

秋色胜似春光好

-- 医疗养老专题报告

推荐 (维持)

2015年10月16日

重点公司

相关报告

分析师:

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理:

赵垒

zhaoleiyjs@xyzq.com.cn

投资要点

- **老龄化进程加快和政策红利共同推动养老产业发展。**我国从1999年开始步入老龄化社会,2020年以后老龄化进程进一步加快,逐步进入中度老龄化阶段。随着鼓励社会力量投资养老领域的政策相继出台和落实,养老产业进入快速发展期,本报告旨在通过梳理国内外医疗养老现状和商业模式向投资者阐述行业未来的发展前景及关注点。
- **老有所养:老年人支付能力不足制约当前养老产业的发展。**目前全国老年消费市场空间在2.7万亿左右,到2020年接近6万亿。现阶段国内未富先老和富者未老同时存在。虽然支付能力仍是限制因素之一,但国内已形成了初具规模的大众富裕阶层,是未来数年内购买高端养老服务和产品的主力消费人群,潜在客户也将逐步从高端向中低端扩展。通过政府购买服务或借鉴国外长期照护保险等方式提高老年人群体的支付能力,有望极大推动养老产业的发展。
- **老有所医:慢性病用药和长期照护产业将迎来长期的发展机遇。**老龄化进程将推动慢性病用药的需求,慢性病用药市场扩容是确定性的趋势,与互联网相关的慢病管理也将迎来发展契机。国内目前养老服务业的体量同需求相比还有很大缺口,医疗服务仍然同养老分离。未来医养结合将是发展趋势。
- **老有所居:养老地产逐渐成熟。**国内养老地产开发商将面临从赚“快钱”到赚“慢钱”的转变,充分发掘养老配套服务所带来的增值效应仍是当前养老地产所面临的问题。目前养老地产存在出售、出租和租售并举等多种运营模式,未来保险资金、开发商和养老服务运营商有望逐步分工,实现开发利润、租金收益、资产升值收益与经营管理收益的分离,实现风险收益的分解和匹配。
- **国外养老产业已较为成熟,长期照护保险制度值得借鉴。**美国养老地产高度成熟,养老社区各具特点,产品类型丰富。日本养老产业以精细化服务为特色,介护保险法的推出有力推动了养老服务业的发展。目前国内养老产业现状和日本上世纪80年代前后较为类似,从养老产业的政策制定和发展历程来看日本模式对我国具有较强的借鉴意义。台湾养老产业以轻资产模式为主,养老机构多由医疗机构因竞争激烈衍生,与信息技术相结合的远程照护产业发展较快。未来专业化、连锁化将成为养老机构发展的主要方向。国内部分地区已开始借鉴国外做法试点推行长期照护保险制度,有利于减轻医疗和医保负担,提高老年人的支付能力。
- **投资建议:**受需求拉动和政策利好,国内养老产业正处于起步阶段,众多模式仍在探索之中。我们看好具备医疗等资源的整合能力和快速复制扩张能力的轻资产模式。建议在医药、地产等领域寻找积极转型介入养老产业的相关上市公司。
- **风险提示:**政策推进不及预期,商业模式尚不成熟。



目 录

1. 老龄化加速和政策红利共同推动养老产业的发展.....	- 5 -
1.1 国内老龄化进程逐步加快.....	- 5 -
1.2 政策红利不断释放 力推养老产业发展.....	- 7 -
1.3 国内民办养老服务机构现状：中小型机构为主，盈利微薄.....	- 9 -
2. 老有所养：老人支付能力有限是制约养老市场的关键因素.....	- 10 -
3. 老有所医：老龄化背景下的医疗消费和长期照护需求巨大.....	- 13 -
3.1 老年消费：医疗消费和长期照护需求巨大.....	- 13 -
3.2 慢性病用药市场扩容.....	- 14 -
3.3 长期照护市场：供给缺口仍在，医养结合是趋势.....	- 16 -
4. 老有所居：日趋成熟的养老地产.....	- 19 -
4.1 以房地产公司为主导，保险、养老运营机构等共同参与的市场.....	- 19 -
4.2 日趋成熟的盈利模式.....	- 20 -
5. 国外养老产业发展对我国的启示.....	- 21 -
5.1 美国养老产业：养老地产成熟 产品多样化.....	- 21 -
5.2 日本：精细化服务为特色.....	- 24 -
5.3 台湾：远程照护成应对长期照护需求的有效策略.....	- 25 -
5.4 长期照护保险制度的设立将有力推动老年服务业的发展.....	- 27 -
6. 行业内上市公司梳理.....	- 30 -
6.1 养老服务相上市公司.....	- 31 -
6.2 养老地产相关上市公司.....	- 34 -
7. 风险提示.....	- 36 -

图 1、全球 65 岁以上人口占总人口的比重 (%)	- 5 -
图 2、2015 年 (左) 和 2050 (右) 年全球人口年龄结构金字塔	- 6 -
图 3、中国 65 岁以上人口占总人口的比重 (%)	- 6 -
图 4、2015 年 (左) 和 2050 (右) 年中国人口年龄结构金字塔	- 7 -
图 5、三种养老模式	- 9 -
图 6、养老服务机构年末床位利用率 (%)	- 10 -
图 7、养老产业概览	- 11 -
图 8、中国老龄产业市场规模预测	- 11 -
图 9、城市养老收入来源	- 12 -
图 10、农村养老收入来源	- 12 -
图 11、医疗服务体系的延伸	- 13 -
图 12、老年消费者用于自身的日常消费支出情况 (%)	- 13 -
图 13、日本人各年龄段医疗费用支出	- 14 -
图 14、中国家庭人均消费支出	- 14 -
图 15、部分慢性疾病的发病率 (‰)	- 15 -
图 16、癌症和慢病治疗药品 2013 年销售额 (亿元)	- 16 -
图 17、互联网慢病管理示意图	- 16 -
图 18、各省实际床位数 (2011) 与“十二五”规划建设目标的缺口 (万张)	- 17 -
图 19、老年人选择专业养老机构的考虑因素	- 17 -
图 20、日医学馆各项收入占比	- 18 -
图 21、美国养老社区市场中前 100 位盈利性企业的供给结构	- 18 -
图 22、远程照护示意图	- 18 -
图 23、房地产企业从事老年地产所面临的风险	- 19 -
图 24、美国养老产业 (地产) 发展历程	- 22 -
图 25、美国养老运营商 BKD 发展历程	- 23 -
图 26、中日两国老龄化进程比较	- 24 -
图 27、日本养老产业的发展历程	- 24 -
图 28、台湾远程照护模式介绍	- 26 -
图 29、安康通+Natali 业务模式	- 32 -
图 30、“湘雅模式”简介	- 33 -
图 31、湘雅博爱康复医院日均医疗费用低于综合性医院 (单位: 元)	- 33 -
图 32、保险产品与养老社区的结合模式	- 35 -
表 1、中国老龄化进程 (%)	- 7 -
表 2、近十年来养老行业相关政策	- 8 -
表 3、国内多数民办养老机构的“脸谱”	- 9 -
表 4、国内老年人消费市场规模测算	- 10 -
表 5、部分经济体进入老龄社会时发展情况比较	- 11 -
表 6、我国老年人口人均收入、支出和财产 (2011 年, 单位: 元)	- 12 -
表 7、分年龄组疾病别慢性病患率率 (‰)	- 15 -
表 8、医养结合合作模式	- 18 -
表 9、部分养老地产合作模式	- 19 -
表 10、养老地产选址考虑	- 20 -
表 11、中国养老住宅主要盈利模式	- 20 -
表 12、美国养老市场代表性企业	- 21 -
表 13、美国代表性养老社区	- 23 -
表 14、部分国家长照护保险推出时间及人均 GDP (美元)	- 27 -
表 15、日本和台湾长期照护保险介绍	- 28 -
表 16、2000-2011 年日本长期照护保险支出及占 GDP 比重	- 29 -
表 17、青岛和长春长期照护保险比较	- 30 -

表 18、A 股养老行业相关公司梳理	- 31 -
表 19、A 股代表性地产企业及其养老地产项目	- 35 -
表 20、国内保险巨头在养老产业的布局	- 36 -
表 21、国内保险公司及其养老地产项目	- 36 -

引言

老龄化已经成为全球范围的趋势。国内由于受到计划生育等政策因素的影响，老龄化的进程显著加快。受需求和政策的推动，养老产业将迎来十分确定的发展机会。但由于国内未富先老和富者未老同时存在，影响了现阶段老年人的支付能力，某种程度上限制了现阶段养老产业的发展。早于我国进入老龄化社会的美国、日本、台湾等地区均形成了各具特色的养老产业，长期照护保险制度值得国内借鉴。目前我国养老服务业同需求相比还有较大缺口，医养结合仍然有很大的发展空间。我们认为长期照护产业和慢性病用药市场将长期受益于国内的老龄化进程。通过政府购买服务或借鉴国外长期照护保险等方式提高老年人群体的支付能力，有望极大推动养老产业的发展。

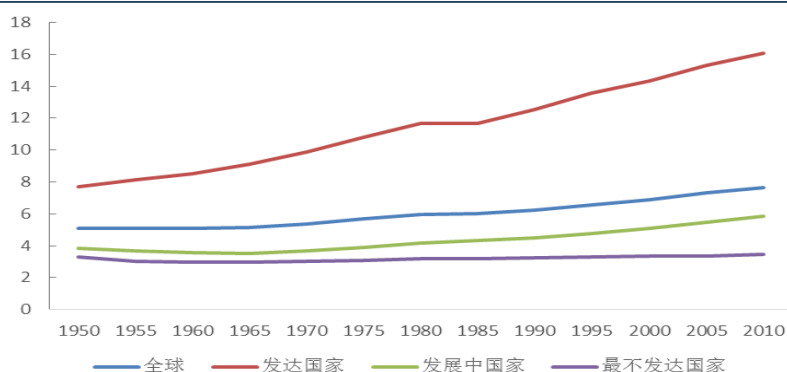
本篇报告的创新之处在于 1)：根据国内老龄化进程和老年人群收入水平详细测算了当前和未来国内养老产业的市场空间；2) 通过对老年人群收入状况的细分分析，指出目前老年人群有限的支付能力是国内养老产业发展的制约因素，不断增长的大众富裕阶层是今后数年养老消费的主力人群；3) 详细介绍对比了国外长期照护保险产生的原因及其在国内的试点情况。

1. 老龄化加速和政策红利共同推动养老产业的发展

1.1 国内老龄化进程逐步加快

自二战结束以来，由于世界处于相对和平的环境，医疗技术不断进步，工业化、城市化和经济现代化带来了人口平均寿命的延长和妇女生育率的持续下降，老龄化逐步成为全球性的趋势。特别是在社会保障制度更加完善、医疗水平更加先进的发达国家，老龄化的趋势更加显著。

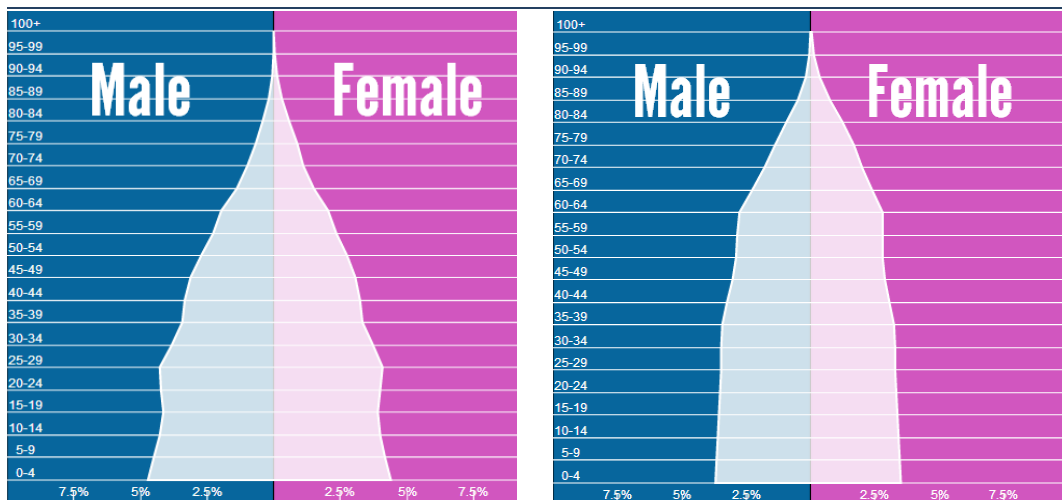
图 1、全球 65 岁以上人口占总人口的比重 (%)



数据来源：World Population Prospects: The 2012 Revision 兴业证券研究所整理

在 1950 年，全球 65 岁及以上人口仅为 1.29 亿，占总人口 25.32 亿的比重为 5.1%。而截至 2012 年，全球 65 岁及以上人口增加到 5.68 亿，占比高达 7.7%。如果按照联合国提出的“65 岁及 65 岁以上老年人口达到总人口的 7%”作为判定老龄化社会的标准，那么全球实际上从 2000 年之后就已经进入老龄化社会。

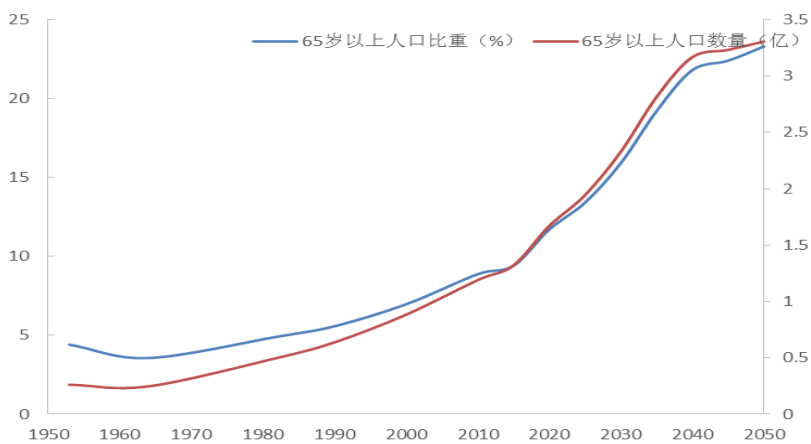
图 1、2015 年（左）和 2050（右）年全球人口年龄结构金字塔



数据来源：World Population Prospects: The 2012 Revision 兴业证券研究所整理

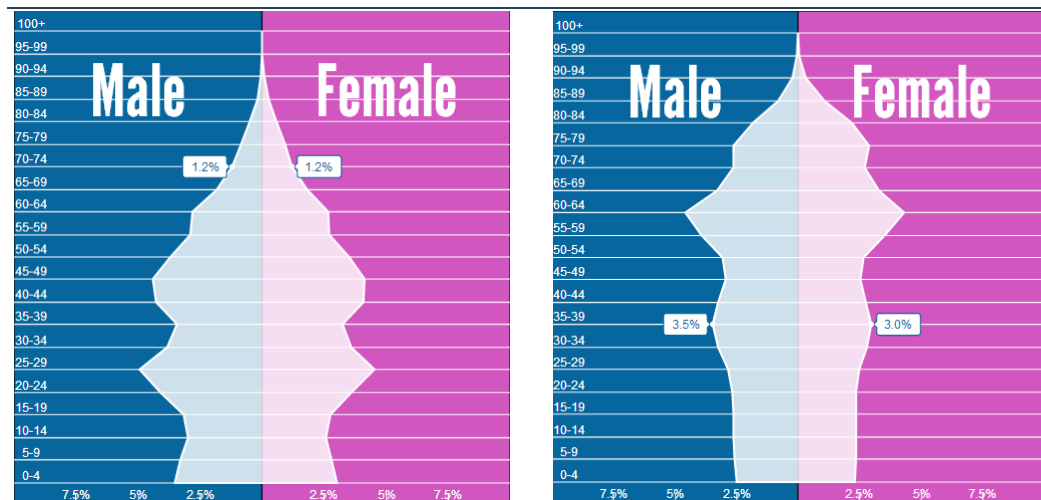
就中国而言,由于自上世纪 80 年代以来计划生育政策对人口出生率和人口数量的巨大影响,人口出生率急剧下降,在缓解了人口总量压力的同时也加剧了国内的老龄化进程。根据联合国的标准,中国已于 1999 年进入了老龄化社会,并且人口老龄化程度越来越严重。随着在 1949-1957 年、1962-1970 年及 1981-1990 年三大人口出生高峰出生的人员在 2010 年之后陆续进入老年阶段,再叠加死亡率降低、人均寿命延长的因素,使得我国的老龄化进程较发达国家显著加快。

图 3、中国 65 岁以上人口占总人口的比重 (%)



数据来源：国家统计局, 国家人口发展战略研究报告 兴业证券研究所整理

图 4、2015 年（左）和 2050（右）年中国人口年龄结构金字塔



数据来源：World Population Prospects: The 2012 Revision 兴业证券研究所整理

根据相关测算,从2013年到2021年我国的老龄化水平将由目前的15%提高到18%,老年人口年均增长700万人;而从2022年到2030年,由于三年自然灾害后第二次人口生育高峰期间的人口陆续进入老龄化,老年人口迅猛增长,年均增长1260万人,老年人口总数达到3.71亿人,老龄化水平将达到25.3%;而到2053年,老年人口数增长到4.87亿人,老龄化水平将提升至34.9%;从2053年到2100年开始,老年人口增长期结束,中国将进入一个稳态的重度人口老龄化平台期。

表 1、中国老龄化进程 (%)

阶段	老龄人口及其占比	年均增长(万人)	老年人特点
2013-2020 轻度老龄化	2.02 亿→2.58 亿 (14.9%→17.9%)	700	50 后, 消费能力有限, 子女较多, 现阶段主要养老客户
2021-2030 中度老龄化	2.58 亿→3.71 亿 (17.9%→25.3%)	1260	60 后, 子女数量锐减, 改革开放的中坚力量
2031-2051 重度老龄化	3.71 亿→4.87 亿 (25.3%→30%)	522	70 后, 拥有巨大的房产等金融资产
2051-2100 重度老龄化	4.87 亿→3.83 亿 (25.3%→30%)	-200	

数据来源：中国应对人口老龄化战略研究 兴业证券研究所整理

1.2 政策红利不断释放 力推养老产业发展

我国是在家庭养老保障功能逐步弱化、社会养老保障制度尚不健全的情况下进入老龄社会的, 目前的社会抚养压力已经比较沉重, 随着人口老龄化的深入发展, 未来我国社会养老保障制度将面临更为严峻的冲击。人口老龄化对中国经济增长潜力、增长方式转变、劳动就业, 以及经济社会运行成本、金融系统稳定和城乡经济协调发展等方面都有着深刻的、系统性的影响, 已经成为制约我国宏观经济运行的基础性因素。

面对日益严重的老龄化趋势, 国家从 2000 年开始陆续出台了一系列的鼓励和扶植

的相关政策。在 2011 年发布的《社会养老服务体系规划建设规划(2011-2015)》中，国务院提出到 2015 年，基本形成制度完善、组织健全、规模适度、运营良好、服务优良、监管到位、可持续发展的社会养老服务体系。每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张，居家养老和社区养老服务网络基本健全的目标。而 2013 年 8 月国务院印发了《关于加快发展养老服务业的若干意见》，此后民政部、国家发改委、财政部、人社部、国土资源部等各部委相继出台系列政策措施鼓励推动国内养老事业的发展。鼓励民间资本参与居家和社区养老服务、机构养老服务、养老产业发展方面给出多重优惠，推动社会力量成为发展养老服务业的“主角”，养老产业迅速成为了民间资本的投资蓝海，保险企业、房地产企业纷纷涉足。

表 2、近十年来养老行业相关政策

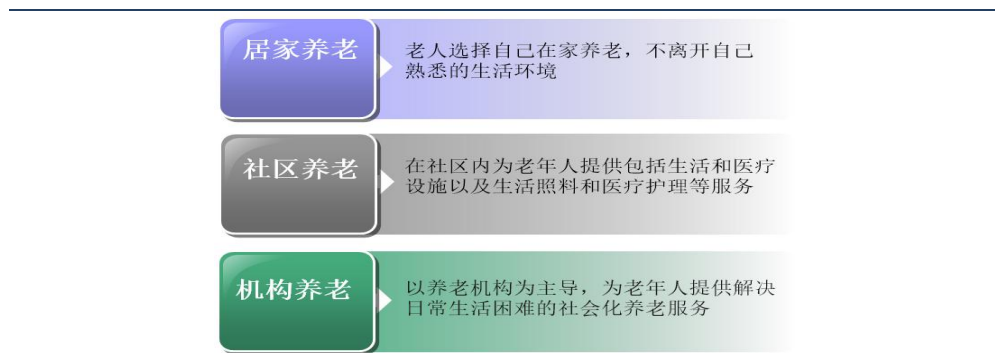
时间	文件名称	主要内容
2011/9/17	中国老龄事业发展“十二五”规划	每千名老人拥有养老床位数达到 30 张。“十二五”期间，新增各类养老床位 342 万张。地(市)级以上城市至少要有一所专业型养老护理机构。把老龄产业纳入经济社会发展总体规划。
2011/12/27	社会养老服务体系规划建设规划(2011-2015 年)	采取公建民营、民办公助、政府购买服务、贴息补助等多种形式引导社会力量兴办养老服务设施，保障养老用地供应，贯彻落实相关优惠政策。
2012/7/24	民政部关于鼓励和引导民间资本进入养老服务领域的实施意见	民办养老机构免征营业税，根据投资额、建设规模等因素给予一定补贴。
2013/8/16	国务院常务会议	确定深化改革加快养老服务产业的任务措施。推动社会力量成为发展养老服务业的“主角”，到 2020 年全面建成以家庭为基础、社区为依托、机构为支撑的覆盖城乡多样化养老服务体系。开展老年人住房反向抵押养老保险试点。
2013/9/13	关于加快发展养老服务业的若干意见	支持社会力量举办养老机构。目标 2020 年末全国社会养老床位数达到每千名老年人 35-40 张。民政部本级彩票公益金和地方各级政府用于社会福利事业的彩票公益金，要将 50% 以上的资金用于支持发展养老服务业。
2013/10/14	关于促进健康服务业发展的若干意见	加大医疗服务领域开放力度，实行“非禁即入”。到 2020 年，健康服务业总规模达到 8 万亿元以上，成为推动经济社会持续发展的重要力量。非公立医疗机构医疗服务价格将实行市场调节价。
2014/2/13	关于加强养老服务设施规划建设工作的通知	确定北京市西城区等 42 个地区为全国养老服务业综合改革试点地区。
2014/9/12	关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知	到 2015 年，每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张。到 2020 年，每千名老年人拥有养老床位数达到 35-40 张。
2015/2/25	关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见	推进医养融合发展，鼓励社会力量举办规模化、连锁化的养老机构。对民办养老机构提供的育养服务免征营业税。养老机构在资产重组过程中涉及的不动产、土地使用权转让，不征收增值税和营业税。

数据来源：各部委网站 兴业证券研究所整理

综合考虑国内老年人生活习惯和社会承载能力等因素，上海市在“十一五”期间率先提出构建“9073”养老服务格局，即 90% 的老年人由家庭自我照顾、7% 享受社区居家养老服务、3% 享受机构养老服务，形成以居家养老为主体、社区照料为

依托、机构养老为支撑、各类为老服务组织协调发展、覆盖城乡的社会化养老服务网络。目前该方案已被国内其他省份借鉴，成为制定养老服务规划的蓝本。与“9073”养老服务格局类似，部分地区也提出了“9064”养老服务格局规划，但基本上都是以居家养老为主体，社区养老和机构养老为补充。

图 5、三种养老模式



数据来源：兴业证券 兴业证券研究所整理

1.3 国内民办养老服务机构现状：中小型机构为主，盈利微薄

根据民政部统计，2014 年全国各类养老服务机构和设施 94110 个，其中：养老服务机构 33043 个，社区养老服务机构和设施 18927 个，互助型的养老设施 40357 个；各类养老床位 577.8 万张，比上年增长 17.0%，我国每千老人床位数为 27.2，按照“百名老人 5 张床位”的国际标准计算，我国养老床位仍有不小缺口。

- 从规模来看，民办养老机构的平均床位规模在 100 张左右，中小型的民办养老机构最为普遍。
- 从服务内容来看，目前国内养老机构主要包括三种类型：以日常生活照料为主（87%）、以护理康复为主（10%）和以临终照护为主（3%），入住的对象多数具备生活自理能力。
- 从收费来看，由于补贴政策存在差异，民办养老机构的收费标准（押金、护理费用）要明显高于公办养老机构，以押金为例，民办养老机构的入住押金多在 10000 元以上，而公立养老机构则普遍在 3000-8000 元不等，就北京地区而言，大多数老年人所能接受的养老费用在每月 2000 元左右，与目前中低端养老机构的一般收费标准比较接近。
- 从盈利水平来看，51%的养老机构可以做到基本持平，但盈利的只占 9%，并且 78%以下的养老服务机构其利润率低于 5%。

表 3、国内多数民办养老机构的“脸谱”

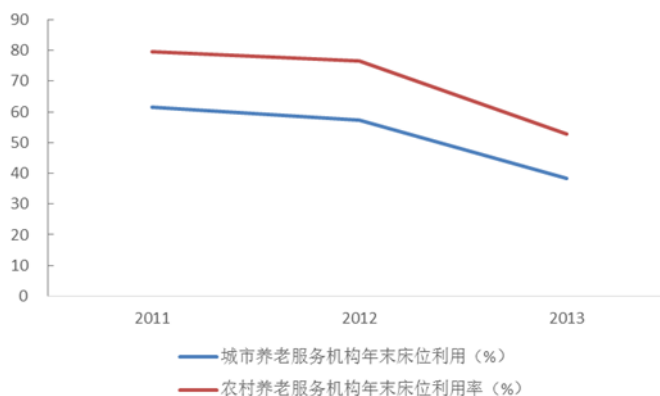
项目	规模	服务内容	收费	盈利情况	盈利水平
特点	100 张床位左右	日常照料为主	月养老费用 2000 元左右	51%持平，40%亏损，9%盈余	78%的机构利润率低于 5%

数据来源：全国老龄办 兴业证券研究所整理

此外，虽然按照相关规划我国的养老床位数尚有较大缺口，但是另外一方面，养老服务机构的年末床位利用率却逐年降低，我们认为原因有以下几方面：1) 目前我国老年人口结构仍然比较“年轻”，处于“低龄老龄化”，多数老人现阶段仍然

具备基本的生活自理能力，因此入住养老机构的意愿尚不强烈；2) 近年来，在政府推动特别是补贴政策的刺激下，养老床位的增加速度高于老年人口入住养老院的速度，特别是一些机构新建立在远离城区的地方、生活设施和医疗设施不完善，降低了对老年人的吸引力；3) 床位利用率逐年降低可能是一个结构性的问题，具体表现在由于补贴和费用低廉，公立养老机构仍然一床难求，而民营养老机构往往面临入住率不高的难题。从国外如日本、台湾地区的经验来看，只有入住率达到70%以上，养老服务机构才有可能稳定盈利，因此目前入住率较低也和养老服务机构多数不盈利的状况相对应。此外由于各地老龄化程度不同、老年人支付水平各异、养老设施数量的不同等原因也会造成各地养老机构床位利用率的差异。

图 6、养老服务机构年末床位利用率 (%)



数据来源：中国老龄产业发展报告 兴业证券研究所整理

2. 老有所养：老人支付能力有限是制约养老市场的关键因素

老年人口数量的巨大增长也带来了巨大的经济增量。根据现有的人口老龄化预测模型（表 1）和现阶段我国老年人口的经济收入与支出情况（表 6），我们测算目前国内老年人消费的市场空间在 2.7 万亿元，到 2020 年则有望达到近 6 万亿元。

表 4、国内老年人消费市场规模测算

时间	2014	2020	2030	2050
城市老年人口数量 (亿人)	0.92	1.24	2.05	3.43
农村老年人口数量 (亿人)	1.19	1.31	1.65	1.44
城市老年人均消费支出 (元)	18000	31888	68844	220792
农村人均消费支出 (元)	8600	15235	32892	105490
城市市场空间 (亿元)	16560	39541	141130	757317
农村市场空间 (亿元)	10234	19958	54272	151905
总计消费空间 (亿元)	26794	59500	195402	909222

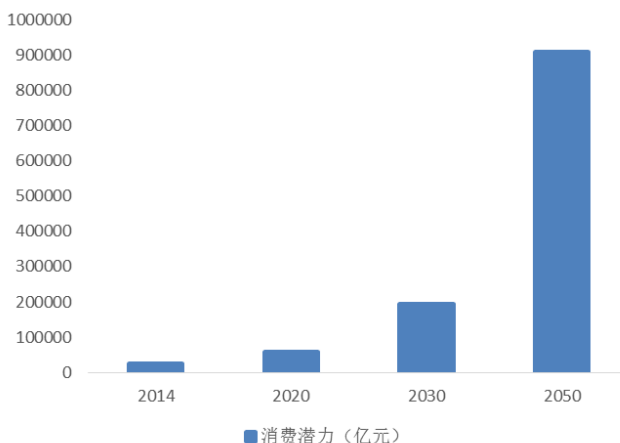
数据来源：中国老龄产业发展报告，兴业证券研究所整理

图 7、养老产业概览



数据来源： 兴业证券研究所整理

图 8、中国老龄产业市场规模预测



数据来源： 兴业证券研究所整理

收入水平是影响消费结构最重要、最基本的因素。从宏观上来看，2000 年中国步入老龄化阶段是人均 GDP 只有 3400 美元，远低于台湾、日本等地区的水平，同时由于劳动者报酬占 GDP 的比重偏低，因此率先步入老龄化的人群往往支付能力有限。

表 5、部分经济体进入老龄社会时发展情况比较

项目名称	65 岁人口达 7%的时间	当年人均 GDP(美元) (购买力平价)	65 岁人口达 14%的时间	间隔时间 (年)
日本	1970	9714	1994	24
德国	1930	3973	1972	42
英国	1930	5441	1976	46
美国	1945	11708	2014	69
台湾	1993	11877	-	-
中国	2000	3421	2027	27

数据来源： 兴业证券研究所整理

根据中国健康与养老追踪调查项目 (CHARLS) 报告，目前 60 岁以上的城市人口中，其 75% 分位的年收入水平是 27160 元。根据北京市民政局的统计，朝阳区全

体老人的月平均收入仅为 2346 元，其中退休金收入占 86.48%。与此类似，浙江省老年家庭中人均年收入位于 1 万 ~ 3 万元的占 48.5%。如果考虑到广大农村老年人更低的收入水平，整个老年群体的支付能力还将进一步降低。因此，目前整体老年群体有限的支付能力是制约当前阶段国内老龄产业发展的关键因素。换个角度而言就是“富者未老”。未富先老的人是计划经济时代出生的人，财富积累有限，很难支付市场化养老服务。我们预计随着未来 60 后逐步步入老年阶段，作为改革开放的中坚力量，其收入水平会逐步提高，将有力推动国内养老事业的发展。因此目前来看，受支付能力的限制，当前市场化的养老服务多数将潜在客户定位在中高端收入群体。

图 9、城市养老收入来源

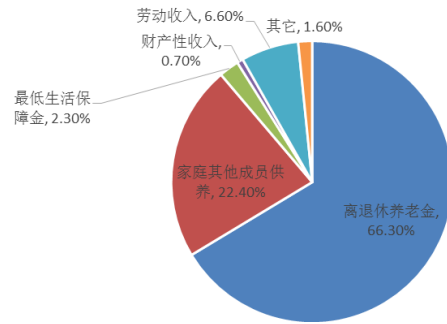
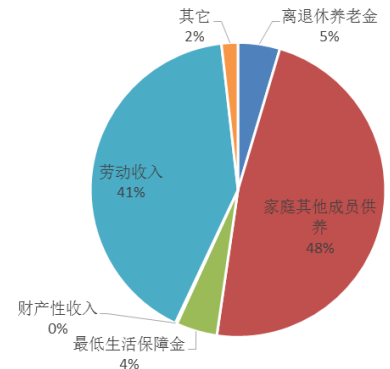


图 10、农村养老收入来源



数据来源：北京市老龄工作委员会 兴业证券研究所整理

表 6、我国老年人口人均收入、支出和财产（2011 年，单位：元）

	45-59 岁						60 岁及以上					
	农村户口			城市户口			农村户口			城市户口		
	25%	50%	75%	25%	50%	75%	25%	50%	75%	25%	50%	75%
人均支出	3204	5317	8750	5868	9930	16603	2374	4005	6428	5467	8690	13493
人均收入	2780	7975	16100	8843	16773	27753	1379	4400	9935	9600	16320	27160
人均财产	11510	30379	64359	34407	82500	211350	7314	18395	41617	26050	70760	156650

数据来源：CHARLS 兴业证券研究所整理

就高收入群体而言，根据福布斯发布的相关数据，2014 年全国“个人可投资资产在 60 万至 600 万人民币之间”的大众富裕阶层达到 1388 万人，人均可投资资产约为 135 万元。按年龄结构来看，50 岁以上的占比为 25.6%，因此，按该比例测算，全国 50 岁以上的大众富裕阶层的人数约为 355 万人（不包含超高净值人群）。我们认为这一部分人群是未来数年内购买高端养老服务和产品（特别是养老地产）的主力消费人群。从日本等国家的养老产业发展来看，其养老地产的服务对象早已开始呈现由高端人群转向普通收入人群的过程。

从分类来看，潜在的中高端客户群体又可分为以下四类：一是具备一定经济实力的企业主、企事业单位及政府机关退休人员，二是受教育程度较高、养老观念较强的人员，如教育和文艺工作者等，该群体对养老较为重视，希望晚年有自己的生活方式；三是为父母或其他长辈购（置）买养老服务及设施的人群，这类群体

往往因为某些因素和父母分居，希望父母能够享受较好的养老服务；四是没有子女的丁克家庭或失独老人，购买养老服务往往是该群体的普遍选择。

总体来看，老人支付能力有限在某种程度上是目前制约养老市场的重要因素，但现阶段国内已经形成了初具规模的大众富裕阶层，这一部分人群是未来数年内购买高端养老服务和产品（特别是养老地产）的主力消费人群，我们预计国内养老产业的潜在客户也将逐步从高端人群向中低端客户扩展。值得注意的是，如果通过推行政府购买服务或借鉴国外的长期照护保险（后文会详细介绍）等方式提高中低端老年人群体的支付能力，将有望极大促进国内养老产业的发展。

3、老有所医：老龄化背景下的医疗消费和长期照护需求巨大

老年人由于身体机能的下降，各种慢性病的发病率逐渐提高。产生了空间巨大的医疗增量市场。另一方面，为了节约医疗成本，医疗服务体系必然要从以治疗为中心向前端的健康监测以及后端的康复护理进行延伸。

图 11、医疗服务体系的延伸

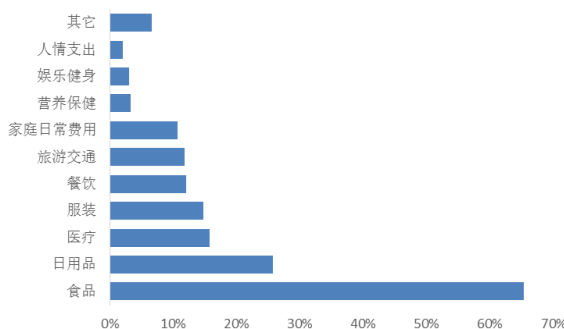


数据来源：兴业证券研究所整理

3.1 老年消费：医疗消费和长期照护需求巨大

由于我国老年人口收入水平明显低于其劳动年龄阶段并且不稳定，因此一方面对老年人个体而言，消费总支出在减少；另一方面，由于老年人的生活模式、身体机能较中青年有显著不同，这些变化会改变老年人的消费和行为模式，从而形成老年人独特的消费偏好，也带来了消费模式的转变。

图 12、老年消费者用于自身的日常消费支出情况（%）

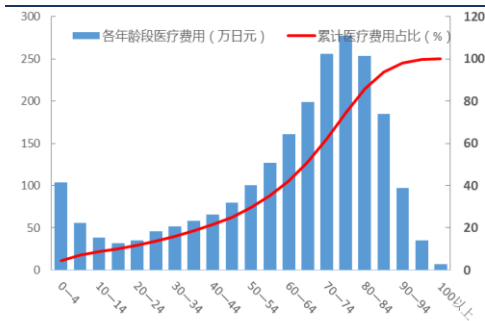


数据来源：2013 年中国老年消费者权益保护调查报告 兴业证券研究所整理

就医疗消费而言，根据日本厚生省的统计，70 岁以后的医疗费用约占生涯医疗费

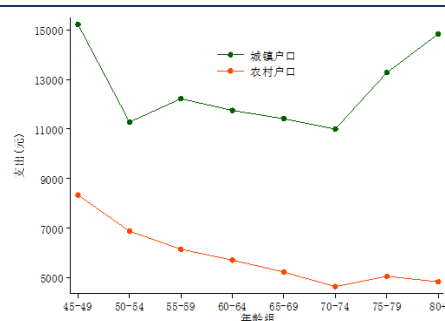
用的 51%，我国城镇居民人均消费在 50-70 岁之间基本保持稳定，在 70 岁以后的消费支出大幅上升，主要原因也是由于生命末期（2010 年中国人平均预期寿命为 74.83 岁）医疗费用的大幅提高。

图 13、日本人各年龄段医疗费用支出



数据来源：日本厚生省 兴业证券研究所整理

图 14、中国家庭人均消费支出



数据来源：CHARLS 兴业证券研究所整理

除了医疗消费，伴随老年人的身体机能的退化，自理问题也同样严重影响老年人的生活质量。根据人口普查相关数据，2010 年末全国城乡失能老年人（包含部分失能和完全失能）约为 3300 万，其中完全失能老年人 1054 万，占总体老年人口 6.31%。失能老人是老年人口中最需要照护的对象，对养老服务设施和服务人员都有着巨大的需求。国外部分进入老龄化阶段较早的国家和地区已经建立了较为完善的长期照护制度，针对老年人的医疗保障体系也较为成熟。但反观我国，由于国家财政投入有限、社会参与度不高，目前国内的设施和服务仍然无法跟上老龄人口的巨头需求，两者存在巨大缺口（分析见后文）。

3.2 慢性病用药市场扩容

老年人口的快速增长和慢性疾病发病率的提高必然带来老年相关疾病如高血压、糖尿病、类风湿性关节炎、椎间盘疾病、白内障等发病人数的增加，从而促进慢性病相关药物、器械等市场的扩容。分年龄组来看，大于 60 岁的人群患恶性肿瘤、糖尿病、心脏病、高血压等疾病的概率分别比 20-29 岁年龄组高了 131 倍、100 倍、95 倍、115 倍。

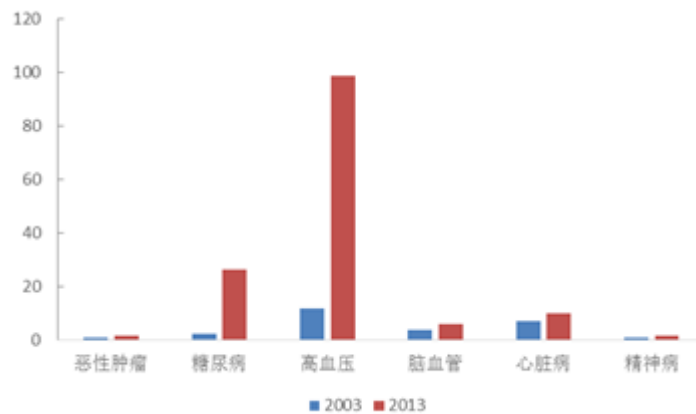
表 7、分年龄组疾病别慢性病患率（%）

疾病名称	20-29岁	30-39岁	40-49岁	50-59岁	>60岁
恶性肿瘤	0.03	0.51	1.80	3.22	3.95
糖尿病	0.10	0.27	1.65	7.00	10.05
血液病	2.54	4.66	4.31	6.72	5.71
神经系统疾病	1.18	2.39	10.59	11.22	10.71
眼疾病	3.14	7.51	2.39	7.00	19.76
心脏病	1.61	6.07	14.70	41.22	153.71
骨关节病	6.61	19.73	45.29	79.32	83.38
慢性支气管炎	2.51	6.97	16.23	34.44	63.58
高血压	0.53	3.38	12.47	40.55	61.03
脑血管病	0.18	0.63	2.55	10.83	24.50
胃炎	11.72	25.80	31.68	33.72	27.44
肝脏疾病	1.33	2.81	3.84	4.17	3.56

数据来源：卫生部统计信息中心；国家卫生服务研究 兴业证券研究所整理

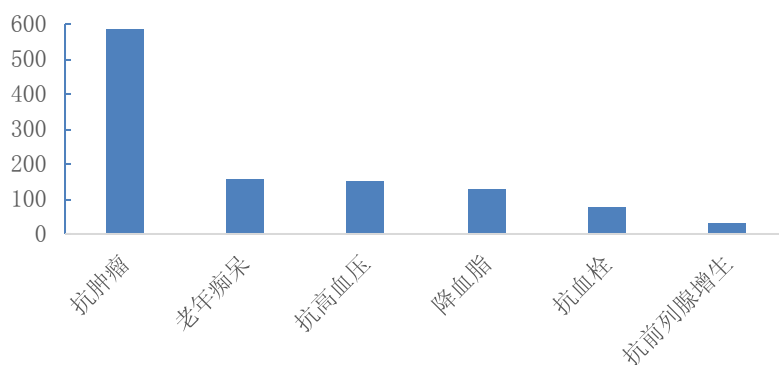
而如果从时间序列来进行纵向比较，随着环境的恶化、生活方式转变和老龄化的推进，部分慢性疾病在全部人群中的发病率也是逐年提升。2013 年和 2003 年相比，高血压和糖尿病的发病率分别提高了 8 倍 12 倍。

图 15、部分慢性疾病的发病率（‰）



数据来源：南方所 兴业证券研究所整理

图 16、癌症和慢病治疗药品 2013 年销售额（亿元）



数据来源：南方所 兴业证券研究所整理

此外，随着互联网技术对医疗领域的渗透，慢病管理正逐步走向成熟。通过传感器和分析软件的结合，患者可以实时了解自己的血糖等各项健康指标，实现对健康的有效管理，并且慢病管理平台所集合的预约挂号、轻问诊乃至购药等服务也极大的方便了患者从挂号、监测、诊疗和购药的整个流程，个体数据经过大数据等技术的分析可以更好的让患者对自身健康实施有效管理。

图 17、互联网慢病管理示意图



数据来源： 兴业证券研究所整理

3.3 长期照护市场：供给缺口仍在，医养结合是趋势

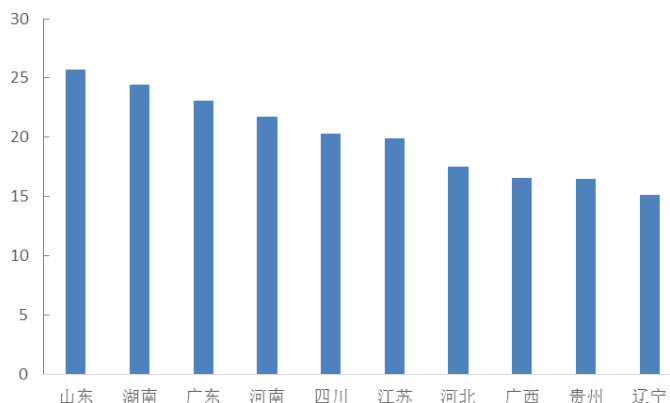
老年人口的快速增长必和发病率的提高必然带来老年人相关疾病如高血压、糖尿病、类风湿性关节炎、椎间盘疾病、白内障等发病人数的增加，从而促进慢性病相关药物、器械等市场的扩容。

➤ **从数量上来看，我国养老机构床位数仍然存在巨大缺口**

根据民政部统计，2014 年全国各类养老服务机构和设施 94110 个，其中：养老服务机构 33043 个，社区养老服务机构和设施 18927 个，互助型的养老设施 40357 个；

各类养老床位 577.8 万张，比上年增长 17.0%，我国每千老人床位数为 27.2，按照“百名老人 5 张床位”的国际标准计算，我国养老床位仍有不小缺口。根据《2011 年民政统计年鉴》数据，按照“9073”的“十二五”规划建设目标，在“十一五”基础上我国养老机构床位建设任务还很艰巨，整体床位缺口达 350 万张。从区域来看，东部、中部和西部地区床位缺口依次为 135.5 万张、100 万张和 114.5 万张。

图 18、各省实际床位数（2011）与“十二五”规划建设目标的缺口（万张）

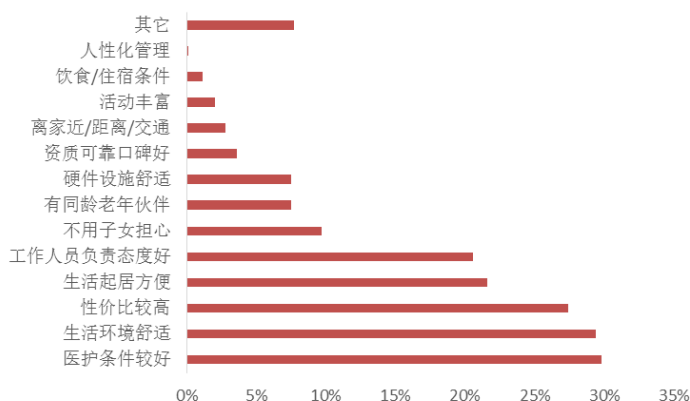


数据来源：全国养老服务业走势月度分析 兴业证券研究所整理

➤ 从服务内容上看，养老机构远未能满足老年人的医疗需求

根据中国消费者协会的相关调查，老年人在选择专业养老机构时的考虑因素较为分散。“医护条件好”、“生活环境舒适良好”、“费用/性价比高”、“生活起居方便”、“工作人员态度良好、认真负责”都成为老年人选择专业养老机构比较关注的因素，占比均在 20% 以上。但是对养老机构的“资质可靠、值得信任，口碑”方面的关注度不是很高。医护条件较好排名首位充分反映了潜在顾客对医疗服务的巨大需求，而目前国内的养老机构多数只针对健康/生活可以自理的老人，多数无法提供比较专业的医疗服务。养老与医疗相分离是目前国内养老产业的一大痛点，医养结合尚有很长的道路要走。

图 19、老年人选择专业养老机构的考虑因素



数据来源：中国消费者协会 兴业证券研究所整理

由于相对于日常照料，医疗护理的专业性和技术性更高，因此收费也较普通护理较高。从国外的养老机构的现状来看，医疗护理相关的收入均占较大比重，提供

医疗护理服务的养老机构占比同样较高。

图 20、日医学馆各项收入占比

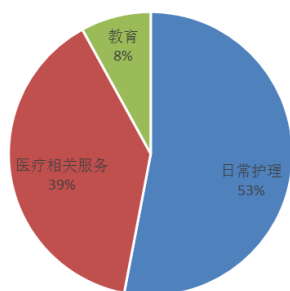
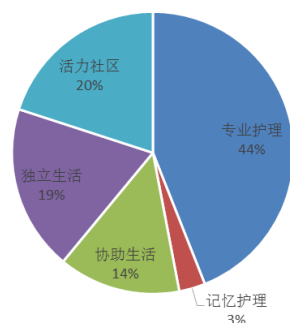


图 21、美国养老社区市场中前 100 位盈利性企业的供给结构



数据来源：日医学馆年报 兴业证券研究所

数据来源：美国国家养老社区和健康护理产业投资中心 兴业证券研究所

目前，部分养老机构已经开始和医院合作，开展医养结合的尝试。从模式上来看，主要有整合照料、联合运行、支撑辐射等类型。台湾地区的部分养老机构由于是依托医院发展而来，因此医养结合较为紧密。而国内多数三甲医院由于超量的诊疗人次预计很难有资源和养老产业进行对接。反而是一些基层的二级医院等有望通过和社区合作等进行医养结合的尝试。

表 8、医养结合合作模式

模式	组织形式	案例
整合照料	由单一机构提供医养结合服务，包括具备医疗功能的养老机构和具备养老功能的医疗机构	北京太阳城养老社区
联合运行	由一个或多个养老机构与医疗机构合作	北京恭和老年健康生活中心
支撑辐射	由医疗机构或社区卫生机构与养老机构开展合作	青岛市李沧区

数据来源：兴业证券研究所整理

此外，同互联网化的慢病管理相似，智慧养老/远程照护也正在迅速发展。借助于信息技术手段，远程完成家庭安防、实时定位、家政服务呼叫、健康监测、紧急救助呼叫等服务内容，最终构建“没有围墙的养老院”。

图 22、远程照护示意图



数据来源： 兴业证券研究所整理

4、老有所居：日趋成熟的养老地产

老年人口的逐年递增也带来了老年住宅需求的增长。值得注意的是，由于目前国内老年人自有住宅的占比较高，老年人选择养老地产的主要考量因素是获得老年住宅所附加的生活护理、医疗照护等功能，并非单纯的住宅本身。因此养老地产实际上具备了房地产和社会服务业的双重属性。和传统的房地产业融资渠道广泛、高周转率、高利润率的特点相比，养老地产融资渠道狭窄、周转率较低，利润率明显下滑。作为养老地产行业的主导者，房地产公司将面临从赚“快钱”到赚“慢钱”的转变。

图 23、房地产企业从事老年地产所面临的风险



数据来源： 兴业证券

4.1 以房地产公司为主导，保险、养老运营机构等共同参与的市场

由于养老产业具有投资周期长，利润率相对较低的特点，养老地产等细分领域更甚，因此前期的资金投入成为相关公司进军该领域的一大障碍。受益于我国房地产行业之前二十年的黄金发展时期，房地产企业进军养老市场基本不存在资金问题。另一方面，保险机构积累的大量长期低成本的资金正好与而养老社区投资规模巨大、投资周期长、中后期资金回流稳定、长期综合投资收益率较高和抗风险能力强的特点相适应。因此，保险资金和养老产业相结合，既可以为保险资金开辟新的投资渠道，也可以解决养老产业的对长期资金的需求。目前市场上已经有多款保险产品捆绑养老地产的模式。作为养老地产中不可缺少的内容，养老服务机构则主要负责生活照料、医疗照护等服务的提供。

表 9、部分养老地产合作模式

项目名称	建设/改造	管理运营	资金支持/合作
万科随园嘉树	万科地产	台湾耕莘医院	未公布
万科幸福汇	万科地产	上海亲和源	
星堡中环养老社区	复星集团	峰堡投资集团	峰堡投资集团
椿萱茂·凯健	远洋地产	Emeritus	哥伦比亚太平洋投资 中国人寿

数据来源： 兴业证券研究所整理

4.2 日趋成熟的盈利模式

选址是地产类公司进行产品布局首先考虑的因素，养老地产也概莫能外。从目前的产品来看，基本上可以分为都市类和景区类两种。两种类型均可满足老年人对于生活便利、医疗照护、养生保健等服务的需求。都市类多数选址在城市近郊，主要是考虑到地产价格和生活便利性的平衡。而景区类的养老项目则依托得天独厚的景观资源进行养老地产开发。

表 10、养老地产选址考虑

模式	选址	考虑因素	代表产品
都市类	以京沪代表的大城市的近郊	潜在消费群体支付能力较强，医疗资源丰富，生活较为便利	北京太阳城、万科幸福汇
景区类	交通较为便利的景区	交通便利，景色优美，适合养生	杭州万科良渚文化村随园嘉树、绿城乌镇雅园

数据来源：兴业证券研究所整理

对于开发商而言，最熟悉的商业模式是：买地、建房、出售或持有。养老地产是住宅与服务型商业的复合地产，除产品的销售（租赁）外，其配套设施、服务等等都是收益的重要来源，赢利更依靠后期的运营。目前国内养老地产的盈利模式主要可以分为销售、销售+回购、租售并举和会员制出租等几种类型。不同的模式对开发商的资金回收周期有显著影响。

表 11、中国养老住宅主要盈利模式

模式	运作方式	特点	代表项目
销售	通过出售住宅产品快速回笼资金，通常是借养老地产之名进行房地产开发，是目前较为普遍的一种盈利方式。	资金周转快，风险小，出售产权的多演变为商品房，而老年公寓特征不明显	绿城乌镇雅园
销售+回购	出售住宅产权，然后开发商逐年回购产权，老人去世以后，如有部分本金剩余，返还给继承人，房屋产权归开发商所有。	回购资金用于老人的养老费用和医疗护理费用	北京东方太阳城
租售并举	常见于新建综合住宅社区，配建的适老住宅面向市场销售；利用商业配套建设的养老服务中心持有经营。	部分投资的迅速回收，又可取得长期稳定收益	北京万科幸福汇，万科随园嘉树
会员制出租	会员制或缴纳押金的形式进行预交，按月收取月租费	开发资金回笼慢，一般长期运营	星堡中环老社区、泰康养老社区

数据来源：兴业证券研究所整理

从经营方式看，对于大型综合性老年住宅社区，一般包括住宅建设与经营管理相结合的经营模式以及住宅建设与经营管理相分离的经营模式。对前者而言，一体式的开发经营模式可以充分享受养老服务配套所带来的长期增值效应，但回收周期较长；对后者而言，由于完成销售即可收回投资获取利润，因此风险投资小，对开发商专业要求低，但无法享受养老配套的长期收益。从成熟国家养老产业的发展来看，投资建设、运营管理分离是将是大势所趋，未来有望形成“保险公司

输出资本，房企输出开发，运营公司输出技术”等模式，其核心是实现开发利润、租金收益、资产升值收益与经营管理收益的分离，进而实现风险收益的分拆匹配。除此之外，保险公司如泰康保险、合众保险在其投入的养老住宅社区项目上，结合销售的养老金产品，以养老保险金收入来支付养老社区相关费用，并且可以提前锁定入住成本，这样的模式能够长期锁定同一品牌下的共享客户，并可根据预期的现金流对养老社区进行合理规划。但是，该模式所针对客户群的实际养老需求将发生在 10-15 年以后，周期较长，因此尚有较大的不确定性。

5. 国外养老产业发展对我国的启示

5.1 美国养老产业：养老地产成熟 产品多样化

1935 年罗斯福政府颁布《社会保障法》标志着美国政府正式介入社会保障事务。到 20 世纪 50 年代，随着美国老龄化征兆日益明显，养老社区开始出现。到 60 年代，太阳城等著名的养老社区逐步开始运营。70 年代石油危机后，由于政府财政收入减少，政府开始逐步调整兴建公共住房和社会保障领域的政策，鼓励私人资本进军养老地产开发，并于 1987 年颁布了《养老院改革法案》，促使养老社区进一步走向标准化、规范化、科学化。

表 12、美国养老市场代表性企业

	Home instead senior care	Apria healthcare group	Brookdale Senior Living	DelWebb	HCP
定位	老年人居家照护服务机构，	家庭健康服务的提供商	专注于老年生活社区运作	太阳城模式的开创者	服务于医疗保健领域的房地产投资信托公司
规模	在全球 18 个国家有约 1000 个办公室，每年提供 5000 万个小时的非医疗服务，全球营收超过 10 亿美元	在全美有 550 个分支机构，拥有约 2300 人的医护团队，每年为 240 万老年人服务	在全美拥有 649 个养老社区，为 67000 名老人服务，是美国最大的综合性养老社区运营商	现已拥有活跃长者社区 55 个	收购、开发、租赁、销售和管理医疗保健房地产，房地产投资信托公司 (REITs)，2014 年营收 22 亿美元
主要业务及盈利模式	提供陪伴服务、个人护理和针对阿尔茨海默病患者及其他痴呆症的照护服务。平均收取的费用标准是 19.5 美元/小时。以特许加盟的方式进行扩张	业务包括家庭输液、管道助食、睡眠辅助、呼吸道疾病护理、家庭医疗器械。收入来自呼吸治疗、注射治疗和家庭医药，两部分的销售收入基本持平	六块业务包含退休中心社区、日常照护、出租型长期照护退休社区、付费型长期照护退休社区、辅助服务及管理服务等	本质上属于住宅开发性质，由地产开发商主导，通过销售养老概念住宅，开发商得以收回投资并产生盈利	轻资产运营，依靠赚取物业租金收入以及部分经营所得，凭借 REIT 身份公司扩大股权融资控制债务融资

数据来源：全国老龄办 兴业证券研究所整理

受独立自主文化的影响，美国老年人养老并不依靠子女，往往会选择专业的养老机构。同时，由于美国具备完善的退休金体系，包括政府主导的社会保障金 Medicare 等、雇主主导的企业退休金以及个人主导的退休储蓄账户，保证了退休老人可以获得足够的养老收入来安度晚年。在需求端推动和支付能力得到保障的情况，叠加“婴儿潮”一代步入老年，美国养老产业得到了蓬勃的发展，形成了居家养老、养老社区和专业护理机构在内的三大细分领域。美国养老地产拥有成熟的医疗护理服务配套体系。在养老机构或专业护理机构中，都有专业医师、康复治疗师、长期照护护士等养老护理团队对老年人身体健康进行长期持续的检测。

图 24、美国养老产业（地产）发展历程



数据来源： 兴业证券研究所整理

在美国，私人盈利企业 竞争领域主要集中在专业护理领域，在养老社区市场前 100 家企业中，专业护理床位占总量的 44%，其次是老年公寓（20%）、独立生活单元（19%）、协助干活床位（14%）、记忆护理床位（3%）。

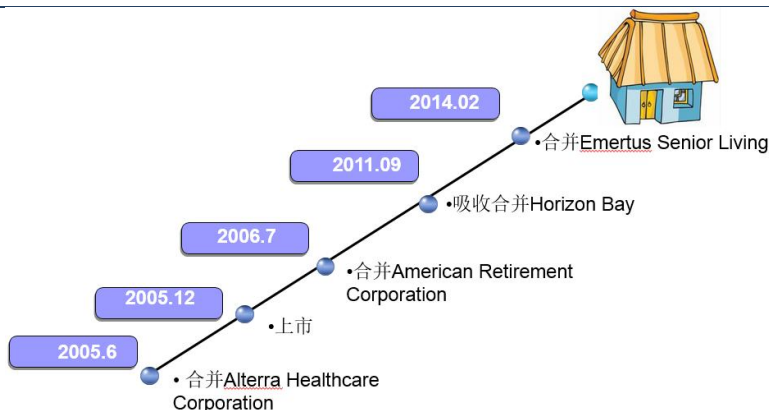
表 13、美国代表性养老社区

类型	活力长者社区	独立生活社区	协助生活社区	专业护理社区	持续照护社区
服务对象	相对年轻、身体健康优良并愿意与自己同龄居住的人群	身体健康，希望得到社会服务与交往的老人	需要日常生活协助和有限医疗护理的居民	身心极度衰弱或者患有疾病的老人	综合前几种服务人群
主流支付类型	一般出售产权，也有少量按月支付租金	3/4 按月支付租金，1/4 入门费	除小部分入门费外，主要按月支付租金	主要按日支付租金，基本上无入门费	大部分需要入门费
平均入住时间	长期	3.2 年	1.8 年	1.4 年	8 年左右
平均营业年限		8 年	7 年		15 年
典型规模	60-250 床位单元，平均 200 单位左右	80-200 床位单元，平均 125 单位左右	40-110 床位单元，平均 75 单位左右	100-200 床位单元，平均 120 单位左右	300-500 床位单元，平均 200 单位以上
社区面积配比		公共面积与可出租面积之比约 1:2.3	公共面积与可出租面积之比约 1:3.5		公共面积与可出租面积之比约 1:2.1
提供的基本服务	一般不提供照护服务，但配有无障碍设施和生活配套设施	提供包括膳食、家政、24 小时居家和医疗在内的服务	除独立生活社区提供的服务外，还包括洗衣及日常生活援助	除协助生活社区提供的服务外，还包 24 小时医疗护理	根据社区类型有所差异

数据来源：全国老龄办 兴业证券研究所整理

由于需求的推动，美国养老投资机构更多的把精力放到了开发产品以及并购整合等资本运作上，养老机构的规模也在一次次的并购中得以壮大。以美国 2013 年最大的养老运营商 Brookdale Senior Living 为例，其目前 6.6 万单元的规模也是通过逐步并购发展而来。

图 25、美国养老运营商 BKD 发展历程

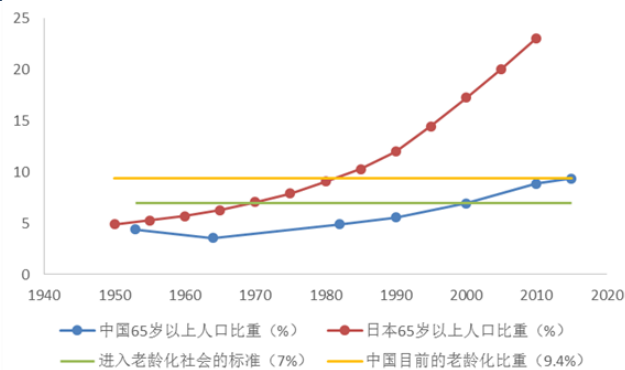


数据来源：公司年报 兴业证券研究所整理

5.2 日本：精细化服务为特色

日本的公共老年福利政策始于 1963 年，以老年福利法的出台为标志。日本 1970 年即进入老年社会，是世界上最早进入老龄化的国家之一。需要照顾的老人越来越多，家庭少子化与女性就业率提高，传统的家庭—亲属照料老人特别是失能老人模式难以为继。1970 年代，日本医疗保险对 60 岁以上住院老人免费治疗护理。但非低收入老人入住养老机构却需自费，于是老人们纷纷长期住院不出，医疗保险濒于崩溃。经过近半个世纪的发展，日本的老年护理服务政策已经从选择型向普惠型发展，老年护理服务的供给也从行政措施式向契约合同式过渡。实现这一转变的标志是 2000 年日本老人介护保险法的实施。

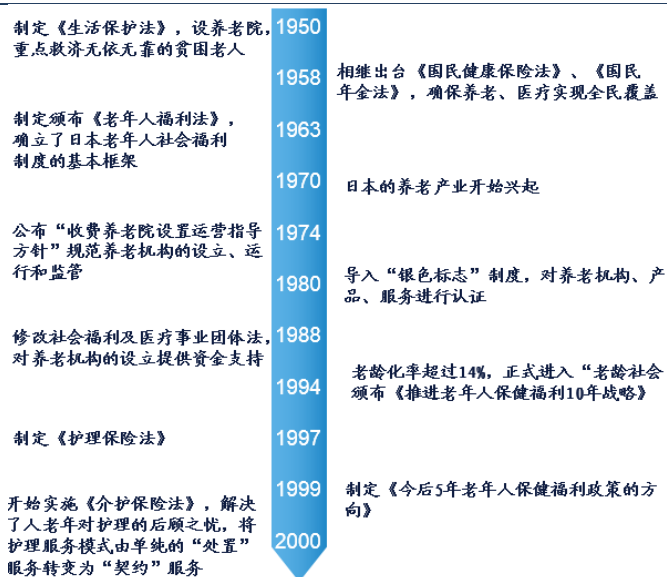
图 26、中日两国老龄化进程比较



数据来源：统计局，兴业证券研究所

从文化习俗、老龄化进程、政策环境等各方面综合来看，我们认为国内目前老龄产业的发展和日本上世纪 80 年代前后较为类似。日本无论从养老产业的政策制定还是养老产业的发展历程来看对当下国内养老产业的发展均具有较强的借鉴意义。

图 27、日本养老产业的发展历程



数据来源：兴业证券研究所

介护保险法案施行后，老人可以享受介护费 90% 的报销，个人只需要支付 10% 的费用，这种政府补贴机制导致了日本养老机构多为介护型设施。对于老人而言，居住在介护服务机构只需支付 10% 的介护费用，而不住的话，也就只能节省 10% 的费用，区别并不大，但这种可住可不住的情况却让机构经营者非常紧张，因为老人不入住，政府的保险费就没办法获得，这种情况下各家机构唯有提升服务品质增强对客户的吸引力才能留住客户，因此日本养老机构的介护水平和服务水平及精细化的管理在国际上都是非常出名的。

➤ 案例一：日医学馆

以日本成立最早和当下日本国内最大的护理服务输出公司日医学馆为例。日医的宗旨是承诺老人直到离世的居住安全感和高品质服务延续，带给老人“安全”、“独立”和“自尊”的生活体验，日医运营的核心是高品质的特色护理，为了提供优质的服务，日医放弃建设大体量的养老项目，因为大体量的养老项目不好管理影响服务的质量。1968 年公司刚刚成立时以医疗保险结算业务为主，1971 年才慢慢开展“医疗事务讲座”，继而开办了家庭护理员培训课程，1996 年正式进入介护领域，差不多用了 4 年时间，介护服务网点在全国铺开，其营业额在 2001 年 3 月就突破 1000 亿日元，借助该业务的开展，该公司于次年在东京上市，并延伸至福利用具的拓展领域。公司 2013 年度总营业额为 2714.47 亿日元，纯利润达 28.31 亿日元（净利率 1.04%）。日医学馆的业务并非以经营养老地产为主，而是主要涵盖医疗，介护和教育三大板块，养老地产作为介护旗下的一个业务分支，也遍布日本国内各个地区。公司目前在日本境内经营约 1200 所各类型养老所。机构员工 3 万多人，加上护理人员共计约 5 万人。从营收构成来看，医疗相关业务占公司总业务的 39%，介护相关占到 54%，而教育相关业务占 7% 左右。医疗介护人才培育三大业务板块的高度吻合有利于公司集团化的发展壮大。

5.3 台湾：远程照护成应对长期照护需求的有效策略

台湾早在 1993 年就进入了联合国定义的老龄化社会。台湾地区自 1980 年实施“老人福利法”以来，其长期照护政策经历了从分散到整合的发展过程；相关政策包括：“社会福利政策纲领”（1994）、“老人福利法（修法）”（1997）、“老人长期照顾三年计划”（1998-2001）、“建构长期照护体系先导计划”（2001-2003）、“照顾服务福利及产业发展方案”（2002-2007）、“长期照顾十年计划——大温暖社会福利套案之旗舰计划”（2007 起）等。一年之后，台湾“全民健保”将居家护理服务和护理之家提供的医疗护理服务纳入给付范围，从根本上提升了医疗机构提供相关服务的主动性。但与大陆不同，台湾的养老机构多由医疗机构因竞争激烈衍生，而非开发商逐利房地产。例如长庚养生文化村即依托长庚医院发展而来。因此，台湾的养老社区多是轻资产概念，通过租赁土地降低运营成本。

此外，台湾养老产业发展的一大特色是远程照护被大量应用。远程照护最早起源于 1995 年开始发展的远程医疗，当时是以解决山地、离岛与偏远地区医疗资源不足的问题及照护地区居民健康为目的，由卫生署配合推动“远距医疗先导系统实验计划”，该计划初期是由各大医院与偏远乡镇联机。后来政府希望能透过与民间

合作的力量，使高龄者生活能更加舒适、便利与安全，并且更有尊严，因此卫生署在 2007 年规划“远距照护试办计划”，借助信息通讯科技的导入与应用，发展出友善使用的人机接口，构建小区式、居家式、机构式三种远距照护的服务模式，该试办计划也于 2008 年 1 月 31 日开始正式启动服务。远距居家照护市场每年以超过 20% 的速度快速成长。

➤ **案例二：盛弘医药**

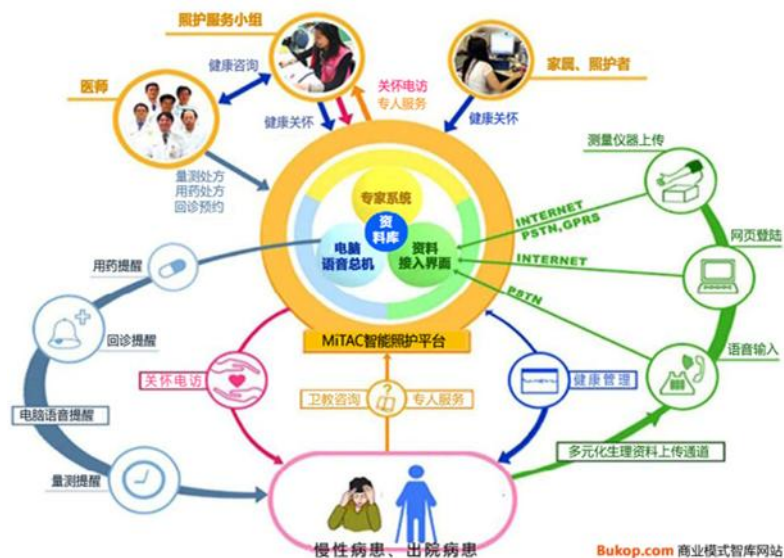
盛弘医药由台湾敏盛医院的后勤部门于 2003 年独立而成，发展到现在成为集健康管理及经营、医护专业人力派遣、医药卫材供应、医疗仪器租赁及远程健康照护的整合性医疗后勤专业服务平台，并于 2008 年成为台湾医疗体系的第一家上市公司。

盛弘医药推出的“整合式远程医疗照护”引入了“Houspital”——“家庭病房、远程管理”的创新概念。该模式以出院病患为主要服务对象，聚焦这一细分人群市场。病患不需要亲自到医院，就能在家中获得医疗院所提供的延续性照护。由于患者自愿付费的意愿较低，因此采用 B2B2C 模式，与医疗机构合作。目前主要客户来自敏盛医院(从患者流量来源的角度，与后文介绍的“湘雅模式”颇有类似之处)，以敏盛医院客户为基础会员，第一个月免费，第二个月后每月收取会员费约 600 元(新台币)。通过 Mitac 远程技术，结合敏盛医院医疗资源，提供居家监控管理服务。

该远程照护服务的内容包括多元化生理资讯上传通道(电话语音、网页输入及生理量测仪器)、Call center 定期关怀、主动以电话了解状况、电话卫生健康咨询与专人服务、专业人员解答医疗保健相关问题、生理测量/用药/回诊语音提醒等，充分利用网络条件便于医院及顾客即时掌握健康状况。

对于医护人员来说，可以完整获得客户居家健康状况，即时提供专业建议与服务。顾客在家中即可获得医疗照护服务，不受距离影响，大幅提升医疗服务的可及性，并可降低健康恶化风险，利于患者的后期康复。

图 28、台湾远程照护模式介绍



数据来源：MITAC 官网，兴业证券研究所

5.4 长期照护保险制度的设立将有力推动老年服务业的发展

我国进入老龄化社会的一大特点是未富先老，一方面居民收入相比于其它发达国家有较大差距，另一方面社会保障制度尚不健全，保障程度较低，两方面因素共同限制了现阶段老年人消费的支持能力，成为影响老年市场发展的关键因素。反观美国、日本、台湾等地区，由于经济发展程度较高，社会保障程度比较健全，另一方面，针对老年人的特殊保障制度也在逐步完善，我们认为仿照上述地区推行“长期照护保险制度”有望极大的提升老年人的支付能力，促进相关老年产业的发展（国内长春、青岛等地已经开始试点）。

表 14、部分国家长照护保险推出时间及人均 GDP（美元）

	以色列	奥地利	德国	日本	韩国	台湾
推出时间	1986	1995	1995	2000	2008	2015
人均 GDP	6909	29965	30901	36789	19115	22600

数据来源：兴业证券研究所

2014 年我国人均 GDP 已经达到约为 7485 美元，全国已有北京、上海、天津等 7 个省市进入人均 GDP“1 万美元俱乐部”，上海等地 GDP 更是达到了 17400 美元，也为长期护理保险的推出奠定了一定的经济基础。

从发达国家经验来看，与养老相关的保险主要包括三块：养老保险（社会基本保险和商业补充保险）、医疗保险（基本医疗保险和大病保险）以及长照护理险。养老保险出台已有 100 多年的历史，紧随之后是医疗保险。两者是绝大多数较早进入老龄化的发达国家的共同制度性安排。长期照护保险/护理险出台较晚，是最近十几年才出现的社会保障制度。分析长期照护保险出台的原因，主要有以下因素：

- 养老金承担不了照护费用。即便老人从年轻时就交养老保险金，老龄后一旦陷入护理状态，其持续性护理消费也让养老金难以维持；
- 降低医保资金的使用效率。如果通过医保来覆盖老年人没有治疗价值的日常护理工作，由于医疗服务的价格普遍高于日常护理服务，将会极大的浪费医保资金；
- 过重的医疗资源消耗。通过医保报销必然发生对医疗资源的占用，如果医保资金覆盖老年人的长期护理工作将导致医疗资源的长期浪费。
- 慢性病的时代+老龄化的到来。老龄化叠加慢性病发病率的提升，使得以往从属于医疗的护理和康复，变得越来越重要。

正是由于以上 4 个原因，迫使西方发达国家把老龄所产生的长期照护需求单列出来产生了长照护理险。通常做法是首先是将原来作为医疗服务一部分的基础护理，亦即日常生活照料，从医疗服务中划分出来，单列为长期照料服务，并将其归入社会服务的范畴。这样做的目的主要降低日常护理的成本。其次会逐步将部分护理和康复服务划归到社会服务，长期照料服务就变成了长期照护服务。于是，护理与康复也被分成了两个部分，一部分是医疗性质的护理和康复，一部分是生活照料性质的护理和康复。前者的目标是治愈和恢复，而后者的目标是维持和延缓。于是，前者被划入成本较高的医疗服务，后者则被划入成本较低的社会服务。

综上所述，长期照护服务实际上是将原来属于医疗范畴的一部分服务划分出来，归还到社会服务的范畴中。因为社会服务的经济成本和机会成本都大大低于医疗服务，因此通过长期照护制度的设立，达到了提高医保资金的使用效率，降低医疗资源占用的目的。

国际上长者长期照护服务主要有三种融资模式，一种是北欧国家采用的高税制度，另一种是德国及日本等地采用的社会保险制度，第三种一些国家（如美国）则以私营保险的模式运作，让国民购买医疗及/或长期照顾保险，以支付服务费用。各国政府亦会透过资助营运者或资助使用者的方式支持公众使用长期照顾服务，并鼓励使用者透过共同付款分担费用。

表 15、日本和台湾长期照护保险介绍

保险	是否强制	覆盖人群	保费来源	支付方式
台湾长期照护保险（草案）	全民强制纳保	服务对象为老人、失能、失智者	保险收入 90% 来自保费（由被保险人、雇主、政府，三者依与健保相同的，分摊比例分担保费），10% 来自部分负担	依照对象失能程度核定给付等级及给付额度上限，超过上限部分需自付 以提供长照服务（实物给付）为主，内容包括以居家式照护、社区式照护为主
日本介护保险	强制性 自愿申请 被被保险	第一类人群： 65 岁及以上老年人 第二类人群： 40-65 岁	政府承担 50%，一类人群承担 18%，二类人群承担 32%	个人需负担限额 10%，保险费支付 45%，国家财政 45%，超额服务全部自付（支付限额根据 7 档介护限定标准）

数据来源：兴业证券研究所整理

以日本为例，日本在长期照护保险的运营上是分散而集中的管理体制。具体表现为：长期照护保险整体方案、参保条件、受益资格标准、照护服务价格以及共同支付的比例等方面都是由中央政府统一制订、统一执行，地方政府在长护制度实施过程中各司其职，负责长护制度的具体实施（例如保费收缴及管理、受益资格确定、照护等级评定等事项）。政府以强制方式将 40 岁及以上人口纳入长护制度范围，并要求其按照一定比例缴纳保险费。

- 参保对象：分为两类，第一类为 65 岁及以上人口。该类参保者不受其收入（资产）水平、家庭情况等限制；第二类为已购买医疗保险的 40 岁-64 岁的人口。其中，第一类参保者均可享受该制度提供的所有服务，而第二类参保者只有患与年龄有关的特殊疾病的人才能享受服务。
- 融资方式，日本长护制度通过社会保险模式实现了多方参与的风险共担的普惠制服务，有效控制了长照制度的成本。资金筹措由政府税收收入和个人保险费两部分构成，分别占 50%。政府财政收入的 50% 分别由中央政府、县级（相当于中国的省，下同）及县级以下政府承担。其中，中央政府负担 25%，

县级和县级以下政府各负担 12.5%。

- 支付方式：日本长照的给付方式只有服务给付一种，但内容广泛，可分为照护服务、器具租借和设施改建两大类。服务提供者包括老年社会福利机构、地方公共团体、医疗机构、营利公司等。除机构照护服务基本上由政府或社会福利团体等非营利机构经营外，日本政府通过引入市场竞争机制，积极鼓励民间和社会力量进入居家和社区养老照护行业，充分发挥了市场配置资源的作用。由于只需支付服务费用的 10%，长期照护服务几乎是老年人的必选项，对日本养老产业的发展起了极大的推动作用。照护接受者在使用服务的过程中，可以根据情况自由选择服务供给方，而且可以根据服务质量的好坏随时进行更换，从而实现自身消费效用最大化。

值得注意的是，由于日本长期照护的服务价格是由国家统一制定，消费者又有自由选择权，所以服务提供机构只能靠提高服务质量来取胜。这一方面缓解了政府机构照护服务供给不足的压力，满足了多层次服务需求，另一方面在成本控制、服务质量等方面形成了行业竞争机制，让政府以较低的成本得到较大社会收益，确保了服务质量和老年人生活质量的改善。

表 16、2000-2011 年日本长期照护保险支出及占 GDP 比重

年份	总支出 (万亿日元)	GDP (万亿日元)	总支出占 GDP 比重	人均支出 (万日元)
2000	3.63	509.86	0.71%	243.44
2001	4.59	505.54	0.91%	221.83
2002	5.19	499.15	1.04%	215.47
2003	5.69	498.86	1.14%	207.63
2004	6.2	503.73	1.23%	202.04
2005	6.4	503.9	1.27%	194.4
2006	6.36	506.69	1.26%	182.8
2007	6.67	512.98	1.30%	187.41
2008	6.95	501.21	1.39%	186.82
2009	7.43	471.14	1.58%	193.51
2010	7.82	482.38	1.62%	194.05
2011	8.32	470.62	1.77%	199.1

数据来源：日本厚生劳动省、统计局，兴业证券研究所整理

借鉴国外经验，国内的长期照护保险目前也正在逐步在青岛、长春等地推广开来，上海和江苏也已经提上议程。从筹资方式来看，青岛长春两地均是采用从医保账户划拨的方式，支付范围涵盖了接受定点机构医护所发生的符合规定的医疗护理费，并且报销的幅度至少在 80% 以上，较好的减轻了老人负担的护理费用。我们认为未来如果长期照护保险的试点范围逐步扩大，将对包括长期照护的老年服务产业产生积极的推动作用。

表 17、青岛和长春长期照护保险比较

	青岛长期医疗护理保险制度	长春失能人员医疗照护险			
覆盖范围	城镇职工、城镇居民基本医疗保险的参保人；未参保、中断参保后重新参保的，需按规定补缴基本医疗保险费				
保费筹集方式	调整基本医疗保险统筹金和个人账户结构，财政视情况予补助				
支付范围	接受定点机构医护所发生的符合规定的医疗护理费				
支付办法	床日包干管理				
相同部分	报销标准	接受医疗护理、居家接受医疗护理，护理保险基金支付 96%，无起付线	接受医疗专护，护理保险基金支付 90%	接受定点机构长期医疗照护服务，无起付线，职工医保的补偿比例为 90%，居民医保的补偿比例为 80%	接受定点机构短期医疗照护服务，另行规定
不同部分	医保基金的划转标准与方式	每月月底，以当月职工医保个人账户记入比例划转 0.2% 的资金量的 2 倍为标准划转	每年年底，以上年度城镇居民人均可支配收入为基数，按 0.2% 的比例划转	参加统账结合医疗保险，以当月职工医保缴费基数为标准，分别从职工医保个人账户中划转 0.2 个百分点、统筹基金中划转 0.3 个百分点	参加住院统筹医疗保险，从医保统筹基金中划转 0.5 个百分点；参加城镇居民基本医疗保险，从城镇居民基本医疗保险统筹基金中按每人每年 30 元标准进行划转

数据来源：各地人社局，兴业证券研究所整理

总体来看，结合国内养老产业发展现状和国外的经验，我们认为养老产业将会具有如下趋势：随着老龄化进程的不断加深，老年人口（特别是失能老人）数量的增加和支付能力的不断提升将成为推动国内养老产业发展得主要动力。与此同时，养老机构的市场化趋势将会更加明显，民办养老机构有望成为养老产业的主体，未来随着中国养老服务的快速发展和养老服务网络的不断建立完善，社区和居家养老服务有望趋向一体化。专业化、连锁化将成为养老机构发展主要方向，通过小型化、连锁化经营来控制成本、提高盈利水平、获取市场份额、提高市场竞争力。养老机构医养结合发展也将更加紧密，医养结合的模式将会更加多样。

6、行业内上市公司梳理

老龄化进程加快和系列利好政策也吸引了众多上市公司从保险、房地产、信息技术、医药等领域切入养老产业，目前各公司的布局基本上可以分为养老服务（养老运营/慢病管理）和养老地产两类。对于现金流不是很充裕的公司而言（房地产、保险除外），我们更看好通过轻资产的模式从事养老产业。目前国内医养结合尚不紧密，也为医药行业内的上市公司提供了良好的切入点。

以下我们结合上述行业介绍，对行业内相关上市公司的慢病管理模式做了一个梳理和总结。这里需要说明的是，下列公司相当部分主业并非医疗养老，在大多数情况下医疗养老仅作为其业务发展的一个方向，商业模式仍有待完善。

表 18、A 股养老行业相关公司梳理

证券代码	证券简称	养老布局
000002.SZ	万科 A	北京万科养老项目正式启动, 专注养老服务
600240.SH	华业资本	设立养老子公司, 运营托老项目和日间照料中心, 收购捷尔医疗
601318.SH	中国平安	开展平安健康险和平安养老保险业务, 在桐乡设立养老综合服务区
601336.SH	新华保险	健康和养老两大协同产业建设已形成基本布局, 发展养老健康产业
002381.SZ	双箭股份	参与桐乡和济养老服务中心建设, 同时与医院和互联网企业进行合作
300212.SZ	易华录	与老龄委合作成立合资公司, 重点研发信息技术在智慧养老服务中的应用
002065.SZ	东华软件	布局智慧城市和医疗养老, 打造社区服务平台
300168.SZ	万达信息	和太保合作成立养老运营服务公司
300253.SZ	卫宁软件	和平安养老保险股份有限公司合作, 布局医疗保险
000722.SZ	湖南发展	借助博爱康复医院切入康复医疗领域, 塑造“湘雅模式”打造康复医疗平台
600682.SH	南京新百	收购以色列养老运营商 Natali, 收购收购安康通 20% 股权
002381.SZ	双箭股份	设立桐乡和济颐养院
000963.SZ	华东医药	糖尿病治疗药物阿卡波糖受益于进口替代保持高速增长, 设立健康馆定位高端居家养老
600535.SH	天士力	心脑血管用药中药龙头, 开展糖尿病用药上门服务
600867.SH	通化东宝	二代胰岛素内资龙头企业, 布局慢病管理
300199.SZ	翰宇药业	投资无创连续血糖监测手环, 打造药物+器械+移动互联网三位一体慢病管理平台
002275.SZ	桂林三金	参与发起设立山水人寿, 依托旅游资源布局养老

数据来源: 兴业证券研究所整理

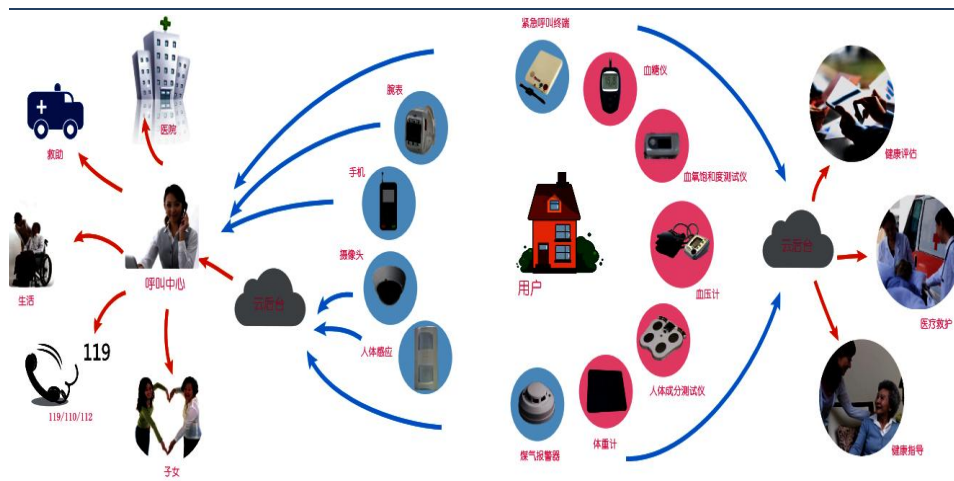
6.1 养老服务相上市公司

- **南京新百: 安康通+Natali 打造养老双平台布局**
- **安康通和政府合作进行业务拓展, 卡位价值较高:** 公司旗下安康通是国内最大的居家养老服务提供商, 拥有 17 年的经营历史, 目前已经开展的城市包括上海、北京、无锡、南京、成都等, 服务人群主要是 70 岁以上的老人。公司主要是通过和民政局合作通过政府购买服务的方式迅速获客, 获客成本相对较低。目前的服务只有紧急救助(老人用 panic button, 自己觉得异常按一下就可以将信息传给急救中心或者公司相关人员)和电话咨询(公司有专人提供电话咨询), 收费方式是第一年免费, 第二年 60 元/年(不同服务包有所不同), 提供电话咨询的是徐州三院。未来可以拓展的服务: 远程医疗、提供简单服务, 提供密切服务。拓展服务范围后收费可以增加。未来公司还可能与自身的幸福人寿开发跌倒险。目前安康通的有效付费客户是 15 万, 预计今年有望拓展至 100 万用户, 两年内拓展至 200 万用户。
- **Natali 国外盈利模式成熟:** 2 月底公司公告与集团旗下 Natali 共同以现金出资 3000 万元成立 Natali (中国) 养老服务公司, 公司占比 35%, 表明公司未来极有可能向医疗养老进行布局。Natali 作为以色列领先的养老运营和服务集团拥有 20 多年历史, 在以色列养老服务市占率 60%, 2014 年收入 6000 万美元, 净利润 1000 万美元, 毛利率 50% 以上, 主要提供远程医疗、紧急呼叫服务、家庭上门服务、社区服务、家居养老等。Natali 在以色列已经具备成熟的盈利模式, 对公司未来在居家养老和医疗养老方面具有较好的借鉴意

义。

- **集团其它资产如医院、保险、健康管理等业务可以与养老产业积极协同：**集团旗下还拥有江苏人民医院徐州分院、保险、乐语、信息化等资产，未来可以在医疗、养老保险、智慧养老、智慧医疗等领域和公司现有的养老业务积极协同，打造跨多领域的养老布局。从流量来源看，安康通的获客方式具备卡位价值，通过信息化手段切入民政局和老年人家庭，入户安装信息化设备也能建立一定的信任感，在信任感基础上进行精准营销，获客方式既具备卡位价值获取大量用户，也因为信任感使得远程医疗等变现方式更具可行性。从变现模式看，Natali 为国内的养老变现模式提供了成熟的样板，先进的设备、医疗级的算法、成熟的养老服务经验，能促使公司低成本获取较好收益。从资源协同性看，集团的医疗、保险、慢病管理设备等都可以与公司养老业务实现协同。

图 29、安康通+Natali 业务模式



数据来源： 兴业证券

- **双箭股份：养老项目正式运营**
- **桐乡和济颐养院正式营业，迈出转型养老第一步。**公司于 2012 年底参股设立桐乡和济颐养院有限公司，先后两次增资，目前占股 77.5%。公司桐乡和济颐养院已于 5 月 8 日正式开始营业，项目一期建设近 200 个床位，目前入住率已超过 30%。根据入院老人的年龄、生活自理程度、身体状况等情况，颐养院可提供四个级别的护理。颐养院与上海红日养老投资管理集团合作，引入国内最成熟的养老服务管理模式。除此之外，颐养院还会提供一些特色服务(居家养老服务)，如护工上门护理及日间照料服务等。预计随着养老中心规模的扩张和入住率的提升，规模优势也将逐渐显现；同时，居家养老服务亦将会成为养老服务中心的另一利润增长点。
- **湖南发展：开创受益于分级诊疗的“湘雅模式”**
- **借助湘雅博爱康复医院切入康复医疗领域。**公司与周江林先生成立合资公司，间接持有湘雅博爱康复医院 49% 的股权，成功进入康复医疗领域。湘雅博爱

康复医院是全国首家国家临床重点专科建设项目民营康复医院，直接对接湘雅医院，形成了知名的康复医院建设的“湘雅模式”-以湘雅医院为龙头、湘雅博爱康复医院为枢纽、基层医疗卫生服务机构为基础的分层级分阶段的三级康复医疗服务体系，实现了公立医院、民营医院和政府（医保）的共赢。

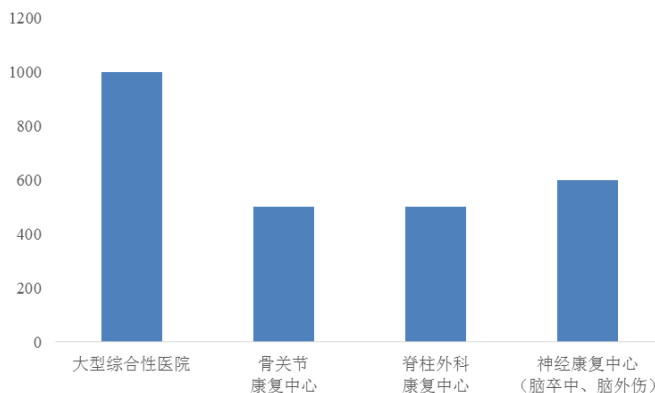
图 30、“湘雅模式”简介



数据来源：兴业证券研究所

公立湘雅医院与民营的博爱康复医院合作，打通下转通道，将脱离危险期进入稳定期的病人转移到后者，节约了医疗资源，更加符合自身的医疗和公益性的定位，通过提高床位周转、收取一定的收益分成、管理费和品牌使用费，也得到了一定的经济利益；对湘雅博爱康复医院而言，通过对接湘雅医院（托管方），获得了前者的管理和技术，更获得了稳定的病人来源和医保支付的资质，博爱康复医院 2.5 年即实现盈亏平衡，充分展现了其良好的管理水平和强大的盈利能力；对政府而言，不需要巨额投入，便可以建设完善高效的三级康复医疗网络，同时节约了医疗支出（康复医院的日均住院费用较三甲医院大幅减少）。这种“湘雅模式”实现了临床医学和康复医学对接、大型综合医院和专科医院对接、公立医院和民营医院对接。康复医疗资源可有效发挥大型公立医院的出口、社区基层医疗卫生服务机构发入口的承上启下的作用，成为我国分级医疗体系中不可或缺的重要组成部分。随着社会保障水平逐年提升及大病保险的全面推行，基本康复服务及多元化康复需求将带来较大的产业机会。在目前全国大力推行分级诊疗但康复医院资源稀缺的形势下，“湘雅模式”对其它地区也有较强的借鉴意义。

图 31、湘雅博爱康复医院日均医疗费用低于综合性医院（单位：元）



数据来源：湘雅博爱康复医院官网，兴业证券研究所

➤ 湘雅博爱康复医院盈利能力较强。湘雅博爱康复医院自 12 年 9 月份正式运

营后，经过 2 年时间便实现了盈亏平衡，14 年该院收入即超过 1 亿元。该院凭借强大的稳定患者流量获取能力和医保资质，叠加出色的管理运营能力，展现了良好的盈利水平，在周江林和湖南发展的合资协议中承诺 15-17 年净利润分别不低于 1600 万、1800 万、2000 万元。我们认为在目前国内养老和康复产业盈利水平普遍较低的情况下，从利润率较高的医疗领域进行切入养老产业不失为一种较好的发展模式。但对相关公司整合医疗资源的能力提出了较高的要求。

➤ **异地复制扩张助力公司打造康复医疗平台。**公司的合作方周江林先生具备深厚的康复医院资源。公司具备被广大患者认同的“湘雅”品牌、强大的国企/政府背景、丰富的康复医院资源以及国家政策的支持，目前旗下合资公司计划进一步设立儿童康复医院，并与湖南高新创投展开战略合作。我们看好公司的“湘雅模式”湖南乃至其它地区进行扩张和复制的能力。

● **华东医药：以工商业为依托探索养老产业**

➤ **百令和阿卡波糖远未达天花板，增长势头强劲。**目前百令（肾内科/呼吸科）和阿卡波糖（糖尿病）的主要消费人群均为患有慢性病的中老年人。百令目前仍在扩大科室覆盖，引导患者自费用药。目前百令除了湖南弃标之外目前中标价格维护较好。预计明年江东一期项目投产，将极大缓解目前的产能瓶颈。长期来看百令完全具备翻倍的空间。阿卡波糖具备良好的竞争格局，被医生和患者广泛认可，短期内很难被其他品种取代。预计今后几年仍是华东医药的阿卡波糖进行进口替代的黄金时期。阿卡波糖咀嚼片和现有产品具备良好的协同效应。阿卡波糖目前的销售离天花板仍有较大空间

医药商业积极转型，布局养老产业。公司是浙江医药商业的龙头企业。我们预计今年和明年医药商业增速仍将在 10% 以上。随着医药分家的逐步推行，像药房托管/合作等新模式公司也会积极探索，公司以后将逐渐脱离单纯的药品配送，积极探索药事服务、慢病管理、诊所诊疗、养老产业等业态。尤其是公司在浙江当地具备较好的医疗资源，依托现有的工商业布局养老产业是其独特优势。我们认为公司在养老产业的布局值得期待。

6.2 养老地产相关上市公司

● **地产企业探索养老项目**

虽然国内养老产业目前仍处于起步阶段，但在养老地产这一细分领域，众多企业早已进行了不断探索。当前已经设计建设养老地产的相关 A 股上市公司及集团包括万科、保利地产、凤凰股份、金地集团以及世联地产、复兴集团、远洋地产等。具体的运作模式在前文已经有所介绍。

表 19、A 股代表性地产企业及其养老地产项目

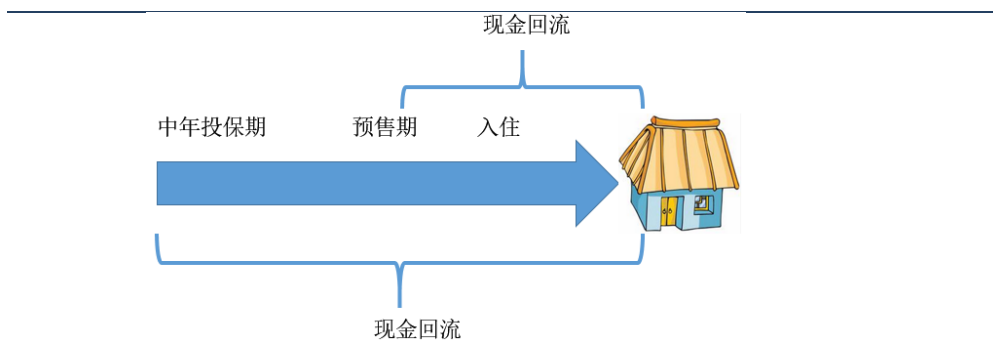
开发商	万科		保利地产	
地产项目	万科随园嘉树	万科幸福汇	保利西塘越	北京和熹会
位置	杭州良渚文化村	北京房山	浙江西塘	北京西山
项目简介	占地 6.38 万平，575 户，面积为 75-110 平；建有颐养中心以及康复中心。		占地近 10 万平	120 万平，其中老年公寓 2 万多平
模式	出售	租售并举	出售	出租，费用包括会员费和房租
特点	高端养老地产，主要针对健康长者，与台湾专业医疗机构合作		内部建有国际化护理中心	包含中医养生、休闲娱乐、康复治疗、医疗绿色通道等
	利用商业配套建设的“活跃长者之家”由上海亲和源经营管理；配建于住宅部分的“活跃长者住宅”面向市场销售。			

数据来源：兴业证券研究所整理

● 保险公司试水养老社区

保险资金由于具有低成本、周期长的特点，和养老地产结合具有天然的优势。A 股中上市的保险公司如中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿以及泰康保险等均已经在养老地产领域有所涉及，力图打造“保险+医疗+养老”的全方位布局。险资涉足养老产业除了常规的保险产品，近年来也逐步将保单和老年社区的居住权进行捆绑，进行产品创新，核心理念就在于用现在的钱，锁定未来入住养老社区的租金成本，这一商业模式正在被越来越多的保险公司所尝试。养老社区向上衔接养老险、护理险、医疗险等保险产品，可以同时带动下游的老年医疗、护理服务等产业，可以有效延长产业链，并整合相关产业增加盈利渠道，实现从摇篮到天堂的全生命周期甚至跨代际的覆盖。《保险资金投资股权暂行办法》和《保险资金投资不动产暂行办法》及其相关规定的颁布也对险资进军养老地产起到了推动作用。

图 32、保险产品与养老社区的结合模式



数据来源：兴业证券

表 20、国内保险巨头在养老产业的布局

保险企业	养老布局
太平人寿	出资 5000 万元人民币设立平养老产业管理有限公司，计划在北京、上海、天津等 16 个地方建造国际健康颐养社区
中国人寿	1.9 亿竞得位于苏州阳澄湖半岛旅游度假区相关地块
泰康人寿	泰康之家·燕园投入试运营，主打“保险产品挂钩养老社区”的模式；除北京昌平社区建设启动之外，成功竞得上海松江、广州萝岗等地块
中国平安	入股碧桂园成为第二大股东，配合桐乡合悦·江南项目推出“养老财富计划”
新华保险	成立了新华家园尚谷（北京）置业公司和北京新华家园檀州置业公司等公司在北京密云、延庆等地的相关地块筹建养老社区，参与方兴地产增发
新华保险	成立了新华家园养老企业管理（北京）有限公司等，在北京、海南等地建设养老社区

数据来源：兴业证券研究所整理

以泰康人寿为例，早在 2009 年 11 月，保监会就批准了泰康人寿养老社区股权投资计划，2012 年 4 月，泰康人寿推出了国内第一款保险与养老社区相结合的“幸福有约”综合养老计划。目前挂钩保险产品的泰康之家·燕园已经投入试运营。

表 21、国内保险公司及其养老地产项目

保险企业	泰康人寿	合众保险	新华保险	中国平安
养老社区	泰康之家	合众优年生活持续健康退休社区	新华家园	桐乡养生养老综合服务社区项目
挂钩保险产品	乐享新生活养老年金保险（分红型）	合众优年养老定投两全保险（分红型）	终身寿险	未和保险挂钩
特点	购买并缴纳保费达到一定标准便可获得入住养老社区的权利，其养老金保险合同产生的利益可作为居住费用	投保并最终承保且保费达到约定标准的保险客户，均可在未来享受优惠入住养老社区的服务。顾客可选择领取保险产品的生存金或将其作为养老社区租金	推出“保证金+服务费”的模式，除一次性缴纳保证金外，每个月还要缴纳最低服务费。住满期限后，所缴的保证金将原额返回住户	

数据来源：兴业证券研究所整理

7、风险提示

政策推进不及预期，商业模式尚不成熟。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzli@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。