投资评级 增持 维持

模式尚在探索，静候政策落地——养老产业深度研究报告

投资要点：关注 3 月份十三五规划纲要出台带来的主题性投资机会

- **开篇语：**历时 3 个月时间，我们赴北京、上海、台湾等地对多种养老模式进行了调研，通过查询中国、日本、美国的养老资料，经过 20 多场路演与客户探讨，最后加上自己的讨论与分析，本篇报告终于完工。养老的产业趋势无疑是好的，但是也存在很多现实的问题：老百姓没钱住养老院怎么办？在房价高企和人力成本上涨的时代，养老院这种高投入，高成本的行业能否实现盈利？面对种种问题国家会如何做？养老行业的机会在哪里？以上问题，本篇报告将为您解答。

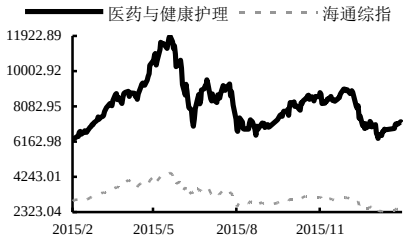
- **养老产业现状——需求旺盛但给付能力不足。**1979 年出台的独生子女政策使得我国老龄化率不断提升，而近期逐渐放开的二胎政策使得 70/80 后的家庭结构从 421 向 422 转变，赡养和抚养压力逐渐增加，专业化的养老需求越来越强烈。根据民政部数据，我国养老床位数持续增长，04-14 年养老床位数年均增速达 15.27%。截至 2015 上半年我国共有养老床位数 585 万张，按照 4.24 万元的单床收入估算，2015 年我国机构养老市场规模为 2480 亿元。预计随着床位数的增长和单床收入提升，机构养老市场规模增速有望长期维持 10%-15%的高增速。与市场规模高增速相反，2012 年人均城镇可支配收入仅为 2.46 万元，远低于 4.24 万元的平均养老床位费用，而市场上又没有建立统一的养老支付制度，导致我国养老院难以实现盈利。需求旺盛与给付能力的不足为当前中国养老市场的主要矛盾。

- **静候政策落地，长期护理险或为产业转折点。**根据日本经验，长期介护险是日本养老市场的拐点。2015 年 10 月 29 日，在党中央十三五规划的建议中已经明确提出“推动医疗卫生和养老服务相结合，探索建立长期护理保险制度”。我们认为支付制度的改革有望成为中国养老市场的转折点，预计随着 2016 年 3 月十三五规划纲要的出台，相关政策会陆续落地，建议密切关注。

- **养老模式探索，居家养老优于机构养老与社区养老。**通过以 Natali、泰康之家、四季青敬老院、广渠门日间托老中心为例，我们测算了居家养老、高端机构养老、中低端机构养老、社区养老的市场空间和盈利能力。**据测算，居家养老、高端机构养老、中低端机构养老、社区养老的市场空间分别为 2100、600、2000、400 亿元**，其中居家养老的净利率约为 15%，高端机构养老的净利率约为 1%，中低端机构养老与日间托老均难以实现盈利。**居家养老、高端机构养老、中低端机构养老、社区养老的人均费用分别为 1.0、10.0、3.6、1.9 万元/年。**从盈利能力、可复制性、市场空间等方面来看，居家养老均优于机构养老和社区养老。我们认为，居家养老的运营模式最好并可以实现盈利，机构养老和社区养老的盈利模式尚待探索。

- **投资建议：**建议关注 3 月份由十三五规划纲要引发的主题型投资机会。相关标的：澳洋科技、南京新百、双箭股份、新华锦等。

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《2 月月报：坚持价值投资，买成长性标的》2016.02.02

《医药行业 1 月月报：新技术、新业态》2016.01.04

《海通医药投资策略——紧抓行业趋势，投资细分领域的高成长》2015.12.08

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS（元）			投资评级	
		2014	2015E	2016E	上期	本期
002172	澳洋科技	-0.19	0.20	0.32	增持	增持
600682	南京新百	0.27	-0.14	0.45	买入	买入
002381	双箭股份	0.31	0.31	0.32	增持	增持
600735	新华锦	0.14	0.20	0.27	增持	增持

资料来源：Wind，海通证券研究所　注：南京新百 EPS 按照增发后股本 15.01 亿股计算

首席分析师:余文心
Tel:0755-82780398
Email:ywx9461@htsec.com
证书:S0850513110005
联系人:师成平
Tel:010-50949927
Email:scp10207@htsec.com

目 录

1. 养老产业现状——需求旺盛但给付能力不足 6
1.1 养老产业定义 6
1.2 需求提升使得未来 30 年养老产业增速有望持续超越经济增长 6
1.3 给付能力不足为当前养老产业发展制约因素 8
2. 静候政策落地，长期护理险或为产业转折点 8
2.1 日本经验表明长期护理保险制度为产业转折点 8
2.1.1 长期介护险的推出为日本养老市场的转折点 8
2.1.2 案例分析——日医学馆 11
2.2 我国政府已经提出建立长期护理保险制度，但具体政策尚需落地 11
3. 养老模式探索，居家养老优于机构养老与社区养老 12
3.1 轻资产、需求大、可复制性强，居家养老是当前最好的养老模式 12
3.2 需求持续增长但回报周期较长，机构养老的盈利模式尚不清晰 14
3.2.1 高端养老投入较大，盈利能力有待考证（以泰康之家燕园为例） 15
3.2.2 中低端养老收费较低难以实现盈利，以公立养老院为主 18
3.3 日间托老：群众接受度不高，盈利模式有待完善 20
3.4 各种养老模式比较：居家养老模式最好 20
4. 投资建议 21
5. 风险提示 21

图目录

图 1 中国老年抚养比持续增长，2050 年达 27.9%.....6
图 2 2050 年中国 60 岁以上人口占比将达 30%.....7
图 3 养老服务床位数持续增长，2014 年达 577.70 万张.....7
图 4 居民收入水平和消费层级不断提高.....8
图 5 1970 年日本步入老龄化社会，14 年日本 65 岁以上人口占比达 25.97%.....9
图 6 2000-2011 年介护保险总支出、同比增速及 GDP 同比增速.....10
图 7 2000-2011 年介护保险三类服务支出占比及人均 GDP.....10
图 8 2000-2015 财年日医学馆营收及同比增速.....11
图 9 2015 财年日医学馆各业务营收占比.....11
图 10 Natali 远程心电监护仪.....12
图 11 Natali 心音监听器.....12
图 12 Natali 远程血压计.....12
图 13 Natali 远程监护中心.....12
图 14 Natali 紧急呼叫装置.....13
图 15 Natali 紧急呼叫电话机.....13
图 16 Natali 疫苗接种服务.....13
图 17 Natali 幼儿医疗、急救服务.....13
图 18 Natali Smart Care 服务监测设备安装示意图.....14
图 19 Natali Smart Care 服务监测设备.....14
图 20 Natali Smart Care 服务监测结果示意.....14
图 21 2013 年中国公办养老机构数量占比 72%.....15
图 22 我国民办养老机构中实现盈利的仅占总数的 9%.....15
图 23 泰康之家燕园标准一居室客厅（使用面积 42 ㎡）.....17
图 24 泰康之家燕园标准一居室卧室（使用面积 42 ㎡）.....17
图 25 泰康之家燕园大一室一厅客厅（使用面积 78 ㎡）.....17
图 26 泰康之家燕园大一室一厅卧室（使用面积 78 ㎡）.....17
图 27 泰康之家燕园两室一厅客厅（使用面积 118 ㎡）.....17
图 28 泰康之家燕园两室一厅卧室（使用面积 118 ㎡）.....17
图 29 泰康之家燕园协助生活区标准一居室.....17

图 30 泰康之家燕园专业护理区标准一居室 17
图 31 泰康之家燕园自理区户内卫生间 18
图 32 泰康之家燕园协助生活区户内卫生间 18
图 33 泰康之家燕园全功能活力会所 18
图 34 泰康之家燕园餐厅 18
图 35 四季青敬老院门口 18
图 36 四季青敬老院剧场 18
图 37 四季青敬老院福海园居室 19
图 38 四季青敬老院寿山园居室 19
图 39 四季青敬老院健身房 19
图 40 四季青敬老院食堂 19
图 41 四季青敬老院寿山园走廊 19
图 42 四季青敬老院室外健身广场 19

表目录

表 1 日本介护保险报销限额 9
表 2 介护保险服务分类及项目介绍 10
表 3 泰康之家燕园收费标准（具体价格可能有所变动，以实际价格为准） 16
表 4 泰康之家燕园收入成本测算表 16
表 5 四季青敬老院收入成本测算表 20
表 6 广渠门日间照料中心收入成本测算表 20
表 7 各种养老模式盈利能力对比 21
表 8 各种养老模式盈利能力对比 21

1. 养老产业现状——需求旺盛但给付能力不足

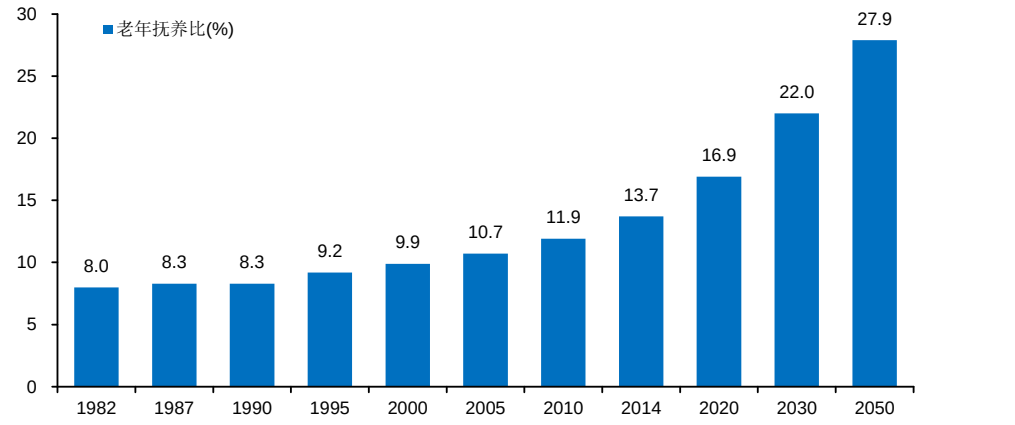
1.1 养老产业定义

定义：养老产业是指以老年人的生活为中心，为老年人物质生活、精神生活服务的相关产业的总称。根据行业的不同，养老产业可以分为六个方面：一是养老护理，包括养老院、日间托老、居家养老等；二是养老医疗，包括与老年人健康生活相关的综合医院、专科医院、社区医院、康复医院等；三是养老住宅，包括养老公寓、三代同堂住宅等；四是养老金融，包括寿险、健康险、年金代管等；五是老年器械，包括拐杖、轮椅、多功能浴池、专为老人设计的智能马桶等；六是老年文化，包括老年大学、老年文体娱乐活动等。本文主要从医养结合的角度对机构养老、社区养老、居家养老等进行研究分析。

1.2 需求提升使得未来 30 年养老产业增速有望持续超越经济增长

老龄化起因：独生子女政策改变年龄结构。1979 年，《中共中央关于加快农业发展若干问题的决定》指出“努力实行计划生育”，独生子女政策开始正式推行。随着独生子女政策的推出，从 80 年代初开始，我国老年人口占比持续增长。从下图可以看出，1982 年我国老年人口抚养比仅为 8%，到 2014 年该数据已经增至 13.7%。根据全国老龄办预测，我国老龄化进程将持续到 2050 年，届时抚养比将达到 27.9%（注：老年抚养比=65 岁以上人口/ 15-64 岁人口*100%）。

图1 中国老年抚养比持续增长，2050 年达 27.9%



资料来源：国家统计局，《未来五十年我国社会抚养比预测及其研究》，海通证券研究所

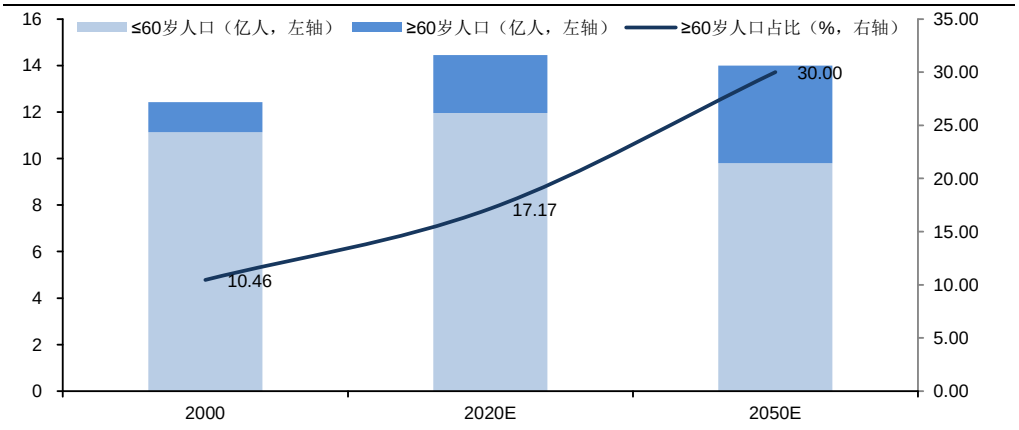
老龄化趋势：2050 年前持续老龄化。根据全国老龄工作委员会办公室发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，21 世纪的中国将是一个不可逆转的老龄社会。从 2001 年 2100 年，中国的人口老龄化发展趋势可以划分为三个阶段：

第一阶段 2001-2020：老龄化水平快速提升。这一阶段内，中国总人口年均增速约为 0.66%，而 60 岁以上老年人口增速比总人口增速高 3 个百分点，预计 2020 年 60 岁以上人口达 2.48 亿，占总人口的 17.17%，比 2000 年增加 6.7 个百分点。

第二阶段 2021-2050 年：加速老龄化阶段。这一阶段内，中国总人口开始实现负增长，人口老龄化将进一步加速。预计 2050 年，中国 60 岁以上人口达 4 亿以上，占总人口的 30%以上。

第三阶段 2051-2100 年：稳定重度老龄化阶段。这一阶段内，60 岁以上人口将稳定在 3-4 亿人，老龄化率维持在 30%左右（注：老龄化率=60 岁以上人口/总人口）。

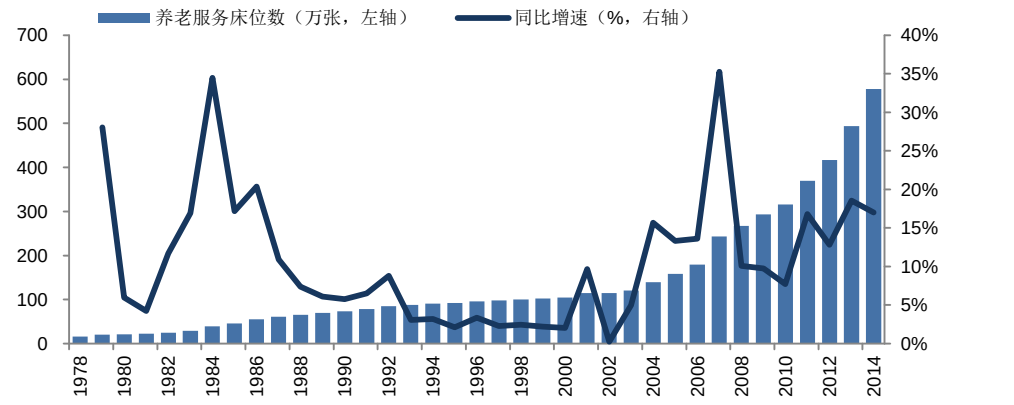
图2 2050 年中国 60 岁以上人口占比将达 30%



资料来源：中国人口老龄化发展趋势预测研究报告，海通证券研究所

养老市场空间：床位数近十年（04-14 年）复合增速 15.27%，居家养老空间更大。2015 年我国养老服务床位数为 585 万张，目前处于自 1982-1987 年高峰后的又一增速高峰。但从人均角度看，2015 年我国 60 岁以上老人每千人床位数 27 张，而美国为 40 张。尚有较大差距。考虑到居家养老是更符合我国文化的形式，其增长空间将更大。

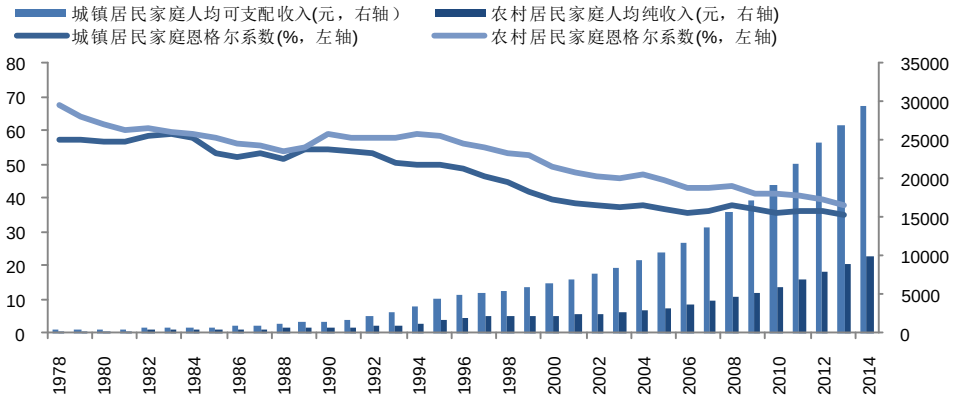
图3 养老服务床位数持续增长，2014 年达 577.70 万张



资料来源：民政部，海通证券研究所

养老市场催化因子：居民收入水平和消费层级的不断提高。人口老龄化因素诱导引致的养老需求和“治病”向“治未病”观念变化产生的需求共同确认养老市场尚有巨大空间。而城镇和农村居民收入的不断提升以及消费结构从必需品向更高层级转化的趋势则成为空间实现的保障。近十年城镇和农村居民收入复合增速分别为 12.05%和 12.91%，恩格尔系数分别从 2004 年的 37.7%和 47.20%下降至 35%和 37.7%。

图4 居民收入水平和消费层级不断提高



资料来源：国家统计局，《未来五十年我国社会抚养比预测及其研究》，海通证券研究所

1.3 给付能力不足为当前养老产业发展制约因素

根据国家统计局数据，2012 年我国城镇居民家庭人均可支配收入仅为 2.46 万元，农村居民家庭人均纯收入 0.79 万元。当前，中低端养老院的年费用约 3.6 万元/年，高端养老院的年费用约 10 万元/年。城镇居民家庭人均可支配收入与农村居民家庭人均纯收入显著低于养老院所需费用，因此支付能力不足为制约我国养老市场发展的关键因素。这方面也是全球都面临的问题，在日本，政府通过推出长期介护险的形式解决了支付问题，在美国，商业养老保险承担了养老的支付问题。当前我国已经提出要建立长期护理保险制度，建议密切关注相关政策出台进度。(注：城镇居民家庭人均可支配收入是家庭总收入扣除交纳的个人所得税、个人交纳的社会保障支出以及调查户的记账补贴后的收入。计算公式为：可支配收入=家庭总收入-交纳个人所得税-个人交纳的社会保障支出-记账补贴；农村居民家庭人均纯收入指农村住户当年从各个来源得到的总收入相应地扣除所发生的费用后的收入总和。计算方法：纯收入=总收入-家庭经营费用支出-税费支出-生产性固定资产折旧-调查补贴-赠送农村内部亲友支出。)

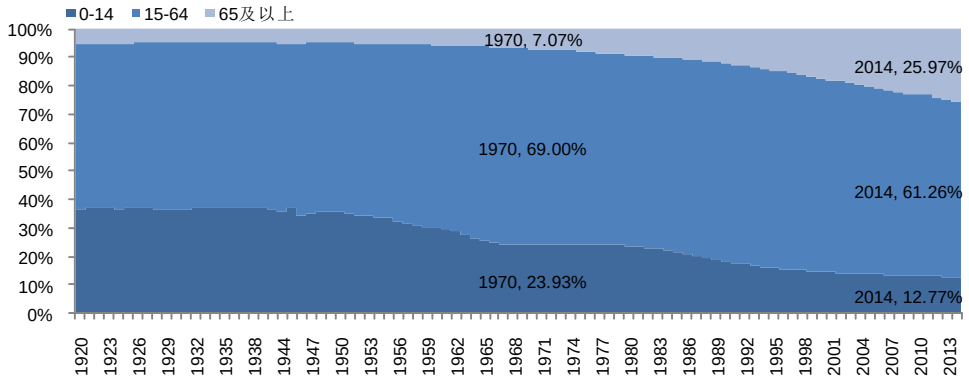
2. 静候政策落地，长期护理险或为产业转折点

2.1 日本经验表明长期护理保险制度为产业转折点

2.1.1 长期介护险的推出为日本养老市场的转折点

日本是全球老龄化最严重的国家之一，按照 65 岁以上人口占比超过 7%的老龄化社会标准，日本 1970 年步入老龄化社会，比中国 2000 年步入老龄化社会早了 30 年的时间。2014 年日本 65 岁以上人口占比 25.9%，是全球老龄化最严重的国家之一，同期中国 65 岁以上老人占比 10.06%，尚处于老龄化的初级阶段。鉴于中日两国在生活习惯、文化氛围等方面比较相似，日本的老龄化应对措施对中国有很大的借鉴意义。

图5 1970 年日本步入老龄化社会，14 年日本 65 岁以上人口占比达 25.97%



资料来源：日本统计局，海通证券研究所

介护保险制度介绍：介护保险的推出为日本养老市场转折点。在老龄人口快速增长、家庭规模缩小、护理长期化重度化的情况下，20 世纪 90 年代日本针对高龄者护理制度进行了改革，于 1997 年制定并公布了《介护保险法》，目的是对那些需要在洗澡、排泄、进食等方面进行护理的老年人提供护理、技能训练、看护及疗养等综合的、多样化的服务。介护保险将养老与护理进行了有机的统一，是医养结合典型案例。

保费标准：40 岁以上人群可以开始缴纳介护保险，40-64 岁的人群由政府承担 50%，个人和单位 50%；65 岁及以上政府和个人各 50%。具体来说，根据收入水平的不同，介护保险将人群分为 6 个等级，收入最低的等级只用缴纳标准保费的 50%，收入最高的等级需要缴纳标准保费的 150%。

赔付额度：65 岁以后如果有护理需求，可以在评估等级后接受护理，个人只用承担费用的 10%，其他 90%由保险给付。根据个人身体情况不同，保险将老人分为 7 个等级，从轻度到重度分别为，需要支援 1-2，需要介护 1-5。根据等级的不同，其月度支出上限不同，要支援为约每月 5-11 万日元（约合人民币 0.3-0.7 万元），要介护为约每月 17-40 万日元（约合人民币 0.9-2.3 万元），超出部分自费。

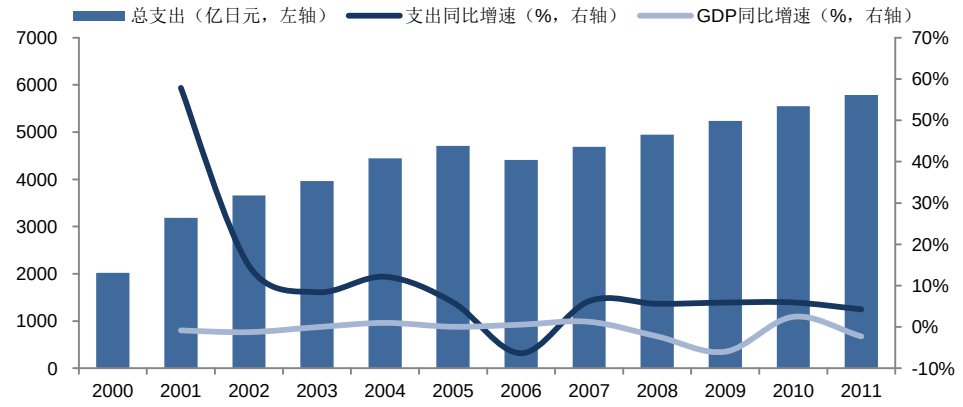
表 1 日本介护保险报销限额

类别	报销限额（点数/月）	约合人民币（元/月）
要支援 1	4970	2834
要支援 2	10400	5929
需要介护 1	16580	9453
需要介护 2	19480	11106
需要介护 3	26750	15251
需要介护 4	30600	17446
需要介护 5	35830	20428

资料来源：日本厚生劳动省，海通证券研究所 注：报销点数根据地区和服务类型不同，1 点数=10~11.26 日元

2000-2011 年间，介护保险总支出持续快速增长，从 2000 年的 2019 亿日元增长到了 2011 年的 5787 亿日元。除 2006 年以外，各年增速均显著高于同期 GDP 增速。

图6 2000-2011 年介护保险总支出、同比增速及 GDP 同比增速



资料来源：日本厚生劳动省，海通证券研究所

介护保险提供居家服务、社区服务、设施服务三类。具体所含项目如下表 所示：

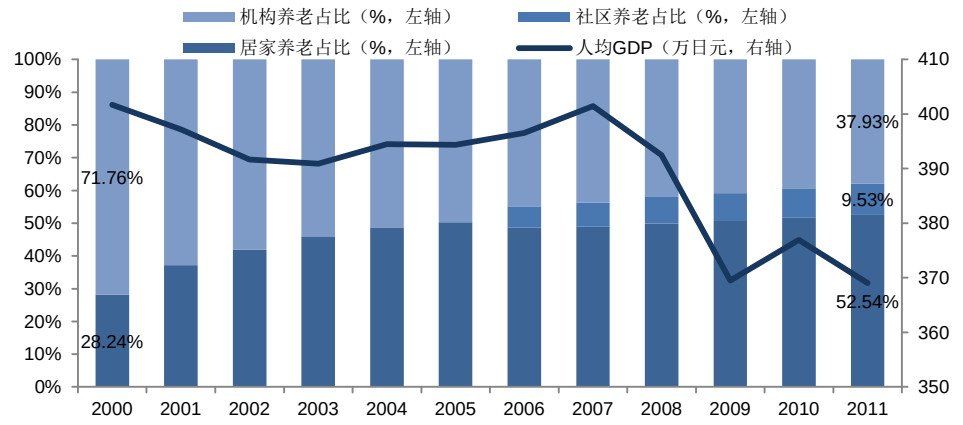
表 2 介护保险服务分类及项目介绍

介护保险服务分类	所含项目
居家养老 (In-home services)	上门洗澡、上门照料、上门康复、门诊日间介护、门诊康复、介护器材租赁、家庭护理管理指导、使用特殊设备的老年人日常护理
社区养老 (Community-based services)	夜间登门照料、失智患者门诊介护、小型多功能老人之家、失智患者日常社区照料、社区特定医疗器械的使用、社区预防器械的使用
机构养老 (Facility services)	政府设立的养老机构、长期健康照料机构、疗养院

资料来源：日本厚生劳动省，海通证券研究所

消费能力提升及理念转变推动养老需求前移，居家养老占比逐渐提升。传统的养老理念侧重疾病治疗及临终关怀，例如将不能自理的老人送入养老院照料，属于基本医疗及护理需求。新的养老理念侧重日常护理、病后恢复期护理以及老年人的情感和社交需求，例如居家养老、社区养老以及高端机构养老。随着消费能力的提升以及养老理念的转变，养老需求逐渐从非自理型需求向自理型需求转变，需求的前移导致日本居家养老占比逐渐提升，2000-2011 年，日本居家及社区养老占比从 28.24%提升至 62.07%，这一方面反映了生活水平和消费能力的提高，另一方面体现了从“治病”向“治未病”的理念转变。

图7 2000-2011 年介护保险三类服务支出占比及人均 GDP



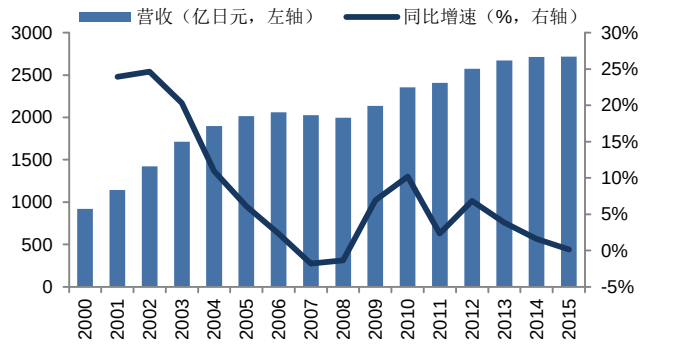
资料来源：日本厚生劳动省，日本内阁府，海通证券研究所

2.1.2 案例分析——日医学馆

日医学馆是日本最大的养老服务公司。受益于养老产业的蓬勃发展，日本涌现出了一批优质的养老服务提供商，如日医学馆、倍乐生等。其中日医学馆是日本目前最大的养老服务公司。该公司成立于 1973 年 8 月，于 1999 年和 2002 年在东京证券交易所市场 2 部和 1 部上市。2015 财年实现营收 2718.68 亿日元，净利润 4.16 亿日元，受益于介护保险的推出 2000-2015 年营收的复合增速为 7.48%，远高于同期 GDP 增速。近年公司在中国铺展业务，前期投资较大，净利润较低。

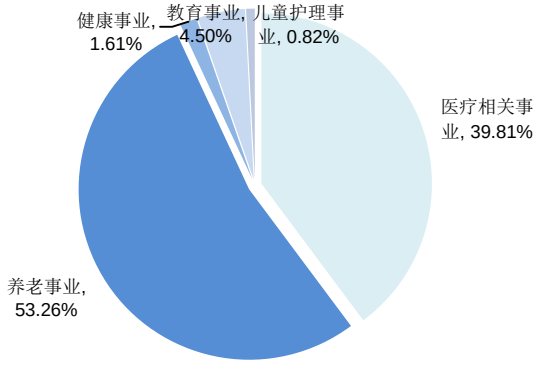
日医学馆养老事业增长显著，养老事业十年营收复合增速 6.96%。目前公司业务分为五个部分：医疗相关事业、养老事业、健康事业、教育事业和儿童养老事业，其中养老事业和医疗相关事业是两大支柱，2015 财年占营收分别为 53.26%和 39.81%。养老事业是指从上门护理等居家型护理服务到收费养老院等居住型护理服务；医疗相关事业是指除医疗行为以外的医院、药品、器械等相关咨询、管理、消毒等服务。相较 2005 财年，医疗相关事业和养老事业收入的年复合增速分别为 0.35%和 6.96%，养老事业增长显著。

图8 2000-2015 财年日医学馆营收及同比增速



资料来源：日医学馆历年财报，海通证券研究所

图9 2015 财年日医学馆各业务营收占比



资料来源：日医学馆财报，海通证券研究所

2.2 我国政府已经提出建立长期护理保险制度，但具体政策尚需落地

2015 年 10 月 29 日中央在十三五规划的建议中提出：推动医疗卫生和养老服务相结合，探索建立长期护理保险制度。2015 年 11 月 11 日国务院常务会议再次提出：推进医疗卫生与养老服务结合，更好保障老有所医老有所养。2015 年 11 月 18 日 9 部委《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》，对医养结合提出具体要求。具体内容如下：

医养结合方式：1）医疗机构为养老机构开设绿色就诊通道；2）养老机构内部可以设立医疗机构；3）推动公立医院转型康复；4）上门医疗服务可纳入医保报销。

医养结合资金来源：1）财政资金；2）民营资金；3）彩票资金；4）保险资金-商业护理险、探索多元化筹资模式；5）医保资金-居家养老。

建议密切关注长期护理险等政策。从日本的经验来看，长期介护险的推出极大促进了日本养老产业的发展。2000 年介护保险制度推出后，日本最大的养老服务公司日医学馆的养老业务维持了连续十年 6.96%的收入复合增速，而同期其医疗业务收入复合增速仅为 0.35%。我们认为，我国长期护理险政策的推出可能会成为中国养老市场的拐点性时间，建议密切关注。

3. 养老模式探索，居家养老优于机构养老与社区养老

3.1 轻资产、需求大、可复制性强，居家养老是当前最好的养老模式

轻资产、需求大、可复制性强，居家养老是当前最好的养老模式。一是，居家养老无需设立专门的养老场所，成本主要是人力成本和运营中心租金，运营模式较轻；二是，我国目前养老格局为 9073 暨 90%老人为居家养老、7%老人为社区养老、3%老人为机构养老，因此居家养老的需求及潜在市场较大。**按照年费用 1 万元，假设 60 岁以上老人中 10%有居家养老需求（根据日本长期介护险数据，日本居家养老人数占参保退休老人的 10.5%），则目前中国居家养老潜在市场容量达 2100 亿元（2.12 亿人*10%*1 万元/人/年≈2100 亿元），需求较大；**三是居家养老的可复制性极强，由于是轻资产模式，扩张的过程中只需要招聘运营中心的维护人员、医务人员（通常是退休的老医生）及家政服务人员即可，扩张速度快，可复制性强。我们认为，这种轻资产、需求大、可复制性强的居家养老模式既适应了中国传统的孝道文化，又拥有较好的盈利能力，是目前最好的养老模式，以色列居家养老公司 Natali 2013 年的净利率达到 14.99%，显示出居家养老盈利能力较好。

下面，我们以南京新百的 Natali 为例，对居家养老的模式进行介绍。

Natali 成立于 1998 年，是以色列领先的居家养老服务公司，公司主营业务包括远程医疗、紧急救护、社区健康服务、居家养老四个板块。公司 2013 年收入 2.85 亿元人民币，净利润 4270 万人民币，净利润率 14.99%，盈利能力较好。公司的主要业务情况如下：

1）远程医疗：远程医疗通过心电监护仪、心音监听器、远程血压计收集患者数据并为心脏病患者和老年人提供远程医疗咨询和救助服务。

图10 Natali 远程心电监护仪

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图11 Natali 心音监听器

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图12 Natali 远程血压计

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图13 Natali 远程监护中心

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

2）紧急救护。紧急救护是指老人可以通过紧急按钮及时联系呼叫中心，由呼叫中心为老人安排远程帮扶、救护车等服务。Natali 的紧急救助优势在于：通过远程设备及时收集了患者的心电、血压等健康数据，以及患者远程医疗积累的电子病历，可以第一时间判断出患者所需要的援助，大大减少患者与救护中心沟通的时间，以更高的效率和更快的速度为患者提供紧急救助服务。根据公司官网数据，在不使用 Natali 的情境下，患者从发病到与紧急救护中心沟通清楚病情的时间大约为 3 小时，而使用 Natali 的情境下，远程监护设备可以更早的发现病情，同时电子病历可以帮助患者更快速的判断出病情，患者从发病到沟通清楚病情所用的时间大约仅为半小时。

图14 Natali 紧急呼叫装置

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图15 Natali 紧急呼叫电话机

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

3）社区健康服务。社区健康主要是为儿童和幼儿提供疫苗接种、听力测试、视力检测、成长测试等服务。

图16 Natali 疫苗接种服务

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图17 Natali 幼儿医疗、急救服务

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

4）居家养老。居家养老主要为老人提供智能看护、家政服务、膳食准备和社交服务，该项费用价格为 350-1500 美元/月。下图为 Natali 旗下高端居家养老服务项目 Smart Care 的相关图片。Smart Care 通过将监控设备安装在浴室、厨房、卧室、客厅等地，实现了对老人居家活动的 24 小时监测，如上厕所的时间、睡眠时间、用餐时间等，一旦老人出现异常活动，比如上厕所时间超出正常值，Natali 运营中心的人员会打电话询问老人情况，并提供电话救助、现场救助、上门送餐、叫车、紧急救助、远程医疗等服务。

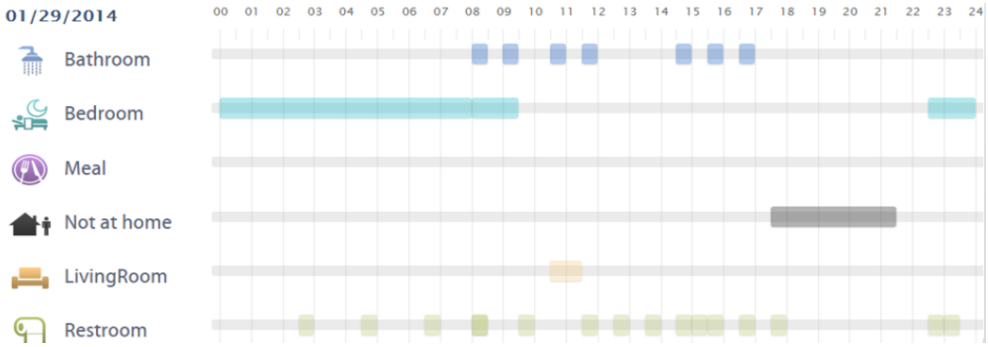
图18 Natali Smart Care 服务监测设备安装示意图

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图19 Natali Smart Care 服务监测设备

资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

图20 Natali Smart Care 服务监测结果示意



资料来源：Natali 公司网站，海通证券研究所

Natali 的居家养老模式有以下几个优点：

1）轻资产运营。Natali 运营的成本主要是呼叫中心的人力成本和房屋租金，移动医疗设备通过租赁的形式租给客户，家政护理人员从外部家政公司雇佣，运营中固定资产投入很少，属于轻资产运营。

2）各业务板块协同性好。远程医疗可以为紧急救护和居家养老提供支持，紧急救护为客户生命提供更好的保障，居家养老能够解决客户日常生活中的各种问题，社区健康通过为儿童服务提升 Natali 在客户中的声誉，四个业务板块整体协同性好。

3）可复制性强。Natali 主要通过远程方式提供服务，跨地域复制时仅需在当地建立一个呼叫中心即可，医生在当地退休医生中招聘，家政服务直接外包给家政公司的人员，可复制性强。

4）客户粘性较高。由于医疗服务的数据需要长时间积累同时医患之间的信任度需要时间培养，因此具有医疗属性的居家养老业务具有较强的客户粘性。截至 2015 年 9 月 Natali 用户数达 8 万人，平均服务年限 7 年，体现出了很高的客户粘性。

综合以上几点，我们认为，在医养结合的大背景下，居家养老具有轻资产、需求大、可复制性强的优点，切合了我国的传统观念和国家政策，盈利能力较好，为当前最好的养老模式。

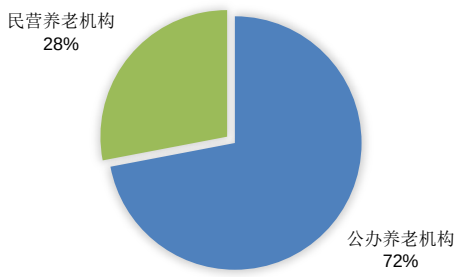
3.2 需求持续增长但回报周期较长，机构养老的盈利模式尚不清晰

我国机构养老需求持续增长，但盈利模式尚不清晰。1979 年，随着我国独生子女政策的出台，老年抚养比开始不断增长，从 1982 年的 8.0%，增至 2014 年的

13.7%。预计到 2050 年达到 27.9%。老龄化带来养老需求的不断增长，作为其中的关键一环，机构养老的需求也会持续增长。但是，通过统计数据与实地调研，我们尚未发现很好的机构养老运营模式，收费低的无法弥补房屋成本，收费高的服务成本很高，且人口支付能力较弱，高端养老院的入住率尚待考证。

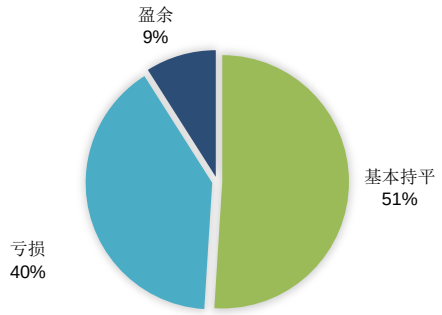
当前我国养老机构中民营占比不到三分之一，且仅有 9%的民营养老院实现了盈利。根据《中国老龄产业发展报告（2014）》，截止 2013 年底，公办养老机构占养老机构总数的 72%，民营养老机构仅占 28%。公办养老机构基本为非营利性机构，在土地、房屋、床位等方面享受政府补贴。营利性民营养老机构中，40%企业亏损、51%基本持平、仅有 9%的实现了盈利，而这 9%盈利的养老机构中，净利率大于 5%的仅占 22%。因此，当前我国养老机构的盈利能力较弱，盈利模式尚不清晰。

图21 2013 年中国公办养老机构数量占比 72%



资料来源：中国老龄产业发展报告（2014），海通证券研究所

图22 我国民办养老机构中实现盈利的仅占总数的 9%



资料来源：中国老龄产业发展报告（2014），海通证券研究所

下面我们分高端、中低端两类对机构养老进行分析。

3.2.1 高端养老投入较大，盈利能力有待考证（以泰康之家燕园为例）

泰康之家燕园社区位于北京昌平新城南邵核心区域，总建筑面积约 30 万平米，总投资约 54 亿元，共能容纳约 3000 户居民，2015 年 6 月一期已开园入住居民，二期将于 2017 年开业。

泰康之家燕园养老社区引入国际领先的 CCRC 养老模式，并配备了专业康复医院和养老照护专业设备，可供独立生活老人、以及需要不同程度的专业养老照护服务的老人长期居住。

燕园社区配建了 1 万平米的二级资质康复及老年病医院，总投资 2.9 亿元，有 2 个标准手术室、114 张病床，可以为社区老人和周边居民提供老年病和慢性病预防、治疗、康复、长期护理、慢病管理、临终关怀的全过程医疗护理服务。对外则通过康复医院与知名三甲医院建立绿色通道合作，与国际一流医院建立国际医疗直通车转诊服务。同时，社区签约了 999 急救车驻场，可及时响应紧急医疗救助需求。

表 3 泰康之家燕园收费标准（具体价格可能有所变动，以实际价格为准）

户型	建筑面积	押金	月费：1人/月	月费：2人/月
温馨一居室	64 ㎡	85 万元	5000 元	7200 元
精致一室一厅	94 ㎡	104 万元	6550 元	9050 元
舒适一室一厅	121 ㎡	130 万元	8100 元	10900 元
优雅两室一厅	181 ㎡	245 万元	12400 元	15500 元
协助护理区	31 ㎡	20 万元	约 1.6 万元 视入住老人情况而定	
专业护理区	31 ㎡	20 万元	约 2.5 万元视入住老人情况而定	

资料来源：泰康之家调研，海通证券研究所　注：表中价格为 2015 年价格，2016 年可能有所变动

泰康之家燕园的总投资较大，盈利能力有待考证。泰康之家定位于高端养老社区，室内装修精美，集住宿、康复、会所、保健、电影院为一体，为老年人提供身体和精神上的双重享受。费用方面，根据户型和自理能力的不同入住需要缴纳 20-245 万元不等的押金，单人月费从 5000-25000 元/月不等。月费包含了饮食、水电、保洁、紧急救护、班车等服务。假设 3000 户的平均押金为 130 万元，每户月费平均 1 万元，住满后可回收押金 39 亿元，实现年收入 3.6 亿元。假设按照每 3 户 1 人配备服务人员，则需要 1000 人，按照 5000 元的平均工资，人力成本为 6000 万/年（5000 元/人*1000 人*12 月/年=6000 万/年）。假设总投资 54 亿元中三分之一为装修和设备且按 10 年折旧，设备和装修折旧 1.8 亿元/年（54 亿元/3/10 年=1.8 亿元/年）；总投资中三分之二为房屋和土地投资，按 50 年折旧和摊销，房屋和土地的折旧与摊销费用为 0.72 亿元/年（54 亿元*2/3/50 年=0.72 亿元/年），伙食费用按照 20 元/天估算，成本为（20 元/人/天*365 天/年*6000 人=4380 万元/年）。假设 39 亿元押金投资年收益为 5%，总投资 54 亿元的资金成本为 4%，则押金与总投资的财务费用基本持平，财务费用为 0。根据以上假设，我们测算，如果入住率达到 100%，泰康之家燕园每年可以实现 3.6 亿元收入，420 万元净利润，净利率 1%。由于以上测算我们使用了过多假设，因此真实运营过程中的盈利能力有待考证。

表 4 泰康之家燕园收入成本测算表

项目	金额（万元）	占收入比
收入	36000	100%
人力成本	6000	17%
设备及装修折旧	18000	50%
伙食成本	4380	12%
房屋与土地的折旧与摊销	7200	20%
净利润	**420**	**1%**

资料来源：海通证券研究所

高端机构养老空间测算：假设 60 岁以上人口中 3%为机构养老（根据日本长期介护险数据，日本机构养老人数占参保退休老人的 2.9%），机构养老中的 10%为高端机构养老，单床收入按 10 万元/人/年估算，则当前高端机构养老空间为 600 亿元（2.12 亿人*3%*10%*10 万元/人/年≈600 亿元）。

图23 泰康之家燕园标准一居室客厅（使用面积 42 ㎡）

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图24 泰康之家燕园标准一居室卧室（使用面积 42 ㎡）

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图25 泰康之家燕园大一室一厅客厅（使用面积 78 ㎡）

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图26 泰康之家燕园大一室一厅卧室（使用面积 78 ㎡）

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图27 泰康之家燕园两室一厅客厅（使用面积 118 ㎡）

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图28 泰康之家燕园两室一厅卧室（使用面积 118 ㎡）

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图29 泰康之家燕园协助生活区标准一居室

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图30 泰康之家燕园专业护理区标准一居室

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图31 泰康之家燕园自理区户内卫生间

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图32 泰康之家燕园协助生活区户内卫生间

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图33 泰康之家燕园全功能活力会所

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

图34 泰康之家燕园餐厅

资料来源：泰康之家网站，海通证券研究所

3.2.2 中低端养老收费较低难以实现盈利，以公立养老院为主

四季青敬老院成立于1958年，现总占地面积44635平方米，建筑面积27142平方米，床位756张，2007年9月获得了北京市首家“四星级敬老院”。敬老院坐落于北京市海淀区，位于西四环外。院内设有食堂、餐厅、浴池、缝纫、理发、洗衣房、小卖部、医务室等，其中医务室能够实现医保报销。入住老人平均年龄78岁，756张床位入住率100%，尚有6000人排队。住院条件：无精神病、无传染病，六十岁以上的老年人。

图35 四季青敬老院门口

资料来源：百度图片，海通证券研究所

图36 四季青敬老院剧场

资料来源：养老信息网，海通证券研究所

图37 四季青敬老院福海园居室

资料来源：四季青敬老院网站，海通证券研究所

图38 四季青敬老院寿山园居室

资料来源：四季青敬老院网站，海通证券研究所

图39 四季青敬老院健身房

资料来源：四季青敬老院网站，海通证券研究所

图40 四季青敬老院食堂

资料来源：四季青敬老院网站，海通证券研究所

图41 四季青敬老院寿山园走廊

资料来源：四季青敬老院网站，海通证券研究所

图42 四季青敬老院室外健身广场

资料来源：四季青敬老院网站，海通证券研究所

收费较低难以实现盈利，运营以福利性为主。四季青敬老院的收费情况根据需要护理等级的不同而不同，一般自理老人 3000 元/月，非自理老人 4000 元/月，其中床位费 1200 元/月、伙食费 700 元/月，其余为护理费和其他生活费用。按照 3500 元/月的单床收入计算，756 张床位一年收入约 3175 万元。由于四季青敬老院为公办养老机构，土地和房屋成本较低。参考周边房屋均价 5 万元/㎡，租金 6000 元/100 ㎡/月，四季青敬老院的年租金（暨机会成本）应为 1944 万元/年（2.7 万平方米*60 元/平方米/月*12 月/年=1944 万元/年）。假设员工有 250 人，员工工资估计为 1500 万元/年（5000 元/月*250 人*12 月/年=1500 万元），老人及员工的伙食成本估计为 730 万元/年（20 元/人/天*365 天*1000 人=730 万元），设备折旧成本估计约 500 万元/年。因此，四季青敬老院运营的总成本应为 4974 万元，运营总成本大于收入，尚有 1499 万元的亏损，占收入的 47%。我们认为，由于房屋土地成本、人力成本较高，收费较低的养老院难以实现盈利，将以政府补贴的公立养老院为主。

中低端机构养老空间测算：假设 60 岁以上人口中 3%为机构养老（根据日本长期介护险数据，日本机构养老人数占参保退休老人的 2.9%），机构养老中的 90%为中低端机构养老，单床收入按 3.6 万元/人/年估算，则当前中低端机构养老空间为 2000 亿元（2.12 亿人*3%*90%*3.6 万元/人/年≈2000 亿元）。

表 5 四季青敬老院收入成本测算表

项目	金额（万元）	占收入比
收入	3175	100%
人力成本	1500	47%
租金（机会成本）	1944	61%
伙食成本	730	23%
设备及装修折旧	500	16%
净利润	**-1499**	**-47%**

资料来源：海通证券研究所

3.3 日间托老：群众接受度不高，盈利模式有待完善

北京市东城区广渠门日间照料中心 2014 年 9 月成立，位于北京市东城区广渠家园社区内，与社区服务中心在一起。社区服务中心有老年人活动的设施包括棋牌、打球、健身房等。日间照料中心的收费 80 元/天，护工与老人比例为 1:4，护工有初级护理资质。有两个房间共约 20 张床位，无卫生间，房间内公共区设有一个坐便器，不能洗澡，只能擦澡，属于公办民营。

群众接受度不高，盈利模式有待完善。目前，广渠门日间照料中心高峰期有约 8 名左右老人，平均每天有 2 名左右老人，入住率不高，主要原因可能是拥有自理能力的老人更愿意居家养老，而不能自理的老人更愿意雇佣护工在家养老或去养老院长住，日间养老的群众接受程度不高。盈利性方面，20 张床位即使住满，收入仅有 38.4 万元/年（80 元/人/天*20 人*20 天/月*12 月/年=38.4 万元/年）。按照广渠家园的租金约为 82 元/㎡/月，按照 300 ㎡估算，年租金为 29.52 万元/年（82 元/㎡/月*300 ㎡*12 月/年=29.52 万元/年），此外人力成本大约为 30 万元/年（5000 元/人/月*5 人*12 月/年=30 万元/年），伙食费用按照 20 元/人/天估算为 12 万元（20 元/人/天*25 人*20 天/月*12 月/年），设备及装修折旧按照 5 万元/年估算，净利润约为-38.12 万元/年，即使不考虑租金仍然难以盈利，盈利模式有待改善。

社区养老空间测算：假设 60 岁以上人口中 1%为社区养老（根据日本长期介护险数据，日本社区养老人数占参保退休老人的 0.9%），则当前日间托老的空间为 400 亿元（2.12 亿人*1%*1.9 万元/人/年≈400 亿元）。

表 6 广渠门日间照料中心收入成本测算表

项目	金额（万元）	占收入比
收入	38.40	100%
人力成本	30.00	78%
租金（机会成本）	29.52	77%
伙食成本	12.00	31%
设备及装修折旧	5.00	13%
净利润	**-38.12**	**-99%**

资料来源：海通证券研究所

3.4 各种养老模式比较：居家养老模式最好

我们对居家养老、机构养老、社区养老的盈利能力进行了估算，居家养老的净利率为 15%，高端机构养老净利率为 1%，中低端机构养老净利率为-47%，日间托

老净利率为-99%。从盈利能力、可复制性、市场空间等方面来看，居家养老均优于结构养老和社区养老，因此，我们认为居家养老的模式最好。

表 7 各种养老模式盈利能力对比

类型	居家养老（Natali）		高端养老院（泰康之家燕园）		中低端养老院（四季青敬老院）		社区养老（广渠门日间托老）	
项目	金额（万元）	占收入比	金额（万元）	占收入比	金额（万元）	占收入比	金额（万元）	占收入比
收入	28485	100%	36000	100%	3175	100%	38.40	100%
人力成本			6000	17%	1500	47%	30.00	78%
租金/房屋折旧/房屋机会成本			18000	50%	1944	61%	29.52	77%
伙食成本			4380	12%	730	23%	12.00	31%
设备及装修折旧			7200	20%	500	16%	5.00	13%
净利润	**4270**	**15%**	**420**	**1%**	**-1499**	**-47%**	**-38.12**	**-99%**

资料来源：南京新街口百货商店股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，海通证券研究所

表 8 各种养老模式盈利能力对比

类型	居家养老	高端养老院	中低端养老院	社区养老
市场空间	2100 亿元	600 亿元	2000 亿元	400 亿元
人均收费	1 万元/年	10 万元/年	3.6 万元/年	1.9 万元/年
可复制性	最好	最弱	最弱	中等
盈利能力	最好	一般	难以盈利	难以盈利

资料来源：南京新街口百货商店股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，海通证券研究所

4. 投资建议

预计今年 3 月出台的十三五规划纲要中会对养老产业做出详细的部署，长期护理险、上门医疗服务纳入医保报销等政策有望逐步落地，建议关注 3 月份由十三五规划纲要出台引发的主题性投资机会。相关标的：澳洋科技、南京新百、双箭股份、新华锦等。

5. 风险提示

高估值的风险；政策出台进度慢于预期的风险。

信息披露

分析师声明

余文心　　医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　爱尔眼科,美年健康,迪安诊断，华海药业,一心堂,益丰药房,瑞康医药,科华生物,翰宇药业,片仔癀,华兰生物,嘉事堂,信邦制药,鱼跃医疗,三诺生物,长春高新,国药一致,润达医疗,国药股份,我武生物

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

江孔亮　　副所长
(021)23219422　kljiang@htsec.com

邓　勇　　所长助理
(021)23219404　dengyong@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394　gxx8737@htsec.com
联系人
王　丹(021)23219885　wd9624@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
秦　泰(021)23154127　qt10341@htsec.com
梁中华(021)23154142　lzh10403@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴(021)23219449　wuxx@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370　zxw6607@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
纪锡靓(021)23219948　jxj8404@htsec.com
联系人
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
沈泽承(021)23212067　szc9633@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
姚　石 021-23219443　ys10481@htsec.com

金融产品研究团队
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
田本俊(021)23212001　tbj8936@htsec.com
纪锡靓(021)23219948　jxj8404@htsec.com
联系人
宋家骥(021)23212231　sjj9710@htsec.com
徐燕红
谈　鑫

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
联系人
张卿云(021)23219445　zqy9731@htsec.com
朱征星(021)23219981　zzx9770@htsec.com
张　雯(021)23154149　zw10199@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
张华恩（0755）82900465　zhe9642@htsec.com
钟　青 23219635
李　珂(021)23219821　lk6604@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
联系人
申　浩(021)23154117　sh10156@htsec.com
郑英亮 021-23154147　zyl10427@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
张　宇（021）23219583　zy9957@htsec.com
何继红(021)23219674　hejh@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
联系人
潘莹练(8621)23154122　pyl10297@htsec.com
王鸣阳

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
联系人
王　晴 021-23154116　wq10458@htsec.com
王汉超 021-23154125　whc10335@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
王晓林(021)23219812　wxl6666@htsec.com
联系人
朱军军（021）23154143　zjj10419@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com

电力设备及新能源行业
周旭辉(021)23219406　zxh9573@htsec.com
牛　品(021)23219390　np6307@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171　xbq6583@htsec.com
杨　帅(010)58067929　ys8979@htsec.com
联系人
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
张向伟　zxw10402@htsec.com

有色金属行业
钟　奇(021)23219962　zq8487@htsec.com
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
刘　博(021)23219401　liub5226@htsec.com
田　源 23214119　ty10235@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com

机械行业
徐志国(010)50949921　xzg9608@htsec.com
熊哲颖(021)23219407　xzy5559@htsec.com
联系人
韩鹏程(021)23219963　hpc9804@htsec.com
赵　晨(010)50949920　zc9848@htsec.com
张恒晅　zhx10170@hstec.com

医药行业
余文心 0755-82780398　ywx9461@htsec.com
刘　宇(021)23219608　liuy4986@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
联系人
高　岳(010)50949923　gy10054@htsec.com
师成平 010-50949927　scp10207@htsec.com
廖庆阳 01068067998　lqy10100@htsec.com

建筑工程行业
赵　健(021)23219472　zhaoj@htsec.com
联系人
金　川(021)23219957　jc9771@htsec.com
毕春晖（021）23154114　bch10483@htsec.com

计算机行业
魏　鑫(021)23212041　wx10618@htsec.com
联系人
谢春生 021-23154123　xcs10317@htsec.com
黄竞晶 021-23154131　hjj10361@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421　jiayt@htsec.com
联系人
金　晶

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
联系人
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com

汽车行业
邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
联系人
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com

社会服务行业
林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com

建筑建材行业
邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

银行行业
林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com

交通运输行业
虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
联系人
张 杨 zy9937@htsec.com

基础化工行业
刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚 18610049678 lmg10352@htsec.com
刘 强 021-23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣 23154130 lhr10342@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com

电子行业
陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com

纺织服装行业
唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com

通信行业
朱劲松 010-50949926 zjs10213@htsec.com

造纸轻工行业
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com

互联网及传媒
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

公用事业
联系人
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com

煤炭行业
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
戴元灿 23154146 dyc10422@htsec.com
李 淼

海通证券股份有限公司机构业务部

宋立民 总经理
(021)23212267
songlm@htsec.com

金芸 副总经理
(021)23219278
jinyun@htsec.com

深广地区销售团队
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
饶伟 0755-82775282
王雅清 075583254133

上海地区销售团队
黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
毛文英 02123219373 mwy10474@htsec.com
黄诚 hc10482@htsec.com
胡宇欣 021-23154192 hyx10493@htsec.com
漆冠男 23219281

北京地区销售团队
殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@htsec.com
张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com
张景财 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
杨博 (010)58067996 Yb9906@htsec.com
李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
陈琳 (010)58067929 cl10250@htsec.com
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
李靓一 (010)58067894 ljy10426@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com