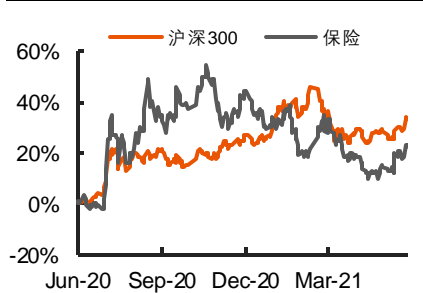


## 养老产业专题研究（一）

## 人口老龄化+需求多元化，发展养老产业势在必行

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业深度报告\*保险\*绿色金融系列（四）：充分发挥绿色保险的市场化风险管理作用》 2021-05-11

《行业深度报告\*保险\*网络互助关停浪潮来袭，商业健康险下沉市场迎机遇》 2021-04-13

《行业动态跟踪报告\*保险\*2020年报综述：转型深化，黎明将至》 2021-04-02

## 证券分析师

**王维逸** 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
wangweiyi059@pingan.com.cn

**李冰婷** 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
libingting419@pingan.com.cn

## 研究助理

**郝思婧** 一般从业资格编号  
S1060119070043  
haosijing374@pingan.com.cn

**郝博韬** 一般从业资格编号  
S1060120010015  
haobotao973@pingan.com.cn

**陈相合** 一般从业资格编号  
S1060121020034  
chenxianghe935@pingan.com.cn

■ **养老产业：以养老服务为核心的综合性产业体系。**养老产业包括养老金融业、养老房地产业、养老用品业和养老服务业，其中养老金融业除了为老年人群提供相应金融服务外，还包括为年轻人群老年期做好安排的养老金保障和对养老产业进行投资。养老产业的发展主要以政府推动和政策指引为主，社会资本参与有限，政策引导养老产业与多产业融合，逐步完善以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养结合的多层次养老服务体系，积极探索“互联网+养老”、“物业服务+养老服务”等新型养老模式。保险业尤其深入参与养老保障体系的建设，现已成为第一支柱基本养老保险基金投资、第二支柱企业年金受托管理、第三支柱商业养老保险产品提供和养老产业投资等的中坚力量。

■ **发展背景：老龄化进程加快，养老产业需求巨大。**我国于2000年起步入老龄化社会，且老龄化程度不断加深、老龄人口增速快、呈现高龄化特征，2050年或将成为老龄化最严重的国家。截至2019年，我国人均GDP、人均可支配收入均低于同等老龄化水平下的发达国家，存在“未富先老”问题；而制度性养老金储备总量不充分，老年人群的养老金来源亟需扩充。

■ **现状分析：产品同质化，社会资本参与不足。**1) 银行、保险、基金和信托均提供个人养老产品，也正积极开发住房反向抵押贷款等新型养老金融产品，总体存在产品同质化严重、针对性服务不足等问题。其中，银行系与保险系个人养老产品门槛不高、风险小、收益稳定，规模最大。2) 我国通过顶层设计和资金补贴等加大对养老产业模式创新的支持力度，但社会资本支持力度不足、养老服务有效供给不足，如护理、康复等专业化服务欠缺，养老机构及其护理型床位错配，医养结合有待深化。总体来看，我国目前养老体系为“9073”（老龄人口90%居家养老、7%社区养老、3%机构养老），主要以社区居家养老为主体。在政策的大力支持下，近年来开始推进“互联网+养老”、“物业+养老”等新型养老模式，如广东省“U护”平台、天津市河西区“智慧养老平台”等。

■ **未来展望：保险业或将是养老产业中最具潜力的行业。**我国养老金三支柱发展不平衡，呈现第一支柱独大、第二支柱发展缓慢、第三支柱缺位的结构特征，退休人员的收入结构单一，对基本养老保险和个人银行存款的依赖程度较高，但存在基本养老金储备不足等问题，亟需商业养老金融产品补足补全。“保险+地产+医药”的模式覆盖养老金管理和消费两端，将是养老产业链中商业模式和盈利模式最顺畅的一环。保险公司天然具备“服务+”的属性，获取养老资金收入后，通过提供年金返还、养老社区、健康管理等服务，直接参与养老金管理和养老金消费两端。

■ **风险提示：**1) 人口老龄化加速发展，基本养老金储备不足问题加剧。2) 政策落地不及预期，养老产业发展不及预期。3) 养老产业发展周期和投资周期较长，老年人口需求释放缓慢，养老产业投资回报率不及预期。

# 正文目录

<b>一、 养老产业：以养老服务为核心的综合性产业体系</b>	<b>4</b>
1.1 基本定义：以养老服务为核心的综合性产业体系	4
1.2 政策演进：以养老服务为核心，逐步加大支持力度	5
<b>二、 发展背景：老龄化进程加快，养老产业需求巨大</b>	<b>7</b>
2.1 人口老龄化程度不断加深，养老需求快速增长	7
2.2 养老需求多样化，但养老金储备有限	9
<b>三、 现状分析：产品同质化，社会资本参与不足</b>	<b>10</b>
3.1 养老金融：养老财富产品日益多元化，社会资本支持力度不足	10
3.2 养老服务：有效供给不足，以居家养老为主	12
<b>四、 未来展望：保险业或将是养老产业中最具潜力的行业</b>	<b>14</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>14</b>
<b>六、 附表</b>	<b>15</b>

## 图表目录

图表 1	养老产业基本框架.....	5
图表 2	我国支持保险业参与养老服务产业的重点政策梳理.....	6
图表 3	我国 65 岁以上人口及其占比.....	7
图表 4	我国 80 岁及以上人口占 65 岁及以上人口比例.....	7
图表 5	预计 2060 年左右 65 岁以上人口数量达到高峰.....	8
图表 6	我国老年人口抚养比.....	8
图表 7	我国家庭户规模.....	8
图表 8	不同国家人口老龄化的基本情况对比.....	9
图表 9	2019 年世界人均养老金水平.....	9
图表 10	离退休人员月人均基本养老金.....	10
图表 11	我国养老金支出持续走高.....	10
图表 12	金融行业养老财富积累实践探索情况.....	10
图表 13	金融行业养老财富消费实践探索情况.....	11
图表 14	2008-2019 年全国各类养老机构和设施数量.....	13
图表 15	养老服务床位相关情况.....	13
图表 16	天津市河西区“智慧养老平台”服务流程.....	13
图表 17	养老金链条：储蓄-领取-消费.....	14
图表 18	我国支持养老产业发展的重点政策梳理.....	15
图表 19	各机构养老理财产品的优势及不足分析.....	16

近年来，我国人口老龄化程度加深、老年人口抚养比提升，社会养老压力不断增加、基本养老金支出持续攀升。同时，随着人均 GDP 和人均可支配收入的增长，老年人群对养老需求日益呈现出多样化的特征。但值得关注的是，当前我国养老产业发展尚处于初级阶段，养老金融业、养老房地产业等发展有限，无法满足更高的养老需求，也无法提升大众养老质量。因此，亟需加速发展以养老金融业、养老房地产业、养老服务业（包括医疗、康复、照护等）为核心的养老产业，以商业养老满足更高的养老需求、提升大众养老质量。由此可见，我国潜在养老市场空间巨大，有待进一步挖掘和发展。

基于此，我们推出《养老产业专题研究》系列报告，从 1) 我国养老产业发展现状、2) 我国养老保障体系发展现状、3) 海外养老保障体系发展经验、4) 我国养老社区案例分析及海外经验借鉴等四方面入手，力图多角度分析探讨我国养老产业的潜在机遇与未来发展方向。本篇文章我们从养老产业链出发，着重探讨养老产业的发展背景、政策支持以及发展现状等内容。

## 一、养老产业：以养老服务为核心的综合性产业体系

### 1.1 基本定义：以养老服务为核心的综合性产业体系

根据《中国老龄产业发展报告》，养老产业是指以保障和改善老年人生活、健康、安全以及参与社会发展，实现老有所养、老有所医、老有所为、老有所学、老有所乐、老有所安为目的，为社会公众提供各种养老及相关产品（货物和服务）的生产活动集合。养老产业包括养老金融业、养老房地产业、养老用品业和养老服务业四个部分，其中养老用品业、养老服务行业和养老房地产业主要为老年人群提供相应产品和服务，养老金融业除了为老年人群提供相应金融服务外，还包括为年轻人群老年期做好安排的养老金保障和对养老产业进行投资的金融活动。具体来看，养老产业四大组成部分中：

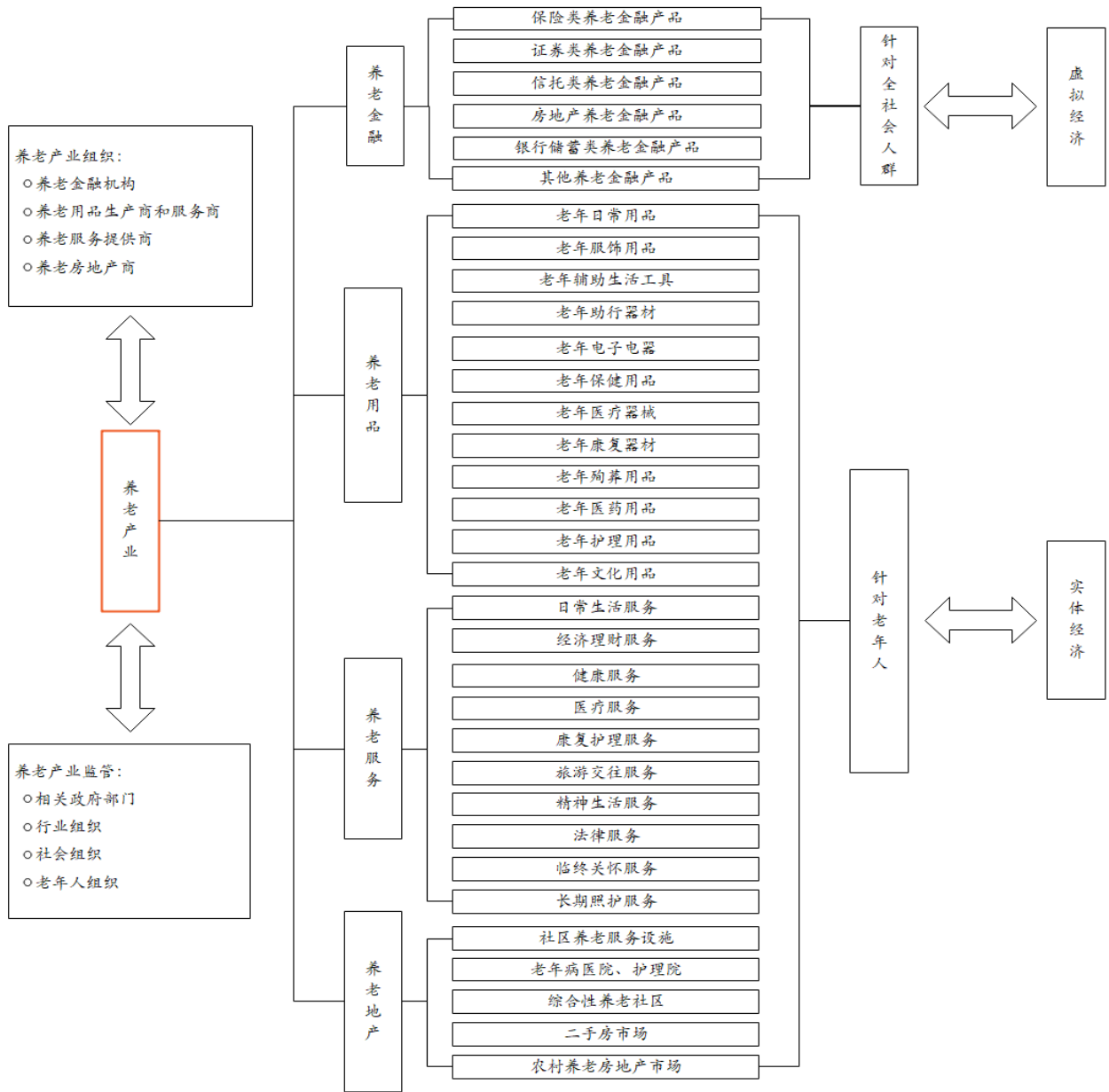
**1) 养老金融业：**从狭义上来看，养老金融是指由有关金融监管机构统一管理、以解决养老问题为目标、以养老产业为依托，由社会基本养老保险、企业年金、商业养老保险、养老储蓄、养老住房反向抵押贷款、养老信托、养老基金等金融服务方式组成的统一体系。从广义上来看，是指为满足全体社会成员养老需求而开展的各种金融活动。具体包括：①养老金制度安排和养老金资产管理；②金融机构围绕老年人财产管理需求而进行相关金融服务；③金融支持养老产业投融资及其发展；④健康管理、法律顾问和财产保障等创新领域。

**2) 养老房地产业：**从事与老年人及全体公民老年期相关联的房地产开发、经营、管理和服务的产业。从居住属性讲，主要包括社区养老服务中心、老年公寓、老年社区、护理院和老年人原有住宅等建筑设施以及相关配套措施。

**3) 养老服务业：**提供各类动态服务以满足老龄需求。按照服务内容分为日常生活服务、经济理财服务、健康服务、医疗服务、康复护理、旅游交往、精神文化生活、法律服务、临终关怀和长期照护服务等。

**4) 养老用品业：**为老年人提供各类适老化实体产品。按照产品需求细分为日用品、服饰、辅助生活工具、助行器材、电子电器、保健用品、医疗器械、康复器材、医药用品、护理用品、文化用品和殡葬用品等。

图表1 养老产业基本框架



资料来源：《中国老龄产业发展报告》，平安证券研究所

### 1.2 政策演进：以养老服务为核心，逐步加大支持力度

养老产业发展目前以政府推动和政策指引为主，社会资本参与有限，正逐步完善以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养结合的多层次养老服务体系，引导养老产业与多产业融合，系统化专业化发展，并积极探索“互联网+养老”、“物业服务+养老服务”等新型养老模式。2000年我国正式进入老龄化社会，老年人健康养老服务需求快速增加，中共中央、国务院发布《关于加强养老工作的决定》，首次提出社会化养老服务的体系建设和发展模式。此后更加密集地颁布关于养老服务及养老产业的有关政策，重点完善以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养结合的养老服务体系。2016年起，更是加快推进养老服务市场全面放开，并逐步完善智慧健康养老发展体系、商业养老保险体系，加快推进养老金融、养老地产发展。“十三五”期间，中央财政支持203个城市推进居家和

社区养老服务改革试点。在此基础上，“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要提出，推动养老事业和养老产业协同发展，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，扶持互联网+养老、物业+养老、医疗健康+养老等新业态的发展，为保险公司提供“保险+养老+健康管理”的业务模式提供政策支持。（我国支持养老服务产业发展的重点政策梳理，详见“六、附表”）

近年来，在国家相关政策的大力支持下，保险业尤其深入参与养老保障体系的建设，现已成为第一支柱基本养老保险基金投资、第二支柱企业年金受托管理、第三支柱商业养老保险产品提供和养老产业投资等的中坚力量。具体来看，1) 在第一支柱基本养老保险中，截至 2021 年 5 月末，21 家基本养老保险基金投资管理机构中，共有 6 家保险机构入选，为基本养老保险基金提供投资管理服务；2) 在第二支柱企业年金中，截至 2020 年末，保险业共为 7.6 万家企业提供受托管理服务，累计受托管理资产 1.15 万亿元、市场份额达 73.4%；3) 在第三支柱个人商业养老保险中，目前我国个人养老保险的主要形式为个人税延养老保险，上海、福建及苏州工业园区于 2018 年 5 月率先开展个人税收递延型商业养老保险试点。截至 2020 年 4 月，共有 23 家保险公司参与试点，19 家公司出单，累计参保人数 4.76 万人，保费收入约 3 亿元，总体规模较小。广义上来看，商业养老年金保险也是第三支柱的重要组成部分，截至 20Q3，商业养老年金保险保费收入仅 551 亿元，在人身保险原保费收入仅占 2.1%，仍远不及海外发达保险市场（如美国具有养老保险功能的人身保险保费收入占比约 50%，而养老年金保险保费收入占比超过 35%）。4) 在养老产业投资方面，保险资金充分发挥期限长、规模大、来源稳定等特征，以债权投资计划、股权投资计划积极投资健康、医疗、养老社区等项目。

图表2 我国支持保险业参与养老服务产业的重点政策梳理

时间	事件
2013 年 9 月	国务院发布《关于加快发展养老服务业的若干意见》，支持符合条件的保险机构投资养老服务产业，促进保险服务业与养老服务业融合发展。
2014 年 8 月	国务院发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，明确了商业保险在养老保障体系中的作用定位和政策支持，促进保险与养老保障体系紧密衔接。
2017 年 2 月	国务院发布《“十三五”国家老龄化事业发展和养老体系建设规划》，到 2020 年基本建立安全稳健、产品多样、专业、诚信规范的商业养老保险体系。
2017 年 5 月	银保监会发布《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》，指出支持商业保险机构为个人和家庭提供个性化、差异化的养老保障，鼓励商业保险机构投资养老服务产业、为养老机构提供风险保障服务。
2017 年 7 月	国务院发布《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，构建长期照护保障制度，大力发展老年人长期护理保险等适老性强的商业保险。
2018 年 7 月	银保监会发布《关于扩大老年人住房反向抵押养老保险开展范围的相关意见》，深化商业养老保险供给侧结构性改革，积极发展老年人住房反向抵押养老保险。
2020 年 1 月	银保监会发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，强化商业养老保险保障功能，大力发展商业养老年金保险，加快研发个人账户式商业养老保险产品，支持养老保险第三支柱发展。
2020 年 9 月	医保局发布《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，进一步扩大长期护理保险制度试点城市名单，新增北京市石景山区等 14 个试点城市，加速长护险制度试点进程。
2021 年 2 月	国新办举行就业和社会保障新闻发布会，表示要建立以账户制为基础，个人自愿参加，国家税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。
2021 年 3 月	新华社授权发布《“十四五”规划纲要》，提出大力发展普惠型养老服务，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，推动智慧养老建设，明确发展多层次、多支柱养老保险体系。
2021 年 5 月	银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，自 21 年 6 月 1 日起，由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点。

资料来源：国务院、银保监会等，平安证券研究所



## 二、 发展背景：老龄化进程加快，养老产业需求巨大

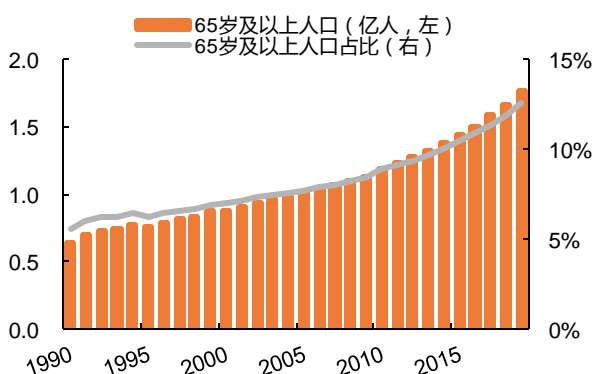
### 2.1 人口老龄化程度不断加深，养老需求加快增长

#### ➤ 2.1.1 我国已处于老龄化社会，未来或将成为老龄化最严重的国家

按联合国标准：国家 60 岁以上人口数占总人口数的比例超过 10%，或者 65 岁以上的人口数占总人口数的比例超过 7%，意味着该国进入老龄化社会。法国是世界上最早进入老龄化社会的国家，1851 年 60 岁人口占比超过 10%，其他发达国家紧随其后，英国、德国、美国和日本分别于 1929 年、1932 年、1942 年和 1971 年先后进入人口老龄化社会。

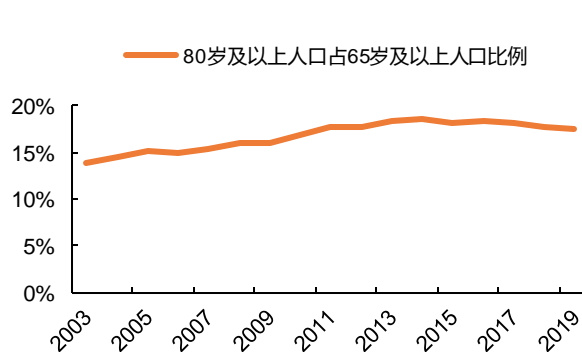
我国于 2000 年起步入老龄化社会，且老龄化程度不断加深、呈现高龄化特征。根据 2020 年人口普查结果，我国 65 岁及以上人口达 1.91 亿人，占比 13.5%，老龄人口数量庞大、占比快速提升。人口结构抽样数据显示，2019 年中国 80 岁以上高龄人口在 60 岁以上老年人口中占比 17.42%，人口老龄化形势严峻。《国家人口发展规划（2016-2030 年）》预计，2030 年 60 岁以上老人占比将到达 25% 左右；据世界卫生组织预测，2050 年中国将有 35% 的人口超过 60 岁，成为世界上老龄化最严重的国家。

图表3 我国 65 岁以上人口及其占比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 我国 80 岁及以上人口占 65 岁及以上人口比例



资料来源：Wind，平安证券研究所

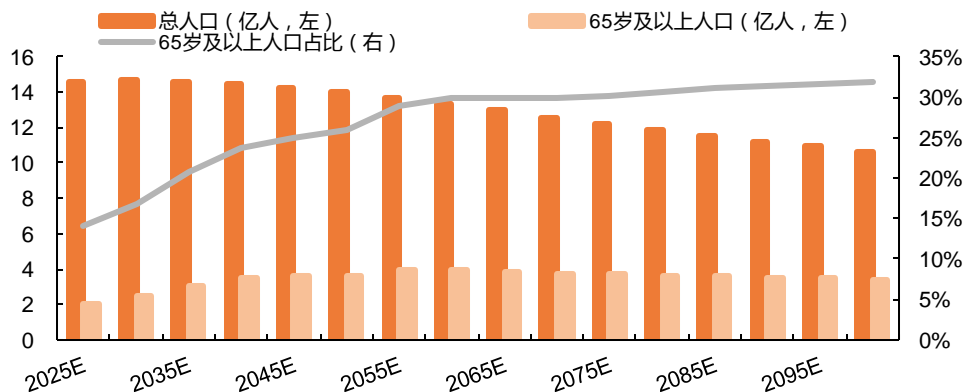
#### ➤ 2.1.2 我国老年人口增长快，现已进入加速推进期

1) 从老年人增速来看，2019 年我国 60 岁以上人口 2.53 亿人 (YoY+1.76%)，65 岁以上人口 1.76 亿人 (YoY+5.67%)，而总人口增速仅 0.33%、60 岁以下人口增速仅 0.02%，老年人口增速远超总人口增速。

2) 从老年人口占比增幅来看，2019 年老年人口占比较 2000 年提升 5.47pct，比全世界同期增加值 (2.1pct) 高 1 倍多。

3) 从老龄化加深速度来看，根据 2020 年人口普查结果，我国 65 岁及以上人口占比 13.5%，预计我国从进入老龄化到进入老龄社会 (65 岁以上人口比重从 7% 增加到 14%) 的时间将不超过 23 年，将成为世界上经历时间最短的国家。

图表5 预计 2060 年左右 65 岁以上人口数量达到高峰

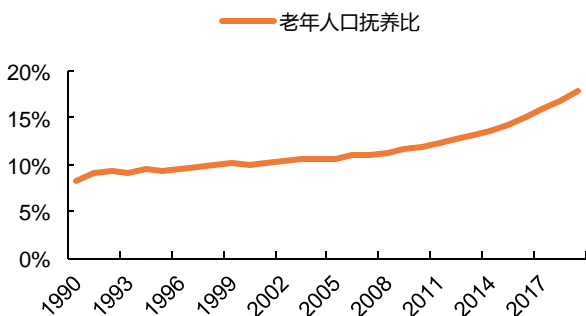


资料来源: Wind, 平安证券研究所

➤ 2.1.3 老年人口抚养比提升，赡养压力大

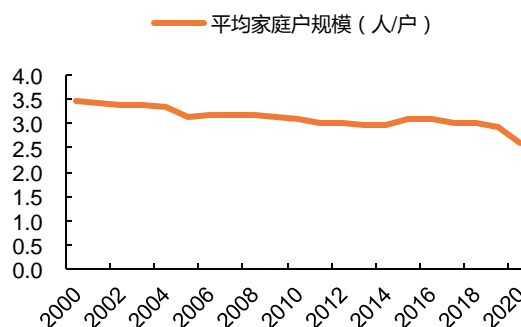
**未富先老，赡养压力大。**“四二一”式家庭结构和精英化育儿观念下，老年人群的赡养压力凸显，对传统养老模式造成一定冲击。截至 2019 年，我国平均家庭户人口 2.62 人，较 2010 年减少 0.48 人；老年人口抚养比高达 17.8%，持续提升。同家庭户规模和老年人口抚养比差距逐渐扩大，未来的家庭养老负担将会进一步加重。我国 2019 年 65 岁以上人口占比 12.6%，老龄化程度与美国 1991 年、韩国 2015 年的水平相当。彼时，其人均 GDP 均约 2.5 万美元、人均可支配收入均超 1.5 万美元；而 2019 年我国人均 GDP 仅 10217 美元、人均可支配收入仅 4449 美元，存在较大的“未富先老”问题，老年人群的养老金来源亟需扩充。

图表6 我国老年人口抚养比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 我国家庭户规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所



图表8 不同国家人口老龄化的基本情况对比

地区	人口老龄化开始			65岁+人口占比 12.6%			2019年		
	时间	人均可支配收入(美元)	人均GDP(美元)	时间	人均可支配收入(美元)	人均GDP(美元)	65岁+人口占比	人均可支配收入(美元)	人均GDP(美元)
中国	2000年	448	959	2019年	4449	10217	12.6%	4449	10217
美国	1942年	903	1231	1991年	17734	24290	16.2%	49763	65240
韩国	2000年	6013	12257	2015年	15122	28732	15.1%	15313	31846
全球	2002年		5534				9.1%		11433

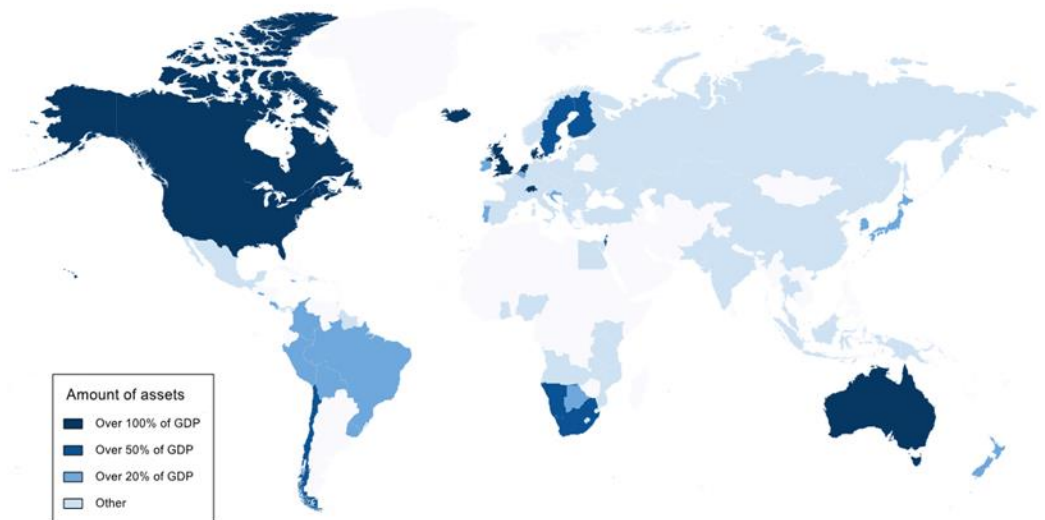
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 养老需求多样化, 但养老金储备有限

根据《2019年中国养老产业发展白皮书》，近年来，我国老年人的人均养老消费持续增长，养老需求多样化。截至2018年，我国老年人人均消费中，日常消费占比61%、医疗康养占比22%、社交娱乐占比13%、养老金融占比4%，其中医疗、社交、娱乐和保健领域近年增速最快。随着老年人群体对社交、娱乐、陪伴等需求的日益强烈，养老需求将逐步转向第三方提供包含关怀访视等服务在内的养老设施和养老服务。因此，食品、医疗、营养保健是老年人主要消费需求，照料服务、旅游服务、适老器械、网络消费等未来将成为老年人消费新的增长点，将为养老产业发展带来机遇。

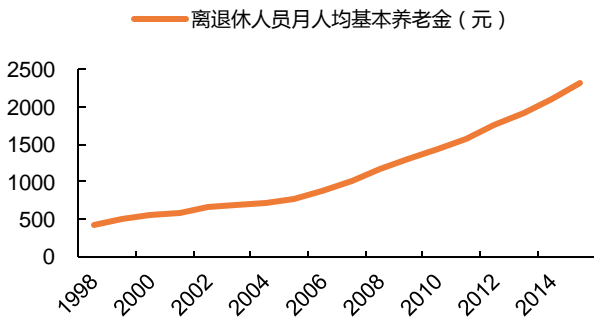
人口老龄化加速下，制度性养老金储备总量不充分，或将面临严重的资金缺口问题，有待商业养老补足补全。据人社部统计，截至2019年，我国养老金总规模达11.6万亿元（含社保基金2.6万亿元），但增速近年来逐步下滑至10%左右；养老金在GDP中占比较低，2019年仅11.7%，相较于OECD成员国平均49.7%的比例仍存在较大差距，远低于加拿大155.2%、美国134.4%。根据中保协2021年发布的《中国养老金第三支柱研究报告》，预计未来5年至10年时间，我国将有8万亿元-10万亿元的养老金缺口，亟需商业养老金融产品补足补全。

图表9 2019年世界人均养老金水平



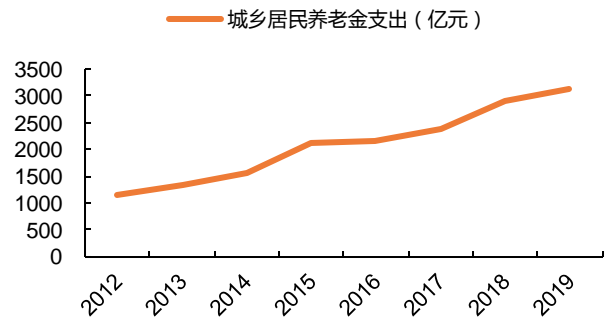
资料来源: OECD, 平安证券研究所

图表10 离退休人员月人均基本养老金



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 我国养老金支出持续走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、现状分析：产品同质化，社会资本参与不足

#### 3.1 养老金融：养老财富产品日益多元化，社会资本支持力度不足

在国家一系列养老政策的大力支持下，我国养老金融已取得初步成就，现已初步建立覆盖全民的多层次养老保障体系，金融养老产品和服务也日趋多元化；但在养老金融发展广度和深度上仍存在明显不足：养老金融供需不平衡明显，政策支持和管理体制有待完善、社会资本参与有待加强。

图表12 金融行业养老财富积累实践探索情况



资料来源:《中国养老金融发展报告(2020)》, 平安证券研究所

##### ➤ 3.1.1 养老金融产品百花齐放，但仍缺乏个性化产品

以银行、保险等为代表的金融机构积极探索养老金融产品、持续拓宽发展路径，但总体存在产品同质化严重、针对性服务不足等问题，养老金融产品的有效供给不充分。

一方面，在一系列政策支持和巨大市场潜在需求的推动下，银行、基金、保险、信托等金融机构积极发展传统养老金融产品，其中银行和保险个人养老金融产品的规模优势较大（各机构养老理财产品的优势及不足分析，详见“六、附表”）。

1) **银行业**：资管新规下，近年来各大国有银行、股份行、城商行、农商行等纷纷成立理财子公司，截至目前，累计有 25 家银行理财子公司获批开业。其中，工银理财、中银理财、建银理财均以养老理财作为公司开业首发的理财产品（如工银理财推出“颐和”固定收益类封闭净值型产品、中银理财推出“中银理财-稳富”系列、建信理财推出“睿吉”稳健养老等）。总体来看，银行系养老理财产品类型较为集中，主要属于保证收益型产品，且风险较低，符合中老年人稳健的投资风格。据不完全统计，银行系个人养老产品平均投资期限约 300 天，高于银行理财整体投资期限（约 130 天）；而投资门槛与普通银行理财并无差别，均为 5 万元或 10 万元。总体来看，其他普通的银行理财相比差别不大。

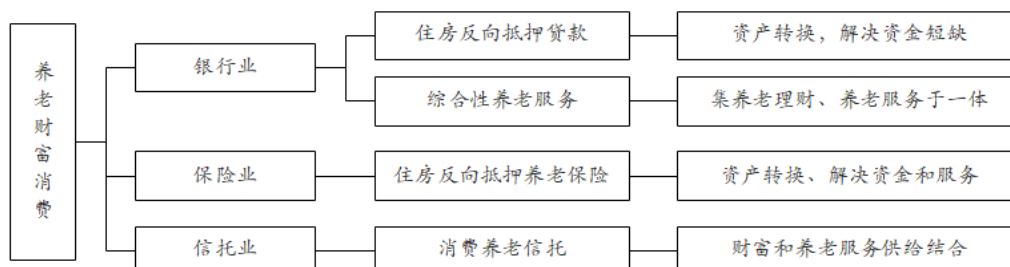
2) **保险业**：近年来，我国不断强调发挥“养老”属性的持牌保险机构在养老金市场化、专业化运作上的核心作用。截至目前，我国累计有 8 家专业养老保险机构开业，包括国寿养老、太平养老、平安养老、泰康养老、长江养老、大家养老、新华养老、人保养老，其中，平安养老 2013 年 9 月发行首个人养老保障产品。此外，中国建设银行获国务院批准建立“建信养老金管理公司”，银保监会 2019 年 3 月批准恒安标准人寿筹建首家外资养老保险公司。据不完全统计，热销养老保障管理产品以货币型等风险较小的开放性产品为主。尽管总体收益率较高，但封闭型产品期限主要集中在 2 年以内，缺乏中长期投资产品；同时，产品同质化程度较高，缺乏个性化养老理财产品；而非标投资是带动保险系个人养老产品获得较高收益率的主要资产配置方向，未来的高收益优势或将难以维持。

3) **基金业**：养老目标基金产品为主体，总体投资期限较，主要以 FOF 形式运作。近年来，养老目标基金推出节奏加速、产品规模稳步增长。截至 2021 年 5 月末，共计成立 129 只养老目标基金，基金规模 705 亿元。总体来看，基金系个人养老金融产品的投资门槛最低，适合大众理财，但产品风险相对较高，导致总体规模有限。

4) **信托业**：养老金融信托为主要产品，如兴业银行与外贸信托 2015 年末推出安愉信托，该产品认购金额起点为 600 万元，一次性认购、自认购 3 年封闭期后的任何一年开始，一次性支付或按季度支付。目前养老信托产品类别偏少且投资起点高，不适合大众养老理财。

另一方面，**金融机构积极开发新型养老金融产品**。目前已开发包括住房反向抵押贷款、综合性养老金融服务、住房反向抵押养老保险产品、养老消费信托产品等，为老年人养老经济保障和服务保障需求提供丰富渠道。

图表 13 金融行业养老财富消费实践探索情况



资料来源：《中国养老金融发展报告（2020）》，平安证券研究所

### ➤ 3.1.2 养老产业模式不断创新，但社会资本支持力度不足

近年来，我国不断创新养老产业模式，并从顶层设计和资金补贴两方面加大支持力度。“十三五”期间，中央财政支持 203 个城市推进居家和社区养老服务改革试点——2019 年国家发改委牵头推出普惠养老城企联动专项活动，中央财政提供 14 亿元专享资金重点支持“社区、医养、学习、旅居”四类床位建设以及城企合作共同发起产品基金等。在此基础上，“十四五”期间，政府将通过扶持“互联网+养老”“物业+养老”“医疗健康+养老”等新业态的发展，到 2025 年，将实现所有城区、小区养老服务设施全覆盖，形成社区“一刻钟”居家养老服务圈；并将着力补齐农村养老服务体系的短板，力争每个县至少建成一个县级失能半失能照护机构、两个乡镇级农村区域养老服务中心，大力发展农村互助型养老设施，为农村老人提供居家养老服务，基本构建起县、乡、村三级农村养老服务网络。

政府部门为养老产业的主要投融资供给来源，社会资本支持力度不足；社区养老机构自身造血能力不足，为主要的投融资接收方。根据《中国养老金融发展报告》，我国涉老产品 90% 的金融支持来源于政府，主要支持方式包括政府税收优惠、低利率、专项投资（如养老产业专项债）、投资基金、PPP，社会资本参与养老产业金融的程度较低，主要由于养老产业市场化程度低，投资周期长、收益率有限，部分机构的投资主体属于政府融资平台性质，导致社会资本关注度低。其中，居家社区养老机构物业难寻、租金高、前期投入大，是主要的投融资接收方；但需土地、税收、补贴优惠及金融等政府支持，大多依靠政府购买服务，自身盈利能力不强。

## 3.2 养老服务：有效供给不足，以居家养老为主

长期以来，我国养老、医疗等老年人养老服务需求主要通过家庭养老、公办医疗卫生机构提供，基础服务，养老产业发展有限、服务供给有限，目前以提供基础性服务为主，有待进一步发展。

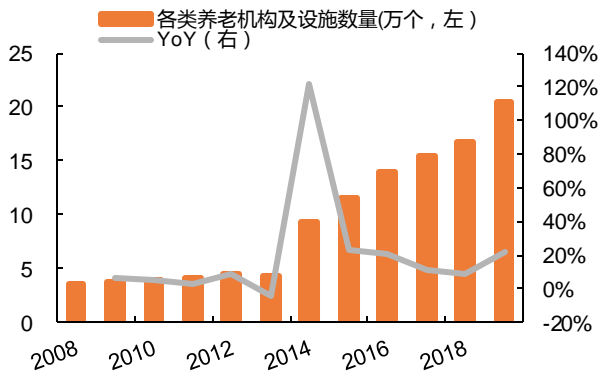
### ➤ 3.2.1 有效供给不足，存在巨大供需缺口

老龄化加深、家庭户规模下降等催生养老服务庞大需求，特别是核心城市高端养老需求增长迅速。有效供给不足主要表现在三个方面：

**1) 老年医疗卫生服务有效供给不足。**医疗卫生服务需求包括医疗服务需求和护理需求，而老年医疗服务主要包括慢性病和预防治疗和日常护理服务。目前我国老年医疗卫生服务体系存在较大缺陷，具体来看：①针对老年人专属医疗卫生服务主要由社区提供老年人体检和日常慢性病咨询服务，老年人护理目前主要由家庭承担。②医疗、康复、护理类专业化服务人才欠缺，康复医疗等医疗照护服务供给不足。

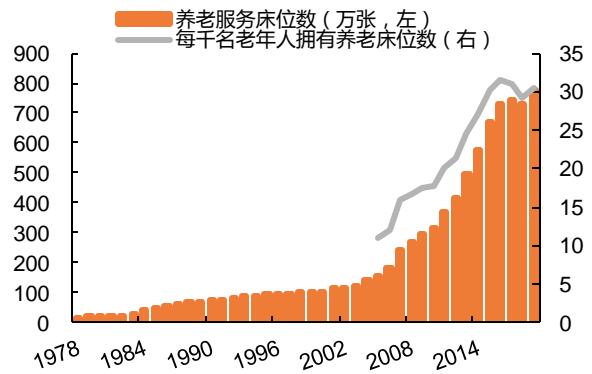
**2) 养老机构及其护理型床位的有效供给不足。**①床位供给不足。截至 2019 年底，全国共有各类养老机构和设施 20.4 万个（YoY+21.4%），养老床位合计 775.0 万张（YoY+6.6%），每千名老年人拥有养老床位 30.5 张，与先进国家 50 张-70 张的平均水平有较大差距。②床位利用率较低，且存在错配问题。2015 年中国老龄科学研究中心发布的《中国养老机构发展研究报告》显示，全国养老机构平均空置率达 48%，且近半数养老服务机构未能满足多样化养老服务需求。我国养老机构主要由公办非盈利养老机构和商业养老机构两类构成，非盈利养老机构资源稀缺；而低端商业养老机构普遍存在设施条件差、服务意识不足、护理水平低、交通不便等问题，高端养老机构主要针对高净值老年人群，费用 8000 元/月 - 30000 元/月，无法满足大多数老年人对中档养老机构的需求，造成养老机构空置率较高。③服务质量参差不齐。对失能、半失能老人提供专业护理和医疗的机构数量有限，养老机构的服务质量发展不平衡，护理服务缺乏差异性和针对性。

图表14 2008-2019年全国各类养老机构和设施数量



资料来源：民政部，平安证券研究所

图表15 养老服务床位相关情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

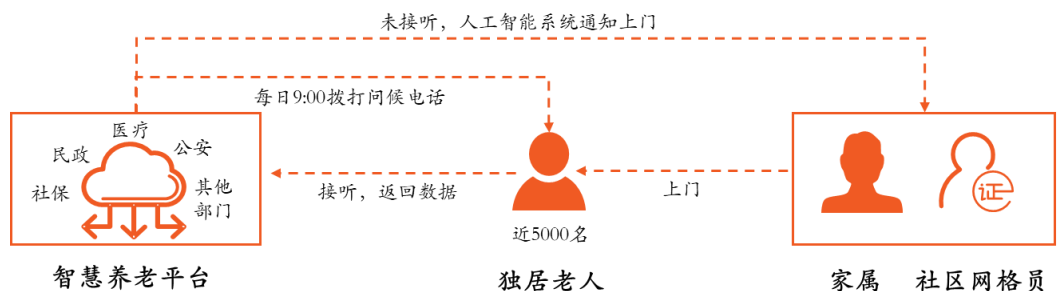
**3) 医养结合有待深化。**养老机构由民政部门管理，医疗卫生机构由卫生健康部门管理，医保基金由医保部门管理，多头管理造成相关部门权责不明，信息沟通存在障碍，资源分配存在分歧，现有养老机构和医疗机构有机衔接不足。

➤ **3.2.2 以社区居家养老服务为主，积极发展“互联网+养老”、“物业+养老”等新模式**

我国目前养老体系为“9073”（老龄人口90%居家养老、7%社区养老、3%机构养老），主要以社区居家养老为主体。在政策的大力支持下，近年来开始推进“互联网+养老”、“物业+养老”等新型养老模式——如广东省“U护”平台、天津市河西区“智慧养老平台”、重庆驿站社区形成系统的居家养老+智慧医疗方案、上海幸福9号网上购物、乌镇居家远程照护等。

“互联网+养老”是互联网机构主动参与养老服务、养老服务业界主动运用互联网升级改造传统养老服务业而出现的新型养老服务模式。具体来看：1) 在居家养老服务方面，加快智能软硬件设计和开发，通过智能硬件重点推进老年人健康管理、紧急救援、精神慰藉等服务，开发更多元且精准的私人订制服务；2) 在社区养老服务方面，重点搭建养老信息服务平台，提供全天候养老服务；3) 在机构养老服务方面，鼓励应用基于移动互联网的便捷式体检、紧急呼叫监控等设备，提高养老服务水平。目前“互联网+养老”仍处于初步发展阶段，政府支持力度逐年增大，主流市场参与企业多，规模小，仍存在老年人缺乏信息素养、互联网技术与养老服务融合范围不广融合深度不够、面临融资困境和技术瓶颈等问题。

图表16 天津市河西区“智慧养老平台”服务流程



资料来源：央视网，平安证券研究所



## 四、 未来展望：保险业或将是养老产业中最具潜力的行业

在养老需求爆发、养老服务供给不足的情况下，养老产业潜在市场空间巨大；保险业或将成为我国养老保障体系建设、养老产业投资和发展中最具潜力的行业。

1) 我国养老金三支柱发展不平衡，呈现第一支柱独大、第二支柱发展缓慢、第三支柱缺位的结构特征，老年人群的收入主要来自于养老金和存款。截至 2019 年末，我国第一支柱累计结余规模达 6.3 万亿元、占比 72%；第二支柱累计结余规模约 2.1 万亿元、占比 28%。第三支柱尚处于探索建立期，税延型商业养老保险试点仅开展 3 年，保费收入不足 2.5 亿元；广义上来看，商业养老年金保险也是第三支柱的重要组成部分，截至 20Q3，商业养老年金保险保费收入仅 551 亿元。第三支柱的规模与第一支柱和第二支柱远不在同一量级。总体来看，退休人员的收入结构单一，对基本养老保险的依赖程度较高，但存在基本养老金储备不足等问题，亟需商业养老金融产品补足补全。（我们也将 在《养老产业专题研究（二）》中，进一步深入分析我国养老金三支柱的发展情况，敬请关注）

2) “保险+地产+医药”的模式覆盖养老金管理和消费两端，将是养老产业链中商业模式和盈利模式最顺畅的一环。从当前的养老产业构成来看，养老金融业主要负责养老金管理，养老房地产业、养老服务业和养老用品业则更多属于养老金消费。而保险公司天然具备“服务+”的属性，获取养老资金收入后，通过提供年金返还、养老社区、健康管理等服务，直接参与养老金管理和养老金消费两端，或将成为养老产业中最为受益的一环。

图表 17 养老金链条：储蓄-领取-消费



资料来源：平安证券研究所

## 五、 风险提示

- 1、人口老龄化加速发展，基本养老金储备不足问题加剧。
- 2、政策落地不及预期，养老产业发展不及预期。
- 3、养老产业发展周期和投资周期较长，老年人口需求释放缓慢，养老产业投资回报率不及预期。



## 六、 附表

图表18 我国支持养老产业发展的重点政策梳理

时间	事件
2006年2月	国务院发布《关于加快发展养老服务业的意见》，提出要逐步建立和完善以居家养老为主体、社区服务为依托、机构养老为补充的服务体系，鼓励社会资金参与兴办养老服务业。
2010年9月	国务院发布《关于加快发展家庭服务业的意见》，加大对家庭服务业的财税扶持力度，促进家庭服务业发展。
2011年9月	国务院发布《中国老龄事业发展“十二五”规划》，建立应对人口老龄化战略体系基本框架，健全社会养老保障体系和老年人基本医疗保障体系。
2011年12月	国务院发布《社会养老服务体系规划建设规划(2011-2015)》，提出到2015年，每千名老人拥有养老床位340余万张；改造30%现有床位，使之达到建设标准。
2013年9月	国务院发布《关于加快发展养老服务业的若干意见》，提出到2020年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系；支持符合条件的保险机构投资养老服务产业，促进保险服务业与养老服务业融合发展。
2014年2月	住房城乡建设部发布《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年8月	国务院发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，明确了商业保险在养老保障体系中的作用定位和政策支持，促进保险与养老保障体系紧密衔接。
2014年9月	发改委发布《关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知》，完善养老服务体系，主要包括社区老年人日间照料中心、老年养护院、养老院和医养结合服务设施、农村养老服务设施四个项目。
2015年2月	民政部等发布《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》，推动医养融合，对民办养老机构提供的育养服务免征营业税。
2015年11月	卫生计生委等发布《关于推进医疗卫生与养老服务相结合指导意见的通知》，加快推进医养结合。
2016年3月	央行、银保监会等发布《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，加大对养老领域的信贷支持力度。
2016年6月	国家卫生计生委发布《关于遴选国家级医养结合试点单位的通知》，确定北京市东城区等50个市(区)作为第一批国家级医养结合试点单位。
2016年7月	民政部、财政部发布《关于中央财政支持开展居家和社区养老服务改革试点工作的通知》，选择部分地级城市开展居家和社区养老服务改革试点，支持探索“互联网+”居家和社区养老模式，积极推进医养结合，支持开辟养老服务设施。
2016年10月	发改委发布《关于推进老年宜居环境建设的指导意见》，支持适老住宅建设。
2016年12月	国务院办公厅发布《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》，进一步放宽养老市场准入条件，推进“互联网+”养老服务创新，发展适老金融服务。
2017年2月	国务院发布《“十三五”国家老龄化事业发展和养老体系建设规划》，到2020年，基本建立安全稳健、产品多样、专业、诚信规范的商业养老保险体系。
2017年2月	药监局发布《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》，加大养老产业简政放权力度，强化监管能力。
2017年2月	工信部、民政部和卫计委发布《智慧健康养老产业发展行动计划(2017-2020年)》，推进健康养老关键技术研发，推广智慧健康养老服务，建立智慧健康养老标准体系。
2017年5月	银保监会发布《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》，指出支持商业保险机构为个人和家庭提供个性化、差异化的养老保障，鼓励商业保险机构投资养老服务产业、为养老机构提供风险保障服务。
2017年6月	国务院发布《关于制定和实施老年人照顾服务项目的意见》，全面建立针对经济困难高龄、失能老年人的补贴制度，发展居家养老服务，80岁及以上老人可自愿随子女迁移户口等。
2017年7月	国务院发布《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，构建长期照护保障制度，大力发展老年人长期护理保险等适老性强的商业保险。
2017年8月	财政部、民政部等发布《关于运用政府和社会资本合作模式支持养老服务项目的意见》，鼓励运用PPP推进养老服务业供给侧改革。
2018年6月	国家卫健委等11部门发布《关于促进护理服务业改革与发展的指导意见》，促进护理服务业发展。
2018年7月	国务院、国家卫健委发布《国家卫生健康委员会职能配置，内设机构和人员编制规定》，建立老龄健康司，组织拟定并协调落实应对老龄化的政策措施，组织拟定医养结合政策，完善老年健康服务体系。

2018年7月	银保监会发布《关于扩大老年人住房反向抵押养老保险开展范围的相关意见》，深化商业养老保险供给侧结构性改革，积极发展老年人住房反向抵押养老保险。
2018年12月	全国人大常委会修改《中华人民共和国老年人权益保障法》，取消养老机构设立许可，设立公益性养老机构，应依法办理相应登记，设立经营性养老机构，应在市场监督管理部门办理登记，养老机构登记后即可开展服务活动。养老标准化体系建设进入加速阶段。
2019年4月	国务院发布《国务院办公厅关于推荐养老服务发展的意见》，深化养老放管服改革，拓宽养老服务投融资渠道，提出探索“物业服务+养老服务”模式，支持物业开展养老服务。
2019年9月	民政部发布《关于进一步扩大养老服务供给，促进养老服务消费的意见》，全方位优化养老服务供给，培育“养老服务+行业”等消费新业态。
2020年1月	银保监会发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，强化商业养老保险保障功能，大力发展商业养老年金保险，加快研发个人账户式商业养老保险产品，支持养老保险第三支柱发展。
2020年4月	民政部发布《关于做好2020年养老院服务质量建设专项行动工作的通知》，推行全国统一的养老机构登记评定制度，健全养老服务综合监管制度。
2020年5月	民政部发布《关于开展公办养老机构改革试点工作总结 推广公办养老机构改革典型经验的通知》，加强公办养老机构改革试点成果推广运用。
2020年9月	医保局发布《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，进一步扩大长期护理保险制度试点城市名单，新增北京市石景山区等14个试点城市，加速长护险制度试点进程。
2020年12月	国务院发布《国务院办公厅关于促进养老托育服务健康发展的意见》，扩大多方参与、多种方式的服务供给，打造创新融合的养老产业发展环境。
2020年12月	民政部发布《住房和城乡建设部等部门关于推动物业服务企业发展居家社区养老服务的意见》，推行“物业服务+养老服务”居家社区养老模式。
2020年12月	国务院发布《国务院办公厅关于健全养老服务综合监管制度促进养老服务于高质量发展的意见》，建立健全养老服务综合监管制度，形成高效规范的养老服务统一市场。
2021年2月	国新办举行就业和社会保障新闻发布会，表示要建立以账户制为基础，个人自愿参加，国家税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。
2021年3月	新华社授权发布《“十四五”规划纲要》，提出大力发展普惠型养老服务，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，推动智慧养老建设，明确发展多层次、多支柱养老保险体系。
2021年5月	银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，自21年6月1日起，由6家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点。

资料来源：国务院、发改委、人社部、银保监会、民政部等，平安证券研究所

图表19 各机构养老理财产品的优势及不足分析

分类	机构及介绍	优势	不足
银行系	徽商银行	1) 庞大的银行网点以及潜在的客户资源； 2) 由于银行发行的针对养老的理财产品集中在保本理财上，风险低(目前主要的客户群体为中老年人)，容易被投资群体接受； 3) 沿海一带经济更为发达，投资者对于养老需求更大，为当地银行养老理财市场提供支撑（如上海银行立足上海区域，大力发展养老理财产品）	产品同质化严重，和其他普通的银行理财相比差别不大
	交通银行		
	上海农村商业银行		
	上海浦东发展银行		
	上海银行		
	兴业银行		
	招商银行		
	中国工商银行		
	中国建设银行		
	中国邮政储蓄银行		
基金系	招商基金管理有限公司：银行系基金公司；依托银行资源，优势明显；拥有社保、企业年金和养老金资格	1) 具有专业化的投资管理，有成熟投资理念和模式，较为严格的风险控制体系； 2) 投资起点低，适合大众养老理财；	和其他金融机构相比，其产品风险相对较高。缺乏更加深入的产品设
	天弘基金管理有限公司：与阿里巴巴合作，销售渠道优势凸显、规模优势明显		

	<p>泰达宏利基金管理有限公司：信托系基金公司；依托大股东积累高净值客户</p> <p>南方基金管理有限公司：券商系基金公司，成立时间早，先发优势明显；拥有社保企业年金和养老金资格</p> <p>华夏基金管理有限公司：券商系基金公司；存量客户大；拥有社保、企业年金和养老金资格</p> <p>华安基金管理有限公司：信托系基金公司；资产管理规模较大</p> <p>海富通基金管理有限公司：券商系基金公司</p> <p>国泰基金管理有限公司：中国建银投资有限责任公司为其大股东(60%)；拥有社保和企业年金资格</p> <p>宝盈基金管理有限公司</p> <p>信托系基金公司</p>	<p>投资组合和策略更为灵活，流动性较强；</p> <p>3)一般基金公司的大股东为券商、银行、信托，可以充分依托大股东的资源背景</p> <p>1)从目前开展养老理财业务的基金公司来看，基本具有社保、企业年金业务资格，部分基金公司拥有社保、企业年金和养老金资格全牌照；</p> <p>2)从销售渠道来看，目前基金公司销售渠道广泛，同时积极与互联网公司合作；</p> <p>3)部分基金公司旗下基金管理规模大，具有较大的存量客户(潜在客户)</p>	<p>计路径</p>
信托系	安愉信托	依托信托行业积攒的高净值客户提供养老服务	投资起点高，不适合大众养老理财
保险系	平安养老保险股份有限公司	<p>1)寻求依托创新科技与互联服务，实现客户服务的移动化、智能化、定制化；</p> <p>2)具备企业年金和养老金资格；</p> <p>3)国内首家专业养老公司，先发优势明显；依托平安集团金融平台，整合渠道和客户资源</p>	
	太平养老保险股份有限公司	<p>1)具有企业年金资格，业务布局区域广，涉及海内外，国内布局35个省市区；</p> <p>2)依托太平集团实现资源整合；</p> <p>3)瞄准打造卓越的养老资产管理和民生保障管理综合服务提供商，加大养老保障业务和健康管理模式创新；</p> <p>4)渠道上，积极开展互联网模式，携手微众银行成功探索“互联网+银行+个人养老保障”，与银行等金融机构展开合作</p> <p>5)积极探索定制化服务</p>	
	长江养老保险股份有限公司	<p>1)具备企业年金和养老金资格；</p> <p>2)大力开拓个人养老保障业务，不断深化与互联网平台合作，与深圳前海微众银行股份有限公司和腾讯理财通等第三方网络平台合作；</p> <p>3)依托大股东资源优势，协同成立30家“太平洋-长江养老业务合作中心”</p>	
	中国人寿养老保险股份有限公司	<p>1)具备企业年金和养老金资格；</p> <p>2)借助中国人寿卓越的品牌实力和强大的资源优势；</p> <p>3)丰富的账户管理经验，中国人寿从1983年起开始经办补充养老保险业务，1998年开始对养老金业务实行个人账户式管理，为国内众多企业提供了数百亿元的补充养老金和团体年金保险保障，管理的个人账户数量达到1100多万个，积累了丰富的养老金管理经验</p>	

资料来源：中国保险资产管理协会，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033