

2021 年 03 月 27 日

“银发经济”酝酿养老产业新机遇，如何寻找中国模式养老投资机会？

■两会多份养老相关提案，智慧养老成为亮点：在近期全国两会上，多为来自各个行业的人大代表和政协委员提出了关于养老行业发展的提案，包括日间照料中心改革，养老产业内推动 CMBS，支持 REITs，对科技产品进行适老化开发，消除数字鸿沟等。近年来我国在养老方面数字化的创新，即将养老与，互联网，物联网，大数据，AI 技术结合的智慧养老给未来养老产业的发展带来了新的方向，

■全中国老龄化趋势加速，养老产业规模预期超十万亿：中国自 2000 年步入老龄化社会，老年人口占总人口比持续上升。2020 年全国 65 岁以上老龄人口约有 1.77 亿，占全国人口的 12.64%；60 岁以上人口约有 2.68 亿，占全国人口的 18.87%。巨大的老龄社会为养老市场带来了宽阔的市场前景，2022 年市场规模预计达 10.29 万亿。

■美、日养老产业案例给提供思路，REITs+护理险+居家智慧养老：日本在多层次养老金的基础上开发了介护险，提供居家养老的上门介护服务，为居家养老提供了护理服务支持。美国通过养老产业与金融市场的结合，提高了社会对养老产业发展的参与度。投入确定型养老金计划为受益人提供了更多的投资选择和潜在的更高回报；通过 REITs 将养老地产证券化，加快了养老地产开发的速度，减轻了养老机构的资金压力，带动了更多的社会资本投入养老产业发展。

■中国式居家养老的投资机会：目前我国的养老模式可以分为居家养老，社区养老，机构养老三类。其中居家养老占市场份额 96%，社区养老占 3%，机构养老占 1%，距离国务院提出的“9073”市场份额结构尚有差距，机构养老数量及质量上尚有不足。目前养老市场两极分化，一种是高端养老地产项目不符合多数人群需要，另一端是当前大部分的养老机构交通不便，服务质量不高，不符合对中档养老机构的需求。因此面对消费升级的变化和健康需求的转型，更需要多样化、专业化、针对性的市场开发。

■银发经济的投资版图，关注一些行业新军：从受益“银发经济”的直接程度和先后顺序来看，沪深市场缺乏直接相关板块。我们将目光转向培养“小特精专”市场新三板市场，发现有一批与银发经济和智慧养老相关程度高并且作为一个新产业初具规模的公司，总共有 10 余家，我们选取了其中已经初具规模公司作为介绍。典型的如海阳股份（830921）致力于‘医养康护’四位一体的新型模式。业务已经覆盖全国 6 个省 28 个城市，目前 CCHC 综合体 72 家，医院护理院 13 家，22 家养老院，13 家护理站医疗远程中心。

■风险提示：政策不及预期，行业竞争加剧，专业人员不足

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

相关报告

深耕城市信息安全领域数十

载，广道高新精选层挂牌获 2021-03-25

受理

苏轴股份：智能汽车用滚针

轴承后续产能增量，有望满 2021-03-24

足下游需求

当前时点，该如何看待共享

充电宝行业的资本逻辑？ 2021-03-23

IPO 观察：星华反光和久盛

电气等原新三板公司过会，2021-03-23

家精选层企业发布年报

全市场科技产业策略报告第

102 期 2021-03-22

了解行业数据

30000份行业资料报告
每周更新300份+

免费加微信获取报告



内容目录

1. 两会代表提案智慧养老成为热点议题.....	4
2. 养老行业市场概况：中国步入老龄化社会，养老行业高速发展.....	4
2.1. 全球老龄化程度对比.....	4
2.2. 中国老龄化历程及预期.....	5
2.3. 中国养老市场规模.....	6
3. 中外养老模式对比.....	7
3.1. 日本养老产业：全球最高老龄化比例，介护模式提供老年保障.....	7
3.1.1. 日本养老的保障来源.....	8
3.1.2. 日本养老模式.....	9
3.2. 美国养老产业：市场化程度高，多层次养老金提供保障.....	10
3.2.1. 美国养老保障来源.....	10
3.2.2. 美国养老模式.....	11
3.3. 中国养老产业：三种养老方式适配不同需求老年人.....	12
3.3.1. 中国养老保障来源.....	12
3.3.2. 中国养老模式？.....	13
3.3.2.1. 居家养老.....	14
3.3.2.2. 社区养老.....	14
3.3.2.3. 机构养老.....	15
3.3.3. 中国式养老发展方向如何？详解南京家庭养老床位模式.....	15
4. 养老服务市场供需缺口详析.....	16
4.1. 养老服务需求快速增长.....	16
4.2. 养老市场供应不足.....	17
4.3. 国家政策支持养老行业快速发展.....	18
5. 养老市场的相关投资标的.....	20
5.1. 海阳股份 (830921.OC)：推进医养结合，拓展多平台综合养老业务.....	21
5.1.1. 海阳股份的养老产业链的布局.....	22
5.1.2. 海阳养老的混合模式（BOT 模式养老护理院+居家养老护理站）.....	23
5.2. 青岛软通 (831718.OC)：在线养老平台开发，线上线下服务结合.....	27
5.3. 光宝联合 (430165.OC)：互联网技术支持远程医疗业务发展.....	29
5.4. 爱依养老 (870925.OC)：深耕家政服务行业，向互联网养老平台拓展.....	31

图表目录

图 1：2020 年全球各洲 65 岁以上人口占比.....	4
图 2：2019 年世界主要国家 65 岁以上人口占比.....	5
图 3：2000-2020 年中国 60 岁、65 岁以上人口及预测（亿人）.....	5
图 4：2000-2019 年 65 岁及以上人口占比及增速.....	6
图 5：2020-2100 年中国人口及 65 岁以上人口预测（亿人）.....	6
图 6：2018-2022 年中国养老产业市场规模及预测.....	7
图 7：2012-2020 年全国养老机构数量及增速.....	7
图 8：1990-2020 年日本 60、65 岁以上老龄人口占总人口比.....	8
图 9：2019 年日本养老金结构及参保人数.....	9
图 10：2000-2020 年美国 60、65 岁以上老龄人口占总人口比.....	10
图 11：1970-2020 年美国市场 REITs 公司家数及市值.....	12

图 12: 2017-2020 年建立企业年金企业个数及增长率	12
图 13: 2017-2020 年企业年金参加职工及增长率	12
图 14: 三种养老模式关系	13
图 15: 江苏悦心 家庭养老床位	16
图 16: 江苏悦心	16
图 17: 2000、2015 年不同地区老年人需要照护比例	17
图 18: 200、2015 年不同年龄段老年人需要照护比例	17
图 19: 老年人消费支出结构	17
图 20: 2012-2020 年中国养老服务床位及增速	18
图 21: 2012-2020 年中国老年人千人拥有床位及增速	18
图 22: 新三板部分养老企业汇总	20
图 23: 海阳股份 2018、2019 营收及主营业务占比	21
图 24: 海阳股份负责安保的部分医疗机构	21
图 25: 海阳股份负责安保的部分金融机构	21
图 26: CHCC 持续照料社区服务内容	22
图 27: 信息化养老设备	23
图 28: 海阳股份医疗护理院	23
图 29: 海阳股份养老院	24
图 30: 海阳股份部分护理站	26
图 31: 海阳股份部分护理站	26
图 32: 海阳股份财务数据摘要	26
图 33: 青鸟软通财务数据摘要	27
图 34: 青岛智慧养老平台项目	27
图 35: 青鸟软通财务数据摘要	28
图 36: 青鸟软通财务数据摘要	28
图 37: 光宝联合财务数据摘要	29
图 38: 光宝联合	30
图 39: 光宝联合财务数据摘要	30
图 40: 2018-2019 年爱依养老分类收入情况	31
图 41: 爱依养老	31
图 42: 爱依养老商业模式	32
图 43: 爱依养老财务数据摘要	32
表 1: 介护险护理等级	9
表 2: 三种养老模式对比	13
表 3: 老年人居家养老需求	14
表 4: 2015 年老龄服务项目社区涵盖比	15
表 5: 养老地产分类	15
表 6: 养老相关政策一览	19
表 7: 海阳股份正在运营养老项目及床位数一览	24
表 8: 海阳股份准备运营养老项目及床位数一览	24

1. 两会代表提案智慧养老成为热点议题

在近期召开的全国两会上，多位来自不同行业的代表和委员提交了关于养老产业的提案，包括养老的发展方向、智慧养老的使用前景和推广等一系列建议。政府工作报告也提出推进智能化服务的适老需求，做到不让智能工具给老年人的生活造成障碍。在“十四五”的开局之年，政府、两会的代表和委员们对养老的关注表明了未来政府的工作重点和养老行业潜在的发展趋势。

关于传统养老行业的发展方向，委员们的提案主要集中在**养老服务**和**机构养老**方面。如张懿宸委员提出了加大对于民办养老服务机构的政策支持和落实力度、将现有的社会医疗服务资源向养老机构延申，孙洁委员提出了引入资本市场活水，推动 PPP 模式、支持 **CMBS 和 REITs** 的发展。

智慧养老相关提案有雷军代表提出的消除“数字鸿沟”，运用智能技术帮助老年人更好的融入数字生活，推动老年人数字化服务尽快纳入国家信息化基础设施建设，李彦宏委员提出的加速实现老年人相关的医疗服务与健康管理设备智能化，引导企业扩大适老化智能设备供给，依托人工智能产品和技术，在具备条件的城市进行智慧养老试点。

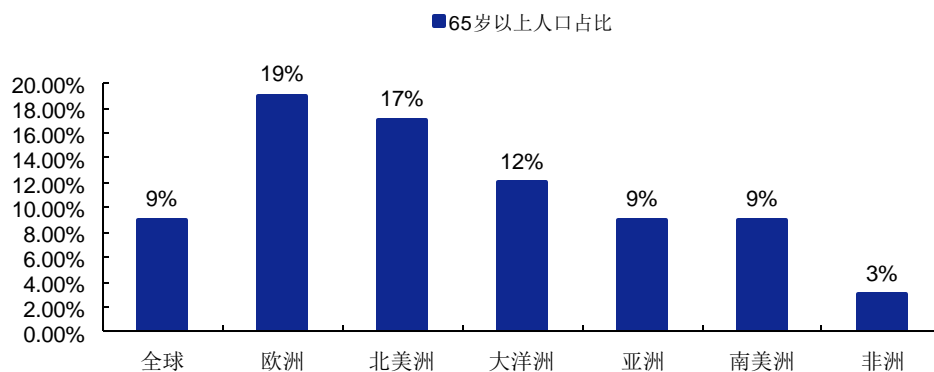
老龄化趋势加速，养老产业规模迅速增长，银发经济前景广阔。而我国养老产业与发达经济体或重度老龄化社会的养老体系有何区别或差距？本文将会结合日本、美国的养老产业，中国模式养老产业现状与新兴的养老模式和实际案例投资机会进行分析。

2. 养老行业市场概况：中国步入老龄化社会，养老行业高速发展

2.1. 全球老龄化程度对比

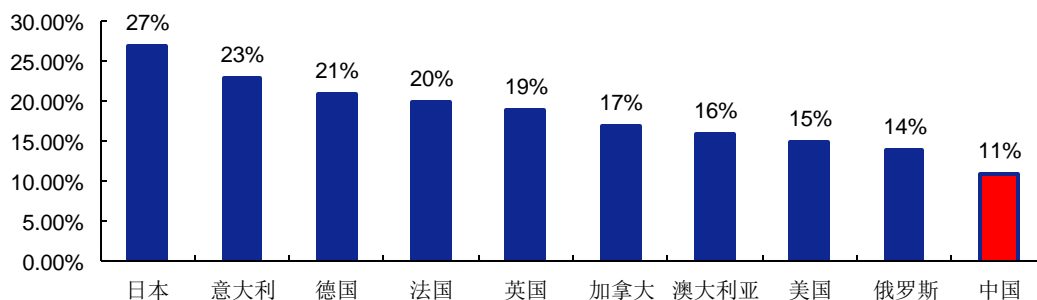
根据联合国对老龄化社会的定义，一个地区 60 岁以上老龄人口超过地区总人口的 10% 或 65 岁以上老龄人口超过地区总人口的 7% 即为老龄化社会。自 21 世纪以来，全球老龄化的问题持续加速。1960 年全球 65 岁以上人口占总人口比重约为 4.97%，到 2000 年全球 65 岁以上人口占比约为 6.89%，增幅为 1.92%。而到了 2020 年，全球老龄人口占比约为 9%，19 年间增幅 2.11%。其中，发达国家的老龄化程度增速高于发展中国家，而发达国家中欧洲部分国家和日本经历的老龄化问题最为严峻。根据世界银行 2019 年统计，日本老龄人口占比 27%，欧洲的意大利，德国，葡萄牙等 6 个国家的老龄人口占比均在 20% 以上。

图 1：2020 年全球各洲 65 岁以上人口占比



资料来源：Statista，安信证券研究中心

图 2：2019 年世界主要国家 65 岁以上人口占比



资料来源：世界银行，安信证券研究中心

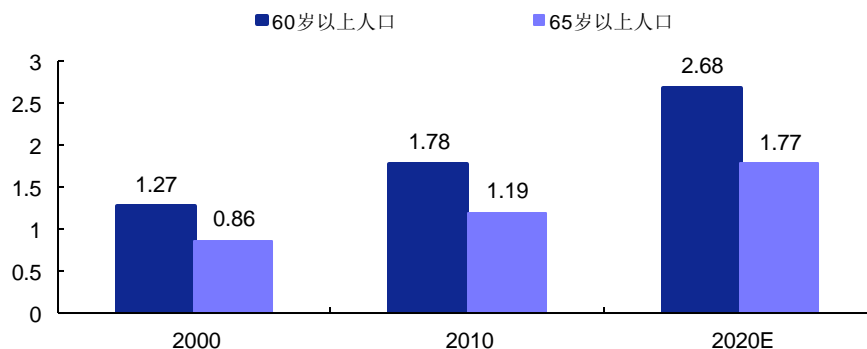
2.2. 中国老龄化历程及预期

由于我国较为特殊的国情，老龄化问题直到二十一世纪初才逐步显现。随着人均预期寿命不断提高，老龄人口占全国人口的比例不断上升。2000 年全国第五次人口普查结果表明，中国有 60 岁以上人口 1.27 亿，占全国总人口的 8.83%；65 岁以上人口 8555 万，占全国总人口的 7.09%。因此自 2000 年开始，中国已经正式步入老龄化社会。中国的老龄化社会历史较短，大致可以分为两个十年阶段。

- 1. 萌芽期（2000-2010 年）：**65 岁以上老人接近一亿，占总人口的 7% 以上。养老产业开始初步发展，外界对于养老产业的投资兴起，部分养老服务及项目开始初步运营。得利于中国巨大的人口红利，2010 年前中国社会的养老压力较小。
- 2. 快速发展期（2010-2020 年）：**中国社会人口红利逐渐减少，老龄化发展加速。对于养老产业的投资增多，配套设施逐渐完善，养老产业供给能力大幅提升。随着行业规模的扩大，政策法规以及行业质量标准进一步完善。

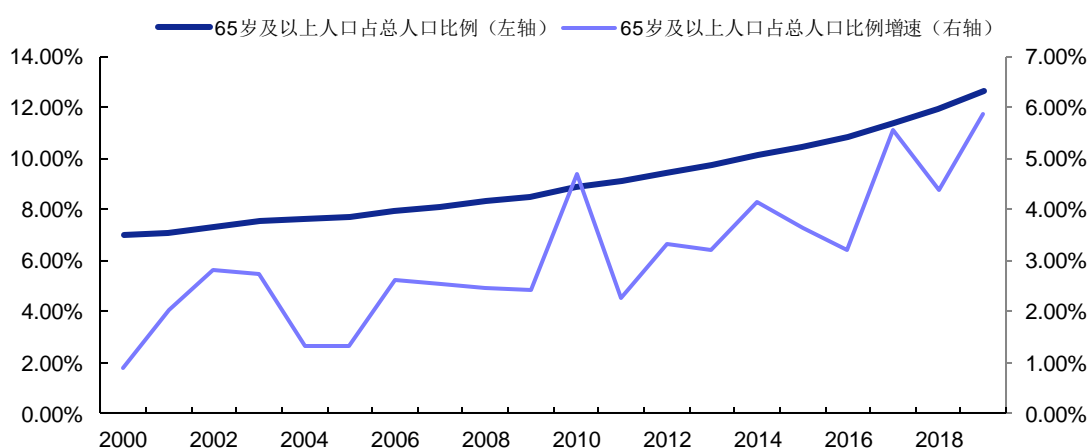
2010 年全国第六次人口普查的结果显示中国有 60 岁以上人口 1.78 亿，占全国总人口的 13.29%；65 岁以上人口 1.19 亿，占全国总人口的 8.89%。2020 年全国 65 岁以上老龄人口预计约有 1.77 亿，占全国人口 12.64%；60 岁以上人口约有 2.68 亿，占全国人口的 18.87%，由此可见在 20 年间中国老龄化社会程度不断加深。

图 3：2000-2020 年中国 60 岁、65 岁以上人口及预测（亿人）



资料来源：国家统计局，艾瑞，安信证券研究中心

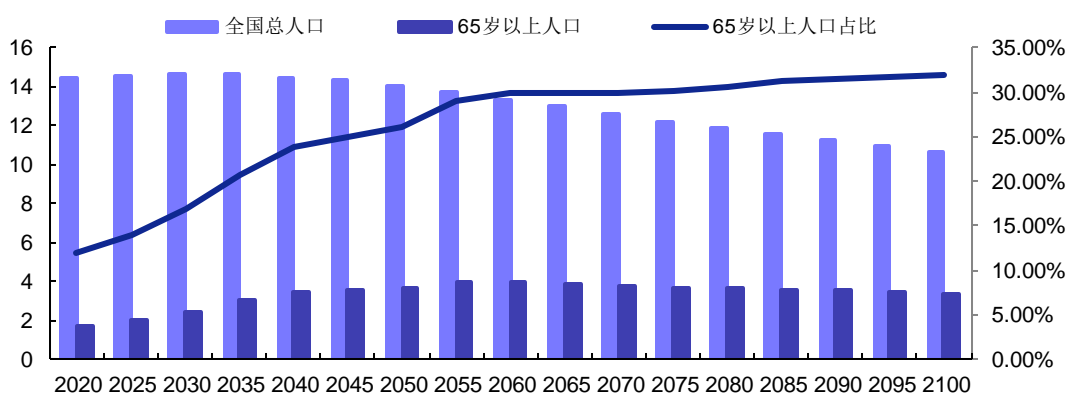
图 4： 2000-2019 年 65 岁及以上人口占比及增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

根据联合国 2019 年发布的世界人口展望报告，中国人口在 2030 年达到高峰之后将迎来持续性的人口缩减，而 65 岁以上老龄人口将持续上升至 2060 年。由于总人口增速与老龄人口增速在 2030-2060 年之间的错配，在这三十年间 65 岁以上老龄人口预计从 1.72 亿增长至 3.98 亿人，占总人口比将由 14.03% 增长至 29.83%。在此之后 65 岁以上老人占总人口比将持续增加，在 2075 年达到 30% 之后还将继续保持缓慢的增长。

图 5： 2020-2100 年中国人口及 65 岁以上人口预测 (亿人)

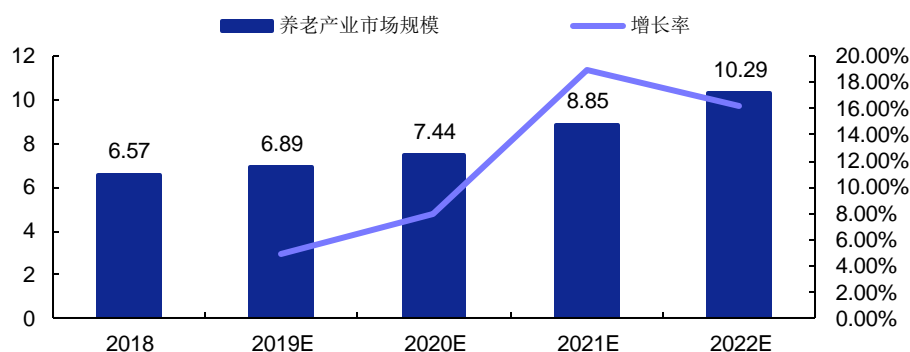


资料来源：UN World Population Prospects 2019，安信证券研究中心

2.3. 中国养老市场规模

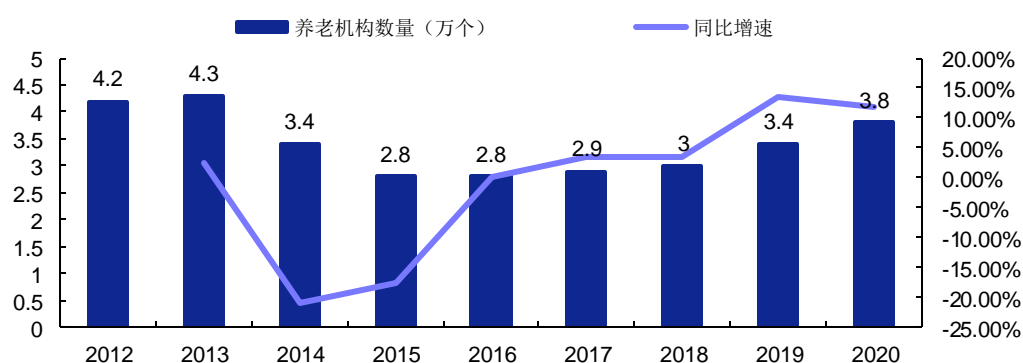
随着过去十年老龄化趋势不断加速，中国养老市场一直保持着较高增长，2018 年中国养老市场规模已超 6.5 万亿。由于中产阶级养老意识的逐渐扩大，对养老服务需求将进一步提升。预计 2021 年养老市场规模或将突破 10 万亿。养老机构数量也在近两年也保持着两位百分比的增长，在 2020 年已达到了 3.8 万家。

图 6： 2018-2022 年中国养老产业市场规模及预测



资料来源：艾媒，安信证券研究中心

图 7： 2012-2020 年全国养老机构数量及增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

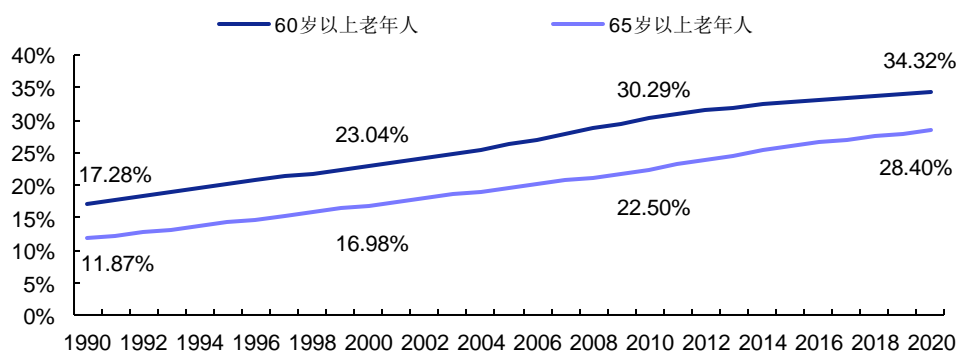
3. 中外养老模式对比

养老产业是一个融合了传统意义上的第一、二、三产业的综合产业，包括了直接的养老支柱产业：养老服务、养老地产、养老金融、养老用品，以及间接的养老支柱产业体系，如电力、建筑、交通、文化教育等。日本和美国作为发达国家，老龄化程度和养老产业的发展都超前于中国，对中国养老产业的发展有着较好的借鉴意义。

3.1. 日本养老产业：全球最高老龄化比例，介护模式提供老年保障

日本早在 1970 年 65 岁以上老年人占总人口比达就到了 7.06%，步入了老龄化社会。作为全球老龄化程度最深的国家，日本养老产业体系发展较为成熟，制度完善，在养老产业的各个方面探索较为丰富。

图 8：1990-2020 年日本 60、65 岁以上老龄人口占总人口比



资料来源：联合国，安信证券研究中心

根据 2020 年日本劳动厚生省的数据显示，日本的男性人均寿命约 81.4 岁，女性人均寿命约 87.5 岁，居世界卫生组织各国人均寿命排名第一。日本养老产业的成功得益于完善的养老行业法律政策和社会保障制度。

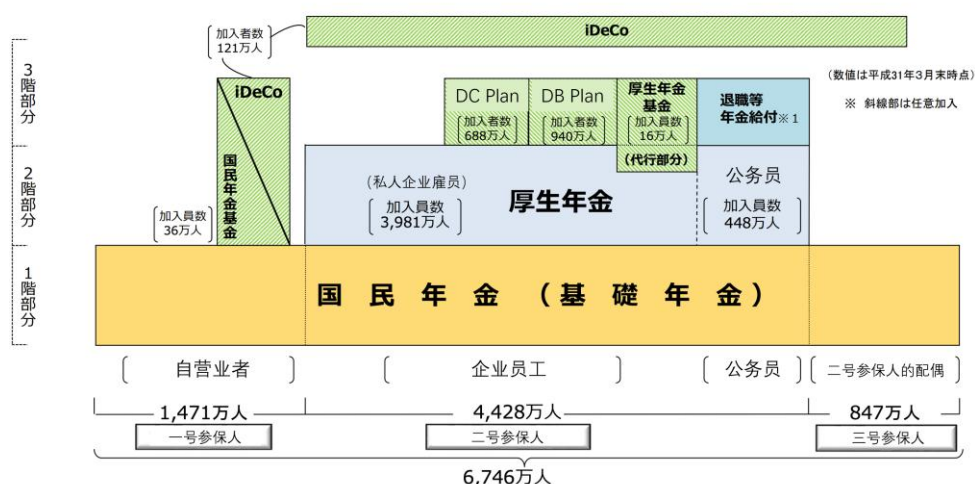
3.1.1. 日本养老的保障来源

早在 50 年前就步入老龄化社会的日本发展出了以《国民年金法》、《老人福利法》、《介护保险法》等法律条款为支撑的养老产业政策法规体系，保障了老年人的福利和权益。

日本通过三个层次的年金来保障老年人在养老过程中所需的花费，分别为国民年金、雇员年金和私人养老保险。

1. **国民年金**：国民年金以 1959 年颁布的《国民年金法》作为支撑，要求 20 岁以上 60 岁以下全体国民参保，是日本国民的基础保障。发放的年金数额则根据缴纳年金的时长而异。《国民年金法》将参保人分为了第一、二、三号三类。其中第一号参保人为 20 至 60 岁的农民及个体经营者，每月缴纳固定额度，与收入无关。第二号参保人为私营企业职工以及公务人员，保费会同第二层的厚生年金保费一起扣除；第三号参保人为第二号参保人的配偶，第三号参保人无需缴纳保费。
2. **雇员年金**：随着日本经济在 20 世纪后半叶的迅速发展，政府又在《国民年金法》的基础上颁布了《厚生年金法》、《国家公务员等互助会法》、《地方公务员互助会法》和《私立学校教职员互助会法》，增加了与收入相挂钩的雇员年金。雇员年金又可以按照不同的企业制度分为私营企业的厚生年金与公务员的互助年金。雇员年金的福利待遇按照投保者投入的多少来决定，保费则由个人和雇主对半承担。由于加入第二层级的年金则会自动加入第一层级的国民年金，在退休之后会领到一笔定额给付和一笔根据收入情况决定的给付。
3. **私人养老保险**：私人养老保险属于非公共年金，根据投保者的意愿自由加入。私人养老保险也可以分为企业年金和个人储蓄型养老保险。企业年金可以企业单方面缴费，也可以个人与企业共同缴费。个人储蓄型养老保险主要针对个体户，形式则为 DC Plan，即按时缴纳固定的保费，退休时所拿到的养老金则按照缴纳保费的收益来发放。

图 9：2019 年日本养老金结构及参保人数



资料来源：日本劳动厚生省，安信证券研究中心

除了以上三种年金之外，日本还在 2000 年颁布了《介护保险法》，正式推出了介护险。介护险的主要目的是减轻医疗机构负担，对晚年需要介护的老年人提供保障。介护险仅向 40 岁以上的人群收取，个人缴费分为五级，确保收入水平和投保水平的均衡。在介护险参保人 65 岁之后，根据身体状况分为七个等级，不同的等级提供不同的介护服务。在介护险上限内的医疗费用由介护险承担 90%（政府承担 50%；各地上缴的介护险保费承担 40%），个人承担 10%，超出上限的部分由个人全部承担。

表 1：介护险护理等级

类型	介护程度	介乎程度认定	月使用限额 (日元)	服务标准
预防介乎服务	要支援 1	具备日常生活能力	50,030	每周预防介乎 1 次，包括健康指导、洗衣、扫除等家务
	要支援 2	日常生活能力较上一层级略低	104,730	每周预防介乎 2 次，包括健康指导、洗衣、扫除等家务
介护服务	要介护 1	起立及步行不稳定	166,920	每日介护 1 次，包括穿衣、做饭、照顾起居等
	要介护 2	独立坐起困难	196,160	每日介护 1 次，包括饮食、排泄、洗浴等
	要介护 3	无法独立翻身及坐起	296,310	每日介护 2 次，包括饮食、排泄、洗浴等
	要介护 4	日常生活能力低下	308,060	每日介护 3-4 次，包括生活各个方面需要介护的部分，或全面介护
	要介护 5	日常生活能力相当低下	360,650	每日介护 5 次，包括生活各个方面需要介护的部分，或全面介护

资料来源：日本社会保障研究，安信证券研究中心

3.1.2. 日本养老模式

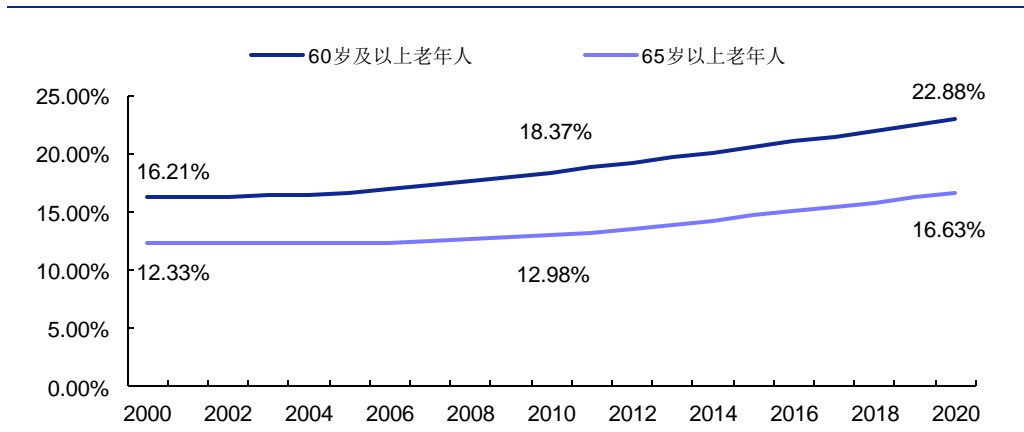
日本和中国有着相似的文化背景和生活方式，在养老方面两国都以居家养老为主，社区养老和机构养老为辅。日本国民由于有着较高的平均收入和较为完善的保障制度，在养老开支方面明显高于我国，医疗资源也较为充足。在介护险的保障下，日本有 90% 需要护理的老人以居家及社区养老为主，其平均年龄在 80 岁以下。剩余 10% 需要护理的老人则由养老机构负责，年龄基本超过了 80 岁。

日本在居家养老改造方面的发展的较为超前，老年用床、老年用电动轮椅、墙面抓握扶手等适老设施较为普及，将部分养老机构的基础服务赋能到了居家养老，为轻微失能的老人居家养老提了可行性空间。居家改造与介护服务相结合减轻了社区养老和机构养老的压力，使社会资源和医疗资源更有效的分配给高龄、半失能和失能老人。

3.2. 美国养老产业：市场化程度高，多层次养老金提供保障

美国早在 1950 年之前就进入了老龄化社会，但老年人口占总人口比增速一直保持在 2% 以下。从 2008 年开始美国老龄人口占总人口比的增速超过 2%，在 2014 年老龄人口占总人口比超过了 20%。

图 10：2000-2020 年美国 60、65 岁以上老龄人口占总人口比



资料来源：联合国，安信证券研究中心

美国养老行业的亮点在于它的市场化程度以及金融市场和养老市场的结合。美国作为全世界金融市场最发达的国家，在养老金制度方面做出了金融创新，在养老地产上尚做出了与金融的结合。在保护老年人权益的基础上让社会的各个层面通过金融市场参与到了养老行业当中，带动了整体社会的发展，同时也为未来的老年人提供更多的保障。

3.2.1. 美国养老保障来源

美国的养老保障制度分为三个部分，分别是强制性的社保，自愿性的公共部门/雇主养老金计划和自愿性的个人养老账户/商业保险。

1. 社会保障金

根据 1935 年颁布的《社会保障法》，社保金的收取由政府强制执行，社会保障署管理。社会保障计划是面向全美国社会的退休生活保障，覆盖率达就业人口的 96%，是三层养老保障中的基础部分。参保人达到最低退休年龄（65 岁）之后并缴满 40 季度（十年）的社会保障税，累积的社保积分达到 40 分就可以申请领取社会保障退休金，给付的金额取决于个人职业的平均收入。在上世纪 90 年代，由于社保基金面临着较大的给付压力，美国政府将退休基金的领取年龄由 65 岁提高到 67 岁。

2. 公共部门/雇主养老金计划

公共部门养老金计划是指联邦、州和郡县的政府为政府雇员提供的养老金计划，覆盖了 50 州约 1300 万政府雇员。联邦的退休金计划包括 32 个不同的退休金制度，其中最重要的是公务员退休金支付和联邦雇员退休金制度。另外 30 退休金计划则是针对联邦法院、外交系统等较为特殊的政府雇员。各州和地方郡县也设有自己的养老金计划，大体结构与联邦退休金

计划相类似。

雇主养老金计划也可以称为企业养老金计划，指企业或一些组织机构为其雇员提供的养老金计划，可以分为收益确定型（DB Plan）和投入确定型（DC Plan）。这两种养老金计划都没有设置全国统一的收入标准。其中收益确定性养老金计划不为每个参与者设置单独的养老金账户，而是把养老金投入总账户，因此参与者只能依据公式来计算自己的退休金给付额度。投入确定型养老金计划则是由雇员与雇主共同为养老金计划供款，计划参与者有个人的独立账户。由雇主选择养老金计划管理机构来管理养老金，管理机构会提供多种投资方案由雇员选择，雇员最终的养老金给付金额则由投资收益来决定，有一定的不确定性。

3. 个人退休账户/商业保险

个人退休账户是个人自愿参加的，对养老金的补充保障，分为传统个人退休账户、反向个人退休账户和小企业个人退休账户三种类型。个人退休账户享有税收优惠政策

3.2.2. 美国养老模式

虽然美国的养老模式也可以分为居家、社区和专业机构三种，但美国独立自主的家庭观念对其养老模式产生了较大的影响，导致社区养老和专业机构养老的占比更高。美国的社区养老机构和专业养老机构的市场化程度较高，约有 80%-90% 的机构为民营盈利性质，且大部分费用需要自付，不能通过医疗保险报销，使得美国老年人养老较为依赖非基础保障。

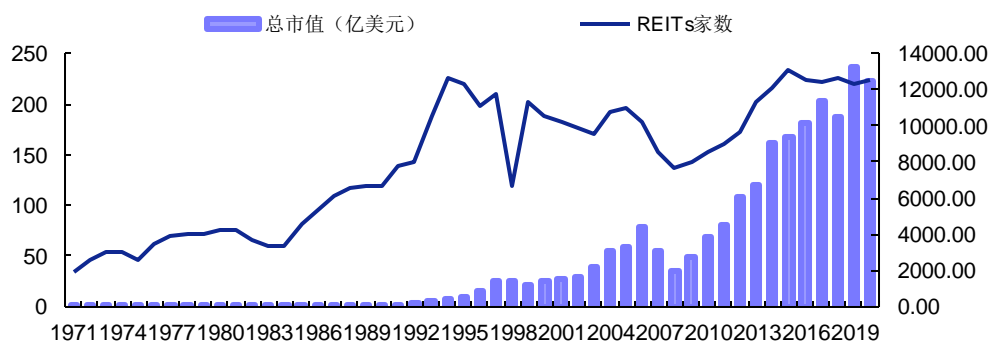
在长期的发展过程中，美国成熟的金融体系也对养老行业产生了影响。养老机构和 REITs（房地产信托投资基金）结合的模式在美国较为普遍。REITs 是房地产证券化的重要手段，将流动性较低的房产转化为资本市场上的有价证券对投资者开放，可以在二级市场中交易。REITs 资产池里的房产一般为能产生稳定现金流的物业，如写字楼、商业地产等，由专门的投资机构进行管理，并按照法律规定将利润的 90% 作为投资收益按比例分配给 REITs 的投资者。

REITs 的发展给连锁养老机构提供了较为便利的融资方式，如同股票一样的分红模式让连锁养老机构避免了期限内还本的问题，极大的缓解了开发养老地产所带来的财务压力。从而能将更多资金投入业务开发与服务建设当中。

以 REITs 模式运营的养老机构可以分为四个参与主体：房地产开发商、REITs、运营商和住户。房地产开发商从事传统的物业开发工作，在开发过程中对养老地产进行适老改造，如增加残障人士专用施舍，墙面扶手等。REITs 则通过向房地产开发商购买物业并向住户出租，收取租金来获得收益。运营商则是通过在养老地产内提供服务来获得收入，如安保、餐饮、清洁、陪护等。

美国政府对 REITs 的发展也提供了政策支持。1993 年美国通过了《Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993》法案，更改了“Five or Fewer”规则，使得社保基金、企业年金等有一定投资限制的长期投资养老基金更容易参与到 REITs 当中。在 2005 年美国通过了《the Real Estate Investment Thrift Savings REITs Act》法案，将 REITs 纳入到联邦政府 DC Plan 的推荐当中。1990 年美国市场中有 119 家 REITs 公司，总市值约为 87 亿美金，而到了 1995 年则增长到了 219 家，总市值达到了 575 亿美金，增长了 561%，正是 OBRA-93 的颁布对市场发展起到了极大的促进作用。虽然在此后 REITs 公司数量没有持续增加，但是 REITs 总市值在 2020 年达到了 12482 亿美金。

图 11：1970-2020 年美国市场 REITs 公司家数及市值



资料来源：Nareit，安信证券研究中心

3.3. 中国养老产业：三种养老方式适配不同需求老年人

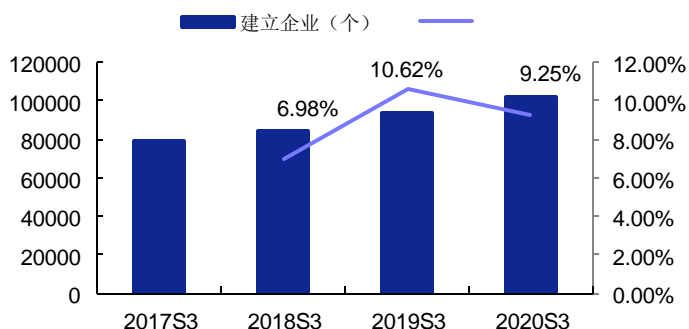
3.3.1. 中国养老保障来源

中国的养老保障体系主要由三部分构成：基本养老保险、企业年金和个人储蓄型/商业养老保险。其中，基本养老保险为强制性，由个人和企业共同缴费，国家财政进行补贴，由政府承担投资风险，为居民提供退休后基本生活保障，并可以抵扣企业所得税和个人所得税。企业年金为非强制性，是企业为员工提供的养老保障，一般由企业和员工在自愿的情况下共同缴费，企业年金可以抵扣部分企业所得税、递延个人所得税，国家有一定的税收优惠政策扶持。个人储蓄型养老保险和商业养老保险为个人资源与保险公司签订的养老保障，缴费方式、保障方式较多，视具体产品而定，全部费用由个人缴纳，是对基本养老保险和企业年金的补充。这三种保障也被称为养老保障的三支柱。

截至 2021 年 2 月，我国基本养老保险覆盖人数已达 9.99 亿，基本实现全面参保。自 2005 年开始，我国连续 17 年上调养老金水平，对老年人的基本生活提供了坚实的保障。但由于我国的老龄化进程较快，国家面临着养老金支付压力并拟推后退休年龄。基本养老保险的基础在支付额外照护和医疗服务项目之后可能会对老年人造成生活压力，企业年金和个人养老保险作为第二、第三养老保障支柱的作用在未来尤为关键。

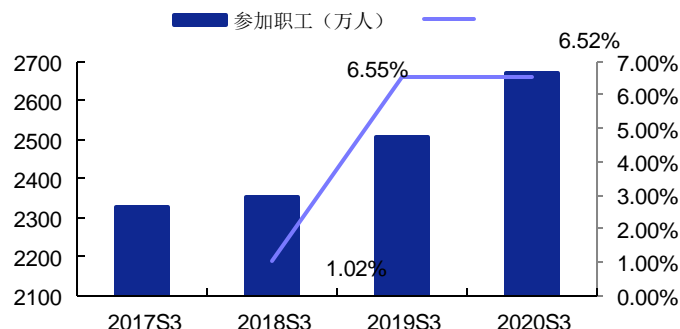
截至 2020 年第三季度全国建立企业年金企业共 10.21 万个，参加职工约 2670 万人，累计企业年金基金金额共 20947.5 亿元，2020 年加权平均收益率达 6.87%。相较于我国庞大的劳动力人口，企业年金的覆盖率还比较低。

图 12：2017-2020 年建立企业年金企业个数及增长率



资料来源：人社部，安信证券研究中心

图 13：2017-2020 年企业年金参加职工及增长率



资料来源：人社部，安信证券研究中心

我国个人养老保险的发展还处于较为空白的阶段，国民风险和保险意识不够强，购买个人储蓄型保险和商业保险的意愿不高。自 2018 年人社部、财政部等多个部门成立领导小组，启动建立养老保险第三支柱工作开始，政府在建设第三养老支柱方面出台了多种相关政策予以支持。今年的政府工作报告中，李克强总理也指出要推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。两会期间多为来自金融和保险行业的委员也提出了如强化三支柱间的衔接转换贯通、创新税收激励形式、扩延税延养老范围与期限等提案来推动第三支柱发展。

3.3.2. 中国养老模式？

参考养老的模式和养老的场所，可以分为三种养老模式：居家养老、社区养老、机构养老。

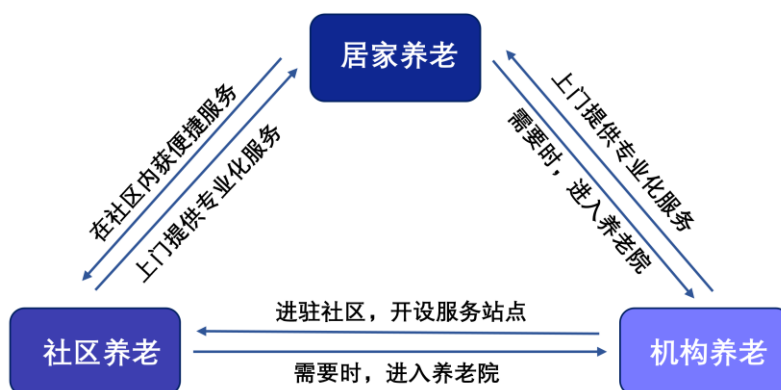
1. **居家养老**：指以家庭为核心，子女与老人共同居住或老人独自居住。居家养老成本较低，老人对居住环境及周围社区较为熟悉，是大多数老年人养老的主要方式，目前占比约 96%。
2. **社区养老**：指依托社区公共资源，如社区老年食堂、日间照料中心、社区卫生中心等设施，或引入养老服务机构，给社区内老年人提供就近的养老服务，对于生活自理能力有欠缺或子女没有共同居住的老人是对居家养老的补充，目前占比约 3%。
3. **机构养老**：指以养老院、老年公寓、康养中心等专业化的养老机构为载体，将老年人集中在机构内，提供居住、就餐、医疗、娱乐等全面服务，对机构外（除医疗）服务基本没有需求，目前占比约 1%。

表 2：三种养老模式对比

养老模式	养老场所	适用群体	主要特点
居家养老	老人或子女家中	具有基本生活自理能力的老人	低成本，老人无需更换居所，家人陪伴
社区养老	家庭附近社区	基本生活自理能力较弱，或子女不在身边的老人	依托社区公共资源和服务，老人对周围社区较为熟悉，更具有亲切感
机构养老	专业养老机构	一定失能或失智程度的老人，高龄老人	成本较高，老人须更改住所，服务内容较为丰富、全面

资料来源：鲸准研究院，安信证券研究中心

图 14：三种养老模式关系



资料来源：鲸准研究院，安信证券研究中心

各地政府近年陆续提出了“9073”或“9064”模式，即 90%的老人居家养老，6%-7%的老人使用社区养老，3%-4%的老人使用机构养老。在全国超 2.5 亿老年人中，约 90%的老年人

在 80 岁以下，其中的绝大多数自理能力比较健全，可以居家养老。而对机构养老需求较高的老年人群多处于半失能或失能状态，在整体老年人群中占比较小。随着产业的发展，完善与老年人生活水平的提高，越来越多的老年人会选择更完善的养老服务，社区养老和机构养老所占的市场份额将会逐步增加。

3.3.2.1. 居家养老

居家养老符合我国基本国情。对于生活自理能力较为健全的老年人来说居家养老为主要选择，配合子女或者社区护工的定期/不定期上门探望基本能解决生活需求。居家养老的成本也较低，较为符合我国“未富先老”的社会情况。2014 年我国城镇老年人保障性收入占总收入的 79.4%，老年生活保障主要来自养老金，很难承担起社区养老和机构养老可能涉及到的医养结合项目或养老地产项目。

根据 2015 年全国老龄办的统计，38.1%的老年人需要上门看病服务，12.1%的老年人需要上门做家务服务，11.3%的老年人需要康复护理服务，10.6%的老年人需要心理咨询或聊天解闷服务，10.3%的老年人需要健康教育服务，9.4%的老年人需要日间照料服务，8.5%的老年人需要助餐服务，4.5%的老年人需要助浴服务，3.7% 的老年人需要老年辅具用品租赁服务。从体来看，老年人健康类需求始终居于首位，但老人对日常生活服务和心理咨询服务也有着较高的期望，是今后居家养老服务发展的重要方向。

表 3：老年人居家养老需求

类别	有需求老年人占比	类别	有需求老年人占比
上门看病	38.10%	日间照料	9.40%
上门做家务	12.10%	助餐	8.50%
康复护理	11.30%	助浴	4.50%
心理咨询/聊天解闷	10.60%	老年用品租赁	3.70%
健康教育	10.30%		

资料来源：全国老龄办，安信证券研究中心

目前我国居家养老费用由老人和老人子女承担。居家养老方面已参考日本的经验，将长护险纳入老年生活保障的一部分，使得有上门服务需求的老年人具有相匹配的经济能力来养老，目前有个别省份和直辖市已经开始这方面试点。

3.3.2.2. 社区养老

社区养老是带着居家养老和机构养老各自属性的结合养老方式，结合了两者的部分优点。社区养老以家作为主要生活环境，在家附近的社区建设养老服务设施，提供多样化养老服务，如销售药品和医疗器械、简单的医疗处置、心理疏导、文化娱乐服务等。社区养老能够较好地解决老年人白天缺少陪伴，但身体状况暂不需要机构养老服务，同时能使子女更容易探望、照料父母。

据统计，2015 年中国 33.0%的社区有法律或维权服务，21.8%的社区有殡葬服务，15.6%的社区有托老服务，15.2%的社区有家政服务，5.9%的社区有老年餐桌服务，2.2%的社区有陪同购物服务，1.6%的社区有老年婚介服务。社区提供医疗康复类服务的情况是：37.5%的社区有健康讲座服务，35.0%的社区有上门看病服务，15.5%的社区有心理咨询服务，12.3%的社区有康复服务，7.0%的社区有上门护理服务，5.6%的社区有陪同看病服务，4.5%的社区有家庭病床服务，3.9%的社区有康复辅具租赁或出售服务。

表 4：2015 年老龄服务项目社区涵盖比

日常养老服务	涵盖社区占比	医疗康复类养老服务	涵盖社区占比
法律维权	33%	健康讲座	37.5%
殡葬	21.8%	上门看病	35%
日托	15.6%	心理咨询	15.5%
家政	15.2%	康复	12.3%
老年餐桌	5.9%	上门护理	7.0%
陪同购物	2.2%	陪同看病	5.6%
老年婚介	1.6%	家庭病床	4.5%
		医疗器械出售/租赁	3.9%

资料来源：全国老龄科学研究中心，安信证券研究中心

总的来看，社区与社区之间的服务涵盖种类区别较大，服务的多元化不足。部分优质社区服务涵盖全面，但部分尚未开发的社区服务种类少，服务质量有限。发展社区服务覆盖率对于老年人生活质量有巨大提升。目前我国社区养老的市场占比仅 3%，距离国家提出的 7% 的目标尚有超一倍的发展空间。

3.3.2.3. 机构养老

机构养老作为一站式的养老方式，包含了其他养老模式的全部服务，包括生活护理，饮食起居，健康管理等，主要针对群体应是高龄或失能、半失能老人，居家养老和社区养老的服务和功能已经没有办法满足这类老人在日常生活中需要的服务。

中国机构养老可以分为三类：保障型，普通型，高端型。保障型养老机构一般为养老院、敬老院，由政府开发，对生活没有政府外保障的“三无老人”（无劳动力、无生活来源、无赡养）和“五保老人”（农村集体经济或街道办组织，对丧失劳动能力，无子女无依靠无生活来源的老人实行保吃、保穿、保住、保医、保葬）提供，一般为非盈利机构。普通型养老机构由社会或政府建设，也可以由双方共同开发，主要针对普通民众，可以为盈利性质或者非盈利性质，收费适中。高端养老机构主要有社会资本开发，提供更加全面，完善的服务，收费较为高昂。三种机构养老方案可以根据我国切实国情，对不同经济水平的老人提供差异化的服务。

目前中国机构养老的主要发展方向在养老地产方面。三种养老机构的普通型和高端型都可以作为养老地产项目开发，带动社会资金进入养老市场，加快养老机构开发速度，为加速的老龄化趋势做好提供养老服务的准备。

表 5：养老地产分类

类别	目标群体	开发主体	是否盈利
保障型	三无老人、五保老人	政府	否
普通型	普通民众	政府/政府和社会共同建设	部分盈利
高端型	经济条件较好的老人	社会资本	是

资料来源：全国老龄办，安信证券研究中心

3.3.3. 中国式养老发展方向如何？详解南京家庭养老床位模式

南京作为中国经济较为发达的城市，最先推行家庭养老床位这一新的居家养老模式。家庭养老床位的本质是将养老床位搬进家，并以养老机构为依托，社区养老服务中心为支点，把机构养老的部分功能通过养老床位延伸到居家养老当中。家庭养老床位包括对家内部进行适老

改造、专业护理、和远程监测等养老服务，一定程度上解决了居家养老专业程度不够高的问题，且老人在熟悉的家庭环境中对养老机构和服务、护理人员配合度更高。

在近两年南京建设了近 6000 张家庭养老床位，相当于建设了 50 个中等规模的养老院，缓解了紧张的社会养老资源。相较于建设养老机构，家庭养老床位的优势较为明显。家庭养老床位以家作为养老场地，老年人对周围环境较为了解，更方便。同时家庭养老床位的投入更少。在家庭养老床位达到规模化之后的建设费用约为机构养老床位的 1/5。家庭养老床位由民营企业建设，且由于不需要土地投入，对政府政策的需求较少。

互联网技术的应用给养老带来了助力。互联网作为养老机构和家庭养老床位的媒介发挥了重要的作用。江苏悦心通过“互联网+医养结合”的居家养老模式，依托居家养老服务中心及互联网管理平台，为长者提供机构式、专业周到的家庭照护管理服务，开发了南京内的养老服务市场，覆盖老人 21 万，养老服务总数达 570 万次，居南京第一。提供的服务包括打包：助医、助餐、助洁、助浴、助急、助乐、助行、助购、助聊、助学、护理、探望、家庭养老床位、精神慰藉等。悦心通过上门免费量血压测血糖的服务方式将品牌向市场进行推广，并以家庭养老床位为依托，向老年旅游、老年大学、老年文化娱乐活动等多个方面延伸。

图 15：江苏悦心 家庭养老床位



资料来源：全国老龄办，

图 16：江苏悦心



资料来源：全国老龄办

以轻资产运营，将养老机构的功能通过设备和服务延伸到居家养老当中，并此基础上由国家推进企业年金和个人储蓄保险的发展，推动长护险来保障老年人的支付能力是我们较为看好的发展方向。

4. 养老服务市场供需缺口详析

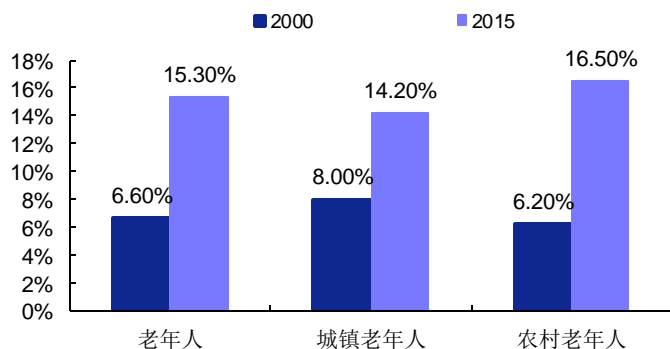
4.1. 养老服务需求快速增长

根据 2015 年全国老龄办发布的第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查显示，我国城乡老年人自报需要照护的比例为 15.3%，较 2010 年抽样调查的 13.7% 上升了 1.6%，较 2000 年抽样调查的 6.6% 上升了 9.1%。

按照城乡区分，城镇老年人需要照护的比例从 2000 年的 8% 上升到 2015 年的 14.2%；农村老年人需要照护的比例从 2000 年的 6.2% 上升到 2015 年的 16.5%，农村老年人需要照护比例上升速度高于城镇老年人。

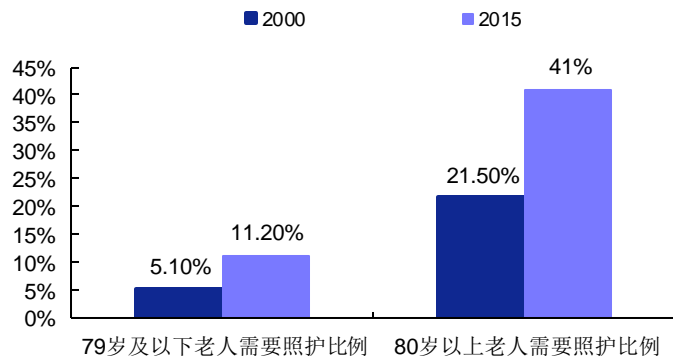
按照年龄段区分，79岁及以下的非高龄老年人需要照护服务比例从2000年的5.1%上升到2015年的11.2%，上升了6.1%；80岁以上高龄老年人需要照护服务比例从2000年的21.5%上升到2015年的41%，上升了近20%，上升幅度超中低龄老年人的三倍。

图 17：2000、2015 年不同地区老年人需要照护比例



资料来源：全国老龄办，安信证券研究中心

图 18：200、2015 年不同年龄段老年人需要照护比例

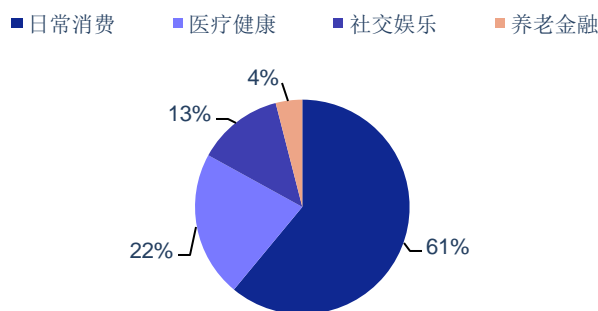


资料来源：全国老龄办，安信证券研究中心

不仅是老年人对于养老服务的需求增长和消费意愿在增长，老年人的消费能力也在上升。2014年，我国城镇老年人年人均收入达到23930元，农村老年人年人均收入达到7621元，分别较2000年增加16538元和5970元。扣除价格因素，城镇老年人收入年均增长率为5.9%，农村老年人收入年均增长率为9.1%。

老年人的消费模式和消费结构也在随着社会发展而更新。2020年，城乡老年人人均消费支出约为16307元。从支出结构来看，日常生活支出占61%，医疗费支出占22%，社交娱乐支出占13%，其他支出占4%。医疗支出和社交娱乐支出占比较2014年全国老龄办的统计数据相比有了明显的提升，分别提升了9.2%和9.8%，说明老年人对于健康和文娱生活的追求明显升高。

图 19：老年人消费支出结构



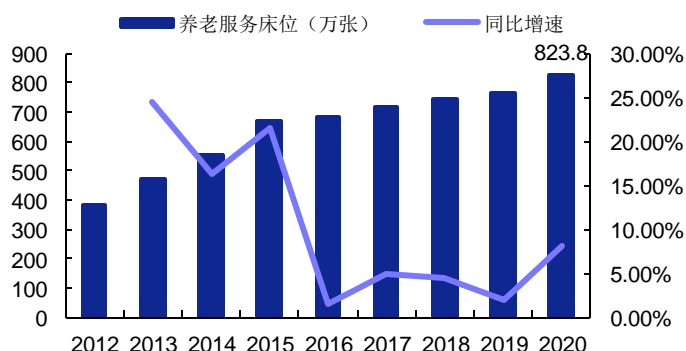
资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

4.2. 养老市场供应不足

按照“十三五养老规划”，在2020年我国应建成每千人拥有养老床位35-49张，全国养老床位892.5-1020万张。但根据国家统计局发布的《2020年国民经济和社会发展统计公报》统计，2020年我国有养老床位823.8万张，每千人拥有养老床位32.98张，距离十三五规划仍有一定差距。根据2019年联合国人口展望预计，我国在未来二十年将迎来人口老龄化的

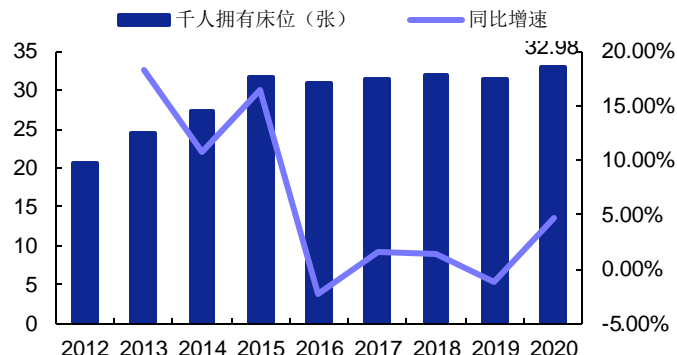
高速增长期，目前养老床位供给增速很难满足日益增长养老需求。

图 20：2012-2020 年中国养老服务床位及增速



资料来源：联合国，国家统计局，安信证券研究中心

图 21：2012-2020 年中国老年人千人拥有床位及增速



资料来源：联合国，国家统计局，安信证券研究中心

在增加养老床位数量的同时也应当考虑养老床位的配套设施以及所在机构的服务质量，更好的满足老年人需求的多样性。根据 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没能给老人提供多样化的养老服务。造成高空置率的主要原因是优质养老资源稀缺，大部分的养老机构交通不便，服务质量不高，不符合大多数老年人对中档养老机构的需求。除此之外，养老床位中包含了相当部分的日间照料中心床位比例，不提供留宿服务，进一步提高了养老床位的空置率。

参考案例日本等发达国家的入住机构年龄普遍在八十岁以上，而我国的入住平均年龄较低。高龄老人和失能或半失能老人对于养老床位的需求较为普遍，而对于低龄和大部分中老年老年人来说主要的需求集中在多样化的家政服务而不是养老床位。当前养老产品及服务主要针对失能与半失能老人，开发重点在床位建设及辅助型的配套设施及服务，忽视了初老群体，开发形式较为单调。在社交，教育，康养方面的开发明显少于地产、金融以及养老用品，发展尚不成熟。未来，面对消费升级的变化和健康需求的转型，更需要多样化、专业化、针对性的市场开发。

因此在发展养老行业供给侧时的发展重点应当是满足老年人居家养老的多样化需求，养老机构则将目标用户侧重在高龄老人，更好的匹配养老服务供需，切实提高老年人晚年生活质量，促进行业发展。

4.3. 国家政策支持养老行业快速发展

2000 年 2 月国务院首次提出坚持以居家为基础、以社区为依托、以社会福利机构养老为补充的发展方向，确定了我国养老政策的方向。2010 年之后养老相关政策密集出台，大力推动养老产业发展。

表 6：养老相关政策一览

政策名称	发布日期	发布单位	主要内容
《关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费的实施意见》	2019/09	民政部	全方位优化养老服务有效供给，大力发展城市社区养老服务，积极培育居家养老服务，促进机构养老服务提质增效，拓展农村养老服务。激发老年用品消费潜能，加强姥姥服务消费继承保障，培育养老服务消费新业态。
《关于加强规划和用地保障促进养老服务发展的意见（征求意见稿）》	2019/06	自然资源部	明确养老服务设施用地范围，统筹规划养老服务设施用地空间布局，规定年度国有建设用地供应计划时应当优先保障养老服务设施用地需求，加强养老服务设施用地服务和监管
《关于推进养老服务发展的意见》	2019/03	国务院	支持养老机构规模化、连锁化发展，推动解决养老机构融资问题，提升医养结合的服务能力。推动居家、社区和机构养老融合发展，支持养老机构运营社区养老服务设施，上门为居家老年人提供服务。实施“互联网+养老”，在全国建设一批“智慧养老院”，推广物联网和远程智能安防监控技术，形成示范效应。
《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	2018/04	国务院	推进实施健康中国战略，提升医疗卫生现代化管理水平
《关于运用政府和社会资本合作模式支持养老服务行业发展的实施意见》	2017/08	财政部	鼓励运用政府和社会资本合作（PPP）模式推进养老服务行业供给侧结构性改革，加快养老服务业培育与发展，形成多层次、多渠道、多样化的养老服务市场，推动老龄事业发展
《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	2017/03	国务院	到 2020 年，以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系更加健全，大力发展居家社区养老服务，推动养老机构提质增效、推动医养结合。
《关于全面开放养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	2016/12	国务院	全面开放养老服务市场，放宽营利性养老机构市场准入条件，鼓励社会力量以公建民营的形式参与养老机构改革，推进居家社区服务全面覆盖。
《关于推进老年宜居环境建设的指导意见》	2016/09	全国老龄办等 25 个部门	支持适老住宅建设，鼓励发展通用住宅，对开发老年公寓、老少同居的新社区和有适老功能的新住宅提供相应政策扶持
《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》	2015/11	民政部、卫生计生委等 9 部门	到 2017 年，医养结合的政策体系、标准规范和管理制度初步建设，建成一批兼具医疗卫生和养老服务资质和能力的医疗卫生机构或养老机构
《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的指导意见》	2015/02	民政部	鼓励民间资本在城镇社区举办或运营老年人日间照料中心、老年人活动中心等养老服务设施，采取股份制、股份合作制、政府和民间资本合作（PPP）等模式建设或发展养老机构
《关于加快发展养老服务业的若干意见》	2013/09	国务院	到 2020 年全面建成以居家为基础，社区为依托，机构为支撑的养老服务体系。完善投融资、税费优惠、人才培养和就业等政策，鼓励公益慈善组织支持养老服务。
《中国老龄事业发展“十二五”规划》	2011/09	国务院	以居家为基础，社区为依托，机构为支撑的养老服务体系，居家养老和社区养老服务网络基本健全，全国每千名老年人拥有养老床位数达 30 张。

资料来源：全国老龄办，安信证券研究中心整理

5. 银发经济的投资版图

过往投资人关注的养老服务行业投资相关标的较少，主要受限沪深市场中直接相关养老产业的公司不多，只能退而求次关注四类相关产业，典型的如：医疗器械，民营医院，中医药和保健品产业、部分参与养老地产的地产公司。

当前，从我们上文分析可见，从受益“银发经济”的直接程度和先后顺序来看，有更加直接相关的公司和赛道涌现。我们也将目光转向培养“小特精专”市场的全国股转系统（新三板市场）。我们发现在这个市场中，有一批与“银发经济”和“智慧养老”相关程度高，并且作为一个新产业初具规模的公司，总共有 10 余家主营业务涉及养老的企业，我们选取了其中，部分已经初具规模作为介绍，如海阳股份等作为案例研究深入展开。

图 22：新三板部分养老企业汇总

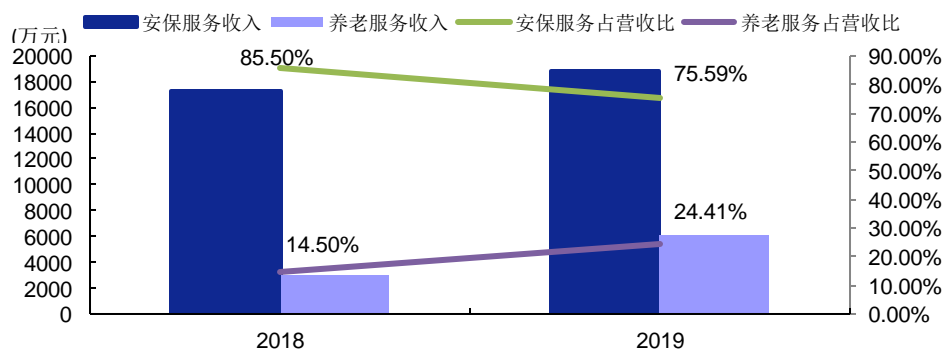
证券代码	证券名称	营收（万元）			净利润（万元）			主营业务
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	
830921.OC	海阳股份	13612.37	20165.45	24798.34	2140.45	2169.50	2250.21	保安服务、医院后勤管理、物业管理、老年事业和信息科技
836111.OC	鹿得医疗	28227.27	29389.26	30398.64	1816.27	2028.55	3254.38	机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器等家庭医疗器械与相关零配件的研发、设计、生产、销售等
836063.OC	青鸟软通	14104.65	15618.78	15272.94	926.98	1467.57	1688.32	计算机软硬件的销售、开发、安装、技术咨询与服务
430165.OC	迈动医疗	7062.68	12790.67	9556.09	63.98	253.51	175.30	临床护理产品,养老产品的研发和制造,进口医疗器械设备和器材的销售。
832278.OC	光宝联合	16924.24	16982.21	18118.85	2636.84	1862.64	1526.64	针对电信运营商、企业、移动终端用户及互联网终端用户,进行无线信息技术与互联网技术的研究、开发与应用
834222.OC	爱依养老	4079.47	4622.47	5495.69	322.85	262.22	403.00	提供家庭服务中介、养老服务、培训服务。

资料来源：安信证券研究中心，Choice

5.1. 海阳股份 (830921.OC): 推进医养结合, 拓展多平台综合养老业务

海阳股份成立于 1993 年, 主营业务是提供安保服务和养老服务, 养老服务是公司近年来持续推进并扩大的产业。2019 年公司营业收入为 24798.34 万元, 较 2018 年增长 22.97%, 2019 年公司净利润为 2250.21 万元, 较 2018 年增长 3.72%。其中安保服务占营收比由 85.5% 下降到 75.59%, 收入金额较 2018 年增长了 8.72% 养老服务占营收比由 14.5% 上升到 24.41%, 收入金额较 2018 年增长了 107%, 发展较为迅速。2020 半年报显示, 养老业务占比进一步提升到近 30% 并保持高速增长态势。

图 23: 海阳股份 2018、2019 营收及主营业务占比



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

安保业务: 海阳股份拥有保安服务一级资质, 客户群体主要为教育机构、金融机构、医院及事业机关单位, 如上海市杨浦区教育局、复旦大学、中国银行上海市分行、复旦大学附属肿瘤医院等。安保服务作为公司的主要业务, 发展状况较好, 一直处于上海市内领先的安保服务提供商。由于服务对象主要为教育机构、金融机构和医疗结构, 信誉较好, 通常在结束服务后的 30-90 天能收取全部款项, 是较为稳定的现金流来源。除了为大学、医院等大型机构提供安保服务之外还连续两年承接了上海市高考、中学生会考、三校生春考所有阅卷点的安检服务。在 2019 年海阳股份也承接了如上海市科技节杨浦区启动仪式、上海市水陆划船挑战赛、国标舞公开赛、五角场之夜跨年等大型活动的安保工作。

图 24: 海阳股份负责安保的部分医疗机构



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 25: 海阳股份负责安保的部分金融机构



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

养老业务: 海阳股份的 2018 年收购海阳互联网养老股份有限公司之后迅速发展, 2019 年占营收比 24.41%。被收购的海阳互联网成立于 2004 年, 主要经营综合养老服务。通过线上建立智能养老平台, 线下组建智能设备、服务人员、供应商等全方位养老服务网络, 致力于‘医养康护’四位一体的新型模式。业务已经覆盖全国 6 个省 28 个城市, 目前 CCHC 综合体 72

家，医院护理院 13 家，22 家养老院，13 家护理站医疗远程中心，拥有稳定的长期经营合同与业务量。通过养老院/敬老院、养老公寓、护理院、门诊/诊疗机构为服务对象提供“十助”服务，包括：助医、助浴、助行、助急、助洁、助餐、助乐、助聊、助学、助安，形成养老机构服务全产业链。在海阳股份收购海阳互联网后，公司的主要发展方向是成为安防、养老与医疗服务的综合供应商，打造智能化、数字化、信息化的安防、养老和医疗平台。

5.1.1. 海阳股份的养老产业链的布局

海阳股份的综合养老业务自 2018 年收购海阳互联网养老之后发展的比较迅速，营收增长较快。综合养老业务对居家养老，社区养老和机构养老进行了全覆盖。公司通过 CCHC（持续照料社区）、老年公寓、养老院等多个媒介提供包括包括助医、助浴、助行、助急、助洁、助餐、助乐、助聊、助学、助安在内的“十助”养老服务。CHCC（持续照料社区）作为公司引进的新型养老社区，以“小机构、大社区、全天候、零距离”的模式为老人提供生活照料、医疗康复、文化娱乐、精神慰藉和紧急援助在内的全方位服务

图 26：CHCC 持续照料社区服务内容



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

海阳股份通过使用信息化系统和智能化设备，对养老服务进行升级，如定位设备针对于失智老人及儿童，佩戴后走出监护人设定的电子虚拟围墙时系统自动拨打监护人电话预警。GPS 定位一键通专门针对老年人行动不便，视觉和听力不好的状态，特别设计了超大按键；求助、一键通等特殊按键；大字符液晶显示器；大功率喇叭和高拾音麦克风等功能，从而满足老人求助、联系子女等特殊需求，还可用于定时定量提醒吃药、备忘录提醒、闹钟提醒等，还配备了紧急按钮，方便老人随身携带。居家宝专门针对独居老人、失独家庭及残疾人设计的安全监控设备，有亲友快捷键及服务快捷键和烟感、煤气及生命探测仪等，一旦老人跌倒或煤气泄漏或火灾，探测仪会自动报警等。

图 27：信息化养老设备



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

5.1.2. 海阳养老的混合模式（BOT 模式医养护理院+居家养老和社区护理站）

海阳养老在江浙沪周边地区建有多所全方位养老产业，融合了 CCHC 模式和信息化的养老服务设备，通过康复护理系统、健康终端系统、机构管理系统等信息技术为老人提供全面的医养结合服务。

养老产业采取的运营模式为公建民营（BOT），避免了拿地、装修等前期重资本投入，降低营运风险。同时与民政局、街道办等政府机构以“合作共建”的方式将项目期限延长至 10-30 年，超过一般公建民营项目平均 3-5 年的营运周期。同时重资产开发的养老产业回收期较长，对资本实力要求高。海阳股份以轻资产的方式开发养老产业有助于机构规模扩张和连锁化，聚焦精力于养老服务。

海阳股份的机构养老可以分为护理院和养老院两大类，养老院提供一般性服务，而护理院对老人有更高的医疗照护能力，较为适合身体状况不良，有日常医疗需求的老人。由于入住养老机构的老人普遍年龄较大，以海阳为例，院内老人平均年龄超过 82 岁且大多患有疾病，对医疗服务需求较高，护理院的发展前景较好。加之提供了医疗服务，护理院的毛利润也高于养老院。目前海阳股份正在全面推进“一址两院”的模式，即一个地址既有养老院也有护理院，满足老人不同层次的医疗需求。对于身体情况持续恶化的老人，海阳股份会与外部医疗资源对接，为老人提供更为专业的医疗服务。同时公司也在推进护理院纳入医保核算的进程，预计 2021 年底 14 个项目全部纳入医保，降低入住老人的医疗负担，增加对有养老和医疗需求的老人的吸引力。

图 28：海阳股份医疗护理院



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 29：海阳股份养老院



在绍兴市9个养老机构设置总床位数1800张，配套设置了两个护理院和护理站，完成区域性战略...

——绍兴区域养老服务



德清海阳养老服务有限公司，位于浙江德清县内，是由舞阳、钟管、新市杨林、新市东升、乾...

——浙江湖州德清海阳护理院



怡园海阳清怡护理院项目位于崇明堡镇中路223号，总投资约1.8亿元，占地面积1.53万平方米，总建筑面积...

——上海崇明清怡护理院



江苏省无锡市梁溪区将整个梁溪区的社会养老体系建设交由国内知名养老海阳集团来进行，建...

——海阳无锡丰涵护理院



海阳无锡通江护理院位于无锡梁溪区通江街道广晟苑25号，交通便利，设施齐全，是海阳集团...

——海阳无锡通江护理院



崧泗探索养老政企合作新模式，引进国内知名养老服务公司——上海海阳集团，以提升本岛养老...

——海阳崧泗中心福利院



上海海阳养老综合体地处杨浦中心地带，位于杨浦区控江路2061号，占地5000平米医养融合养老综...

——上海海阳养老院



岱山县探索养老政企合作新模式，推进公办养老机构改革，建设“互联网+生态养老基地”，引...

——岱山桥头海阳养老院



上海市青浦区练塘镇九峰护理院位于青浦区练塘镇张联村500号，占地42.3亩，建筑面积177...

——上海海阳九峰护理院

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 7：海阳股份正在运营养老项目及床位数一览

政策名称	项目名称	床位数（张）
上海	海阳养老院、清怡护理院、清怡护理院、九峰养老院、九峰护理院、九峰护理院	1133
绍兴	曹娥养老院、曹娥护理院、稽东养老院、章镇养老院、兰亭老年公寓、王坛养老院、上虞小越养老院、上虞丰惠护理院、漓渚护理院、平水护理院	1291
舟山	岱山桥头海阳养老院、崧泗青沙养老院	468
德清	德清杨林养老院、洛舍养老院、乾元养老院、舞阳养老院、钟管养老院	495
南京	长芦养老院	112
扬州	仪征养老院、扬州宝应养老院、扬州护理院	312
泰州	泰州白米养老院、姜堰养老院、梁徐养老院、俞垛养老院、兴化护理院	474
无锡	无锡丰涵养老院、无锡通江苑养老院	152
兰州	兰州养老院	170
合计	35 家养老机构	4575

资料来源：公司官网、公司公告、安信证券研究中心

表 8：海阳股份准备运营养老项目及床位数一览

政策名称	项目名称	床位数（张）
上海	上海奉贤区大型养老社区	600
常德	常德市第二福利院	600
南京	南京江北新区长芦项目	200
南通	南通海安市大型养老社区	700
台州	清港镇养老服务中心、玉城街道敬老院、大麦屿敬老院、芦浦敬老院、干江 敬老院、鸡山敬老院	436
合计	10 家养老机构	2536

资料来源：公司官网、公司公告、安信证券研究中心

护理站模式：除了大型的养老产业之外，海阳股份也通过小型的护理站模式对社区养老的老年人的日常招需求进行了覆盖。护理站的运营模式和也和养老院模式有所不同。主要依靠《长期护理保险制度》进行运营。

何为长期护理保险制度？

指以社会互助共济方式筹集资金，对经评估达到一定护理需求等级的长期失能人员，为其基本生活照料和与基本生活密切相关的医疗护理提供服务或资金保障的社会保险制度。

上海申请享受长期护理保险待遇的资格要求？

- 1、年满 60 周岁及以上；
- 2、参加本市职工医保或者居民医保；
- 3、参加本市职工医保人员，还需按照规定、办理申领基本养老金手续；
- 4、经老年照护统一需求评估，失能程度达到评估等级二至六级长护险参保人员。

如何申请长护险待遇？

居民可到就近的社区事务受理服务中心提出申请，并选择适合的定点护理服务机构。经初审通过后，由评估机构组织专业评估人员上门进行评估。评估结果的有效期为 2 年。社区事务受理服务中心在收到告知书后，告知申请人评估结果。评估等级为二至六级，再由定点护理服务机构制定服务计划，经家属确认后提供服务。

长护险的服务形式有哪些？

长护险有三类不同的护理服务模式：

- 1、社区居家照护，指护理站等为居家的参保人员，提供上门照护或社区日间集中照护及相关医疗护理服务；
- 2、养老机构照护，指养老机构为住养的参保人员，提供基本生活照料及相关医疗护理服务；
- 3、住院医疗护理，指为在承担老年护理功能的定点医疗机构中住院的参保人员，提供住院医疗护理的服务。

长护险能享受哪些服务？

对社区居家照护，目前规定了 42 项具体服务项目，分为基本生活照料和常用临床护理两类。定点护理服务机构上门为老人拟制服务计划，征询老人或家属意见确认后提供服务。

基本生活照料（27 项）：

面部清洁和梳理、洗发、指/趾甲护理、手和足部清洁、温水擦浴、沐浴、协助进食/水、口腔清洁、协助更衣、整理床单位、排泄护理、失禁护理、床上使用便器、人工取便术、晨间护理、晚间护理、会阴护理、药物管理、协助翻身叩背排痰、协助床上移动、借助器具移动、皮肤外用药涂擦、安全护理、生活自理能力训练、压疮预防护理、留置尿管护理、人工肛门便袋护理。

常用临床护理（15 项）：

开塞露/直肠栓剂给药、鼻饲、药物喂服、物理降温、生命体征监测、吸氧、灌肠、导尿（女性）、血糖监测、压疮伤口换药、静脉血标本采集、肌肉注射、皮下注射、造口护理、经外周静脉置入中心静脉导管（PICC）。

每周上门服务多久？

社区居家照护每周上门服务时间为：

评估等级二级、三级的，服务时间不超过 3 个小时/周；
评估等级四级的，服务时间不超过 5 个小时/周；
评估等级五级、六级的，服务时间不超过 7 个小时/周。

长期护理保险养老机构照护的支付标准是多少？

市医保中心按照规定，与定点护理服务机构通过服务协议，约定养老机构照护服务的长护险支付标准。

对参保人员在评估有效期内发生的符合规定的养老机构照护服务费用，长护险基金的支付水平为 85%，个人自负 15%。

作为 CCHC 模式的前端机构，护理站有工作人员长期驻扎，深入社区与老人接触，做到“小机构、大社区、零距离、全天候”。同时护理站与大型养老机构也有协同效应。部分护理站覆盖的老人在居家及社区满足不了日常照护的情况下会被推荐到海阳股份下属的养老院或护理院，进行更加全面的照护。护理站扩大了养老机构的覆盖范围，促进了的公司整体的业务发展。

图 30：海阳股份部分护理站



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 31：海阳股份部分护理站



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 32：海阳股份财务数据摘要

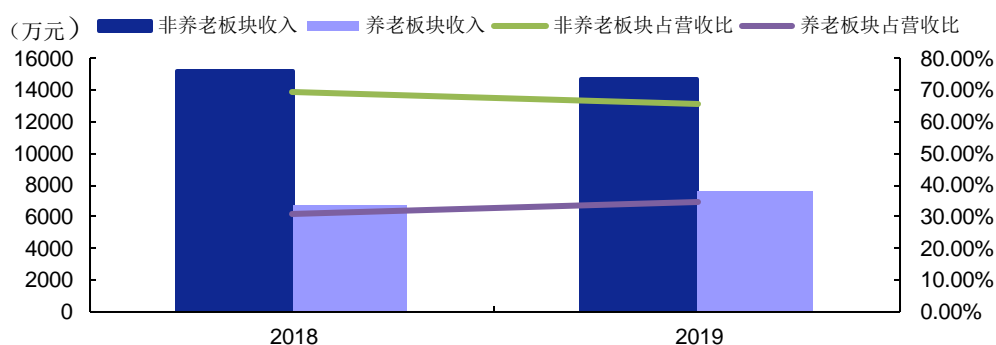
	2019 年年报	2018 年年报	2017 年年报
营业总收入(万元)	24798.34	20165.45	13612.37
营业收入同比增长率(%)	22.97	35.42	10.60
净利润(万元)	2250.21	2169.50	2014.54
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	3.72	1.36%	22.97
每股收益-基本(元)	0.28	0.27	0.25
净资产收益率-摊薄(%)	16.43	18.96	22.29

资料来源：Choice，安信证券研究中心

5.2. 青鸟软通 (831718.OC): 在线养老平台开发, 线上线下服务结合

公司主营业务为计算机软硬件的销售、开发、安装、技术咨询与服务, 在 2012 年底涉足养老服务行业, 致力于将公司打造成“领先的专业化企业服务平台和领先的一站式养老服务平台”。在养老领域公司坚持“线上线下融合、居家社区机构融合”的融合式养老模式。公司加大软件研发投入, 向技术含金量较高的软件产品业务倾斜, 其中智慧养老云平台研发投入 258.88 万元。

图 33: 青鸟软通财务数据摘要



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

公司开发项目会根据不同机构需求而有所区别, 以青岛市青岛智慧养老平台为例, 该平台以资源整合为重点, 以实现全市养老服务供需平衡、构建养老服务体系、制定养老信息化标准及应用养老大数据为目标, 将居家养老、社区养老、机构养老等养老方式纳入平台统一管理并对外提供服务, 具有“互联网+”、“开放性”、“融合性”、“模块化”、“大数据”等特点。

图 34: 青岛智慧养老平台项目



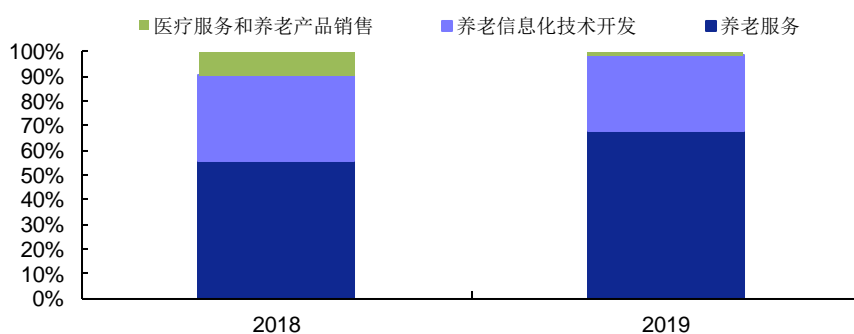
资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

平台按照“一级开发，多级使用”的原则，共分市民版、服务人员版、机构版、民政版 4 个板块。市民版的使用对象为全市范围内所有老年人及其亲属，其主要功能为：资讯推送、服务检索、服务预约、在线支付、服务评价、养老地图等。服务人员版的使用对象为全市范围内的养老服务人员，通过该平台为服务人员提供基于微信企业号的移动应用，满足从业人员的实际需求；机构版的使用对象为全市范围内的养老机构、社区日间照料中心和居家养老服务组织。通过该平台，将机构养老、居家养老、社区养老纳入平台进行统一管理；民政版的使用对象为各级民政部门。通过该平台，民政部门可以实现对养老服务的全面监管，同时应用大数据分析，为决策提供数据支持。

平台自 2017 年 1 月开始试运行，于 2017 年 4 月 6 日在全市正式上线。目前已实现服务组织登记 1700 余家，可为全市老人提供机构托养、营养午餐、照料护理、助洁助浴、志愿陪伴、助行代办、便民维修、居家护送共计 8 大类 36 小类服务。同时，养老政务服务（高龄津贴、体检补助、建设运营补助等）均实现平台化运行。

在线上结合养老服务方面青鸟软通开发了如闽侯县居家养老专业化服务项目的政府工程。青鸟软通于 2017 年 9 月份在闽侯县完成办公场所装修并搭建了居家养老信息服务平台，平台模块包含：紧急救援和呼叫服务系统、老年人基本信息和健康档案系统、加盟商和养老服务人员管理系统、养老服务需求评估系统、在线支付结算系统，平台客服系统。平台客服系统 7*24 小时随时随刻受理老人的服务需求，并配备专业社工 10 人；乡镇管理人员 55 人；专业养老服务人员 95 人；助老员共 325 人；专业加盟商 21 家为老人服务。

图 35：青鸟软通财务数据摘要



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 36：青鸟软通财务数据摘要

	2019 年年报	2018 年年报	2017 年年报
营业总收入(万元)	15272.94	15618.78	14104.65
营业收入同比增长率(%)	-2.21	10.73	39.80
净利润(万元)	1688.32	1467.57	926.98
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	8.16	35.13	130.91
每股收益-基本(元)	0.41	0.61	0.45
净资产收益率-摊薄(%)	16.03	21.39	20.11

资料来源：wind，安信证券研究中心

5.3. 光宝联合（430165.OC）：互联网技术支持远程医疗业务发展

光宝联合主营基于无线信息技术与互联网技术的研究、开发与应用，通过自主创新为电信运营商、政企用户和消费者提供解决方案、增值服务、技术开发与运营等服务。近年来，光宝联合将业务开发至大健康领域，布局涵盖智能信息化的医疗、健康和养老服务。通过“云+端”模式，将智能健康终端与大数据应用融合，致力于为用户提供一站式的现代化健康检测和健康管理服务。

光宝联合（重庆）智能科技研究院有限公司 2019 年 8 月在重庆市沙坪坝区正式成立，是光宝联合(北京)科技股份有限公司的全资子公司。公司首席科学家为中国工程院孙玉院士，孙玉院士研发目标为大健康领域的物联网、大数据和人工智能技术的研发与应用，为政企行业客户提供智慧医疗、智慧校园、健康大数据和 5G 应用等端到端的解决方案和应用。

光宝联合在养老医疗方面的主要产品为艾克云健康系统，整个系统可以分为移动诊断、移动护理和家庭医生三个板块。移动诊断是为大型大型医疗机构提供全方位的互联网诊断工具，帮助机构实现病人电子档案、电子病历的一键录入使医院的服务效率和质量大大提高。

医生云健康系统通过界面为患者提供一对一的高效诊疗渠道通过移动终端查看用户测量数据和长期健康档案，对患者病情快速确诊，有效节约诊疗时间云健康系统能第一时间发现用户健康数据的变化使疾病在早期阶段得到有效控制，并进行风险等级评判。地方卫计委可通过服务管理平台掌控各区域医疗卫生状况，及时作出统筹规划为大型医疗机构和卫生监管部门建立良好的交流渠道。

图 37：光宝联合财务数据摘要



资料来源：wind，安信证券研究中心

配合同步开发的艾克健康终端，对人体健康信息（生命体征参数）进行采集与传输，通过 GPRS 或 USB 数据线进行数据传输，与云健康系统配合对患者进行诊断。

图 38：光宝联合产品



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 39：光宝联合财务数据摘要

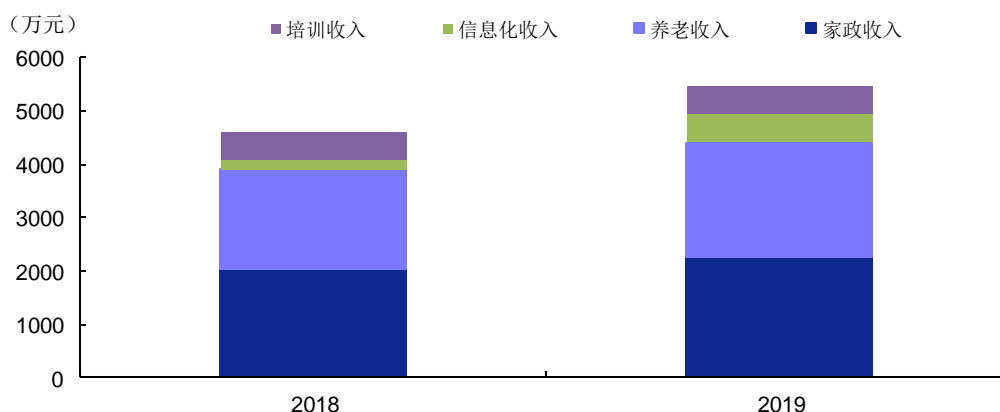
	2019 年年报	2018 年年报	2017 年年报
营业总收入(万元)	18118.85	16982.21	16924.24
营业收入同比增长率(%)	6.69	0.34	42.82%
净利润(万元)	1526.64	1862.64	2636.84
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	-21.25	-29.90	42.80
每股收益-基本(元)	0.19	0.47	0.64
净资产收益率-摊薄(%)	6.84	9.17	14.39

资料来源：wind，安信证券研究中心

5.4. 爱依养老 (870925.OC): 深耕家政服务行业, 向互联网养老平台拓展

爱依养老主营家政养老业务, 专注于为客户提供养老服务、家政服务、培训服务, 及为政府搭建智慧养老和健康管理数据平台服务。公司通过与政府展开合作, 成功创立以“政企合作、公建民营”为核心的养老服务指导中心模式。通过为政府搭建智慧养老和健康管理数据平台, 承担管理客户和养老服务商数据等职能工作, 并提供日常的数据收集分析, 及承接呼叫中心服务。2019 年爱依养老加大信息化项目投入力度, 新增延庆、密云、怀柔信息化运维项目, 信息化收入增加 3,882,835.69 元, 同比增长 244.41%。

图 40: 2018-2019 年爱依养老分类收入情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

爱依养老发展家政业务, 收入来源稳定, 以“互联网+”思维模式进行服务创新, 打通线上线下界限, 运用互联网运营模式发挥平台优势, 有机融合家政与养老服务, 以提升家政服务质量和服务规范为己任, 形成服务全覆盖的家政养老服务发展模式。

目前开展的业务主要包括线上线下的家政中介服务、日常保洁、月嫂服务、培训服务、机构养老服务、社区养老服务、居家养老服务、养老配餐、养老评估、养老巡视、养老和健康数据管理平台建设及运维等。

图 41: 爱依养老



资料来源: wind, 安信证券研究中心

除了提供服务之外, 爱依养老也提供机构养老服务。立足于家政服务提供的丰富的劳动力和护工来源, 爱依养老在机构养老专业人员方面较为有优势。

图 42：爱依养老商业模式

养老优势



- 养老服务社会化示范区
- 全国养老服务体制改革试验区
- 环境优美，专业护理人员 7*24小时，营养餐谱
- 专业的设施
- 医院医生的巡诊

养老服务方式



- 居家养老（请保姆照顾）→ 住家、全天、小时工、钟点工的形式
- 社区养老（日间照料）→ 整托、全托、日托、临时托管的形式
- 机构养老（全托照护）→ 整托、全托、日托、临时托管的形式

养老基地



潘家园夕阳红驿站



堡头养老中心



劲松日间照料中心

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 43：爱依养老财务数据摘要

	2019 年年报	2018 年年报	2017 年年报
营业总收入(万元)	5495.69	4622.47	4079.47
营业收入同比增长率(%)	18.89	13.31%	31.19
净利润(万元)	403.00	262.22	322.85
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	53.69%	-18.78%	233.62
每股收益-基本(元)	0.35	0.25	0.30
净资产收益率-摊薄(%)	12.61	13.5	19.22

资料来源：wind，安信证券研究中心

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告