



大公国际：“银发经济”产业链及信用风险分析

文/范显希

摘要

“银发经济”是我国拉动内需、创造就业的新增长点。当前老龄化加速，城乡老人收入与需求差异显著。本文通过分析“银发经济”的现状及其产业链，从评级视角解读行业信用风险关注点。

正文

一、“银发经济”现状

“银发经济”的核心在于对宏观经济产生全局性的影响，激活庞大的老年消费市场是推动内需的重要策略；养老护理、康复质量、老年社工等服务行业是典型的劳动密集型行业，能创造大量就业岗位；应对老龄化挑战，人工智能、机器人、生物医药等领域的创新既能够起到实在助力，也能外溢到其他经济领域，带动资本运转；人口结构的变化也同步影响着消费结构的变化，尤其是服务消费的比重。

当前，我国“银发经济”具备以下特征：

（一）人口老龄化加剧但尚处于初期，老年人城镇化程度较高且有所提升：2023年末，我国60岁及以上的老年人口占比约21.1%，较2000年末增长了10.6个百分点，较2011年末增长了约7.4个百分点，由此可见，二十余年以来，近十余年的老龄化速度远超前十年；而截至2023年末的老年人口中，低龄老年人（60~69岁）占比约53.1%。此外，2021年，我国城镇老年人占比约54.0%，较2010年提高9.9个百分点。

	2000年末	2011年末	2023年末
0-4岁	5.55%	5.66%	3.88%
5-9岁	7.26%	5.35%	6.11%
10-14岁	10.09%	5.46%	6.39%
15-19岁	8.29%	7.02%	5.79%
20-24岁	7.61%	9.48%	4.97%
25-29岁	9.46%	7.79%	5.69%
30-34岁	10.25%	7.17%	7.64%
35-39岁	8.78%	8.46%	7.99%
40-44岁	6.54%	9.38%	6.83%
45-49岁	6.88%	8.81%	6.91%
50-54岁	5.09%	5.43%	8.54%
55-59岁	3.73%	6.26%	8.16%
60-64岁	3.36%	4.60%	5.70%
65-69岁	2.80%	3.15%	5.50%
70-74岁	2.06%	2.52%	4.35%
75-79岁	1.28%	1.85%	2.66%
80-84岁	0.64%	1.04%	1.59%
85-89岁	0.24%	0.42%	0.91%
90-94岁	0.06%	0.13%	0.33%
95岁及以上	0.02%	0.03%	0.06%

图 按年龄段划分的人口分布

数据来源：国家统计年鉴，大公国际整理

（二）城乡老年人收入来源和规模差异明显：根据《第五次中国城乡老年人生活状况抽样调查基本数据公报》，城镇老年人主要依赖社会保障性收入（68.0%）（如养老金）和财产性收入（20.3%）（如房产、投资）；而农村老年人依赖经营性收入（36.9%）（如农业劳动）和社会保障性收入（42.7%），但社保覆盖率较低（城镇社保占比 68.0%vs 农村社保占比 42.7%）。城镇老年人年人均收入 47,270.8 元（中位数 28,800 元），农村仅 14,105.4 元（中位数 5,640 元），城镇收入是农村的 3.35 倍（中位数 5.1 倍），但是有 73% 的农村老年人获得子女经济支持（平均 3,279.9 元），高于城镇的 59.3%（平均 5,006.8 元），可见子女支持对农村老年人更为关键，且农村家庭养老功能更强。

（三）慢性病高发但自理能力较好，社区养老服务需求集中，对养老机构价格承受能力有限：根据《第五次中国城乡老年人生活状况抽样调查基本数据公报》，80% 的老年人患慢性病，其中高血压最高，为 41.6%，但 88.4% 生活能自理，仅 4.5% 完全不能自理；社区养老服务需求最高的服务是上门看病（29.1%）、助餐（22.1%）和文娱娱乐（22.1%），反映老年人对医疗和日常支持的需求迫切；98% 的老年人有子女，平均子女数 2.6 个，但仅 33.5% 与子女同住，而独居（14.2%）和仅与配偶居住（45.5%）合计占 59.7%，说明空巢家庭现象普遍，但是整体对养老机构价格承受能力有限：在有入注意愿的老年人中，46.1% 只能承受每月不超过 1,000 元的费用，仅 15.8% 能承受 3,000 元以上。

二、解构需求端——“银发”如何成为“经济”？

当前，老年人消费已经从传统的“衣食住行”扩展了“医养康护娱”，呈现出多元化的丰富结构，相应的产品服务需求也出现了多元化的生态环境。

（一）医疗卫生与健康管理

相对于“病后治疗”，越来越多的老年人注重慢性病管理和养生保健，该板块需求往往随着年龄增长而呈指数级上升，例如理疗、艾灸、推拿、家庭医生签约服务、家用医疗器械入户等需求蓬勃增长。相应的，带动了理疗馆、中医诊疗、家用级医疗器械生产。

（二）养老照护与服务

随着家庭结构小型化，传统家庭照护功能外溢，机构养老、社区养老、居家养老等社会化服务需求增长明显。

（三）日常生活适老化

防滑地砖、沐浴椅、智能马桶、老年手机等适老化产品层出不穷，也催生了低糖、低盐、易咀嚼、营养强化等老年食品的诞生。此外，智能穿戴设备，如监测心率、跌倒警报、GPS 定位等科技正在深度融入老年群体。

（四）精神文化与社娱乐

老年教育需求火爆，旅行社组织的“错峰游”、候鸟式养老（冬去海南，夏去东北）、广场舞社团等丰富了老年人的养老生活。

整体来看，“银发经济”的需求端的核心在于如何对老年群体这一单一标签精细化分层，例如，一个健康的 65 岁大学教授和一个半失能的 85 岁农村老人的需求必然存在极大差异，而相应的经济模式则要针对各细分人群的特定需求，并提供与其支付能力相匹配的产品服务。

三、解构支付端——谁为“养老”买单？

“银发经济”实质上是将目标客户群体定位为老年人的各种经济活动。

从老年人的收入结构分析，可以将支付能力分为“政府支付、商业保险支付、个人与家庭支付”这三个层面。

（一）政府端：最直接的“买单”渠道即为社会保障性收入，通过强制推行进行监管和兜底。此外，80 岁及以上的高龄老人普遍享有地方性津贴，对于失能或半失能的老人，还有额外的养老服务补贴、护理补贴、低保等。但是政府对老年人的支付不仅体现在直接的资金方面，推动社区适老化改造、设立公办养老机构或通过补贴、税收优惠政策等措施支持设立民办养老机构、开办老年大学、建设城市无障碍设施、购买居家上门服务等在方方面面推动“银发经济”的发展，既催生了一系列相关企业，也创造了无数工作岗位，更撬动了社会资本，具备较强的政策导向性。

政府端支付渠道具备风险低、市场规模大等优势，但同时项目利润可能较低，政策

敏感性较强，也对企业能否深度绑定相关资源的能力提出更高要求。

（二）保险端：除了基本养老保险外，补充养老保险和个人储蓄养老是“保险+养老”模式的重要组成部分。常见的“保险+养老”模式主要分为两种类型，其一是保单挂钩型，即购买养老保险达到一定规模后可以获取行权时养老社区的入住资格，一定程度上规避了“一床难求”的风险，受众主要是年轻人；其二是直接购买型，即直接购买养老保险和养老社区的资格，适用于当前已有入住需求的老年人。二者具备的相同功能是资金的增值和消费能力，保费按照合同约定产生后续现金流，保费产生的现金流可以用于支付养老社区的月费。既促进了“医养结合”，也构建了“保险产品-资金-养老社区建设-社区运营-养老服务”的长生态链，提高资金使用效率，带动建设与运营相关企业活力。

此类支付模式下，客户群体具备较高支付能力，但门槛较高，存在长期兑现风险，对保险公司的长期投资运营能力的稳定性和标准要求较高

（三）个人与家庭端：家庭端的支付逻辑主要用于优先满足日常衣食住行和医疗健康等基本生存需求，属于替代性支付；个人端的支付逻辑主要是满足对生活品质、保健、精神娱乐等方面的需求，受个人偏好、收入水平和消费观念影响较大。部分老年人对商品服务的价格敏感度较高，倾向于储蓄而避免非必要消费；而部分老年人拥有更丰厚的养老金和储蓄，原意为品质和体验买单，具备较强的消费能力。

相对来说，个人与家庭端涉及资金规模阈值较大，市场空间辽阔，需求灵活，需要较强的市场营销能力，但“有效需求”和“潜在需求”差异较大，适合差异化定位的经营模式。

四、“银发经济”的信用风险分析

“银发经济”主体面临着来自政策、市场需求、商业模式、内部运营和财务等多方面的严峻挑战。

（一）政策依赖与监管之困

养老行业与政策紧密相关，其风险主要体现在收入对补贴的依赖和日益趋严的监管。许多社区养老服务中心的收入严重依赖政府补贴和购买服务，市场化业务收入占比很低。一旦补贴政策调整或退坡，机构将直接面临生存危机，长期依赖财政兜底并不可行。同时，为防范养老机构预收费可能引发的非法集资风险，2024年中华人民共和国民政部等7部门联合印发《关于加强养老机构预收费监管的指导意见》，将养老服务费、押金和会员费全口径纳入监管。这对一些依赖预付费模式回笼资金的运营商构成了直接的合规挑战。

（二）需求复杂与支付意愿之困

准确把握并有效满足老年群体的真实需求，是行业面临的一大核心挑战。当前多数养老站点服务仍集中于助餐、保洁等基础服务，而对康复护理、健康管理、精神关爱等

更高价值的服务供给严重不足。但老年群体也存在严重的收入结构分化问题，差异化服务更有助于为不同需求的老年人提供针对性产品。

（三）商业模式与运营管理之困

重资产的商业模式难以健康运转，随着人力成本、设备维护等投入，运营成本高企。部分机构开始探索资源整合、平台化运营等商业模式，或通过使用 AI 技术降低人力成本，但服务业中的人力服务往往是 AI 所不同代替的，例如高级护工、心理疏导师等。除了高人力成本外，优质医疗资源难以有效下沉等问题也制约了服务的天花板。

（四）财务风险与盈利之困

根据公开数据，截至 2024 年末，全国养老机构平均入住率为 52%，低入住率导致低回报，部分机构无法达到盈亏平衡点。且投入回报周期较长通常会影响到公司的融资能力，而养老行业，特别是中小企业，会面临较大融资压力。此外，一些养老机构采取预收费模式运营，但在收取大额费用后，可能出现资金管理不规范、甚至资金链断裂的风险。

以养老社区运营商为例，该行业属于典型的重资产行业，前期的资本投入规模较大，投资回收周期较长，床位销售和入住率是企业主要关注的运营指标，实现高入住率后，通过收取会员费或月费即可实现稳定、可预测的现金流，类似于公用事业或租赁行业，但需要关注的是，物业费、水电费、人员薪酬等刚性成本长期贯穿于整个生命周期，且养老相关补贴优惠政策的变动会直接影响企业的盈利能力和现金流水平。

针对养老企业的信用风险，本文总结以下重点分析维度用于综合评估企业信用风险。

表 1 养老企业信用风险重点分析维度

分析维度	指标名称	描述
定量分析	现金流覆盖能力	
	杠杆率	
	流动性压力	
定性分析	商业模式	以“轻资产”运营或“保险+养老”模式，现金流前置的模式为优。
	市场地位	品牌知名度或市场认可度，可通过入住率水平衡量，此外，排队序列可视为加分项。
	管理团队	以具备房地产、酒店管理、医疗护理复合背景为优。
	政策抗风险能力	以业务符合政策鼓励方向为优，可通过获取补贴能力以及补贴依赖程度等指标来衡量。

资料来源：大公国际整理

从风险视角看，投资或授信于银发经济企业，尤其是重资产型企业，本质上是“用长期的、稳定的未来现金流，来对冲短期的、巨大的现金流缺口和债务风险”。在信用评级过程中需要特别关注的问题在于：企业能否成功渡过“现金流为负的爬坡期”？其规划的“稳定期现金流”是否现实、可靠且足够强大？在达到稳定期之前，其融资渠道和资金储备能否支撑到位？因此，对于银发经济企业的信用风险分析，绝不能只看静态的

财务报表，必须进行动态的、前瞻性的现金流预测和压力测试，并高度重视其商业模式的质量和管理团队的执行力。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。