

行业研究

养老社区发展潜力巨大，险企布局具有天然优势

——养老金系列报告四：保险+养老社区发展深度研究

投资观点

老龄化程度日趋加深，保险+养老社区有望提升寿险覆盖率。随着我国人口老龄化程度的加深以及相关政策持续落地，“银发经济”迎来黄金发展期，我们预计养老产业具有巨大的发展潜力，根据艾媒咨询调查数据及前瞻研究院预测 2022 年养老产业将超过 10 万亿元规模，年增速超过 15%。在老龄化背景下，提高保单覆盖率是保险行业增长点之一。寿险保单与养老社区的捆绑销售是险企促进寿险销售的重要方式之一，未来运营稳健的高品质养老社区将利好险企长期发展。我们保守估计整体养老社区服务领域 2020 年潜在规模达 6072 亿元。

目前我国养老社区供需不平衡，专业化多样化的养老社区发展潜力巨大。从需求端来看：随着我国人口预期寿命不断上升（从 2000 年的平均寿命 71.4 岁上升到 2019 年的 77.3 岁），我国高龄人口不断增加，失能风险随之上升，目前我国 60 岁及以上人口 2.6 亿人，占总人口比重 18.7%，80 岁以上人口占 60 岁以上人口比重近两年快速提升至 14%。《中国养老机构发展研究报告》显示，预计到 2030 年和 2050 年，我国失能老人将分别达到 6.2 亿和 9.8 亿人。高龄人口和失能人口的增加将刺激专业养老护理服务的需求快速增长。超少子化导致老年抚养比进一步上升，机构养老作为未来养老模式的发展趋势，预计将迎来发展机遇。同时，随着居民健康意识的增强以及高净值群体数量的增长，预计未来医养结合的养老模式及高品质养老社区存在较大发展空间。**从供给端来看：**我国机构养老发展缓慢，公立养老机构床位供应不足（2020 年每千名老年人拥有养老床位仅约 30 张），私立养老机构质量两极分化严重。然而康养医疗机构数量以及专业化服务人才欠缺，无法满足日益增长的养老需求。

借鉴美日养老社区运营经验，建设差异化养老社区的同时完善长期照护服务体系是我国养老社区建设的重点。1) 美国发展差异化养老社区，以满足不同养老需求。太阳城模式针对健康老人，CCRC 模式为有需求的老人全方位持续照护服务，同时通过资产证券化形式，将风险与收益的匹配通过 REITs 投资为养老产业的健康发展提供资金支持。2) 日本养老政策体系较为健全，整体形成小而美的社区养老格局。日本通过逐步建立系统的政策体系，以介护保险为制度保障，激励多元主体参与养老社区照护服务，发展成为规模小但服务完备的综合社区照护体系。借鉴美日经验，我国发展差异化的养老社区及长期照护服务的完善体系是我国养老社区建设的重点。

保险公司布局养老社区具有天然优势，“保险+养老社区”模式将带来保险增量。1) 险企资金规模大、周期长，需寻找稳定的投资回报，而养老社区经营现金流稳定，需低成本、大规模的资金支持，资金特征匹配。2) 从目前市场上的经营模式来看，保险机构为主导开发的养老项目多与其养老保险产品销售进行捆绑，促进保单销售的同时带来了后续的健康险、护理险等产品接触客群的机会。3) 险企投资养老社区，将保险产品和服务结合，增强与客户接触频率，提高客户忠诚度。泰康、太平、平安、新华等公司陆续布局养老产业，泰康有先发优势，无论是保单的完备性及养老社区布局的全面都领先同业，优势最为显著，其他险企各有特点，未来经营稳健的高品质养老社区将提升险企差异化竞争力。

推荐资源整合能力强、具有先发优势、多线布局养老产业、客户资源较为丰富且内含价值相对稳健的大型保险公司中国平安、中国太保。

风险提示：监管政策变动、利率下行趋势加大、养老产业布局不及预期。

非银行金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

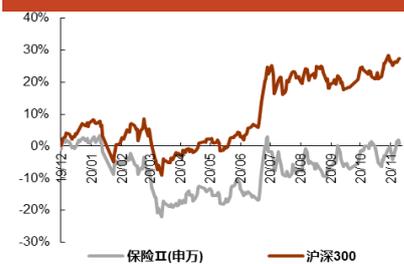
wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

010-57378023

zhengjiy@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

养老金融改革加速，第三支柱养老金蓄势待发——养老金系列报告三：国内养老金产品深度研究（2021-04-10）

见贤思齐，反观诸己——养老金系列报告二：海外养老金体系深度研究（2021-03-06）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年春季策略报告（2021-03-08）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年投资策略（2021-02-02）

任重道远，砥砺前行——保险行业系列报告三：国内养老金的现状及发展探讨（2020-11-14）

见微知著，水滴石穿——保险行业系列报告二：相互保险与网络互助（2020-09-21）

资本逐鹿，风口已至——保险行业系列报告一：保险科技（2020-08-23）

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 年下半年投资策略（2020-06-15）

投资聚焦

研究背景

随着我国人口老龄化程度的加深以及相关政策持续落地，“银发经济”迎来黄金发展期，养老产业具有巨大的发展潜力。在此背景下，险企投资运营养老社区成为发挥自身优势参与养老产业的一种普遍选择。2021年5月9日，中国平安发布“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”；5月18日，新华保险首个大型 CCRC 社区新华家园·颐享社区成功在北京延庆亮相。在寿险行业全面转型，寻求新模式的趋势下，养老社区已成为头部公司必争之地。

然而目前我国养老市场供需严重不平衡，有效供给缺乏，匹配程度低，可以借鉴海外国家养老产业运营模式经验，加快养老社区布局，进一步满足我国居民与日俱增的养老需求。

我们的创新之处

我们从养老社区的供需分析、国外养老社区运营模式与经验、保险+养老社区的天然优势以及目前国内险企的养老社区布局四个角度，全面分析了目前我国养老社区的发展现状，以及保险公司在其中的机遇和挑战。

(1) 我们从供需角度分析目前我国养老社区的发展状况，并研究未来的发展趋势。

(2) 我们分析美国和日本的养老社区运营模式，找出推动其发展的内在驱动因素，以此对我国养老社区的发展提供借鉴经验。

(3) 我们全面分析了保险公司在养老社区布局的逻辑以及内在优势，重点研究了泰康、中国太平、中国平安以及光大集团的养老社区发展模式。

投资观点

鉴于目前养老市场供需严重不平衡，有效供给缺乏，匹配程度低，公立机构一床难求，私立机构两极分化，养老需求者多在“漫长等待”与“高昂费用”之间犹豫矛盾，痛点无法解决，催生巨大市场空间。虽然各方资本均加快了在养老社区的布局，但养老社区的开发运营对资金获取、资源整合、政策支持、医疗机构匹配、客户信任程度等方面要求较高，未来养老产业需要大资金、强资源、高效服务等塑造品牌及持续口碑。**推荐资源整合能力强、具有先发优势、多线布局养老产业、客户资源较为丰富且内含价值相对稳健的大型保险公司中国平安、中国太保。**

目 录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1、养老社区发展空间广阔：供给短缺，需求巨大 | 6 |
| 1.1、政策频出利好养老产业，各方加速布局抢占先机 | 6 |
| 1.1.1、养老产业规模逐年增长，发展潜力巨大 | 6 |
| 1.1.2、中央及地方政策频出，利好养老产业发展 | 7 |
| 1.1.3、养老社区需求大幅提升，各方加速进军养老市场 | 8 |
| 1.2、供给端：养老机构良莠不齐，医疗资源短缺 | 9 |
| 1.2.1、机构养老发展缓慢，养老床位供应不足 | 9 |
| 1.2.2、养老服务单一，专业人才稀缺 | 10 |
| 1.3、需求端：人口老龄化加速，养老需求旺盛 | 10 |
| 1.3.1、老龄化加速，结构性消费潜力不断释放 | 10 |
| 1.3.2、老龄人口高龄化显现，专业养老护理服务需求释放 | 11 |
| 1.3.3、少子化趋势显现，机构养老有望发展 | 12 |
| 1.3.4、养老健康意识增强，医疗保健需求上升 | 13 |
| 1.3.5、高净值客群占比增加，医养结合模式迎发展机遇 | 13 |
| 2、各国普遍面临养老压力，养老社区发展模式各不相同 | 14 |
| 2.1、美国：差异化养老社区，满足不同养老需求 | 15 |
| 2.1.2、太阳城——针对健康老人的养老社区住宅 | 15 |
| 2.1.1、CCRC——提供全方位养老需求服务 | 16 |
| 2.1.3、养老社区 REITS——美国养老社区主要资金来源 | 16 |
| 2.2、日本：养老政策体系健全，小而美的社区养老格局 | 18 |
| 2.2.1、养老政策体系完善，保障日本养老产业发展 | 18 |
| 2.2.2、介护保险作为制度保障，社区综合照护服务体系健康发展 | 19 |
| 2.2.3、多元主体参与的小规模养老社区，满足老年人口多种需求 | 20 |
| 3、保险+养老社区巨有天然优势 | 21 |
| 3.1、资产端：保险资金的长周期特征与养老产业所需的稳定性匹配 | 21 |
| 3.2、负债端：促进保单销售，增强客户粘性 | 21 |
| 3.2.1、双向促进：养老社区与寿险保单捆绑销售形成正反馈 | 21 |
| 3.2.2、产品+服务：增强客户粘性，获取数据资源 | 21 |
| 3.3、构建高质量养老生态，增强社区引流力度 | 22 |
| 4、险企加速布局养老社区，“保险+产品”模式成主流 | 22 |
| 4.1、泰康之家：聚焦高端客群，深耕寿险产业链 | 23 |
| 4.1.1、泰康引入 CCRC 模式，核心城市布局养老社区 | 23 |
| 4.1.2、高额保单获养老社区入住资格，中低端养老社区仍为蓝海 | 24 |
| 4.1.3、优势：品牌效应溢价显现，科学照护提供高质量服务 | 25 |
| 4.1.4、面临的挑战：资金成本居高不下，盈利周期相对较长 | 26 |
| 4.2、中国太平：“轻重并举”，多地布局高端养老社区 | 27 |
| 4.3、中国平安：整合内部优势资源，打造高端康养社区 | 28 |
| 4.4、中国太保：聚焦深度老龄化城市，建设覆盖全龄的产品体系 | 29 |
| 4.5、光大养老：以社区为载体，整合养老资源 | 30 |
| 4.6、新华家园：自持物业战略，建设完善产品线 | 31 |
| 5、投资建议 | 32 |
| 6、风险提示 | 32 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2022 年中国养老产业规模将突破 10 万亿元 | 6 |
| 图 2: 老年人人均消费预测 | 6 |
| 图 3: 我国养老服务机构数量 | 10 |
| 图 4: 我国养老服务床位情况 | 10 |
| 图 5: 中国康复医疗学科床位数 (张) | 10 |
| 图 6: 中国康复医院专业服务人员数量 (人) | 10 |
| 图 7: 中国 60 岁以及 65 岁及以上老年人口占比及变化..... | 11 |
| 图 8: 中国高龄人口占比 (80 岁及以上人口数占 60 岁及以上人口数的比例) | 12 |
| 图 9: 我国已进入超少子化社会 | 12 |
| 图 10: 我国老年抚养比 2020 年上升幅度加大 | 13 |
| 图 11: 我国人均医疗保健支出 | 13 |
| 图 12: 医疗卫生支出占 GDP 比重 | 13 |
| 图 13: 我国高净值人群数量 | 14 |
| 图 14: 全球 65 岁以上人口占比 (%) | 15 |
| 图 15: 全球抚养比变化及预测 | 15 |
| 图 16: 太阳城养老社区 | 15 |
| 图 17: 美国 CCRC 模式..... | 16 |
| 图 18: VTR.N, WELL.N, PEAK.N 2020 年报关键财务数据比较 | 17 |
| 图 19: 美国 REITs 盈利的核心..... | 18 |
| 图 20: 介护保险体系的组成结构 | 20 |
| 图 21: 泰康之家“大支付、科技驱动、建设生态”战略 | 22 |
| 图 22: 泰康之家养老社区全国布局示意图 | 24 |
| 图 23: 泰康之家盈利模式 | 24 |
| 图 24: “幸福有约”养老保险和养老社区相结合 | 25 |
| 图 25: 泰康之家“1+N”“照护模式..... | 26 |
| 图 26: 2020 年中国老年人口抚养比前十城市 | 29 |
| 图 27: 太保家园三大产品业务线 | 30 |

表目录

| | |
|----------------------------|----|
| 表 1: 中国养老社区市场潜在空间测算表 | 7 |
| 表 2: 近年来有关养老的重要政策文件 | 7 |
| 表 3: 中国人口平均预期寿命 | 11 |
| 表 4: 医养结合模式梳理 | 14 |
| 表 5: 日本养老政策概览 | 18 |
| 表 6: 一类参保者保费计算标准 | 19 |
| 表 7: 泰康之家发展历程 | 23 |
| 表 8: 泰康之家的分级照护体系 | 25 |
| 表 9: “梧桐人家”发展历程 | 27 |
| 表 10: 中国太平“福享金生”产品特点 | 27 |
| 表 11: 中国太平“福享金生”保障范围 | 27 |
| 表 12: 中国太平养老社区入住价目表 | 28 |
| 表 13: 平安臻颐年康养社区服务体系 | 28 |
| 表 14: 永明汇晨养老社区特殊服务 | 30 |
| 表 15: 光大永明汇晨养老社区业务形态 | 30 |
| 表 16: 投保规则 | 31 |
| 表 17: 新华家园三大产品线概要 | 32 |
| 表 18: 颐养金生终身年金保险保障内容 | 32 |

1、养老社区发展空间广阔：供给短缺，需求巨大

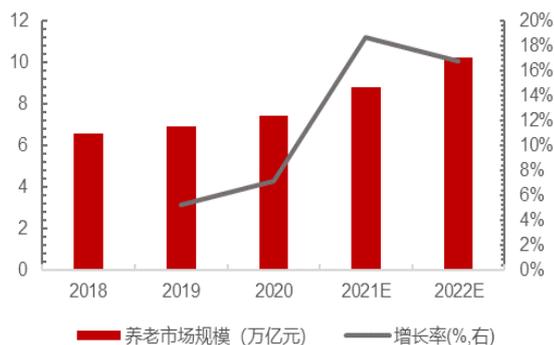
随着我国人口老龄化程度的加深以及相关政策持续落地，“银发经济”迎来黄金发展期。近年来与人口老龄化有关的养老服务业、医疗保健业、老年旅游业等消费性服务业迅速发展。据中国社会科学院调查数据显示，预计到2030年中国养老产业产值将上升至13万亿元，养老产业具有巨大发展潜力。

1.1、政策频出利好养老产业，各方加速布局抢占先机

1.1.1、养老产业规模逐年增长，发展潜力巨大

中国养老产业市场规模逐年增长。艾媒咨询调查数据及前瞻研究院预测，2020年中国养老产业市场规模约7.4万亿元，预计2022年可达10.25万亿元。在老年人生活费用方面，根据2019年第四次中国城乡老年人生活状况调查数据估计，2020年老年人口平均消费支出增长至2.26万元，预计2025年老年人口平均消费支出将增长至3.2万元。随着中国的老龄化问题日趋加剧，以及收入分配向居民部门倾斜，养老产业规模还有较大的增长潜力。

图1：2022年中国养老产业规模将突破10万亿元



资料来源：iiMedia Research(艾媒咨询)预测，前瞻产业研究院预测，光大证券研究所

图2：老年人人均消费预测



资料来源：根据《2019年中国城乡老年人生活状况》（党俊武）、《中国老年消费白皮书》、2019年第四次中国城乡老年人生活状况调查数据、第七次人口普查数据估算，光大证券研究所

从养老社区模式来看，养老社区产业可分为居家养老、社区养老、机构养老和医养结合四种。按照各地颁布的“9073”养老办法，我们的发展目标是：90%的老人为居家养老；7%的老人适用社区养老，即只需要护理不需要床位；3%的老人适用机构养老，即既需要床位，也需要护理。

据此，我们以2013年机构养老相关费用为基础，根据第七次人口普查数据，按我国当前2.6亿老人（60岁以上人口）计算，居家养老服务收费为非失能老人的一半，13~20年均服务收费涨幅为5%，全国收费标准为北京的46%（参考人均可支配收入全国/北京），则我国养老产业潜在市场空间达到6072亿元，其中，居家养老3678亿元，机构养老1526亿元，社区养老868亿元。随着老龄化程度加深和居民收入水平以及退休待遇提升，预计未来居家养老比例下降，社区养老以及机构养老的比例将逐步上升。

表 1: 中国养老社区市场潜在空间测算表

| | 人数比例 | 人数 (万人) | 养老社区潜在空间 (亿元) | 北京 13 年养老服务单价 (元/月) | 全国 20 年养老服务单价 (元/月) | 备注 | |
|------------|----------------|---------|---------------|---------------------|---------------------|---|--|
| 60 岁及以上老年人 | 100% | 26,402 | 6,072 | — | — | 2020 年全国农村和城镇居民人均可支配收入分别为 1.71 和 4.38 万元, 分别同比增 3.8% 和 1.2%。中国农村和城市老年人收入分别相当于同期农村和城镇居民人均收入的 72.7% 和 82.9%, 即 2020 年全国农村和城镇老人人均可支配收入分别为 1.24 和 3.63 万元。2020 年老年人口 (60 岁及以上) 为 2.6 亿人, 其中农村老人约 1.21 亿人, 城镇老人 1.42 亿人, 即 2020 年农村老人和城镇老人总可支配收入为 6.7 万亿元。 | |
| 居家养老 | 90% | 23,762 | 3,678 | 200 | 129 | 假设居家养老仅简单护理和家政等服务费。参考收费标准为社区养老自理老人 (非失能) 月费用的一半, 假定全国平均收费标准也为北京的 46%。 | |
| 社区养老 (7%) | 非失能 (81.7%) | 5.7% | 1505 | 468 | 400 | 259 | 参考 13 年北京市机构自理老人月均护理费中位数为 400 元, 假设年涨幅为 5%, 主要参考国家统计局披露的家庭服务, 估计 13~20 年的年均复合增长率约为 5%。2020 年北京人均可支配收入为 6.94 万元, 全国人均可支配收入为 3.22 万元, 为北京的 46%, 假定全国平均收费标准也为北京的 46%。 |
| | 失能/半失能 (18.3%) | 1.3% | 343 | 400 | 1500 | 971 | 参考 13 年北京不自理老人月均服务费中位数 1500 元, 假设年涨幅 5%, 假定全国平均收费标准为北京的 46%。 |
| 机构养老 | 3% | 792 | 1,526 | 2,482 | 1,606 | 参考 13 年北京养老机构月均服务费 (含护理、住宿、餐饮等) 2482 元, 假设年涨幅为 5%, 假定全国平均收费标准为北京的 46%。 | |

资料来源: 1. 国家统计局、2. 肖文文等《北京市养老机构基本养老服务费用影响因素研究》、3. 《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查》, 光大证券研究所整理

1.1.2、中央及地方政策频出, 利好养老产业发展

政策方面, 国家高度重视养老产业发展, 从中央到地方出台养老政策频繁, 支持力度加大。国家相关支持政策主要集中在推进居家与社区养老服务, 促进医养结合, 加快以公建民营为重点的多层次、多样化养老机构建设与改革, 加大对养老服务业发展的金融支持力度, 促进社会养老服务体系等方面。

表 2: 近年来有关养老的重要政策文件

| 时间 | 部门 | 政策名称 | 概要 |
|-------------|-----------------------|--|---|
| 2013 年 9 月 | 国务院 | 《关于加快发展养老服务业的若干意见》 | 到 2020 年, 全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的, 功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。 |
| 2015 年 11 月 | 国务院 | 《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》 | 通过完善投融资和财税价格政策、加强规划布局和用地保障等方式, 建立健全医疗卫生机构与养老机构合作机制, 支持养老机构开展医疗服务。 |
| 2017 年 3 月 | 国务院 | 《“十三五”国家老龄化事业发展和养老体系建设规划》 | 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。 |
| 2018 年 12 月 | 工业和信息化部、民政部、国家卫生健康委员会 | 《关于公布第二批智慧健康养老应用试点示范名单的通告》 | 智慧健康养老示范企业 26 家, 智慧健康养老示范街道 (乡镇) 48 个, 智慧健康养老示范基地 10 家 |
| 2019 年 2 月 | 发改委等 | 《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》 | 到 2020 年, 以居家为基础、社区为依托、机构为补充, 医养相结合的养老服务体系更加完善, 养老床位中护理型床位比例不低于 30%。 |
| 2019 年 4 月 | 国务院 | 《国务院办公厅关于推进养老服务发展的意见》 | 持续完善居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系, 建立健全高龄、失能老年人长期照护服务体系, 强化信用为核心、质量为保障、放权与监管并重的服务管理体系。 |
| 2019 年 9 月 | 中共中央、国务院 | 《国家积极应对人口老龄化中长期规划》 | 健全以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系, 多渠道、多领域扩大适老产品和服务供给, 提升产品和服务质量。 |
| 2020 年 2 月 | 民政部、财政部 | 《关于确定第五批中央财政支持开展居家和社区养老服务改革试点地区的通知》 | 在各地申报推荐的基础上, 经专家评审, 民政部和财政部共同确定北京市海淀区等 59 个市 (区、州) 为第五批中央财政支持开展居家和社区养老服务改革试点地区。 |

| | | | |
|----------|----------|--|---|
| 2020年9月 | 民政部 | 《养老机构管理办法》 | 对养老机构服务活动进行规范,明确生活照料、康复护理等养老机构服务活动的内容,同时对养老机构内部运营管理提出要求,并在2013年规章基础上丰富了监督检查和法律责任部分的内容。 |
| 2020年12月 | 国务院 | 《国务院办公厅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》 | 五大重点监管方向(一)加强质量安全监管。(二)加强从业人员监管。(三)加强涉及资金监管。(四)加强运营秩序监管。(五)加强突发事件应对。 |
| 2021年3月 | 中共中央、国务院 | 《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 制定人口长期发展战略,优化生育政策,以“一老一小”为重点完善人口服务体系,促进人口长期均衡发展。其中包括三方面的政策措施,即推动实现适度生育水平、健全婴幼儿发展政策、完善养老服务体系。 |
| 2021年5月 | 民政部、发改委 | 《“十四五”民政事业发展规划》 | 逐步建立养老服务分类发展、分类管理机制,完善兜底性养老服务,健全城乡特困老年人供养服务制度,有集中供养意愿的特困人员全部落实集中供养,每个县(市、区)至少建有1所失能、部分失能特困人员专业照护为主的县级供养服务设施(敬老院),基本形成县、乡、村三级农村养老服务兜底保障网络。 |

资料来源:国务院、民政部、光大证券研究所整理

地方层面,各地方政府通过金融扶助、场所保障、税费减免、财政补贴等多种方式支持养老产业发展:

1) 北京市至2020年累计建成运营养老机构544家、街乡镇养老照料中心262家、驿站1005家,“三边四级”就近养老服务体系全面建成。

2021年1月颁布《北京市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》,提出到2025年,千人常住人口养老床位数达到7张,养老机构护理型床位比重提高至60%。

2) 云南省2021年1月发布《云南省民政厅关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费若干措施的通知》,提出养老机构护理型床位占比,2021年不低于35%、2022年不低于50%。2022年底,实现每个县(市、区)至少建有1所农村特困失能、残疾老年人专业照护为主的县级层面特困人员供养服务设施(敬老院);全省培养培训养老护理员5万名、专兼职老年社会工作者2750名。

3) 陕西省2021年4月出台《推进智慧健康养老产业高质量发展的工作意见》,支持养老机构(企业)开展“嵌入式社区居家养老”。

4) 山东省于2021年5月在青岛市召开全省养老服务工作现场会,提出重点关注敬老院改造提升、街道综合养老服务机构建设、养老机构护理型床位建设、养老服务人员培训、发放失智老年人防走失定位手环等方面。

5) 天津市2021年2月发布《天津市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》,提出到2025年,建成一批养老机构和老年日间照料中心,医养结合覆盖95%以上养老机构;养老机构与医疗机构医养结合服务覆盖率达到100%。

6) 河北省2021年6月颁布《关于促进养老托育服务健康发展的实施意见》,提出到2022年培养培训1000名养老院院长、80000名养老护理人员、5800名专兼职老年社会工作者;到2025年开展县、乡、村三级农村养老服务网络建设试点,县级要成立养老服务指导中心,至少建成1所失能、部分失能特困人员专业照护为主的供养服务机构(敬老院)。

1.1.3、养老社区需求大幅提升,各方加速进军养老市场

从养老社区发展情况来看,可以分为三个阶段:

1) 2000~2010 养老概念作为销售卖点,初步探索期

该阶段为“养老概念”初步探索阶段,开发模式仍沿袭传统地产开发理念,强调“销售”而非“服务”,养老概念多作为“挂羊头”的销售卖点,物业产品

设计中出现部分适老性住宅，但后期运营管理普遍缺失，养老设施规模缩水，服务水平较差，模式不成熟。

2) 2010~2015 服务意识强化，产品逐步多元，企业试水期

养老社区开发中的“运营意识”和“服务意识”逐步强化，规模扩大，产品形态逐步多元，适老化住宅及养老社区发展迅速，出现了医疗养老结合、候鸟式旅游养老、学院式养老等多元化养老地产模式。

快速老龄化的巨大需求之下，养老服务机构仍存在供给不足和匹配程度低的问题，同时伴随着养老服务人员缺乏，素质有待提高，设施设备有待完善等问题，急需动员社会力量，加大投入，构建多层次养老服务体系。

3) 2016~至今 需求大幅增加，政策加强引导，企业进入抢滩登陆黄金期

根据中国社科院《中国养老产业发展白皮书》预计，2030年我国养老地产市场空间将达到13万亿元，市场空间巨大、需求全面提升。相关政策体系的健全和社会力量的参与，使得养老服务和产品大幅增加，财政金融加强支持，养老产业进入了“抢滩登陆”的黄金机遇期。巨大的市场容量及发展空间，吸引实力雄厚的企业抓住先发优势，提早进行布局。

1.2、供给端：养老机构良莠不齐，医疗资源短缺

由于我国养老机构发展起步较晚，企业和社会普遍对老年护理服务业、文娱业、旅游业、保险业等需求缺乏认知，导致行业发展不全面，无法形成联动，资源得不到有效配置。

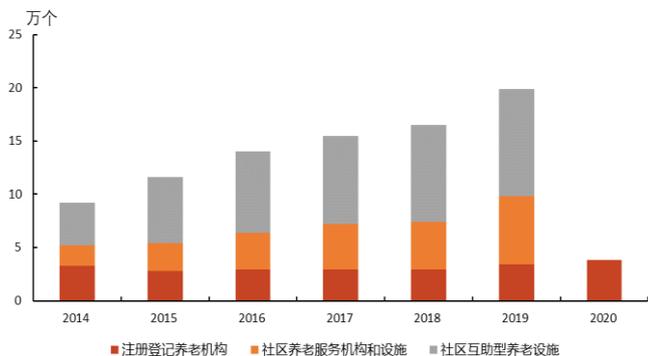
1.2.1、机构养老发展缓慢，养老床位供应不足

机构养老是指为老人提供专门生活场所，如养老院、福利院和敬老院等，并提供日间照料、医疗护理、康复锻炼、老年社交等服务。我国机构养老以公办为主，民办为辅。民办又分为高端和中低端。

目前机构养老在我国发展缓慢，养老机构床位供应不足。尽管养老服务床位数从2005年158万张迅速增长至2020年底794万张，每千人养老床位仍严重不足，2020年每千名老年人拥有养老床位仅约30张。优质公立养老机构“一床难求”，如全国标杆公立养老院——北京第一社会福利院，仅提供1100张床位，排队登记的老人一度超过1万人，每年轮候只能入住几十位。

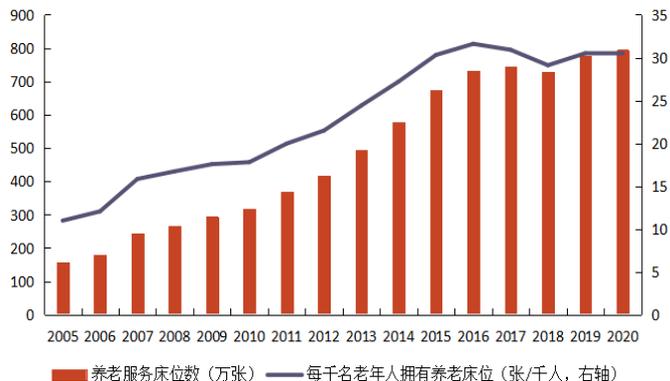
私立养老机构质量两极分化严重，低端质量堪忧，高端负担不起。低端民办的福利院设施条件差，服务意识不足，护理水平低；高端民营养老机构条件虽好但收费较高，收费区间在8000~30000元/月不等，仅能满足少部分高收入家庭需求，对多数家庭来说无法负担。

图 3：我国养老服务机构数量



资料来源：民政部，光大证券研究所；其中社区养老服务机构和设施及社区互助型养老设施数据 2020 年还未公布。

图 4：我国养老服务床位情况

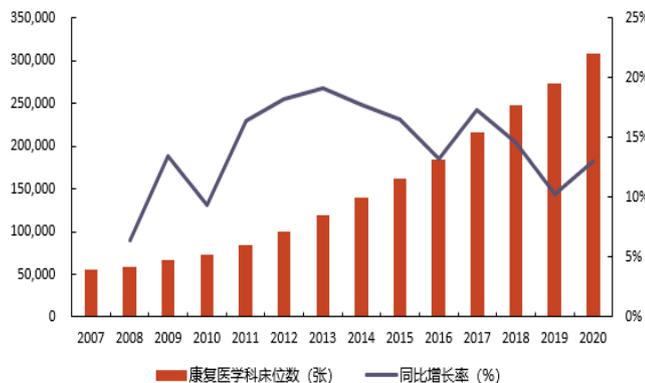


资料来源：wind，光大证券研究所

1.2.2、养老服务单一，专业人才稀缺

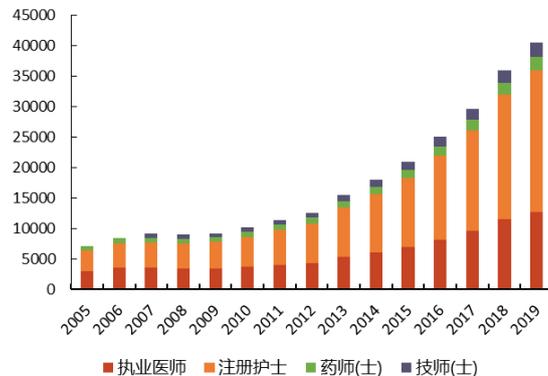
康养医疗机构数量不足，专业化服务人才稀缺。现阶段我国能够提供康复、护理等专业服务的医疗机构数量较少，康复医院专业服务人员紧缺，无法满足老年人口的康养需求。2019 年我国康养医院专业服务人员总计 40,600 人，其中执业医师 12,657 人，注册护士 23,403 人。养老服务人才培养存在两方面的难度，一是相关专业的师资、标准、模式都显不足，二是志愿从事养老服务工作的生源不足。

图 5：中国康复医疗学科床位数（张）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 6：中国康复医院专业服务人员数量（人）



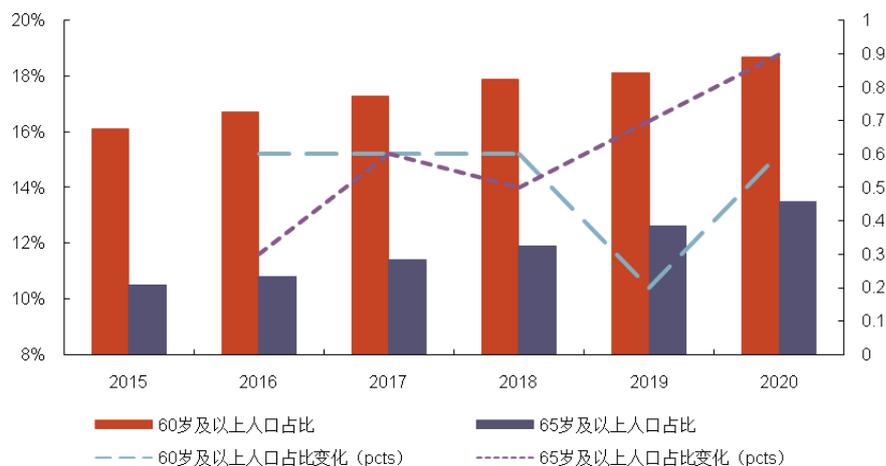
资料来源：wind，光大证券研究所整理

1.3、需求端：人口老龄化加速，养老需求旺盛

1.3.1、老龄化加速，结构性消费潜力不断释放

中国正在加速进入老龄化社会，养老需求迫切。我国老龄人口绝对数量逐年攀升，目前已成为全球唯一老龄人口超过 1 亿的国家。根据第七次全国人口普查数据显示，2020 年我国 60 岁及以上人口为 2.64 亿人（占比 18.70%），占比较 2010 年上升 5.4pcts；65 岁及以上人口为 1.91 亿人（占比 13.5%），占比较 2010 年上升 4.6pcts。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030 年）》预测，2030 年我国 60 岁及以上人口将达到 3.6 亿，占比高达 25%。

图 7：中国 60 岁以及 65 岁及以上老年人口占比及变化



资料来源：wind，光大证券研究所整理

人口老龄化蕴含巨大结构性消费潜力。近年来，科学技术的不断发展和消费理念的升级催生了新的老龄需求，一方面可以激活并重塑老年消费，另一方面也可以通过为老年人提供融合发展新理念的产品和服务，提升老年人生活幸福感。

《中国老龄产业发展报告》数据显示，2014-2050年间，我国老年人口的消费潜力将从4万亿元增长到106万亿元左右，占GDP比重从8%增长到33%，成为全球老龄产业市场潜力最大的国家。《中国老年消费习惯白皮书》预计，2021年老年产品及服务市场总规模将达到5.7万亿元。

1.3.2、老龄人口高龄化显现，专业养老护理服务需求释放

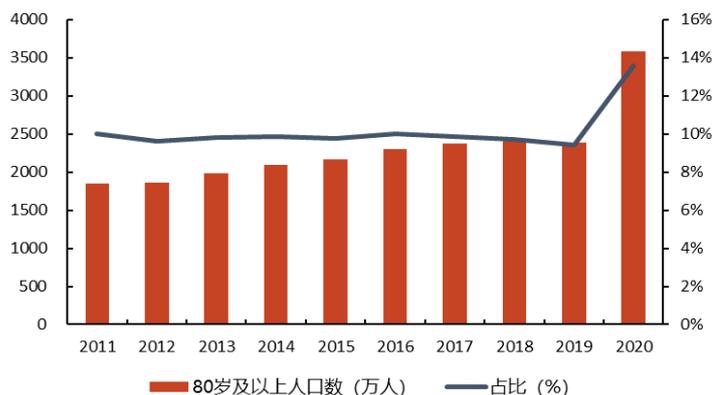
人口预期寿命不断上升，人口高龄化趋势逐渐显现。据卫健委数据显示，2019年中国整体预期寿命77.3岁（男性74.7岁，女性80.5岁）。从第七次人口普查结果可知，目前我国60岁及以上人口2.6亿人，占总人口比重18.7%，80岁以上人口占60岁以上人口比重近两年快速提升至14%。《中国养老机构发展研究报告》显示，预计到2030年和2050年，我国失能老人将分别达到6.2亿和9.8亿人。

表 3：中国人口平均预期寿命

| | 1982 | 1990 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2019 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 平均预期寿命 (岁) | 67.8 | 68.6 | 71.4 | 73.0 | 74.8 | 76.3 | 77.3 |
| 同比增长 (%) | | 1.1% | 4.2% | 2.2% | 2.6% | 2.0% | 1.4% |

资料来源：卫健委，光大证券研究所整理

图 8：中国高龄人口占比（80 岁及以上人口数占 60 岁及以上人口数的比例）



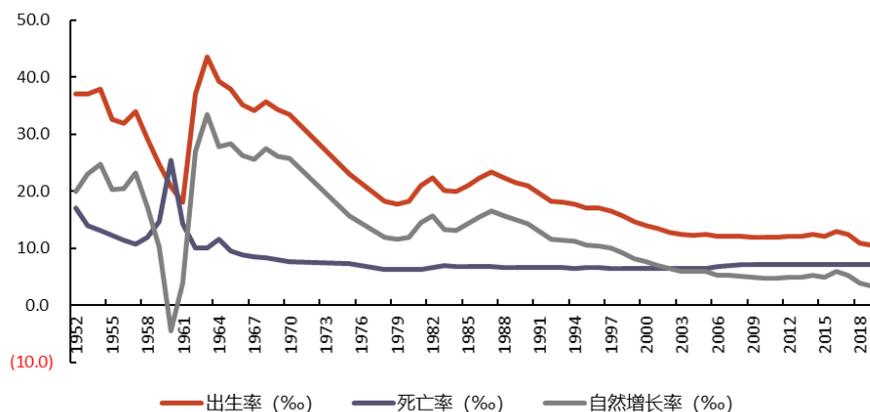
资料来源：wind，光大证券研究所整理

高龄人口各种慢性病频发。调查显示，我国老年人慢性病患病率高达 71.8%，其中四大主要慢性病领域分别为心脑血管疾病、恶性肿瘤、慢性呼吸系统疾病和糖尿病。高龄化人口逐渐增加预计将刺激专业养老护理服务的需求快速增长，专业养老机构以及护理机构将迎来发展机遇。

1.3.3、少子化趋势显现，机构养老有望发展

出生率下滑导致少子化趋势明显，家庭结构小型化，进一步加重养老负担。目前我国出生率及人口自然增长率逐年下滑，这将进一步加速老龄化进程。按照国际标准，人口出生率 13-15‰为少子化社会；11-13‰为严重少子化社会；11‰以下为超少子化社会。目前我国人口出生率为 10.48‰，已进入超少子化社会，未来养老负担将进一步加重。

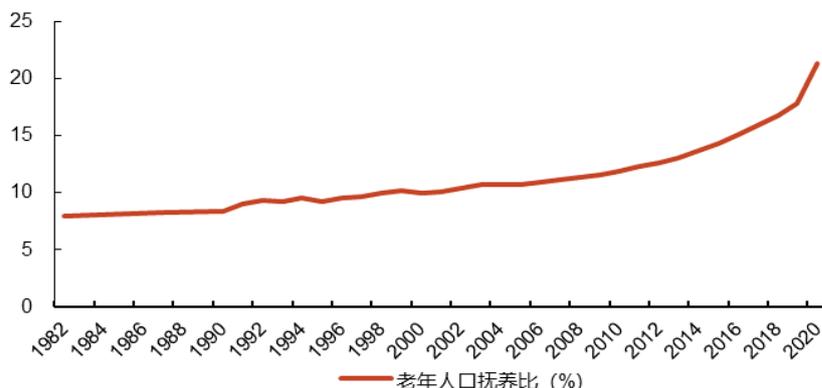
图 9：我国已进入超少子化社会



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2019 年

老年抚养比持续上行且幅度加大，机构养老需求攀升。“老龄化”叠加“少子化”，双重趋势导致我国老年抚养比由 2000 年的 9.92%（每 100 名劳动年龄人口负担 9.92 名老年人）上升至 2020 年的 21.31%（第七次全国人口普查数据）。传统中国家庭“养儿防老”的养老模式将难以为继，机构养老作为未来养老模式的发展趋势，预计将迎来发展机遇。

图 10：我国老年抚养比 2020 年上升幅度加大



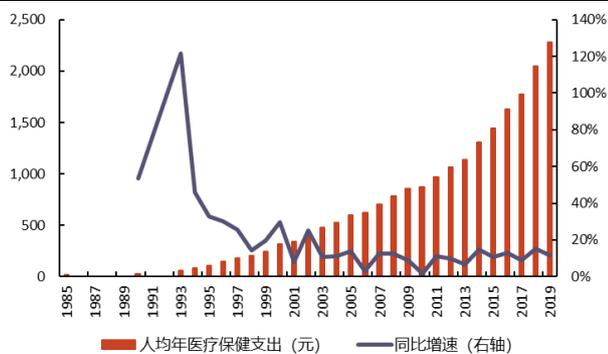
资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020 年

*老年抚养比=65 岁及以上的老年人口数/15-64 岁的劳动年龄人口数

1.3.4、养老健康意识增强，医疗保健需求上升

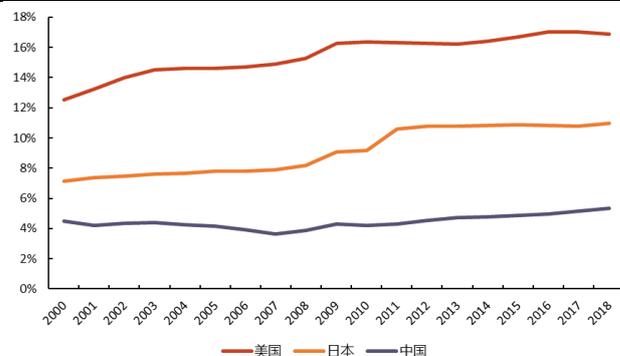
社会消费结构发生变更，医疗保健需求不断释放。伴随着老龄化进程加速，老年人对于医疗保健的消费需求将不断增加，医疗卫生市场空间巨大。当前老年人人均医疗费用是国民平均医疗费用的两倍多，其医疗保健消费需求推动老年营养用品、保健用品以及医药用品等健康卫生产业发展，以及老年医院和康复护理机构的快速发展。2019 年我国人均医疗保健支出 2283 元，过去 10 年年均复合增长率达到 10.3%，增速可观。我国医疗费用支出占 GDP 比重与美国日本相比有两倍以上差距，随着老龄化加剧医疗费用保健需求必将攀升。

图 11：我国人均医疗保健支出



资料来源：wind，光大证券研究所

图 12：医疗卫生支出占 GDP 比重

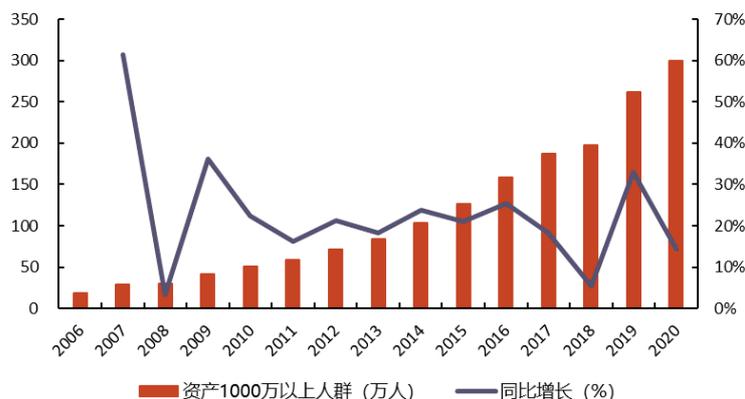


资料来源：世界银行，光大证券研究所

1.3.5、高净值客群占比增加，医养结合模式迎发展机遇

高净值人群占比增加，养老服务需求不断升级。随着经济发展，我国高净值人群占比不断增加，该群体支付能力较强，有能力支付价格较高的养老社区，同时普遍接受社区养老概念，对于养老服务的需求不断升级。根据招行私人财富报告显示，2020 年我国资产千万以上的人群约 300 万人 (YOY+14.5%)。

图 13：我国高净值人群数量



资料来源：wind，光大证券研究所整理

医养结合指的是将医疗资源和养老资源有机结合，在保证老年人老有所养、老有所依的同时提高老年人的健康水平。《中国老龄事业“十二五”规划》中指出“在规划、完善医疗卫生服务体系和社会养老服务体系中，加强老年护理院和康复医疗机构建设”。高净值人群占比增加，对于养老服务的质量要求提高，医养结合养老模式有望迎来发展新机遇。

表 4：医养结合模式梳理

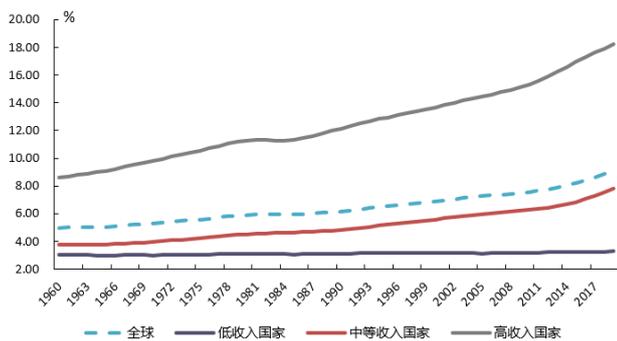
| 医养结合模式 | 特点 |
|-------------------|--|
| 医疗机构与养老机构协议合作 | 实现医疗机构与养老机构的互利共赢，建设成本较低，同时提升医疗资源和养老资源的利用效率；但工作人员或老人可能需要在医疗机构和养老机构之间频繁转移，紧急情况下反应速度较慢。 |
| 医疗机构增设养老专科 | 医疗资源的使用效率可大大提升，紧急情况下反应速度最快，但医疗机构可能需要大幅度增加床位，建设成本较高；比较适用于本身经营养老医疗的医疗机构，如老年慢病专科医院及航服专科医院等。 |
| 养老机构增设医疗资质、添加医疗资源 | 增设医疗资质、配置专业医疗团队、增加康复器械销售可丰富养老机构的经营项目，提升服务能力，紧急情况下反应速度也较快；但医疗资质的申请、相关人员、设备的配置成本相对高。 |
| 医疗资源、养老资源走进社区 | 最符合主流居家养老模式的需求，可面向的客户群体最多，但建设成本最高。 |

资料来源：光大证券研究所

2、各国普遍面临养老压力，养老社区发展模式各不相同

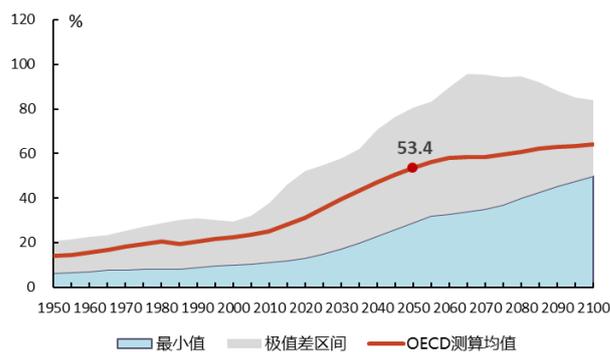
人口老龄化是世界各国均面临的一个难题，全球养老压力逐步增加。数据显示，全球 65 岁及以上人口占总人口比例从 1960 年的 5% 上升至 2019 年的 9%，其中高收入国家比例提升尤为明显，随之而来的养老压力也逐渐增加。根据 OECD 披露数据，全球平均老年抚养比已经由 1950 年的 13.9% 上升至 2015 年的 28%，预计这一比率在 2050 年将高达 53.4%，全球面临着严峻的养老压力。

图 14: 全球 65 岁以上人口占比 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 截至 2019 年

图 15: 全球抚养比变化及预测



资料来源: OECD, 光大证券研究所整理

目前我国已经进入深度老龄化社会, 而养老社区发展较为缓慢。发达国家进入老龄化时间更早, 其养老产业模式发展更为成熟。因此, 可借鉴海外国家养老社区模式与特点, 吸取其经验, 进一步满足我国居民与日俱增的养老需求。

2.1、美国：差异化养老社区，满足不同养老需求

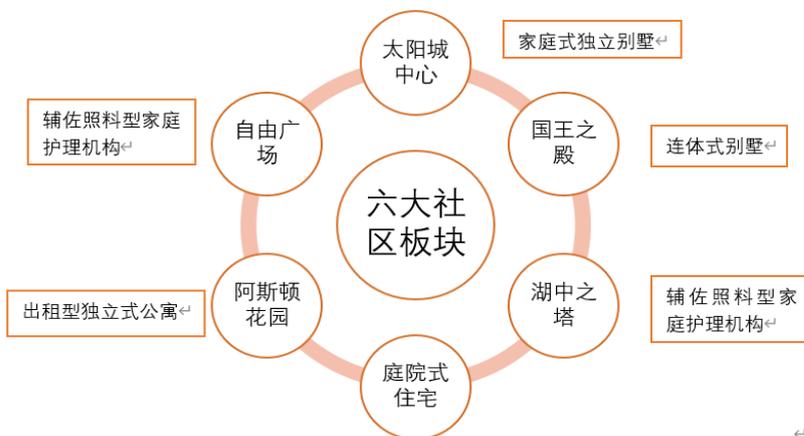
美国养老社区呈现差异化发展, 主要包括太阳城模式和 CCRC 模式, 投资端方面养老社区 REITS 模式较为普遍。太阳城模式针对活跃健康的老年群体, 一般以出售养老住宅为主, 部分出租; CCRC 模式需要满足老人在不同生理年龄阶段的不同需求, 主要采取出租形式为老人提供持续照护服务; 养老社区 REITS 即房地产信托投资基金参与投资, 采取净出租或委托经营的方式实现发展。

2.1.2、太阳城——针对健康老人的养老社区住宅

德尔·韦布公司 (DelWebb) 是美国活跃长者之家的领导者, 主要开发的养老社区即为太阳城。德尔·韦布公司开发并出售养老地产项目, 并营建相应的配套设施, 是典型的重资产模式。

美国太阳城养老社区建于 20 世纪 60 年代, 经过 20 年代的发展基本建成, 主要针对年龄在 55~70 岁的活跃健康老人。太阳城模式本质上属于住宅开发性质, 由地产开发商主导, 通过销售养老概念住宅, 开发商得以收回投资并产生盈利; 同时太阳城成立养老社区委员会负责社区的活动组织、实施运营, 收取的老年人缴纳的会费和年费也是其收入来源之一。

图 16: 太阳城养老社区



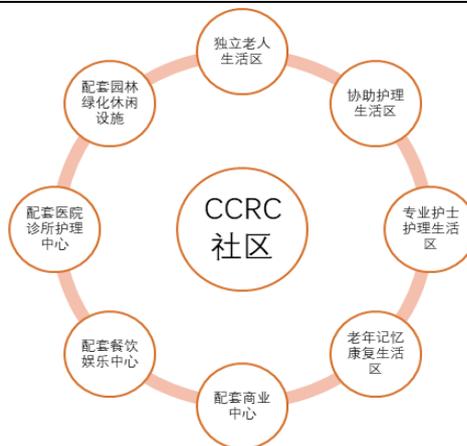
资料来源: DelWebb 公司官网, 光大证券研究所整理

太阳城养老社区的选址一般在宜居地区或者风景区，主打健康养老品牌，同时提供完备的运动娱乐设施，满足老年人的精神文化需求，致力于建立全美最高品质的养老社区。太阳城养老社区在结构上分为 6 大板块：湖中之塔、国王之殿、庭院、阿斯顿花园、太阳城中心和自由广场，分别居住不同需求的老年人口，其平均规模在 23000 户左右，入住率可达 90.95%，住宅类型多样，以独栋和双拼为主，还有多层公寓、独立居住中心、生活救助中心、生活照料社区、复合公寓住宅等。

2.1.1、CCRC——提供全方位养老需求服务

美国养老社区是美国最成熟的商业化运营老年居住模式，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，其中混合型的持续照护退休社区（Continuing Care Retirement Community，CCRC）模式值得借鉴。

图 17：美国 CCRC 模式



资料来源：中国社会科学网，光大证券研究所整理

CCRC 模式一般由运营商主导开发，通过精细化管理，为老年人提供全面的健康管理、护理和医疗服务，以提高老年人退休后的生活质量。据中国社会科学网统计，美国有超过 1900 个 CCRC，其中 82% 由非营利组织经营。CCRC 的费用一般包括入门费（Entrance Fee）和月费（Monthly Fee），入门费一般由客户自行承担，部分美国老人通过住房抵押进行支付，或者使用退休金、私人储蓄等；月费一般通过保险收入进行支付，如长期护理险等。CCRC 模式收取入门费回笼资金，月费形成日常经营收入，开发商通过抵押贷款获得进一步扩张的动能，使得经营实现可持续发展。

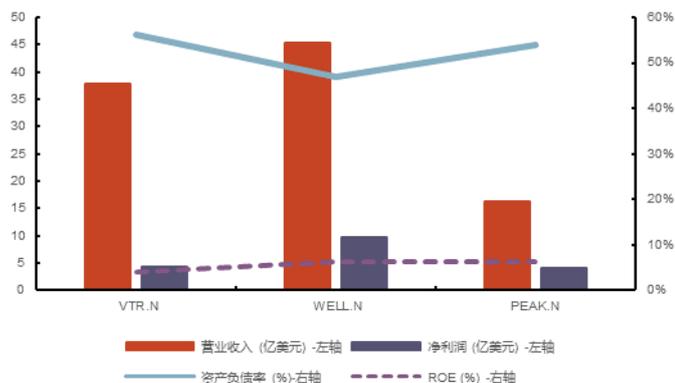
CCRC 收费高昂，相比美国我国居民支付能力亟待提高。由于 CCRC 模式的目标客户主要是美国中等偏上人群，收费较高，美国的“以房养老”以及保险收入在费用支付中发挥了重要作用。而中国传统观念使住房抵押贷款养老保险发展缓慢，且目前老人的养老意识不足，支付能力不足以入住类似的 CCRC，因此提高我国老年人的支付能力成为养老社区稳健发展的前提。

2.1.3、养老社区 REITS——美国养老社区主要资金来源

美国养老地产的投资商主要有三类，REITs（房地产投资信托基金）、私募基金和非盈利性组织。其中 REITs 投资为主流模式，打通了社会融资渠道，聚集了大量社会低成本闲置资金，解决了开发环节大量资金占用问题。

据中国养老周刊撰文统计,美国前十大养老社区的投资商中超过一半是养老 REITs,目前美国养老医疗类 REITs 前三名分别是 VTR.N (截至 2021 年 6 月 24 日总市值 217.4 亿美元,市盈率约 49.99)、WELL.N (截至 2021 年 6 月 24 日总市值 347.59 亿美元,市盈率约 46.96)、PEAK.N (原 HCP 房地产信托,2019 年 10 月更名,截至 2021 年 6 月 24 日总市值 181.7 亿美元,市盈率约 66)。

图 18: VTR.N, WELL.N, PEAK.N 2020 年报关键财务数据比较



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

养老 REITs 市场表现优异。美国养老医疗 REITs 长期以来市场表现优异,自 2001 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 24 日收盘,芬塔信托 VTR.N 涨幅高达 2794%,WELL.N 信托涨幅高达 1513%,PEAK.N (原 HCP.N) 涨幅约 634%,同期标普 500 涨幅约为 69%。

美国 REITs 主要通过两种方式运营,即净出租和委托经营。

1) 净出租模式: 低风险+适中收益

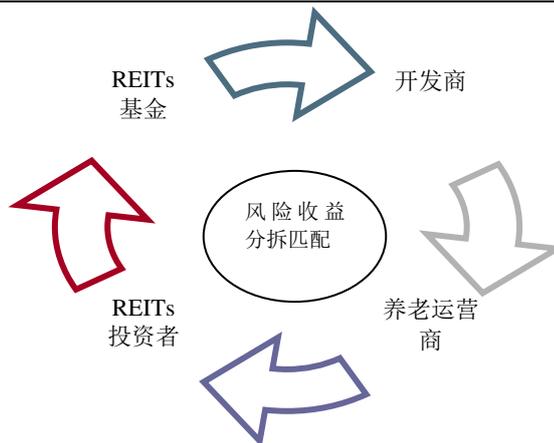
养老 REITs 公司把养老物业或医疗物业租赁给运营商,每年收取固定租金,所有直接运营费用、社区维护费用、保险费等均有租赁方承担,故风险很低,收益相对适中。大部分美国 REITs 公司均采用净出租方式运营,为养老地产提供大规模、低成本、长周期的资金来源。

2) 委托经营模式: 适中风险+较高收益

养老 REITs 公司把养老物业或医疗物业租赁给运营商,运营商每年收取一定比例的经营管理费用,不承担经营风险;养老 REITs 公司自负盈亏,获取租金以及经营剩余价值,承担大部分风险,在经营业绩较好的情况下,养老 REITs 公司的剩余收益将大大提升。

美国养老 REITs 运营的核心是在净租赁和委托经营模式之间进行风险偏好及收益匹配,力求根据自身能力获得二者平衡。VENTAS (偏重委托经营),WELLTOWER (平衡组合),PEAK (偏重净租赁)三个不同组合比例公司的股价表现就充分体现了这一点。

图 19: 美国 REITs 盈利的核心



资料来源: 光大证券研究所

在养老地产投资/开发/运营的不同阶段,分别由投资商/开发商/运营商进行角色分工,各个阶段分工合作,专业互补,实现了开发利润、租金收益、资产升值、经营管理收益的分离。**开发商**通过建造适老性物业获取一定比例的开发利润;**养老 REITs**通过长期持有资产获取稳定的租金收益和资产升值收益,承担财务风险;**养老运营商**采用轻资产模式,赚取管理费(委托经营模式)以及剩余收益分配(净租赁模式)。

美国保险公司一般与多家养老机构合作,当客户入住与保险公司合作的养老社区时,险企可为客户报销其护理费用等。部分养老保险公司会选择买断养老机构,向会员收取会费,获取保险客源。

2.2、日本：养老政策体系健全，小而美的社区养老格局

日本是亚洲首个进入老高龄化社会的国家,也是目前全球老龄化程度最高的国家。从发展阶段、人口结构以及东亚社会文化等方面综合考量,日本养老社区的发展对我国的借鉴意义较大。**总体来看,日本养老产业采用多方合作型模式:以居家养老为主,搭配社区护理以及机构养老服务**,供给方由政府、地产开发商、保险公司以及实业财团多方参与,形成以市场为主导,公益福利为辅的服务供给体系。

2.2.1、养老政策体系完善，保障日本养老产业发展

日本政府先后出台一系列法律法规,构建起以退休年金、社会福利、医疗保险和生活护理为主体的高龄养老保障体系,为老年人负担大部分医疗和长期护理费用。完善的养老保障体系有效地保障了老年人口的基本生活权利,激励并规范养老服务从业人员队伍建设,保障日本养老产业的发展。

表 5: 日本养老政策概览

| 年份 | 政策名称 | 主要内容 |
|--------|-----------|--|
| 1946 年 | 《生活保护法》 | 1950 年修订,即为日本最低生活保障制度,资金一半由地方各级政府列入财政预算,另一半中央支付,规定了贫困老年人所享受的福利待遇。 |
| 1954 年 | 《厚生年金保险法》 | 日本养老保险制度,主要以公司工作人员为对象,可在年老、残疾或加入者死亡时可领取年金、补助金。 |
| 1958 年 | 《国民健康保险法》 | 日本强制参与的医疗保险制度,以确保国民健康保险事业的健全运营,提高社会保障和国民健康水平。 |
| 1959 年 | 《国民年金法》 | 20 岁至 60 岁国民皆缴纳年金,65 岁开始领取。把没有加入或者没有能力加入国民年金的国民全部吸收到养老保障体系之中,这种福利年金的费用全部由国家负担。 |

| | | |
|-------|--------------------|---|
| 1963年 | 《老年人福利法》 | 保障老年人整体生活利益，推行社会化养老，预示着日本开始了从“福利国家”向“福利社会”进行转变的步伐。 |
| 1983年 | 《老年人保健法》 | 全面推广老人保健设施，使日本老人福利政策的重心开始向居家养老、居家看护的方向转移。 |
| 1986年 | 《厚生白皮书》《长寿社会对策大纲》 | 强调经济发展中的经济成长政策和福利政策是福利国家的两个组成部分；进入真正的长寿社会时继续发挥社会和国民的活力。 |
| 1989年 | 《促进老年人健康与福利十年战略规划》 | 指明了老人福利的方向和实施政策的目标，力求为老年人包括残疾人提供一个健康、丰富的社会环境和经济环；确立了国家对高龄者的“保健医疗福利”服务的基本方针。 |
| 1997年 | 《介护保险法》 | 40岁以上的国民，包括居住在日本的外国人必须加入，并缴纳介护保险金。65岁以后可以享受介护服务。参加介护保险的人如患有癌症、早期痴呆，脑血管疾病等15种疾病，即使不满65岁，也可以享受介护保险服务。 |
| 2002年 | 《社会福祉士及介护福祉士法》 | 为培养社会福祉士和介护士等各种服务等级的护理人员提供法律上的依据，所有护理人员都必须拥有国家颁发的专业的资格证书。 |
| 2006年 | 《无障碍法》 | 保障高龄者以及残疾人无障碍移动。 |

资料来源：日本法务省，中国经济网，光大证券研究所整理

2.2.2、介护保险作为制度保障，社区综合照护服务体系健康发展

日本的介护保险制度有效解决了老年人所需的长期护理问题，成为日本养老产业发展的重要支撑。2000年4月，日本《介护保险法》正式实施，主要围绕老年长期护理制度展开，通过介护保险把介护、医疗、年金有机地结合在一起，进而构成新的介护保险体系。日本介护保险体系由政府管理的保险基金、参保人和服务供应商组成。介护服务包括居家、社区和机构介护：

- 1) 居家介护：各类上门照顾、护理服务，包括日间介护护理以及日间康复诊疗等。
- 2) 社区介护：主要包括上门夜间介护和部分对失能老人的专业介护。
- 3) 机构介护：主要包括老人在养老院享受的各类介护服务。

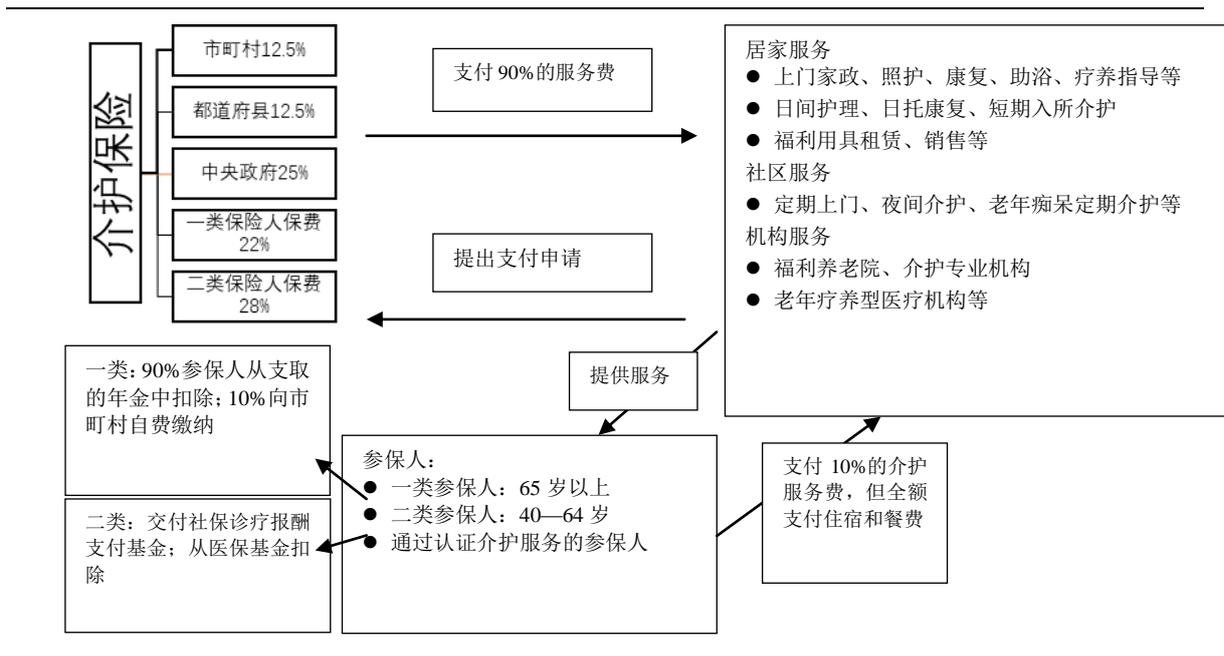
日本国民介护支出的资金来源为介护保险，介护保险的主要资金来源为税金。介护保险制度主要覆盖40岁以上的中高风险失能群体，并以65岁为分界线将被保险者划分为两类。一类参保人为65岁及以上人群，将其以家庭成员收入为标准划分为五个等级，收入水平越低其缴费比例也相对较低。二类参保人为40岁-64岁人群，其缴纳的保费依据加入的医疗保险类型进行划分。

表6：一类参保者保费计算标准

| | 税收负担 | 收入标准 | 初始缴费标准 | 现行缴费标准 |
|-----|---------------------------------|------------|----------|---------|
| 第1等 | 家庭全体成员不缴纳住民税，而且是老龄福利年金或生活保护的受给者 | ≤80万日元 | 基准额*0.5 | 基准额*0.3 |
| 第2等 | 家庭全体成员不缴纳住民税 | 80-120万日元 | 基准额*0.75 | 基准额*0.5 |
| 第3等 | 本人不缴纳住民税 | ≥120万日元 | 基准额*1 | 基准额*0.7 |
| 第4等 | 本人缴纳住民税 | 120-250万日元 | 基准额*1.25 | — |
| 第5等 | 本人缴纳住民税 | ≥250万日元 | 基准额*1.5 | — |

资料来源：日本税务局官网，光大证券研究所整理

图 20：介护保险体系的组成结构



资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所

2006 年，日本政府为应对老龄化程度加深、独居老人数量增加等情况，主导推出了“一体化社区照护体系（Integrated Community Care System, ICSS）”，其目标是在 2025 年前实现对疾病预防、疾病医疗以及长期护理等资源的整合，为社区内老年人提供晚年居住安排、社会关怀以及日常生活支持。ICSS 模式的落实需要多方机构和供应商共同配合，目前项目仍在推进过程中。

2.2.3、多元主体参与的小规模养老社区，满足老年人口多种需求

建立系统健全的政策体系，提高养老服务人员待遇。日本于 1987 年颁布《社会福利士及看护福利士法》，并完善资格证书制度；2018 年颁布《为了确保护理从业者等人才储备而改善护理从业者待遇的法律》，促进护理人员薪酬待遇的提升，鼓励更多人从事养老行业。

激励多元主体参与社区老年照护，提高照护服务水平。政府资助社会组织如福利协会、社会福利商社等参与照护服务，介护保险提供资金支持使养老服务企业参与进来，同时鼓励社区中的大学生和志愿者等群体参与到老人生活援助中。

“小而美”模式，规模虽小但功能健全。日本的养老社区一般以社区为载体，养老社区的占地面积一般约为 30-600 平方米，床位只有 20-30 张，服务人数限制在 30 人以内，但服务齐全，如日间照护、上门服务等服务完全可以满足老年人的不同需求。

对于我国而言，目前我国制定了《社会保险法》和《老年人社会福利机构基本规范》，但仍未健全与养老体制相配套的全方位的法律规定，亟需通过制定法律明确国民的养老金权益和基本养老金制度的定位，借鉴日本养老社区发展经验，不断完善相应配套措施，完善长期照护服务政策体系，同时优化社区养老服务资源，激励形成多元主体参与的养老格局。

3、保险+养老社区巨有天然优势

3.1、资产端：保险资金的长周期特征与养老产业所需的稳定性匹配

养老社区的核心在“后续运营和持续照护服务”，其主要盈利来自于长期租金收入和资产升值，现金回流速度慢，在开发和运营阶段均需要有稳定、长周期、低成本、大规模的资金做支持。

保险资金规模大、回报要求低、周期长，适合投资养老社区。保险公司大量长期资金需要寻找具备稳定回报的投资方向，养老地产经营稳定，周期波动小，更多的与人口结构变化程度有关，可预期性强，现金流稳定。同时养老保险产品与养老地产的客户区高度一致，利于养老地产的灵活经营，同时也利于寿险产品的销售。

目前我国已有 10 家保险机构投资了 47 个养老社区项目，床位数超过 8.4 万个。同时，保险资金通过直接股权和间接股权投资向产业方向为养老及养老产业上下游医疗、健康行业的私募股权投资基金 2340 多亿元，各大险企争相入局养老社区。

3.2、负债端：促进保单销售，增强客户粘性

3.2.1、双向促进：养老社区与寿险保单捆绑销售形成正反馈

入住美国 CCRC 社区的美国老年人一般有四种支付来源：私人储蓄、退休金、保险收入以及反向住房抵押。而我国基本养老保险只能保障老年人口的基本生活需要，第二支柱覆盖面较小，预计未来第三支柱商业养老保险将成为老年人口退休后收入的主要来源。

目前部分保险公司将保险与养老社区捆绑销售，如购买保险公司的某种产品或者达到一定金额可获得养老社区入住资格等销售模式，如泰康人寿已完成泰康之家八个养老项目布局，捆绑“幸福有约”保险；太平集团与全球著名养老社区品牌 WATERMARK（美国水印）组建合资养老企业开发 CCRC 模式的养老社区“梧桐人家”，与中国太平推出的终身年金养老保险产品“悦享金生”进行捆绑式销售；合众人寿也推出了合众优年系列养老社区。

投资养老社区延伸可保险产业链，拉动寿险销售；长期可获取不动产增值收益。但目前来看，大部分保险公司的保险产品给付未能实现和养老社区费用真正挂钩，各保险公司仍需继续探索保险产品与养老社区之间的销售模式。

3.2.2、产品+服务：增强客户粘性，获取数据资源

过去的保险服务一般集中在客户理赔阶段，在保险售出的前期与客户沟通较少，对客户忠诚度的提高没有太大帮助。**保险公司通过投资养老社区，同时销售相关保险产品，将保险产品与服务相结合，通过服务增加客户和保险公司接触的频率，增强客户粘性。**同时养老社区为入住的客户提供的健康管理、亚健康管理、医疗服务等，包括为客户定制运动计划、营养方案，为客户安排特色体检、体重管理等。一系列的服务目的在于让客户健康的生活，一方面更好的控制赔付水平，另一方面增强客户粘性，了解公司产品和服务，未来可运用养老和健康大数据，支持养老健康保险产品创新，优化保险产品费率与条款，持续提高业务竞争力。

3.3、构建高质量养老生态，增强社区引流力度

险企建设养老社区面临着投资重、盈利回报周期长的现实困境。从目前市场上的经营模式来看，大部分可盈利的养老项目的主流模式为“会费+月费”的会员卡模式，保险机构为主导开发的养老项目多与其养老保险产品销售进行捆绑。

图 21：泰康之家“大支付、科技驱动、建设生态”战略



资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所

养老机构对入驻的养老客户收取一次性会员费（100 万-500 万不等），后月缴纳 5000-10000 元的月费，如果老人为高龄老人或者失能老人需其他特殊服务时则另外收取特护费，目前主流的泰康保险的泰康之家、万科随园嘉树等均采用此类收费模式。

一般来说此类养老社区并非可销售物业，没有产权及产证，会员卡不能充当个人资产证明，也不能进行抵押。该类会员卡性质应属于“长期租赁合同”，在目前法律体系下难以获得完全保障，目前央企/国企/大型保险机构等资信情况较好的企业产品更容易获得消费者信任与青睐。

近年来，为进一步扩大保单销售，提升盈利水平，以泰康保险为代表的头部险企致力于做大支付，从“保险+养老社区入住资格（期货）”绑定的销售模式发展为“代理人+养老社区入住资格（现货）”的销售模式，鼓励代理人直接销售社区入住资格函，以此提高社区即期入住率。

除此之外，部分险企通过战略投资，与专业机构合作，建立丰富、完善的养老生态；强化社区体验，利用养老社区内部资源进行多种形式的场景体验，通过提升服务质量增强对对寿险引流的广度和深度。

养老社区与保险产品相结合正逐渐为大众所接受，并成为促进“养老社区”与“保险产品”正反馈循环的双赢模式。养老社区成为寿险产业链中的关键一环，既让保险资金的用途得到延伸，也扩展了保险产品的种类和服务，还带来了后续的健康险、护理险等产品接触客群的机会。

4、险企加速布局养老社区，“保险+产品”模式成主流

我国龙头险企如泰康、太平、国寿、太保等公司均陆续布局了养老产业，对于保单销售的促进作用已体现，未来规模化布局加高品质运营的养老社区将提升保险公司差异化竞争力。各公司在养老社区的定位、投资模式、运营方式、入住方式等方面各有异同。

保险公司投资养老社区有三种模式：1) **重资产投入模式**，依托集团的资产优势投入资金自建养老社区项目，这种模式取决于公司的资产规模，保险公司的角色往往是“投资商、开发商、运营商”合为一体。典型模式是泰康、太保、国寿。2) **轻重资产相结合的模式**，部分养老社区自建，同时与第三方签约合作或者以股权投资养老机构，典型代表为太平、合众。3) **第三种是纯轻资产模式**，即全部与第三方合作的模式，通过第三方现成的养老床位数来实现资源互换，典型代表为光大永明汇晨养老社区。

4.1、泰康之家：聚焦高端客群，深耕寿险产业链

2007年，泰康明确深耕寿险产业链，提出建设养老社区战略；2009年，泰康成为业内第一家获得养老社区投资试点资格的保险公司。目前泰康之家已在北京、上海、广州、三亚、苏州、武汉、成都、杭州等多个重点城市开展项目，形成“三亚看海、阳澄观湖，龙坞望山”的泰康养老社区特色布局。泰康保险打造“保险与医养实体跨界结合”战略，已形成面向高端客群的产品线，通过关联养老社区入住资格带动多种保险产品的销售。

4.1.1、泰康引入 CCRC 模式，核心城市布局养老社区

泰康提出积极应对老龄化的“长寿时代”理论，学习美国经验，将泰康之家的定位为大规模、全功能、高品质的 CCRC 养老社区，目前泰康之家养老社区已经遍布全国 22 个核心城市，成为中国养老第一品牌。泰康之家养老社区为居民提供独立生活、协助生活、记忆照护、专业护理四种生活服务区域，满足不同身体状况长者的照护需求，提供不同程度的生活照顾及护理服务，实现一站式退休生活解决方案。

表 7：泰康之家发展历程

| 时间 | 事件 | 概述 |
|----------|-----------|--|
| 2008 年 | CCRC 社区定位 | 陈东升董事长率团访问美国多个养老社区。美国养老社区的活力生活方式和独特商业模式使团队豁然开朗，泰康团队创建定位为大规模、全功能、高品质的 CCRC 养老社区的构想形成。 |
| 2009 年 | 投资试点 | 中国保监会正式批准泰康人寿提出的养老社区股权投资计划。泰康成为首家获得养老社区投资试点的险资企业。 |
| 2010 年 | 泰康之家成立 | 中国保险行业首个养老社区投资实体——泰康之家投资有限公司正式成立。 |
| 2012 年 | 幸福有约 | 中国第一个保险产品与养老社区相结合的综合养老计划——“幸福有约终身养老计划”在北京首批发售，保险产品衔接养老社区的商业模式正式形成。 |
| 2013 年至今 | 医养结合 | 泰康之家签约美国康复服务机构 GRS，引入 Powerback 模式，并实现本土化落地运营，为国内患者提供国际标准的高品质康复医疗服务。 |

资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所整理

泰康于 2009 年率先获得中国保监会批准的投资养老社区的试点资格，布局大健康产业十余年，目前已经发展成为国内知名的高品质连锁养老集团之一。泰康之家截至 2020 年底已完成北京、上海、广州、三亚、苏州、成都、武汉、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙、南宁、宁波、合肥、深圳、重庆、南京、郑州、青岛、福州、温州等 22 个核心城市的大型连锁医养社区和康复医院的布局。其养老社区可容纳约 5.5 万名老人，规划超 3.9 万个养老单元以及约 1600 张医疗床位。其中，北京燕园、上海申园、广州粤园、成都蜀园、苏州吴园、武汉楚园、杭州大清谷七地社区及配建康复医院已正式投入运营。

图 22：泰康之家养老社区全国布局示意图

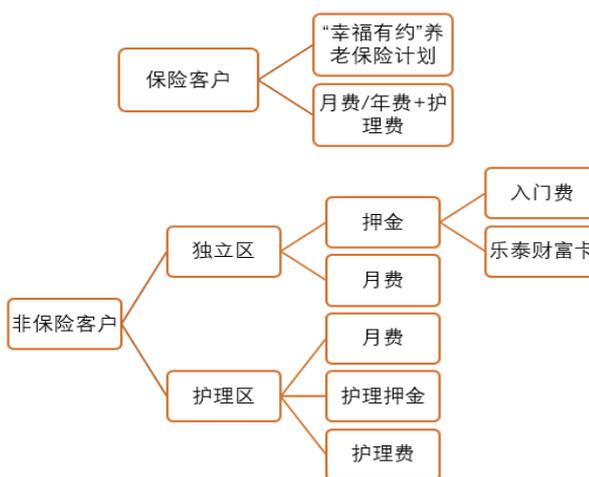


资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所

4.1.2、高额保单获养老社区入住资格，中低端养老社区仍为蓝海

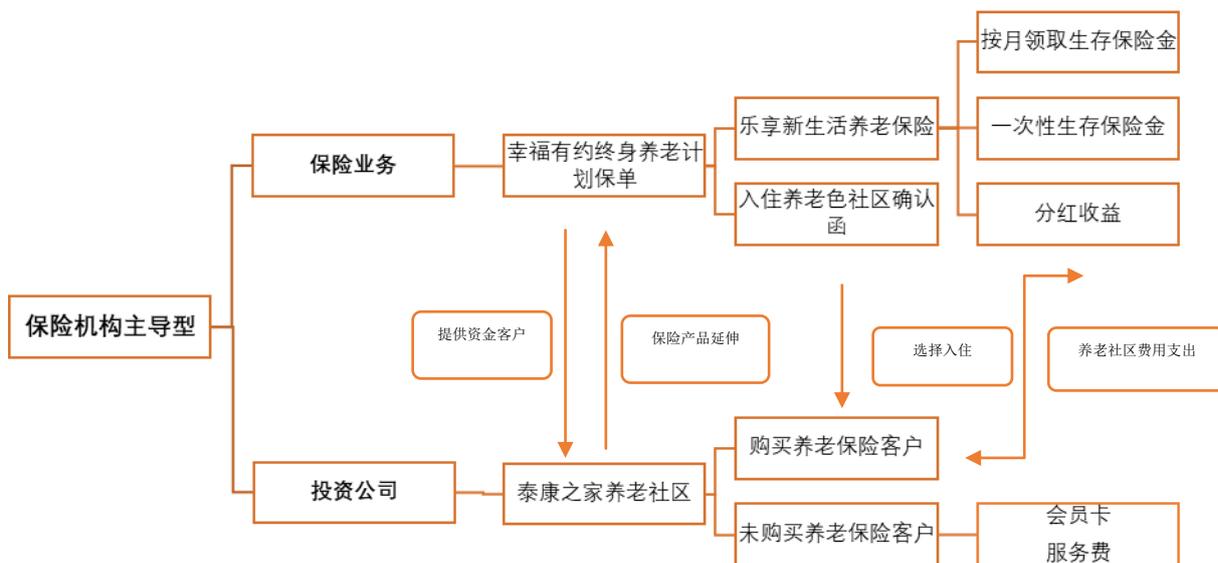
入住泰康之家养老社区有两种途径：1) 满足年龄的且短期有入住需求的老年人缴纳相关费用直接向社区提出申请。以北京燕园为例，客户入住需缴纳 60 万押金，同时每月最低缴纳 6400 元月费，每人每天的伙食费为 60 元，对于老人家庭的支付能力要求较高。2) 购买泰康人寿幸福有约保险：泰康人寿在 2012 年 4 月推出“幸福有约终身养老计划”，购买“乐享新生活养老年金保险（分红型）”的客户，单张保单的保费在 200 万元以上的，就可以获得泰康之家的保证入住权。“幸福有约终身养老计划”实现了虚拟金融产品与实体养老服务相结合、养老理财和养老消费相结合，是在延伸保险产业链条、保险资金运用方面的重要探索。两种途径入住泰康之家的费用均较高，其目标客群为高净值人群，针对支付能力较差的人群的养老社区仍是一片蓝海

图 23：泰康之家盈利模式



资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所整理

图 24：“幸福有约”养老保险和养老社区相结合



资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所

4.1.3、优势：品牌效应溢价显现，科学照护提供高质量服务

泰康之家品牌效应凸显，增强对高端客群的吸引力

泰康保险在高端客群体系内打造“泰康之家”高端养老社区品牌，增强品牌辨识度，经过多年发展已获得高端客群的认可。2019年泰康试行养老社区期现联动销售策略，鼓励寿险代理人代销社区入住资格函，当年代理人渠道月均社区资格销售数量大幅提升，说明泰康之家养老社区的品牌效应对保险端的客户影响力较大。

医养结合：每个社区均配建一家康复医院，提供高品质医疗保健服务

泰康把医疗和养老资源进行结合，实现实际的医疗、养老和虚拟的保险结合，在运营上实行“保险+医养+资管”模式，实现跨界发展战略。泰康之家签约美国康复服务机构 GRS，引入 Powerback 模式，并实现本土化落地运营，为国内患者提供国际标准的高品质康复医疗服务，相对来说医疗资源更加丰富。

泰康之家拥有全科医生为老人提供全程健康管理，全面提升老人的身心健康；同时针对老人健康状况差异性，分别提供最专业的专业照护——协助生活、专业护理、记忆照护；并设有多功能科室，包括神经康复中心、运动骨科康复中心、心肺功能康复、伤口愈合中心、慢性器官功能衰竭、老年重症监护中心等，全方位照护入住的老人；在运动史、疾病史、饮食习惯等方面，为每个老人测评，建立健康档案，定制专属护理方案，并定期更新。

表 8：泰康之家的分级照护体系

| | 居民特点 | 服务内容 |
|------|----------|---|
| 独立生活 | 生活自理的老人 | 为独立生活的老人提供紧急救护、慢病管理、文化娱乐、运动健康、营养膳食等专业服务，以及高品质的生活空间。 |
| 协助生活 | 珍视独立性的老人 | 在专业的质量管理体系下，提供洗澡、穿衣、用药提醒等日常生活的协助，比家庭保姆更专业、规范。 |

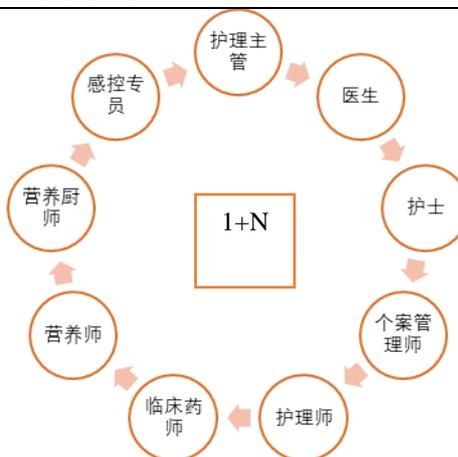
| | | |
|------|---------------|--|
| 专业护理 | 需长期护理和慢病康复的老人 | 提供专业、完善的护理服务，由护理团队、康复团队和医生团队紧密配合，最大限度的保持老人独立生活能力。 |
| 记忆照护 | 逐渐出现记忆障碍的老人 | 提供脑力健康专项保健服务。照料生活的同时安抚情绪，减缓记忆丧失的进程，让老人更长久的保持独立生活和认知能力。 |

资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所整理

泰康之家创新“1+N 照护模式”——1 名主要负责人主导，N 名照护团队成员辅助。每名老人都拥有自己的多学科专家组，由管家、医生、临床药师、护理师、护士、康复治疗师、运动指导师、营养师、个案管理师等组成，通过协作和配合保障老人得到全面专业的照护服务。

高质量养老生活：活动丰富，精彩生活。泰康之家的乐泰学院为老人们提供百余门高水准精品课程，在学习中促进老人生理、心理和社交能力的提升，同时开展形式多样的节庆活动、外出活动、特色活动等，为老人们的生活增添色彩和乐趣。

图 25：泰康之家“1+N”照护模式



资料来源：泰康之家官网，光大证券研究所

4.1.4、面临的挑战：资金成本居高不下，盈利周期相对较长

产品种类单一，限制销售。目前来看，泰康可以对接养老社区的产品有“乐享新生活养老年金保险（分红型）”、“泰康尊享世家终身寿险”和“泰康岁月有约”三种，其中“泰康岁月有约”还未正式上线，总体来看，产品种类比较单一，很大程度上增加了产品销售的局限性。

资金成本较高，推高产品价格。泰康保险利用集团自有资金自建养老社区项目，“投资商、开发商、运营商”合为一体，而社区建设、运营均需要大量的资金，如北京燕园养老社区的前期总投资就超过 50 亿元。此外，养老社区项目长周期、回报率特征导致资金回流慢。这使泰康的投资成本较高，也决定了其养老社区保险产品的价格会随之升高。

产品门槛价高，受众客群单一。目前入住泰康养老社区需养老保险的保费额在 200 万元以上，叠加入住后的相关费用，对于大部分消费者而言门槛较高，只建设高端养老社区，会流失很大一部分客户。

然而目前我国养老社区的运营、管理仍处于探索阶段，部分需要依赖于外国团队，成本费用难以降低，一个养老社区项目从拿地到盖房的平均周期是 5 年，建设 1 个社区的花费是 30 亿元至 50 亿元，并要承受 5 年无收益的压力。**建设低端养老社区收益小，回本周期相对更长，目前我国低端养老社区仍为一片蓝海。**

4.2、中国太平：“轻重并举”，多地布局高端养老社区

中国太平集团采用轻重资产相结合的模式建设养老社区，即部分养老社区项目自建，同时与第三方签约合作或者以股权投资养老机构。其中“梧桐人家”CCRC 社区采用重资产模式，投资 39.2 亿元自建养老社区；而乐享家之快乐家园、乐享家之古滇名城、乐享家之当代时光里、乐享家之一方颐景荟、乐享家之星健兰亭五大养老社区均与第三方合作运营，以轻资产模式扩大养老社区覆盖面。

2015 年 11 月，保利地产和太平人寿达成战略合作，在健康养老产业进行全面合作；2016 年 6 月，太平养老产业管理有限公司与美国水印公司合资组建的太平水印（上海）养老企业管理有限公司正式成立，对接中国太平上海“梧桐人家”大型养老社区项目；2016 年 12 月，中国太平保险集团与一方集团合作的太平一方大健康产业股权投资基金正式签约落成，基金总规模 8 亿元。

“梧桐人家”按照“9073”的养老模式，即 90%老人依靠居家养老、7%老人依靠社区养老、3%老人依靠机构养老的设想，针对 7%的具有一定支付能力的老人开发的高端养老社区，拥有 1500 余套健康活力老年公寓和近 900 张康复护理床位，目前可供床位 3600+张。

表 9：“梧桐人家”发展历程

| 时间 | 事件 | 概述 |
|-------------|----------|--|
| 2015 年 11 月 | 战略合作 | 保利地产和太平人寿达成战略合作，在健康养老产业进行全面合作。 |
| 2016 年 6 月 | 合资公司成立 | 太平养老产业管理有限公司与美国水印公司合资组建的太平水印（上海）养老企业管理有限公司正式成立，对接中国太平上海“梧桐人家”大型养老社区项目。 |
| 2016 年 12 月 | 股权投资基金签约 | 中国太平保险集团与一方集团合作的太平一方大健康产业股权投资基金正式签约落成，基金总规模 8 亿元。 |
| 2017 年 11 月 | 战略合作 | 太平梧桐人家与深圳壹零后信息技术有限公司建立合作关系，双方签署合约。 |
| 2018 年 1 月 | 客户体验馆开业 | 项目现场客户体验馆开业，云平台营销板块上线：长者管理、生活管理、集团管理、健康管理、营销管理、快乐管理。 |

资料来源：中国太平官网、光大证券研究所整理

“梧桐人家”的入住方式有两种：1) 购买太平人寿的保险产品，累计保费达到一定金额即获得入住资格。例如购买“福享金生”年金产品，同时每月缴纳的保费大于等于 11112 元，缴费期限为 15 年，即可享受入住资格。入住后，返还的年金可以冲抵养老费用。2) 会籍制。入住太平梧桐人家的住户，需要根据入住房型的不同面积，支付不等的入住资格费用。无论是购买保险产品，还是会籍制，入住后都需另外支付运营服务费。

表 10：中国太平“福享金生”产品特点

| | 内容 |
|------|----------------------------------|
| 长期领取 | 交费期最短仅需 15 年即可享受直至 88 周岁的长期保障。 |
| 累积生息 | 保单生存金年复利累积，随需随取。 |
| 资金增值 | 资金满 5 年可按年领取。 |
| 全残加倍 | 被保险人若不幸全残可加倍领取特别生存金、一般生存金、养老生存金。 |

资料来源：中国太平官网，光大证券研究所整理

表 11：中国太平“福享金生”保障范围

| | 内容 |
|-------|--|
| 特别生存金 | 生效满 5 年，给付 20%已交保费 |
| 一般生存金 | 第 6-59 周岁，每年给付 20%保额 |
| 养老生存金 | 60-69 周岁，每年给付 40%保额；80-88 周岁，每年保证领 80%保额 |

| | |
|--------------|----------------------------------|
| 特别关爱金 | 被保险人若不幸全残可加倍领取特别生存金、一般生存金、养老生存金。 |
| 祝寿金 | 生存至 88 周岁，给付已交保费 |
| 身故保险金 | 给付已交保费与现值中最大值 |

资料来源：中国太平官网，光大证券研究所整理

太平旗下的养老社区入住费用同样较高，仍无法满足广阔的低端养老社区需求。

表 12：中国太平养老社区入住价目表

| 分级 | A | B | C | D | E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 户型 | 一居室 | 一室两厅 | 两室一厅 | 两室两厅 | 三室两厅 |
| 套数 (户) | 274 | 504 | 500 | 262 | 32 |
| 平均套内面积 (平米) | 30.85 | 58.65 | 64.4 | 92.5 | 111.7 |
| 房屋使用费 (元/套/月) | 3500 | 6500 | 7500 | 8500 | 16500 |
| 折算每天的费用 (元) | 115 | 214 | 247 | 280 | 543 |
| 平均月服务费 (1 人) (元) | 5300 | 7800 | 9033 | 14000 | -- |
| 平均月服务费 (2 人) (元) | 7300 | 9800 | 11033 | 16000 | -- |

资料来源：中国太平官网，光大证券研究所整理

4.3、中国平安：整合内部优势资源，打造高端康养社区

中国平安相比泰康保险、太平人寿等险企有着独有的资源优势。中国平安并非单纯的保险集团，旗下还有银行、证券以及金融科技公司，同时在医疗健康领域也有布局，如平安好医生、平安医保科技公司等，**金融科技以及医疗健康领域的资源积累是“平安颐年城”发展的重要资源。**

平安颐年城以精细照护、科技医疗及保险金融为依托，打造集全景医疗、智慧社区、精细养护、乐享生活为一体的医养结合综合体项目，为客户提供高品质服务。颐年城同样聚焦一线城市及部分核心二线城市，康养社区的受众为支付能力强、具有消费潜力的中心城市客户，建设市中心 CCRC 综合康养社区。

平安臻颐年计划采取康养社区入住权益和保单相结合的销售模式，客户投保平安臻颐年体系产品，即可享受按照高标准服务体系打造的涵括臻稀地段、臻致服务、臻品产品、臻享权益、臻心保障的康养生活体验。

表 13：平安臻颐年康养社区服务体系

| | 概述 |
|------|--|
| 地点一流 | 选择核心城市核心区域，打造便捷、优质的生活圈，并打通绿色就医问诊通道，直达三级综合医院。 |
| 服务一流 | 链接全球顶级的医疗照护资源、为长者提供专业的医疗解决方案。 在康复端 ，项目引进美国国际康复医疗团队，为客户定制各类康复特色治疗。 在照护端 ，平安将携手国际卓越养老服务商联合搭建护理服务体系， 打造涵盖自理、半自理、专业照护、安宁疗护的全周期照护服务。 |
| 设备一流 | 引入科技化高品质的适老化家居设计和多元化的品质康乐配套设施、结合平安科技能力，智能生活起居交互平台和领先智能紧急救援设备，打造安全、高效、专业的居住环境。在健康环境和康养管理端，分别采用国际健康建筑标准 WELL 标准以及国际康复照护领域 CARF 标准作为衡量标尺，为长者带来可量化、可感知的康养体验。 |
| 内容一流 | 为客户提供健康、生活、金融领域的服务，匹配三大管家式服务。 金融管家为客户解决保险、信托、证券、银行等金融问题，满足客户在不同人生阶段定制化的保险保障及财富管理需求。生活管家为客户提供一站式服务，为客户提供品质生活体验。健康管家为客户提供全球优质医疗资源，配备 7*24 小时私家医生、高端综合体检、全球权威专家诊疗等，为客户提供覆盖全生命周期的全方位健康服务。 |
| 保障一流 | 为客户提供全面、一流的服务保障。 以平安健康为主体的庞大线下健康医疗服务网络已经覆盖 11 万家药店、4.9 万家诊所和超 2000 家体检中心，为客户的健康提供保障。 |

资料来源：中国平安官网，光大证券研究所整理

中国平安整合保险、金融、科技、医疗等多方资源，其相对优势如下：1) 平安深耕保险领域 32 年，个人客户多达 2 亿，互联网用户达 5 亿多次，拥有大量的用户数据用以了解客户需求，有助于为客户提供差异化、定制化的高质量养老服务。2) 平安运用平安好医生的核心产品和医疗服务，通过健康管家对接名医资源解决客户相关需求，为客户提供便利的医疗服务。3) 平安将人工智能运用到医疗领域，通过 AI 技术快速地发现病患情况，如肿瘤的放疗的辅助诊断系统等，将科技与医疗结合，提高客户诊疗效率，提供高质量养老服务。

中国平安集合保险、金融、科技、医疗生态等力量布局康养产业，平安颐年城康养社区为客户提供高品质的康养社区以及覆盖全生命周期的保险保障与医疗健康服务，有助于平安中国形成差异化竞争优势，抢占养老产业蓝海市场。

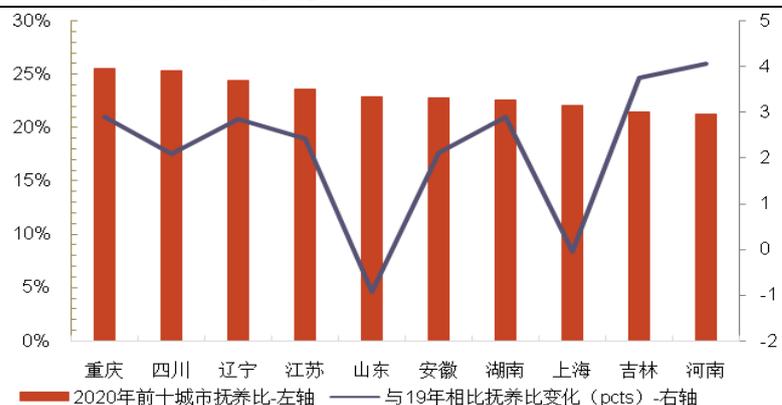
4.4、中国太保：聚焦深度老龄化城市，建设覆盖全龄的产品体系

太保寿险充分吸收了泰康、国寿、太平等公司在养老社区运营上的经验教训，加快构建“养老保险+养老社区+养老服务”以及“健康保险+医疗护理机构+健康管理”的产业链和生态圈，加速布局大健康和养老服务产业。

中国太保重视深化“产品+服务”创新，加速布局大健康和养老服务产业。目前，中国太保在 7 个城市落地了 8 个太保家园养老社区建设项目，**形成颐养、乐养、康养全龄覆盖的产品体系**。太保家园已投资社区计划开工面积 93.8 万平方米，储备房间 7500 套、总储备床位超过 1.1 万张，跃居保险行业第二。截至 2020 年底，累计发放养老社区入住资格函已超过 10000 份。

中国太保的养老社区布局在其保险主业高地城市以及重度人口老龄化城市，计划在未来 3-5 年投资 100 亿建设 6 个城郊型和度假型养老项目，若干个城市型养老项目，8000-1000 套高端养老公寓，10000-12000 张床位，其中 70 亿建设城郊大型 CCRC 养老社区，30 亿建设城市中小型康养项目。

图 26：2020 年中国老年人口抚养比前十城市



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

太保与医疗、投资领域头部公司深度合作，开展线上线下医疗资源布局，广慈太保互联网医院已获得营业许可，并于 2021 年 4 月 26 日揭牌；与红杉资本成立了太保-红杉基金，将携手推进在健康、医疗等领域的投资布局。中国太保通过布局医疗资源，为客户提供专业化的养老服务，提升太保家园差异化竞争力。

太保家园的销售模式同样为“保险+养老社区入住资格”捆绑销售，即客户累计保费达 200 万元即可获得太保家园的优先入住权，累计收益可以作为入住后的养老月费和年费。同样较高的保费门槛使大部分消费者难以负担，低端养老社区市场有待开发。

图 27：太保家园三大产品业务线



资料来源：中国太保官网，光大证券研究所

4.5、光大养老：以社区为载体，整合养老资源

光大养老发展“嵌入式”养老模式，整合机构养老和社区居家养老两种模式的独有优势，以养老社区为载体，整合周边养老服务资源，既提供机构入住养老服务，也提供入户养老服务，为老年人就近养老提供专业化、个性化、便利化的支持。

光大汇晨养老经过多年发展，已建设成为以养老机构为支柱、以老年医疗为区域核心、以社区服务为实施基础的养老体系，形成养老、护理、医疗、康复四位一体的老年健康服务产业，形成自身的差异化竞争力。光大汇晨养老社区为老年人提供多样化的养老服务。光大汇晨旗下养老服务机构已达到 26 家，机构分布以北京、上海为中心，辐射全国，涵盖山东、江苏、陕西、河南等地。

表 14：永明汇晨养老社区特殊服务

| | 概述 |
|------|---|
| 医养结合 | 护理院和养护中心配备，养老机构与医疗资源协同联动，与顶级公立医院战略合作，打造医联体模式，实现优势互补；同时积极探索中医康养模式，未来将开设以老年慢性病研究为主的专科医院和康复。 |
| 保养结合 | 由光大保险提供保险产品，光大养老提供社区入住权益，合作双方开展“ 保单+养老社区 ”的产品模式，即客户购买指定保险产品后，除享受正常的保单保障外，还可获得养老社区长期养老、旅居养老的权益，且价格更优。 |
| 服养结合 | 为社区养老中心周边每一位长者，提供养老生活的全面便民服务。北京东城区养老驿站已与光大置业合作，打造中国光大养服结合示范基地。 |

资料来源：光大永明官网，光大证券研究所整理

表 15：光大永明汇晨养老社区业务形态

| | 服务对象 | 概述 |
|-----------|-------------------|---|
| 养老院 | 自理、半自理老人 | 归属民政部管理，以服务自理、半自理老人为主，可使用医保进行门诊报销。 |
| 护理院 | 生活无法自理以及需要长期护理的老人 | 归属民政部和卫健委双部门管理，属于医疗床位，可通过医保报销。提供比普通养老院更系统、专业、及时、全面的医疗护理。 |
| 社会服务中心 | -- | 社区的微型养老机构。有少于 50 张社区养护床位，方便家属就近探访长者。 |
| 居家养老站点 | 居家老人 | 依托社区，通过上门服务和社区日托等形式，向居家老人提供生活照料、医疗保健、精神慰藉、文化娱乐等服务。 |
| CCRC 养老社区 | 活力老人、失能失智老人等 | 持续照料退休社区，通过为老年人提供自理、介护、介助一体化的居住设施和服务，使老年人在健康状况和自理能力变化时，依然可以在熟悉的环境中继续居住。 |

资料来源：光大永明官网，光大证券研究所整理

光大养老社区注重人才队伍建设，为客户提供精准服务。光大养老有 4000+ 员工，包括 50 多位从海外深造学习的养老专业人才，组建了一支具备知识技能、经验的人才队伍，为客户提供定制化服务。

相对泰康之家等高端养老社区，光大养老社区的起步费用较低，客群相对广阔。光大永明光明一生养老年金对接的养老社区的起步费用相对较低，30 万元即可享受旅居养老服务。

光大永明汇晨养老可对接的保险产品包括“光大永明福运连年（A 款）年金保险”、“光大永明福运金生终身年金保险”、“光大永明至爱鑫传终身寿险”、“光大永明锦裕传家终身寿险”等。若客户单张保单总保费超过 100 万，可享受长居养老服务优享权、旅居养老服务优享权；若单张保单总保费超过 30 万，可享受旅居养老服务优享权。

表 16：投保规则

| | 要求 | |
|------------|-------------------------|--------------------------|
| 投保年龄 | 0—70 周岁 | |
| 交费期与最大投保年龄 | 一次性/3 年/5 年/10 年/20 年缴纳 | |
| 保险期间 | 终身 | |
| 投保单位 | 保费 10000 元起售，千元递增 | |
| 保险责任 | 身故/高残保险金 | 已交保费/现金价值（按年龄*具体比例）两者较高者 |
| | 航空身故/高残保险金 | 身故/高残保险金+基本保额 |
| 犹豫期 | 自签收合同次日起（含该日）15 日内为犹豫期。 | |

资料来源：光大永明官网，光大证券研究所整理

4.6、新华家园：自持物业战略，建设完善产品线

随着人口老龄化趋势加速，新华保险顺应趋势，积极研发“寿险+养老健康”产品，在全国重点城市布局康养产业。近日，新华保险首个大型 CCRC 社区新华家园·颐享社区亮相，标志着新华保险养老产业布局中的“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线全面落地，产业布局初具规模。

新华家园的北京延庆颐养社区：一期以活力养老为主，预计将于 2021 年底提供四种户型共计 182 套长住公寓、100 余套按照星级标准打造的短期体验客房，同时配套大型健康文娱公共会所，既提供专业的长期康养服务，还提供短期养老体等体验型产品服务。**二期配有 300 户的护理单元**，通过与外部医疗机构合作增加医疗专业支持；同时推进与延庆医院、延庆中医院两大国有医院的深度合作，给予社区客户日常医疗支持。在护理方面，除了自建的核心团队，还会与其他专业机构合作，为客户提供更加专业完善的服务。

北京延庆颐养社区的入住缴费方式有两种，一种是按月缴费入住，另一种是先缴纳一部分押金，之后每月缴纳月费入住。以第二种为例，60 平米户型押金在 110 万元左右，月费为 5200 元，第二人入住再加 2000 元；中间户型 118 平米和 128 平米户型的押金在 150 万元左右，月费为 6200 元；170 平米户型的押金在 240 万元左右，月费为 7300 元。总体来看，新华颐养社区的入住门槛同样较高。

北京莲花池尊享社区的销售价格与客户购买保单金额挂钩。新华家园北京莲花池尊享公寓对于购买新华保险保单的客户特殊优惠，新华保单期交 10 万元级以上的客户可享受养老公寓床位费 7.5 折优惠；期交 5 万元及以上客户可享受 8 折优惠；其他保单客户可根据保单金额享受 8.5-9 折优惠。

新华保险的三大养老社区均采用自持物业的模式，其优势在于：1) 可利用国家养老用地相关优惠政策，长期持有土地，更好控制成本。2) 自持物业模式

投入较大，表明公司非短期炒作，而是追求长远发展，有助于提升公司品牌形象，增强消费者信心。

表 17：新华家园三大产品线概要

| | 服务对象 | 代表社区 | 概述 |
|------|-------|----------------|--|
| 乐享社区 | 活力养生型 | 海南博鳌养生养老休闲度假社区 | 自然环境、气候条件良好，适合旅居度假、休闲康养的大型社区 |
| 颐享社区 | 持续照护型 | 北京延庆自理活跃型养老社区 | 地处大城市周边，有良好的交通条件，能够实现从活力养老到生活照护、到医养护理的持续照料退休社区 |
| 尊享社区 | 康复护理型 | 北京莲花池持续照料型尊享公寓 | 周边医疗资源配套丰富、交通便捷的城心照护医养社区 |

资料来源：新华保险官网，光大证券研究所整理

表 18：颐养金生终身年金保险保障内容

| 保障项 | 说明 |
|-------|---|
| 关爱金 | 合同生效满五年，给付首次交纳保险费的金额*关爱金给付比例。 |
| 生存保险金 | 合同生效满六年后，64 周岁(含)(合同生效满六年内已经过的保单生效对应日除外)之前，每年给付 20%基本保险金额。 |
| 养老年金 | 合同生效满六年后，65 周岁(含)起(合同生效满六年内已经过的保单生效对应日除外)之前，每年给付 30%基本保险金额。 |
| 祝寿金 | 80 周岁，给付实际交纳保险费。 |
| 身故保障金 | 被保险人若 80 周岁(不含)之前身故 |
| | 给付本保险实际交纳的保险费与现金价值二者中的较大者，合同终止。 |
| | 被保险人在 80 周岁(含)之后身故 |
| | 给付现金价值，合同终止。 |

资料来源：新华保险官网，光大证券研究所整理

上述养老社区绝大多数属于高端产品项目，险企通过与特定保险产品挂钩，使消费者获得入住资格，入住门槛基本上都在百万元以上。门槛相对较低的低端养老社区仍是一片蓝海。

尽管养老社区需求巨大，险企纷纷布局养老社区，但目前我国养老社区建设仍处在发展初期阶段，整个行业的发展模式、盈利模式等仍处于试错阶段，需要政府及监管部门的政策支持和有效引导，鼓励险企积极开发与养老社区对接的各类保险产品，同时可牵头建立交流协调机制以加强内外部沟通，并研究制定相关的管理措施。

5、投资建议

鉴于目前养老市场供需严重不平衡，有效供给缺乏，匹配程度低，公立机构一床难求，私立机构两极分化，养老需求者多在“漫长等待”与“高昂费用”之间犹豫矛盾，痛点无法解决，催生巨大市场空间。虽然各方资本均加快了在养老社区的布局，但养老社区的开发运营对资金获取、资源整合、政策支持、医疗机构匹配、客户信任程度等方面要求较高，未来养老产业需要大资金、强资源、高效服务等塑造品牌及持续口碑。推荐资源整合能力强、具有先发优势、多线布局养老产业、客户资源较为丰富且内含价值相对稳健的大型保险公司中国平安、中国太保。

6、风险提示

(1) 监管部门政策变动。监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局，政策红利不及预期将影响整体行业的改革转型节奏。

(2) 疫情大范围内反复。疫情短期内出现区域性反复，控制不力或将导致大面积反复，影响代理人展业活动，对 NBV 增长不利。

(3) 利率下行超预期。在货币政策宽松的预期下，市场利率下行加剧，影响保险资金投资端新增资产净投资收益，从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。

(4) 养老产业布局不及预期。养老产业的相关布局可能会带来公司发展方向、盈利模式的变化，存在经营风险。

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE