其持有的1股普通股转让予郑豪, 同时浦德有限公司向毕仁海发行股份2,999,998股。

上述事项完成后, 股权结构如下:

股东姓名	出资额(港币)	出资方式	出资比例	股票种类
郑豪	1	货币	0.00%	普通股
毕仁海	2,999,999	货币	100.00%	普通股
合计	3,000,000		100.00%	

3、1997年11月, 第一次更名

1997年11月, 浦德有限公司更名为仁海有限公司。

4、2000年3月, 第二次增资

2000年3月30日 仁海有限公司向Global Networks Holdings limited

发行普通股260,870股，本次发行完成后，股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
毕仁海	2,999,999	货币	92.00%	普通股
郑豪	1	货币	0.00%	普通股
Global Networks Holdings limited	260,870	货币	8.00%	普通股
合计	3,260,870		100.00%	

5、2000年4月，第二次更名

2000年4月，仁海有限公司更名为中国医疗网有限公司。

6、2008年5月，第三次增资

2008年5月30日，中国医疗网有限公司增加了A系列优先股2,054,091股，Infinity I-China Fund(Cayman),L.P.认购910,989股，Infinity I-China Fund(Israel), L.P. 认购 510,853 股，Infinity I-China Fund(Israel2) 认购 436,494股，Infinity I-China Fund(Israel3), L.P.认购195,755股，普通股股东及其持有比例不变。

发行完成后，股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
毕仁海	2,999,999	货币	56.44%	普通股
郑豪	1	货币	0.00%	普通股
Global Networks Holdings limited	260,870	货币	4.91%	普通股
Infinity I-China Fund(Cayman),L.P	910,989	货币	17.14%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel), L.P.	510,853	货币	9.61%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel2)	436,494	货币	8.21%	A系列优先股
Infinity I-China	195,755	货币	3.68%	A系列优先

Fund(Israel3), L.P.				股
合计	5,314,961		100.00%	

7、2012年3月，第四次增资及第二次股权转让

2012年3月31日，中国医疗网有限公司增加2,345,079股普通股，全部由Max Business Holdings Limited认购。同时，毕仁海将其所持846,012股普通股转让给Max Business Holdings Limited。上述事项完成后，Max Business Holdings Limited合计持股3,191,091股普通股，公司股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
毕仁海	2,153,987	货币	28.12%	普通股
郑豪	1	货币	0.00%	普通股
Max Business Holdings Limited	3,191,091	货币	41.66%	普通股
Global Networks Holdings limited	260,870	货币	3.41%	普通股
Infinity I-China Fund(Cayman),L.P	910,989	货币	11.90%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel), L.P.	510,853	货币	6.67%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel2)	436,494	货币	5.70%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel3), L.P.	195,755	货币	2.56%	A系列优先股
合计	7,660,040		100.00%	

8、2012年11月，第三次更名

2012年11月，中国医疗网有限公司更名为安康通控股有限公司。

9、2013年9月，第三次股权转让

2013年9月26号，郑豪将其所持1股普通股转让给毕仁海。Global

Networks Holdings limited将其所持130,000股普通股转让给毕仁海。本次转让完成后，公司股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
Max Business Holdings Limited	3,191,091	货币	41.66%	普通股
毕仁海	2,283,988	货币	29.82%	普通股
Global Networks Holdings limited	130,870	货币	1.71%	普通股
Infinity I-China Fund(Cayman),L.P	910,989	货币	11.89%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel), L.P.	510,853	货币	6.67%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel2)	436,494	货币	5.70%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel3), L.P.	195,755	货币	2.56%	A系列优先股
合计	7,660,040		100.00%	

10、2013年10月，第四次股权转让

2013年10月24日，Max Business Holdings Limited将其所持3,191,091股普通股转让给广州金鹏。本次转让系完成后，公司股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
广州金鹏集团有限公司	3,191,091	货币	41.66%	普通股
毕仁海	2,283,988	货币	29.82%	普通股
Global Networks Holdings limited	130,870	货币	1.71%	普通股
Infinity I-China Fund(Cayman),L.P	910,989	货币	11.89%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel), L.P.	510,853	货币	6.67%	A系列优先股
Infinity I-China Fund(Israel2)	436,494	货币	5.70%	A系列优先股

Infinity I-China Fund(Israel3), L.P.	195,755	货币	2.56%	A系列优先股
合计	7,660,040		100.00%	

11、2015年1月，第五次股权转让

2015年1月5日，Infinity I-China Fund(Cayman),L.P.将其所持910,989股A系列优先股转让给广州金鹏，Infinity I-China Fund(Israel), L.P.将其所持510,853股A系列优先股转让给广州金鹏。Infinity I-China Fund(Israel2)将其所持436,494股A系列优先股转让给广州金鹏。Infinity I-China Fund(Israel3), L.P.将其所持195,755股A系列优先股转让给广州金鹏。本次转让完成后，公司股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
广州金鹏集团有限公司	3,191,091	货币	41.66%	普通股
毕仁海	2,283,988	货币	29.82%	普通股
Global Networks Holdings limited	130,870	货币	1.71%	普通股
广州金鹏集团有限公司	2,054,091	货币	26.82%	A系列优先股
合计	7,660,040		100.00%	

12、2015年6至7月，第五次增发、第六次股权转让及A类优先股全部转换为普通股

2015年6月5日，安康通增发普通股317,689股，全部由毕仁海认购。2015年6月12日，毕仁海分别将其所持1,006,131股普通股、1,595,546股普通股转让给Happiness Strength Limited、Cenbest(Hong Kong)Company limited；Global Networks Holdings limited将其所持130,870股普通股转让给Happiness Strength Limited。2015年7月，安康通控股有限公司将所有

A系列优先股按照1:1的比例转化为普通股。

上述事项完成后，公司股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
广州金鹏集团有限公司	5,245,182	货币	65.75%	普通股
Cenbest(Hong Kong)Company limited	1,595,546	货币	20.00%	普通股
Happiness Strength Limited	1,137,001	货币	14.25%	普通股
合计	7,977,729		100.00%	

注：Cenbest(Hong Kong)Company Limited 系南京新百 100%持股的注册于香港的有限公司。

13、2015年12月，第七次股权转让

2015年12月14日，广州金鹏将其持有的安康通458,545股股份转让给常州元康，Happiness Strength Limited将其持有的安康通1,137,001股股份转让给常州元康。本次转让完成后，公司股权结构如下。

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
广州金鹏集团有限公司	4,786,637	货币	60.00%	普通股
Cenbest(Hong Kong)Company limited	1,595,546	货币	20.00%	普通股
常州三胞元康投资合伙企业（有限合伙）	1,595,546	货币	20.00%	普通股
合计	7,977,729		100.00%	

14、2015年12月，第六次增资

2015年12月30日，为了进一步拓展业务布局，吸引外部战略投资者加入，安康通分别向赛领辅仁、力鼎资本、农银基金、赛领并购、东吴创投和衡丹创投新增发行747,912股股份、498,608股股份、249,304股股份、249,304股股份、124,652股股份、124,652股股份。

本次发行结束后，公司股权结构如下：

股东姓名	出资额（港币）	出资方式	出资比例	股票种类
广州金鹏集团有限公司	4,786,637	货币	48.00%	普通股
Cenbest(Hong Kong)Company limited	1,595,546	货币	16.00%	普通股
常州三胞元康投资合伙企业（有限合伙）	1,595,546	货币	16.00%	普通股
上海赛领辅仁股权投资基金合伙企业（有限合伙）	747,912	货币	7.50%	普通股
成都力鼎银科股权投资基金中心（有限合伙）	498,608	货币	5.00%	普通股
农银无锡股权投资基金企业（有限合伙）	249,304	货币	2.50%	普通股
上海赛领并购投资基金合伙企业（有限合伙）	249,304	货币	2.50%	普通股
东吴创业投资有限公司	124,652	货币	1.25%	普通股
上海衡丹创业投资中心(有限合伙)	124,652	货币	1.25%	普通股
合计	9,972,161		100.00%	

（二）主营业务及技术简介

1、 主营业务简介

2013 年以前，安康通是以销售安康通电话机硬件产品为主要收入来源的硬件提供商。三胞集团 2013 年入主安康通之后，对其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，转变为销售居家养老和健康管理服务为主的服务提供商。2015 年，安康通引入“互联网+”概念，确定了未来“综合性养老服务大平台”的战略构想，计划将安康通的平台系统接入家政服务、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。

目前，安康通的主要业务可划分为线上信息服务、线下援助服务以及健康管理三大模块。

1、线上信息服务

线上信息服务是指安康通依托于自主运营的居家呼叫中心，以一键通设备为入口，为广大老年人提供的紧急救助、生活服务等。线上信息服务多采用与政府部门合作，为政府托底老人提供服务的模式，是安康通快速获取用户、拓展业务规模的重要渠道。线上信息服务是安康通经营多年的传统业务，也是与安康通未来“综合性养老服务平台”战略对接的重要模块。

安康通为政府部门托底老人提供的线上信息服务，有一部分是直接以自己的平台提供的，还有一部分是通过与政府签订合作协议，搭建公建民营、公办民营等多种模式的养老服务平台来提供的，这其中会产生一部分的平台建设收入，也是安康通报告期内营业收入的重要组成部分。

（1） 紧急救助&安全预警

紧急救助服务是安康通的核心运营项目，从 1998 年开始到目前已经运营了 18 年，深受用户信赖。紧急救助服务由紧急呼叫专线和紧急呼叫坐席组成，用户遇到跌倒，疾病、意外、盗抢等突发状况时，可以通过安装在家里的一键通设备（例如安康通设备红色紧急按钮），一键呼入安康通紧急呼叫中心。在收到紧急呼叫后，客服人员将立即调出老人的信息数据库，如健康状况、家庭住址、子女的联系方式等，在紧急情况下拨打 120、辖区派出所以及紧急联络人等，让老人得到及时的救助。具体来看，该项服务具有以下几个特点：

①简单，硬件设备操作简单，用户只需按一下主机紧急求助键或推倒主机手柄便可连接到安康通援助中心进行呼救，可有效防止用户在紧急情况下拨错号码；

②快速，接到用户求助，安康通专业客服会紧急联络 120、119 或 110 及老人子女，无需求助人提供姓名地址等信息，有效防止求助人在紧急情况下报错地址信息等情况；

③可靠，安康通呼叫中心 365 天 7*24 小时人工在线服务，通过单独列队，线路备份，专线专座专用等手段，保证无占线情况发生。

安康通致力于为老年人打造一条紧急救援绿色通道，为老人提供包含紧急救援及指导、120 急救车医疗费用支付等一系列无缝隙医疗服务，在绿色通道中用户、急救中心、网络医院高度衔接，安全可靠。

①紧急救援及指导服务，除了就近呼叫救护车并根据病情推荐适合的急救医院外，还提供在救护车到来之前的“白金 10 分钟”的自救或互

救应急建议，大大提升救援的成功率；

②院前救护车急救费用负责，为防因意外或子女不在身边等无法支付救护车费用而耽误急救，安康通免费救护车服务还可以为支付救护车费及车上施救费用，免去后顾之忧。

报告期内，在传统紧急救助服务的基础上，安康通又进行了一定的拓展。利用门磁、红外体感、智能定位腕表、摄像感应器、水浸探测器等先进设备，构造人体感知系统、防盗报警系统、外出定位系统、防火、放水溢报警系统等，组成全方位居家养老安全预警体系。在不影响老人正常生活的基础上，实现对老人生活安全的全面看护。



（2）在线咨询&生活服务

除紧急救助服务外，安康通还通过其呼叫中心平台，为用户提供一系列的在线咨询、生活服务等增值类服务，包括：生活咨询，法律咨询，医疗咨询，心理健康咨询等各类咨询服务；代叫出租车，代叫保姆、钟

点工，代订牛奶、桶装水、报纸，活动报名等特殊助老服务；电话及有线报修，家电维修，开锁修锁，物业维修等各类代叫维修服务。

当老人有上述生活各方面的咨询及服务需求时，只要通过手机或者安康通的一键通设备接入到安康通的话务中心，接线员就会按照安康通制定好的 SOP，提供标准化的服务。

除此之外，为了进一步提高服务质量，增加客户粘性，安康通还为用户提供一些主动外呼服务，包括：生日问候，主动关爱等定期关怀服务；线上工单回访，临时任务回访，助老服务回访等业务回访。

安康通以其自主运营的呼叫中心平台为基础，整合第三方服务商资源，为老人提供全方位的在线咨询及生活服务，覆盖老人生活的方方面面，真正使老年人，尤其是独居老人的生活变得更加便利。同时通过主动关爱、业务回访等外呼服务，增大老人对安康通平台的依赖性，并监督服务的质量，做老人真正依赖、信得过的平台。这与安康通未来的“综合性养老服务平台”的战略定位是相契合的。

（3）平台建设

安康通 2015 年度及 2016 年第一季度取得了一定的平台建设收入。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。一种方式是直接利用安康通自有的平台为政府的托底老人提供各类居家养老服务；另一种方式是通过与政府签订合作协议，搭建公建民营、公办民营等多种模式的养老服务平台，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。

在第二种方式中，安康通首先为政府建设养老服务平台，获取一定的平台建设收入，然后再根据协议，负责平台的日常运营与维护，获取信息服务、健康管理等收入。平台建设业务的毛利率较低，安康通开展平台建设业务，主要是基于未来“综合性养老服务平台”战略的布局，先通过养老平台的建设迅速的获取大量的用户，然后再在用户群中推广紧急救援、上门助老、健康管理等毛利率较高的业务。

平台建设是基于一个长期的考虑，是线上信息服务拓展的一种重要手段，是安康通拓展用户规模的一种重要渠道。



2、线下援助服务

线下援助服务是指安康通作为服务供应商，利用自己的助老员团队，为老人提供的生活照料、康复护理及精神慰藉等上门助老服务。线下援助服务目前主要在无锡安康通开展，服务项目包括：日间照料、助餐、

助洁、助浴、助行、助购等生活照料服务；监测血压、上门理疗、陪同就医、代购药品、起居照顾等康复护理服务；心理疏导、法律援助、陪读陪聊、手工交流等精神慰藉服务。



安康通首先统计老人的需求，然后根据老人的需求就近招聘不同类型的助老员。并对助老员进行培训，保证安康通的助老员团队输出的都是标准化、高质量的服务。

线下援助服务在方便用户生活、增强用户粘性的同时，最大化挖掘用户价值，构建安康通完整的居家养老服务体系。

服务站点建设

以街道为单位设立
居家养老援助服务站



安康通居家养老援助服务站



服务情景



3、健康管理

安康通致力于成为老人的智能健康管家，健康管理服务是于 2015 年推出的一项综合型新业务，通过对国内 50-70 岁老人的深入调研及合理分析，综合分析了老年人的生活习惯、饮食习惯、运动习惯、过往病

史等指标，并利用时下最先进的远程医疗、大数据分析等技术打造功能强大的健康管理平台。其以医学技术团队为后盾，以老人日常保健需求为核心，通过手机端健康管理 APP、各类智能健康仪器（运动记录器、无线传输血压计、血糖仪等硬件设备）和安康通健康管理坐席与老年人生活紧密衔接，为其提供科学合理的日常健康管理服务。

其中，个人手机健康管理系统能够收集和汇总用户的健康信息、提供个性化的健康解决方案、通过对比用户的健康行为数据，对其健康提供系统提示。用户子女或亲属可以通过手机健康管理平台查询长者的运动、血压、心率等健康数据，适时送达关爱。同时，后台强大的专业医疗团队可根据疾病瞬发性特点提供实时在线咨询，通过长效化服务实现历史健康数据存储，以大数据为基础进行用户的深层健康管理。



健康管理业务包括电话医生、健康体检、就医绿色通道等业务，目前以电话医生为主。

（1）电话医生

电话医生业务，指安康通组建自己的电话医生团队，为老人提供 24 小时解答疑惑和问题的服务。当老人身体感到不适时，只需拨打电话医生咨询热线，在线医生将详尽解答问题给出建议，不用再为一点小病就跑医院。

（2）就医绿色通道业务

安康通针对目前国内，尤其是一线城市医疗资源紧张，老人挂号难、看病难，以及独居老人住院期间无人照料等问题，面向使用安康通健康管理业务的客户推出了就医绿色通道业务，包括住院绿色通道服务及重疾绿色通道服务等，切实提高了老人就医的便利性。

①住院绿色通道服务

安康通为老人提供包括预约医生、住院安排、手术安排、24 小时陪护安排、转诊会诊、康复护理、城市间救护车转运等在内的住院绿色通道服务。该服务目前仅限于在上海、北京、广州就医（包括外地来上海就医），以后会逐渐增多城市。

②重疾绿色通道服务

针对患有重疾的老人，安康通提供预约挂号、导医导诊等服务。保证 7 个工作日内帮老人挂号成功。该服务仅限于用户本人患有保险公司规定的重疾种类时使用。

（三）主要财务状况

三胞集团 2013 年入主安康通之后，对其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，转变为销售居家养老和健康管理服务为主的服务提供商。2015年，安康通引入“互联网+”概念，提出了打造“综合性养老服务平台”的战略，力图整合各类服务供应商和终端使用用户的相关信息，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。长期的经营所积累下的良好的声誉、规模迅速扩大的客户群体、以及领先的“平台战略”市场定位，为安康通充分挖掘养老市场，提高利润水平打下了坚实的基础。

1、主要资产负债状况

截止2016年3月31日，根据审计后的资产负债表，估值对象账面资产总额17,545.43万元、负债903.19万元、净资产16,642.24万元。具体包括流动资产16,119.60万元；非流动资产1,425.83万元；流动负债903.19万元。

两年一期资产负债情况

单位：万元

项目名称	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年3月31日
货币资金	3,107.07	14,983.99	14,315.16
应收票据			
应收账款	358.85	672.81	1,436.23
预付款项	57.43	93.04	82.14
其他应收款	33.35	55.05	96.04
存货	100.89	44.62	64.76
其他流动资产	39.79	47.91	125.28
流动资产合计	3,697.39	15,897.43	16,119.60
长期股权投资	-	1.00	1.00
固定资产	117.33	334.14	355.00
在建工程	-	93.13	161.93
无形资产	0.16	-	-
商誉	474.07	474.07	474.07
长期待摊费用	-	302.71	289.34

项目名称	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年3月31日
递延所得税资产	31.72	206.16	137.78
其他流动资产	-	34.55	6.71
非流动资产合计	623.27	1,445.76	1,425.83
资产总计	4,320.66	17,343.19	17,545.43
应付票据			
应付账款	161.82	519.85	676.94
预收款项	-	260.53	169.21
应付职工薪酬	3.68	2.29	3.49
应交税费	8.12	43.98	31.12
其他应付款	190.35	38.65	22.42
流动负债合计	363.97	865.31	903.19
非流动负债合计	-	-	-
负债合计	363.97	865.31	903.19
股东权益合计	3,956.69	16,477.88	16,642.24

2、主要经营状况

安康通是国内领先的居家养老服务企业，面向中国大陆推广居家养老和家庭健康方面的产品和服务。安康通以自主运营的居家呼叫中心、自主研发的信息管理系统以及专业化的家庭服务团队为基础，整合社会资源，为广大老年人提供全方位的居家生活安心护航服务。安康通主要业务包括紧急救助与安全预警、健康管理及远程医疗、居家助老与生活服务及慢病康复与康复理疗服务。估值对象近两年一期的收入成本以及利润情况见下表。

两年一期营业收入及利润情况

单位：万元

项目名称	2014年	2015年	2016年1-3月
一、营业收入	1,512.20	2,067.61	1,280.37
减：营业成本	717.77	1,045.51	689.25
营业税金及附加	34.70	40.67	10.50
营业费用	363.08	871.74	128.03
管理费用	586.23	851.17	271.84
财务费用	-2.99	-41.08	-94.75
资产减值损失	0.48	29.73	4.94
加：投资收益	-	58.67	-
二、营业利润	-187.07	-671.46	270.56
加：营业外收入	17.59	4.83	12.26

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
减：营业外支出	9.60	52.71	0.27
三、利润总额	-179.08	-719.34	282.55
减：所得税	-4.77	-157.94	69.13
四、净利润	-174.32	-561.41	213.42

安康通现阶段主要的商业模式还是 B2G 模式。目标是打造对政府的养老解决方案提供商。一部分项目直接利用安康通自有的平台为政府的托底老人提供各类居家养老服务；另一部分项目通过与政府签订合作协议，搭建公建民营、公办民营 等模式的养老服务平台，通常由政府统一招标采购并由财政拨款为平台所覆盖区域的老人用户提供安康通的紧急救助、居家援助、健康管理等服务付费。

除此之外，安康通也向 B2B 与 B2C 业务拓展。

B2B 业务方面，安康通为各类养老及健康管理服务供应商提供一个平台，通过整合自有及第三方服务供应商资源，为企业客户提供养老及健康管理服务。安康通打破了一些传统的 B2B 思路，与许多个行业都有合作，比如一些保健品厂商，金融企业等。安康通目前开展的 B2B 业务以健康管理业务为主。

B2C 业务方面，安康通致力于为老人打造一个可信任的生活服务平台，是公司长期上致力于发展的子领域，即直接向终端老年人客户的子女进行营销，老人只作为服务的使用者，子女作为付费者和服务监督者。B2C 模式能够有效提高单用户收入，延伸产品线。目前已经在上海地区推广 B2C 模式，取得了一定的效果。

安康通业务主要定位还是对接群体较大的政府客户，以平易近人的价格实现对众多有居家养老需求的老人的覆盖，保证平台中用户的粘性。因此安康通未来仍会是以 B2G 业务为主，综合开展 B2B、B2C 业务。

第四部分 收益法估值分析

(一) 收益法简介

现金流折现方法(DCF)是通过将企业未来预期净现金流量折算为现值,估算企业价值的一种方法。其基本思路是通过估算企业在未来预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值,得出估值。其适用的基本条件是:企业具备持续经营的基础和条件,经营与收益之间存有较稳定的对应关系,并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的最大难度在于未来预期现金流的预测,以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时,其估值结果具有较好的客观性,易于为市场所接受。

1、基本估值思路

根据本次尽职调查情况以及估值对象的资产构成和主营业务特点,本次估值是以估值对象的合并财务报表为基础估算其权益资本价值,本次估值的基本估值思路是:

(1) 对纳入报表范围的资产和主营业务,按照基准日前后经营状况的变化趋势和业务类型等分别估算预期收益(净现金流量),并折现得到经营性资产的价值;

(2) 对纳入报表范围,但在预期收益(净现金流量)估算中未予考虑的诸如基准日存在货币资金,应收、应付股利等流动资产(负债);呆滞

或闲置设备、房产等以及未计及收益的在建工程等非流动资产(负债),定义其为基准日存在的溢余或非经营性资产(负债),单独测算其价值;

(3) 由上述各项资产和负债价值的加和,得出估值对象的企业价值,经扣减付息债务价值后,得出估值对象的股东全部权益价值。

(二) 估值模型

1、基本模型

本次估值的基本模型为:

$$E = B - D \quad (1)$$

式中:

E: 估值对象的所有者权益(净资产)价值;

B: 估值对象的企业价值;

$$B = P + I + C \quad (2)$$

P: 估值对象的经营性资产价值;

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中:

R_i : 估值对象未来第 i 年的预期收益(自由现金流量);

r : 折现率;

n : 估值对象的未来经营期;

I: 未纳入合并报表范围的长期股权投资价值;

C: 估值对象基准日存在的溢余或非经营性资产(负债)的价值;

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

C_1 : 基准日流动类溢余或非经营性资产(负债)价值;

C_2 : 基准日非流动类溢余或非经营性资产(负债)价值;

D : 估值对象的付息债务价值;

2、收益指标

本次估值,使用企业的自由现金流量作为估值对象经营性资产的收益指标,其基本定义为:

$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$

根据估值对象的经营历史以及未来市场发展等,估算其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和,测算得到企业的经营性资产价值。

3、折现率

本次估值采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率 r

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (6)$$

式中: W_d : 估值对象的债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (7)$$

W_e : 估值对象的权益比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (8)$$

r_d : 所得税后的付息债务利率;

r_e : 权益资本成本。本次估值按资本资产定价模型(CAPM)确定权益资本成本 r_e ;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (9)$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场期望报酬率；

ε ：估值对象的特性风险调整系数；

β_e ：估值对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1-t) \times \frac{D}{E}) \quad (10)$$

β_u ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1-t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (11)$$

β_t ：可比公司股票(资产)的预期市场平均风险系数；

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (12)$$

式中：

K ：一定时期股票市场的平均风险值，通常假设 $K=1$ ；

β_x ：可比公司股票(资产)的历史市场平均风险系数；

D_i 、 E_i ：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

(二) 净现金流量预测

本次收益法估值以安康通控股有限公司经审计后的报表为基础，对纳入估值范围内的安康通控股有限公司股东全部权益整体价值进行估值。

1、营业收入与成本预测

目前国内养老服务行业基本处于严重分散化碎片化状态，大部分行业内的公司均处于用户数量少、收入规模小的状态，且业务区域性较强，

尚不具备在全国或大范围内模式复制、拓展业务的能力。目前安康通是国内居家养老服务行业的领导者和整合者，其技术能力及业务模式在行业内处于领先地位。

未来安康通业务的增长主要来源于以下几个方面：

1) 随着公司业务的拓展及服务地区的增加，公司的用户数量将不断增加，一方面形成全国性的业务布局，另一方面形成“互联网化”模式，即从服务用户升级到运营用户，紧密围绕老人的生活服务需求、健康管理需求、康复护理需求、精神社交需求，不断引入第三方产品和服务，从用户流量、支付、精准营销等各个环节实现商业变现。

2) 伴随老龄化的加剧以及政府养老政策的颁发和实施，政府对养老业务的重视和投入逐渐加大，民众健康养老意识逐步增强。在付费用户的获取渠道上，安康通将从目前政府购买的单一渠道扩展为B2B、B2C与政府购买渠道相结合，实现收入获取渠道的多元化。

3) 在原有信息服务和援助服务的基础上，安康通提供给用户的产品和服务将增加电话医生、绿色就诊通道、慢病诊疗服务、紧急救援通道等内容。同时，对政府客户而言，公司将扩大原有信息服务和援助服务的范围，除了获得直接的政府采购服务收入，公司还将承担政府的平台建设、云数据建设、话务和指挥平台的运营、日间照料中心运营、健康养老方案的设计等项目，这些项目都将为公司的收入做出积极贡献。

安康通采取平台型业务模式，主要提供的信息服务具有单位边际成本递减的特征，因此服务成本并不随着服务产出的增加而线性增加。安康通目前的服务能力可满足线上信息服务类活跃用户70万人次/年(活跃用户是指每月主动拨打客服电话不低于1次，活跃用户在总用户中占比约32%)，可服务非活跃信息服务类用户150万人次/年；可满足线下服

务活跃用户30万人次/年（活跃用户是指月度线下服务需求不低于2小时的用户，占比约45%），可满足线下服务非活跃用户36万次/年。在收入预测的基础上，估值对象结合不同类型业务的业务特点，未来预计的客户转换情况、成本构成及该等业务目前的经营情况对不同业务的收入和成本数据进行预测。

安康通业务发展的思路是建立在拓展用户群体的基础上，首先通过与各地区的民政部门等建立业务合作，从事政府相关业务，在此基础上吸引当地的用户选择其提供的包括但不限于养老机构的运营管理、援助、慢病护理等业务，考虑市场的成熟过程和认可程度，预计未来几年公司的业务覆盖地区和人群规模的成长性会较强。

预测思路及过程：

（1）覆盖城市数量及老龄化人口预测，企业根据对国内不同地区、城市的广泛调研和分析，制定了相应的省市拓展计划，通过在相应地区建立智能养老指挥中心、运营日照中心、养老机构等方式，预计在未来的五年内，通过在山东、上海、江苏、广东、浙江等人口规模较大、经济发展水平较高的地区进行相关的业务推广，使得公司接触到的老人人口总数量达到约2500万人，并在未来一段时间的经营中将其中约900万的老人转化为公司的客户。

（2）考虑老人的年龄结构、经济水平差异等原因，在预计目标客户总数的基础上，为不同需求的老人提供包括但不限于健康管理、援助、慢病护理等不同收入水平的服务，并结合不同类型服务的价格水平进行测算，得到公司的预计业务收入。

各项业务的营业收入成本的预测结果见下表。

估值对象营业收入和成本预测情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
合计	收入	7,187.62	10,166.77	18,571.30	27,112.05	34,172.22	37,938.04
	成本	3,952.40	5,350.42	9,124.94	12,482.03	15,005.49	16,388.79
	毛利率	45.01%	47.37%	50.87%	53.96%	56.09%	56.80%
信息服务	收入	2,577.16	3,309.37	5,140.04	6,923.00	9,005.55	10,446.40
	成本	902.01	992.81	1,285.01	1,384.60	1,711.05	1,984.82
	毛利率	65.00%	70.00%	75.00%	80.00%	81.00%	81.00%
健康管理	收入	157.95	144.68	240.02	434.43	760.88	990.59
	成本	69.50	62.21	100.81	178.12	304.35	386.33
	毛利率	56.00%	57.00%	58.00%	59.00%	60.00%	61.00%
援助服务	收入	1,281.58	2,208.01	4,125.97	4,516.32	4,973.45	5,228.77
	成本	717.69	1,148.16	1,935.08	1,912.61	2,019.17	2,122.83
	毛利率	44.00%	48.00%	53.10%	57.65%	59.40%	59.40%
日间照料中心建设及运营	收入	97.50	146.25	541.67	953.33	1,354.17	1,354.17
	成本	76.92	111.15	382.31	638.73	881.88	881.88
	毛利率	21.11%	24.00%	29.42%	33.00%	34.88%	34.88%
智能养老指挥平台建设及运营	收入	975.00	1,657.50	2,925.00	5,145.83	5,763.33	5,763.33
	成本	780.00	1,276.28	2,106.00	3,447.71	3,746.17	3,746.17
	毛利率	20.00%	23.00%	28.00%	33.00%	35.00%	35.00%
养老机构运营管理	收入	487.50	975.00	1,543.75	2,058.33	2,708.33	2,708.33
	成本	364.55	702.00	1,049.75	1,276.17	1,625.00	1,625.00
	毛利率	25.22%	28.00%	32.00%	38.00%	40.00%	40.00%
B2C 综合服务方案	收入	54.60	167.83	390.32	678.10	1,011.24	1,259.07
	成本	32.24	91.76	193.56	301.41	429.77	535.09
	毛利率	40.95%	45.33%	50.41%	55.55%	57.50%	57.50%
B2B 综合服务方案	收入	1,365.00	1,020.34	2,241.44	3,825.89	4,536.19	4,768.89
	成本	887.25	632.61	1,232.79	1,951.21	2,177.37	2,289.07
	毛利率	35.00%	38.00%	45.00%	49.00%	52.00%	52.00%
慢病护理	收入	191.32	537.80	1,423.09	2,576.81	4,059.08	5,418.47
	成本	122.25	333.44	839.62	1,391.48	2,110.72	2,817.61
	毛利率	36.10%	38.00%	41.00%	46.00%	48.00%	48.00%

估值人员对营业收入、成本的计算过程进行了复核，并就其中涉及的用户规模、服务内容、价格水平进行了分析测算。

企业盈利预测建立在未来业务在全国不同地区的拓展和覆盖的用户规模能够达到预期的情况下测算得到的，但鉴于该等业务的拓展计划取决于各地人群的接受程度以及各地政府机关对养老服务的重视程度

和资金投入力度，如估值对象未来实际业务拓展的进展与预期发生偏差，则估值结论将会发生重大变化。

（二）期间费用预测

1、营业税金及附加预测

估值对象的营业税金及附加包括营业税、城建税、教育费附加等。营业税按照营业额的3%或5%缴纳，城建税按实际缴纳流转税额的7%缴纳；教育费附加按实际缴纳流转税额的3%缴纳。本次估值结合未来年度评估对象收入规模的变化趋势以及估值对象现有的税率税率水平预计未来年度的营业税金及附加。估值对象未来营业税金及附加估算结果见下表。

估值对象营业税金及附加预测情况

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业税金及附加	58.94	610.01	1,114.28	1,626.72	2,050.33	2,276.28

2、销售费用预测

经审计后的报表披露，估值对象最近两年的营业费用分别为 363.08 万元、871.74 万元，主要为维修服务费，该等费用与估值对象未来的业务开展较为密切，本次估值结合企业未来的业务量发展趋势、各项费用与营业收入的比率关系及变化趋势等因素进行估算。预测结果见下表。

估值对象销售费用预测情况

单位：万元

项目\年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
薪酬	190.62	332.25	686.40	1,025.92	1,176.89	1,275.48
差旅费	12.22	30.91	70.20	131.22	150.70	163.32
业务招待费	4.89	7.73	15.60	23.86	28.70	31.11
办公费	34.21	100.45	218.40	357.88	459.27	497.75
租赁/物业费用	186.95	173.85	263.25	348.93	452.10	489.97

项目\年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
网络费	9.78	23.18	46.80	71.58	114.82	124.44
市场费	29.33	61.81	156.00	238.59	287.05	311.09
财务类费用	14.66	15.45	23.40	35.79	43.06	46.66
折旧	97.75	92.72	156.00	214.73	258.34	279.98
合计	580.40	838.35	1,636.04	2,448.49	2,970.93	3,219.80

3、管理费用预测

经审计后的报表披露，评估对象最近两年的管理费用分别为 586.23 万元、851.17 万元，主要为工资薪酬、差旅费、物业租赁费、办公费和其他费用等。

预测思路如下：

职工薪酬：人员成本主要包括工资、福利、社保、公积金及其他，本次估值结合评估对象人事部门规划的人员数量，并参考历史年度人员成本水平、评估对象预算的增长目标进行预测。

差旅费、办公费等其他费用：鉴于此类费用与业务的关联性较强，本次估值结合各项费用与营业收入的比率关系及变化趋势，参考历史期各类费用的水平，估算该类费用。预测结果见下表。

估值对象管理费用预测情况

单位：万元

项目\年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
薪酬	285.92	498.38	1,029.59	1,538.88	1,765.34	1,913.22
差旅费	48.88	123.63	280.80	524.89	602.80	653.29
业务招待费	7.33	11.59	23.40	35.79	43.06	46.66
办公费	51.32	150.67	327.60	536.82	688.91	746.62
租赁/物业费用	20.77	19.32	29.25	38.77	50.23	54.44
网络费	14.66	34.77	70.20	107.36	172.23	186.66
市场费	43.99	92.72	234.00	357.88	430.57	466.64
财务类费用	21.99	23.18	35.10	53.68	64.59	70.00
折旧	146.63	139.08	234.00	322.09	387.51	419.97
合计	641.49	1,093.33	2,263.93	3,516.16	4,205.23	4,557.50

4、所得税预测

本次估值以估值对象未来各年度利润总额的预测数据为基础，确定其未来各年度应纳税所得额，结合企业所得税税率估算估值对象未来各年度所得税发生额。考虑到估值对象的主要业务均在国内开展，按照国内25%的所得税税率计算相应的所得税费用，鉴于估值对象历史年度经营亏损，该等亏损在未来一定年度内可以在税前列支，所得税费用预测中考虑了上述因素对估值结果的影响，预测结果见下表：

估值对象所得税预测情况

单位：万元

项目名称	2016年 4-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
所得税费用	-	237.79	1,108.03	1,759.66	2,485.06	2,873.92

（三）折旧与摊销预测

评估对象的固定资产主要包括机器设备、办公设备、运输设备等。固定资产按取得时的实际成本计价。本次估值中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。截至估值基准日，估值对象账面临期待摊费用主要支付的装修费用。本次估值，按照现有的临期待摊费用摊销政策预测其未来各年的摊销费用。

预测中考虑了随着估值对象未来业务扩张所需资本性支出增加后对折旧摊销的影响。折旧、摊销估算结果见下表。

估值对象折旧摊销情况预测

单位：万元

项目名称	2016年 4-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
折旧	167.70	407.27	845.14	1,643.86	2,550.82	3,457.79
摊销	45.50	60.66	60.66	60.66	1.19	-
合计	213.20	467.93	905.80	1,704.52	2,552.02	3,457.79

（四）追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下,为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如产能扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他长期资产);持续经营所必须的资产更新以及经营规模变化所需的新增营运资金等。即本报告所定义的追加资本为:

追加资本=资产更新投资+资本性支出+营运资金增加额

1、资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础,在维持现有资产规模和资产状况的前提下,结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况,预计未来资产更新改造支出,预测结果见下表。

2、资本性支出估算

按照收益预测的前提和基础,考虑到随着公司未来业务规模的扩大,覆盖的地区和用户规模的增加,评估对象需在各个地区增加投入,结合企业目前的业务规模和资产配备情况,预计未来各年需要的资本性支出。预测结果见下表。

3、营运资金增加额估算

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下,为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金,如正常经营所需保持的现金、存货、应收账款等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化,获取他人的商业信用而占用的现金,正常经营所需保持的现金、存货等;同时,在经济活动中,提供商业信用,

相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=现金+应收款项+存货-应付款项

其中：

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金，具体各项营运成本及营运资金增加额预测情况见下表。

估值对象未来年度营运资金变化情况预测

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
最低现金保有量	441.06	618.68	1,102.78	1,530.74	1,806.66	1,915.38
存货	168.69	228.35	389.45	532.72	640.42	699.46
应收款项	3,517.99	4,976.14	9,089.74	13,270.02	16,725.63	18,568.81
应付款项	1,934.51	2,618.77	4,466.21	6,109.34	7,344.45	8,021.51

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营运资本	2,193.22	3,204.41	6,115.76	9,224.14	11,828.27	13,162.14
营运资本增加额	936.54	1,011.19	2,911.35	3,108.39	2,604.12	1,333.88

（五）净现金流量的预测结果

下表给出了估值对象未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。

未来经营期内的净现金流量预测

单位：万元

项目名称	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	稳定年
营业收入	5,907.25	10,166.77	18,571.30	27,112.05	34,172.22	37,938.04	37,938.04
减：营业成本	3,263.16	5,350.42	9,124.94	12,482.03	15,005.49	16,388.79	16,388.79
营业税金及附加	354.44	610.01	1,114.28	1,626.72	2,050.33	2,276.28	2,276.28
销售费用	452.37	838.35	1,636.04	2,448.49	2,970.93	3,219.80	3,219.80
管理费用	369.65	1,093.33	2,263.93	3,516.16	4,205.23	4,557.50	4,557.50
财务费用							
营业利润	1,467.63	2,274.66	4,432.11	7,038.65	9,940.24	11,495.66	11,495.66
利润总额	1,467.63	2,274.66	4,432.11	7,038.65	9,940.24	11,495.66	11,495.66
减：所得税	-	237.79	1,108.03	1,759.66	2,485.06	2,873.92	2,873.92
净利润	1,467.63	2,036.87	3,324.08	5,278.99	7,455.18	8,621.75	8,621.75
加：折旧	167.70	407.27	845.14	1,643.86	2,550.82	3,457.79	3,457.79
摊销	45.50	60.66	60.66	60.66	1.19	-	-
加：扣税后利息	-	-	-	-	-	-	-
减：营运资金增加额	936.54	1,011.19	2,911.35	3,108.39	2,604.12	1,333.88	-
资本性支出	565.59	1,106.85	2,189.37	3,993.57	4,534.83	4,534.83	-
资产更新	-	30.01	-	-	496.44	-	3,457.79
净现金流量	178.70	356.76	-870.84	-118.45	2,371.80	6,210.83	8,621.75

（三）权益资本价值预测

（一）折现率的确定

1、无风险收益率 r_f ，参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似，即 $r_f=4.12\%$ 。

2、市场期望报酬率 r_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自1992年5月21日全面放开股价、实行自由竞价交易后至2015年12月31日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=11.53\%$ 。

3、 β_e 值，取沪深同类可比上市公司股票，以2011年4月至2016年3月的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数 $\beta_x=1.0545$ ，按式(13)计算得到估值对象预期市场平均风险系数 $\beta_t=1.0359$ ，并由式(12)得到估值对象预期无财务杠杆风险系数的估计值 $\beta_u=0.8924$ ，最后由式(11)得到估值对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.8924$ 。

4、权益资本成本 r_e ，本次估值考虑到估值对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性以及公司未来业务发展可能不如预期所产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\varepsilon=0.03$ ；最终由式（10）得到估值对象的权益资本成本 r_e ：

$$\begin{aligned} r_e &= 0.0412 + 0.8924 \times (0.1158 - 0.0412) + 0.03 \\ &= 0.1373 \end{aligned}$$

5、由式（8）和式（9）得到债务比率 $W_d=0$ ；权益比率 $W_e=1$ ；

6、折现率 r ，将上述各值分别代入式（7）即有：

$$r = r_d \times W_d + r_e \times W_e = 0.1373 \times 1 = 0.1373$$

（二）经营性资产价值

将得到的预期净现金流量代入式（3），得到估值对象的经营性资产价值为35,651.02万元。

（三）长期股权投资价值

2015年12月，估值对象的全资子公司上海金秋安泰呼叫服务系统有限公司出资1万元，设立上海宝山庙行镇安康通老年服务中心。上海宝山庙行镇安康通老年服务中心为民办非企业单位，公司对其没有控制权，因此未将其纳入合并范围。本次估值按估值对象该等投资的投资成本确认长期股权投资估值为1万元。

（四）非经营性资产或溢余性资产（负债）价值

经核实，在估值基准日2016年3月31日，估值对象账面有如下一些资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，应属本次估值所估算现金流之外的非经营性或溢余性资产，在估算企业价值时应予另行单独估算其价值。

1、基准日流动类非经营性资产或溢余性资产（负债） C_1

经审计的资产负债表披露，估值对象基准日账面货币资金共计14,315.16万元，经估值人员核实无误，确认该资金存在。扣除在现金流估算中需考虑的现金投入后的货币资金属现金流之外的溢余性资产，共13,959.74万元。

即基准日流动类非经营性资产或溢余性资产的价值为

$$C_1 = 13,959.74 \text{ 万元}$$

将上述代入式（4）得到估值对象基准日非经营性或溢余性资产的价值为：

$$C = C_1 + C_2 = 13,959.74 + 0 = 13,959.74 \text{（万元）}$$

（五）权益资本价值

1、企业整体价值

将得到的经营性资产的价值 $P = 35,651.02$ 万元，长期股权投资价值

I=1 万元非经营性或溢余性资产的价值 $C = 13,959.74$ 万元,代入式(2),
即得到安康通控股有限公司企业价值为:

$$B = P + I + C = 35,651.02 + 1 + 13,959.74 = 49,611.76 \text{ (万元)}$$

2、权益资本价值

将估值对象的企业价值 $B = 49,611.76$ 元,付息债务价值 $D = 0$ 万元代入式(1),可以得到安康通控股有限公司的权益资本价值为:

$$E = B - D = 49,611.76 - 0 = 49,611.76 \text{ (万元)}$$

第五部分 可比案例法估值分析

（一）市场法简介

1、概述

市场法常用的两种具体方法是可比公司比较法和交易案例比较法。市场法评估应当选择与估值对象有可比性的公司或者案例。在确定可比案例选择原则应主要考虑以下几方面因素：

同处一个行业，受相同经济因素影响；

企业业务结构和经营模式类似；

企业规模和成长性可比，盈利能力相当；

交易行为性质类似。

2、选择并计算各可比公司的价值比率

就价值比率而言，价值比率通常选择市盈率（PE）、市净率（PB）、企业价值与折旧息税前利润比率（EV/EBITA）、企业价值与税后经营收益比率（EV/NOIAT）等。在上述四个指标中，企业价值与折旧息税前利润比率（EV/EBITA）、企业价值与税后经营收益比率（EV/NOIAT）侧重企业整体价值的判断；而市盈率（PE）、市净率（PB）侧重股东权益价值的判断。本次估值主要从市盈率指标角度进行分析测算。

3、用上述价值比率及估值对象对应的参数，得到相应的估值结论。

（二）评估方法的选择及技术思路

1、概述

目前国内养老服务行业基本处于严重分散化碎片化状态，大部分行

业内的公司均处于用户数量少、收入规模小的状态，且业务区域性较强，尚不具备在全国或大范围内模式复制、拓展业务的能力。目前安康通是国内居家养老服务行业的领导者和整合者，其技术能力及业务模式在行业内处于领先地位。

安康通在被三胞集团收购之前，主要从事紧急救援业务，业务收入主要来自机器产品有关的收入；自2013年被三胞集团收购后，经过深入的调研及论证，公司的经营模式发生了重大调整，由“卖产品”转变为“卖服务”，由“硬件厂商”向“服务提供商”转型，并逐步构建了居家养老和健康管理科学服务体系。2015年，公司进一步引入互联网思维，提出“平台战略”，通过运用互联网、物联网和大数据等信息化技术，对接内外部各种医疗、家政、金融、硬件器械、软件系统等资源，力争打造居家养老的生态圈平台。

鉴于估值对象所处的特定细分行业特点以及目前所处的特定发展阶段，与估值对象较为相似的可比案例相对较少，主要原因如下：

1) 估值对象所属的医疗健康领域最近几年已经完成及正在进行中的交易案例相对较多。本次交易的交易方案为上市公司发行股份购买资产，医疗健康领域内交易方案相近的可比案例数量较多，从交易行为角度来看，存在与本次交易相近的可比交易案例。

2) 对于估值对象目前所从事的居家养老服务业务，该等行业市场规模相对较小，以该等业务为主营业务的上市公司较少，同行业的可比公司或案例多从事医疗保健的设备、技术服务或保健护理业务；虽然同处医疗健康领域，受相似经济因素影响，但与估值对象的业务结构、经营模式仍存在一定的差异。

3) 目前估值对象的业务转型升级已经取得一定阶段性的成果、但估值对象的业务整体尚处于成长前期，规模相对较小，而未来业务的成

成长性相对较强,与可比公司或案例相比,在成长性上也存在一定的差异。

本次估值以交易案例比较法作为比较分析的思路。交易案例选择的标准如下:

(1) 交易类型一致

要求出售、兼并或收购业务、收购企业普通股、收购企业其他权益,交易案例的控制权状态与被评估公司的控制权状态形同。

(2) 时间跨度趋近

应该选择在评估基准日前 3-5 年内发生所有的交易案例中,选择相关性较强的交易案例。

(3) 公司类型一致

要求同属一个行业,经营业务相同或相似或与被评估公司在所属业务市场、产品、增长预期、行业周期具有相似的特征。

由于估值对象所处的养老服务行业可比公司或案例的相对较少,本次估值将可比案例的行业扩展到养老服务行业所处的医疗健康领域,搜集了一定的可比案例,但在产品、服务、成长性等方面与估值对象还是存在一定的差异。

(三) 分析过程

1、可比案例的选取

(1) 可比市场交易案例情况

通过公开信息查询,收集了医疗健康领域内 2015 年完成交易的 4 个股权交易案例,分别为:

- 1) 红日药业(300026.SZ)收购超思股份
- 2) 达实智能(002421.SZ)收购久信医疗
- 3) 天华超净(300390.SZ)收购宇寿医疗

4) 江苏三友(002044.SZ)收购美年大健康

2、计算价值比率

(1) 价值比率的选取

价值比率是指企业整体价值或股权价值与自身一个与整体价值或股权价值密切相关的、体现企业经营特点参数的比值。

企业价值集中体现在给投资人带来相应投资回报的水平，故企业的价值确定与企业经营业绩的规模 and 增长幅度均关联度较大。考虑到估值结果与标的公司未来的盈利能力是否匹配是市场可比交易中交易双方关注的价值比率，综合考虑了未来业务成长性的差异，本次估值按照估值对象未来三年预测净利润的平均水平作为测算估值结果与标的公司未来的盈利能力价值比率的基础。

(2) 可比案例的价值比率

下表列出了可比案例的估值水平：

单位：万元

项目	盈利预测/业绩承诺			估值	价值比率
	第一年	第二年	第三年		
红日药业收购超思股份	4,800.00	5,500.00	6,256.36	97,200.00	17.61
达实智能收购久信医疗	6,000.00	7,000.00	8,640.00	87,249.67	12.10
天华超净收购宇寿医疗	2,750.00	3,550.00	4,300.00	40,800.67	11.55
江苏三友收购美年大健康	22,315.76	33,136.66	42,437.48	451,270.06	13.83
平均值					13.77
本次交易	1,681.05	2,036.87	3,324.08	49,611.76	21.14

(四) 估值分析结论

由上表可见，本次交易的估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 21.14，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比略高，主要原因是由于可比案例的业务发展整体相对处于成熟阶段，而估值对象未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水

平相对较小所导致的。

第六部分 估值结论及其分析

一、估值结论的选取

采用收益法对安康通控股有限公司股东全部权益进行估值并采用可比案例法进行估值分析，得出如下结论：

鉴于可比案例的比较分析是结合企业经营情况及整体市场环境对企业价值的比较分析，而收益法是基于企业本身的盈利能力而预测企业的价值，两者是相辅相成，市场法估值结果是收益法估值结果的市场表现，而收益法估值结果是企业内在价值的合理反映。

采用收益法进行评估：安康通控股有限公司在评估基准日 2016 年 3 月 31 日的净资产账面值为 16,642.24 万元，股东全部权益价值为 49,611.76 万元，增值 32,969.51 万元，增值率 198.11%。

采用可比案例法进行估算对比分析：本次交易的估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 21.14，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比略高，主要原因是由于可比案例的业务发展整体相对处于成熟阶段，而估值对象未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水平相对较小所导致的。

本次估值拟采用收益法估值结果作为最终的估值结果，即 49,611.76 万元。

二、估值结论分析

估值对象的收益法估值结果较其净资产账面值增值的主要原因是

估值对象预测业务规模、收益水平的快速增长，而推动其收益快速增长的动力既来自外部也来自内部，主要体现在以下几个方面：

（1）养老行业巨大的市场潜力

我国养老行业面临巨大潜力，养老市场在未来 30 年将具备美好的前景。但是从现状来看，一方面，我国养老行业发展仍相对落后，处于较为初期的发展阶段，以地域性运营为主，市场高度分散，缺乏龙头。另一方面，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，所以急需类似“京东”“天猫”的养老服务供给索引平台的出现。

自三胞集团 2013 年入主安康通以来。一方面，安康通通过与政府合作的 B2G2C 模式，实现用户规模的迅速拓展；另一方面，实现了由“硬件提供商”到“服务提供商”的转型，逐渐构建了居家养老和健康管理的服务体系，转变为销售居家养老和健康管理服务为主的服务提供商，并明确了进一步朝“养老服务大平台”转型的战略定位。安康通发展潜力巨大，正在逐渐成长成为行业龙头。

（2）业务规模的迅速拓展

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，截至 2016 年 3 月末，服务市场涵盖了上海、北京、江苏、天津、重庆、黑龙江、海南、内蒙古、广东、广西等地，累计服务老人数量 668,410 人，累计为政府建设养老服务平台 6 个。公司拥有专业的服务团队和忠实的客户群，通过与政府部门合作的政府购买服务（B2G2C）的方式为主形成迅速的市场扩张。

（3）综合性养老服务平台的战略

三胞集团接手安康通以来，大健康战略发展思路清晰，力图通过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 and 开放式平台网络。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，找到最好和最合理的养老服务提供商，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。

同时，三胞集团计划通过 **Natali 中国**，打造高端养老的明星产品。**Natali 中国** 依托于以色列最大的养老机构 **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 中国** 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。

安康通和 **Natali 中国** 这一组合优势互补明显，是平台通路+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导地位。

整体来看，安康通业务拓展模式有效，规模增长迅速，战略定位领先，布局能力强，在行业中处于优势的竞争地位。与安康通相比，我国养老服务市场上尚未出现经营模式相似、规模相当、布局全国市场的竞

争对手。安康通成长潜力巨大，是潜在的行业龙头。

三、特别风险提示

1、目前国内养老产业的发展尚处于初期，养老产业政策有待完善，社会相关配套资源尚显缺乏，产业发展仍面临不确定性。未来产业政策的完善实施、行业内的竞争格局变化、相关配套资源的丰富如果不能满足产权持有者及管理层规划的经营战略的需要，将会对估值对象的商业计划按照预期实施造成不利影响，进而影响估值结果。

2、养老产业的需求极为复杂，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，缺乏一体化综合服务平台是养老产业的一大痛点。针对行业痛点，安康通提出了打造综合性养老服务平台的战略规划。未来，一方面安康通将继续拓展用户规模，丰富服务内容；另一方面将进一步强化对于第三方服务供应商的筛选与监管能力，同时加强对自有服务团队的培训与管理，提升自有服务团队的服务能力，全方位提高安康通平台所提供服务的质量和服务的覆盖范围。

但是，目前我国养老服务市场呈现市场碎片化、竞争局部化、服务非标准化。因此无论是业务规模的拓展，还是对于第三方服务供应商的整合与筛选，都面临着一定的困难。如果安康通综合性养老服务平台布局建设不如预期，将会对估值对象业务平台上的用户活跃度、忠诚度和付费意愿等都会产生较大不利影响，进而影响估值结果。

3、本次估值结论建立在估值对象未来的市场开拓计划能够按照预

计的方式和时间实施，覆盖的用户规模按照预期增加的基础上。

安康通目前的商业模式以“B2G2C”为主，即对终端老人客户（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，与政府签订合作协议，通过公建民营、公办民营、PPP等模式共同搭建养老服务平台，通过政府公信力和财政拨款等政策支持，为平台所覆盖的区域老人用户提供安康通的紧急救助、居家援助、健康管理等服务。该等新的业务模式与安康通原有的销售硬件为主的紧急救援业务相比，虽然业务模式有差异，但目前安康通主要面向的用户群体仍为老人，公司的业务开拓仍建立在与各地区市级民政局等政府部门的基础上。公司的主要客户、用户并没有发生完全的变化，公司现有的业务是对原有业务的升级改造。总体来说公司的新业务充分利用了原有的业务基础，是原有业务的升级和增强，该等业务的变化是在管理层主要的控制和管理下进行的，业务的变化符合公司转型的目标。

公司未来业务的开展建立在未来各地平台的建设基础上，先通过养老平台的建设迅速的获取大量的用户，然后再在用户群中推广紧急救援、上门助老、健康管理等业务。

目前虽然公司的业务转型虽然取得了阶段性的成功，但目前业务收入来源尚集中在上海、北京、江苏等地区，该等新业务的业务模式在上述地区也得到了充分的验证和认可。而公司在天津、重庆、黑龙江、海南、内蒙古、广东、广西等省市地区的业务开拓尚处于业务初期，对收入的贡献尚未完全显化，未来公司收入的增长是以目前公司目前的业务模式为基础，建立在平台的拓展和平台上服务内容不断丰富

基础上得到的。

如果未来估值对象的市场开拓计划不能按照预计的方式和时间实施，覆盖的用户规模增加不如预期，将对估值结果产生重大影响，提请各方关注估值假设不能满足的风险。估值假设并不构成对项目的实际实施情况的保证。如果项目实际实施情况与计划发生偏差，将对估值结果产生影响。

4、安康通主要从事紧急救助与安全预警、健康管理及远程医疗、居家助老与生活服务及慢病康复与康复理疗等服务。安康通提供的上述各类养老服务均需要相关人员具备较高的健康医疗专业水平，且能够以热忱的服务及时响应老年人的服务请求，妥善处理客户可能出现的突发身体状况。随着估值对象未来业务规模的扩大，该等专业人员的质量和数量的需求也将会增长较多。若安康通未来不能招募或培训相应满足业务需要的服务人员，或相关服务人员的专业水平不足、服务意识弱，可能导致客户不满甚至贻误治疗时机、治疗不当等医疗过失风险，极端情况可能引发客户诉讼或索赔，从而对公司的声誉和持续运营开展造成不利影响。

(此页无正文)



估值人员:

估值人员:

年 月 日