

研究员：孔艺颖

✉ kongyiyang@evergrande.com

相关研究：

1. 养老地产典型项目调研：泰康之家
2018-10-12

养老地产：迎战“未富先老”

健康行业

专题报告

2019/4/29

导读：

我国人口老龄化日益严重，截止 2018 年末，我国 60 岁以上老年人口超 2.4 亿，是世界上唯一一个老年人口过两亿的国家。人口老龄化程度加剧，养老问题日益凸显，养老地产作为养老服务供给载体该如何发展？

摘要：

居家养老、社区养老和机构养老是三种主要的养老模式，受传统文化影响，我国居家养老是主流。居家养老是指老人居住在家中接受子女或亲友照顾的养老模式，为老人提供日常照料和医疗照料，降低社会养老成本；社区养老是指老人居住在家中，社区牵头整合社会资源为居家老人提供服务的养老模式；机构养老是指以养老机构为主导，为老年人提供养老服务的社会化养老模式。人口老龄化和养老模式的发展对养老地产有三方面需求，一是开发适老型住宅，二是增加养老机构设施数量，三是提供高品质专业化的养老服务。

养老地产参与者以房地产开发商、保险企业和养老服务企业为主。开发方式有独立开发和合作开发两种，独立开发即投资者全资自筹开发建设并获取全部收益。合作开发因具有降低成本及风险、拓宽资金渠道、整合资源的优势成为主要开发方式，除房企、险资和养老服务企业相互合作外，医疗机构、国企、外资和实业集团也是常见合作对象。

养老地产主要包括养老社区、养老机构和社区居家养老设施三大类。养老社区是投资者布局的主要方向，包含综合性社区和全龄化社区，前者仅供老年人居住，后者采用普通社区中规划养老组团或适老化住宅的混合居住模式。养老机构多为老年公寓，一般面向高龄或失能老人。社区居家养老设施多位于成熟社区中，为居家老人提供养老服务。

销售、长期持有和销售+持有三种模式为主，养老地产成熟盈利模式尚需探索。销售型即出售养老概念住宅，快速回笼资金，没有后续管理问题；持有型即不出售物业，持有者独立或委托运营，持有并长期租赁住宅，常见会员制、押金制和保单捆绑制等模式；销售+持有型兼有二者特点，住宅类产品用于销售，持有型物业用于租赁，并相互提供支持。

从区域分布看，养老地产主要集中在老龄化程度高、人均可支配收入高、医疗水平高和旅游资源丰富的京津冀、长三角、珠三角和川渝四大区域。养老地点分为本地养老和异地养老，本地养老看重老龄人口基数、老年人消费能力和养老配套资源。异地养老包含旅居养老和跟随子女养老，前者看重气候和自然资源，后者多为大城市近郊和周边城市。除四大区域外，其余省会和旅游城市也有少量分布。

国际上养老地产发展模式主要有市场主导型、政府主导型以及政府和企业合作型。美国是典型的市场主导型，由投资商、开发商、运营商组成完整的融资、建设、运营的市场化体系，地产与休闲、娱乐、健康等产业有效整合促进产业链延伸；英国实行政府主导、福利性质的社区养老，政府出资开发和运营养老地产，并组织社会资源参与；日本是政府和企业合作开发型，介护保险制度的实施解决了养老支付问题，成为养老产业发展爆发点，吸引社会资本进入养老产业。

风险提示：政策推动不及预期、养老支付能力不足、专业人才不足

目录

1 供需不平衡，促进养老产业多元发展.....	4
1.1 需求端：人口老龄化、消费多元化.....	4
1.1.1 人口老龄化进程加快，养老服务需求迫切.....	4
1.1.2 老年人收入平稳增长，消费需求多元化.....	4
1.2 供给端：总量不足、资源错配.....	6
2 我国养老地产发展现状.....	7
2.1 养老模式：居家、社区和机构养老.....	7
2.1.1 居家养老.....	8
2.1.2 社区养老.....	9
2.1.3 机构养老.....	10
2.2 养老地产产业链.....	11
2.2.1 参与者以房企为主，自主开发与合作开发并存.....	11
2.2.2 三大盈利模式：销售、销售+持有和长期持有.....	12
2.3 养老地产城市分布：集中四大经济圈.....	13
2.4 养老地产典型案例.....	15
2.4.1 万科：多模式、多品牌探索.....	15
2.4.2 远洋椿萱茂：轻重结合，三条产品线并行.....	16
2.4.3 泰康之家：养老保险+养老社区.....	17
3 国际经验.....	18
3.1 美国：市场主导的多元化养老.....	18
3.2 日本：出租为主，以服务为重点.....	19
3.3 英国：政府主导、福利性质的社区养老.....	20

图表目录

图表 1: 中国 65 岁以上老年人口及占比	4
图表 2: 中国城市老年人收入结构变化	5
图表 3: 中国农村老年人收入结构变化	5
图表 4: 2014 年中国城乡老年人消费结构	6
图表 5: 中国每千名老年人拥有养老床位数严重不足	7
图表 6: 多地提出“9073”养老模式发展格局	8
图表 7: 中国城乡老年人居住安排变化	8
图表 8: 2015 年中国老年人养老服务需求	9
图表 9: 全国社区类养老机构和设施资源	9
图表 10: 北京市社区养老服务驿站建设要求	10
图表 11: 养老地产产业链	11
图表 12: 养老地产产品类别	12
图表 13: 自主开发与合作开发模式并存	12
图表 14: 养老地产盈利模式	13
图表 15: 2017 年各省 65 岁以上老年人口占比	14
图表 16: 2017 年各省居民人均可支配收入	14
图表 17: 万科养老业务分布	15
图表 18: 万科养老产品线	16
图表 19: 远洋·椿萱茂三大产品线	17
图表 20: 泰康之家盈利模式	17
图表 21: 泰康“保险+医养+资管”闭环	18
图表 22: 美国养老地产主体分工	19
图表 23: 日本养老地产分类	20

1 供需不平衡，促进养老产业多元发展

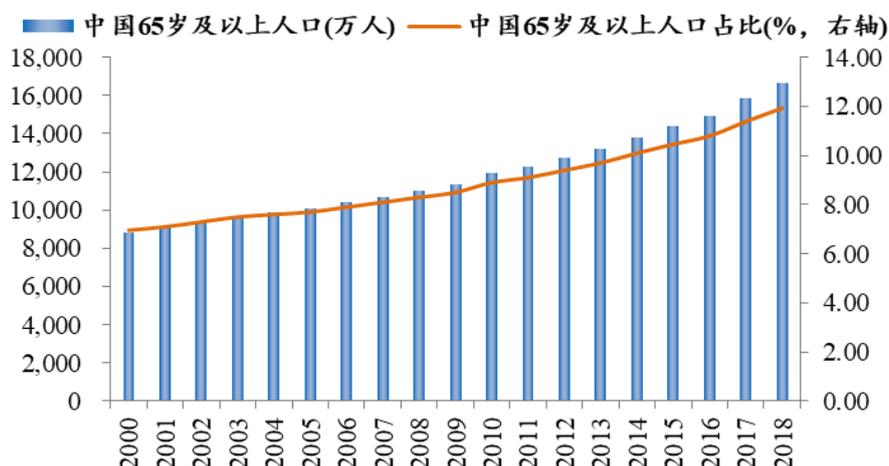
1.1 需求端：人口老龄化、消费多元化

1.1.1 人口老龄化进程加快，养老服务需求迫切

我国老龄化具有人口基数大、老年人口增长速度快、老龄化超前城市化发展、高龄老人和空巢老人多的特点。截至2018年底，我国总人口13.95亿，65岁及以上老年人口1.67亿，老年人口基数大且增速快，而我国尚属发展中国家，多数老年人及其家庭“未富先老”。人口老龄化和养老模式的发展对养老地产有三方面需求，一是开发适老型住宅，二是增加养老机构设施数量，三是提供高品质专业化的养老服务。

2000年，我国65岁及以上老年人占总人口数7%，我国正式进入老龄化社会。截止到2018年底，这一比例上升到11.9%。随着20世纪50-60年代高峰期出生人口逐渐步入老年，在未来一段时间内，我国的老龄化将以更快的速度发展。预计到2050年，我国65岁及以上人口占比将高达26%。

图表1：中国65岁以上老年人口及占比



资料来源：国家统计局，恒大研究院

劳动年龄人口下降，老年抚养比逐年攀升。2012年我国劳动年龄人口首次下降，16-59岁劳动年龄人口数量及比重从2012年的93727万人和69.2%减少到2018年的89729万人和64.3%。老年抚养比从2007年的11.1%增长到2017年的15.9%，且预计逐年攀升。

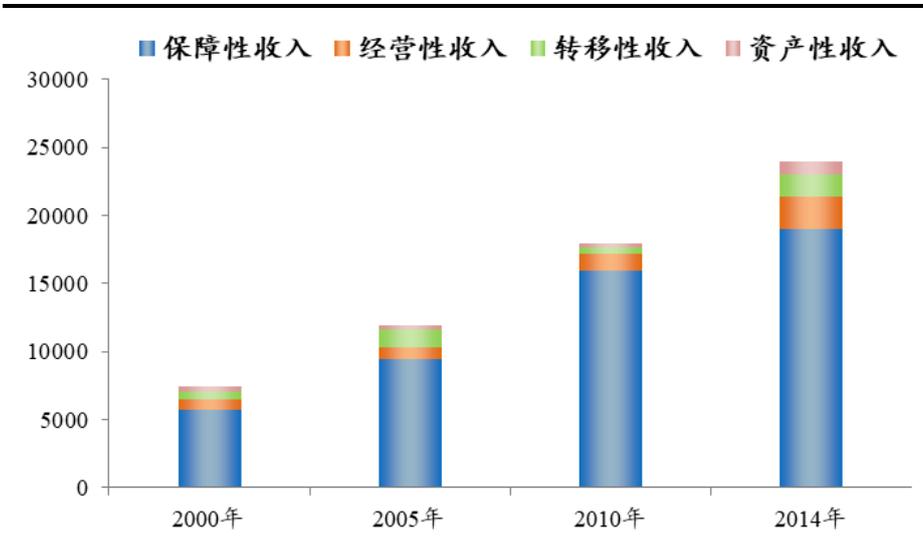
家庭“少子化”、“小型化”，空巢和独居老人过半，失能、高龄老人规模快速增大。计划生育政策的推行，导致1982年后城市家庭基本是独生子女家庭，农村家庭约28%是独生子女家庭，2010年家庭平均人数为3.1人，预测2030年将缩小至2.6人，2050年将进一步降至2.51人。2015年独自居住或仅与配偶居住的老年人占老年人口的比例为51.3%，失能、半失能老年人口约为4063万，在老年人口中占比18.3%，家庭养老功能弱化亟待社会养老补位。预计2020年我国空巢和独居老人将达1.18亿，失能老人将达4200万，80岁以上高龄老人将达2900万。

1.1.2 老年人收入平稳增长，消费需求多元化

从收入看，我国城乡老年人平均收入持续增长，为提升消费提供先决条件。第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查显示，2014年城市和农村老年人平均收入分别为23930元和7621元，实现持续平稳增长，但

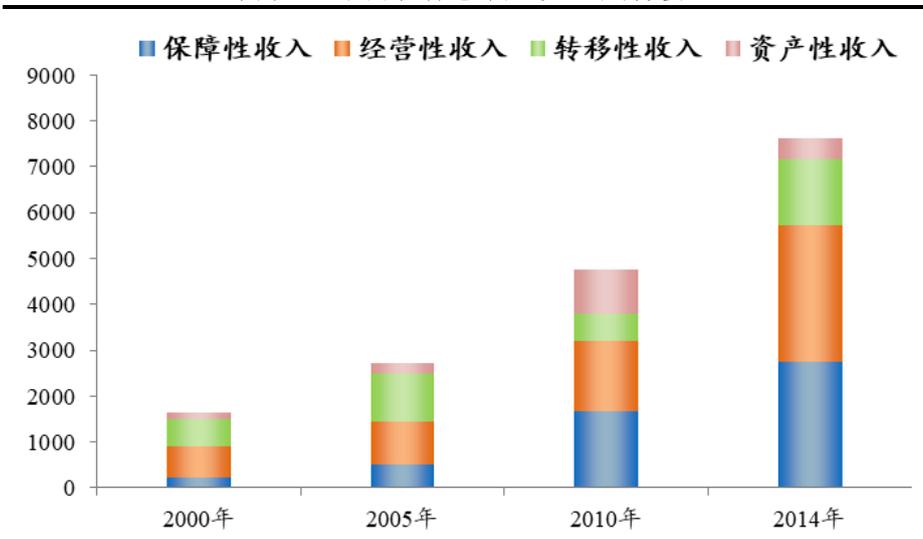
仅相当于同期居民人均可支配收入的 82.9%和 72.7%，整体低于其他居民收入水平。从结构看，城市老年人以保障性收入为主，占比 79.4%，经营性收入、转移性收入和资产性收入仅占 20.6%。农村老年人收入来源多元化，以经营性收入为主，占比 39%，保障性收入在绝对金额和相对比例上均大幅提升，从 2000 年的 14.3%提升至 2014 年的 36%。

图表2：中国城市老年人收入结构变化



资料来源：中国城乡老年人生活状况调查报告，恒大研究院

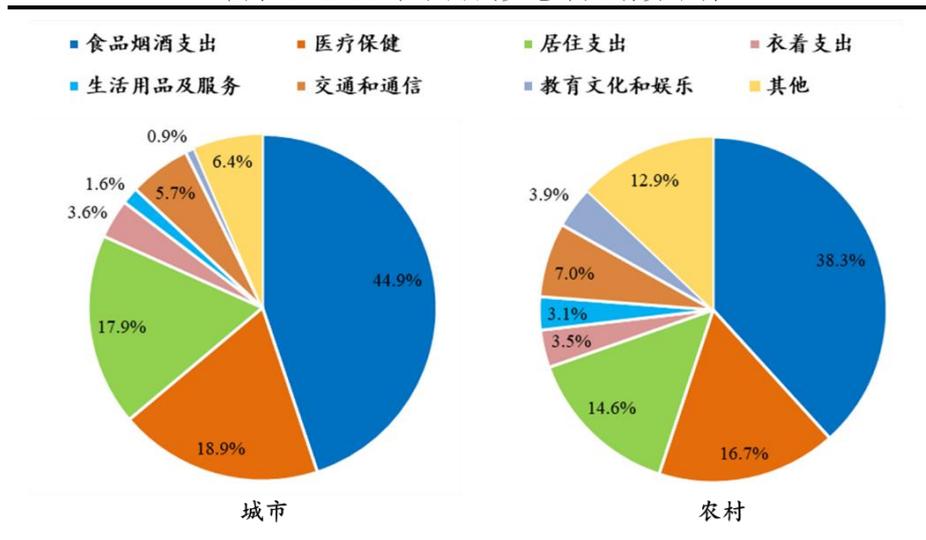
图表3：中国农村老年人收入结构变化



资料来源：中国城乡老年人生活状况调查报告，恒大研究院

从消费看，老年人消费需求由基本生活向多元化发展。2014 年城市和农村老年人平均消费水平分别为 20186 元和 8884 元，消费能力持续提升，且城乡老年人消费水平差距不断缩小。从消费支出结构看，城乡老年人消费结构趋同，居前三位的消费支出均为食品烟酒、医疗保健和居住支出。从趋势上看，用于日常生活、医疗健康方面的消费占比降低，文体娱乐等方面消费占比提升。老年人的消费需求由满足基本生活向高层次、高质量、个性化、多元化的方向发展，食品、医疗、营养保健是老年人主要消费需求，照护服务、旅游娱乐、适老器械、网络消费等成为老年人新增消费热点。

图表4：2014年中国城乡老年人消费结构



资料来源：中国城乡老年人生活状况调查报告（2018），恒大研究院

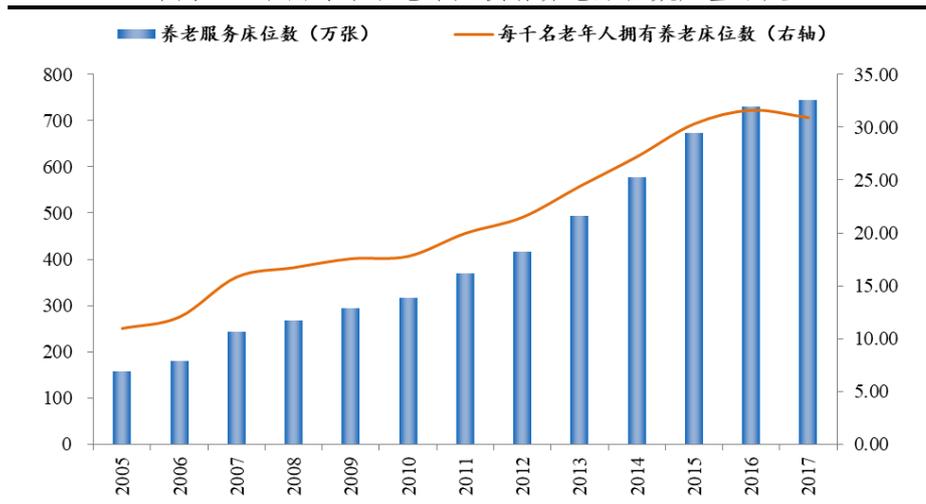
1.2 供给端：总量不足、资源错配

目前我国的居家养老，大多停留在“在家养老”，居家养老所需的软硬件服务并未发展完善。我国老年人居住房屋以自有产权房为主，其次为居住在子女的房子，2015年二者占比约63.6%和31.1%。在硬件条件上，老年住宅与普通住宅差异性不大，对于老年人而言，尤其是独居老年人，没有呼叫或报警设施成为老年人住房存在的最主要问题，另普遍存在光线昏暗、门槛绊脚或地面高低、没有扶手、地面滑、浴室不好用等适老化设施问题。

社区居家养老服务方面，供给与服务需求并不匹配。一是老年人对生活质量要求提高，对养老服务的需求也更加多样化，诸如生活照料、医疗护理、社会参与等养老服务，现况养老服务结构还比较单一；二是目前我国社区居家养老主要是以政府为主导的自上而下的服务供给和评估模式，各地纷纷出台社区居家养老服务相关政策，大多以机构数量、硬件设施等为目标，重设施建设和基本需求，轻持续服务和差异性需求。

养老机构方面，根据《2017年社会服务发展统计公报》，全国各类养老床位合计744.8万张，较2016年增长2%，而由于65岁以上老年人口较上年增长6%，每千名老年人拥有养老床位较2016年减少0.7张，仅30.9张，距离“十三五”期间提出的“每千名老年人口拥有的养老床位数将提升至35-40张”的要求以及国外养老行业步入成熟阶段的“每千名老人需要养老床位50-70张”有较大差距。

图表5：中国每千名老年人拥有养老床位严重不足



资料来源：Wind，恒大研究院

与养老服务资源不足矛盾的是，现有养老服务机构资源利用率低。2015年城市和农村养老服务机构的年末床位使用率分别是51.2%和65%，一方面，因政策利好导致民营养老机构迅速发展，然而社会养老观念尚在改变，消费潜力未完全传导到市场；另一方面，养老服务存在资源错配，且尚未探索出成熟的盈利模式，市场上设施简陋、收费低廉的保障型机构和服务多样、收费昂贵的民营高端机构较多，符合主流老年人需求的收费合理、服务优质、性价比高的中端养老机构较少，不同养老机构的使用率呈现“一床难求”和资源闲置的两极分化现象。

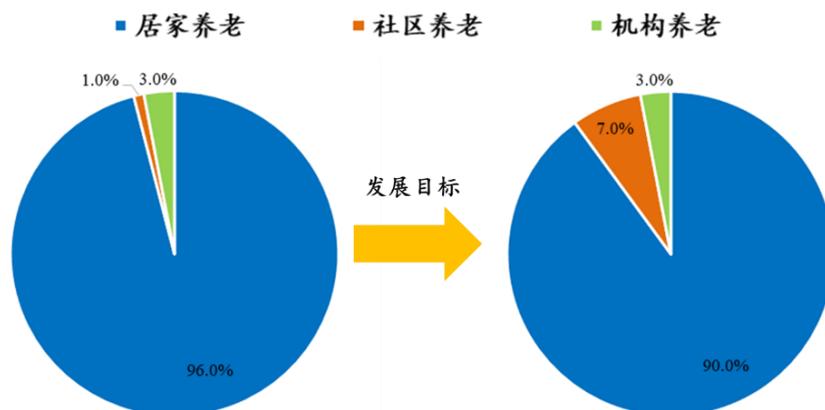
以北京为例，2017年北京市养老机构实际入住率约为60.2%。公立养老机构因资源优质、收费合理，符合失能、半失能老年人需要护理的刚性需求，常年满床并需排队，北京市第一、第四、第五养老院的入住率常年为100%，市内的公立养老机构入住率也多在98%左右。民营养老机构设施及服务水平参差不齐，高端民营养老机构环境好、设施完备，但价格偏高，仅少数高端民营养老机构因目标客群定位精准、软硬件优质、品牌较好入住率可达90%以上；中低端民营养老机构基础设施差、服务意识不足、护理水平低、娱乐设施缺乏，老年人入注意愿不高。

2 我国养老地产发展现状

2.1 养老模式：居家、社区和机构养老

目前我国主流的养老模式有居家养老、社区养老和机构养老三种，占比分别约为96%、1%和3%。“十三五”规划提出“居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系更加健全”，多地提出“9073”养老模式发展格局，即居家养老、社区养老和机构养老的比例以90%、7%和3%为目标。

图表6：多地提出“9073”养老模式发展格局



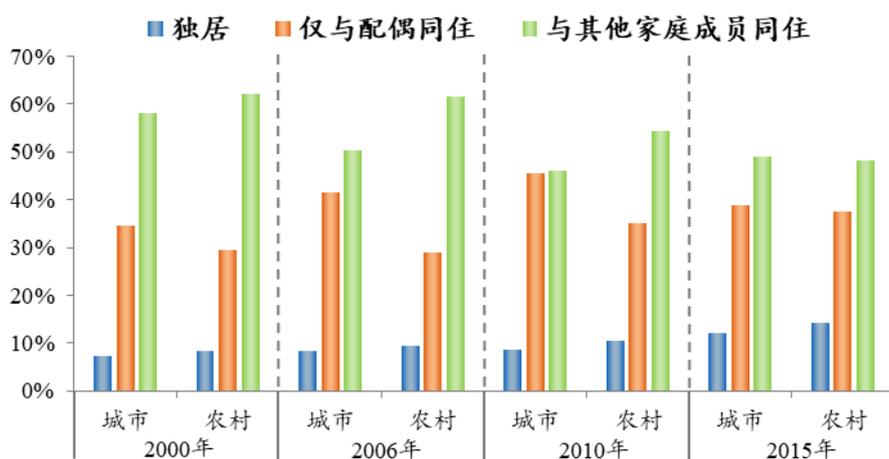
资料来源：恒大研究院

2.1.1 居家养老

居家养老是指老人居住在家中并且接受子女或者亲友在物质和精神生活上给予的照顾，从传统文化、居住习惯及经济条件等多方面来看，我国老年人普遍偏好居家养老。居家养老可提供经济保障、养老照料和精神支持，并在一定程度上能够降低社会养老成本。从国际上看，美国、日本等发达国家，居家养老也是最主要的养老方式。

随着城镇化进程、人口迁徙和居留意愿的转变，老年人独居、仅与配偶同住的比例提高，2015年独居和仅与配偶同住的老年人已超过半数，比例分别为13.1%和38.2%，与其他家庭成员同住的老年人占比降低。一般来讲，与子女同住的老年人可以享受更多的经济保障、养老照料和精神支持，独居、仅与配偶同住的老年人增加，需要完善的居家养老服务体系支撑。同时，失能、高龄老年人比例上升和老年人医疗护理需求高等原因，均对居家养老提出更大的挑战。

图表7：中国城乡老年人居住安排变化



资料来源：中国城乡老年人生活状况调查，恒大研究院

居家养老服务主要包括日常照料和医疗照护。日常照料以家政、餐饮、洗澡、购物和精神慰藉等为主，医疗照护则以家庭护理、康复训练和上门诊疗为主。老年人对养老照护服务的需求较高，且高龄老年人需求高于低龄老年人，从照护类别看，上门看病、康复护理等医疗照护类服务需求居于首位，其次是上门家政、助浴、餐饮等日常生活照料，再次是心理

咨询、聊天解闷等精神慰藉服务，老年人对于住宅的适老化改造、老年辅具等硬件服务也存在需求，这些是居家养老服务的重要切入点。

图表8：2015年中国老年人养老服务需求

服务类别	占比	服务类别	占比
上门看病	38.1%	日间照料	9.4%
上门做家务	12.1%	助餐	8.5%
康复护理	11.3%	助浴	4.5%
心理咨询、聊天解闷	10.6%	老年辅具用品租赁	3.7%
健康教育	10.3%	/	/

资料来源：中国城乡老年人生活状况调查报告（2018），恒大研究院

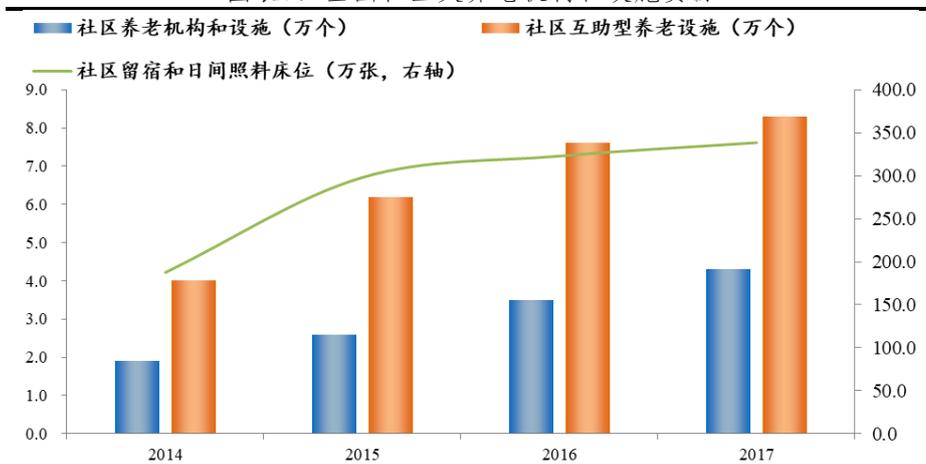
目前我国居家养老存在的问题一是缺乏服务标准，服务对象不分层级，对于照护需求不同的老年人未形成差异化。二是服务内容单一，以家政服务为主，身体护理、康复医疗等医疗照护养老服务供给不足。三是服务人才紧缺且专业水平低，目前居家养老服务人员以家政服务人员为主，对于日常护理、康复和营养指导等失能、高龄老年人的重要需求，普遍专业化程度较低。四是服务费用高，居家养老服务费用多为老年人及其家庭自行承担，政府补贴少、补贴内容不明确，老年人平均收入普遍低于社会平均水平，经济负担较重。

2.1.2 社区养老

社区养老是指老年人居住在自己家中，由社区牵头整合社会资源为居家老人提供养老服务的养老模式，介于居家养老和机构养老之间，是二者的平衡。老人平时生活在熟悉的家庭环境中，有需求时通过社区养老服务设施获取养老服务，如餐饮、文体娱乐、健康管理、日间照料和精神慰藉等。社区养老与居家养老的主要区别在于服务地点和服务核心单位，居家养老的服务地点为老人家中，是以居家为主、机构协助为辅的养老模式；社区养老的服务地点为社区服务机构，是社区牵头、家庭参与为主的辅助养老模式。

根据 9073 养老模式发展格局，社区养老将从 1% 提升至 7%，市场发展空间大。近年来国家、省市等层面通过多项设施鼓励民办社区养老设施的建设，社区养老资源大幅增长。国家层面上，2017 年全国社区养老机构和设施 4.3 万个，社区互助型养老设施 8.3 万个，社区留宿和日间照料床位 338.5 万张，分别较 2014 年增长 126%、108% 和 81%。

图表9：全国社区类养老机构和设施资源



资料来源：民政部，恒大研究院

省市层面，各省市纷纷出台促进社区养老服务政策。以北京市为例，2016年北京市老龄工作委员会印发了《关于开展社区养老服务驿站建设的意见》，鼓励充分利用社区资源，就近为有需求的居家老年人提供生活照料、陪伴护理、心理支持、社会交流等服务，规划到2020年要建设1000家养老驿站，服务半径不超过1000米。养老驿站一般由政府购买或租赁养老服务设施，无偿提供交由专业化的养老服务企业或社会组织进行运营管理。

图表10：北京市社区养老服务驿站建设要求

项目	内容
基础服务	日间照料、呼叫服务、助餐服务、健康指导、文化娱乐、心理慰藉
运营模式	连锁运营、单体运营、联盟运营、PPP运营
建筑类型	<p>A型驿站：主体服务区建筑面积400 m²以上，总建筑面积1000 m²以内，床位15张以上，除具备基本服务功能外，应组织开展康复护理、心理咨询、法律咨询等延伸性服务，并根据老年人需求提供专业护理等个性化服务。</p> <p>B型驿站：主体服务区建筑面积200 m²-400 m²，总建筑面积500 m²左右，床位10-15张，除具备基本服务功能外，根据实际需求开展康复护理、心理咨询、法律咨询等延伸性服务。</p> <p>C型驿站：主体服务区建筑面积100-200 m²，总建筑面积300 m²左右，床位10张以下；具备基本服务功能。</p>

资料来源：北京市民政局官网，恒大研究院

2.1.3 机构养老

机构养老是一种社会化养老模式，养老机构为集中居住的老年人提供生活护理、健康管理、饮食起居、清洁卫生和文体娱乐等综合性服务，一般以失能老人、高龄老人为重点对象。我国养老机构以公办为主、民办为辅，近年来数量增长迅速，产业规模不断增大，2017年全国各类养老服务机构和设施15.5万个，较2014年9.4万个增长65%。

养老机构可分为保障型、普通型和高端型。保障型机构以敬老院、社会福利院为主，位于城镇、郊区和乡村，由政府出资或政府与集体合办，为特殊老人提供养老服务的福利性机构，一般为非营利性机构，主要面向“三无”和“五保”老人。普通型机构可为营利性或非营利性，可由政府扶持，并有一定服务运营机构支持，面向社会老人，收费适中。高端型机构多为营利性，由社会资本建设运营，提供养老服务更丰富，面向社会老人，收费更高。目前社会资金已成为我国养老设施的主要资金来源，占总资金的79.3%，政府和其他资金来源分别占比19.5%和1.2%。

养老机构规模化、连锁化和差异化是未来发展的必然趋势。主要有三大优势，一是有助于分摊经营成本和降低经营风险，二是有利于促进养老服务相关资源集中整合，三是专注于提高服务品质以提升核心竞争力，打造品牌优势。实际上，目前多家企业已着手打造连锁产品，如万科随园之家、远洋椿萱茂、保利和熹会等，均在一二线重点城市连锁布局养老机构和社区嵌入式中心。

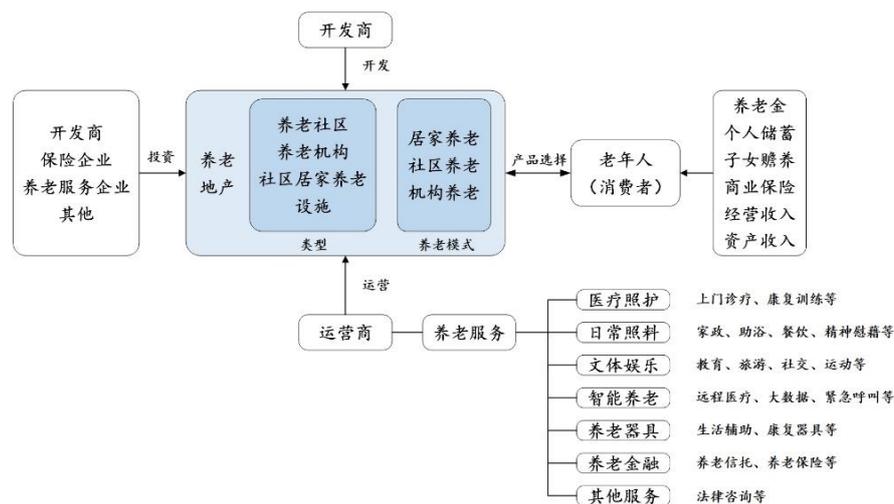
目前我国机构养老存在的问题一是总量不足，2017年每千名老年人拥有养老床位仅30.9张，距离发达国家养老产业步入成熟阶段的50-70张有很大差距。二是资源错配，利用率不高，养老机构类型呈哑铃型分布，以收费低廉的公立保障型机构和收费昂贵的高端民营机构为主，价格适中、位置优越、能提供优质服务的满足主流养老需求的机构不多。三是服务质量参差不齐，护理服务水平是影响养老机构入住率的最主要原因，由于人才紧缺、运营成本等原因，养老机构的服务质量发展不平衡，护理服

务缺乏差异性和针对性。四是自费比例高，在目前“未富先老”的前提下，高龄、失能、失智等刚需老年人经济负担重。

2.2 养老地产产业链

养老地产实际上是提供不同类别养老产品和服务的载体，消费者根据个人收入和需求自行选择，从产业链看，上游主要解决土地和资金问题，下游解决运营和提供服务的问题。各种养老服务的整合是运营中最复杂的工作，需要长期资源和经验的累积。

图表11：养老地产产业链



资料来源：恒大研究院

2.2.1 参与者以房企为主，自主开发与合作开发并存

我国养老地产的参与者主要包括房地产开发商、保险企业和养老服务企业三大主体，此外医疗机构、国企和外资企业等其他投资主体也有涉足。房地产开发商的优势在于丰富的房地产开发经验、强大的资金和土地资源以及客群资源，参与企业如万科、保利、复星、绿地、远洋等。保险企业的优势在于丰富的闲置资金、与保险紧密连接的目标客群，通过将保险理财产品与养老地产开发建设结合起来拓展保险资金投资渠道，同时为养老地产提供资金协助，参与企业如泰康人寿、太平人寿、国寿、合众等。养老服务企业的优势在于在老年产业的文化、娱乐、体育、教育等一系列配套设施建设、完善和运营上的专业性，参与企业如亲和源、爱馨养老集团等。

除了各投资主体独立开发之外，合作开发方式越来越普遍，一方面拓宽融资渠道，另一方面整合多方资源优势，降低运营成本，提供专业化养老服务。如北京万科与北控合作的怡园光熙长者公寓、远洋与美国养老运营商 Emeritus 合作的椿萱茂亦庄老年公寓、复星与美国峰堡集团合作的星堡养老社区等。

从产品类别看，民营资本投资的养老地产主要包括养老社区、养老机构和社区居家养老设施三大类。养老社区主要有综合性养老社区和全龄化社区两种，前者仅限老年人入住，家人可探望或短期陪住，一般产品业态丰富，针对健康、介助、介护、失智群体等均有对应产品；后者面向全年龄段人群，在社区中开发养老组团，或在社区中规划建设适老住宅，配备养老设施，形成混合居住模式。养老机构多为中高端老年公寓，规模适中，提供生活照料、养老护理、健康文娱等服务。社区居家养老设施即

社区嵌入式养老机构，一般规模较小，位于成熟社区中，提供社区居家养老服务。

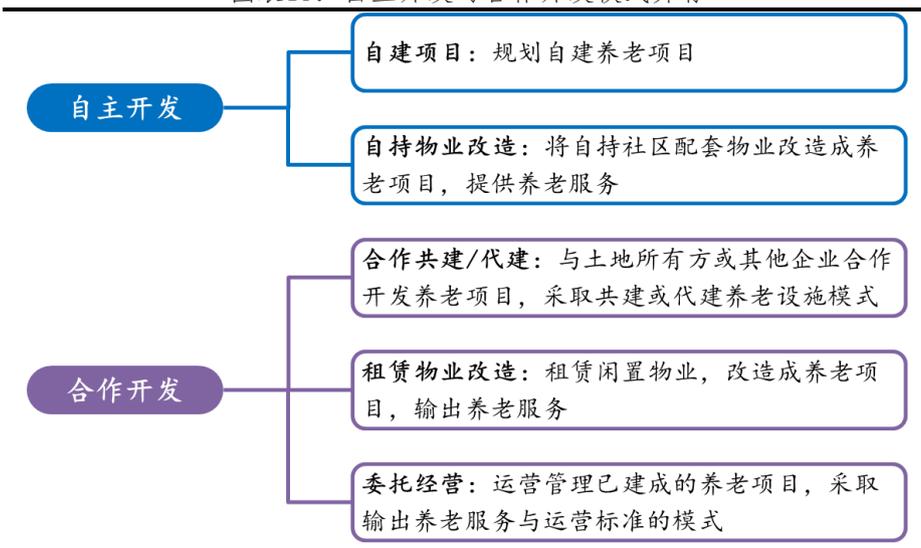
图表12：养老地产产品类别

类别	细分类型	项目说明	案例
养老社区	综合性养老社区	仅供老年人入住，包含养老住宅、养老公寓、养老设施等多种居住类型以及医疗、文娱、运动、教育等服务配套设施。	北京太阳城 泰康之家 乐成恭和家园
	全龄化社区	适合全年龄段人群居住，社区中开发养老组团或规划适老住宅，配备养老配套设施，形成混合居住模式，养老组团可包括老年公寓、日间照料等设施。	恒大养生谷
养老机构	老年公寓	机构养老模式，老年人集中入住，配备医务室、文娱设施、生活照料、养老护理服务等，可与社区共用医疗资源、公共设施。	远洋椿萱茂老年公寓 保利和熹会老年公寓 北万怡园光熙长者公寓
社区居家养老设施	社区嵌入式服务中心	日间照料中心、养老驿站等，以居家养老为基础，满足老年人生活照料、休闲娱乐、营养餐饮、精神慰藉等需求。	远洋椿萱茂照料中心 万科随园之家

资料来源：恒大研究院

从开发模式看，主要有自主开发和合作开发两大模式。自主开发模式中，土地、建筑均为投资者自有，前期投入大、重资产运营，主要包括自建和自持物业改造两种形式。合作开发模式中，以养老服务和运营管理输出为主，获取项目成本较低，或与土地所有方合作开发养老项目，或租赁闲置物业，轻资产运营，主要包含合作共建/代建、租赁物业改造、委托经营三种形式。合作开发的轻资产运营模式是目前很多投资者的试水重点，此类模式有三大优势：降低前期投入成本，便于快速扩张和控制风险，专注于提高服务质量以提升核心竞争力。

图表13：自主开发与合作开发模式并存



资料来源：恒大研究院

2.2.2 三大盈利模式：销售、销售+持有和长期持有

养老地产主要有销售、销售+持有和长期持有三种盈利模式。销售型与传统房地产出售产权方式基本一致，通过出售养老概念住宅产品快速回笼资金，周转快、风险低、资金压力小、复制成本低，但无法享受自持物业带来的增值收益，也无法获得养老服务的长期收益。销售+持有型项目中，销售部分为住宅产品，通过快速销售回笼资金，持有部分一般为老年公寓以及养老配套设施，同时可对住宅产品提供养老服务支持。长期持有型不出售物业，开发商长期持有，自己运营或委托运营，一般有会员制、押金制和保单捆绑制等形式，收取租金/月费和服务费，可以保障管理和服务水平，利于获得持续稳定的回报，但是投资回报周期长，前期资金压力大。

图表14：养老地产盈利模式

盈利模式	细分类型	特点	收费方式	案例
销售型	/	产权或使用权销售，周转快、风险低、资金压力小、复制成本低，但无法享受自持物业带来的增值收益和养老服务的长期收益。	产权/使用权销售	绿地 21 孝贤坊
销售+持有型	/	销售部分：产权销售或使用权销售，快速回收大部分成本。 自持部分：只租不售，获得长期稳定的经营收益，并可提升可售物业价值。	产权/使用权销售 押金/会员费+月费	北京太阳城 恭和家园 万科随园嘉树
长期持有型	会员制	会员费实现部分资金回笼，以月费/年费、服务费维持日常运转。	会员费+月费/年费	上海亲和源老年公寓
	押金制	押金退住时可退还，月费一般包含租金、服务费、护理费、伙食费等。	押金+月费/年费	远洋椿萱茂老年公寓
	保单捆绑制	精准定位客户，实现“养老险与养老地产”闭环，控制保险成本，提升产品竞争优势。	保费+月费/年费	泰康之家

资料来源：恒大研究院

养老地产采用何种盈利模式，通常由开发土地性质决定。可销售产权部分一般为通过招拍挂等公开渠道取得的商品房建设用地。因此对于销售+持有型项目的自持经营性物业和长期持有型项目，可以通过不取得土地所有权或其他性质的土地降低成本。如万科随园嘉树·良渚文化村项目为了旅游用地，无法分割小产权，故采用“使用权转让+服务费”和“长期租赁+服务费”的盈利模式。

2.3 养老地产城市分布：集中四大经济圈

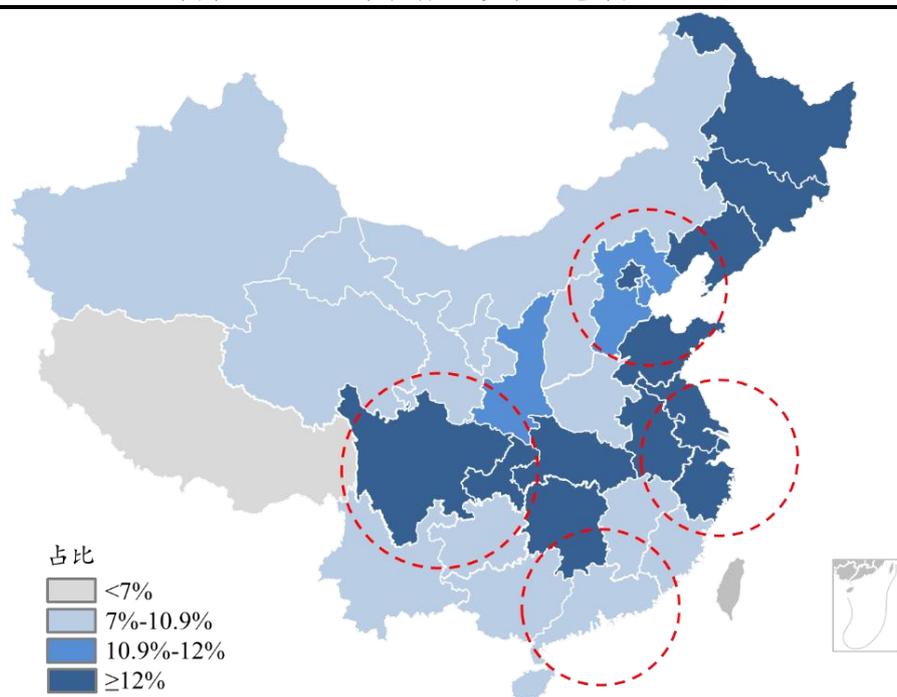
从养老地点看，可分为本地养老和异地养老。本地养老看重市场潜力、老年人消费能力和养老配套。一般来讲，市场潜力主要通过老年人口基数和老龄化程度衡量，老年人消费能力主要通过经济发展水平和人均可支配收入水平衡量，养老配套主要通过医疗、养老器具、老年医药、保健食品等相关产业发展情况衡量。

异地养老一般有两种情况，一是旅居、度假、疗养型养老，一是老年人离开原籍跟随子女到大城市养老。前者多选址旅游城市，气候温暖宜人，自然环境优美，生活节奏舒适；后者多在大城市近郊或周边城市，交通方便，离子女较近，生活成本较低。

从区域分布看，我国养老地产主要集中在老龄化程度高、人均可支配收入高、医疗水平高的四大区域：京津冀、长三角、珠三角、川渝，其他省会城市和旅游城市有少量分布。京津冀政策影响大、落实快、医疗水平高；长三角经济基础条件好、社会养老需求大、外商投资吸引力强；珠

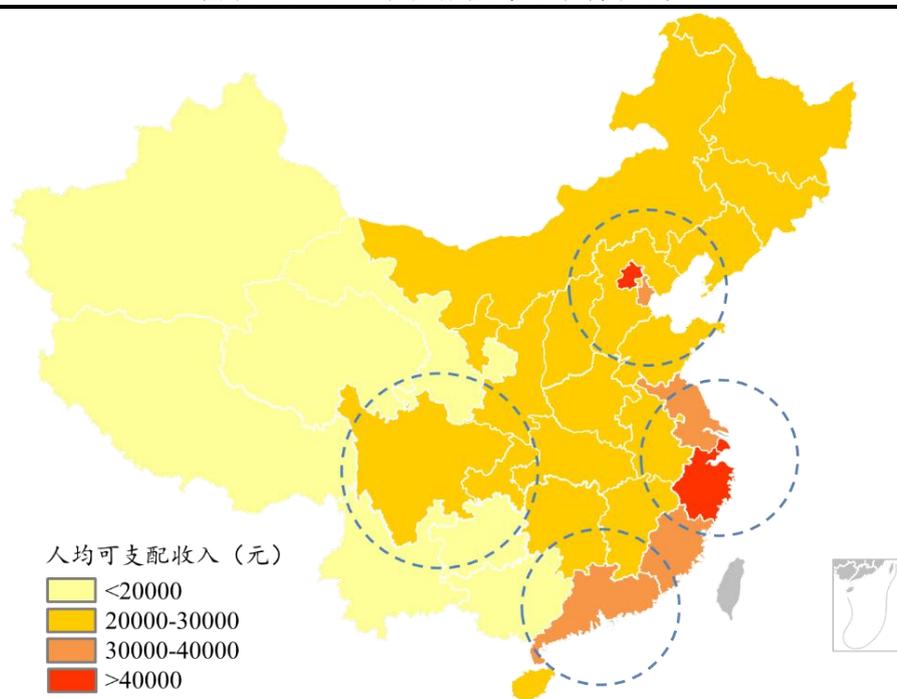
三角是我国改革开放的先行区，也是老年医疗、康复器具生产基地和保健食品原材料供应基地，产业集聚程度高；川渝旅游资源丰富、生活成本低，在老年医疗药品上较具特色。

图表15：2017年各省65岁以上老年人口占比



资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表16：2017年各省居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，恒大研究院

从价格看，销售类项目京津冀最高，自持经营类项目长三角最高。京津冀以自持经营为主，提供多样化产品服务；珠三角以销售型为主，丰富的养老器具供应保障养老地产发展；川渝以旅游养老型为主，入住率随季节波动；长三角呈多元化发展，养老项目类别丰富。销售类养老地产多处于城市周边郊区非中心区域，售价较其他地产项目低。自持经营类项目收取月服务费用，长三角收费空间较为集中、均价最高，京津冀区域收费弹性空间大。

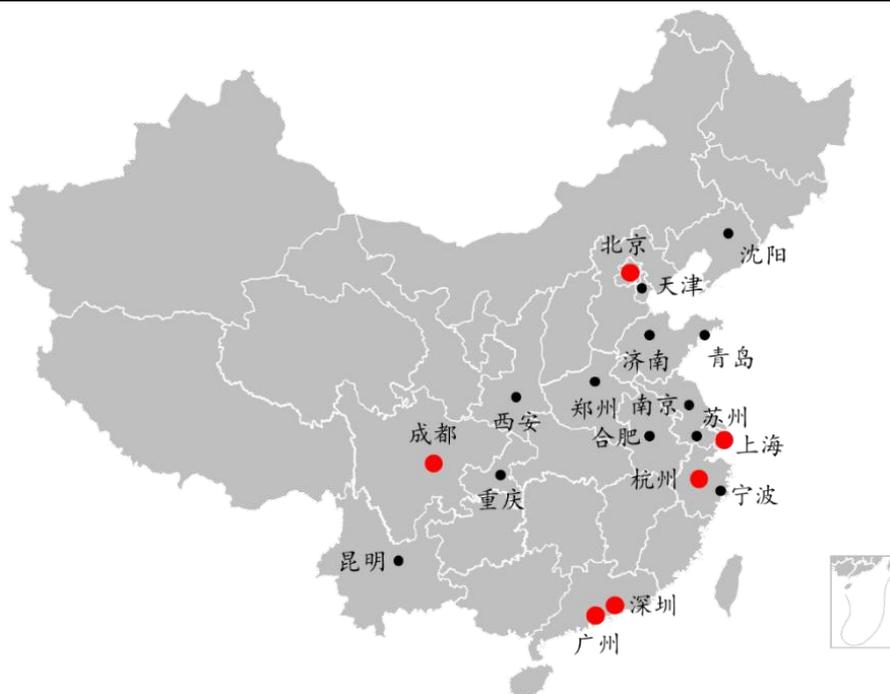
从整体市场看，自持经营类养老地产项目空置率普遍偏高。养老地产项目使用率不高，入住率呈现两极分化，公立项目“一床难求”，民营项目空置率高，四大区域自持经营类项目空置率均在 35%-50%。一方面，社会养老观念尚在改变，消费潜力未完全传导到市场；另一方面，我国养老产业发展还处于早期阶段，尚未探索出成熟的盈利模式。

2.4 养老地产典型案例

2.4.1 万科：多模式、多品牌探索

万科集团 2009 年开始探索养老业务，重点布局“老人基数高、人均可支配收入高、医疗水平高”的“三高”城市。截至 2018 年中，万科养老业务已布局 15 个城市，带床位项目约 50 个，无床位的日照/居家服务项目约 120 个，无床位项目主要集中在苏浙。

图表17：万科养老业务分布



资料来源：万科官网，恒大研究院

万科养老布局持续照护社区、城市全托中心和社区嵌入中心三条产品线。持续照护社区定位综合养老社区，侧重活力自理老人，如随园嘉树和北京随园；城市全托中心定位机构型养老，侧重高龄高护老人，如怡园光照长者公寓和青岛怡园；社区嵌入中心定位社区居家养老，辐射周边老人，如随园之家和北京嘉园。多种养老业态并存，既可通过不同项目业态和目标客群探索养老产业盈利模式，又可通过多点布局建立统一的养老运营和服务标准，提升品牌影响力。

实际上,由于万科养老业务在前期缺乏集团统筹,各城市公司根据各地养老业务发展情况,在三条核心产品线基础上,推出不同对应品牌。如长三角地区的随园养老模式推出长者公寓系列随园嘉树、医疗机构系列随园护理院、居家养老系列随园之家和养护机构系列随园智汇坊,北京万科推出持续照护社区随园、城市全托中心怡园和社区嵌入中心嘉园,广州万科推出居家养老服务品牌智护家、社区长者照料中心智汇坊、城市长者照料中心榕悦等。

盈利模式上,万科养老采用使用权转让、长期租赁、押金等多种方式进行探索。持续照护社区采用“使用权转让+服务费”和“长期租赁+服务费”方式,可快速回笼资金,解决资本投入与后期盈利的问题;城市全托中心采用“押金+月费”方式,通过押金实现部分资金回笼,通过月费维持日常运转;社区嵌入中心收取养老服务费用,因体量小、投入少可实现快速复制。

图表18: 万科养老产品线

产品线	现有品牌	建筑规模	目标客群	盈利模式
持续照护社区	 随园	2万-20万平米	独立老人、活力老人	使用权转让+服务费 租赁+服务费
城市全托中心	 怡园	5000-20000平米	高龄、护理老人	押金+月费
社区嵌入中心	    嘉园	800-3000平米	周边社区居家养老老人	押金+月费 服务费

资料来源: 恒大研究院

除养老地产之外,万科也试水医疗领域,如北万怡园光熙长者公寓与光熙康复医院组成医养结合中心,长者公寓为康复医院转化患者,康复医院为长者公寓老人提供基本诊疗、康复训练和上门服务;以及长三角地区随园养老体系中为术后康复及失能长者服务的医疗机构系列随园护理院。万科试图通过健康养老与康复医疗业务之间的合作联动,提升养老品牌价值,探索康复医疗领域,同时增加健康产业收入来源。

2.4.2 远洋·椿萱茂: 轻重结合, 三条产品线并行

远洋养老重点锁定北京市场,初步运营后向京津冀、长三角、珠三角、长江中游、成渝五大城市群扩张。现已在北京运营4个老年公寓,全国8个城市布局21个项目,运营中床位数约2500张,建设、改造中床位数近5000张。

远洋养老布局老年公寓、长者社区、照料中心三种形态,覆盖居家养老、社区养老和机构养老三种主流养老模式。其中,老年公寓定位机构养老,服务80岁以上独立、护理、失能老人;长者社区定位复合型养老社区,服务60岁以上活力老人;照料中心定位社区居家养老,服务居家老人。

在轻重资产运营选择上,远洋养老先以轻资产方式租赁介入体量适中的养老公寓,规模化、连锁化经营,积累运营经验和建立品牌知名度后,再轻资产布局照料中心,重资产自建运营长者社区,延伸产业链和品牌价值。轻资产运营模式有三大优势:降低前期投入成本,便于快速扩张和控制风险,专注于提高服务质量以提升核心竞争力。预计未来轻资产、重服务的模式将在养老市场竞争中占据有利地位。

盈利模式上远洋养老三条产品线均采用长期持有型。其中，老年公寓为“押金+月费”方式，长者社区为“会员费+月费”方式，照料中心收取社区居家养老服务；通过押金、会员费实现部分资金回笼，以月费、服务费维持日常运转。

图表19：远洋·椿萱茂三大产品线

产品线	功能定位	规模 (平方米)	已布局城市	选址原则	目标客群	盈利模式
老年公寓 (轻资产)	机构养老	8000-20000	北京、广州、上海、武汉、大连、成都、天津	生活配套齐全 的成熟综合社区	独立、协助、失智、 护理老人	押金+月费
长者社区 (重资产)	综合养老社区	20000-200000	北京、上海、苏州、天津	环境优美、 交通便利的城市近郊	独立老人、 活力老人	会员费+月费
照料中心 (轻资产)	社区居家养老	800-3000	北京	城市核心区 域社区	周边社区居家 养老老人	押金+月费 服务费

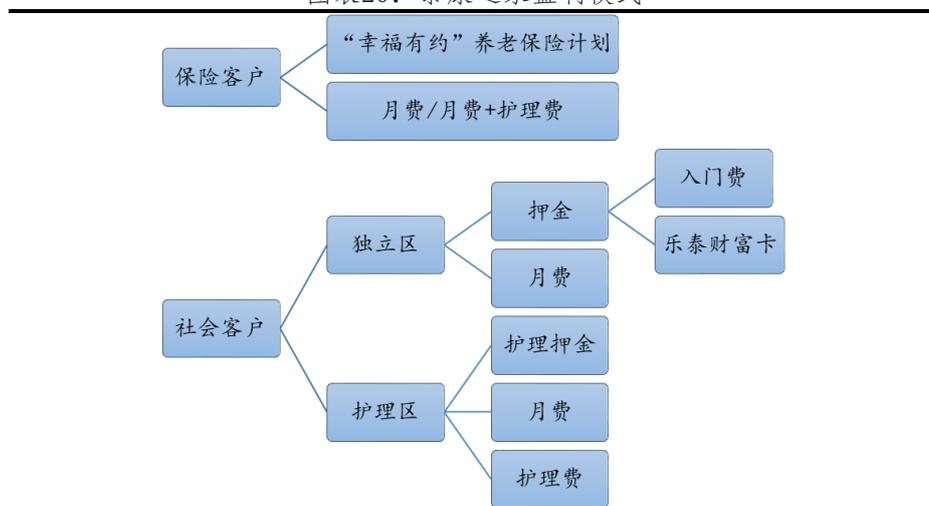
资料来源：恒大研究院

2.4.3 泰康之家：养老保险+养老社区

2009年泰康获得保监会批准的投资养老社区试点资格，开始在一二线重点城市规划高端连锁养老社区泰康之家，目前已在北京、上海、广州、成都等15个城市规划布局，北京燕园、上海申园、广州粤园和成都蜀园已正式投入运营。参考美国社区的选址原则：离子女和自己家近，周边配套完善，泰康之家选址多为交通便利、环境优美、距离市中心1小时车程的城市近郊。

泰康之家采用的是“保单捆绑+月费”和“押金+月费”的长期持有型。优势在于能够保障项目的管理效果和服务水平，在长期的持有中根据市场反应调整运营策略，积累项目口碑和知名度，也能获得持续稳定的回报。劣势在于投资回报周期长。泰康之家客户主要来源为保险客户和社会客户，盈利模式也相应区分为“养老保险+月费”及“一次性入住押金+月费”的模式。一次性押金可快速回笼资金，月费、护理费、餐费等用于维持日常运转。

图表20：泰康之家盈利模式

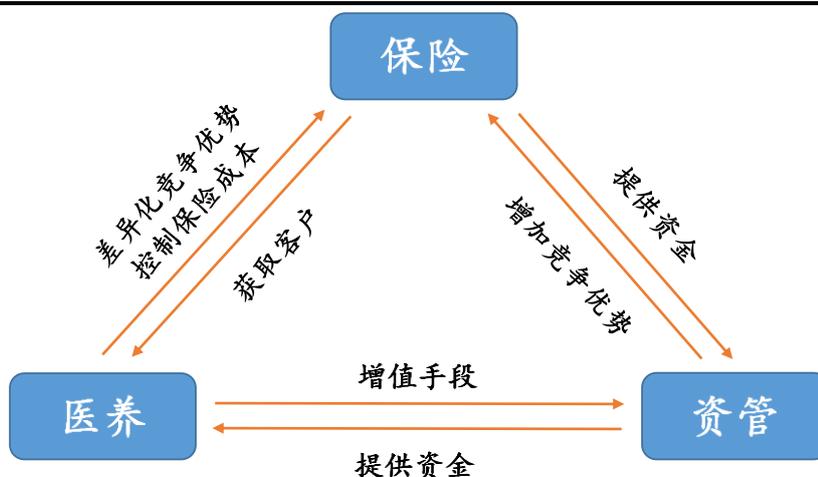


资料来源：泰康之家电话访谈，恒大研究院

“养老社区+康复医院+绿色通道”是泰康之家特色之一。对内配备二级康复医院，“一个社区，一家医院”为泰康之家养老社区标配，根据老年人特点发展急救保障、老年慢病管理、老年康复三大特色学科。对外与城市三甲医院建立绿色通道，社区签约 999 急救车驻场，可及时响应紧急医疗救治需求。

泰康将虚拟的保险和实际的医养结合起来，打造“养老险与养老社区、健康险与医疗体系、养老金与资管”的三大闭环，实现“保险+医养+资管”的有机结合。保险是支付环节，医养是落地的实体服务，资管实现财富保值增值。客户通过购买泰康指定养老保险，在泰康的养老体系接受养老服务；通过购买泰康的健康保险，在泰康的医疗健康体系里接受医疗服务；资管为客户的健康和养老储备物质财富。通过闭环整合，控制保险成本，提升保险产品竞争优势。

图表21：泰康“保险+医养+资管”闭环



资料来源：恒大研究院

3 国际经验

国际上养老模式大致分为以美国为代表的市场主导型、以日本为代表的政府和企业合作型以及以英国为代表的政府主导社会福利型。

3.1 美国：市场主导的多元化养老

美国养老地产是市场主导型。政府不直接参与养老设施的投资和运营，主要行使监管、保险和救助资格认定等职能。美国养老地产业由投资商、开发商、运营商组成完整的融资、建设、运营的市场化体系，项目管理者与拥有者相分离。投资商为项目募集资金用于项目的开发和运营，开发商负责定制开发养老地产项目，运营商对项目进行运营和管理。养老地产作为美国养老产业的重要载体，将老年地产与休闲、娱乐、健康等产业整合，有针对性的提升了地产价值和吸引力，促进了产业链延伸和整合。

图表22：美国养老地产主体分工

主体	基本职能	盈利方式
投资商	为开发商提供融资便利、购买和持有物业、确定物业经营模式	净出租模式：从运营商获取稳定租金 委托经营模式：获取大部分营业收入
开发商	根据投资商或运营商需求定制开发养老社区	通过快速销售获取物业销售收入
运营商	提供养老服务 维护和使用物业	净出租模式：获取大部分营业收入 委托经营模式：向持有人收取经营管理费用

资料来源：恒大研究院

美国养老模式包括居家养老、养老社区、专业护理机构三种，养老社区是美国最成熟的商业化运营养老居住模式，根据面向对象的不同分为生活自理型社区、生活协助型社区、特殊护理型社区以及混合型的持续照护退休社区等细分市场。

根据开发主体和运营主体的不同，美国养老地产分为三种：一是房地产企业主导开发的太阳城模式，以销售为主要目的，部分出租；二是以运营商主导开发的CCRC模式，主打精细化管理服务，以租赁和服务盈利，目前美国的CCRC有80%以上为非盈利组织所有；三是以REITs这类金融机构为主导的开发模式。

从运营方式看，美国养老社区运营方式主要有三种：一是净出租模式，养老地产持有方将物业的经营部分出租给专业运营商，运营商直接承担运营、社区维护、水费、保险费等所有费用并支付租金，这种模式下房产持有方的受益相对稳定。二是委托经营模式，养老地产持有方将物业委托给运营商经营，运营商仅收取管理费用，不承担经营风险，这种模式下房地产持有方风险更高，但享有因物业经营产生的大部分盈利。三是经营+租赁模式，是前两种模式的演变体，在分摊经营风险的基础上获得更多经营收益，能够激发运营商的管理积极性，更有利于提高物业收益。

3.2 日本：出租为主，以服务为重点

日本养老地产是由政府、开发商和运营商等企业、非营利组织等合作开发型。政府构建了建筑标准、养老标准、介护标准三个层次的法律框架，保障养老地产的建设和运营。建筑标准和养老标准保障了养老地产“适老性”的基本硬件条件，并能够满足保护老人的尊严和居住权的要求。介护标准即《介护保险法》，规定了介护保险的适用范围、各级别介护费用以及申请介护保险的住宅硬件条件。介护保险是日本养老产业的主要支付方，利用介护保险为入住老人提供服务是经营养老地产的关键。

日本养老地产多为独栋存在，规模化小区较少。多配备较完善的护理制度，维护老人的自立与尊严，在给予帮助的同时，提倡自助自立养老。日本养老地产分为机构设施和住宅两大类，以多样化服务为主，可根据老人的身体状况选择不同的项目与服务。机构设施是政府主导、社会力量参与开发的适合老年人居住的房屋，设施内配置以专业医疗、护理服务和娱乐休闲等养老服务，盈利模式一般为“一次性入住金+月费”。住宅分为销售型和出租型，销售型即建设适老住宅（二代居等）销售，配备适当的养老配套设施，出租型即由个人或单位将普通住宅进行适老化改造后向老人出租，并提供所需养老服务，房东通过收取“租金+服务项目费”得到投资回报。机构设施和住宅均以居家养老为基础，区别在于机构设施必须配有以护理为主的养老服务，住宅的护理、照料等养老服务并非必备。

图表23：日本养老地产分类

模式	定义	类型	内容	盈利模式
机构设施	政府主导、社会力量参与开发的适合老年人居住的房屋，配备专业养老服务	/	介护疗养型医疗设施、老人保健设施、特别养护老人之家、养护老人之家、收费老人之家、认知症高龄者集体之家、生活援助小规模老人之家、护理院等	一次性入住金+月费
住宅	销售型：开发商建设的可出售产权的适老住宅	销售型	自有产权住宅	产权销售
	出租型：个人或单位进行适老化改造后的可出租住宅	出租型	面向高龄者的住宅、年长者住宅、银发住宅	租金+服务项目费（非必备）

资料来源：《日本养老政策法规及老年居住建筑分类》，恒大研究院

3.3 英国：政府主导、福利性质的社区养老

英国养老地产是政府主导型，有福利性质。英国养老模式经历了从传统福利机构养老到社区养老的转换，由政府主导，建立统一的养老服务标准。政府、非营利组织、慈善团体和社会捐赠出资开发建设养老地产，并鼓励企业进入养老市场，减轻政府财政负担的同时，延长养老服务产业链。

英国的社会养老主要有社区养老和院舍照料两种模式，前者以老人自主照料为主，后者以接受支持性服务为主。养老社区是英国较为成功的养老地产开发模式，符合自身发展条件，其特点是老年人不需要脱离所在社区即可接受到完善的社区养老服务。英国养老地产的基础设施和服务设施多为政府出资构建，并由政府负责运营管理，为社区内老年人提供介护、医疗、休闲娱乐等养老服务，同时政府出资或鼓励企业出资在社区内建设老年公寓，面向独居或生活不能自理的老年人。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com