

# 老龄化孕育巨大养老需求，政策变化引发主题投资机会

## ——健康养老产业深度报告

行业深度

### ◆两会多次提及养老，有望迎来政策实质变化

今年政府工作报告频现“养老”一词，主要政策变化是降低企业负担、提高养老支付能力以及大力支持发展高性价比的社区养老服务。此外，两会期间多部委领导针对养老民生问题发言，直指养老服务供给不足和支付能力不足问题，说明养老民生问题突出，国家重视程度提升明显。

### ◆银发经济亦是朝阳产业，5000亿市场亟待满足

中国目前已进入老龄化社会，截至18年底，我国大陆地区65岁及以上老年人口达1.67亿，占总人口比重为11.9%，预计2025年中国将进入深度老龄化阶段，老龄化速度和日本相当。中国“未富先老”矛盾突出，养老供需矛盾严峻，按“9073”发展目标计，居家、社区和机构养老合计潜在市场空间可超5000亿，养老产业面临蓬勃发展机遇。

### ◆他山之石：介护保险制度催生日本养老7000亿大市场

从人口结构、人口密度、社会模式等方面看，日本的养老产业对中国具有较大的借鉴意义。日本养老产业市场规模超7000亿人民币，2000~2016年复合增速达7.6%，远超日本GDP增速，其产业的快速发展主要依赖于介护保险制度的快速推行。日本养老以居家养老为主，和国内接近，随国内支付能力提升，长期照护从业人员规范化和专业度提升，未来国内养老产业借鉴日本发展可能性较大。

### ◆国内养老模式：居家为主流，社区快速发展

目前国内养老模式仍以居家为主流，人数占比约为96%，该模式对上门医疗、家政和康复服务等需求最大，南京新百旗下安康通已有成熟的商业模式。国内社区养老占比约1%，其特点是负担低、专业化和响应快，未来有望在政策支持下快速发展，相关标的为凤凰股份、南京新百。国内机构养老占比约3%，目前高端机构相对盈利模式清晰，主要案例是宜华健康旗下的亲和源。

### ◆投资建议：

国内老龄化趋势日趋明显，养老需求巨大，产业潜在空间超5000亿，而养老产业供不应求现象明显，支付能力不足问题正逐步改善，政策也支持供应端扩大供给。我们认为今年养老产业在支付和供给端的政策边际变化带来较好的养老主题投资机会。建议投资者关注个股：南京新百（居家、社区养老）、宜华健康（机构、医养结合）、双箭股份（机构养老）、新华锦（机构养老）、湖南发展（机构、医养结合）、澳洋健康（医养结合）、凤凰股份等（社区、医养结合）。

### ◆风险分析：

政策出台和落地进度不及预期；养老金和长期护理保险持续支付能力不足风险；养老配套专业从业人员不足制约产业扩展风险。

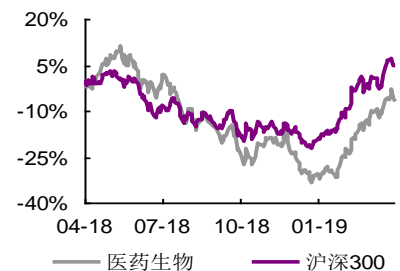
## 增持（维持）

### 分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）  
021-52523871  
[linxiaowei@ebcn.com](mailto:linxiaowei@ebcn.com)

梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）  
0755-23915357  
[liangdongxu@ebcn.com](mailto:liangdongxu@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 研究背景

今年两会期间，“养老”被定调为最大的民生问题之一（另一个是儿童），政府工作报告、发改委、财政部和商务部等多部委领导表态均显示国家对养老问题的重视程度在持续提升。从各项政策上看，国内养老最突出的问题体现在服务供给不足和支付能力不足，这也是制约国内养老产业快速发展的关键问题。从引入社会资本，盘活养老产业供给的角度出发，我们判断未来养老政策变动最有可能出现在支付端和供给端，比如长期护理保险试点范围扩大、护理保险偿付项目和水平提升、养老机构审批流程简化、床位设置补贴等等。

### 我们区别于市场的观点

市场认为，养老产业供给不足和支付能力不足等问题将是长期制约，养老属于空有市场需求，但难以兑现商业盈利的产业。市场还认为，国内养老产业供给不足也和社会视养老为负担因而不愿过多投入相关。而支付能力不足会进一步削弱养老产业盈利空间，导致能顺利运转的养老商业模式均偏向高端化而非普适化，市场潜在空间被压缩。

本报告从两会期间“养老”政策走势的变化出发，判断未来在支付端和供给端出现实质性变化的可能性较大。借鉴支付和供给能力均较强的日本养老产业的发展经验，我们认为居家和社区养老将是国内养老模式的主流，若长期护理保险制度能在国内继续扩大试点并提升偿付能力，国内养老产业有望迎来快速成长。我们和市场观点最大的差异在于对养老产业核心支付和供给政策的积极变化判断更加乐观。

### 投资观点

随中国逐步走向深度老龄化社会，养老需求必将持续扩大。但由于国内支付能力不足，真正得到满足的有效需求极少。随国内养老支付政策的积极变化，如长期护理保险试点范围扩大、护理保险偿付项目和水平提升、国内养老金中央调剂规模扩大等，未来养老产业的有效需求将持续扩大，带来养老产业的蓬勃发展。

我们认为今年养老产业在支付和供应端的政策边际变化带来较好的养老主题投资机会。建议投资者关注个股：南京新百（居家、社区养老）、宜华健康（机构、医养结合）、双箭股份（机构养老）、新华锦（机构养老）、湖南发展（机构、医养结合）、澳洋健康（医养结合）、凤凰股份等（社区、医养结合）。

## 目 录

1、 两会频现“养老”字眼，养老成为工作重点 .....	4
2、 银发经济亦是朝阳产业，5000 亿市场亟待满足 .....	5
2.1、 中国老龄化：预计 2025 年就进入深度老龄化阶段.....	5
2.2、 中国“未富先老”矛盾突出，养老是最大民生所言非虚 .....	8
2.3、 国内养老市场潜在空间可超 5000 亿.....	9
3、 他山之石：介护保险制度催生日本养老 7000 亿大市场 .....	11
3.1、 日本养老保障制度：多层次年金+介护保险 .....	11
3.2、 规模超 7000 亿人民币，供给格局分散且市场化竞争 .....	16
3.3、 日本养老龙头：龙头跨界成长史.....	17
3.4、 日本经验：居家养老为主，社区养老是方向.....	20
4、 国内养老模式：居家为主流，社区快速发展 .....	21
4.1、 居家养老：上门医疗、家政和康复需求为主.....	21
4.2、 社区养老：负担低、专业化、响应快的养老模式 .....	23
4.3、 机构养老：目前高端机构盈利模式较为清晰.....	24
4.4、 医养结合：各项养老模式的关键支持.....	25
5、 投资建议 .....	25
5.1、 南京新百：智能呼叫+专业护理，居家养老潜在龙头.....	25
5.2、 宜华健康：医疗+养老双轮驱动 .....	26
5.3、 双箭股份：机构养老稳步扩张 .....	28
5.4、 新华锦：携手日本长乐，进军养老市场.....	29
5.5、 湖南发展：携手湘雅博爱，深耕医养结合 .....	30
5.6、 澳洋健康：医疗、养老、流通协同发展.....	31
5.7、 凤凰股份：地产+养老模式快速布局社区养老 .....	32
6、 风险分析 .....	32

## 1、两会频现“养老”字眼，养老成为工作重点

“养老”频现政府工作报告。今年两会期间，政府工作报告频现“养老”一词。通过梳理历年政府工作报告，我们发现今年变化是提及要降低企业缴费负担、大力发展社区养老以及推进多层次养老保障体系建设，归根到底是要降低负担、提高待遇以及大力发展性价比高的社区养老服务。

表 1：历年两会政府工作报告针对“养老”主题发言梳理

年份	上年总结	本年规划
2019	1. 建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度，提高退休人员基本养老金，城乡居民基础养老金最低标准从每月 70 元提高到 88 元。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%。</li> <li>2. 务必使企业特别是小微企业社保缴费负担有实质性下降。加快推进养老保险省级统筹改革，继续提高企业职工基本养老保险基金中央调剂比例、划转部分国有资本充实社保基金。</li> <li>3. 大力发展养老特别是社区养老服务业，对在社区提供日间照料、康复护理、助餐助行等服务的机构给予税费减免、资金支持、水电气热价格优惠等扶持，新建居住区应配套建设社区养老服务设施，改革完善医养结合政策，扩大长期护理保险制度试点，让老年人拥有幸福的晚年，后来人就有可期的未来。</li> <li>4. 推进多层次养老保障体系建设。继续提高退休人员基本养老金。落实退役军人待遇保障，完善退役士兵基本养老、基本医疗保险接续政策。</li> </ol>
2018	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 社会养老保险覆盖 9 亿多人。人均预期寿命达到 76.7 岁。</li> <li>2. 建立统一的城乡居民基本养老、医疗保险制度，实现机关事业单位和企业养老保险制度并轨。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。</li> <li>2. 深化养老保险制度改革，建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度。</li> <li>3. 支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给。</li> <li>4. 全面放开一般制造业，扩大电信、医疗、教育、养老、新能源汽车等领域开放。</li> <li>5. 继续提高退休人员基本养老金和城乡居民基础养老金。</li> <li>6. 积极应对人口老龄化，发展居家、社区和互助式养老，推进医养结合，提高养老院服务质量。</li> </ol>
2017	1. 提高低保、优抚、退休人员基本养老金等标准，为 1700 多万困难和重度残疾人发放生活或护理补贴。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 开展新一轮服务业综合改革试点，支持社会力量提供教育、养老、医疗等服务。推动服务业模式创新和跨界融合，发展医养结合、文化创意等新兴消费。</li> <li>2. 继续提高退休人员基本养老金，确保按时足额发放。</li> <li>3. 放开养老服务市场。</li> </ol>

资料来源：中国政府网，光大证券研究所

两会期间多部委领导针对养老民生问题发言，直指养老服务供给不足和支付能力不足问题。发改委副主任连维良提出“一老一小”问题是最大的民生，表示党中央、国务院对城市养老一床难求问题高度重视，将通过“增能力、提质量、优结构”等一系列综合措施，加快解决养老领域总量不足、质量不优、发展不平衡的问题。财政部部长刘坤提出“养老金中央调剂制度”可解决部分省份收支压力较大的问题。一方面提高调剂比例，另一方面加大补助力度，按照中央与地方共同负担的原则，弥补收支缺口，加快规范养老保险省级统筹。商务部部长钟山提出，要促进实物消费提档升级、服务消费提质扩容，当务之急是构建“养老、孝老、敬老”融为一体的政策体系与社会环境，着力补养老服务短板。从各部委领导的发言来看，国内养老突出的问题还是服务供给不足和支付能力不足，但把“一老一小”定义为最大的民生还是首次提出，说明在老龄化加速的大背景下，因养老产生的民生问题已经越来越突出，而国家对此重视程度也开始逐步提升。

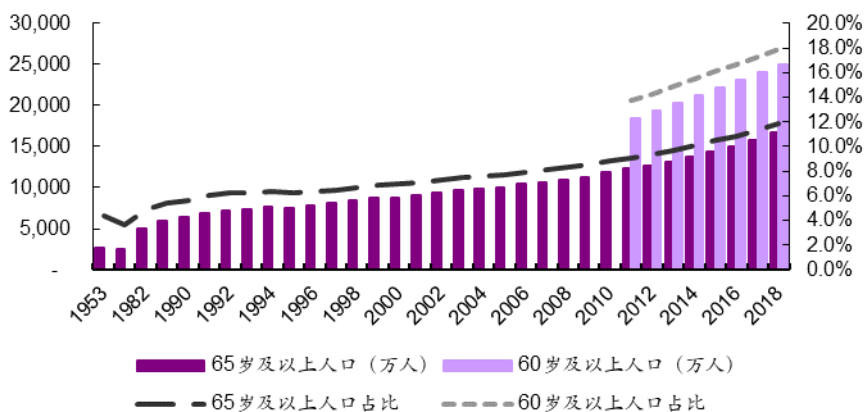
从两会期间养老话题相关的表述，以及养老产业本身的主要矛盾上看，我们判断养老产业最大的制约环节是支付能力，其次是供给端的投入成本，若国家希望推动和支持养老产业的发展，而且希望引入更多的社会资本参与其中，我们认为养老政策相关的变动最有可能出现在支付端和供给端，比如长期护理保险试点范围扩大、护理保险偿付项目和水平提升、养老机构审批流程简化、床位设置补贴等等。

## 2、银发经济亦是朝阳产业,5000 亿市场亟待满足

### 2.1、中国老龄化：预计 2025 年就进入深度老龄化阶段

中国已进入老龄化阶段。截至 2018 年底，我国大陆地区 65 岁及以上老年人口已达 1.67 亿，新增 827 万人，占总人口比重为 11.9%。根据国际上对人口老龄化的定义：65 岁及以上人口占比达到 7%即为人口老龄化，而 65 岁及以上人口达到 14%即为深度老龄化。也就是说，我国已经进入老龄化阶段。

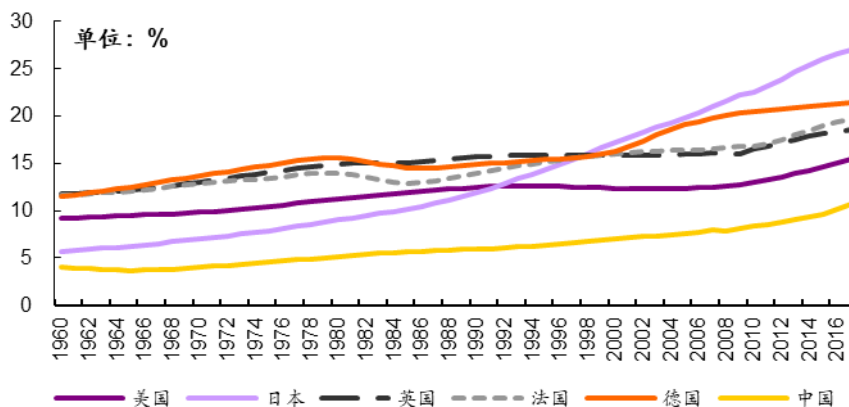
图 1：中国 65 岁以上老龄人口数量及占总人口比重变化情况



资料来源：中国统计局，光大证券研究所

中国即将进入深度老龄化阶段，老龄化速度堪比日本。世界银行数据显示，欧美国家在 70 年代以前均已进入老龄化阶段，其中，美国、英国、法国、德国进入深度老龄化阶段的时间分别为 2014 年、1975 年、1990 年、1972 年。日本于 1970 年和 1994 年分别进入老龄化和深度老龄化阶段，中间仅经历 24 年，是主要发达国家中老龄化发展速度最快的之一。同属东亚文化圈的韩国和新加坡老龄化速度更快，分别只用 18 和 20 年就老龄化转入深度老龄化社会。2017 年，日本 65 岁及以上人口占比 27.05%，是全球老龄化最为严重的国家。我国已于 2001 年进入老龄化阶段，但预计 2025 年我国也将进入深度老龄化阶段，老龄化发展速度和日本相当。从老龄化状况上看，中国的现状相当于 30 年前的日本。

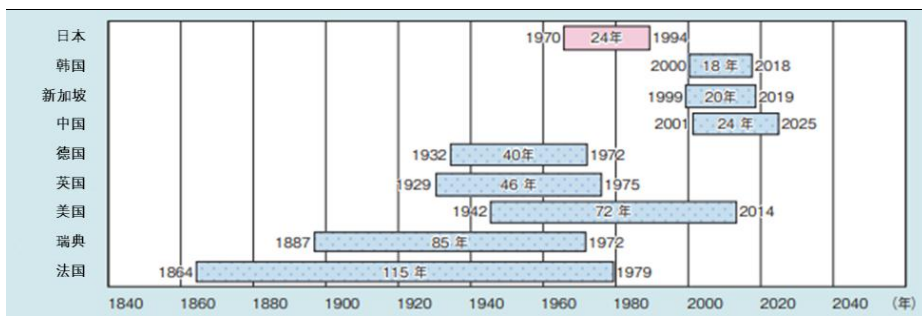
图 2：中美欧日主要国家 65 岁及以上人口占比情况 (1960-2017, %)



资料来源：世界银行，光大证券研究所



图 3：65 岁及以上人口占比从 7% 上升到 14% 所需时间

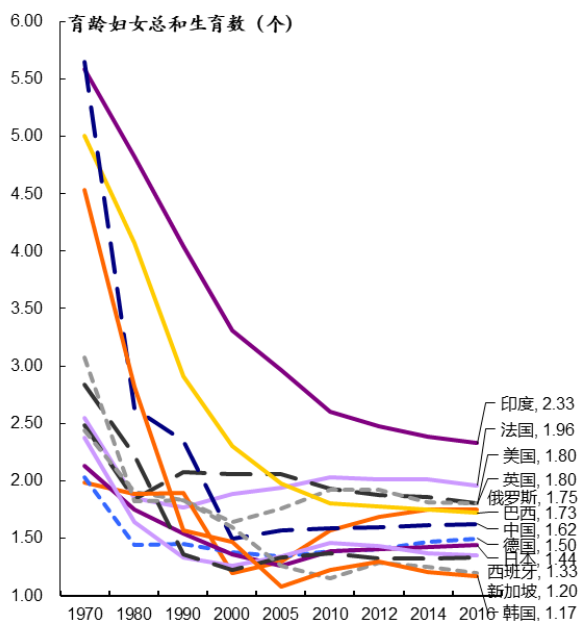


资料来源：日本内阁府《平成 30 年版高龄社会白书》

当前中国老龄化呈现加速状态，具体由以下几个因素影响：

1) 出生率节节滑落，少子化问题严峻。1970 年，我国每名育龄妇女的平均生育数为 5.65 人。70 年代起，我国正式开始推行计划生育政策，79 年起开始执行严厉的一胎化政策，叠加经济水平的发展，中国育龄妇女生育数节节滑落。1971 年，我国育龄妇女生育数开始低于印度；1993 年，开始低于美国；到 2016 年，我国每名育龄妇女生育数已降到 1.62 人，在金砖四国排名垫底，也低于法、美、英等发达国家，在主要发达国家中仅高于同属东亚文化圈的日本、新加坡、韩国以及欧洲的意大利、西班牙。

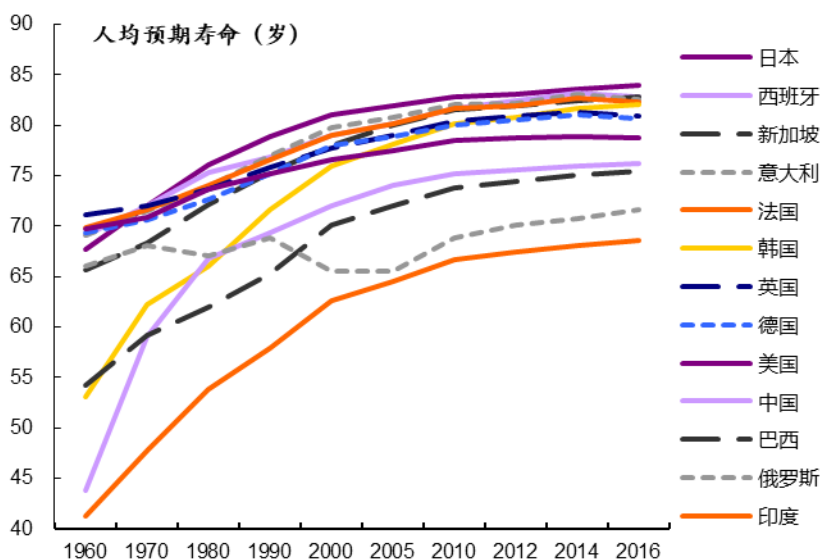
图 4：各国每名育龄妇女平均生育数变化情况（人，1970-2016）



资料来源：世界银行，光大证券研究所

2) 人均寿命逐年增加。新中国成立后，因摆脱战争环境，中国人均寿命出现大幅提升；改革开放后，由于社会经济发展增速明显，我国在医疗卫生、食品安全、科技教育等方面都有明显改善，人均预期寿命持续上升。2016 年，我国人均预期寿命 76.3 岁，已经接近美国 78.7 岁水平，在金砖四国中排名最高。

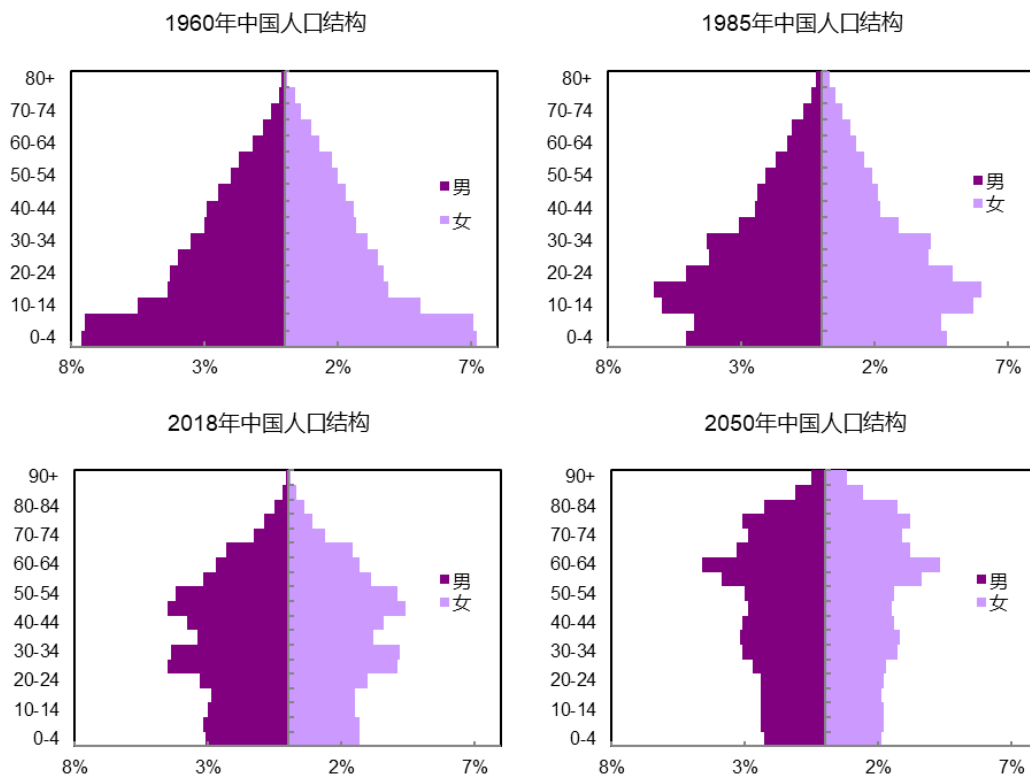
图 5：各国人均预期寿命变化情况（岁，1960-2016）



资料来源：世界银行，光大证券研究所

3) 纺锤形的人口结构。在出生率逐年降低而人均寿命逐年增长的综合作用下，我国人口结构呈现“纺锤形”结构，即人口重心不断从年轻向年老移动。联合国人口司年度人口报告预计到 2050 年，我国 65 岁及以上人口占比将接近 28%，和 2017 年日本老龄化率相当。

图 6：中国人口年龄结构从金字塔型向纺锤形型变化



资料来源：PopulationPyramid.net，光大证券研究所

## 2.2、中国“未富先老”矛盾突出，养老是最大民生所言非虚

国内人口老龄化叠加未富先老，导致中国养老问题矛盾突出。具体问题主要体现在以下三个方面：

**1) 贫困率高：**据朱晓、范文婷《中国老年人收入贫困状况及其影响因素研究》分析，中国老年人贫困发生率较高，人口规模巨大，其中有23%的老年人总收入低于1.9美元/天/人的贫困线标准，有26%老年低于国内低保线，老年人相对贫困发生率高达36~42%，绝对贫困老年人口规模高达4895万，相对贫困老年人人口规模高达7698~8959万人。

表 2：2014 年不同类型老年人的贫困发生率 (%)

	1.9 美元/天/人	3.1 美元/天/人	国内低保线	相对贫困 1	相对贫困 2
总计	23.09	29.97	26.30	36.31	42.12
城乡	城镇	12.33	15.17	16.77	28.12
	乡村	35.88	47.56	37.62	46.05
性别	男性	15.98	22.27	18.06	27.02
	女性	30.18	37.64	34.51	45.58
年龄	60-69 岁	19.64	26.33	22.37	33.04
	70-79 岁	26.01	33.33	29.76	38.66
	80+ 岁	30.09	36.59	33.91	43.94
教育水平	小学以下	41.93	52.39	47.71	59.92
	小学	23.69	32.14	26.00	39.40
	初中	9.37	12.68	11.25	17.92
	高中/中专	4.46	6.43	6.63	10.94
	大专及以上	0.78	1.26	1.68	3.45

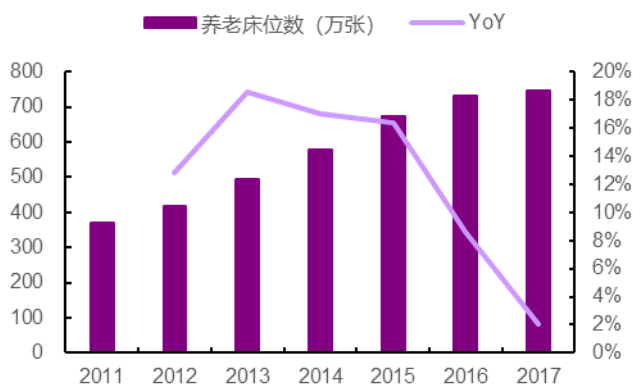
资料来源：朱晓、范文婷《中国老年人收入贫困状况及其影响因素研究》，光大证券研究所注：1.9 美元/天/人为世界银行绝对贫困线，折算中国 14 年购买力平价为 2448 元/年/人；3.1 美元/天/人为世界银行贫困线，折算为 3994 元/年/人；国内低保线为各省市城乡平均低保线；相对贫困线 1 为调研样本中收入均值的 50%；相对贫困线 2 为调研样本所在省份的人均可支配收入的 50%。

**2) 老人失能失智人群大：**2016 年，全国老龄办发布《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查成果》，《成果》显示：我国失能、半失能老人人数达 4036 万人，占老年人的 18.3%。老年人的家庭环境不适应老年人身体状况变化的超过了 6 成。此外，民政部下属中国社会救助研究院发布的《中国老年人走失状况调查报告（2016）》显示：每年全国走失老人约有 50 万人，平均每天走失约 1370 人。失智和缺乏照料是老人走失的主因。

**3) 老龄服务供需矛盾严峻：**由于国内养老机构以社会福利型的公办养老机构为主，未能充分盘活社会资金进入该产业，目前供需矛盾相当突出。据国家统计局数据，截至 2017 年底，全国共有各类养老服务机构和设施 15.5 万个，同比增长 10.6%，各类养老床位 744.8 万张，同比增长 2%，每千名老人拥有养老床位仅 30.9 张，远低于发达国家 50~70 张/千人的水平（资料来源：全国老龄办）；另外国内养老机构普遍缺乏护理人员，且专业服务水平较低，专业护工和驻点医师的紧缺问题较大。巨大的供需矛盾下，常见各类养老机构一床难求同时服务满意度也较低的矛盾景象。

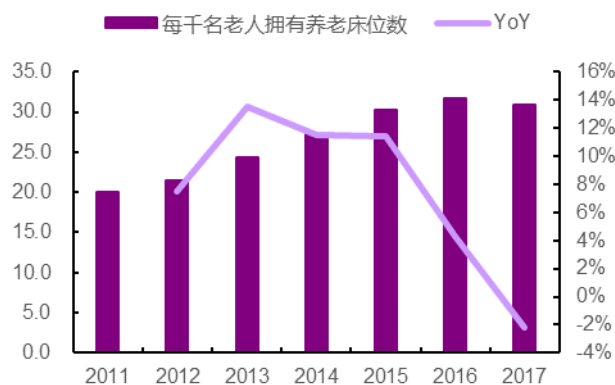


图 7：中国各类养老机构床位及增长情况



资料来源：民政部，光大证券研究所

图 8：中国每千名老人拥有床位数及增长情况



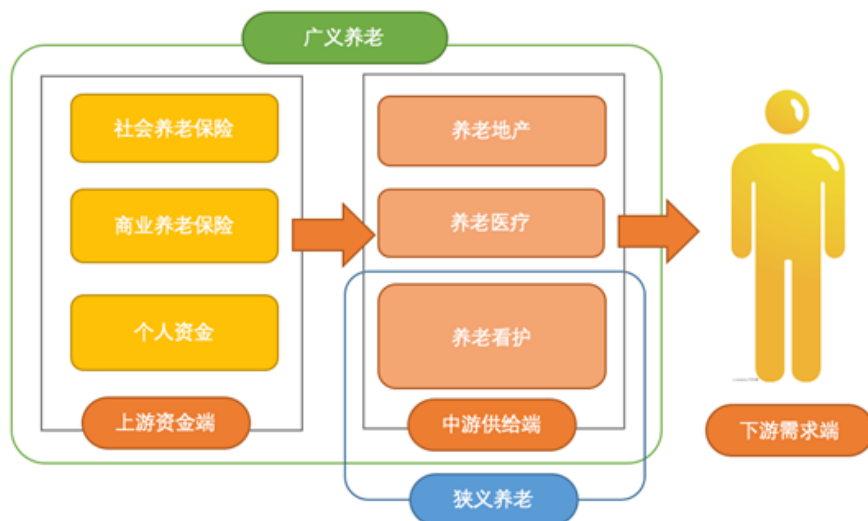
资料来源：民政部，光大证券研究所

除了以上最基本、最突出的养老生存问题，其他如老人精神慰藉矛盾也相当严重，主要是城市经济的发展导致传统式的大家庭趋于解体，家庭规模逐步核心化，同时城镇化的发展也带来了较为严重的空巢老人问题。据《2017 年中国空巢老人现状报告》数据，中国“空巢老人”数量高达 7000 万，占到老年人口的 40%。而据国务院《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》测算，到 2020 年独居和空巢老年人将增加到 1.18 亿人。

### 2.3、国内养老市场潜在空间可超 5000 亿

养老产业可以分为广义和狭义两种。广义的养老产业包括上游资金端的养老保险业、中游供给端的养老地产业、医疗行业和养老看护行业；而狭义的养老仅包括养老看护。

图 9：养老产业概念界定模式图



资料来源：光大证券研究所

狭义养老主要有三种模式：家庭养老、社区养老及机构养老。

- 居家养老是指老年人以家庭为中心，其日常生活及照料均由家人完成，仅在有必要时，寻求养老机构、医疗机构提供医疗及心理援助。居家养老是我国最普遍的模式，占比 96%（全国老龄办，2016 年数据）。

- **社区养老**是以家庭为主要生活场所，由所在社区的养老机构或托老所提供全托、日托及临托等上门医疗及护理服务，其主要特点是，就近享受有关机构的上门服务，比较方便实用。目前这种模式在我国占比为1%，是未来的主要发展方向（全国老龄办，2016年数据）。
- **机构养老**是指将老人集中至养老机构提供的专门场所，享受日间照料及医疗护理等服务。如养老院、福利院和敬老院等。目前我国机构养老以公办为主，民办为辅。目前这种模式在我国占比为3%（2017年国内每千名老人床位数30.9张，人社部数据），而在欧美发达国家较为普遍。

**国内养老潜在市场空间超5000亿元。**按照各地颁布的“9073”养老办法，我们的发展目标是：90%的老人为居家养老；7%的老人适用社区养老，即只需要护理不需要床位；3%的老人适用机构养老，即既需要床位，也需要护理。参考肖文文等《北京市养老机构基本养老服务费用影响因素研究》调查数据，13年机构养老月均基本养老服务费用中位数为2482元，月均护理费用中位数为：自理老人400元，不自理老人1500元。按我国当前2.5亿老人计算（60岁以上人口，2018年），而居家养老服务收费为非失能老人的一半，13~18年均服务收费涨幅为5%，全国收费标准为北京的45%（参考人均可支配收入全国比北京）则我国养老产业潜在市场空间达到5110亿元，其中，居家养老3101亿元，机构养老1283亿元，社区养老725亿元。若考虑老龄化加剧和居民收入水平和退休待遇提升，产业潜在空间还会继续扩大。

**表3：中国养老市场潜在空间测算表（2018年）**

	人数比例	人数(万人)	养老潜在空间(亿元)	北京13年服务单价(元/月)	全国18年服务单价(元/月)	备注
<b>60岁及以上老年人</b>	100%	25,000 <sup>1</sup>	5,110			2018年全国农村和城镇居民人均可支配收入分别为1.46和3.93万元 <sup>1</sup> ，分别同比增8.8%和7.8% <sup>1</sup> 。中国农村和城市老年人收入分别相当于同期农村和城镇居民人均收入的72.7%和82.9% <sup>3</sup> ，即2018年全国农村和城镇老人人均可支配收入分别为1.06和3.26万元。
<b>居家养老</b>	90%	22,500	3,101	200	115	2018年老年人口（60岁及以上）为2.5亿人，其中农村老人约1.29亿，城镇老人1.21亿人 <sup>1</sup> ，即2018年农村老人和城镇老人总可支配收入为5.3万亿元，假设居家养老仅简单护理和家政等服务费。参考收费标准为社区养老自理老人（非失能）月费用的一半，假定全国平均收费标准也为北京的45%。
<b>社区养老(7%)</b>						参考13年北京机构自理老人月均护理费中位数为400元 <sup>2</sup> ，假设年涨幅为5%，主要参考国家统计局披露的家庭服务13~18年年均复合CPI为105.6 <sup>1</sup> 。2018年北京人均可支配收入为6.24万元，全国人均可支配收入为2.82万元，为北京的45%，假定全国平均收费标准也为北京的45%。
<b>非失能(81.7%<sup>3</sup>)</b>	5.7%	1430	394	400	230	
<b>失能/半失能(18.3%<sup>3</sup>)</b>	1.3%	320	331	1500	861	
<b>机构养老</b>	3%	750	1,283	2482	1425	参考13年北京养老机构月均服务费（含护理、住宿、餐饮等）2482元 <sup>2</sup> ，假设年涨幅为5%，假定全国平均收费标准为北京的45%。

资料来源：1.国家统计局、2.肖文文等《北京市养老机构基本养老服务费用影响因素研究》、3.《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查》，光大证券研究所

### 3、他山之石：介护保险制度催生日本养老 7000 亿大市场

日本养老产业对我国借鉴意义大。日本是亚洲首个进入老龄化社会的国家，目前也是全球老龄化率最高的国家。从完整发展阶段、后发国家经历、人口结构、人口密度、东亚社会模式等情况来看，日本养老产业的发展对中国的借鉴意义比较大。日本养老产业快速发展壮大，一方面是由老龄化快速发展下庞大的养老需求推动，另一方面是日本政府市场化运作的大前提下制定了各项法规政策去规范和引导养老产业的发展，原先视养老为社会负担的理念也转为促进“银发经济”发展。

从参与方和运作机制角度看，日本养老产业是典型的多方合作型模式。1) 支付端：由于养老的刚需性和供给常年的紧缺性，支付端往往会成为养老产业发展的瓶颈环节。日本的多层次年金制度（养老保险）和介护保险制度可以认为是日本养老产业发展的第一推动力，特别是介护保险解决的更为刚需的长期照护问题，对养老产业的发展更加重要；2) 供给方：日本以居家养老为主，搭配社区/居家护理以及机构养老服务，养老服务供应往往是日本地产开发商、保险公司、实业财团和政府多方参与，形成以市场为主导，公益福利为辅的服务供给结构。

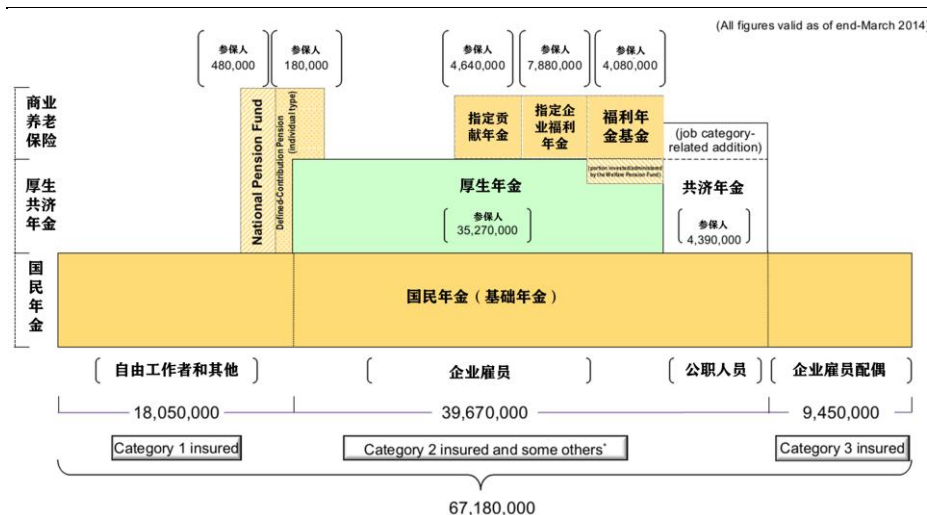
#### 3.1、日本养老保障制度：多层次年金+介护保险

##### 3.1.1、多层次年金计划：以公共年金计划为核心

多层次年金计划是养老产业的基础支付方，包括国民年金+厚生/共济年金+商业养老保险，其中国民年金和厚生/共济年金由政府负责运作，又合称公共年金。

- **国民年金：强制收取，统一标准。**50年代，日本颁布《国民年金法》，规定凡20岁以上的国民都有义务加入国民年金（National Pension System），又称基础年金。基础年金要求缴费时间至少10年，保费会按照统一标准收取，与参保者个人收入无关；津贴会在参保人满65岁开始，根据参保时间长短计算，按年发放到参保人手中。
- **厚生/共济年金：雇主/本人共担，挂钩收入。**随着经济发展，1985年，日本又在国民年金的基础上于推出第二层次的厚生年金（Employee Pension Insurance）和共济年金（Mutual Aid Association）。其中厚生年金适用于私营、民营企业员工。而共济年金适用于国家公职人员、国营企业等。厚生年金和共济年金的费用和补贴都与被保险人的收入挂钩，费用由被保人及其雇主均摊。厚生年金和共济年金分情况会在被保人60-64岁期间和65岁及以上逐年发放给被保人。
- **商业养老保险：自愿高端市场。**如果用人单位仍有余力，可以为职工成立补充年金；个人资金充裕者还可以自费加入商业养老保险等。这些构成日本养老保险的第三层次。

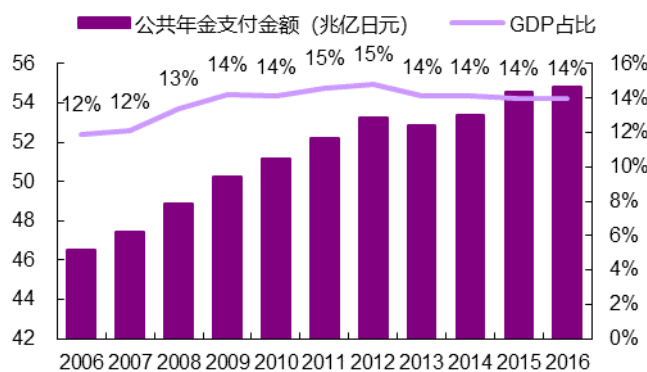
图 10：日本多层次年金计划参保人组成 (2014, 单位：人)



资料来源：日本厚生省年金局，光大证券研究所

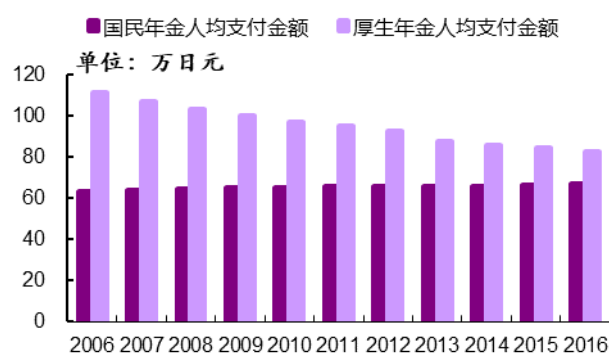
日本公共年金支出占 GDP 比重高达 14%，参保人数占比过半。据日本厚生劳动省数据，2016 年日本公共年金合计支付 54.8 万亿日元（约合 3.3 万亿人民币），同比增 0.5%，占当年 GDP 比重达 14%。其中，国民年金支付总额 22.7 万亿日元（约合 1.4 万亿元人民币），厚生年金支付总额 32.1 万亿日元（约合 1.9 万亿元人民币）。16 年国民年金参保人数达 6731 万人，同比增长 0.3%，占日本总人口的 53.1%；厚生年金参保人数达 4267 万人，同比增长 3.3%。随日本老龄化加剧，公共年金获偿人数持续增长，在日本劳动力减少和经济持续低增长的环境下，日本国民年金参保人数整体呈下降趋势，而厚生年金则仍有稳步增长，但公共年金整体偿付压力依然巨大，因此日本政府也不断通过调降支付额度的法案来确保年金制度的正常运转。

图 11：日本公共年金支付金额持续增长



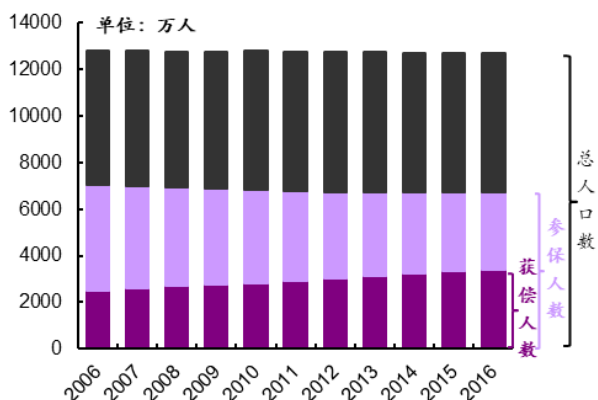
资料来源：日本厚生省，光大证券研究所

图 12：日本公共年金人均支付金额变化情况



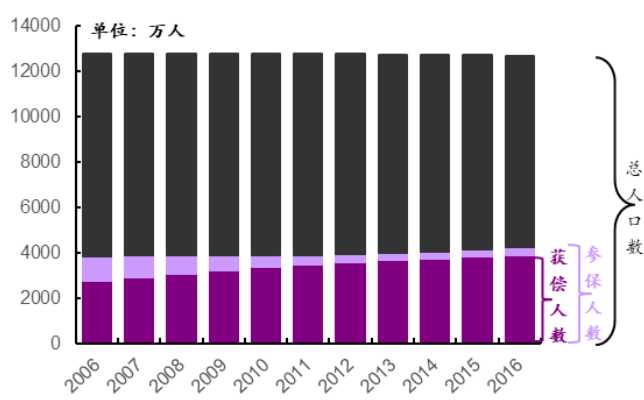
资料来源：日本厚生省，光大证券研究所

图 13：日本国民年金获偿、参保人数和总人口数比较



资料来源：日本厚生省，光大证券研究所

图 14：日本厚生年金获偿、参保人数和总人口数比较

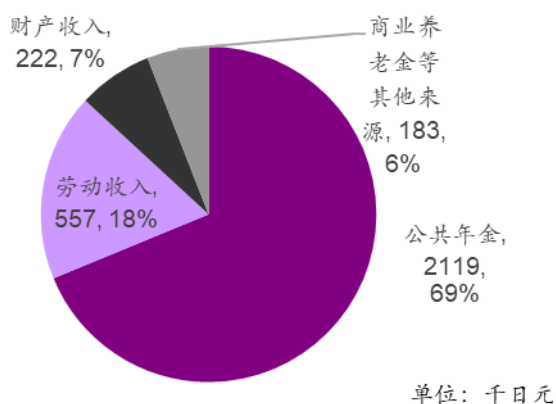


资料来源：日本厚生省，光大证券研究所

日本公共年金人均支付金额达 4~9 万人民币。2016 年，国民年金人均支付金额达 67.1 万日元（约合 4.0 万元人民币/年），厚生年金人均支付金额达 82.9 万日元（约合 5.0 万元人民币），由于参保厚生年金就强制参保国民年金，日本公共年金的人均支付金额在 4~9 万元人民币之间。

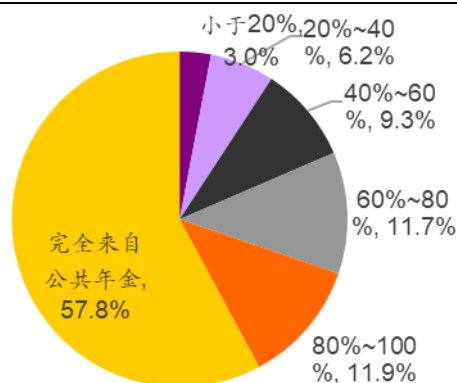
2014 年，日本老年家庭的平均收入中 68.5% 来自公共年金，其中 57.8% 的老年家庭收入来源只有公共年金，充分说明公共年金对日本老年人养老的重要性。

图 15：日本老年家庭平均年收入结构（2014）



资料来源：日本厚生省，光大证券研究所

图 16：日本有近 60% 的老年家庭收入来源只有公共年金（2014）



资料来源：日本厚生省，光大证券研究所

**介护：**日语词汇，含义为介于“照顾”和“护理”的工作，包含了身体护理和家务服务双重概念。台湾通常翻译为长期照护，英文对应词汇为 long-term care（简称 LTC）。出于行文方便，我们保留“介护”的说法，长期照护和 LTC 含义和介护等同。

### 3.1.2、介护保险制度：解决养老最关键的长期照护问题

日本介护保险体系由政府管理的保险基金、参保人和服务供应商组成。2000 年 4 月，日本《介护保险法》正式实施，主要围绕老年长期照护制度展开。

**1) 参保人组成：**日本参保人可以从 40 岁起开始缴费，其中参保人又分为两类：一类参保人为 65 岁及以上老人，可以在需要介护和需要援助时获得保险补偿；二类参保人为 40-64 岁的参保人，这类参保人只有在老年退化性疾病上可以享受保险补偿。

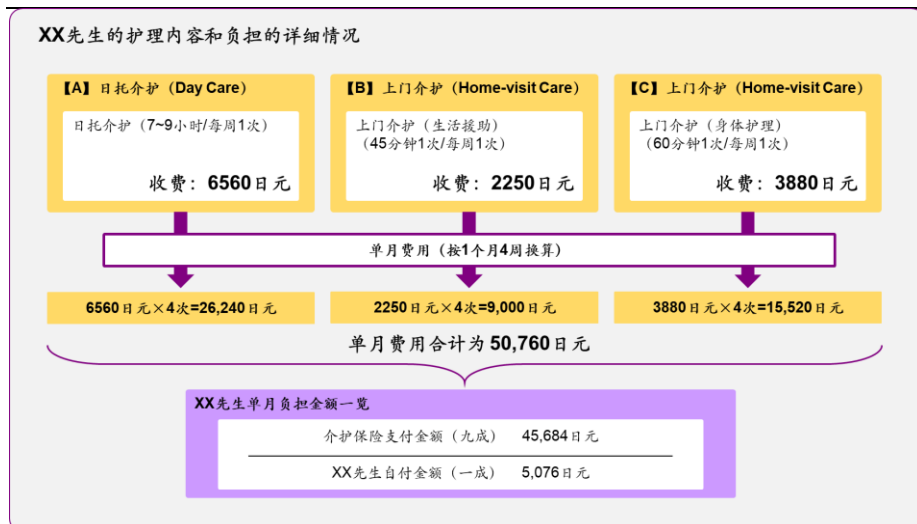
**2) 保险基金组成：**政府补贴 50%，其中国家、都道府县和市政府分别承担 25%/12.5%/12.5%；个人保费支付 50%，其中 22% 来自一类保险人，主要



由年金来支付（年金支付了一类保险人 90%的筹资，剩下 10%主要是未参保年金的低收入老人自费支付），28%来自二类保险人，主要从其缴纳的各项社保抽离来支付。

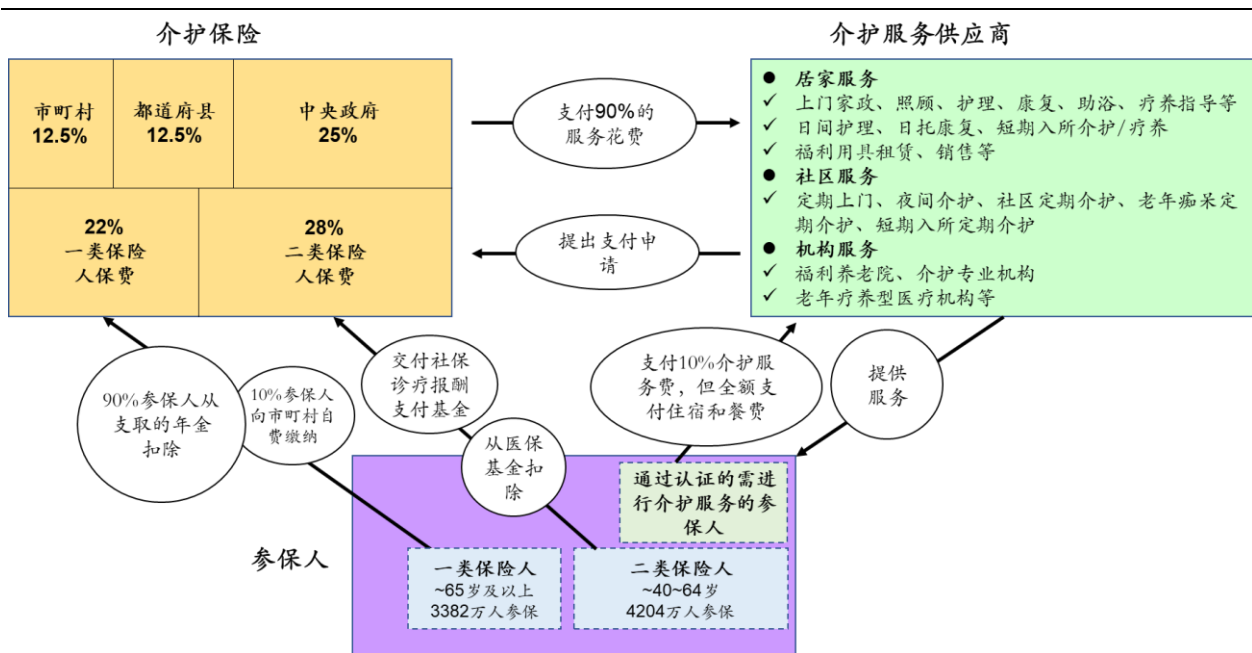
**3) 介护服务组成：**介护服务包括居家、社区和机构介护，居家介护是指各类上门照顾和护理服务；社区介护主要是上门夜间介护和部分对失能老人的专业介护；而机构介护指老人在养老院享受的各类介护服务。介护险允许被保险人选择给自己提供服务的机构，但不会给予被保险人现金赔付，即介护保险的费用会直接付给介护机构而不是被保险人。

图 17：日本典型老年介护服务和相应费用负担案例



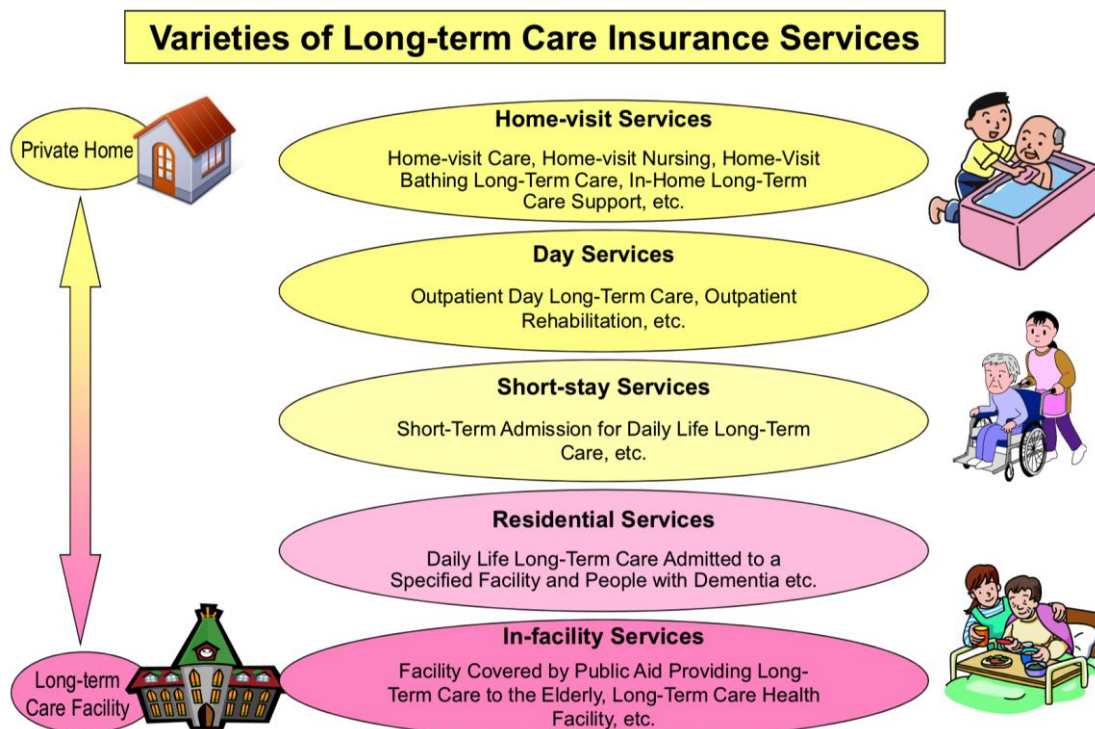
资料来源：日医学馆官网，光大证券研究所

图 18：日本介护保险体系的组成结构



资料来源：日本厚生劳动省（数据截至 2015 年末），光大证券研究所

图 19：日本介护保险服务种类

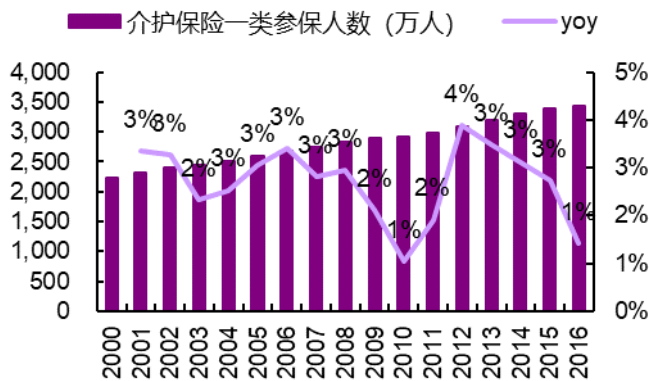


11

资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

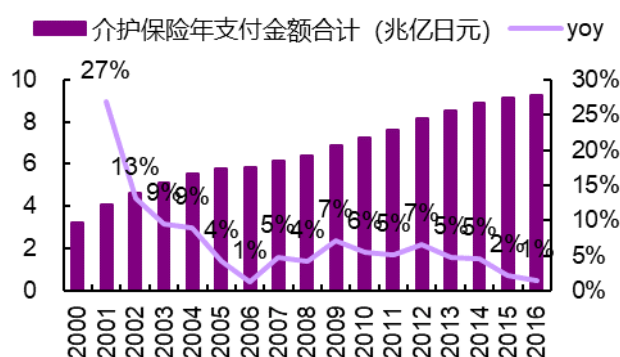
介护保险对老年人基本全覆盖。从 2000 年开始实施到 2016 年，介护保险第一类保险人参保人数从 2242 万增长到 3440 万人，占总人口的 27.14%，和 65 岁以上人口比重基本相当，几乎已实现老年人全覆盖。2016 年，介护保险年均赔付人次达到 560 万，年赔付人次达 6720 万，几乎达到参保人年人均两次服务的标准，其中居家、社区及机构介护服务人次占比分别为：70%、14%及 16%。2016 年，介护保险年偿付金额为 9.2 万亿日元（约合 5549 亿元人民币），月偿付金额 7226 亿日元（约合 434 亿元人民币），其中居家、社区及机构介护服务金额占比分别为 51%、16%和 33%。

图 20：介护保险一类参保人数持续增长



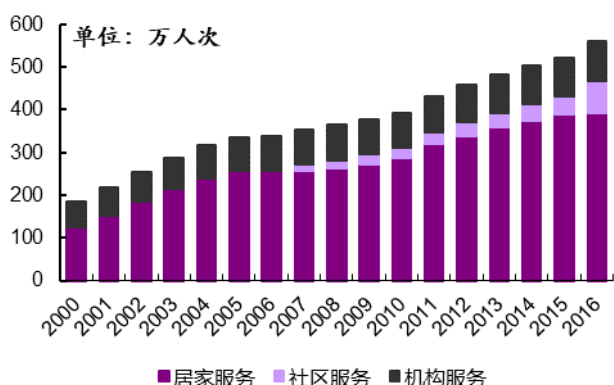
资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

图 21：介护保险年支付金额持续增长



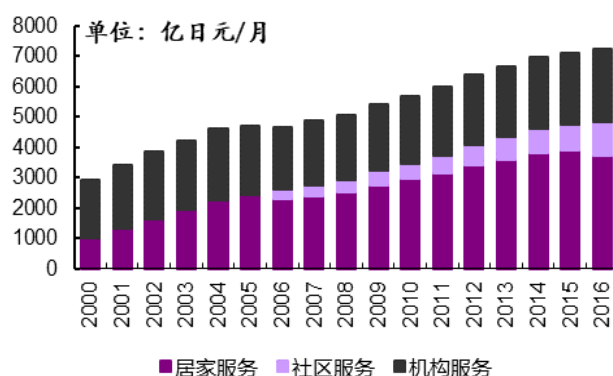
资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

图 22：介护保险年赔付人次结构变化情况（万人次）



资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

图 23：介护保险月赔付金额结构变化情况（亿日元）



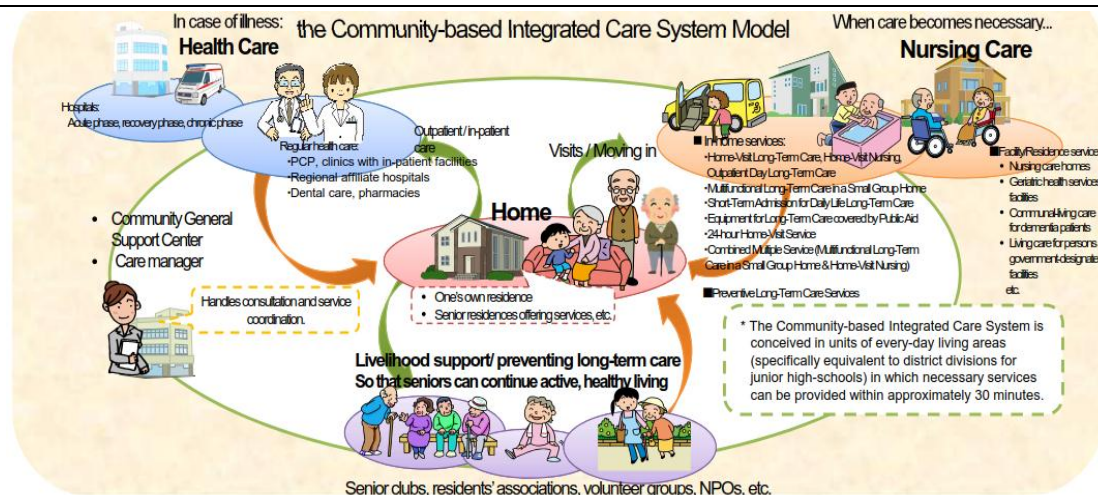
资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

### 3.1.3、一体化社区照护体系（ICCS）

2006 年，为应对经济环境变化下的老龄化加深、独居老人增加等状况，日本政府又推出由地方政府主导的“一体化社区照护体系（Integrated Community Care System, ICCS）”。一体化社区照护体系的目标是在 2025 年前实现对疾病预防、疾病医疗以及长期护理等资源的整合，于社区内为老年人提供晚年居住安排、社会关怀以及日常生活支持。

在理想状态下，日本政府希望一体化社区照护体系能够覆盖绝大多数日本地区，并能保证附近老年人步行 30 分钟即可到达相应服务机构。但该计划的落实需要多方机构及供应商的配合，目前计划实施尚存在多方阻力。

图 24：日本一体化社区照护体系示意图（ICCS）



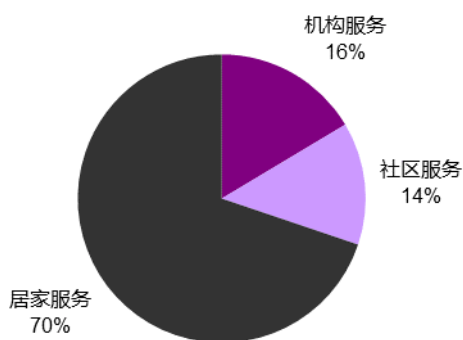
资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

### 3.2、规模超 7000 亿人民币，供给格局分散且市场化竞争

介护产业是日本养老的核心部分，其以居家养老为主。日本养老产业最核心的组成部分是介护产业，可以分为居家服务、社区服务和机构服务。从服务的接受度上看，居家养老是最符合日本国民观念的养老方式，因此日本的介护行业也是以居家服务为主的。

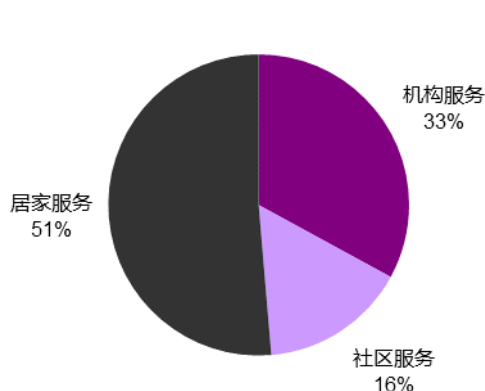


图 25：日本介护保险支付服务人次占比（2016）



资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

图 26：日本介护保险支付服务金额占比（2016）



资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

日本介护产业规模超 7000 亿元人民币。由于老年人口的广泛增加，护理服务越来越被日本国民所接受，从 2000 年到 2016 年，日本介护服务行业规模从 36956 亿增长到 118470 亿日元（约合 7123 亿人民币），年均复合增速达到 7.6%，远超日本同期 GDP 增速。日本介护行业基本伴随着介护保险的快速扩张而成长，16 年介护保险偿付金额占到介护行业总规模的 78%，可谓是介护行业最关键的支付方。如果加上其他医疗保险和扶贫救助基金的支付，约 90% 的介护市场是由政府及政府管理的基金进行支付，可以理解为一个准市场（quasi-market）体系。

日本介护产业集中度极低。由于介护服务行业具备典型的劳动密集型服务业特性，服务机构的服务范围较为狭小，因此其产业集中度较低，分布更为区域化。日本最大的养老龙头日医学馆的养老介护业务营收为 2770 亿日元（FY2017），市占率仅为 2.3%，可见集中度仍极低。

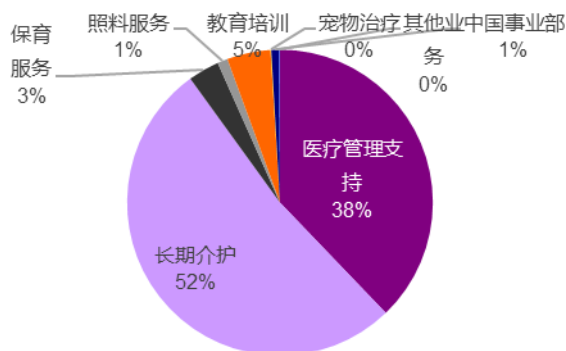
### 3.3、日本养老龙头：龙头跨界成长史

#### 3.3.1、日医学馆(Nichiigakkan)

日医学馆：从医疗管理/教育培训切入养老的龙头。日医学馆(Nichiigakkan)创立于 1968 年，起初是经营医疗管理服务，随后 1971 年开始针对医疗领域发展教育培训服务并持续扩张。1996 年，日医学馆开始经营以居家养老为核心的上门介护服务；2000 年介护保险启动时，日医学馆已经拥有 770 家护理机构，并借此快速切入长期介护服务领域。2005 年，公司开始经营以机构养老为核心的养老院服务。目前，日医学馆已经发展为一个以医疗管理支持和介护服务为核心，兼营保育、教育培训、宠物治疗等业务的综合服务集团。截至 2018 年 4 月 1 日，日医学馆服务网点包括签约医疗机构 8492 家，介护服务网点 1403 家，语言学校 279 家，保育服务机构 202 家，经覆盖日本 47 个县、市，并进军中国、澳大利亚、加拿大和菲律宾等海外市场。

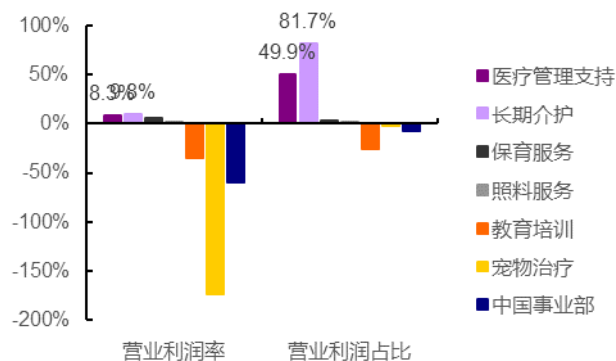
从公司业务分拆来看，长期介护业务是收入规模最大（占比 52%，2018 财年 1481 亿日元，约合 89 亿人民币），也是最为盈利的部门（营业利润率 9.8%，营业利润占比 81.7%，145 亿日元，约合 8.7 亿人民币），其次为医疗管理支持业务。

图 27：日医学馆收入拆分 (FY2018)



资料来源：日医学馆年报，光大证券研究所

图 28：日医学馆营业利润拆分和营业利润率情况 (FY2018)



资料来源：日医学馆年报，光大证券研究所

“小而精，多支持”是日医学馆持续成长为日本介护养老龙头的秘诀。日医学馆的介护服务以居家上门服务和社区日托机构为主，从服务网点上看，公司多达 1403 家，数量远超其他养老机构，单网点床位不超过 80 张，单网点年营收为 1.06 亿日元，可谓迷你型介护养老机构。日医学馆将养老社区设置为小规模最主要的出发点是认为大体量机构管理难度大，难以提供一致而贴心的介护服务，为确保服务质量则以设置小型机构为主。多支持则是指日医学馆围绕长期介护这一核心业务，也延伸更多其他的支持业务条线，比如高质量全方位的培训教育，目前日医在日本境内有超过 500 家介护培训学校，为超过 300 万人提供介护培训服务，是日本最大的介护教育培训集团；再比如医疗管理业务，日医也通过和旗下签约管理的医疗机构合作，可以为自己的养老机构提供快速转诊和众多医疗支持，属于医养结合的典范。

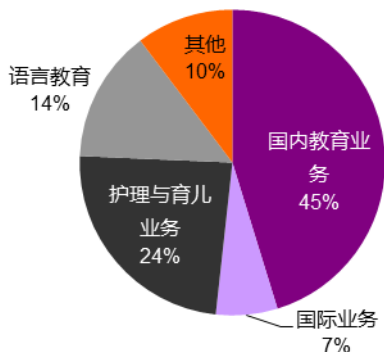
### 3.3.2、倍乐生(Benesse)

**倍乐生：从教育培训切入养老领域的龙头。**倍乐生(Benesse)以教育起家，后逐渐发展育儿、月子及养老业务，成为行业龙头。倍乐生集团于 1997 年开始发展养老业务，截至 2018 年 3 月底，集团旗下养老、护理和保育机构 316 家，服务客户超过 1.6 万。倍乐生 2018 财年介护业务与育儿业务市场规模已达 1118 亿日元，占营业总收入的 25.7%，占营业利润约 69.8%，同时也是集团中最为盈利的分部，营业利润率达 8.6%，略低于日医学馆。

倍乐生的介护业务主要是围绕机构养老为主的养老院业务，以“小而美，广覆盖”为特点，涵盖养老院入住、相关护理服务以及老年人个性化餐饮等服务。倍乐生发展养老业务和日医学馆类似，也均有教育培训业务为支撑，并且以“小规模”运营，提高服务质量为竞争优势。

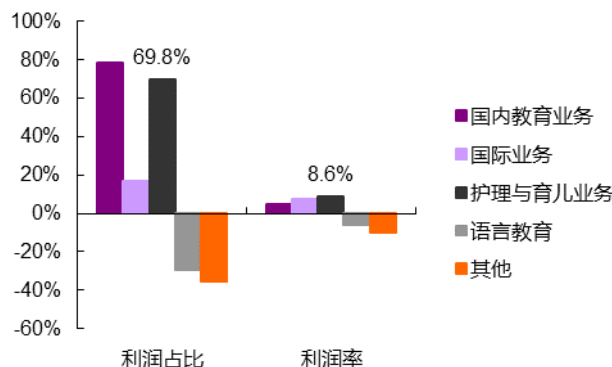


图 29：倍乐生集团营收结构 (FY2018)



资料来源：倍乐生集团年报，光大证券研究所

图 30：倍乐生集团营业利润拆分和营业利润率情况 (FY2018)

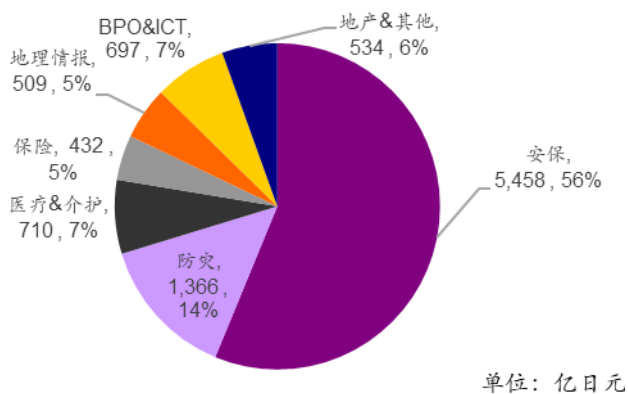


资料来源：倍乐生集团年报，光大证券研究所

### 3.3.3、西科姆 (SECOM)

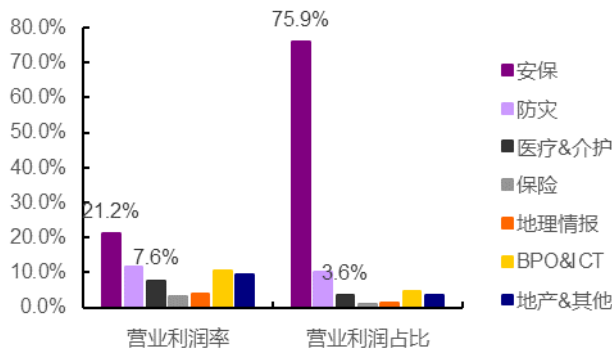
**西科姆：从安保龙头转型为养老龙头。**西科姆 (SECOM) 是日本最早的安保公司，1962 年成立，业务涵盖安全防护、火灾防护、医疗服务、保险业务、地理信息业务及不动产。西科姆的医疗服务业务自 1991 年开始运作，并将介护业务作为其中的一个子业务运营。西科姆 2018 财年医疗&介护业务实现营收 710 亿日元，同比增 6.2%，占营业总收入为 7.3%；医疗&介护业务营业利润 54.3 亿日元，占总营业利润比重为 3.6%，营业利润率为 7.6%，相对较低。

图 31：西科姆营收结构 (FY2018)



资料来源：倍乐生集团年报，光大证券研究所

图 32：西科姆营业利润拆分和营业利润率情况 (FY2018)



资料来源：倍乐生集团年报，光大证券研究所

与倍乐生不同，西科姆将自己的养老院定位为高端与豪华，以较高品质的看护服务、生活照料及餐饮服务服务老年人。西科姆旗下有三家养老机构：Leaf Escort Azamino (33-64 平方米, 一共 8 种户型), Comfort Garden Azamino (56 平方, 入住收取约 280 万人民币, 每月收取约 2.8 万人民币) 以及 Comfort Garden (56~100 平方米, 入住收取约 280-2800 万人民币)。

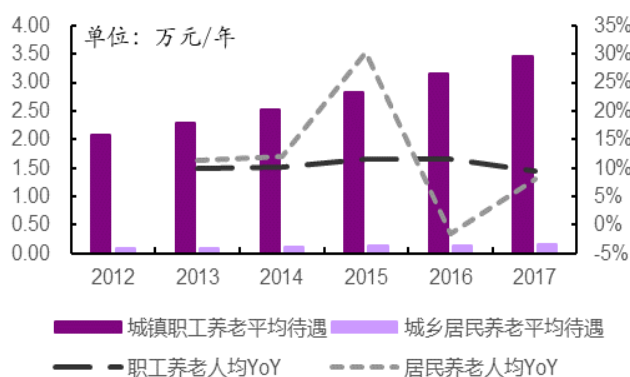
由于西科姆传统的安保产业优势，公司提供二十四小时紧急援助及相应的应急求救设施以及高科技监护系统。另外，西科姆的保险业务还提供与医疗服务相呼应的医疗保险服务，形成了产业链的丰富与延长。

### 3.4、日本经验：居家养老为主，社区养老是方向

“孝道文化”共性是居家养老市场的文化温床。由于文化背景和生活方式等较为相似，日本与我国都以居家养老为主打。不同的是，日本在医疗、护理方面的开支明显高于我国，尽管都是居家养老，较为充足的医疗资源和较为丰厚的补贴使日本国民更有意愿也更有能力在健康方面消费。

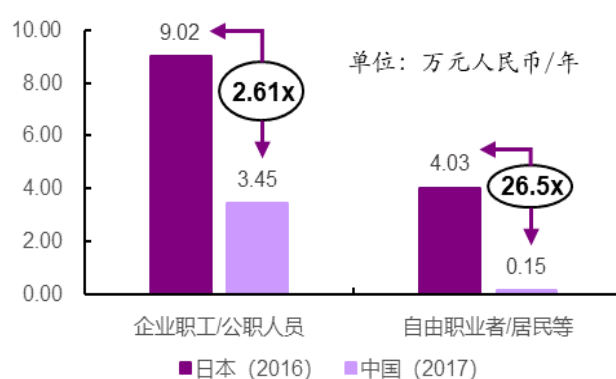
日本年金及介护保险支付能力强，国内仍有较大发展空间。对比国内城镇职工基本养老保险 17 年人均支付金额为 3.45 万元/年，城乡居民基本养老保险 17 年人均支付金额为 1521 元/年，日本企业职工/公职人员人均支付年金是中国职工人均支付养老金的 2.6 倍，日本国民年金人均支付额为中国城乡居民人均支付养老金的 26.5 倍。由此可见，国内养老金体系待遇和日本还有巨大的差距，国内养老产业的成长还有赖于养老金待遇的提升。但值得一提的是，中国养老保险待遇较低的农村老人平均可支配收入为 1.06 万元/年，而养老保险待遇仅占其中 15%，可以认为国内农村老人的实际支付能力差距并不如养老保险待遇体现的那么大。整体来看，国内老人支付能力和日本老人的差距和人均 GDP 的差距相近（中国 2018 年人均 GDP 为日本 2017 年人均 GDP 的 1/4，资料来源：国家统计局、世界银行）。

图 33：中国基本养老保险人均待遇变化情况



资料来源：中国人社部，光大证券研究所

图 34：中日两国养老保险人均待遇比较



资料来源：中国人社部、日本厚生省，光大证券研究所

日本介护保险催生养老产业快速发展，而我国长期护理保险制度目前仍处在试点阶段。截至 2017 年底，长期护理保险覆盖地区包括上海、青岛、成都等 14 个城市，以及吉林、山东两个重点试点省份。参保人数超过 4400 万，当年受益 7.5 万余人，基金支付比例达到 70% 以上，人均支付 7600 多元/年。相比之下，日本介护保险覆盖范围广，支付力度强，2016 年日本介护保险人均偿付金额为 164.8 万日元，约合 10 万元人民币。护理制度的差异是日本养老产业发展度远超国内的另一个重要原因。

日本养老产业龙头多数有跨界背景，深度挖掘原有客户资源和人才培训体系是关键。从日本代表公司的分析我们可以看到，日本养老企业多以自己现有的产业作为依托，通过服务人群拓展、产业链拓展等方式，将业务拓展到养老及其相关服务。例如，日本企业养老业务的经营模式与定位多与其原有业务的定位相关，倍乐生和日立学馆凭借其在原有业务中庞大的客户群体发展养老业，并以小规模、连锁化为主，增加客户量的同事，深化原有客户的渗透；而西科姆则是结合自己原有的安保业务，衍生出带有二十四小时紧急救援、配备高科技监护系统的高端养老社区服务。日本养老产业的代表公司

之所以能够壮大，一个重要原因是他们在原有产业中出色的表现，这为他们开展介护业务打下了良好的客户基础和产业链基础。

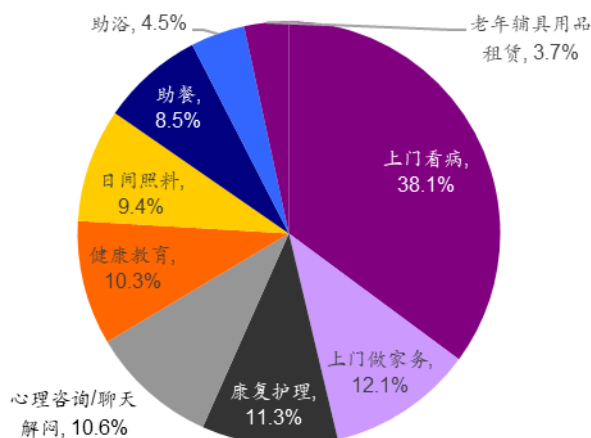
## 4、国内养老模式：居家为主流，社区快速发展

**养老服务体系多元化，各类养老模式各司其职。**《中国老龄事业“十二五”规划》要求：“充分发挥家庭和社区功能，构建居家为基础、社区为依托、机构为支撑的社会养老服务体系，创建中国特色的新型养老模式。下文将对养老模式进行梳理。

### 4.1、居家养老：上门医疗、家政和康复需求为主

**居家养老**是指老年人以家庭为中心，其日常生活及照料均由家人完成，仅在有必要时，寻求养老机构、医疗机构提供医疗及心理援助。居家养老主要涉及的服务包括养老机构等提供的上门助浴助卫，日间照料，上门医疗，上门康复，家政清洁等。此外，居家养老用户会购买如移动诊疗，紧急按钮等设备，为老人在家生活提供安全及健康保障。居家养老是我国最普遍的模式，目前占比 96%。

图 35：城乡老年人居家养老服务需求情况



资料来源：《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查成果》，光大证券研究所

目前居家养老花费主要由子女和老人个人收入自费承担，政府补贴较少，因此基本属于自费市场。而政府补贴部分一般由各地民政局承担，但支付的客单价很低，只是保障老人最基本的需求（根据安康通披露数据，政府采购的居家呼叫和援护服务客单价仅为 10~15 元/年/人，收费极低）。

#### 案例：南京新百旗下安康通

安康通成立于 1998 年，是国内最大的居家养老服务企业，以自有互联网平台为入口，通过室内硬件系统、移动智能设备与专业化的家庭服务团队相链接，为家庭成员和助老员转送实时信息及专家建议，为老人提供居家紧急救助、居家照护、健康管理等服务。

图 36：安康通提供服务梳理



资料来源：安康通官网，光大证券研究所 注：服务统计截至 2019 年 4 月 7 日

图 37：安康通居家养老方案示意图



资料来源：安康通官网，光大证券研究所

图 38：安康通居家养老业务流程



资料来源：安康通官网，光大证券研究所

**安康通属于养老服务平台型企业。**其核心基础业务是自营居家呼叫中心，由安康通提供居家通讯设备，可提供一键紧急呼救功能。由于该核心业务使用场景有限，服务频次低，后续也发展出日常家电维修、代购商品、预订出租车以及查询天气等生活服务项目，这些服务项目都由第三方合作机构提供，可以更大限度满足老年人复杂而琐碎的需求，提升粘性。

**安康通收入主要包括服务费，平台开发费。**服务费包括信息服务费、援助服务费和健康管理服务收入，其中信息服务主要是通过安康通设备为老人提供的咨询、查询、代购、家政、维修等服务；救援服务主要是安康通提供的日间照料、助餐、助洁、助浴、心理疏导等服务；健康管理主要是电话医生服务。平台建设是为政府部门建设各类养老服务平台的收入。费用收取对象主要是政府部门、企业和个人。

#### 4.2、社区养老：负担低、专业化、响应快的养老模式

社区养老以家庭为主要生活场所，在社区建设养老服务中心，通过提供店内床位及专业护理、便利药品及设备销售、就近换药、康复训练及紧急救助，上门提供医疗、护理、养老餐、助浴、心理疏导等获得盈利。一方面社区养老可以在很大程度上满足老人医疗及护理方面的需求，另一方面老人在需求得到满足的同时仍与家人同住，最符合我国孝道传统需要，也可以减轻老人负担。目前这种模式在我国占比为 1%，是受政策鼓励支持的发展方向。



### 案例：凤凰股份

凤凰股份专注于房地产开发及销售，以各类商品住宅，包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅销售为主，拥有国家一级房地产开发资质。公司旗下健康养老地产项目凤凰怡然居主要为花园洋房和低层建筑产品，项目占地283亩，建筑面积约17.2万平方米，通过配备活动中心、康复养老中心，与南京爱乐思健康合作，实现康复医院、护理院、养老院、社区机构服务项目的覆盖。

凤凰股份以原有房地产业务配套养老设施为基础，实现养老服务走进社区。主要收入为服务费，床位费等。其中服务费包括店内服务及就近上门服务；床位费一般按年、按房间类型收取。

### 4.3、机构养老：目前高端机构盈利模式较为清晰

机构养老是指为老人提供专门生活场所，如养老院、福利院和敬老院等，并提供日间照料、医疗护理、康复锻炼、老年社交等服务。我国机构养老以公办为主，民办为辅。民办又分为高端和中低端。目前这种模式在我国占比较低，而在欧美发达国家较为普遍。

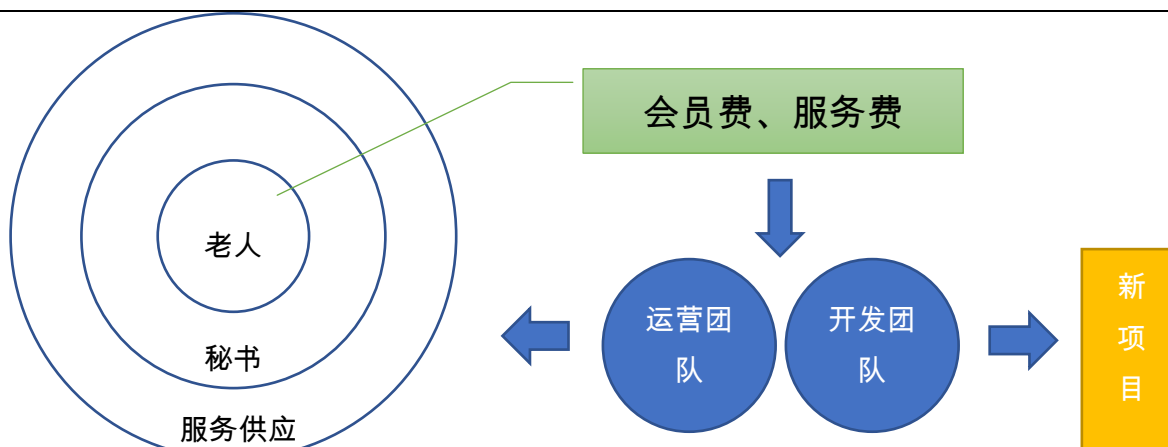
#### 案例：宜华健康亲和源

亲和源养老成立于2008年，目前在上海、浙江、辽宁、山东和江西等地有9个养老园区。亲和源以宜老化养老社区为依托，通过会员制入住模式，为老年人提供秘书式生活照料、医疗护理及社交娱乐服务。

亲和源收入主要分为会员费和服务费。按照床位可转让与不可转让，亲和源将会员卡分为A卡和B卡，另外，按照大、中、小的户型区别，两种会员卡有不同等级的收费：A卡根据户型的不同收取不同的年份，另外再收取一次性会员费；B卡根据户型不同收取不同会员费，再每年收取一定年费。除会员收入，后续服务也分免费和自费两种。

收取到的会员费、服务费，亲和源一方面用于现有项目运营团队的投入，一方面用于新项目的开发，从而实现项目的不断拓展和完善。

图 39：亲和源养老服务模式梳理



资料来源：亲和源官网，光大证券研究所整理

## 4.4、医养结合：各项养老模式的关键支持

医养结合指的是将医疗资源和养老资源有机结合，在保证老年人老有所养，老有所依的同时提高老年人的健康水平。正如《中国老龄事业“十二五”规划》中指出“在规划、完善医疗卫生服务体系和社会养老服务体系中，加强老年护理院和康复医疗机构建设”。

表 4：医养结合模式梳理

医养结合模式	特点
医疗机构与养老机构协议合作	实现医疗机构与养老机构的互利共赢，建设成本较低，同时提升医疗资源和养老资源的利用效率；但工作人员或老人可能需要在医疗机构和养老机构之间频繁转移，紧急情况下反应速度较慢。
医疗机构增设养老专科	医疗资源的使用效率可大大提升，紧急情况下反应速度最快，但医疗机构可能需要大幅度增加床位，建设成本较高；比较适用于本身经营养老医疗的医疗机构，如老年慢病专科医院及航服专科医院等。
养老机构增设医疗资质、添加医疗资源	增设医疗资质、配置专业医疗团队、增加康复器械销售可丰富养老机构的经营项目，提升服务能力，紧急情况下反应速度也较快；但医疗资质的申请、相关人员、设备的配置成本相对高。
医疗资源、养老资源走进社区	最符合主流居家养老模式的需求，可面向的客户群体最多，但建设成本最高。

资料来源：光大证券研究所

### 案例：湖南发展

2014 年，湖南发展出资 1.1 亿元与周江林先生共同设立湖南发展康年公司。同年 12 月，湖南发展康年公司间接控制湘雅博爱康复医院。在发展初期，湘雅博爱康复医院通过与湖南湘雅医院合作及承接政府购买等方式解决病源较少的问题，并通过租赁等轻资产模式，快速回收成本。目前院内科室包括脊髓损伤康复科、神经康复科、骨关节康复科等。由于轻资产模式建设成本较低，“湘雅模式”实现在省内的复制推广。2016 年，常德博爱康复医院及武汉侨亚博爱康复医院成立。截止目前，湖南发展康年公司旗下开业连锁康复机构数量达到 5 家，其中三级康复专科医院 2 所，二级康复专科医院 3 所，总床位规模已达 1200 余张。

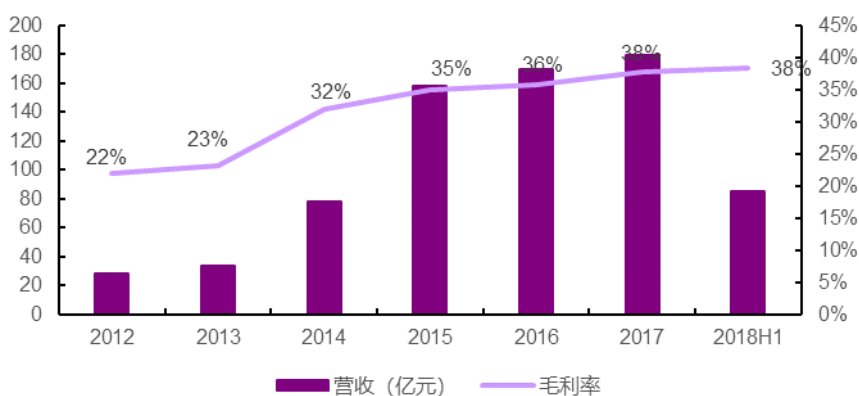
## 5、投资建议

今年两会政府工作报告重点强调养老民生问题，包括要求大力支持社区养老服务业发展、扩大长期护理保险试点、继续提高退休人员养老金等。国内老龄化趋势日趋明显，养老需求巨大，产业潜在空间超 5000 亿，而养老产业供不应求现象明显，支付能力不足问题正逐步改善，政策也支持供应端扩大供给。我们认为今年养老产业在支付和供应端的政策边际变化带来较好的养老主题投资机会。建议投资者关注个股：南京新百（居家、社区养老）、宜华健康（机构、医养结合）、双箭股份（机构养老）、新华锦（机构养老）、湖南发展（机构、医养结合）、澳洋健康（医养结合）、凤凰股份等（社区、医养结合）。

### 5.1、南京新百：智能呼叫+专业护理，居家养老潜在龙头

公司主营业务为百货零售，近年逐渐拓展养老、健康护理及脐带血储存业务。公司 17 年营收规模大 179.6 亿元，其中养老和护理业务 17 年收入占比约为 6%。主要由 Natali、A.S. Nursing 和安康通贡献。

图 40：南京新百营收及毛利率变化情况



资料来源：南京新百财报，光大证券研究所

2015 年，公司与三胞集团下设 Natali 共同出资设立 Natali (中国) 养老服务有限公司，股权占比 35%，此外，公司还收购安康通 16% 股权，正式进军养老产业。2016 年，公司收购安康通 84% 股权，收购三胞国际 (Natali、A.S Nursing) 100% 股权。

**安康通**主要通过互联网技术为入口，向客户提供居家紧急救助、居家照护服务、健康管理等服务。目前已覆盖全国 13 个省、30 个城市。

**三胞国际**是投资控股平台，主要业务为以色列的 Natali、A.S. Nursing 和 Natali(中国)，提供家庭紧急按钮、上门诊疗、远程医疗、专业护理及照看服务等。

**1) Natali**: 创立于 1991 年，是全球领先的健康养老服务企业，主营业务为视频医生问诊、远程健康管理、智能居家看护等。目前为以色列超过 1 万家机构、20 万户家庭提供居家养老、应急救援和远程医疗服务，在以色列居家养老市场占有率 60-70%。

**2) A.S. Nursing**: 以色列领先的居家长期护理服务公司，旗下 25 家分支机构遍布以色列全国，主要提供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。2017 年，A.S. Nursing 新增付费护理时数达 180,000 小时，同比增长 44%；平均每天护理时数达到 23,300 小时，同比增长 2.2%。

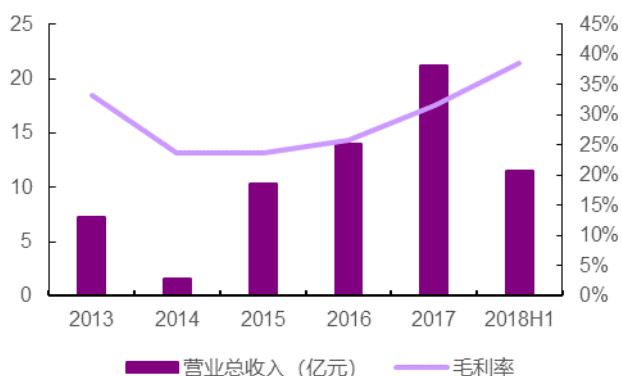
**3) Natali(中国)**: 核心业务为健康医疗与居家养老，主要面向中国中高端客户提供社区养老照护服务。

**风险提示**: 百货业务受电商冲击业绩下滑风险；专业护工不足风险；商誉继续计提减值风险；地方政府采购安康通服务降价风险；大股东股权质押比例高风险。

## 5.2、宜华健康：医疗+养老双轮驱动

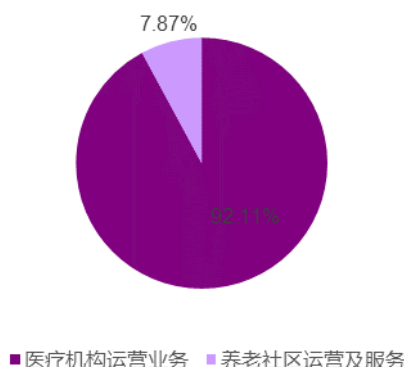
公司以医疗机构运营及服务 and 养老社区运营及服务为两大业务核心，主要从事的业务包括医疗机构投资及运营、养老社区投资及运营、医疗后勤综合服务、医疗专业工程等。2017 年，公司营收 21.16 亿元，同比增长 34.03%。其中医疗机构运营业务销售收入占比 92.11%，养老社区运营及服务占比 7.87%。

图 41：宜华健康营收和毛利率变化情况



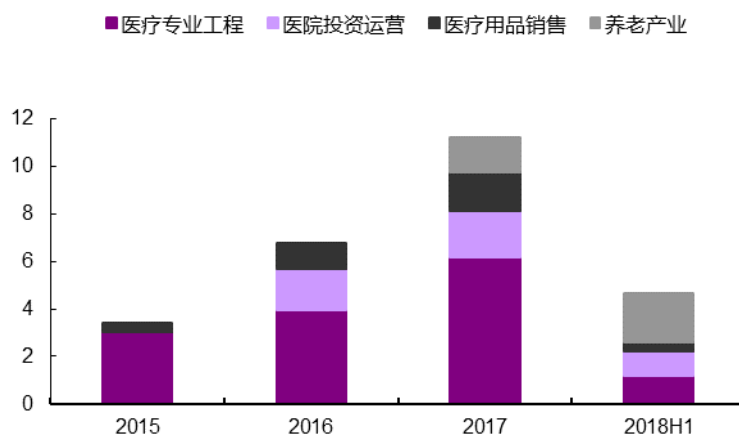
资料来源：宜华健康财报，光大证券研究所

图 42：宜华健康营收构成 (2017)



资料来源：宜华健康财报，光大证券研究所

图 43：宜华健康业务收入具体拆分情况 (单位：亿元)



资料来源：宜华健康财报，光大证券研究所

从 2014 年起，公司陆续将旗下地产子公司出售，并通过对众安康、达孜赛勒康、爱乐奥、亲和源等的收购，完成在专科医院、医疗后勤、医疗器械制造、养老服务、康复医疗等领域的布局。

达孜赛勒康主营医院、护理院等的收购和管理，目前直投或间接投资的标的有 20 家，持股比例 50%-70%，按 15% 的比例集体管理费。众安康主营医疗后勤服务，截止 2017 年末，合作医院接近 150 家。爱乐奥主营移动医疗设备，通过大数据思维，提供慢病管理方案。

亲和源养老于 2008 年开始运营，主要以租赁和 ToB 等轻资产方式实现扩张，目前在上海、浙江、辽宁、山东和江西等地有 9 个养老园区，另在杭州、青岛、宁波象山、嘉兴海宁、深圳等地均有即将开业或在建的养老社区。亲和源以会员制入住为主，按照可转让与不可转让分为 A 卡和 B 卡，以上海亲和源为例，2016 年 A 卡售价 75 万元，根据套型的不同再缴付 2.98 万至 6.98 万元不等的年费；B 年费 2.38 万元，根据套型的不同售价分别为 45 万元、55 万元和 88 万元。

公司在医疗和养老方面的业务覆盖投资、运营、后勤及承建，产业链较为全面，同时，公司试剂控制人为宜华集团，是一家集家居、医疗、地产、资本

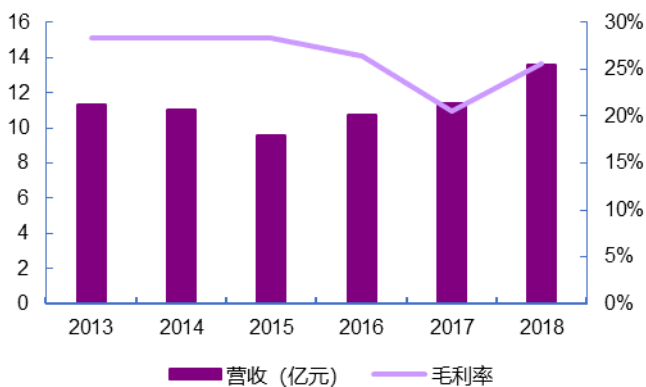
管理为一体的跨国公司，同时，公司本身业务增长较快，均可为新产业提供稳定的资金来源。

**风险提示：**大额商誉计提减值风险；综合医院扩张速度较慢风险；养老业务投资前期亏损较大风险。

### 5.3、双箭股份：机构养老稳步扩张

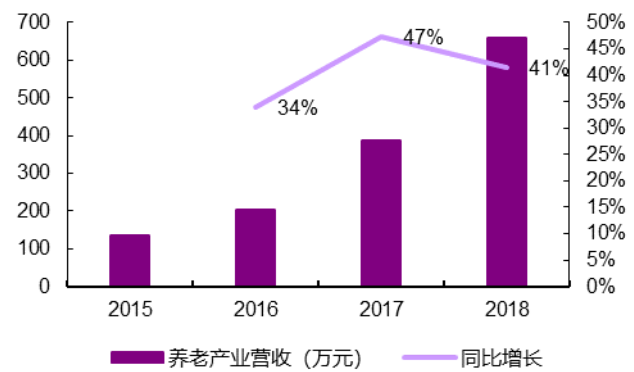
公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于冶金、煤炭、化工、建材、电力、矿山、港口等行业。公司 18 年实现营收 13.58 亿元，同比增 19.3%，其中养老业务收入 659 万元，同比增 41%，占营收比 0.5%。

图 44：双箭股份营收及毛利率变化情况



资料来源：双箭股份年报，光大证券研究所

图 45：双箭股份养老业务营收及增长情况

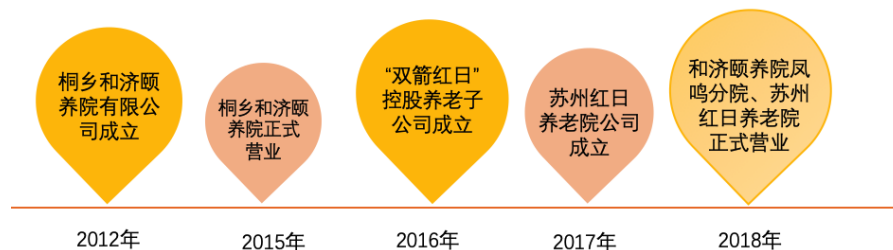


资料来源：双箭股份年报，光大证券研究所

公司于 2012 年通过新设全资子公司桐乡和济颐养院有限公司开始养老产业的布局。2015 年 5 月，公司旗下和济颐养院正式营业，当年营收 134.7 万元。2016 年，公司与红日合资成立“双箭红日”控股养老子公司，合作方红日养老成立于 2006 年，是上海知名连锁养老品牌，拥有养老院 7 家，床位 2800 张。2017 年，公司旗下苏州红日养老院公司成立。到 2018 年，凤鸣街道养老服务中心暨和济颐养院凤鸣分院及合作成立的苏州红日养老院也已正式开始营业。另外，公司正在桐乡、苏州、上海等地设立养老医疗子公司。目前公司旗下养老院床位合计 900 多张。另外值得一提的是，公司是嘉兴市长期护理保险定点服务机构。养老保险参保人可获得政府给予的当期养老保险缴费基数 5% 的补贴。



图 46：双箭股份养老产业布局情况



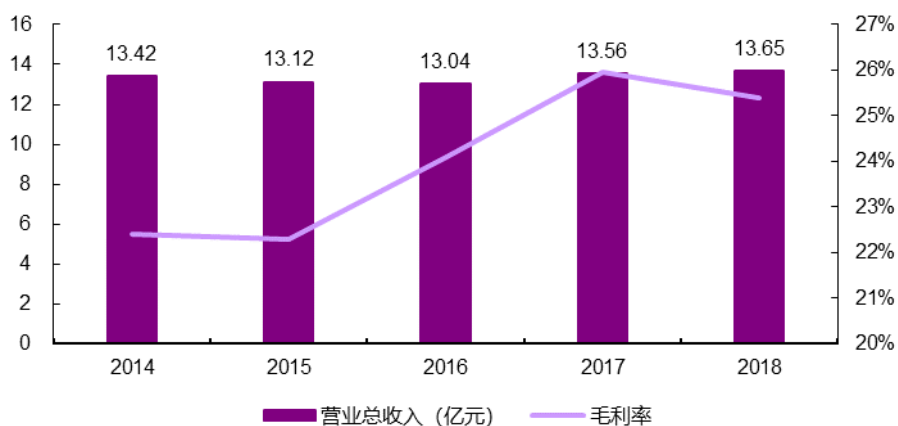
资料来源：双箭股份官网，光大证券研究所

**风险提示：**新增产能进度低于预期风险；市场需求持续下降风险；原材料价格继续下跌风险；长期护理险试点进度低于预期风险。

#### 5.4、新华锦：携手日本长乐，进军养老市场

公司主营业务为发制品和纺织服装产品的生产加工及出口贸易。2018 年实现营收 13.65 亿元，毛利率 25.4%。

图 47：新华锦营收及毛利率变化情况



资料来源：新华锦年报，光大证券研究所

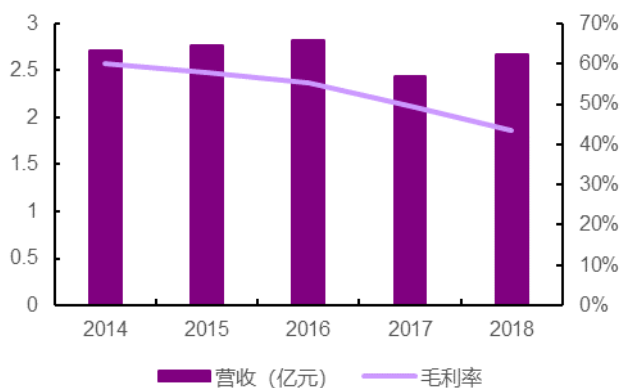
公司于 2015 年收购利百健 SVF 技术，布局医疗器械产品领域；同时公司通过与日本长乐国际视野投资株式会社（下称“日本长乐”）合作，提供养老服务、养老管理咨询、养老院设计、团队培训及管理外包业务。2016 年，公司再度携手日本长乐，设立“山东新华锦长生养老运营有限公司”，同时，公司旗下养老护理职业培训学校成立，为行业输送展业人才。2018 年公司签约多个养老公寓管理咨询及居家养老项目，托管了多个高端养老公寓，逐步扩大养老产业布局。2018 年，公司大健康业务营收占比仍较低，估计仍不足 1%，大健康养老布局仍处起步阶段。

**风险提示：**国际市场需求下滑风险；汇率波动风险；养老业务与日本长乐合作不顺导致落地低于预期风险。

## 5.5、湖南发展：携手湘雅博爱，深耕医养结合

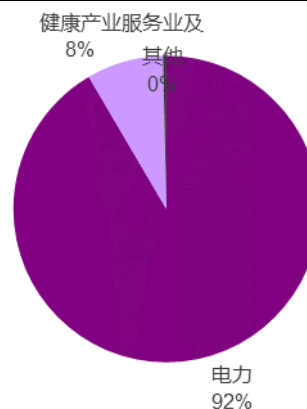
公司前身为湖南金果实业与湖南发展，金果实业主营农林牧渔，于1993年成立。湖南发展主营交通运输、能源供应以及信息工业。2011年湖南发展借壳金果上市，重组后主营水力发电。2014年12月，公司出资1.1亿元与周江林先生共同设立湖南发展康年公司，持股比例55%，初步实现医疗及养老等业务的拓展。2014年湘雅博爱康复医院基本实现收入约1亿，2015年，湘雅博爱康复医院实现收入同比增长41.8%。2016年实现净利润2217万元。2018年，公司医疗及养老服务营业收入合计2233万元，占公司营业总收入的8.37%。

图 48：湖南发展营收和毛利率变化情况



资料来源：湖南发展财报，光大证券研究所

图 49：湖南发展营收构成情况（2018）



资料来源：湖南发展财报，光大证券研究所

表 5：湖南发展布局医疗+养老事件梳理

时间	事件
2014.12	与周江林先生共同设立湖南发展康年公司
2014.12	春华·健康城高端健康养老示范区项目启动
2014.12	间接控制湘雅博爱康复医院
2015.03	设立儿童康复医院
2015.05	与湖南高新创投健康养老基金签订战略合作协议
2016.05	春华·健康城项目与长沙县政府签订《长沙县招商引资项目合同》
2016.06	新设衡阳博爱儿童康复医院、常德博爱康复医院取得执业许可证和营业证书
2016.07	联手湖北侨亚打造武汉侨亚博爱康复医院，到2016年拥有床位900余张
2016.11	设立常德博爱公司及湘西自治州博爱公司

资料来源：湖南发展公告，光大证券研究所

公司健康产业发展迅速，养老产业稳步推进，实现“医养结合”的同时，公司则以机构养老为主，社区养老为辅，下一步公司将大力引进专业人才，以并购的方式扩大业务规模。

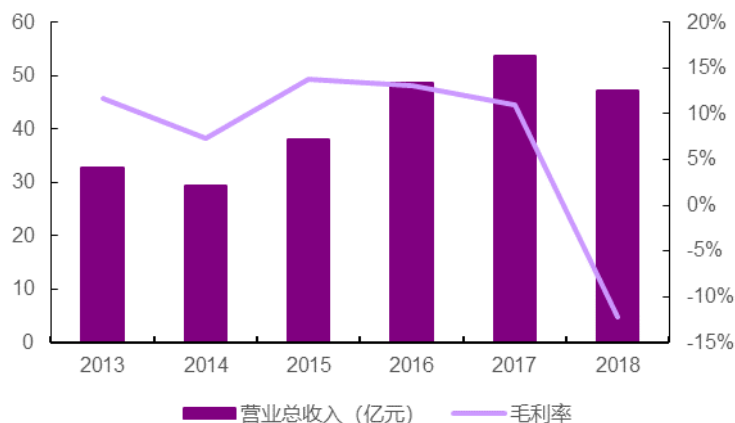
值得一提的是，公司实际控制人为湖南省国资委，掌握相当稳定的政府客户资源，其中湖南省电力公司和国网湖南省电力有限公司怀化沅陵供电分公司合计占公司2018年总销售额的91%。电力业务的稳定经营可为公司的新产业医疗及养老的发展提供稳定的资金支持。

**风险提示：**水电水量波动风险；养老、康复业务前期投入大带来亏损风险。

## 5.6、澳洋健康：医疗、养老、流通协同发展

公司主要从事的业务有医疗健康业务，包括医疗服务业务、康复业务、医药流通业务；以及化学纤维业务，以粘胶短纤为主。2018年，公司营收47.1亿元，同比下降12.3%。

图 50：澳洋健康营收和毛利率变化情况

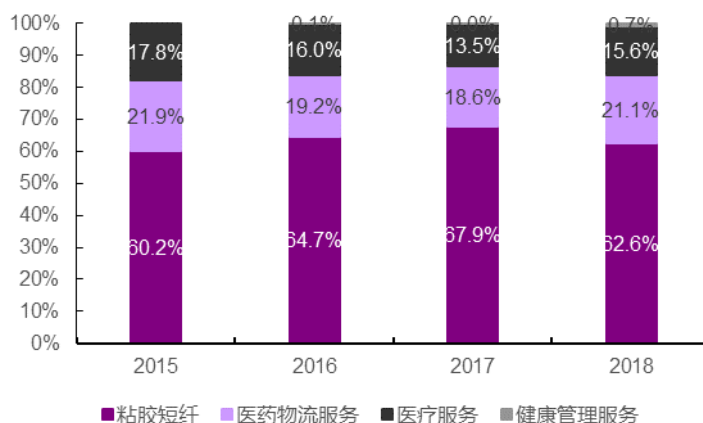


资料来源：澳洋健康财报，光大证券研究所

公司前身澳洋科技，主营化学纤维，2014年通资产重组涉足医药行业，当年医疗服务营收6.79亿元，医药流通营收8.35亿元。目前公司化学纤维业务营收占比最大，为62.6%，其次是医药流通，21.1%，医疗服务及健康管理合计占16.3%。

在医疗服务领域，目前公司拥有澳洋医院、杨舍分院、三兴分院三家医院，围绕“大专科、小综合”，立足基本医疗、兼具专科特色的医疗服务体系。在医药流通领域，公司目前已完成华东地区的覆盖，并提供面向全国的配送服务。

图 51：澳洋健康营收构成变化情况



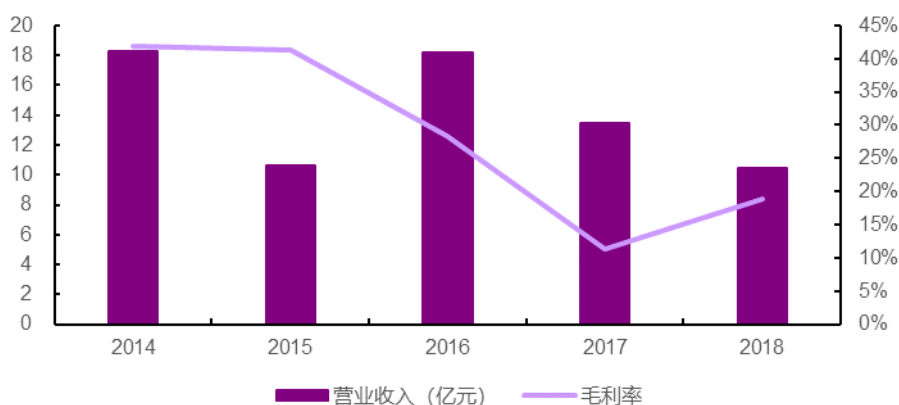
资料来源：澳洋健康财报，光大证券研究所

**风险提示：**黏胶价格及原材料价格大幅波动风险；医疗养老业务前期投入大导致亏损风险。

## 5.7、凤凰股份：地产+养老模式快速布局社区养老

公司专注于房地产开发及销售，以各类商品住宅，包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅销售为主，拥有国家一级房地产开发资质，布局集中在江苏省和安徽省。近年公司主营业务收入呈现下降趋势，2016/2017/2018 年营收 18.18/13.43/10.47 亿元，同比 70%/-26.14%/-22.05%，毛利率 28.34%/11.31%/18.88%。

图 52：凤凰股份营收和毛利率变化情况



资料来源：凤凰股份财报，光大证券研究所

公司于 2013 年 10 月公告将投资 5 亿元进军养老产业；2014 年 3 月，公司公告明确将养老健康产业作为重大发展战略之一，并与凤凰集团、省人民医院及仁医投资签订战略合作协议。2014 年 7 月，与江苏宁宜置业签署协议，购买宁宜子公司 100% 股权，用于专业开发养老项目。2017 年，公司在江苏宜兴开启凤凰怡然居项目的建设，该项目占地 283 亩，建筑面积约 17.2 万平方米。此外，公司积极与南京爱乐思健康管理公司合作，构建了含有康复医师，康复治疗师和康复护士等 80 多人的康复团队，通过“机构→社区→家庭”三位一体、医养融合的康复养老模式，实现医疗保健、养老养生、旅游度假多个领域协同发展。目前公司养老业务的成本占比尚不足 1%。

**风险提示：**主营业务业绩下滑导致新业务无法获得充足资金支持的风险。

## 6、风险分析

**(1) 政策出台和落地进度不及预期：**本报告主要基于养老政策边际改善刺激产业供给增加和支付能力提升的预期，存在相关政策落地进度和支持力度不及预期风险。

**(2) 养老金和长期护理保险持续支付能力不足风险：**国内养老金体系支付能力相对较弱，且各地为降低企业税费负担，倾向于下调养老金缴纳比例，若经济前景转差，国内养老金长期支付能力面临不足风险；从试点情况来看，国内长期护理保险当前资金来源主要来自医保基金，若医保基金控费不当，可能让长期护理保险面临支付能力不足风险

**(3) 养老配套专业从业人员不足制约产业扩张风险：**国内养老配套专业从业人员包括家庭医生、专业护工等明显不足，且该类人工培训机构尚无明确规范。而专业从业人员不足可能会制约养老产业的快速扩张。



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼