

医疗服务养老与照护行业风险报告

GlobalCheck 全球行业结构性风险评级 (GISR)

报告版本: 2026.1

专业机构版

目录

第 1 章 执行摘要	5
1.1 行业范围与 GISR 结论	5
1.2 核心结构性风险与缓释因素	5
1.3 当前状态与未来 12—24 个月	5
1.4 使用范围	6
第 2 章 行业定义、边界与适用范围	6
2.1 行业操作性定义	6
2.2 包含的业务	6
2.3 明确排除的业务	7
2.4 相邻行业和代码归类冲突	7
2.5 合并报告的合理性	8
第 3 章 全球行业结构性风险评价结果	8
3.1 GISR 总体结果	8
3.2 六个评价维度	9
3.2.1 行业周期性	9
3.2.2 竞争结构与进入壁垒	9
3.2.3 盈利能力与现金流稳定性	10
3.2.4 技术、产品或商业模式替代风险	10
3.2.5 中长期增长稳定性	10
3.2.6 监管、政策、供应链及外部冲击暴露	10
3.3 结构性风险与当前景气度的区别	11
3.4 核心风险、缓释因素与未来触发条件	11
第 4 章 行业结构、价值链与商业模式	11
4.1 产业链结构与风险传导	11
4.2 核心产品与服务体系	12
4.3 主要商业模式	12
4.4 行业参与者类型	13
第 5 章 全球市场规模、需求与供给结构	13
5.1 市场规模与历史变化	13
5.2 需求驱动因素	16

5.3 供给能力、容量与利用率 16

5.4 定价与支付机制..... 19

第 6 章 竞争格局与行业集中度..... 20

6.1 行业集中度..... 20

6.2 进入壁垒 21

6.3 竞争方式 21

6.4 行业整合与退出..... 21

第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征 22

7.1 收入模式与稳定性..... 22

7.2 成本结构 22

7.3 利润率和盈利波动 23

7.4 营运资金与现金转换..... 24

7.5 资本密集度与自由现金流 24

7.6 杠杆和融资特征..... 25

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导 25

8.1 行业周期来源 25

8.2 关键历史压力期..... 25

8.3 历史峰谷表现 26

8.4 风险传导机制 27

8.5 缓冲机制 27

第 9 章 技术、监管、政策与替代风险 28

9.1 技术变化 28

9.2 产品或商业模式替代..... 28

9.3 监管和政策..... 29

9.4 合规成本及监管不确定性 29

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险 30

10.1 关键投入 30

10.2 供应集中度..... 30

10.3 下游和客户集中..... 31

10.4 国际贸易 31

10.5 供应链韧性..... 31

第 11 章 全球区域差异..... 31

11.1 北美..... 32

11.2 欧洲..... 32

11.3 中国..... 32

11.4 日本、韩国及其他亚洲 33

11.5 中东、拉丁美洲、非洲与大洋洲..... 33

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望..... 33

12.1 当前行业状态：截至 2026 年 8 月 7 日 33

12.2 未来 12—24 个月展望 34

第 13 章 情景分析与关键监测指标 34

13.1 情景分析 34

13.2 关键监测指标 35

13.3 GISR 变化触发条件..... 36

第 14 章 方法论、局限及使用说明 36

14.1 GISR 评价对象与等级含义 36

14.2 数据口径与可比性 36

14.3 主要局限 37

14.4 使用说明 37

第 15 章 参考资料 37

15.1 国际组织与官方统计..... 37

15.2 政府与监管机构..... 38

15.4 公司法定及正式披露..... 40

15.5 学术及专业研究..... 41

15.6 其他辅助资料 41

第 1 章 执行摘要

1.1 行业范围与 GISR 结论

本报告覆盖直接向患者、老年人及长期失能人群提供的临床医疗、康复、长期护理、养老照护和相关正式社会照护服务，分析单位以服务提供者/运营商为主；药品、医疗器械、保险/PBM、纯医疗地产、医疗 IT 以及无偿家庭照护不计入行业主体边界。跨国规模比较以 SHA 2011 的提供者、功能和融资口径为基础，并对医疗型长期护理与社会型长期护理的边界单独披露[1][2]。

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）最终维持 3 级——中等结构性风险。复核 R1、R2 多维证据和 R3 压力期/前瞻分析后，没有足够证据支持改级。该等级反映：终端需求具有较强必需性与人口结构支撑，但劳动力、公共支付、质量监管、资产利用率和运营连续性可持续造成显著利润与现金流分化；同时，本行业对商品价格、国际贸易和完全技术替代的直接暴露相对有限。

1.2 核心结构性风险与缓释因素

- 劳动力供给与成本：医生、护士、护理员和 home care 人员决定有效服务容量；培训周期、执照、地区错配和跨境人员流动使人力供给不能快速调整。
- 支付与成本错配：政府和强制性保险是多个成熟市场的核心 payer，年度费率更新可能滞后于工资、合规和设施成本；payer mix 能够使相同服务量产生完全不同的盈利结果。
- 服务地点迁移：低 acuity 服务持续由住院床位向门诊、康复、家庭和社区场景迁移，重资产医院、SNF 和养老设施面临利用率与资本回报再配置风险。
- 监管、质量和网络安全：人员配置、质量报送、医保资格、隐私、反欺诈、数据互操作和网络韧性均具有固定合规成本，严重事件可能直接转化为停诊、处罚、诉讼或许可风险。
- 区域与商业模式分化：医院、SNF、assisted living 和 home care 在资产强度、payer 结构与劳动力组合上差异显著，全球行业内部不存在可可靠使用的单一利润率或单一容量指标。

主要缓释来自基础医疗和长期照护需求的必需性、人口老龄化和慢病带来的长期服务需求、公共支付和危机时期政府支持、规模化运营形成的采购/IT/质量管理能力，以及由住院向门诊和家庭迁移带来的资本效率提升空间。缓释因素降低波动但不能消除 payer、人员或资产结构失配。

1.3 当前状态与未来 12—24 个月

截至 2026 年 8 月 7 日，美国 BLS 显示 2026 年 7 月 health care 就业增加约 2.2 万人，其中 ambulatory health care services 增加约 1.8 万人，岗位增长仍在延续但较此前 12 个月平均速度放缓[3]。美国上市运营商最新 Q2 样本亦显示收入仍为正增长：HCA +8.7%、UHS +8.3%、Ensign +17.3%、Encompass +9.6%，但增长来源分别受到服务量、payer mix、补充支付、并购、入住率和出院量影响，不能视为行业平均[4][5][6][7]。

基准情景下，2026 年下半年至 2028 年上半年核心医疗与长期照护服务量仍受人口、慢病与失能需求支撑，site-of-care 继续向门诊、康复和 home/community 迁移。利润表现更可能由费率与人工成本的剪刀差、staffed capacity、payer mix 和合规成本决定，而非由总需求单一变量决定。主要上行触发包括人员 vacancy 持续下降、公共费率更好覆盖成本、正式长期护

理融资扩围以及数字化产生可验证生产率；主要下行触发包括 payer cuts 或保险覆盖下降、移民/资格政策收紧、工资和责任成本再加速、网络/公共卫生事件及高利率下的重资产扩张错配。

1.4 使用范围

GISR 为行业结构性风险评价，不是单个企业信用评级、违约概率、投资建议或国家风险评分。企业最终适用本报告需要同时核对行业代码、主营收入来源、资产与 payer 结构；集团内若存在保险、药械、医疗地产或其他实质业务，应分别映射相应行业报告。

第 2 章 行业定义、边界与适用范围

2.1 行业操作性定义

本报告评价的是由专业机构或正式照护提供者直接向患者、老年人、失能或长期依赖人群提供的临床医疗、康复、长期护理、养老照护以及与长期失能直接相关的正式社会照护服务。核心经济活动不是药品、器械或保险产品的生产与分销，而是“以专业劳动力、受监管服务流程和场所/网络能力交付照护结果”。因此，企业风险主要围绕服务量、人员配置、支付费率、质量合规、容量利用、应收回款及资本/租赁负担形成。

GlobalCheck 适用判断应首先看企业实际主营业务而非单一工商代码：以最近年度收入、运营资产、人员和服务量的主导来源为依据。若企业同时经营医院、护理院、保险、药房或地产，应按可分拆业务逐段映射；无法分拆且没有一个业务形成清晰主导时，应标记为“多行业混合主体”，避免将本报告的 GISR 3 机械覆盖全部业务。

应用判定规则：本报告优先适用于“provider/operator”主体。支付方（保险、医保管理机构）、药械制造商、纯地产持有人、医疗 IT 平台以及金融控股主体，即使服务于医疗生态，也不因客户或资产位于医疗领域而自动适用本报告。

2.2 包含的业务

表 2-1 纳入业务、服务与主要资产

业务	核心服务	典型商业模式	主要资产/能力	底层风险画像
综合及专科医院	住院、急诊、手术、专科临床服务	病例/住院/DRG 或 payer 合同；公立、非营利、营利均可	医院建筑、床位、手术/诊疗设施、临床人员	医疗服务
门诊及日间医疗	医生诊疗、专科门诊、urgent care、日间手术	按次/项目/病例组合；可由医院系统或独立机构运营	诊所、日间中心、医生网络	医疗服务
康复与行为健康	住院/门诊康复、精神和行为健康临床服务	按病例、按日或合约支付	康复医院、行为健康设施、专业人员	医疗服务
家庭医疗与临终关怀	home health、hospice/palliative care	按小时、按日、按 episode 或医保规则支付	轻资产服务网络、移动临床团队	医疗服务
SNF/护理院	专业护理、长期住宿护理	按日/PPS/Medicaid/自费组合	护理床位、护理人员；可自持或租赁设施	医疗服务（LTC 子类）
Assisted living/住宅养老	生活支持、记忆照护、一定程度护理服务	月费/日费、私人自费为主的市场较常见	住宅型照护设施、护理与生活支持人员	医疗服务（养老照护扩展）

业务	核心服务	典型商业模式	主要资产/能力	底层风险画像
CCRC/Life-plan community	独立生活+辅助生活+护理连续体	入住/租住费+服务费；仅纳入实质照护部分	综合养老社区	医疗服务（条件纳入）
正式社会照护	面向老年、残障、长期失能成年人的个人照护、ADL/IADL 支持	政府购买、保险支付或私人自费	社区网络、home care 人员	医疗服务（照护扩展）

同一服务可跨场景交付。例如康复既可在医院内完成，也可在独立 inpatient rehabilitation facility 或家庭环境中完成；长期照护亦可能发生在护理院、assisted living、社区或家庭。对 GlobalCheck 而言，优先识别收入来源和实际服务场景，而不是仅按建筑物名称判断。

2.3 明确排除的业务

表 2-2 主要排除业务及建议映射

排除项	排除原因	建议映射
制药、生物科技	收入来自药物研发/制造/授权，成本、技术和供应链风险与 provider 不同	药品/生物科技行业报告；报告 ID 待 GlobalCheck 主数据表核验
医疗器械及耗材制造	制造、注册、产品召回和全球供应链主导风险	医疗设备/器械行业报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
医疗保险、PBM、管理式医保	承担保险风险、准备金和金融监管，不是服务交付主体	保险/金融服务报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
药房和医药分销	商品流通与库存/渠道风险主导	医药流通/零售相关报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
医疗 IT/EHR/数字健康 SaaS	软件订阅、平台和数据产品商业模式	软件与信息技术服务行业报告（项目中已有相关报告）；具体 ID 按主数据表
纯医疗地产/Healthcare REIT	租金、估值和融资风险主导；不直接承担临床服务	房地产/REIT 相关报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
无实质照护的独立老年住宅	核心是住宅租赁/运营，不形成正式护理服务	房地产/住宿运营相关报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
儿童保育、一般社会福利	虽可能落入 NAICS 624/ISIC 88，但服务对象和支付机制不同	社会服务或其他适用报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
独立实验室/影像/救护车运输	作为相邻辅助服务；如独立经营且占主营，应单独判定	专业医疗辅助服务/运输相关报告；以 GlobalCheck 主数据映射为准
无偿家庭照护	属于总照护经济的重要替代供给，但没有正式 provider 收入	不作为企业行业映射；仅进入需求/供给缺口分析

相邻业务的具体 GlobalCheck 报告 ID 应以跨报告主数据映射表为准。本报告仅列示可确认的目标报告类别或名称，不在缺少统一主数据映射的情况下推定其他报告编号。

2.4 相邻行业和代码归类冲突

表 2-3 国际分类代码与 GlobalCheck 归类冲突

活动	主要国际代码桥接	GlobalCheck 归类冲突
----	----------	------------------

活动	主要国际代码桥接	GlobalCheck 归类冲突
医院	ISIC 861 / NACE 86.1 / NAICS 622 / SIC 8062	较低；但医院集团可能拥有保险、药房、实验室、地产
门诊医疗	ISIC 862/869 / NACE 86.2/86.9 / NAICS 621	中等；NAICS 621 含牙科、独立实验室等边界业务
家庭医疗	NAICS 6216；ISIC/NACE 常落在 other human health	中等；home health 与非医疗 personal care 容易混淆
SNF/护理院	ISIC/NACE 87.1 / NAICS 6231 / SIC 8051 等	较低至中等；短期康复与长期照护 payer 和住院依赖不同
Assisted living/CCRC	ISIC/NACE 87.3 / NAICS 6233 / SIC 8059 等	高；CCRC 可能包含纯独立生活和房地产成分
社会照护	ISIC/NACE 88.1 / NAICS 624120	高；上层代码 6241/88 同时可能混入儿童、家庭和一般福利服务

代码归类风险主要来自“同一码下的不同服务对象”和“同一企业的多场景收入”。例如 NAICS 62 作为大类同时覆盖 health care 和 social assistance；NAICS 624120 能够较好锁定 elderly/persons with disabilities，但若只获得 6241 上层代码，则不能自动把全部个体与家庭服务收入纳入本报告。类似地，ISIC/NACE 86.2 同时覆盖医疗与牙科活动，且 86.9 的“other human health”在国家实施中可能包含多类专业辅助服务[1]。

GlobalCheck 应使用“代码+主营描述+收入构成+服务对象”四步校验。对 senior living 尤其要区分：如果企业收入主要来自独立生活住宅和物业租赁，照护只是附加服务，应转入房地产/住宿风险画像；如果 assisted living、memory care 或 nursing 形成核心服务和成本，则本报告适用。Brookdale 2025 年法定披露同时包含 Independent Living、Assisted Living and Memory Care 以及 CCRC，正说明单一上市主体可跨越本报告的核心与边界业务[8]。

2.5 合并报告的合理性

本报告虽然覆盖医疗服务、养老与照护三个服务连续体，但底层风险画像统一冻结为“医疗服务”，不存在两个不同 GISR 等级需要平均。合并的依据不是产品相似，而是风险传导机制高度共通：服务不可储存、交付高度本地化、核心生产要素是受资格/培训约束的人力、支付往往受政府或保险规则影响、质量与人员配置会直接反馈到许可证和收入。

差异同样必须保留。医院和住院康复资本密集、临床 acuity 高、医保和政府支付权重更高；SNF 同时暴露于医保、Medicaid、人员配置与租赁成本；assisted living 和部分 CCRC 的私人自费与住宅属性更强；home/personal care 资产较轻，但对低薪直接照护人员和授权小时高度敏感。因此报告后续比较盈利能力时必须按商业模式拆分，不能用单一“医疗服务平均利润率”掩盖差异。

第 3 章 全球行业结构性风险评价结果

3.1 GISR 总体结果

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）：3 级：中等结构性风险。结构性风险方向总体稳定，但劳动力紧缺、公共支付约束、质量合规及长期照护制度重构使成本和政策维度存在持续上行压力；人口老龄化、医疗必需性和政府/保险支付则构成明显缓释。GISR 不等同于企业信用评级、违约概率、投资建议或国家风险。

GISR 3 的含义并非“风险平均”，而是不同维度相互抵消后的结构性结果：需求侧具有较强防御性与长期增长支撑，但供给并不具备公用事业式稳定性。照护服务无法库存，临床和直接照护人员的缺口会立即限制可售容量；同时政府/保险 payer

能够通过费率、资格、质量和人员配置规则改变收入与成本。疫情和后疫情阶段表明，服务需求的社会必要性并不能自动转化为稳定利润或现金流[9][10][11]。

3.2 六个评价维度

表 3-1 GISR 六个评价维度及证据摘要

维度	评价	判断依据	压力期/数据	主要缓释	局限
1. 行业周期性	较低至中等	核心医疗和 LTC 需求低弹性；择期医疗、私费养老和独立生活对经济/资产价格更敏感	2020 择期医疗量骤降； 2021–23 多数服务实际支出增长回落，LTC 相对例外	老龄化、慢病、政府保险覆盖	全球统一 volume 序列不足
2. 竞争结构与进入壁垒	中等	医院/专业服务受牌照、资本、医生网络和 payer 合同保护；home/personal care 进入壁垒低但劳动力成为约束	美国 2024 年 97% MSA 住院市场 HHI>1,800；但全球无统一 HHI	公共/非营利供给、地域分散、细分服务碎片化	美国集中度不能外推全球
3. 盈利能力与现金流稳定性	中等	收入受 payer 费率和 volume 驱动；人工为最大成本之一，费率—工资错配可压缩利润	HCA 2025 人工福利占收入 43.5%；UHS 急性业务同店人工福利占收入 39.5%；均为公司样本	高必需需求、费率年度更新、部分预付/稳定 payer	上市样本偏大型运营商
4. 技术/产品/商业模式替代	较低至中等	医疗本身难被替代，但 inpatient→outpatient→home/community 会重配资产与收入	疫情后远程/家庭场景加速，重资产设施可能出现利用率风险	高 acuity、hands-on care、责任与监管限制完全自动化	全球 site-of-care 可比数据不足
5. 中长期增长稳定性	较低风险/较强稳定性	老龄化、80+增长、慢病与正式照护渗透形成长期需求；但财政可负担性限制可支配收入	OECD 预计 LTC 支出至 2050 年均增长约 2.6%；日本介护人员需求 2022 约 215 万→2040 约 272 万	需求基本盘和社会保障扩围	人口需求≠企业收入，制度差异大
6. 监管、政策、供应链及外部冲击	中等偏高	支付规则、人员配置、质量、隐私、欺诈监管及疫情/网络中断直接影响服务能力	美国护理院 staffing 规则 2024 出台后被法律暂停并撤销；中国 2026 推进全国长护险；澳洲执行 care minutes	政府支持、应急制度、政策通常设置过渡期	政策方向可能快速变化，国家间不可直接类比

3.2.1 行业周期性

核心临床医疗和长期护理需求具有明显必需属性，因此其服务量通常不与工业品或可选消费同步波动。但“需求防御性”需要与“收入/利润防御性”分开：疫情初期择期手术和非紧急门诊曾受到容量重配和感染控制冲击；疫情支出退出后，OECD 2021–2023 多数医疗服务的实际人均支出增长出现明显放缓甚至转负，而长期护理仍保持相对韧性[9][11]。

私费养老、独立生活和部分 assisted living 还受到家庭资产、住房市场和可支配收入影响；home care 的需求可能更稳定，但在政府授权小时或费率受限时，潜在需求无法完全转化为可收费服务。反证是人口老龄化和疾病负担能够形成跨周期基本盘，因此本维度不足以单独推动 GISR 上升至高风险。

3.2.2 竞争结构与进入壁垒

竞争是高度本地化且分层的。大型医院系统的进入壁垒来自资本投入、牌照、医生与转诊网络、payer 合同、品牌与临床服务线；专业护理和住宅养老还受床位、土地/设施、质量评级及人员配置约束。相反，非医疗 personal care 和部分 home care 可以轻资产扩张，但招募和留存直接照护人员成为实际供给壁垒。

美国提供了可量化的高集中度样本：KFF 基于 RAND Hospital Data 及 AHA 等数据估算，2024 年 97% 的都市统计区住院市场 HHI 高于 1,800，83% 的 MSA 由一至两个系统控制超过 75% 的住院市场，47% 的 MSA 甚至由一至两个系统控制全部住院市场[12]。该证据说明“医院牌照/资本壁垒低”并不成立，但不能把美国的本地集中结构写成全球行业 CR5。

3.2.3 盈利能力与现金流稳定性

服务提供者的盈利核心是“费率×可收费服务量”与“人工+设施+供应+行政成本”的差额。政府和商业 payer 的价格更新往往具有制度滞后，而工资和 agency labor 可以更快上升，形成典型的 reimbursement-cost squeeze。HCA 2025 年收入 756 亿美元，人工与福利占收入 43.5%，同店 FTE 人工福利成本同比上升 3.3%；其合同工、加班和其他 premium labor 虽较上年下降，仍被公司列为经营敏感因素[13]。UHS 急性医疗同店业务 2025 年人工与福利占净收入 39.5%，也显示人力成本是医院利润的重要传导项[14]。

这些数据只能证明大型运营商的成本机制，不能推出全球行业利润率。养老照护和 home care 的模式差异更大：Brookdale 的设施运营成本与入住率、私人自费费率和物业结构关联；Addus 的 personal care 主要按授权小时计费，hospice 按日、home health 按 episode 确认收入，说明即使服务对象相近，收入确认、工作资本和价格弹性也不同[8][15]。

3.2.4 技术、产品或商业模式替代风险

本行业的技术替代风险主要表现为“照护地点和劳动组合重构”，而不是需求消失。诊疗流程、文书和部分监测可以通过数字工具或 AI 提高效率；低 acuity 服务可从住院场景向门诊、日间和家庭迁移。对轻资产 provider，这可能扩大服务半径；对高固定成本医院、SNF 和传统机构养老，则可能降低部分床位或设施的边际利用率。

缓释因素是 hands-on care、高 acuity 护理、医疗责任和执业监管限制完全自动化。OECD 2023 支出结构仍显示住院约占当前卫生支出的 28%、门诊约 33%、长期护理约 14%，说明技术和场景迁移尚未消除实体服务网络的重要性[9]。因此本报告将替代风险评为较低至中等，而非软件行业式高替代风险。

3.2.5 中长期增长稳定性

人口结构对需求形成最清晰的长期支撑。WHO 预计全球 60 岁及以上人口从 2020 年的约 10 亿增至 2030 年的 14 亿，并在 2050 年达到约 21 亿；2050 年约 80% 的老年人口将生活在中低收入国家[16]。OECD 则预计长期护理支出在老龄化、正式照护替代家庭照护以及低生产率增长的共同作用下，到 2050 年平均每年增长约 2.6%[17]。

但人口需求不是企业收入的机械映射。财政承受能力、长护险覆盖、家庭自付能力、人员供给和服务标准决定“需求→可支付市场”的转化效率。2026 年中国长护险实施方案提出用约 3 年时间基本建立全国制度，并分别设置单位职工、退休人员、灵活就业人员和居民筹资与待遇框架，说明制度扩围本身也是市场形成机制，而不仅是人口趋势[18][19]。

3.2.6 监管、政策、供应链及外部冲击暴露

监管是本行业最重要的结构风险源之一。它不仅决定牌照和质量底线，还能改变直接成本。例如美国 CMS 2024 年曾出台护理院 3.48 小时/居民日的联邦最低护理人员配置规则，但 P.L.119-21 第 71111 节在 2025 年将相关实施、行政和执法暂停至 2034 年 9 月 30 日之后，CMS 随后以 interim final rule 撤销相应最低配置条款[20][21][22]。这说明政策风险既可能增加成本，也可能因政治和财政环境改变而反向调整。

其他地区方向并不一致。澳大利亚住宅养老目前以 sector-wide 平均 215 分钟直接照护/居民/日、其中 44 分钟 RN 为 care-minutes 框架，并存在 24/7 RN 要求；中国 2026 年则通过全国长护险制度建设扩大正式支付基础[23][18]。因此“监管趋严”不是全球统一方向，真正的结构风险是 provider 对单一制度和本地规则高度依赖。疫情、网络中断、停电和自然灾害还会在 24/7 运营环境下迅速转化为患者安全与收入损失。

3.3 结构性风险与当前景气度的区别

截至 2026 年 8 月 7 日，美国医疗就业仍在增加：BLS 2026 年 7 月数据显示私营 health care 当月季调就业增加约 2.2 万人，其中 ambulatory health care 约增加 1.81 万人；但这只是当前劳动力需求和服务扩张的高频信号，并不能改变行业长期对 payer、人员和监管的结构暴露[3]。相反，即使某一季度医院 volume 或养老入住率走弱，也不能机械把 GISR 从 3 级上调。

GISR 评价的是行业在完整周期内的结构性脆弱性，不评价单个企业的市场份额、资产负债表、管理质量或国家政策环境。企业信用风险还需叠加公司规模、地域、payer mix、杠杆、租赁义务、质量事件和现金流覆盖等主体因素。

3.4 核心风险、缓释因素与未来触发条件

核心结构性风险：

- 临床与直接照护人员供给不足，导致“有需求但无可售容量”；
- payer 费率更新滞后于工资、保险、能源和合规成本；
- 对政府/社会保险政策和预算的直接依赖；
- 质量、人员配置、欺诈与数据隐私违规可能触发处罚、限收或牌照影响；
- inpatient/机构照护向 outpatient/home/community 迁移造成重资产利用率风险；
- 养老与 home care 高度本地化，区域人口、工资和监管差异放大运营分化；
- 疫情、院感、网络攻击、停电及自然灾害可直接中断 24/7 服务；
- 并购和系统集中提高议价力的同时，也增加监管与执行复杂度。

主要缓释因素：

- 医疗与长期照护的基本需求弹性较低，人口老龄化提供长期需求底座；
- 政府和社会保险通常不会在短期内完全退出基本服务支付；
- 多 payer、多地点和多服务线可以降低单一费率/设施冲击；
- 部分服务可以从重资产场景迁移到门诊和家庭，改善资本效率；
- 质量监管和执业壁垒对合规龙头构成进入壁垒。

可能触发 GISR 未来复核的条件：

- 主要经济体出现持续多年、广泛覆盖的公共支付削减且明显低于医疗工资通胀；
- 护士/直接照护人员密度继续下降并导致大范围床位关闭或拒收；
- AI/远程医疗使高成本实体设施需求出现可验证的长期结构性下降；
- 长期护理保险或公共照护制度在大国显著扩围，使行业现金流稳定性明显提升；
- 重大监管变化使核心细分的固定合规成本出现跨国同步跃升。

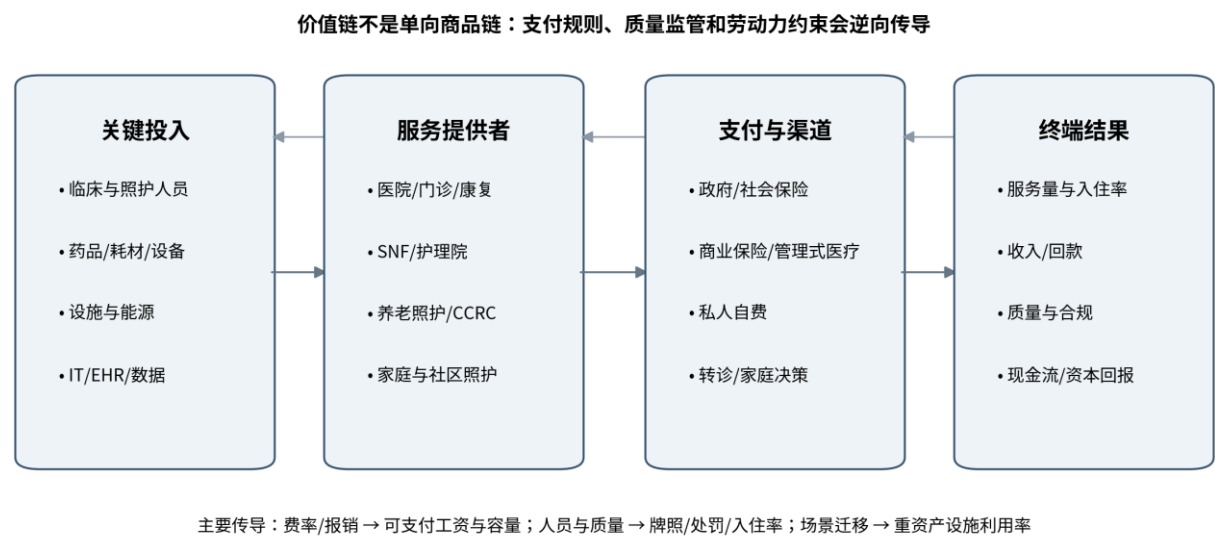
第 4 章 行业结构、价值链与商业模式

4.1 产业链结构与风险传导

医疗服务和照护不是传统“上游原料—制造—批发—零售”的商品链。它更接近由受资格约束的人力、实体/数字设施、payer 规则和患者需求共同形成的服务网络。上游最关键投入是临床和照护人员，其次是药品/耗材、设施、能源、IT/EHR 及

专业责任保险；中游是医院、门诊、康复、护理院、养老照护和 home/community providers；下游实际上包含两类客户：接受服务的患者/家庭，以及承担费用的政府、社会保险、商业保险或雇主计划[1]。

图 4-1 医疗服务、养老与照护价值链及风险传导



来源：OECD/Eurostat/WHO 《A System of Health Accounts 2011》[1]；国家支付规则及运营商法定披露（[18]、[13]–[24]）；ApexInsight 整理。

注：箭头表示主要经济与风险传导，不代表所有国家均采用相同支付或组织模式。

核心结论：行业风险最关键的传导不是原材料价格，而是 payer 费率、人员可得性、质量约束和场景迁移之间的循环反馈。

风险传导具有明显的逆向反馈：payer 下调或延迟费率会压缩 provider 能够支付的工资和资本开支，进而影响人员留存、开放床位和服务质量；质量下降或 staffing 不足又可能造成监管处罚、患者流失和更高保险成本。反之，高集中度 provider 通过规模、品牌和 payer 谈判能力可以缓解部分价格压力，但也会提高反垄断和质量监管关注。

4.2 核心产品与服务体系

服务产品的“计量单位”本身就是信用风险变量。医院可以按 admission、case、DRG 或 service line 计费；门诊按 visit/procedure；SNF 常按 patient day 或 PPS；养老照护按月费/日费及 acuity surcharge；personal care 按授权小时；hospice 按日；home health 按 episode。不同单位决定 volume 敏感度、拒付风险、应收账款周期和成本可变性。Addus 2025 年披露即同时使用三种完全不同的计费基础：personal care 主要按小时、hospice 按日、home health 按 episode[15]。

客户关系也不同。高 acuity 医院依赖急诊入口、医生转诊和 payer network；专业康复依赖急性医院出院转介；SNF 依赖医院出院与 Medicare/Medicaid 资格；assisted living 和 CCRC 更依赖家庭决策、品牌、位置与入住率；home care 则高度依赖当地转介、授权和直接照护人员供给。对于 GlobalCheck，这意味着同样的收入增长若来自“费率提高”“病例量增加”“入住率恢复”或“收购”，其可持续性和现金流含义不同。

4.3 主要商业模式

表 4-1 主要商业模式及风险特征

商业模式	主要收入基础	主要成本	资本密集度	周期敏感性	关键风险
------	--------	------	-------	-------	------

商业模式	主要收入基础	主要成本	资本密集度	周期敏感性	关键风险
综合/专科医院	DRG/PPS、按项目、商业合同、capitation 等	人工+耗材+高固定资产	中高	低至中等（核心需求）	payer mix、人工、床位/OR 利用率、质量处罚
门诊/日间中心	按次/程序/病例	专业人员+中等设备/租赁	中等	中等（择期部分更敏感）	转诊、医生供给、payer 合同、site-of-care 竞争
住院康复	按病例/住院期	临床人力+专业设施	中高	较低	转诊来源、Medicare 规则、入住/床位利用
SNF/护理院	Medicare PPS、Medicaid、私人支付/按日	直接护理人工+租金/设施	中高	较低	staffing、费率、质量、院感、租赁义务
Assisted living/CCRC	月费/日费、照护等级附加费	人工+餐饮+物业/租赁	中高	中等（私费敏感）	入住率、工资、房产成本、家庭可负担性
Home/personal care	按小时/授权时长	直接照护人工为主	低	较低	人员招募、授权小时、政府费率、应收
Hospice/home health	按日/episode	临床人员+轻资产网络	低至中	较低	Medicare cap/eligibility、审计、临床人员供给

法定披露能够显示商业模式差异，但不能用于“行业平均”。HCA 2025 年收入增长由 equivalent admissions 增加 2.9%和 revenue per equivalent admission 增加 4.0%共同驱动；UHS 急性医院同店收入增长 8.5%，对应 adjusted admissions 增长 1.6%和单位收入提高；Brookdale 则以 resident fees 为主，2025 年 resident fees 约 30.43 亿美元、facility operating expense 约 22.16 亿美元；Addus 2025 年净服务收入约 14.23 亿美元，gross margin 为 32.5%，且收购显著影响 personal care 的 billable hours[13][14][8][15]。这些数据证明的是“量、价、成本、收购”四个驱动的不同组合，而不是各细分可直接横比的利润率。

4.4 行业参与者类型

全球参与者结构包括公共医院和公共养老机构、非营利医疗系统、营利性医院集团、医生/专科集团、区域性护理院运营商、私人养老社区、home care 网络以及一体化健康系统。所有权结构会改变资本成本、利润分配、税收和披露方式，但并不自动决定服务质量。

重资产与轻资产的差异尤其重要。Encompass Health 截至 2025 年末运营 173 家住院康复医院、11,465 张许可床位，2025 年出院 263,299 人次、总净运营收入约 59.35 亿美元，体现专业化、床位型运营模式；Addus 则通过约 262 个办公室向约 10.7 万名消费者提供 home care，体现较轻资产、劳动力网络型模式[24][15]。信用分析应分别关注床位利用/资本开支和授权小时/人员留存，而不是只比较 EBITDA。

第 5 章 全球市场规模、需求与供给结构

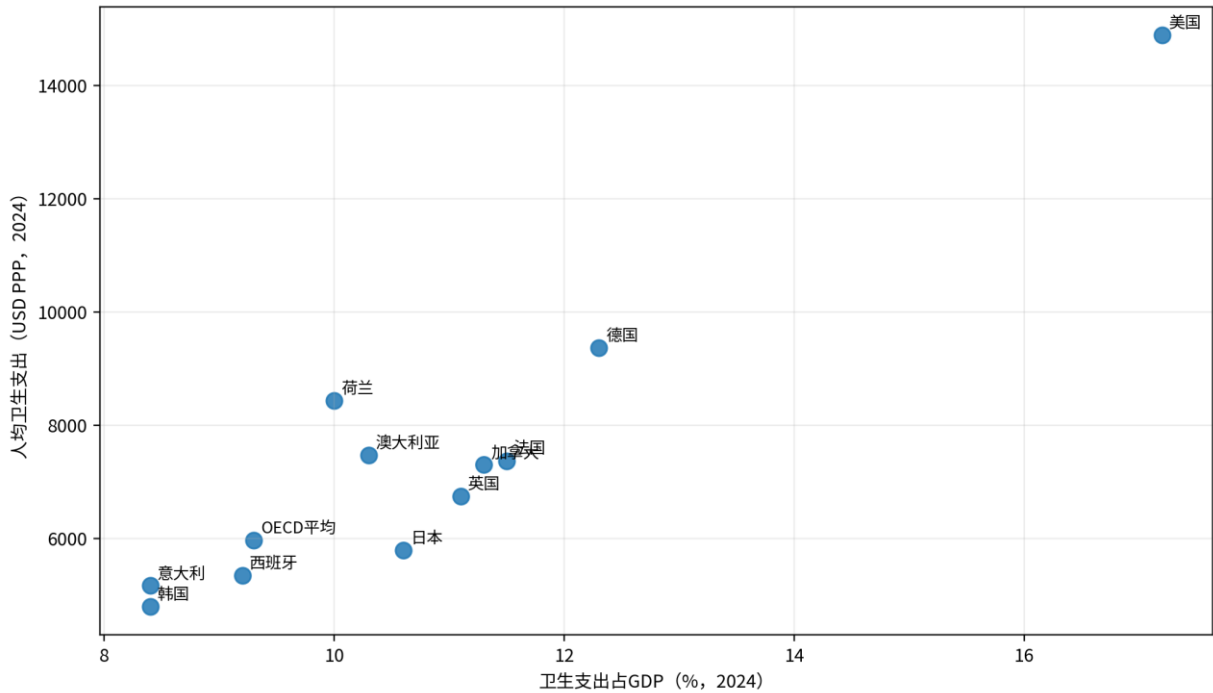
5.1 市场规模与历史变化

本报告不采用一个未经审计桥接的“全球医疗服务市场 XX 万亿美元”数字。最权威的全球宏观资源口径是 WHO/OECD 的 Current Health Expenditure（CHE），但 CHE 包含本报告排除的医疗商品、预防和系统行政，同时社会型长期护理在部分国

家位于 HCR.1 并可能不在 CHE 内。因此 CHE 只能衡量医疗体系资源投入，不能直接等同于 provider 营业收入或本报告市场规模[25][9][1]。

以 OECD 为可比样本，2024 年卫生支出平均约占 GDP 的 9.3%，美国为 17.2%、德国 12.3%、法国 11.5%、英国 11.1%；美国人均卫生支出按购买力平价约 14,885 美元，高于 OECD 平均 5,967 美元[26]。这些数据说明各国可支付资源强度差异极大，也解释了为何不能以人口规模直接推导服务市场收入。

图 5-1 主要 OECD 经济体卫生资源投入强度



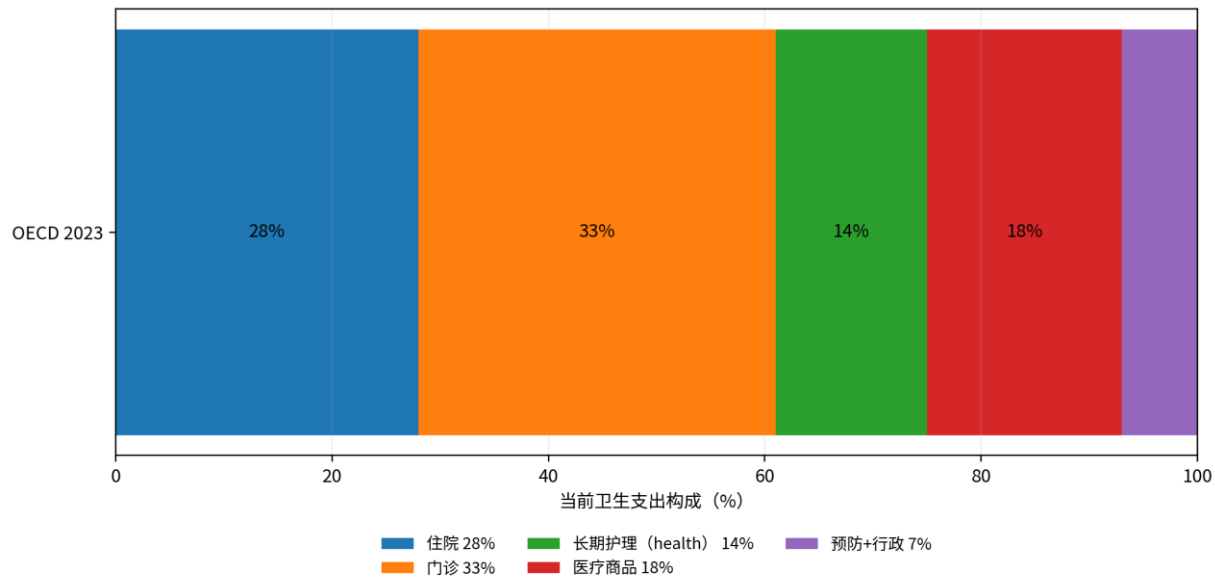
来源：OECD Health Statistics 2025, Table 1.6[26]；ApexInsight 整理。

注：卫生支出为广义 CHE，不同本报告 Formal Provider Service Envelope；2024 值中部分为临时或估计。

核心结论：医疗需求具有全球共性，但可支付资源强度高度分化；美国在 GDP 占比和人均 PPP 支出上均显著高于 OECD 平均，制度与价格差异足以改变 provider 收入池。

从服务构成看，OECD 2023 年住院服务约占当前卫生支出 28%，门诊约 33%，医疗商品 18%，长期护理 (health) 约 14%，预防和行政合计约 7%[9]。住院、门诊和长期护理构成本报告的主要经济活动，但门诊还包含牙科、home care 和 ancillary，且 LTC social 在部分国家缺报，因此三者相加也不能被称为“本报告市场份额”。

图 5-2 OECD 当前卫生支出按服务类型构成



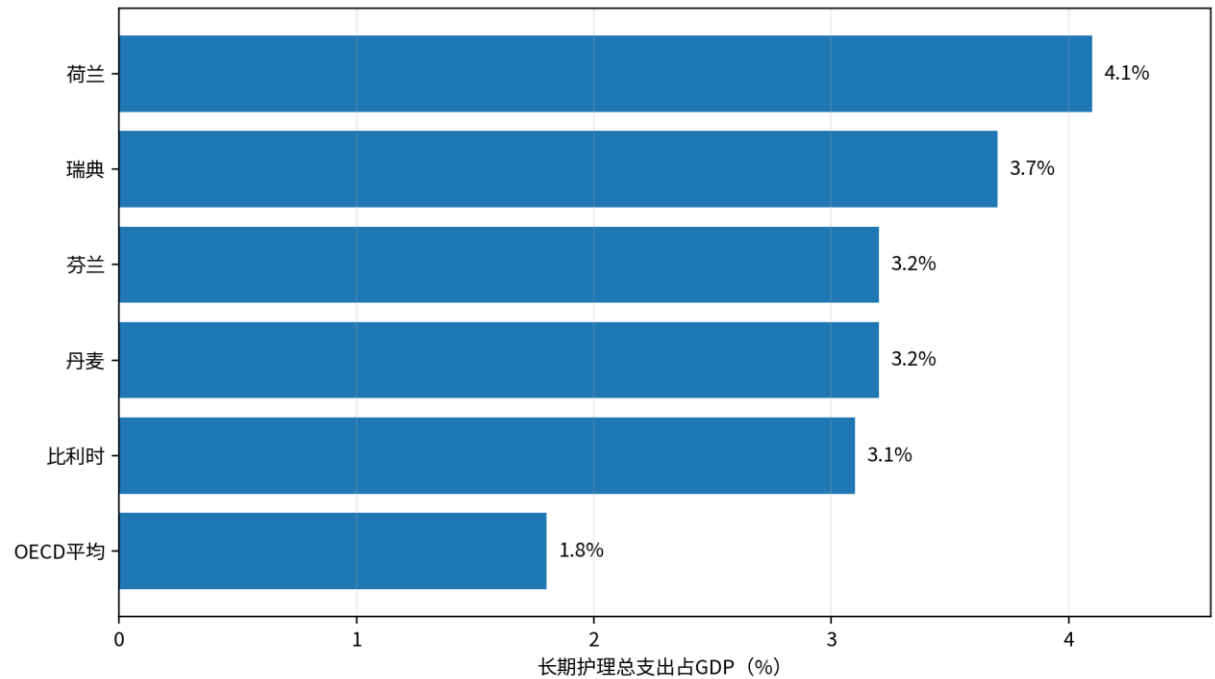
来源：OECD 《Health at a Glance 2025》Health expenditure by type of service[9]；ApexInsight 整理。

注：OECD 各类别经四舍五入；门诊含牙科、home care 和 ancillary，LTC 图示主要为 health component。

核心结论：服务型支出占卫生体系资源的主体；但正式照护市场必须从医疗商品、系统行政及部分边界活动中进一步剥离。

长期护理是市场规模口径最容易失真的部分。OECD 2023 年总 LTC (health+social) 平均约占 GDP 的 1.8%，荷兰 4.1%、瑞典 3.7%、芬兰和丹麦 3.2%、比利时 3.1%；OECD 同时明确指出，一些国家并未报告 LTC social，导致总量偏低 [17]。因此本报告对 LTC 采用“报告值+缺报标识”而不进行未经验证的跨国填补。

图 5-3 长期护理总支出占 GDP：高支出国家与 OECD 平均



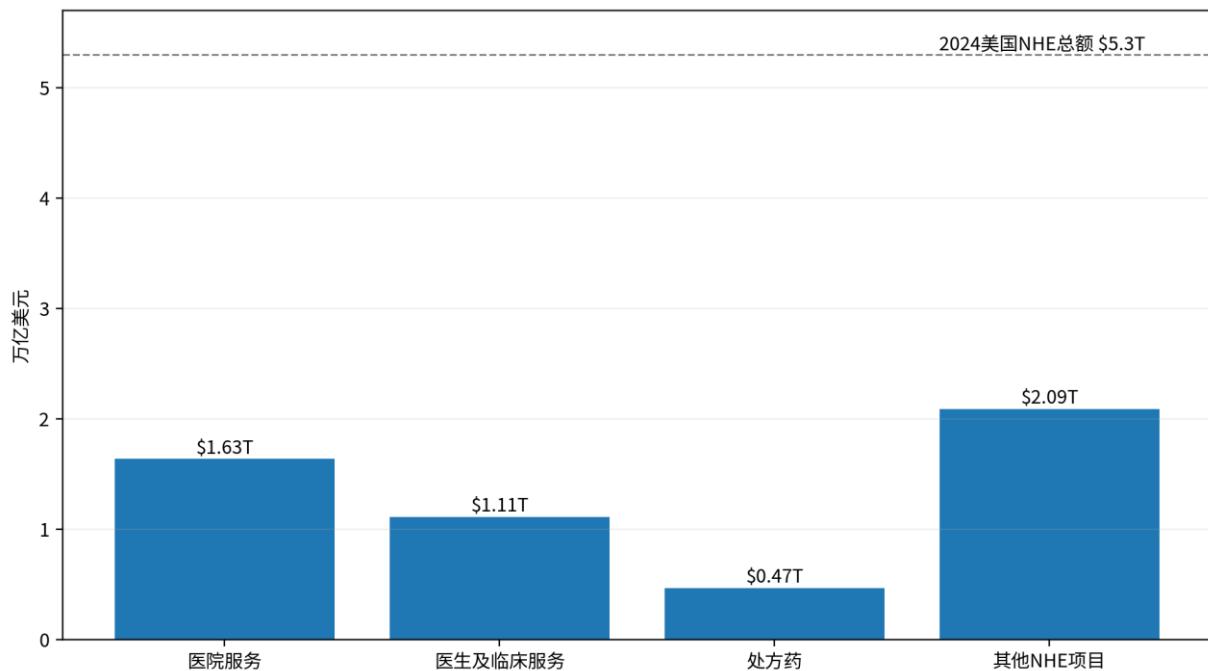
来源：OECD Health Statistics 2025[17]；ApexInsight 整理。

注：总 LTC 含 health 和可报告的 social component；部分国家社会型 LTC 缺报。

核心结论：正式长期护理支出与人口老龄化并非一一对应，制度化照护和公共融资水平会造成显著国家差异。

美国 2024 年国家卫生支出为 5.3 万亿美元、同比增长 7.2%；其中医院服务约 1.635 万亿美元、医生及临床服务约 1.110 万亿美元、处方药约 0.467 万亿美元[27]。该例说明“总卫生支出”与本报告边界的差异：处方药明确排除，医生及临床服务仍需剥离牙科等边界项，其他 NHE 还包含护理、行政、资本和其他项目。

图 5-4 美国 2024 年国家卫生支出与本报告边界的差异示例



来源：CMS National Health Expenditure Fact Sheet[27]；ApexInsight 整理。

注：“其他 NHE 项目”为 ApexInsight 按总额减已列三项的差额，仅用于说明边界；不能解读为某一单独市场。

核心结论：即使数据质量最高的单一国家，也必须从广义卫生支出桥接到 provider 服务边界；全球更不能直接采用广义 healthcare 总额。

5.2 需求驱动因素

长期需求由人口老龄化、慢病和功能受限共同驱动。WHO 预计全球 60 岁及以上人口由 2020 年的约 10 亿增至 2030 年的 14 亿，并在 2050 年达到约 21 亿；届时约 80% 的老年人口生活在中低收入国家[16]。这意味着需求增量越来越多地出现在当前人均医疗支出和正式照护渗透率较低的地区，收入转化取决于保险覆盖、公共财政和服务供给能否同步扩张。

长期护理还面临家庭照护供给收缩和正式化趋势。OECD 将老龄化、收入提高、非正式照护供给减少以及劳动密集行业低生产率视为 LTC 成本增长的重要原因，并预计 LTC 支出至 2050 年平均每年增长约 2.6%[17]。这种增长更接近“量增+工资成本+服务正式化”的组合，而非传统行业的单纯价格周期。

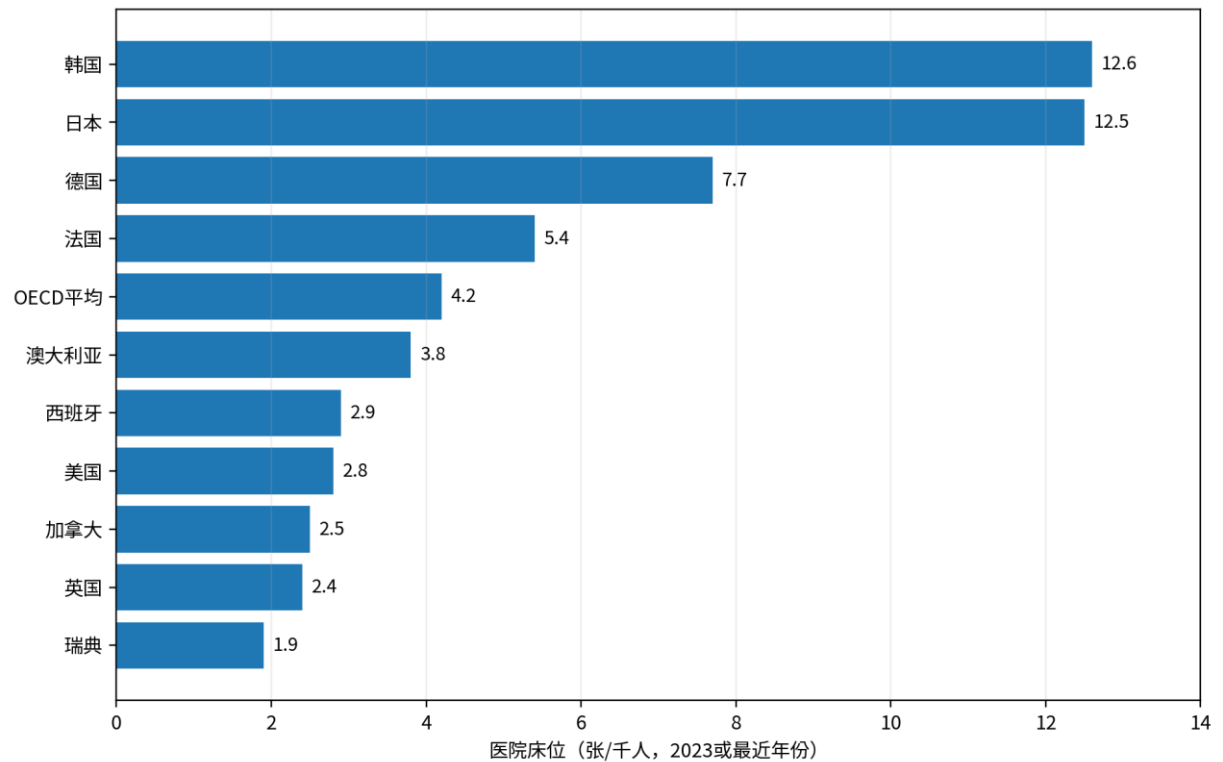
周期性需求驱动主要存在于择期医疗和私费养老。患者可以推迟非紧急手术；家庭在经济压力下可能推迟搬入高端养老社区或选择更多家庭照护。事件型冲击则更剧烈：COVID-19 曾同时造成医院非疫情服务量下降、护理院感染与死亡冲击以及劳动力退出，随后又引发工资、agency labor 和安全库存上升。OECD 2026 年对健康支出趋势的复盘显示，2019–2021 各服务实际支出增长普遍加速，2021–2023 多数服务回落，长期护理相对更具韧性[11]。

5.3 供给能力、容量与利用率

本行业没有可全球调拨的“产能”。医院床位、护理床位、临床人员和 home care 小时均是本地容量，且床位必须与人员配置结合才构成真正可售供给。OECD 2023 年平均医院床位约 4.2 张/千人；韩国和日本分别约 12.6 和 12.5 张/千人，德国

7.7，英国 2.4，美国 2.8[26]。床位密度高并不自动代表效率或可用容量高，低人员配置、长住院日或错误的场景结构都可能形成“名义床位充足、有效容量受限”。

图 5-5 主要经济体医院床位密度差异



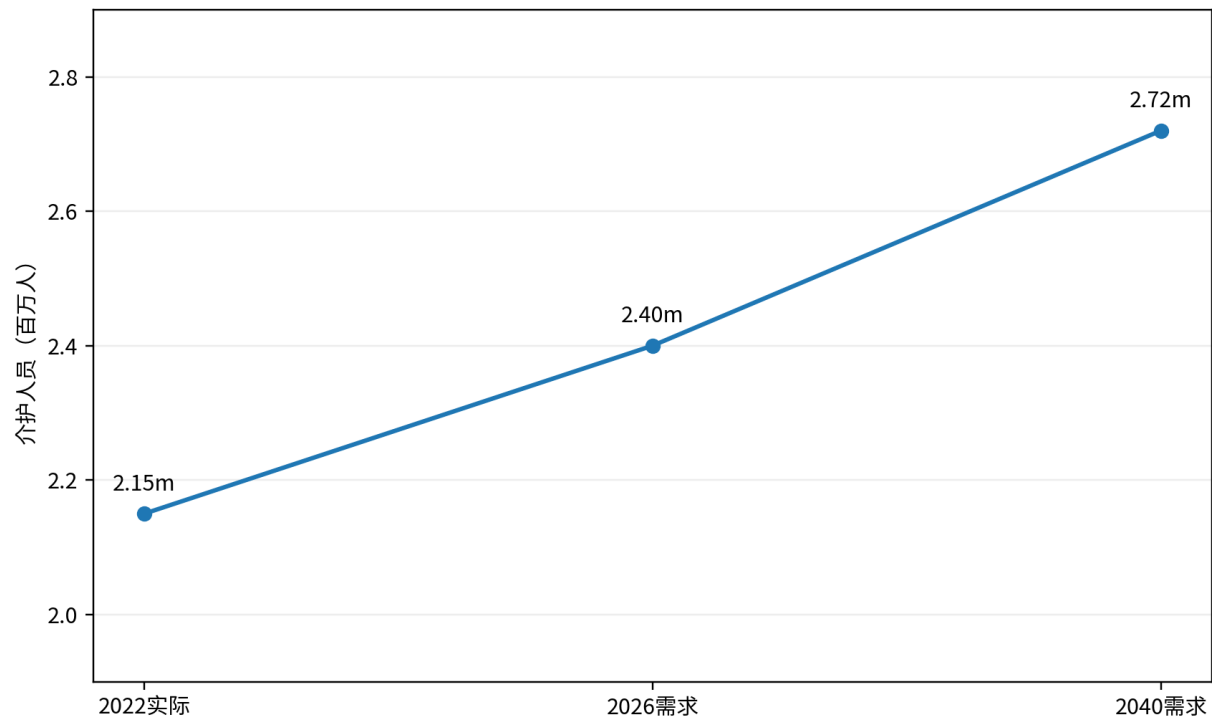
来源：OECD Health Statistics 2025, Table 1.6[26]；ApexInsight 整理。

注：数据通常为 2023 或最近年份；OECD 对部分国家采用较早年份。

核心结论：全球医疗供给的约束不是统一的“床位短缺”，而是床位、人力、服务场景和效率组合不同；单一床位指标不能直接判断过剩或短缺。

长期护理的人力约束更突出。OECD 31 国在 2013 和 2023 年的正式 LTC worker 平均都约为每 100 名 65 岁以上人口 5 人，并未随老龄化显著上升；不同国家差异巨大[10]。在日本，厚生劳动省以 2022 年约 215 万名介护职员为基数，估计 2026 年需要约 240 万人、2040 年约 272 万人[28]。这意味着长期需求增长能否实现为正式服务收入，在很大程度上取决于劳动供给。

图 5-6 日本介护人员实际规模与政策需求



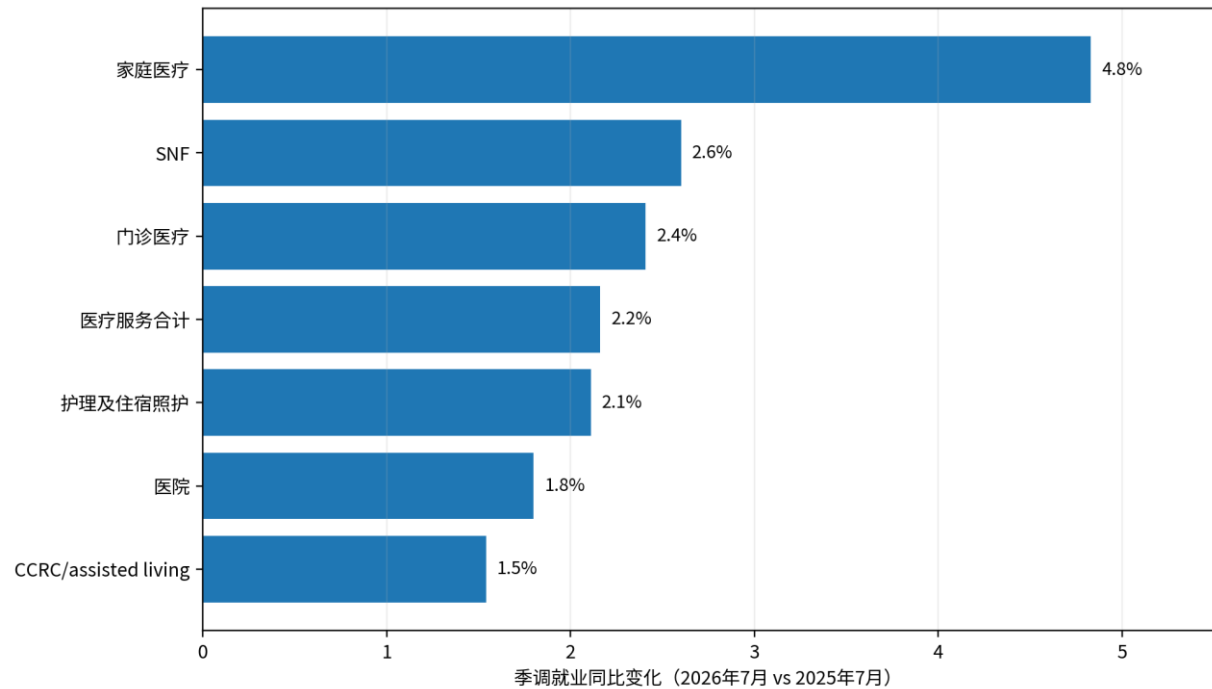
来源：日本厚生劳动省，第 9 期介护保险事业计划所需介护人员[28]；ApexInsight 整理。

注：2026 和 2040 为“必要人数”估计，不是实际就业预测。

核心结论：超高龄市场的核心瓶颈并非需求不足，而是能否在工资、培训和移民/劳动力政策约束下扩充正式照护人员。

美国 2026 年 7 月高频就业数据亦显示服务场景分化。相较 2025 年 7 月，季调 home health 就业约增长 4.8%，SNF 约增长 2.6%，ambulatory 约增长 2.4%，医院约增长 1.8%，CCRC/assisted living 约增长 1.5%（ApexInsight 根据 BLS Table B-1 计算；[3]）。这支持“需求向门诊和家庭服务扩张”的方向性判断，但一年就业增速不足以证明永久性 site-of-care 替代。

图 5-7 美国医疗与照护主要场景就业增速



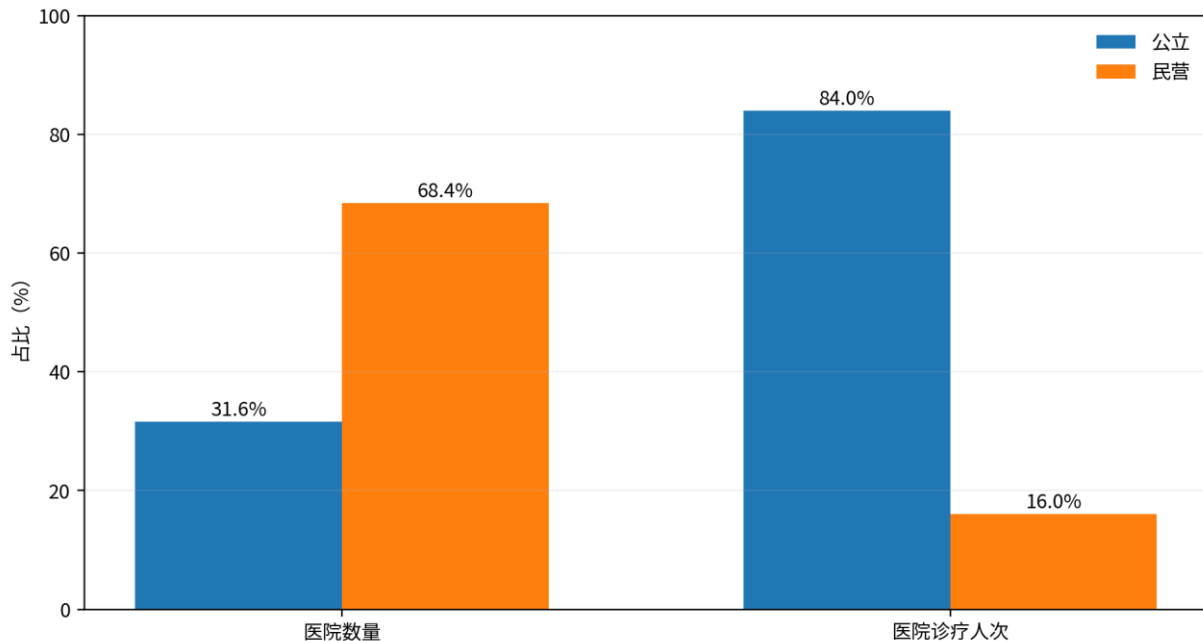
来源：U.S. BLS Employment Situation, July 2026, Table B-1[3]；ApexInsight 整理。

注：私营部门季调就业；2026 年 7 月为初值。同比由 ApexInsight 计算。

核心结论：截至 2026 年 7 月，home health 就业同比增速高于医院和机构养老，说明轻资产/家庭场景的劳动力需求仍较强。

中国的供给所有权结构与服务量结构也不同。2025 年末中国约有 3.8 万家医院，其中公立约 1.2 万家、民营约 2.6 万家；但 2025 年 1–8 月医院诊疗约 30.6 亿人次，其中公立约 25.7 亿、民营约 4.9 亿[29][30]。按这两个不同期间的结构计算，公立医院只约占医院数量 31.6%，却占两类医院诊疗人次约 84.0%，显示不能用“机构数量份额”代表实际服务量或收入份额。

图 5-8 中国公立与民营医院：机构数量与服务量结构并不对称



来源：中国国家统计局 2025 年统计公报[29]；国家卫健委 2025 年 1–8 月全国医疗服务情况[30]；ApexInsight 整理。

注：医院数量为 2025 年末，诊疗人次为 2025 年 1–8 月，期间不同；图仅比较结构占比，不作为同期市场份额。

核心结论：中国医院竞争格局同时具有“民营机构数量多”和“公立服务量主导”的特征，市场结构判断必须结合 volume 而非仅看机构数。

5.4 定价与支付机制

医疗服务价格通常不是纯市场现货价格。医院可能同时面对政府 DRG/PPS、商业保险合同、按项目收费、bundled payment 和 capitation；SNF 面对 Medicare PPS、Medicaid 和私人支付；养老社区更多使用月费/日费和照护等级附加费；home care 则可能按授权小时计费。价格的关键不是能否“涨价”，而是企业能否在工资、保险、耗材和资本成本变化时，以足够速度调整有效净收入。

美国 FY2026 Medicare IPPS 最终规则对符合条件的一般急性医院支付率更新约 2.6%；同期 SNF PPS 最终更新约 3.2%，预计较 FY2025 增加约 11.6 亿美元支付[31][32]。这些费率只是各自 payer 的一部分。HCA 2025 年同店 FTE 人工福利成本上升 3.3%，说明 payer 更新与人工成本增长之间的时间差仍是利润敏感点[13]。

中国长护险制度则提供另一个定价机制案例：2026 年实施方案提出国家层面基准费率框架，单位职工总体费率约 0.3%、单位和个人原则上各 0.15%；符合规定的长期护理服务费用，居民参保政策下基金支付比例约 50%，单位职工约 70%，并

鼓励居家和社区护理、研究按床日和服务时长/服务包等支付方式[18]。这些数字是制度基准和起步框架，不应被误写为全国 provider 统一价格。

私费养老的价格传导更接近服务型房地产，但仍受入住率制约。Brookdale 披露其 resident agreements 通常期限为 30 天至 1 年，收费可按日或按月，并根据居住与照护服务形成 resident fees[8]。因此其价格弹性通常高于纯政府支付型护理，但提价过快可能通过入住率和家庭可负担性反噬收入。

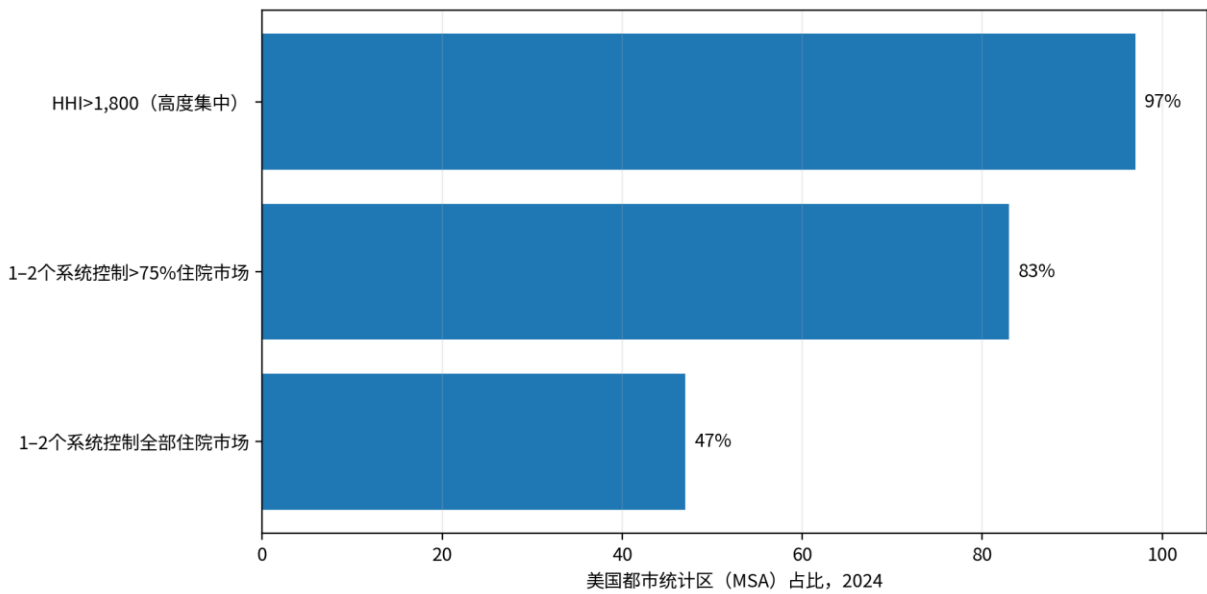
第 6 章 竞争格局与行业集中度

6.1 行业集中度

本报告没有找到定义一致、覆盖全球医院+LTC+养老+home care 的权威 CR3/CR5/HHI，因此不制作“全球行业集中度”数字。原因不是没有大型集团，而是服务高度本地化、公共/非营利主体广泛存在、国家统计分类不同，且细分场景不能按上市公司收入简单相加。R2 采用“可观察本地市场集中度+所有权结构”替代伪全球指标。

美国住院医院是集中度证据最完整的样本。KFF 2026 年研究显示，2024 年 47%的 MSA 由一至两个 health systems 控制全部住院市场，83%的 MSA 由一至两个系统控制超过 75%，97%的 MSA 达到 HHI>1,800 的高度集中水平；2010 年至 2024 年，医院 system affiliation 由约 56%升至 69%[12]。

图 6-1 美国住院医院市场的本地集中度



来源：KFF，2026-03-27，基于 RAND Hospital Data、AHA 等[12]；ApexInsight 整理。
注：该图只反映美国 MSA 住院医院市场，不得外推为全球 CR 或 HHI。

核心结论：医院行业的竞争不是“全球龙头份额”问题，而是本地系统与转诊网络集中；在美国，多数都市区已处于高度集中状态。

长期护理和养老的结构更碎片化，但连锁化和所有权仍影响议价、质量控制和资本结构。CMS 已提供月度 Nursing Home Chain Performance Measures 和 Ownership 数据，可在 R3 进一步把 chain、staffing、quality 和 enforcement 联结到 facility 层面[33][34]。本 R2 不在尚未完成微观清洗的情况下给出美国 SNF 全国 CR5。

中国同样不能从“医院家数”推出集中度。2025 年末民营医院数量约为公立医院两倍以上，但 2025 年 1–8 月公立医院仍承担约 84%的两类医院诊疗人次，说明所有权数量、服务量和收入份额是三个不同概念[29][30]。全球比较应优先使用可比的服务量或 payer claims，而不是机构数量。

6.2 进入壁垒

表 6-1 主要细分的进入壁垒

细分	进入壁垒	关键门槛	结构含义
综合医院	高	牌照/认证、资本、医生与护理团队、payer network、急诊/手术能力、质量记录	既有系统和医生网络形成强本地壁垒
专科门诊	中等	专业资质、医生关系、设备、payer 合同、转诊	部分服务可轻资产扩张，site-of-care 竞争更强
住院康复	中高	专业床位、转诊、payer 资格、临床人员	急性医院出院渠道是关键
SNF/护理院	中高	认证、Medicare/Medicaid 资格、护理人员、质量、设施/租赁	劳动力和监管可成为比资本更硬的约束
Assisted living	中等	地方许可、位置、物业、品牌、直接照护人员	private-pay 增加定价自由但也增加需求竞争
Home/personal care	低至中	许可/认证、local referral、人员招募、授权	固定资产壁垒低，规模化难点转向劳动力和管理系统

人才是贯穿所有细分的“非资本壁垒”。护士、医生和专业治疗师具有培训周期及执业要求；direct care workers 虽然资质要求通常较低，但行业工资、劳动强度和流失会限制实际扩张。OECD 2013 至 2023 正式 LTC worker 密度平均并未提高，为“人口需求快速增长即可吸引足够供给”的反证[10]。

6.3 竞争方式

医院竞争同时发生在患者和医生/转诊源两个市场。价格并非唯一变量，payer network 资格、临床质量、急诊入口、专科服务线、地理位置、床位/手术室可用性和医生关系通常更重要。高集中度可以提高对 commercial payer 的谈判能力，但公共 payer 价格仍主要由制度设定。

SNF 和养老照护竞争更依赖入住率、人员稳定、质量评级、位置、家庭体验和转诊。严格 staffing 标准在某些国家构成质量竞争底线。澳大利亚住宅养老以 215 分钟平均 care minutes（其中 44 分钟 RN）和 24/7 RN 要求为运营约束，说明服务质量竞争具有可量化的监管投入要求[23]。美国则在 2025 年后暂停并撤销 2024 联邦最低 staffing 条款，体现同一竞争维度在不同制度下的成本约束并不相同[21][22]。

home/personal care 的主要竞争手段是人员可得性、服务可靠性、授权与转介网络，而不是地产或高额设备。Addus 的多 payer 和多服务模式说明轻资产不等于低风险：收费小时由 agency 授权、政府/managed-care 合同和费率决定，hospice 还受到 Medicare 支付上限和资格规则影响[15]。

6.4 行业整合与退出

医院的长期整合趋势在美国最明确：system affiliation 由 2010 年的约 56%升至 2024 年的 69%，且 2015–2024 多数 MSA 集中度上升或长期处于单系统控制[12]。整合可以通过共享采购、IT、payer 谈判和专业服务线提高规模经济，但也可能带来反垄断、质量监督、系统性网络风险及收购整合成本。

护理、养老和 home care 的并购逻辑更多是区域密度、人员平台和 payer 合同。Addus 2025 年 personal care billable hours 大幅增加部分来自 Gentiva 和 Helping Hands 收购，因此公司收入增速不能当作行业有机增长；Brookdale 则体现规模化养老运营中的 facility cost 和 property/lease 暴露[15][8]。R3 应继续补充更广泛的并购、破产和 facility closure 数据，但在没有统一全球数据前，本 R2 不输出并购金额趋势。

退出壁垒同样分化：医院和自持护理设施沉没资本高、社区责任和牌照转移复杂；租赁型 SNF 或轻资产 home care 物理退出更容易，但人员、患者转移、监管和合同终止仍增加成本。场景迁移形成另一类“隐性退出”：当低 acuity 服务转向门诊和家庭，机构床位可能不是正式关闭，而是长期处于较低利用率。

第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征

7.1 收入模式与稳定性

医疗与照护服务的收入共同特征是“先履约、后结算”，但不同场景的计价单位不同。医院住院收入常以病例/DRG 类前瞻支付为基础，门诊则更多按项目、APC 或合同费率结算；收入同时取决于服务量、acuity、payer mix 和地区支付规则。公共 payer 费率可预测性通常高于市场价格，但更新往往滞后于工资和其他投入成本。美国 FY2026 IPPS 合格医院基础支付更新为 2.6%，说明公共价格会随 market basket 和生产率因子调整，但并不保证覆盖单家机构的实际成本[31]。

SNF 和长期护理的收入更依赖“入住率×每日/周期费率×payer 组合”。美国 Medicare SNF 采用 PDPM 日支付，长期居住部分大量由 Medicaid 或私人支付承担；因此同一设施内部可以同时存在高 Medicare FFS margin 与很薄的 all-payer margin。2024 年美国独立 SNF 的 FFS Medicare margin 为 24.4%，但 all-payer total margin 仅 2.1%，这是本行业最典型的“payer 利润率≠企业总体利润率”案例[35]。

养老社区和 assisted living 通常以月度 resident fee、护理等级附加费及其他服务收费形成经常性收入，续住、入住率和私人支付能力决定收入稳定性。Brookdale 2026 年二季度加权平均入住率达到 82.4%，同比提高 2.3 个百分点，反映美国大型 senior living 运营商的入住率仍处恢复过程；但这属于单一上市公司样本，不能代表全球养老机构[36]。

home/personal care 收入模式更轻资产，但授权小时、合同费率和人员供给限制更直接。Addus 2025 年 personal care 收入增加主要来自 billable hours 扩张，同时每 billable hour 收入因收购组合变化下降，说明“量增”与“单位价格”可以反向变化；其 Illinois Department on Aging 单一 payer program 占公司 2025 年收入 18.1%，显示轻资产并不意味着低 payer 集中风险[15]。

7.2 成本结构

模式	主要成本	固定/半固定特征	成本转嫁	主要成本脆弱点
综合医院	人工、药品/耗材、折旧、信息系统、保险、维护及利息	半固定成本高；急诊、病房、手术室和合规能力需持续配置	商业 payer 可谈判；公共 payer 主要随制度调整	低利用率、人员紧张、病例组合变化、责任保险
SNF/护理院	直接护理人员、膳食、设施、租金/物业、药疗与合规	人员配置和物业成本半固定；入住率决定单位成本	Medicare/Medicaid 费率受政策约束，私人支付部分较灵活	staffing、入住率、Medicaid 费率、租赁结构
Assisted living/养老社区	人工、餐饮、物业、销售获客、维修、租金/资本成本	物业及最低人员配置形成较高固定成本	私人支付较强，但价格受本地收入/房产和竞争限制	入住率、劳动力、租赁/抵押、保险

模式	主要成本	固定/半固定特征	成本转嫁	主要成本脆弱点
Home health/personal care	直接服务人员、交通、排班、IT、临床监督	直接人工更接近变动成本，后台与许可为半固定	费率通常由 payer/政府合同决定，转嫁能力有限	工资-费率剪刀差、授权小时、人员流失
IRF/康复医院	临床人工、设施折旧、治疗设备、药耗、合规	床位及专业团队固定成本较高	公共支付为主，病例组合与支付分组重要	床位利用率、治疗师/护士供给、资本开支

表 7-1 主要服务场景的成本结构。来源：HCA、Brookdale、Addus、Encompass 法定披露[13][8][15][24]；MedPAC[35]；ApexInsight 整理。

人工是跨细分最普遍的成本约束。以可观察样本为例，Encompass 2026 年一季度 salaries and benefits 为 8.181 亿美元，占同期净营业收入约 51.6%；Addus 2025 年 direct service personnel 为 9.322 亿美元，占净服务收入约 65.5%。两者定义不同，不宜直接作行业横向利润率比较，但都说明服务交付对人员配置的高度依赖[37][15]。

合规成本具有明显的固定成本属性：许可证、质量报告、隐私与网络安全、医保资格、培训、审计和保险等投入并不会随短期患者量同步下降。规模较大的系统可在采购、IT、后台和质量管理中分摊这些成本，而小型机构在费率冻结或人员规则升级时更容易出现单位成本上升。

7.3 利润率和盈利波动

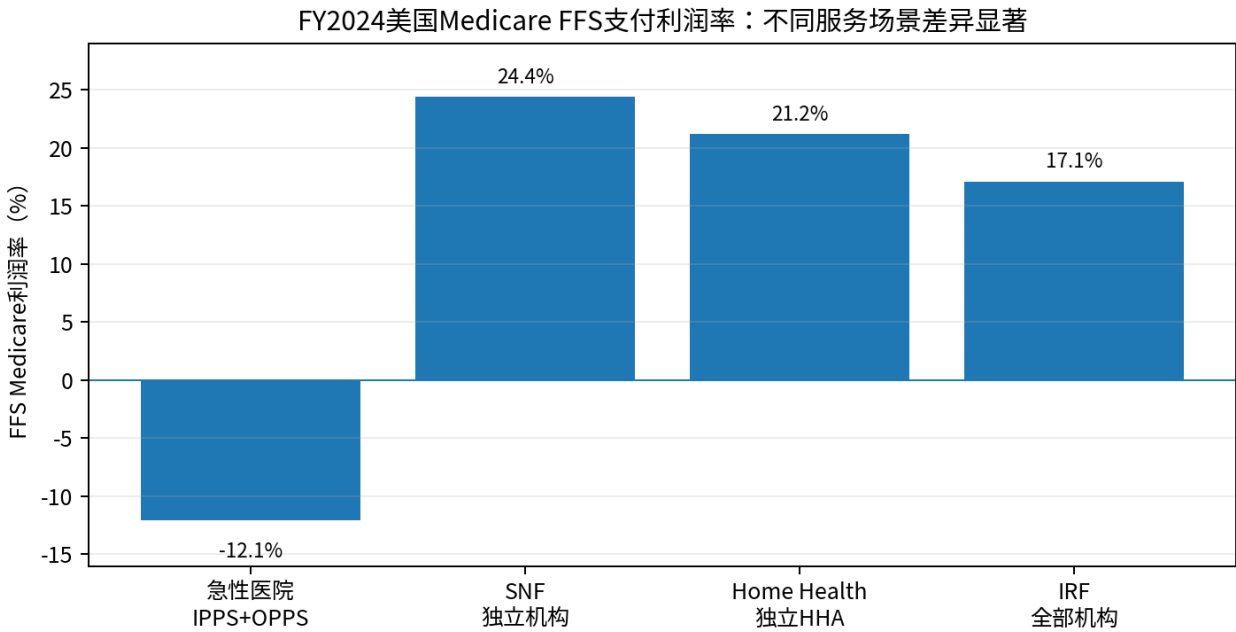


图 7-1 FY2024 美国 Medicare FFS 支付利润率：不同服务场景差异显著

来源：MedPAC，March 2026 Report to the Congress: Medicare Payment Policy，FY2024[35]；ApexInsight 整理。

核心结论：同一公共 payer 对不同场景的支付充足度并不相同；医院 FFS Medicare 为负，而 SNF、home health 和 IRF 显著为正，因此不能用单一“医疗服务利润率”描述行业。

美国医院 2024 年 all-payer operating margin 为 6.5%，但同年 FFS Medicare margin 为-12.1%；相反，SNF 的 FFS Medicare margin 为 24.4%，而 all-payer total margin 只有 2.1%。这种结构说明医疗服务盈利波动的第一解释变量通常不是终端需求是否存在，而是 payer mix、费率、病例组合和成本控制之间的错配[35]。

盈利分布同样宽。2024 年 IRF 总体 FFS Medicare margin 为 17.1%，但 freestanding IRF 为 25.0%，hospital-based IRF 仅 4.1%；SNF 和 home health 内部也存在所有权、规模、地区和成本效率差异[35]。报告后续只把这些数据用于解释“支付制度与成本结构如何造成盈利分化”，而不是把美国 Medicare 样本外推到其他地区。

7.4 营运资金与现金转换

本行业通常没有制造业意义上的大额库存现金占用，核心营运资金风险集中于应收账款、拒付/追索、政府或保险结算时滞、患者自付和追溯调整。服务已经发生但最终交易价格可能因 payer 合同、编码、资格或审计变化而调整，因此“收入确认”与“现金回收”之间可以存在明显时间差。

HCA 2025 年经营现金流为 126.36 亿美元，但年末报告负营运资金 5.67 亿美元，主要原因是短期 commercial paper 增加；公司同时披露若剔除该商业票据，营运资金为正 16.40 亿美元，并可使用长期无担保信贷额度再融资[13]。这说明大型医院系统的营运资金表象必须与短期融资工具一并解释。

康复和其他医保服务还面临 claims denial 与审计时滞。Encompass 披露拒付和未决拒付增加会推高 accounts receivable 并压低现金流；部分医保审计和争议解决可跨越较长时间[24]。因此行业信用分析应同时观察 AR days、拒付率、payer 集中和监管审计，而不是只观察报告期利润。

7.5 资本密集度与自由现金流

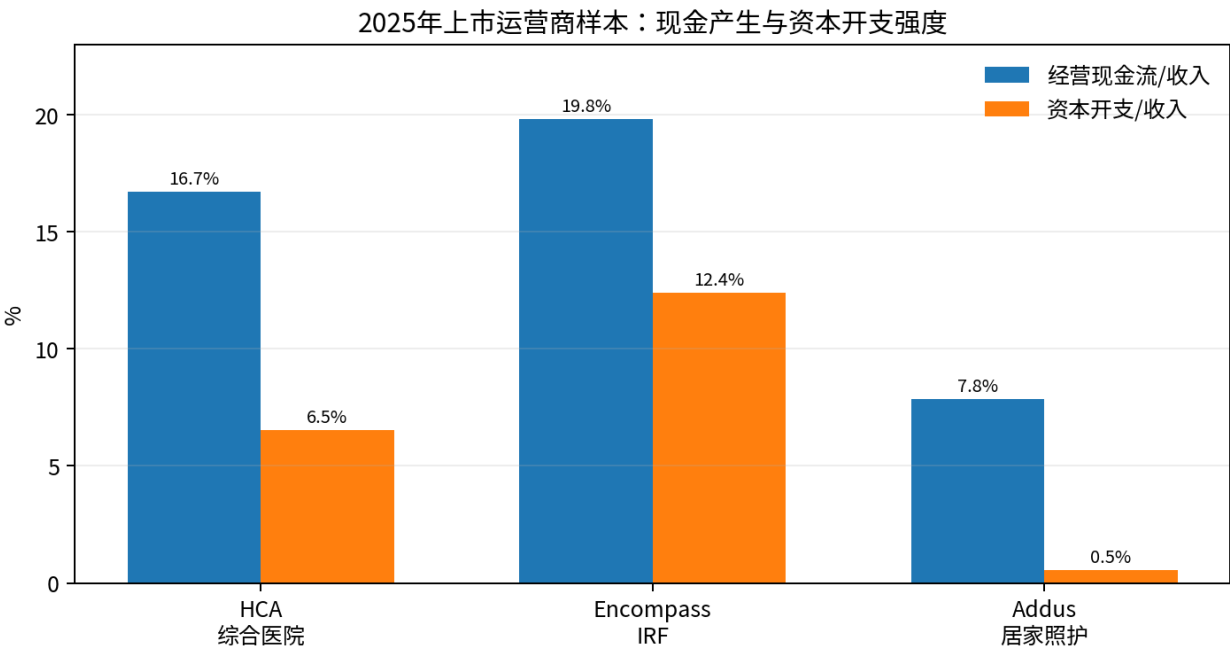


图 7-2 2025 年上市运营商样本：现金产生与资本开支强度

来源：HCA FY2025 Form 10-K[13]；Encompass Health FY2025 Form 10-K[24]；Addus HomeCare FY2025 Form 10-K[15]；ApexInsight 计算。单位：占营业收入/净服务收入%。

核心结论：资本强度差异极大：医院和 IRF 需要持续扩建、更新设备与 IT，home care 物理资本开支很低；因此相同需求增长对自由现金流的影响取决于服务场景。

2025 年 HCA 经营现金流约为收入 16.7%，资本开支约 6.5%；Encompass 分别约 19.8%和 12.4%；Addus 分别约 7.8%和 0.5%。这些只是上市公司样本，而且经营现金流包含营运资金和税费变化，图中“资本开支强度”也不等同维持性资本开支，因此不得把差额直接称为行业自由现金流率[13][15][24]。

重资产模式的优势是牌照、地理位置和床位形成进入壁垒，也可形成抵押资产；缺点是建设周期长、维护与技术升级刚性，site-of-care 迁移时可能出现资产利用率下降。轻资产 home care 则把主要风险从物理资产转化为人力供给、payer 合同和服务质量。

7.6 杠杆和融资特征

大型医院系统常以长期债券、银行循环额度和短期 commercial paper 共同融资，并以经营现金流支持资本项目；医院建设和并购使其对资本市场可得性与利率具有持续敏感度。HCA 2025 年计划 2026 资本开支 50—55 亿美元，且年末在建项目未来约需 71 亿美元完成和装备，体现大型系统的资本项目具有多年期承诺[13]。

养老社区和护理设施更常见 mortgage、sale-leaseback 和长期经营租赁，因此应把租赁负债和物业层现金流纳入“类债务”分析。租赁型运营商在需求下行时无法像纯轻资产服务商一样快速压缩固定租金；自持物业虽然有资产价值，但也承担维护、重置和房地产周期风险。

home care 和专业服务商的有形资产较少，融资需求更多来自收购与营运资金。其低 capex 并不必然等于低杠杆风险：高估值并购、payer 集中和工资-费率错配可以使轻资产公司在现金流下降时快速恶化。全行业共同的财务脆弱点是：高固定人员/设施成本、公共 payer 调价滞后、责任与网络事件、以及对再融资市场或租赁融资的依赖。

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导

8.1 行业周期来源

医疗服务并非典型 GDP 高弹性行业。急诊、重大疾病、慢病管理、康复和失能照护具有必需性，需求对普通经济周期的敏感度低于耐用品和可选消费；真正决定经营波动的变量通常是“可服务容量、支付、病例组合和成本”。择期手术、高端 private-pay 养老、独立生活和部分门诊则对就业、居民资产价格、保险覆盖和消费者可负担性更敏感。

利率通过三条路径作用于行业：提高医院/养老设施的债务与租赁融资成本；压低房地产类养老资产估值和并购杠杆能力；并通过政府财政环境间接影响公共支付。汇率和商品价格不是核心收入驱动，但会通过进口药械、能源和跨境劳动力成本形成二阶影响。

本行业更重要的“周期”是政策和支付周期。公共费率通常按年度更新，工资和 agency labor 却可以更快变化；当费率增幅低于成本时，机构会先通过招聘冻结、关闭床位、减少资本开支和服务组合调整吸收压力，最终才表现为退出。

8.2 关键历史压力期

压力期	时间	需求/运营冲击	盈利与现金流传导	企业分化	主要来源
COVID-19 急性冲击	2020–2021	择期量骤降、院感和养老机构入住受挫；部分 home-based 需求结构变化	医院 FFS margin 恶化；政府救助影响 all-payer 结果；人员短缺和 PPE/临时人工成本上升	急性医院与住宿型 LTC 承压最大；home health payer margin 反而上升	[35]
后疫情劳动力/通胀	2022–2023	需求恢复但人员短缺、工资和 agency labor 上升	人员成本上升快于部分费率；医院 FFS margin 2022–23 仍约-13%	高固定人员配置、低议价机构更弱；规模系统更易分摊招聘/IT 成本	[35]
运营与自然灾害压力	2024	地区性停电、飓风、网络及其他事件考验连续运营	停诊、转诊、修复和临时人员支出增加；对重资产医院影响更直接	地理分散、备用电力、冗余 IT 和保险成为主要缓冲	[13]、[38]

压力期	时间	需求/运营冲击	盈利与现金流传导	企业分化	主要来源
支付/覆盖重置	2025–2026	美国 payer mix 与补充支付变化；护理 staffing 规则逆转；中国长护险扩围；澳大利亚养老新法实施	同一时期可能同时出现费率支持与覆盖/合规压力	payer 多元化及政策适应能力决定分化	[21]、[22]、[18]、[19]、[39]、[4]

表 8-1 代表性历史压力期。注：不同事件机制不同，不将单一国家压力参数外推为全球行业峰值。

8.3 历史峰谷表现

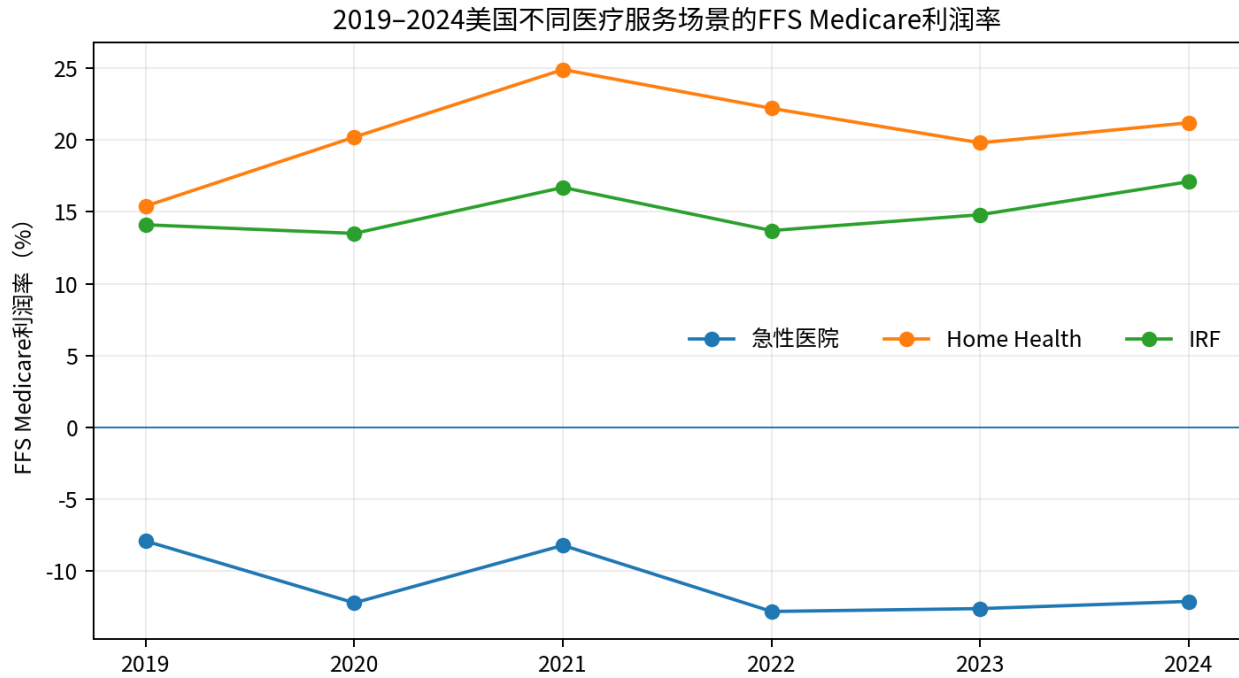


图 8-1 2019–2024 美国不同医疗服务场景的 FFS Medicare 利润率

来源：MedPAC，March 2026 Report to the Congress: Medicare Payment Policy[35]；医院利润率不含疫情救助资金；ApexInsight 整理。

核心结论：疫情及后疫情成本冲击没有在所有场景产生相同利润方向：医院 FFS 利润率持续为负，而 home health 和 IRF 长期为正。行业压力必须按支付体系和服务场景拆解。

医院使用量的恢复同样不等同于回到旧结构。MedPAC 显示，FFS Medicare 住院 stays/1,000 beneficiaries 由 2019 年的 244.5 下降至 2020 年的 213.6，2024 年为 208.3；2024 同比增长 1.5%，但仍明显低于 2019[35]。这与 R2 关于 site-of-care 迁移的判断一致：需求恢复可以与住院占比下降同时发生。

SNF 2024 年占用率约 83%，但 Medicare-covered admissions/1,000 FFS beneficiaries 同比下降 4%；同时不少 provider 报告因人员不足关闭床位或拒绝接收患者[35]。因此传统“产能利用率”不能只看物理床位，staffed beds 和可排班人员才是更接近有效产能的指标。

8.4 风险传导机制

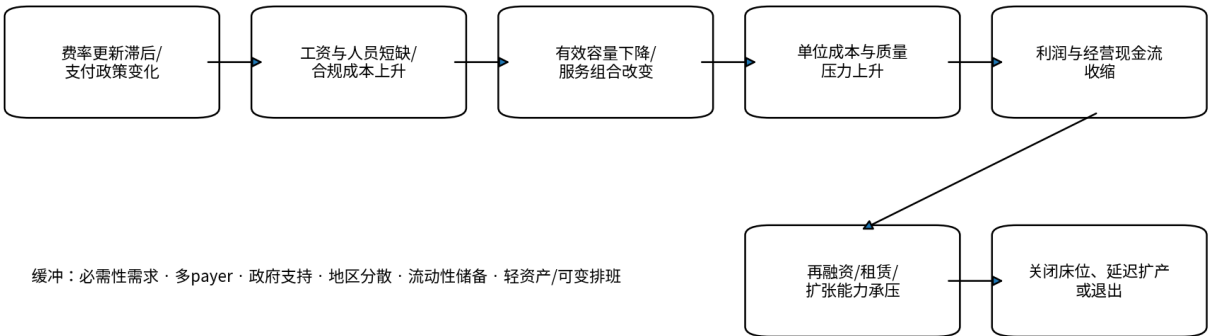


图 8-2 医疗与照护行业的结构性风险传导链

来源：MedPAC[35]；HCA、Brookdale、Addus、Encompass 法定披露[13][8][15][24]；HHS 网络安全框架[38]；ApexInsight 整理。

核心结论：本行业最典型的压力链不是“需求下降→库存积压”，而是费率/人员冲击先降低有效服务能力，再通过质量、现金流与资本开支传导到资产和融资。

若支付增长落后于工资和人员配置成本，机构通常先减少 agency 以外的可控开支、推迟非必要资本项目，并限制低盈利服务线；若人员仍不足，则 staffed capacity 下降、等待时间和转诊压力上升；持续后可能触发质量缺陷、罚款和许可压力，进一步压缩现金流。对于租赁型养老机构，这一链条还会被固定租金放大；对于 home care，物理资产压力较弱，但人员流失会更快转化为无法交付授权小时。

另一条近期可观察链来自 payer mix。HCA 在 2026 年二季度预告中估计，health-insurance-exchange 覆盖变化带来的 payer mix shift 对税前利润产生约 4 亿美元不利影响；同季 Florida Medicaid 补充支付又带来约 4 亿美元增量净收益[4]。同一季度内正负政策因素相互抵消，说明“患者量增长”不能单独解释医疗服务盈利。

8.5 缓冲机制

第一层缓冲是需求必需性和公共支付下限。危机不会像可选消费那样使基础医疗需求永久消失，政府在公共卫生危机或地区供给缺口中也可能通过临时支付、补贴或特殊资格维持服务。然而，政府支持的存在不能等同于对所有股东、债权人或物业所有人的损失保护。

第二层缓冲来自业务组合和规模：急诊、住院、门诊、康复、home health 和 LTC 的需求与费率并不同步；多地区网络可以调度人员、共享采购与 IT，并分散单一灾害。第三层缓冲是财务：未使用循环额度、长期债务期限、低短债、资产抵押价值和充足流动性。第四层是运营：float pool、跨培训、双供应商、备用电源、数据备份和事故演练。

第 9 章 技术、监管、政策与替代风险

9.1 技术变化

技术对本行业的作用首先是“重新配置劳动和照护地点”，而不是消灭核心需求。EHR、互操作、远程医疗、远程监测、自动排班、临床文书、收入周期管理和生成式 AI 可减少行政摩擦；机器人和辅助设备可降低部分搬运或重复劳动；但复杂诊断、侵入性治疗、失能照护和情绪支持仍高度依赖现场专业人员。

远程医疗已从疫情应急工具转为部分服务的常态补充。MedPAC 2025 年对 65 岁及以上 Medicare beneficiaries 的调查中，35%受访者报告过去一年使用 telehealth，在使用者中超过 90%表示满意[35]。这支持“远程渠道长期存在”的判断，但不能据此推断其会替代大多数住院或 hands-on care。

AI 的主要短期经济价值更可能落在编码、排班、文书、客服、临床决策支持和收入周期，而不是直接取代医生或护理员。其风险包括模型错误、偏差、隐私、第三方云依赖以及网络攻击面扩大，因此技术投资既可能提高劳动生产率，也会提高 IT 治理与合规固定成本。

9.2 产品或商业模式替代

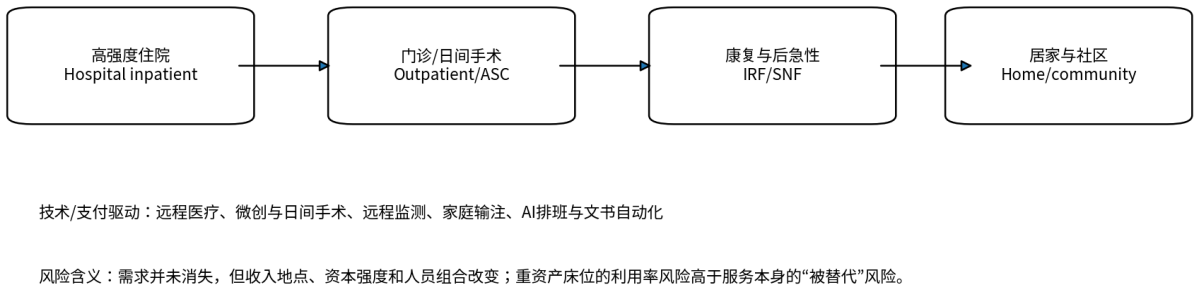


图 9-1 Site-of-care 与技术替代路径：从床位到门诊和家庭

来源：MedPAC[35]；CMS 支付规则[31][40][41]；WHO 长期护理服务框架[2]；ApexInsight 整理。

核心结论：结构性替代主要发生在“服务地点”而非“医疗需求”本身。重资产机构最大的长期风险是低 acuity 病例向更低成本场景迁移造成床位利用率和固定资产回报下降。

site-neutral payment 强化了这一方向。MedPAC 长期主张对于适合跨场景提供的服务，应尽量减少医院门诊部、ASC 和医生办公室之间因地点造成的支付差异[35]。一旦支付方持续收窄不同场景价差，医院通过收购门诊资产获得的 facility-based 价格优势会减弱，资本配置可能向 ASC、home health 和社区网络迁移。

home health 支付制度也展示了“商业模式替代而非需求消失”。PDGM 实施后，支付单位改为 30 天并弱化 therapy visit 数量与支付的机械联系；MedPAC 显示 2019—2024 每次现场访问的平均 Medicare 支付由 180 美元升至 245 美元，而服务组合和访问次数发生变化[35]。对运营商而言，技术与支付变化会重塑每 episode 人员组合和边际贡献。

9.3 监管和政策

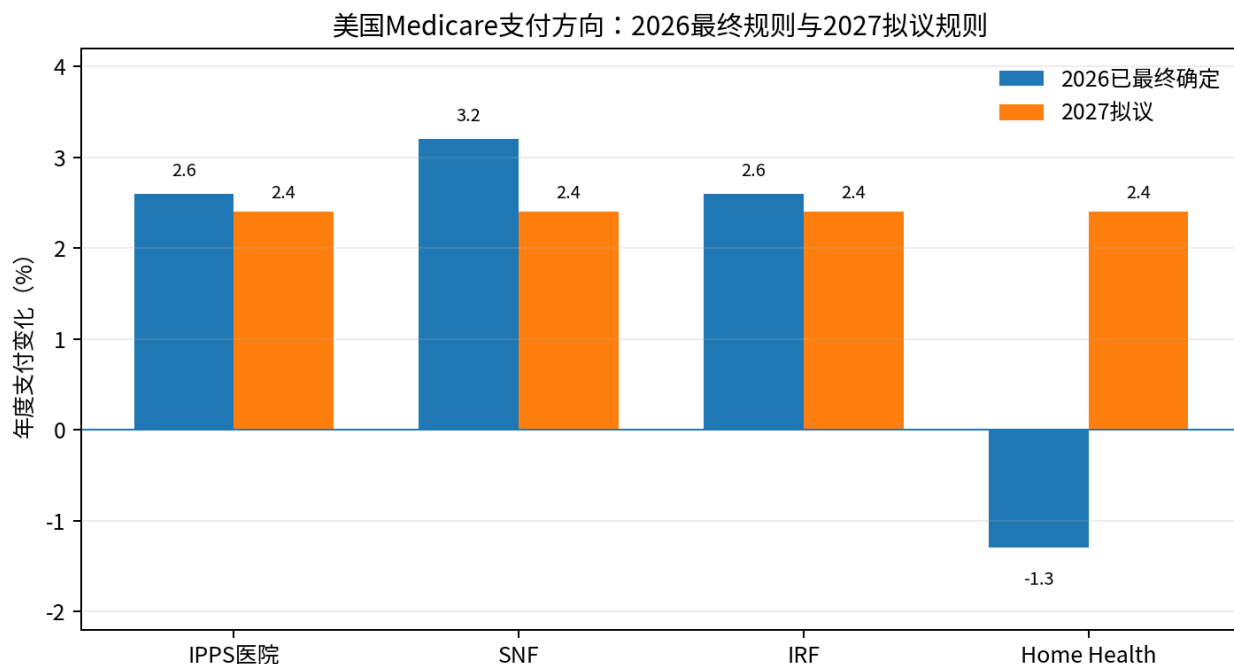


图 9-2 美国 Medicare 支付方向：2026 最终规则与 2027 拟议规则

来源：CMS FY2026 IPPS[31]、FY2026 SNF[32]、FY2026 IRF 及 CY2026 Home Health 最终规则[42][40]；CMS FY2027 IPPS、SNF、IRF 和 CY2027 Home Health 拟议规则[43][44][45][46]；ApexInsight 整理。

核心结论：公共费率不是单向上调。2026 home health 受 PDGM 行为调整影响出现净降，而 2027 拟议又转为正增长；年度规则变化本身就是收入可见度和投资节奏的重要风险源。

美国监管的核心传导是“价格+质量+资格”。FY2026 IPPS 为符合质量/EHR 要求的医院更新 2.6%，SNF 为 3.2%；CY2026 home health 虽然基础 update 为+2.4%，但叠加永久、临时和 outlier 调整后，CMS 估计总支付同比下降 1.3%[31][32][40]。截至 2026 年 8 月 7 日，FY/CY2027 多项规则仍为 proposed：IPPS、SNF 和 IRF 拟议基础更新均约 2.4%，home health 拟议总支付较 2026 增加 2.4%，最终结果仍存在规则制定不确定性[43][44][45][46]。

护理院 staffing 政策说明监管方向也可能逆转。美国 2024 年联邦最低 staffing 规则随后被 2025 年法律延后并由 CMS 撤销相应最低标准，不能继续视为当前强制 3.48 HPRD 规则[21][22]。澳大利亚则仍以平均 care minutes 和 24/7 RN 要求作为住宅养老运营约束，并在 2025 年 11 月实施新的 Aged Care Act[23][39]。

中国的关键变化是长期护理保险由试点向制度化扩展。2026 年 3 月实施方案提出用约 3 年基本建立独立的长期护理社会保险制度；到 7 月国家医保局已汇总多省公开实施方案[18][19]。这一变化可能逐步扩大正式照护支付来源，但短期仍存在地区待遇、筹资和机构准入差异，不能把制度目标直接等同已实现全国统一支付。

欧洲的结构监管重点正在向数据互操作和二次使用延伸。EHDS Regulation 于 2025 年 3 月生效，计划在 2027 年前完成关键实施法案，2029 起患者摘要/ePrescription 等首批数据类别和大部分二次使用规则开始适用，2031 扩展到影像、化验和出院记录等[47]。这会提高互操作和数据治理投入，同时改善跨机构信息流的潜在效率。

9.4 合规成本及监管不确定性

医疗服务的固定合规成本包括执照、专业资格、质量报送、患者安全、隐私、反欺诈、billing integrity、人员背景审查、感染控制和持续培训。对养老/照护而言，还叠加人员配置、虐待防范、设施安全和 resident rights。规模扩张如果没有同步扩大质量与审计能力，会把运营风险放大为许可、处罚和诉讼风险。

网络安全已成为连续运营而非单纯隐私问题。HHS 把医疗网络安全明确概括为“Cyber Safety is Patient Safety”，其 HPH Cybersecurity Performance Goals 虽属自愿性，但覆盖漏洞管理、资产清单、第三方风险、访问控制、备份和恢复等高影响控制[38]。依赖 EHR、云、联网设备和第三方结算的机构发生中断时，风险可直接传导到患者分流、处方、检查和收费。

政策反复本身也是信用风险变量。监管升级会增加固定成本，但规则撤销同样可能改变已经投入的人力、设施和 IT 回报；因此分析应关注“政策确定性”和“过渡期”而非简单判断监管越多风险越高。

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险

10.1 关键投入

对医疗与照护服务而言，“关键投入”排序与制造业不同。第一关键投入是合格人才：医生、护士、治疗师、护理员、药师以及可承担轮班的管理和技术人员。第二层是药品、耗材、诊断和治疗设备；第三层是设施、电力、氧气、水、餐饮和后勤；第四层是 EHR、云、网络和数据；第五层是资本与责任保险。任何一层中断都可能使物理床位变成不可使用的“名义产能”。

药械制造和分销本身不在本报告边界内，但其短缺会作为外部投入冲击传导给 provider。HCA 2026 年当前风险披露仍把 pharmaceuticals、supply chain、tariffs/geopolitical disruptions 和 workforce disruptions 列为可能增加成本或限制运营的因素，说明服务业低贸易暴露不等于零供应链风险[4]。

10.2 供应集中度

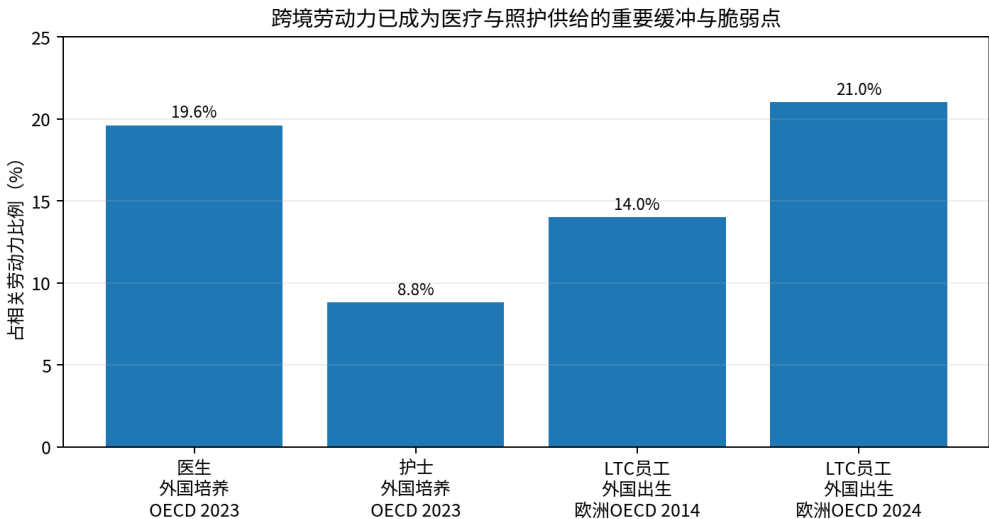


图 10-1 跨境劳动力已成为医疗与照护供给的重要缓冲与脆弱点

来源：OECD Health at a Glance 2025[26][10]；数据：2023 或 2024；ApexInsight 整理。注：医生/护士指标为 foreign-trained，LTC 指标为 foreign-born，定义不同，仅用于展示依赖方向。

核心结论：国际招聘可缓解高收入市场缺员，但移民、资格认证与签证变化会收紧有效供给，并可能转移来源国短缺。

2023 年 OECD 国家医生中平均 19.6%为 foreign-trained，护士为 8.8%；外国培养医生超过 60 万人，护士超过 80 万人。美国、英国和德国承接了其中大部分。欧洲 OECD 国家 LTC workforce 中 foreign-born 占比由 2014 年的 14%升至 2024 年的 21%[26][10]。这使劳动力政策成为比关税更直接的跨境供给变量。

资格认证本身构成供应链“转换周期”。外国培养医生和护士即使已在目的国，也可能因执照、桥接培训和语言要求无法立即形成可排班产能。因此人员短缺的恢复时间通常以月到年计，而不是像通用耗材那样通过几周的替代采购解决。

10.3 下游和客户集中

终端患者通常高度分散，但实际付款人可以高度集中。政府、社会保险、Medicare/Medicaid、地方长期护理项目和少数大型商业保险可以决定大部分可实现价格。payer 集中使 provider 具有“低客户违约、但高政策议价风险”的特殊结构：政府信用质量可能很高，但费率和资格可以被政策统一调整。

公司样本显示这种集中可非常具体。Addus 2025 年 Illinois Department on Aging 一个 payer program 贡献 18.1%公司收入[15]；HCA 2026 年二季度又显示 health-insurance-exchange 覆盖变化和州 Medicaid directed payment 可在同季分别形成数亿美元级负面和正面影响[4]。因此 GlobalCheck 企业分析需要在行业 GISR 之外单独读取企业 payer mix 和地区集中。

10.4 国际贸易

本报告核心服务的国际可贸易性低：住院、护理、养老和大部分 home care 必须在患者所在地交付，因此传统“出口量/进口量、港口路线、关税”并不是行业主风险指标。医疗旅游、跨境远程咨询和国际医院管理存在，但不足以代表整个 Formal Provider Service Envelope。R3 不构造缺乏统一定义的全球 health-services trade 总额。

地缘与贸易风险主要通过间接渠道进入：进口药械和关键设备、外籍劳动力、云和软件供应商、跨境资本及汇率。对大型综合医院而言，tariff 可能提高设备和耗材替换成本；对 LTC 和 home care 而言，移民政策的影响通常更直接。

10.5 供应链韧性

人员韧性工具包括扩大培训管线、保留计划、跨岗位培训、内部 float pool、区域调度、国际招聘以及合理使用 agency staffing。其限制是执照和技能不可瞬时替代；过度依赖临时人员又可能提高成本并削弱质量连续性。

物资韧性工具包括关键药耗安全库存、双重采购、替代产品预认证、区域仓储和供应商财务监测。设施韧性则依赖备用电力、燃料、水、氧气、灾害转运协议和可用床位网络。数字韧性需要离线流程、不可变备份、多因素认证、分段网络及关键第三方的恢复协议[38]。

与制造业不同，本行业难以通过大量成品库存吸收冲击；真正的安全库存是“可用人员、可转诊床位、备用系统和现金流”。因此供应链韧性评估应把 workforce、IT 和 payer operational continuity 与药耗采购放在同一框架。

第 11 章 全球区域差异

区域差异主要来自支付制度、劳动力供给、人口结构、formal LTC 成熟度和监管，而不是跨境贸易位置。下表仅比较行业经营特征，不构成国家风险评分。

区域	市场与供给成熟度	支付结构	劳动力	主要经营风险特征	主要来源
北美	成熟、高支出；医院/门诊/养老/home care 体系完整	多 payer；美国公共费率+商业谈判并存	专业人才和护理人员短缺；国际招聘重要	资本市场深、医院本地集中度高；支付与覆盖政策波动较大	[26]、[31]、[32]、[3]、[35]

区域	市场与供给成熟度	支付结构	劳动力	主要经营风险特征	主要来源
欧洲	公共体系成熟；formal LTC 较发达但国家差异大	税收/社保主导，provider 价格自主性普遍较低	LTC 外籍劳动力占比上升；homecare 缺口仍存在	财政约束、staffing 和 EHDS 数据治理是主要变量	[26]、[10]、[48]、[47]、[49]
中国	医疗服务量以公立医院为主；养老与 LTC 支付制度扩展中	基本医保+DRG/DIP；长护险由试点走向制度化	区域和层级分布不均；正式照护人力需随老龄化扩张	支付改革与长护险扩围同时改变医院和照护机构收入结构	[29]、[30]、[18]、[19]
日本和韩国	老龄化程度高、LTC 需求刚性强	日本介护保险等公共制度较成熟	日本官方预计 2026 约需 240 万介护人员、2040 约 272 万	低人口增长和人力缺口使生产率与 home/community care 重要	[28]、[26]、[10]
其他亚洲及东盟	收入和城市化支持医疗需求增长；formal LTC 成熟度差异大	公共/自费/商业保险组合差异大	WHO 识别东南亚为 2030 护理人员短缺较突出的区域之一	增长较快但可负担性、人才和监管执行差异更大	[50]、[51]、[2]
中东	高收入海湾市场可通过公共投资扩容；其他市场差异大	政府支付和私人保险并存	外籍专业人员依赖较高，资格和签证政策重要	资本项目与外籍劳动力供给是关键敏感点	[51]、[2]
拉丁美洲	公私并存、城市集中；正式 LTC 发展不均	财政能力和保险覆盖差异大	WHO 指出部分拉美国家仍存在显著护理人员缺口	汇率/财政和人才配置影响服务可及性	[51]、[2]
非洲	基础医疗与 formal LTC 供给总体较薄弱	公共财政、社会保险和自费能力差异大	WHO 预计 2030 护理人员缺口最集中区域之一	结构性风险主要来自人员、基础设施、财政与可及性，而非成熟市场的过度集中	[51]、[2]
大洋洲	澳大利亚/新西兰体系成熟；养老监管强	公共支付与私人贡献并存	澳大利亚护士与 LTC 对移民依赖较高	Aged Care Act、care minutes 和人员供给决定养老成本	[26]、[23]、[39]

表 11-1 全球区域经营特征比较。ApexInsight 基于官方/国际组织资料整理；不构成国家风险评分。

11.1 北美

美国是最适合观察“多 payer+高资本强度+本地集中”的市场。2026 年当前数据同时显示医院量仍增长、公共支付按年度规则调整、商业保险覆盖变化会影响 payer mix，且大型系统资本开支持续。加拿大的公共融资占比更高，价格弹性和营收机制与美国不同，因此不能以美国上市医院利润率代表北美整体。

11.2 欧洲

欧洲多数体系的公共融资和统一费率权重较高，provider 对价格的自由度通常低于美国商业保险市场；这提高需求和收款可见度，但也使财政预算、等待时间和工资谈判更重要。England adult social care 2024/25 vacancy 已回落至约 7%的疫情前附近，但 homecare 在 2025 年 3 月 vacancy 仍略高于 10%，care home turnover 约 25%，说明恢复并不均衡[49]。

11.3 中国

中国的结构性特点是公立医院承担大部分医疗服务量，而民营医院数量更多但服务量份额较低；支付侧继续推进 DRG/DIP 和医保监管。2026 年长期护理保险制度化将 formal care 的支付来源从地方试点逐步转为更稳定制度安排，但省级实施节奏、待遇范围和机构供给仍决定短期经营差异[29][30][18][19]。

11.4 日本、韩国及其他亚洲

日本的超高龄人口使介护人力成为比床位更长期的约束：厚生劳动省测算 2026 年度约需 240 万介护职员，2040 年度约 272 万[28]。韩国同样面临快速老龄化和较高 LTC 人员 part-time 比例；其他亚洲和东盟则表现为“需求增长快、formal financing 和专业供给成熟度差异大”，不能使用单一亚洲平均风险结论[10][51]。

11.5 中东、拉丁美洲、非洲与大洋洲

中东高收入国家的主要脆弱点是外籍劳动力和进口设备依赖；拉丁美洲更多受公共财政、保险覆盖和城市/非城市供给差异影响；非洲的首要结构约束仍是专业人员和基础设施不足。WHO 2025 预计全球 2030 护士缺口约 450 万人，最大缺口集中于非洲、东南亚、东地中海及部分拉美地区[51]。

大洋洲以澳大利亚为主要可观察成熟市场。新 Aged Care Act 自 2025 年 11 月起实施，住宅养老 care minutes 和 24/7 RN 要求使质量监管直接转化为人力成本与可用床位约束[23][39]。同时澳大利亚等国对 foreign-trained nurses 的依赖高于 OECD 平均，使移民政策与本地培训成为长期供给变量[26]。

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望

12.1 当前行业状态：截至 2026 年 8 月 7 日

截至 2026 年 8 月 7 日，行业整体处于“需求仍有增长、人员约束缓和但未消失、支付方向分化、资本继续向高需求场景配置”的状态。美国 BLS 2026 年 7 月 Employment Situation 显示 health care 就业当月增加约 2.2 万人，其中 ambulatory health care services 增加约 1.8 万人，说明服务需求仍在创造岗位；但这不能代表所有护理/养老细分都已解决 vacancy[3]。



图 12-1 截至 2026-08-07 的美国上市运营商可观察样本：最新季度收入增长

来源：HCA 2026-07-24 Q2 正式结果[4]；UHS 2026-07-27 Q2 results[5]；Ensign 2026-07-27 Q2 results[6]；Encompass 2026-08-05 Q2 results[7]；ApexInsight 整理。注：均为 Q2 2026；样本不代表美国或全球行业平均。

核心结论：可观察运营商收入仍为正增长，但增长来源不同：医院来自 volume 和 payer/服务组合，SNF 受到入住率和并购推动，IRF 来自出院量、价格和新增床位。

HCA 2026 年二季度正式披露收入 202.30 亿美元，同比+8.7%，same-facility admissions +2.5%，但 inpatient surgeries -2.3%、outpatient surgeries -3.4%；payer mix 不利影响与 Medicaid supplemental payment 正面影响并存[4]。UHS 同期收

入同比+8.3%，并确认 Florida Medicaid directed-payment 及责任准备金调整的净影响[5]。这些数据说明当前景气并非单纯“量价齐升”。

post-acute/养老的当前信号同样偏正但高度分化。Ensign Q2 2026 same-facility occupancy 为 84.1%，同比提高 2.7 个百分点，收入同比+17.3%，其中包含扩张与收购；Brookdale Q2 weighted-average occupancy 为 82.4%，同比提高 2.3 个百分点[6][36]。Encompass Q2 净营业收入同比+9.6%，discharges 同比+5.6%，经营现金流为 2.826 亿美元，并上调全年指引[7]。

政策面则保持双向。美国 2026 home health 总 Medicare 支付规则同比为-1.3%，而 FY2026 IPPS/SNF/IRF 基础更新为正；2027 拟议规则又出现新的正负组合，尚未最终确定[31][32][40][43][44][45][46]。中国各省正在落实全国长护险制度实施方案，形成 formal care 需求和支付扩展的中期正向因素，但短期不能假设全国费率或准入完全统一[19]。

12.2 未来 12—24 个月展望

基准判断（2026 年下半年至 2028 年上半年）：核心医疗与长期照护服务量仍受人口老龄化、慢病和已存在的治疗/照护需求支撑；site-of-care 继续向门诊、康复、home/community 迁移。劳动市场比 2021–23 最紧张阶段改善，但护士、direct care 和部分地区/专科仍构成扩张瓶颈。公共 payer 费率与劳动力成本之间的剪刀差将继续决定利润分化。

上行因素包括：人员 vacancy 继续回落、agency labor 和加班成本下降；美国 2027 最终支付规则高于当前拟议或费率更好覆盖成本；senior living 入住率继续恢复；中国长护险扩围加快正式照护支付；AI 和收入周期自动化产生可验证生产率；资本成本下降促进更新和扩张。

下行因素包括：公共财政紧缩或 payer cuts；保险覆盖下降导致 uninsured/self-pay 上升；移民和资格政策收紧加剧人员短缺；工资、责任保险、药耗或能源重新加速；大型网络安全/公共卫生事件；长期高利率或信用利差扩大；重资产床位扩张与 site-of-care 迁移错配。

最大不确定性不是“老龄化是否发生”，而是新增需求由谁支付、在哪里交付、由谁提供。相同人口需求可以在医院、SNF、assisted living 或 home care 之间重新分配，并产生完全不同的资本强度和利润结构。

第 13 章 情景分析与关键监测指标

13.1 情景分析

情景	触发因素	需求/服务量	利润率	现金流	资本开支/融资	企业分化	可能持续
基准情景	需求温和增长；人员供给逐步改善；2027 主要支付规则接近拟议方向	服务量稳健；门诊/home/community 占比继续升	费率大致覆盖一般成本增幅，但场景差异仍大	总体稳定，重资产扩张继续消耗现金	正常资本开支与选择性并购；融资可得	规模、多 payer、强招聘与轻资产运营商表现更稳	12–24 个月
温和下行情景	工资/保险成本再加速；部分 payer 费率低于成本；覆盖下降或入住恢复停滞	必需需求仍在，但择期量、private-pay 升级和可选服务放缓	利润率收缩，低支付、低入住率或高固定成本场景更明显；不给出统一行业幅度	营运资金占用和 capex 削减上升	高租赁/高短债主体再融资压力增加	低入住率、单 payer 和农村/小规模机构更弱	约 4–8 个季度

情景	触发因素	需求/服务量	利润率	现金流	资本开支/融资	企业分化	可能持续
严重压力情景	大型疫情/网络或公用设施中断与支付紧缩、人员冲击叠加	择期服务下降、staffed capacity 关闭、转诊中断	固定成本吸收恶化；罚款/agency/保险成本进一步放大	自由现金流显著转弱，需动用流动性	再融资、契约和租赁覆盖成为核心风险	高杠杆重资产、单地区/单 payer 机构最脆弱；公共支持可能缓冲关键设施	事件期+1-3 年恢复
上行情景 (参考)	人员供应明显改善；费率与成本更好联动；正式 LTC 支付扩展快于预期	服务量和入住率提升，home/community 扩容	运营杠杆改善	现金流释放并支持更新/扩张	融资条件改善	强网络、可扩展平台和高质量运营商受益更大	12-24 个月

表 13-1 情景分析。说明：为条件式行业研究框架，不赋予概率，也不编造统一财务降幅。

13.2 关键监测指标

指标 (English)	定义	数据源	频率	预警方向	限制
Healthcare employment by setting	按医院、门诊、home health、护理/养老细分的就业人数	BLS CES/QCEW；各国劳工统计	月/季	持续上升且 vacancy 下降=供给改善；就业下降伴需求稳定=容量风险	行业分类和季调
Nurse/LTC worker density	护士及 LTC worker 相对人口/65+ 人口密度	OECD/WHO[26][10][51]	年	下降=结构性供给风险上升	更新滞后、定义差异
Vacancy & turnover	空缺岗位/岗位数、年度离职率	CQC/国家监管[49]	季/年	上升=工资、agency 和质量压力	调查/报送口径
Staffed-bed occupancy	可实际排班床位占用率而非物理床位	CMS/MedPAC/国家监管[35]	月/季/年	高占用+关闭床位=供给紧张；持续低占用=资产风险	staffed-bed 数据不总可得
Public payer rate update	Medicare/Medicaid/DRG/LTC 年度费率变化	CMS/NHSA 等 ([31]、013、037、039-043)	年/政策事件	费率<工资/投入成本=利润风险	规则可能为拟议而非最终
Payer mix / uninsured	政府、商业、自费和无保险占服务/收入比	公司法定披露/国家 payer 数据[4]	季/年	低支付 payer 占比升=实现价格承压	公司样本不可外推
Claims denial / AR days	拒付率、未决拒付、应收账款天数	公司监管文件/医保审计	季	上升=现金转换与收入质量恶化	披露不统一
Senior living occupancy	养老社区入住率及净 move-in	监管/上市运营商[36]	月/季	上升=固定成本吸收改善	私人样本偏差
Hospital/IRF/SNF volume	admissions、discharges、surgeries、SNF days	CMS/MedPAC/公司 ([35]、048、050、052)	月/季/年	量增长与人员同步=正面；量降/低利用=资产压力	payer 与场景不同
LTC insurance rollout	中国省级长护险参保、待遇、机构和支付扩围	国家医保局[18][19]	政策/季年	覆盖扩展=formal care 支付能力改善	省际不可简单合并
Quality/staffing enforcement	缺陷、staffing、处罚、评级	CMS/CQC 等[33][34][52]	月/季	缺陷/处罚上升=合规和许可风险	自报/检查周期

指标 (English)	定义	数据源	频率	预警方向	限制
Cyber/operational incidents	重大数据泄露、ransomware、系统 downtime 及灾害停诊	HHS/监管/公司[38]	事件/季	频度或严重度上升=连续运营风险	全球数据库不统一
Foreign workforce share/inflow	foreign-trained/foreign-born 医护及照护人员比例/流入	OECD/移民部门[26][10]	年	流入下降且本地培训不足=供给预警	资格认证滞后
Capex & expansion pipeline	维持/扩张资本开支、在建床位/医院	公司监管文件/许可数据[13][37]	季/年	capex 骤降可能提示现金压力；过快扩张提示利用率风险	样本与项目口径差异

表 13-2 GISR 行业监测指标框架。监测指标用于识别行业结构变化，不直接构成企业评级或投资信号。

13.3 GISR 变化触发条件

当前 GISR 仍维持 R1 冻结的 3 级（中等结构性风险），本轮不提出改级。未来可能触发上调复核的长期条件包括：①主要地区连续多年费率增幅显著低于人工/合规成本并伴随设施退出；②医护与 LTC workforce 密度持续下降且国际招聘同时收紧；③网络/公共卫生事件频率和损失严重度上升，使运营中断成为常态；④公共财政改革显著削弱核心 payer 覆盖；⑤site-of-care 迁移造成重资产床位长期低利用和大规模资产搁浅。

可能触发下调复核的长期条件包括：①培训、移民和生产率共同使劳动力缺口持续收窄；②主要支付制度建立更可预测的成本联动并降低费率-工资剪刀差；③formal LTC 融资覆盖显著扩大且机构质量监管可预期；④home/community 替代在降低资本强度的同时未造成质量恶化；⑤跨机构数据互操作与网络韧性显著提高，事件损失率下降。以上均需多年、跨地区证据，不应因单一季度景气改善而调整 GISR。

第 14 章 方法论、局限及使用说明

14.1 GISR 评价对象与等级含义

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）用于评价行业层面的长期结构性经营风险。本报告采用六级体系：1 级很低、2 级较低、3 级中等、4 级较高、5 级高、6 级很高结构性风险。评价关注行业周期性、竞争结构与进入壁垒、盈利与现金流稳定性、技术/产品/商业模式替代、中长期增长稳定性，以及监管、政策、供应链与外部冲击暴露。

本报告对 IR-030 维持 GISR 3 级。该结论来自 R1 冻结边界、R2 结构和市场证据、R3 经济性/压力期/前瞻证据的综合复核，不因 2026 年某一季度的就业、收入或入住率改善而改变。GISR 不评价单个企业的资本结构、治理、市场地位或偿债能力。

14.2 数据口径与可比性

跨国卫生支出与服务结构优先使用 SHA 2011 框架，将功能（HC）、提供者（HP）和融资（HF）区分处理[1]。本报告的“正式服务提供者边界”以医院、门诊/家庭医疗、住宿型长期照护和可识别的正式社会长期照护为核心；Current Health Expenditure、provider revenue 和行业增加值并非同一指标，不能机械相加。WHO GHED 和 OECD 数据在国家最新年份、价格基础和 LTC 社会部分覆盖上存在差异[25][17]。

公司财务和运营指标仅用于展示商业模式、payer mix 和成本结构的可观察样本，不作为全球行业平均。MedPAC 的 FFS Medicare margin 属于特定 payer 支付充足度指标，也不等于机构 all-payer 总体利润。美国医院市场集中度数据同样属于本地市场证据，不外推为全球 CR 或 HHI。

14.3 主要局限

- 不存在统一、可审计的全球“医疗服务+养老+社会照护”provider 营业收入总量；最终报告因此未构造未经验证的全球绝对市场规模。
- 社会型长期护理（HCR.1）在部分国家缺报或与社会保障统计边界不同，跨国 LTC 总支出比较可能低估未充分报告的国家。
- 全球 provider 盈利率、staffed-bed、facility closure、cyber downtime 及 PE/REIT 所有权穿透缺少统一时序，相关章节采用地区或公司样本并明确限制。
- 2026 年 8 月 7 日以后发布的政策、监管规则、公司财务和统计修订不在本版本数据截止范围内；2027 美国 CMS 规则在截止日仍有多项为拟议规则。
- 不同国家公立、非营利和营利 provider 的补贴、成本会计、租赁及资本性支出处理存在制度差异，直接比较利润率需要谨慎。

14.4 使用说明

本报告不构成单个企业信用评级或违约概率，不构成投资建议，不替代国别风险评价，也不替代对企业财务、竞争地位、治理、所有权、payer 和地区集中度的独立分析。结构性风险与当前景气度应分开理解；企业最终适用报告取决于行业代码与主营业务的实质匹配，而非工商登记代码单一字段。

第 15 章 参考资料

以下仅列入正文或图表实际引用的资料；编号按正文首次出现顺序确定。访问日期均为 2026 年 8 月 7 日。

15.1 国际组织与官方统计

[1] OECD / Eurostat / WHO. A System of Health Accounts 2011: Revised Edition. 发布日期：2017；数据期间：统计标准。https://www.oecd.org/en/publications/a-system-of-health-accounts-2011_9789264270985-en.html

[2] World Health Organization. Long-term care for older people: package for universal health coverage. 发布日期：2024-05-08；数据期间：全球政策框架。<https://www.who.int/publications/i/item/9789240086555>

[9] OECD. Health expenditure by type of service — Health at a Glance 2025. 发布日期：2025-11-13；数据期间：2023 或最近年份。https://www.oecd.org/en/publications/2025/11/health-at-a-glance-2025_a894f72e/full-report/health-expenditure-by-type-of-service_eec621dc.html

[10] OECD. Long-term care workers — Health at a Glance 2025. 发布日期：2025-11-13；数据期间：2013 与 2023 或最近年份。https://www.oecd.org/en/publications/2025/11/health-at-a-glance-2025_a894f72e/full-report/long-term-care-workers_9c3bdbaf.html

[11] OECD. Latest health spending trends and outlook — OECD Health Working Papers No. 193. 发布日期：2026-03；数据期间：2017–2024；展望。https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2026/03/latest-health-spending-trends-and-outlook_2db269d5/9fc8d4b1-en.pdf

[17] OECD. Long-term care spending and unit costs — Health at a Glance 2025. 发布日期：2025-11-13；数据期间：2023 或最近年份；预测至 2050。https://www.oecd.org/en/publications/health-at-a-glance-2025_8f9e3f98-en/full-report/long-term-care-spending-and-unit-costs_59f07562.html

[25] World Health Organization (WHO). Global Health Expenditure Database (GHED), all data. 发布日期：2026-03；数据期间：2000–2024（各国最新年份不一）。<https://apps.who.int/nha/database/DocumentationCentre/Index/en>

[26] OECD. Health at a Glance 2025: OECD Indicators — Indicator overview / Table 1.6. 发布日期：2025-11-13；数据期间：2023（资源）/2024（支出）。https://www.oecd.org/en/publications/2025/11/health-at-a-glance-2025_a894f72e/full-report/indicator-overview-country-dashboards-and-major-trends_368ac397.html

[48] Eurostat. Professional homecare services for people with long-term care needs, 2024. 发布日期：2026-03-30；数据期间：2024。<https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/ddn-20260330-2>

[50] United Nations DESA. World Population Prospects 2024. 发布日期：2024；数据期间：1950–2100。<https://population.un.org/wpp/>

[51] World Health Organization. Nursing and midwifery – Fact sheet. 发布日期：2025-07-17；数据期间：全球；2030 预测。<https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/nursing-and-midwifery>

15.2 政府与监管机构

[3] U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Employment Situation — July 2026, Table B-1. 发布日期：2026-08-07；数据期间：2025-07 至 2026-07；月度。<https://www.bls.gov/news.release/empsit.t17.htm>

[18] 国家医疗保障局等八部门. 加快建立长期护理保险制度实施方案. 发布日期：2026-03-26；数据期间：2026 起；约 3 年制度建设期。https://www.nhsa.gov.cn/art/2026/3/26/art_196_20076.html

[19] 国家医疗保障局. 各地陆续发布建立长期护理保险制度实施方案. 发布日期：2026-07-14；数据期间：截至 2026-07。https://www.nhsa.gov.cn/art/2026/7/14/art_14_21427.html

[20] CMS. Minimum Staffing Standards for Long-Term Care Facilities Final Rule (CMS-3442-F). 发布日期：2024-04-22 / 2024-05-10；数据期间：原计划 2024–2029 分阶段。<https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/medicare-and-medicaid-programs-minimum-staffing-standards-long-term-care-facilities-and-medicaid-0>

[21] U.S. Congressional Research Service. Health Provisions in P.L. 119-21, the FY2025 Reconciliation Law. 发布日期：2025；数据期间：2025–2034。<https://www.congress.gov/crs-product/R48633>

[22] U.S. Federal Register / CMS. Medicare and Medicaid Programs; Repeal of Minimum Staffing Standards for Long-Term Care Facilities (CMS-3442-IFC). 发布日期：2025-12-03；数据期间：2025–26。<https://www.federalregister.gov/d/2025-21792>

[23] Australian Government Department of Health, Disability and Ageing. Care minutes in residential aged care. 发布日期：2026（网页更新）；数据期间：2025–26 要求。<https://www.health.gov.au/our-work/care-minutes-registered-nurses-aged-care/changes-to-allocations>

[27] U.S. Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS). National Health Expenditure Fact Sheet. 发布日期：2026（2024 NHE）；数据期间：2024；历史系列 1960–2024。 <https://www.cms.gov/data-research/statistics-trends-and-reports/national-health-expenditure-data/nhe-fact-sheet>

[28] 日本厚生劳动省. 第9期介護保険事業計画に基づく介護職員の必要数について. 发布日期：2024-07-12；数据期间：2022 实际；2026、2040 需求。 https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_41379.html

[29] 中国国家统计局. 中华人民共和国 2025 年国民经济和社会发展统计公报. 发布日期：2026-02-28；数据期间：2025 年末。 https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202602/t20260228_1962662.html

[30] 中国国家卫生健康委员会. 2025 年 1—8 月全国医疗服务情况. 发布日期：2026-03-09；数据期间：2025-01 至 2025-08。 <https://www.nhc.gov.cn/mohwsbwstjxxzx/s7967/202603/b66ecaf95791420db84372671696c883.shtml>

[31] CMS. FY 2026 Hospital Inpatient Prospective Payment System (IPPS) Final Rule. 发布日期：2025-07-31 / 2025-08-04；数据期间：FY2026。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/fy-2026-hospital-inpatient-prospective-payment-system-ipp-pps-long-term-care-hospital-prospective-0>

[32] CMS. FY 2026 Skilled Nursing Facility PPS Final Rule. 发布日期：2025-07-31；数据期间：FY2026。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/fy-2026-skilled-nursing-facility-snf-prospective-payment-system-final-rule-cms-1827-f>

[33] CMS. Nursing Home Chain Performance Measures. 发布日期：2026-06 版本；数据期间：月度至 2026-06。 <https://data.cms.gov/quality-of-care/nursing-home-chain-performance-measures>

[34] CMS. Nursing Home Ownership dataset. 发布日期：2026-06-24 版本；数据期间：月度。 <https://data.cms.gov/provider-data/dataset/y2hd-n93e>

[38] U.S. HHS. Healthcare and Public Health Cybersecurity Performance Goals. 发布日期：2026 访问版本；数据期间：当前框架。 <https://hhscyber.hhs.gov/cybersecurity-performance-goals.html>

[39] Australian Government Department of Health, Disability and Ageing. New Aged Care Act. 发布日期：2025-11-01 起实施；数据期间：2025–26。 <https://www.health.gov.au/our-work/aged-care-act/about>

[40] CMS. CY 2026 Home Health Prospective Payment System Final Rule (CMS-1828-F). 发布日期：2025-11-28；数据期间：CY2026。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/calendar-year-cy-2026-home-health-prospective-payment-system-final-rule-cms-1828-f>

[41] CMS. CY 2026 Hospital OPPIPS and ASC Final Rule (CMS-1834-FC). 发布日期：2025-11-21；数据期间：CY2026。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/calendar-year-2026-hospital-outpatient-prospective-payment-system-opp-pps-ambulatory-surgical-center>

[42] CMS. FY 2026 Inpatient Rehabilitation Facilities Prospective Payment System Final Rule (CMS-1829-F). 发布日期：2025-08-01；数据期间：FY2026。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/fy-2026-inpatient-rehabilitation-facilities-prospective-payment-system-final-rule-cms-1829-f>

[43] CMS. FY 2027 IPPS and LTCH PPS Proposed Rule (CMS-1849-P). 发布日期：2026-04-10；数据期间：FY2027 拟议。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/fy-2027-hospital-inpatient-prospective-payment-system-ipp-pps-long-term-care-hospital-prospective>

[44] CMS. FY 2027 SNF PPS Proposed Rule (CMS-1843-P). 发布日期：2026-04-02；数据期间：FY2027 拟议。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/fiscal-year-fy-2027-skilled-nursing-facility-prospective-payment-system-proposed-rule-cms-1843-p>

[45] CMS. CY 2027 Home Health PPS Proposed Rule Fact Sheet (CMS-1844-P). 发布日期：2026-07-01；数据期间：CY2027 拟议。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/calendar-year-cy-2027-home-health-prospective-payment-system-proposed-rule-fact-sheet-cms-1844-p>

[46] CMS. FY 2027 Inpatient Rehabilitation Facility PPS Proposed Rule (CMS-1845-P). 发布日期：2026-04-02；数据期间：FY2027 拟议。 <https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/fiscal-year-2027-inpatient-rehabilitation-facility-prospective-payment-system-proposed-rule-cms-1845>

[47] European Commission. European Health Data Space Regulation (EHDS). 发布日期：2025–2026 更新；数据期间：2025–2035 实施里程碑。 https://health.ec.europa.eu/ehealth-digital-health-and-care/european-health-data-space-regulation-ehds_en

[49] Care Quality Commission (CQC). State of Care 2024/25 – Adult social care. 发布日期：2025；数据期间：2024/25；部分 2025-03。 <https://www.cqc.org.uk/publications/major-report/state-care/2024-2025/access/asc>

[52] CMS. Nursing Homes — Survey and Certification / Risk-Based Survey update. 发布日期：2026-07-21；数据期间：2026。 <https://www.cms.gov/medicare/provider-enrollment-and-certification/guidanceforlawsandregulations/nursing-homes>

15.4 公司法定及正式披露

[4] HCA Healthcare, Inc.. HCA Healthcare Reports Second Quarter 2026 Results. 发布日期：2026-07-24；数据期间：Q2 2026。 <https://investor.hcahealthcare.com/news/news-details/2026/HCA-Healthcare-Reports-Second-Quarter-2026-Results/default.aspx>

[5] Universal Health Services. Q2 2026 Financial Results. 发布日期：2026-07-27；数据期间：Q2 2026。 <https://ir.uhs.com/news-releases/news-release-details/universal-health-services-inc-announces-financial-results-3>

[6] The Ensign Group. Second Quarter 2026 Results. 发布日期：2026-07-27；数据期间：Q2 2026。 <https://investor.ensigngroup.net/news/news-details/2026/The-Ensign-Group-Reports-Second-Quarter-2026-Results/default.aspx>

[7] Encompass Health Corporation. Encompass Health reports results for second quarter 2026. 发布日期：2026-08-05；数据期间：Q2 2026。 <https://www.prnewswire.com/news-releases/encompass-health-reports-results-for-second-quarter-2026-302844091.html>

[8] Brookdale Senior Living Inc. / SEC. Form 10-K for FY2025. 发布日期：2026-02-19；数据期间：FY2023–FY2025。 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1332349/000133234926000032/bkd-20251231.htm>

[13] HCA Healthcare, Inc. / SEC. Form 10-K for FY2025. 发布日期：2026-02-10；数据期间：FY2023–FY2025。 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/860730/000119312526044769/hca-20251231.htm>

[14] Universal Health Services, Inc. / SEC. Form 10-K for FY2025. 发布日期：2026-02-25；数据期间：FY2024–FY2025。 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/352915/000119312526071676/uhs-20251231.htm>

[15] Addus HomeCare Corporation / SEC. Form 10-K for FY2025. 发布日期：2026-02-24；数据期间：FY2024–FY2025。 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1468328/000143774926005352/adus20251231_10k.htm

[24] Encompass Health Corporation / SEC. Form 10-K for FY2025. 发布日期：2026；数据期间：FY2023–FY2025。 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/785161/000078516126000081/ehc-20251231.htm>

[36] Brookdale Senior Living. Brookdale Reports June 2026 Occupancy. 发布日期：2026-07-09；数据期间：Q2/June 2026。 <https://brookdaleinvestors.com/news/news-details/2026/Brookdale-Reports-June-2026-Occupancy/default.aspx>

[37] Encompass Health. First Quarter 2026 Results. 发布日期：2026-04-30；数据期间：Q1 2026。
<https://investor.encompasshealth.com/news/news-details/2026/Encompass-Health-reports-results-for-first-quarter-2026/default.aspx>

15.5 学术及专业研究

[12] KFF. One or Two Health Systems Controlled the Entire Market for Inpatient Hospital Care in Nearly Half of Metropolitan Areas. 发布日期：2026-03-27；数据期间：2015–2024；美国 MSA。<https://www.kff.org/health-costs/one-or-two-health-systems-controlled-the-entire-market-for-inpatient-hospital-care-in-nearly-half-of-metropolitan-areas/>

[35] Medicare Payment Advisory Commission (MedPAC). March 2026 Report to the Congress: Medicare Payment Policy. 发布日期：2026-03-12；数据期间：主要 FY2024；部分 2025 初值与 2026 预测。
<https://www.medpac.gov/document/march-2026-report-to-the-congress-medicare-payment-policy/>

15.6 其他辅助资料

[16] WHO. Ageing and health. 发布日期：2025-10-01；数据期间：2020–2050。<https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/ageing-and-health>