

# 消费洞察系列： “银发经济”的黄金时代

华泰研究

2025年8月14日 | 中国内地

深度研究

人口结构及行为趋势的变化是消费行业研究的核心变量，“银发经济”一定程度上是对我国“人口红利”的二次开发。本篇是继《掘金“她经济”》（2024.5.14发布）之后消费洞察系列又一深度报告。我们认为，伴随近3亿60岁以上银发群体的需求觉醒、技术革命的多场景渗透、政策红利的密集释放，我国银发经济正迎来“黄金时代”。本文从人口结构出发，全景描绘了当下中国银发经济现状及未来趋势，从供、需、政策三端分析未来成长动能，并以人、货、场三维度切入，洞察银发群体需求画像、产业创新趋势，还深度复盘日本市场，梳理银发经济4大细分消费领域的投资机遇与挑战，以期予以借鉴。

## 数说市场：我国银发经济市场规模超7万亿元，量价齐升高景气

据联合国，2023年我国60岁以上人口2.8亿人（占总人口比例约22%，联合国中性预期2034年或超过4亿人）。据沙利文，2023年我国银发经济市场规模已超7.1万亿，人均消费约2.6万元，预测至28年我国银发经济规模达12.3万亿/占GDP9.5%，24-28ECAGR为11.6%，其中人均消费提升贡献有望大于量增，价/量CAGR分别为7.1%/4.2%。银发消费市场正不断扩容/升级，日常消费/医养看护/养生保健/精神情感构成四大主力板块，日常消费比重最高，精神消费占比快速提升。

## 机遇分析：供需共振+政策利好不断，激发银发产业新生态、新模式

1) 需求升维：新银发群体（50-59岁）受教育程度更高、消费力强，需求逐渐从“老有所依”转向品质升级、悦己消费等迭代。2) 供给创新：我国养老产业投融资金额从19年的3.5亿上涨至23年64亿（IT桔子），供给侧发力持续推进适老化产品革新。3) 政策规范：24年起多项支持银发经济高质量发展方案陆续出台。我们认为未来10年银发群体将成为拉动国内消费增长的生力军，当前或为布局银发市场的机遇期。

## 趋势洞察：“人、货、场”三维拆解——新变化，新在何处？

1) 人：新银发群体自主决策权较高，更看中熟悉品牌 and 产品质量，女性和高学历群体是主力，乡镇市场加速活跃，体验型消费趋势明显。2) 货：供给走向分化和创新：“功能+”产品受益政府主导的基础设施完善，向高质量标准化升级；“技术+”产品受益AI/机器人等进步，新业态加速涌现；“体验+”产品迎合新银发族追求的情绪价值，快速提质扩容。3) 场：银发群体线上消费意愿提升，并从日用必需品向体验服务品进阶。

## 日本镜鉴：“有所依”到“有所乐”，康养/文娱/适老化迎来机遇

日本“团块世代”与中国“新银发群体”皆受益于国家经济快速发展红利，财富积累较丰厚，存在较高相似度。通过复盘日本银发产业和消费公司股价表现，我们发现日本银发市场在康养保健、旅游文娱、时尚美妆、陪伴经济、看护养老等细分领域都有突出表现，中国市场大有可为。

## “银发经济”受益行业及公司盘点

品牌/产品/场景具备优势的公司有望受益银发经济快速成长：1) 悦己疗愈型消费：爱美意识下的美妆医美（上美、毛戈平、巨子、珀莱雅、爱美客、美丽田园）、适老化改造下的智能家电（石头科技、绿联、海尔智家、萤石、TCL电子）、提供情绪价值的消费龙头（老铺、安踏、思摩尔）、保健品。2) 体验价值型消费：需求升温的酒旅业（亚朵、华住、中免、宋城、蜜雪、古茗、茶百道）；满足情感陪伴的宠物（乖宝、中宠）。3) 普惠功能型消费：养老服务及用品（稳健医疗、百亚、圣贝拉）。

风险提示：下游消费需求不及预期、市场竞争加剧、政策监管变化。

可选消费

增持（维持）

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

曾琨

SAC No. S0570523120004  
SFC No. BTM417

研究员

zengjun@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

石狄

SAC No. S0570524090003  
SFC No. BVO045

研究员

shidi@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

惠普

SAC No. S0570524090006  
SFC No. BSE005

研究员

huiyu@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

王森泉

SAC No. S0570518120001  
SFC No. BPX070

研究员

wangsenquan@htsc.com  
+(86) 755 2398 7489

孙丹阳

SAC No. S0570519010001  
SFC No. BQQ696

研究员

sundanyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2038

杨耀\*

SAC No. S0570124070059

联系人

yangyao@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

刘徽\*

SAC No. S0570125070023

联系人

liuwei024778@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

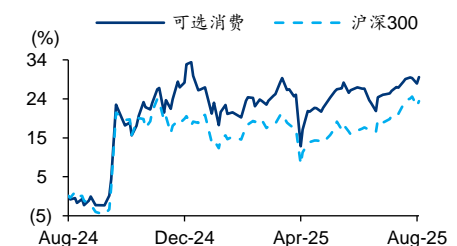
洪洋\*

SAC No. S0570125070021

联系人

hongyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究



## 正文目录

<b>前言：银发消费全景观，5张图看懂“银发经济”</b> .....	<b>4</b>
<b>重新定义“夕阳红”——解码人口变局下的产业重构</b> .....	<b>9</b>
中国银发产业演进3阶段：“人口红利”的二次开发.....	9
人口结构发生哪些迭变？影响几何？.....	9
2.0→3.0：从被动应对走向主动适应.....	12
元年肇启：银发经济市场规模突破七万亿元.....	14
高景气成长，市场规模占GDP比重持续提升.....	14
升级类占比提升，覆盖日常、医养、保健、精神四大消费.....	16
看见可能：需求升维、供给创新、政策规范.....	18
需求升维：新银发族消费力强，从实用型向发展型消费迭代.....	18
供给创新：产品从补短板向促升级转型，国货品牌前景可期.....	20
政策规范：重要性日益提升，行业规范化水平或持续加强.....	21
延迟退休政策是阻力？还是推力？.....	23
<b>银发掘金：“人、货、场”三维度解析银发经济</b> .....	<b>25</b>
人：聚焦适老与备老，重视“正在老去的一代”.....	25
特征概览：看重品质，熟悉品牌忠诚度较高；消费力“二八定律”仍成立.....	25
城乡差异：乡村老龄化程度深、消费增速更高；高线城市引领品质升级.....	27
代际流动：老年群体“向下”依赖减轻，发展+享乐型消费引领需求变革.....	28
货：AI赋能，高标准、精细化发展是大势所趋.....	31
功能+：基础设施完备，向标准化、品质化升级.....	31
技术+：科技赋能硬件，承接需求分化.....	33
体验+：寻求自我价值，享乐、悦己型消费特征日渐突出.....	35
场：线下渠道仍为主流，线上购物渗透率逐步提升.....	37
线下：便捷性优势突出，更加契合日常化购买需求.....	37
线上：线上渠道多元化，中老年群体网购渐成常态.....	37
<b>全球范式比较：日本老龄化的消费产业复盘与经验</b> .....	<b>40</b>
日本银发市场概况.....	40
老龄化水平先于国内30年，团块世代参考意义深远.....	40
日本银发市场成熟，细分板块机会丰富、空间广阔.....	41
日本银发消费者画像及消费偏好.....	42
消费者画像：多独居老人，有钱有闲且消费意愿高.....	42
消费趋势：康养、娱乐、养护为核心，伴随渠道便利化更迭.....	44
案例分享：银发群体需求定制化，孵化“新式商场、健身房”.....	51
启示：日本保健+适老化细分消费潜力足，中国市场大有可为.....	53
<b>银发经济受益行业大盘点</b> .....	<b>57</b>
普惠功能型消费：养老服务和用品市场如日方升.....	58
重视养老服务与养老产品的供需与质量缺口.....	61



体验价值型消费：情绪价值追求带动供给精细化迭代.....	63
酒旅：适老化供给持续创新，银发旅游需求稳步升温.....	63
宠物消费：萌宠陪伴满足情感需求，国货品牌强势崛起.....	71
悦己疗愈型消费：深度感知颜值、健康与关照.....	77
美妆医美：银发族爱美意识觉醒，中老年群体亦有美丽刚需.....	77
保健品：“老龄化”与“年轻化”并存，电商渠道占比提升.....	82
家电：回归舒适与健康，智能家电品类需求上升.....	86
代际跃迁型消费：向上尽孝与向下扶持.....	89
孝心经济：银发族消费的“背后推手”，偏好不容忽视.....	89
隔代育儿：关注银发族的日常消费主导权.....	90
<b>投资建议：三大投资方向.....</b>	<b>91</b>
风险提示.....	92

## 前言：银发消费全景观，5张图看懂“银发经济”

基于国家统计局划分，老年人年龄起点标准为60岁，我们在本篇报告中将60岁以上人群定义为银发群体。银发经济围绕老年人的衣、食、康、养、乐等需求展开，涵盖范围甚广，同时供需矛盾明显，众多相关产业仍处于发展早期阶段，适老化程度不足，难以满足银发人群日益增长的物质及精神需求，为产业升级和重塑带来了广阔空间。此外，在未来10年，拼搏于中国经济快速腾飞期的社会中坚人口（50-59岁）即将步入银发阶段，这些享受发展红利、财富积累丰厚的“正在老去的一代”，有望推动银发经济进入量价齐升的高景气成长期，可以预见银发消费将在我国国民经济中扮演日益举足轻重的角色，其中蕴藏的消费市场机遇值得重点关注。

基于人口结构的新变化，银发产业正进入黄金发展时代，推动消费市场的格局演变与重塑。我们认为中国银发产业的蓬勃兴起，是人口结构由传统“金字塔型”向“倒金字塔型”快速转变的必然结果，这一转变不仅深刻反映了人口结构变迁的趋势，更映射出政策、需求与技术需要在适应人口结构快速变迁中的未来演化方向。依据人口金字塔结构变化，我们将演进历程大致分为生存保障期（2000-2015）、分层探索期（2016-2025）和价值重构期（2026-2040）3大阶段。当下正值由银发2.0迈向3.0阶段的关键节点，供需两端皆折射出从“被动应对”转向“主动适应”的新活力，传统的银发群体消费观正迎来重塑，银发经济的市场边界也正快速拓展。

图表1：2010-2050E 中国人口结构金字塔 vs 银发经济演变历程

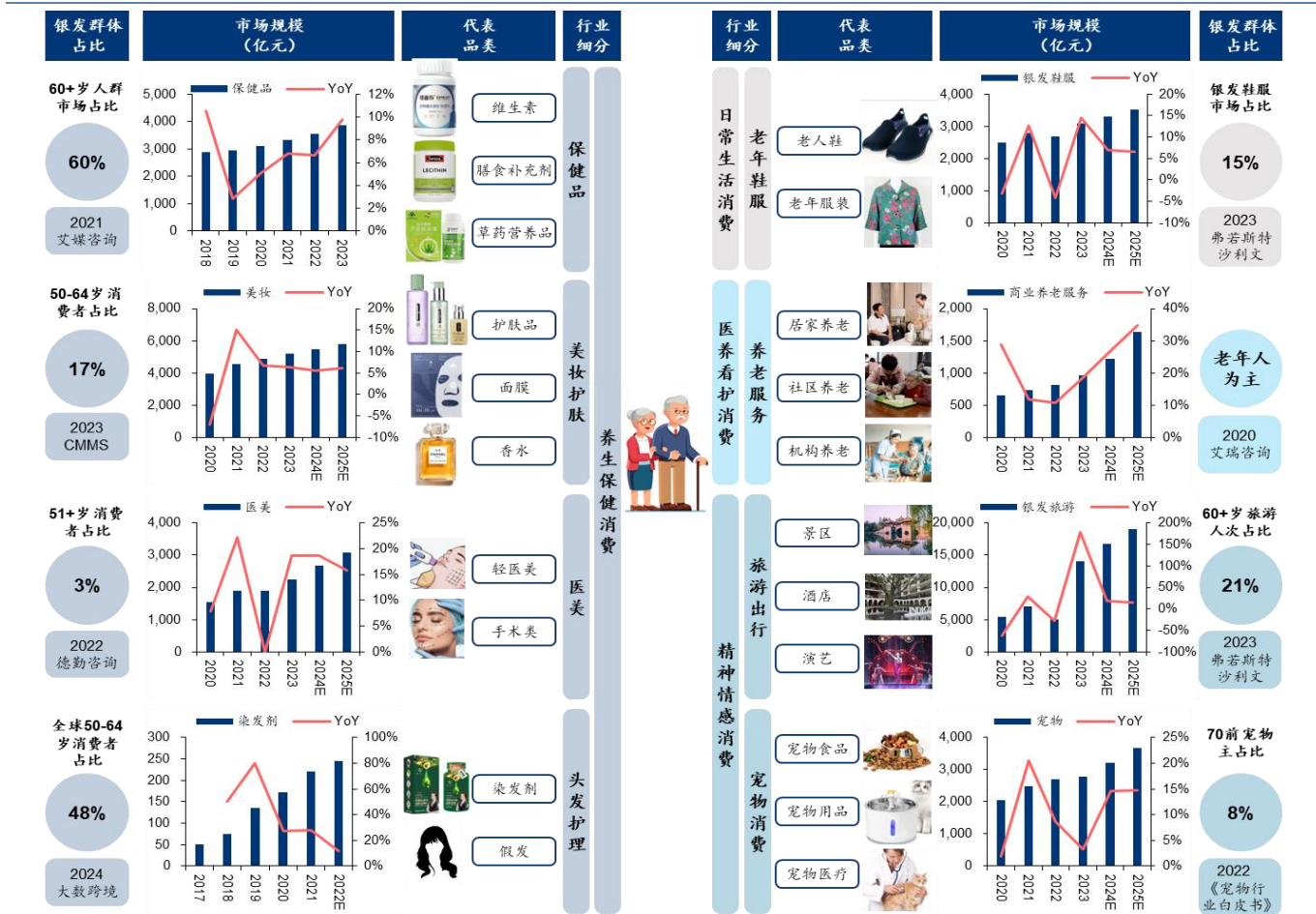


注: 据国家统计局, 2023年中国60岁以上人口占比为21%, 联合国数据为20%, 差异较小

资料来源: 1) 人口结构金字塔数据来自联合国人口司; 2) 生育率数据来自国家统计局; 3) 民办养老机构城乡分布数据来自中国老龄科学研究中心《中国养老机构发展研究报告》(2015年7月发布); 4) 智慧养老试点区域扩容数据来自工信部公示的《2023年智慧健康养老应用试点示范名单》; 5) 适老化改造情况及60岁+老年网民规模数据来自奇光时光《1999-2024: 中国老年人上网行为变迁史》(25年6月发布), 华泰研究

**市场规模：**我国银发人群规模已达近3亿人，支撑起超7万亿元银发经济大市场，细分赛道掘金空间广阔。据国家统计局，2023年我国60岁以上人口占比达21%；据联合国预测，未来十年中国60岁以上人口或以3.8%的复合增速扩容，2034年或超过4亿人。银发人群消费画像的城乡差异较大，各个年龄段老年人的关注领域亦各有不同，我们梳理出四大类别（日常生活、医养看护、养生保健及精神情感消费），以及五个重点细分消费板块，分别为美妆医美、保健品、旅游、宠物、养老服务及用品。据Frost & Sullivan，2023年我国银发经济市场规模达7.1万亿元。在银发人口扩容、人群人均消费力提升的共同驱动下，至2035年银发经济规模有望达到30万亿元，占GDP的10%（中国社会福利与养老服务协会《银发经济蓝皮书：中国银发经济发展报告（2024）》）。

图表2：银发经济涉及行业类别与市场规模大盘点



资料来源：弗若斯特沙利文，艾媒咨询，CMMS，艾尔建美学，德勤管理咨询，中商产业研究院，共研网，假发全球50-64岁消费者占比来自大数跨境2024年发布的《大数跨境：2024全球假发市场洞察报告》，Euromonitor，艾瑞咨询，60+岁旅游人次占比数据来自弗若斯特沙利文《2024中国银发经济发展报告》，70前宠物主占比数据来自派读宠业于2023年发布的《宠物行业白皮书》，华泰研究

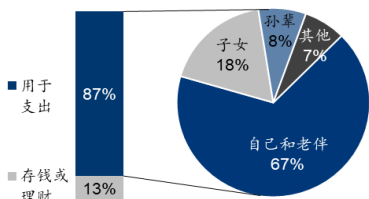
**银发群体画像：消费意愿高，女性和高学历人群为消费主力，代际变迁驱动消费升级。**我们聚焦于分析60岁以上的老年人和将在未来十年陆续进入老年阶段的50-60岁人群（定义为“活力老人，新银发群体”）的消费特征：

- 1) **整体而言**，中老年群体的消费意愿强烈，拥有较高的自主决策权，且中老年女性和受教育程度较高的人群支出相对较多，偏好高质量消费与熟悉的品牌。
- 2) **城乡差异而言**，我国城镇老年人的消费水平远高于农村，尤其是高线城市对于可选消费品的需求更高，有望引领银发消费品质升级；而农村老年人的消费支出快速增长，城乡老年人支出水平差距持续收窄。
- 3) **值得关注的是代际流动下的新银发群体消费特征。**活力老人目前多处于尚未退休或刚退休的阶段，受教育水平和财富积累水平相对较高，亦是未来十年我国银发经济发展的重要增量贡献者，这一代群体消费观逐渐带有悦己、享乐底色，渠道运用灵活，注重品质，有望引领需求转型，发展+享乐型消费占比有望持续提升。

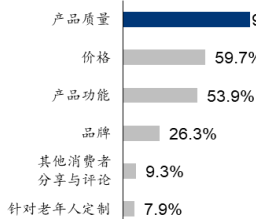
图表3：“银发经济”中老年人消费特征面面观

银发群体画像：花钱多于存钱，女性和受教育程度较高的中老年为消费主力

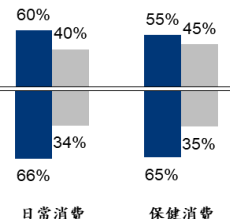
中老年人花钱多于存钱，67%的支出用于自己和配偶（2019）



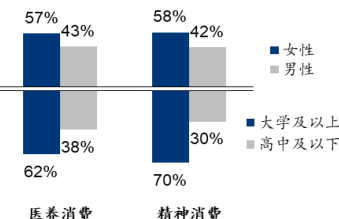
消费偏好：消费决策中更看中产品和服务质量（2023）



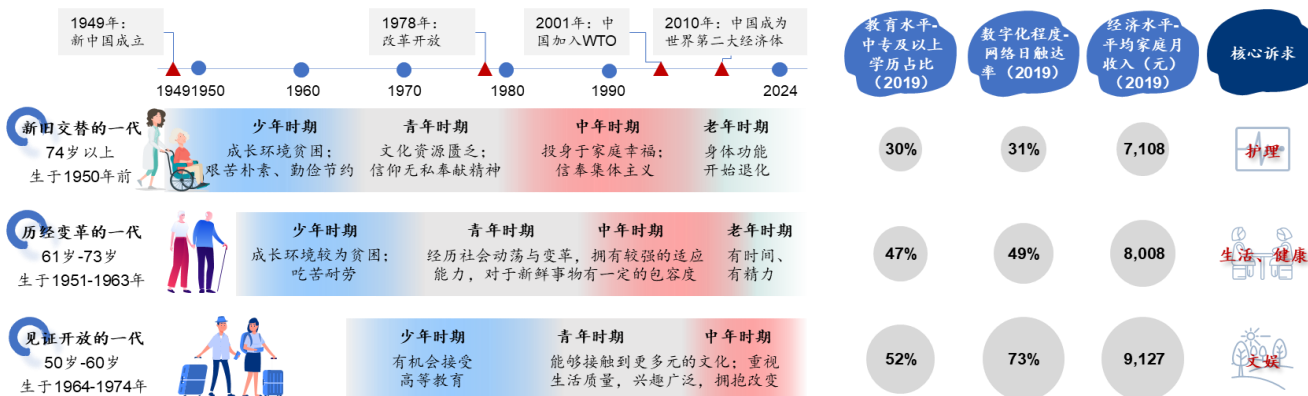
性别结构：女性是中老年群体重要的消费决策人（2023）



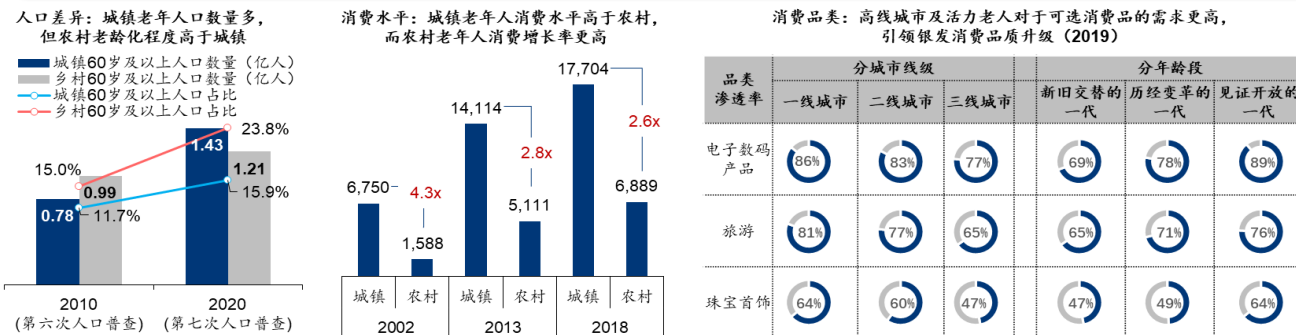
教育程度：受教育程度较高的中老年群体支出相对较多（2023）



不同代际银发群体消费特征：从“生存型”向“享乐型”转变，消费升级趋势明显



不同代际银发群体消费特征：农村老年人消费增速更快，一线城市中老年人引领品质升级

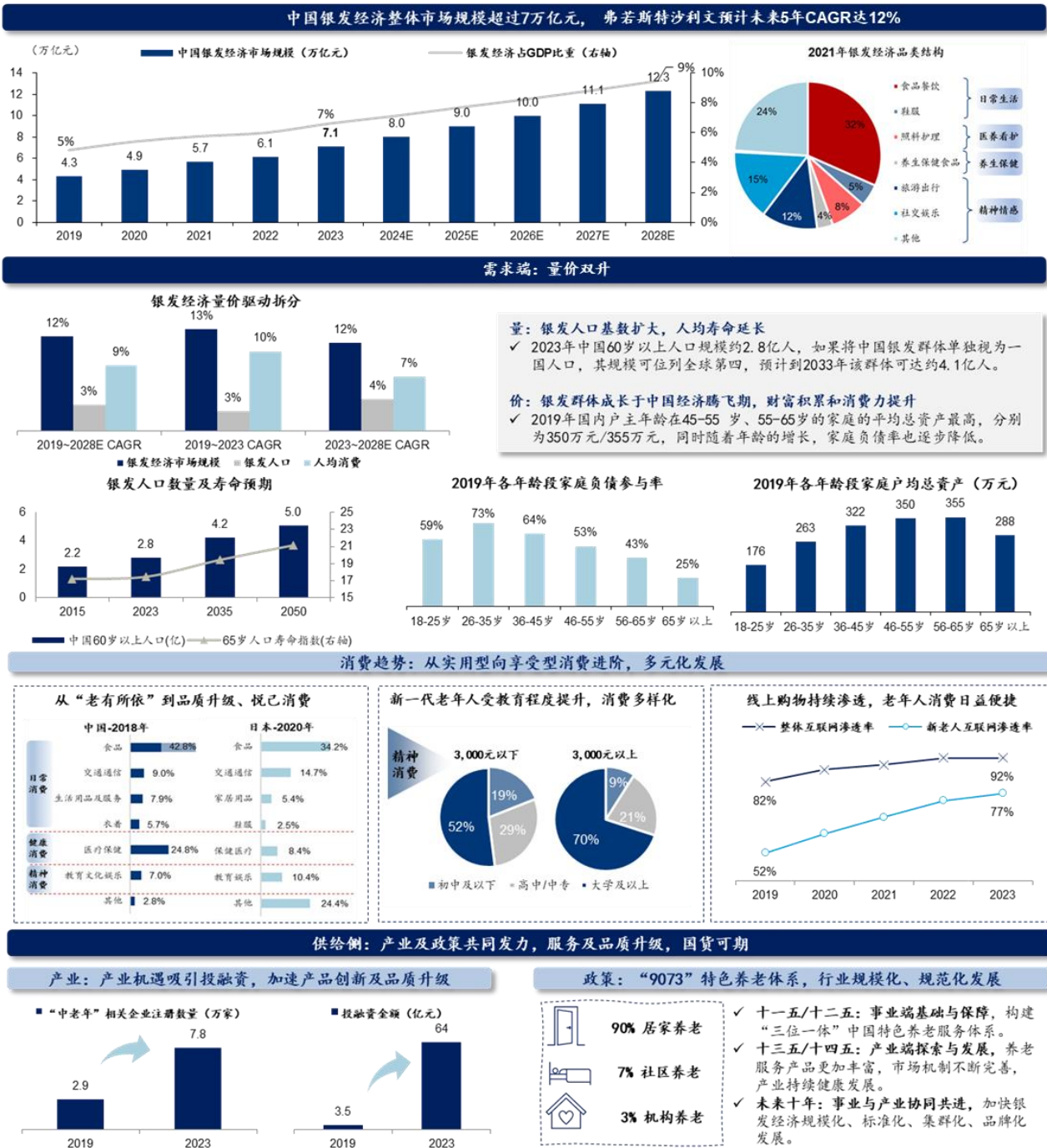


注：银发群体画像部分中支出&理财结构数据来自 Wavemaker《中国老龄化社会的潜藏价值1》（统计时间为2019年10月，样本量为约1.15亿中国人口），银发群体画像部分中消费偏好&性别结构&教育程度数据来自灼识咨询《2023年中国中老年市场白皮书》（统计时间为2024年6月，样本为5,710名45岁以上人群），不同代际银发群体消费特征数据来自 Wavemaker《中国老龄化社会的潜藏价值1》（统计时间为2019年10月，样本量为约1.15亿中国人口），不同代际银发群体消费特征部分中消费水平数据来自《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾哈睿、詹鹏，2024）（统计时间为2018年，样本来自CHIP），不同代际银发群体消费特征部分中消费品类数据来自 Wavemaker《中国老龄化社会的潜藏价值2》（统计时间为2020年1月，样本量为约1.15亿中国人口）

资料来源：Wavemaker，灼识咨询，中国知网，国家统计局，华泰研究

本报告亮点：1) 本文全景分析了中国银发经济现状及趋势展望，从人口结构变迁出发、通过供、需、政策三端分析市场成长动能；以人、货、场三维拆解银发群体的需求画像、创新趋势和渠道变迁，并通过对日本银发消费产业的复盘，梳理了4大细分消费领域的投资逻辑和机会（体验价值型、悦己疗愈型、普惠功能型及代际跃迁型消费）。2) 市场普遍认为“银发经济”局限于对老年群体的日常消费和医养需求，并通常将其视为一种简单的适老化改造和满足社会保障福祉的被动应对。但本文认为银发经济是对人口红利的二次开发，不同代际、不同区域的银发群体消费观念都是不同的，不能一概而论。除了基本需求外，悦己类/服务类需求提升，AI+等硬科技赋能也是非常重要的发展方向，所涉及的细分消费领域众多。3) 我们认为银发经济并非单一市场行为，而是政、企多方参与的全方位创新实践，是涵盖经济价值、社会价值和文化价值的生态共创，因此本文不仅局限于消费端投资机会的发掘，更希冀以一个更宏大的视角推演我国新银发时代的供需格局变化，为构建有中国特色的银发产业发展模式提供参考和建议。

图表4：银发经济市场总体规模及供需驱动



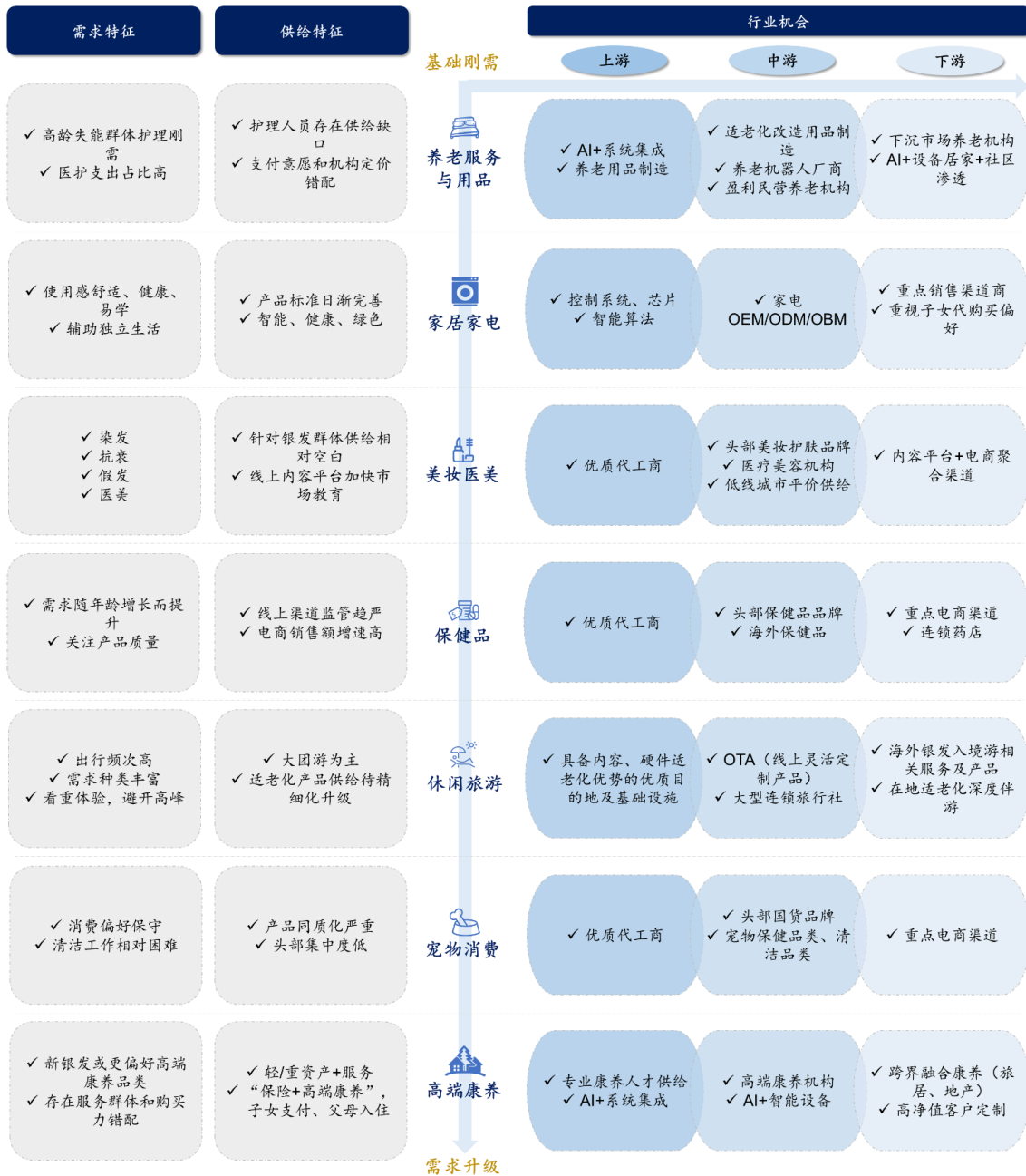
资料来源：1) 中国银发经济整体市场规模数据来自弗若斯特沙利文《2024年中国银发经济发展报告》(2024年6月发布)；2) 银发经济品类结构数据参考华经产业研究院《2024-2030年中国银发经济行业市场监测及投资潜力预测报告》(2024年7月发布)、中商产业研究院《2024年中国银发经济行业市场前景预测研究报告》(2024年1月发布)及前述沙利文报告；3) 银发人口数据来自联合国人口预测；4) 2019年家庭负债参与率和户均总资产数据来自灼识咨询《银发经济，耀眼的黄金赛道 2023年中国中老年市场白皮书——中老年服务及产品“人-货-场”三维解析》(2024年6月发布)；5) 中国人民银行调查统计司；6) 日本银发消费结构数据来自总务省统计局官网；7) 新一代老年人受教育程度及对应花销结构数据来自前述灼识咨询报告；8) 相关产业注册数量和投融资规模数据来自中商产业研究院《2023年中国养老产业市场前景及投资研究报告》(23年3月发布)；9) 我国养老呈“9073”格局表述来自国家卫生健康委2021年新闻发布会，华泰研究

银发经济受益行业大盘点：

当下银发产业正沿着基础保障型产品向自我实现式消费不断进阶，大致可分为普惠功能型、体验价值型、悦己疗愈型、代际跃迁型四类，涵盖养老服务与用品、家电、美妆医美、休闲旅游等细分行业，各细分产业上、中、下游均蕴藏机会。

不可否认当下银发经济供给侧仍处于初级发展阶段，后续 AI/机器人等的应用深入，或对相关消费品类/场景进一步拓宽和产业链延展提供广阔的机遇。伴随银发产业在未来 10-15 年进入快速成长和市场重构期，我们建议重点关注如下受益行业投资机会：

图表5：银发经济受益行业一览图



资料来源：华泰研究

## 重新定义“夕阳红”——解码人口变局下的产业重构

人口结构及数量趋势的变化是消费行业研究的核心变量，银发经济并非简单的消费扩容，而是“人口红利”的二次开发。根据中国老年学和老年医学学会 2024 年 10 月 12 日发布的《银发人群年龄划分及人群命名》，银发人群主要分为四个年龄段：银发青年（55 岁至 64 岁）、银发中年（65 岁至 74 岁）、银发老年（75 岁至 89 岁）、长寿老人（90 岁及以上）。

**60 岁及以上人群**作为广义概念中的老年人（根据国家统计局及中国《老年人权益保障法》规定，老年人年龄起点标准为 60 周岁），凭借丰富的社会阅历和经年的财富积累，正重新融入社会经济体系，是本篇报告重点关注和讨论的对象，我们将深入梳理其人群规模、需求空间、消费画像及细分市场机遇。此外，**银发青年群体（55 岁-64 岁）**将在未来 5-10 年成为老年人群。相比于老年人，其社会经验更丰富、受教育程度更高、身体状况相对更好，消费观念更新，也是为银发经济发展中重要的生力军。

### 中国银发产业演进 3 阶段：“人口红利”的二次开发

我们认为，中国银发产业的发展与人口老龄化进程深度相关，近 3 亿老年人口的需求觉醒、技术革命的快速渗透、以及政策红利的密集释放或带动银发产业加速迈入结构性变革的新进程。根据世界卫生组织和联合国标准，发展中国家老龄化程度分为三档：1) 轻度老龄化：60 岁以上人口占比超 10% 或 65 岁以上人口占比超 7%；2) 中度老龄化：60 岁以上人口占比超 20% 或 65 岁以上人口占比超 14%；3) 重度老龄化：60 岁以上人口占比超 30% 或 65 岁以上人口占比超 21%。

#### 人口结构发生哪些迭变？影响几何？

当下中国老年人口占比正提升。据国家统计局，2023 年我国 60 岁以上人口占比 21.1%/+1.3PP (≥20%)。根据 2025 年 1 月 17 日最新数据及《2024 年度国家老龄事业发展公报》，截至 2024 年底，60 岁及以上人口占比 22.0%，65 岁及以上人口占比 15.6%。

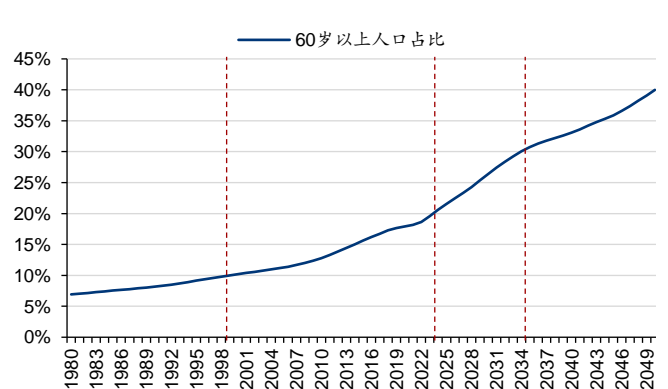
据联合国中性假设预测（WPP2024），中国 60 岁以上人口占比将在 2034 年突破 30%。展望 2050 年，预计 60 岁以上人口占比将达到 40%，与当期日本老龄化程度已较为接近（预计到 2050 年日本 65 岁以上人口占比将达 43%）。

图表6：轻度、中度、重度老龄化阶段定义

	60 岁以上人口占比	65 岁以上人口占比
轻度老龄化	> 10%	> 7%
中度老龄化	> 20%	> 14%
重度老龄化	> 30%	> 21%

资料来源：联合国，华泰研究

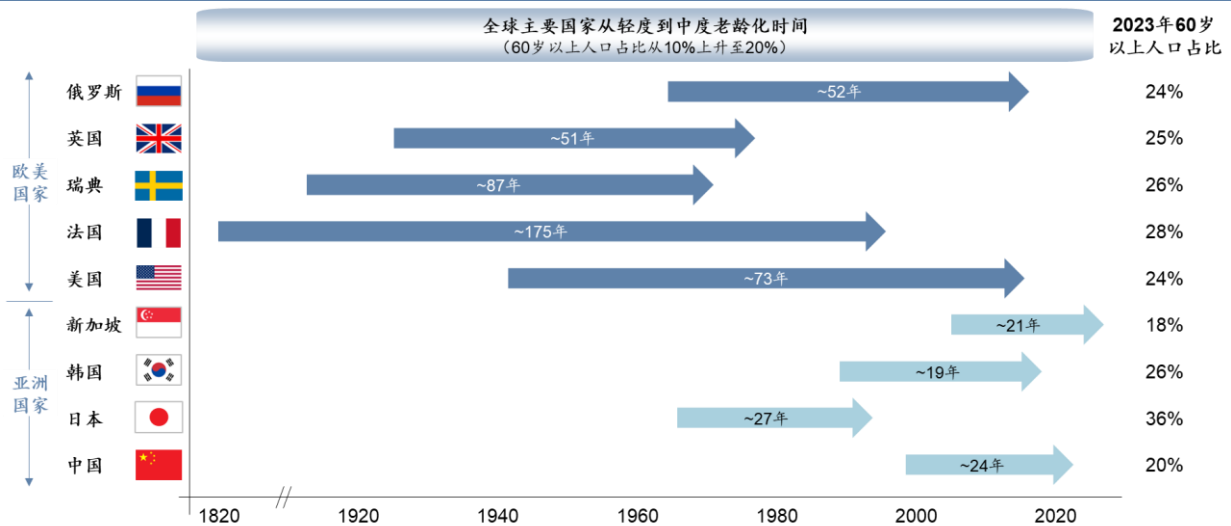
图表7：1980-2050E 中国老年人口占比



资料来源：联合国，华泰研究

时间压缩效应有望缔造中国银发产业“高速”发展曲线：从老龄化速度来看，中国斜率较欧美更为陡峭，较短过渡期或放大银发产业供需缺口，有望迎来发展红利期。整体而言，欧美国家进入老龄化的时间较早，老龄化的速率相对平缓，多数欧美国家从轻度到中度老龄化用时均在50年以上，在较为平缓的人口结构变化进程中完成养老福利体系的构建。相比之下，东亚经济体的老龄化程度相对较快，因此在银发产业的供给端建设仍处于早期阶段，远滞后于发达国家。应对人口结构变局挑战同时亦蕴藏结构性机会，重新构建供需适配体系有望带动银发产业新一轮升级和革新。

图表8：中国与海外发达国家老龄化阶段对比



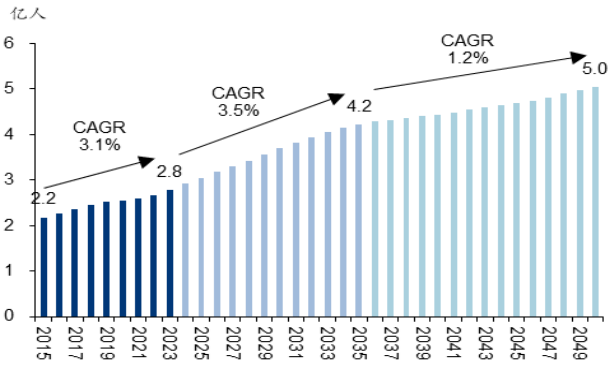
注：图中基于联合国的人口预测数据，新加坡进入中度老龄化的时间预计为2026年

资料来源：灼识咨询，AgeClub，联合国，La population de la France de 1740 à 1860 (Louis Henry; Yves Blayo, 1975)，GOV.UK，Statistics Sweden，华泰研究

庞大、持续增长的老龄人口为银发经济市场奠定需求基础：从绝对规模看，中国银发群体基数大，预计十年内将扩容至4.1亿人。据联合国数据（WPP2024），截至2023年，中国60岁以上人口规模约2.8亿人。如果将中国银发群体单独视为一国人口，其规模可位列全球第四。未来十年内，中国银发群体处于较快扩容阶段，据联合国预测，2033年中国60岁以上人口约达4.1亿人，较2023年复合增速约3.8%，十年内扩容约46%，主要受到两方面驱动：

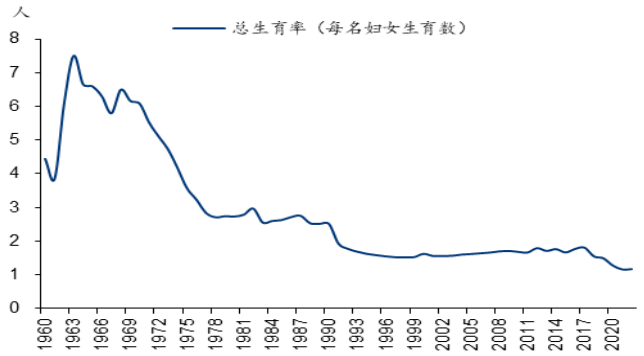
- 1) “婴儿潮”周期出生人口步入老年：据联合国数据，中国生育高峰期出现在1960年代至1975年，每名妇女生育数基本在4-7人。这段周期出生的人口基本对应目前中国规模最大的人口年龄组别。截至2023年，以5年为一组，中国50-54岁、55-59岁两个年龄段的人口规模最大，分别为1.23亿人/1.14亿人，这部分人群将在未来10年陆续步入银发群体。
- 2) 人均寿命延长：在医疗技术的持续发展以及国内医疗、养老体系逐步健全的助力下，中国银发群体的预期寿命不断延长。据联合国数据，2023年中国65岁人口的预期剩余寿命约17.5年，较2013年提升0.5年，后续提升速率有望加快，2033年有望增至19.2年，2050年进一步增至21.1年。

图表9：中国银发人群绝对数量大



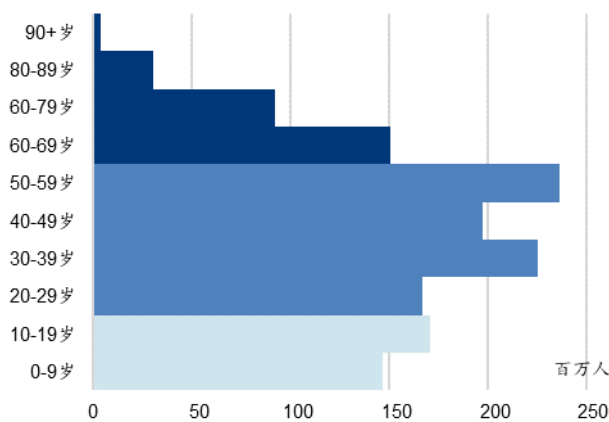
资料来源：联合国，华泰研究

图表10：1960-2022年中国总生育率



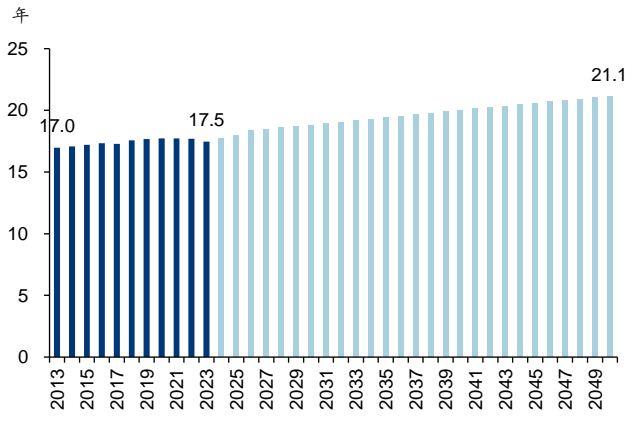
资料来源：世界银行，华泰研究

图表11：2023年中国人口结构（按年龄分层）



资料来源：联合国，华泰研究

图表12：2013-2050E中国65岁人口剩余寿命预期



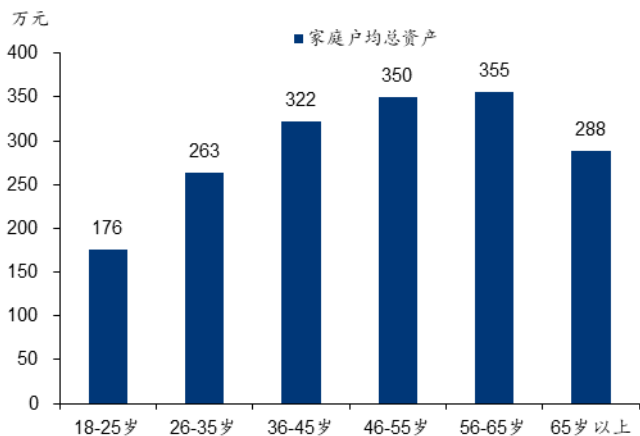
资料来源：联合国，华泰研究

代际财富红利释放为后续银发产业链价值增长注入较强势能：成长于中国经济快速崛起阶段的银发群体潜在消费力较强。纵观中国未来十年的银发群体，基本对应1975年之前出生的一代，其进入社会、工作拼搏、积累财富的阶段大致落在1980年代至2010年代，处于改革开放后、经济腾飞的高景气周期。

根据中国人民银行调研，2019年国内户主年龄在45-55岁、55-65岁的家庭的平均总资产最高，分别为350万元/355万元，同时其家庭负债参与率也较低。据清华大学老龄社会研究中心《中国家庭代际财富转移模型》(2023)预测，2025年60后群体因退休引发的资产处置（房产置换、理财赎回等）将达峰值，年转移规模约8-10万亿，2020-2025年累计转移量突破50万亿。

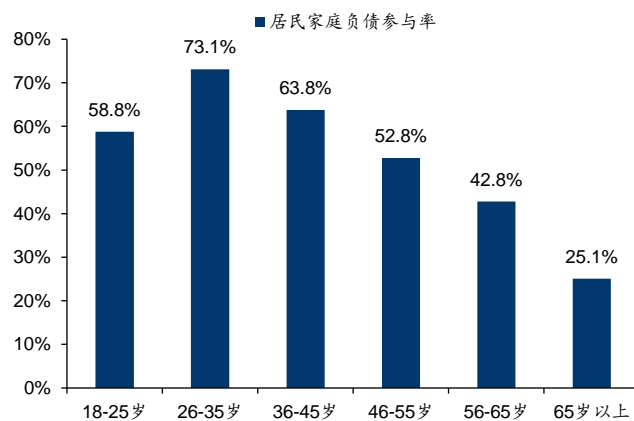
这部分人群或已处于老年，或将在未来十年陆续成为银发群体，我们认为其积累的财富基础和日益迭代的消费观念有望为银发消费市场注入新的活力。

图表13：2019年居民家庭户均总资产，按户主年龄



资料来源：中国人民银行调查统计司，华泰研究

图表14：2019年居民家庭负债参与率，按户主年龄

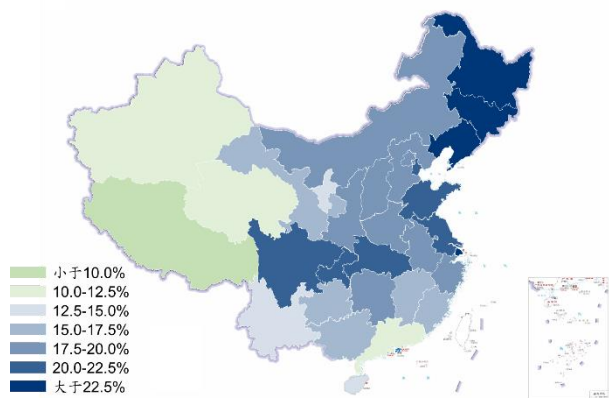


资料来源：中国人民银行调查统计司，华泰研究

不均衡的区域老龄人口分布对中国特色银发产业建设思路提出更高要求：从区域分布看，东部省份老龄化程度较深，下沉市场老龄化程度略高。人口结构老龄化在中国各省市较为普遍。据2020年第七次人口普查数据，中国除西藏外的各省60岁以上人口占比均在10%以上，但受到人口迁徙、计划生育落实情况、经济发展水平等综合影响，各地区老龄化程度有所不同：

- 1) 分城市区域看，东三省的老龄化程度最深；京津冀、长三角和川渝城市圈老龄化程度高于华南和西北地区。
- 2) 分城市线级看，2020年国内整体60岁以上人口占比为17.9%，全国40个大中城市的中位数为16.6%，略低于全国平均水平，但部分高线城市存在较严峻的老龄化问题；另一方面县级市场老人高龄化问题也日益突出。因此，不均衡的老龄化进程使得我国银发产业更具复杂性，需进行因地制宜、具体适配的生态重构。

图表15：国内各省市60岁以上人口占比（2020年）



资料来源：各省市统计局，国家统计局，第七次全国人口普查，AgeClub，自然资源部，华泰研究

图表16：全国40个大中城市老龄化水平（2020年）

城市	60+岁人口占比	城市	60+岁人口占比	城市	60+岁人口占比
大连	24.7%	武汉	17.2%	昆明	14.4%
上海	23.4%	苏州	17.0%	南宁	14.4%
沈阳	23.2%	杭州	16.9%	西宁	14.4%
重庆	21.9%	福州	16.8%	贵阳	13.3%
天津	21.7%	哈尔滨	16.8%	呼和浩特	13.3%
长春	20.9%	兰州	16.6%	乌鲁木齐	13.3%
青岛	20.3%	温州	16.5%	郑州	12.8%
济南	20.0%	太原	16.1%	银川	12.8%
无锡	19.8%	北海	16.1%	海口	12.4%
北京	19.7%	西安	16.0%	广州	11.4%
南京	19.0%	长沙	15.3%	三亚	10.4%
宁波	18.1%	合肥	15.3%	厦门	9.6%
石家庄	18.0%	南昌	15.0%	深圳	5.4%
成都	18.0%				

资料来源：各省市统计局，国家统计局，第七次全国人口普查，AgeClub，Wind，华泰研究

2.0→3.0：从被动应对走向主动适应

如上所述，中国银发经济发展轨迹深嵌于老龄化“加速度”、代际财富与需求差异、区域失衡的“人口变局三重奏”之中，本质上是人口结构从“金字塔”向“倒金字塔”加速流动的产物，其又折射出政策、市场与技术协同演化的独特路径。依据人口金字塔结构变化，我们将演进历程大致分为生存保障期（2000-2015）、分层探索期（2016-2025）和价值重构期（2026-2040）3个阶段：

图表17：2010-2050E 中国人口结构金字塔 vs 银发经济演变历程



注: 据国家统计局, 2023年中国60岁以上人口占比为21%, 联合国数据为20%, 差异较小  
资料来源: 联合国, 工信部, 民政部, 中国老龄科学研究中心, 华泰研究

### 1.0 阶段 生存保障期 (2000-2015): 老龄化初现、政策主导的“基础供给补位”

2000-2015年为政策驱动的普惠覆盖阶段。伴随60岁及以上人口占比从10%攀升至16%，养老需求从家庭内部溢出。基于此人口背景，该时期的核心特征是政府主导的“基建补位”和制度建设。通过系统化建设公立养老机构，全国养老床位总数从2000年的113.6万张增至2015年的672.7万张，每千名老年人拥有床位从10张提升至30.3张（民政部《2015年社会服务发展统计公报》）。均一撒网式全国化建设虽快速填补了服务真空，但随之产生资源错配、物未尽其用、供给偏单一等问题。至2015年，全国养老机构空置率高达48%；76%的民办养老机构位于城市，仅24%的民办养老机构位于农村（中国老龄科学研究中心2015年《中国养老机构发展研究报告》）。

### 2.0 阶段 分层探索期 (2016-2025): 老龄人口占比继续提升，市场驱动的“代际分化”

人口变量产生根本性拐点激活市场，驱动2016年-2025年产业进入需求裂变阶段。据国家统计局数据，21年中国65岁及以上人口占比突破14%。一方面老人需求处于升级通道中，据第五次中国城乡老年人生活状况抽样调查，60岁及以上老年人的年人均收入为32,027.4元。另一方面年轻人面临较大生活压力。80/90后独生子女群体以平均2.7:1的赡养比（我们根据国家统计局数据计算），在职场竞争与养老重负间艰难平衡。双重压力之下，我国养老供给体系从政府主导开始向市场化分层加速转型。

市场分化首先体现于服务定价的“千层饼”结构——覆盖城市功能性退休群体的普惠养老服务/为中产家庭提供医养结合的品质养老服务/满足高净值人群的全周期高端服务并存。这种分层不仅反映支付能力差异，更深植于代际价值观的变迁。此外，技术渗透与政策创新为市场分化注入加速度。截至 2023 年，工信部累计批复 242 个智慧健康养老应用试点区域（《智慧健康养老应用试点示范名单》）。据智研咨询，2023 年中国护理机器人行业市场规模约为 5.27 亿元。政策层面，2024 年国务院出台的《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》（国发〔2024〕1 号），明确要求完善智慧健康养老产品及服务推广名录，推进服务机器人等智能设备在养老场景的集成应用，标志着政策焦点从“生存保障”转向“精神富养”。这一阶段的产业演进是人口压力、代际更迭与市场创新共同书写的转型样本——当 80 后子女的“养老焦虑”与 60 后父母的“品质觉醒”相互碰撞，市场在普惠性与盈利性之间寻找到巧妙平衡，为超级老龄化时代的全面到来预演解决方案，但不可否认区域、城乡间的分化仍未解决，甚至呈加剧趋势。

### 3.0 阶段 价值重构期（2026-2040）：老龄群体主导的“文明升级”

2026 年起的多维生态重构期。根据联合国《世界人口展望 2022》预测，中国 60 岁以上人口将在 2034 年突破 30%，老龄化人口占比进一步提升。高收入“新老年”群体的退休潮，不仅意味着劳动力市场的结构性收缩，更宣告着一个新消费时代的到来，以更迭的消费观念重塑银发经济的内涵边界。3.0 阶段本质是实现经济价值、社会价值和文化价值的三维共建。

首先，消费觉醒浪潮冲击传统认知。体验类消费不再是年轻人专属，截至 2023 年，60 岁以上老年网民规模达 1.7 亿（工信部），抖音 50 岁以上创作者每日发布视频超 2300 万条（《抖音集团社会责任报告》，2023）。其二，硬实力技术创新成为本阶段重要推手。人工智能与机器人系统的协同照护、生物医学技术的抗衰老突破、5G 与物联网构建的实时健康网络监测、区块链赋能的养老资源再配置等技术方向将对银发产业产生深远影响。其三，3.0 阶段时间、空间的限制或被进一步打破，资本手段也将融合制度通过金融工具创新、资产证券化及跨境资源配置，成为驱动养老产业升级的关键力量。

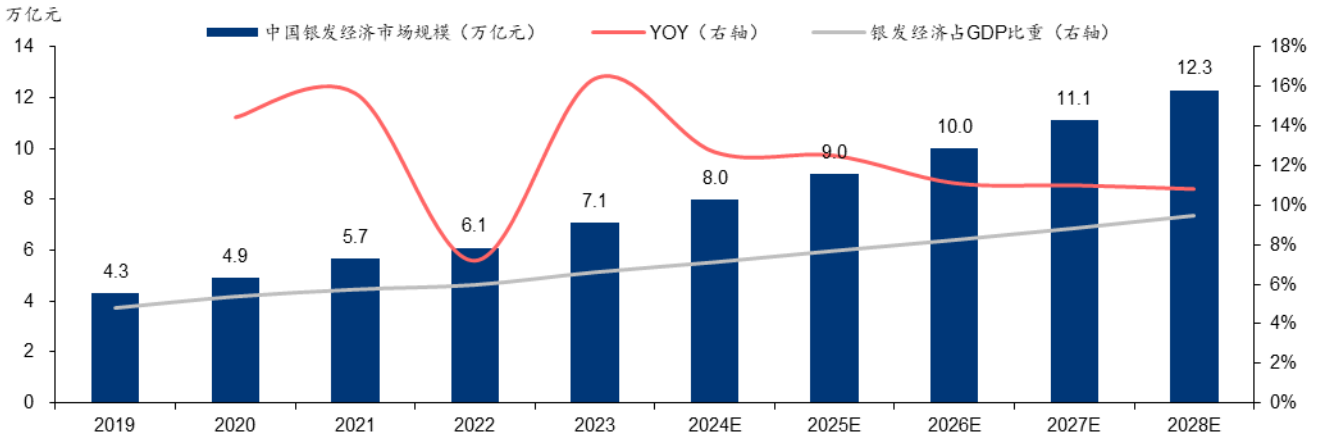
综合以上，从生存保障期政府主导的基础设施补位，到分层探索期市场驱动的品质服务分化，最终迈向供需多位推动的生态重建，当下正值 2.0 阶段迈向 3.0 的关键节点。我们认为，银发经济已折射出从“被动应对”转向“主动适应”的质变——技术渗透、政策保障和资本赋能共同重塑产业内核，用供给精细化对抗需求不均衡，化人口压力为动力，推动银发经济从社会保障的“成本项”进阶为消费升级的“新引擎”。下文我们将基于新的产业发展阶段和时代背景，以更全、更新的视角剖析当下银发经济及相关产业的看点与潜力。

## 元年肇启：银发经济市场规模突破七万亿元

### 高景气成长，市场规模占 GDP 比重持续提升

量价齐升，银发经济市场规模有望实现较快增长。在本文中，我们所称的银发经济包含向老年人群提供的多元产品及服务，涉及基本生活、康养保健、养老服务、休闲娱乐及智能科技等多元产业。据弗若斯特沙利文于 2024 年发布的《2024 年中国银发经济发展报告》，2023 年中国银发经济市场规模达 7.1 万亿元，2020-23 年复合增速为 13.4%，2028 年市场规模有望增至 12.3 万亿元，2024-28 年复合增速 11.6%。从占 GDP 比重来看，2019-23 年银发经济占 GDP 份额已从 4.8% 提升至 6.6%，2028 年有望进一步增至 9.5%。根据中国社会福利与养老服务协会 2024 年 12 月发布的《银发经济蓝皮书：中国银发经济发展报告（2024）》预测，2035 年银发经济市场规模有望达 30 万亿元/占 GDP 比重 10%，银发经济在国民经济中的地位愈发凸显。

图表18：2019-2028E 中国银发经济市场规模及占 GDP 比重



注：该银发经济市场规模涵盖基本生活、康养保健、养老服务、休闲娱乐及智能科技等；占 GDP 比重基于 IMF 的中国 GDP 预测计算（IMF 预测时间为 24 年 4 月）  
资料来源：弗若斯特沙利文，IMF，华泰研究

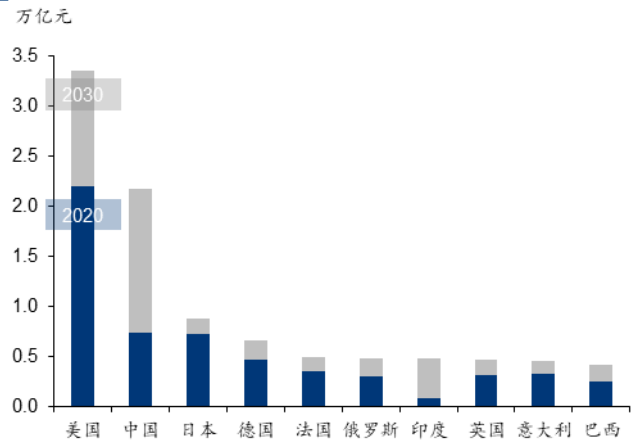
**量价拆分，银发经济增长中“价增”领跑“量增”。**从人数看，据联合国测算，2019-23 年中国 60 岁以上人口从 2.5 亿人增至 2.8 亿人，复合增速为 2.6%；而从人均年度消费额看，我们结合弗若斯特沙利文数据测算出，2019-2023 年金额从 1.7 万元增至 2.6 万元，复合增速达 10.5%，反映出养老消费品质升级趋势，以及财富更优渥的新一代活力老人加入的正面拉动作用。展望 2023-2028 的五年周期，银发人数及人均消费复合增速预计分别为 4.2%/7.1%，中高收入银发人群的消费市场前景可期。据 World Data Lab 预测，2020-2030 年中国 65 岁以上中高收入人群消费规模有望从 0.7 万亿增至 2.2 万亿，与美国同类人群消费体量差距有望进一步收窄，中/美比值有望从 33.6% 增至 65.1%，至 2030 年中国仍将稳居全球银发经济第二大市场。

图表19：2019-28E 中国银发经济市场规模量价拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>银发经济市场规模 (万亿元)</b>	4.3	4.9	5.7	6.1	7.1	8.0	9.0	10.0	11.1	12.3
<b>YOY</b>		14.4%	15.6%	7.2%	16.4%	12.7%	12.5%	11.1%	11.0%	10.8%
<b>银发人口 (亿人)</b>	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.2	3.3	3.4
<b>YOY</b>		1.7%	1.4%	2.6%	4.8%	5.0%	4.3%	4.1%	3.7%	3.8%
<b>人均消费 (万元)</b>	1.7	1.9	2.2	2.3	2.6	2.7	3.0	3.2	3.4	3.6
<b>YOY</b>		12.6%	14.1%	4.5%	11.1%	7.3%	7.8%	6.7%	7.1%	6.7%

注：数据统计时间为 2023 年 9 月  
资料来源：联合国，弗若斯特沙利文，普华永道，华泰研究

图表20：2020-30E 主要国家 65+ 岁中高收入人群消费规模



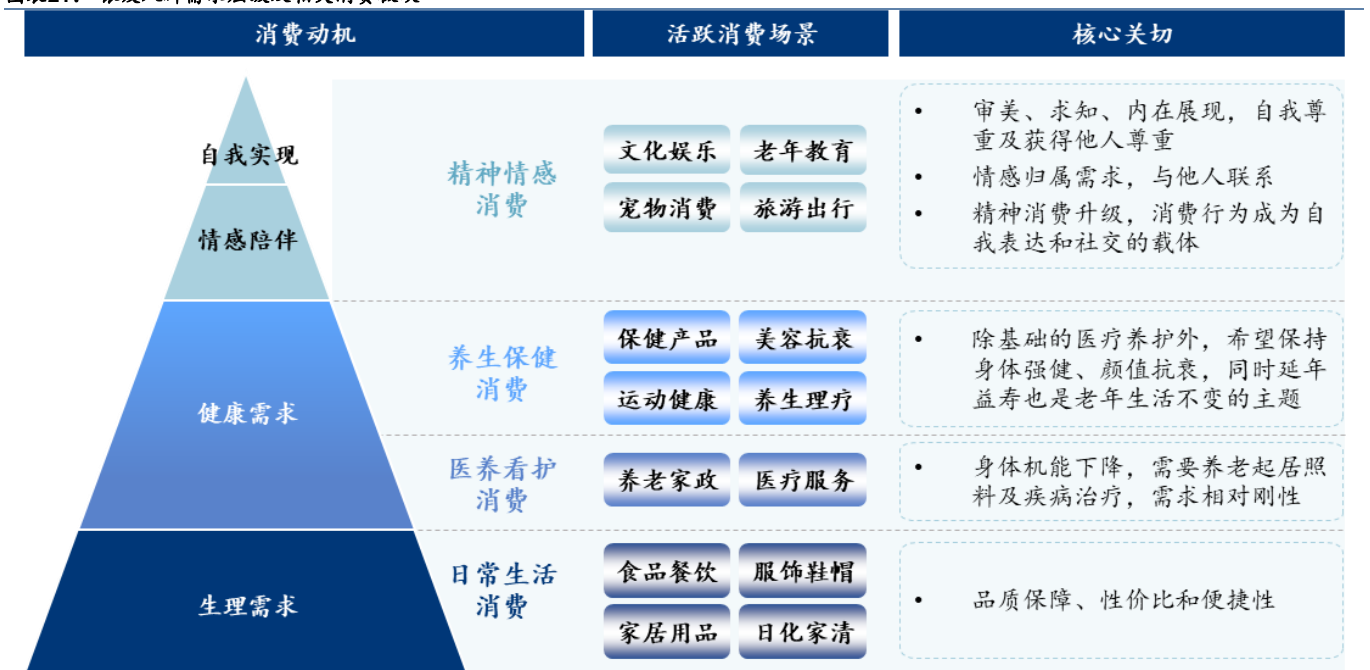
资料来源：World Data Lab, Brookings, 华泰研究

升级类占比提升，覆盖日常、医养、保健、精神四大消费

日常生活、医养看护、养生保健、精神情感，构成银发经济的四个主要板块。基于消费动机和代际流动，银发经济的市场构成正沿着马斯洛需求金字塔层级自低向高分别从基础生活消费逐步向健康、精神和自我实现式消费进阶，从细分市场来看：

- ①**日常生活消费**：以商品层面为主，主要包括食品餐饮、服饰鞋帽及家居用品等。日常吃穿的品质保障、“适老化”、便捷度，均为银发人群的重要关切。
- ②**医养看护消费**：由于身体机能下降，银发人群需要养老、家政及体检医疗等服务，伴随着家庭的小型化及少子化，老年人对机构提供的相关专业服务的需求或将日益提升。
- ③**养生保健消费**：延年益寿、保健抗衰是老年生活不变的主旋律。保健品、运动健康产品帮助老年人保持强健体魄和身体活力，此外美妆医美也满足了老年人对精神气色、永葆青春的进阶需求。
- ④**精神情感消费**：退休后空闲、独处时间增加，使得老年人对情感陪伴和自我发展有了更多追求。精神情感消费包括宠物、文旅、老年教育等。

图表21：银发人群需求层级及相关消费板块

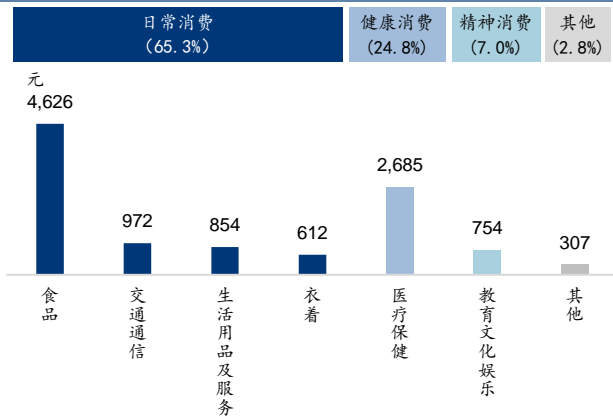


资料来源：消费动机及活跃消费场景分类来自 AgeClub《中国中老年消费洞察与产业研究报告 2022》（2023 年 2 月发布），核心关切参考灼识咨询《银发经济，耀眼的黄金赛道 2023 年中国中老年市场白皮书——中老年服务及产品“人-货-场”三维解析》（2024 年 6 月发布），华泰研究

从消费支出分配看，中国银发人群消费的恩格尔系数较高，精神文化消费尚有欠缺。据研究统计，2018 年中国纯老人家庭人均年消费支出约 1.5 万元，剔除掉居住开支后，日常、健康、精神消费分别占比 65.3%/24.8%/7.0%。从细分品类来看，食品、医疗保健、交通通信为最高的三项支出。通过与日本 2019 年老年家庭消费结构对比，我们可以发现：

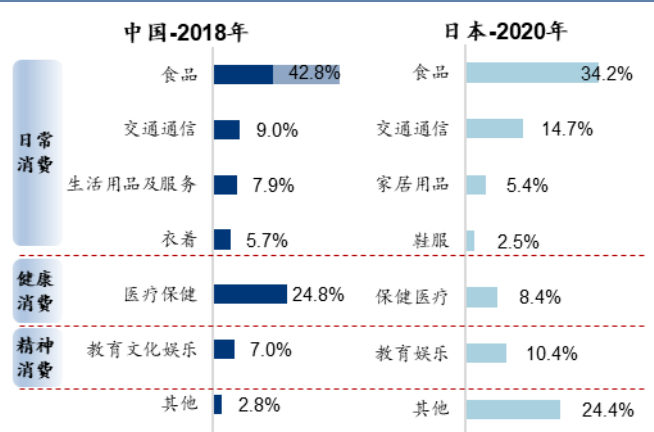
- 1) 国内银发人群花费在食品餐饮的比重明显更高，而文化消费占比低于日本。一方面源于传统老年人朴素勤俭的习惯，另一方面也反映出国内面向银发人群的精神文化消费供给不足、品质欠佳，导致相关需求未能得到良好满足；
- 2) 国内老年人医疗健康消费支出占比同样较高。2018 年中国老年人的消费支出结构中，食品和医疗保健花费占比分别为 42.8%和 24.8%（《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾晗睿、詹鹏，2024），反映出国内“药食同源”及养生文化带来的相关产业广阔空间。

图表22：中国老年消费者主要日常支出分布情况



注：数据时间为2018年，各类消费支出均经过CPI折算，以2002年为基期，且加权处理  
资料来源：《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾晗睿、詹鹏，2024），华泰研究

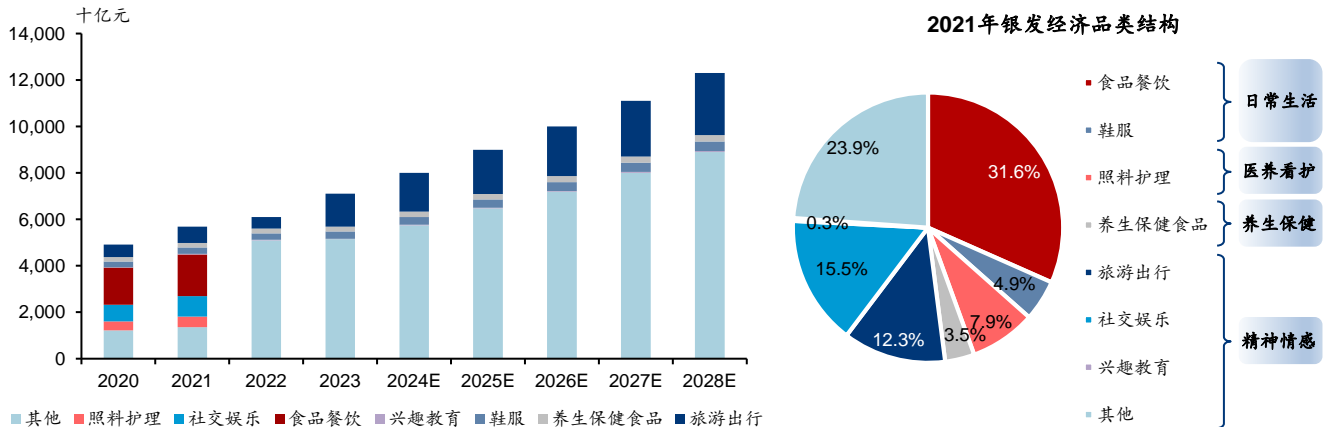
图表23：中国及日本老年人消费支出结构对比



注：本图中国日本家庭样本选取的是高龄夫妇家庭（男性户主65岁以上，女性户主60岁以上）；中日家庭均剔除居住支出  
资料来源：《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾晗睿、詹鹏，2024），日本总务省，华泰研究

从市场结构来看，日常生活消费占据主导，升级类消费比重有望持续提升。根据弗若斯特沙利文及普华永道数据，2021年银发经济品类结构中，日常生活消费比重最高，食品餐饮、鞋服合计占36.5%；照料护理占比7.9%；养生保健品占比3.5%；精神情感消费方面，旅游出行、社交娱乐、兴趣教育三项合计占比28.2%。展望后续，各项细分品类均有望保持稳步增长，其中旅游出行、兴趣教育等升级类消费增速更高，2023-28年复合增速预期分别为13.6%/10.9%，在银发经济中的比重有望逐步提升。

图表24：2020-28E银发经济市场结构拆分



资料来源：各行业银发市场规模数据均来自弗若斯特沙利文《2024年中国银发经济发展报告》（2024年6月发布），华泰研究

## 看见可能：需求升维、供给创新、政策规范

### 需求升维：新银发族消费力强，从实用型向发展型消费迭代

如前文所述，未来十年中，我们将见证财富积累较为丰厚的一代成为银发群体。据麦肯锡2024年调研，国内42-65岁城镇居民在各世代中对未来宏观信心也最高，使其增加日常消费的意愿相对更强。因此，与过去以政策依赖为主的养老产业不同，银发经济3.0时代更加注重多元化需求的挖掘和满足。基于良好的物质基础及充足的消费意愿，我们预计银发经济有望沿着消费观念迭代、价值实现多元化、线上渠道渗透三大趋势，进一步推动老年人群消费升级。

图表25：中国各世代消费群体中对宏观预期乐观的比例

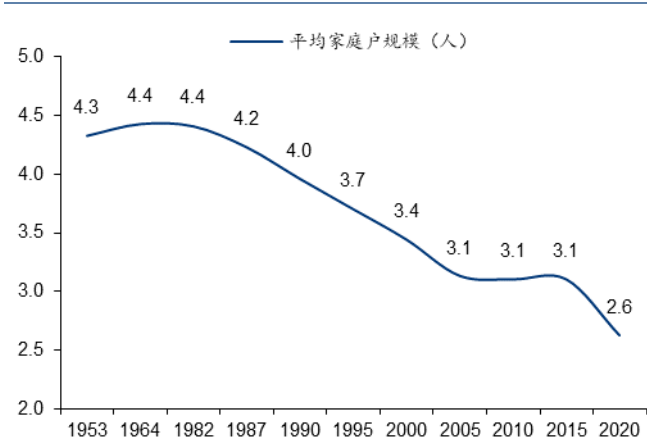
城市等级	收入水平	Z世代 (18-25岁)	千禧一代 (26-41岁)	X世代 (42-57岁)	婴儿潮一代 (58-65岁)	总计	
一线城市	高 > 30.1K	87	76	82	95	86	
	中 14.5-30.1K		60	71	88	70	
	低 < 14.5K		61	78	81	80	
二线城市	高 > 21.0K	83	67	72	82	81	> 88%
	中 14.5-21.0K					73	
	低 < 14.5K					74	76-87%
三线城市	高 > 21.0K	89	83	93	87	87	70-76%
	中 14.5-21.0K		81	93	92	89	
	低 < 14.5K		66	74	80	75	65-70%
四线城市	高 > 14.5K	88	77	75	75	80	< 65%
	中 7.6-14.5K		83	86	86	86	
	低 < 7.6K		71	83	83	82	

注：调研时间为2024年，N=11,930，图中收入水平为月收入

资料来源：麦肯锡于2024年5月发布的《2024中国消费趋势调研：预期谨慎，存在潜力》，国家统计局，华泰研究

**趋势一：从消费观念来看，银发人群从“老有所依”转向品质升级乃至悦己消费。**一方面，随着中国家庭架构小型化，老年人独居、空巢现象日趋普遍，银发人群因此也更加积极地在家庭外部寻求互动，追求更加丰富的消费生活；另一方面，新一代老年人获取新消费产品资讯的速度提升，接受能力也越来越强。据QuestMobile2023年9月调查，国内银发人群App使用偏好中，传播效率最强的短视频App已经普遍超过传统的综合资讯平台。从短视频中的抖快平台看，据凯度消费者数据，银发家庭在4成以上的快品类中支付了更高的价格，反映其愿意为多元化、精细化的需求升级买单。此外，银发人群对智能产品的消费意愿也较高，据北京市统计局，2023年受访老年人中84.1%愿意使用智能产品，其中健康管理（55.7%）、安全监测（46.1%）和智能家居（32.1%）为三个最热门的品种。

图表26：中国家庭架构逐渐小型化



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表27：中国老年人群消费观念趋势



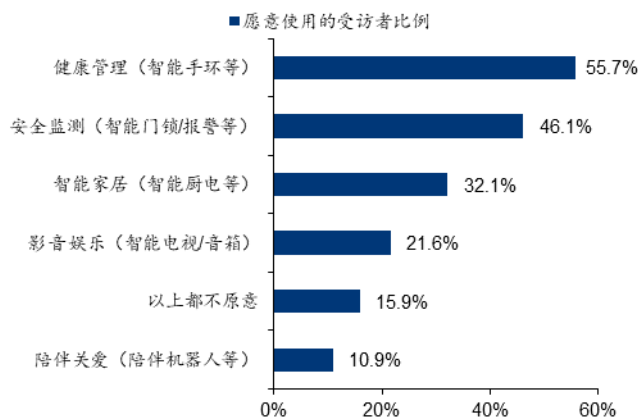
资料来源：亿邦智库，华泰研究

图表28：银发人群 App 使用偏好 TOP 榜

排名	行业分类	App名称	2023M9 MAU (万人)	活跃渗透率 TGI
1	短视频	抖音火山版	4,238	201
2	短视频	好看视频	1,971	176
3	短视频	快手极速版	9,300	139
4	短视频	西瓜视频	4,615	133
5	短视频	抖音极速版	8,330	131
6	综合资讯	搜狐新闻	1,166	126
7	综合电商	淘特	1,459	123
8	有声听书	番茄畅听	2,648	123
9	综合资讯	今日头条	12,122	117
10	聚合视频	华为视频	1,307	112

注：数据统计时间为 2023 年 9 月  
资料来源：QuestMobile, 华泰研究

图表29：北京市老年人对各类智能产品使用意愿

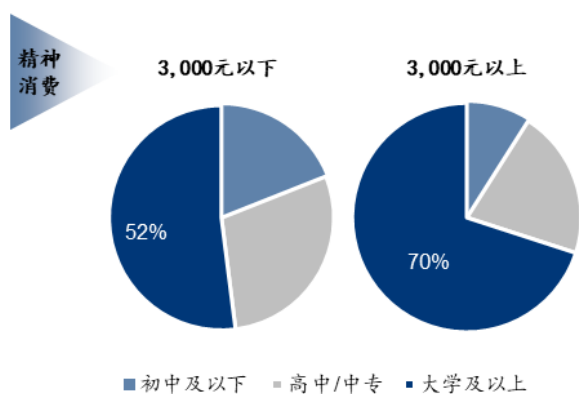


注：数据统计时间为 2023 年 10 月  
资料来源：北京市统计局, 华泰研究

**趋势二：新一代老年人受教育程度提升，注重个人价值的多元化再实现。**银发消费的多样性与该群体的受教育程度息息相关，尤其是精神文化建设领域。据灼识咨询于 2024 年 6 月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023 年中国中老年市场白皮书》，在精神消费板块月均开支 3,000 元以上的中老年群体中，大学及以上学历的占比为 70%。而我国老年人受教育水平将持续提升。根据中国人民大学人口与发展研究中心，2020 年我国老年人平均受教育年限为 6.7 年，2025 年预计提升至 7.4 年，2050 年时有望进一步增至 9.8 年，大学及以上学历的老年人占比预计达 16.8%。我们认为在教育程度提升的助推下，新一代老年人在退休后在提升生活品质、追求个性化方面的消费需求有望更进一步。

此外，高学历的新银发族群体不止于享乐消费，更致力于通过“老有所为”重新参与产业革新。例如，广州市老干部局于 22 年 10 月筹建成立粤港澳大湾区第一家银发智库（以银发力量超越自我为目标的新型银发智创平台），旨在以银发智慧重构更加适老化的养老范式。

图表30：中老年群体精神消费开支与教育水平关系



注：调研时间为 2024 年，N = 5,710  
资料来源：灼识咨询, 华泰研究

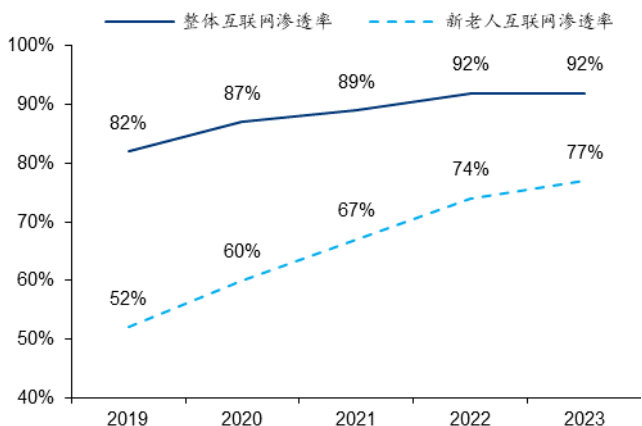
图表31：中国老年人受教育年限有望持续提升

年份	平均受教育年限	受教育程度构成 (单位：%)				
		其他	小学	初中	高中	大学及以上
2020	6.7	16.9	43.6	26.8	10.0	3.6
2025E	7.4	12.0	38.1	33.8	12.3	4.6
2030E	8.0	8.7	32.9	40.5	12.9	5.7
2035E	8.4	6.7	27.7	44.9	14.0	7.4
2040E	8.9	5.4	23.3	47.1	15.0	9.6
2045E	9.3	4.7	19.4	47.4	16.1	12.6
2050E	9.8	4.0	15.0	45.7	18.4	16.8

资料来源：中国人民大学人口与发展研究中心, 华泰研究

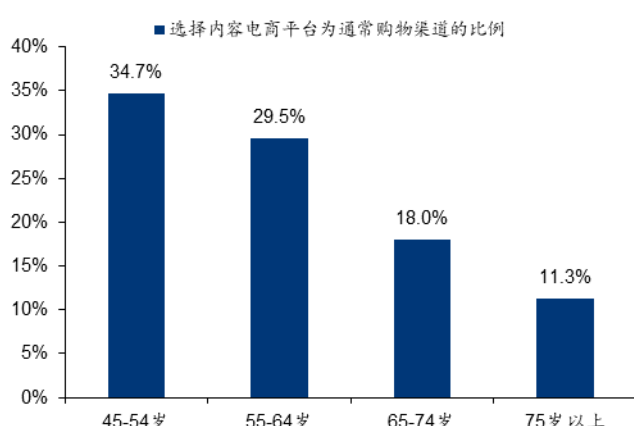
**趋势三：线上购物持续渗透，老年人消费日益便捷。**随着互联网的普及，新一代老年人对网络和数字化的接受度持续提升。据 QuestMobile, 2019-2023 年，“新老人”（50-64 岁群体）互联网渗透率从 52% 快速提升至 77%。对智能手机和电子支付的熟练使用，使得线上购物逐渐成为银发群体消费常态，新一代老年人能够通过线上平台接触更广泛的商品和服务，渠道端的代际接轨亦有利于丰富更多消费选择。

图表32：“新老人”互联网渗透率快速提升



注：新老人定义为50-64岁群体。调研时间为2024年  
资料来源：CCS, QuestMobile, 华泰研究

图表33：各年龄选择内容电商平台为通常购物渠道比例

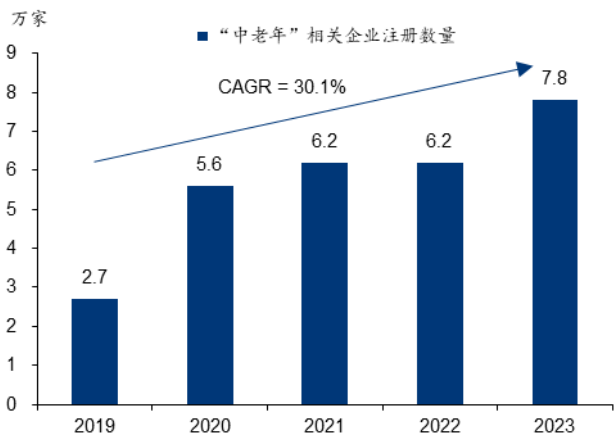


注：调研时间为2024年，N=5,710  
资料来源：灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，华泰研究

**供给创新：产品从补短板向促升级转型，国货品牌前景可期**

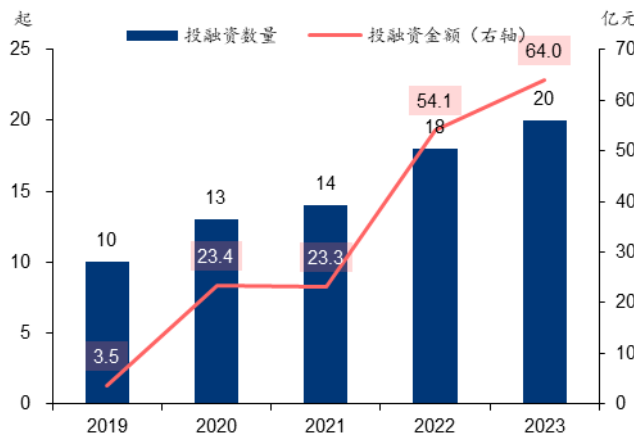
产业机遇吸引投融资，加速银发经济供给端创新升级。银发人群的消费需求具有多层次、差异化的特点，而当前供给侧尚不充分，体现在商品及服务的同质化程度高、品质参差不齐、适老化不充分等。银发经济庞大的市场潜力吸引资本及企业愈加重视，2019-2023年，国内养老产业投融资金额从3.5亿元快速上涨至64.0亿元（IT桔子数据），“中老年”相关企业注册数从每年2.7万家增至每年7.8万家，复合增速30.1%（民政部2025年7月发布的《2024年度国家老龄事业发展公报》数据）。除新涌入的企业外，国内各领域龙头公司亦积极通过独立研发、政企合作、引进海外伙伴等方式抢占智能养老市场，推动养老服务信息化、智能化及品质升级，我们看好银发经济领域的品质升级推动国产品牌市场份额崛起。

图表34：2019-2023年“中老年”相关企业注册数量



资料来源：灼识咨询，华泰研究

图表35：2019-2023年中国养老产业投融资金额

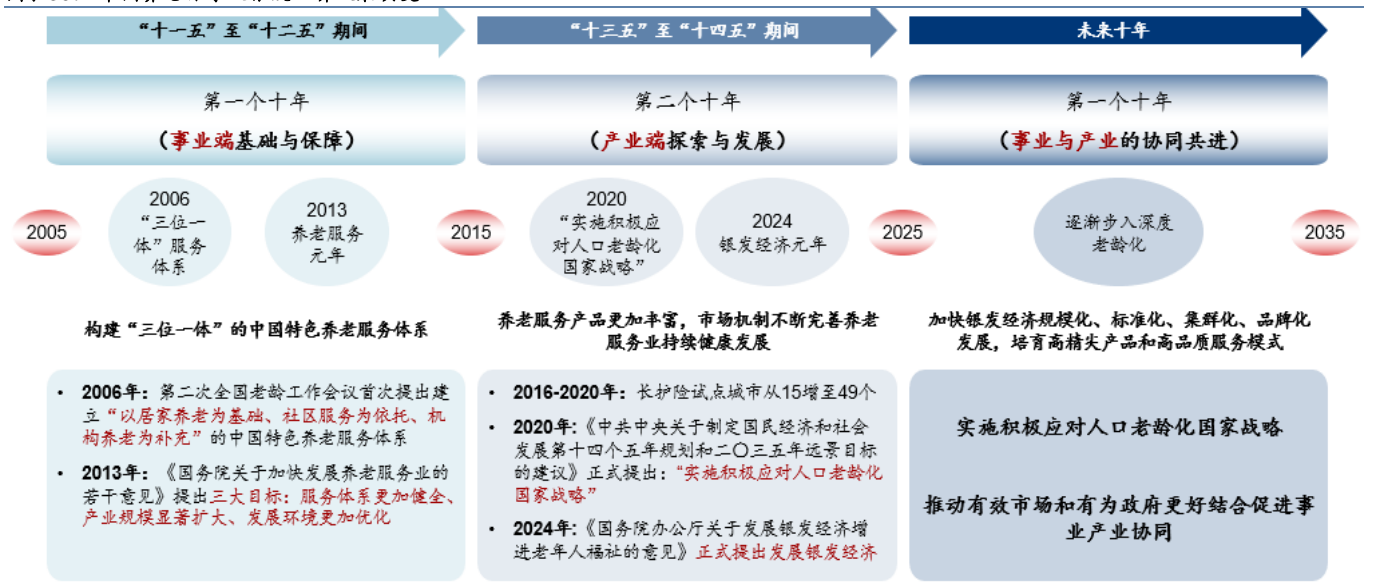


资料来源：IT桔子，中商产业研究院，华泰研究

**政策规范：重要性日益提升，行业规范化水平或持续加强**

养老相关政策不断完善，未来十年银发经济支持政策有望持续落地。我国养老相关政策经历了从基础体系建设到产业扶持的演变，主要经过两个阶段：1) 2005-2015年，政策端侧重于构建“三位一体”的中国特色养老服务体系，致力于为国内银发群体搭建从居家养老、社区服务到机构养老的综合养老生态；2) 2015年至今，政策端进一步发力培育更加丰富的养老产品及服务，同时完善市场机制，2020年十四五规划提出“实施积极应对人口老龄化的国家战略”，2024年国务院办公厅在《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》中首次正式提出发展“银发经济”。在《意见》中提出，“推动有效市场和有为政府更好结合，加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展”。我们预计未来10年养老服务、产品供给及多元化的相关政策有望持续落地，产业端积极性有望受益于利好政策的不断释放。

图表36：中国养老体系及银发经济政策演变



资料来源：国务院办公厅，中国政府网，AgeClub，华泰研究

**银发经济“元年”，战略地位提升护航产业成长。**正如前文所述，2024年1月国务院办公厅所发布的《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》是国内首个支持银发经济发展的专门文件，文件提出了加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展的一系列举措，着力培育高精尖产品和高品质服务模式。2024年亦是政府工作报告中首次提及“大力发展银发经济”。政府对银发产业的重视，为其发展搭建了坚实的政策框架和良好的发展环境，有望从“收入-供给-环境”全链条维度释放银发消费潜能。

**中央层面**，2024年5月、9月、10月依次发布了《关于加快发展农村养老服务的指导意见》（民政部、农业农村部），《关于深入开展新时代“银龄行动”的指导意见》（全国老龄委）、《关于进一步促进养老服务消费提升老年人生活品质的若干措施》（民政部等24部门），并在2025年政府工作报告中强调“积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制，大力发展银发经济”，银发经济在国家发展战略中的地位不断提升。

**地方层面**，广东省、河北省、北京市、上海市等多地政策今年也陆续出台促进银发经济高质量发展的行动方案，基于本地产业现状和人口结构寻找发力点，抢滩银发经济新赛道。



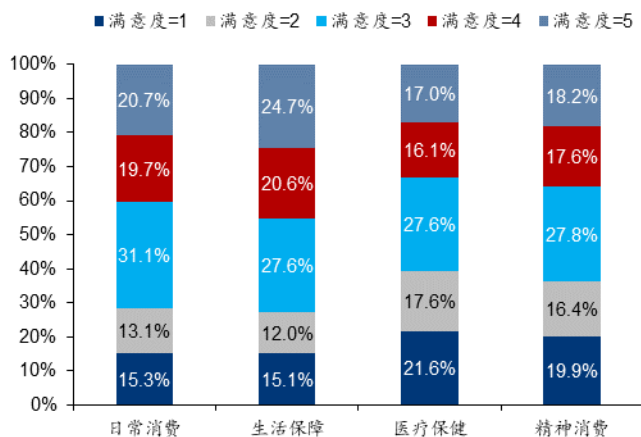
行业规范化程度不断提升，推动行业良性可持续发展。由于国内进入老龄化时间较短，多数养老相关产业仍处于发展早期阶段，且老年人维权能力较弱，导致产品质量鱼龙混杂，服务品质缺乏保障等。据灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，国内中老年受访者对医疗保健服务低满意度（评分为1或2）的占比高达39.2%，在消费痛点中，安全性担忧、功效差、价格高的占比分别为60.4%/48.9%/43.6%。同时，国家监管政策逐步完善，2020年国务院发布《关于建立健全养老服务综合监管制度促进养老服务高质量发展的意见》，从质量安全、从业人员、资金、运营秩序、突发事件应对五个方面明确监管重点。2024年4月，民政部等七部门联合发布《关于加强养老机构预收费监管的指导意见》，进一步规范机构乱收费、损害消费者权益等行为。我们认为监管政策的完善有望缓解银发群体的消费顾虑，助力银发经济行稳致远。

图表37：中央层面银发经济相关政策汇总：从发展养老服务为主转向全面促进银发经济增长

发布时间	发布部门	政策名称	银发经济相关内容
2025.3.5	2025 政府工作报告		积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制，大力发展银发经济；城乡居民基础养老金最低标准再提高 20 元，适当提高退休人员基本养老金，加快发展第三支柱养老保险，实施好个人养老金制度。推进社区支持的居家养老，强化失能老年人照护，加大对老年助餐服务、康复辅助器具购置和租赁支持力度，扩大普惠养老服务，推动农村养老服务发展，加快建立长期护理保险制度
2024.12.11	中央经济会议		积极发展首发经济、冰雪经济、 <b>银发经济</b> 。
2024.10.31	民政部等部门	《关于进一步促进养老服务消费 提升老年人生活品质的若干措施》	实施积极应对人口老龄化国家战略，落实促进服务消费高质量发展部署要求，进一步推动养老服务高质量发展，挖掘养老服务消费潜力，更好满足老年人服务需求，提升老年人生活品质，提出以下措施：1) 促进养老服务供需适配；2) 拓展养老服务消费新场景新业态；3) 加强养老服务设施设备和产品用品研发应用；4) 加强养老服务消费保障；5) 打造安心放心养老服务消费环境
2024.9.23	全国老龄委	《关于深入开展新时代“银龄行动”的指导意见》	2024 年，全国老龄委有关成员单位、各省级老龄委做好“银龄行动”筹划安排，推动“银龄行动”有序启动，各省级民政厅（局）、老龄办至少开展 1 项主题活动。2026 年，“银龄行动”规范化、制度化水平不断提高，成为长期开展的老年志愿服务项目。2028 年，“银龄行动”机制健全、制度完备、管理规范，成为我国老年人社会参与、老有所为的重要品牌。
2024.7.15	中国共产党	《党的二十届三中全会决定》	积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制。 <b>发展银发经济</b> ，创造适合老年人的多样化、个性化就业岗位。按照自愿、弹性原则，稳妥有序推进渐进式延迟法定退休年龄改革。
2024.5.8	民政部等部门	《关于加快发展农村养老服务的指导意见》	到 2025 年，农村养老服务网络进一步健全，每个县（市、区、旗）至少有 1 所以失能照护为主的县级特困人员供养服务机构，省域内总体乡镇（街道）区域养老服务中心服务覆盖率不低于 60%，互助养老因地制宜持续推进，失能照护、医养结合、助餐等突出服务需求得到有效满足。
2024.1.15	国务院办公厅	《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	坚持以人民为中心的发展思想，实施积极应对人口老龄化国家战略，坚持尽力而为、量力而行，推动有效市场和有为政府更好结合，促进事业产业协同， <b>加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展</b> ，培育高精尖产品和高品质服务模式，让老年人共享发展成果、安享幸福晚年。
2023.12.11	中央经济会议		加快完善生育支持政策体系， <b>发展银发经济</b> ，推动人口高质量发展。
2022.2.21	国务院	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	<b>大力发展银发经济</b> ，推动老龄事业与产业、基本公共服务与多样化服务协调发展，努力满足老年人多层次多样化需求。
2021.11.24	国务院	《关于加强新时代老龄工作的意见》	<b>积极培育银发经济</b> ：1) 加强规划引导。编制相关专项规划，完善支持政策体系，统筹推进老龄产业发展。2) 发展适老产业。相关部门要制定老年用品和服务目录、质量标准，推进养老服务认证工作。
2021.3.23	发改委	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	<b>发展银发经济</b> ，开发适老化技术和产品，培育智慧养老等新业态。

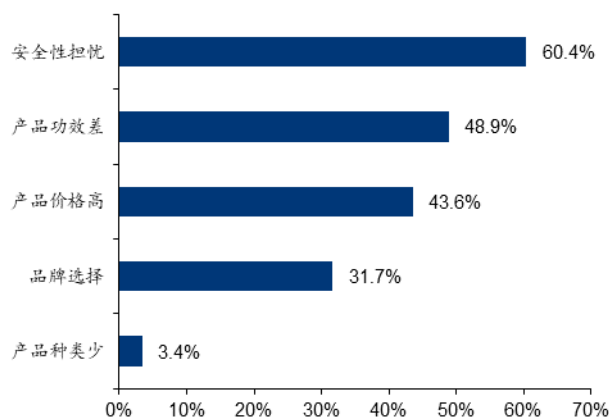
资料来源：中央人民政府网，中华人民共和国商务部，华泰研究

图表38：国内中老年对各类消费需求的满意度评分



注：调研时间为2024年，N=5,710  
资料来源：灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，华泰研究

图表39：中老年群体保健消费产品的消费痛点



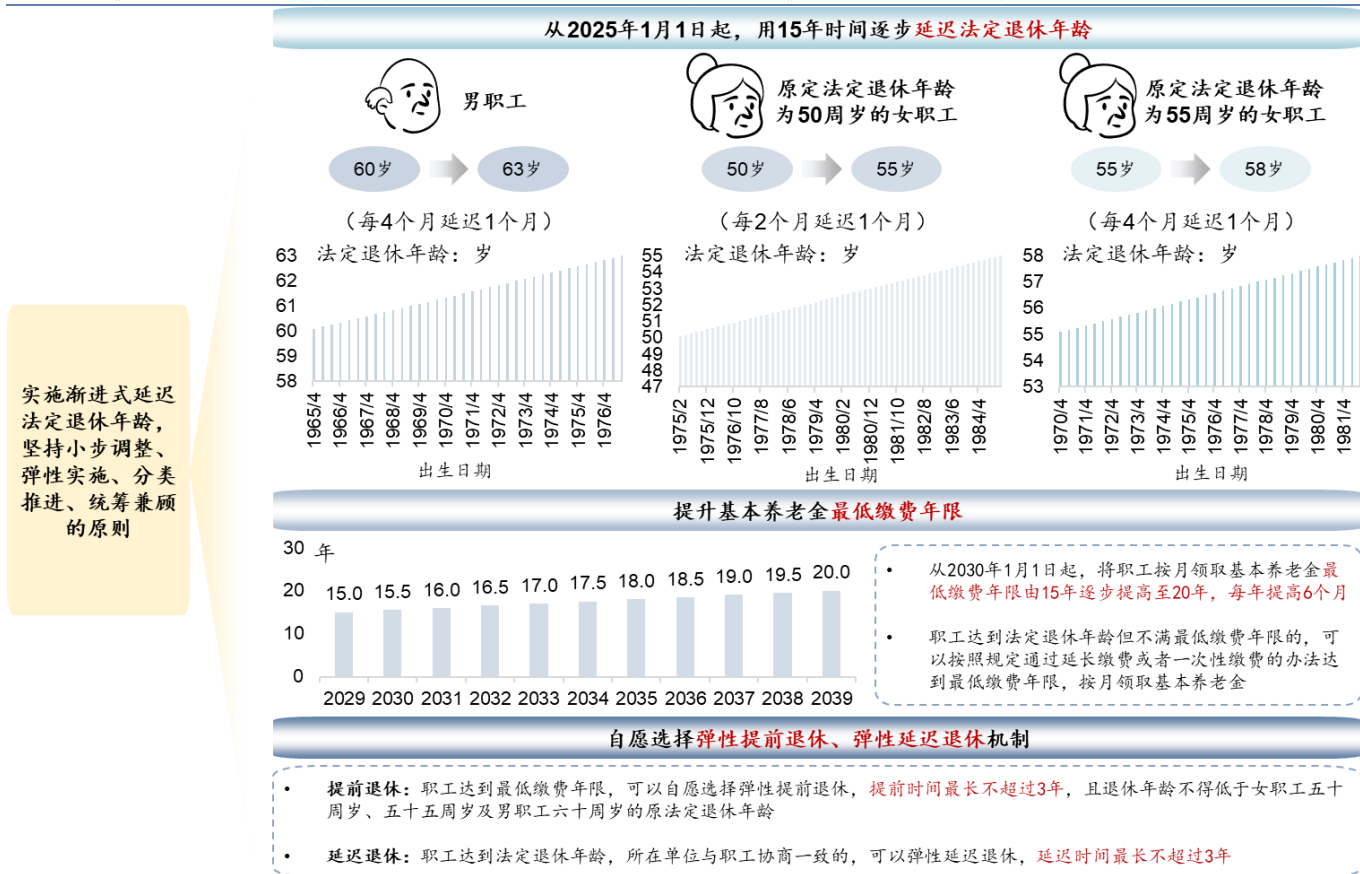
注：调研时间为2024年，N=5,710  
资料来源：灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，华泰研究

### 延迟退休政策是阻力？还是推力？

退休年龄新政策落地，适应人口新形势，兼顾小步调整、弹性实施原则。2024年9月13日，第十四届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议通过《关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》，标志着延迟退休政策的落地。该决定基于适应我国人口发展新形势、充分开发利用人力资源的考虑，并按照小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾的原则，核心措施包括：

- ①**渐进延迟法定退休年龄**：从2025年1月1日起，1)男职工的法定退休年龄从60岁逐步延迟至63岁；2)原定法定退休年龄55岁的女职工（以技术管理岗位女职工为主），逐步将法定退休年龄延迟至58岁；3)原定法定退休年龄50岁的女职工（以普通女职工为主），逐步将法定退休年龄延迟至55岁。
- ②**渐进提高基本养老保险最低缴费年限**：从2030年1月1日起，将职工按月领取基本养老保险最低缴费年限由15年逐步提高至20年，每年提高6个月。
- ③**弹性退休机制**：1)提前退休：达到最低缴费年限后，可以自愿选择弹性提前退休，最长不超过3年（且退休年龄不早于原定法定退休年龄）；2)延后退休：达到法定退休年龄，可以弹性延迟退休不超过3年。
- ④**其他配套支持措施**：包括健全养老保险激励机制、促进高质量充分就业、保障超过法定退休年龄的劳动者的基本权益、失业保险金政策调整、完善特殊工种提前退休机制等。

图表40: 《全国人民代表大会常务委员会关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》(2024.09) 细则(节选)



资料来源: 新华社, 华泰研究

在弹性退休制度下, 延迟退休政策的硬性影响人群以普通女职工为主, 影响幅度有限。在延迟退休新政下, 男职工、技术管理岗女职工、普通女职工退休年龄分别渐进式延迟3年、3年、5年, 同时只要满足最低缴费年限, 又给予提前/延迟3年退休的自由度。因此对于男职工、技术管理岗女职工而言, 理论上可使用提前退休权利抵消延迟退休政策影响, 仍在原定法定退休年龄时退休。因此延迟退休的硬性约束主要涉及两类人群: **1) 普通女职工:** 在使用提前退休权利下, 当渐进延迟退休调整完毕时, 最早可在52岁退休, 较原定年限延迟2年; **2) 部分灵活就业人群:** 尽管2030-39年期间, 基本养老保险最低缴费年限将从15年逐步提升至20年, 但对于企业职工而言, 在退休年龄前达成最低缴费年限难度不大; 而非企业就职的个体工商户及其他灵活就业人员, 部分人群可能因各种原因出现断缴、少缴情况, 进而需要相应延迟退休以满足缴费要求, 但我们推测对整体人群影响仍相对可控。

从对银发经济影响看, 延迟退休对部分银发人群消费力或有边际拉动, 对消费品类影响主要涉及休闲体验类。

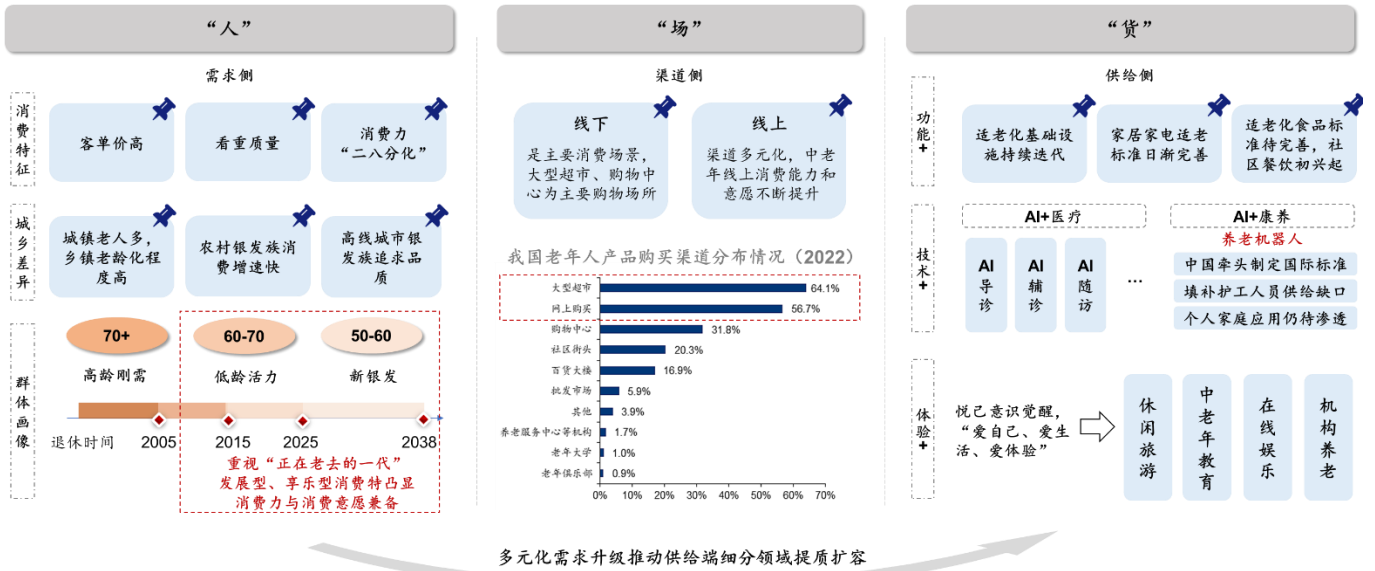
**消费力:** 对于退休年龄硬性延迟的普通女职工而言, 考虑到其工资水平通常高于养老金水平, 因此延迟退休政策对其可支配收入及消费预算或有边际拉动。此外, 在自愿原则下, 政策通过长缴多得、多缴多得、晚退多得等机制鼓励延迟退休, 对于希望进一步提升退休后养老金水平及生活质量的银发人群而言, 新政亦有利于其增强薪资财富积累、提升退休后消费预算。

**消费品类:** 尽管延迟退休政策影响银发人群的工作-休闲时间分配, 但我们认为其对日常生活、养生保健类的直接影响有限, 而在精神情感类消费中, 延迟退休或对旅游出行、文化娱乐消费有所影响。例如延迟退休后, 身体机能随年龄增长的下降可能限制银发人群的出行活动范围。但如前所述, 在弹性退休机制下, 延迟退休的影响人群范围及实际年限可控, 医疗技术的进步亦有望不断改善老年人健康水平, 银发人群的休闲娱乐消费仍不失广阔的布局空间。

## 银发掘金：“人、货、场”三维度解析银发经济

前序章节我们从人口变迁、市场规模等角度初步解码银发经济所蕴含的产业变革机遇。本章我们将银发经济拆分为“人、货、场”三大维度，从发展动态入手剖析细分人群需求与品类供给发展路径以见微知著。

图表41：一图概览银发经济“人、货、场”三维度特征



资料来源: AgeClub, 华泰研究

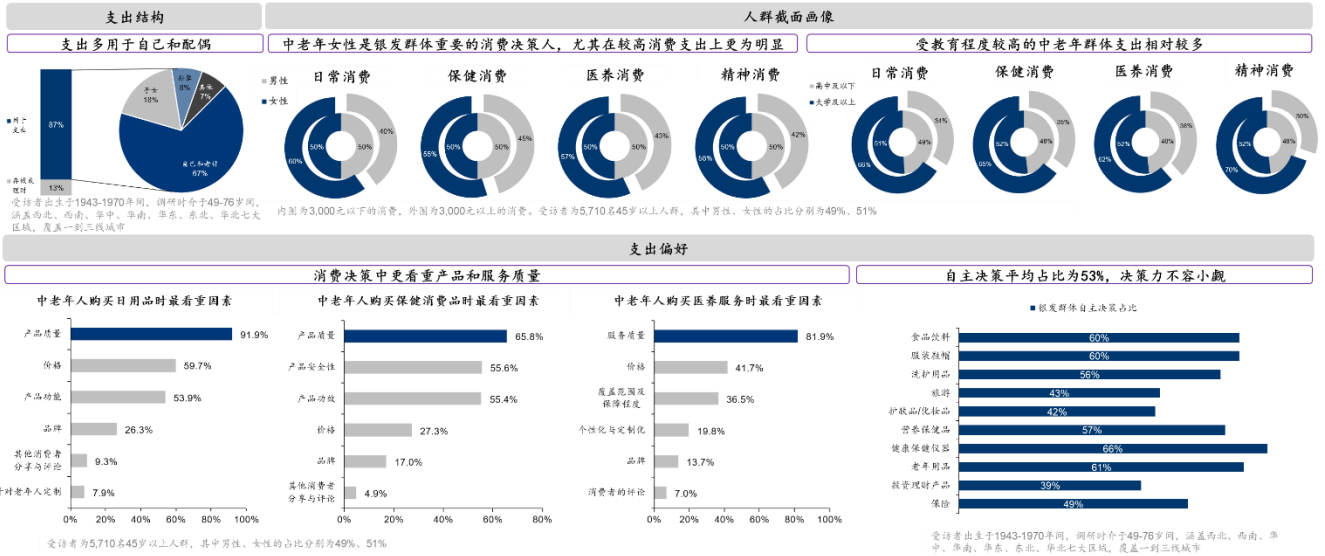
### 人：聚焦适老与备老，重视“正在老去的一代”

我们首先从需求侧入手，着眼于银发经济中重要的消费人群——银发群体。本章中我们适当将分析对象扩大至50岁以上的中老年人群，其中50-60岁的人口也将在未来十年中步入银发市场，成为银发经济的中坚消费力量。

**特征概览：看重品质，熟悉品牌忠诚度较高；消费力“二八定律”仍成立**

我国银发族消费特征：**1) 支出多用于自己和配偶，消费中自主决策权较高。**参考 Wavemaker 2019 年 10 月发布的《中国老龄化社会的潜藏价值》(2019) 系列报告，中老年群体支出中约 2/3 用于自己和配偶。综合各品类来看，其自主决策权平均为 53%。**2) 偏好高质量消费与熟悉的品牌。**据灼识咨询《2023 年中国中老年市场白皮书》，中老年人在购买日用品、保健消费品和医养服务中质量均为其最看重的因素，与此同时相对于分享“种草”，中老年群体更愿信赖自己熟悉的品牌。**3) 群体截面特征：**女性是中老年群体重要消费决策人，决策力在较高消费支出上(3000 元以上)更为明显；受教育程度更高的中老年群体支出更高，且这一趋势在旅游、教育、娱乐产品等精神消费中更为明显(70%的人群的学历为大学及以上)。

图表42：我国中老年人消费特征概览

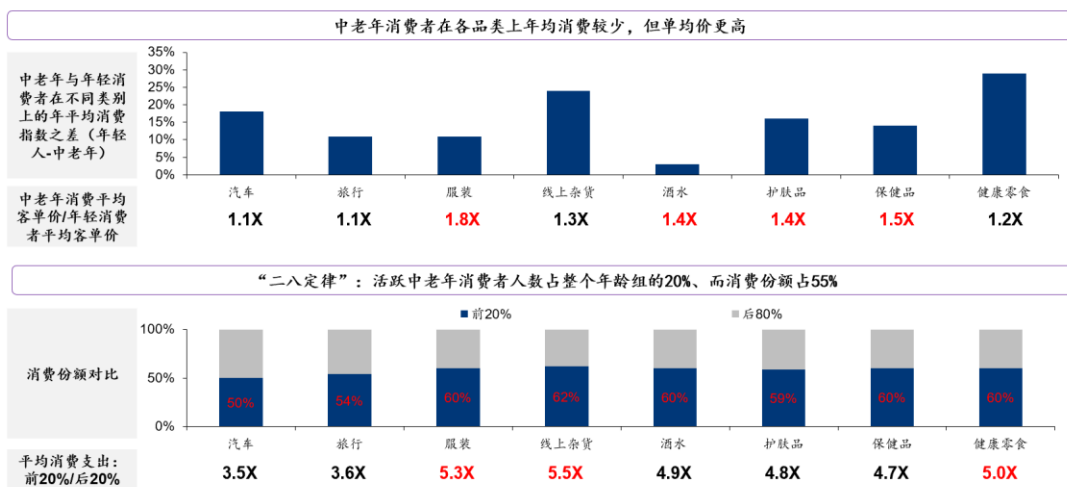


资料来源：消费决策中人群截面画像数据、产品和服务质量偏好数据来自灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，支出结构数据来自Wavemaker于2019年10月发布的《中国老龄化社会的潜藏价值——重新“遇见”中国的老龄化群体》，自主决策占比数据来自Wavemaker于2020年1月发布的《中国老龄化社会的潜藏价值——潜藏的商业价值和影响力》，华泰研究

**放宽视角：“正在老去的一代”具备更强消费力。**据BCG于2023年对全球12个样本国家50-70岁群体进行的调查，全球视角下中老年群体的消费主要具备以下特征：**1) 追求品质，花得“值”**：相较于年轻群体，中老年消费者在各品类上年均消费虽较少，但单笔消费往往更高，该特征在汽车、旅行等高价消费品以及酒类、服装等类别中尤为显著；高端商品与服务存在需求空间。根据灼识咨询2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，中国中老年人群（45岁以上）在日常、保健、医养、精神消费上的支出比例分别为28%/21%/27%/24%，较现阶段老年人群的消费品类结构更加均衡。伴随这部分群体步入老年，未来银发人群的消费结构亦有望日益多元化和品质化。**2) “二八定律”**：活跃中老年消费者人数占比20%，但其消费额占比过半，各品类平均消费支出是后80%中老年消费者的3.5-5.5倍不等。

基于上述人口结构转变的阶段特征，我们认为银发经济短期内重点应为承接好高龄老人的刚性养老需求（如适老化改造、社区及机构养老服务等），中长期则应看重消费群体更迭带来的需求结构性转化，“玩、乐、美”相关服务及高品质供给有望迎来需求增量。

图表43：中老年消费者客单价更高，活跃中老年消费金额占比更大



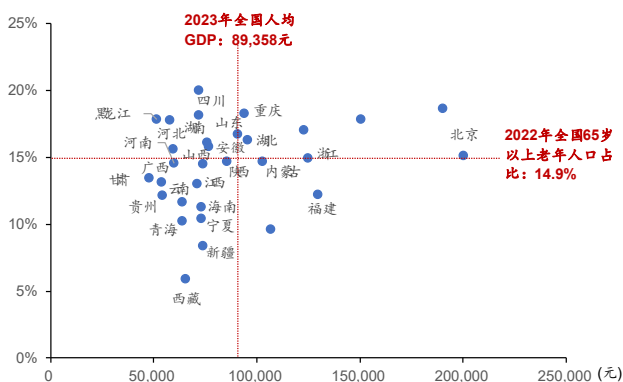
注：保健品这一品类包含维生素、矿物质、补充剂。调查样本涵盖巴西、中国、法国、德国、印度、意大利、日本、西班牙、瑞典、泰国、英国、美国共12个国家共1.8万名50-70岁消费者。调研报告发布于2023年8月

资料来源：BCG，华泰研究

**城乡差异：乡村老龄化程度深、消费增速更高；高线城市引领品质升级**

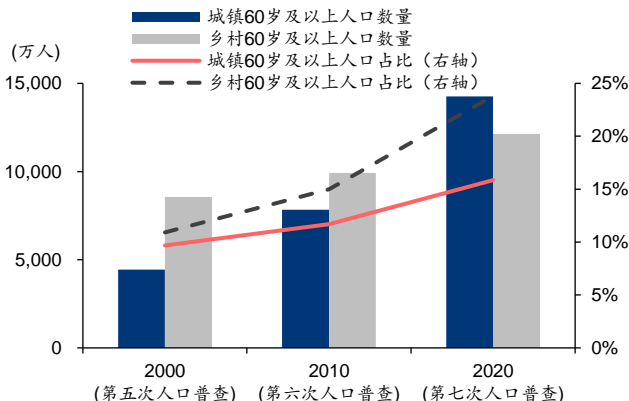
**分布差异：城镇老年人口数量多，但农村老龄化程度长期高于城镇。**参考我国第五次人口普查数据，2000 年我国城镇、乡村人口中 60 岁以上人口数量分别为 4,441 万人、8,557 万人，分别占比为 9.68%、10.92%，乡村老年人口的数量和占比均高于城镇。我国第七次人口普查数据显示，2020 年我国城镇 60 岁以上的人口总数（1.43 亿人）超过农村（1.21 亿人），但农村的老龄化程度加深，且与城镇的差距进一步拉大。对比来看，2020 年我国城镇/农村 60 岁以上人口占比分别为 15.85%/23.81%，较 2000 年分别提高 6.17/12.89pct，这一现象主要由大量的农村年轻劳动力流向城镇所致。此外，早期进城务工的农村人口在步入老年之后可能会选择返回农村养老，或将进一步强化人口老龄化“城乡倒置”现象。

图表44：我国各省人口老龄化程度（2022）与经济发展水平（2023）



资料来源：国家统计局，Wind，华泰研究

图表45：我国人口老龄化存在“城乡倒置”现象



资料来源：国家统计局，华泰研究

**消费水平：城镇老年人消费水平高于农村，而农村老年人消费增长率更高。**参考《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾晗睿、詹鹏，2024）一文对于中国家庭收入调查数据的分析，可以发现城镇老年人的消费支出远高于农村——2018 年城镇、农村老年人平均消费支出分别为 17,704 元和 6,889 元，城镇老年人的支出是农村老年人的 2.57 倍。但农村老年人的消费增长率更高，其 2003-2018 年消费支出年均复合增速为 9.6%（vs. 同期城镇老年人消费支出 CAGR 为 6.2%），城镇老年人消费均值与农村老年人消费均值之比也由 2002 年的 4.25 倍缩窄至 2018 年的 2.57 倍。

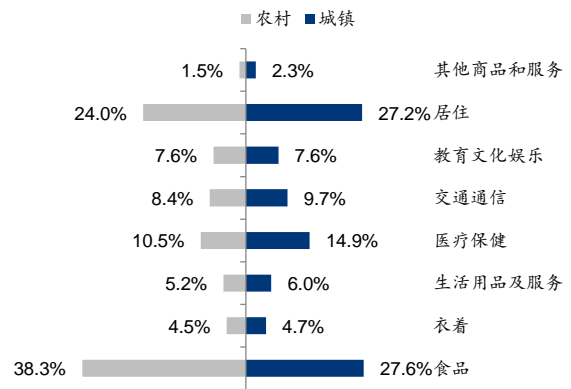
**消费结构：城镇银发族居住支出占比更高，农村银发族各品类消费增速更快。**从消费类别来看，城镇和农村老年人的消费支出以食品、居住和医疗保健为主，其中，城镇老年人在居住方面的支出占比（27.2%）高于农村老年人（24.0%），而在食品方面的消费（27.6%）占比低于农村老年人（38.3%）。从增速来看，除了居住支出以外，2003-2018 年农村老年人的其他各类消费增速都高于城镇老年人，尤其是在医疗保健、交通通信和教育文化娱乐方面，农村老年人消费的年均复合增速达 13.2%/12.1%/11.3%，高于城镇老年人同期 6.8%/7.4%/4.5%的增速。

图表46：城镇及乡村老年人消费水平差异（2002-2018）

群体	城镇			农村			城镇/农村		
	2002	2013	2018	2002	2013	2018	2002	2013	2018
总支出	6,750	14,114	17,704	1,588	5,111	6,889	4.25	2.76	2.57
食品	2,879	4,560	5,066	789	1,946	2,212	3.65	2.34	2.29
衣着	439	918	877	90	264	272	4.88	3.47	3.22
生活用品及服务	465	882	1,028	72	292	399	6.43	3.02	2.58
医疗保健	829	1,617	2,374	147	621	1,068	5.65	2.6	2.22
交通通信	509	1,076	1,597	116	437	724	4.4	2.46	2.21
教育文化娱乐	695	1,194	1,413	84	324	469	8.27	3.68	3.01
居住	695	3,866	4,938	290	1,225	1,629	2.4	3.16	3.03
其他商品和服务	238	313	412	0	92	116	/	3.39	3.54

注：各类消费支出均经过CPI折算，以2002年为基期，且加权处理  
资料来源：《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾晗睿、詹鹏，2024），华泰研究

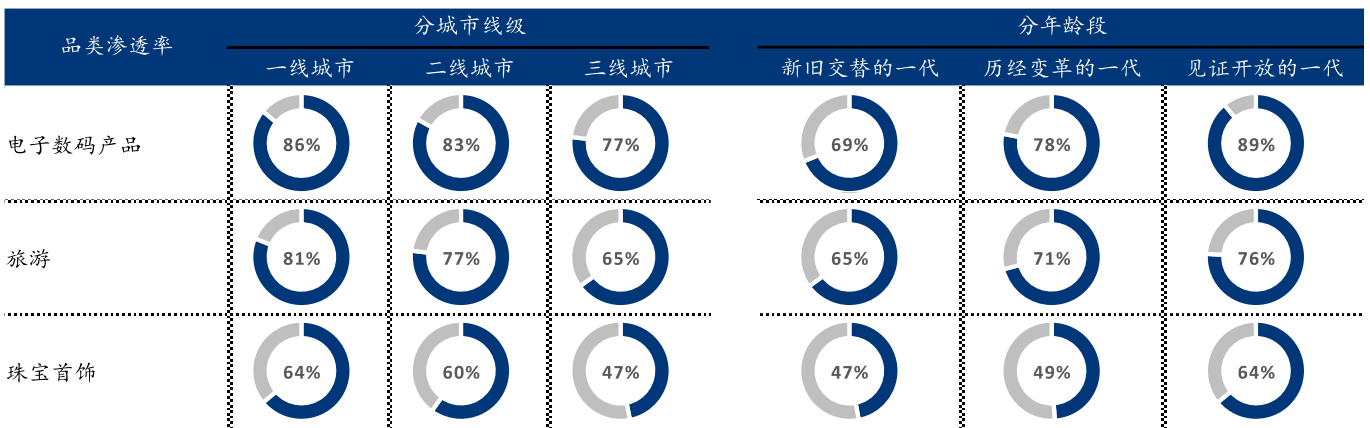
图表47：城镇及乡村老年人消费结构差异（2018）



注：纵轴表示各分项消费在总消费中的占比  
资料来源：《中国老年人口的消费差距及形成原因》（贾晗睿、詹鹏，2024），华泰研究

**消费偏好差异：高线城市及活力老人对于可选消费品的需求更高，引领银发消费品质升级。**  
根据 Wavemaker 于 2020 年 1 月发布的报告《中国老龄化社会的潜藏价值——潜藏的商业价值和影响力》，高线城市和活力老人追求生活品质的提升，表现在对于非必需消费品的需求更高。具体来看，在电子数码产品、旅游、珠宝首饰的消费中，一线城市的中老年人的消费渗透率分别为 86%/81%/64%，较三线城市的渗透率高出 9pct/16pct/17pct。这一趋势在不同代际的中老年人中也有所体现，新旧交替的一代（生于 1950 年前）、历经变革的一代（生于 1951-1963 年）、见证开放的一代（生于 1964-1974 年）对于前述非必需消费品的消费渗透率依次提升。

图表48：高线城市及活力老人有更多的非必需品消费（2019）



注：受访者出生于 1943-1970 年间，涵盖西北、西南、华中、华南、华东、东北、华北七大区域，覆盖一到三线 70 个城市  
资料来源：Wavemaker 于 2020 年 1 月发布的报告《中国老龄化社会的潜藏价值——潜藏的商业价值和影响力》，华泰研究

**代际流动：老年群体“向下”依赖减轻，发展+享乐型消费引领需求变革**

我们认为，银发经济发展的立足点，不仅仅是老龄人口数量增长所带来的需求端单一的数量增长，而是“新老人”步入银发群体后带领的需求结构变化。随不同代际逐一老去，银发经济所包含的需求应是动态、多元的，因此接下来我们将从银发群体的截面特征延伸至代际更迭视角，推演出短期与长期银发经济的需求端特征。



### 1) 高龄刚需群体（70 岁以上）：新旧交替的一代，“生存型消费”为主

**群体画像：艰苦朴素，退休于我国养老服务供给补位初期。**该类人群出生于 1955 年及之前，成长阶段见证制度改革，青中年时期面临物质与精神匮乏，大多形成了艰苦朴素、勤俭节约的作风，家庭结构普遍呈现多子化特征。多数人口受教育程度相较于其他年龄段不高，但相较于早期老人已有所提升。70 岁及以上的高龄刚需银发群体多于 2015 年及更早完成退休，退休窗口期正值我国养老基础供给持续补位阶段，或有部分人群在养老初期所面对的养老服务体系并未完善，退休后开支相对保守。养老方式上，据贝壳研究院于 2021 年 10 月发布的《2021 社区居家养老现状与未来趋势报告》，70 岁及以上年龄段老人多数偏好居家养老或社区养老方式，但同时专业养老机构的需求较低龄银发群体有所提升。

**需求特征：储蓄率较高；身体机能参差不齐导致需求分化。**该部分老年人或基于赠与动机（基于传统观念的遗赠）、对健康与长寿的渴望、以及为应对不确定性的未雨绸缪而提高其家庭储蓄率，且该部分高龄刚需群体的储蓄率随年岁增长而有提升（《储蓄动机与老年人储蓄之谜——兼论政府支出的调节效应》，昌忠泽、姜珂，2021）。部分高龄群体身体机能衰退较慢，选择以兴趣爱好培训、专业学术进修等教育方式丰富自身精神世界，据灼识咨询于 2024 年 6 月发布的报告《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023 年中国中老年市场白皮书》，75 岁及以上群体中选择这两种方式作为娱乐需求的占比分别达 50.6%/12.5%，高于 65-74 岁较年轻的老龄群体。而部分高龄群体或存在失能、半失能情况，据中国老龄科学研究中心，截至 2022 年底 80 岁以上失能及半失能比例约为 40%，不同程度上需要医疗护理或长期照护服务。

**消费痛点：医疗护理支出占比或较大，住院自付比例更高。**相较于低龄老年人，80 岁及以上老年人有更大概率出现更多医疗费用支出（《人口老龄化背景下我国老年人医疗费用支出状况研究》，许鑫颖等，2024）。同时高龄群体或多伴有慢性病或长期住院需求，虽当前基本医疗保险覆盖比例已处较高水平（2023 年全国参保人数达 13.3 亿），但相较于职工医保，居民医保住院自付费用比例仍相对较高（2023 年居民医保自付比例约 30% vs 职工医保 15%，2023 年全国医疗保障事业发展统计公报）。

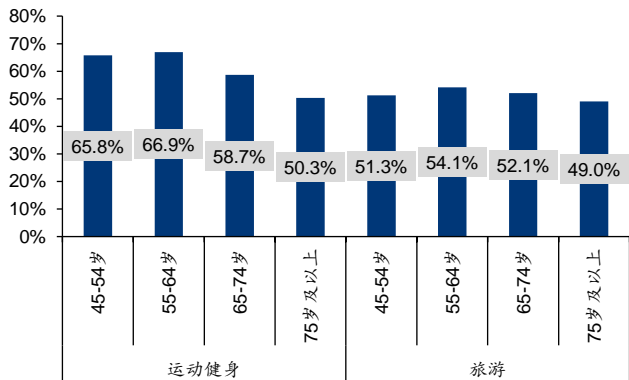
### 2) 活力银发群体（60-70 岁）：历经变革的一代，“发展型消费”占上风

**群体画像：适应能力强，预期向好。**该类人群出生于 1955-1965 年，当前介于 60-70 岁之间，对应退休年份在 2005-2025 年，将是中短期内老龄化群体中最主要的构成部分，少部分人受延迟退休政策影响。该年龄的银发群体年轻时经历社会动荡与改革开放、中年时期见证科技及互联网飞速发展，适应能力更强，对新鲜事物及观念有一定接受度。婚育年龄正逢计划生育全面推行期，少子化趋势显著。退休后养老金及医疗保险制度体系已基本成熟并处于进一步完善进程中，政策演进下对收入及保障预期向好。

**需求特征：偏好发展型消费，消费内容多元。**这一代人的消费观由满足基本生活保障转向发展型，需求日益多元化，追求老有所乐，消费方向由以家庭为中心向以自我为中心过渡。该年龄段在休闲旅游产业表现相对活跃，据灼识咨询，受访者中 65-74 岁选择运动健身/旅游为娱乐方式的占比分别达 58.7%/52.1%，相较 75+ 岁群体占比更高；我们认为相对于 75+ 群体，更强的身体素质使 65-74 岁群体具备较多活力，旅行、运动等休闲方式天然更受欢迎。与此同时该年龄段处于慢性病患者率上升的较快阶段，重视健康、预防疾病等需求下营养保健（保健品等）、健康服务（体检等）消费需求多元。

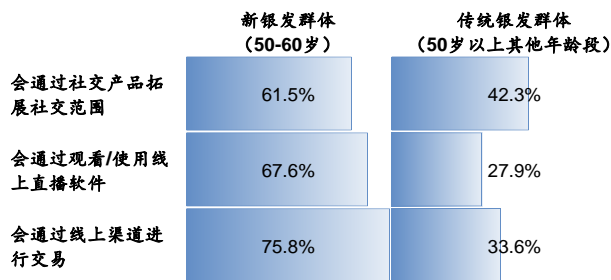
**消费痛点：渠道错位或导致供给触达不全面。**据中移智库于 2023 年 3 月发布的银发群体数字生活洞察，相较于 50-60 岁具备更强数字胜任能力的新银发群体，60-70 岁的群体线上渠道交易、线上社交等数字行为渗透率均较低。当前稳健向好的养老金预期下，该部分群体虽有较强消费意愿、具有稳定消费力，但囿于部分数字技能相对匮乏、线上渠道渗透率较低，或将导致部分供给难以触达实际需求。

图表49：各年龄段中运动健身、旅游偏好比例，55-64岁群体休闲玩乐上更具活力



资料来源：灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，华泰研究

图表50：新银发群体与传统银发群体数字使用能力对比（2023）



资料来源：中移智库于2023年3月发布的《2023年中国银发群体数字生活洞察报告》，华泰研究

### 3) 新银发群体 (50-59岁)：见证开放的一代，逐步具备“享乐型消费”特征

**群体画像：人口基数较大，观念逐渐开放。**该类人群出生于1965-1975年代，是中国人口基数较大的人群之一，长期内将陆续步入银发群体。该年龄段人群当前多数仍处于未退休状态，并将成为延迟退休直接影响的首批中老年群体，将集中在2015-2038年退休。该“预备役”群体年轻时见证改革开放带来的机遇，整体受教育水平较高，观念独立、新颖，是改革浪潮的中坚力量；部分人群财富积累雄厚。该年龄段当前身上责任较重，大多处于“上有老、下有小”的人生阶段，可能需要承担自己的备老需求和父辈的刚需养老需求、并同时需扶持子女完成高等教育。

**需求特征：逐渐带有悦己、享乐底色；渠道运用灵活，注重品质。**相较于65岁及以上已退休的银发群体，该部分老龄预备役收入较高，相对宽裕的经济条件下其消费结构从基本生活需求转向精神需求。相比于60-65岁群体，新银发群体更主动地利用社交平台搜索、比价，对智能手机使用更熟练，或将推动线上渠道渗透率进一步提升。除此之外，新银发群体更偏好品质消费，1966-1975年代出生的备老群体在食品、衣着、支出金额上高于1960-1965年代出生的低龄银发活力群体，侧面反映出不同代际消费观念下高品质日常消费需求有所增长（《银发经济中备老人群消费特征与发展趋势研究》，彭希哲、陈倩，2025）。

**消费痛点：当下具备一定资金压力；需重视延迟退休对休闲消费意愿的抑制。**相较于60岁及以上年龄群体，该部分群体平均收入虽更高，但或包含赡养父辈与扶持子女的相关开支，资金压力不容小觑。据AgeClub，在40-59岁群体中约有42.2%的日常开支用于照顾及支持父母。据贝壳研究院于2020年发布的《后浪买房图鉴：10套房子中3套被他们买走》调查研究，90后（多数为新银发群体的后代）购房群体中61.1%依靠父母提供资金支持。与此同时，延迟退休政策的出台使新银发群体面临“钱与闲不可兼得”的矛盾：延迟退休行为可提高老年群体整体消费，但对于家庭的健康休闲消费具有抑制作用（《积极发展银发经济背景下延迟退休行为对老年家庭消费的影响研究》，童素娟、尹桐，2025），为新银发群体的消费结构转变带来一定挑战。

图表51：不同代际的中老年群体特点及核心消费诉求

代际划分	当前年龄	教育水平中 专及以上学历 占比	数字化程度 网络日触达 率	经济水平 人均家庭月 收入(元)	人群特点	核心诉求	高频消费行为
新旧交替的一代 (生于1950年前)	74岁以上	30%	31%	7,108	年龄接近我国人均预期寿命，慢性病可能对生活带来影响，或存在失能、半失能情况	护理	药品、营养保健品、上门护理、养老机构
历经变革的一代 (生于1951-1963年)	61岁-73岁	47%	49%	8,008	年龄接近我国人均健康预期寿命*，可能患有慢性病，但不影响生活	生活、健康	中老年妆、营养保健品、康养服务
见证开放的一代 (生于1964-1974年)	50岁-60岁	52%	73%	9,127	尚未退休或刚退休，较有活力的中老年人	文娱	服装鞋帽、旅游、旅居等精神文化消费

注：1) 教育水平、数字化程度、经济水平为 2019 年数据；2) 健康预期寿命指一个人在某个年龄不受疾病、死亡和机能障碍的影响，有望在健康状态下生活的年数。此处年龄分段与文中表述略有差别  
资料来源：Wavemaker，灼识咨询，华泰研究

**代际传导：钱与闲均向下转移，依赖程度轻重并举**

**由“老”到“小”：资金与人力的双重支持。**1) **购买力的代际转移**：育儿成本与教育成本的提高会挤占老年人消费总额，主要体现为纯老年人家庭总消费反而更高，含有未成年人或成年在校学生的老年人家庭总消费最低（《中国老年人口的消费差距及形成原因》，贾晗睿、詹鹏，2024）。而当今“大家庭”向“小家庭”的演进有助于备老一族腾挪出更多资金用于消费。2) **人力支持**：城镇双职工家庭父辈多在退休初期协助养育孙辈，相当于被动“延迟退休”。在被压缩的退休时间里，休闲娱乐等可选消费需求或将被延迟满足。

**由“小”到“老”：反向依赖正加重，代际经济支持对养老保障的支撑逐渐弱化。**1) **适老化反向依赖加重**：生活设施向智能化看齐，决定权下移。在年轻一代的赡养与指导下，智能安防、智能健康管理类产品正逐渐渗透入日常生活。银发族在选择康养服务、旅行等服务类商品以及护肤品、家电等中高价值商品时将选择权移交给后辈。2) **家庭养老中经济资源“向下依赖”正逐渐减轻**。通过比较第六次与第七次人口普查结果，老年人的收入来源中家庭成员供养占比从 2010 年的 40.7%降低至 2020 年的 32.7%，家庭小型化（2020 年 2.62 人 vs 2010 年 3.10 人）、养老金制度的完善使得代际转移中的家庭内部经济资源转移对于保障老年人经济安全所发挥的作用正趋于弱化。

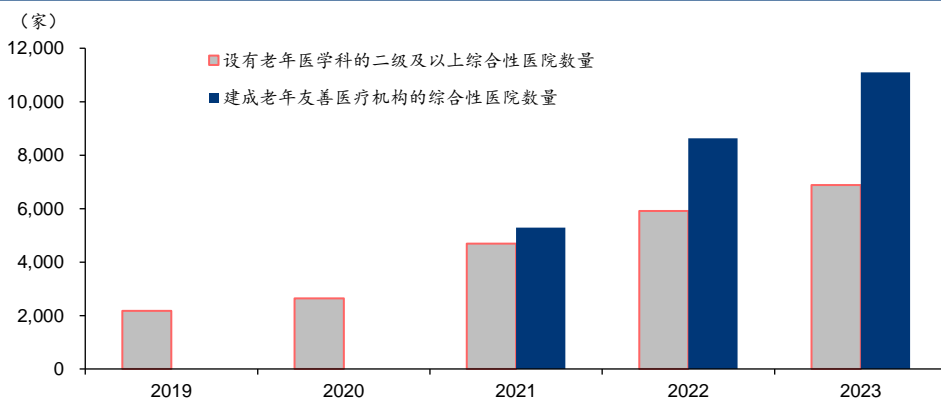
**货：AI 赋能，高标准、精细化发展是大势所趋**

结合银发群体的实际需求和演变路径，本节我们从**功能+**、**技术+**和**体验+**三大角度梳理银发经济供给端发展趋势，从不同类别需求入手探讨相应供给现状及演进路径。从功能层面来看，政府主导的基础设施建设正逐步完善，硬件功能及服务覆盖面逐步拓宽。从技术层面来看，AI+银发经济仍处发展蓝图期，我国抢先一步主导标准制定，可期待新生高质供给继续涌现。从体验层面来看，追求体验与情绪价值是新银发群体的一大特征，高势能品牌有望赢家通吃，服务消费供给正精细化发展。

**功能+：基础设施完备，向标准化、品质化升级**

**就医与医保：增加保障力度，从需求出发缓解看病难。**就医方面，2021 年起长处方政策（针对慢性病患者的长期用药政策）陆续普及，缓解老人用药取药难的问题，当前北京（纳入长处方管理慢性病扩展到 8 类，相应病患可开 12 周的药）、浙江（纳入长处方管理慢性病达 12 类，处方时间能长则长）等地已陆续落地并优化长处方政策。就医环境适老化不断完善，2020 年以来我国持续完善设立老年医学科、建设老年友好医疗机构，截至 2023 年底已有超 1.1 万家建成老年友善医疗机构的综合性医院。个人医保账户改革后医保共济保障功能提升，普通门诊统筹报销比例 50%起步（较之前提升 5-25pct，2021 年 4 月《国务院办公厅关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》，羊城晚报于 2023 年 1 月 19 日报道），且个人账户适用范围扩展至配偶及子女，报销对象扩展至医疗器械、医用耗材等偏刚需类易耗品，有效满足老年群体更频繁的就医备药需求。

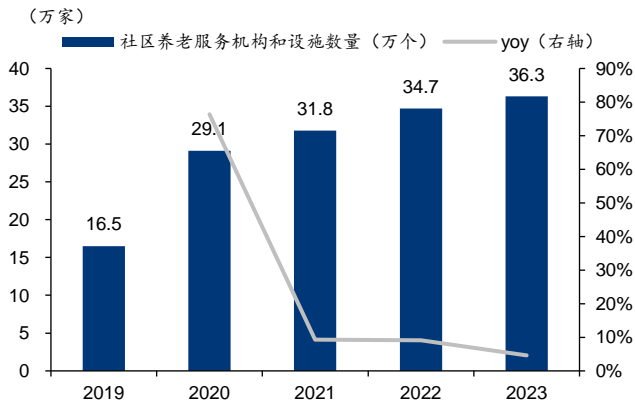
图表52：我国医院适老化基本情况（2019-2023）



资料来源：卫健委，华泰研究

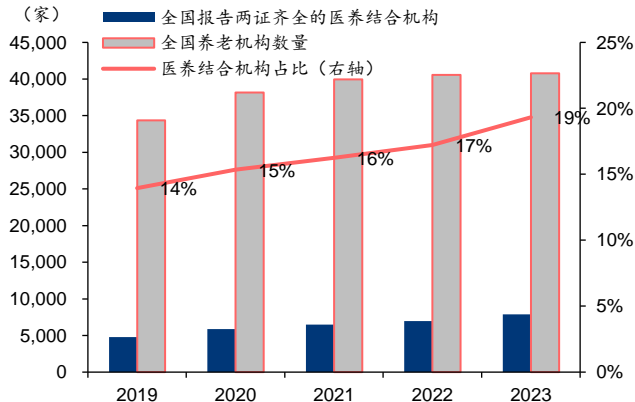
**养老服务：政策推动下社区养老扩大覆盖范围，硬件与服务持续迭代。**社区养老基础设施稳步落地，2019年民政部发布《关于进一步扩大养老服务供给 促进养老服务消费的实施意见》（本段简称《意见》），提出在社区层面建立嵌入式养老服务机构或日间服务中心，并提升配套设施达标率，扩大社区机构服务范围至助餐、助行、紧急救援等领域。截至2023年末，我国社区养老服务机构与设施数量达36.3万个，2019年以来数量稳步增长。《意见》先行支持医养结合能力突出的养老服务机构建设，2023年起政策持续加码，卫健委等部门再度明确医养结合服务标准、规范供给内容，截至2023年末我国两证齐全的医养结合机构达7881家，医养结合机构占比达19.3%，覆盖率稳步提升。

图表53：我国社区养老服务机构和设施数量（2019-2023）



资料来源：民政部，华泰研究

图表54：我国医养结合机构数量及占比（2019-2023）



注：两证齐全指具备医疗机构执业许可或备案，并进行养老机构备案  
资料来源：民政部，卫健委，华泰研究

**家居&家电：产品标准逐渐完善，适老功能精细化。**适老化家居及家电在居家养老中不可或缺。近年来市场监管风向趋严，强调适老化改造供给向标准化看齐，并分别于家电、家居领域制定产品标准，从技术、安全、智能化程度等角度规范适老产品供给。家居家电适老功能不断细化，当前部分品牌已推出相应产品如适用于鼻饲的破壁机、加入防干烧功能的燃气灶、助起沙发等。



图表55：适老化家居家电国家标准

发布时间	实施时间	标准名称	适用内容
2022.7.11	2023.2.1	《用于老年人生活辅助的智能家电系统 通用安全要求》	适用于辅助老年人生活的智能家电系统的策划、开发和设计。对装置安全、功能安全、网络安全、平台安全等做出明确规定。
2021.8.20	2022.3.1	《用于老年人生活辅助的智能家电系统 架构模型》	适用于辅助老年人生活的智能家电系统的策划、开发和设计，用于辅助残疾人等对于辅助生活有需求的人群的智能系统的策划、开发和设计也可参照使用。对模型和过程各视图做详细规定。
2021.8.20	2022.3.1	《适用于老年人的家用电器 通用技术要求》	适用于考虑老年人需求的器具。对稳定性、操作安全、把手宽度等做详细规定。
2024.8.23	2025.3.1	《适老家具 通用技术要求》	主要内容包括适老家具的产品分类、要求、检验规则、标志、使用说明、包装、贮存和运输，描述了相应的试验方法，适用于适老家居产品的设计、生产加工、质量检验、质量评定。
正在批准		《空调智能适老化技术规范》	适用于老年人用空调产品的智能适老化功能的设计和评价。对智能适老化做出要求，包括智能识别、智能交互、智能连接、智能升级、智能决策、智能自诊断。
正在批准		《家居产品适老化设计指南》	秉承安全、易用、舒适、趣味的总体原则，将感官因素、体能健康因素、交流认知因素纳入设计中，并明确设计实现各个阶段的工作内容。
正在征求意见		《适老家具 设计指南》	-

资料来源：国家标准信息公共服务平台，华泰研究

**出行：政府主导硬件更新，政企联手优化服务供给。**适老出行基础设施基本完善，为适应银发出行需求，银发旅游专列增配加宽卧铺，于卫生间、淋浴等需起身处增设扶手保障老年人行动便利与安全，配备医疗区，提供低糖低盐健康饮食；地铁站无障碍渡板覆盖率达100%。政企联手持续深化适老化人文服务，铁路平台上线适老化订票无障碍功能；各OTA平台推出更适合老人的“夕阳红”、错峰游、文化探索游等主题旅游路线，相比其他团游类型，节奏更加舒缓、注重应急保障。

**适老食品标准待完善，社区餐饮探索发展。**据2025年中国疾控中心营养与健康所老年临床营养室《中国老年人消化功能减退与营养需求调查结果》，当前60岁及以上老年人中功能性消化不良率接近14%，老年人消化功能减退率随年龄增加而上升。而当前我国适老化食品供应品种较少、同质化严重，当前对适老化食品的概念界定与市场标准制定仍处于从0到1的过程中（《中国适老食品市场现状调查结果》）。老年社区食堂在政策支持下以“政府+市场”（政府提供场地、市场主体运营）、中心连带站点（中央厨房一托多）、“公建民营”等运作模式初步探索，部分社区食堂对不同年龄段老人分层收费。截至2023.8全国存续在业的各类社区食堂经营主体达6700余家，探索发展初有成效。

**技术+：科技赋能硬件，承接需求分化**

2024年11月，卫健委等三部门联合研究制定了《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》（后简称《指引》），《指引》中明确十三个参考方向，及医学影像智能辅助治疗、智能慢性病管理等若干细分落地场景，首次为医疗行业人工智能的应用提供全方面、系统性的官方指引，或将有力推动AI+医疗服务精准、高效、个性化落地，改善部分地区老年患者就医效率低、医疗资源分配不均等问题。

图表56：卫生健康行业人工智能应用场景参考指引全景图及部分 AI+医疗落地场景



**AI+医疗：协助诊疗全过程。AI 导诊**提供语音或文字交互，缓解老年人操作智能挂号机的障碍，减少排队，分流人工导诊台压力。**AI 辅诊**则贯穿患者管理、诊断及随访等就医环节：  
 ①**辅助基层医生筛查与管理**，自动化病例管理节省人力。  
 ②**精准诊断**，AI 通过学习海量医学影像数据及诊疗案例，辅助医生做出精准决策。如北京天坛医院自主开发“急性脑卒中智能影像决策平台”，是我国自主知识产权的 AI 诊断技术成果，具备影像检查图片分析、评估病例严重程度、辅助诊疗决策等功能，将影像科医生工作时间由 30 分钟及以上缩短至 3-5 分钟（中国新闻网）；  
 ③**医防协同一体化服务**，如部分社区建立 AI+健康一体化门诊，提供集中检查服务，数据及档案更新智能化，老年群体看病效率低的问题，协助慢病管理。**AI 诊后随访**可有效减少医护工作量并自动记录分析数据，提升治疗依从性、提高康复效果，助力医疗科研（讯飞医疗）。

**AI+康养：我国牵头制定标准，新增供给值得期待。**养老机器人是智慧康养重要一环，护理机器人、康复机器人、陪伴机器人等或有能力协助实现对老年群体的低人力、7\*24 小时全方位照护，填补护理人力供给缺口，有望催生未来万亿规模新兴产业（人大代表刘庆峰，2025 两会建议）。  
 2025.2 我国牵头制定的全球首个养老机器人国际标准《互联家庭环境下使用的主动辅助生活机器人性能准则》正式发布，涵盖对养老机器人可用性、可靠性、无障碍、能耗和噪声等通用要求及对主要功能的技术要求，引领新增供给踏上标准化发展路径。当前养老机器人行业仍处于发展蓝图期，部分陪伴类产品以养老机构为载体已实现小规模应用；需求端家庭用养老机器人渗透率仍低、供给端养老机器人种类及功能亟待拓展，市场规模仍具空间。

图表57：我国养老机器人产业链简要梳理



资料来源：前瞻产业研究院，《2024 养老护理员职业现状调研报告》，华泰研究

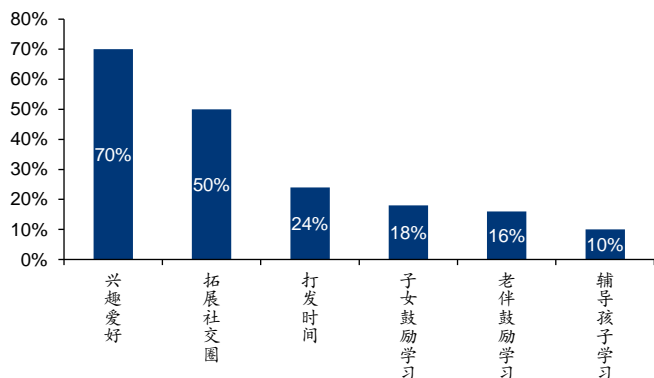
**体验+：寻求自我价值，享乐、悦己型消费特征日渐突出**

**银发族悦己意识觉醒，“爱自己、爱生活、爱体验”推动银发消费提质扩容。**不同于当前上班族、学生党等生活节奏，银发族退休后生活轨迹从家庭/工作较单一场景向多元空间转变，生活场景更加丰富，催生各类体验消费；叠加新银发族（50-60岁）享乐、悦己型消费特征日渐突出，各类精细化体验型供给应运而生。而纵观短期内需求演变与现有供给情况，我们认为体验型产品如今虽已初步有异彩纷呈之势，有效迎合需求升级；但仍存在供需错配问题，市场需要更精细、更贴合多样化需求的供给。

**休闲旅游：存在供需错位，产品多元化精细化发展是趋势。**当前主流银发游产品仍是大团模式的跟团游（包括出发地跟团、目的地跟团），据灼识咨询于2024年6月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023年中国中老年市场白皮书》，45岁及以上中老年群体中过半数认为当前银发旅游产品在类型和选择上仍显不足，有三成左右认为“没有合适的旅游产品”是不购买中老年旅游团的原因，存在一定供需错位。随需求不断细分，小包团、定制游、邮轮游等产品在银发旅游选择中的占比不断提升，旅游产品正迎来精细化发展机遇。近年来部分旅行社或OTA平台陆续推出各类丰富银发群体选择的旅游产品，如春秋旅游发布仅面对老年群体的专属旅游产品，并推出“一团三导”（文旅讲师、生活管家、康养助理）服务，并延长景区逗留时间；携程推出“携程老友会”平台，专注为50岁以上用户精选小团、定制游等旅游度假产品，对交互界面进行适老化改造，并支持子女代订。

**中老年教育：自我价值的再次实现，为兴趣买单。**中老年教育作为满足日常刚需消费后的升级需求之一，是一种更积极、更主动的精神层面“养老”方式，当前供给主要集中在兴趣教育品类，其课程内容涵盖健康养生、休闲运动、艺术特长等。当前中老年教育以线上、线下两大渠道提供，据腾讯广告于2024年6月发布的《2024 中老年“教育+”增长白皮书》，45岁及以上的中老年人群中分别有90%/66%选择从线上/线下接受教育，线下教育可亲手实践、实时反馈，并具备社交属性，以老年大学为主要形式；线上渠道可回放，且支持行动不便的老人进一步提升知识水平，需求端具备更高热度。我们认为当前中老年教育整体供给发展仍处于早期阶段：教学体系、课程颗粒度较粗，师资人才缺口较大，市场主体参与度较低；供给端需要时间向细分、垂直领域不断积累，并优化线上渠道课程体验。

图表58：中老年兴趣学习动机（2024）



资料来源：腾讯《2024 中老年“教育+”增长白皮书》，华泰研究

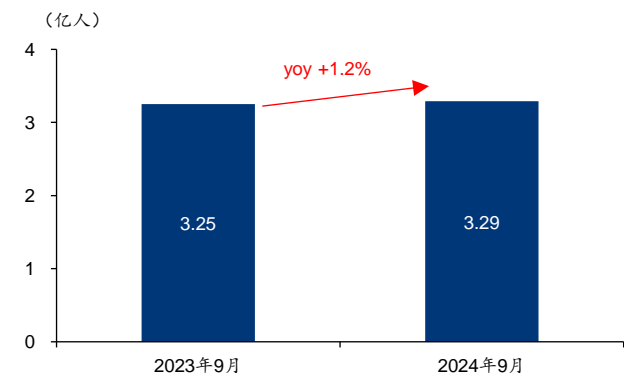
图表59：2023 年我国线上、线下中老年教育市场规模



资料来源：均识咨询，华泰研究

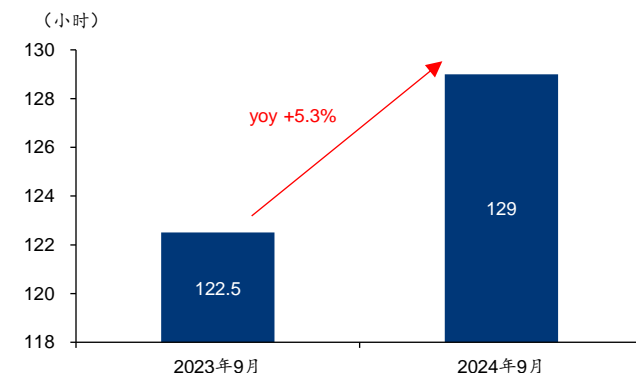
**在线娱乐：移动视频受欢迎，内容平台+购物打开供给变革天花板。**随着老年群体内互联网普及率上升、智能设备使用更熟练，截至 9M24，银发人群移动内容视频平台月均使用时长、活跃用户规模同比均有增长，短视频占其互联网使用时间比例（35.1%）高于全网用户（29.9%）。据《抖音 2023 年女装行业趋势洞察报告》，中高端女装市场中中老年女装品类增速超 230%为最快，我们认为随内容平台持续完善电商布局，商品供给的新触达方式有望打开商品销售场景新空间。

图表60：50 岁以上银发用户月活跃用户规模（9M24）



资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表61：50 岁以上银发用户月人均使用时长（9M24）



资料来源：QuestMobile，华泰研究

**机构养老：中端有市场、高端有选择。**我国早期机构养老载体主要为公办福利院，后逐渐引入市场化机制，民办养老院发展起步；随后政策密集出台推动产业升级，机构养老按公建民营、民建民营等方式多线并行发展，当前央企及保险资本主导的中高端康养社区建设正创新探索。2011 年国务院明确社会养老体系应以“居家为基础、社区为依托、机构为支撑”，明确机构养老的补位属性，并提出应兼顾全体老年人改善和提高养老服务条件的需求。近年来中高端康养社区持续落地，需求端可选价格区间更宽，不同产品采用医养结合、文化养老、金融养老等模式契合不同养老主题需求。

图表62：中国太平·玉兰人家一期康养公寓产品月费价格表

产品	建筑面积 (㎡)	房屋使用费 (元/月)	第一人服务费 (元/月)	第二人服务费 (元/月)	一人综合月费 (元/月)	两人综合月费 (元/月)
精致开间	52	5000-6000	5000	1600	10000-11000	11600-12600
精致套间	67	6700-7500	5400	1600	12100-12900	13700-14500
温馨套间A	79	8100-9100	5500	1600	13600-14600	15200-16200
温馨套间B	94	9800-10800	5800	1600	15600-16600	17200-18200
舒适套间A/B	105	11000-12200	5900	1600	16900-18100	18500-19700

资料来源：CRIC 康养产业数据系统，华泰研究

### 场：线下渠道仍为主流，线上购物渗透率逐步提升

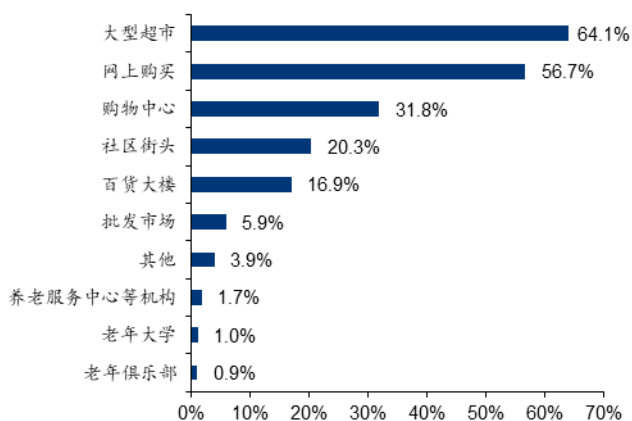
目前，我国银发群体的消费场景以线下为主，其中，大型商超是日常消费的主要场所，医院和药店则满足银发群体对于保健品和医疗器械的购买需求。同时，随着互联网和移动互联网的普及，线上消费的便利化和产品丰富度不断提升，银发群体的月活用户和人均使用时长持续增长，银发群体在线上的消费潜力正在加速释放。

#### 线下：便捷性优势突出，更加契合日常化购买需求

线下渠道满足日常购买需求，商超是银发群体的主要购物场所。根据 AgeClub 的调查，2022 年我国老年人的产品购买以大型超市为主(64.1%)，网上购买(56.7%)、购物中心(31.8%)、社区街头(20.3%)次之。分品类看，1) 日常消费：对于服饰、运动装备/用品、智能家居/家电等日常消费产品，百货商店、超市和品牌专卖店是银发群体主要的线下购买场所；2) 保健消费：对于保健品、健康测量仪器和康复理疗产品等产品而言，银发群体则主要以医院或药店为主要购买渠道(香港贸易发展局，2019)。

整体而言，得益于即需即买、售后方便等优势，线下仍然是银发群体的主要消费场景。其中，大型商超凭借丰富的产品种类、充足的购物空间和促销活动等，满足银发群体的日常购买需求。同时，大润发等国内头部连锁超市，亦将银发人群、带娃老人作为优化门店环境及服务体验的重点客群；此外，医院和药店则为保健品和医疗器械的主要购买场所。

图表63：我国老年人产品购买渠道分布情况(2022)



资料来源：AgeClub，华泰研究

图表64：中国大陆老年人购买不同产品的渠道分布情况(2019)

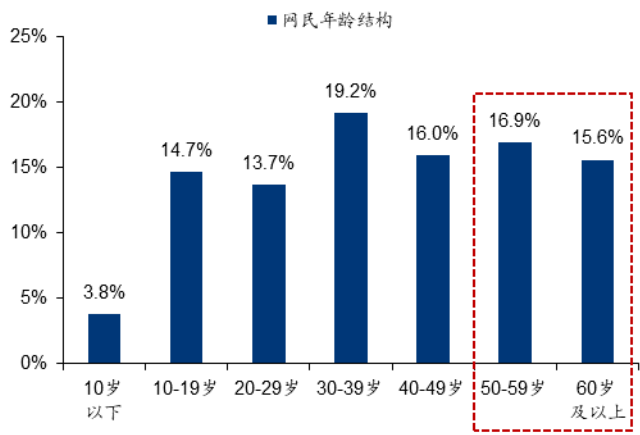
	服饰	运动装备/用品	智能家居/家电	保健品	健康测量仪器	康复理疗产品
百货商店	59%	26%	14%	5%	4%	10%
超市/大卖场	28%	14%	23%	13%	5%	9%
品牌专卖店	35%	59%	31%	14%	10%	15%
老年用品专卖店	12%	6%	7%	8%	7%	9%
网上购物	20%	15%	39%	12%	16%	17%
电视购物	2%	1%	2%	2%	1%	2%
社区店	4%	1%	3%	4%	1%	4%
医院/药店	0%	0%	8%	65%	80%	55%

资料来源：香港贸易发展局，华泰研究

#### 线上：线上渠道多元化，中老年群体网购渐成常态

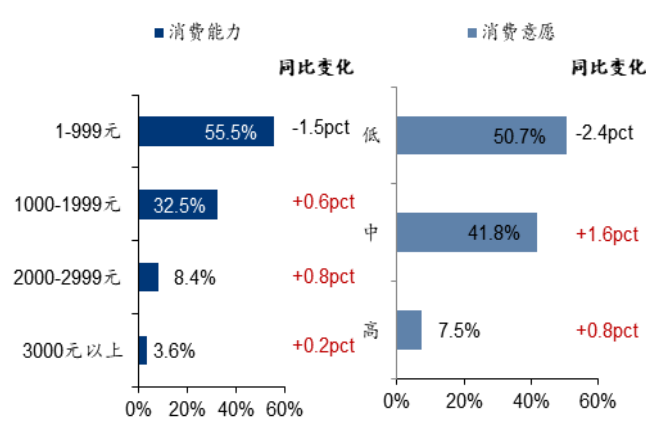
银发网民规模及触网时长持续扩张，线上消费能力和意愿不断提升。根据中国互联网络信息中心发布的第 53 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2023 年 12 月，我国网民规模达 10.92 亿人，互联网普及率达 77.5%，其中，银发群体占比为 32.5%，同比提升 1.7pct，显示出互联网进一步向中老年群体渗透。此外，根据 QuestMobile，截至 2023 年 9 月，银发群体的月人均使用互联网的时长为 127.2 小时，同比增长 5.2%(全网用户同比下降 0.5%)，表明银发群体正在加速融入数字生活；同时，银发群体的线上消费能力和消费意愿均有所提升。

图表65：我国互联网用户中银发群体占比 32.5%（2023）



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰研究

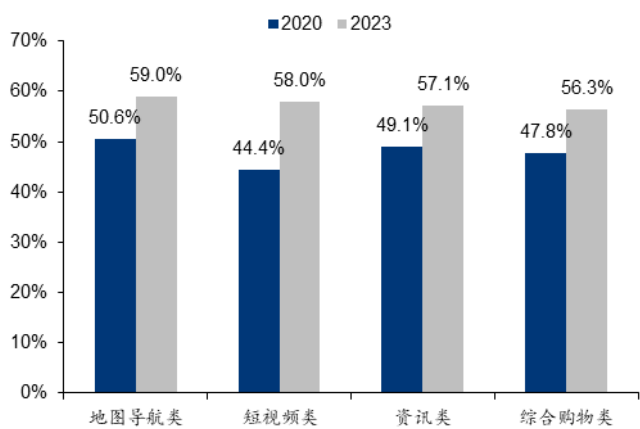
图表66：银发群体线上消费能力和意愿（2023年9月）



资料来源：QuestMobile，华泰研究

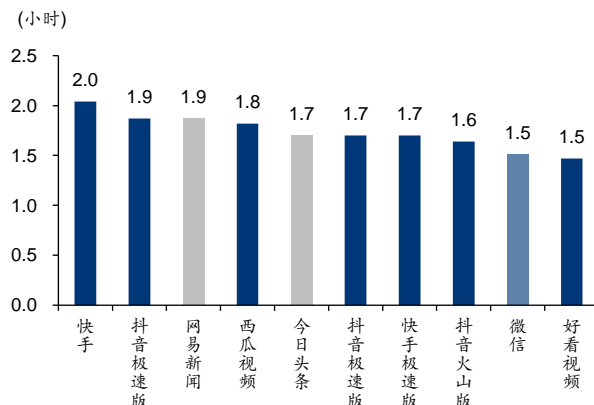
银发群体对于短视频及资讯类平台的粘性较高。从线上 App 的使用偏好来看，1) 渗透率：根据中移智库，除地图导航类 App，2023 年银发群体使用渗透率较高的应用分别为短视频类（58.0%）、资讯类（57.1%）、综合购物类（56.3%），渗透率较 2020 年分别提升 13.6pct/8.0pct/8.5pct；2) 使用时长：根据 QuestMobile，银发人群月均使用时间最长的平台包括短视频类的抖音、快手、西瓜视频，新闻资讯类的网易新闻、今日头条，以及通讯类的微信（2023 年 9 月），表明中老年群体更倾向于通过短视频、直播、新闻资讯等渠道来获取信息，且使用粘性较高。

图表67：银发群体 App 类型使用渗透率（2023）



资料来源：中移智库，华泰研究

图表68：银发群体月人均单日使用时长 Top10 Apps（2023年9月）



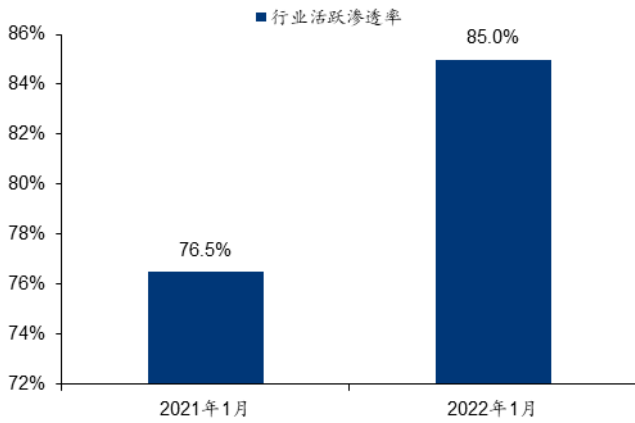
注：深蓝色表示移动视频类 Apps，灰色表示新闻资讯类 Apps，浅蓝色表示移动社交类 Apps

资料来源：QuestMobile，华泰研究

综合电商渗透率高，直播电商发展势头强劲。在线上消费便利化、消费内容丰富化背景下，更多银发群体参与到线上购物消费行列。根据 QuestMobile，截至 2022 年 8 月，银发群体在综合电商 App 行业活跃渗透率为 85%，同比提升 8.5pct，其中，拼多多和淘宝的银发人群月活用户规模最大，分别为 90 万人、66 万人；同时，直播带货愈发受到银发群体的青睐，截至 2022 年 8 月，在淘宝 App 观看直播的银发用户占比同比提升 2.6pct 至 12.9%。

线上消费品类从生活必需品向休闲娱乐品进阶。随着银发人群线上消费场景不断丰富，其对于消费品类的关注愈加多元化。根据 CBNDATA，银发群体在线上采购最多的品类为服饰鞋帽、日用品、食品饮料等生活必需品，同时对于娱乐用品、书籍杂志等休闲娱乐类产品的购买偏好也较为突出。

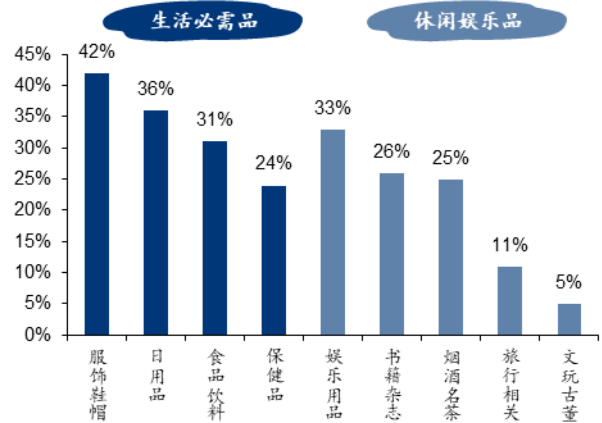
图表69：银发群体在不同电商平台的渗透率（2022年8月）



注：行业活跃渗透率=某目标人群启动某个应用分类的月活跃用户数除以该目标人群的月活跃用户数

资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表70：银发群体线上购物的品类分布占比（2023年7月）



资料来源：CBNData，华泰研究

**线上渠道发展进程中城市银发族融入更快；城乡差异正缩小。**移动支付对城市老年人社会适应程度具备正向显著的影响，而对于农村老年人影响暂不明确（《互联网背景下移动支付对老年人社会适应的影响研究》，练丽萍、温勇，2024），线上渠道快速发展下，供给触达效率的城乡分化或有加剧。值得一提的是，当前城乡互联网普及率虽仍有差距，但当前农村地区互联网普及率正快速提升，截至2024年6月已达63.8%/同比提升3.3pct，且城乡差距正在不断缩小（《第54次中国互联网络发展状况统计报告》，CNNIC，2024.8）。线上渠道持续渗透或有利于缩小城乡供给差异，进一步激发农村老龄群体消费潜力。

## 全球范式比较：日本老龄化的消费产业复盘与经验

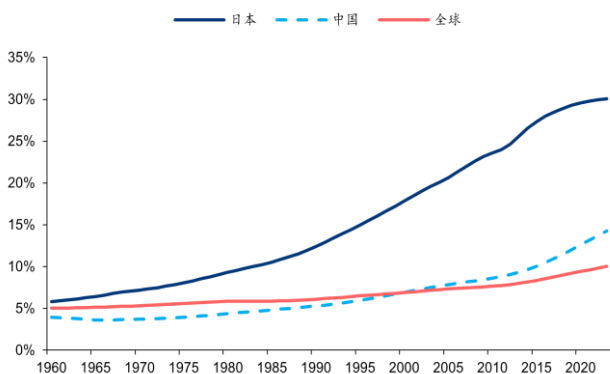
### 日本银发市场概况

研究日本银发消费发展趋势，对我们分析我国消费市场的未来变化，以及寻找消费领域的结构性投资机会，具有重要的借鉴意义。

### 老龄化水平先于国内 30 年，团块世代参考意义深远

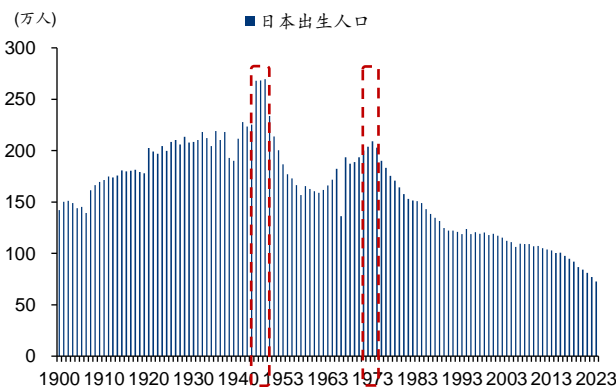
**日本老龄化进程约先于国内 30 年。**根据联合国统计数据，1967 年日本 60 岁以上的人口占比达到 10%，且分别于 1994 年和 2009 年达到 20% 和 30% 的水平，目前日本已处于重度老龄化社会，2023 年老龄人口占比达到 36%。中国于 1999 年开始步入老龄化社会，2023 年 60 岁以上的人口占比约 20%，对应日本 1994 年的水平。

图表71：中日 60 岁以上人口占比



资料来源：联合国，华泰研究

图表72：20 世纪以来日本两次婴儿潮



资料来源：日本统计局，Wind，华泰研究

**团块世代为日本银发消费代表群体。**日本战后共有两次婴儿潮，第一次 1947~1949 年新生儿人口超 800 万，为日本历史上的生育高峰，对应新出生群体又称“团块世代”。该群体完整享受了日本社会和经济发展的红利，具备丰厚的财富积累，同时庞大人口基数与战后人口政策的延续，也带来了日本的第二次婴儿潮（1971~1974 年）。中国当前面临的人口老龄化是 1962-1975 年主力婴儿潮的人群，该人群和日本团块世代类似，立业于中国经济腾飞的阶段，都是银发市场中最引人瞩目的群体。我们假设团块世代从 60 岁（当时日本公务员法定退休年龄）开始陆续退休，对应日本 2007 年后银发市场的发展，我们认为此后阶段对国内消费市场更具参考价值。

图表73：日本分阶段人口、经济、消费特点梳理

	1951-1970年 非老龄化社会	1971-1990年 轻度老龄化社会	1991-2019年 中度及重度老龄化社会
人口	0.9-1亿	1-1.3亿	1.3-1.2亿
出生率	2%-5% 1947-1949年为战后第一次婴儿潮，出生人口高峰	1%-1.7% 1971-1974年为第二次婴儿潮，为第一次婴儿潮的子女	0.8%-1%
人口情况	老龄化占比 5%-7.2%	7.3-12.4%	12.9-29.3%
人群特点	团块世代:1947-1949年出生，完全享受世代红利； 新人类: 1951-1959年出生，安稳富足，消费意愿强； 泡沫经济世代: 1960-1970年出生，青年富足，毕业后经历泡沫经济最严重时期	团块和后团块子女一代: 1971-1982年出生，童年富足，可啃老，宅文化原住民； 佛系世代: 1983-1994年出生，无老可啃，竞争意识减弱，“断舍离穷”	Z世代: 1995-2003年出生，“断舍离穷”、互联网原住民
经济发展	人均GDP; CAGR 400-4,000美元; 12.2%	4,000-28,000美元; 11.4%	28,000-39,000美元; 2%
城市化率	50%-76%	76%-77%	77%-91%
六大都市地价指数	1.7→40	46→392	404→96→113
消费趋势	消费主题 大量生产、大量消费，中产阶级开始崛起	量变到质变，大众化到个性化，消费升级	共享与链接，国货崛起，简约化，性价比消费
代表性消费品	电视、冰箱、洗衣机等	汽车（豪车）、随身听、录像机、大型彩电等	电脑、手机、游戏机、数码相机、智能家居、互联网、机器人等
代表零售业态	百货、GMS	百货，GMS、品类店、便利店	零售集团、便利店、折扣店、百元店、药妆店、电商、SPA模式企业、全渠道

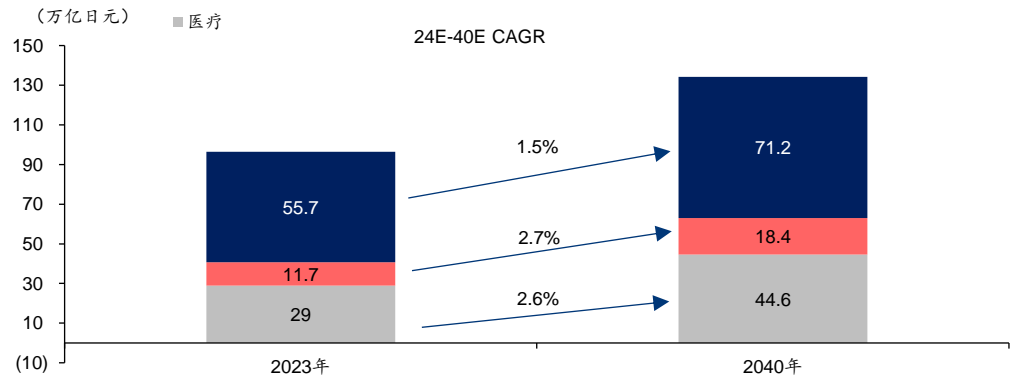
注：GMS 为 General Merchandise Store，大型综合超市

资料来源：《新消费时代 1：摸着日本过河》，房家毅，2021.08；世界银行，日本统计局，Wind，华泰研究

日本银发市场成熟，细分板块机会丰富、空间广阔

日本银发市场规模超 4 万亿人民币，预计产品及服务市场同步发展。据瑞穗银行统计及预测，日本 2023 年银发消费相关市场规模约达 96.4 万亿日元（约合 4.8 万亿人民币）/占 23 年 GDP 约 16%，预计至 2040 年将达到 134 万亿日元（约合 6.7 万亿人民币）。我们认为预期的高增长主要因最具消费力的团块世代已全部达到 65 岁，正式开启退休后的新生活。从细分市场看，瑞穗银行预计医疗、护理将为增速较快的板块（对应 2024E-2060E CAGR 分别为 2.5%/2.7%），生活产业仍将保持较大规模，成为拉动日本内需的重要力量之一。

图表74：日本银发经济规模



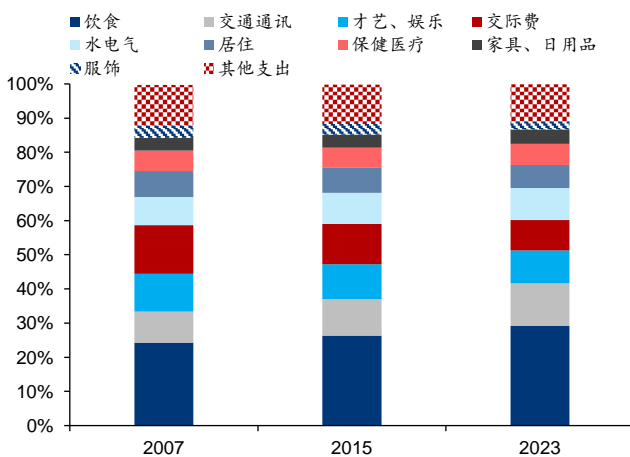
资料来源：瑞穗银行于 2025 年 1 月发布的《着眼于老龄化先进国家日本的老年人市场潜力》，华泰研究

银发消费者愿意为“更便利、更健康、更快乐”买单。拆分日本银发家庭的消费结构，可以看到前四大支出项目分别为饮食、交通通信、才艺娱乐和交际费，其中便捷的饮食、医疗保健、休闲社交及悦己类需求已是银发群体的重要消费方向。

对比不同年份，我们选取了与团块世代相关性较强的 2007 年、2015 年和最新的 2023 年 65 岁以上家庭的消费支出构成：1) 饮食 2023 年占比达到 29%，较 2007 年+5.0pct，其中熟食的支出增长贡献最大。2) 交通通信支出占比也呈增长趋势，较 2007 年+3.2pct 至 12%，其中私家车相关支出和通信网络费用增长较快。3) 而交际费用占比下滑，或因 2020、21 受全球公共安全卫生事件影响所致，2022、23 年有所恢复。

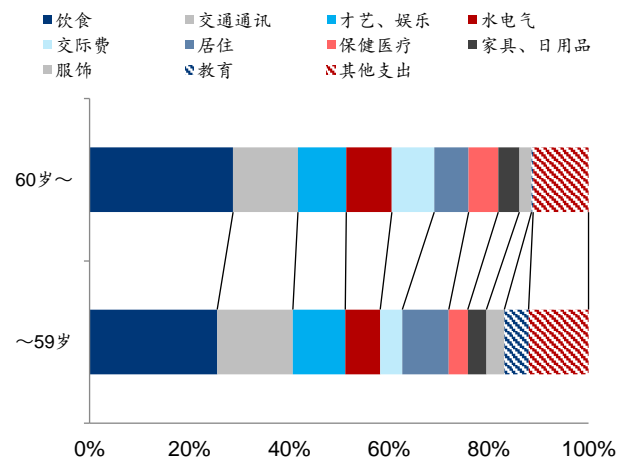
对比年轻消费者，从 60 岁及以上家庭和 59 岁以下家庭的消费结构看，最大的差异是交际费用和教育支出，交际费用随年龄增长而教育支出反之，二者占比分别较 59 岁以下家庭+4.1pct 和-4.5pct。此外，饮食和保健医疗占比分别+3.2pct 和+2.1pct，才艺娱乐支出占比基本相当，可见银发群体对饮食、健康、悦己的重视。

图表75：2007、2015、2023 年日本 65 岁以上家庭消费支出构成



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表76：2023 年日本分年龄段家庭消费支出构成



资料来源：日本统计局，华泰研究

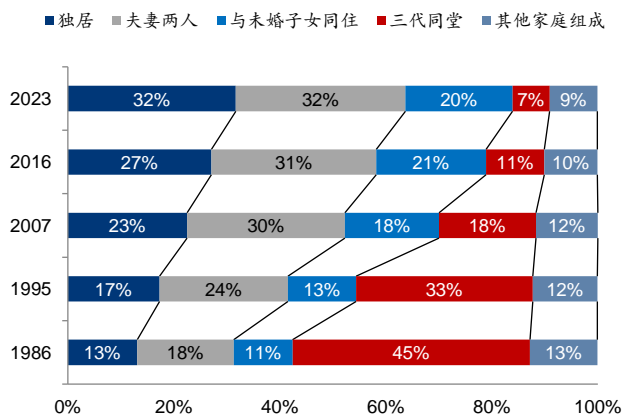
### 日本银发消费者画像及消费偏好

了解日本银发市场的基本情况后，接下来我们着手分析消费者画像和消费细分趋势。首先我们将从居住情况、财富状况和消费意愿三个维度来梳理日本银发族的消费者画像。再结合上述分析，进一步了解生活和身体状态、世代变迁、独居陪伴、渠道变化四个方面带来的银发消费趋势。

#### 消费者画像：多独居老人，有钱有闲且消费意愿高

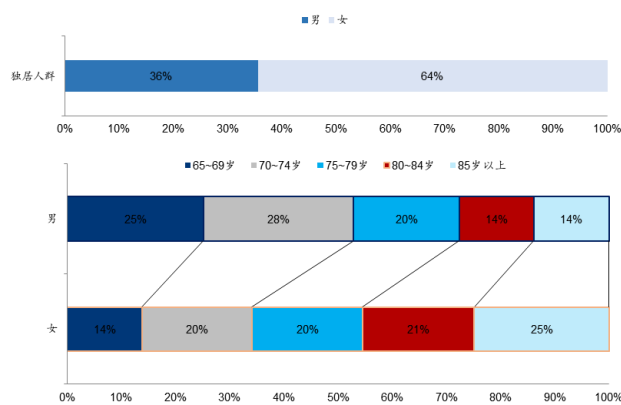
**单身和少子化趋势下，独居和无子家庭占比大幅提升。**从居住情况看，2023 年日本 65 岁以上家庭中，独居家庭和夫妻两人家庭数量占比均已达到 32%，而与未婚子女同住和三代同堂的家庭数量占比仅分别为 20%和 7%。从日本进入老龄化社会以来，单身和少子化趋势愈发明显，单身家庭、丁克家庭以及啃老单身族也在不断地步入中老年，因此独居家庭、夫妻两人家庭和与未婚子女同住家庭的数量占比均较 1995 年+14pct、+8pct、+7pct。分性别看，65 岁以上独居家庭中女性占比达到 64%，且其高龄段占比更大，或因 65 岁以上女性人口基数更大和女性平均寿命更长所致。我们认为这一现象或催化生活照料类、社交娱乐类和女性消费市场的发展。

图表77：2023 年日本 65 岁以上家庭居住情况



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表78：2023 年日本 65 岁以上独居家庭中女性占比大

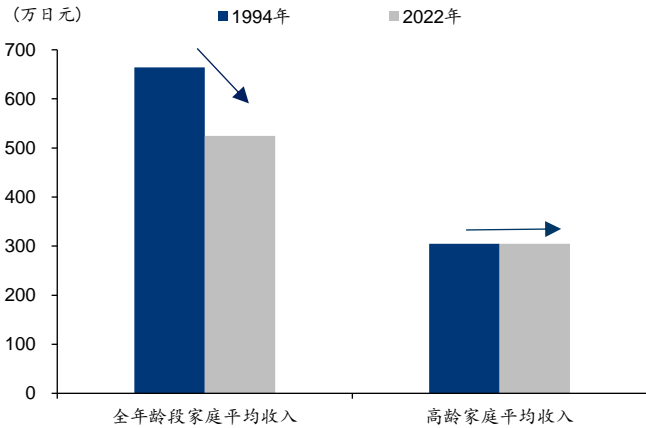


资料来源：日本统计局，华泰研究

**社保年金是最主要的收入来源，资产和财富积累充足。**从财富状况看，2022 年日本高龄家庭年收入 305 万日元(约为 15 万人民币)，虽约为日本全年龄段家庭平均年收入的 6 成，但从 1994 年以来高龄家庭收入基本保持平稳水平，而全年龄段家庭平均水平受经济衰退影响较 1994 年下降 21%。剔除家庭人口因素，各年龄段的家庭人均年收入差距缩小，高龄家庭人均收入为 203 万日元(约为 10 万人民币)，为全年龄段家庭人均收入的 86%。

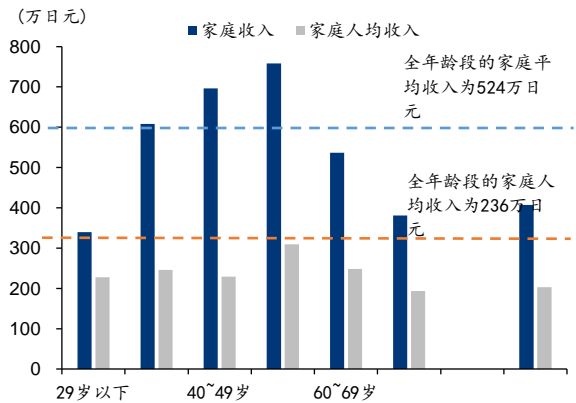
拆分其具体收入结构，公共养老金为最主要的收入来源，占比达 63%，劳动所得和财产所得分别占比 26%和 5%。高龄者家庭虽劳动所得较中青年时期大幅减少，但负债水平低、财富积累充足，因此家庭财产所得金额和占比均为全年龄段最高。2022 年日本家庭 50 岁以下家庭为呈净负债状态，50 岁开始为转为净资产状态，且资产金额随年龄增长。60 岁以上家庭净资产超过 2250 万日元(约 110 万人民币)，持房率(指在某一特定区域或群体中，拥有自有住房的家庭或个人的比例)超过 92%。**我们认为，日本的社会福利保障和充足的财富积累是银发群体的底气，使其比中青年具备更少的负担、更强的消费力。**

图表79：1994、2022年日本65岁以上及全年龄段家庭平均收入水平



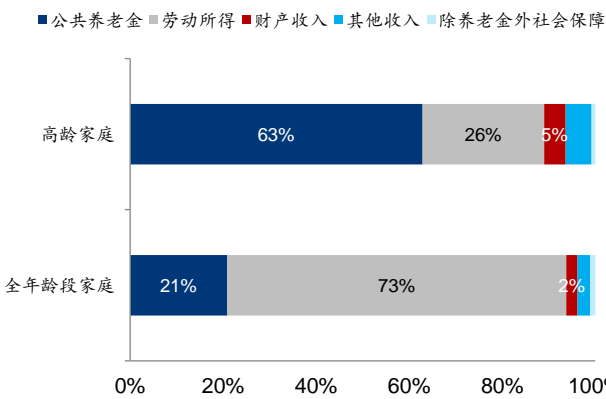
资料来源：日本统计局，华泰研究

图表80：2022年日本各年龄阶段家庭收入及家庭人均收入



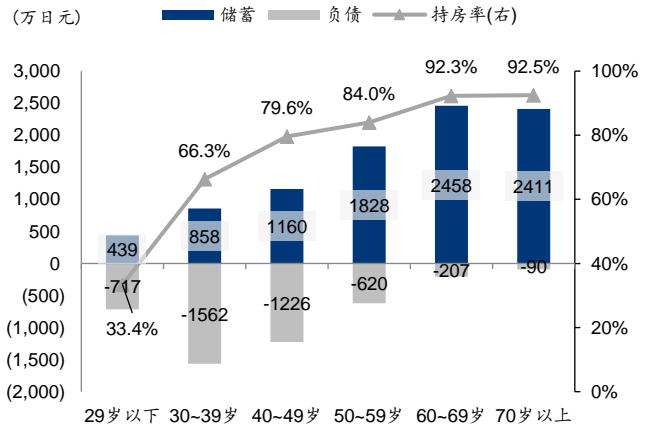
资料来源：日本统计局，华泰研究

图表81：2022年日本65岁以上及全年龄段家庭收入结构拆分



资料来源：日本统计局，华泰研究

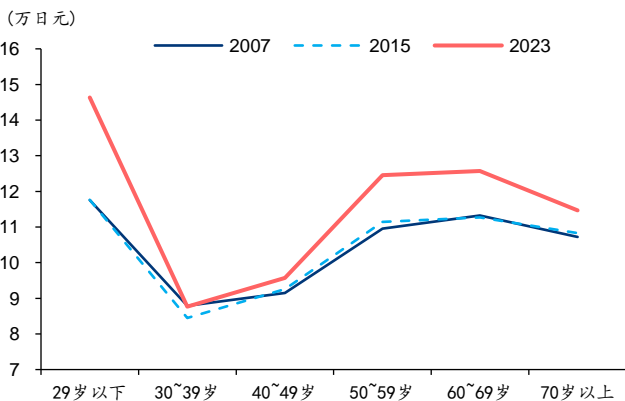
图表82：2022年日本各年龄阶段家庭资产、负债及持房率



资料来源：日本统计局，华泰研究

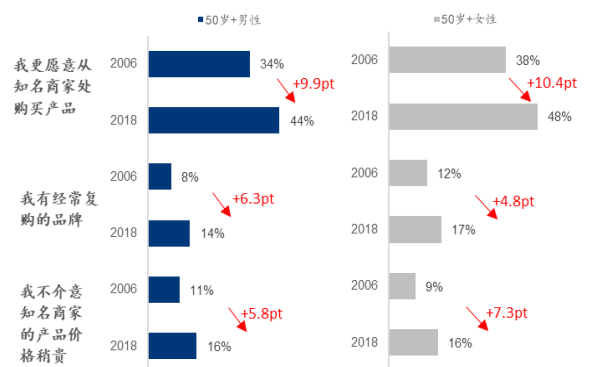
**消费意愿强，品牌忠实度提升。**从消费意愿看，30~49岁群体背负的家庭责任较重，消费更加谨慎，2007年到2023年其家庭人均消费水平基本不变，月金额在8.5~9.5万日元。而50岁以上家庭人均消费金额2015年到2023年有约10%的增长，其中65岁以上家庭人均月消费达到11.8万日元(约为人民币5,800元)。可见日本银发群体不仅具备较好的消费力，也具备更强的消费意愿。此外，根据NRI 2006年和2018年的调查显示，日本50-59岁群体对品牌的认知较强，且品牌忠诚度明显提升(尤其是女性消费者)。我们认为一方面是因为年龄和阅历会形成一些固有的消费习惯和偏好，另一方面是消费决策变得更加高效和理性，通过更多的信息收集优选可信任的产品和品牌，冲动消费减少。

图表83：2023年日本各年龄阶段家庭人均月消费



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表84：日本50岁+高龄人群品牌忠实度提升



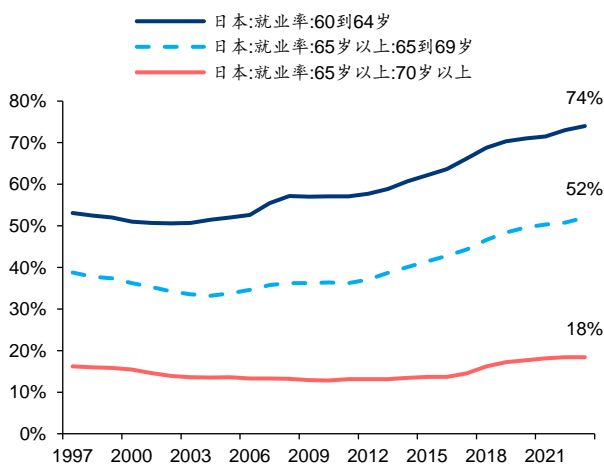
资料来源：NRI，华泰研究

**消费趋势：康养、娱乐、养护为核心，伴随渠道便利化更迭**

1) **人生阶段变化带来的消费趋势。**随着年龄的不断增长，银发群体会面临工作生活状态和身体健康状态的变化，其各阶段的消费需求有所不同，我们将其分为三个阶段：

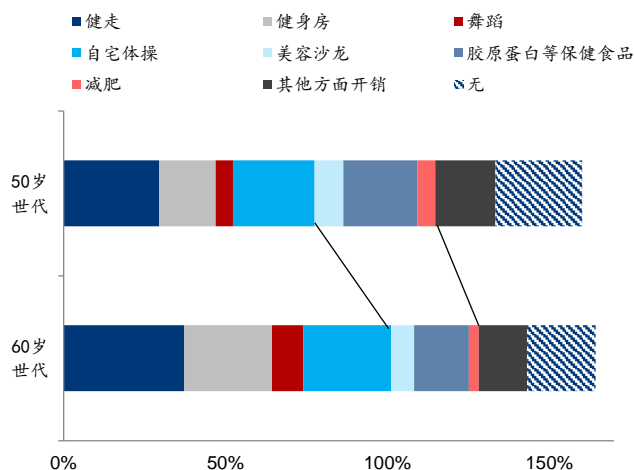
**60+岁：再就业的职能培训、抗衰产品、健身及体能提升需求。**日本进入老龄化社会后，由于劳动力不足，延迟退休或退休后再就业已经成为非常普遍的选择，60岁以上人口就业率持续提升，2023年60~64岁、65~69岁和70岁以上人口的就业率分别达到74%、52%和18%，较1997年以来低点分别+23pct、+19pct、+6pct。70岁及以下的银发群体就业率保持在水位，因此为保持高效的工作状态，运动健身、保健抗衰以及职业培训等成为较年轻的活力银发族的重要需求。根据日本内阁府的历年问卷调查，高龄群体对运动、健康类活动的当下参与率和未来意向率均为最高。从具体的开支调查情况看，日本70%以上的50~70岁世代银发族都愿意为维持健康和体型买单，其中50岁世代更多花费在保健食品上，60岁世代因有更充裕的时间则以健走、健身房、自宅体操等运动为主。

图表85：日本60岁以上各年龄段就业率



资料来源：日本统计局，华泰研究

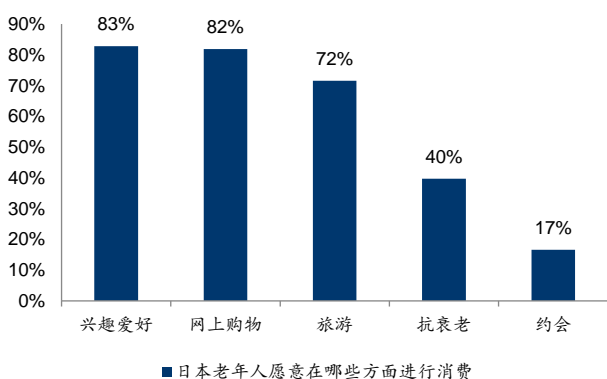
图表86：日本银发族维持外貌或体型的各项开销占比



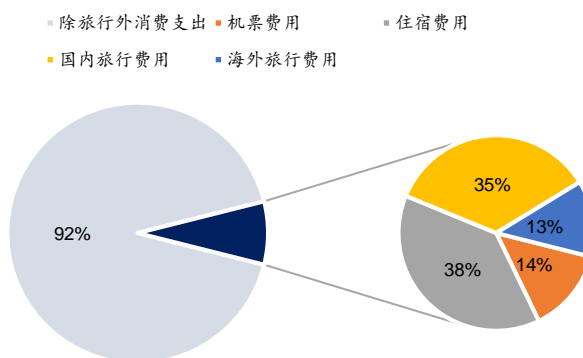
资料来源：居家生活 HOW 研究所问卷调查，华泰研究

**70+岁：休闲娱乐、旅行社交和理财需求增加。**70岁世代是拥有殷实财富积累和丰厚社会养老金，有钱有闲的银发群体，娱乐、社交和理财成为其主要需求。兴趣爱好、网购和旅游是该群体支付意愿最强的方向，众多轻型的休闲娱乐和旅行项目也应运而生。2023年65岁以上家庭支出中，旅行相关费用占比约8%，规模市场下成长出了Club Tourism这类服务于银发群体的旅行社。根据KNT-CT披露的数据，Club Tourism目前已拥有700万会员，2024年参加其“成人放松之旅”项目的会员中60s/70s/80s的占比分别为15%/40%/34%，众多主题旅行的推出、杂志宅配员工和会员的交流也使其成为了银发旅行爱好者的交友平台。在会员高粘性的基础上，Club Tourism围绕银发群体需求，将业务拓展至生活支持、护理服务、保险、临终关怀业务等方面，扩大了市场空间。

图表87：日本银发群体在兴趣爱好、网购、旅行的花费最多（2023年）



图表88：日本65岁以上家庭旅行支出相关占比（2023年）



注：N=1,000；资料来源：大和NEXT银行《2017年来年生活排行》，华泰研究

资料来源：NRI，华泰研究

图表89：Club Tourism 会员年龄结构及多元化业务

参与“成人放松之旅”的会员结构

年龄组	占比
60岁以下	4%
60s	7%
70s	15%
80s	34%
90s	40%

**课程管理**

“旅游文化学院”宗旨是将“旅游”与“学习”融为一体，与旅伴一起学习、旅行，并享受学习的快乐。

**各种保险**

提供适合未来生活计划的多家保险公司产品信息，并举办对生活有帮助的研讨会。

**临终业务**

提供临终旅行和专家讲座，旨在为人们创造机会思考如何充分利用未来的生活。

**生命支持服务**

解决日常生活中的问题，如清洁、去医院、搬家等，通过Club Tourism提供的服务享受生活的丰富和乐趣。

**护理服务**

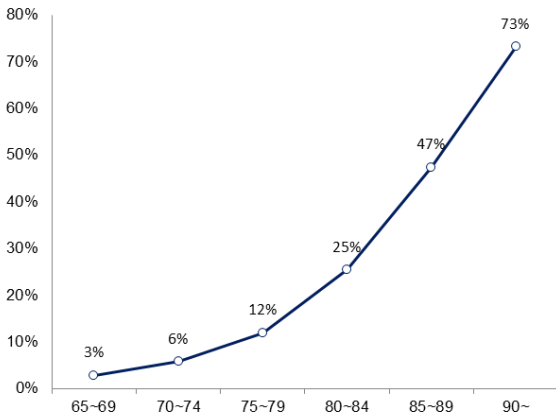
以“不放弃旅行、不放弃梦想”为理念的护理企业，提供各种计划来帮助旅程的进行。

资料来源：Club Tourism 官网，华泰研究

**80+岁：居家养老为主，看护医疗、健康管理等养老服务需求增加。**日本于2000年正式实施《介护保险法》，旨在为有长期护理需求的老年人提供具备经济和服务支持的保险系统，可根据居家养老、社区养老、机构养老等不同情况，提供如日常生活援助、健康管理、医疗护理、康复护理等多方面的服务。从其统计数据看，80岁开始介护保险的认定率显著提升，养老服务、医疗看护等刚性需求不断上涨。厚生劳动省的数据显示，随着老龄人口的增长，介护保险涉及的费用规模从2000年的3.2万亿日元提升至2020年的10.8万亿日元（超过人民币5300亿元），2001-2020年CAGR为6.3%。从认定者的居住情况看，2022年79%为到家服务用户，养老机构服务和社区服务用户占比分别为19%和17%，用户总数量较2000年增长3.5倍，而到家服务用户数量则增长4.2倍。

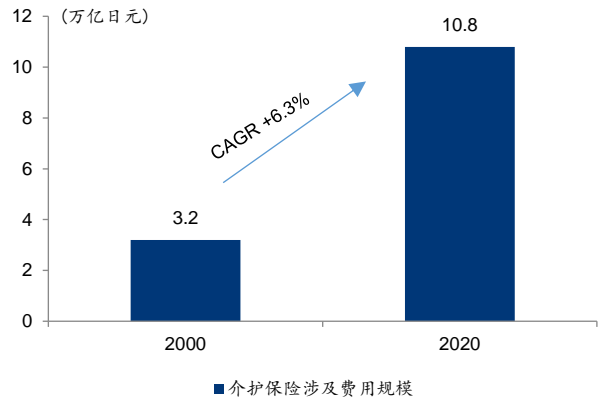
可见居家为目前日本最主流的养老方式，居家照顾、上门护理的养老服务机构蓬勃发展，成人失禁用品等产品市场也快速发展。如2023年日本成人纸尿裤市场规模达到26亿美元，且预计到2032年CAGR为7.5%（IMARC调查）。

图表90：分年龄段日本介护保险的认定率



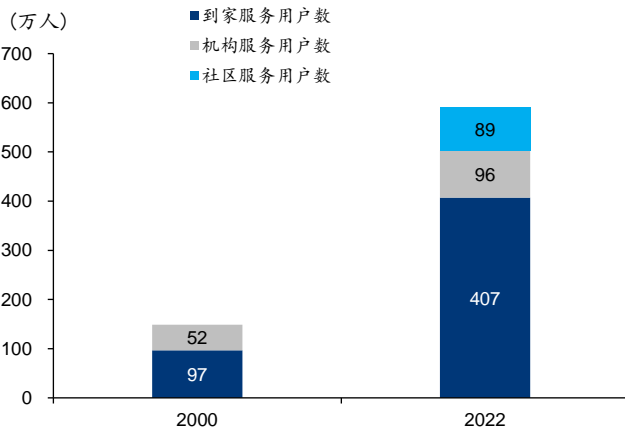
资料来源：日本厚生劳动省，华泰研究

图表91：日本介护保险设计服务市场规模



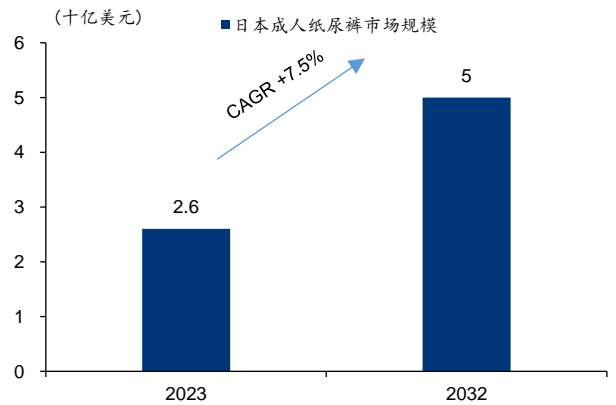
资料来源：日本厚生劳动省，华泰研究

图表92：日本介护保险服务使用者的结构



资料来源：日本厚生劳动省，华泰研究

图表93：日本成人纸尿裤市场规模

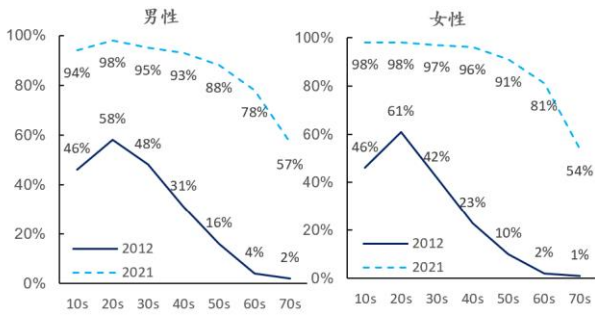


资料来源：IMARC，华泰研究

**2) 时代变化和科技进步带来的消费趋势。**银发群体虽年纪较长，但并非守旧传统、一成不变的消费者，其消费行为和偏好也在与时俱进。

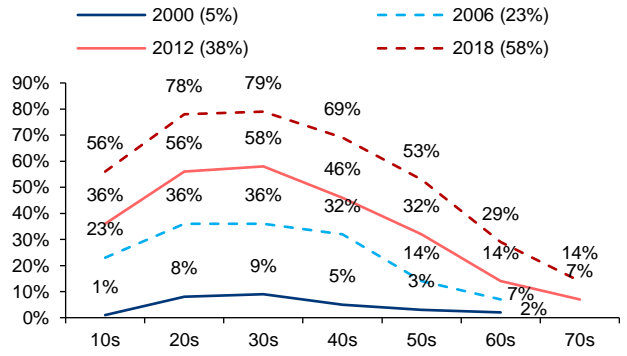
**网购的银发族占比提升，倒逼商家全渠道发展。**随着互联网的普及，2021年日本使用智能手机的60岁世代和70岁世代已达到约80%和55%。即便是线下消费核心群体之一的银发族，其网购渗透率也在逐年提升。根据NRI数据，2018年60岁世代和70岁世代网购渗透率已分别达到29%和14%。从网购消费结构看，2023年65岁以上家庭以饮食和旅行相关支出为主，占比分别为25%和20%，鞋服和保健品也是重要方向。网购一方面可以让银发族享受更便利的配送服务，另一方面也使他们成为了更加精明的消费者，会先在网上收集信息、线下实地确认商品和服务及询价，最终线上购买。为迎合此趋势，商家着手全渠道布局，如Seven&i集团在2015年开启全渠道战略“omni7”，2021年优化配送服务实现30分钟到家，2023年推出了“7 Now”宅配APP，目标到FY2025配送业务实现2,000亿日元收入。

图表94：日本各年龄段用智能手机的比例（2018年）



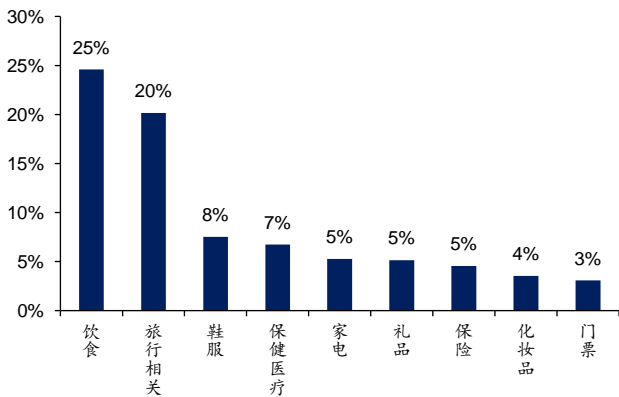
注：10s代表10-19岁，并以此类推，N=10,000  
资料来源：NRI，华泰研究

图表95：日本各年龄段网购的比例（2018年）



注：10s代表10-19岁，并以此类推，N=10,000  
资料来源：NRI，华泰研究

图表96：2023年日本65岁以上家庭网购支出结构



资料来源：日本统计局，华泰研究

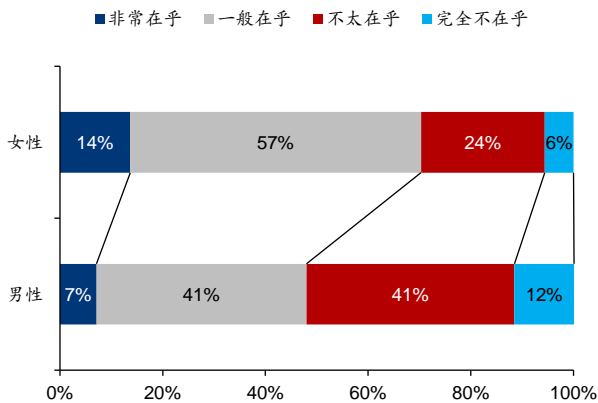
图表97：“7 Now”覆盖的711门店数量（家）



资料来源：Seven&i 官网，华泰研究

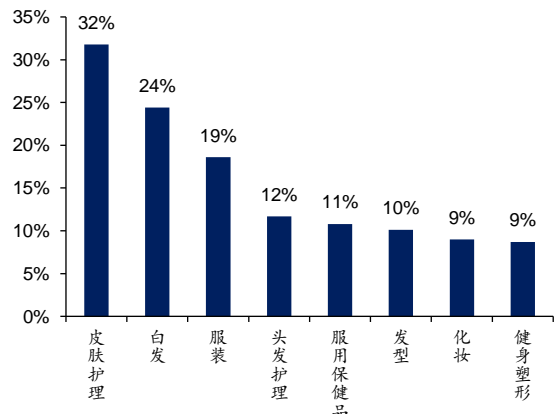
**追求个人和产品的时尚、无龄感。**日本有70%的银发女性和48%的银发男性认为自己在乎时尚。人们对时尚的兴趣度提升，一方面体现在对自身外貌和形象的追求，另一方面老气陈旧的产品设计不再受欢迎，针对银发族的产品设计需要更加时髦和无龄感。根据日本专门面向60岁以上女性《了不起的人》杂志调查，2021年其读者每月可自由支配约6万日元，其中约3成花费在时尚和美容方面。同时，在面对衰老上，人们最关注的方向分别是皮肤管理、白发和年轻化的服装打扮（PLA-NET）。据AgeClub数据，日本中老年服装市场规模达到人民币2,000亿元。

图表98：日本银发族时尚度调查（2021.04）



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表99：日本老年人保持年轻和抗衰老所注意的事情

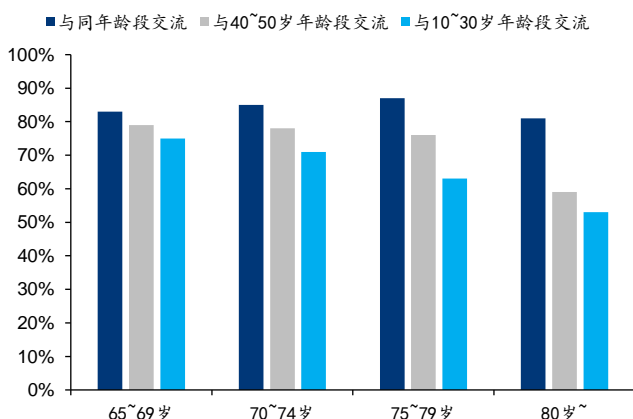


资料来源：PLA-NET,INC.（2019年问卷调查），AgeClub，华泰研究

**3) 独居带来的陪伴需求增加。**考虑到独居和夫妻两人居住的银发家庭占比已经达到 64%且仍在提升，我们认为具备大量空闲时间的银发群体更加需要社交活动、休闲娱乐以及家人和宠物的陪伴。

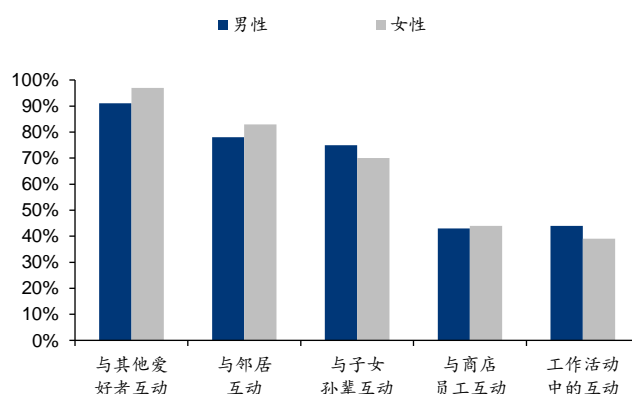
**娱乐社交：银发族的第三场所蓬勃发展。**从日本银发群体的社交偏好看：1) 65 岁以上的各年龄段偏好相似，更乐于与同龄人交流，且随着年龄的增长，与低年龄段人群的交流意愿更低。2) 最希望与其他具有相同爱好的人交流，其次是与邻居和子孙互动。具有相同爱好的同龄人是银发群体的社交首选，为满足其娱乐社交需求，针对性的第三场所应运而生。如东京永旺葛西购物中心专门为银发族设计的大型综合类商场，可一站式满足其商品和服务需求。也有满足社交需求的垂类门店，如米田咖啡（日本第三大连锁咖啡馆），其早餐时段单点饮品便可赠送吐司和水煮蛋，同时店内装修营造出了便于交谈的悠闲氛围，成为了不少银发群体聚会休闲的大本营。

图100：2020 年日本老年人互动调查：更希望与同辈交流



注：调查时间为 2020 年，样本量为 301 名 65 岁至 93 岁人士  
资料来源：ハイネスコーポレーション株式会社，华泰研究

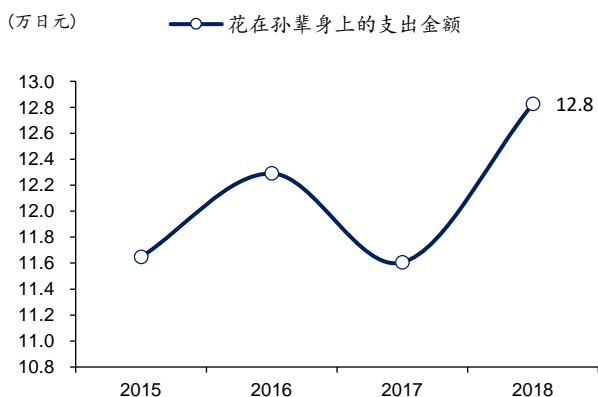
图101：2020 年日本老年人互动调查：更希望与其他相同爱好者交流



注：调查时间为 2020 年，样本量为 301 名 65 岁至 93 岁人士  
资料来源：ハイネスコーポレーション株式会社，华泰研究

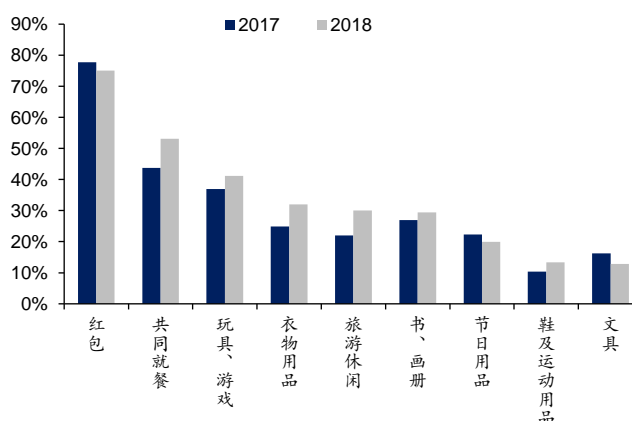
**亲情羁绊：孙辈消费和孝顺消费具备潜力。**根据索尼人寿保险调研于 2018 年发布的《老年人的生活意识调查》，2018 年老人平均每年花在孙辈身上的支出为 12.8 万日元，除了红包、玩具、衣物、书本文具等物品外，也非常愿意为共同的家庭活动付费，以满足陪伴需求和增进情感，如共同就餐、共同休闲旅行等。东京迪斯尼就曾以“三代同乐”为主题推出了优惠住宿行程，包括特别导览旅游、拍纪念照、特别套餐等，除了情侣和带小孩的年轻父母，也将祖父母纳入了目标客群，园区内的餐厅也在快餐的基础上增加了悠闲的日式餐厅（《超高龄社会的消费行为学》）。此外，子女也会购买产品或服务去孝敬老人（尤其是生活照看类服务）。

图102：2015-2018 年日本老年人用于孙辈的平均支出



资料来源：索尼人寿保险，华泰研究

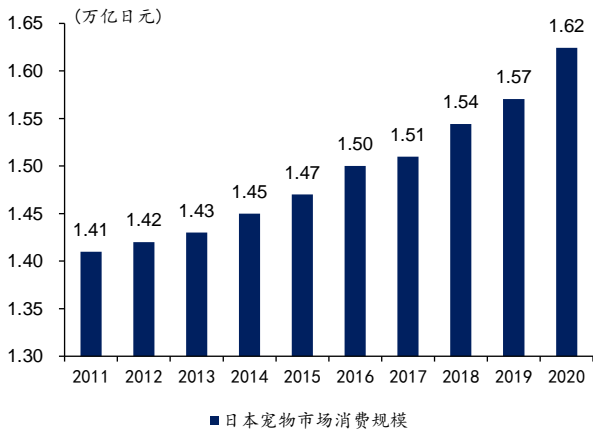
图103：2018 年日本老人用于孙辈的主要花销



资料来源：索尼人寿保险，华泰研究

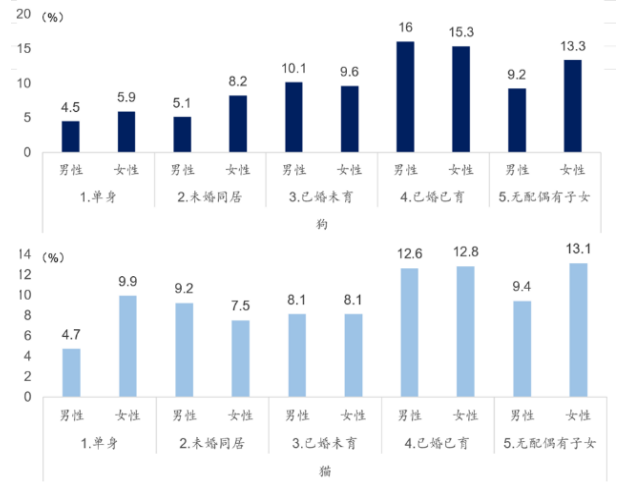
**宠物陪伴：市场空间大，单身大龄家庭更爱养猫。**根据日本经济产业省数据，2020年日本宠物市场规模超过1.6万亿日元（约为人民币800亿元），随着单身和老龄人口的增加，宠物市场呈现稳步增长趋势。从日本60~70岁家庭的养宠率看，猫和狗平均都在10%左右，其中已婚家庭更喜欢养狗，单身和同居家庭则养猫更多，且单身女性养猫比例相对较高。我们认为考虑到养猫对居住空间、经济成本、时间和身体条件的要求都更低，而日本多银发独居女性，或推动“猫经济”的发展。

图表104：日本宠物市场规模



资料来源：日本宠物食品协会，前瞻产业研究院，华泰研究

图表105：2021年日本60~70岁银发群体养宠比率

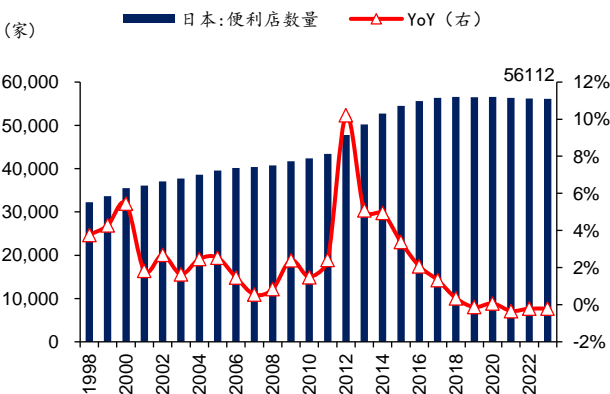


资料来源：日本宠物食品协会，华泰研究

**4) 顺应银发需求而带来的渠道变化：**随着独居家庭的增加、身体机能的下降，银发群体需要更便利的购物场景以满足其日常消费需求，因此社区化、小型化、专业化的便利店、药妆店等业态实现快速发展。

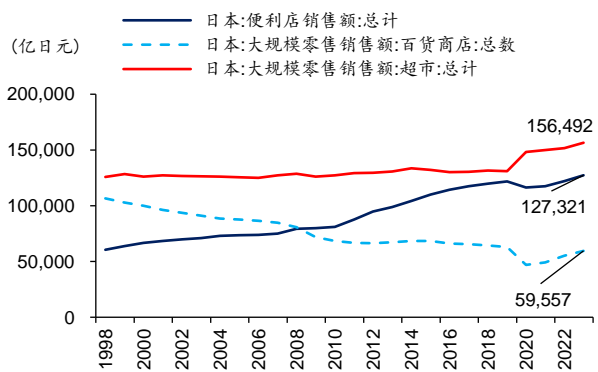
**从大型百货商店向便利店、社区小超市转变。**从90年代开始，便利店成为日本零售业中发展最好的业态之一，主因其高密度带来的居家距离优势、超长的营业时间以及更加多元化的商品和服务，可以更好地满足老龄化和小家庭趋势下的购物需求。根据日本财务省数据，便利店数量持续增长，2017年超过5.6万家，之后数量保持在5.6~5.7万家（百货约1.1万家）。从销售额看，便利店持续增至2023年的12.7万亿日元（超过人民币6,200亿元）；而百货商店从90年代起进入了长达30年的衰退，2023年仅为1998年销售规模的56%，即5.9万亿日元（约为人民币2,900亿元）。此外，渠道商也会根据银发群体的需求不断迭代，如便利店会专门为银发族设计健康低卡的特色便当、永旺生鲜部门把营业时间从早上9~10点提前至早上6点、全家推出了“便利店+药妆店”的特色门店等。

图表106：1998-2023年日本便利店数量



资料来源：日本财务省，Wind，华泰研究

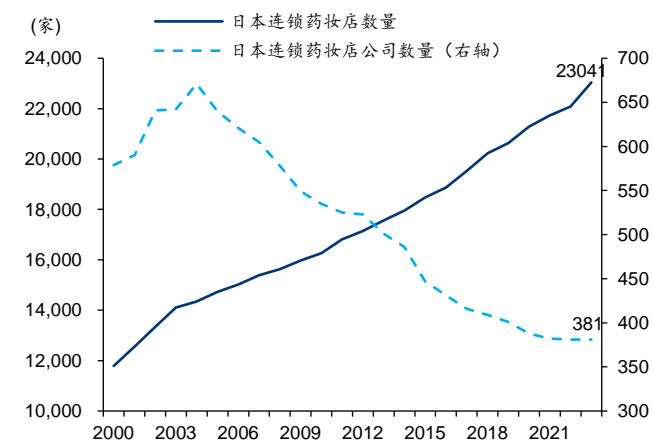
图表107：1998-2023年日本便利店、百货商店、超市销售额



资料来源：日本财务省，Wind，华泰研究

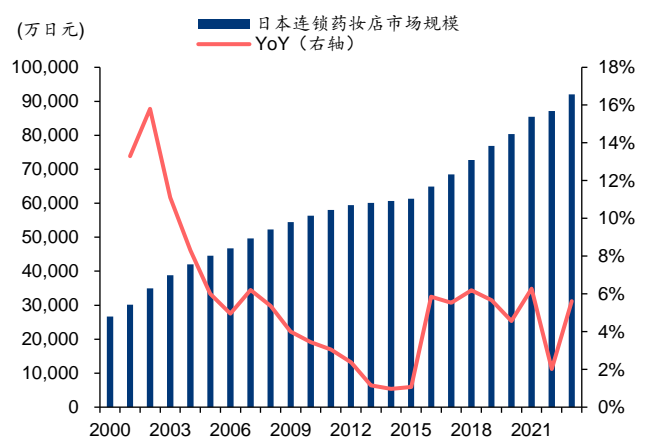
药妆店受益于保健意识提升和多品类扩张，行业快速发展。日本药妆店业态开始于日本刚步入老龄化社会的 70 年代。由于“药店距离限制”政策的废除，以及对受众广、更高频消费的保健品、化妆品等产品的引入，90 年代开始药妆店进入了成长期。根据中国药店统计数据，截至 2023 年，日本共有 2.3 万家药妆店，市场规模达到 9.2 万亿日元（约为人民币 4500 亿元）。我们认为药妆店的发展得益于老龄化背景下，人们对健康、保健和抗衰意识的提升，且药剂师驻点形成天然的专业门槛，同时通过多品类的扩张，可提升门店引流和转化效率，从而在经济下行期也能实现快速增长。2022 年药妆店家庭日用品和食品的销售占比已近半，多为平价引流产品，而药品和化妆品通常具备更高的毛利率，品类的有效搭配也提升了药妆店较其他零售业态的市场竞争力。从格局上看，头部公司竞争优势明显，在门店数量增长的同时公司数量逐步减少，2023 年仅有 38 家公司，较 2004 年减少 43%，2022 年 CR5 达 52%。

图表108：2000~2023 年日本药妆店门店数量及公司数量



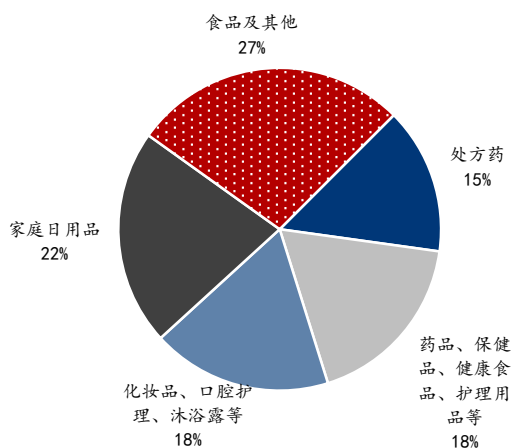
资料来源：《迈向 13 万亿日元的日本药妆店，做对了什么》中国药店（2023.07），华泰研究

图表109：2000~2023 年日本药妆店市场规模



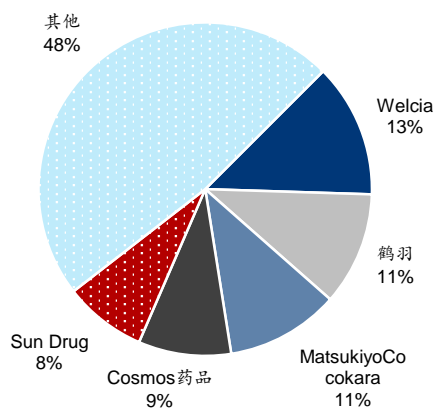
资料来源：《迈向 13 万亿日元的日本药妆店，做对了什么》中国药店（2023.07），华泰研究

图表110：2022 年日本药妆店销售产品结构



资料来源：《迈向 13 万亿日元的日本药妆店，做对了什么》中国药店（2023.07），华泰研究

图表111：2022 年日本前 5 大药妆店公司市占率



资料来源：《迈向 13 万亿日元的日本药妆店，做对了什么》中国药店（2023.07），华泰研究



**案例分享：银发群体需求定制化，孵化“新式商场、健身房”**

**永旺葛西店：定位“Grand Generation”的综合商场。**

据澎湃新闻报道，坐落在东京江户川区的永旺葛西店最早于 1982 年开业，后因周围 2 公里内的 65~74 岁人群比例超过了 40%，2013 年该门店进行了全面翻新和大规模的适老化改造。重新开业后永旺将其命名为“Grand Generation Mall”，一方面表示主要定位 55 岁以上高龄客群，另一方面也是代表生活体验高级的一代，其商场设计、业态分布和服务体验都旨在给银发群体一个享受自我的场所。经过改造后，客流明显增长，单店销售可达到 8,000 万美元，每年服务的中老年客户超过 110 万人次（AgeClub 2019 年 9 月数据）。

**特色一：商场共分为 4 层，产品、服务和体验分布明确，全方位覆盖银发族需求。** 一楼主要为食品、超市和餐饮区，为配合银发群体的作息习惯提早至上午 7 点开门，并提供价位、分量合理的早餐，方便和朋友喝咖啡聊天。二楼主要为服饰、美容门店，满足银发群体保持时尚美丽的需求，同时提供鞋服的清洁维修服务。三楼主要为婴童产品和家居类门店，并设有“支持柜台”提供各种生活问题的咨询服务。四楼是商场最具亮点的娱乐体验区，以咖啡厅、文化讲座、健身房和“GG”舞蹈为核心，加入大量休闲活动空间。此外，四楼还设有“Money Plaza”将永旺银行、永旺信用卡服务中心、永旺保险等金融业务集中起来，一站式解决银发群体财管需求。

**特色二：不只是商场，更是内容丰富的娱乐、社交空间。** 葛西店为银发群体设计的活动内容包罗万象，以活动与商品的连接为特色，向消费者进行双向推荐，实现销售额的增长。四楼中设有几个重要的活动区域，永旺文化俱乐部有 2 间工作室、6 间教室，开设了 150 多种课程，如手工艺、美术、瑜伽、舞蹈、英语、烹饪、麻将等。未来书店店里摆设沙发、座椅和老花镜，为消费者提供更好的阅读体验。岛村乐器行除了乐器售卖外，设有教室和录音室。永旺健身房提供低强度、30 分钟的课程，满足因为身体和经济原因不愿意去普通健身房的消费者。GG 舞台会举办永旺文化俱乐部和岛村乐器行的学生表演、文化讲座、店内商品推介会、政府机构咨询会等。

**特色三：超越传统的贴心服务和商场设计。** 除了传统商场所有的店内服务人员，葛西店还配有多名服务老人及老年痴呆患者的专职人员，提供店内的购物和活动支持。同时，葛西店为宠物友好商场，给消费者提供了可以与宠物和朋友共同就餐的空间，以及宠物用品、宠物旅馆和修建等产品和服务。商场设计上，葛西店会采用更舒适的座椅沙发，设有 180 米长的室内健身步道（作为老年人的晨练场），购物车也从传统的钢制改为更轻便的铝制购物车。

图表 112：日本永旺葛西店基本情况

楼层	楼层特点	主要门店类型
F1	美食	美食广场、超市、银行
F2	美护时尚	健康和美容护理、鞋服、理发店、珠宝店、裁缝店、维修清洗店、内科诊所
F3	家居生活	家居服、婴童用品、室内游乐园、健身房、眼镜店
F4	娱乐体验	永旺文化俱乐部、未来书屋、岛村乐器行、永旺健身房、GG舞台、咖啡馆、金融服务柜台
面积	永旺直营面积：10,879㎡；专卖店面积：5,266㎡	

GG精选会员卡	
客群	55岁及以上消费者
年费	5,250日元（无入会费）
福利	1) 每次光顾都可抽取积分
	2) 免收永旺文化俱乐部、永旺健身房的入会费（3,150日元），每月学费9折
	3) 6张咖啡券，所有饮品和食物9折
	4) 24张电影折扣店
	5) 免除岛村乐器行音乐课报名费（5,250~10,500日元）
	6) 宠物修剪费9折

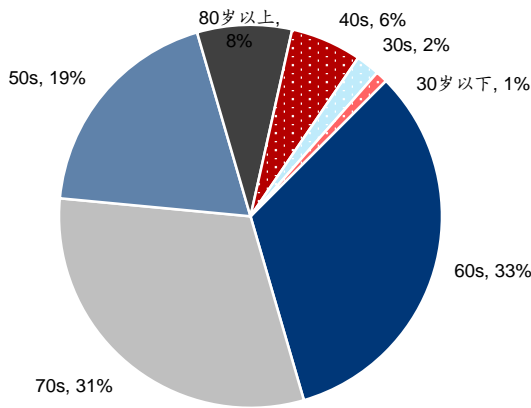


资料来源：虎嗅，东洋经济，AEON 官网，华泰研究

**Curves: 专注银发女性的健身房。**

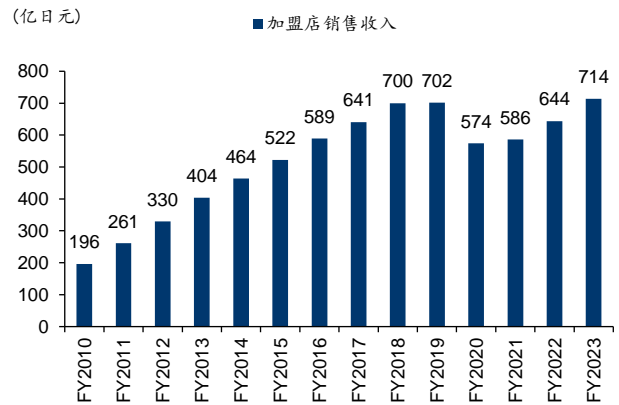
Curves 是一家定位女性的连锁健身俱乐部，聚焦 50 岁以上客群，2023 年公司 50s/60s/70s/80s 会员数量占比分别为 19%/33%/31%/8%，合计占比 91%。公司成立于 2005 年，在日本人口老龄化的大趋势下，2006 年公司开放加盟，受益于门店数量和会员数量的快速增长，销售规模持续攀升。2019 年 10 月 Curves 日本门店数量超过 2,000 家（其中仅 64 家直营店），会员数量超过 86 万人，FY19 加盟店销售规模超过 700 亿日元（超过人民币 34 亿元）。2010~2019 年公司日本门店数量、会员数量、加盟店销售规模 CAGR 分别为 10%/11%/15%。

图表113: Curves 客户年龄结构, 2023



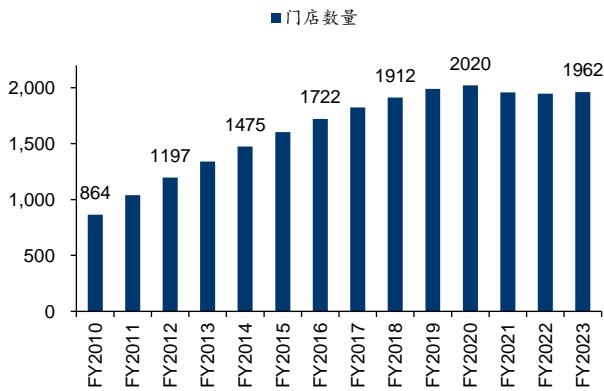
资料来源: Curves 官网, 华泰研究

图表114: Curves 日本加盟店销售规模



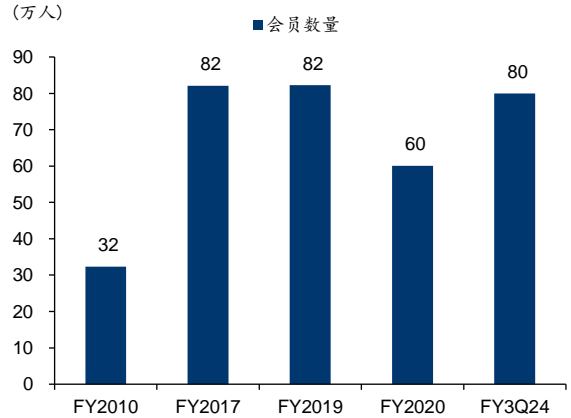
注: 财年截至每年 8 月  
资料来源: Curves 官网, 华泰研究

图表115: Curves 日本门店数量 (家)



注: 财年截至每年 8 月  
资料来源: Curves 官网, 华泰研究

图表116: Curves 会员数量



注: 财年截至每年 8 月  
资料来源: Curves 官网, 华泰研究

FY23 公司会员数量恢复，加盟店销售额已超过 2020 年前水平，我们认为 Curves 的成功主要得益于其满足了银发女性以下几个健身痛点：

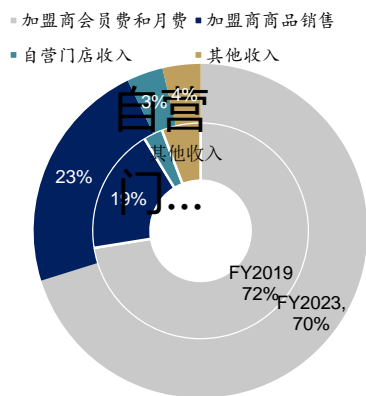
**适老化课程设计和用户体验。** Curves 主打的 30 分钟“Curves Circuit Training”课程，是两组包括力量训练、有氧运动和拉伸的循环训练，期间会使用 12 种不同的健身器材，容易上手、不单调，且运动效率高。在健身器材上，Curves 选用的是油压式设计的器材，而非传统健身房的重力健身器材，该种器材可依据用户的个人肌肉情况来调整负荷程度，不易受伤。同时 Curves 也缩小了健身器材的尺寸，让银发女性更易上手。Curves 会员不需要预约，可随时利用碎片化的时间，选择就近的门店上课。灵活和高效的课程安排，可提升目标客群的参与意愿和持续性、降低畏难情绪。

**创造自在的健身环境。**Curves 的会员和工作人员均是女性，健身房中没有镜子、没有泳池和淋浴，消费者不用化妆，可消除身材焦虑，更专注于健身本身。对于公司也可以提升空间利用率，减少前期投资和运维费用。

**性价比和服务满意度高。**Curves 已连续 9 年获得日本消费者满意度调查（JCSI）排名第一的健身俱乐部，FY23 月均会员流失率仅为 2.2%，全年看已低于疫情前水平。这得益于 Curves 优质的会员服务，除了线下门店的课程训练，还会有教练、营养师以及医学专业人员进行全方面的咨询和指导。Curves 是按月收费的会员制，入会费为 16,500 日元，月费为 6,200~7,200 日元（约人民币 300~350 元），不限运动次数，其高性价比和灵活的付费周期也是吸引消费者的重要竞争力。

**保健品联动销售增长强劲，未来拓展男士和海外市场。**从 Curves 的发展战略看，2017 年公司会员数量达到 80 万量级后，进入相对平台期，公司在此前布局的商品销售业务，成为了重要的增长驱动。FY23 和 FY19 的终端流水基本持平，约 77 亿日元，而从其结构可以看出，加盟商商品销售占比明显提升，且 2010~2023 年加盟商商品销售/加盟商会员费和月费收入 CAGR 分别为 41%和 8%。蛋白质类产品占整体商品销售占比的 96%，除了普通的蛋白粉外，Curves 还推出了符合女性消费者多功能需求的“Premium+”系列，产品线包括“蛋白质+玻尿酸”、“蛋白质+青汁”、“蛋白质+蓝莓”等。往后看，公司在 2018 年布局的定位男性银发群体的“Men’s Curves”健身房，以及海外市场的发展将成为公司未来的重要战略和驱动力，截至 FY23 公司已拥有男士门店 17 家、海外门店 137 家。

图表117: Curves 公司终端流水结构



注：此处终端流水不是公司报表收入，为加盟商收入+自营门店收入+其他收入  
资料来源：Curves 官网，华泰研究

图表118: Curves 门店形象及 30 分钟课程内容



资料来源：Curves 官网，华泰研究

从以上两个案例我们看到，银发群体需要更细致、更便捷、更专业的产品和服务，同时银发产业生态可以是多元化的。可从渠道端、服务端建立消费者心智，能够实现实体商品到服务或从服务到实体商品的延伸销售的企业发展更具优势。

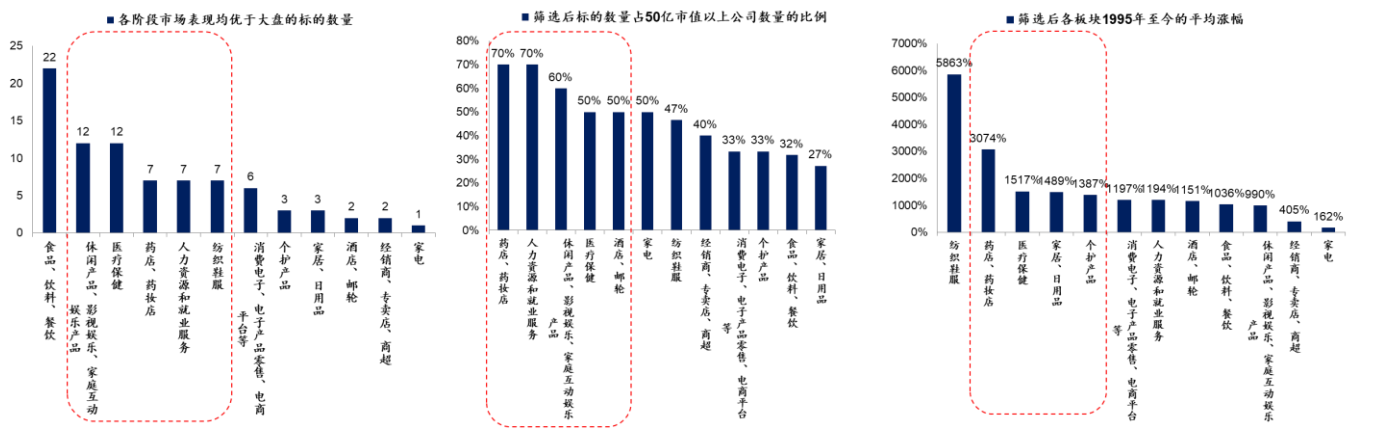
### 启示：日本保健+适老化细分消费潜力足，中国市场大有可为

通过上述分析，我们认为中日两国的银发市场拥有很多相同点。**第一，从大趋势看全社会的老齡化速度都较快**，都面临供养负担增加、退休年龄延迟、养老产业供需失衡等社会情况。**第二，是消费者画像类似**，日本“团块世代”与中国“新银发群体”都是受益于经济高速发展的红利，财富积累较丰厚的群体，活力满满的老人。**第三，需求有共通之处，如对健康和生活品质的重视，对自我价值实现、情感和体验类需求的提升追求等。**日本较完善的养老金制度保障了较高的消费意愿和底气，使得日本银发市场持续跑赢 GDP 增长。我们预计中国银发经济也会有相似前景，因此在行业和投资层面可参考日本发展经验。

复盘日本股市，头部消费公司具备穿越周期的韧性，药（妆）店和医疗保健板块受益于老龄化表现突出。复盘日本股市消费类板块的市场表现，我们选取当前市值在人民币 50 亿元以上、具有一定规模的标的，共有 198 个。参考日经 225 指数的区间涨跌幅，1995 年以来日经 225 指数上涨 78%，其中 1995-2011 年下跌 57%，2012 年后大盘开始走强，截至 2024 年 8 月 7 日涨幅达到 315%。整体来看，1995 年至今消费相关标的中有 164 个跑赢日经 225，可见有一定规模的消费企业在经济周期中具备韧性。若在整体跑赢指数的基数上，筛选在 1995-2011 年大盘下行期股价仍保持正收益、且在 2012 年至今持续跑赢指数的优秀标的，共计 84 个。从该组优秀标的数量结构上看，食品、饮料、餐饮为首，主要因其上市公司数量最多。结合各板块所筛选标的数量和该板块 50 亿元市值以上的数量比例，可以看到：药店、药妆店，人力资源和就业服务，休闲娱乐产品和服务，医疗保健，以及酒店、邮轮的比例较大，板块性的投资机会更大。

从各板块的平均涨幅看，纺织鞋服主要受益于 Fast Retailing（为优衣库母公司）的拉动的涨幅最大，紧接其后的是药店、药妆店，医疗保健，家居、日用品，以及个护产品板块。这些涨幅较大的板块和比例较大的板块，都与前文所分析到的老龄化消费趋势息息相关。

图表 119：复盘日本消费相关板块股市表现复盘



注：股价统计从 1995 年 1 月 1 日至 2024 年 8 月 7 日，行业参照 Capital IQ 数据分类  
资料来源：Wind, Capital IQ, 华泰研究

通过简要梳理日股中与银发经济息息相关的重点标的，我们筛选出个护零售、养老服务等多个方向的代表性公司。我们发现该类公司通过依托自身已有产业优势，以产品扩展、兼并收购等方式切入日本银发经济赛道，实现营收、利润乃至推动市值增长。

**1) 个护类：**产品迭代及渠道革新推动业绩增长。Unicharm 于 1980s 轻度老龄化时即入局成人失禁护理赛道与宠物赛道，2010-2020 年间成人失禁产品迭代后加速放量，海外产能陆续落地、销售渠道拓展，期间市值涨幅超 400%。

**2) 基础设施类：**SECOM 早期依托自身安防产品竞争优势布局智能家居与急救响应，2017 年推出 IoT 可拓展平台，为后续并入各类传感器/监测设备搭建平台做基础；其 BPO&ICT 服务板块在外延并购及内部提升战略意义下 FY2018-FY2025 CAGR 达 13%显著跑赢公司整体（3.3%）。

**3) 美护/保健类：**代表公司新日本制药（Shin-nihon-seiyaku），自 2020s 明确聚焦银发消费群体，管理层于 2024.10 公开接受 The Wordfolio 采访时表示公司 70%以上客户群体年龄在 60%以上、90%销售额通过线上和线下电子商务渠道产生，近年来其化妆品及保健品业务增长稳健，上市以来至 2025 年 7 月 31 日其市值增幅达 53%，彭博一致预测 Forward PE 自 2023 年起持续上调（2025.7.31 25E PE 为 18 倍 vs 2023.1.31 23E PE 为 11 倍）。



**4) 服务类:** 通过并购以实现业务扩展。代表公司 SAINT-CARE、SOMPO。前者专注银发服务，服务项目涵盖各类到家照护，早期于日本本土建立网点密度，并在长期护理保险制度出台后构建服务组合以挂钩政策；2025 年起积极通过新设和并购等方式增加服务网点，持续扩大服务网络，收入及利润端增长相对稳健。SOMPO 则依托保险主业，2010-2020 年间通过持续业务整合及收购护理业务公司以构建从风险保障到高频护理业务的全服务版图，FY2018-FY2025 归母净利润 CAGR 达 12.4%。

图表120: 复盘日本受益于银发浪潮的相关个股

公司	分类	主营业务板块及营收占比	FY2018-2025 收入CAGR	FY2018-2025 归母净利润CAGR	针对老龄化有哪些动作?
Unicharm	个护&宠物护理产品	个护 (包含成人失禁用品): FY24收入8261亿日元/yoy+13.4%/占比84% 宠物照护: FY24收入1487亿日元/yoy+17.4%/占比15%	5.6%	6.5%	<p><b>1980s同步切入老龄化及宠物产品, 不断丰富产品体系, 做个护产品全生命周期覆盖</b></p> <p>成人失禁: 1987年推出Lifree成人一次性纸尿裤, 后多次扩充产品线 ("Lifree Rehabil-Pants", "Lifree Tape-Hold Type"等), 并推广使用渠道至医院、养老院等</p> <p>宠物产品: 1996年启动宠物护理业务, 推出"Freshy Aiken Genki"小型犬及全阶段犬粮, 后切入犬用除臭片/犬失禁护理等产品领域并陆续针对猫用品推出猫粮/猫砂/猫用厕所等</p> <p>近年来持续迭代老年人个护产品矩阵, 持续贴合老年人各类日常生活活动场景。宠物产品多元化、持续迎合细分需求。</p>
SECOM	智能化老龄化家居	安防设施: FY25收入6334亿日元/yoy+3%/占比53% 火灾设施: FY25收入1771亿日元/yoy+10%/占比15% BPO & ICT服务: FY25收入1285亿日元/yoy+1%/占比11% 医疗服务: FY25收入863亿日元/yoy+8%/占比7% 保险服务: FY25收入594亿日元/yoy+2%/占比5% 地理空间信息服务: FY25收入584亿日元/yoy-4%/占比5%	3.2%	3.1%	<p><b>合理利用安防能力正外部性把握老龄化机遇, 布局智慧家居并掌握核心数据共享逻辑</b></p> <p>2000年产品线从单纯安防拓展到风险管理+健康安全;</p> <p>2013年首次推出覆盖室内外、将紧急救护和看护相结合的老人紧急应对服务。</p> <p>2017年推出Home Security NEO (IoT可扩展平台), 为后续并入各类传感器/监测设备搭建平台基础</p> <p>2020s把智能家居/紧急响应打包为可复制服务 (SECOM Smart Wellness/Smart Security Care) 并将类似服务推向海外市场; 打通产品与医疗信息系统/在宅医疗服务的通路。</p>
SAINT-CARE	老年护理/福祉器具销售	上门服务: FY25收入291亿日元/yoy+3.5%/占比52% 设施服务: FY25收入218亿日元/yoy+5.7% (合并购置3.2%) /占比39%	5.4%	4.0%	<p><b>早期本地扎根, 建立网点密度。后与长期护理保险制度挂钩, 并构建服务组合, 同步进行外延并购整合</b></p> <p>1983年设立日本福祉服务株式会社。</p> <p>1985-2000年陆续在各地落地居家入浴服务/访问护理业务/住宅改造业务。</p> <p>2000s随介护保险制度落地, 开始从事居家护理支援和福祉用具租赁业务。</p> <p>2006年在东京都世田谷区开始从事收费养老院业务。</p> <p>2007年起开始拓展护理小规模多功能型居家护理业务。</p> <p>2014年开始进行护理机器人的企划与销售。</p>
Shinohonsei-yaku	化妆品/保健品/医药品销售	化妆品: FY24收入343亿日元/yoy+3%/占比86% 卫生保健品: FY24收入58亿日元/yoy+35%/占比14%	5.7% (FY22-24 CAGR)	6.5% (FY22-24 CAGR)	<p><b>将群体重心转向中老年消费群体, 高毛利产品配合高粘性渠道拉动营收增长</b></p> <p>1992年成立</p> <p>2005-2014年陆续提出并迭代PERFECT ONE系列品牌, 强调润肤护肤, 在日本通过通信销售/直营&amp;批发并行拓展渠道</p> <p>2020s明确聚焦银发消费, 公司高层于2024.10接受The Worldfolio采访时公开表示当前70%以上客户群体年龄在60岁以上、90%销售额通过线上和线下电子商务渠道产生</p> <p>FY2024化妆品扩大年龄段至中年群体; 保健品渗透入药店渠道、扩展自有品牌</p>
SOMPO	保险+护理服务	国内财险: FY25收入25909亿日元/yoy+2%/占比48% 海外保险: FY25收入22199亿日元/yoy+9%/占比41% 国内寿险: FY25收入2547亿日元/yoy+3%/占比5% 护理保险: FY25收入1814亿日元/yoy+3%/占比3%	6.0%	12.4%	<p><b>适时展业, 从风险保障到高频护理服务, 稳定营收并提升净利润表现</b></p> <p>1888年公司前身东京火災保险公司成立</p> <p>2010-2020s持续整合业务+收购同业。2016年收购Message Co., Ltd进军护理业务; 2018年整合旗下4家护理运营公司成立Sompo Care Inc.</p> <p>险种创新: 产品Insurhealth将保险与医疗保健相结合。截至FY23有效保单数量已达493万份</p> <p>护理业务: 保障护理人员薪酬合理性, 积极通过并购以实现业务可持续发展</p>

资料来源: 产品矩阵及发展历程来自各公司官网及业绩展示材料, 收入及净利润数据来源于 Bloomberg, 华泰研究

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分, 请务必一起阅读。

**日本银发市场是医疗保健、护理刚需+多样化细分市场的集合。**人口结构的变化广泛影响消费各行业的发展，从商品端看，一方面有更多的刚需出现，如医疗、护理、保健类的产品和服务，也体现在药店、药妆店和医疗保健板块的机会较突出。另一方面，其他消费则是由多样化、“适老化”的细分市场所组成的。只要人货场的某一方面出现重构红利，那就会带来新的消费商机，包括很多成熟的品类或看似饱和的市场，符合银发群体消费趋势的都可以针对其重新做一遍，如前文所分享的银发商场、银发健身房案例。**综合来看，日本银发市场在健康保健、旅游文娱、时尚美护、陪伴经济、看护养老等细分领域都有突出表现。**

**中国市场更大且丰富，发展潜力远超日本。**当然，中国市场和日本市场也有所不同，因为渠道结构和市场层次的差异，给中国市场带来了更大的发展潜力。

**渠道结构不同：日本线下商业发达，而国内电商领先。**受时代和科技发展程度的影响，电商萌芽时日本智能手机普及率不够（尤其是在中老年消费者中），且日本线下商业已经成熟，时效性上日本便利店业态发达，价格优势上被高额的配送费拉低。因此，日本商业是由线下零售巨头主导，逐步往线上的全渠道发展过程。而国内电商是和线下渠道共同发展，在模式创新、效率提升、市场覆盖等方面优势明显，目前已处于全球领先水平。我们认为未来线上仍会是国内市场的重要方向，但全渠道融合的趋势不可避免，线下市场还有很大的发展潜力。商品类消费有便利店、药妆店、折扣店等业态的缺位，服务和体验类消费则更需立足于线下，如休闲旅行、娱乐社交、护理照看等切中银发需求的场景，可借鉴日本的商业模式。

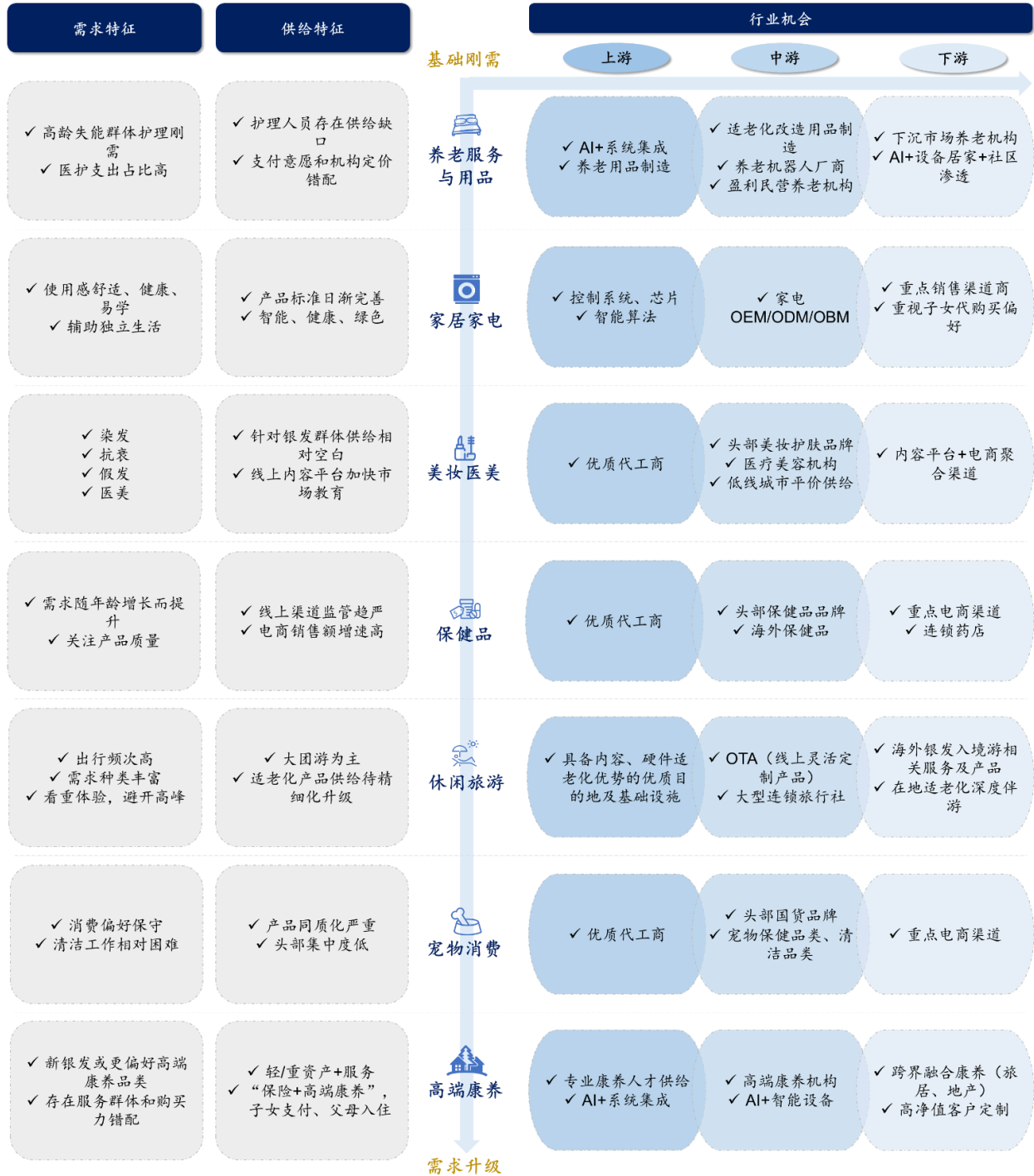
**市场结构不同：日本市场相对单一，国内市场层次丰富。**相比中国市场，日本国土面积更小、社会一致性更强，因此市场相对单一。而国内有一二线城市、三四线城市、农村等多层次市场，且各级市场的消费力、消费偏好和特点均有所不同。对于银发市场亦是如此，消费升级和性价比需求或同存在，因此国内市场具有更丰富的发展机会。考虑到国内人口基数庞大，终端市场的爆发力强，未来银发市场的发展和迭代速度预计也会快于日本。

接下来，我们将结合日本银发经济的分析结果，从细分板块来具体分析国内市场的机会。

## 银发经济受益行业大盘点

参考前序“人、货、场”维度的供需拆解，我们认为基于消费偏好和代际流动，当下银发产业正沿着基础保障型产品向自我实现式消费不断进阶，大致可分为**普惠功能型、体验价值型、悦己疗愈型、代际跃迁型**四类，涵盖**养老服务与用品、家电、美妆医美等细分行业**，各细分产业上、中、下游均蕴藏机会。此外，不可否认当下银发经济供给侧仍处于初级发展阶段，后续AI/机器人等的应用深入，或对相关消费品类场景进一步拓宽和产业链延展提供广阔的机遇。伴随银发产业在未来**10-15年**进入快速成长和市场重构期，我们建议重点关注如下受益行业投资机会：

图表121：银发经济受益行业一览图



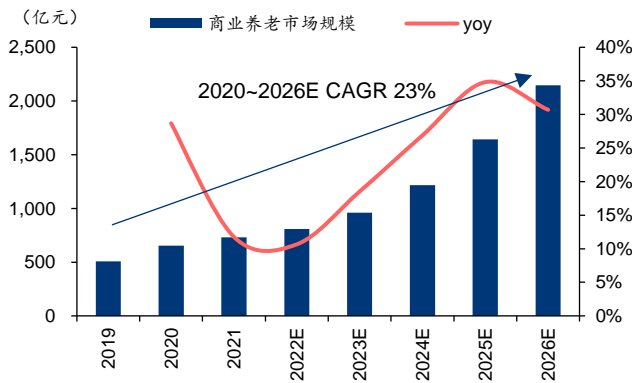
资料来源：华泰研究

## 普惠功能型消费：养老服务和用品市场如日方升

**市场规模：**已具备万亿市场规模，随着老龄人口基数的增长和市场成熟度的提升，未来仍有相当可观的发展空间。养老产业可分为养老服务、养老用品、养老地产和养老金融四个主要方向，这里我们聚焦与消费相关性较强的养老服务和养老用品市场。根据《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》中明确的我国“9073”养老体系（即90%老人在社区的协助下居家养老，7%的老人进行社区养老，3%的老人入住养老机构），养老服务可分为居家养老、社区养老和机构养老三个不同方向。

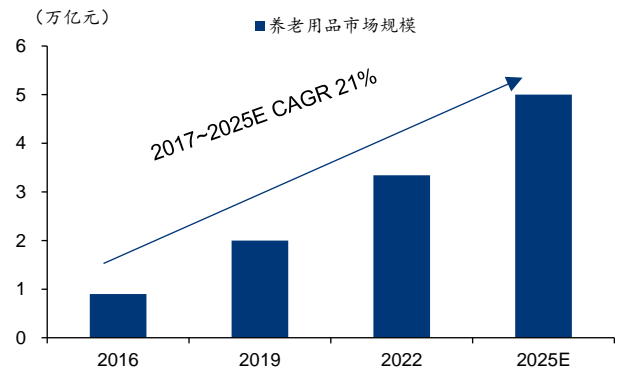
据艾瑞咨询于2022年10月发布的《2022年中国商业养老服务市场发展研究报告》，2021年国内商业养老市场规模为732亿元，预计2026年可达到2146亿元，2019~2021/2021~2026E市场规模CAGR分别为17%/28%，可见随着老年人口的增加以及养老服务消费习惯的培养，行业加速成长。养老用品的范围广泛，包含老年服装服饰、日用辅助产品、养老照护产品、康复训练及健康促进辅具、适老化环境改善等产品。据前瞻产业研究院，2022年国内养老用品市场规模达到3.34万亿元，根据五部委发布的《关于促进老年用品产业发展的指导意见》，2025年老年用品产业总体规模将超过5万亿元，2022~2025E CAGR为14%。

图表122：中国商业养老服务市场规模



注：商业养老服务市场不包括提供福利性医养服务的机构  
资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

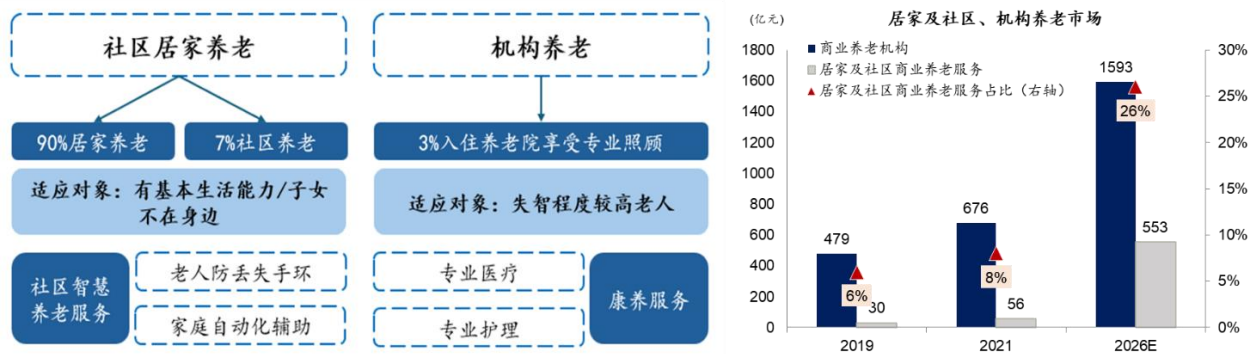
图表123：中国养老用品市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，赛迪顾问，《关于促进老年用品产业发展的指导意见》，华泰研究

**商业养老机构市场约占9成，居家及社区养老服务市场空间更大。**分方向看，居家养老为上门的护理和医疗服务，适合有生活自理能力的活力老人，其花费较低且能与家人同住。社区养老适合无人照顾或自理能力减弱的老人，可在熟悉的环境中得到专业的照顾。机构养老适合无自理能力的老人，其成本也相对较高。截至2021年国内市场中商业养老机构规模占比预计约9成（艾瑞咨询于2022.10发布的《2022年中国商业养老服务市场发展研究报告》测算），我们认为或因其客单价较高、市场资本基础较好、发展时间较长所致。而从增速上看，居家及社区养老服务的爆发性更强，预计到2026年其占比将达到26%，2021~2026E GAGR达到74%（艾瑞咨询）。根据中消协的调查数据显示，目前居家养老的主要需求为家政、清洁等日常料理服务、餐饮及老年饭桌、慢性病诊疗及康复护理等医疗服务。

图表124: “9073”养老体系及细分赛道市场规模



注: 商业养老服务市场不包括提供福利性医养服务的机构

资料来源: 前瞻产业研究院于2023年7月发布的《2023年中国养老产业全景图谱》, 艾瑞咨询于2022年10月发布的《2022年中国商业养老服务市场发展研究报告》, 华泰研究

**机构服务门槛较高, 居家和社区服务竞争日益激烈。**据观研天下, 从注册机构数量看, 2022年全国养老机构和设施共有38.1万家。其中养老服务机构约4万家, 2016~22年CAGR为6%, 稳健增长; 社区养老服务机构和设施34.1万家, 2016~22年CAGR为21%, 呈快速增长态势。我们认为养老机构的门槛较高, 前期投资大、投资回报周期长, 对资金实力和抗风险能力要求较高, 因此多为保险公司、地产商跨界参与, 尤其是针对中高端市场。居家和社区养老服务目前在起步发展期, 市场规模相对较小而机构数量众多, 平均单个机构的规模尚小, 多为地方性企业。

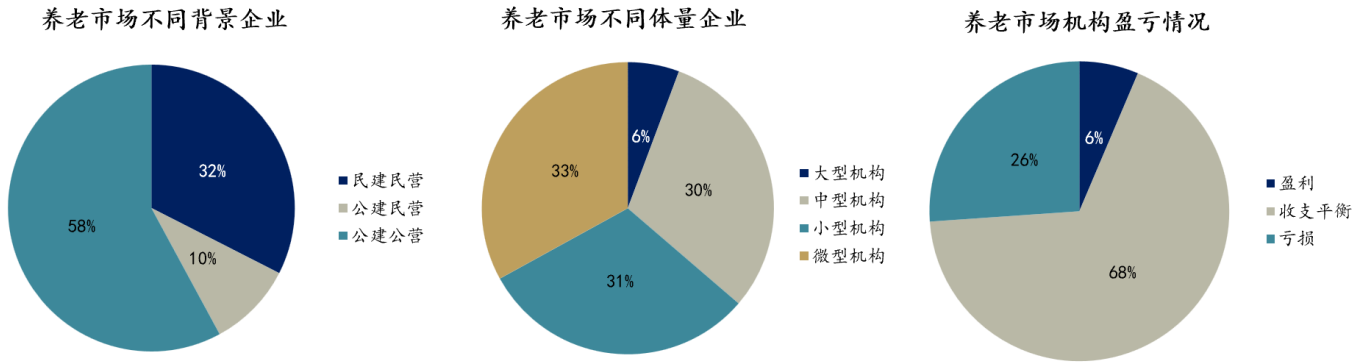
图表125: 中国养老服务机构数量及分类特点



资料来源: 中国养老服务机构数量来自观研天下2023年9月发布的《我国养老院行业: 老龄化进程快催生巨大需求 市场还未产生真正意义头部企业》, 养老服务机构分类的前期固定资产投资及回报周期来自艾瑞咨询2022年10月发布的《2022年中国商业养老服务市场发展研究报告》, 养老服务机构模式特点及代表公司来自前瞻产业研究院于2023年7月发布的《预见2023: 2023年中国养老产业市场规模、竞争格局及发展前景分析 未来市场规模将近30万亿元》, 华泰研究

**目前市场多为公立机构和中小微企业, 盈利能力尚待提升。**2021年养老市场公建公营/公建民营/民建民营的企业占比分别为58%/10%/32%, 当前公立机构为主力军。从企业规模看, 床位超过300张的大型机构占比仅6%, 100~299/50~99/小于50张床位的中型/小型/微型机构分别占比30%/31%/33%。从盈利能力看, 仅有6%的养老机构实现盈利, 68%的大部分企业收支平衡, 还有26%处于亏损状态。其中民建民营机构两极分化更为明显, 盈利和亏损企业的占比均大于行业整体情况; 公建公营机构8成以上收支平衡, 盈利和亏损的占比均小于行业整体情况; 而公建民营的盈亏数量占比居于前两者之间, 具备一定的经营挑战。整体来看, 养老机构当前尚未形成稳定格局, 我们认为随着进入机构和资本的增加, 未来行业或将加速发展, 同时具备雄厚资金实力, 能够标准化、规模化发展的机构有望脱颖而出。

图表126：2021年中国养老服务机构背景、体量及盈亏情况



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国商业养老服务市场发展研究报告》，华泰研究

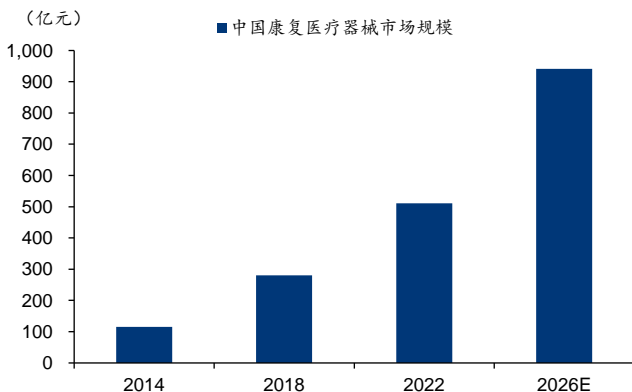
国家政策支持养老用品发展，细分板块均保持快速增长。2019年底国家工信部、民政部、卫健委、市场监督管理总局、老龄工作委员会办公室联合发布了《关于促进老年用品产业发展的指导意见》，对老年用品给出了五大分类，并针对各品类的核心技术、标准体系和质量保障提出了详细的指导意见，以引导老年用品产业高质量发展，培育经济新增长点和新动能。从细分领域，各板块均具备规模大且增长潜力大的特点。如2022年国内康复医疗器械市场规模为511亿元，预计到2026年达到942亿元，CAGR为17%（沙利文）；成人失禁产品2023年国内市场规模为66亿元，预计到2028年达到102亿元，CAGR为9%（欧睿）。此外，老年日用辅助产品、养老照护产品、适老化环境改善产品均为万亿级市场，未来有望受益于老年人口增加、老年人消费力的提升以及政策的支持，实现快速增长。

图表127：养老用品行业发展的指导意见

	关键核心技术	构建标准体系	提升质量保障水平
老年服装服饰	加快高性能纤维及复合材料、生物基纤维、凝胶纤维材料、高吸水性树脂材料、柔性可穿戴智能纺织材料等技术的产业化及应用	完善重点产品标准，推进服装面料及产品的安全性、功能性的鉴定和评价标准，鼓励第三方机构开展相关标准的宣贯工作	提高老年服装产品的设计能力和舒适度，建立智能生产流程。提高柔性可穿戴纺织品、新型纤维等材料的质量水平
日用辅助产品	加快研发智能家居集成平台用先进技术，重点研发音视频传输、自动控制、安全防范等关键技术，实现一站式智能家居整体解决方案	加快制定生活起居、出行移动、助听、助视、休闲娱乐等老年用品标准，建立适老化智能家电产品通用技术标准	加强从原料采购到生产销售全流程质量管控，推广工艺参数及质量在线监控系统，提高产品性能稳定性及质量一致性
养老照护产品	针对洗浴、进食、如厕等老年照护难点问题，突破机器人柔性结构运动意图感知和环境识别、姿态检测与控制等关键技术	根据老年人照护需求，细化养老照护产品分类标准，研究制定辅助进食、辅助洗浴、辅助如厕、移动换乘等产品标准	针对养老照护产品的使用环境、使用场所等需求，从安全性、稳定性、便捷性角度，开展人体舒适性、易用性评估评价
康复训练及健康促进辅具	重点突破穿戴式监测、生理微弱信号采集、老年功能障碍评估与干预、神经接口、柔性传感等关键技术	加快制定老年能力评估和日常活动训练等康复辅具产品标准	加强对应用人工智能技术产品信息安全等方面的研究，提升应用信息化数据的稳定性、对突发事件的可控性
适老化环境改善产品	重点突破智能传感、语音控制、智能场景监测、主动感知及人机交互技术，实时智能环境监测和无障碍改善等安全保障技术	针对环境无障碍改造产品，制定自动升降橱柜等家庭和其他场所的个人移动辅助器具、无障碍设施和家庭无障碍辅具适配标准	针对此类产品更注重个性化适配方面的特点，建立专门技术评价或适用性评估实验室，促进产品质量提升

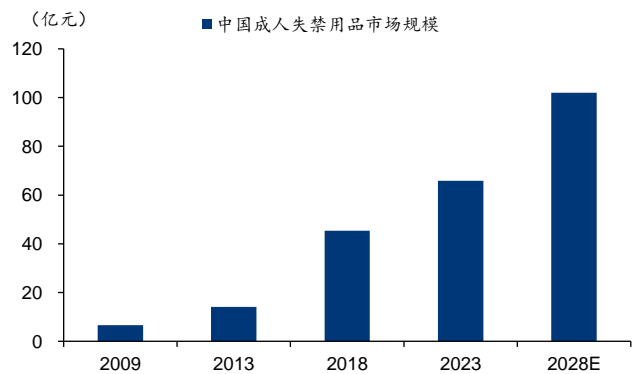
资料来源：《关于促进老年用品产业发展的指导意见》，华泰研究

图表128：中国医疗器械市场规模



资料来源：Frost&Sulliva，华泰研究

图表129：中国成人失禁用品市场规模



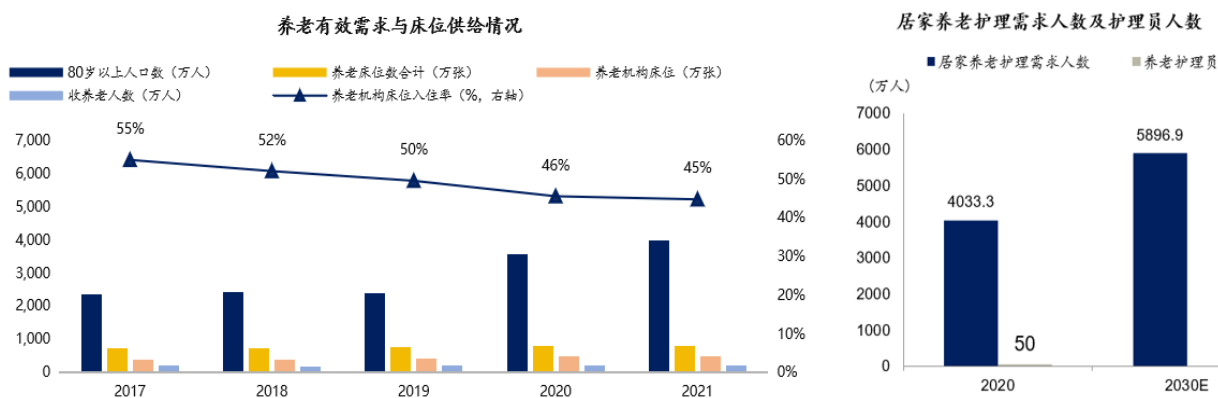
资料来源：Euromonitor，华泰研究

重视养老服务与养老产品的供需与质量缺口

**趋势一：养老服务尚未标准化，有效产品供给不足，老龄人口增速快于供给侧。**当前我国养老服务的需求快速增长，但有效供给不足。2021年我国65岁以上老人超过2亿，而国内拥有养老床位数合计仅816万张，2024年末中国65周岁及以上老年人口抚养比为22.8%/yoy+1pct（国家老龄事业发展公报），存在较大供需缺口。养老护理人员同样紧缺，2020年仅有50万人，平均每个护理人员对应约80个需求人。随着高龄人口的快速增加，养老服务供给需求缺口或将持续拉大。2018~2021年80岁以上人口数量CAGR为14%，而养老床位和养老机构床位数量CAGR分别为2%和7%，需求增长远快于供给。

养老用品方面，据中国老龄协会发布于2019年4月发布的《需求侧视角下老年人消费及需求意愿研究报告》，目前全球老年用品（包括康复辅助器具）有6万多种，但我国仅有2000多种（中研网《2023-2028年中国养老用品行业竞争分析及发展前景》），高科技产品、无障碍设备、生活自助类产品、家居环境改造、文体娱乐等方面自主研发产品基本处于空白。

图表130：中国养老服务需求及养老床位、养老护理员人数



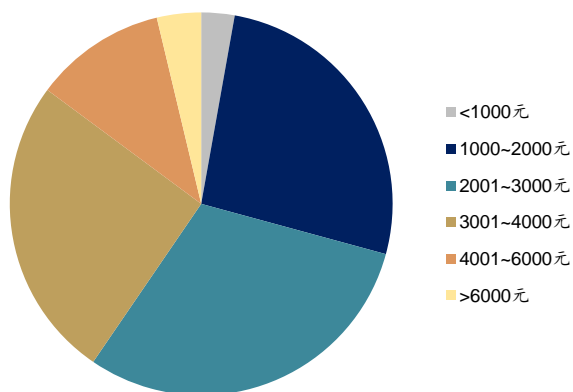
资料来源：大家保险集团 x 尼尔森 IQ 于 2023 年 8 月发布的《2023 中国商业养老服务供需洞察白皮书》，埃森哲于 2024 年 1 月发布的《居家养老平台化生态赋能保险业新机遇》，华泰研究

**大众市场和低线市场养老需求空间大。**2017~2021年养老机构的床位入住率呈下降趋势，2021年仅有45%，养老服务存在有效供给不足的情况。我们认为或因为：

老年群体的支付意愿和优质服务机构的定价错配。由于机构养老多为高投入、重资产，需用高客单价支撑其发展，因此服务优质的机构多定位中高端，月单价通常在6,000元以上（艾瑞咨询于2022年10月发布的《中国商业养老服务市场发展研究报告》数据）而入住率较低（约50%及以下）。平价机构多为公立的福利院、敬老院，以满足基础生活条件为主、服务质量较低。社区及居家养老服务机构当前服务内容相对单一，以日常生活照料和家政服务为主，少数机构可实现医疗护理等健康需求的满足，同时专业护理人员的稀缺也拉高其成本。居家护理机构单人单月花费通常在2,000~10,000，而根据北京养老服务行业发展四季青论坛于2023年5月发布的《北京市居家养老服务需求调研报告》超过3/4的老人月护理支出在2,000元以内。

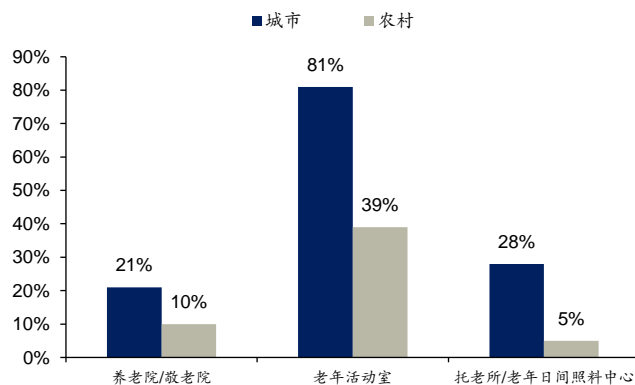
目前的养老服务多集中在一二线城市、沿海较发达地区，而低线城市和农村市场的老龄人口基数大，造成区域需求错配。城市的养老院、日间照料中心及老年活动室覆盖率均远高于农村，分别为农村的2.1、2.1和5.6倍。

图表131：2022年养老院支付意愿



资料来源：中国养老金融 50 人论坛于 2022 年 10 月发布的《2022 年中国养老金融调查报告》，华泰研究

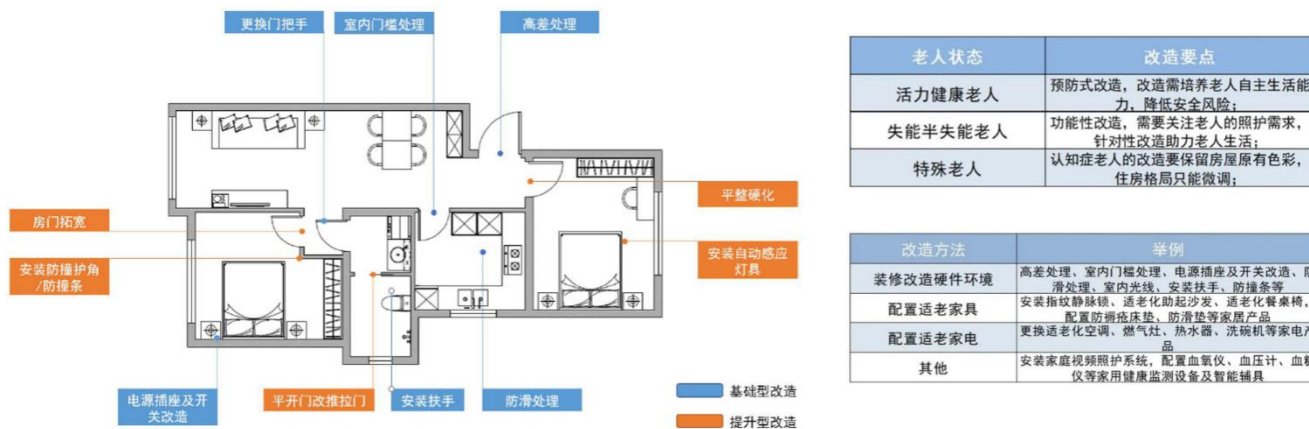
图表132：2022年中国城市及农村市场养老服务机构覆盖率



资料来源：《21 世纪经济报道》与复旦大学老龄研究院于 2023 年 3 月联合发布的《“中国式”养老发展趋势报告》，华泰研究

**趋势二：居家及社区养老为主的模式下，带来大量的适老化改造需求。**根据第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查显示，近六成城乡老年人认为住房存在“不适老”的问题，如上下楼不方便、没有呼叫或报警装置、缺乏必要扶手、如厕/淋浴不便等。2023 年 5 月住建部城市建设司发布了《城市居家适老化改造指导手册》，从通用性改造、入户空间、客厅、卧室、卫生间、厨房、阳台等 7 个方面形成了 47 项详细的适老化居家改造要点，帮助老年群体提高居家适老化改造意识，提升行业技术水平。据住建部估算，仅对我国现有 400 亿平方米的旧建筑进行适老化改造，市场规模可达 15 万亿元，其中居家环境的适老化改造直接市场份额约为 3 万亿元（我国 2024 年住房和城乡建设部估算数据）。我们认为适老化的家居、家电产品和服务将直接受益于居家改造需求的增长。2022 年淘系居家养老空间市场销售规模超过百亿元，2020~2022 年 CAGR 近 20%，其中浴室安全类产品销售额 CAGR 达到 40%，居家健康检测类商品/居家失能照护类产品动销商品数 CAGR 分别为 +800%/+400%+。

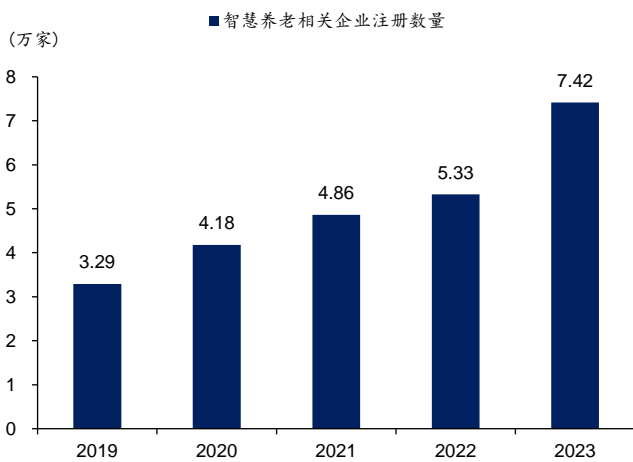
图表133：中国养老服务需求及养老床位、养老护理员人数



资料来源：《城市居家适老化改造指导手册》住建部城市建设司（2023.5），AgeClub，华泰研究

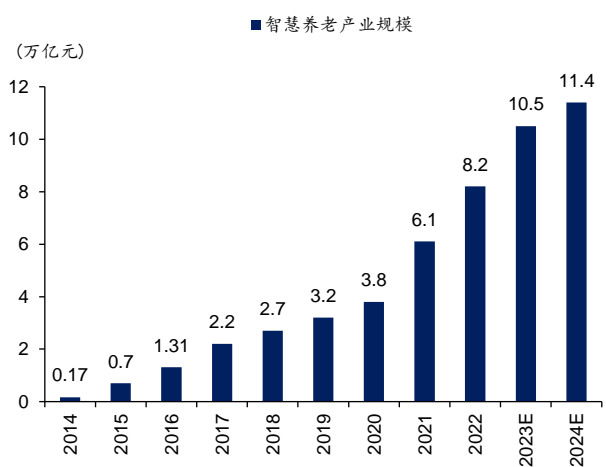
**趋势三：智慧养老可提升服务质量、降本增效，未来大有可为。**智慧健康养老产业以智能产品和信息系统平台为载体，可丰富和提升养老产品及服务的供给力，完善和优化产业链生态，更全面地满足日益增长的健康及养老需求。产品主要包括健康管理类、康复辅助器具类、养老监护类、中医数字化智能产品及家庭服务机器人，围绕家庭养老床位、智慧助老餐厅和智慧养老院三大场景，打造互联网+养老、“时间银行”互助养老、老年人能力评估等创新智慧养老服务。我们认为，从服务机构角度看，人力成本是其重要开支，尤其是对于居家及社区养老服务机构，其用工可占到经营成本的60~80%。在标准化、专业化、规模化发展过程中，智慧科技的适老化产品可大幅提升服务效率、降低成本，减少对人力的需求。**近几年国内智能养老行业快速发展，2023年注册企业数量达到7.4万家，2022年市场规模达到8.2万亿元，2014~2022年CAGR达到62%，已进入了黄金发展期。**我们预计智慧养老需求可以催化养老服务机构、智慧家电、智慧家居、养老机器人等市场的发展。据赛迪顾问数据显示，2020年中国智慧家庭产品出货总量达到2.15亿台，预计到2024年出货总量将增长至6.1亿台，智慧家庭将催生一个规模数千亿元的新蓝海市场。

图表134：国内智慧养老企业数量



资料来源：《2024年中国智慧养老行业市场前景预测研究报告》中商产业研究院（2024.10），华泰研究

图表135：国内智慧养老市场规模



资料来源：《“中国式”养老发展趋势报告》复旦大学老龄研究院（2022.11），《2022-2027年中国智慧养老市场需求预测及发展趋势前瞻报告》中商产业研究院（2023.3），华泰研究

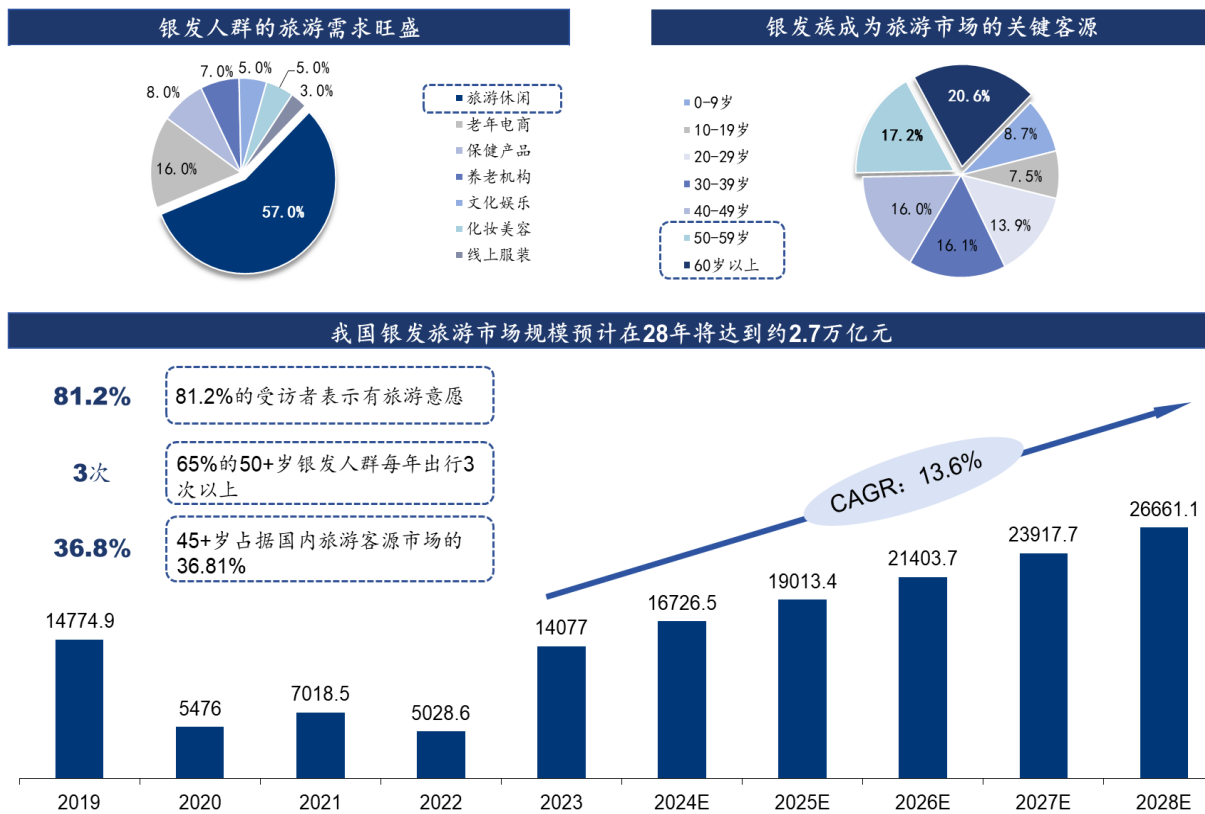
## 体验价值型消费：情绪价值追求带动供给精细化迭代

### 银旅：适老化供给持续创新，银发旅游需求稳步升温

**“银发族”崛起，成为我国旅游市场的重要客源。**银发群体成为我国旅游市场需求新增量，初老群体有望进一步释放消费潜能。据中国旅游研究院，2021年45岁以上的中老年旅游者合计出游11.94亿人次，占据国内旅游客源市场的36.81%，预计2025年我国出游率较高、旅游消费较多的初老健康老人将超1亿人，老年旅游收入有望超万亿元。据携程发布的《2023银发人群出游行为洞察》，截至2023年10月15日，55岁以上人群出游数量同比增长近2倍，其中55-60岁的人群为主要消费群体，出游人数占比达6成，61-65岁人群占比超2成。据弗若斯特沙利文，2023年50岁以上的银发旅游者占国内旅游总人次的37.8%，彰显了老年群体在旅游市场中的重要地位。

**银发旅游市场规模修复良好，呈现积极增长态势。**据弗若斯特沙利文，2019年银发旅游市场规模约1.5万亿人民币，占中国旅游市场总规模的近20%。伴随23年文旅业逐步复苏，老年人对旅游活动的兴趣和参与程度回升，2023年市场规模恢复至1.4万亿人民币，基本回归19年水平。展望未来，伴随我国人口老龄化加速、国家政策支持陆续出台以及渠道基础设施、旅游内容不断优化，供需双向推动下银发旅游市场预计将保持持续增长态势。据弗若斯特沙利文测算，2028年银发旅游市场规模将达到约2.7万亿人民币，2024-2028年复合增长率为13.6%。

图表136：银发旅游市场概览



资料来源：银发人群需求以及年龄分布、市场规模数据来自弗若斯特沙利文《2024年中国银发经济发展报告》（统计区间为2023年），银发老人旅游意愿占比数据来自AgeClub《2023中老年旅游创新发展论坛》，旅游频次数据来自携程《2019年老年群体旅游行为报告》，中老年人群在客源市场占比数据来自中国旅游研究院发布的《中国国内旅游发展年度报告（2022-2023）》，华泰研究

**互联网普及和基础设施完善，推动银发游持续升温。**线上种草平台在银发群体中普及率逐步提升，为旅游需求释放奠定了良好的渠道基础。据 Quest Mobile，短视频、综合新闻资讯平台等已成为银发族休闲娱乐的首选，2023年9月我国银发人群人均单日使用时长Top5 APP分别为快手（2.04h/天）、抖音极速版（1.87h/天）、网易新闻（1.87h/天）、西瓜视频（1.82h/天）和今日头条（1.70h/天）。根据携程《2022 新一代银发族出游趋势洞察》，1-9M2022，60岁以上老年内容用户同比上涨近一成，携程社区老年创作者发布量同比上涨30%。此外，全国多地持续优化和完善适老助老公共基础设施，打造无障碍的老年旅游环境，保障老年旅客的出行安全、优化旅游体验。

**银发群体“有闲有钱”，消费基础扎实。**随着我国社会经济持续发展，老年群体的可支配收入及收入水平显著提升，退休后拥有更多闲暇时间和充裕资金。据中国人民银行发布的《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，2019年我国56-64岁和65岁以上群体家庭总资产分别达到约355.4万元和288.0万元，相比于青年群体有更多的财富积累。据弗若斯特沙利文，2023年全国中高收入（4000-10,000元/月）的老年群体约1.8亿，占比约68.5%，高收入（月收入10,000元以上）老年群体占比约10.5%，大部分老年群体收入稳定，具备扎实的消费基础。

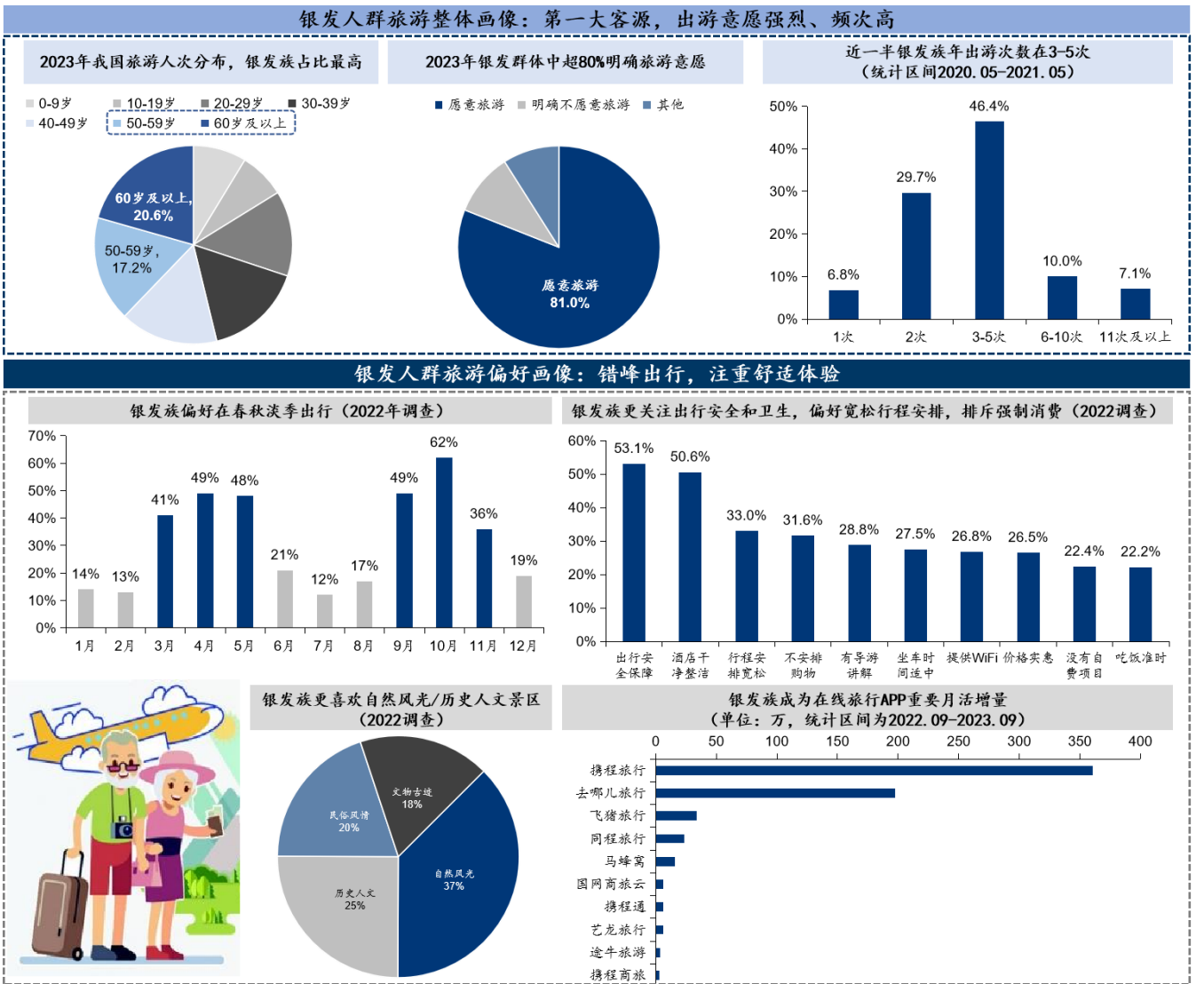
**新银发群体消费倾向逐渐由传统的生活必需品转为更关注健康和情感层面的满足，以旅游为代表的体验式需求释放。**据弗若斯特沙利文，2023年旅游休闲在中国老年群体的可选消费结构中占据了主导地位，占比高达57.0%。而根据AgeClub创始人段明杰在2023年8月举办的2023中老年旅游创新发展论坛上发言，当前我国81.2%的中老年受访者表示有旅游意愿，65%的50+旅游人群每年出行频次在3次以上。基于需求端扎实物质基础与较高出游意愿，银发人群更愿意并更有能力为品质旅游付费，据携程24年10月发布的《银发人群在线旅游洞察》，当前银发人群在线旅游人均消费高出整体近三成。

**人群画像：错峰出行、偏好团体，跨境游活力焕发。银发族已成为旅游市场第一大客源，年平均出游频次超 4 次。**横向对比其他年龄段，银发人群展现出更旺盛的出游需求和更充裕的休闲时间。截至 10M23，55-60 岁年龄段出游人数占比 60%，61-65 岁人数占比超 20%（携程《2023 银发人群出游行为洞察》）。据 Mobile 研究院 2021 年数据，近 50% 的银发族每年出游 3-5 次，平均出游频次超 4 次。同时，随着我国老年群体消费能力提升和理念转变，银发旅游的消费能力也在不断增强，根据携程《2022 新一代银发族出游趋势洞察》，2022 年 1-9 月 60 岁及以上游客的人均消费同比+23%，根据谱见文旅创始人许义在 2024 年 1 月的第九届中国老年产业商业创新大会分享，当前银发旅游平均客单价已接近 5000 元，部分订单达到 5-10 万元。

**消费倾向：错峰出行平滑客源峰谷，舒适出行偏好下看重“玩吃住”体验；定制游正加速崛起。****1) 出游月份：**我国银发人群多数已退休，拥有更多自由时间可以灵活规划旅游行程，相较于年轻群体，银发群体更倾向于在气候更舒适的春秋季节出游，避开寒暑假的旅游高峰期，根据中国老龄产业协会 2022 年调查，老年群体偏好在 3-5 月和 9-11 月出游。据携程 24 年 10 月发布的《银发人群在线旅游洞察》，银发群体工作日出游占比 64%、显著高于其他年龄段人群(56%)。银发群体的错峰出游有助于弥补景区酒店在淡季/工作日的客源不足，为旅游市场注入新活力。**2) 出游目的地：**银发群体对自然和人文观光景区更为偏好，对城市风光的兴趣相对较小。根据中国老龄产业协会 2022 年调查，分别有 30%/20%/16% 的老年群体偏好自然风光/历史人文/民俗风情作为旅游目的地。

**3) 出游方式：**高线城市的老人更偏向火车飞机等长途交通工具，而县城乡镇老人的自驾、大巴渗透率更高。**4) 旅游产品：**在银发产品的定位选择上，68.1% 的老人偏向于舒适型旅游产品，其次是经济型旅游产品，“出行安全保障”和“酒店干净整洁”是银发旅游人群最关注的产品要素，且对是否存在“购物陷阱”较敏感。线上定制游加速增长，据携程 24 年 10 月发布的《银发人群在线旅游洞察》，当前银发群体在线旅游消费中定制游订单增速已超越跟团游；订单占比正接近跟团游，差距同比缩小约 2pct。**5) 预订渠道：**据 Quest Mobile 统计，银发人群在线旅游增量主要来自二线及以上城市老人，头部 OTA 平台携程旅行、去哪儿旅行是流量增量的主要流向。

图表137：银发人群旅游整体画像和行为偏好

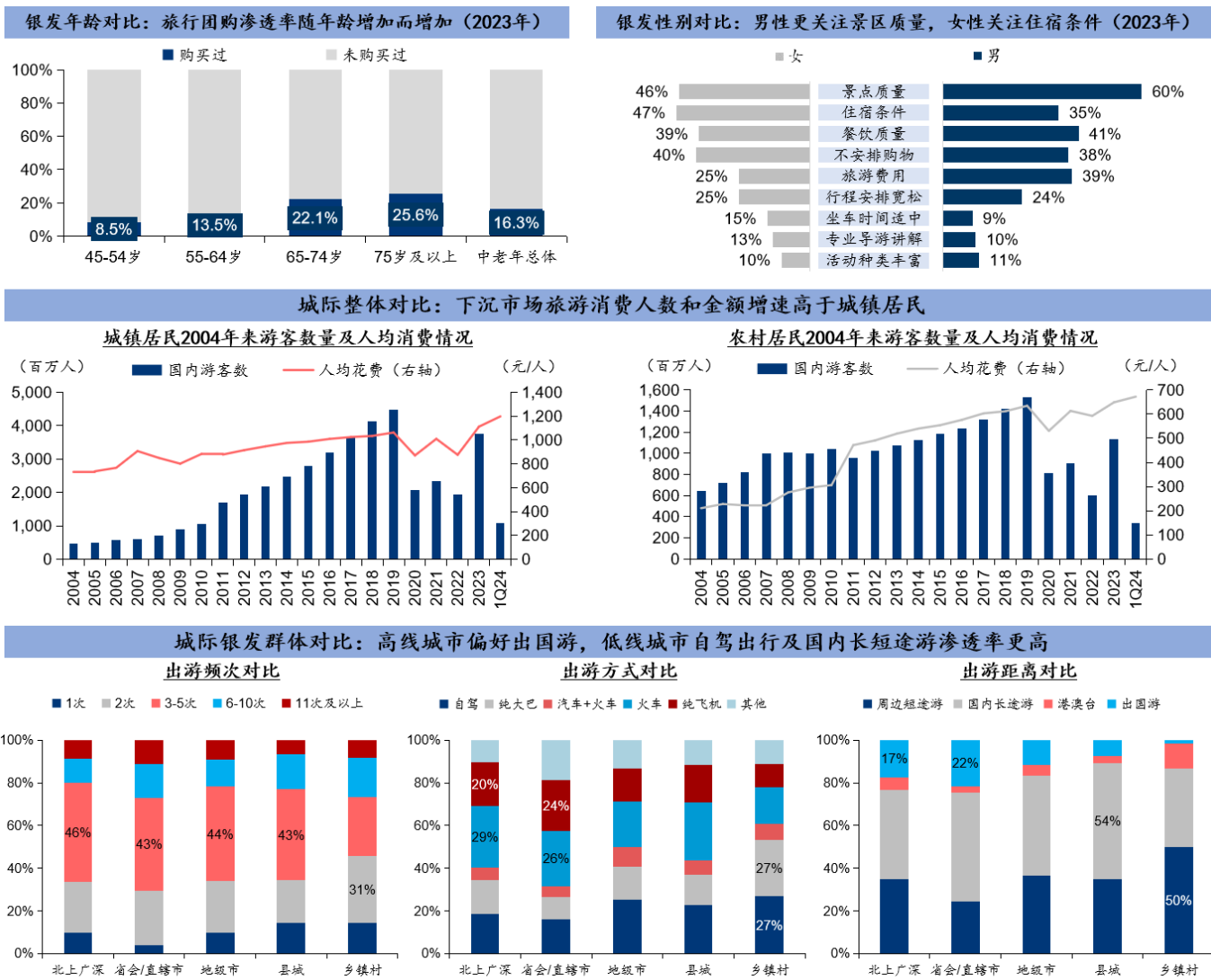


资料来源：2023年旅游人次分布数据来自弗若斯特沙利文《2024年中国银发经济发展报告》，银发人群旅游意愿情况来自AgeClub《2023中老年旅游创新发展论坛》，银发人群出游次数数据来自Mob研究院《2021年中国银发经济洞察》（统计区间为2020.05-2021.05），银发群体出行月份偏好，产品偏好及目的地偏好数据来自弗若斯特沙利文《2024年中国银发经济发展报告》，银发群体在线旅行APP月活数据来自QuestMobile《2023银发经济洞察报告》（统计区间为2022.09-2023.09），华泰研究

**细分偏好对比：女性看重质价比，下沉市场消费群体增速更高。1) 年龄对比：**随着年龄增长，对“方便省心”团队游消费意愿增强。根据CIC调研，55-64岁/65-74岁/75岁及以上的旅游团购买渗透率分别为13.5%/22.1%/25.6%。**2) 性别对比：**男性和女性银发群体对旅游的关注度有所不同，前者更关注景区和餐饮质量，而后者更关注住宿条件，约25%的女性老人关注旅游费用，敏感度明显低于男性（占比39%，CIC2024年数据）。相对男性游客，女性的消费能力更强，根据携程《2024女性旅行消费洞察报告》，全年女性旅游消费支出高于男性近8%，其中50岁以上老年女性出行订单增速最快达205.6%。

**3) 城际对比：**当前下沉市场老人的出行需求不断增长，根据中国文旅部数据，1Q24农村居民国内出游人次超3.42亿/同比+25.7%，而城镇居民同期出游人次10.77亿/同比+14.1%，下沉市场出游意愿增长更快。截至3M24，我国下沉市场银发人群（指三线及以下城市中50岁以上人群）数量达2.13亿人（QuestMobile《2024下沉市场洞察报告》）；据携程2019年发布的《老年群体旅游行为报告》，我国县城镇中老年出行次数在6-10次的比例显著高于一二线城市，同时随着私家车普及，26.7%的乡镇村银发群体开始周边短途自驾游，渗透率高于高线城市银发群体；出游距离上，高线城市老人更看重品质升级和旅行体验，出境游人数占比约20%，而县镇乡村老人的出游目的地首选为国内长途游和周边短途游，占比超半数。

图表138：银发人群旅游偏好画像：年龄/性别/城际对比

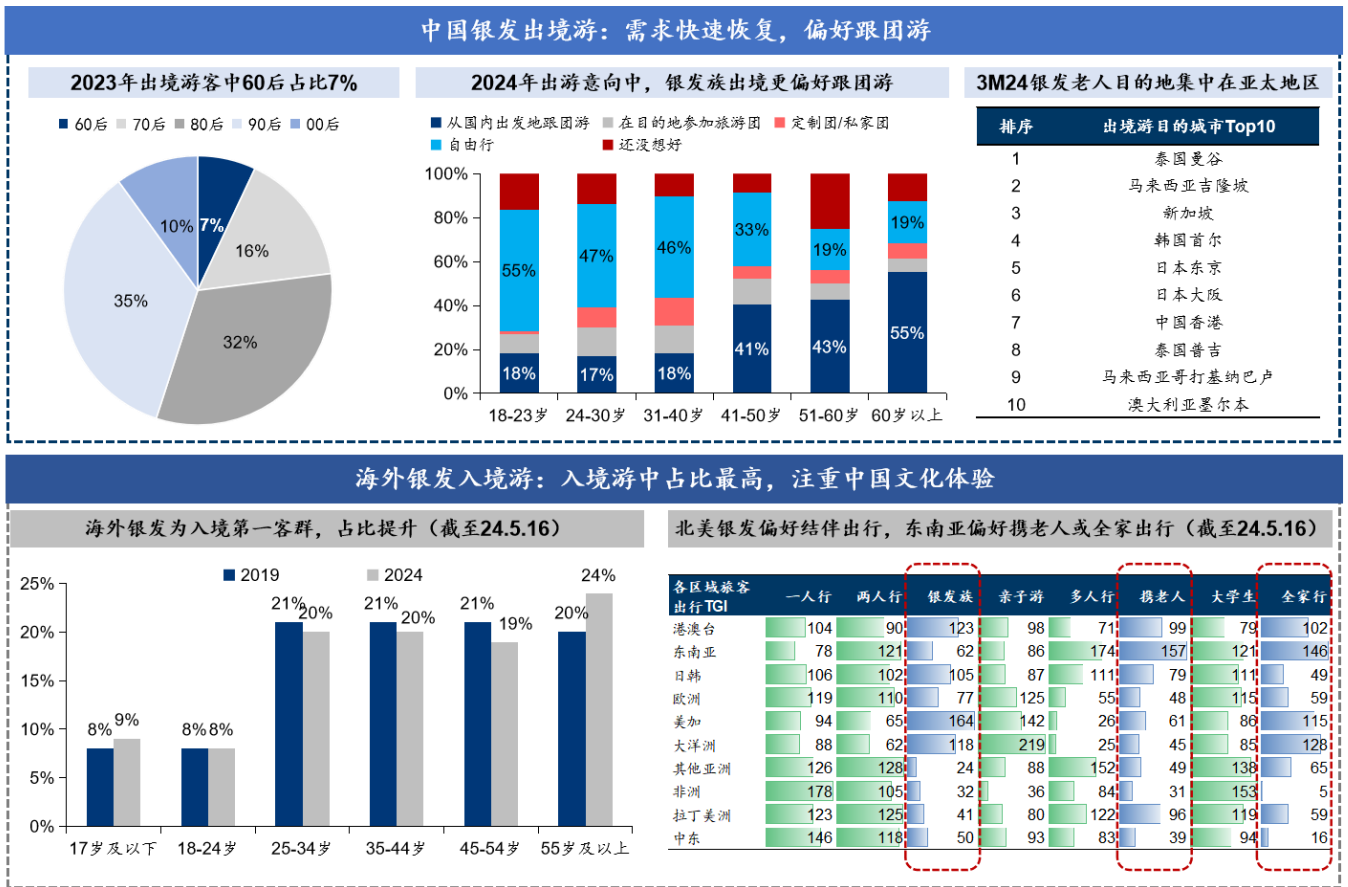


资料来源：年龄对比和性别对比数据来自灼识咨询《2023年中国中老年市场白皮书》(n=5,710)，城镇/农村居民出游数据来自国家文旅部。城际出游次数/时间/方式的对比数据来自携程《2019年老年群体旅游行为报告》，华泰研究

**中国银发出境游：需求快速增长，偏好跟团游和亚太地区。1) 出行人次增加，出行半径拉长：**随着基础设施完善和市场供给创新，我国银发人群出游半径增加，3M24 出行的 55 岁以上旅游平均飞行距离超 1200 公里/同比+30%（去哪儿数据），2023 年 55 岁以上群体出境游订单同比增长超 5 倍（携程数据）。根据 Wavemaker 数据，2020 年我国银发老人中有过境外游的人数占比为 24%，平均每年出境游次数为 1.0 次，一/二/三线城市的老龄群体中有过跨境游的人数占比分别为 47%/24%/16%，高线城市老人出境游的人数占比更高。**2) 出境游方式：**为追求便利和省心，中国银发老人出境时更偏好跟团游，51-60 岁/60 岁以上人群在出境时选择从国内出发地跟团游的占比分别达 42.5/55.2%，选择自由行或加入目的地旅行团的占比显著低于年轻出境旅客。**3) 目的地：**根据去哪儿 3M24 数据，我国 55 岁及以上出境的热门目的地集中在亚太地区，包括泰国、马来西亚、新加坡、日韩、港澳等。

**海外银发入境游：入境游人数占比最高，中国文化体验为核心吸引力。** 1) **出行人数：**得益于政策和市场的双重驱动，2024 年我国入境游快速复苏，1Q24 国内入境游整体订单同比增长超 3 倍（携程数据），其中海外银发游客成为主要力量。根据 FlightAI 发布的《2024 入境游分析报告》，2024 年 55 岁及以上入境游旅游占比从 2019 年的 20% 上升至 2024 年的 24%。2) **出行方式：**结伴出游（同行人均均为 55 岁以上）、携老人和全家游（三代同行）是海外银发游客最青睐的出游选择，北美地区银发族结伴出行的 TGI 高达 164，东南亚携老人和全家游的 TGI 分别达 157/146。3) **目的地：**不同区域旅游由于航线覆盖、距离气候等原因，目的地选择多样化。日韩旅游更偏向大连、沈阳和天津等距离较近的城市。而北京凭借丰富的历史人文资源，成为境外游客最青睐的目的地，1H24 北京口岸入境外国人次达 102 万/同比+257%（北京边检总站数据）。

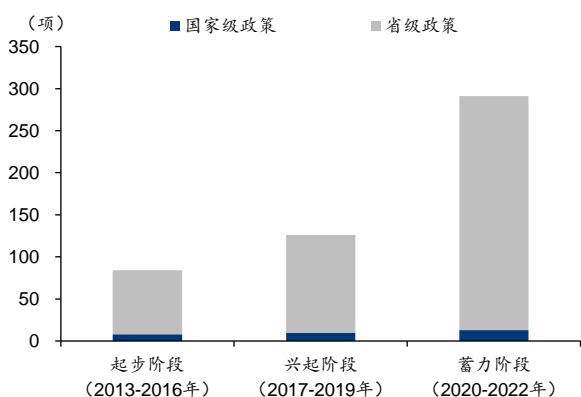
图表139：银发人群出入境旅游画像



注：TGI 指目标群体倾向性指数，例如港澳台旅客中银发族出行 TGI=港澳台入境旅客中银发族的占比/所有入境旅客中银发族的占比  
资料来源：出境游数据中，年龄分布数据来自携程研究院《2023-2024 年入出境游消费趋势洞察报告》，出境游方式偏好数据来自同程《2024 出境游趋势报告》，出境游热门目的地统计来自去哪儿；入境游数据均来自 FlightAI《入境游分析报告》（2024.5.16 发布），华泰研究

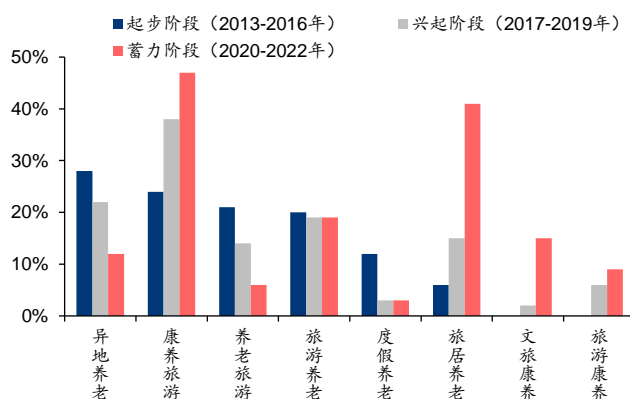
**政企协同加注银发旅游新动能，我国政府积极适应银发趋势，近十年间国家和省两级出台 500+旅居康养相关政策。** 起步阶段（2013-2016 年）主要的政策导向以发展异地养老、康养旅游和养老旅游为主。2017 年后，旅居康养迎来兴起阶段，2017 年 12 月 29 日国家标准化管理委员会发布国家标准《老年旅游服务规范-景区》，要求进一步提升银发旅游服务水平。这期间（2017-2019 年）康养旅游相关政策占总政策数量的 38%。蓄力阶段（2020-2022 年），国家和省两级出台的旅居康养相关政策至少累计 291 项，总量较上一阶段增长一倍以上，其中康养旅游和旅居养老相关政策占比持续提升。2024 年 1 月 15 日，国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，明确提出，丰富老年文体服务，拓展旅游服务业态。

图表140：中国旅居康养政策数量变化



资料来源：中国旅游研究院，华泰研究

图表141：旅居康养政策关键词占比变化



资料来源：中国旅游研究院，华泰研究

地方政府和企业亦响应号召，出台政策和景区适老化改造等举措。22年8月，广西文旅厅印发《广西大健康老年旅游发展规划（2022-2025年）》，提出构建大健康老年旅游“四区一带”发展格局。辽宁省市场监管局发布《旅游景区适老化服务规范征求意见稿》，持续优化景区老年游客服务体验。22年12月，文旅部发布了10个智慧旅游的适老化示范案例，涉及从点-线-面的全流程适老化服务，以解决老年人在数字化旅游体验中遇到的问题。

图表142：2021-2024年国家层面老年旅游相关的重点政策

政策时间	发布部门	政策名称	相关政策要点
2021.05	文化和旅游部	《关于加强旅游服务质量监管、提升旅游服务质量的指导意见》	鼓励旅游购物企业建立完善旅游购物无理由退货制度，切实保障游客旅游购物权益。市场主体应针对老年人等特殊群体，有效提升旅游服务便利性。
2021.11	中共中央国务院	《关于加强新时代老龄工作的意见》	开发老年旅游产品和线路，提升老年旅游服务质量和水平。
2021.12	国务院	《“十四五”旅游业发展规划》	提出充分考虑特殊群体需求，健全无障碍旅游公共服务标准规范，加强老年人、残疾人等便利化旅游设施建设和改造，推动将无障碍旅游内容纳入相关无障碍公共服务政策。
2022.02	国务院	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	促进养老和旅游融合发展。引导各类旅游景区、度假区加强适老化建设和改造，建设康养旅游基地。鼓励企业开发老年特色旅游产品，拓展老年医疗旅游、老年观光旅游、老年乡村旅游等新业态。支持社会力量建设旅居养老旅游服务设施，结合各地自然禀赋，形成季节性地方推介目录，加强跨区域对接联动，打造旅居养老旅游市场。以健康状况取代年龄约束，修改完善相关规定。
2022.04	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	实施智慧助老行动，加快推进适老化改造和智能化产品开发，发展适合老年人消费的旅游、养生、健康咨询、生活照护、慢性病管理等产品和服务，支持开展省际旅居养老合作。
2023.04	文化和旅游部	《关于进一步规范旅游市场秩序的通知》	重点整治“不合理低价游”和导游强迫或变相强迫购物等行为。
2024.01	国务院	《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	拓展旅游服务业态。完善老少同乐、家庭友好的酒店、民宿等服务设施，估计开发家庭同游旅游产品。推出一批老年旅游发展典型案例，拓展推广怀旧游、青春游等主题产品。以健康状况取代年龄约束，完善相关规定便利老年人出游，健全投诉举报机制并加强监管。发展老年旅游保险业务，鼓励扩大旅游保险覆盖面。组建覆盖全国的旅居养老产业合作平台，培育旅居养老目的地，开展旅居养老推介活动。

资料来源：国务院，中国文旅部，国务院办公厅，华泰研究

铁路：推出银发旅游观光专列。交通不便是银发族出游痛点之一，24年以来，全国多地开出多趟银发旅游专列，“铁路+旅游”的融合发展，为银发族提供了节奏慢、舒适度高、卫生安全的出行体验。24年3月，西安铁路局开行首趟“银发庙会”主题旅游专列，主要面向60岁以上老年人，布置车厢文化主题和并优化硬件环境，并邀请演职人员根据药王山文化背景编排相关表演，提供一站式专业引导、点对点问询服务。24年4月，上海铁路局也推出专为50岁至70岁乘客设计的长途观光旅游专列“上海假日列车·三明号”。24年以来，上铁文旅传媒公司已开行山西、湘桂黔、云贵、浙丽水等方向6趟主题旅游专列，组织2,000余名银发旅客享受火车游的美好与乐趣。



**OTA：提供银发客群专享产品。**同程早在 2016 年就推出“百旅会”，面向中高端老年用户，提供个性化的品质产品；途牛旅游也推出了以小包团、定制游为主的老年旅游产品。24 年 4 月，携程发布“携程老友会”新品牌，针对 50 岁及以上用户提供一站式专享旅游产品及 1v1 客户服务。根据携程业绩交流会，1Q24 携程已上线针对银发人群的 700 多个专享商品，覆盖全国 40 余个热门目的地，银发族用户数占比达 10%。

**景区：适老化改造持续推进。**为提高银发人群观光游览体验，各地景区通过基础设施和服务优化切实解决老人智能技术运用困难和安全问题等。如四川剑门关景区开设了 2 个老年专属窗口和通道，升级改造了 4 辆“老年专用”观光车，并在 100 余处急弯陡坡铺设防滑层，在鸟道、关楼等陡峭路段增设降缓坡道 32 处，同时增设老年厕所 10 间并配备安全扶手等助老辅具，方便老龄游客出行。安全方面，景区在卫生间等高风险区域配备一键求救呼叫器，组建助老应急抢险队伍 2 支，配备救援车 3 辆，在 9 个红十字救助站中配置多功能监护仪、心脏检测器等医疗设备，为银发群体的出游保驾护航。

图表 143：银发旅游相关产业推动基础设施和服务升级

铁路：推出银发旅游观光专列	OTA：推出银发专项品牌和产品	景区：适老化改造推进
<p>西安铁路局：“银发庙会”主题旅游专列</p>  <p>上海铁路局：“假日列车·三明号”专列</p> 	<p>携程旅行：上线“老友会”品牌</p> 	<p>剑门关景区</p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>智慧体验“享”老</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>开发“智游剑门”APP老年关爱版本，适配简洁界面、超大字体。</li> <li>开设2个老年专属窗口及通道，添置“剑门小关”智能机器人提供寻路导航、无障碍游线推荐、景区文化介绍。</li> </ul> </li> <li><b>暖心设施“助”老</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>升级改造4辆“老年专用”观光车，在临时休憩场地加设恒温房4个。</li> <li>在100余处急弯陡坡铺设防滑层，在鸟道、关楼等陡峭路段增设降缓坡道32处，增设老年厕所10间。</li> </ul> </li> <li><b>专业医疗“护”老</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>成立助老应急抢险队伍2支，配备救援车3辆。</li> <li>设置红十字救护站9个，派驻专业医务人员2名，站内配备多功能监护仪、心脏检测器等医疗设备。</li> </ul> </li> </ol>

资料来源：上海发布，上铁文旅传媒公司，中国铁路，广元市人民政府官网，携程老友会 APP，华泰研究

**关注基础设施及内容具备核心优势的旅游目的地**

消费主力人群代际结构变化提升了银发群体的重要性，驱动了康养文旅业态融合与适老性场景创新。我们认为未来银发旅游的发展方向以“景区+酒店”和“演艺+旅游”两大模式为主，存在新项目增量，内容升级迭代能力较强的景区、酒店龙头，将更具长期成长性。

**趋势一：“景区+酒店”，一站式康养度假基地匹配新银发族需求。**新银发族人群有钱有闲，对于健康疗养、休闲社交等多层次需求提升，消费观逐渐从传统的观光旅游升级为更注重健康、养生的身心享受“度假游”。酒店作为度假空间的延伸，与景区特色相融合，可为新银发游客提供集健康疗养、自然风光、休闲社交一体化的度假体验。例如 Clubmed 度假村、长白山希尔顿逸林酒店、天目湖御水温泉系列酒店等境内外度假酒店产品，将自然生态与健康养生等多元素融合，适配新银发群体对于身心和谐和生活品质的追求。

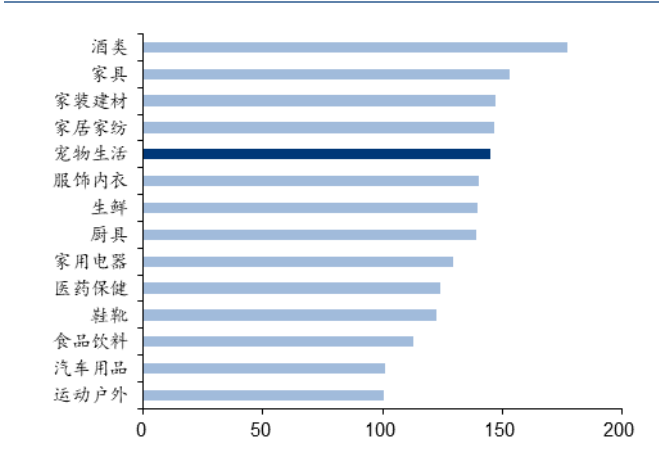
**趋势二：“演艺+旅游”，返璞归真，焕活性价比团体文旅新场景。**国务院印发的《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》提出，拓展推广怀旧游等主题产品。银发族天然偏好团队游，对于人文演艺展现出更高的兴趣，愿意为文旅体验和情绪价值买单。性价比突出，团队游占比高，深耕文化演艺旅游产业的龙头公司，如宋城演艺等，对老年客群吸引力相对突出。

**宠物消费：萌宠陪伴满足情感需求，国货品牌强势崛起**

随着国内人口结构的变化，银发族正成为宠物消费市场的重要推动力。越来越多老年人选择宠物作为情感陪伴，以排遣孤独感，并丰富退休生活。京东数据研究院显示，60后用户对“宠物生活”的消费偏好位列TOP5，其宠物消费偏好指数为80后的1.7倍。此外，老年人对宠物的角色认知已从传统的“看家护院”转变为更加人性化的陪伴，愿意为宠物提供更高品质的产品和服务。加之新一代老年人拥有更强的消费能力和更开放的消费观念，他们愿意为宠物的生活品质支付更多，这为宠物用品市场的多元化和高端化提供了新的增长机遇。

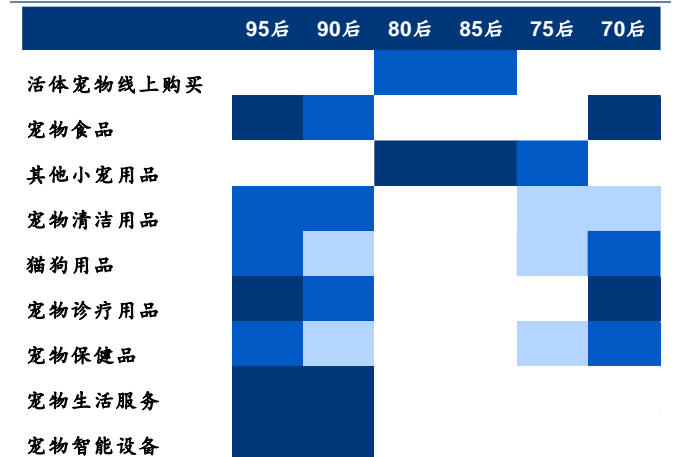
银发群体的宠物消费偏好相对保守，但呈现与时俱进的趋势和较大升级空间。传统上国内的老宠物主为宠物消费的观念较为保守，倾向于自制宠物食品，对外部机构提供的宠物服务信任度也较低，因此单宠支出一般低于平均水平。但与此同时，中老年人群对于健康因素也有更高的关注。据CBNdata×淘宝直播 ONMAP于2021年9月发布的《2021中国宠物精致消费图鉴》，70后宠物主更愿意在直播间购买诊疗、保健用品；此外，由于老年人腿脚不便，活动范围受限，也较难独自应付宠物清洁工作，对智能化、自动化宠物用品以及社区专业宠物服务也有较高的潜在需求。鉴于老年人消费决策易受子女引导、影响的特点，以及新一代老年人更高的财富水平，我们预计银发人群的宠物消费力有望释放，驱动银发宠物经济加快发展。

图表144：宠物生活位居60后用户消费偏好指数前列



资料来源：京东大数据研究院《代际用户消费洞察报告(2018)》(2018年12月发布)，华泰研究

图表145：2021直播宠物消费人群代际品类偏好

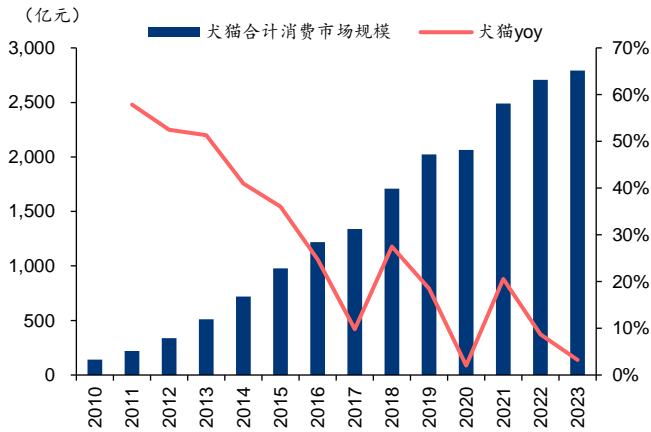


注：浅蓝表示轻度偏好品类（目标群体指数 TGI 处于 1-1.1 区间）；略深蓝表示偏好品类（目标群体指数 TGI 处于 1.1-1.2 区间）；深蓝表示重度偏好品类（目标群体指数 TGI 大于 1.2）

资料来源：CBNData，淘宝直播，华泰研究

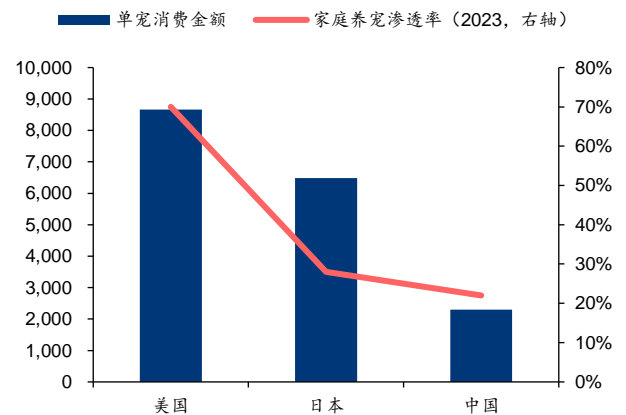
**行业概览：我国宠物行业市场规模快速增长，养宠渗透率及单宠支出均有较大提升空间。**根据派读宠物于2024年8月发布的《2023年-2024年中国宠物行业白皮书》统计，2023年我国猫狗消费市场规模达2,793亿元，自2010年以来持续快速成长，复合增速达26%，主要得益于养宠渗透率及单宠支出增长的双重驱动。与海外成熟市场相比，我国的这两项指标仍有较大的提升空间。从家庭养宠渗透率来看，美国、日本分别为我国的3.2/1.3倍；单宠支出方面，美国、日本分别为我国的3.8/2.8倍。

图表146: 我国 2023 年猫狗合计消费市场规模为 2,793 亿元



资料来源: 日本农林水产省, 日本总务省, OECD, 华泰研究

图表147: 中国的养宠渗透率、单宠消费金额较成熟市场差距较大



注: 家庭养宠渗透率为 2023 年数据, 单宠消费金额方面美国、日本、中国分别为 2021、2022、2023 年

资料来源: 派读宠物于 2024 年 8 月发布的《2023 年-2024 年中国宠物行业白皮书》, APPA, 弗若斯沙文, 日本宠物食品协会, 华泰研究

量价拆分来看, 我国宠物行业市场规模 2027 年或达 4,855 亿元。我们按照人口数\*人均养宠量\*单宠消费来对我国宠物行业市场规模进行测算。结合联合国的预测, 我们预计未来四年中国的总人口数保持平稳, 但养宠渗透率、单宠消费水平持续提升, 成为拉动市场增长的主要引擎。我们预计 2027 年宠物行业市场规模为 4855 亿元, 2023-27 年复合增速 14.8%。

图表148: 预计 2028 年宠物行业市场规模为 5,090 亿元, 约为 2024 年的 1.7 倍

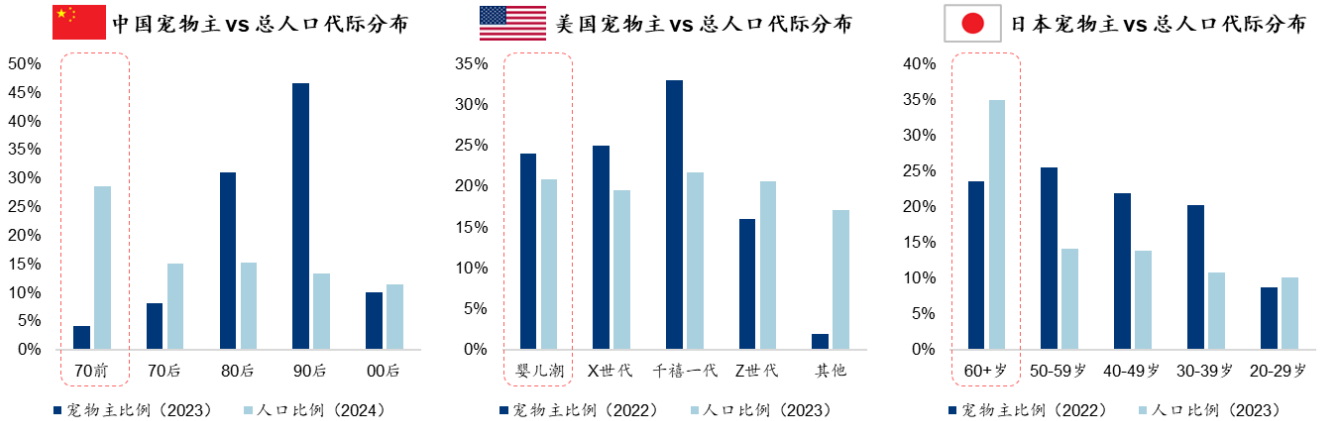
天花板测算	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E	2028E
人口数 (万人)	140011	140541	141008	141212	141260	141175	140967	140828	140678	140528	140378	140228
-人口数 YoY		0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
人均养宠量(每百人)	6.25	6.51	7.03	7.14	7.95	8.26	8.62	8.81	9.21	9.61	10.01	10.41
养宠数量 (万只)	8746	9149	9915	10084	11235	11655	12154	12411	12960	13509	14056	14602
-养宠数量 YoY		5%	8%	2%	11%	4%	4%	2%	4%	4%	4%	4%
单只宠物消费水平 (元)	1532	1867	2041	2048	2216	2322	2298	2419	2637	2884	3165	3486
-单宠消费水平 YoY		22%	9%	0%	8%	5%	-1%	5%	9%	9%	10%	10%
人均 GDP (元)	59592	65534	70078	71828	80976	85698	89,358	95749	100405	105790	111993	119119
-人均 GDP YoY		10.0%	6.9%	2.5%	12.7%	5.8%	4.3%	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%
单宠消费水平占人均 GDP 比例	2.57%	2.85%	2.91%	2.85%	2.74%	2.71%	2.57%	2.53%	2.63%	2.73%	2.83%	2.93%
GDP 比例												
市场规模 (亿元)	1340	1708	2024	2065	2490	2706	2793	3002	3418	3896	4449	5090
-市场规模 YoY		27.5%	18.5%	2.0%	20.6%	8.7%	3.2%	7.5%	13.8%	14.0%	14.2%	14.4%

注: 蓝色为原始数据, 红色为假设值, 黧为利用公式计算所得数据

资料来源: Wind, 宠物行业白皮书, 华泰研究预测

宠物主中老年人占比偏低, 银发宠物经济成长空间较大。根据《中国宠物行业白皮书》, 2022 年宠物主中, 70 前人群占比为 7.6%, 2023 年该占比为 4.1%, 考虑到调研可能存在的统计误差, 我们预计 70 前人群占比或约为中高单位数, 该比例不仅明显低于 70 前人群的人口占比 (预计 2024 年我国 70 前人口占比约 28.7%), 较海外成熟市场亦有较大差距。美国 2022 年宠物主中婴儿潮一代 (1946-64 年出生) 占比为 24.0%, 日本 2023 年调查数据显示 60 岁以上宠物主占比达 23.6%。伴随财富水平更高、陪伴需求更强的新一代老年人进入银发群体, 我们预计银发宠物消费领域有望迎来更广阔的发展空间。

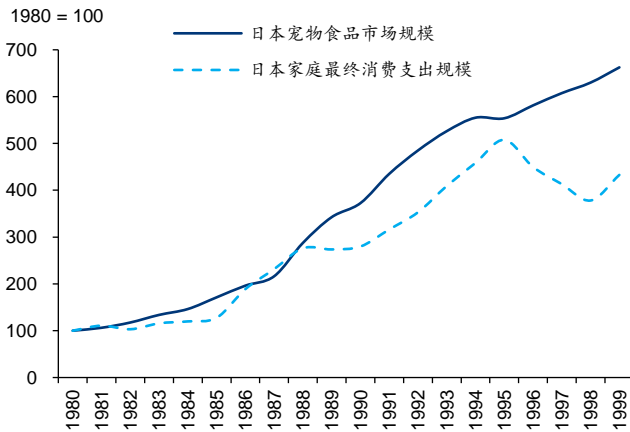
图表149：中、美、日宠物主代际份额对比



资料来源：联合国，派读宠物于2024年8月发布的《2023年-2024年中国宠物行业白皮书》，弗若斯特沙利文，Statista，日本总务省统计局，华泰研究

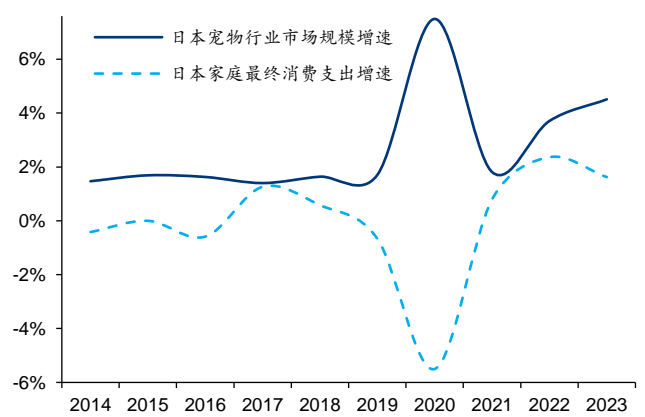
**参考日本经验，宠物市场规模增速有望长期跑赢宏观消费。**日本的宠物市场发展历程主要可以划分为三个阶段：1980年之前的养宠普及期、1980-2010年的快速成长期、2010年以来的成熟及升级期。其中1980-2010年的快速成长期横跨日本泡沫经济破裂前后，更凸显行业本身成长的韧性。以日本宠物食品行业为例，其1980-91年的复合增速达14.3%，高于同期日本家庭最终消费支出增速（11.0%）；1991-99年，尽管宠物食品行业受到宏观经济疲软的影响，复合增速放缓至5.4%，但仍高于家庭消费支出增速（4.0%）。2010年以来，日本宠物市场逐渐步入宠物绝对数量减少，但进入由单宠消费升级推高整体规模的阶段。2015-23年，日本宠物行业市场规模复合增速为2.8%，仍优于家庭消费支出增速表现（基本持平），可见宠物消费的优势可跨越数十年，实现长期领跑。

图表150：1980-99年日本宠物食品市场 vs 家庭最终消费支出规模



资料来源：日本农林水产省，日本总务省，OECD，华泰研究

图表151：2014-23年日本宠物市场规模 vs 家庭最终消费支出增速

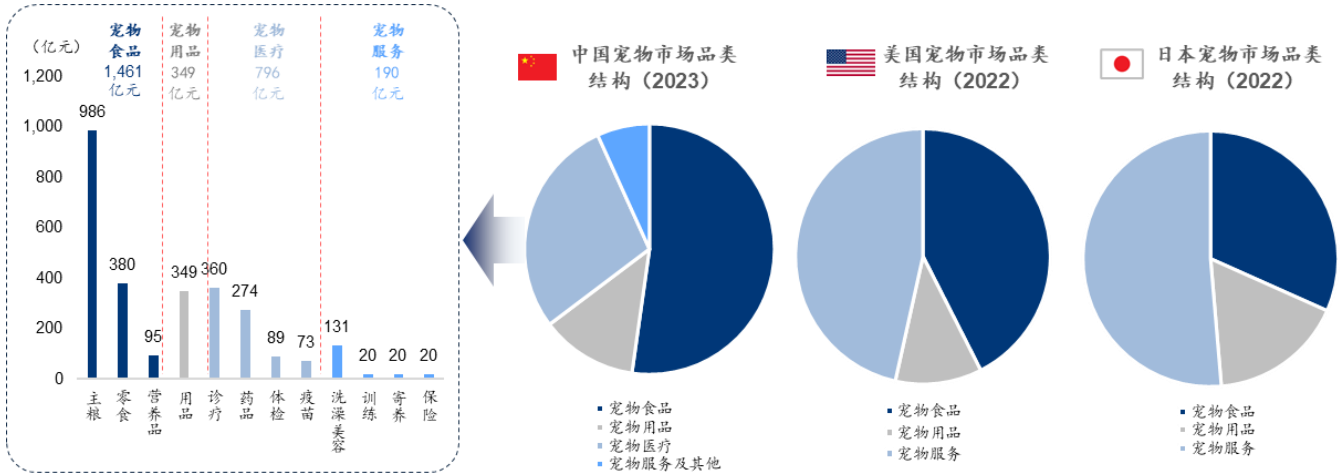


资料来源：矢野经济研究所，日本总务省，华泰研究

**品类结构：宠物食品占比高，多元化发展前景广阔。**宠物行业通常细分为宠物食品、宠物用品、宠物医疗及宠物服务等4大赛道，2023年我国宠物市场上述四个品类占比分别为52.2%/12.5%/28.5%/6.8%。目前我国的宠物消费集中于相对刚需的宠物食品、宠物医疗，除满足基础性的保障外，也在向宠物全生命周期的健康管理和拟人化等方向逐步升级。而宠物用品和宠物服务，则得益于产品智能化、服务个性化潮流，具备较大的潜在空间。与海外成熟市场对比，日本、美国2022年的宠物食品占比分别为42.5%/31.6%，均低于国内水平。

参考老龄化程度较高的日本，2022年宠物服务占宠物市场比重高达51.3%，一方面，在需求端，日本银发人口占比高，老年宠物主对上门或社区便捷服务的需要更加迫切；而在供给端，在日本宠物企业精益求精的长期耕耘下，个性化的贴心服务供应充足。伴随我国宠物行业的持续发展及深耕，消费结构亦有望迈向多元化。

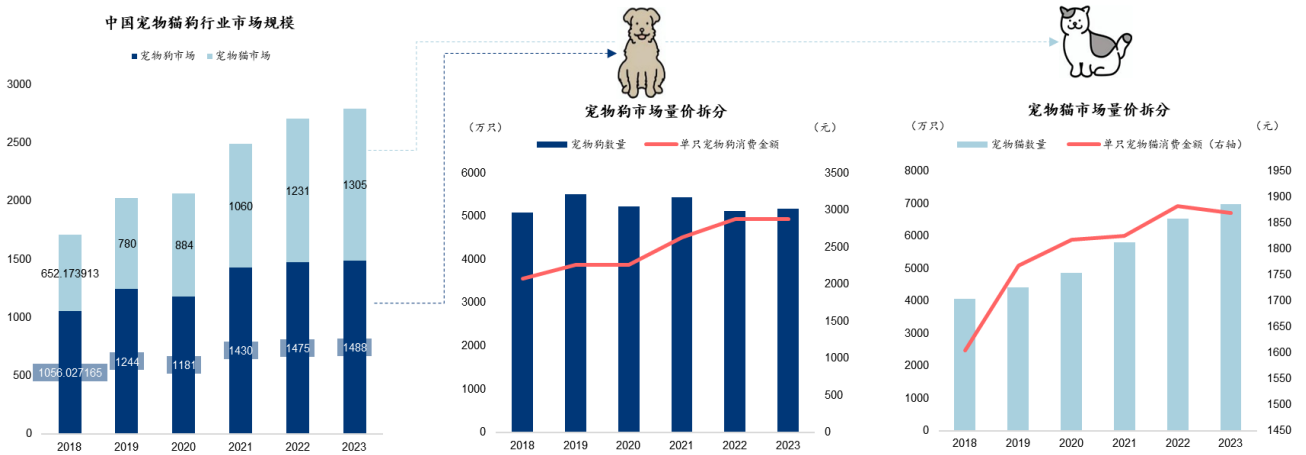
图表152：中、美、日宠物行业品类结构对比



资料来源：派读宠物于2024年8月发布的《2023年-2024年中国宠物行业白皮书》，弗若斯特沙利文，华泰研究

**宠物类型：宠物数量比例“猫升犬降”，老龄化或加速猫经济壮大。**借鉴日本经验，日本宠物行业的成熟期同时伴随着人口结构的老龄化，呈现出宠物数量占比“犬降猫升”，同时小型犬占比提高的趋势，主要源于日本人均居住面积相对狭小，且活动范围较小的宠物猫更适合占比日渐提升的老龄人口。中国同样出现了类似趋势，宠物狗数量在2019年之后呈现轻微下降趋势，而宠物猫数量在2021年超过宠物狗并延续较快增长趋势。但相同的地方在于，宠物猫、狗的主人都致力于为宠物提供更加精致的生活品质，驱动单宠消费金额持续提升。因此宠物狗消费市场由价升抵消了数量的下降，实现稳健增长；而宠物猫消费市场由量价齐升共同驱动。我们预计伴随国内银发经济的兴盛，宠物猫的市场份额或持续扩大。

图表153：宠物行业猫狗市场结构拆分

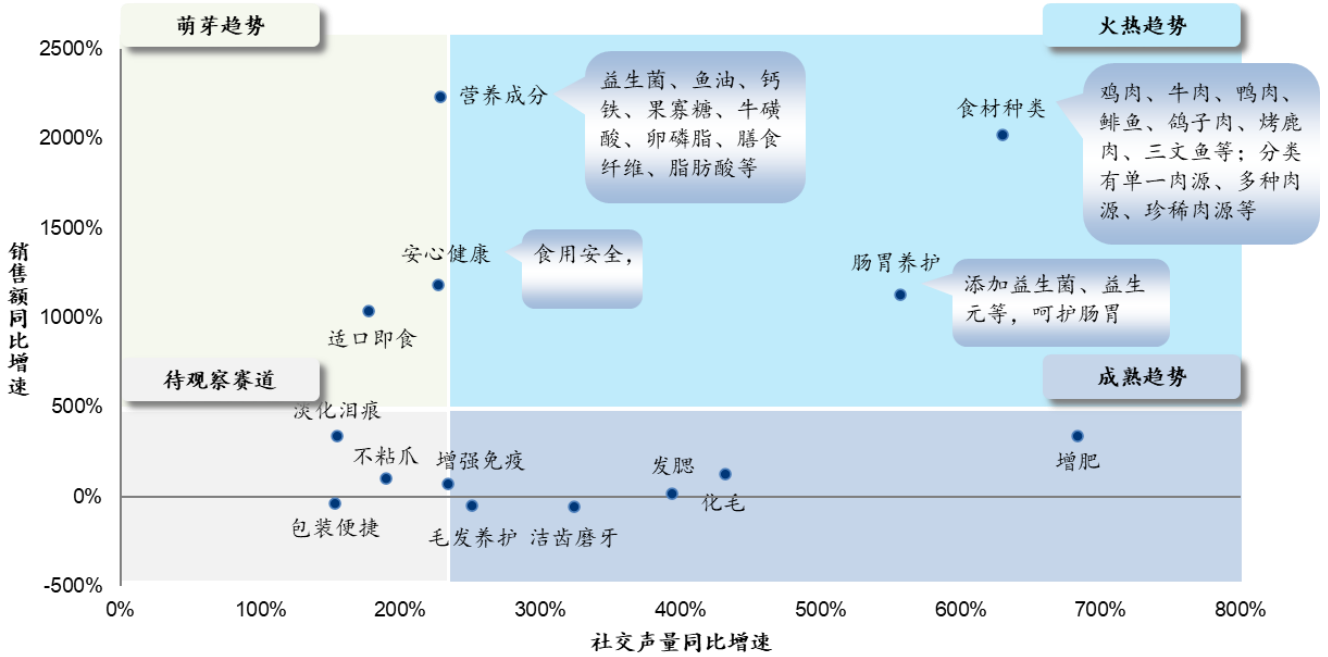


资料来源：派读宠物于2024年8月发布的《2023年-2024年中国宠物行业白皮书》，华泰研究

**宠物消费供给亟待摆脱同质化，关注国货突围机会**

**趋势一：拟人化带动宠物经济升级，萌宠消费向精细化、多元化发展。**在宠物需求的高景气下，由于行业进入门槛相对较低，同业竞争压力也较为激烈。众多企业存在“重销售、轻研发”和对OEM/ODM过度依赖的问题，易于陷入同质化的价格战，也难以满足消费者的个性化养宠需求。伴随着养宠认知程度提高，以及宠物日益扮演家庭成员角色，国内宠物主对宠物产品的消费需求区域精细化、拟人化，例如调节肠胃、满足挑食口味、去毛球、去口臭等功能。这为企业开发专业、差异化产品，进而打造爆品，摆脱同质化竞争提供了空间。头部企业日益关注研发投入，精准定位用户痛点，构建自主创新产品力，有望率先实现品牌突围，扩大领先优势。

图表154：宠物主题相关概念销售增速及社交声量增速

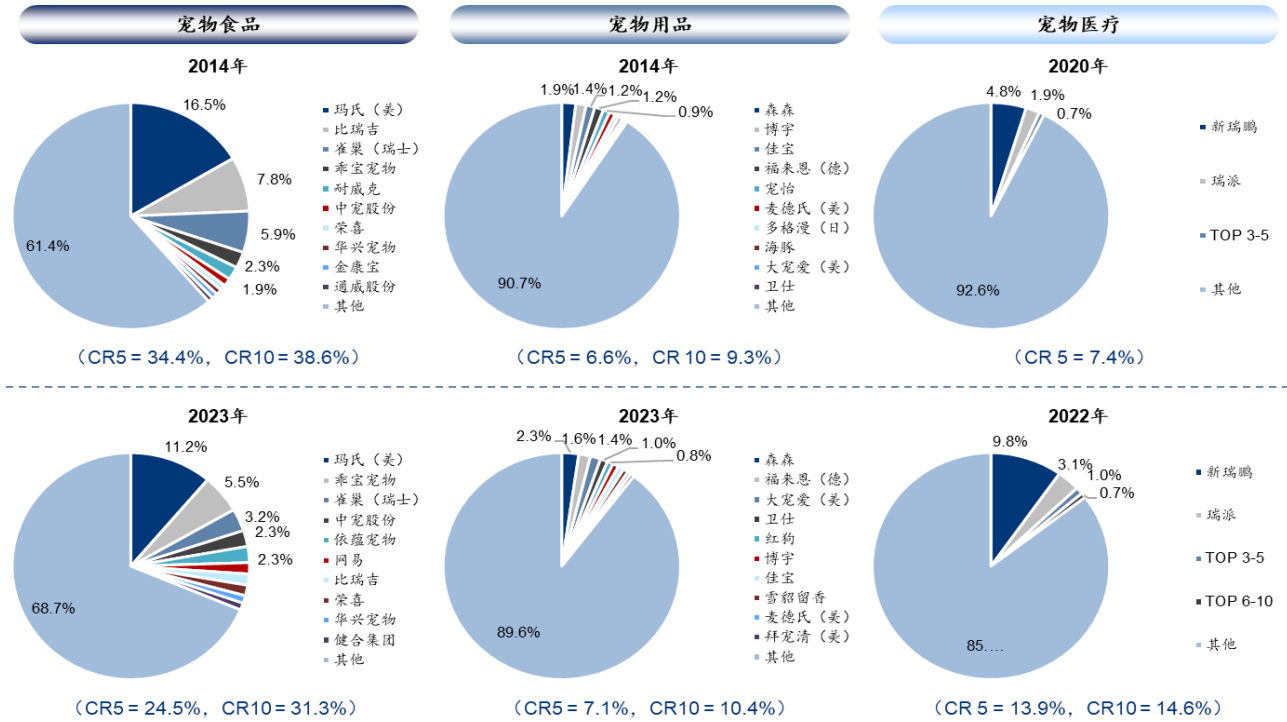


资料来源：魔镜，华泰研究

**趋势二：行业竞争格局相对分散，集中度有望逐步提升。**目前国内宠物行业各个细分市场均处于相对分散状态。据欧睿数据，2023年我国宠物食品、用品、医疗领域CR3分别仅为18%/6%/14%。宠物食品市场的集中度预计呈现先下降后回升的趋势，当前阶段国货品牌崛起，替代部分海外传统强势品牌份额，使市场更加分散化，后续有望伴随国货品牌第一梯队的优势扩大而重归集中化。宠物医疗及服务相对依靠社区服务、熟人关系带来的信任感，因而呈现一定的区域化特征，但连锁化经营的宠物医疗及服务集团能够实现设备采购的规模效应，以及产业人才梯队培养带来的品牌信任感，有望推动市场集中度的稳步提升。

**趋势三：国货品牌快速崛起。**早期国内宠物产品市场，尤其是宠物食品领域，由享有先发优势，具备技术、品牌、渠道优势的外资企业占据主导地位，如玛氏、雀巢普纳瑞等。经过30多年的发展，国内宠物企业逐渐从出口代工模式，迈向独立构建自主品牌的OBM（代工厂运营自有品牌）模式。凭借长期积累的产品研发、设计能力，实现产品品质上的积累和突破，成为国货品牌崛起的根基。此外，国内宠物品牌在消费者洞察及灵活的全渠道布局上具备优势，通过敏捷地捕捉电商、直播、短视频平台等新兴流量入口，加快后发超越的步伐。以乖宝、中宠、佩蒂等为代表的一批国内厂商崭露头角。据Euromonitor，2023年宠物食品市场TOP 10企业中国内企业占据8席，乖宝宠物份额达5.5%，仅次于玛氏（11.2%）。

图表155： 宠物行业各板块集中度变化



资料来源：Euromonitor，弗若斯特沙利文，华泰研究

**趋势四：品牌打造迈向全局营销，社交媒体为品牌破圈添翼。**国内宠物品牌日益重视对自身品牌形象的打造，部分领军品牌取得卓越成效。例如乖宝宠物旗下麦富迪主打国际化、天然、时尚、创新的品牌形象，疯狂小狗则面向养宠小白推广高性价比产品。除传统的广告投流外，影视综艺合作、直播电商、私域运营等方式的综合应用，成为国内宠物品牌扩大声量的有力武器。值得关注的是社媒平台对宠物品牌影响的重要作用。

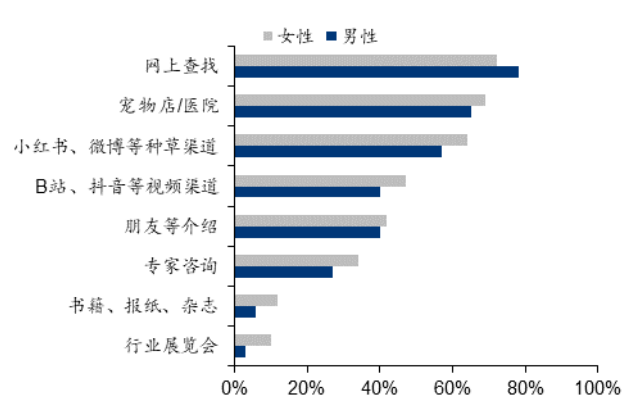
宠物行业天生具备较强的社交媒体亲缘性。据 Mars Petcare 2016 年 3 月的一项在线调查，65% 的宠物主平均每周在社交媒体发布 2 次关于宠物的内容。同时，国内大量宠物主仍缺乏养宠的知识经验，依赖社媒平台获取购买决策的参考信息。据艾瑞咨询于 2021.8 发布的《2021 年中国宠物科学喂养研究报告》，小红书、微博、B 站、抖音等平台是仅次于网络查找、宠物店/医院的科学喂养知识信源，对消费者购买行为有重要影响力。国内宠物品牌加快布局各大社交媒体平台，缩短与消费者的触达链路，通过 KOL、KOC 及 KOP（专业人士）的综合营销矩阵，吸引消费者进入品牌流量池，也是未来构筑权威、高粘性品牌力的重要方向。

图表156： 乖宝综合运用全局营销推广品牌影响力



资料来源：麦富迪公众号，官方抖音号，官方视频号，华泰研究

图表157： 2021 年宠物主科学喂养知识来源分布



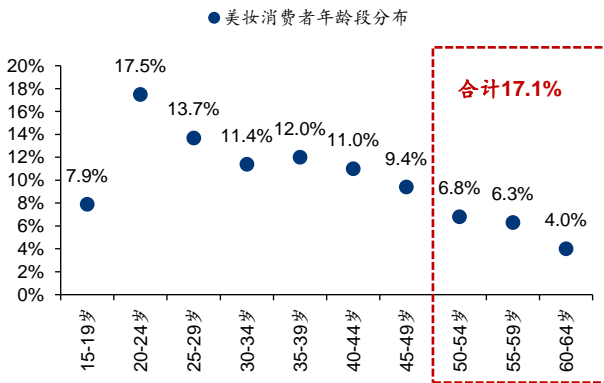
资料来源：艾瑞咨询于 2021 年 8 月发布的《2021 年中国宠物科学喂养研究报告》，华泰研究

### 悦己疗愈型消费：深度感知颜值、健康与关照

美妆医美：银发族爱美意识觉醒，中老年群体亦有美丽刚需

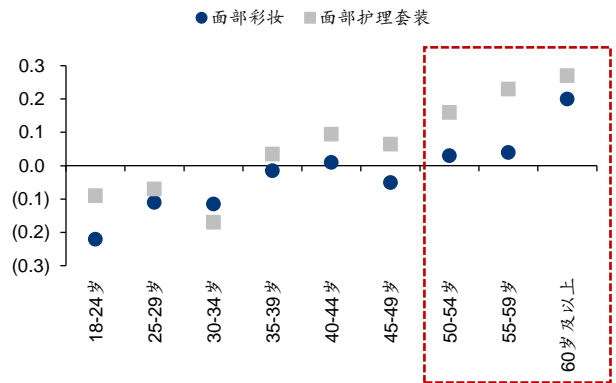
**需求端：**代际变迁，新一代中老年人对于“美”的追求明显提升。当前我国美妆消费者以20-44岁人群为主，占比超六成（CMMS, 2023）。随着“60后”、“70后”群体陆续步入中老年阶段，以及社交媒体和短视频平台的普及，50岁以上人群的社交场景逐渐增多，她们比以往的老人更加重视个人形象，追求美的意识不断提升，对化妆品的需求也在持续增长。根据CBNData发布的《2022年东方美谷蓝皮书》，近年来中低年龄段人群美妆消费增速放缓，而银发人群的美妆消费增速相对较高，50岁以上人群的面部护肤套装和面部彩妆购买人群都有显著的增长。

图表158：我国美妆消费者年龄段分布（2023）



资料来源：CMMS, 华泰研究

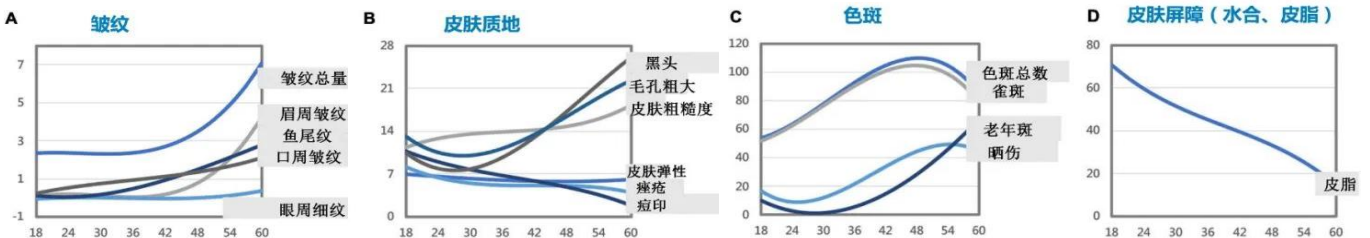
图表159：不同年龄段美妆购买人数同比增速（2022）



资料来源：CBNData, 华泰研究

**供给端：**针对银发群体的化妆品供给相对空白，市场亟需适老化产品设计。由于衰老带来的生理机能下降，导致银发人群所面临的皮肤问题与年轻人存在很大区别。例如中老年人皮肤内部水分和胶原蛋白等流失、皮肤无法生成足够的脂质等，造成皮肤皱纹、松弛等问题进一步加重；紫外线以及摩擦造成的皮肤损伤不断累积，斑点问题更加突出；皮肤新陈代谢能力大大下降，老旧角质蛋白堆积在皮肤表面，加重皮肤粗糙、暗沉等。从市场供给来看，当前我国化妆品市场中针对年轻女性、男士、儿童等细分人群的护肤产品层出不穷，而将中老年人作为目标人群的化妆品市场却相对空白。大多数化妆品以“抗初老”、“适用熟龄肌”等对于年龄划分较为模糊的表达进行营销宣传，反映出品牌方当前更多关注年轻消费者群体，而银发群体的实际需求尚待满足。

图表160：不同年龄段人群的皮肤状态

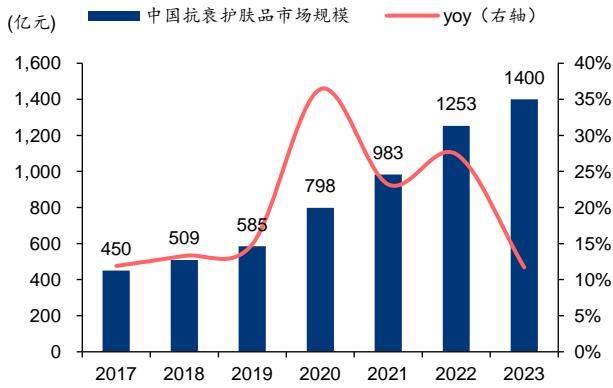


资料来源：梅斯医学, 华泰研究

**市场规模：**抗衰化妆品市场规模超2600亿元，政策助推下有望加速发展。根据青眼，2023年我国抗衰护肤品市场规模为1400亿元，同比增长11.7%；参考Fortune Business Insights, 2018年全球抗衰化妆品市场中，护肤品占比为52.41%，我们假设这一比例与中国一致，则2023年我国抗衰化妆品市场规模约2671亿元（包括护肤、头发护理、彩妆、眼部护理等），未来随着银发群体的爱美意识提升，以及“70后”为代表的活力老人崛起，我们预计抗衰化妆品市场有望持续扩张。

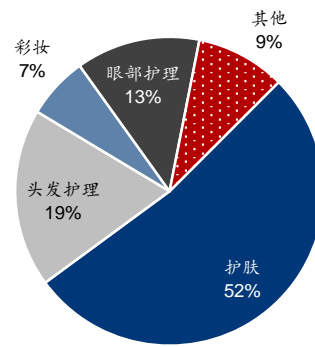
此外，从政策端来看，2024年初国务院办公厅发布的《发展银发经济增进老年人福祉的意见》明确提出，深化皮肤衰老机理、人体老化模型、人体毛发健康等研究，加强基因技术、再生医学、激光射频等在抗衰老领域的研发应用；推进化妆品原料研发、配方和生产工艺设计开发等。我们认为政策助推下有望扩大银发人群的化妆品供给，从原料、配方、产品全方位提升供给能力和质量水平。

图表161：中国抗衰护肤品市场规模



资料来源：青眼，华泰研究

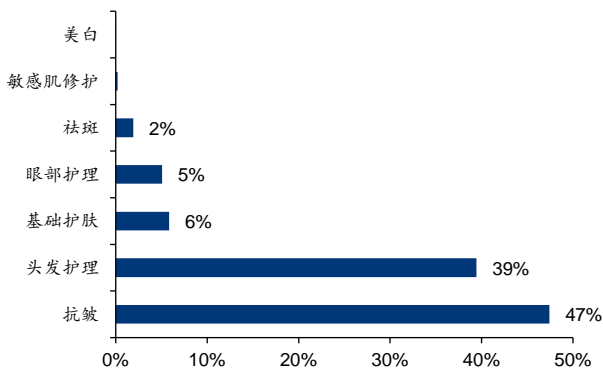
图表162：全球抗衰化妆品市场份额（2018）



资料来源：Fortune Business Insights，华泰研究

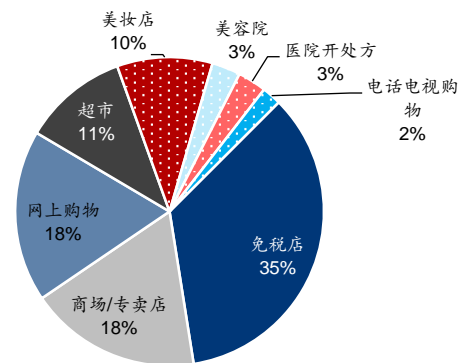
**细分市场一：护肤市场主要功效需求为抗衰老，国货品牌更受青睐。**参考AgeClub在2019年11月调研的北京市百位高价值中老年人，其进行基础护肤的占比为88%，且产品购买渠道多元，免税店、商场/专卖店、网上购物分别占比35%、18%、18%（2019）。从功效来看，抗皱产品是线上平台最热销的中老年化妆品，销售额占比近半（2019），分流了对基础护肤、眼部护理等产品的需求。从品牌上来看，国货品牌凭借较高的品牌知名度和性价比更受中老年人青睐，比如京东美妆中老年用户的消费额前五分别为百雀羚、自然堂、珀莱雅、片仔癀、丸美这五个国货品牌；产品形态上，套装礼盒、乳液面霜、面部精华、面膜、眼霜/眼部精华是50岁以上用户下单金额的前五品类，其中，面膜、眼霜/眼部精华的消费额同比增长分别50%、65%，增速领跑（2020）。

图表163：中老年化妆品电商销售品类排名（2019）



资料来源：AgeClub，华泰研究

图表164：百位高价值50岁+中老年人化妆品购买渠道（2019）

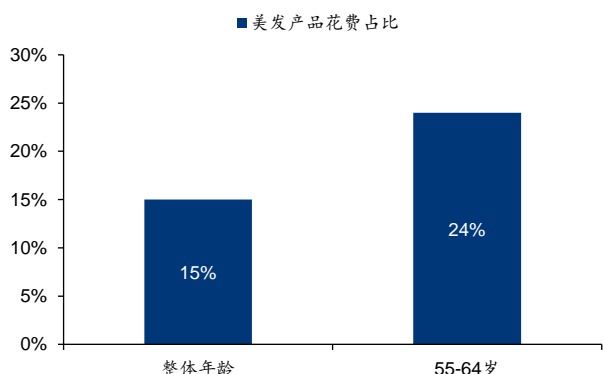


注：受访者为北京市50岁以上中老年人，其中至少有一套住房作为固定资产，59%的人群退休后月收入在4,000-8,000元

资料来源：AgeClub，华泰研究

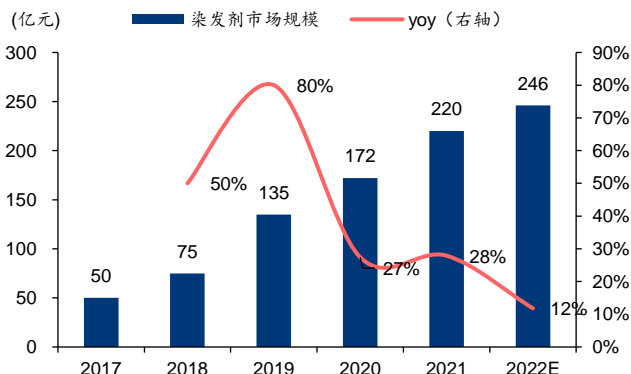
**细分市场二：染发逐渐成为中老年人刚需，染发剂需求进一步释放。**染发剂属于化妆品行业中头发护理的子行业。凯度数据显示，相较于其他年龄，银发人群更注重对头发的养护及造型，在个人护理品类中，美发产品占据了银发人群 24% 的花费，且增速达 10%，高于整体增速（2018 年 12 月至 2019 年 11 月），而能让秀发更显年轻时尚的染发及造型产品，对于银发族更为重要。近年来，老龄化趋势下银发人群日益增多，而中青年在多种因素影响下“华发早生”现象也愈发普遍，同时，“她经济”持续繁荣，女性美发护发需求稳步释放等，驱动染发人群持续扩大、染发场景不断丰富，染发剂市场持续扩容。根据鼎龙科技招股说明书援引的中商产业研究院、共研网的数据，2017-2021 年，我国染发剂行业市场规模由 50 亿元增长至 220 亿元，并预估 2022 年达到 246 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 37.5%。

图表 165：银发群体美发产品的花费占比高于其他年龄人群（2019）



资料来源：凯度，华泰研究

图表 166：中国染发剂市场规模



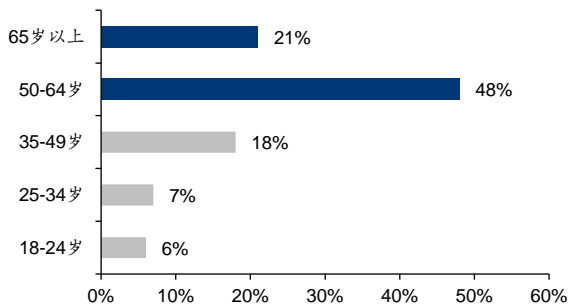
资料来源：鼎龙科技招股说明书，中商产业研究院，共研网，华泰研究

**细分市场三：假发为遮盖白发、脱发的主要方式，银发群体增加有望带动市场扩容。**假发消费者涵盖了各年龄段的人群，从全球来看，中老年人占比最高（根据大数跨境，2023 年全球假发市场消费者中，50 岁以上人群占比为 69%）；从性别分布上看，男性占比相对略高（为 51.7%）。由于人群特征、社会文化等不同，我国目前假发的消费者画像与全球稍有出入，据京东超市数据，26-45 岁群体是假发购买主力，占比超六成；女性在假发消费人群中占比达 60%。根据 AgeClub，中老年人对于假发产品的价格接受度正在慢慢提高，200-400 元的中档价位假发最受欢迎，1000-1600 元的高端假发产品销售额占比次之（2019）。

根据 Fact.MR 和大数跨境，2022 年全球假发市场规模为 66.2 亿美元（合约 445 亿人民币，按 2022 年美元兑人民币中间价均值计算），该机构预测 2022-2032 年市场规模年均复合增速有望达到 8%；其中，亚太地区市场占比为 23%，市场规模约 102 亿人民币。展望未来，我们认为，随着中老年人群数量增加、人均寿命增长，中老年人对假发的需求有望提升；此外，中国脱发人口规模大，且呈现年轻化发展趋势（根据国家卫健委 2019 年调查数据，中国脱发人数超 2.5 亿，其中 20-40 岁的人占较大比例），加之 Cosplay 等多元文化发展，有望带动假发行业持续增长。

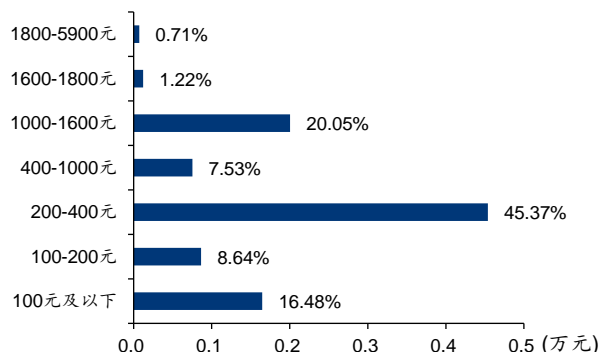


图表167：全球假发市场消费者年龄分布（2023）



资料来源：大数跨境，华泰研究

图表168：淘系不同价格段的假发销售额占比（2019）

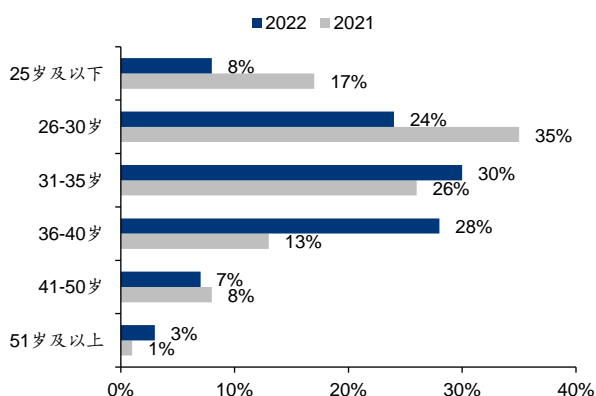


资料来源：AgeClub 于 2019 年 8 月发布的《数据解读：中老年假发市场趋势和假发上市公司的发展经验》，华泰研究

**细分市场四：医美在中老年群体的渗透率有所提升，代际变迁下医美需求有望释放。**近年来，我国医美消费人群的年龄分布逐渐泛化，正从过去的 25-40 岁向 18-60 岁两端扩散。中老年人的医美诉求主要集中在皮肤、眼睛等部位，除皱、祛色斑、割眼袋等项目相对受欢迎。但面向老年人的医美产品存在供给不足、医美内容科普不到位等问题，导致现有产品对老年人的消费带动不足。

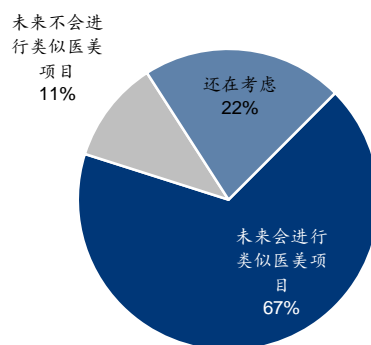
展望后续，我们认为在国家政策的推动下（国务院办公厅《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》中明确提出加强基因技术、再生医学、激光射频等在抗衰老领域的研发应用）以及行业监管趋严，面向中老年人的产品供给有望逐步规范并丰富，且考虑到医美消费粘性较高（参考 KuRunData 和 MobTech 的数据，67%的医美人群未来会继续进行医美消费），我们预计随着年轻一代的中老年人陆续进入老年阶段，其此前已经形成的医美消费习惯有望延续，从而推升医美在银发群体中的渗透率。

图表169：中国医美消费人群年龄分布



资料来源：艾尔建美学于 2022 年进行的消费者问卷调查，德勤&艾尔建美学于 1Q24 进行的需求者调研，华泰研究

图表170：医美项目复购率高（2023年8月）



资料来源：KuRunData, MobTech, 华泰研究

低线城市美护需求待挖掘，线上渠道加快市场教育

**趋势一：银发化妆品市场消费分级趋势明显，低线城市中老年人需求有待挖掘。**参考 Future Beauty 和 AgeClub 于 2019 年上半年的调研，我们发现一线城市的中老年人对于护肤和彩妆的接受度较高（2019 年，北京百位 50 岁以上的高价值新老人中 76% 有化妆习惯），且在产品选择上，经济实力较强的消费者偏爱国际大牌如资生堂、雅诗兰黛、兰蔻等，购买的多为抗衰类产品，客单价在 300-800 元左右（2022 年）。而三四线城市的银发人群与一线城市存在明显差异，他们的化妆行为相对少很多，且在产品选择上以价格较低的、具有基础保湿滋润效果的产品为主，也会购买一些知名国货品牌，平均客单价在 200-300 元左右（2022 年）。此外，对于下沉市场，超过 60 岁的老年人几乎不会主动购买护肤品，更偏向买护手霜或补水产品。我们认为，品牌方可进行差异化的产品和营销策略，同时加强消费者教育，提升中老年人群的品牌认知和专业的护肤彩妆知识。

图表171：不同城市线级的银发群体的化妆品消费偏好



资料来源：Future Beauty 于 2022 年 11 月 24 日载于 CBNdata 的报道《2 亿多消费群体，银发护肤成新风口？》，华泰研究

**趋势二：中老年市场与品牌年轻化两难，针对银发群体推出子品牌或为解决方案。**当前我国 20-45 岁的女性依然是化妆品消费主力，为了贴近年轻消费者，化妆品品牌纷纷将年轻化作为战略转型的关键词，在品牌、产品、渠道、营销等方面实现全方位升级，但无形中拉开了与中老年消费者的距离。品牌面临着中老年化妆品市场与年轻化的品牌战略两难的局面，对此，我们认为或可借鉴日本市场，即品牌方针对中老年群体推出特定的子品牌，同时通过母品牌进行背书，以获得中老年客群的信任和购买。如花王旗下佳丽宝化妆品于 2000 年 9 月率先推出面向 50 岁以上女性的自选护肤品牌 EVITA，在包装上明确标注“50 岁”字样，使得中老年人群能够快速抓住这一标签，引起目标客群的共鸣，EVITA 在 2007 年成为年销售额超过 100 亿日元的著名品牌。

图表172：日本化妆品或制药集团布局中老年护肤市场

集团	品牌	创立时间	品牌定位	主打产品
花王	EVITA	2000	50岁熟龄肌肤保养品牌	护肤、防晒、洗护产品、基础彩妆
	Sofina Grace	2007	50岁熟龄肌肤护理	护肤套装、防晒、卸妆
	Twany Glow	2008	转为60岁以上女性设计	护肤系列
资生堂	PRIOR	2015	中老年肌肤保养	护肤、彩妆、美发
高丝	GraceOne	2019	针对成熟肌肤的高功能抗老化护理	多效乳液、面霜
乐敦制药	乐敦50惠	/	50+成熟肌肤品牌	多效型面霜
小林制药	小林制药命之母	/	更年期保养品	化妆水、美容液、面霜

资料来源：Future Beauty，各品牌官网，华泰研究

**趋势三：短视频、直播等模式为中老年美妆消费提供新场景，有望加快市场教育。**目前国内中老年化妆品消费存在的痛点之一是市场教育不足，针对中老年的专业性皮肤护理以及化妆等教程较少。随着短视频、直播等模式的兴起，抖音、视频号、小红书等短视频平台上关于中老年人化妆的视频越来越多。新的传播形态正在加速中老年人化妆品市场教育，中老年人对于皮肤保养、化妆的认识进一步提升。此外，在短视频平台上，带货型的中老年KOL越来越多，他们带货的商品以国货护肤品为主，保湿、抗衰是主要功效类型；身体护理、香水等产品种类也越来越丰富。比如“只穿高跟鞋的汪妤”，抖音粉丝已超 1288 万人，点赞总量超过 1.5 亿次（截至 2024 年 8 月 22 日），2024 年上半年直播场次 97 场（其中带货直播 6 场），场均观看 33.2 万人次，带货的美妆品牌包括极萌、海蓝之谜、赫莲娜、林清轩等（飞瓜数据）。

图表173：短视频、直播等模式为中老年美妆消费提供新场景

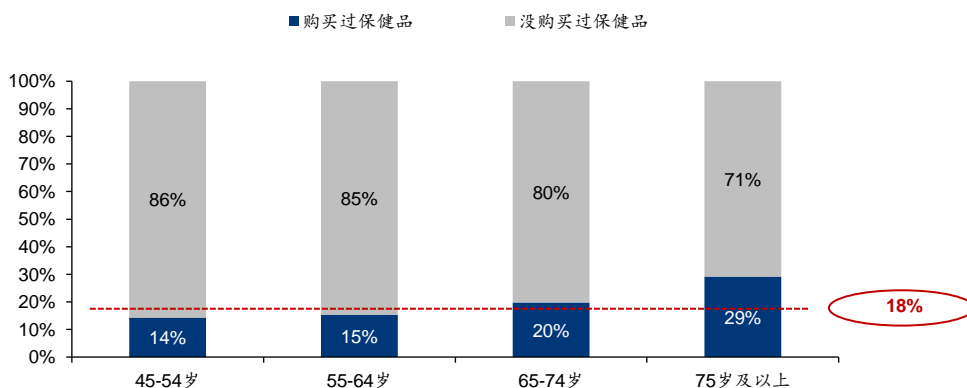


资料来源：小红书，微信视频号，抖音，澎湃，华泰研究

**保健品：“老龄化”与“年轻化”并存，电商渠道占比提升**

保健品能够调节人体机能，银发群体购买保健品的渗透率随年龄增长而提升。根据国家食品药品监督管理局的定义，保健食品是指具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或者慢性危害的食品。随着经济的发展以及人们对于健康管理意识的转变，从“有病治病”扩展到“未病预防”，保健意识逐步增强。随年龄增长，保健品在中老年人群中的渗透率逐渐增大。参考灼识咨询于 2024 年 6 月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023 年中国中老年市场白皮书》，2023 年我国 65 岁以上老年人中购买过保健品的占比超过 20%，这一比例明显高于 45-64 岁人群（14%-15%）。

图表174：中老年保健品购买渗透率随年龄增长而提升（2023）

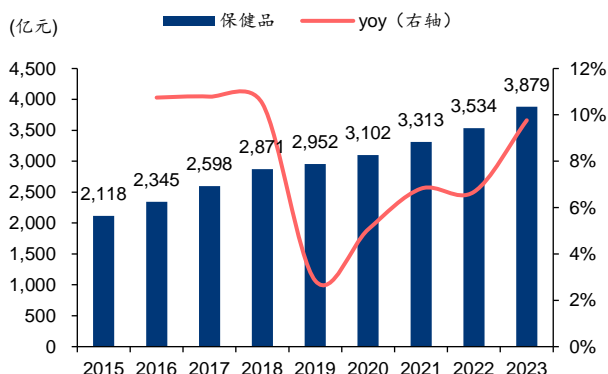


注：受访者为 45 岁及以上中老年人

资料来源：灼识咨询于 2024 年 6 月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道——2023 年中国中老年市场白皮书》，华泰研究

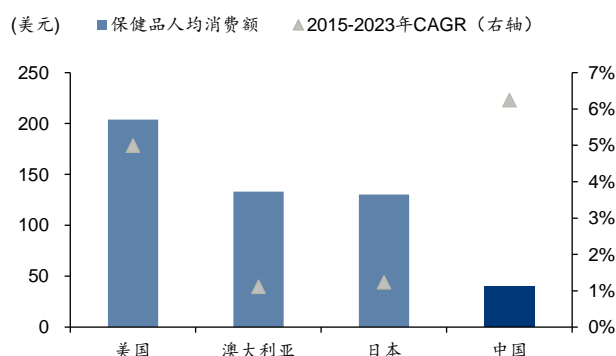
保健品市场规模近 4,000 亿元,渗透率及人均消费金额提升潜力大。根据 Euromonitor, 2023 年我国保健品市场零售额为 3,879 亿元,同比增长 9.8%。回顾行业发展历程, 2018 年之前我国保健品行业保持年均双位数的增幅持续扩容; 2018 年底“权健事件”发生后, 国家市场监督管理总局、工业和信息化部、公安部等十三部委在全国开展联合整治保健品市场乱象的百日行动, 并出台行业规范指南等, 推动保健品行业步入良性发展通道; 2019 年保健品市场增速触底后持续稳步回升。展望未来, 我们认为我国保健品消费渗透率提升潜力大, 根据前瞻产业研究院, 2021 年我国保健品渗透率平均约 20%, 较美国有一倍以上的提升空间; 同时, 人均消费金额 (40 美元) 较美国 (204 美元)、澳大利亚 (133 美元)、日本 (130 美元) 等发达国家有 2-4 倍的差距, 量价提升有望驱动我国保健品市场规模持续增长。

图表 175: 中国保健品行业市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

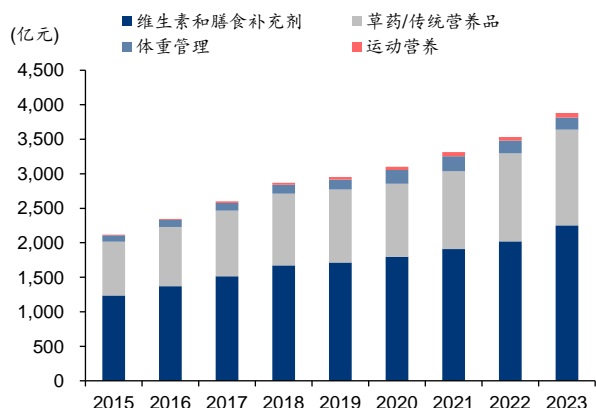
图表 176: 中美日澳人均保健品消费金额 (2023)



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

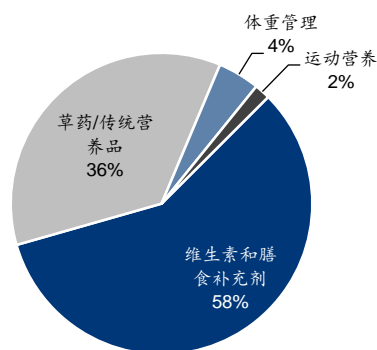
分品类看, 维生素和膳食补充剂占比近六成, 草药/传统营养品次之。根据 Euromonitor, 2023 年我国保健品市场中, 维生素和膳食补充剂、草药/传统营养品、体重管理、运动营养品市场规模分别为 2253/1387/174/65 亿元, 占比分别为 58.1%/35.8%/4.5%/1.7%。其中, 维生素和膳食补充剂作为常规饮食的补充, 提供在日常食物摄入中可能缺乏或不足的营养素, 市场规模占据保健品市场的半壁江山, 2016-2023 年 CAGR 为 7.8%, 保持较快增长, 市场参与者包括汤臣倍健、安利、健合国际等; 草药/传统营养品则主要包括中药保健品, 市场参与者包括无限极、东阿阿胶、同仁堂等。

图表 177: 中国保健品行业市场规模拆分 (按品类)



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

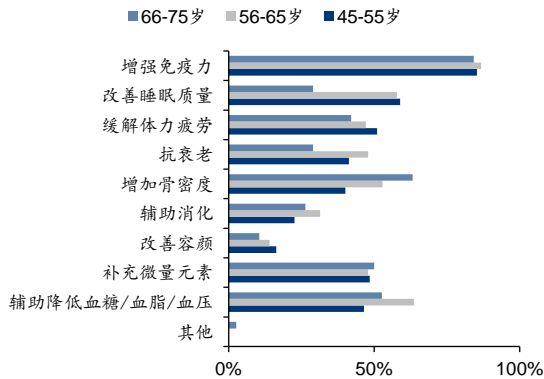
图表 178: 中国保健品行业市场规模拆分 (按品类, 2023)



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

对银发群体而言，增强免疫力是主要诉求，产品质量为核心关注点。人体免疫系统功能随年龄增长逐渐减弱，更容易感染疾病。根据南方周末的调查，在购买保健品的中老年中，增强免疫力是其第一诉求（85%），其次是改善睡眠质量（58%）和缓解体力疲劳（50%）。从品类来看，维生素、中药保健品是中老年人最常使用的保健品种类，根据灼识咨询，维生素片是横跨整个中老年年龄段共同消费的产品，超过 55% 的各年龄段受访者平常食用维生素片；同时，药食同源作为我国传统医药文化的重要组成部分，中药保健品占据较大的市场份额，近 45% 的中老年群体使用中药保健品。而中老年群体在购买保健品时，首要关注产品质量、安全性和功效，价格对其消费决策的影响程度相对较低。

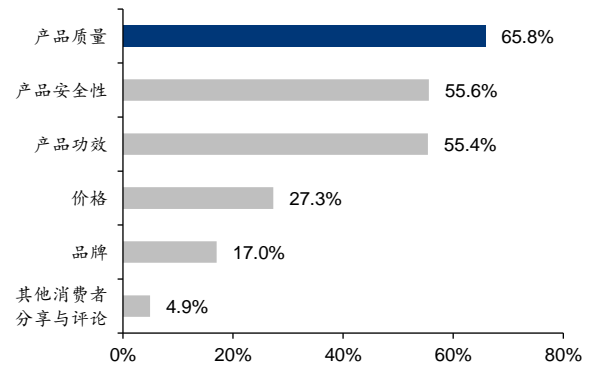
图表179：不同年龄段中老年群体购买保健品的动机（2021）



注：受访者为 45 岁及以上中老年人，N=1680

资料来源：南方周末于 2022 年 4 月发布的《2021 中老年群体健康消费现状及趋势调研》，华泰研究

图表180：中老年人购买保健消费时最看重产品质量（2023）



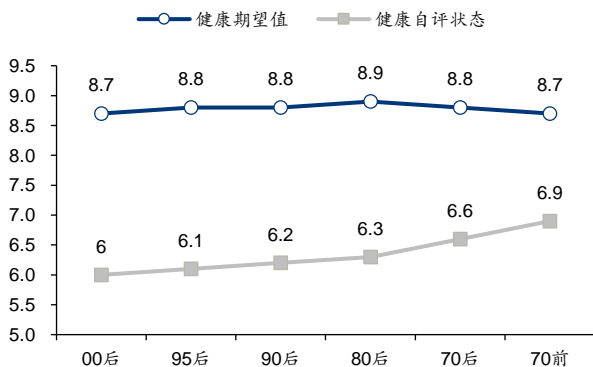
注：受访者为 5,710 名 45 岁以上人群

资料来源：灼识咨询于 2024 年 6 月发布的《银发经济，耀眼的黄金赛道 2023 年中国中老年市场白皮书——中老年服务及产品“人-货-场”三维解析》，华泰研究

电商渠道具备结构化机遇，优质代工商或为隐形冠军

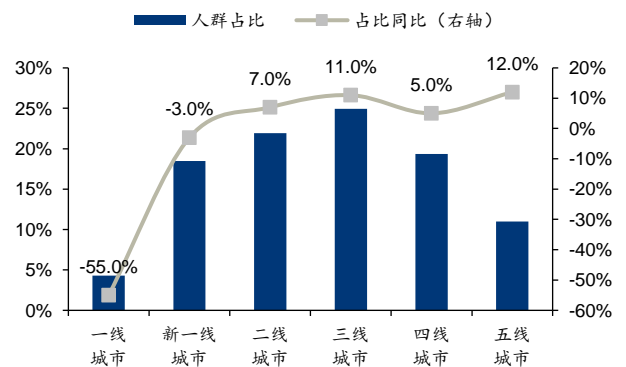
**趋势一：保健品消费“老龄化”与“年轻化”并存，下沉市场发展潜力大。**保健品不只是中老年人的“专属”，年轻群体对于健康的重视程度亦日渐提升。根据丁香医生《2020 国民健康洞察报告》，从 00 后人群到 70 前人群，将近 40 岁的年龄跨度上，对于健康的期望值差异并不大，平均都在 8.8 分上下。而在健康自评状态方面，却呈现出年龄越低、健康自评分数越低的趋势，反映出年轻人对于自身健康状况的焦虑。我们认为随着年轻人的健康意识崛起，其对于健康养生和保健品的消费需求有望不断释放。从地域上看，北京、上海、重庆、成都、天津等一线和新一线城市是抖音电商保健品行业兴趣消费者的主要来源地，但三线及以下城市的占比提升更快，反映了随着低线城市医患科普日益完备、购物渠道及物流便利度提升，保健品消费地域下沉趋势明显。

图表181：不同年龄人群的健康期望值和自评得分（2020）



资料来源：丁香医生，华泰研究

图表182：抖音电商保健品行业 Top50 品牌兴趣消费者城市分布

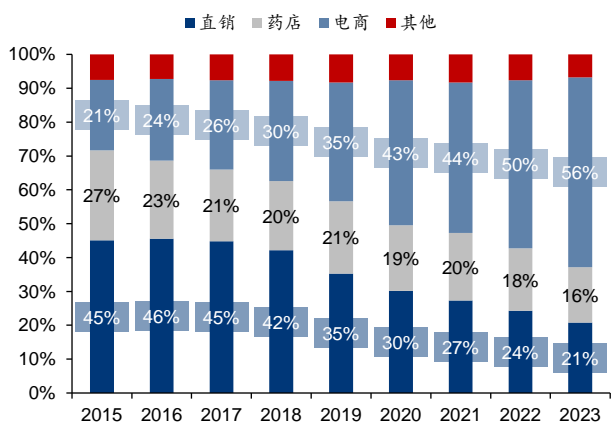


注：兴趣消费者指的是 2024 年 1-4 月在保健品行业 Top50 品牌自营视频/直播间产生互动的消费者

资料来源：蝉魔方，华泰研究

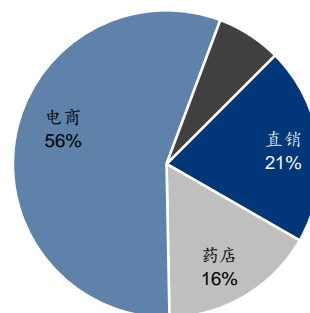
**趋势二：线下渠道监管趋严，电商成为保健品销售增长的主引擎。**以维生素和膳食补充剂行业为例，直销渠道的销售份额在 2016 年前后见顶（占比 45.6%），并自 2019 年“权健事件”之后显著下滑，2023 年份额降至 20.8%。药店渠道则受到线下客流转移、渠道定价较高以及医保新规调整（2020 年 9 月起个人医保卡禁刷保健品）等影响，销售占比亦呈现下降趋势，2023 年占比为 16.4%，但仍为线下主要销售渠道。与此同时，电商渠道近年来蓬勃发展，成为保健品销售的第一大渠道，2023 年占比为 56%，2015-2023 年电商销售额 CAGR 为 22%。其中，直播电商崛起，丰富了品牌方与消费者的互动方式，也为新锐品牌提供了更多的增长空间。同时，跨境电商模式下进口的保健品不需要进行注册或备案，降低了产品上市销售的门槛，促进海外品牌加速进入中国市场。

图表183：中国维生素和膳食补充剂行业销售渠道拆分



资料来源：Euromonitor，华泰研究

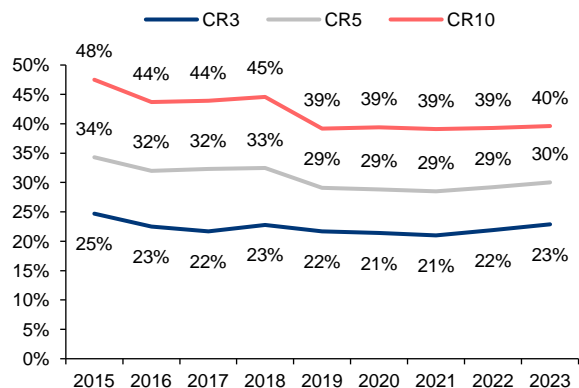
图表184：中国维生素和膳食补充剂行业销售渠道拆分（2023）



资料来源：Euromonitor，华泰研究

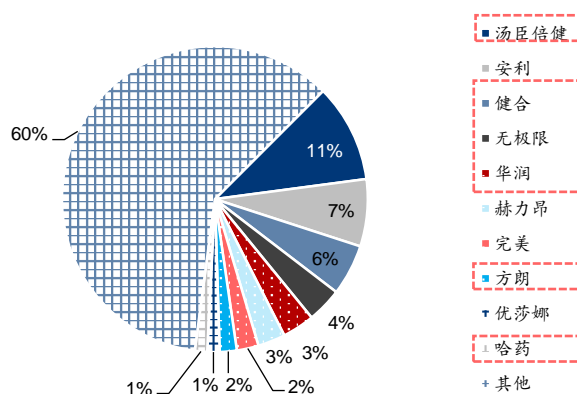
**趋势三：渠道变革促进行业专业化分工，优质代工商有望成为隐形冠军。**我国保健品行业的竞争相对分散，根据 Euromonitor，2023 年 CR10 为 39.6%，与日本较为接近（CR10 为 36.9%），低于澳大利亚（CR10 为 60.3%），高于美国（CR10 为 30.4%），我们认为主要与各国监管要求高低有关，准入门槛越高的市场集中度越高。展望未来，我们认为电商的快速发展有望促进保健品行业专业化分工。具体而言，线上渠道具备产品上新节奏快、营销费用投放大等特征，对于品牌方的产品研发、供应链管理和市场营销能力等提出较高的要求，因此在单一品类体量较小时，品牌方自行生产经济性较弱。而龙头 CDMO（Contract Development and Manufacturing Organization，合同研发生产）企业凭借长期的研发和技术积累，以及丰富的产能布局，能够快速响应下游客户的研发和制造需求，有望成为品牌方快速成长背后的隐形冠军。

图表185：中国维生素和膳食补充剂行业集中度



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表186：中国维生素和膳食补充剂行业竞争格局（2023）



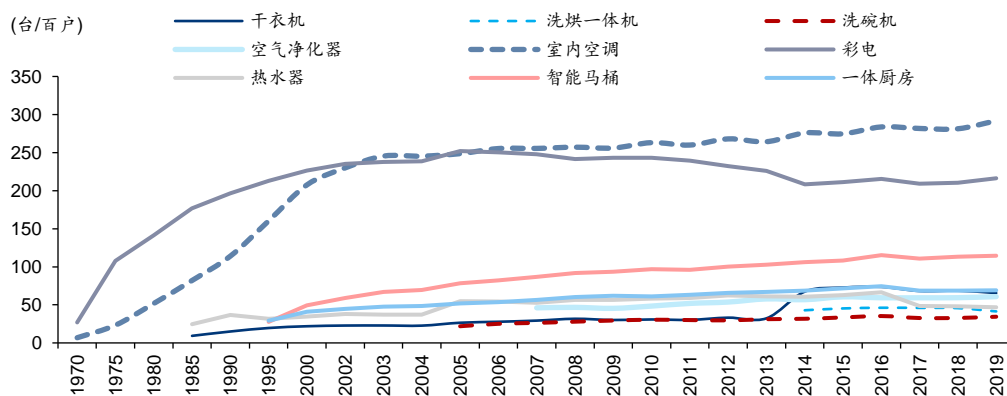
注：虚线所框的为中国公司  
资料来源：Euromonitor，华泰研究

**家电：回归舒适与健康，智能家电品类需求上升**

人口结构调整，或带来家电需求新看点。老龄化加快兼之家庭趋于小型化，家电需求或随之逐步变化。一方面，参考日本社会变化，未来对于健康、保健类、提高居住舒适性的传统家电需求仍将提升，另一方面，针对适老化社会技术创新，不同场景有望催化的老年居家家电产品迭代。

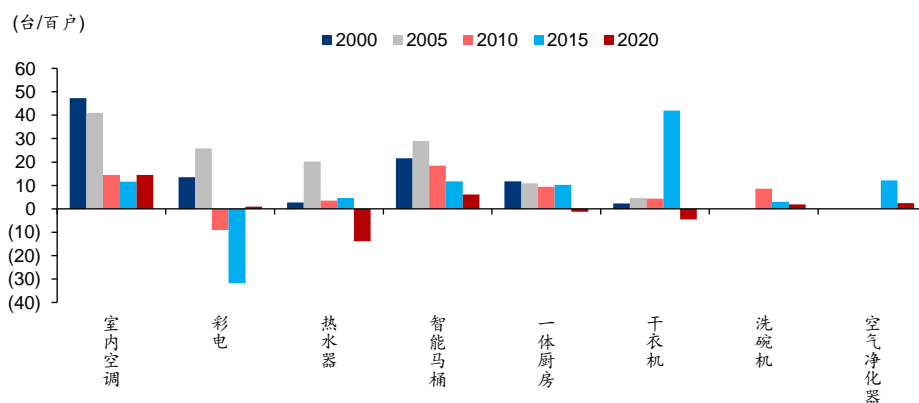
**日本经验：具备较长成长周期的家电产品渗透率依然大有可为，提升居住舒适度及健康相关产品高龄人群消费占比更高。**我们认为部分家电赛道成长周期更长，如空调、智能马桶等家电，在日本市场依然呈现出保有量提升的趋势。一方面，人口结构的变化并没有改变传统家电产品的需求，更多的还是基于家电产品属性（冰箱储存食物、洗衣机清洁衣物等）带来的产品需求。另一方面，随着年龄提升，健康、保健属性的家电存在差异化需求。

**图表187：长期增长形式更佳的部分品类：以空调为代表的大家电和以智能马桶为代表的小家电**



资料来源：日本内阁府、华泰研究

**图表188：各个时间区间日本家庭家电保有量变化**



资料来源：日本内阁府、华泰研究

随着年龄提升，健康、保健属性的家电存在差异化需求。根据日本内阁府消费趋势调查，30-39岁年龄段家庭更为偏好减少家务劳动的干衣机、洗碗机等家电产品，40-49岁年龄段家庭健康需求提升，对于智能马桶及热水器保有量较高，60-69岁家庭居家舒适需求占比高，对空调、电视机、暖风机需求较高；而70岁以上家庭对按摩椅产品偏好明显高于其他年龄段。

考虑到国内养老机制不断完善，退休后老年人购买力仍有望得到保障。在老年人更为关注生活质量的趋势中，我们看好老年人的储蓄倾向有望向消费倾向转移，银发经济占比有望提升，进而有望带来健康、保健类家电需求。

图表189：日本各个年龄段保有量最高的家电产品

耐用消费品	30岁以下	30-39岁	40-49岁	50-59岁	60-69岁	70岁及以上
<b>30-39岁持有最多的产品类别</b>						
干衣机	59.8	88.1	77.7	70.9	62.7	53.4
洗干一体机	40.2	53.9	48.2	44.9	38.8	37
洗碗机	21.8	46.1	45.5	37.6	33.5	26.3
空气净化器	70.1	83.1	75.8	62.1	68.4	47.7
<b>40-49岁持有最多的产品类别</b>						
智能马桶	88.5	105.2	117.5	111.8	116.7	112.4
整体厨房	49.4	71.2	77.5	77.1	73.5	62.5
热水器	33.3	52.5	56.2	50.2	48.5	46.6
<b>50-59岁持有最多的产品类别</b>						
光盘播放器	82.8	105.6	131	148.2	140	93.6
<b>60-69岁持有最多的产品类别</b>						
暖风机	39.1	59.3	69.9	95.3	107.7	82
家用空调	171.3	229.3	271.1	289.7	307	285
彩电	140.2	160	176.1	202.5	235.6	221.8
<b>70岁及以上持有最多的产品类别</b>						
按摩椅	2.3	5.2	9.3	17.2	21.7	24.2

资料来源：华泰研究预测注：按摩椅为2009年内阁府消费趋势调查数据，后续未披露按摩椅数据，其他品类为截止2021年3月。由于日本65岁及以上人口占比在1970年超过7%，我们认为2009年数据仍可以作为人口结构变化带来不同年龄人口中家电保有量差异的参考

资料来源：日本内阁府、华泰研究

### 居家养老推动技术创新，关注“AI+”/护理机器人等机遇

日本老年社会相关研究处于前列。2000年以来，日本越来越多的领域创新和技术进步针对适老化社会。参考日本基于场景需求的老年居家家电产品发展情况，我们认为未来技术进步有望推动更多相关产品进入国内市场。

**政策支持：国内市场产业支持陆续到位。**国务院2024年1号文件发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，《意见》首次用“发展银发经济”取代“解决老龄化问题”的表述，《意见》具体提出了4个方面26项举措。其中明确提出，打造智慧健康养老新业态，推进新一代信息技术以及移动终端、可穿戴设备、服务机器人等智能设备在居家、社区、机构等养老场景集成应用。加强科技创新应用，围绕康复辅助器具、智能健康养老等重点领域，谋划一批前瞻性、战略性科技攻关项目。通过中央财政支持银发经济领域科研活动，加大产业高质量发展、战略性新兴产业发展等专项对银发经济的支持力度。

**下游需求：居家养老高占比推动创新技术发展。**一方面，智能家居场景与家电相关性最强，差异化的产品设计，允许老年人或看护人通过手机、平板等智能设备远程控制室内的灯光、空调、窗帘等设备，提高了老年人的生活自主性，也减轻了护理的负担。另一方面，智能家居为底层技术的应用广泛，涵盖家庭安全系统、GPS在网络、家庭医疗保健、环境控制等方面，为人们提供了更加智能、便捷、安全的居家养老生活方式，能够满足老年人生活的各种需求，且可提供全方位的护理功能，使老年群体即使独立居家养老也能够享受更加舒适的生活。

**上游研发&制造：“AI+”有望协助老年人独立生活。**专门从事护理机器人、辅助设备和人工智能的企业在提高老年人的生活质量方面发挥着重要作用。从机器人看护到智能家居系统，技术进步使得老年人独立生活成为可能，并减轻了护理人员的负担。处于此类技术前沿的公司将从对这些解决方案不断增长的需求中受益。



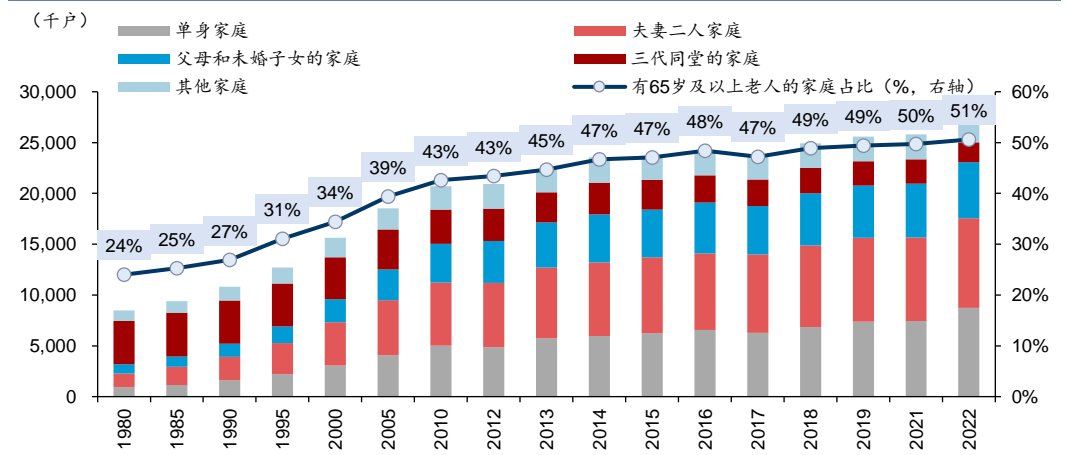
图表190：新时代下，老人居家场景需求汇总

相关案例	应用场景	具体内容
	智能家居	智能照明系统、智能家电（电视空调窗帘灯）控制、智能门锁等
	安全系统	健康跟踪、紧急呼叫系统、烟雾报警器与燃气泄漏报警器、智能摄像头等
	GPS 泛在网络	老人定位手环或胸牌、防走失、室内定位系统、门禁系统联动等
	家庭医疗保健	智能健康监测设备、远程医疗咨询平台、智能药盒、健康评估反馈等
	环境控制	智能温度控制系统、空气净化与质量监测系统、智能湿度控制系统等
	护理机器人	助行机器人、远程看护机器人、护理辅助机器人等
	远程服务	远程家政服务预订平台、在线文化娱乐服务平台、远程心理关怀服务、诊前指导、诊后跟踪等

资料来源：早稻田大学电子政务和地方政府研究所、华泰研究

根据日本内阁府《老龄问题白皮书》，1980 年日本三代同堂家庭在所有家庭结构中所占比例最大（50.1%），但到 2021 年，这一比例骤降至 9.3%。随着大多数家庭与年迈的父母分开居住，家人的担忧和焦虑也与日俱增，而在中国老年人与子女分开居住的情况也在上升。

图表191：日本社会老龄化叠加独立养老，居家家电需求待创新



资料来源：日本内阁府、华泰研究

这一趋势给老年护理新兴产品带来机遇，日本家用电器人工智能驱动的老人护理市场机会正在迅速增长。AI 集成的智能家居系统处于这一运动的最前沿，在考虑隐私的同时，使老年人的活动、健康和睡眠状况随时“可见”，即使孩子与父母分居两地，也能及时掌握情况。

此外，这些系统使用 AI 可以自动化照明、温度控制和安全功能，为老年人提供更安全、更方便的环境。我们认为，随着更多中国企业进入相关领域，此类创新的市场潜力值得发掘。

图表192：案例分享：智能家居传感技术让看护减少忧虑



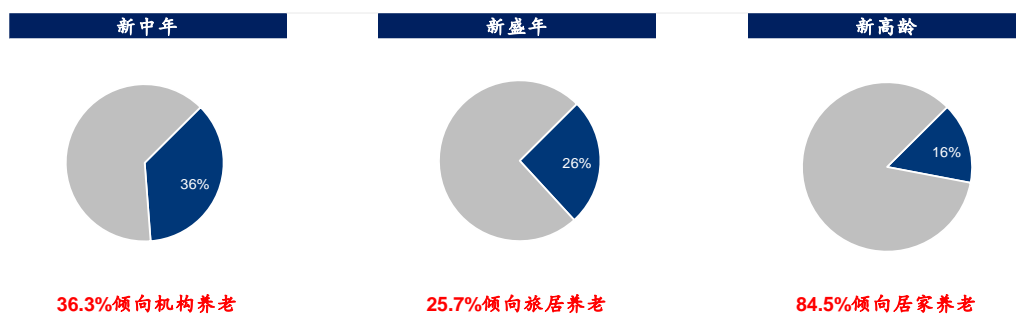
资料来源：CplusC 株式会社、华泰研究

### 代际跃迁型消费：向上尽孝与向下扶持

孝心经济：银发族消费的“背后推手”，偏好不容忽视

“保险+康养”布局中高端养老服务赛道，保障与康养联动。据 AgeClub，我国机构养老早期以养老社区类产品为主流，供给价格较高且仅向高龄群体提供，使用人群与购买力之间存在较大程度的错配。后续险资延伸进入初老活力人群的家庭与社区养老场景，通过提供服务权益促进商业保险与中高端养老服务的进一步融合，以轻资产模式发挥产品属性优势。近年来，各大保险集团布局“重资产+全面服务”，通过设立康养项目、结合子女为老年人投保商业险的需求，有效对接购买力与目标群体，成为部分高净值人士的尽孝选择。

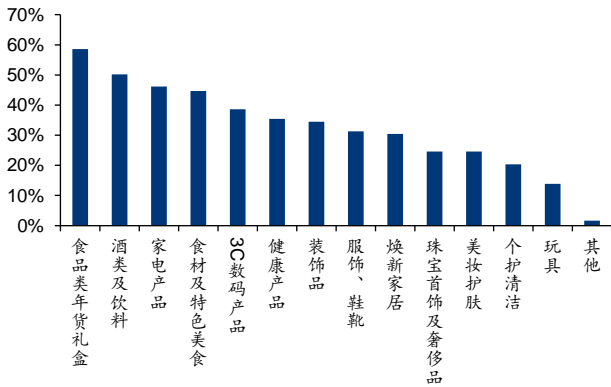
图表193：银发族各年龄段养老认知：40-60岁群体有36.3%倾向机构养老



注：图中新中年指40-60岁群体，新盛年指60-75岁群体，新高龄指75岁以上群体。N=1,464  
资料来源：AgeClub 新康养需求洞察研究，华泰研究

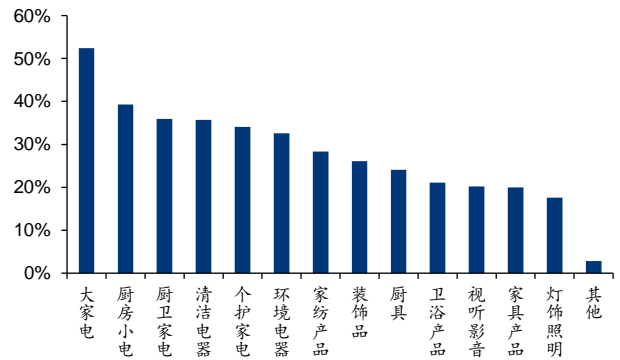
子女采购辅助设备协助科技赋能产品渗透。子女购买正成为推动智能设备向银发群体渗透的关键力量，年节礼物、日常关照等均是子女购买的重要窗口期。据京东研究院于2025年初的年货消费调研，2025年“年货节”有分别有46.2%/38.6%的年轻人回老家银发父母购买家电产品/3C数码产品，其中大家电、厨房家电与智能清洁电器等位居家电品类“备年货”时消费选择的前列。在以旧换新政策扶持以及年轻一代新潮、智能的消费观念引领下，老年家电家居逐渐呈现绿色、健康、智能化特征，子女孝心回馈加速智能化产品在居家场景的渗透率提升。

图表194：2025年货节年轻人回老家添置的产品种类



资料来源：京东研究院，华泰研究

图表195：2025年货节年轻人回老家添置的家电家居产品



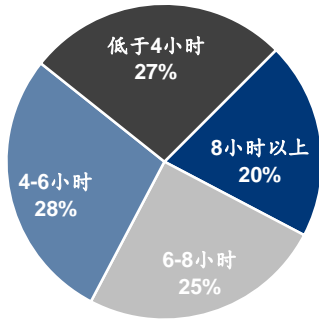
资料来源：京东研究院，华泰研究

**隔代育儿：关注银发族的日常消费主导权**

隔代抚养目前已成为我国较普遍的现象，我国目前有 94%以上的老年人在不同程度地养育孙辈（宏观趋势下的银发经济与市场格局，王振耀，调研于 2022 年）。照料孙辈通过提高家庭社会互动水平、推动互联网使用等路径提升中老年家庭总体消费水平，并促进中老年家庭的消费结构升级（《隔代照料对中老年家庭消费的影响》，张敏，2023）。

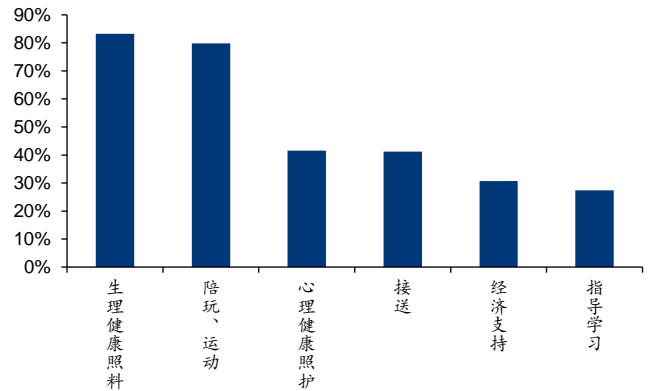
参考当前祖辈隔代育儿较高参与度，我们认为银发隔代育儿群体针对于孙辈的日常必选消费品品牌选择、兴趣教育、休闲玩乐（祖孙游、周边短途游）等方面仍然具备较大主导力度，可关注银发群体隔代抚养育儿消费品类偏好。

图表196：祖辈每日育儿时长分布（2022）



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表197：祖辈主要育儿行为分布（2022）



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

## 投资建议：三大投资方向

综合前面的分析，我们认为伴随我国人口结构从“金字塔”向“倒金字塔”型快速演变，银发经济的投资范式和分析框架也应进行相应调整。3.0 新银发经济时代的内核是“主动适应”，打破人、货、场的时空限制，将养老这一社会保障的“成本项”转化为消费市场扩容与升级的新抓手。一方面，备老、适老进程中的精细化、高标准、多元化需求不断涌现，将成为拉动银发产业创新的重要推力；另一方面，AI 与物联网、大数据、机器人等技术的持续融合和迭代，赋予了银发经济应用场景更多想象空间。

基于以上供需两端的新动能，我们认为悦己疗愈型消费（美妆医美、智能家电、情绪价值消费品等）、体验价值型消费（酒店旅游、宠物等）、以及普惠功能型消费（养老用品、养老服务）具备脱颖而出的潜力，其中具备产品、品牌、场景、技术等综合竞争优势的龙头公司有望受益于银发经济实现快速发展。具体相关公司如下：

### 1) 悦己疗愈型消费：

**美妆医美：**上美股份（多品类多品牌有望适配银发护肤需求）、毛戈平（高端稀缺国货品牌，全年龄段人群覆盖广泛）、巨子生物（重组胶原/人参皂苷等多元成份有望商业化落地多场景）、珀莱雅（国货美妆龙头，品类全面）、爱美客（轻医美需求有望延伸至银发人群）、美丽田园（双美+双保健模式有望深度挖潜银发人群全生命周期价值）

**智能家电：**石头科技（扫地机器人“解放双手”，提升银发家庭生活品质）、绿联科技（简易操作智能配件降低银发使用门槛，性价比优势显著）、海尔智家（全品类家电适老化改造覆盖家庭场景，品牌信任度高）、萤石网络（智能监控保障独居老人安全，远程关怀强化情感连接）、TCL 电子（大屏+语音控制适老化电视，适配银发娱乐需求）；

**情绪价值消费品：**老铺黄金（中国古法手工金器领先品牌，满足银发悦己及传承需求）、安踏体育（打造适老化运动装备满足银发安全刚需，国货崛起提升民族品牌认同）、思摩尔国际（领先的雾化科技解决方案提供商，积极探索 HNB 新业务，新型烟草布局领先助力烟民减害）；

**保健品行业：**科学配方+品牌信任，满足银发健康管理及慢病预防。

### 2) 体验价值型消费：

**酒店旅游：**亚朵（中高端酒店适配银发深度旅行，优化体验）、华住集团（标准化连锁酒店龙头，银发旅游性价比选择）、中国中免（免税渠道覆盖高端美妆、保健品，满足银发品质升级）、宋城演艺（文旅演艺融合传统文化，银发团体游占比高）、蜜雪集团（高性价比现制饮品+下沉街边店布局，适配银发自身及隔代消费）、古茗（鲜果茶健康属性，顺应银发族健康化消费趋势）、茶百道（大众茶饮龙头，契合多年龄段多元需求）；

**宠物：**乖宝宠物（深厚的宠物食品研发实力及稳定的供应链基础共同保障宠物营养健康，支撑银发情感寄托）、中宠股份（宠物食品龙二企业，高中低价格带产品全覆盖，满足银发精细化养宠需求）

### 3) 普惠功能型消费：

**养老用品：**稳健医疗（业内稀缺的具备医疗背景的消费品品牌，适配居家护理需求，医疗及消费品业务均受益）、百亚股份（成人失禁用品提升银发生活舒适度，品牌有望率先受益）

**养老服务：**圣贝拉（全生命周期护理平台有望延伸至银发照护，高质量标准化服务再定义行业标准，满足品质养老需求）

图表198: 重点公司一览表

股票名称	股票代码	最新收盘价	目标价	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
上美股份	2145 HK	买入	93.15	100	37,080	1.96	2.56	3.22	3.92	43.17	33.07	26.28	21.63
毛戈平	1318 HK	买入	98.5	127.89	48,283	1.8	2.4	3.13	3.91	49.88	37.39	28.66	22.91
巨子生物	2367 HK	买入	60.5	81.61	64,790	2.01	2.53	3.11	3.71	27.44	21.77	17.67	14.85
珀莱雅	603605 CH	买入	83.22	122.3	32,976	3.92	4.53	5.19	5.93	21.25	18.37	16.02	14.04
爱美客	300896 CH	买入	186	237.9	56,282	6.47	7.93	9.51	11.05	28.75	23.47	19.56	16.83
美丽田园医疗	2373 HK	买入	27.58	37.36	6,503	0.97	1.36	1.57	1.78	25.9	18.47	16.02	14.1
健康													
石头科技	688169 CH	买入	179.34	253.23	46,464	10.69	11.01	12.56	15.3	16.77	16.29	14.28	11.72
绿联科技	301606 CH	买入	66.42	80.5	27,558	1.11	1.61	2.05	2.59	59.61	41.21	32.33	25.67
海尔智家	600690 CH	买入	25.5	33.75	239,264	2	2.25	2.48	2.7	12.77	11.33	10.29	9.44
萤石网络	688475 CH	买入	34.26	42.04	26,980	0.64	0.73	0.88	1.07	53.54	47.2	38.97	32.12
TCL 电子	1070 HK	买入	9.55	10.8	24,075	0.7	0.9	1.07	1.2	13.68	10.66	8.9	7.94
老铺黄金	6181 HK	买入	765.5	1200	132,184	8.53	28.46	35.98	43.89	81.64	24.47	19.36	15.87
安踏体育	2020 HK	买入	90	117.98	252,649	5.41	4.63	5.21	5.82	15.14	17.67	15.73	14.06
思摩尔国际	6969 HK	买入	21.62	25	133,838	0.21	0.21	0.35	0.45	93.27	91.98	56.88	44.07
亚朵	ATAT US	买入	35.38	41.22	4,868	9.27	11.86	15.08	18.8	27.26	21.31	16.76	13.44
华住集团-S	1179 HK	买入	25.38	37.71	77,901	1.18	1.37	1.59	1.76	19.79	17.03	14.69	13.28
中国中免	601888 CH	买入	65.63	79.1	135,779	2.06	2.26	2.56	2.91	31.82	28.98	25.65	22.53
宋城演艺	300144 CH	买入	8.54	10.88	22,397	0.4	0.44	0.51	0.55	21.36	19.63	16.62	15.52
蜜雪集团	2097 HK	买入	448.6	565.67	170,297	11.69	13.93	16.97	20.23	34.92	29.29	24.06	20.17
古茗	1364 HK	买入	23.14	35.27	55,031	0.62	0.88	1.07	1.28	33.86	23.82	19.74	16.41
茶百道	2555 HK	买入	9.76	10.43	14,422	0.32	0.48	0.57	0.67	27.79	18.38	15.46	13.16
乖宝宠物	301498 CH	买入	96.37	130	38,552	1.56	1.87	2.41	3.14	61.71	51.41	39.99	30.73
中宠股份	002891 CH	买入	57.47	79.52	17,492	1.29	1.42	1.83	2.41	44.42	40.42	31.34	23.9
稳健医疗	300888 CH	买入	41.08	60.06	23,922	1.19	1.82	2.23	2.73	34.4	22.54	18.38	15.05
百亚股份	003006 CH	买入	29	33	12,460	0.67	0.87	1.13	1.53	43.28	33.48	25.58	18.95
圣贝拉	2508 HK	买入	7.14	9.76	4,442	0.07	0.19	0.33	0.49	95.65	33.49	19.74	13.20

注: 收盘价及市值统计为 2025.8.13 数据, 皆为华泰覆盖公司, EPS 采用华泰研究预测; 华住集团-S EPS 和 PE 预测参考彭博一致预期  
资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

### 风险提示

**下游消费动力不及预期:** 银发市场的消费需求受到宏观经济波动、个人收入预期下降以及消费信心减弱等因素影响。如果老年群体的消费能力或意愿下降, 可能会对银发产业的增长潜力造成负面影响。此外, 银发群体存在财产隐患, 老年群体因生活经验和年龄等因素影响, 更注重生活质量的保障和提升, 但同时也容易受到欺诈等不良手段的侵害, 导致财产损失。

**市场竞争加剧:** 随着银发产业的快速发展, 市场竞争环境日新月异。企业若不能及时适应市场变化, 如忽视产品创新、品牌建设和新渠道拓展等, 可能会在竞争中处于不利地位。

**行业政策监管变化:** 银发经济涵盖日常消费、医养看护、养生保健、精神情感等四大类型的消费, 受到政策和监管的影响较大, 政策的不确定性可能会对“银发经济”相关赛道及企业运营带来挑战。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、曾璐、石狄、惠普、王森泉、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 海尔智家（600690 CH）、TCL 电子（1070 HK）、绿联科技（301606 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 石头科技（688169 CH）、毛戈平（1318 HK）、蜜雪集团（2097 HK）、老铺黄金（6181 HK）、思摩尔国际（6969 HK）、萤石网络（688475 CH）、巨子生物（2367 HK）、安踏体育（2020 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾璐、石狄、惠普、王森泉、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 海尔智家（600690 CH）、毛戈平（1318 HK）、蜜雪集团（2097 HK）、美丽田园医疗健康（2373 HK）、巨子生物（2367 HK）、圣贝拉（2508 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 海尔智家（600690 CH）、毛戈平（1318 HK）、蜜雪集团（2097 HK）、美丽田园医疗健康（2373 HK）、绿联科技（301606 CH）、巨子生物（2367 HK）、圣贝拉（2508 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 海尔智家（600690 CH）、毛戈平（1318 HK）、蜜雪集团（2097 HK）、美丽田园医疗健康（2373 HK）、巨子生物（2367 HK）、圣贝拉（2508 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 海尔智家（600690 CH）、TCL 电子（1070 HK）、绿联科技（301606 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 石头科技（688169 CH）、毛戈平（1318 HK）、蜜雪集团（2097 HK）、老铺黄金（6181 HK）、思摩尔国际（6969 HK）、萤石网络（688475 CH）、巨子生物（2367 HK）、安踏体育（2020 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

## 行业评级

**增持：** 预计行业股票指数超越基准  
**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入：** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持：** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出：** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国：** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：** 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：** 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡：** 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019  
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017  
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123  
电子邮件：research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）  
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702  
电子邮件：Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981  
电话：+65 68603600  
传真：+65 65091183  
<https://www.htsc.com.sg>

## 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032  
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120  
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司