

养老产业现状研究专题（一）

养老金融业蓬勃发展

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业专题研究（六）：个人养老金试点首年追踪与展望-强于大市 20231123

【平安证券】行业半年度策略报告-非银行金融-保险业 2024 年中期策略报告：负债端已行稳，资产端待起航-强于大市 20240619

【平安证券】行业动态跟踪报告-非银行金融-健全人身险产品定价机制，助力防范利差损风险-强于大市 20240804

证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn
韦霁雯	投资咨询资格编号 S1060524070004 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- 引言：养老金融是撬动养老产业发展的重要一环。**养老产业分为养老金融业、养老房地产业、养老服务行业和养老用品业 4 大板块，本文主要聚焦养老金融业发展现状研究。养老金融业主要为养老或老年人提供各种金融产品和服务，为老年人提供养老资产积累、为实体养老产业提供金融服务支持。具体由养老金金融、养老服务金融和养老产业金融三部分组成，分别面向养老资金、老年人需求和养老产业。
- 养老金金融：制度建设基本形成，多元社会保障不断加强。**养老金金融是为储备养老资产进行的一系列金融活动，包括养老金制度安排和养老资产管理，是养老金金融的基础与核心。我国已基本形成多层次、多支柱养老保险体系——第一支柱基本健全，基本养老保险参保人数增长、覆盖范围扩大，基金累计结余增速放缓。第二支柱初步建立并逐步完善，企业参与有限、仍需进一步发展。第三支柱尚处于发展初期，个人养老金制度处于试点阶段，政策支持力度大、但税优力度待进一步提升。此外，制度化养老财富积累也包括长期护理保险，目前试点稳步推进，阶段性效果显著。
- 养老服务金融：产品体系多元，发展活力不足但空间较大。**养老服务金融是社会机构为满足老年人的养老财富积累、消费等多元化需求提供的除制度化养老金以外的金融服务活动，包括非制度化养老财富积累和养老财富消费。早在个人养老金制度落地以前，以银行、保险、基金等为代表的金融机构便开始积极探索养老金融产品、持续扩宽发展路径。具体来看，在商业养老保险方面，大力发展商业保险年金、启动商业养老金业务试点。养老理财产品试点进展顺利，实现稳健性、长期性、普惠性的协调统一。养老目标基金采用目标风险策略的基金数量更多、份额更高。住房反向抵押养老保险产品供给不足、试点运行效果欠佳。不动产投资信托基金（REITs）相关产品及法律法规日趋完善，但规模总体有限。
- 养老产业金融：助力实体养老产业发展升级。**养老产业金融是运用各类金融工具为养老相关实体产业提供投融资支持、赋能实体养老产业发展升级的金融活动。我国养老产业金融存在发展不平衡不充分等问题，从投融资难点的破局方法来看，我们认为 1) 对于养老照护服务机构，头部机构可争取险企战略投资，小微企业亟待银行信贷模式创新。2) 对于智慧养老企业，应强化投贷联动，创新信贷模式。
- 风险提示：**1) 人口老龄化加速发展，养老金金融进一步发展速度不及人口老龄化速度，制度性养老金积累可能不足。2) 养老服务金融产品体系多元，但发展活力不足、规模有限，影响总体养老财富积累和养老需求释放。3) 政策落地不及预期、养老实体产业发展缓慢，养老产业金融的社会资本参与仍不足。

正文目录

引言：养老金融是撬动养老产业发展的重要一环	4
一、 养老金金融：制度建设基本形成，多元社会保障不断加强	5
1.1 第一支柱：基本健全，基本养老保险参保人数增长、覆盖范围扩大，基金累计结余增速放缓	5
1.2 第二支柱：初步建立并逐步完善，企业参与有限、仍需进一步发展.....	7
1.3 第三支柱：尚处于发展初期，个人养老金制度处于试点阶段，政策支持力度大、但税优力度待进一步提升 ..	7
1.4 长期护理保险：试点稳步推进，阶段性效果显著.....	8
二、 养老服务金融：产品体系多元，发展活力不足但空间较大	11
2.1 商业养老保险：大力发展商业保险年金，启动商业养老金业务试点.....	12
2.2 养老理财产品：试点进展顺利，实现稳健性、长期性、普惠性的协调统一	12
2.3 养老目标基金：采用目标风险策略的基金数量更多、份额更高.....	13
2.4 住房反向抵押养老保险：产品供给不足、试点运行效果欠佳.....	14
2.5 不动产投资信托基金（REITs）：相关产品及法律法规日趋完善，但规模总体有限	15
三、 养老产业金融：助力实体养老产业发展升级	16
四、 风险提示	18

图表目录

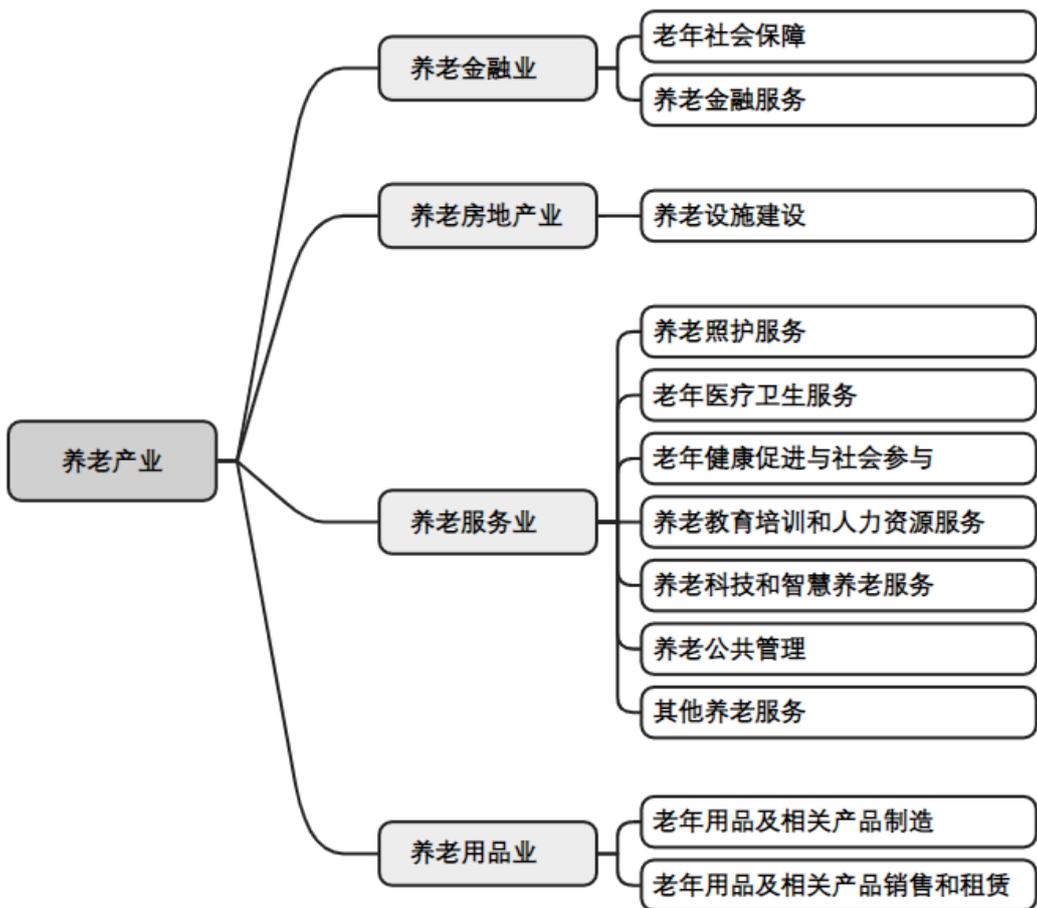
图表 1	养老产业 4 大板块 12 大类.....	4
图表 2	养老金融业细分	5
图表 3	基本养老保险参保人数及覆盖率	6
图表 4	基本养老保险领取人数及其在总参保人中占比	6
图表 5	基本养老保险基金累计结余及同比增长	6
图表 6	城镇职工基本养老保险基金累计结余及同比	6
图表 7	建立企业年金的企业数量及其渗透率变化	7
图表 8	企业年金参保人数及其渗透率变化	7
图表 9	长期护理保险制度试点城市名单	9
图表 10	参加及享受长期护理保险待遇人数情况	10
图表 11	长期护理保险服务人员与定点服务机构情况	10
图表 12	长期护理保险基金年人均收支情况	10
图表 13	长期护理保险每万人配备服务情况	10
图表 14	长期护理保险试点城市参保对象范围（截至 2023 年 1 月末）	10
图表 15	不同年份发行的养老理财产品基本信息统计（截至 2024 年 7 月 31 日）	13
图表 16	不同机构发行的养老理财产品基本信息统计（截至 2024 年 7 月 31 日）	13
图表 17	养老目标基金数量（只，截至 2024/06/30）	14
图表 18	养老目标基金份额（亿份，截至 2024/06/30）	14
图表 19	幸福人寿和人保寿险推出的老年人住房反向抵押养老保险产品对比	15
图表 20	基础设施 REITs 项目资产类型规模	16
图表 21	基础设施 REITs 项目资产类型份额	16

引言：养老金融是撬动养老产业发展的重要一环

养老产业是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、老有所安等为目的，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，包括专门为养老或老年人提供产品的活动，以及适合老年人的养老用品和相关产品制造活动。国家统计局 2020 年 2 月发布的《养老产业统计分类（2020）》涵盖第二产业、第三产业中涉及养老产业的全部内容，将养老产业划分为三层（大类、中类、小类）。具体来看，将养老产业范围确定为：养老照护服务，老年医疗卫生服务，老年健康促进与社会参与，老年社会保障，养老教育培训和人力资源服务，养老金融服务，养老科技和智慧养老服务，养老公共管理，其他养老服务，老年用品及相关产品制造，老年用品及相关产品销售和租赁，养老设施建设等 12 个大类。

我们根据上述 12 个养老产业大类的功能和特征、参考《中国老龄产业发展报告 2014》，进一步将养老产业分为养老金融业、养老房地产业、养老服务业和养老用品业 4 大板块。其中养老服务业、养老房地产业和养老用品业主要为老年人群提供各种实体养老及相关产品和服务，属于实体产业；而养老金融业主要为养老或老年人提供各种金融产品和服务，为老年人提供养老资产积累、为实体养老产业提供金融服务支持，是撬动养老产业发展的重要一环。本文主要聚焦养老金融业发展现状研究。

图表1 养老产业 4 大板块 12 大类



资料来源：《中国老龄产业发展报告》、《养老产业统计分类（2020）》，平安证券研究所

根据养老金融 50 人论坛，养老金融业是为满足社会成员养老需求而开展的各种金融活动。养老金融业由养老金融、养老服务金融和养老产业金融三部分组成，分别面向养老资金、老年人需求和养老产业。其中，养老金融是“基础”，养老服

务金融是“补充”，养老产业金融是“支撑”，三者形成一个有机的整体，主要参与者是各类金融机构。完善的养老金金融助力居民不断丰富制度化养老财富积累、多元的养老服务金融助力居民形成非制度化养老财富积累，为老年人养老需求提供资金保障；而养老产业金融以实体产业为服务对象，以金融服务支持养老产业发展升级。

图表2 养老金融业细分

统计大类	统计中类	统计小类	金融活动分类与作用
老年社会保障	老年社会保险	基本养老保险	养老金金融 制度化养老财富积累
		老年基本医疗保险	
		老年长期护理保险	
		老年补充保险（企业年金、职业年金等）	
老年社会保障	老年人社会救助	养老金金融	
	老年人慈善服务		
	老年人社会福利		
	养老彩票公益金服务		
养老金融服务	老年商业保险	老年人寿保险（定期寿险、终身寿险和两全保险等）	养老服务金融 非制度化养老财富积累
		老年健康保险（疾病、医疗、护理、医疗意外保险）	
		老年人意外伤害保险	养老产业金融
		养老机构责任保险	
	商业养老保险	住房反向抵押养老保险	养老服务金融
		养老年金保险	
		其他商业养老保险（如个人养老金保险产品）	
	养老理财服务	个人养老储蓄	养老金金融
		个人养老金理财产品	
		个人养老金公募基金产品	
	养老金信托	养老服务金融	
	养老债券	养老产业金融	
	——为老年人提供生活照料、康复护理等服务的养老项目发行养老产业专项债券，用于建设养老服务设施设备和提供养老服务		
其他养老金融服务	——营利性养老机构以有偿取得的土地设施等资产进行抵押融资的金融服务和养老融资服务等		

资料来源：《中国老龄产业发展报告》、《养老产业统计分类（2020）》，平安证券研究所

一、养老金金融：制度建设基本形成，多元社会保障不断加强

养老金金融，也即为储备养老资产进行的一系列金融活动，包括养老金制度安排和养老金资产管理，是养老金融的基础与核心；目标是通过制度安排积累养老资产，并通过市场化投资运营实现保值增值。目前，我国已基本形成以基本养老保险为基础、以企业年金和职业年金为补充，与个人养老金、个人储蓄性养老保险和商业养老保险相衔接的多层次、多支柱养老保险体系。此外，制度化养老财富积累也包括长期护理保险。

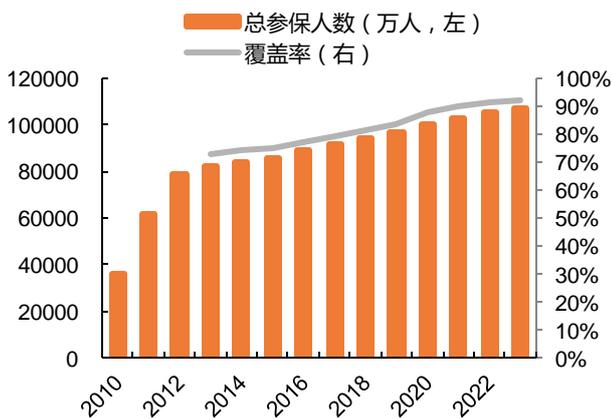
1.1 第一支柱：基本健全，基本养老保险参保人数增长、覆盖范围扩大，基金累计结余增速放缓

第一支柱是基本养老保险，包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，立足于保基本、体现社会共济，由政府主导、国家强制实施，采取社会统筹与个人账户相结合的模式；近年来参保人群不断增加、覆盖范围持续扩大，但存在潜在资金缺口问题。具体来看：

根据发改委,“十三五”时期,随着我国全民参保计划的深入实施,基本养老保险参保人数从 2015 年的 8.58 亿人增至 2020 年的 9.99 亿人,2020 年基本养老保险参保率超过 91%,比 2015 年提高 9pct 左右。“十四五”时期,应按照应保尽保、自愿参保原则,基本实现法定参保人员全覆盖。考虑到参保人员基数已较大、少数人口自愿选择不参保等因素,预计 2025 年基本养老保险参保率可达 95%。 $\text{基本养老保险参保率} = \frac{\text{参加基本养老保险(城镇职工基本养老保险+城乡居民基本养老保险)}}{\text{人口} \div \text{政策规定应参保人口(16 周岁及以上人口减去其中的全日制在校学生和现役军人)}} \times 100\%$ 。考虑到全日制在校学生和现役军人的数据可获得性问题,我们在此采用基本养老保险覆盖率作为参保率的替代, $\text{基本养老保险覆盖率} = \frac{\text{总参保人数}}{\text{16 周岁以上人口数}}$ 。按照覆盖率和参保率的计算公式,测算的覆盖率总体将略低于实际参保率。

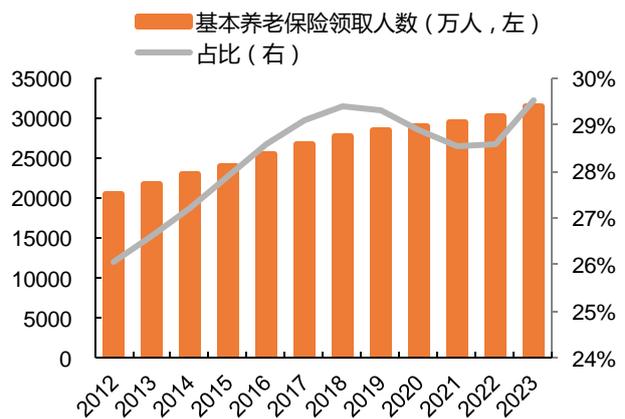
我国第一支柱基本健全,近年来基本养老保险参保人数持续增长、覆盖率持续提升,但领取人数较快速增长、基本养老保险基金累计结余增速总体放缓,基金支出压力较大。根据《2023 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》,截至 2023 年末,全国参加基本养老保险总人数达 10.66 亿人、覆盖率增至 91.8%,其中参加城镇职工、城乡居民基本养老保险人数分别 5.21 亿人、5.45 亿人,基本养老保险领取人数共计 3.15 亿人、在总参保人数中占比增至 29.5%;基本养老保险基金累计结余 7.82 万亿元 (YoY+11.91%),其中城镇职工基本养老保险基金累计结余 6.36 万亿元 (YoY+11.86%)。随着基本养老保险覆盖率的持续提升和企业职工基本养老保险单位缴费比例的阶段性降低,基本养老保险基金累计结余近年来呈现增速放缓的趋势;在基金累计结余增长放缓的同时,基本养老保险领取人数较快速增长,未来基金支出压力将增加。

图 3 基本养老保险参保人数及覆盖率



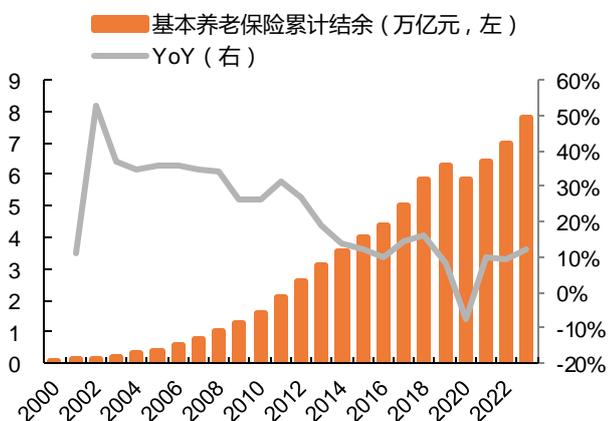
资料来源: Wind、人社部, 平安证券研究所

图 4 基本养老保险领取人数及其在总参保人中占比



资料来源: Wind、人社部, 平安证券研究所

图 5 基本养老保险基金累计结余及同比增长



资料来源: Wind、人社部, 平安证券研究所

图 6 城镇职工基本养老保险基金累计结余及同比



资料来源: Wind、人社部, 平安证券研究所

1.2 第二支柱：初步建立并逐步完善，企业参与有限、仍需进一步发展

第二支柱补充养老保险包括企业年金和职业年金，主要发挥补充作用，与职业关联、由国家政策引导、单位和职工参与；企业参与有限，发展较为缓慢。具体来看：

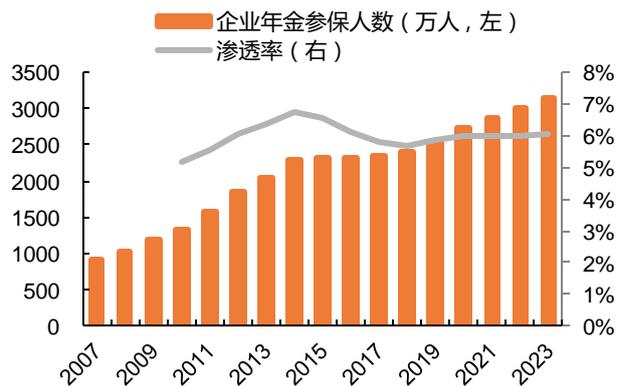
企业年金 2004 年成立，主要面向企业职工，是企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自愿建立的补充养老保险制度。职业年金 2014 年成立，主要面向事业单位职工，是事业单位及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。根据《2023 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，截至 2023 年末，全国有 14.17 万户企业建立企业年金，参加职工 3144 万人，企业年金的企业和职工渗透率分别 0.38%、6.03%；企业年金投资运营规模 3.19 万亿元。尽管已发展数十年，但我国企业年金发展仍较为缓慢、渗透率偏低。我们认为，主要由于我国企业年金的税优力度有限，企业发展意愿不强。具体来看：根据《企业年金办法》，企业年金所需费用由企业和职工个人共同缴纳。企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%，企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的 12%。但根据《关于补充养老保险费 补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》，企业为在本企业任职或者受雇的全体员工支付的补充养老保险费、补充医疗保险费，分别在不超过职工工资总额 5% 标准内的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过的部分，不予扣除。受税优力度的影响，企业实施年金计划的积极性有限，一方面，已建立年金计划的企业缴费部分普遍在 5% 以内，缴费规模不大；另一方面，从实际发展情况来看，企业年金主要是大型企业参与，中小企业实施年金计划的积极性相对有限。此外，我国居民储蓄率较高，投资以银行定期存款为主，对企业年金计划的认知和理解不足；同时，企业的基本养老保险缴纳比例较高，对企业年金市场形成挤出效应。

图表7 建立企业年金的企业数量及其渗透率变化



资料来源：Wind、人社部，平安证券研究所

图表8 企业年金参保人数及其渗透率变化



资料来源：Wind、人社部，平安证券研究所

注：建立企业年金的企业渗透率=建立企业年金的企业数量÷企业法人单位数量，2023 年企业法人单位数量未披露，假设与 2022 年末数量相等；企业年金职工渗透率=参加企业年金的职工人数÷参加城镇职工养老保险的人数。

1.3 第三支柱：尚处于发展初期，个人养老金制度处于试点阶段，政策支持力度大、但税优力度待进一步提升

第三支柱包括个人养老金和其他个人商业养老金融业务，个人养老金制度属于政府政策支持、个人自愿参加、产品市场化运营的补充养老保险制度；其他个人商业养老金融业务包括个人储蓄型养老保险和商业养老保险等。目前，第三支柱尚处于发展初期，其规模与第一支柱和第二支柱远不在同一量级。但在政策支持下，目前是各类金融机构的主要发力方向。具体来看：

1) 个人养老金制度：2022 年 4 月正式推出、11 月配套政策落地，实行个人账户制度，第三支柱实现制度性创新。2022 年 4 月，国务院发布《关于推动个人养老金发展的意见》，明确个人养老金实行个人账户制度；同年 11 月，人社部等多部门集中发布个人养老金配套政策细则，并发布《关于公布个人养老金先行城市(地区)的通知》，个人养老金在 36 个城市或地区先行启动实施。具体来看：个人养老金实行个人账户制度，在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险

的劳动者可以参加，参加人每年缴纳个人养老金额度上限为 12000 元，可以按月、分次或者按年度自主缴费，自主选择购买符合规定的储蓄存款、理财产品、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的金融产品。根据《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，个人养老金按照“EET 模式”实施递延纳税优惠政策，在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费，按照 12000 元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；在领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目。个人养老金制度试行以来，以银行个人养老金账户为基础，商业银行、银行理财子公司、保险公司、基金公司、证券公司等多机构在产品供给、渠道拓展等积极参与。根据人社部披露，截至 2024 年 7 月 31 日，个人养老金产品目录共包括 823 款产品，其中，22 家商业银行提供 465 款储蓄类产品、54 家公募基金公司提供 195 款基金类产品、22 家商业保险公司提供 82 款保险类产品（此外根据中国银保官网，个人养老金保险类产品亦包括 55 款个人税收递延型养老年金保险）、6 家银行理财子公司提供 26 款理财类产品；其中，在个人养老金储蓄类产品当中，根据 2024 年 1 月国新办新闻发布会上金融监管总局的答复，特定养老储蓄自 2022 年 11 月启动试点至 2024 年 1 月末，存款人数约 20 万人，余额接近 400 亿元。根据证监会披露，截至 2024 年 7 月 31 日，共计 51 家机构被纳入个人养老金基金销售机构名录，其中银行 19 家、券商 24 家、第三方机构 8 家。

2) 个人税收递延型商业养老保险试点：税优力度有限，整体规模未达预期，2023 年 9 月起与个人养老金衔接。2018 年 5 月，上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区率先实施个人税收递延型商业养老保险试点。根据《中国金融》，截至 2021 年 12 月，共有 23 家保险公司参与个人税延型养老保险试点、主要通过企业团体保险方式直接销售，累计保费近 6.3 亿元，参保人数约 5.2 万人。由于覆盖群体有限、税优力度不足、手续办理繁琐、销售渠道单一等问题，试点多年的个人税延型商业养老保险的保费规模明显不及预期。2023 年 9 月，国家金融监督管理总局发布《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知》，要求有序推进个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接。

3) 专属商业养老保险：为新兴业态从业人员、多种方式从业人员提供商业养老保障，发展较快，2023 年 10 月起由试点转为常态化经营。根据原银保监会，2021 年 6 月起，浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点；2022 年 3 月，试点区域扩大到全国范围、允许养老保险公司参加试点。根据国家金融监管总局，2023 年 10 月，为推动第三支柱养老保险持续规范发展，金融监管总局将专属商业养老保险由试点业务转为常态化业务、明确符合条件的人身保险公司可以经营专属商业养老保险。根据央广网，截至 2023 年 9 月末，专属商业养老保险承保保单合计 63.7 万件，累计保费 81.6 亿元；其中，新产业、新业态从业人员和灵活就业人员投保保单件数约 7.9 万件。根据 2024 年 1 月国新办新闻发布会上金融监管总局的答复，截至 2023 年末，专属商业养老保险保单件数约 74 万件，累积养老准备金规模超过 106 亿元。根据中国银保官网披露，截至 2024 年 7 月 31 日，有 10 家公司共 17 款专属商业养老保险产品纳入个人养老金产品中。

1.4 长期护理保险：试点稳步推进，阶段性效果显著

长期护理保险制度是通过多渠道筹资建立社会统筹基金，为符合条件的参保人员提供生活照料和专业护理服务或费用补偿的一种社会保险制度，重点解决重度失能人员基本护理所需费用。通常将长期护理保险称为在养老、医疗、工伤、失业、生育等 5 项社会保险之外的“社保第六险”。目前长期护理保险试点已经扩大到 49 个城市；试点重点围绕长期护理保险参保缴费和待遇支付等政策体系，护理需求认定和等级评定等标准体系，服务质量评价、协议管理和费用结算等办法，管理服务规范和运行机制等方面进行探索。具体来看：

2012 年，青岛市率先开启长期护理保险地方级自主试点。

2016 年 7 月，人社印发《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》，国家组织承德等 15 个试点城市和山东、吉林 2 个重点联系省份，统一开展长期护理保险制度试点。

2020 年 9 月，国家医保局、财政部印发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，进一步增加北京市石景山区等 14 个试点城市（区），试点城市达 49 个；在待遇支付上，提出失能状态持续 6 个月以上的待遇享受条件，对基金支付水平总体控制在 70% 左右；首次明确长期护理保险将设计成独立险种，并对社会力量参与长期护理保险经办、发挥商业保险功能做出重要指示，提出要推动建立健全满足群众多元需求的多层次长期护理保障制度。

2021年7月，国家医保局办公室、民政部办公厅印发《长期护理失能等级评估标准（试行）的通知》首次建立了全国统一的长期护理失能等级评估指标体系，涵盖日常生活能力、认知能力、感知觉与沟通能力等方面，长期护理保险制度试点地区老年人护理补贴发放对象资格认定、养老机构老年人入住评估可参考使用。

图9 长期护理保险制度试点城市名单

序号	省份	试点城市	序号	省份	试点城市
一、新增试点城市			二、原有试点城市		
1	北京市	石景山区	1	河北省	承德市
2	天津市	天津市	2	吉林省	长春市、吉林市、通化市、松原市、梅河口市、珲春市
3	山西省	晋城市	3	黑龙江省	齐齐哈尔市
4	内蒙古自治区	呼和浩特市	4	上海市	上海市
5	辽宁省	盘锦市	5	江苏省	苏州市、南通市
6	福建省	福州市	6	浙江省	宁波市
7	河南省	开封市	7	安徽省	安庆市
8	湖南省	湘潭市	8	江西省	上饶市
9	广西壮族自治区	南宁市	9	山东省	青岛市、济南市、淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市、菏泽市
10	贵州省	黔西南布依族苗族自治州	10	湖北省	荆门市
11	云南省	昆明市	11	广东省	广州市
12	陕西省	汉中市	12	重庆市	重庆市
13	甘肃省	甘南藏族自治州	13	四川省	成都市
14	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市	14	新疆生产建设兵团	石河子市

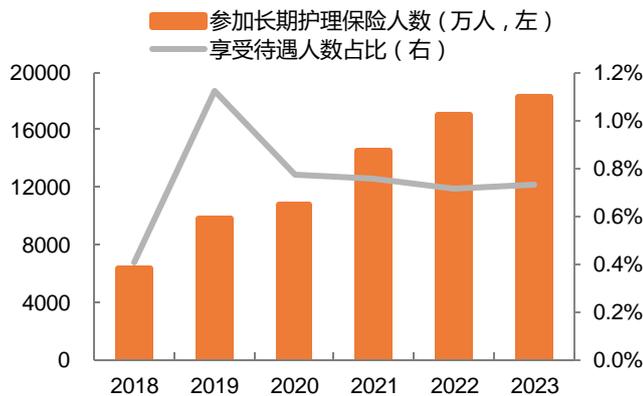
资料来源：医保局、财政部《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，平安证券研究所

长期护理保险试点取得积极进展，但仍面临较大挑战。总体来看，长期护理保险试点过程中，出现了参保对象城乡不均衡，筹资能力和渠道较为单一、各地筹资标准存在差异，护理服务供给与需求不对称、护理人才紧缺、护理资源配置不均等问题和挑战。具体来看：

1) 长期护理保险试点工作进展顺利，实现阶段性目标：参保人数和享受待遇人数持续增长。根据国家医保局 2023 年下半年例行新闻发布会，截至 2023 年 6 月底，长期护理保险制度参保人数达到 1.7 亿，累计超 200 万人享受待遇，累计支出基金约 650 亿元。具体来看：①切实减轻了失能人员家庭经济 and 事务负担。年人均减负约 1.4 万元。②促进服务体系发展。试点地区长期护理保险定点服务机构达到 7600 多家，是试点初期（2017 年）的 5 倍。③拓宽了就业渠道。试点地区定点服务机构护理人员数达 33 万人，是试点初期（2017 年）的近 10 倍。根据《2023 年全国医疗保障事业发展统计公报》，2023 年 49 个试点城市参加长期护理保险人数共 18330.87 万人，享受待遇人数 134.29 万人、在参保人中占比 0.73%；长期护理保险基金收入 243.63 亿元、支出 118.56 亿元；定点服务机构 8080 家，护理服务人员 30.28 万人。

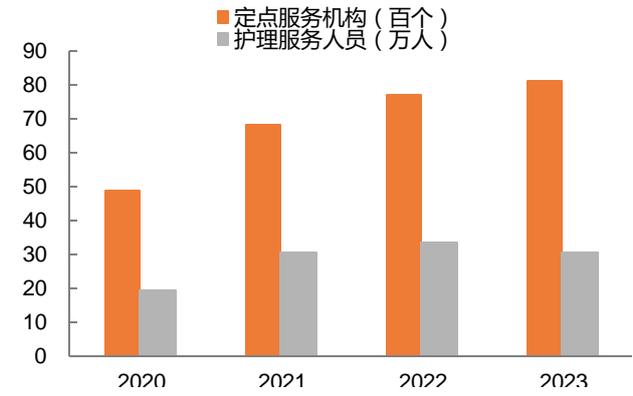
2) 长期护理保险试点的护理服务供给总体尚不充分，且存在地区间差异。根据《2023 年全国医疗保障事业发展统计公报》公布的数据计算，2023 年 49 个试点城市参加长期护理保险人员平均每万人配备 16.52 名护理服务人员和 0.44 个定点服务机构。尽管定点服务机构和护理服务人员数量总体增长，但参保人数增长更快，每万人配备的定点服务机构和护理服务人员数量较为有限，并在 2022 年和 2023 年均出现小幅同比下滑。此外，根据国家信息中心发布的公开报告，“部分试点地区存在服务体系建设和产业发展滞后、护理服务供给不足、具有相关技能水平的专业照护人员短缺等问题，对基本养老服务产业带动作用不强”。

图表10 参加及享受长期护理保险待遇人数情况



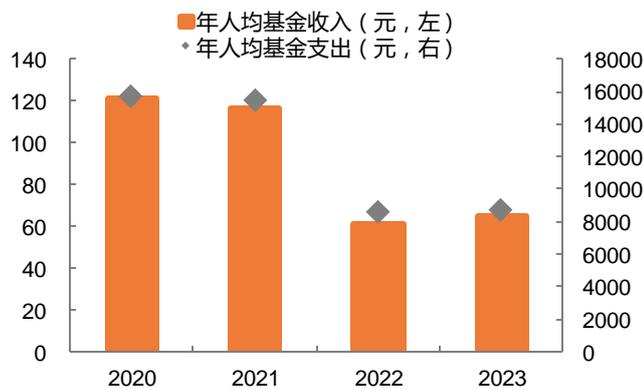
资料来源：国家医疗保障局，平安证券研究所

图表11 长期护理保险服务人员与定点服务机构情况



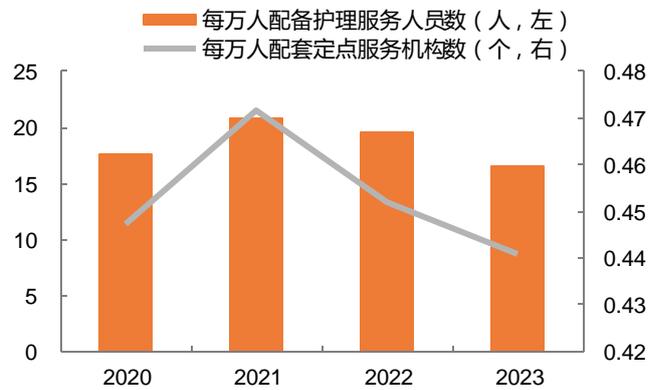
资料来源：国家医疗保障局，平安证券研究所

图表12 长期护理保险基金年人均收支情况



资料来源：国家医疗保障局，平安证券研究所

图表13 长期护理保险每万人配备服务情况



资料来源：国家医疗保障局，平安证券研究所

3) 长期护理保险试点参保对象城乡不均衡。在试点阶段，长期护理保险原则上主要覆盖城镇职工基本医疗保险参保人群。在参保和保障人群方面，综合经济发展水平和各方负担能力等因素，制度试点从城镇职工基本医保参保人群起步，逐步向城乡居民基本医保参保人群延伸。目前所有试点地区均覆盖城镇职工基本医疗保险的参保人群，其中部分试点城市在综合考虑当地经济发展水平等因素后，将覆盖范围扩大到城乡居民基本医疗保险的参保人群，但城镇居民和农村居民并未被全部纳入长护险保障对象中。根据国家医保局，截至2019年11月，从试点城市参保人群结构看，职工占比70%、城乡居民占比30%，部分城市已实现职工居民全覆盖。根据国家信息中心发布的公开报告，截至2023年1月末，“在首批15个长期护理保险试点城市中，有4个试点地区仅覆盖了城镇职工医保人群，2个试点地区覆盖了职工医保和居民医保人群，9个试点地区覆盖了城镇职工医保人群和城乡居民。在第二批14个长期护理保险试点城市中，有11个试点地区仅覆盖了城镇职工医保人群，仅3个试点地区覆盖了城镇职工医保人群和城乡居民”。

图表14 长期护理保险试点城市参保对象范围 (截至2023年1月末)

第一批试点	城镇职工	城镇居民	农村居民	第二批试点	城镇职工	城镇居民	农村居民
承德市	√			石景山区	√		
长春市	√	√	√	天津市	√		
齐齐哈尔市	√			晋城市	√		

上海市	√	√	√	呼和浩特市	√	√	√
苏州市	√	√	√	盘锦市	√		
南通市	√	√	√	福州市	√		
宁波市	√	√	√	开封市	√	√	√
安庆市	√			湘潭市	√		
上饶市	√	√	√	南宁市	√		
青岛市	√	√	√	黔西南州	√		
荆门市	√	√	√	昆明市	√		
广州市	√	√		汉中市	√		
重庆市	√			甘南州	√		
成都市	√	√	√	乌鲁木齐市	√	√	√
石河子市	√	√					
吉林省	√	√	√				
山东省	√	√					

资料来源：国家信息中心，平安证券研究所

4) 长期护理保险试点初步建立了多方参与、责任共担的多元筹资机制。在筹资机制方面，试点地方通过优化职工医保统账结构、划转职工医保统筹基金结余、调剂职工医保费率、个人缴费、财政补贴、慈善捐赠等途径筹集资金，初步建立了多方参与、责任共担的多元筹资机制。筹资标准根据当地经济发展水平、护理需求、护理服务成本以及保障范围和水平等因素，按照以收定支、收支平衡、略有结余的原则合理确定，实际人均筹资水平差异较大。总体来看，由于试点阶段从城镇职工基本医保参保人群起步，这部分人群的缴费也以单位和个人缴费为主，单位和个人缴费原则上按同比例分担，其中单位缴费可从其缴纳的职工基本医疗保险费中划出，个人缴费可由其职工基本医疗保险个人账户代扣代；但各地筹资标准、筹资机制（包括是否涵盖财政补贴、财政补贴力度等方面）差异明显。根据国家信息中心发布的公开报告，“尽管多数试点地区在政策中提出探索建立多渠道筹资机制，但实际上各试点均将医疗保险统筹基金作为长护险的重要资金来源，医保基金出资占比均在30%以上，上海市和广州市甚至达到100%。虽然试点阶段借助医疗保险筹资水平高、基金结余多的优势可以降低长护险基金经营风险，但从长期角度看，长期护理保险长期依附于医疗保险基金，既会加速医疗保险赤字，也会阻碍长护险的发展”。根据国家医保局，从筹资情况来看，长护险资金来源中的医保基金和财政资金占比较高、个人缴费占比较低，亟需重点完善筹资机制，均衡各方缴费责任，研究建立稳定可持续的筹资机制。

5) 长期护理保险试点待遇支付政策总体一致，主要根据护理等级和服务方式制定差异化支付政策。根据国家医保局，在待遇水平方面，长护险基金主要用于购买护理服务，将失能人员从医疗机构引导至低成本护理机构。试点过程中，各地根据护理等级、服务提供方式等不同，制定差别化待遇保障政策。考虑与医保待遇大体相当，对符合规定的护理服务所发生的费用，基金支付水平总体控制在70%左右，大部分试点对居家护理给予支付政策倾斜、鼓励参保人利用社区和居家护理服务。2019年，试点地区享受居家待遇人数49万人（含社区护理机构提供居家护理服务人数），占享受待遇总人数的65%。

二、养老服务金融：产品体系多元，发展活力不足但空间较大

养老服务金融，也即社会机构为满足老年人的养老财富积累、消费等多元化需求提供的除制度化养老金以外的金融服务活动，包括非制度化养老财富积累和养老财富消费。前者主要是金融机构提供涵盖客户全生命周期的养老金融产品，后者核心在于为客户提供养老金融产品待遇支付与养老服务的衔接等服务。一方面，养老服务金融产品体系多元、发展速度较快，但从各类产品的数量、规模来看，仍处于初步探索阶段。另一方面，科技助力金融服务成效持续优化，金融机构通过运用大数据、人工智能等技术提高风控和服务的精准性、便捷性和有效性。第三支柱中，其他未进入个人养老金产品名录的个人商业养老金融业务的相关产品无法享受个人养老金相关税收政策，因此，我们将其归入养老金融服务。

早在个人养老金制度落地以前，以银行、保险、基金等为代表的金融机构便开始积极探索养老金融产品、持续拓宽发展路径。除已纳入个人养老金产品名录内的储蓄、理财、基金、保险产品外，近年来，个人养老金产品名录外的商业保险、养老理财、养老目标基金、住房反向抵押养老保险、不动产投资信托基金（REITs）等金融产品也取得蓬勃发展，为老年人养老经济保障和服务保障需求提供丰富渠道。

2.1 商业养老保险：大力发展商业保险年金，启动商业养老金业务试点

根据原银保监会，2023年1月1日起，由4家养老保险公司在10个省（市）开展商业养老金业务试点，试点期限暂定一年。根据2024年1月国新办新闻发布会上金融监管总局的答复，截至2024年1月，商业保险年金已积累养老金规模超过6万亿元，覆盖近1亿人；商业养老金试点已累计开户超过59万个。根据中国金融信息网，截至2023年末，商业养老金业务规模大约180亿元。根据中国保险行业协会人身保险产品信息库（未区分产品销售状态），截至2024年7月31日，年金保险共5446款，其中养老年金保险1284款，商业养老金产品19款。

2.2 养老理财产品：试点进展顺利，实现稳健性、长期性、普惠性的协调统一

养老理财产品是指采用符合养老需求的资产配置策略，实现投资者养老资金长期稳健增值的理财产品。2021年9月，原银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，选择“四地四机构”正式启动养老理财产品试点。2022年1月，原银保监会同意贝莱德建信在广州市和成都市开展养老理财产品试点。2022年2月，原银保监会发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》，养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”，并额外明确贝莱德建信理财有限责任公司参照执行相关规定。根据2024年1月国新办新闻发布会上金融监管总局的答复，养老理财产品自2021年9月启动试点至2024年1月末，11家理财公司在10个试点城市发行了51个产品，认购投资者约47万，规模超过1000亿元。根据中国理财网和Wind数据，截至2024年7月31日，共11家银行理财公司发行51只养老理财产品（相同产品的不同份额算作一只产品）；存续规模总计1024.26亿元。具体来看：

- 1) 在产品风险等级方面，养老理财产品几乎全部是中低风险（R2）型产品，51只产品中仅“招银理财招智无忧(五年持有)1号养老理财”和“工银理财颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财(21GS5688)”2款中等风险（R3）型产品。
- 2) 在投资类型方面，养老理财产品以固收类为主、混合类为辅，其中“固收+型”产品数量共计39只、占比76.47%，存续规模共计910.32亿元、占比88.88%；混合类产品共12只，其中“偏债混合型”11只，“灵活配置混合型”仅“贝莱德建信理财贝安心2032养老理财1期”1只产品、存续规模仅1.69亿元。
- 3) 在费率水平方面，养老理财产品费率水平普遍不高，51只产品的管理费率 and 托管费率算术平均值分别为0.08%、0.02%。
- 4) 在业绩表现方面，养老理财产品保持总计稳健、并未出现破净产品，截至2014年7月31日，51只产品单位净值的算术平均为1.05元。
- 5) 在业绩比较基准方面，养老理财产品平均约5.55%-7.68%。
- 6) 在发行时间方面，养老理财产品2023年起发行速度放缓、2022年起平均每只产品存续规模下降。具体来看，2021年发行4只产品、平均存续规模43.98亿元，2022年发行46只产品、平均存续规模18.41亿元，2023年发行1只产品、平均存续规模1.60亿元、2024年至今尚未发行新产品。一方面，随着个人养老金制度的确立，银行理财公司或不断发力个人养老金理财业务、个人养老金理财产品不断扩容。2023年2月10日，首批个人养老金理财产品名单发布，3家银行理财公司提供7款个人养老金理财类产品正式发售；2024年7月10日，第五批个人养老金理财产品名单发布，6家银行理财公司提供26款个人养老金理财类产品。另一方面，养老理财产品要实现稳健性、长期性、普惠性的协调统一，且业绩比较基准较高，对资产配置提出更高要求、但底层资产选择范围有限，限制了养老理财产品的发展。
- 7) 在发行机构方面，工银理财、建信理财发行产品的数量最多、均为11只；招银理财、建信理财发行产品的累计存续规模最高，分别269.34亿元、192.93亿元；招银理财、农银理财发行产品的平均存续规模最高，分别53.87亿元、50.31亿元。

图表15 不同年份发行的养老理财产品基本信息统计（截至2024年7月31日）

发行时间	发行产品数量 (只)	业绩比较基准下限 算数平均值	业绩比较基准上限 算数平均值	管理费率 算术平均值	总计存续规模 (亿元)	平均存续规模 (亿元/只)
2021年	4	5.60%	7.20%	0.08%	175.92	43.98
2022年	46	5.56%	7.72%	0.08%	846.74	18.41
2023年	1	5.00%	8.00%	0.10%	1.60	1.60
11家公司	51	5.55%	7.68%	0.08%	1024.26	20.08

资料来源：Wind、中国理财网，平安证券研究所

图表16 不同机构发行的养老理财产品基本信息统计（截至2024年7月31日）

发行机构	发行产品数量 (只)	业绩比较基准下限 算数平均值	业绩比较基准上限 算数平均值	管理费率 算术平均值	总计存续规模 (亿元)	平均存续规模 (亿元/只)
贝莱德建信理财	1	5.00%	10.00%	0.13%	1.69	1.69
工银理财	11	5.59%	7.43%	0.08%	138.57	12.60
光大理财	10	5.68%	7.36%	0.10%	109.82	10.98
建信理财	11	5.63%	7.77%	0.11%	192.93	17.54
交银理财	3	5.00%	7.00%	0.00%	37.90	12.63
农银理财	2	5.80%	8.00%	0.00%	100.62	50.31
兴银理财	3	5.27%	8.00%	0.07%	32.10	10.70
招银理财	5	5.38%	8.10%	0.10%	269.34	53.87
中银理财	3	5.70%	7.83%	0.05%	89.10	29.70
中邮理财	2	5.80%	8.00%	0.01%	52.21	26.11
11家公司	51	5.55%	7.68%	0.08%	1024.26	20.08

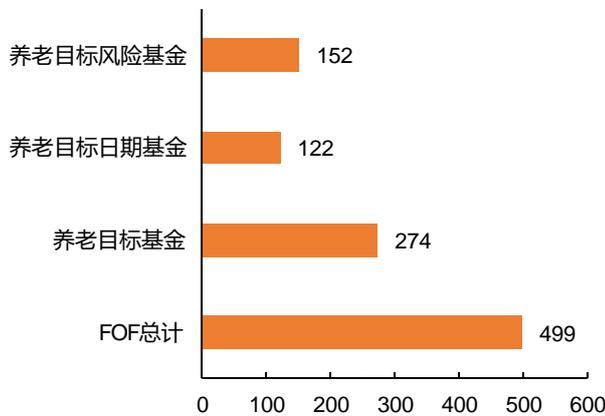
资料来源：Wind、中国理财网，平安证券研究所

2.3 养老目标基金：采用目标风险策略的基金数量更多、份额更高

养老目标基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金；主要采用 FOF 形式运作，投资策略包括目标日期策略、目标风险策略等。其中，采用目标日期策略的基金，应当随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产（包括股票、股票型基金和混合型基金）的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。采用目标风险策略的基金，应当根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），并采取有效措施控制基金组合风险。2018年2月，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》；2018年8月初，首批14只养老目标基金获批，标志着公募基金服务养老市场迈入新征程。根据 Wind 数据统计，截至2024年6月30日，87家公募基金公司共发行499只FOF产品、基金份额近1455亿份，其中65家公募基金公司发行274只养老目标基金产品（未剔除人社部披露的195款个人养老金基金类产品）、基金份额约632亿份，产品数量和基金份额在所有FOF产品中分别占比54.9%、43.5%。具体来看，养老目标日期基金122只、份额约208亿份，在养老目标基金整体数量和份额占比分别44.5%、32.9%；养老目标风险基金152只、份额约425亿份，数量更多、份额更高。

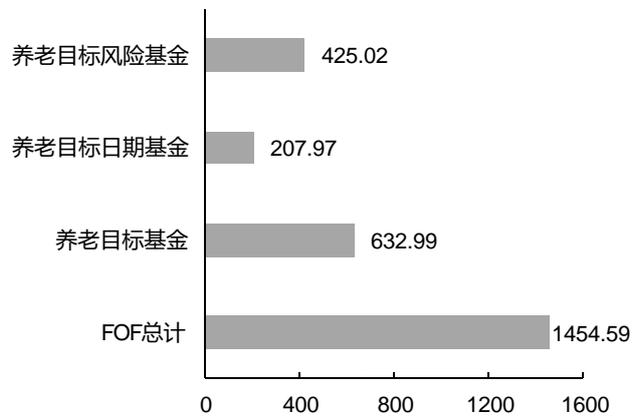
养老金作为长期资金，权益投资虽然风险较大、但也是投资收益的核心来源，公募基金是资本市场最成熟的专业机构投资者，能够助力养老金保值增值。同时，公募基金参与社保基金、基本养老金和年金业务较早，在养老金投资管理上具备专业投研优势、业务经验丰富，有能力进行精细化、多元化资产配置。尽管产品风险较普遍较高，但可以通过加强权益类基金的管理能力、发展主动管理型债券类基金和ETF及指数联结基金。

图表17 养老目标基金数量（只，截至 2024/06/30）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表18 养老目标基金份额（亿份，截至 2024/06/30）



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：由于Wind披露的基金数据有A、C、Y类份额区分，我们在此将相同产品的不同份额算作一只产品。最终呈现的统计结果综合考虑了Wind“FOF基金投资目标分类”和“FOF基金份额变化（明细）”两个口径的产品，与Wind直接导出原始数据的统计结果有所差异。

2.4 住房反向抵押养老保险：产品供给不足、试点运行效果欠佳

老年人住房反向抵押养老保险是一种将住房抵押与终身养老年金保险相结合的创新型商业养老保险业务。60周岁以上并拥有房屋完全、合法产权的老年人，将其房产抵押给保险公司，保险公司为抵押权人，拥有房屋完全、合法产权的老年人继续拥有房屋占有、使用、收益和经抵押权人同意的处置权，并按照约定条件领取养老金直至身故；老年人身故后，保险公司获得抵押房产处置权，抵押房产处置所得将优先用于偿付养老保险相关费用。2014年6月，原保监会发布《关于开展老年人住房反向抵押养老保险试点的指导意见》，在北京、上海、广州以及武汉4个城市、面向60周岁以上并拥有房屋完全独立产权的老年人，正式启动老年人住房反向抵押养老保险试点。2016年7月，原保监会决定将老年人住房反向抵押养老保险试点期间延长至2018年6月30日，试点范围扩大至各直辖市、省会城市（自治区首府）、计划单列市以及江苏省、浙江省、山东省和广东省的部分地级市。2018年8月，原银保监会发布《关于扩大老年人住房反向抵押养老保险开展范围的通知》，开始在全国范围内推广住房反向抵押养老保险。

根据中国保险行业协会人身保险产品信息库，2014年老年人住房反向抵押养老保险试点启动至今，仅有幸福人寿和人保寿险推出两款产品，受产品设计流程复杂、投保人积极性不高和抵押房屋潜在制约因素的影响，产品供给不足、老年人参与意愿有限，试点运行效果欠佳。根据中国保险报，2015年，幸福人寿获批推出我国首个住房反向抵押养老保险产品“幸福房来宝老年人住房反向抵押养老保险(A款)”；2016年，人保寿险获批推出我国第二款住房反向抵押养老保险产品“人保寿险安居乐老年人住房反向抵押养老保险”。两款产品的基本条款类似，被保险人（本产品的投保人与被保险人为同一人，以下统称“被保险人”，不再做区分）无需以现金方式交纳保险费；应交纳的保险费在需要交纳时按约定自动计入累积计息养老保险相关费用账户并累积计息，在被保险人身故后处置抵押房产、偿付费用。同时，两款产品均要求被保险人承担养老保险相关费用，费用构成包括因承保管理应承担的养老保险相关费用、累积计息的养老保险相关费用、退保手续费和其他可能发生的费用。但两款产品年交保费和每年领取的养老金差距较大，主要由于被保险人身故时两家公司收取的累积计息的养老保险相关费用不同。

根据券商中国，幸福人寿“以房养老”业务聚焦于老年人居家养老、增加养老金收入和终身领取等三大养老核心需求，目前覆盖北京、上海、广州、武汉、南京、苏州、大连、杭州、深圳和成都共计10个城市。截至2023年11月底，共有214位老人（147户家庭）参与“以房养老”项目，平均投保年龄71岁。幸福人寿已发放养老金9700余万元，参保客户人均月领取养老金近8000元，抵押房产总值近4亿元。

图表19 幸福人寿和人保寿险推出的老年人住房反向抵押养老保险产品对比

老年人住房反向抵押养老保险产品		幸福房来宝 (A款)	人保寿险安居乐
投保范围		60 周岁 (含) 至 85 周岁 (含)	
保费缴纳	共性	年交, 但无需以现金方式交纳保险费; 应交纳的保险费在需要交纳时按约定自动计入累积计息养老保险相关费用账户并累积计息	
	保费类型	延期年金保费-累积用于特定期限后的养老保险金支付	普通保费
	交费方式	交费期间根据被保险人年龄、性别、预计的未来生存年限确定。保险费金额和交费期间将在保险单或批注单上载明。	
保险期间		终身, 自生效日零时起至被保险人身故之时止	
基本养老保险金额	共性	基于所抵押房屋的评估价值、被保险人的年龄性别和选择方案确定	
	具体评判标准	基于所抵押房屋的评估价值, 并在考虑抵押房屋的折扣、长期预期增值、预期的被保险人平均生存年限、利率、终身给付的成本、延期年金的身故和退保利益方案等因素后确定	根据所抵押房屋的有效保险价值(基于所抵押房屋的评估价值并在考虑抵押房屋的折扣等因素后确定)、被保险人的性别及年龄、所选身故责任方案等因素确定
保险责任	养老保险金额	基本养老保险金额扣除应当承担的因承保管理应承担的养老保险相关费用之后的净额	
	身故保险金额 (可选)	被保险人身故时延期年金产生的现金价值	按被保险人身故时的现金价值
费用构成	1、因承保管理应承担的养老保险相关费用	①按 50%的比例承担的房屋评估、抵押、公证、律师等费用; ②保单管理费, 每保单年度每单按 1000 元收取费用。	
	2、累积计息的养老保险相关费用	两款产品年交保费和每年领取的养老金差距较大, 主要由于被保险人身故时两家公司收取的累积计息的养老保险相关费用不同 ①在特定期限中保险公司已支付的基本养老保险金额及其利息累积值; ②在特定期限中以计入累积计息养老保险相关费用账户形式交纳的延期年金保费及其利息累积值。	
	3、退保手续费	如退保, 需额外支付退保手续费, 退保手续费为退保时前述累积计息的养老保险相关费用的一定比例——每个保单年度的退保手续费比例: 第 1-5 年分别 10%、8%、5%、3%、1%, 第六年及以后 0%	
	4、其他可能发生的费用	保险公司要求投保人偿付养老保险相关费用、损失赔偿以及保险公司行使抵押权而可能产生的费用, 包括且不限于诉讼费、保全费、执行费、鉴定费、评估费、拍卖费、材料费、律师费、过户费和税费等。	
累积计息的利率		年复利 5.5%	
案例: 60 岁男性费率对比 (每 100 万元房屋有效保险价值)			
无身故和退保利益	年交保费	2544 元	21617 元
	月度基本养老保险金额	2514 元	1680 元
有身故和退保利益	年交保费	7107 元	21617 元
	月度基本养老保险金额	2124 元	1433 元

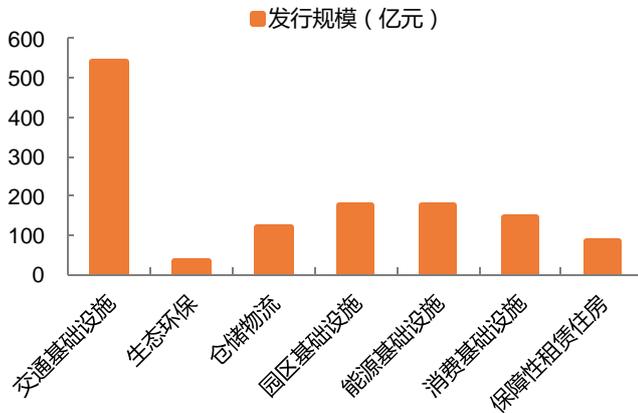
资料来源: 中国保险行业协会、Wind, 平安证券研究所

2.5 不动产投资信托基金 (REITs): 相关产品及法律法规日趋完善, 但规模总体有限

不动产投资信托基金 (REITs) 是不动产证券化的一种重要手段, 投资的是不动产组合。根据中国信托业协会, 2009 年, 央行和原银监会先后发文, 形成了 REITs 初步试点的总体构架。2020 年 8 月, 证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》, 明确基础设施包括仓储物流, 收费公路、机场港口等交通设施, 水电气热等市政设施, 污染治理、信息网络、产业园区等其他基础设施, 不含住宅和商业地产。根据 Wind 数据统计, 截至 2024 年 7 月 31 日, 基础设施领域不动产投资

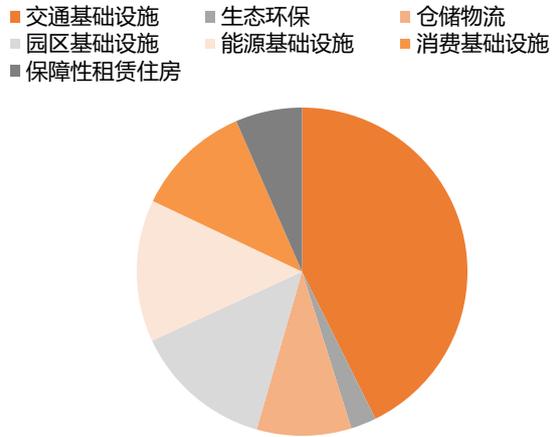
信托基金（REITs）发行规模仅约 1273.79 亿元；从资产类型来看，交通基础设施 REITs 发行规模最高约 543.66 亿元、规模占比 42.68%。

图表20 基础设施 REITs 项目资产类型规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 基础设施 REITs 项目资产类型份额



资料来源：Wind，平安证券研究所

三、 养老产业金融：助力实体养老产业发展升级

养老产业金融，也即运用各类金融工具为养老相关实体产业提供投融资支持、赋能实体养老产业发展升级的金融活动。银行、保险、证券、信托、基金等金融机构充分发挥资本和专业优势，通过加大对实体养老产业的投融资支持力度、优化投融资流程、降低融资成本等方式，有效配置社会资源、为养老产业发展提供资金保障，推动实体养老产业实现规模化发展、加快实体养老产业提质升级。

2024 年 7 月 22 日，《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》全文发布，对“积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制”作出系统部署，具体包括“优化基本养老服务供给，培育社区养老服务机构，健全公办养老机构运营机制，鼓励和引导企业等社会力量积极参与，推进互助性养老服务，促进医养结合。加快补齐农村养老服务短板。改善对孤寡、残障失能等特殊困难老年人的服务，加快建立长期护理保险制度”。具体来看：

1) 养老事业：是由国家财政支持、针对老年群体的基本养老需求；如发展老年助餐服务、开设“社区食堂/老年食堂”等社区养老服务机构和建设公办养老机构等。根据新华社报道，“十四五”以来，中央财政共安排 45 亿元资金支持开展居家和社区养老服务提升行动项目，选择一批项目地区为经济困难的失能、部分失能老年人建设家庭养老床位、提供居家养老上门服务，并对各地开展老年助餐服务给予引导性支持。

2) 养老产业：是由企业等社会力量参与、面向不同收入的老年群体提供不同层次的产品与服务，遵循市场机制发展。根据我国当前社区养老服务机构和公办养老机构的运营模式，养老事业与养老产业之间并非完全割裂、而是存在重合领域，如“公建民营”模式——由政府提供硬件设施，并通过政府招标等方式，最终由中标企业提供相关养老服务。根据腾讯网、北京青年报的报道，以上海为例，大部分社区食堂采取“公建民营”的方式，政府对中标的经营机构进行场地费、水电煤气费等费用减免，从而实现控制“服务价格”、保持经营方盈利能力。在这类“公建民营”的养老产业领域，以社区食堂为例，中标的经营机构大多非标准化、集团化的连锁机构，由于政府普遍可以通过费用减免、税收优惠等方式支持中标机构，而中标机构大多只有待业务范围拓展到一定程度时才需要投融资支持，金融机构的投融资服务范围相对有限。

目前，我国养老产业金融已取得一定发展。根据中国银行保险报，“银行通过给予优惠利率、开辟绿色审批通道、建立信贷白名单、提供差异化信贷支持等方式助力养老产业的发展。普惠养老专项再贷款政策的推出，加大了银行对普惠养老机构的

信贷支持，优化了信贷流程，降低了普惠养老机构的融资成本”。根据人民网，“截至 2022 年底，全国 20 多个省市已经运营的金融支持的养老社区项目达到 60 个”。

但我国养老产业金融存在发展不平衡不充分等问题。我国人口老龄化发展速度快，但养老产业目前发展仍然处于初步阶段，实体养老产业包括养老服务业、养老房地产业和养老用品业，金融需求复杂多样、个性化明显。根据《中国养老金融：现状、问题与建议》，“当前我国涉老产业超过 90% 的金融支持来自政府，政府主要通过专项债、政策性贷款、投资基金、PPP 等模式给予养老产业支持。在政策的大力支持下，私人和社会资本开始进入养老产业上下游，但由于养老产业自身具有的风险大、利润低、周期长、回报慢等特点，来自私人部门的投融资力度不足”。具体来看：

1) 养老房地产业：“保险+养老”布局 CCRC 养老社区，“地产+养老”模式顺畅，养老房地产业获取投融资支持的难度不大、社会资本参与程度高。机构养老服务以养老院、养老公寓、养老社区等专业老年人生活场所为载体，因此机构养老服务通常与养老地产相结合，为老年人提供全方位服务。保险投资资产规模大、久期长、大类资产配置风险稳健，亟需能够长期持有、收益稳定的资产进行投资；而养老房地产业建设周期较长、投资规模大，属于重资产运营，以出租为主的盈利模式使得资金回笼较慢、盈利周期偏长，但经营稳定、周期波动小、以租赁为主的盈利模式有助于获取稳定现金流，符合险企中长期投资需求。同时，人身险产品主要保障被保险人的“生老病死残”等风险，而随着客户年龄的增长、养老需求的释放，养老社区天然具备客源；政策亦支持保险资金投资养老产业。近年来，保险公司加大以自有资金布局养老社区建设的力度，目前头部险企主要采用保险产品与养老社区的入住资格挂钩的模式，增强保险产品的吸引力。因此，养老房地产业获取投融资支持的难度不大。

2) 养老用品业：养老产品的研发、制造、销售等环节与普通商品类似，部分企业基于原有业务的基础上延伸、发展养老产品，这类实体企业的产品运营相对规范、财务信息相对透明、现金流相对稳定，不论是估值方法还是风险评估体系都相对成熟，获取投融资的难度也相对不大。

3) 养老服务业：总体来看，养老服务主要包括老年医疗卫生、养老照护和智慧养老等。

①老年医疗卫生服务主要由各类医疗机构提供：一方面，老年人医疗服务需求稳定、支付意愿强，同时基本医保作为主要支付方，患者具备支付能力；另一方面，我国医疗卫生服务体系不断完善，公立医疗为主的背景下，老年医疗卫生服务获取投融资的难度不大。根据《2023 年全国医疗保障事业发展统计公报》，截至 2023 年底，全国基本医疗保险参保 133389 万人，职工、居民参保人员待遇享受分别达 25.3、26.1 亿人次。根据《2022 年我国卫生健康事业发展统计公报》，截至 2022 年末，公立医院数量 11746 个、占医院数量的 32%，床位数 5363364 张、占医院床位数的 70%，诊疗人次 31.9 亿、占医院总诊疗人次的 83.4%，入院人次 16304 万、占医院总入院人次的 81.1%。

②养老照护服务以民营康养、养老机构为主，企业规模不大、标准化程度不高、商业模式多元、行业集中度较低，获取投融资的难度较大。同时，部分经营规模较小的机构可能在运营和财务信息规范性、透明度等方面存在较大提升空间，不一定能够满足传统金融业务的风控要求。另一方面，根据新华社报道，尽管我国老年人口基数大、老龄化速度快，养老服务需求随之快速增长，但九成以上老年人倾向于居家养老。同时，国家养老事业快速发展、不断优化老年人基本居家养老服务，以轻资产模式运营的养老服务机构（尤其是中小型助老服务机构）的经营发展可持续性、盈利能力、盈利周期等存在较大不确定性，也增加了金融机构投融资的潜在风险。

③智慧养老服务普遍属于初创期、成长期的类科创型企业，以技术创新为主线、轻资产运行，研发投入高、周期长，未来发展面临较大不确定性，获取投融资支持的难度较大。

根据中国养老金融 50 人论坛，“针对养老产业金融发展不平衡不充分、养老产业投融资困难、支持养老产业的金融工具不够丰富等问题，需要从产业端和资金端共同发力，推动政策性金融支持和市场化融资支持共同发力，增强养老产业金融支持政策的精准性，适当延长建设周期长、现金流稳定的养老项目的融资期限，采取灵活的抵押质押形式，明确金融资本服务养老的发展目标和具体指标，以多元化的投融资工具推动养老产业健康发展”。基于此，我们认为：

1) 养老照护服务机构的投融资破局：头部机构可争取险企战略投资，小微企业亟待银行信贷模式创新。

近年来，保险公司通过设立股权基金加大养老产业布局，主要用于养老社区投资建设。但 2022 年 12 月，“福寿康”完成超

亿元 C+轮融资，本轮融资将用于福寿康商业服务和数字化运营体系建设，以及全国市场服务网络扩张；由国寿大养老基金独家战略布局投资。该项目属于保险公司投资养老照护服务的典型案例，但值得关注的是“福寿康”属于居家医养照护领导品牌、已具备一定发展规模。

①**中国太保**：2014年，太保寿险全资子公司——太平洋保险养老产业投资管理有限责任公司成立，主要经营范围包括养老产业投资与建设，养老投运营与管理，以及与养老产业相关的健康和医疗投资业务。

②**中国人寿**：2019年，国寿健康产业投资有限公司成立，目前已形成健康产业投资、养老产业投资、金融创新投资、养老社区建设运营、物业管理、商业办公楼及酒店管理等六大业务领域。2020年，国寿健康产业投资有限公司牵头发起设立国寿大养老基金，并与中国人寿保险股份有限公司共同出资，基金总规模200亿元，首期规模100亿元。基金专注于养老产业领域投资、加速在全国20-30个中心城市推进养老社区项目布局，提供机构养老、社区养老、居家养老等多层次养老服务；具体包括城市中心精品养老公寓、CCRC养老社区、精品医养公寓、康养旅居、普惠型社区居家养老项目等实业资产，以及康复、医养、健康大数据等养老产业链上下游优质资源。2024年，中国人寿集团发起设立总规模100亿元、首期规模50亿元的银发经济产业投资基金。该基金是保险行业首支“银发产业”主题的人民币股权基金，管理人将由中国人寿集团旗下国寿健投公司全资子公司国寿股权投资公司担任、聚焦银发经济开展投资布局。

③**大家保险**：2023年3月，首只健康养老私募股权投资基金设立完成，基金规模50亿元，专注于养老产业领域投资，包括赋能保险主业发展的养老社区布局及养老产业链上下游优质企业股权等。

小微企业信贷业务模式创新围绕经营服务场景。小微型养老照护服务企业在财务报表、抵押物等硬性信贷条件方面或有欠缺，公司价值和风险评估可以与机构所在地方政府联动，从服务场景、服务合同等方面入手，在风险可控的基础上，满足小微企业融资需求。

2) 智慧养老企业的投融资破局：强化投贷联动，创新信贷模式。

根据我们此前发布的证券业深度报告《他山之石系列报告（四）：“投行+投资+投研”联动，探索大投行生态圈建设》，券商是直接融资的重要中介方，长期具备资产定价的经验与优势，项目筛选能力更强。近年来随着政府对初创期、科技型企业的支持力度不断提升，政府引导基金加大股权投资力度，对优秀管理人的需求也明显增大。而券商具备较强的股东资源禀赋优势；同时在行业和公司研究，项目获取、筛选和风控，资产定价和资金募集等方面综合实力强劲，以“先PE后保荐”的模式进行投资与投行业务协同。智慧养老企业普遍处于初创期或成长期，一方面，在企业发展初期，受限于风控要求、抵押物等评估标准，传统银行信贷业务的支持有限、债权型融资也不适合这一阶段的企业特征和需求。另一方面，随着企业的发展壮大，银行贷款难以满足这类企业发展全生命周期的资金需求。综合性金融机构可以发挥旗下各类专业子公司的业务协同优势，PE投资注重价值、注重“投早投小”，商业银行可以借鉴券商“投资+投行”的模式，协同集团创投子公司等在股权投资阶段对产业和公司的深入研究，形成“先PE后信贷”的综合投融资模式。

在银行信贷业务方面，传统信贷业务主要依据企业的历史经营情况进行评估，但这类评估模式不适用于初创型企业。银行可以将技术、产品、有效合同等核心发展要素纳入企业价值评估体系，以创新形式为智慧养老企业提供贷款支持。

四、风险提示

1) **人口老龄化加速发展，养老金融进一步发展速度不及人口老龄化速度，制度性养老金积累可能不足。**随着人口结构的变化，基本养老保险基金结余消耗加速、企业年金发展有限，而个人养老金税收政策对不同收入居民的吸引力差异较大，若居民参与意愿不强、个人养老金政策落地效果不及预期，可能会影响养老财富积累缓慢。

2) **养老服务金融产品体系多元，但发展活力不足、规模有限，影响总体养老财富积累和养老需求释放。**我国居民金融资产配置风险偏好较低，对银行存款和理财产品更为信任。人身险预定利率下调，储蓄险吸引力边际下降。权益、债券等资产价

格波动加剧，影响养老目标基金购买意愿。

3) 政策落地不及预期、养老实体产业发展缓慢，养老产业金融的社会资本参与仍不足。政策支持养老产业发展，但养老房地产业发展和投资周期较长、养老服务业处于发展初期，同时我国老年人偏好居家养老，若老年人口需求释放缓慢、养老实体产业发展缓慢，可能存在养老产业投资回报率不及预期、影响社会资本参与养老产业金融的意愿。

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，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现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 2024 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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层