



## 日本老龄化对国内医药产业的借鉴

我国老龄化趋势加速，医疗养老产业迎接时代机遇

日本特色行业/企业巡礼之五：老龄化/养老

■ **我国老龄化趋势加速，面临三大挑战。**根据第七次全国人口普查数据，2020年中国老龄化程度进一步加深，65岁以上人口占总人口的比例从2010年的8.9%大幅上升至13.5%。我国老龄化问题特点是：老龄化发展速度快、老年抚养负担重、老年照料难度高

■ **老龄化带来医保压力，疾病谱的变化，自上而下重塑了日本医疗医药产业。**日本正是在老龄化带来的医保压力下从80年代开始进行医保控费。我们在《大浪淘沙，沉者为金》报告中，探讨了医保控费背景下日本国内市场无法支撑创新药的增长，药企被迫通过创新和全球化以应对价格压力的情况。在《日本器械如何突围医保压力》报告中，我们也探讨了日本针对治疗类器械、诊断类器械不同的医保压力，叠加日本精密元器件优势和利基市场的战略选择，构建了有别于欧美的器械领域优势。而日本无论是药品还是器械，人口结构变化导致的疾病谱变迁产生的影响均不可忽视。

■ **日本以独特的介护保险构建居家养老模式。**日本是亚洲首个进入老龄化社会的国家，也是目前全球老龄化率最高的国家，其人口老龄化经历对中国有较大的借鉴作用。日本的多层次年金（养老保险）架构和介护保险制度是其养老产业发展的第一推动力。日本以居家养老模式为主，整体呈现家庭优先型、监管型的发展特征。日本早在70年代就出台了政策鼓励养老服务业的发展；2000年介护保险法实施后，发展出了高度细分的产业体系。

证券研究报告

2021年06月22日

分析师

医药研究团队

吴文华

wenhua.wu@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120005

王雨 研究助理

yu.wang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720120010025

沈泽宇 研究助理

zeyu.shen@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720120050004



# 日本老龄化对国内医药产业的借鉴

我国老龄化趋势加速，医疗养老产业迎接时代机遇

日本特色行业/企业巡礼之五：老龄化/养老

■ 日本人口老龄化经历对我国具有较高的借鉴意义。日本是亚洲首个进入老龄化社会的国家，也是目前全球老龄化率最高的国家，我国目前老龄化水平已经与日本 20 年前的水平相近。并且日本、中国等东亚国家普遍在 15-30 年内就完成了从老龄化向深度老龄化社会的转变，而欧美国家平均需要 50 年以上。

■ 老龄化加剧医保压力，日本 80 年代开始控费。1977-1985 年期间日本医疗支出快速增长，尤其是老年人（65 岁以上）的医疗支出增加了 2.5 倍。80 年代开始日本进行医保控费，1988 年起政府每两年一次对医保药品进行降价调控；1997 年政府进行了医疗支出改革，自付比例从 10% 提高到 20%，到了 2003 年，除老人和学龄前儿童外自付比例统一提高到 30%。但在过去 20 年间，日本医疗支出的增量部分依然有 88% 来自 65 岁以上的老年人群。

■ 介护保险为核心，力推居家养老，日本构建独特养老体系。①儒家文化影响下，东亚国家普遍重视家庭在社会中的作用，日本也以居家养老为主，搭配社区/居家护理及机构养老服务，日本法律及政策制定也多以发挥家庭养老功能为目标，以家庭赡养为前提条件。②介护保险制度机制是日本养老产业特有的制度性支柱，由政府、雇主及雇员共同负担。2019 财年日本介护保险费用总额连续 2 年超过 10 万亿日元，达到医疗支出的近 1/4，支撑着日本全国近 35 万家介护服务机构为老年人提供服务。

■ 我们认为老龄化背景下，医疗服务、制药、医疗器械领域均存在结构性机会：

1. 介护保险国内空白，未来普及型为主、居家式养老服务是较好的切入点。中国与日本养老体系目前最显著的不同在于缺少介护保险体系。日本介护保险体系下个人仅需负担 10% 的费用，而我国目前养老仍然以家庭为主要的资金、服务提供方，仅有少量的市场化服务。未来居家式养老机构空间巨大，上门服务、日间照料、适老化改造均有极大潜力；而居住式养老机构的发展则需要更长期的市场教育以及制度铺垫。
2. 制药行业方面，发力创新研发、把握药物未来的发展大方向、把握本土疾病谱的变化趋势，这是在老龄化的大背景下获得长期成长的最佳策略。创新的方向一是对大分子生物药、基因疗法等新领域的侧重，二是对于疾病谱的选择（我国目前用药结构仍然处在转变过程中，抗感染药物、血液系统用药的平均占比相对仍然较高，糖尿病药物、自身免疫疾病等用药的占比相对较低）。
3. 器械方面，参照日本经验，肿瘤和心脑血管疾病患病率增加将对诊断类器械（如 IVD 中的肿瘤标志物检测）、治疗类器械（血管介入器材，如冠脉支架、动脉支架等）产生拉动作用；而糖尿病、骨科相关疾病等也推动了相关慢病管理（家用监测器械）、康复类器材的成长。

■ 风险提示：政策不稳定、创新企业研发不确定、医疗养老服务发展不及预期。

证券研究报告

2021 年 06 月 22 日

行业评级(维持)

强于大市

相对市场表现



分析师

医药研究团队

吴文华

wenhua.wu@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120005

王雨 研究助理

yu.wang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120010025

沈泽宇 研究助理

zeyu.shen@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120050004

## 正文目录

我国老龄化趋势加速，面临三大挑战 .....	6
原因之一：生育率下降，少子化趋势难逆转 .....	7
原因之二：医学技术进步，平均寿命延长 .....	8
日本老龄化变迁对我国的借鉴意义 .....	9
医疗：老龄化加剧医保压力，日本 80 年代开始控费 .....	9
养老：养老和介护保险支撑，居家养老模式为主 .....	13
日本养老法律体系建设完备，介护保险制度是养老产业核心推动力 .....	13
日本以居家养老模式为主，整体呈现家庭优先型、监管型的发展特征 .....	15
政策支持下，日本发展出高度细分的养老产业，医养行业有机融合 .....	16
中国：建设第三支柱，加大降本控费 .....	17
医疗服务：老龄化下需求稳健 .....	22
日本医疗养老产业：介护保险助力，居家居住结合 .....	22
介护保险支撑下的普适性服务 .....	22
鼓励居家服务，结合居住服务 .....	24
中国医疗养老产业：需求错配下的蓝海市场，普及型居家服务为切入点 .....	31
稳健的需求，错配的市场 .....	31
普及型为主，居家型向居住型延伸 .....	32
制药行业：老龄化控费增速换挡，顺应疾病谱变化 .....	33
老龄化意味着需求增加，但同时也是支出压力 .....	33
医保控费倒逼日本药企创新转型 .....	35
“创新”是唯一出路，但需要顺应疾病谱变化 .....	36
避免研究“惯性”，把握好现有管线和长期方向的选择 .....	36
关注老龄化带来的疾病谱变化 .....	38
医疗器械：创新动向精准把握，稳步实现国产替代 .....	45
治疗类器械 .....	45
诊断类器械 .....	47
康复类器械 .....	47
投资建议 .....	48
风险提示 .....	49

## 图表目录

图表 1：中国不同年龄组人口预测（中位数） .....	6
图表 2：世界主要经济体的老年人口占比 .....	6
图表 3：2010 年中国人口金字塔“纺锤体”特征明显 .....	6
图表 4：相较六普数据，目前中国社会更趋老龄化 .....	6
图表 5：中国出生人数自 2018 年开始快速下滑 .....	8
图表 6：世界主要经济体的妇女总和生育率 .....	8
图表 7：各国出生时平均预期寿命持续上行 .....	8
图表 8：我国死亡率呈现缓慢上行态势，老龄化程度加深 .....	8
图表 9：65 岁以上人口占比（老龄化程度） .....	9
图表 10：主要国家老龄化率从 7% 上升到 14% 的时间 .....	9
图表 11：日本老龄化倾向与少子化加深有关 .....	10
图表 12：日本人均国民医疗费用快速增长 .....	10
图表 13：日本国民医疗支出及其构成 .....	11
图表 14：日本医保支出总额的历年变化情况 .....	11
图表 15：日本 20 年医疗支出的上涨有近 9 成为老龄化导致 .....	12



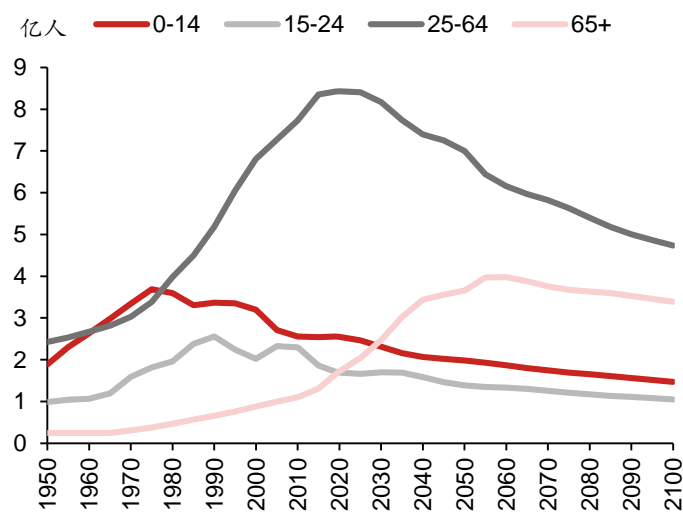
图表 16: 日本医疗健康保险改革历程 .....	13
图表 17: 日本的公共养老金保障体系（第一支柱+第二支柱） .....	14
图表 18: 日本较早开始对于养老产业发展的扶持 .....	16
图表 19: 日本养老机构类型 .....	17
图表 20: 日本各年龄段医疗费用支出（2018） .....	18
图表 21: 中国各年龄段人均年度医疗支出（2018） .....	18
图表 22: 过往药械集采的价格平均降幅超过 50% .....	18
图表 23: 集采后各类药品销售变动情况 .....	18
图表 24: 基本医疗保险基金最近 2 年收入增速持续低于支出增速 .....	19
图表 25: 中国养老金规模构成 .....	19
图表 26: 中国两类基本养老保险的参保赡养率均呈现上升趋势 .....	20
图表 27: 我国近年来密集出台政策鼓励养老金二/三支柱发展 .....	21
图表 28: 介护保险的经营主体（保险人）与财政 .....	22
图表 29: 日本介护保险介护等级分级认定 .....	23
图表 30: 日本介护保险的不同等级认定数量 .....	23
图表 31: 介护保险总费用变化 .....	24
图表 32: 日本介护服务机构数量及服务能力 .....	24
图表 33: 日本介护服务机构分类数量 .....	24
图表 34: 日本介护业务排名前十公司的营收及市场份额 .....	25
图表 35: 日医学馆营收及同比增长 .....	26
图表 36: 日医学馆净利润及同比增长 .....	26
图表 37: 日医学馆历史股价一览 .....	26
图表 38: Tsukui 营收及同比增长 .....	27
图表 39: Tsukui 净利润及同比增长 .....	27
图表 40: 日本各类养老设施分类 .....	28
图表 41: Benesse 收入拆分 .....	28
图表 42: Benesse 公司营收及同比增长 .....	29
图表 43: Benesse 公司净利润及同比增长 .....	29
图表 44: Benesse 预测 2030 年日本人口情况 .....	29
图表 45: Benesse 业务内容 .....	30
图表 46: SECOM 看护业务营收、净利润及同比增速 .....	31
图表 47: SECOM 分类营收占比 .....	31
图表 48: 日本药品降价幅度 .....	33
图表 49: 日本国家医疗保险制度（NHI）药品价格调整机制 .....	34
图表 50: 日本制药产业规模全球占比变化 .....	34
图表 51: 日本创新药企业的营收水平好于仿制药企业 .....	35
图表 52: 日本创新药企业的利润水平好于仿制药企业 .....	35
图表 53: 日本创新药企业的毛利水平显著好于仿制药企业 .....	36
图表 54: 1990-2003 年上市重磅药物 .....	37
图表 55: 生物药市场规模变化 .....	37
图表 56: 生物药市场占比变化 .....	37
图表 57: 日本和美国药企研发管线分类对比 .....	38
图表 58: 不同时期的全球最畅销的 20 大药品 .....	39
图表 59: 日本诊疗费用最高的前五类疾病 .....	40
图表 60: 日本各类致死原因占比 .....	40
图表 61: 日本疾病谱变化 .....	40
图表 62: 中国常见肿瘤的发病率（每 10 万人） .....	41
图表 63: 中国常见疾病的患病率 .....	41
图表 64: 前十大用药领域：中国与全球对比 .....	42

图表 65: 中日超重及肥胖率变化.....	42
图表 66: 中日成人糖尿病患病率.....	42
图表 67: 日本的慢病管理推动相关药物使用率提升 .....	43
图表 68: 卫材营收及增速.....	43
图表 69: Aricept 营收增速 .....	43
图表 70: 卫材的肿瘤及神经病学板块销售额 .....	44
图表 71: 泰尔茂未来战略.....	46
图表 72: 中国血管介入市场主要企业 .....	46

# 我国老龄化趋势加速，面临三大挑战

根据第七次全国人口普查（以下简称“七普”）数据，中国老龄化程度进一步加深，2020年65岁以上人口为19,064万人，相较2010年增长60.3%（远超5.9%的总人口增速）；65岁以上人口占总人口的比例从2010年的8.9%大幅上升至13.5%。

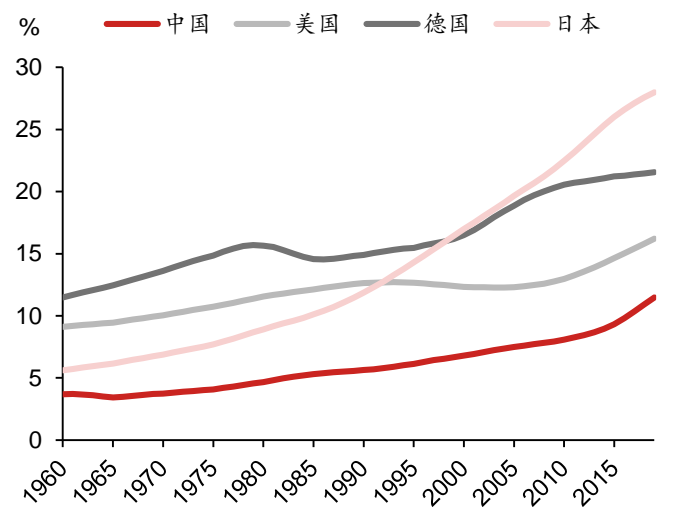
图表 1：中国不同年龄组人口预测（中位数）



资料来源：联合国人口署，野村东方国际证券

注：2020年以后数据为联合国人口署基于对生育率和出生时平均预期寿命的贝叶斯分层模型的概率预测中位数。

图表 2：世界主要经济体的老年人口占比

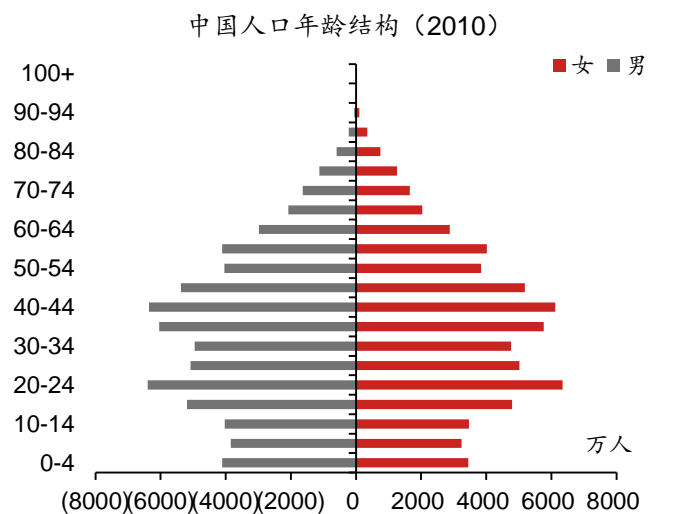


资料来源：联合国人口署，野村东方国际证券

注：老年人口指65岁以上人口

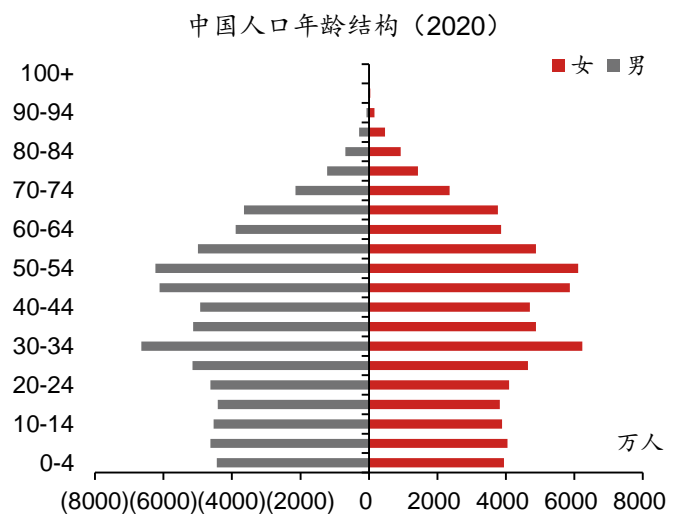
老龄化是一个人口结构变迁的动态过程。建国以来我国共经历了两次婴儿潮，分别是：三年自然灾害后（1962-1971）以及改革开放后（1982-1992）。到2021年，第一次婴儿潮对应的人群年龄中位数为55岁，即将进入老龄阶段。根据中国人口金字塔现状，结合人口发展的自然惯性，未来我国将迎来老龄化的加速，养老产业存有巨大的发展空间。

图表 3：2010年中国人口金字塔“纺锤体”特征明显



资料来源：国家统计局第六次人口普查数据，野村东方国际证券

图表 4：相较六普数据，目前中国社会更趋老龄化



资料来源：联合国人口署，野村东方国际证券

从结构上来看，我国老龄化问题具备一定的严峻性和复杂性，主要体现在以

下三个方面：

- **老龄化趋势加速。**根据联合国的中等情形预测，到 2050 年中国 65 岁以上人口的占比预计为 26%，较七普数据上升 13pp，表明我国的老龄化程度将持续加深且趋势不可逆转。
- **老年抚养负担重。**根据中国人民银行的工作报告，当前的人口形势可能正处于第 III 阶段向第 IV 阶段演化的过程中：老龄化与少子化相伴相生，老年抚养比快速上升。根据联合国的中等情形预测，中国的老龄人口抚养比将在 2050 年达到 44%，较 2020 年的 20% 显著上升。
- **老年照料难度高：**高龄、失能（生活不能自理）和空巢老人占比将提升，进一步加剧应对人口老龄化的严峻性和复杂性。据中国老龄协会估计，2020 年我国的失能老人达到 4200 万人，其中 80 岁以上高龄老人达 2900 万人（2025 年之前，高龄老人仍将维持年均增长 100 万人的趋势），而空巢和独居老人达到 1.18 亿人（大城市的空巢老人占老年人总数的比例在 1/3-1/2 之间）。这部分老年群体是社会重点关注对象，也是解决养老问题的关键所在。

老龄化的趋势不可逆转，是因为人口结构向老龄化方向滑坡，背后有两大原因：少子化和长寿化。

## 原因之一：生育率下降，少子化趋势难逆转

我国人口出生率持续走低，带动人口增长率回落。新中国成立以来，生育政策经历了“由松到紧再转松”的变化。继 1971 年提出计划生育政策后，80 年代开始提倡生育一孩，人口出生率明显回落，人口自然增长率相应呈趋势性回落。

生育政策的调整并不能根本性扭转生育率下降趋势。进入 2010 年后，中国的生育政策明显转向宽松：2011 年“双独二孩”、2013 年“单独二孩”、2015 年“全面二孩”逐步推出。但实际上，2017 年以来人口出生率仍进一步回落，2019 年人口出生率创 1949 年以来新低，也处于同期全球较低水平。

全面二孩政策带来的生育堆积效应正在减弱。全面二孩政策落地后，2016、2017 年生育人数上升至 1,786 万、1,723 万人（2015 年为 1,655 万人），但此后逐年下跌，2018、2019、2020 年中国新生人口分别为 1,523 万、1,465 万、1,200 万人。其中，新生儿数量中二胎占比显著上升，反映出一胎数量下跌更为明显。

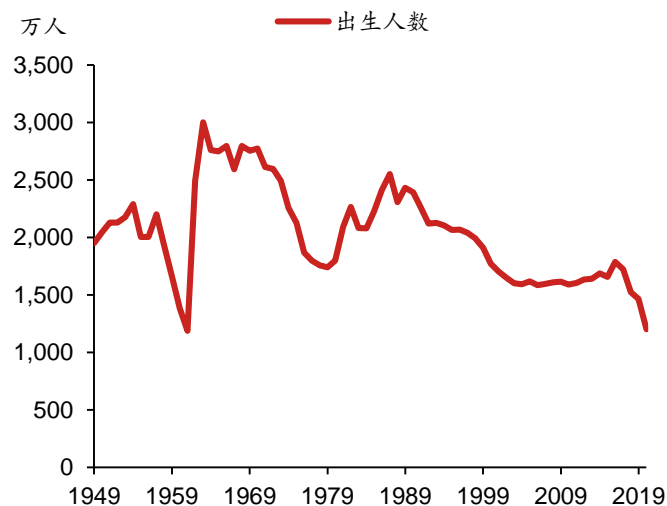
总和生育率（total fertility rate, TFR）是指每个妇女在育龄期间平均的生育子女数，是判断生育水平的最核心指标。2020 年新生人口约 1,200 万人，总和生育率约为 1.3，主要受育龄妇女减少、二孩效应趋弱，以及生育观念转变等因素的影响。值得注意的是，2020 年我国总和生育率显著不及《国家人口发展规划（2016-2030 年）》中设定的目标（1.8），更远不及世代更替水平<sup>1</sup>（2.1）。

总和生育率走低一定程度上是现代发展的副作用。根据 90 年代人口学家提出的第二次人口转变理论，现代化乃至后现代化所带来的价值和观念的变化是导致超低生育意愿的核心因素。个体主义的兴起与女性更加独立、平等的性别角色，支持个体价值取向小众化、多元化，在某种程度上冲淡了生育的价值和意义。

<sup>1</sup> 在某一国家或地区，某一年出生所有女性在其一生中生育的子女数与她们出生时出生的人口数相当，则表示其生育水平达到世代更替水平。

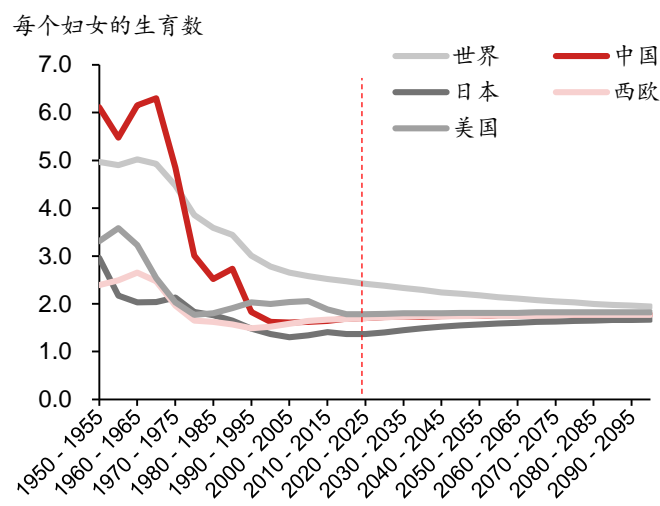
总体来看，生育率下降是一个几乎不可逆的全球性趋势，这与人口教育程度提升、生活方式多元发展、女性劳动参与率提升、社会竞争加剧、医疗条件提升等发展形势息息相关。而在我国，教育成本上升、男女比例不均、高房价打压需求等当前阶段的社会发展因素也对生育意愿造成了抑制。各类鼓励生育的政策能够在一定程度上延缓下降趋势，却很难根本性改善生育率低迷的问题。

图表 5：中国出生人数自 2018 年开始快速下滑



资料来源：国家统计局，野村东方国际证券

图表 6：世界主要经济体的妇女总和生育率



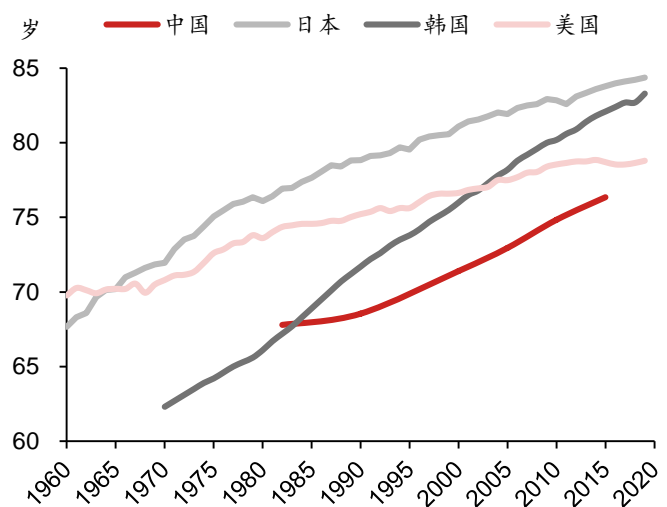
资料来源：联合国人口署，野村东方国际证券

## 原因之二：医学技术进步，平均寿命延长

受益于医学技术进步、营养及环境条件的改善，老年人的死亡率下降，人均预期寿命持续上升，目前我国人均预期寿命约为 77.3 岁。

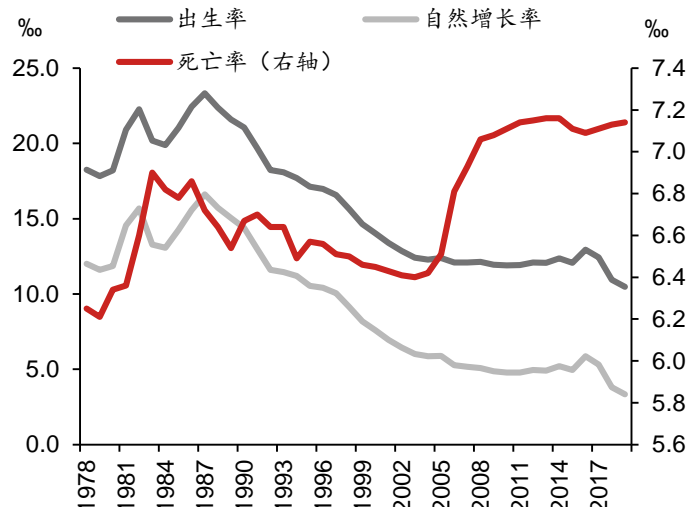
结合中国出生率逐步走低、老龄化逐渐加重的态势，我国人口死亡率或处于拐点右侧，未来趋于逐步上升。低出生率、高死亡率趋势进一步深化，将加速我国的人口老龄化进程。

图表 7：各国出生时平均预期寿命持续上行



资料来源：世界银行，野村东方国际证券

图表 8：我国死亡率呈现缓慢上行态势，老龄化程度加深



资料来源：Wind，野村东方国际证券



# 日本老龄化变迁对我国的借鉴意义

日本人口老龄化的经历对我国具有较高的借鉴意义。日本是亚洲首个进入老龄化社会的国家，也是目前全球老龄化率最高的国家。此外，日本与中国在后发国家经历、人口结构、人口密度、东亚社会文化习俗等方面具备一定的相似性，我们认为日本老龄化的变迁历程对中国具有较高的借鉴意义。

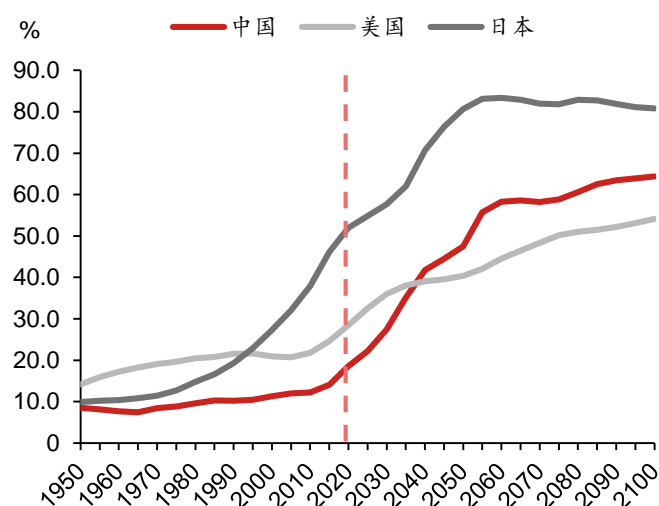
## 医疗：老龄化加剧医保压力，日本 80 年代开始控费

从 65 岁以上人口占比来看，我国老龄化水平已经与日本 20 年前的水平相近，且相较欧美国家，我国的老龄化速度明显较快。图表 10 对比了各国老龄化程度从 7% 上升至 14% 所耗费的时长，可以发现日本、韩国、新加坡普遍在 15-30 年内就完成了从老龄化向深度老龄化社会的转变，而欧美国家平均需要 50 年以上。

亚洲国家老龄化速度较快可能有以下三方面原因：

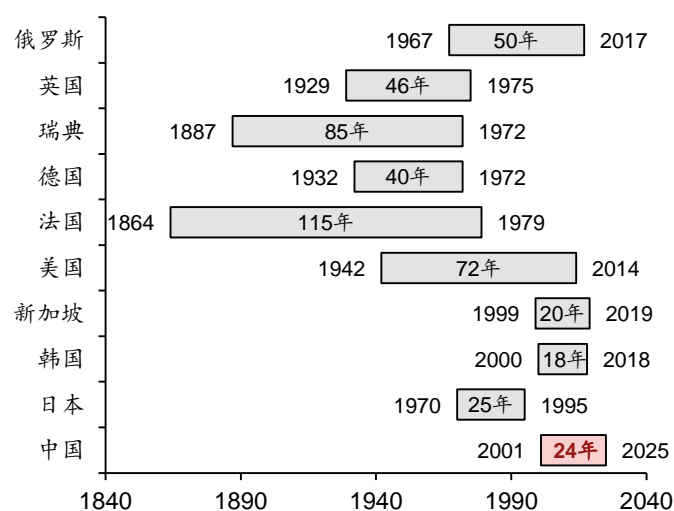
1. 近五十年来伴随现代医学及经济的快速发展，人均寿命大幅延长；
2. 亚洲国家在移民政策上普遍相对保守，没有年轻移民来放缓其国内人口的老龄化过程；
3. 亚洲国家受教育程度高，但在全球化分工中主要参与劳动密集型产业，在资本回报更高的背景下贫富分化加大，叠加文化的因素，生育率的下降速度相对较快。

图表 9：65 岁以上人口占比（老龄化程度）



资料来源：联合国人口署，野村东方国际证券

图表 10：主要国家老龄化率从 7% 上升到 14% 的时间



资料来源：联合国人口署，野村东方国际证券

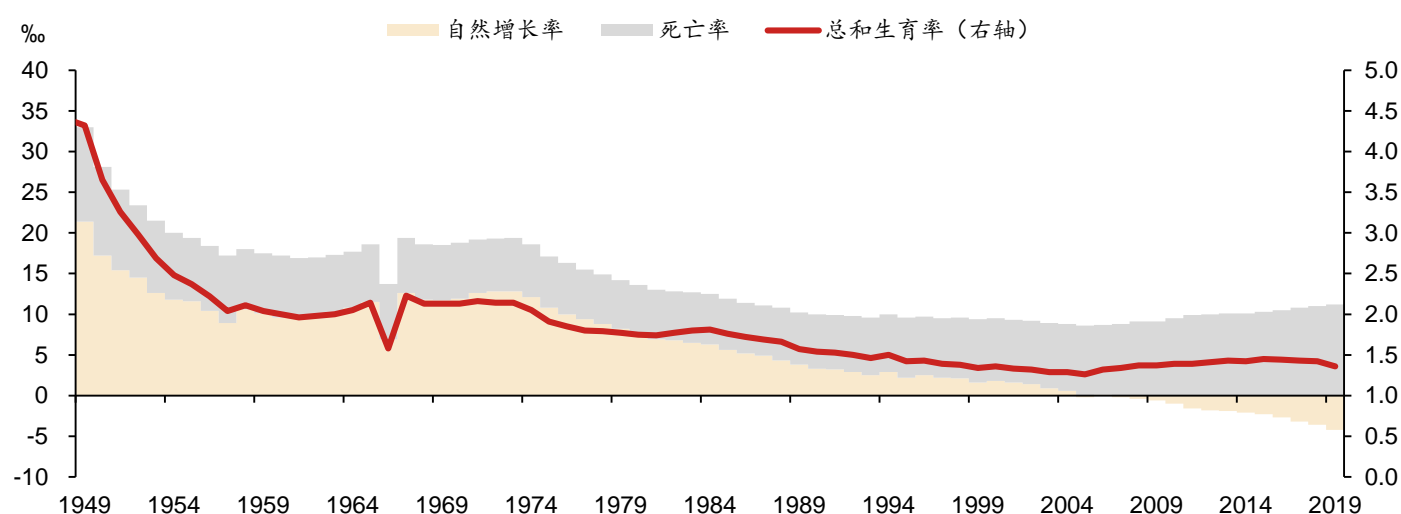
注：中国的 24 年是根据联合国人口署的预测数据。

日本是一个典型的深度老龄化国家，且其老龄化倾向与少子化趋势加深有关，这一点或与中国情况类似。二战前，日本鼓励生育，禁止人工流产。战后，日本颁布了《优生保护法》。伴随人工流产的解禁、经济复苏形势向好以及人民生活质量提升，日本民众开始倾向于少生子女以期进一步提升生活质量。

因此，1950-57 年间日本的出生率大幅下降，从战后三年生育高峰时期的 33% 左右下降至最低 17.2%。由此可以认为，少子化的出现加速了日本的老龄化进程。1970 年日本 65 岁以上的人口数占总人口数的 7.1%，到 1995 年该比例突破 14%，

日本正式进入深度老龄化阶段。到 2019 年，日本老龄化比率已经超过 28%；到 2025 年，日本战后第一次婴儿潮时期出生者将全部达到 75 岁以上，届时老龄化比率预计将突破 30%。

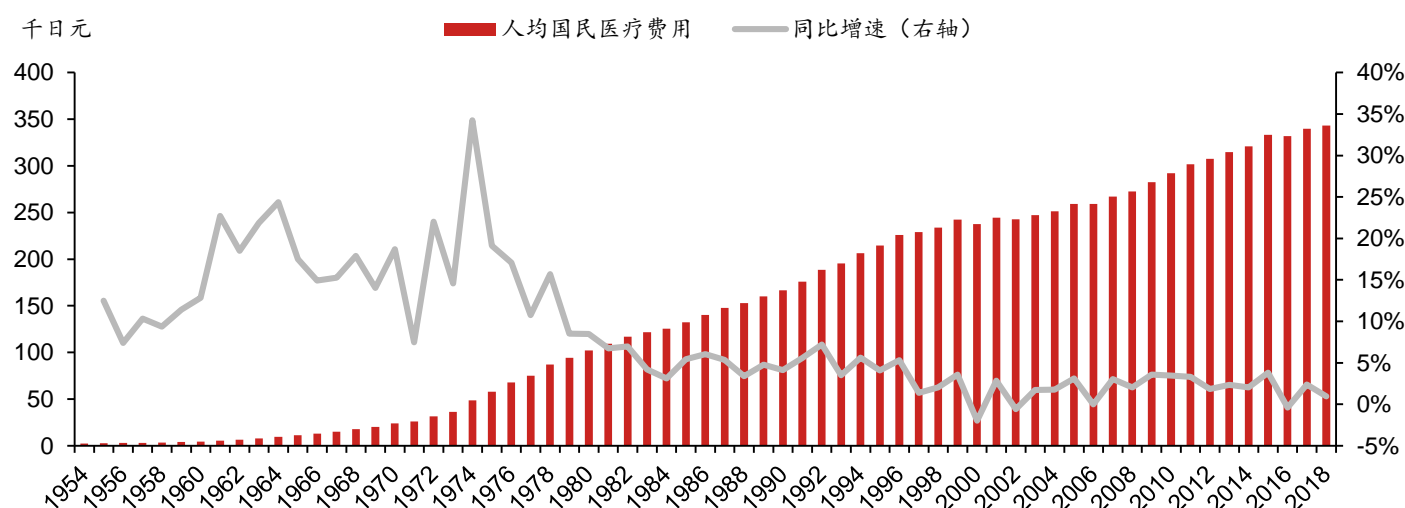
图表 11：日本老龄化倾向与少子化加深有关



资料来源：Wind，野村东方国际证券

低生育和老龄化加重了日本的财政负担，日本政府不得不大规模融资以应付持续扩大的养老开支。日本人均社保支出在过去 15 年内增加了 50%，老龄化支出占比从 1975 年的 33% 提升到 2015 年的 68%。国民负担率（税收和社保占国民收入的比重）由 70 年代的 24% 提升到 2018 年的 43%。日本政府财政中医疗保险、养老保险等社保支出逐年增加，目前已占到国家财政支出预算的 34%。

图表 12：日本人均国民医疗费用快速增长



资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

日本战后经济的发展大抵可分成三个阶段：经济高速增长期（1955-1975）、稳定增长期（1975-1990）以及经济停滞期（1990 至今），这三个时期的 GDP 年复合增长率分别为 15%、8% 和 0.3%。

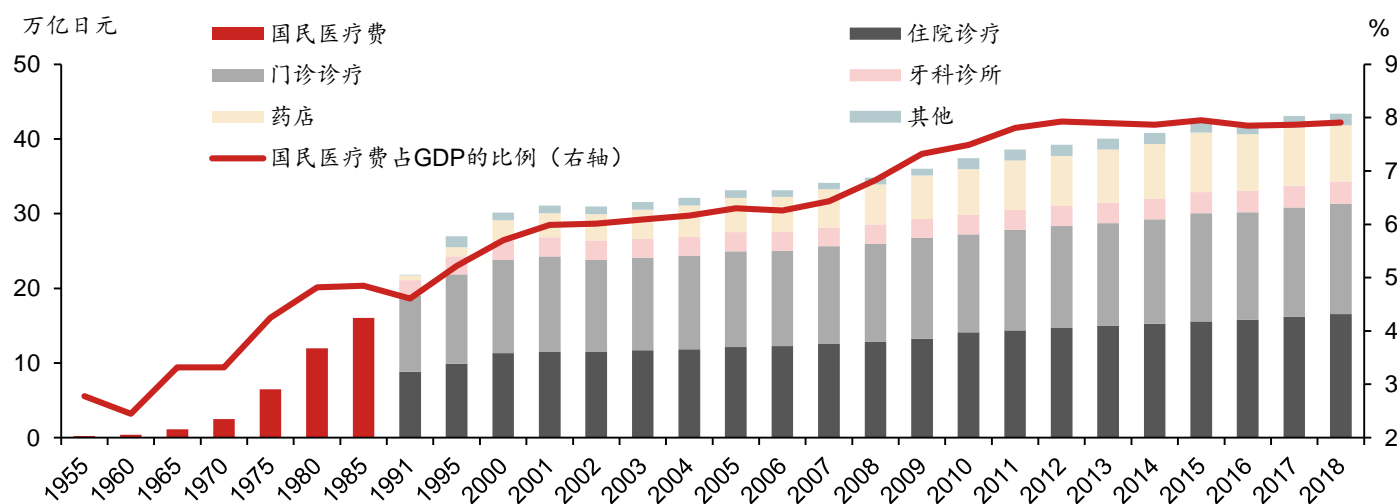
**经济高速增长期(1955-1975)：**医疗支出快速增长，20 年复合增速达到 18%。1961 年日本采用全民医保政策，医疗支出加速增长。1973 年政府颁布了《老年人福利法》的修正案，70 岁以上患者的医疗支出得到 100% 的保障；保险范围的

扩大直接导致了这一时期医疗支出的指数式增长。

**经济稳定增长期（1975-1990）：**1973 年石油危机后，日本经济增速明显放缓，医疗支出的复合增速也放缓至 7.9%，但老年人带来的医疗负担越来越重。1977-1985 年期间，老年人（65 岁以上）的医疗支出增加了 2.5 倍；老年医疗支出成为这一时期医疗支出增长的主要因素。

日本政府开始注重降本控费以实现财政收支的平衡。上世纪 80 年代开始，日本大力实践医保控费政策。1981 年药品的医保支出被削减了 18.6%，1984 年进一步削减了 16.6%，1988 年削减了 10%，期间还有多次较小的削减。

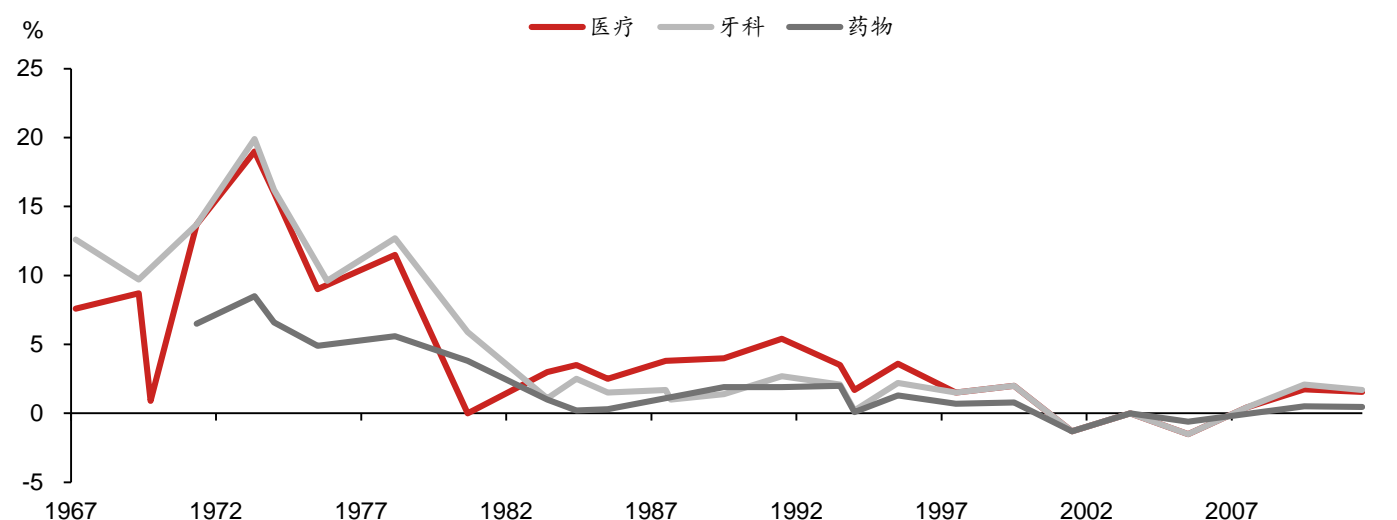
图表 13：日本国民医疗支出及其构成



资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

1988 年起政府每两年一次对医保药品进行降价调控，此后医保支付改革、加大仿制药使用等措施也一定程度减少了医保支出端的负担。削减药品价格的同时，医生费用的医疗支出略有增加。

图表 14：日本医保支出总额的历年变化情况



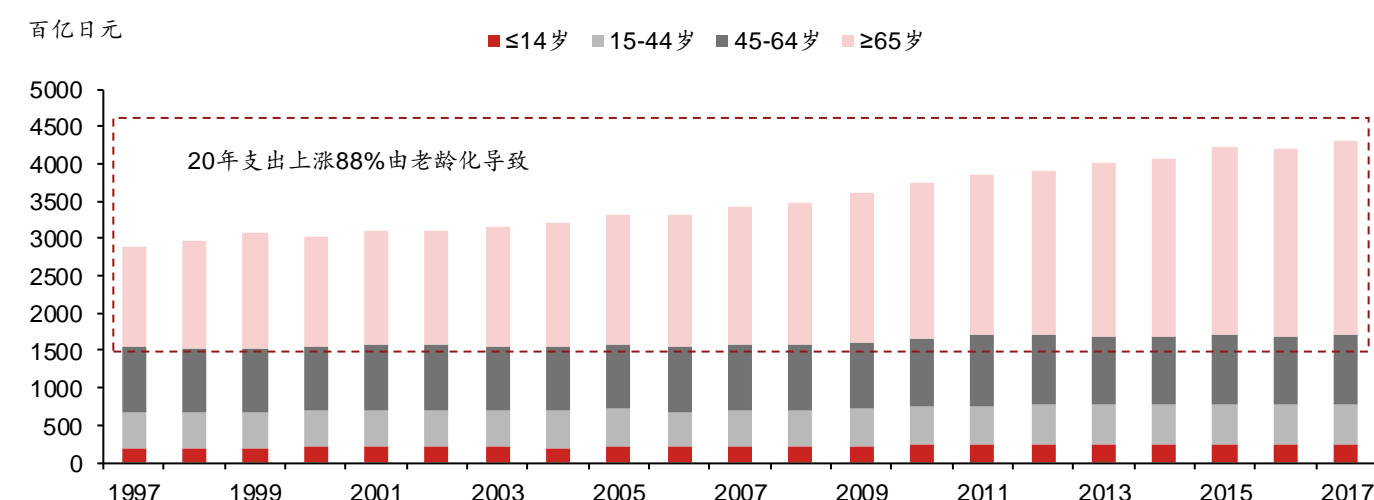
资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

**经济停滞期（1990-2018）：**1991 年泡沫经济破裂后，日本经济陷入了长时间的低迷，期间医疗支出复合增长率仅为 2%。这与政府大刀阔斧的医疗支出改革不无关系。

1975-1990 年这段时期，即使新增医疗费用仅温和增长，对于财政预算来说也是相当沉重的负担。1997 年政府进行了医疗支出改革，将医疗保险的共付额（也称“免赔额”或“自付额”）比例从 10% 提高到 20%。到了 2003 年，除老人和学龄前儿童外的所有病人的共同支付率统一为医疗费用的 30%。

但各类改革措施并未根本性缓解财政端压力，老龄化依然占到了医保支出增量的 9 成。从 1997 年到 2017 年共 20 年期间，日本医疗支出从 28.91 万亿日元上涨到 43.07 万亿日元，增加 14.16 万亿日元；其中 ≥65 岁老龄人群医疗支出从 13.51 万亿日元增长到 2017 年的 25.95 万亿日元，增加 12.44 万亿日元，占总增量的 88%。

图表 15：日本 20 年医疗支出的上涨有近 9 成为老龄化导致



资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

日本针对高龄老人的医保政策也经历了一系列变革。伴随医疗保健支出的持续增长，健康保险协会在 1999 年一度威胁要停止支付所有涉及老年人的医疗服务。为了限制老年人的医疗费用，2008 年日本政府颁布了名为“后期高龄者医疗系统”的新制度。根据该制度，所有 75 岁以上公民的健康保险从国家健康保险计划或各种健康保险协会转移到一个新的保险实体，并且确定了特定条件下每月的最高医疗支出额。目前 70 岁以上病人的医疗服务共付额为 10%，而普通工人的共付额为 30%。

2013 年末日本通过了“有关推进确立可持续社会保障制度改革”的法律，提出对于“如何平衡高龄者医疗需求和政府财政负担”实行多次讨论并不断完善。日本政府为了提高医疗保险制度的可持续性和公平性，不仅根据年龄进行区分，也根据负担能力将重新划定负担比例。例如，日本政府从 2018 年就开始探讨在法律层面提高 75 岁以上高龄者的 1 成共付额比例，该法律最终于 2021 年 6 月 4 日获得参议院表决通过。



图表 16：日本医疗健康保险改革历程

日期	雇员医疗保险	
	被保险的雇员	被保险人的家属
1973 年 10 月	颁布了大病医疗费用规则	受抚养人的医疗费用可报销 <b>70%</b>
1978 年 1 月	共付额提高（首次就诊 200 日元调整至 600 日元、住院每日津贴 60 日元调整至 200 日元）	
1981 年 3 月	共付额提高（首次就诊 600 日元调整至 800 日元、住院每日津贴 200 日元调整至 500 日元）	被保险人的住院医疗费用的可报销比例从 70%调整至 80%，门诊费用的报销比例仍为 70%。
1983 年 2 月	<b>老年人健康和医疗服务法</b> （分担费用：门诊每月 400 日元，住院每日 300 日元）。	
1983 年 10 月	所有医疗服务需要支付 <b>10%的共付额</b> (有例外)	
1992 年 1 月	老年人共付额提高（门诊每月 400 日元调整至¥900 日元、住院每日 300 日元调整至 600 日元）。	
1994 年 10 月	住院伙食费：标准费用为每天 600 日元（低收入病人为 400 日元或更少）。	
1996 年 10 月	住院伙食费：标准费用 600 日元调整至 760 日元/天（低收入患者为 650 日元或以下）。	
1997 年 9 月	所有医疗服务需要 <b>20%的共付额</b> (有例外)	
	门诊药物的共付额（药丸每天 0 至 100 日元，取决于处方数量）。	
	老年人共付额提高（门诊每次 500 日元，住院每天 760 日元调整至 1000 日元，门诊药品共付额提高	
2001 年 1 月	大病医疗费用规则改变（高收入阶层支付所发生医疗费用的 1%）。	
	住院伙食费：标准费用 760 日元调整至 780 日元/天	
	长者共付额提高（所有医疗服务都需要支付 10%的共付额），每月有限额	
2002 年 10 月	老年人的共付额提高（所有医疗服务需要 10%的共付额，高收入者支付 20%）。	
2003 年 4 月	70 岁以下：所有医疗服务需要 <b>30%的共付额</b> （有例外）。	
2006 年 10 月	修订了大病医疗费用规则（一般为 80,100 日元+总医疗费用的 1%）。	
2008 年 4 月	颁布了后期高龄者的医保制度（75 岁以上：10%的共付额，70~75 岁： <b>20%的共付额</b> ）。	
2010 年 4 月	在后期高龄者医保制度被废除之前，取消部分针对高龄老人的医疗报销项目	

资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

## 养老：养老和介护保险支撑，居家养老模式为主

相较日本，中国的老龄化状况有诸多不同。从微观层面看，中国老人整体平均购买力偏低、收入结构不同、养老观念更保守、贫富差距相对更大等；从宏观层面讲，中日在养老金体系、老年福利政策、养老产业政策等方面存在差异。参考日本政府对于老龄化问题的应对措施，或者有助于投资者捕捉未来中国老龄化时代的政策红利。

### 日本养老法律体系建设完备，介护保险制度是养老产业核心推动力

由于养老的刚需性和供给常年的紧缺性，支付端往往会成为养老产业发展的瓶颈环节。日本的多层次年金制度（养老保险）和介护保险制度可以被认为是日本养老产业发展的第一推动力，特别是介护保险解决了更为刚需的长期照护问题，对养老产业的发展更加重要。

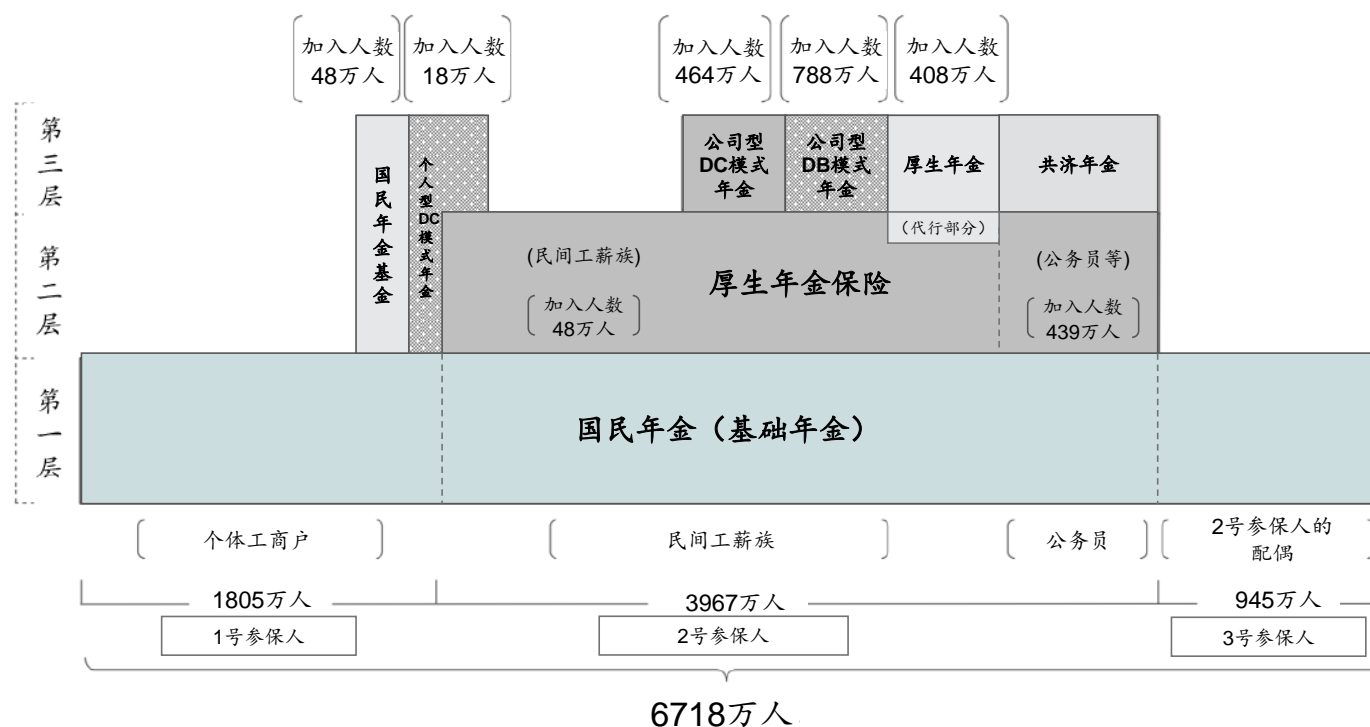
日本对于养老问题有着“一体两翼”的完整法律体系，“一体”是指养老年金保险制度，“两翼”指介护保险和长寿医疗保险。

日本养老保险制度由三大支柱构成，即公共养老金制度、企业补充养老金制度和个人储蓄养老金制度。第一支柱公共养老金用来保证最基本的养老需求，分两个层次：1）国民年金，规定要求居住在日本的 20-59 岁人士（包括外籍居民）均需加入国民年金；2）与收入相关联的厚生年金和共济年金，投保对

象限定工薪阶层，强制性要求加入，保费分别由政府、企业，个人共同负担（2015年后厚生与共济年金并轨）。

第二支柱企业补充养老金以确定给付型计划（DB）和确定缴费型计划（DC）为主，包括厚生年金基金（已停止）、合格退职金（已停止）、DB计划、DC计划、中小企业退职金共济制度、一次性退职金。

图表 17：日本的公共养老金保障体系（第一支柱+第二支柱）



资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

注：数据截止 2014 年 3 月末。

第三支柱养老金主要由两大部分组成,分别是 NISA（日本个人储蓄账户，2014 年设立）与 iDeCo（个人缴费确定型养老金，2001 年设立）。

NISA 方面，日本所有 20 岁以上居民均可办理 NISA。凡是在 NISA 中的投资所得均能在 5 年内免其所得税与资本利得税,每年缴纳的上限为 100 万日元。2014 年 NISA 推出后，两年时间内参与者就达到 988 万户,缴纳金额达到 4.86 万亿日元。2016 年日本进一步推出 Junior NISA（少年个人储蓄账户），使 NISA 的覆盖范围扩大至 19 岁以下未成年人，以鼓励提早开始储蓄。

iDeco 方面，个人缴费确定型养老金最初的覆盖范围是在职雇员，尤其是公司未提供任何企业养老金计划的中小企业雇员，以及个体经营者、自由职业者。2017 年该计划扩大到了公共部门人员以及家庭主妇。

日本实施以多层次社会年金保险方式为主轴的社会保障，为居民享受更加健全、深入的养老服务提供资金支持。但到 90 年代中后期，老龄化问题日趋加剧，失能老人日益增多，一方面财政承担的低收入失能老人的收容和照顾已不堪重负，另一方面因“社会性住院<sup>2</sup>”造成的医保支付危机也无法得到缓解。

为了进一步推动社会养老模式由家庭化向社会化转变，并且缓解高度老龄

<sup>2</sup> 由于家庭功能缺失或弱化以及老人福利院床位数不足等原因，许多有护理需求但无法入住福利机构的老年人不得不选择以住院方式获得养老医疗照顾，被称为“社会性住院”现象。

化所带来的各种社会问题，日本借鉴欧洲德国、荷兰等国家的经验，设立实施介护保险制度。介护保险制度目的是通过鼓励居家养老，减轻医疗机构入院负担，逐渐成为推动日本医养结合成熟的核心体系。介护服务主要向 40-64 及 65 岁及以上两类人群提供居家服务和设施服务，具体包括家庭访问、上门服务、养生指导、对老年痴呆人群的介护、医疗设施的介护、短期入所等服务。自 2000 年开始，作为全球首个针对养老服务立法的国家，日本相继出台了《介护保险法》、《老人保健法》等法律制度。

### 日本以居家养老模式为主，整体呈现家庭优先型、监管型的发展特征

中国、日本、韩国、新加坡等东亚国家普遍受到中国儒家文化影响，重视家庭在社会中的作用，提倡“百善孝为先”的孝道文化，这种共性是居家养老市场的文化温床。此外，东亚国家往往面临快速老龄化的发展难题，承受相对更重的财政负担，因此其养老模式往往趋向家庭优先型、监管型发展。

东亚国家多以法律形式确定家庭在居家养老中的重要地位，特别是子女对父母的孝敬与赡养义务，并通过各种文化灌输和经济杠杆加以引导，因而**倾向于向家庭优先型居家养老模式发展**。而欧美国家与此不同，法律及文化传统中不要求子女对父母进行赡养；欧美国家的养老体系中，政府、社会组织和商业机构为服务提供主体，呈现出明显的社会化特点。

日本法律及政策制定多以发挥家庭养老功能为目标，以家庭赡养为前提条件。部分法律（《生活保护法》、《老年人福利法》、《老年人保健法》、《残疾人福利法》等）强制要求家庭和亲属履行赡养义务；部分法律（《厚生养老金法》、《健康保险法》等）则从制度层面对家庭及亲属之间业已形成的赡养关系给予承认。

此外，日本等东亚国家多为**政府监管型居家养老模式**，管理层次和幅度较福利型更弱一些。政府主要通过法律规范、政策引导和运行监管等方式推动促进居家养老的发展，而非直接参与居家养老的基层组织建设；社会团体及中介组织依据市场化原则进行基层建设并提供服务。

日本以居家养老为主，搭配社区/居家护理及机构养老服务，养老服务供应往往是日本地产开发商、保险公司、实业财团和政府多方参与，形成以市场为主导、公益福利为辅的服务供给结构。日本养老服务的参与主体多样，多部门分工不仅帮助降低了政府及家庭的养老压力，还有效提升了服务提供效率和质量。

日本居家养老服务主要包括以下几种类型：

1. 访问护理服务包括为老年人上门提供做饭喂食、洗澡换衣、打扫卫生等服务。
2. 日间护理服务是指接送老年人到社区老年人护理中心，为老年人提供身体检查、康复训练等服务。
3. 短期托付服务是指在老年人家属临时外出时，将老年托付给社区养老院，接受社区养老院提供的短期护理服务。
4. 社区贴紧型服务提供夜间上门服务、失能失智老人日托护理和多功能型居家护理等社区服务。

中日比较来看，日本在医疗、护理方面的开支明显高于我国，更充足的医疗资源和更丰厚的财政补贴使日本国民更愿意也更有能力在健康方面消费。从养老模式角度来看，中国与日本之间有以下三点差异：

1. 日本的自费比例低。日本居家养老是以护理保险制度为基础，就是政府出钱请护理人员上门服务，老年人自己只需负担 10% 的费用。中国居家养老，包括请保姆在内的各项服务都需要自费，对家庭造成的负担相对更重。
2. 日本养老服务内容更加丰富。日本居家养老的福利种类很多，共有 13 大类，基本可以满足不同老年人的不同需求。中国虽然近几年发展了社区老年护理，但还是缺少完备的服务体系和内容。
3. 日本护理服务人员更加专业。日本有专门支撑家庭护理服务的人员培训与考核体系，所有护理人员均拥有国家专业资格证书，所有服务人员都有专业公司管理，而中国大多数是请私人保姆来护理。

### 政策支持下，日本发展出高度细分的养老产业，医养行业有机融合

随着老年人口的不断增加，日本早在 70 年代就鼓励养老服务业的发展。1974 年厚生省公布了“收费养老院设置运营指导方针”，并在此后对这项政策做了数次修订。进入 80 年代后，厚生省成立了“老龄产业室”，老龄商品和服务的供应商则在厚生省和通产省指导下成立了“老龄商务发展协会”，通产省作为政府经济主管部门，开始关注老龄市场和老龄产业的发展。

图表 18：日本较早开始对于养老产业发展的扶持

时间	政策法规	相关内容
1950	《生活保护法》	明确提出国家责任、无差别平等、最低保障等理念。据此，日本政府遍设养老院，重点救济无依无靠的贫困老人。
1958-1959	《国民健康保险法》、 《国民年金法》	确保养老、医疗实现全民覆盖。
1963	《老年人福利法》	这是“福利六法”体制(指“儿童福利法”、“身体障碍者福利法”、“生活保护法”、“精神障碍者福利法”、“老年人福利法”、“母子及寡妇福利法”)的第五部法律，也是专门针对老年人的一项法律，被誉为“老年人宪章”。
1974	“收费养老院设置运营指导方针”	日本厚生省(现厚生劳动省)公布，对养老机构的属性、设施标准、人员配置、服务标准和优惠贷款制度等做了明确规定，并要求养老机构每年都需向相应的政府部门提交报告，接受其行政指导和监督。
80 年代	“银色标志”制度	政府提高养老市场准入门槛，并开始导入“银色标志”制度，成立由消费者和厂商代表及学者等组成的“银色标志认证委员会”，对符合条件的养老机构、老龄产品和服务及其厂商进行认证，并将相关信息向社会公开。
1988	修改相关法律，提供金融扶持	日本政府对社会福利及医疗事业团体法进行大幅修改，为民间兴建或经营具有医疗、看护功能的福利设施提供低息，甚至无息贷款，并给予税收优惠。
1994.12	《推进老年人保健福利 10 年战略》	主要包括充实地区服务、支援老年人自立、综合实施痴呆症老年人对策、促进社会参与等内容。
1997.12	《护理保险法》	从 2000 年 4 月起实行“护理保险制度”。护理服务分为居家护理服务和设施护理服务两大类。仅居家护理服务的种类就多达 14 种。
1999.12	《今后 5 年老年人保健福利政策的方向》	日本厚生省、大藏省(现财务省)、自治省共同制定了被誉为“黄金计划 21”的新政策。这一基本方针规定：要建设充满活力的老年人形象；维护老年人尊严；支援自立；建设互助地区社会；提供利用者满意服务等。

资料来源：公开资料，野村东方国际证券



**2000 年介护保险法实施后，日本养老产业进入高速增长阶段，到现在已经发展出高度细分的产业体系。**在日本，针对每个年龄阶段不同身体状况的老年人都有相对应的养老服务供给。日本把老年人分为自立期、需要支援期、需要介护期和临终期四个阶段，以各阶段的不同需求为基础把养老服务细分到 5 大类 25 种服务，覆盖老年人全阶段。随着产业向成熟化发展，客户群体不断细分，构建细化更具有针对性的养老服务业态成为大势所趋。

以养老护理为核心，养老产业内容可划分为六个方面：老年住宅产业、老年金融产业、养老护理服务、医疗福利器械用品、文化生活服务、及其他相关产业（老年人生活用品开发、销售等）。

就养老护理而言，日本公办养老机构主要包括特别养护院、护理保健院、护理医疗院、护理院、养护院这五种类型。民办养老机构则包括：护理疗养院（介护收费养老院）、住宅型养老院、健康养老院、老年人服务性住房、社区介护养老院（group home、集体之家、组团式机构）以及面向老年人分售的公寓。

图表 19：日本养老机构类型

养老院类型			数量
民办养老机构	收费养老院	介护收费养老院	4298
		住宅型收费养老院	9413
		健康养老院	16
	其他设施	老年人服务性住房	7372
		社区介护养老院	13685
公办养老机构	介护保险设施	特别养护院	10209
		护理保健院	4291
		护理医疗院	100
	福祉设施	护理院	2134
		养护院	957
其他		老年人公寓（可自由交易）	

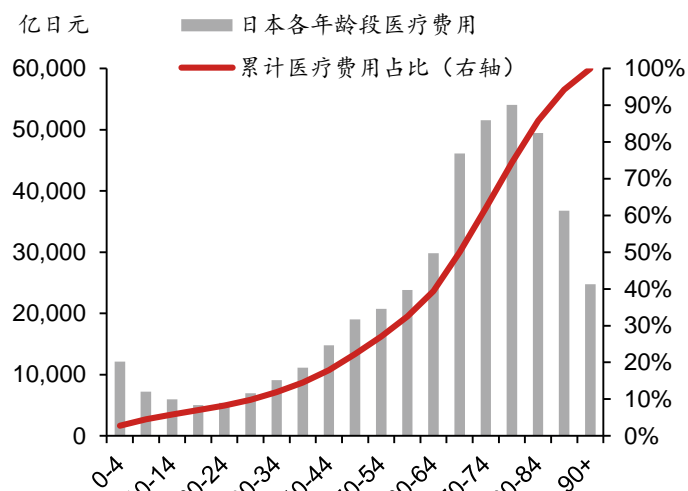
资料来源：日本护理/生活相关信息检索设施、有偿养老院服务的老年人住房的实况调查研究（统计数据截止到 2019 年 6 月 25 日）、野村东方国际证券

## 中国：建设第三支柱，加大降本控费

人口老龄化将给国家医疗系统带来越来越大的负担。在包括日本在内的发达国家中，65 岁以上人口的人均医疗支出比其他年龄段人口高四倍左右。无论经济发展水平如何，人口老龄化都会给医疗保健的融资和供应带来挑战。

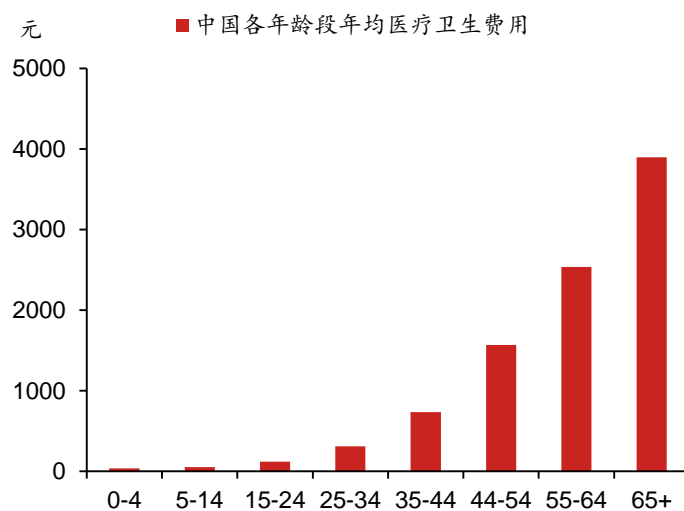
除了老龄化带来的医疗支出刚性调整以外，社会发展也将不断提高健康意识，从而带动医疗费用的持续上升。联合国研究表明，个人寻求健康行为的变化、医务人员工资成本的上升、提供医疗服务的效率低下、新医疗技术的引入以及药品和医疗保险政策价格的上涨等因素也会在一定程度上推动医疗费用上升。

图表 20: 日本各年龄段医疗费用支出 (2018)



资料来源: 厚生劳动省, 野村东方国际证券

图表 21: 中国各年龄段人均年度医疗支出 (2018)

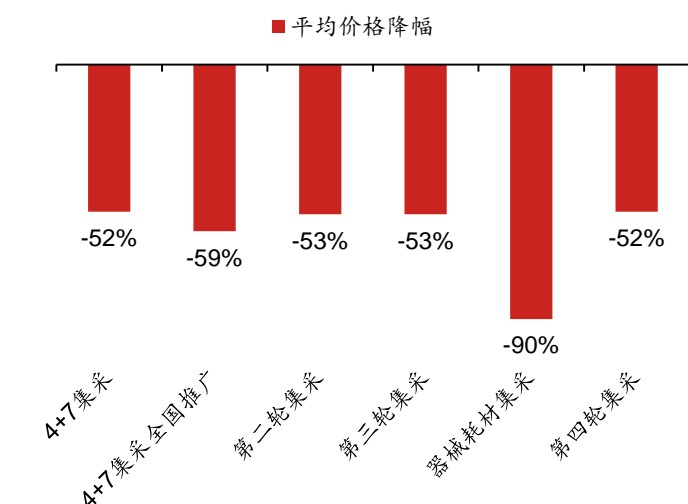


资料来源: 中国卫生统计年鉴, 野村东方国际证券

医保支出压力依然存在, 存量条件下医保基金需要进行结构性调整。医疗支出长期来看和 GDP 增速相关, 国内的医疗需求持续增长。2012-2018 年间, 职工基本医疗保险覆盖从 12.3 亿人次提高到 19.8 亿人次, 次均住院费用从 0.93 万元提高到 1.12 万元; 同期城乡居民医疗保险覆盖人次从 2.32 亿人次提高到 16.19 亿人次, 次均住院费用从 0.57 万元提高到 0.66 万元, 医保支出存在较大压力。

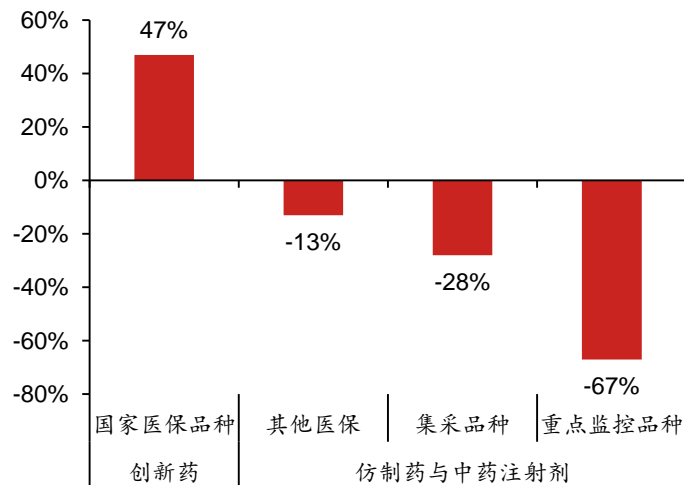
2019 年 11 月份的医改文件提出, 医保在“腾空间、调结构、保衔接”方针下要节省非合理支出中的医保费用, 向提高医疗服务价格、以及在医保谈判中纳入更多具备高药物经济学效应的创新药的方向调整, 这会是长期的方向。

图表 22: 过往药械集采的价格平均降幅超过 50%



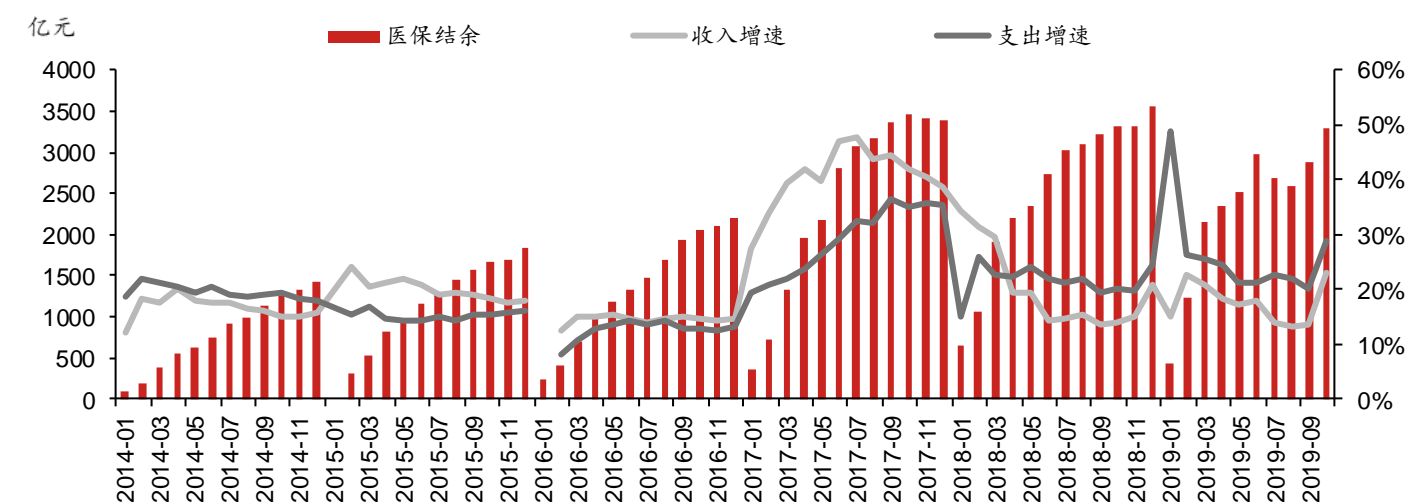
资料来源: 国家医保局, 野村东方国际证券

图表 23: 集采后各类药品销售变动情况



资料来源: 米内网, 野村东方国际证券

图表 24：基本医疗保险基金最近 2 年收入增速持续低于支出增速



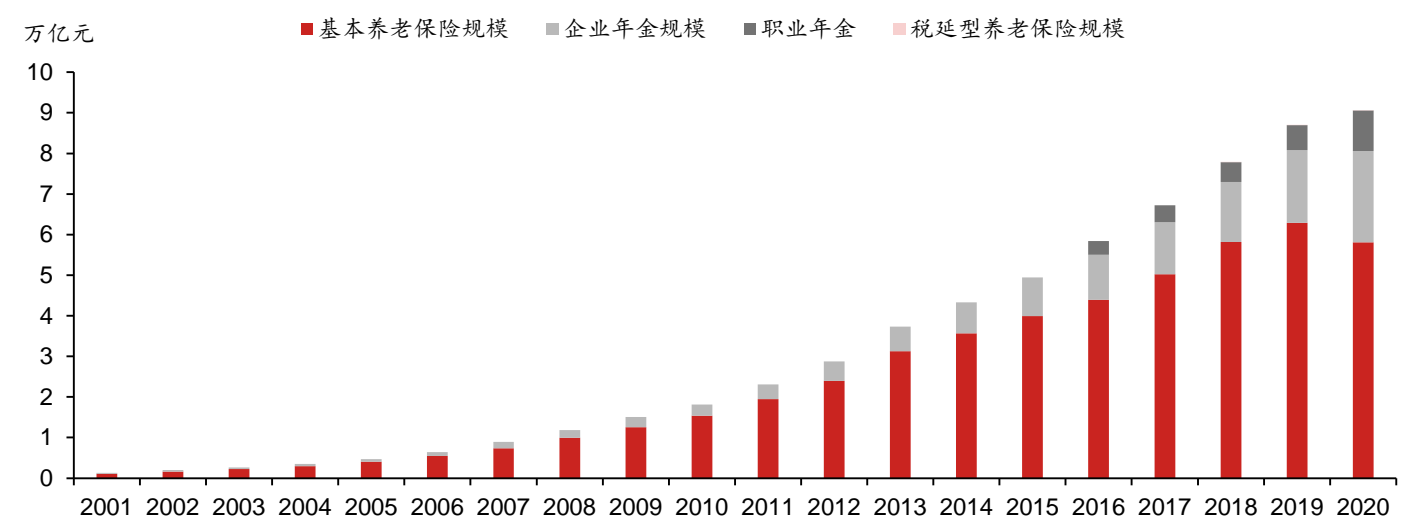
资料来源：人力资源和社会保障部、野村东方国际证券

中国养老体系发展时间相对较短，但目前也已建立起三支柱养老金体系。养老金第一支柱包括基本养老保险和社会保障基金，其中基本养老保险涵盖职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险。

第二支柱是企业或机关事业单位在基本养老保险之外专门为职工建立的附加保险，包括企业年金和职业年金。

第三支柱是政府给予税收优惠、以个人名义自愿参与的养老金。第三支柱的范围本应包括保险、基金、信托、理财等多种形式，但由于目前仅有保险纳入税优范围，因此第三支柱目前仅包括税延型养老保险。

图表 25：中国养老金规模构成



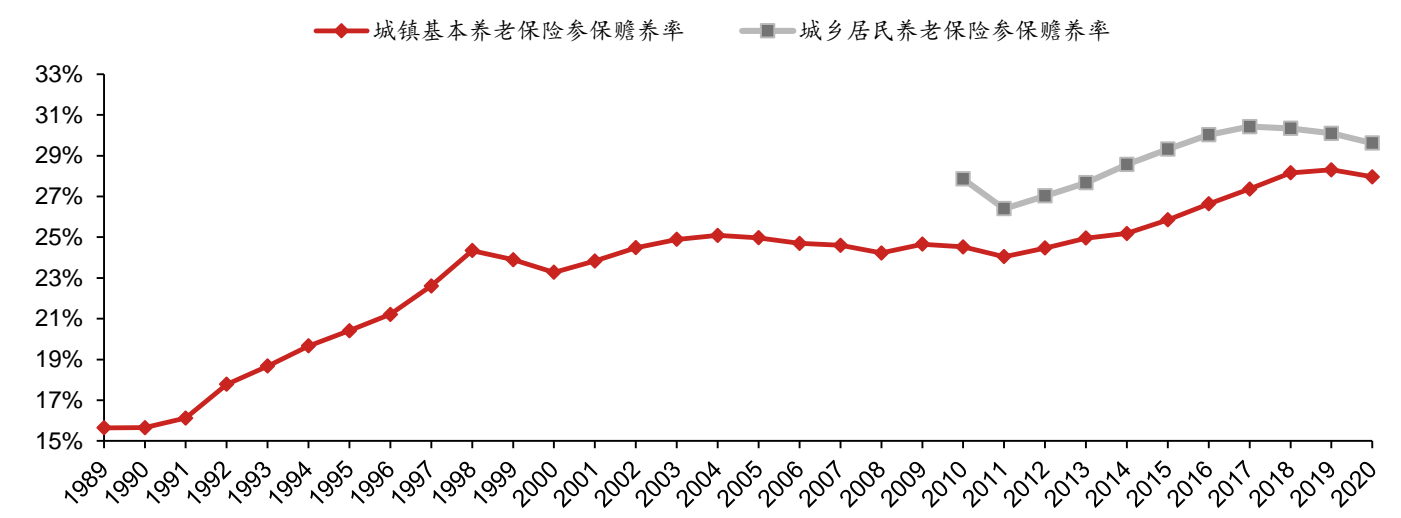
资料来源：人力资源和社会保障部，全国社保理事会，野村东方国际证券

我国未富先老，养老金缺口的压力凸显。目前，中国养老金体系仍更多依赖第一支柱实行“现收现付”、“统账结合”制度，且基本养老保险基金收入主要来自于保险费缴费。2011 年以来，两大基本养老保险的参保赡养率开始呈趋势性上升，意味着从基本养老保险收支两端来看，收入增长斜率或不及支出，即养老金收支缺口压力可能会上升。

根据世界银行的估计，2015 年我国养老金缺口达到 1510 亿元，并且缺口

在 2050 年之前将不断扩大，2050 年或将达到 1.4 万亿元。

图表 26：中国两类基本养老保险的参保赡养率均呈现上升趋势



资料来源：Wind，野村东方国际证券

注：以参加基本养老保险的离退休人数/参加基本养老保险的总人数表征参保赡养率

针对养老金缺口，建立健全养老年金保障制度也成为了我国养老政策的重中之重。“十四五”规划提出，要发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率，规范发展第三支柱养老保险，也即养老保险体系将趋于均衡完善。

作为个人自愿参加的养老金制度，第三支柱养老保险将会建立成为以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政予以税收支持、资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品都可以成为第三支柱养老保险的产品，满足老百姓多层次、多样化需求。



图表 27：我国近年来密集出台政策鼓励养老金二/三支柱发展

时间	文件	详细内容
2016	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	完善统账结合的城镇职工基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金和商业保险的多层次养老保险体系，持续扩大覆盖面。实现职工基础养老金全国统筹。完善职工养老保险个人账户制度，健全参保缴费激励约束机制，建立基本养老金合理调整机制。推出税收递延型养老保险。
2016	《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》	发展适老金融服务。稳步推进养老金管理公司试点，按照国家有关规定，积极参与养老金管理相关业务，做好相关受托管理、投资管理和账户管理等服务工作。
2017	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	完善养老保险制度。制定实施完善和改革基本养老保险制度总体方案。完善社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金，以及个人储蓄性养老保险和商业保险的多层次养老保险体系。推进个人税收递延型商业养老保险试点。
2018	《关于建立城乡居民基本养老保险待遇确定和基础养老金正常调整机制的指导意见》	完善待遇确定机制。建立基础养老金正常调整机制。建立个人缴费档次标准调整机制。建立缴费补贴调整机制。实现个人账户基金保值增值。
2020	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	积极发展多样化的商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险。完善个人税收递延型商业养老保险政策，支持养老保险第三支柱发展。研发价格适当、责任灵活、服务高效的老年人专属保险产品。
2021	《关于开展专属商业养老保险试点的通知（征求意见稿）》	新型专属商业养老保险开始在北京和浙江进行试点。为新业态群体提供养老保障，提供建设养老保险第三支柱的重要方向。
2021	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	健全养老保险制度体系，促进基本养老保险基金长期平衡。完善划转国有资本充实社保基金制度，优化做强社会保障战略储备基金。发展多层次、多支柱养老保险体系，规范发展第三支柱养老保险。
2021	《2021年政府工作报告》	推进养老保险全国统筹规范发展第三支柱养老保险。

资料来源：新闻综合整理，野村东方国际证券

## 医疗服务：老龄化下需求稳健

医疗服务是医药领域中老龄化受益最显著的板块。由于服务行业的特殊性，医保覆盖面有限，覆盖深度较低，板块整体对于医保控费的免疫力较强，仍然是蓝海状态，未来前景较为乐观。

### 日本医疗养老产业：介护保险助力，居家居住结合

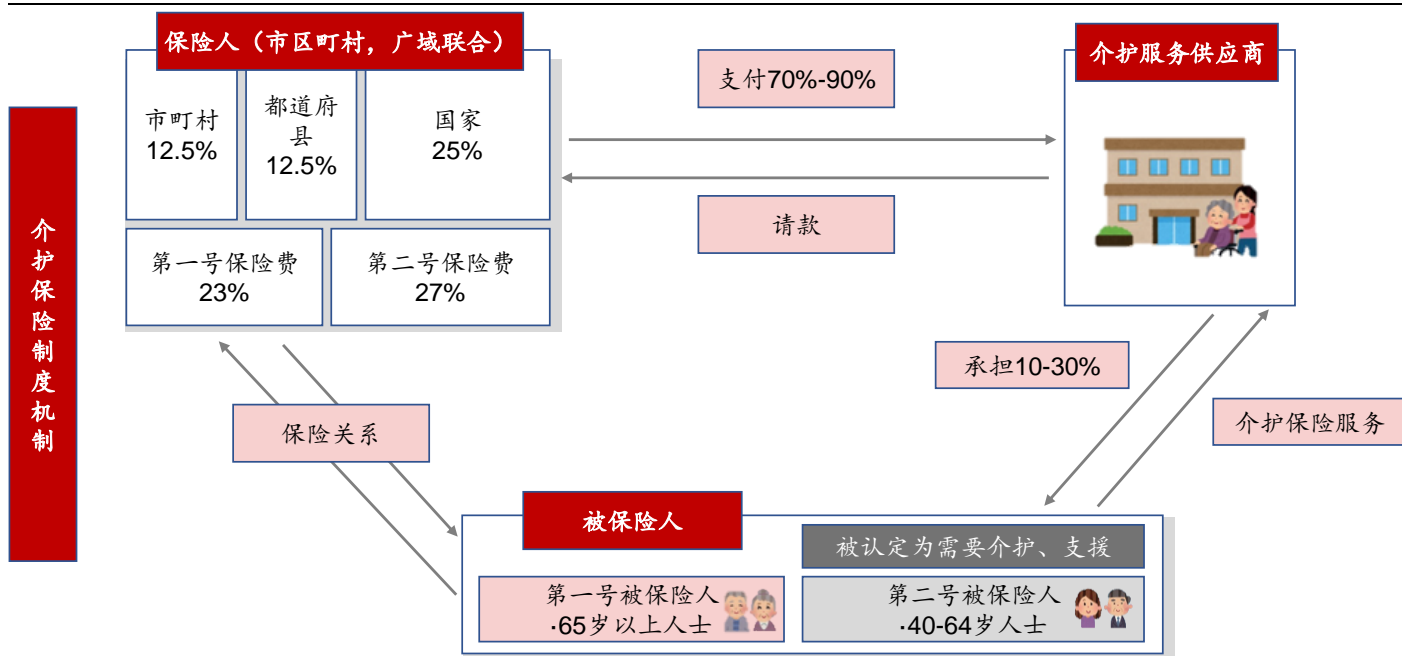
日本养老产业发展起步较早，70年代开始萌芽。2000年后随着政府颁布《介护保险法》，日本养老产业进入快速发展期，借力介护保险的支付能力，爆发式成长。目前日本养老相关医疗服务业已经进入成熟期，养老产业随着老年人口的持续增长不断扩大，预计未来仍将持续增长。日本的婴儿潮一代“团块世代”在2025年后将集体超过75岁，需要医疗支持和护理的群体将进一步扩大。

日本医疗养老产业主要有两大特点：第一是介护保险支撑下的普适性服务；第二是居家服务与居住服务相结合。

#### 介护保险支撑下的普适性服务

介护保险制度机制是日本养老产业特有的制度性支柱，由政府、雇主及雇员共同负担。参保人分两类。65岁及以上老年人作为I类，保费由政府和个人各负担50%，I类参保人缴纳保费占总保费的23%。40-65岁（不含65岁）为II类，保费政府承担50%，剩余部分由用人单位和个人分担，II类参保人缴纳保费占总保费的27%。

图表 28：介护保险的经营主体（保险人）与财政



资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

老年人可以通过向当地政府申请需要护理的证明来获得护理服务。护理设施包括上门服务护理、日间护理服务以及由私营公司和社会福利公司经营的收费护理院。其中介护保险覆盖的介护服务分为居家介护和机构介护两种类型，居家介护即为上门服务和日间服务（前往介护机构护理后返家，无居住需求），

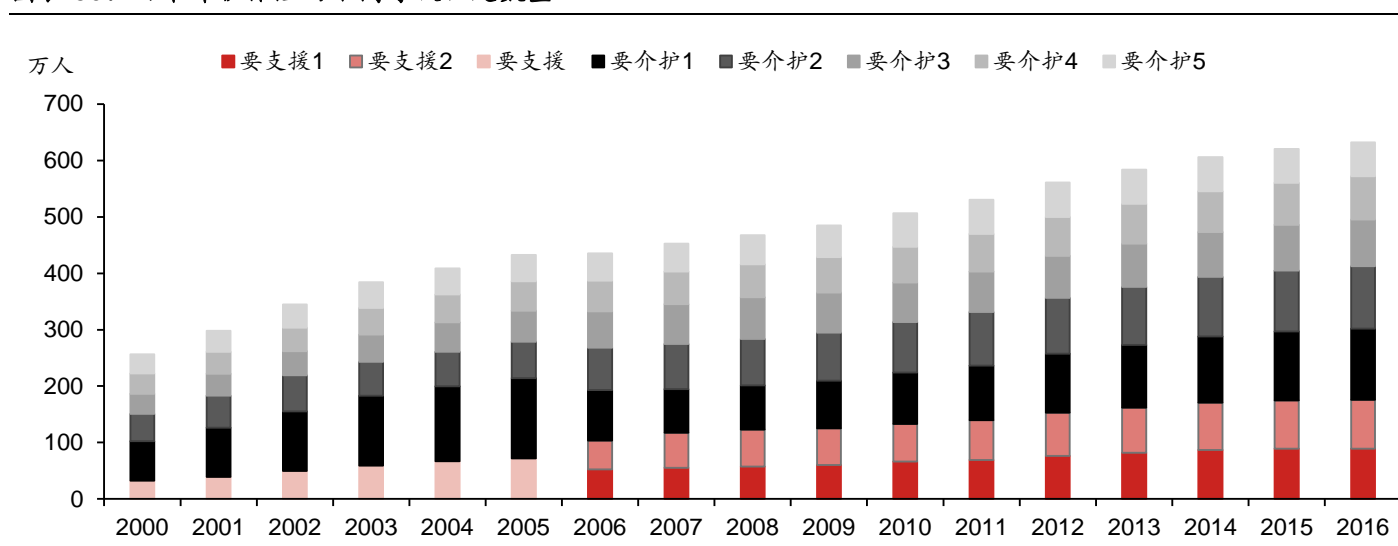
机构介护主要为居住式服务的收费护理院。一般而言，被纳入“要支援”类别的人群仅能享受居家介护服务，只给予报销上门服务项目以及日间照料项目，而被纳入“要介护”类别的人群（主要为自理能力较低下的老年群体）则可以享受机构介护服务，可报销养老院的服务费用。

图表 29：日本介护保险介护等级分级认定

类别	等级	状态	月给付标准额（日元）
要支援	1	在日常生活中的某些必要活动中需要帮助，改善或恢复的可能性很大。	50030
	2	有可能成为需要护理的状态，但预计有可能改善或恢复。	104730
要介护	1	在清洁、穿衣和其他日常生活所需活动方面需要一般协助的状态。	166920
	2	需要被看管或协助进行活动，如上厕所和吃饭。	196160
	3	几乎所有的日常生活活动都需要护理。	269310
	4	需要个人护理，不能自己站立、行走和排便。	308060
	5	病人几乎卧床不起，没有护理就不能过日常生活。	360650

资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

图表 30：日本介护保险的不同等级认定数量

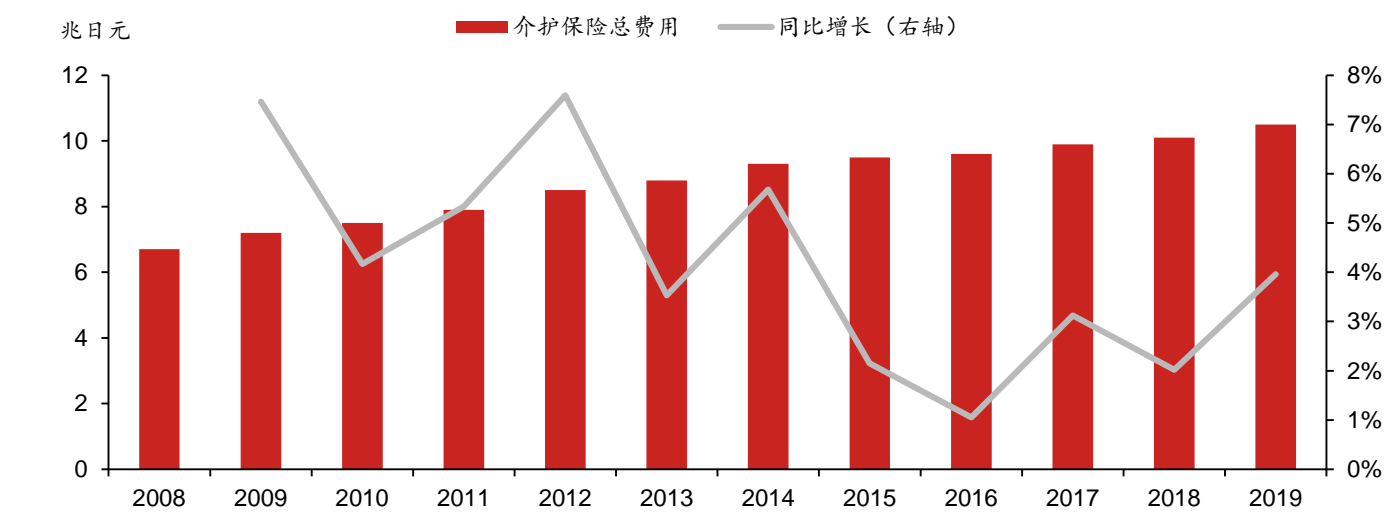


资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

注：要支援类别从 2006 年开始被细分为要支援 1 和要支援 2。

根据厚生劳动省调查，2019 财年的介护保险费用总额比上年增长 3.5%，增加了 3,559 亿日元至 105,095 亿日元，连续第二年突破 10 万亿日元。按服务类型划分，预防护理服务增长 8.6%，达到 2,638 亿日元；长期护理服务增长 3.4%，达到 102,457 亿日元，仅长期护理服务一项就超过了 10 万亿日元大关。

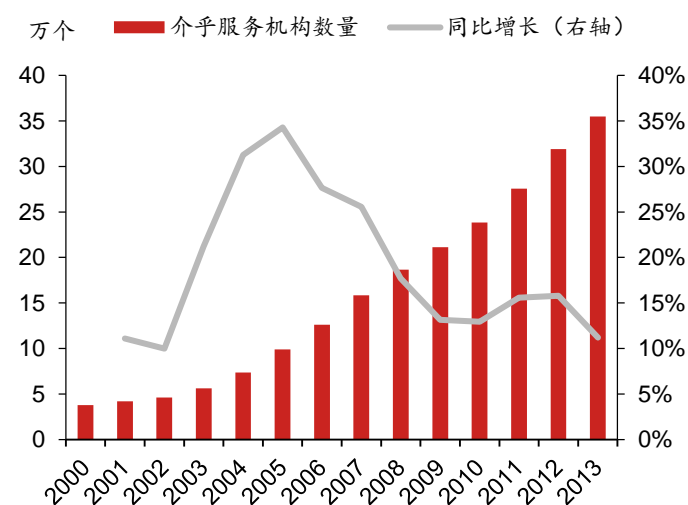
图表 31: 介护保险总费用变化



资料来源: 日本厚生劳动省, 野村东方国际证券

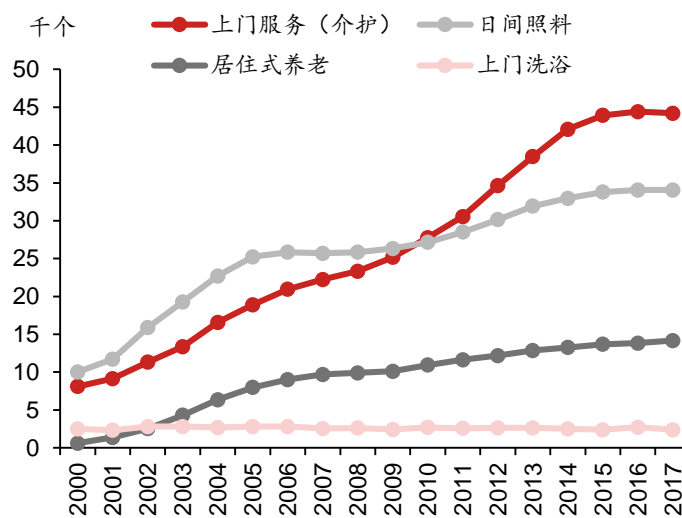
介护保险支撑下的日本养老体系, 虽然仍然存在护理人员短缺等问题, 但仍然凭借较广泛的募资面、分级分类的服务体系已构建了具有普适性的养老医疗服务系统。

图表 32: 日本介护服务机构数量及服务能力



资料来源: 日本厚生劳动省, Benesse, 野村东方国际证券

图表 33: 日本介护服务机构分类数量



资料来源: 日本厚生劳动省, Benesse, 野村东方国际证券

## 鼓励居家服务, 结合居住服务

日本介护保险制度的基本逻辑仍然是鼓励居家养老, 对于介护需求人群进行分类识别, 实现对有限服务能力的有效分配, 依托社区资源, 逐步打造构建预防型为主的社区护理服务体系。整体以小规模连锁为主, 日本政府在 80 年代推进养老设施开始时, 模仿北欧福利制度, 建立了一批大型养老机构, 但实际运行后逐步发现了养老机构大型化的弊端, 由此转向小型化、社区型的养老服务机构, 主推小规模多功能的社区型养老院, 床位一般在 100 张以内, 从而保证服务的质量。

目前日本介护业务排名前五的公司分别为日医学馆、SOMPO 控股、Benesse、Tsukui 以及 SECOM, 其中日医学馆、Tsukui 以居家式养老为主要业务, SOMPO 控股、Benesse 以及 SECOM 以居住式养老为主要业务。2019



年介护行业的五家头部公司均实现销售额同比增长：日医学馆、SOMPO 控股、Benesse、Tsukui 以及 SECOM 分别增长了 1.5%、5.3%、5.1%、5.6% 和 5.4%。

图表 34：日本介护业务排名前十公司的营收及市场份额

	销售额（亿日元）	市场份额
日医学馆	1,537	16.2%
SOMPO 控股	1,342	14.1%
Benesse	1,228	12.9%
Tsukui	911	9.6%
SECOM	762	8.0%
学研 HD	581	6.1%
UNIMAT Retirement	574	6.0%
Saint-Care Holding	431	4.5%
Solasto	370	3.9%
Care 21	309	3.3%

资料来源：Gyokai Search，野村东方国际证券

## ■ 居家式养老：日间照料，上门服务

日本政府较为鼓励居家养老，目前超过 90% 的日本老人倾向于选择居家养老，政府通过介护保险为家庭适老化改造、老年人专用设备（轮椅等）提供较多补贴。

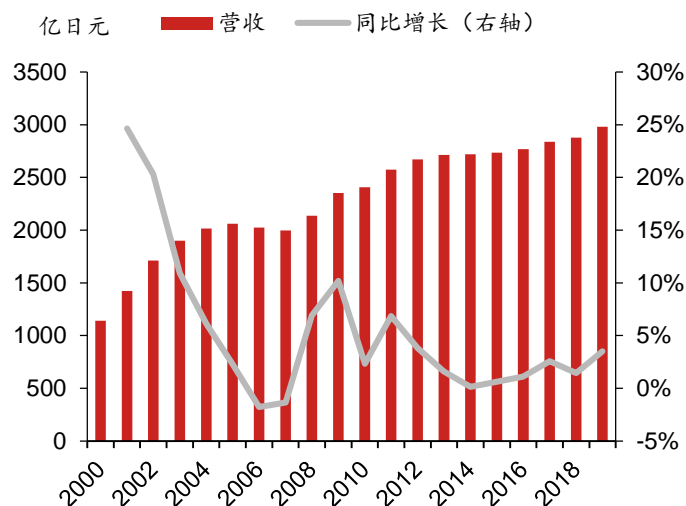
### ■ 日医学馆：居家服务为主，护理培训打造人才优势

目前日本居家式养老机构中最具代表性的为日医学馆。公司成立于 1973 年，1996 年开始开展居家式护理服务，2000 年介护保险法实施后开始全国扩张，2002 年于东京证券交易所上市，2007 年通过并购 Comsun 增设居住式养老服务，逐步构建“居家+居住”的全面养老方案，成为综合性的医疗养老服务龙头。

日医学馆主要提供介护险覆盖范围内的服务，包括日间照料、上门服务以及部分介护险覆盖范围内的居住式养老服务。公司介护服务收入持续增长，截止 2019 年，在公司医疗支持，介护和儿童保育三大板块中，介护营收占比已超过 50%。公司通过小规模介护中心及小型日内服务点开展服务。对于上门服务，介护人员及医疗人员会前往老年人家中提供身体护理、日常生活援助等服务。对于日间照料服务，介护人员将片区内老年人接引至居住地周边的日内服务点，完成洗护、健康检查等服务后送回住处。

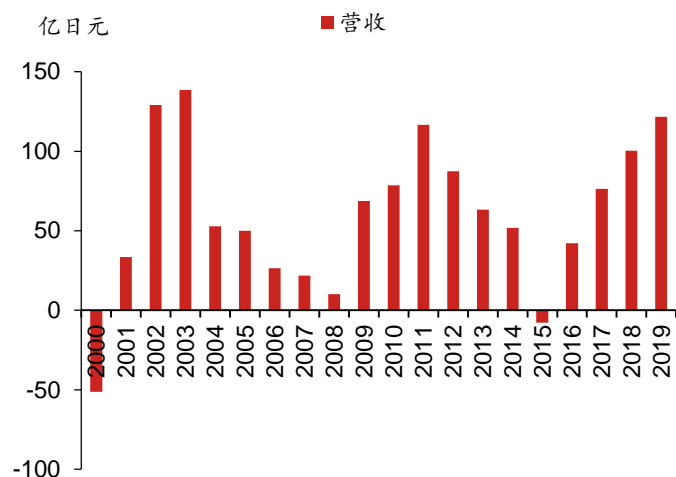
可以看到，日医学馆的快速增长与日本介护体系的建设基本同步。自 2000 年介护保险法颁布后，公司业绩快速增长，营收由 2000 年的 1142 亿元快速提升至 2019 年的 2979 亿元，19 年间的 CAGR 达 5.2%，其中介护服务收入 1537 亿元，占比达 51.6%。公司盈利持续向好，除 2007-2009 年居住式养老设施建设期间资本性支出投入较高导致净利润下降，整体盈利能力稳健。

图表 35: 日医学馆营收及同比增长



资料来源: 公司官网, 野村东方国际证券

图表 36: 日医学馆净利润及同比增长



资料来源: 公司官网, 野村东方国际证券

图表 37: 日医学馆历史股价一览



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

日医学馆拥有完善的人才培养机制, 其介护人员培训学校是保障企业龙头地位的重要因素。在全日本介护人才缺口严重的情况下, 日医学馆自有完善的培训体系, 介护人才培养体系被纳入正规学历教育系统, 需要完成 130 小时以上的课程学习与训练, 能够实现介护人员的持续输出, 保障公司业务运行。公司目前有超过 500 所培训学校, 累计培训人员超 300 万人, 其中 100 万人先后就职于日医学馆。

#### ■ Tsukui: 专注日间照料细分领域, 品牌效应打造竞争壁垒

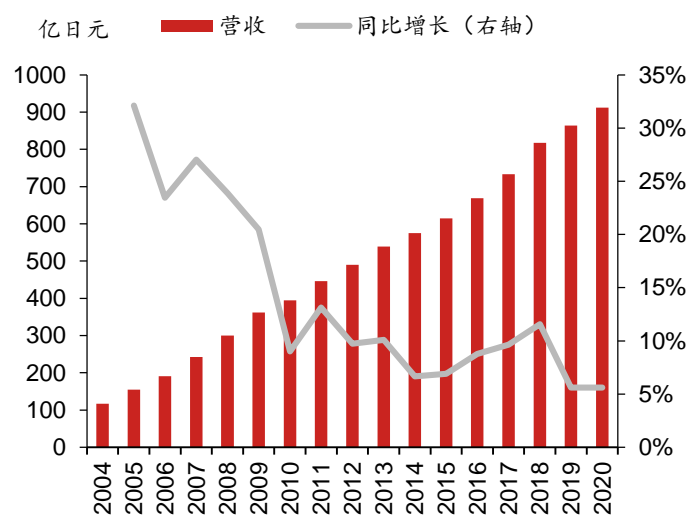
日本 Tsukui 公司为日本养老服务板块中的日间照料的龙头企业。公司成立于 1969 年, 于 1983 年期开展日间接送洗浴服务, 1992 年起提供上门服务, 1998 年起提供更全面的日间照料服务。介护保险法颁布后, 公司于 2003 年起开始建设居住式养老服务, 目前为专注于居家服务的日间照料细分板块、兼顾居住式养老服务的细分领域龙头, 目前拥有超过 21200 名员工和 700 个办事处。

公司主营业务包括日间照料服务 (占比 60.1%), 住房服务 (占比

19.8%)，上门服务（占比 8.6%），人力资源服务（占比 8.8%）以及养老设备租赁服务（占比 1.4%）。日间护理服务提供往返家庭的交通、洗澡、膳食、功能训练和娱乐，2019 年营收达 563 亿日元。

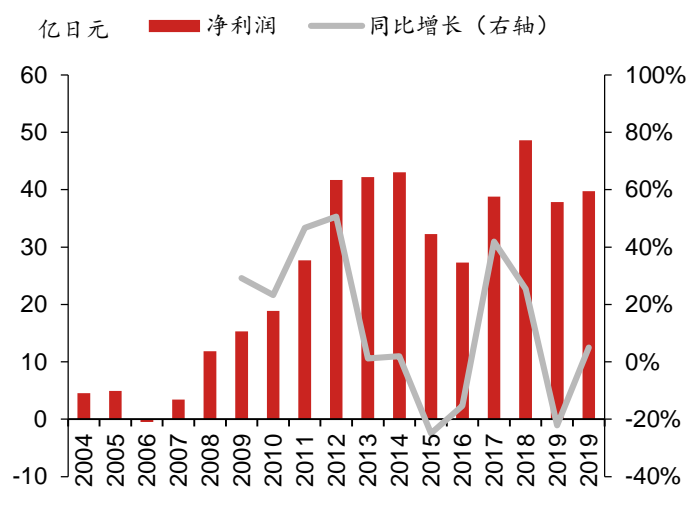
Tsukui 进入行业较早，是日本最早的日间照料服务提供商，长期的优质服务打造了强大的品牌效应，较早地在日间照料的细分领域形成了护城河。2000 年介护保险法颁布后，公司基于原有业务逐步向上下游开展多元化，除去上门服务、居住式养老院等业务外，公司也开展了养老相关设备的租赁服务，为其他介护公司提供设备及解决方案，打造设备、服务、人才的全方位养老解决方案。

图表 38: Tsukui 营收及同比增长



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

图表 39: Tsukui 净利润及同比增长



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

## ■ 居住式养老：公立为主，私立特色化竞争

日本居住式养老主要分为公立养老机构和私立养老机构，目前数量上以公立为主（公立：私立比例约为 7:3）。

日本公立养老院基本上实现市町村一体化，费用支出较低，基本月费在 8-12 万日元上下。其中，Care House 覆盖范围最广，针对具有一定自理能力的老年人；特别养护养老院、介护老人保健设施、介护疗养型医疗设施以自理能力较差的老年人作为目标客群；公立养老院入院需要严格根据分类进行。

私立养老院的入住条件相对灵活，但收费较为昂贵，一般月费在 10-30 万日元不等，且另需要缴纳一次性入住费（公立仅 Care House 需缴纳少量入住费）。有护理服务的付费养老院收费最高，适用自理能力弱的老人，住宅型付费养老院和有服务的高龄向住宅适合自理能力较好的老人，Group House 针对认知症老人。

所有公立养老院均可接受介护保险进行服务支付。私立养老院中，有护理服务的付费养老院可接受介护保险支付，住宅型付费养老院和有服务的高龄向住宅不接受介护保险支付，仅当服务来自于外部提供商时可以接受。各类养老机构基本均不接受医疗保险支付，显示日本在服务上实现医养结合，财务上注重医养分离，避免过度消耗医疗保险支付能力。

需要注意的是，养老院收费差异并不会导致介护报销上的不公平。对于各类养老院而言，住房、管理、餐食、租金等费用均为老人自负范围，仅介护相

关服务费用由介护保险承担，且对于“住宅型付费养老院”以及“有服务的高龄向住宅”两类高端养老院居多的类别，介护保险仅对外部认证机构提供的服务保险，避免了高端服务过度消耗保险费用，一定程度上实现了个性化养老与规范化报销的结合。

图表 40：日本各类养老设施分类

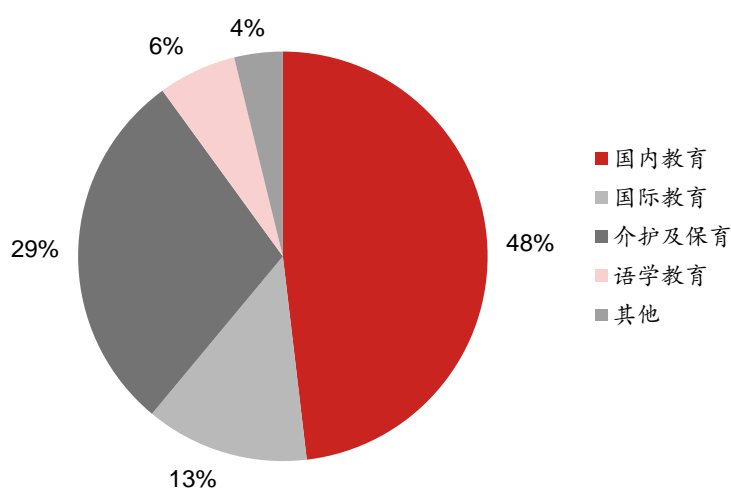
体制	类别	月费用 (万日元)	介护保险	医疗 保险	客群	独立	要支援 1-2	要介护	
								1-2	3-5
私立	有护理服务的 付费养老院	15.7-28.6	可用	不可	介护专用	不可	可商议	可	可
	住宅型付费养 老院	9.6-16.3	仅外部服务可	不可	独立到介护均可	可商议	可	可	可
	有服务的高龄 向住宅	11.8-19.5	注册“特定设施” 或外部服务可	不可	仅提供轻度服务 (要介护 3 以下)	可	可	可	可
	Group House	10.4-14.3	可用	不可	认知症老人	不可	可商议	可	可
公立	Care House (低收费)	9.2-13.1	可用	不可	低收入群体	可	可	可商议	可商议
	特别养护养 老院	8.8-12.9	可用	不可	全面护理服务	不可	不可	不可	可
	介护老人保健 设施	7.9-13.4	可用	不可	短期居住护理老人	不可	不可	可	可
	介护疗养型医 疗设施	7.6-13.0	可用	不可	需要特定医疗服务 的老人	不可	不可	可商议	可

资料来源：日本厚生劳动省，Minnanokaigo，野村东方国际证券

## ■ Benesse：教育公司的“终身服务”，老龄化下的跨界转型

Benesse 成立于 1955 年，公司早期主要业务为图书及教育培训相关业务，1990 年公司开始多元化发展，1995 年起进入养老服务行业，2000 年介护保险法颁布后，公司抓住时机，加速成立介护业务板块。截止 2021 年 3 月，公司养老院入住人数超 1.7 万人，入住率超 93%，公司的介护和保育业务营收 1238 亿日元，占总营收比达 29.08%。

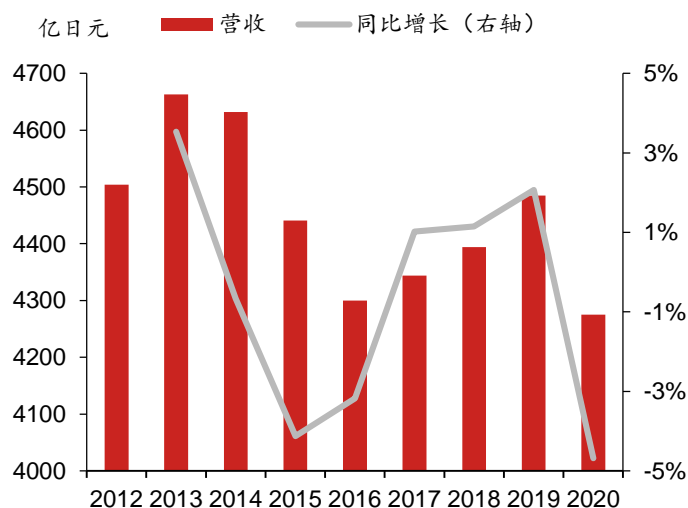
图表 41：Benesse 收入拆分



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

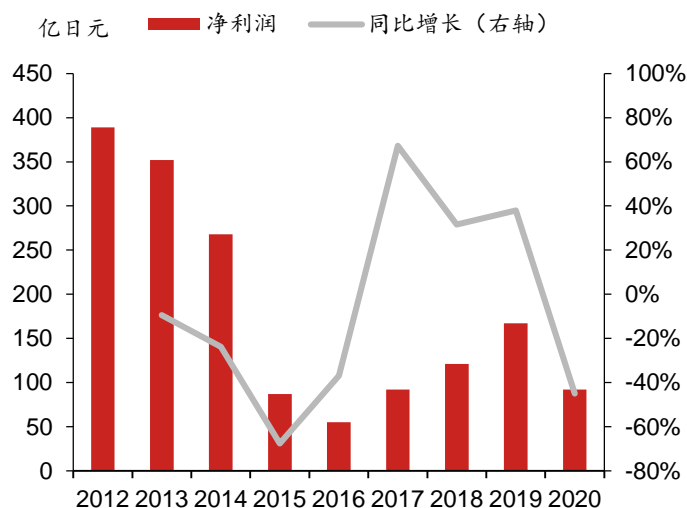
目前公司的介护业务主要提供介护保险覆盖范围内的介护养老院，即有护理服务的付费养老院，同时也有一定的居家式养老服务（日间照料等）。2019年起，公司向介护保险覆盖范围外的高端养老院进军，开展住宅型付费养老院和有服务的高龄向住宅业务。

图表 42: Benesse 公司营收及同比增长



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

图表 43: Benesse 公司净利润及同比增长



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

Benesse 作为日本教育界巨头，开展介护业务看似相关度较低，实际上是老龄化背景下的提前布局。根据 Benesse 战略报告，公司预计到 2030 年日本 18 岁以下人口将减少 12%，高龄人口占比达 1/3，劳动力缺口高达 644 万人。在此背景下，公司整体战略“向后滑动”，计划业务重心由青少年教育向成人教育（语学、职业培训等）及老龄化业务转移。同时，Benesse 通过收购，打造“第三增长点”的规划，主要针对在职成年人和健康老年人群体。

图表 44: Benesse 预测 2030 年日本人口情况



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

公司在介护领域的开发显示出跨界公司的资源整合优势，公司持续推广“保育+教育+介护”人生全流程培养方案，意图通过各板块坚实的客户基础为其他业务提供引流，同时结合自身优势，提供介护咨询、人才派遣等特色服务。公司目前已成为日本运营居住式养老机构最多的企业之一，目前城市地区



养老院超 330 个，拥有七个品牌系列，针对不同需求。

图表 45: Benesse 业务内容

板块	业务名称	业务内容
国内教育	学校教育支援事业	与各级学校合作，提供教学解决方案
	通信教育事业	线上教学服务
	塾服务	课后/升学辅导
全球教育	-	中国、印尼等地提供教育服务
语学教育	语学教育	各年龄段语言教学服务
	留学支援	ELS 教学，留学申请
介护保育	保育，学童服务	通过保育园提供儿童照料服务
	配餐服务	为老年人提供营养配餐服务
	在宅介护	提供上门服务、日间照料
	入居介护	提供居住式养老服务

资料来源：公司官网，野村东方国际证券

#### ■ SOMPO 控股：保险巨头进军护理，强劲引流高速增长

SOMPO 控股是日本三大保险公司之一。2012 年通过收购 Cedar 介护公司进入医疗养老产业，2015 年分别收购了 Watami 介护业务和 Message 养老院公司，并于 2018 年整合介护板块业务，成立新的 SOMPO Care 公司。

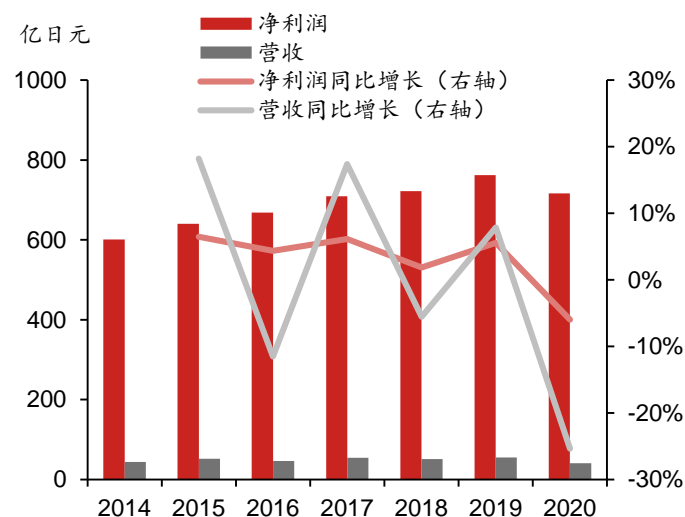
SOMPO Care 业务范围覆盖居家服务和居住服务，以居住服务为主，主要经营有护理服务的付费养老院、住宅型付费养老院、有服务的高龄向住宅、Group House。公司依托保险业务带来的强大客源，业务发展迅速，2020 年营收 1318 亿日元，净利润 81 亿日元，仅次于日医学馆，为日本第二大养老服务提供商。公司已拥有 281 家有护理服务的付费养老院、131 栋住宅型付费养老院/有服务的高龄向住宅和 21 家 Group House，老年居室总计约达 25600 间，在日本国内高居榜首。截止 2020 年底，入住率已达到 89.4%。

SOMPO 的战略与 Benesse 有一定区别，基于保险巨头的强大实力，采取并购战略快速搭建医疗养老业务板块，同时，SOMPO 利用公司数字化优势，搭建介护保险一体化数据平台，逐步打通各事业群业务，实现客户与数据的双重流动，将介护养老业务逐步培养为公司核心业务。

#### ■ SECOM：安保巨头打造高端养老服务，“轻护理”实现差异化竞争

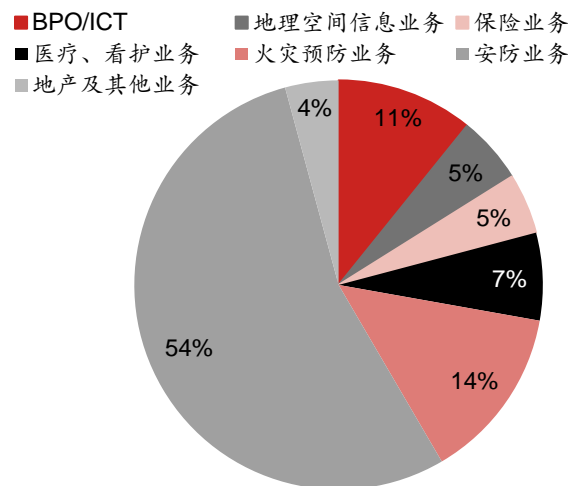
SECOM 为日本第一家安保公司，成立于 1962 年，公司 1996 年起建设居住式养老服务，建立收费养老院，2004 年向居家式养老拓展业务，提供日间照料服务。公司介护业务增速较快，截止 2020 年底，医疗介护服务营收达 716 亿日元，占总营收比约 6.9%。

图表 46: SECOM 看护业务营收、净利润及同比增速



资料来源: SECOM 官网, 野村东方国际证券

图表 47: SECOM 分类营收占比



资料来源: SECOM 官网, 野村东方国际证券

公司在养老院的竞争中采取差异化策略, 基于公司安保、安全设施等方面的传统优势, 在硬件设施上重点提升, 在护理服务方面提供基本护理, 在生活服务方面提供高端、细致的服务, 建立高端“轻护理”养老院。

SECOM 的战略有效避免了部分分类养老院 (特别是“住宅型付费养老院”以及“有服务的高龄向住宅”) 对于未注册为“特定设施”机构的介护保险报销限制, 通过为自理能力相对较好的老年人提供高附加值的生活服务, 在介护保险体系外打造收入来源, 并与多家医疗机构紧密合作。例如, 其位于神户六甲山的“Comfort Hill”养老院直接与神户海星医院一体化建设, 实现优势互补。

## 中国医疗养老产业: 需求错配下的蓝海市场, 普及型居家服务为切入点

中国与日本养老体系目前最显著的不同在于介护保险体系。与日本介护保险支付主要服务费用、个人仅需负担 10% 费用不同, 我国目前养老仍然以家庭为主要的资金、服务提供方, 仅有少量的市场化服务。社会保障方面, 由于我国经济发展阶段的限制, 目前存在东西部差异大、城乡差异大的局面, 新型农村养老保障与城镇职工养老保险的差异较为明显。因此, 在部分高端需求吸引资金入场的时候, 也应当清楚认识到核心市场的实际需求水平与支付能力。

### 稳健的需求, 错配的市场

中国医疗养老产业从需求端来看极为稳健, 老龄化趋势可以延缓但难以逆转, 人口结构决定了养老产业长期具有较高的天花板, 潜在规模巨大。但现阶段供给与需求是错配的, 主要在于两点: 1) 需求不明确; 2) 供给错配。

需求方面, 对绝大部分中国老龄人口而言, 养老机构能够提供的服务类型、服务能够带来的实际效益、以及这些服务值得支付多少费用均是未知数。对养老机构的印象仍然集中于“进去就出不来的养老院”, 仅愿在自理能力极差、家人难以承担护理服务时入住, 对于居家式养老服务, 如上门服务、日间照料等既不熟悉也不了解。

供给方面, 目前养老产业中较为吸引眼球的多为中高端居住式养老院。但实际而言, 中国老年人口的平均支付能力较为有限, 与日本相比, 又缺乏介护

保险提供的经济支撑，在传统“给子孙留余荫”的思维下，现阶段的中高端居住式养老院或难以被主流需求群体接受。

总体而言，中国养老机构的目标群体的持续支付能力可能尚未达到目标水准，特别是在目前产业入局者仍然着眼于中高端需求的情况下，养老产业难以整体实现快速增长。真正的产业热潮需要以普及型、基础型养老服务的快速增长为基础。

### 普及型为主，居家型向居住型延伸

考虑到我国现阶段需求情况以及支付能力，普及型为主、居家式养老服务或将是较好的切入点。居家式养老服务中，相较于居住式养老服务，上门为老年人提供家中护理服务、为老年人提供方便前往的日间照料服务性社区式日托机构，无论是收费性价比还是接受度均较高。

按照目前中国较有代表性的养老模式来看，如北京的“9064”（即家庭养老90%、社区6%、养老院4%），居家养老占比实际上与日本差距不大（厚生劳动省多次统计显示，日本老人的居家养老比例在90%-96%上下）。但差异点在于：1）国内占比90%的居家养老，主要服务提供方为家庭，而日本为介护机构；2）中国主要资金提供方为家庭及部分保险，日本为介护保险。筹资方面可能需要顶层制度设计来进行统筹规划，但实际服务提供方面，居家式养老机构的发展空间巨大，上门服务、日间照料、适老化改造等均有极大潜力。居住式养老机构虽然“吸引眼球”，但其发展需要更长期的市场教育以及制度铺垫，当前需求主体仍然是居家式养老。

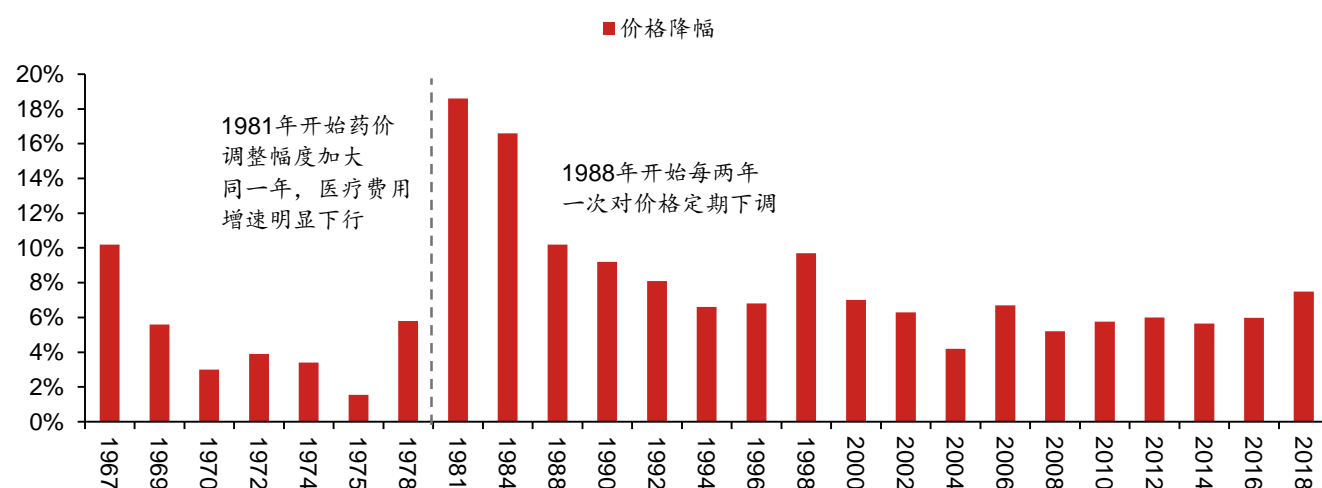
# 制药行业：老龄化控费增速换挡，顺应疾病谱变化

## 老龄化意味着需求增加，但同时也是支出压力

老龄化带来药品需求的长期增长趋势，但需求的增长受到支付端日益严格的控制，导致整体市场规模增长有限。老龄化带来的需求并不会直接成比例放大医疗费用/药物市场规模的增长，对于制药行业的前景必须审慎且细分地看待。

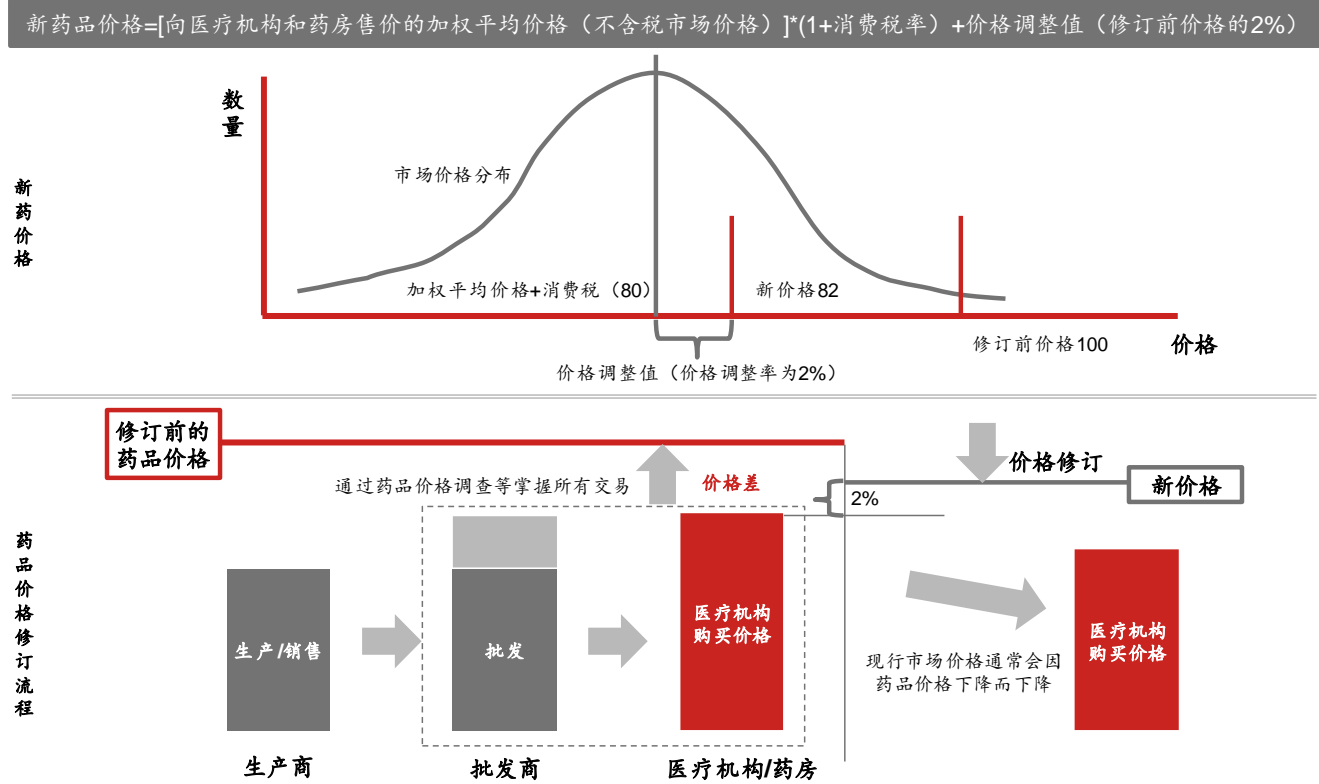
日本在 60 年代前后实现了医保全民覆盖，由于控费措施较少，制药产业快速成长，进入了“黄金二十年”。但进入 80 年代后期，老龄化趋势下医保压力持续增加，日本制定了新药定价体系，采取逢偶数年药价调整的策略，对药品价格进行严格控制，单次调整平均降幅约 5-7% 上下。

图表 48：日本药品降价幅度



资料来源：厚生劳动省，野村东方国际证券

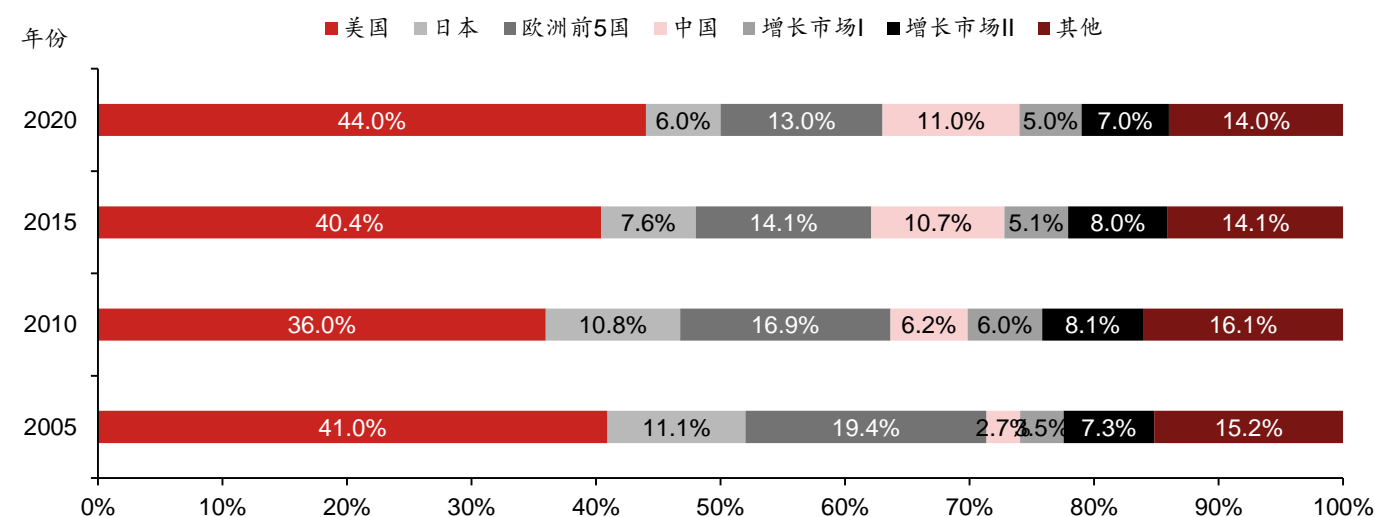
图表 49：日本国家医疗保险制度（NHI）药品价格调整机制



资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

日本实行的药品价格管制基本限制住了老龄化带来的市场增长，日本制药产业整体规模在全球的占比逐步下降，由 2005 年的 11.1% 降低至 2015 年的 7.6%，预计 2020 年后将低于 6%。

图表 50：日本制药产业规模全球占比变化



资料来源：日本厚生劳动省，中外制药，野村东方国际证券

注：增长市场I指巴西、印度、俄罗斯，增长市场II指阿尔及利亚、阿根廷、哥伦比亚、埃及、印度尼西亚、墨西哥、尼日利亚、巴基斯坦、波兰、罗马尼亚、沙特阿拉伯、南非、泰国、土耳其、乌克兰、委内瑞拉、越南。

我国目前制药行业已经初步走过了日本 60-80 年代的快速成长阶段，医保费用支出增速逐渐放缓，老龄化问题将逐步推动国内制药行业进入日本 90 年代开始的控费阶段，整体市场增速将逐步放缓，“腾笼换鸟”、发力创新是未来的核心趋势。

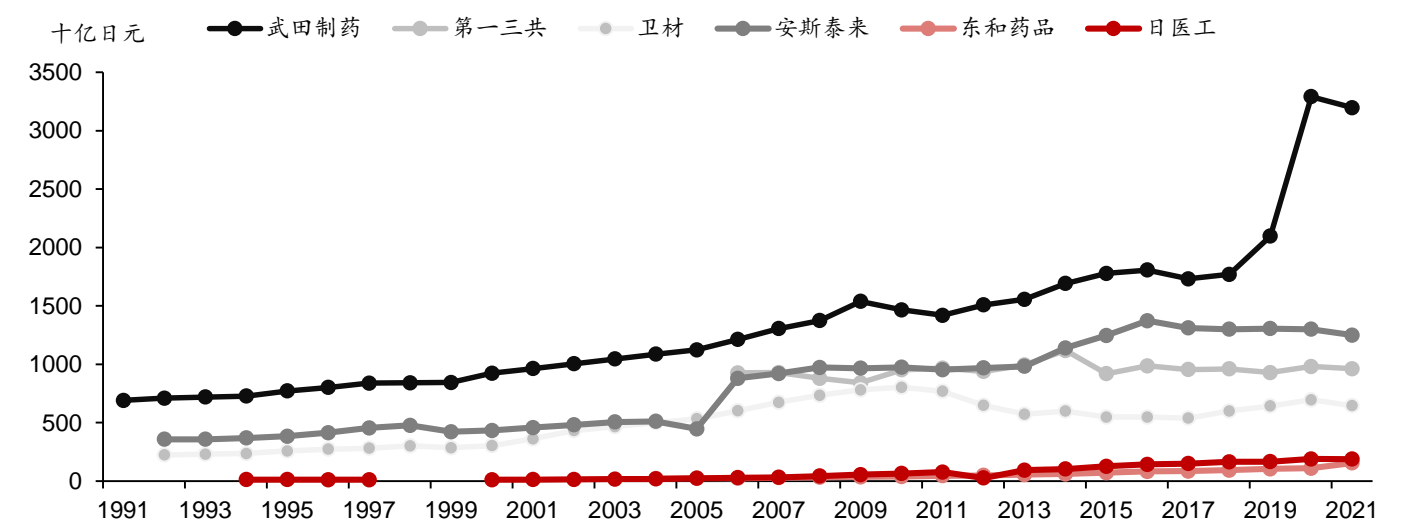


## 医保控费倒逼日本药企创新转型

医保控费为日本制药业带来了严峻的压力，同时由于欧美施压，日本于1993年宣布5年内取消药品、器械等产品的关税和制度壁垒，并于1998年加入ICH，为海外全面进入日本市场打开了大门。

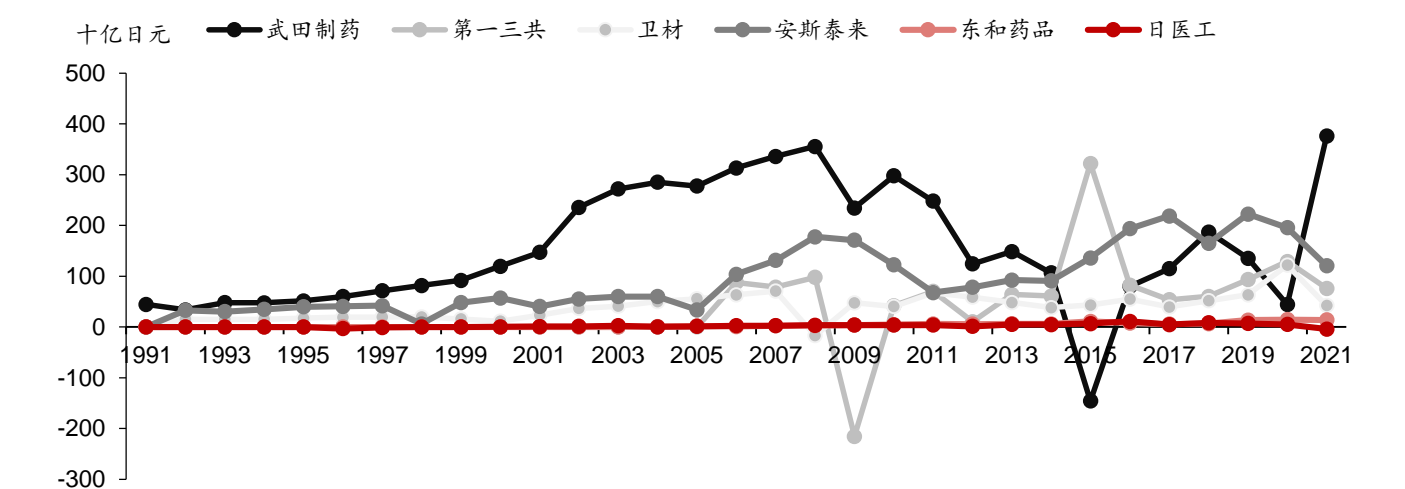
增速有限的市场、加剧的竞争态势倒逼日本企业寻求出路。头部日本药企纷纷寻求海外增量市场，同时加大研发投入，通过创新药在定价体系中的优势地位保障公司成长。在此过程中，头部药企借助体量和研究能力优势，持续加大投入并不断大规模并购，以快速实现多元化发展和管线扩张。在此这一过程中，日本制药行业实现了洗牌，1960-1980年期间大量的“伪创新药”企业逐步被挤出市场，创新药含金量大幅提升，而头部药企也在市场出清后逐步走出控费阴影，实现了从量到质的增长引擎切换。

图表 51：日本创新药企业的营收水平好于仿制药企业



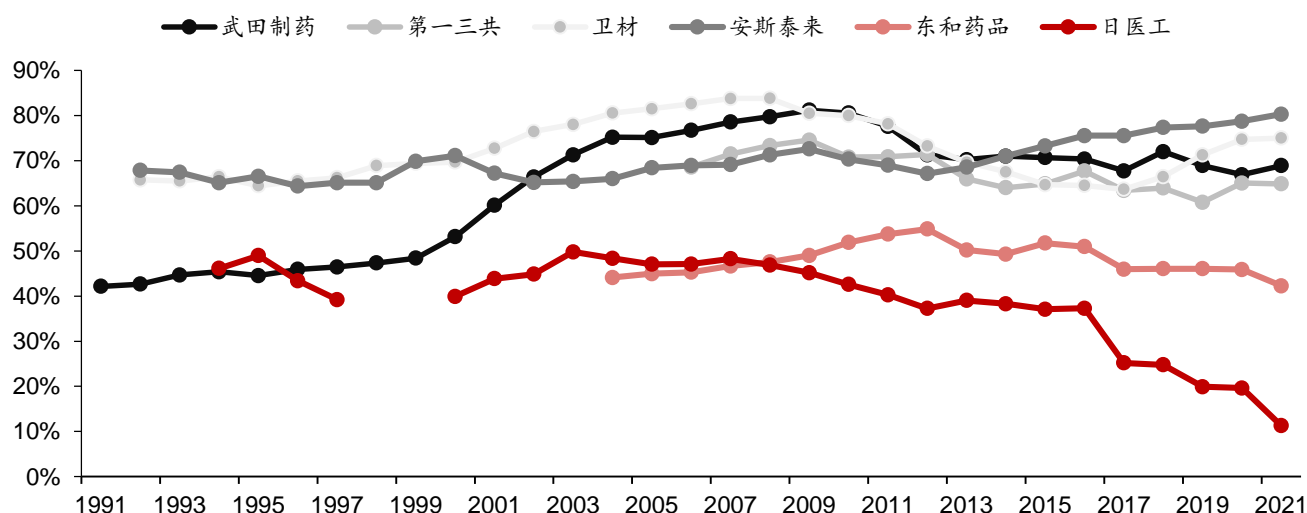
资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

图表 52：日本创新药企业的利润水平好于仿制药企业



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

图表 53: 日本创新药企业的毛利水平显著好于仿制药企业



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

但是值得注意的是,以日本为镜,既要看到趋势上的相同点,也要发现底层逻辑的差异点。与日本不同的是,中国虽然连续实施多轮医药及器械的带量采购,医保控费日趋严格,但整体市场仍然极具吸引力,在患者群、病种丰富度等方面均为全世界最具潜力的单一市场。因此对中国制药企业来说,他们又是幸运的,不必与日本同行一样,在老龄化与控费“两面夹击”的大背景下全力出海。发力创新研发,把握药物未来的发展大方向,把握本土疾病谱的变化趋势,才是在老龄化的大背景下获得长期成长的最佳策略。

## “创新”是唯一出路,但需要顺应疾病谱变化

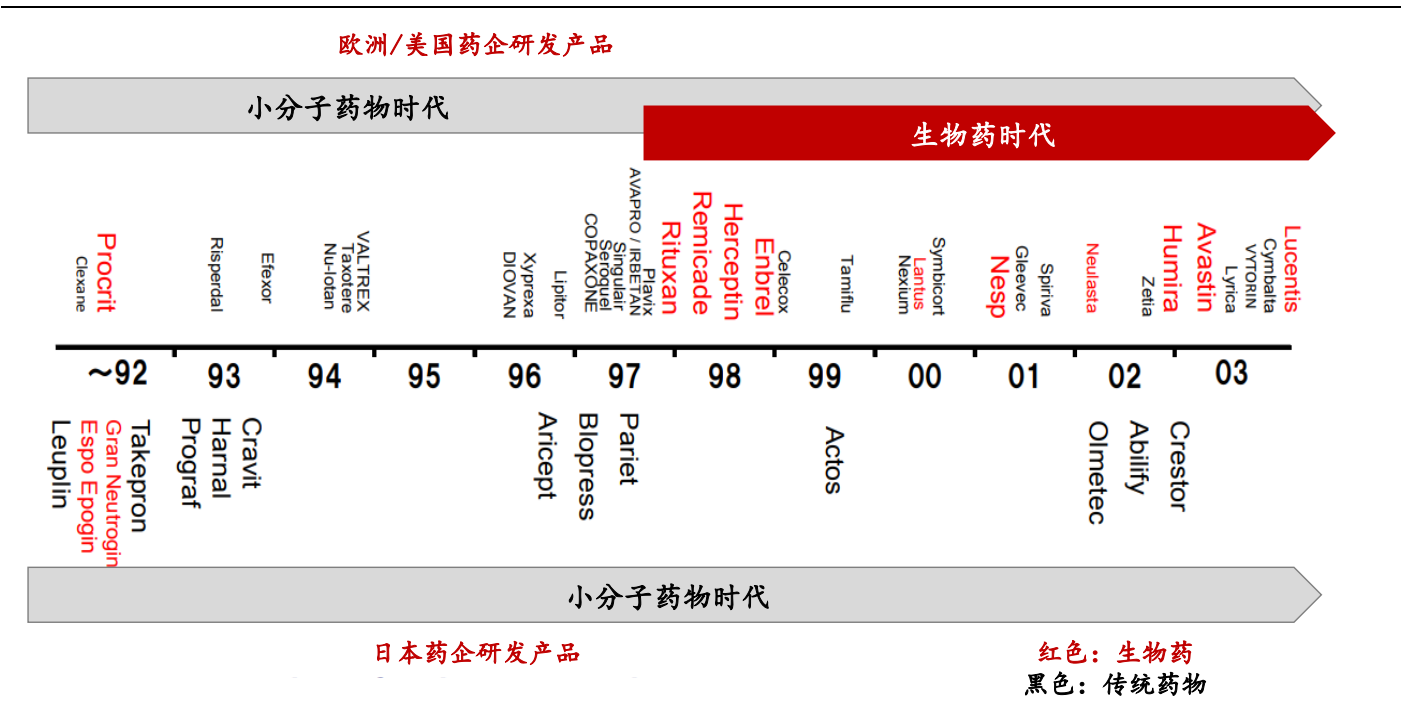
此处的创新方向主要指两方面,一是小分子药物还是大分子生物药、基因疗法等新领域的侧重,二是对于疾病谱的选择。

### 避免研究“惯性”,把握好现有管线和长期方向的选择

日本制药行业在老龄化加剧的 90 年代后仍然非常强劲,借力出海东风获得快速成长,但新时代的日本制药行业发展并未保持原有势头,头部药企在后“重磅炸弹”时代表现一般。究其原因,日本制药公司在小分子药物的研发方面实力强劲,但在生物药(单抗)等方面反应较慢,投入较晚/不足。

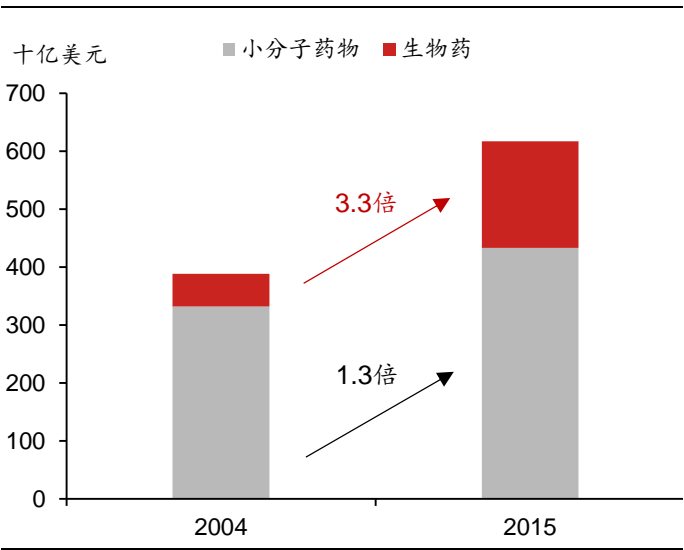
自 90 年代后期开始,新药开发热点逐渐由小分子药物向大分子生物药转变,重磅药物逐渐以大分子生物药为主。大分子生物药市场份额由 2004 年的 14% 上升至 2015 年的 30%,预计未来占比将继续上升。而日本几大药企上榜的抗体类药物仅有中外制药的 Actemra 和小野的 Opdivo。

图表 54：1990-2003 年上市重磅药物



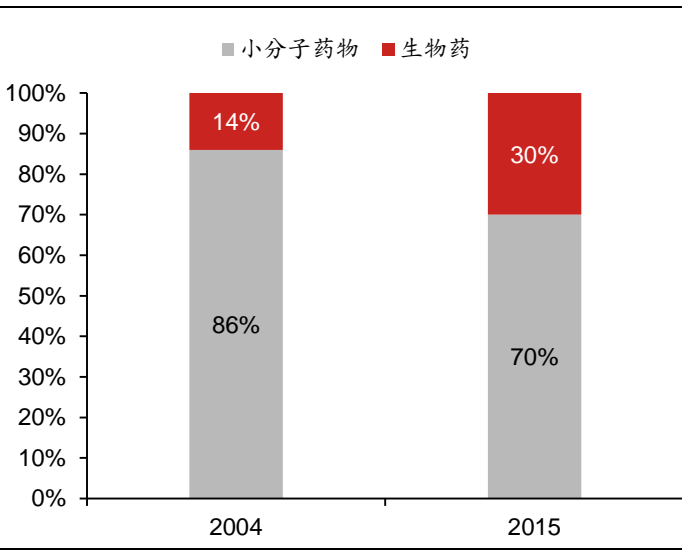
资料来源：日本厚生劳动省，日本社会保险医疗服务中央委员会，中外制药，野村东方国际证券

图表 55：生物药市场规模变化



资料来源：Evaluate Pharma，野村东方国际证券

图表 56：生物药市场占比变化



资料来源：Evaluate Pharma，野村东方国际证券

从在研管线来看，日本药企仍然难以放弃长期积累的分子库优势，更多侧重于小分子药物的研发，对于双抗、ADC 等新类型药物的投入不足。总体而言，近十余年来日本头部药企与欧美的核心差距不仅在于研发投入体量，也在于创新方向的选择。

图表 57：日本和美国药企研发管线分类对比

公司	小分子 药物	单抗 药物	基因 疗法	双抗 药物	ADC	CAR-T	核酸 疗法	蛋白质 /多肽	融合蛋白 /抗体蛋白	病毒	其他
欧美药企											
艾伯维	23	16		7	7	1	1				1
Amgen	9	9		12		1	1	1		4	
阿斯利康	46	14		2	2			3			
Biogen	8	9	2					5		1	
BMS	39	18		3	2	6	6	1		2	
礼来	19	20								3	
吉利德	23	4		2		4	4				
GSK	15	14		1	1	1	1	1		1	
强生	18	7	1	6		1	1				5
默沙东	9	5						1			
诺华	45	26	3	1	1	6	6	1	1	1	
辉瑞	32	8	6	2	1			1	1	3	
Regeneron		20		6							
罗氏	18	23	3	11	2			2		7	
赛诺菲	6	13		3	1			3	3	1	2
SeaGen	5				7						
合计	315	206	15	56	24	20	20	19	5	23	8
分类占比	44.3%	29.0%	2.1%	7.9%	3.4%	2.8%	2.8%	2.7%	0.7%	3.2%	1.1%
日本药企											
协和麒麟	8	6						3			
武田制药	27	4	1		2	1	2	9	3		2
安斯泰来	14	6	2		2			1		1	2
大日本住友制药	24		1					1			3
塩野义制药	18							5			1
日本新药	8						2				
中外制药	13	14		6	2		1		2	1	
卫材制药	19	6			1				1		
小野制药	14	9		1					1		
参天制药	6										
第一三共	13	1			5	1	1			1	
大冢制药	33	2	2					1		1	
合计	197	48	6	7	12	2	6	20	7	4	8
分类占比	62.1%	6.8%	0.8%	1.0%	1.7%	0.3%	0.8%	2.8%	1.0%	0.6%	1.1%

资料来源：公司官网，Bloomberg，野村东方国际证券

注：除非注明，表格中数字的单位是条研发管线

## 关注老龄化带来的疾病谱变化

疾病谱是指疾病在不同人群或不同时期的发病率/死亡率，受人口结构等各方面因素影响，疾病谱变化是药企决定研发大方向和重要依据。从全球市场来看，70-80 年代高血压等心血管疾病发病率迅速上升，前 10 大重磅药品中高血压药物占 4 席，1990-2000 年期间疾病谱进一步发生变化，高血脂、消化道疾病以及抑郁症成为重要的疾病类型，带动前 10 大重磅药品洗牌。2000 年后，随着全球逐步迈入老龄化社会，糖尿病、恶性肿瘤、自身免疫疾病（类风湿性

关节炎)等疾病的发病率上升。2015 年全球 10 大重磅药品中,糖尿病、恶性肿瘤、自身免疫疾病的治疗药物分别占 1 席、4 席、4 席。

图表 58: 不同时期的全球最畅销的 20 大药品

1990			
排名	药品名称	适应症	销售额 (亿美元)
1	Zantac	消化道溃疡	27.1
2	Vasotec	高血压	15.3
3	Capoten	高血压	14.7
4	Adalat	高血压	12.1
5	Tenormin	高血压	11.35
6	Tagamet	消化道溃疡	11.03
7	Voltaren	止痛药	10.4
8	Ceclor	抗生素	8.57
9	Ciprobay	抗生素	8
10	Ventolin	哮喘	7.76
2000			
排名	药品名称	适应症	销售额 (亿美元)
1	Prilosec	消化道溃疡	41.022
2	Lipitor	高血脂	36.93
3	Prevacid	消化道溃疡	28.33
4	Prozac	抑郁症	25.67
5	Zocor	高血脂	22.07
6	Celebrex	关节炎	20.16
7	Zoloft	抑郁症	18.9
8	Paxil	抑郁症	18.08
9	Claritin	过敏	16.67
10	Glucophage	糖尿病	16.29
2015			
排名	药品名称	适应症	销售额 (亿美元)
1	Humira	自身免疫疾病	140.12
2	Harvoni	丙肝	138.64
3	Enbrel	自身免疫疾病	86.97
4	Remicade	自身免疫疾病	83.55
5	Lantus	糖尿病	63.9
6	MabThera/Rituxan	肿瘤, 自身免疫疾病	70.45
7	Avastin	实体瘤	66.84
8	Herceptin	乳腺癌	65.38
9	Prevnar	肺炎	62.45
10	Revlimid	多发性骨髓瘤	58.01

资料来源: 格隆汇, Evaluate Pharma, Pharma Future, 野村东方国际证券

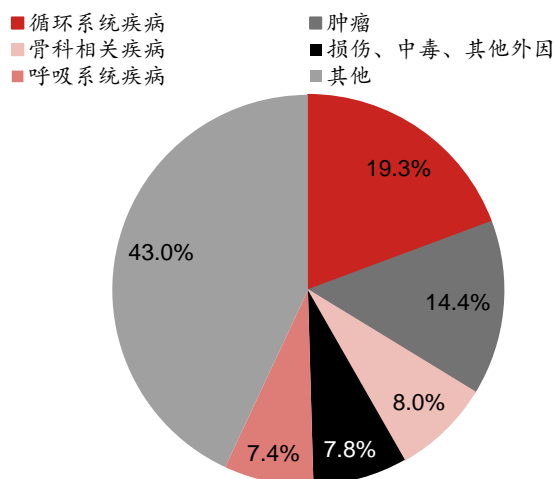
由于人种近似、饮食结构相近,且老龄化程度也基本呈“平行”趋势,日本疾病谱变化对我国借鉴意义较大。日本上世纪 70 年代开始进入老龄化社会,对应我国 2000 年初,日本上世纪末进入深度老龄化,对应我国 2025-2030 年左右老龄化阶段。

日本老龄化开始后,恶性肿瘤、心脑血管疾病、糖尿病、神经退行性疾病(阿尔茨海默病等)等慢性疾病的占比逐渐上升,这些领域持续产出重磅药



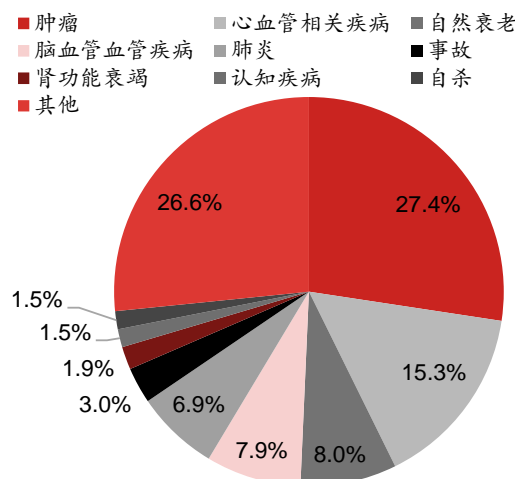
品。根据厚生劳动省数据，2018 年日本诊疗费占比排名前五的疾病类型分别为心脑血管疾病（占比 19.3%）、肿瘤（14.4%）、骨骼疾病（8.0%）、损伤及中毒（7.8%）、呼吸系统疾病（7.4%）；而死亡原因中，恶性肿瘤（27.4%）、心脏病（15.3%）、衰老（8.0%）、脑血管疾病（7.9%）、肺炎（6.9%）占据前五位。

图表 59：日本诊疗费用最高的前五类疾病



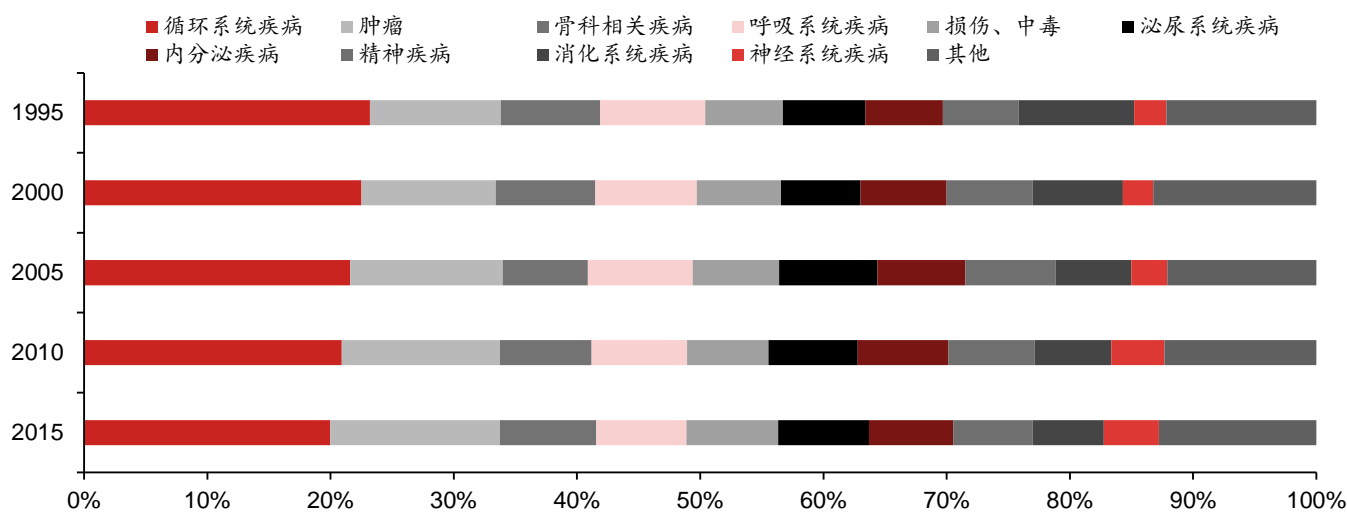
资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

图表 60：日本各类致死原因占比



资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

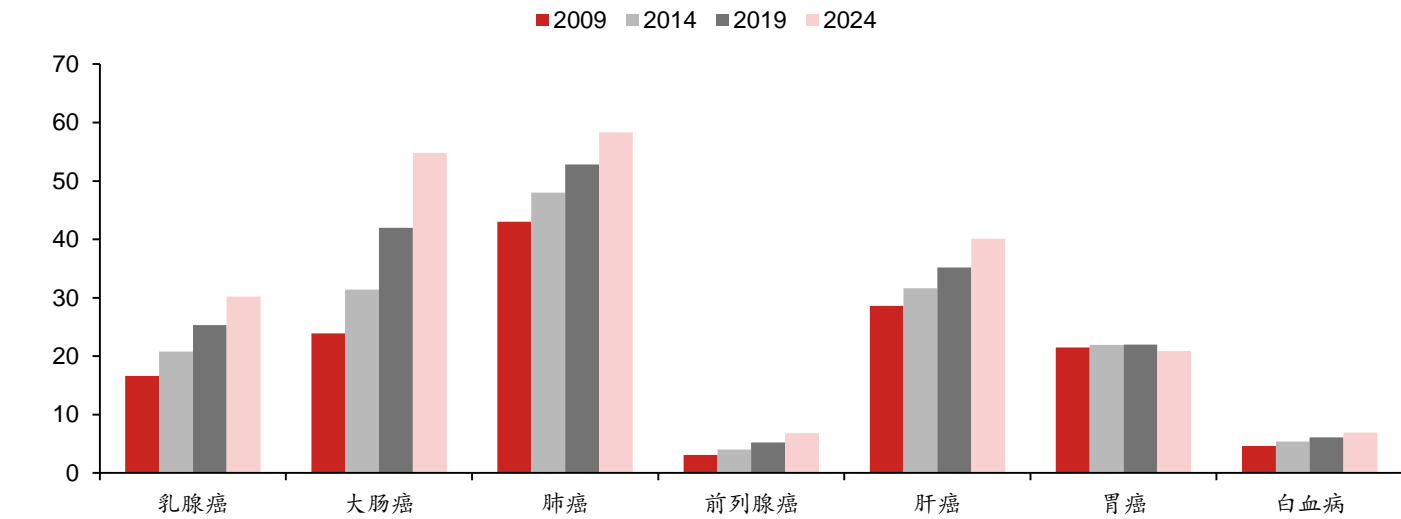
图表 61：日本疾病谱变化



资料来源：日本厚生劳动省，野村东方国际证券

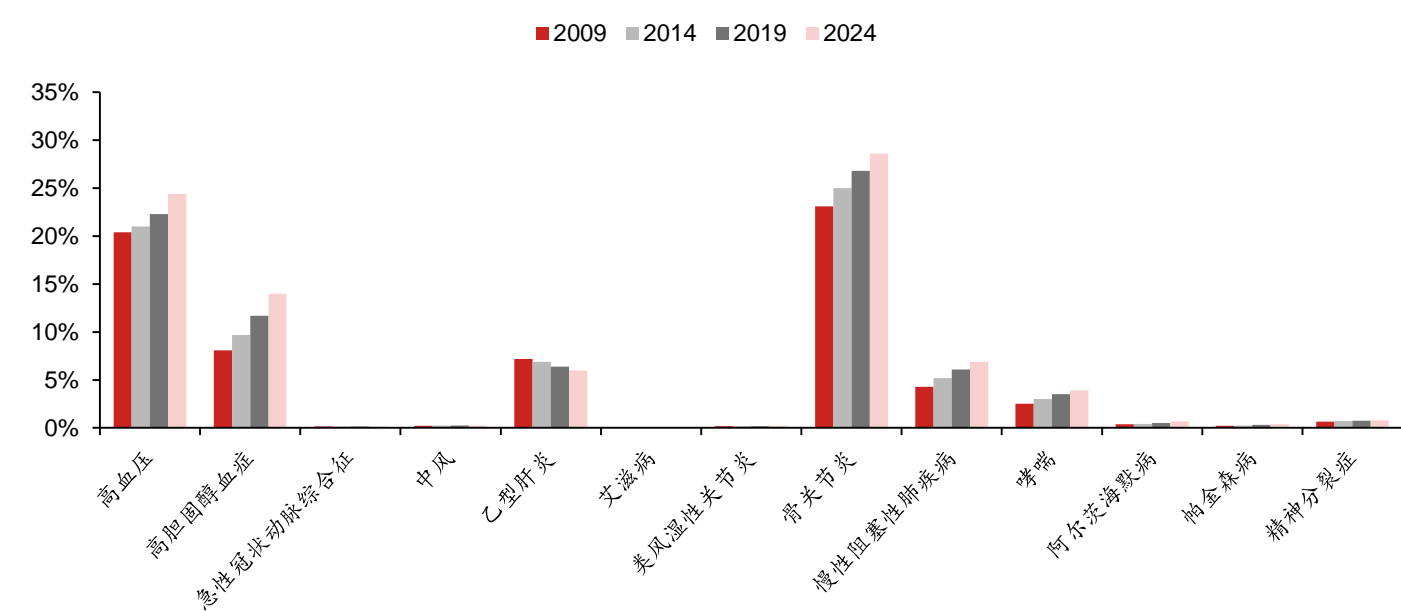
我国疾病谱也存在相似的变化趋势，肿瘤、心脑血管疾病、骨关节炎、阿尔茨海默症和帕金森病均呈上升趋势。

图表 62：中国常见肿瘤的发病率（每 10 万人）



资料来源：卫健委，国家统计局，Wind，野村东方国际证券

图表 63：中国常见疾病的患病率



资料来源：卫健委，国家统计局，Wind，野村东方国际证券

我国目前用药结构仍然处在转变过程中，与全球市场相比，抗感染药物、血液系统用药的占比仍然较高，糖尿病药物、自身免疫疾病等占比相对较低。未来随着疾病谱的进一步变化，用药结构势必也将产生变动，从而驱动制药产业转换研发方向。

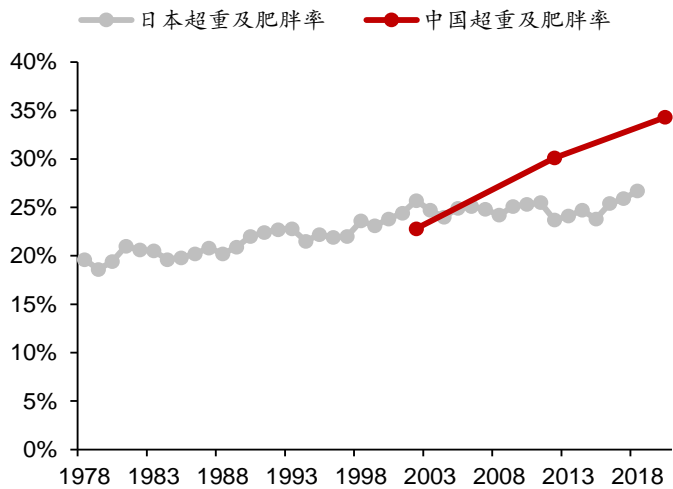
图表 64：前十大用药领域：中国与全球对比

中国			全球		
排序	类别	占比	排序	类别	占比
1	抗感染药物	15.8%	1	肿瘤药物	8.3%
2	心血管系统疾病药物	13.1%	2	糖尿病药物	7.5%
3	血液系统疾病药物	11.0%	3	止痛药	5.9%
4	肿瘤药物	9.3%	4	自身免疫疾病药物	4.4%
5	消化系统疾病药物	9.3%	5	高血压药物	4.3%
6	神经系统疾病药物	7.6%	6	呼吸系统药物	4.2%
7	免疫调节剂	4.8%	7	抗感染药物	4.0%
8	内分泌药物	3.2%	8	精神健康药物	3.7%
9	生物技术药物	2.6%	9	病毒性肝炎药物	3.4%
10	呼吸系统疾病药物	1.3%	10	皮肤病药物	3.0%

资料来源：卫健委，国家统计局，Evaluate Pharma，Wind，野村东方国际证券

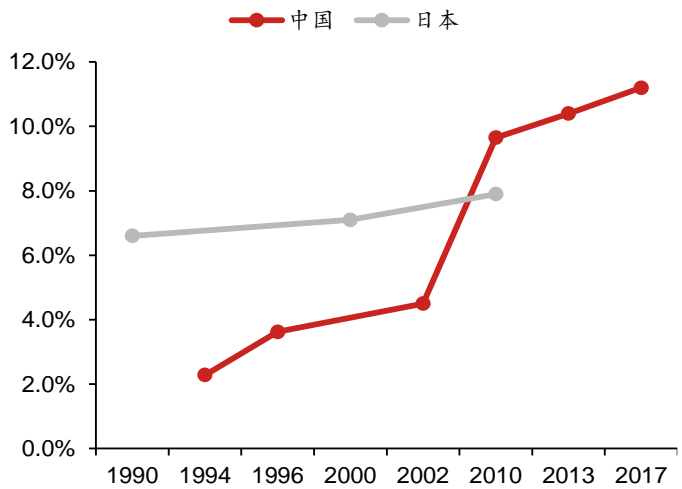
此外，由于我国的疾病危险因素及慢病管理方面与日本存在一定差异，在关注日本疾病谱变化趋势的同时，还应当注意把握中国未来疾病谱变化的特点。与日本相比，我国饮食结构中油脂摄入量持续升高，目前显著高于日本，在老龄化程度尚低于日本的情况下，中国的肥胖率、糖尿病患病率均已超过日本。

图表 65：中日超重及肥胖率变化



资料来源：OECD，卫健委，Wind，Bloomberg，野村东方国际证券

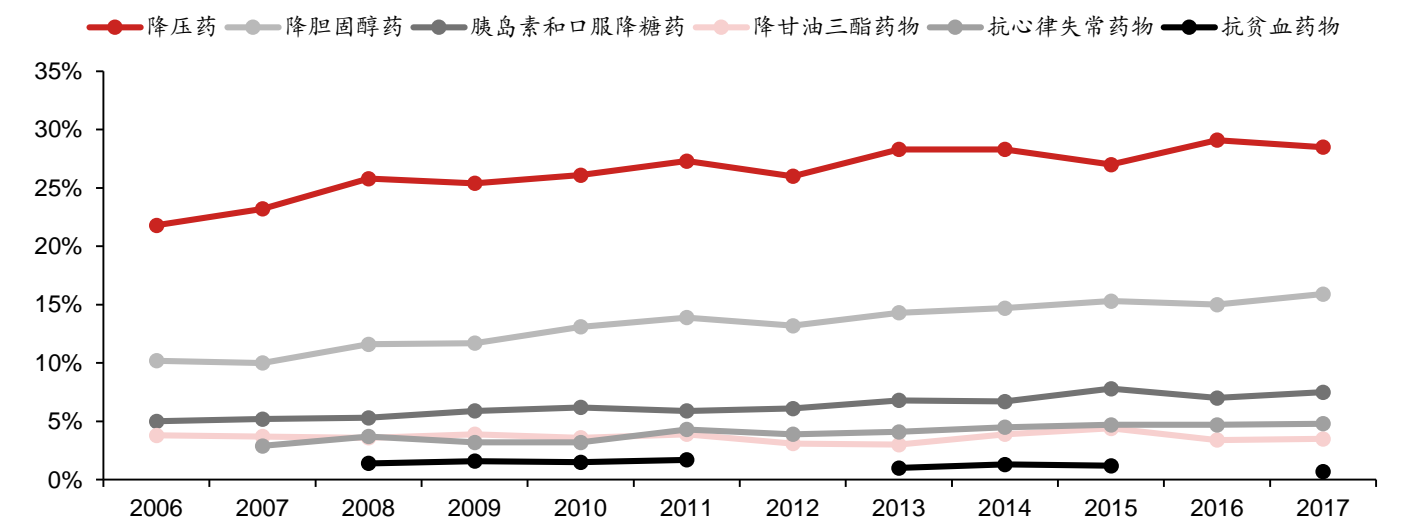
图表 66：中日成人糖尿病患病率



资料来源：OECD，卫健委，Wind，Bloomberg，野村东方国际证券

另一方面，我国慢病管理体系仍在建设当中，与日本相比尚不完善。日本在本世纪初启动了“健康日本 21 世纪”活动，注重改善生活习惯等预防措施，成效较好；2007 年出台特定健诊检查，推行特定保健指导，对慢性病进行严格管理与检查，费用由财政、保险及个人三方分担，保障了六大类检测药物（降压药、降胆固醇药，降糖药，降甘油三酯药，抗心律失常药，抗贫血药物）的使用率稳步提升。

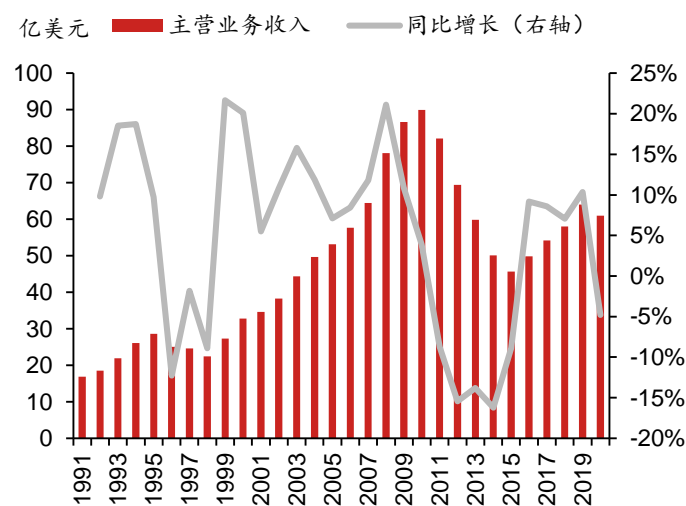
图表 67: 日本的慢病管理推动相关药物使用率提升



资料来源: 日本厚生劳动省, 野村东方国际证券

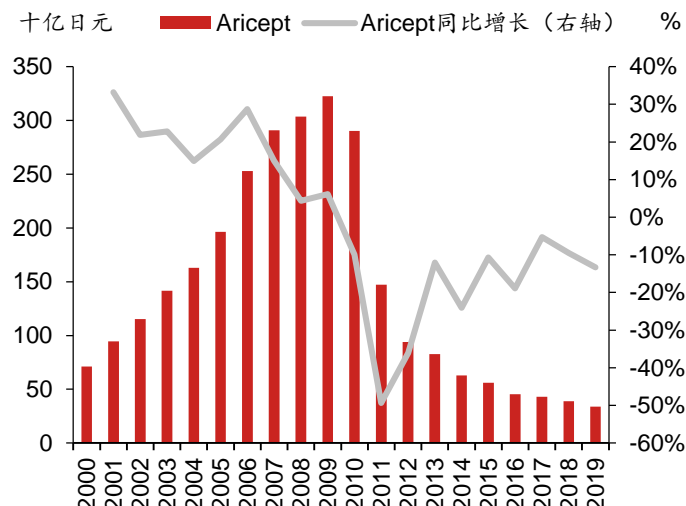
对于疾病谱的把握是头部医药企业崛起的核心原因。以日本卫材为例, 作为日本名列前茅的大型制药公司, 其产品以神经领域、肿瘤领域的创新药为主, 卫材抓住老龄化趋势, 重点发力阿尔茨海默症及肿瘤药物, 于 1997 年推出 Aricept (盐酸多奈哌齐) 用于治疗阿尔茨海默症, 成为公司历史上最重磅的产品。在 2009 年峰值收入时期, Aricept 销售额超 3000 亿日元, 占卫材总营收超 35%。公司与 Biogen 合作研发的阿尔茨海默症药品 Aducanumab 近期获批, 成为近二十年来第一个获批的阿尔茨海默症药品, 有望成为公司的新增长极。

图表 68: 卫材营收及增速



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

图表 69: Aricept 营收增速



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 野村东方国际证券

肿瘤药方面, 公司 2015 年推出了重磅药品 Lenvima (仑伐替尼), 先后获批用于治疗分化型甲状腺癌、肾细胞癌、肝细胞癌、子宫内膜癌。Lenvima 上市后迅速放量, 成为公司新阶段核心增长引擎。卫材药业紧跟疾病谱变化, 从胃肠道疾病药物转向神经病学及肿瘤药物, 保障了公司的持续成长。

图表 70：卫材的肿瘤及神经病学板块销售额

通用名	商品名	适应症/类型	销售额（亿日元）	处方药营收占比
<b>肿瘤</b>				
仑伐替尼	Lenvima	肝癌/肾癌/子宫内膜癌	1119	20.3%
甲磺酸艾瑞布林	Halaven	乳腺癌和脂肪肉瘤	402	7.3%
盐酸苯达莫司汀	Treakisym	慢性淋巴细胞性白血病/多发性骨髓瘤/非霍奇金/淋巴瘤	77	1.4%
帕洛诺司琼	Aloxi	癌症化疗呕吐	17	0.3%
合计			1615	29.2%
<b>神经病学</b>				
甲钴胺	Methycobal	周围神经病变	430	7.8%
多奈哌齐	Aricept	阿兹海默症	338	6.1%
普瑞巴林	Lyrica	癫痫	286	5.2%
吡仑帕奈	Fycompa	癫痫	252	4.6%
	Banzel	癫痫	224	4.1%
右旋佐匹克隆	Lunesta	镇定催眠剂	112	2.0%
醋酸艾司利卡西平	Zebinix	癫痫	65	1.2%
唑尼沙胺	Zonegran	癫痫	39	0.7%
卢非酰胺	Inovelon	癫痫	24	0.4%
合计			1770	32.0%

资料来源：Bloomberg，公司公告，野村东方国际证券



# 医疗器械：创新动向精准把握，稳步实现国产替代

老龄化背景下，与药品相似，日本器械行业也面临着医保控费、进口压力和疾病谱变化的影响，但相对药品而言，器械行业受医保控费的影响较小。按照日本厚生劳动省的数据，2018年2.9万亿日元的器械市场大约有1万亿日元属于医保报销范围。反观药品，近7万亿日元的处方药市场基本上均属于医保报销范围。器械在医保额度中的占用比例仅为药品的15%左右。

## ■ 老龄化压力下医保控费

日本2年一次的医保点数调整趋势是：总体趋势持续下降，但诊断类器械下降，有效治疗类器械上升。日本将医疗器械分为3类，治疗类器械、诊断类器械、其他类器械。医保控费的原则是在治疗价值和经济性之间的权衡。治疗类器械往往和医疗服务联系在一起，体现医生的服务价值，比如微创医疗手术TAVR（经股动脉心脏瓣膜置换术）、ESD（内镜黏膜剥离术）、ERCP（胆管取石、扩张、引流）等，该细分类的报销点数呈现上升趋势（但是发展成熟导致激烈竞争后也会下降）。

诊断类器械主要是两大类，大型医疗设备的检查比如CT、X光，以及常规的生化、免疫、分子等IVD检测。日本医保系统认为诊断类项目仅仅是检查的自动化，其中并无多少医生的服务价值，因此报销点数持续下降。当然我们也看到，IVD检验中能够体现医生价值的项目结果判断和解读的报销点数是上升的。

日本之前做最多的是微创腹腔镜手术，1990年左右引入日本后的15年复合增速达到了25%，带动了奥林巴斯相关器械的市场需求。此外，明显受益的还有泰尔茂（Terumo；公司很多产品是用于微创治疗领域）。

## ■ 老龄化疾病谱变化

老龄化带来恶性肿瘤、心脑血管疾病、糖尿病等慢性疾病的占比逐渐上升。肿瘤和心脑血管疾病作为日本前两大致死因素，患病率随着老龄化进度加深迅速增加，分别对诊断类器械（如IVD中的肿瘤标志物检测）、治疗类器械（血管介入器材，如冠脉支架、PTCA球囊扩张导管、动脉支架等）产生拉动作用。而糖尿病、骨科相关疾病等也推动了相关慢病管理（家用监测器械）、康复类器材的成长。

## 治疗类器械

日本老龄化时期，治疗类器械的主要机遇在于微创医疗。鉴于日本DPC等医保控费措施，医院有足够的动力减少患者的住院时间，结合相关疾病谱变化，微创治疗成为最佳选择，主要包括血管介入及微创腹腔镜等。

## ■ 血管介入

血管介入包括冠脉支架、PTCA球囊扩张导管、导引导管、造影导管、导引导丝等。与传统心血管疾病治疗方式相比，微创拥有住院时间短、疗效较好等优点，成为日本1990年代起重要的心血管疾病治疗方法。比较具有代表性的是泰尔茂。

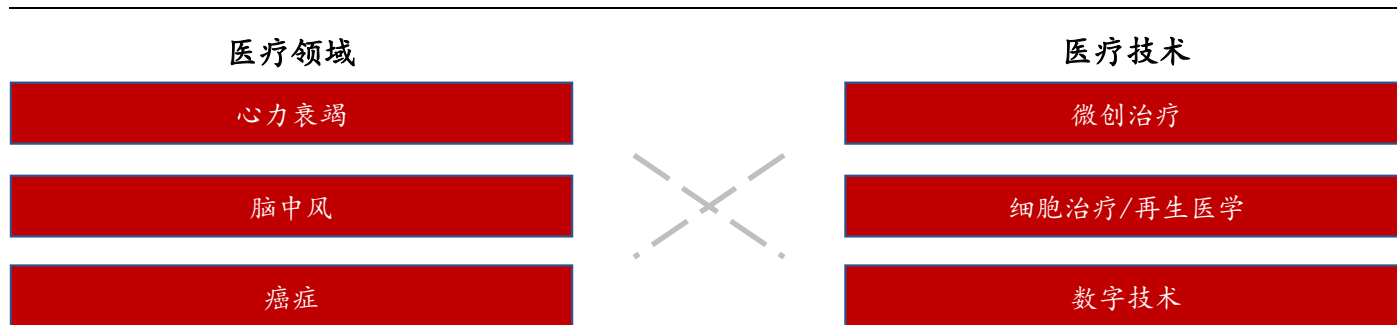
泰尔茂成立于 1921 年，目前主要经营医用导管、人工心肺装置、输注泵，制药公司预灌装注射器、自动采血系统等。在心血管相关器械方面拥有较高市场份额。泰尔茂自 1985 年开始进入血管介入领域，并于 1999 年收购了美国 3M 的人工心肺事业部。泰尔茂的持续发展离不开对于老龄化疾病谱和市场需求变化的精准把握，公司在 80 年代日本老龄化前期即开始连续布局相关领域。

心血管疾病方面，公司在 80 年代后期开发血管造影用导管系统。在脑动脉瘤的治疗方面，泰尔茂研发推出用于治疗动脉瘤的网状器械—WEB，其可回收性是现今植入器械最大的设计亮点，能简便地治疗和处理以往较为复杂的病例。WEB 已经在美国、欧洲等地区正式发售投入临床应用，获得众多医生和患者的高度评价。

糖尿病方面，胰岛素注射是糖尿病治疗上最有效且不良反应最小的治疗方法。泰尔茂研发推出的胰岛素注射针“纳诺斯（Nanopass）”是目前世界最细的（34G），能有效帮助糖尿病患者缓解在自我注射过程中的疼痛和不适。

泰尔茂专持续关注具有高度社会影响力的疾病领域（医疗领域），如心力衰竭、脑中风和癌症，同时还着眼未来的技术研发（医疗技术），重点关注微创治疗、细胞治疗/再生医学和数字技术。

图表 71：泰尔茂未来战略



资料来源：泰尔茂官网，野村东方国际证券

同时，公司持续进行并购，对未来可能的潜力领域进行布局，并不断加速全球化进程，实现公司的进一步发展。

血管介入领域整体而言进入壁垒相对较高，我国的血管介入器械发展较晚，除心血管介入器械市场已完成进口替代外，其他市场依然还是进口产品占据主导地位、进口替代程度低。随着未来市场需求的进一步扩大，国产企业应当主动发掘该领域机会，在成长的市场空间中逐步实现国产替代。

图表 72：中国血管介入市场主要企业

市场	进口品牌	国产品牌
心血管介入	美敦力、波士顿科学、爱德华、泰尔茂	乐普、微创、吉威
脑血管介入	美敦力、强生、波士顿科学	-
外周血管介入	美敦力、波士顿科学、雅培	微创、先健科技

资料来源：医械研究院，野村东方国际证券

## ■ 其他领域

除血管介入领域外，眼科也将受益于老龄化趋势。根据中华医学会眼科学分会数据，我国 60-89 岁白内障发病率为 80%，90 岁以上白内障发病率达 90% 以上。在老龄化加剧的大背景下，白内障治疗及眼科相关器械将成为重点

方向。此外，骨科器械如骨关节等也将受益于老龄化趋势。

## 诊断类器械

老龄化提升了居民健康管理、疾病风险监测、慢病管理等领域的需求，诊断类器械作为慢病管理等领域的重要手段，发展空间巨大。诊断类产品中，按技术分类，POCT 诊断相关将受益于老龄化，其即时性、快速诊断的特点能够满足日渐增长的检测需求，免疫诊断（化学发光）作为主流诊断手段也将受益。分子诊断作为肿瘤靶向药物伴随诊断的重要手段预计也将高速增长。

按检测类型来看，心脏标志物预计未来将保持高速增长。我国癌症发病率逐步上升，恶性肿瘤已成为首要死亡原因，一部分原因在于我国肿瘤早筛普及率较低，随着我国慢病管理、肿瘤筛查的逐步推进，未来肿瘤标志物检测潜力巨大。

## 康复类器械

人口老龄化导致的慢性病上升是康复需求上升的主要原因，而康复保健本身也具有一定的预防医学属性，并能够为临床科室分担部分诊疗压力。在防治结合的大背景下，康复需求持续增长、康复服务不断多元化，随着养老机构的快速增长，康复类器械将有机会获得成长。

OG Wellness 是日本较为著名的康复类器械公司，公司成立于 1949 年，早期主要致力于车祸损伤等伤病向的康复器械。70 年代开始，公司基于原有牵引设备，开始走全面发展路线，借力日本老龄化快速成长，致力于成为综合康复设备生产商。OG Wellness 于 1978 年完成了涡流气泡浴缸 Liftline Bath HK-101 的开发工作，获得市场一致好评；1991 年公司推出座椅式浴缸 Chair-In Bath HK-80，用户可坐在轮椅上沐浴，因为恰到好处地满足了客户的需求，一经推出立即成为畅销产品。在介护保险法公布前的 1999 年，公司开始开发能够降低护理人员护理负担的设备，分步指导式沐浴系统 Walk-Through Bath System HK-225/226。进入二十一世纪，公司扩张康复器械研究方向，向低频电疗和干扰电流治疗等新领域进发，以满足日渐多元化的康复需求。

我国康复类器械市场仍以仿制为主，高端康复器械的自研占比较少。与治疗类、诊断类医疗器械相比较，康复类器械研究难度相对较低，单类别产品市场体量较小，对真实市场需求、使用习惯的把握是决定产品销量增长的重要因素，国产厂商基于本土化优势，针对市场真实需求开展产品研发，实现产品的高可用性、产品线的广覆盖是实现国产替代、企业长期成长的较好策略。

对于中国企业而言，日本的策略需要借鉴，但不能完全复制，日本器械产业的成长期正处于日本电子、精密仪器的高光时刻，而对于我国器械企业而言，在现有器械产业类别尚未占据先机、产业基础较为薄弱的情况下，固守既有领域只能长期处于追赶状态。我们认为，把握创新器械品类，发挥我国企业的灵活性优势，“国产替代”与“国产创造”同步进行，本土为主，积累实力准备出海是较好的长期战略。

# 投资建议

总的来看，老龄化背景下，医疗服务、制药行业、医疗器械行业均存在机会。

## ■ 医疗服务

考虑到我国现阶段需求情况及支付能力，普及型为主、居家式养老服务是较好的切入点。居家式养老服务中，相较于居住式养老服务，上门为老年人提供家中护理服务、为老年人提供方便前往的日间照料服务性社区式日托机构，无论是收费性价比还是接受度均较高。

实际服务提供方面，居家式养老机构的发展空间巨大，上门服务、日间照料、适老化改造等均有极大潜力。居住式养老机构虽然“吸引眼球”，但其发展需要更长期的市场教育以及制度铺垫，当前需求主体仍然是居家式养老。

## ■ 制药行业

制药行业方面，与日本不同的是，中国虽然连续实施多轮药物带量采购，医保控费日趋严格，但整体市场仍然极具吸引力，在患者群、病种丰富度等方面均为全世界最具空间的单一市场。因此对中国制药企业来说，他们又是幸运的，不必与日本同行一样，在老龄化与控费“两面夹击”的大背景下全力出海。发力创新研发，把握药物未来的发展大方向，把握本土疾病谱的变化趋势，才是在老龄化的大背景下获得长期成长的最佳策略。

创新的方向在这里主要指两方面，一是对大分子生物药、基因疗法等新领域的侧重，二是对于疾病谱的选择。我国目前用药结构仍然处在转变过程中，与全球市场相比，抗感染药物、血液系统用药的占比仍然较高，糖尿病药物、自身免疫疾病等占比相对较低。未来随着疾病谱的进一步变化，用药结构势必也将产生变动，从而驱动制药产业转换研发方向。

## ■ 医疗器械

器械方面，老龄化导致恶性肿瘤、心脑血管疾病、糖尿病等慢性疾病的占比逐渐上升。肿瘤和心脑血管疾病作为日本前两大致死因素，患病率随着老龄化进度加深迅速增加，分别对诊断类器械（如 IVD 中的肿瘤标志物检测）、治疗类器械（血管介入器材，如冠脉支架、PTCA 球囊扩张导管、动脉支架等）产生了拉动作用。而糖尿病、骨科相关疾病等也推动了相关慢病管理（家用监测器械）、康复类器材的成长。日本的这些经验对我国医疗企业行业的发展也具有借鉴意义。

## 风险提示

**1、政策不稳定性风险：**中国医疗医药改革目前已经进入深水区，医保局成立后支付方力量加强，政策的推进更为明显，医药、医保、医疗政策存在不确定性。

**2、创新企业研发不确定性风险：**创新药投入存在高风险高收益的特点，创新药公司在研产品较多，贯穿 ANDA（简略新药申请）-NDA（新药申请）各阶段，受到多重因素的影响。医疗器械公司的创新风险虽然低于药品，但是也存在技术变化、创新失败的风险。

**3、医疗养老服务发展不及预期风险：**中国老年人群的持续支付能力可能尚未达到目标水准，特别是在目前产业入局者仍然着眼于中高端需求的情况下，养老产业难以整体实现快速增长。此外，由于目前长期护理资金主要来源仍然为医保基金，缺乏与日本介护保险类似的“医养开支分离”制度，医保控费可能影响支付能力，从而对医疗养老服务行业的发展产生一定的抑制作用。



## 附录

## 相关研究

《1 类新药海曲泊帕乙醇胺片获批》	2021.06.18
《海吉亚医疗 (06078.HK): 成功完成华南医院收购》	2021.05.27
《石药集团 (01093.HK): 恩必普销售超预期及研发管线跟踪》	2021.05.26
《业绩开门红, CXO 龙头强劲增长》	2021.04.30
《一季度表现亮眼, CDMO 蓄势增长》	2021.04.29

## 联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraai-sec.com
庞舒然 +86 10 56329370 shuran.pang@nomuraai-sec.com	朱研 +86 21 66199057 yan.zhu@nomuraai-sec.com	
沈云霞 +86 21 66199080 yunxia.shen@nomuraai-sec.com		

## 投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)涨幅 10%以上。
	中性	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)波动在-10%与 10%。
	减持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)跌幅超过-10%。
行业评级	强于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数超越同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。
	中性	预期未来 6-12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)持平。
	弱于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。

## 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职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，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、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。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

## 特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/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。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。