

## 日本养老产业专题研究之一

### 日本养老介护行业概述

- **超老龄化社会催生养老产业。**根据联合国《人口老龄化及其社会经济后果》中的评定标准，日本已经进入了超老龄化社会。**2018** 年人口老龄化率达 **27.5%**，是世界上人口老龄化最严重的国家。同时，日本人均寿命由 **1960** 年的 **67.7** 岁，增长至 **2018** 年的 **84.1** 岁。如此庞大的老年人口，促使日本政府及社会引起高度重视并采取相应措施，其养老产业发展的先进程度一直处于世界前列。
- **《介护保险法》的出台推动了介护养老的发展。**日本于 **1997** 年推出《介护保险法》，并于 **2000** 年正式实施。该法令将需要介护服务的人士分为了 **7** 个等级，每个等级的被介护人每月根据需要介护服务的程度有不同的报销限额。被介护人在限额内的 **90%** 的费用可以报销。《介护保险法》的实施显著提高了居家养老和社区养老的普及。
- **介护为养老产业的重要组成部分。**日本的养老产业上游包括提供介护培训服务的机构、福祉用品提供商、以及提供适老性家装改造的硬件提供商。根据服务场所的不同，介护可以分为居家/访问介护、日间照料所和养老院。居家介护基本在被介护人的居所中提供服务，后者在社区的日间照料所提供介护服务。如果老人行动不便，不能自理，则可能要选择养老院。
- **日本介护服务中包含养老院服务的公司整体表现优于不包含养老院介护服务的公司。**日本医疗服务下共有 **11** 家从事养老介护及相关业务的上市公司。根据 **2019** 年 **8** 月 **28** 日收盘价，总市值为 **157.38** 亿元人民币。其中市值最高的是日医学馆株式会社，为 **81.06** 亿元人民币，占 **11** 家上市公司总市值的 **51.5%**。其他的介护服务公司大部分估值都在 **20** 亿元以下。**11** 家上市的养老介护公司中有 **6** 家经营介护养老院，**5** 家为纯服务提供机构，有趣的是，从 **ROE**、净利润率以及收入的增速等角度看，包含养老院介护服务的公司指标均优于不包含养老院服务的指标。这说明在养老介护的行业资源可能更倾向于相对较重的模式。相应的包含养老院服务的公司平均 **2018** 年 **PE** 为 **39.8x** 高于不包含养老院服务的公司 **PE40.6%**。
- **风险提示：**行业收入受《介护保险法》影响较大，若《介护保险法》出现实质性改动，可能会对行业内的公司产生不利影响。

分析师 李蒙，CFA  
执业证号：APQ664  
852-25105555  
meng.li@cricsec.com

联系人 钱婉亭  
852-25105555  
qianwanting@ehousechina.com

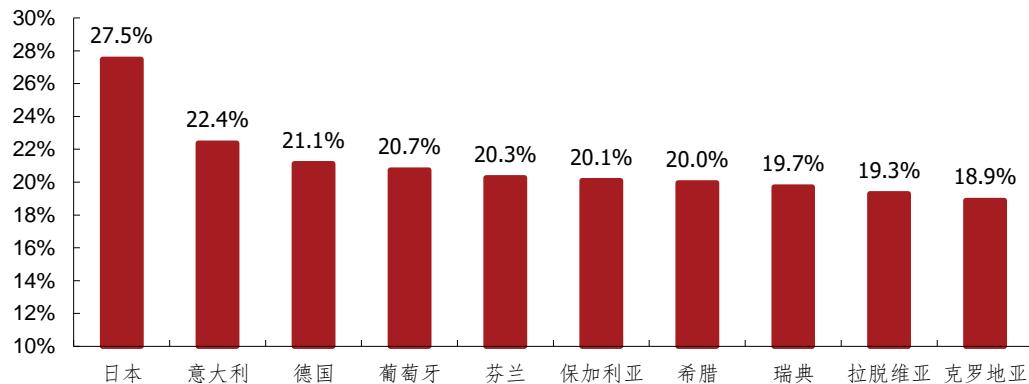
## 日本养老产业及其政策背景

日本作为全世界老龄化最严重的国家，其政府对老龄化现象引起高度重视，并持续推出多项政策，其中 2000 年开始实施的《介护保险法》对日本老人介护产业的蓬勃发展有深远影响。

### 1. 日本老龄化情况

根据联合国《人口老龄化及其社会经济后果》中提到的标准，当一个国家或地区 65 岁及以上老年人占总人口比例超过 7%，意味着该国家（地区）进入人口老龄化；若该比例超过 14%，则进入老龄社会；若超过 20%，则进入超老龄社会。日本作为目前世界上人口老龄化最严重的国家，2018 年人口老龄化率达 27.5%，意味着每 2.2 个劳动力就需抚养一位老人。日本自 1971 年就步入了老龄化社会，1995 年步入老龄社会，2006 年步入超老龄社会。与此同时，其人均寿命由 1960 年的 67.7 岁，增长至 2018 年的 84.1 岁。如此庞大的老年人口，促使日本政府及社会引起高度重视并采取相应措施，其养老产业发展的先进程度一直处于世界前列。

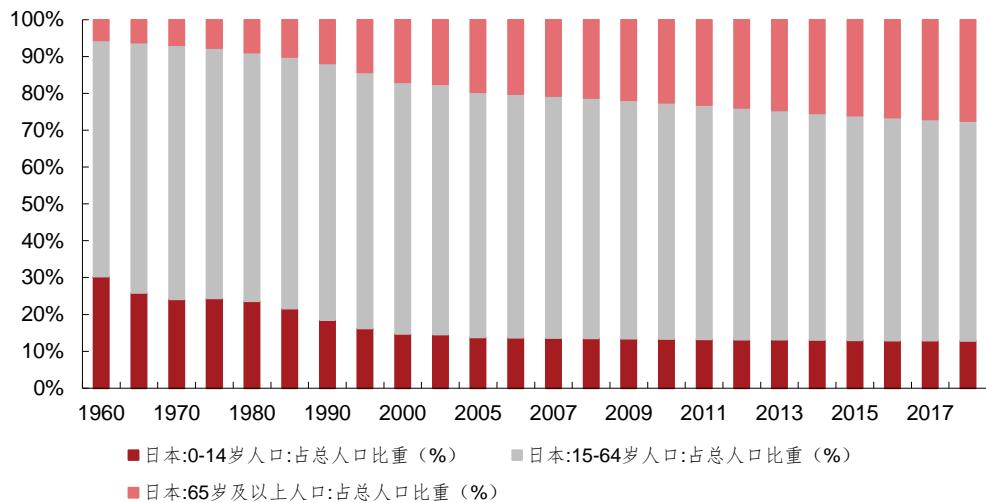
图 1：2018 年世界人口老龄化国家前十排名\*



数据来源：世界银行，克而瑞证券研究院，

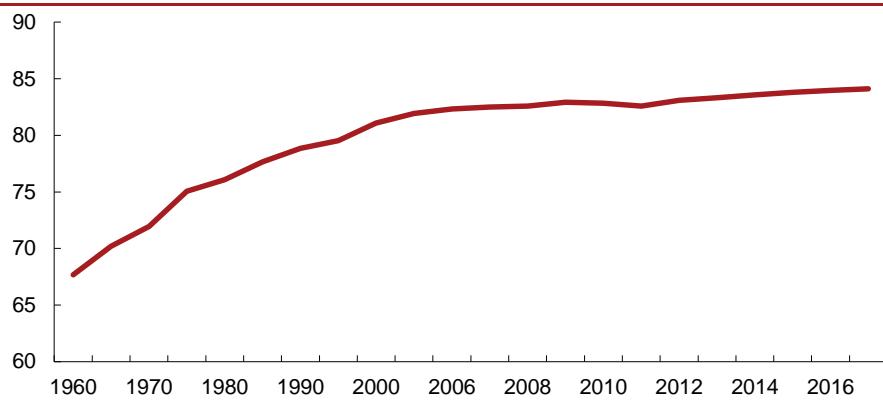
\*注：为年龄在 65 岁（含 65 岁）的老年人占总人口的比重

图 2: 1960-2018 年日本人口构成



数据来源：世界银行，克而瑞证券研究院

图 3: 1960-2018 年日本人均寿命情况



数据来源：世界银行，克而瑞证券研究院

## 2. 日本养老相关政策

日本养老产业的成熟与政策推动有着不可分割的关系。

追溯回 60 年代，当时日本老龄化率为 5.7%，日本老人福祉政策启动。日本创立了居家访问介护事业，并随后制定《老人福祉法》。

进入 70 年代，社会老龄化率达到 6.9%，日本政府推行老人医疗免费化，并且先后开启了日本短期入住生活介护事业及日间照料事业。

进入 80 年代，老龄化率为 8.9%。由于老人医疗免费化使得日本财政负担日益严重，日本政府制定了《老人保健法》，只有在指定的养老机构享受介护服务才能获得政府补贴报销，导致大量老年人长期住院不愿意出院，形成“社会性住院”，政府医疗费用支出激增。且 90 年代中后期，老龄化日趋加剧，失能老人日益增多，仅靠

财政承担的低收入失能老人的收容和照顾使得政府不堪重负，且社会性住院问题未得到根本性改善。

**表 1：1960 年推行的《老年福祉法》存在的问题**

**《老人福祉法》存在的问题**

1. 城乡政府来决定服务种类和提供机关，使用者无法自行选择服务。
2. 由于服务使用者需要调查收入情况，在使用服务的同时心理上伴有抵触感。
3. 由市政局直接或者根据委托来提供服务，服务机构之间缺乏竞争，服务内容一成不变，服务质量良莠不齐。
4. 根据本人或者抚养者的收入来决定使用者自我负担的比例，对中高层收入者而言负担较重。

数据来源：厚生劳动省官网，克而瑞证券研究院

**表 2：1970-80 年老人医疗免费化带来的问题**

**老人医疗免费化带来的问题**

1. 由于中高层收入者在福祉机构接受服务的自费比例较高，以及福祉服务的基础设备不够完善等原因，以介护为理由在一般医院长期住院（社会性入院）的问题日渐严重；另一方面，住院成本比特别养老院以及老人保健设施高，使政府承担的医疗费用激增。
2. 单纯以治疗效果为标准，从员工管理及生活环境的层面来看，医院由于居住面积狭窄，并且没有食堂、浴室等，不具备能使需介护者长期疗养的环境。

数据来源：厚生劳动省官网，克而瑞证券研究院

90 年代，老龄化率为 11.9%，日本政府开始考虑修正《老人保健法》，并建立新的制度解决上述提到的“社会性住院”日益严重的问题。于 1997 年正式推出《介护保险法》，并于 2000 年正式实施，这一年老龄化率为 17.0%。

### 3. 介护保险

#### 3.1. 介护简介

所谓介护，即为照料、看护对被介护人的日常生活起居进行照顾，为其实现正常生活提供帮助。

日本介护主要从行动、进食、排泄、洗浴、穿脱衣、视听力、修饰、记忆力、情绪行为、工具使用 10 项合计 85 细项标准将老人的介护等级根据老人的行动症状由轻到重分为以下 7 类，其中支援级较轻，分为两级；介护级较重，分为五级：

**表 3：7 级别介护情况**

介护级别	对应情况
支援 1 级	基本能够独立如厕、进食，日常生活不能自理，需要别人一定帮助，可以维持或改善现有健康状态。
支援 2 级	能够独立如厕、进食，但洗澡等需要他人提供帮助，可能成为需要护理对象。
介护 1 级	部分日常生活不能自理，需要一定帮助，排泄、洗澡、穿脱衣服等需要一定护理
介护 2 级	排泄、洗澡等需要部分或全面护理，穿脱衣服等需要帮助。
介护 3 级	重度需要护理的状态，伴有老年痴呆症等，排泄、洗澡、穿脱衣服等均需要全面的帮助，
介护 4 级	重度需要护理的状态，或老年痴呆症程度加深，吃饭、排泄、洗澡、穿脱衣服等均需要全面的帮助，
介护 5 级	卧床不起，日常生活所有方面都需要帮助。

数据来源：厚生劳动省，克而瑞证券研究院

### 3.2. 《介护保险法》出台背景

90年代，随着日本老龄化现象加剧、日本人口寿命的延长，促使介护需求上升。然而由于出生率下降，导致家庭平均人口下降，对老人的照顾不足。面对增长的养老需求，日本政府开始推行社会化养老，并于1997年推出《介护保险法》，于2000年正式实施。

《介护保险法》就是创立由社会全体来支持老人的介护体系。其核心为：

- 自立支援**：不仅仅是为了照料需要介护的老人的日常生活，更是将达到老人能够自立生活作为核心；
- 以包括老人在内的服务对象为核心**：根据服务使用者的选择，可以综合接受多种多样保健医疗、福祉服务；
- 社会保险制**：采用了报销及自费比例明确的社会保险方式。

### 3.3. 介护保险简介

介护保险的参保人主要分为两种：

- (1) **65岁及以上人群**，其保费由政府从每月支付的养老年金中直接扣除，而日本的国民年金为在日本有居住权的人群都需要缴纳的基础年金。
- (2) **40-64岁的医疗保险参保人**；其保费与医疗保险费一并缴纳。

表4：介护保险针对人群及使用情况

	第1种被保险者	第2种保险者
参保对象	65岁及以上人群	40-64岁的医疗保险参保人
保险使用条件	65岁以后由政府指定机构进行身体状况评定，得出需要介护的等级评定。根据等级享受相应服务及报销	处于癌症晚期或患有关节风湿病等15种疾病使身体需要接受支援及介护服务时
保险费缴纳方式	从养老金中扣除	与医疗保险费一并征收

数据来源：厚生劳动省，克而瑞证券研究院

根据日本厚生劳动省公布的数据，2016年，日本参与缴纳介护保险的总人数为7,450万人，其中4,247万为40-64岁劳动人口，1,654万为65-74岁老人，1,549万为75岁及以上老人。其中，75岁以上老人需要被介护、支援的人数最多，达到497万人，且占同年龄段缴费人群最大，达到32.1%。

表 5：2016 年介护保险缴纳人数与保险使用者人数情况

单位：万人	总人口	介护、支援保险 认定人数	被保险者使用比例
40-64 岁	4,247	15	0.4%
65-74 岁	1,654	72	4.4%
75 岁及以上	1,549	497	32.1%
总数	<b>7,450</b>	<b>584</b>	<b>7.8%</b>

数据来源：厚生劳动省，克而瑞证券研究院

### 3.4. 介护服务使用步骤及体系

介护保险的使用人首先要向政府指定的市、镇、村窗口进行咨询，并进行介护认定申请。在经过一系列认证调查，并由专业医生出具意见书，给专业等级鉴定之后方可前往相关机构享受享受服务。

在介护保险体系之下，老人每半年重新评估一次，按照其得到的介护等级匹配相应介护方案。老年人使用等级匹配的介护服务只需要自费保险限额的 10%。介护评估等级为支援 1、支援 2 级的老人，介护保险只给予报销访问居家养老服务项目以及日间照料项目；处于介护 1~5 级的老人可以额外报销在养老院的服务费用。

表 6：介护等级费用每月报销限额范例

项目	等级	报销限额 (JPY)	报销限额 (Rmb)	个人负担 比例	服务基本要求
支援	1	49,700	3,342	在限额 内，个人 负担	每周预防介护 1 次，包括健康指导及洗衣、扫除等家 务
	2	104,000	6,993		每周预防介护 2 次，包括健康指导及洗衣、扫除等家 务
介护	1	165,800	11,148	10%，超 额部分自 费	每日介护 1 次，包括穿衣、做饭、照顾起居等
	2	194,800	13,098	每日介护 1 次，包括饮食、排泄、洗浴等	
	3	267,500	17,986	每日介护 1 次	
	4	306,000	20,575	每日介护 3-4 次	
	5	358,300	24,092	每日介护 5 次以上	

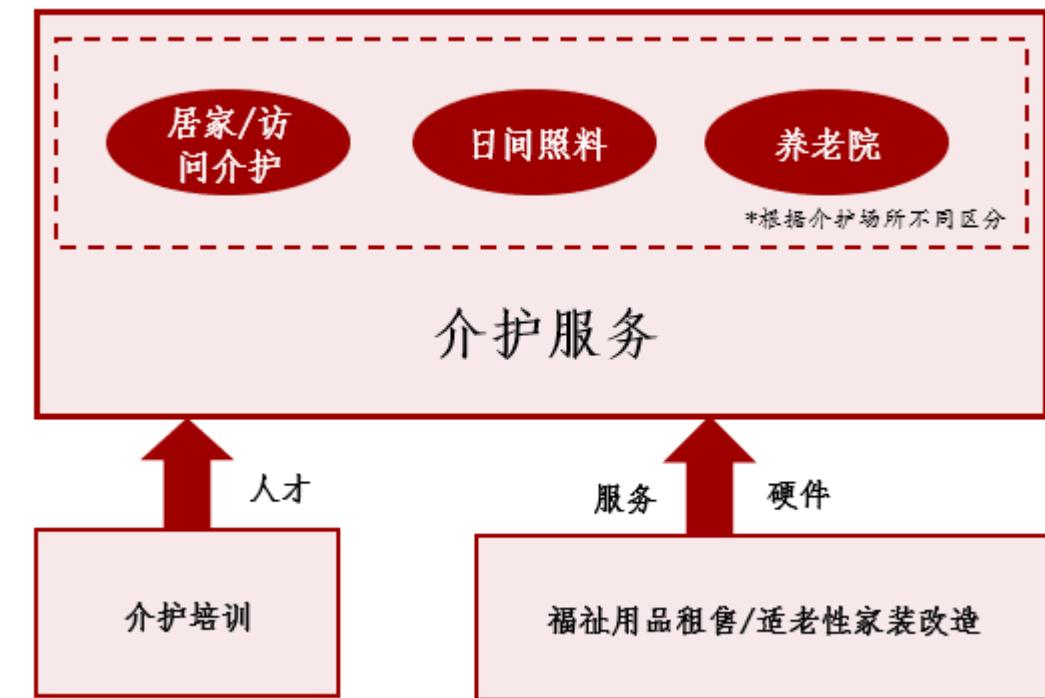
数据来源：厚生劳动省，克而瑞证券研究院

注：此处汇率取的是 2019 年 8 月 28 日 100 日元对人民币的中间价 6.7296

## 日本养老介护产业

自日本政府实施《介护保险法》以来，以介护服务为核心的日本轻资产养老介护产业蓬勃发展。根据提供介护服务的地点不同，介护主要分为居家/访问介护、日间照料服务及养老院介护。而为提供这些服务还衍生出包括介护培训、福祉用品租售及适老化家装改造等服务。介护的从业人数以及相关介护所数量不断攀升。

图 4：日本养老介护产业链



数据来源：克而瑞证券研究院

日本轻资产养老产业主要围绕着介护为中心，发展出多种服务内容。介护服务按提供服务的地点不同，可以大致分为社区介护和养老院介护，其中，社区介护包括居家/访问介护，和日间照料所介护。养老院介护的服务提供地点大多在养老机构。介护服务的提供商分为两种：提供介护培训的机构，和提供硬件的机构。提供硬件的服务又包括生产和制造福祉用品，福祉用品租售和提供相关的适老化改造。

### 1. 介护服务

**居家/访问介护服务站：**主要提供居家介护服务。由介护福祉士前往服务对象居住地提供身体介护（饮食、洗浴、排泄等）和生活援助（保洁、洗涤、买东西等）。根据日本厚生劳动省数据，截至 2017 年，日本共有居家/访问介护服务站 9.3 万所。

**日间照料所：**老人白天由专车接送，前往日间照料所服务机构接受介护服务（如饮

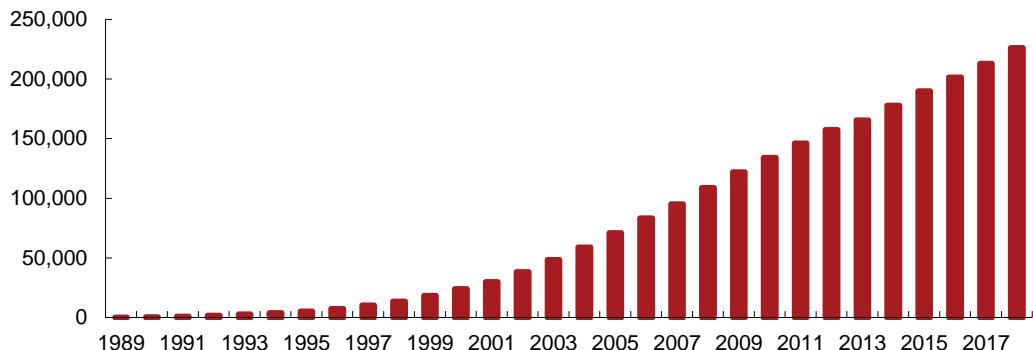
食、洗浴等)，此外日间照料所还提供多种基础娱乐服务。截至 2017 年，日本共有日间照料所 8.4 万所。

**收费养老院：**需要提供长期照护，在家庭中生活存有困难的、入住以介护为主业的专业服务机构，在日常生活过程中获得介护服务。截至 2017 年，日本共有收费养老院 2.4 万家。

## 2. 介护培训

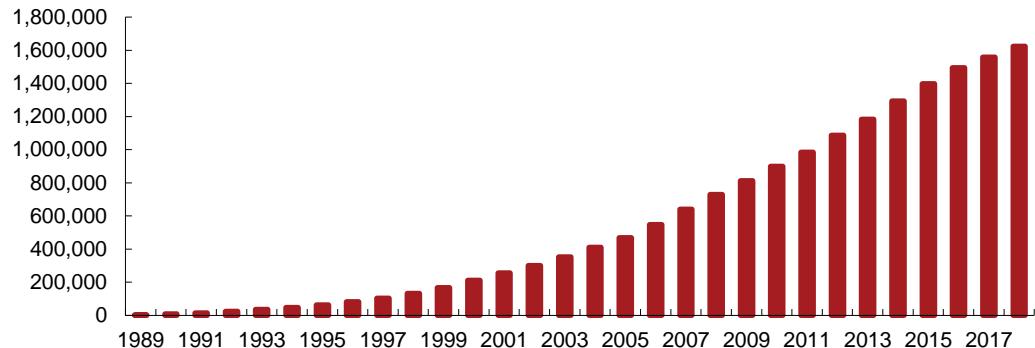
日本自 1987 年实施《社会介护专家法》、《介护护理员法》以来，介护人员培训机构不断扩大，培训人员数量不断上升。主要培训专业分为社会介护专家以及介护护理员。要成为社会介护专家，需要本科 4 年毕业后，并通过国家合格考试得到认证，主要从事介护顾问咨询服务。介护护理员主要从事上门服务、设施服务、医疗服务，需要高中毕业后进入专门学校经过 2 年学习并通过考试取得资格认证，然后在老人福利机构从事工作 3 年以上，参加介护护理员考试，理论和实操皆合格者获得证书。社会介护专家及介护护理员人数分别从 1989 年仅 189 人、2631 人，增长至 2018 年 22.6 万人、162.3 万人。

图 5：1989 年-2018 年日本社会介护专家人数情况



数据来源：厚生劳动省，克而瑞证券研究院

图 6：1989 年-2018 年日本介护护理员人数情况



数据来源：厚生劳动省、克而瑞证券研究院

### 3. 福祉用品租售/适老性家装改造

福祉用品主要指的是老人专属用品，如轮椅、特护病床等。另外，老年人由于年纪行动迟缓，且身体较弱，一旦滑倒就有可能引发一系列问题，因此需要在居家环境进行适老性改造，如加装防滑扶手，换装老年人马桶，加装防护病床、缓冲防滑地板等。根据日本厚生省数据截至 2017 年，提供福祉用品租售的介护服务相关机构共有 3.2 万家。

另外，在日本各大公众场所，如商场、展览馆、地铁等也都进行了适老性改造。

图 7：日本商场六本木新城的老人厕所



数据来源：六本木新城官网，克而瑞证券研究院

## 养老介护产业上市公司分析

日本医疗服务下共有 11 家从事养老介护及相关业务的上市公司。根据 2019 年 8 月 28 日收盘价，总市值为 157.38 亿元人民币。其中市值最高的是日医学馆株式会社，为 81.06 亿元人民币，占 11 家上市公司总市值的 51.5%。其他的介护服务公司估值都在 20 亿元以下。11 家上市的养老介护公司中有 6 家经营介护养老院，5 家为纯服务提供机构，有趣的是，从 ROE、净利润率以及收入的增速等角度看，包含养老院介护服务的公司指标均优于不包含养老院服务的指标。这说明在养老介护的行业资源可能更倾向于相对较重的模式。相应的包含养老院服务的公司平均 2018<sup>1</sup> 年 PE 为 39.8x 高于不包含养老院服务的公司 PE40.6%。

## 1. 日本介护相关上市公司

在日本医疗服务细分子行业中从事介护及其相关业务的上市公司共有如下表 11 家。基于样本，养老介护公司全部都提供了居家/访问的介护服务，同时还提供日间照料和福祉用品的租售。我们发现一般的介护服务公司都提供了养老院服务。养老院的介护服务由于提供了场所和上门的介护服务在商业模式上有所区别，前者较相对较重资产，后者相对较轻资产，故我们进一步将 11 家介护上市公司分为包含养老院的介护服务公司和不包含养老院的介护服务公司。在我们的样本中前者有 6 家，后者有 5 家。我们通过对两类不同介护公司的财务、股价等信息对比更多了解其区别。

表 7：日本介护相关上市公司主营业务一览

序号	股票代码	股票名称	居家/访问介护	日间照料	收费养老院	福祉用品租售	介护培训	家居改装	咨询	人才派遣
1	9792.T	日医学馆	√		√	√	√			
2	2398.T	Tsukui	√	√	√					√
3	6062.T	KK 魅力护理	√	√	√					
4	9707.T	Unimat 退休社区	√							√
5	2374.T	St-Care 控股	√	√				√		
6	2373.T	日本护理 21	√	√	√	√	√	√		
7	2144.T	Yamane 医疗	√	√	√	√				√
8	6545.T	Internet Infinity	√	√		√				√
9	4355.T	长寿控股	√			√				
10	2425.T	日本护理服务	√	√		√				
11	2435.T	思达	√	√	√	√				
总计			11	8	6	7	2	2	2	2

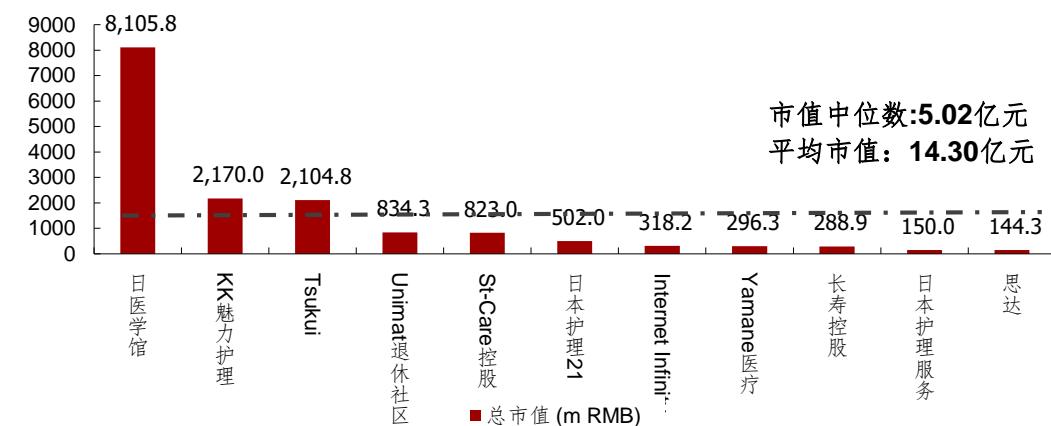
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

<sup>1</sup>注释：简化起见，如果财年是以 2019 年 3 月 31 日为截止日的，则 2018 年指的是截至 2019 年 3 月 31 日的数据；如果财年是以 6 月 30 日为截止日的，则 2018 年指的是截至 2019 年 6 月 30 日的数据；如果财年是以 10 月 31 日为截止日的，2018 年指的是截至 2018 年 10 月 31 日的数据。2016 年和 2017 年同理。下同。

## 2. 市场表现

从总市值来看，整个日本的养老介护服务产业规模有限。按照 2019 年 8 月 28 日的收盘价计算，11 家日本介护服务公司的总市值大约 157.38 亿元人民币<sup>1</sup>，平均市值约 14.30 亿元人民币，中位数为 5.02 亿元人民币。其中市值最高的是日医学馆株式会社，为 81.06 亿元人民币，占 11 家上市公司总市值的 51.5%，市值最小的是思达，为 1.44 亿元人民币。

图 8：11 家日本介护相关上市公司市值情况

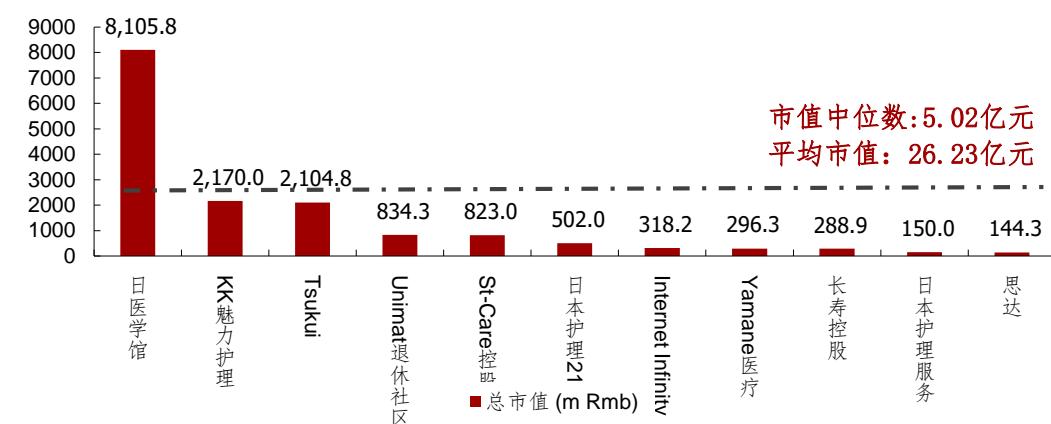


数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

注释: 图中灰色线为平均市值

我们将这 11 家上市公司，分为 6 家包含收费养老院业务的上市公司，以及 5 家不包含养老院业务的上市公司。其中包含养老院业务的上市公司平均市值为 22.20 亿元人民币，是不包含养老院上市公司的 4.6 倍；中位数是 13.03 亿元，是不包含养老院上市公司的 4.1 倍。

图 9：按是否包含养老院业务的市值情况（单位: m Rmb）



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

从股价表现上来看，包含养老院的 6 家上市公司平均股价表现均比不包含养老院的

<sup>1</sup> 汇率取的是 2019 年 8 月 28 日 100 日元对人民币的中间价 6.7296

上市公司平均股价表现好，同时也优于同期日经 225 指数的表现。

表 8：介护上市公司股票表现

	近 1 月涨跌幅 (%)	近 3 月涨跌幅 (%)	近 6 个月涨跌幅 (%)	近 1 年涨跌幅 (%)
<b>11 家日本介护相关上市公司</b>	<b>(2.96)</b>	<b>(5.82)</b>	<b>1.59</b>	<b>(19.27)</b>
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	(1.56)	(1.30)	7.18	(4.51)
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	(4.64)	(11.25)	(5.11)	(36.97)
<b>日经 225</b>	<b>(5.44)</b>	<b>(2.49)</b>	<b>(4.24)</b>	<b>(10.18)</b>

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 以上涨跌幅为各个样本的平均值，2) 涨跌幅为截至 2019 年 8 月 28 日的数据

### 3. 估值表现

11 家上市公司中，包含养老院业务的介护相关上市公司 2019 年 PE 的平均值为 39.8x，中位数为 24.7x，均高于不包含养老院业务介护相关上市公司的估值倍数。

表 9：2018 年 PE 表现

	2018 年 PE 平均值	2018 年 PE 中位数
<b>11 家日本介护相关上市公司</b>	<b>35.2</b>	<b>19.3</b>
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	39.8	24.7
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	28.3	17.2

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

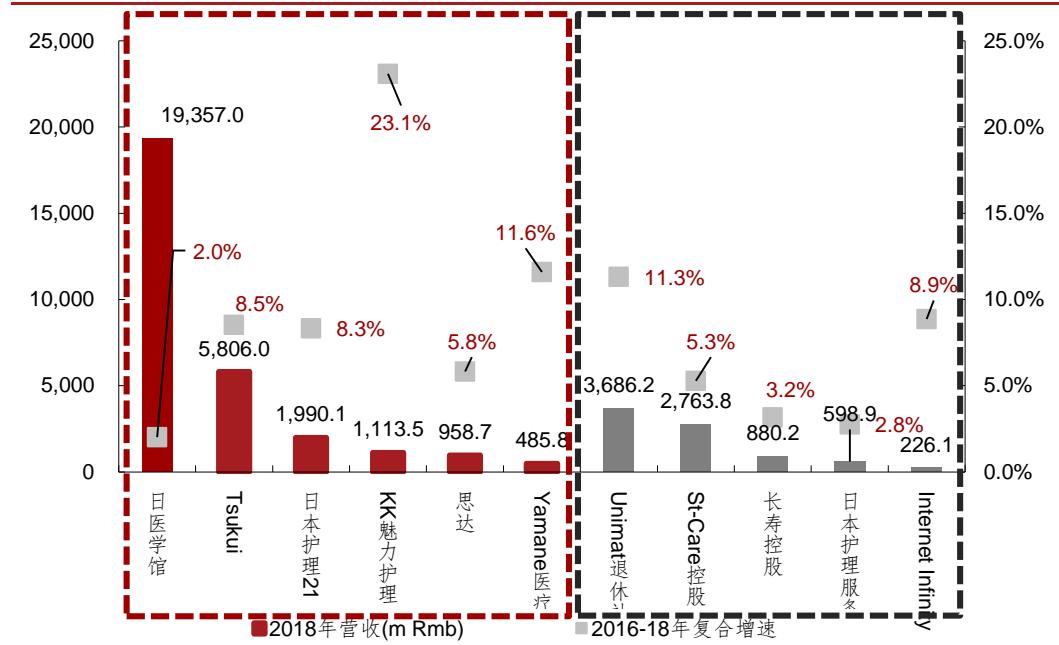
### 4. 财务表现

#### 4.1. 营收及复合增速

从营收规模上来看，11 家公司里营收规模最大的为日医学馆株式会社，其 2018 年的营业收入达到 193.57 亿元，占 11 家上市公司 2018 年营业收入总规模的 51.2%，营业收入规模最小的公司为 Internet Infinity，2018 年营业收入仅为 2.26 亿元。11 家上市公司的营业收入平均值 34.42 亿元，中位数为 11.13 亿元。

从 2016-18 年营收复合增速来看，业务规模增长最快的为 KK 魅力护理，为 23.1%，业务增长最慢的为日医学馆株式会社，仅为 2.0%。而 11 家公司的复合增速均值为 8.2%，中位数为 8.3%。

图 10：11 家日本介护相关上市公司 2016-18 年营收及 2016-18 年复合增速情况



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 黑色虚线框内的 6 家公司为不带养老院的日本介护相关上市公司，下同

总体上，包含养老院业务的公司营收大于不包含养老院业务的公司，前者的 2016-18 年营收复合增速远超过后者。.

表 10：2018 年营收及 2016-18 年年均复合增速情况

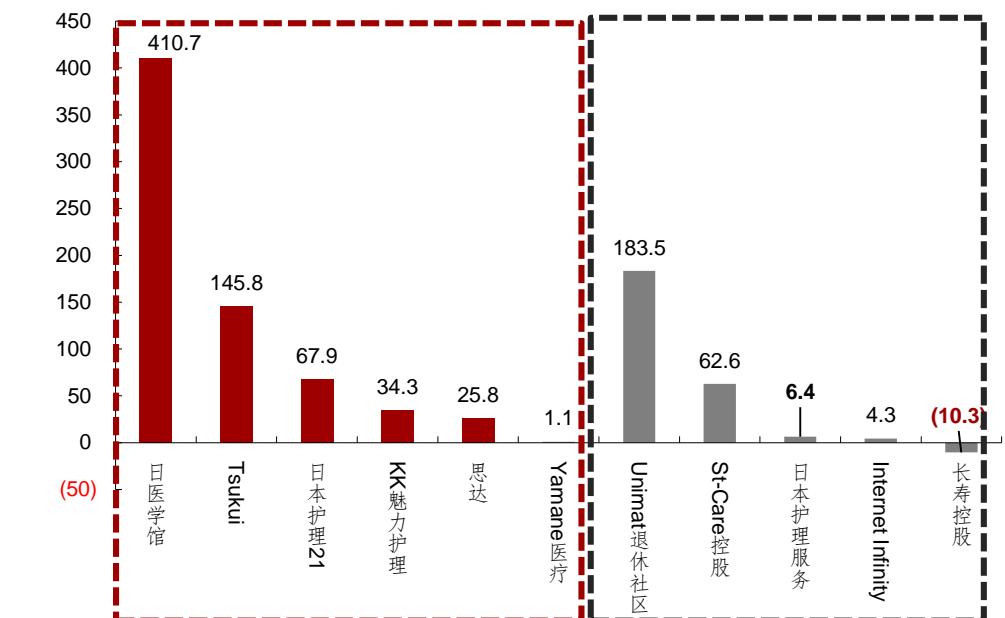
m Rmb	2018 年营收平均值	2018 年营收中位数	复合增速平均值	复合增速中位数
<b>11 家日本介护相关上市公司</b>	<b>3,442.4</b>	<b>1,113.5</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.3%</b>
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	4,951.9	1,551.8	9.9%	8.4%
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	1,631.0	880.2	6.3%	5.3%

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

#### 4.2. 归母净利润及复合增速

从归母净利润规模上来看，11 家公司里归母净利润规模最大的为日医学馆株式会社，其 2018 年的营归母净利润达到 4.11 亿元，占 11 家上市公司 2018 年营业收入总规模的 44.1%，归母净利润规模最小的公司为长寿控股，2018 年归母净亏损为 1,033.8 万元。11 家上市公司的从归母净利润平均值 8,473.7 万元，中位数为 3,430.9 万元。

图 11：11 家日本介护相关上市公司 2018 年归母净利润



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

从是否包含养老院业务整体上看，2018 年包含养老业务的上市公司的 2018 年归母净利润的均值为不包含养老业务上市公司的 2.3 倍，中位数前者是后者的 8.0 倍。

表 11：2018 年归母净利润总体情况

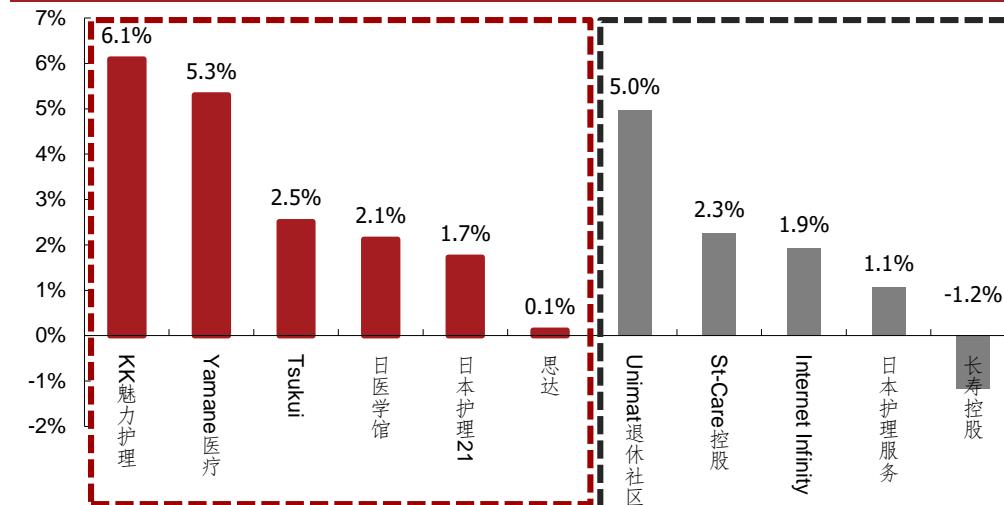
m Rmb	2018 年归母净利润平均值	2018 年归母净利润中位数
<b>11 家日本介护相关上市公司</b>	<b>84.7</b>	<b>34.3</b>
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	114.3	51.1
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	49.3	6.4

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

### 4.3. 归母净利润率

从归母净利润率水平来看，11 家公司里归母净利润率最高的为 KK 魅力护理，其 2018 年的归母净利润率达到 6.1%，归母净利润率最低的公司为长寿控股，2018 年归母净利润率为 -1.2%。

图 12: 2018 年归母净利润率情况



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

包含养老院业务的介护相关上市公司的 2018 年归母净利润率为 3.0%，高于不包含养老院业务的上市公司。

表 12: 2018 年归母净利润率总体情况

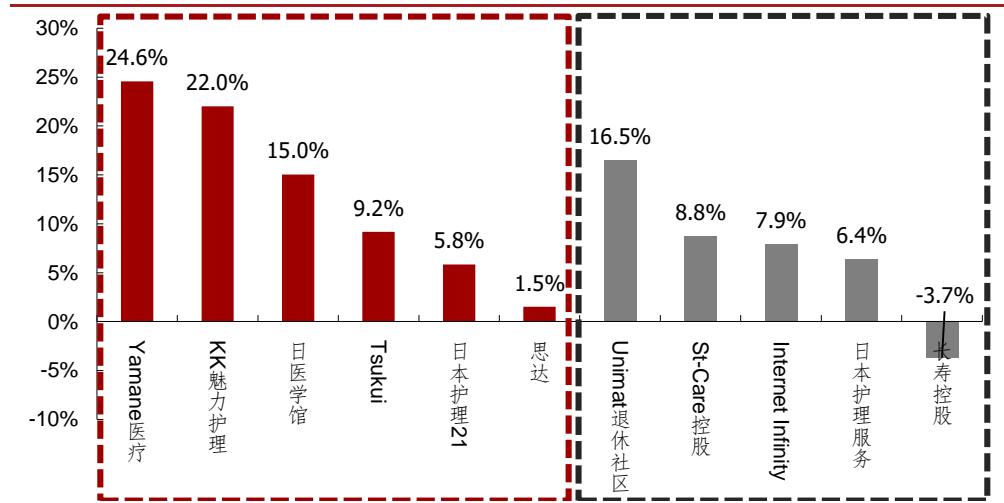
	2018 年 归母净利润率 平均值	2018 年 归母净利润率 中位数
11 家日本介护相关上市公司	2.4%	2.1%
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	3.0%	2.3%
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	1.8%	1.9%

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

#### 4.4. ROE (ROE)

从 2018 年 ROE 水平来看, 11 家公司里 ROE 最高的为 Yamane 医疗, 其 2018 年的 ROE 达到 24.6%, ROE 最低的公司为长寿控股, 2018 年为-3.7%。

图 13: 2018 年 ROE 情况



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

相对来说，包含养老院业务的介护相关上市公司的 2018 年 ROE 均值为 13.0%，中位数为 12.1%，均比不包含养老院业务的公司要高。

表 13：2018 年 ROE 总体情况

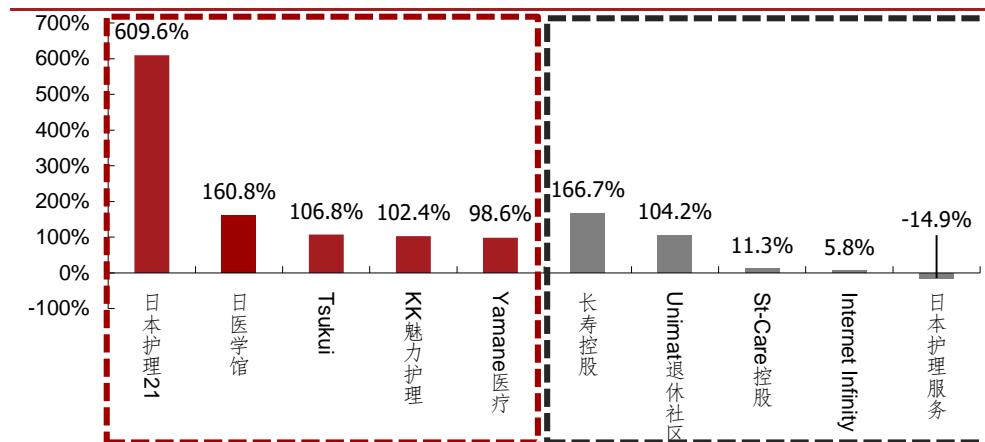
	2018 年 ROE 平均值	2018 年 ROE 中位数
11 家日本介护相关上市公司	10.4%	8.8%
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	13.0%	12.1%
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	7.2%	7.9%

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

#### 4.5. 净资产负债率

从整体来看，2018 年 11 家日本介护相关上市公司中，除了日本护理服务为净现金以外，其余 10 家公司都为净负债。

图 14：2018 年净资产负债率总体情况



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：思达有限公司的 ROE 为极值 1255%，因此将其剔除

从整体来看，包含养老院业务的日本介护相关上市公司的 2018 净资产负债率平均值以及中位数均高于不包含养老院业务的公司，主要原因因为投资养老院前期所需要的成本及现金流压力更大。

表 14：2018 年净资产负债率总体情况

	2018 年 净资产负债率 平均值	2018 年 净资产负债率 中位数
11 家日本介护相关上市公司	135.1%	103.3%
包含养老院业务的日本介护相关上市公司	215.7%	106.8%
不包含养老院业务的日本介护相关上市公司	54.6%	11.3%

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

## 典型公司案例

日医学馆株式会社为样本 11 家养老介护公司中最先上市的，并且为市值、营收最大的样本公司。Internet Infinity 以居家/访问介护以及提供新型健康解决方案为主营业务，并且其战略重心在不断向拓展新型解决方案倾斜，或许为未来养老介护公司的新的转型方向。

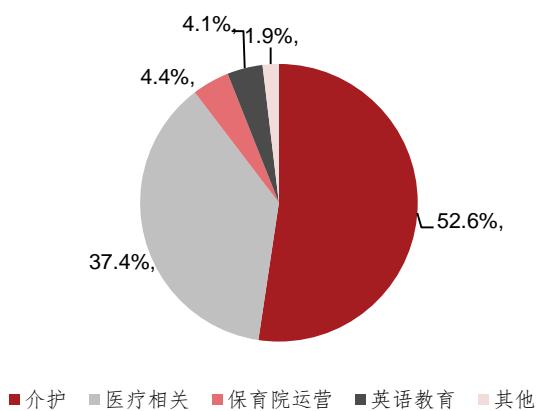
## 1. 日医学馆株式会社（9792.T）

日医学馆株式会社成立于 1973 年，以医疗教育事业起家，1996 年开始以居介护为中心的介护事业，1999 年 3 月于东京证券交易所市场第二部上市。是 11 家上市公司中最早挂牌上市的公司。2000 年《介护保险法》正式实施以后，开设了 749 处上门介护的分支机构正式开始介护护理事业。目前，公司主营业务为医院医疗相关业务、高龄者介护护理服务、养老院运营、保育院运营及中国介护人员培养、介护服务提供等。

日医学馆于 2013 年进军中国，首先于北京成立商贸公司。目前在中国的业务包括介护护理、产后护理、保育、家政服务、养老院运营服务等，目前分别在北京、天津、大连运营共计 4 家养老机构。

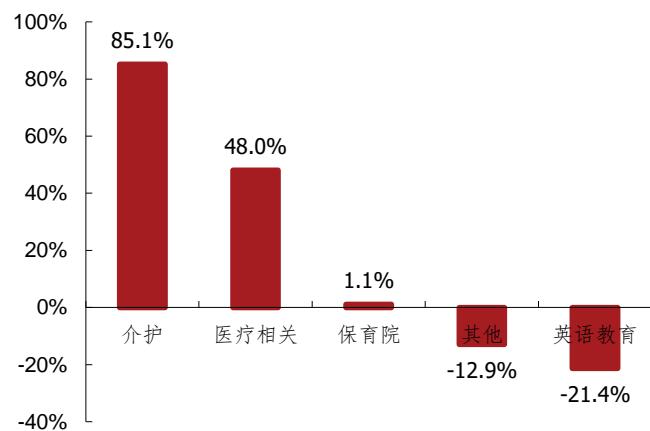
其 2019 财年（截止 2019 年 3 月 31 日）营收为 193.57 亿元人民币，归母净利润为 4.11 亿元，归母净利率为 2.1%，ROE15.0%。按照 2019 年 8 月 28 日的收盘价，日医学馆株式会社的总市值为 1205.5 亿日元（约 81.05 亿元人民币），是 11 家上市公司中，市值最高，营收规模最大的公司。

图 15：2019 财年日医学馆营收构成



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 16：2019 财年日医学馆营业利润构成



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

2019 财年日医学馆的营收 52.6% 来自介护及其相关业务，如居家/访问介护服务，日间照料服务，介护培训服务等。2019 财年其来自中国的介护业务收入较小，占总营收的不到 1%。营业利润方面，2019 财年 85.1% 营业利润来自介护板块，其息税前营业利润率为 10.8%。

## 2. Internet Infinity (6545.T)

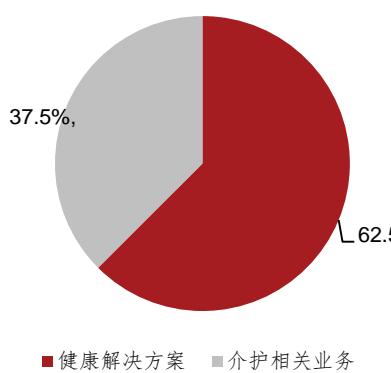
Internet Infinity 成立于 2001 年，以系统集成服务起家。2003 年开始在东京开设居家介护支援中心，主要从事福祉用品的租赁及销售。2011 年开业第一家 Record Book 特色日间照料所，并于 2014 年开启 Record Book 品牌的加盟输出服务。于 2017 年 3 月在东京证券交易所上市。

Internet Infinity 特色的 Record book 是以需要介护认定者和需要支援认定者为对象，以身体机能的维持，恢复和改善为目的，并通过实践能够最大程度提升使用者自身能力的运动项目，使使用者能够长期健康生活，享受自我人生的短时间医疗指导型日间照料所。

Record book 的主要目标群体为介护保险界定的需要支援和介护的 1、2 级服务使用者，以这些服务者为中心，由专业运动指导队伍根据不同用户的状况制定专业的运动项目，并进行指导。截止 2019 年 3 月 31 日，Internet Infinity 已经开设 27 所直营店，以及 114 所加盟店。

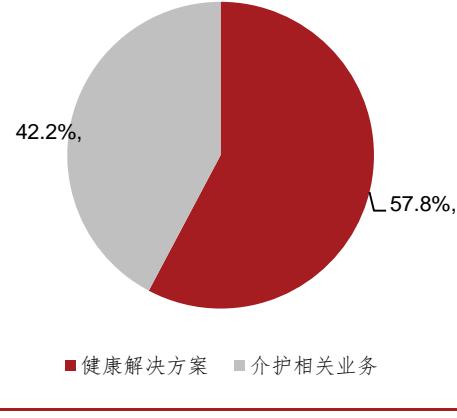
Internet Infinity 2019 财年（截止 2019 年 3 月 31 日）营业收入，约为 2.04 亿元人民币，归母净利润率 1.9%，2018 财年 ROE 为 7.9%。

图 17：2019 财年营收构成



数据来源：Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 18：2019 财年营业利润构成



数据来源：Bloomberg, 克而瑞证券研究院

2019 财年 Internet Infinity 的营收 62.5% 来自其健康解决方案板块，如 Record Book 日间照料所业务、企业员工事业/介护支援方案定制、居家介护保险服务咨询服务等，来自传统访问/居家介护及日间照料服务的营收占比为 37.5%。而 2014 年刚开启 record book 加盟事业时，健康解决方案与介护相关业务营收占比分别为 41.3%，58.7%，并且公司的中长期战略也将重心放在健康解决方案事业。

营业利润方面，2019 财年公司 57.8% 的营业利润来自介护板块，其息税前营业利润率 28.0%。

## 评级指南及免责声明

### 披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

### 免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之內容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。

i