

养老产业专题研究（三）

守正出奇，轻资产服务与重资产社区双轨并行

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业年度策略*保险*不塞不流，不止不行》

2021-12-07

《行业动态跟踪*保险*全面规范人身险销售，寿险转型不断磨底》2021-11-26

《行业动态跟踪*保险*进一步规范人身险发展，头部险企强者恒强》2021-11-04

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般证券从业资格编号
S1060121020034
CHENXIANGHE935@pingan.com.cn



平安观点：

■ **养老产业：险企参与具备比较优势。**养老产业包括养老金融、养老地产、养老服务、养老用品。保险资金对长期投资的需求较强、保险责任涵盖“生老病死残”等，且保险产品同质化严重、差异化的核心是增值服务，养老地产和养老服务是险企参与养老产业的最适宜方向。1) 居家养老服务方面，目前险企仍停留在居家养老服务的尝试阶段，医养优势明显，但仍需完善服务内容，向智能化、平台化转型。2) 社区养老服务方面，险企养老社区主要定位高端市场，社区养老服务较少，需实现规范化、规模化发展。3) 机构养老服务和养老地产方面，尽管险企在土地资源、开发成本方面弱于地产公司，社区运营方面弱于专业养老服务机构，但在资金端、客户端、资源端均具备相对优势。

■ **海外经验：轻资产与重资产运营并行。**发达国家养老产业主要分为轻资产运营和重资产运营。轻资产运营模式多为居家、社区、机构养老环境下的养老服务和养老社区的运营管理；重资产运营模式多为养老社区、老年公寓等养老地产项目的投资与开发。日本养老模式以居家养老为主，是轻资产运营的重要借鉴对象，社区综合照护服务体系形成以介护保险为核心的盈利模式。美国养老社区是重资产运营的重要借鉴对象，其高度市场化，形成完整的开发、运营、投资体系，REITs 是美国最主流的投资商，形成“收购或自建物业+净出租或委托经营+上市”的盈利模式，养老社区包括活力长者社区、独立生活社区、协助生活社区、专业护理社区、持续照料社区五类，以太阳城为代表的活力长者社区（AAC）以开发商为主导，形成“拿地+地产开发+销售或出租”的商业模式；以 3030 公园水印社区为代表的持续照料社区（CCRC）以运营商为主导，形成“收购或租赁物业+提供养老服务+收取入门费和月费”的盈利模式。

■ **中国养老产业：供需错配、前景广阔。**老龄化程度持续加深，养老服务需求增加；中高端养老市场崛起、养老机构良莠不齐，养老供给资源错配。而近年来，相关政策持续推动，我们认为，养老产业前景广阔。美国养老社区运营成熟——轻资产运营模式下，养老服务应建立专业护理人员培养体系，采用轻资产、连锁化的发展模式，实现养老服务的扩容、升级；重资产运营模式下，随着 REITs 的成熟，“租金+增值收入”将成为养老社区重要利润来源，同时养老社区市场应细化参与者角色、提升细分领域专业化水平。

■ **风险提示：**1) 人口老龄化加速发展，基本养老金储备不足问题加剧。2) 政策落地不及预期，养老产业发展不及预期。3) 养老产业发展周期和投资周期较长，老年人口需求释放缓慢，养老产业投资回报率不及预期。

正文目录

一、 养老产业：险企参与具备比较优势	4
1.1 养老产业多元，险企率先入场	4
1.2 保险公司在养老地产和养老服务方面大有可为	5
二、 海外经验：轻资产与重资产运营并行	12
2.1 轻资产运营模式：居家养老服务	12
2.2 重资产运营模式：养老地产的投资与开发.....	13
2.3 轻资产运营案例：日本社区综合照护体系（ICCS）	13
2.4 重资产运营案例：美国养老社区	15
三、 中国养老产业：供需错配、前景广阔	20
3.1 养老服务需求增加.....	20
3.2 供给资源错配.....	22
3.3 相关政策持续推动，养老产业大有可为	23
3.4 经验借鉴：轻资产服务连锁化，重资产业地产采用“租金+增值收入”	24
四、 风险提示	26

图表目录

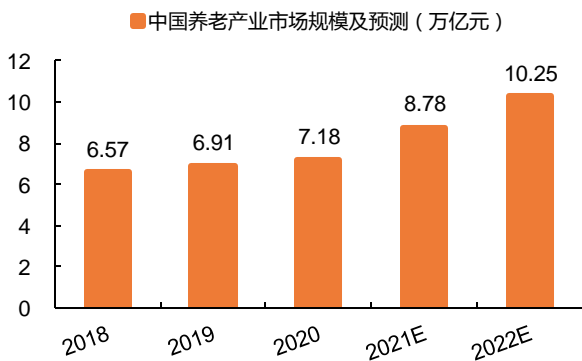
图表 1	中国养老产业市场规模及预测	4
图表 2	全国各类养老服务机构和设施数量	4
图表 3	养老产业分类及部分代表企业	5
图表 4	三种养老模式的特点及关系	6
图表 5	主要险企养老社区布局时间	6
图表 6	城乡老年人居家养老服务需求	7
图表 7	安康通首创“互联网+大养老”生态系统	8
图表 8	安康通“十助”服务项目	8
图表 9	安康通服务覆盖范围（截至 2021 年 11 月）	8
图表 10	阳光人寿“阳光孝无忧”服务特色	9
图表 11	诚和敬养老驿站十二大服务项目	10
图表 12	诚和敬部分特色驿站	10
图表 13	国寿普惠型社区养老项目特色优势	10
图表 14	主要险企养老社区布局	11
图表 15	养老社区的不同参与者优劣势比较	11
图表 20	美国养老社区运营方式	16
图表 24	太阳城项目配套	19
图表 25	水印美国的三类收费模式	20
图表 26	我国 65 岁以上人口及其占比	21
图表 27	我国老年人口抚养比及平均家庭户规模	21
图表 28	高龄老人占总人口比重	21
图表 29	我国 80 岁及以上人口占 65 岁及以上人口比例	21
图表 30	社养老金支出	22
图表 31	离退休人员月人均基本养老金	22
图表 32	高净值客户年龄结构	22
图表 33	每千名老人拥有养老床位数及增速	22
图表 34	中央养老服务业政策发展阶段	23
图表 35	“十四五”期间部分地方政府养老政策内容	23
图表 36	2019 年底美国投资级养老社区统计（按社区不同类型分类）	24
图表 37	2019 年底美国投资级养老社区统计（按社区提供的不同功能组合分类）	24
图表 38	2019Q4 美国养老社区平均收费统计	25

一、 养老产业：险企参与具备比较优势

1.1 养老产业多元，险企率先入场

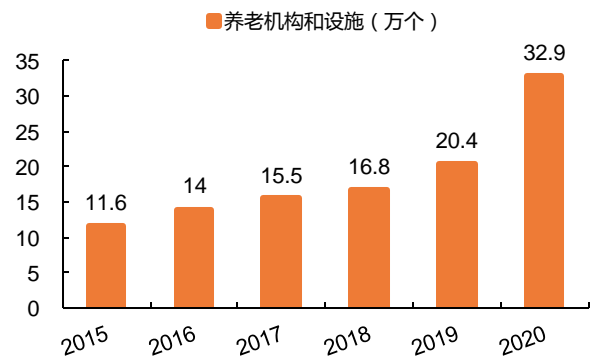
在国内老龄化程度加深、养老金水平提升的背景下，近年来国内养老产业保持稳定增长。据艾媒数据中心，2020年中国养老产业市场规模达7.2万亿元（YoY+3.9%），未来随着养老产业需求进一步提升，预计2022年中国养老产业市场规模可达10.3万亿元。此外，养老机构数量保持高增，截至2020年底，全国共有各类养老机构及设施32.9万个（YoY+61.3%），较2015年底增长21.3万个。

图表1 中国养老产业市场规模及预测



资料来源：艾媒数据中心，平安证券研究所

图表2 全国各类养老服务机构和设施数量



资料来源：民政部，平安证券研究所

根据《中国老龄产业发展报告》，养老产业包括养老金融业、养老房地产、养老服务业和养老用品业四个部分，近年来发展迅猛，养老产品及服务不断丰富。保险资金属于中长期投资、保险责任涵盖“生老病死残”等，且保险产品同质化严重、差异化的核心是增值服务。多种因素推动下，**险企主要参与养老金融、养老地产和养老服务。**

具体来看：

1) 养老金融：围绕养老金展开，目前我国初步形成了包括基本养老保险、企业/职业年金、个人商业养老保险三大支柱的多层次养老体系，其中个人商业养老保险仍在起步阶段，是各大金融机构的主要发力方向。养老金融产品主要包括保险、银行、基金、信托等金融机构设立的产品，其中银行和保险机构的个人养老金融产品规模优势较大，截至目前累计29家银行理财子公司和9家专业养老保险机构获批开业，产品风格稳健但同质化程度较高。其中，险企养老金融产品以混合型等中低风险的开放型产品为主，高收益率依赖非标投资，难以长期维持。

2) 养老房地产：从事与老年群体相关联的房地产开发、经营、管理和服务等产业，目前主要参与者包括四类——①以万科、绿地为代表的地产企业、②以泰康人寿、合众人寿为代表的保险企业、③以亲和源及诚和敬为代表的专业机构、④以中国石化和中国水电为代表的跨界企业。养老地产的主要盈利模式为销售或出租养老社区、养老公寓，及提供配套养老服务。其中，险企主要以自主建设或第三方合作的方式设立 CCRC（持续照料退休社区） 高端社区。

3) 养老服务：满足老年人物质生活和精神生活的基本需求。从服务的内容来看，养老服务包括日常生活、经济理财、健康服务、精神文化、临终关怀和长期照护服务等多类。从不同养老模式的需求来看，居家养老模式服务主要包括上门服务和远程监控，社区养老模式提供日间照料和社区服务，机构养老模式则提供全方位服务。目前国内养老服务业仍处于早期发展阶段，市场较为混乱，养老服务企业仍未形成统一的服务标准。其中，险企主要通过自建及运营养老社区提供全方位的机构养老服务，部分险企也开始探索居家及社区养老服务的蓝海。

4) 养老用品：主要是适老化的日常用品、医疗器械、保健用品、电子电器等产品的设计、生产、销售。目前养老用品产业细分领域众多，参与者规模较小、数量较多，产品种类和规模与海外发达市场仍有一定差距。由于医疗设备等养老用品对专

业技术要求较高，险企并不适合参与此类产业。

图表3 养老产业分类及部分代表企业



资料来源:《中国老龄产业发展报告》, 鲸准研究院, 平安证券研究所

1.2 保险公司在养老地产和养老服务方面大有可为

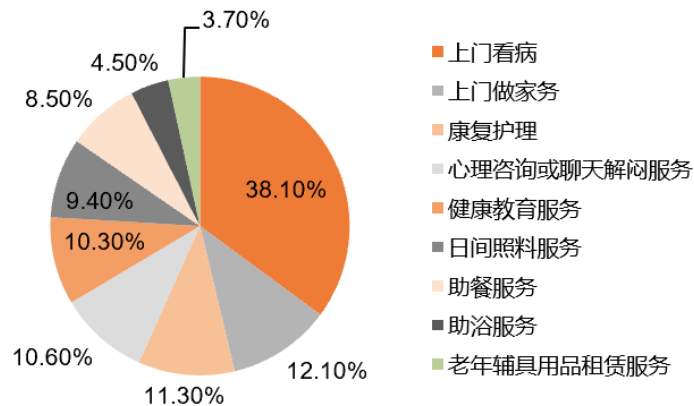
2011 年民政部出台《社会养老服务体系建设规划 (2011-2015 年)》，提出我国的社会养老服务体系主要由居家养老、社区养老和机构养老等三个有机部分组成，具体来看：

- 1) 居家养老：**以家庭为核心，老年人与子女等其他家庭成员共同生活，或具有生活自理能力的老年人独自居住。该种模式成本较低，老年人对居住环境较为熟悉，是我国目前最主流的养老形式。
- 2) 社区养老：**依托社区公共资源，利用社区老年食堂、日间照料中心、社区卫生服务中心等设施，或引入专业养老服务机构，为社区内老年人提供养老服务，目前仍主要依赖政府、社会力量、家庭成员。
- 3) 机构养老：**是以社会保障制度为根本，由复合型机构来提供养老资源的一种养老模式，以养老院、老年公寓、康养中心等专业化养老机构为代表，为老年人提供居住、就餐、医疗、娱乐等全面服务。

■ 1.2.1 居家养老服务

居家养老主要涉及的服务包括上门看病、康复护理等医疗保健需求，上门家务、助浴、助餐等日常生活需求，及健康教育、心理咨询等精神文化需求和居家安全监测需求。目前居家养老服务主要由子女、政府及社会公益资源、专业居家养老服务企业提供。随着人口结构的变迁，子女供养压力较大、政府服务供不应求，专业养老服务机构将成为最主要的居家服务提供者。

图表6 城乡老年人居家养老服务需求



资料来源：《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查成果》，平安证券研究所

居家养老新模式：以安康通为例，构建“互联网+大养老”。

安康通的服务矩阵：居家生活、居家安全、居家健康三位一体。南京新百旗下安康通成立于1998年，是国内最大的居家养老服务企业。安康通凭借智能居家养老平台实时监管上门服务生活质量，实现助餐、助洁、助医、助聊等“十助”服务项目；依托紧急呼叫按钮和红外体感、水浸探测器等智慧养老终端实现老年人居家安全保护；通过24小时智能监测与平台统一整合指派，实现专业居家健康服务。

股东实力雄厚，医疗健康产业布局完善。安康通是南京新百的全资子公司，南京新百由三胞集团控股（持股比例为35.99%）。三胞集团由健康、消费、科技三大产业组成，健康产业囊括脐带血干细胞存储、细胞免疫治疗、养老服务、医疗机构等领域，借助对全球最先进的居家养老企业以色列纳塔力和以色列最大的家政护理公司A.S. Nursing Company的收购，将技术、品牌和系统优势嫁接在安康通上，同时通过科技端智慧城市、智慧社区的技术和客户积累，助力安康通智能化、平台化发展。

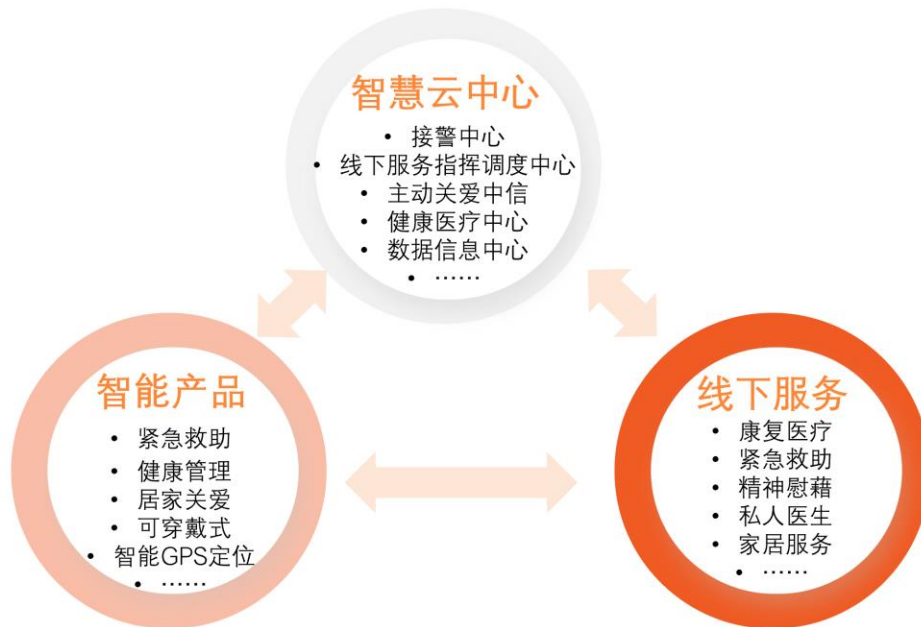
商业模式：从标准化服务到链式科技养老新模式升级，B2G 赚取技术服务费。安康通成立以来，不断升级服务、扩张覆盖区域。现阶段安康通主要商业模式仍为B2G模式，主要承接政府居家养老业务，以硬件产品、软件系统和呼叫中心作为基础，在与政府合作的养老服务覆盖区域向老年用户销售紧急援助服务、家政服务、主动关爱、医疗健康、生活信息等综合服务，并收取相关服务费。具体来看：

1) **紧急救援和居家服务的标准化阶段（1998年-2015年）：**安康通初期核心基础业务是居家呼叫中心，安康通为客户提供紧急呼叫按钮等通讯工具，并建立呼叫中心、提供紧急救援服务。由于该业务使用频次较低，后续发展出商品代购、家电维修、上门家务等服务。此外，安康通建立了全方位的员工培训与考核机制，打造标准服务流程体系。例如，安康通失能老人喂饭服务对食物种类、进食顺序、长者床头上角度等都有明确的标准流程规定，保证居家养老服务质量。

2) **“互联网+智慧养老”阶段（2015年-2020年）：**安康通创新打造“互联网+智慧养老生态系统”。一方面，安康通配备智能化产品，例如老人出行配备智能手环，提供实时定位、紧急呼叫等服务，解决老人走失问题；居家环境下提供红外感应门禁、水浸检测仪等，监控老人安全状况。另一方面，安康通建立数字化智慧平台，将老人健康信息、居家安全信息、服务人员工作信息等与互联网平台共享；同时平台以APP或适老化产品的形式连接老人、家属和服务人员，老人可以通过APP等

通讯工具联系本地呼叫指挥中心获取线上、线下服务，家属可以通过智慧平台监测老人健康状况和服务人员工作状态，服务人员受智慧平台统一调配、实时监管。

图表7 安康通首创“互联网+大养老”生态系统



资料来源：公司官网，平安证券研究所

3) “链式科技养老”阶段(2020年以来): 安康通打造“链式科技养老”解决方案, 以科技为手段, 实现线上、线下服务的融合, 同时通过数字平台整合居家、社区、机构养老资源后进行再分配, 实现不同场景下养老服务的联动。此外, 安康通迅速扩张覆盖区域, 2020年全国新增10个业务覆盖区域, 市场区域新增10个区县级以上地区, 新增养老服务平台25个, 截至2021年11月, 安康通共计覆盖18个省市地区。

图表8 安康通“十助”服务项目



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表9 安康通服务覆盖范围(截至2021年11月)



资料来源：公司官网，平安证券研究所

居家养老服务轻资产运营, 依托于“大健康”产业基础, 部分险企正积极探索。目前部分险企已开始布局居家养老服务领域,

1) 2020年9月, 爱心人寿发布“爱+居家养老产品计划”, 计划以“年保障+医养服务”的组合方式提供居家养老解决方案。
 2) 2021年8月, 平安宣布未来将采取“机构养老+居家养老”一体化模式, 在“保险+高端养老”、“保险+健康管理”外试点“保险+居家养老”。
 3) 2021年11月, 阳光人寿推出行业首创“阳光孝无忧”居家养老服务体系, 贴合居家养老需求、重点聚焦居家医疗, 实现家庭医生视频问诊、内置购药平台等医疗护理功能; 此外, “阳光孝无忧”还提供智能终端、爱心送餐、适老化改造评估安排、康养旅游等服务。目前险企仍停留在居家养老服务的尝试阶段, 从规划的服务内容来看, 医养优势明显, 但与安康通相比, 上门家务等日常生活服务、陪伴沟通等精神文化服务仍待完善; 另一方面, 居家养老有待向智能化、平台化转型, 通过智能产品实时监控老年人健康状况、安全情况, 并通过互联网平台实现规模效应。

图表10 阳光人寿“阳光孝无忧”服务特色

服务类别	具体内容
老有所医	“医护联动” : “AI+全职医生团队”客户专属家庭医生服务, 配备专业护士团队提供的护理服务, 为客户提供全面的健康诊断, 通过基础体征检查、基础疾病采集、家族疾病采集、用药采集与整理等手段对客户健康状况做全面健康评估, 并出具风险提醒、饮食运动建议、线下就医等方案
	“医药一体” : 推出7*24小时的一键视频诊疗服务, 利用线上电子处方为客户提供线下药品配送服务, 保障365天无间断的医药一体服务
	“医养结合” : 由中西医专家、高级营养师与资深营养顾问组成的专业团队, 根据客户的身体状况定制营养方案, 并实现营养餐的冷链配送, 在饮食营养上为客户提供一站式解决方案。
老有所乐	由专业的康养管理人员从“医、食、住、行”等方面为老年客户定制专属养生之旅, 通过为期30天的医养游项目, 让老年客户在青山绿水间放松身心、强健体魄。
	客户可通过茶艺学习、药膳研制、太极入门等多种疗养班, 丰富老年人社交场景
老有所居	研发“健康医+”智慧屏终端设备, 内置长者看护、居家呼叫、居家健康、环境安全、定位等系统。
	长者看护系统通过对房屋进行适老化配置, 从而实现老人全天候看护;
	居家呼叫系统则可为老人实现一键呼叫等功能;
	环境安全系统可对家中环境进行实时监测, 保证居住安全;
老有所依	定位系统可防止老人迷路, 保障日常出行安全。
	自主研发的硬件穿戴设备, 可对老年客户血压、血糖、心率等身体关键指标进行实时监测。同时, 身体指标监测数据还可以生成健康报告, 直连专业医生团队。

资料来源: 金融界, 平安证券研究所

■ 1.2.2 社区养老服务

社区养老服务依托已有社区资源, 在社区内建设养老服务中心、养老驿站等, 通过提供医疗服务、康复训练、社区老年食堂、日托床位、上门服务获得盈利。目前社区养老服务主要由政府、地产公司、专业养老服务机构提供, 地产公司以旗下原有房地产业务配套养老设施为基础, 提供社区养老服务; 专业养老服务机构大多与社区合作, 在社区内设立养老驿站并运营。

社区养老新模式: 以诚和敬养老驿站为例, 建设标准化养老驿站。

诚和敬提供标准化服务项目, 打造连锁养老驿站。相比于以前由居委会等社区和政府机构主导的托老所, 养老驿站不仅提供日间照料、短期照料服务, 还提供上门协助、文化活动等多样化服务。诚和敬养老驿站经ISO标准认证, 提供助餐、文娱、代购、呼叫、照料等十二大标准化的服务项目, 同时根据不同社区特点, 提供“15分钟救助圈”、医养结合、高校高知等特色服务。目前诚和敬已在北京布局大中型养老机构“诚和敬长者公馆”两座, 社区型养老驿站“诚和敬养老驿站”近百家, 辐射北京47个街乡镇和300余社区, 覆盖15万老人, 实现主城区和城市副中心的全覆盖。

商业模式: 基于服务内容, 收取相应费用, 通过增值业务实现收入多元化。养老驿站根据服务内容收取上门服务费、床位费、伙食费、护理费等。此外, 诚和敬在多个养老驿站基础上, 积极探索智慧养老、营养食品供餐、专业养老人才培养、适老化设计等增值业务, 实现收入的多元化。

图表11 诚和敬养老驿站十二大服务项目



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表12 诚和敬部分特色驿站



资料来源：公司官网，平安证券研究所

目前险企主要参与面向高净值客户的养老社区建设和运营，普惠型社区养老服务缺口较大。2019年，发改委同民政部、卫健委印发《城企联动普惠养老专项行动实施方案》，提出坚持普惠导向、扩大养老服务有效供给。保险公司在寿险业务基础上积攒大量养老服务经验和社区合作资源，是普惠养老的重要供给方。但目前险企养老社区主要定位高端市场，入住资格存在较高的保费门槛，主要作为高净值客户的增值配套服务。仅有部分险企与政府合作、尝试轻资产的“嵌入式”社区养老模式——中国人寿2016年起与深圳市福田区、盐田区、罗湖区政府联合建设4个普惠型社区养老项目，均嵌入成熟的小区住宅内，为周围老年人提供集中式的托管照护、餐饮服务和文化活动现场地等；依托网点，国寿还为周边3-5公里范围的居民提供衍生性的生活照料、康复护理等上门服务。目前险企嵌入式养老社区项目数量较少、覆盖面较窄、服务还未形成标准化，难以实现依托规模效应降低运营成本，及发展高利润的增值服务。借鉴诚和敬养老驿站模式，完善普惠型社区养老服务网络连锁化布局，实现规范化、规模化发展是险企嵌入式养老社区项目的下一发展阶段。

图表13 国寿普惠型社区养老项目特色优势

服务特色	详情
政企合作，品质保障	目前推出的几个项目均为与政府合作的项目。首个社区项目是与福田区政府联合打造的——国寿·福保社区颐康之家，被誉为养老和社区免费公共服务相结合的创新型民生项目
聚焦刚需，服务民生	聚焦失能失智刚需养老需求，解决照护难题。设计上遵循“实用为主，美观大方”的原则，聚焦于普通百姓真实的日常照护需求。
聚焦城区，家门口养老	社区养老项目多设于成熟社区中或附近，养老就在家门口，家人朋友在身边，养老不离社区、不离家。
智慧养老，关爱看得见	国寿社区养老护理员专业、亲和，具备专业技能；善于与老人沟通。通过智慧照护平台，家属可以看到照护日志，了解老人每日情况。国寿客服定期回访，保证服务质量。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2.3 养老地产与机构养老服务

机构养老服务以养老院、养老公寓、养老社区等专业老年人生活场所为载体，因此机构养老服务常与养老地产相结合，为老年人提供全方位服务。国内险企引入 CCRC 养老模式、开发护理型社区、发展连锁化旅居式养老，率先布局养老社区。尽管险企在土地资源、开发成本方面弱于地产公司，养老社区运营方面弱于专业养老服务机构，但在资金端、客户端、资源端均具备相对优势。

图表14 主要险企养老社区布局

布局时间	代表项目	主要模式	社区类型
2009年	泰康之家	自建社区	CCRC 养老社区
2011年	合众优年	自建+第三方社区合作	CCRC 养老社区+旅居疗养社区+旅居合作基地
2012年	新华家园	自建社区	护理型社区+CCRC 养老社区+旅居型社区
2014年	太平乐享家	自建社区+第三方社区合作	CCRC 养老社区+旅居型社区
2015年	国寿嘉园	自建社区 政府共建普惠型社区	CCRC 养老社区 嵌入式养老社区
2018年	太保家园	自建社区合作运营	护理型社区+旅居型社区+健康活力养老社区
2021年	平安臻颐年	自建社区	CCRC 养老社区

资料来源：公司官网，养老羊皮卷，平安证券研究所

1) 资金端：保险投资资产规模大、偏好中长期投资，适合投资养老地产。一方面，保险资金体量较大，能够满足养老社区前期拿地、开发的大量资金投入需求。截至2020年底，保险业总投资资产达21.7万亿元（YoY+17.0%），上市险企中国人寿的总投资资产规模最大，达4.1万亿元（YoY+14.6%）。另一方面，险企负债久期较长（上市险企平均负债久期约12年），尽管资产久期不断拉长（平均约8年），但仍存在资产负债久期错配的问题，亟需能够长期持有、收益稳定的资产进行投资。而养老社区建设周期较长，以出租为主的盈利模式使得资金回笼较慢，但经营稳定、周期波动小，符合险资配置需求。

2) 客户端：人身险的风险保障范围与养老产业天然契合，客户资源高度重合。人身险主要保障被保险人的“生老病死残”等风险，同时客户年龄偏高，与养老地产需求高度重合。以重疾险为例，根据智研咨询统计，中国太保2018年重疾险新客户中40岁以上的客户占比达31.7%，养老社区对这部分客户的吸引力较强。目前险企主要采用保险产品与养老社区的入住资格及费用挂钩的模式，增强保险产品的吸引力，促进保单销售。例如太平养老社区与太平终身年金产品“悦享金生”搭配销售，总保费每达150万元（尊享客户）或200万元（悦享客户）后，其保单的投保人、被保险人或指定的受益人将获赠一份太平旗下养老社区入住资格。据《21世纪经济报道》调查显示，太平养老社区项目2019年发放了近8000份入住资格，成为推动保费新单增长的重要力量。

3) 资源端：险企医疗资源丰富，养老社区打通产业链上下游。国内多家险企长期与国内外医疗资源合作对接，助力养老社区推行“医养结合”新模式。以泰康为例，泰康之家在社区内配建二级康复医院，打造“一个社区+一个医院”模式；此外，泰康之家与北京协和医院、北京安贞医院等三甲医院合作，开通转诊绿色通道，满足客户全套医疗需求。养老社区向上承接养老险、健康险、储蓄险等保险产品，向下带动医疗服务、护理服务等健康附加服务，险企通过自建养老社区，充分打通产业链上下游、进一步整合并盘活险企整体资源。

图表15 养老社区的不同参与者优劣势比较

投资方	代表公司	优势	劣势
保险公司	泰康 太保	1) 长期资金体量较大，支撑养老社区前期投入； 2) 资金来源稳定、周转需求不大，可持续投资； 3) 人身险客户与养老社区客户高度重合，更易向养老社区转化客户； 4) 医疗资源丰富，长期与国内外医疗资源合作对接，有助于养老社区推行“医养结合”新模式。	土地资源较弱，开发成本较高
地产公司	万科 保利	1) 资金体量较大；2) 土地资源丰富；3) 开发经验充足，开发边际成本较小	资金周转要求高，多采用出售地产的盈利模式，不利于养老社区后期运营
养老运营商	二毛照护	积攒护工、护士等专业养老服务人才资源，养老服务运营经验丰富	1) 国内暂未形成统一的较好品牌；2) 多为小规模公司，资本不足以支持养老地产前期高投入

资料来源：德勤，平安证券研究所

二、海外经验：轻资产与重资产运营并行

根据所需资产规模和运营方式的不同，发达国家养老产业经营模式主要分为轻资产运营和重资产运营，轻资产运营模式多为居家、社区、机构养老环境下的养老服务，也包括养老社区的运营管理；重资产运营模式多为养老社区、老年公寓等养老地产项目的投资与开发。

2.1 轻资产运营模式：居家养老服务

根据服务的内容不同，美国居家养老服务主要分为生活照料型和医疗保健型。具体来看：

1) **生活照料型居家养老服务**：主要服务对象为可以独立生活，但需要帮助的老年人，服务内容包括长者身体及居住环境的清洁卫生服务、饮食、睡眠等照料服务、长者心理照料等，主要由个人支付承担。

运营模式：生活照料型居家养老服务商主要采用轻资产连锁经营模式，以美国龙头企业 Home Instead Senior Care 为例，Home Instead 采用连锁加盟模式，已在全世界 12 个国家和地区拥有超过 1100 个营业网点和 6.5 万名照护员。

①轻资产连锁经营模式的优势主要在投资较少、收益率相对较高。根据 Franchise Business Review 网站 2019 年的报导，Home Instead 每家加盟店初始投资包括一次性加盟费（5.5 万美元）、租用办公场地费用、含人工在内的运营成本，合计约 12.5-13.5 万美元，运行正常后加盟商平均每年收入达 190 万美元，毛利率相对较高。

②该种模式的困难及挑战主要在于护工的持续性较差和监管成本较高，一方面，家庭护工决定服务质量，但家庭护工不易得到系统培训，且其归属感较机构养老工作低、流失率较高，同时家庭护工的缺乏使护工报酬持续提升，拖累公司毛利率表现；另一方面，相对养老机构提供的服务，家庭护工的上门服务质量更难以监控，使得居家养老服务监管成本较高。

盈利模式：根据不同的服务内容设置不同的费用标准。Home Instead 的收费分为 4 个级别，等级 1 为陪伴服务，包括暂时护理、用药提醒、膳食准备、洗衣、家务等，收费为 32 美元/小时；等级 2 为短期的特殊护理，包括卧床护理、阿尔兹海默症护理、运输援助等，收费为 50 美元/小时；等级 3 为医疗过渡服务，包括手术后、出院后护理、紧急护理、临终关怀等，收费为 35.5 美元/小时；等级 4 为家庭和电话访问，帮助确保老人健康、安全、缓解孤独等，收费根据频率的差异在 90-260 美元/周不等。

图表 16 生活照料型居家养老服务模式



资料来源：Medicare.gov, Metlife Mature Market Institute, 平安证券研究所

2) **医疗保健型居家养老服务**：主要服务内容包括输液治疗、上门检查、康养护理等。医院、护理机构等医疗资源紧张、收费较高，居家医疗保健服务降低治疗成本，未来需求广阔。

运营模式：医疗保健型居家养老服务需要相应的医疗资质，服务商多以自营分支机构的方式扩大服务覆盖面。以美国 Apria Healthcare Group 为例，作为美国医疗保健型居家服务的龙头公司，截至 2020 年底，Apria Health 拥有约 275 个分支机构，覆盖超过 90% 的美国人口。

盈利模式：收入主要来自向患者出租或出售设备、用品、及提供服务，盈利能力低于生活照料型居家养老服务。Apria Health 主营业务包括家庭呼吸治疗、阻塞性睡眠呼吸暂停综合征治疗、负压伤口治疗等，2020 年各类业务收入在总收入中的占比分别为 40.9%、41.0%、3.9%，公司 EBITDA 利润率为 4.2%。

2.2 重资产运营模式：养老地产的投资与开发

■ **2.2.1 运营模式：**发达国家多数养老项目为基金运作，相较于国内养老社区自营模式在财务融资和项目运行上更加灵活。以美国为例，初期由私募基金进行养老社区项目的投资运作，后期养老社区通过上市实现资产的整合和扩张，最终实现退出。

1) **初期：**发起人设立私募基金，并成立管理公司引进运营合作伙伴作为战略投资者。基金成立项目公司负责养老社区的投资、开发、运营。以美国 Brookdale 综合养老社区为例，其主要投资方 Foretress Investment 以私募股权基金、对冲基金为主要业务，旗下不同的养老社区私募投资基金分别与医疗机构、健康机构等合资成立运营公司，再对养老社区进行控股收购，打造综合养老服务的集团公司。

2) **后期：**养老社区的上市方式主要有两种，一种是养老社区直接上市的普通模式，另一种是较为典型的 REITs（房地产信托投资）模式。基金公司将旗下养老社区资产打包，并将以资产包为主要标的资产销售给 REITs，养老社区收益按比例分配给 REITs 的投资者。

■ **2.2.2 盈利模式：**发达国家养老社区收入=开发收入+租金收入+服务收入+管理收入+增值收入

1) **开发收入：**来自销售物业获取的一次性开发利润。此类盈利模式优势为运作过程简单、资金回流较快、可用少量资金滚动开发；劣势为消费者有限，在国外购买此类养老社区物业的客户必须是老年人。国外此类模式的养老社区主要针对健康老人的活力社区，代表社区为美国太阳城社区。

2) **租金收入：**来自物业的长期出租。此类盈利模式优势为拥有物业、现金流稳定；劣势为资金回流较慢，对投资资金规模要求较高。此类模式的养老社区多针对有养老需求的老年人，多为 REITs 投资的养老社区。

3) **服务收入：**来自养老社区后续提供的看护、餐饮、康复、娱乐等服务的服务费，是后续收入的最重要组成部分。

4) **管理收入：**主要针对养老社区管理公司，管理公司不具有物业，而是通过提供管理向社区收取管理费用。此类盈利模式的优势主要是轻资产运营下资金需求较小、且不承担市场风险；劣势主要为人力成本投入较高、盈利能力较弱。

5) **增值收入：**主要以 REITs 或物业出售两种形式体现。一种以美国养老社区为代表，养老社区在持续产生现金流后，通过物业出售给私募基金或 REITs 来实现增值收入。另一种以澳大利亚和日本的养老社区为代表，澳大利亚养老社区在开发完成后，先以略高于成本的价格向老年客户出售物业，同时通过不断完善配套服务设施收取递延管理费，当老年客户迁出或去世后，客户及其继承人可以出售物业，养老社区提取物业增值部分的 30%-50%。日本老年公寓开发商仅向 65 岁以上老人出售使用权，当老人过世后，开放商可无偿或有偿收回使用权，并再次出售，获得增值收入。

2.3 轻资产运营案例：日本社区综合照护体系（ICCS）

日本从 20 世纪 70 年代末开始步入老龄化社会，受地理环境、思想观念、政策倡导的影响，日本养老模式以居家养老为主，机构养老较少，形成居家养老服务为主的轻资产运营方式。政府针对老龄化而推出的相关法规十分完善丰富，从 1959 年颁布的《国民年金法》、1963 年的《老人福利法》、1983 年的《老人保健法》到 2000 年实施的《介护保险法》、2001 年的《高龄者居住法》。通过一系列法律的规定，日本政府把原本分开的介护、医疗、福利结合在一起建立一个独立的介护体系，养

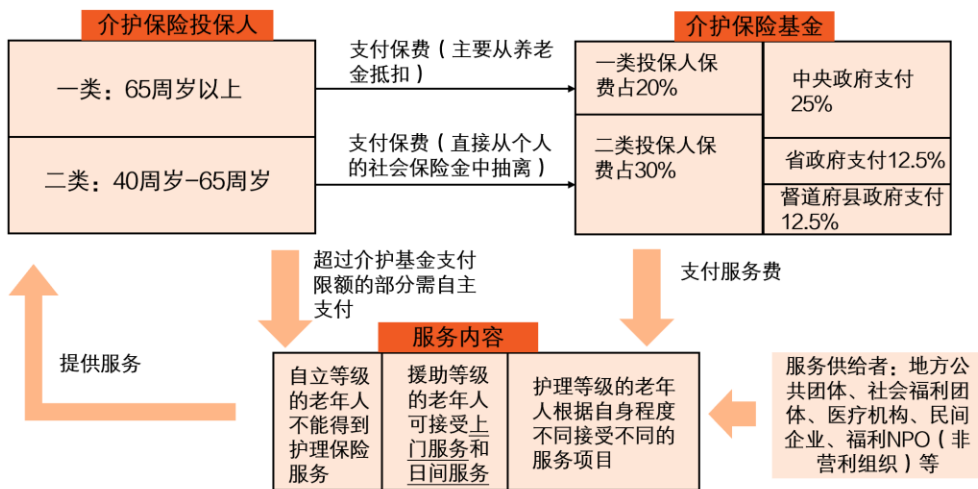
老设施趋于住宅化，从“收容”场所向居住场所转变，发展非“自宅”的居家养老模式。

图表17 日本养老政策汇总（截至2006年）

时间	规定	主要内容
1959年	《国民年金法》	20岁以上60岁以下国民皆年金，65岁开始领取
1963年	《老人福利法》	倡导保障老年人整体生活利益，推行社会化养老
1983年	《老人保健法》	使日本老年福祉政策的重心开始转移到居家养老
1986年	《长寿社会对策大纲》	进入真正的长寿社会时可以发挥社会和国民的活力
1988年	《实现老龄福利社会措施的原则与目的》	展望老年福利政策的方向与施策目标
1989年	《促进老人健康与福利服务十年规划》	确立了国家对高龄者“保障医疗福利”服务基本方针
1995年	《老龄社会对策基本法》《对策大纲》	建立“每个国民都能终生享受幸福的老龄化社会”
2000年	《介护保险法》	1997年推出，2000年4月实施，2005年修订
2001年	《社会福祉法》	扩大社会福利事业的范围，加强了对各事业主体的管理
2001年	《高龄者居住法》	方便高龄老人的生活，居住和出入
2003年	《健康增进法》	对老年人的健康保障做出了相应的法律规定
2006年	《无障碍法》	保障高龄者及残疾人无障碍移动的相关法律

资料来源：日本养老政策法规及老年居住建筑分类，平安证券研究所

图表18 日本介护体系组成结构



资料来源：亿欧咨询，平安证券研究所

日本的社区综合照护服务体系（ICCS）是以当地老年人为对象而开展的一系列生活援助、医养结合、重症预防等护理服务，各市町村政府以当地资源为基础结合当地特征制定地域福利计划。该计划在2013年发布的《社区综合照护服务体系研究会报告书》首次出现，明确指出要在2025年构建社区综合照护服务体系；随后在2015年的护理保险制度修订中补充为：充实社区援助，推广居家医疗，所有支出费用交由市町村社区援助中心管理，发挥社区养老功能。

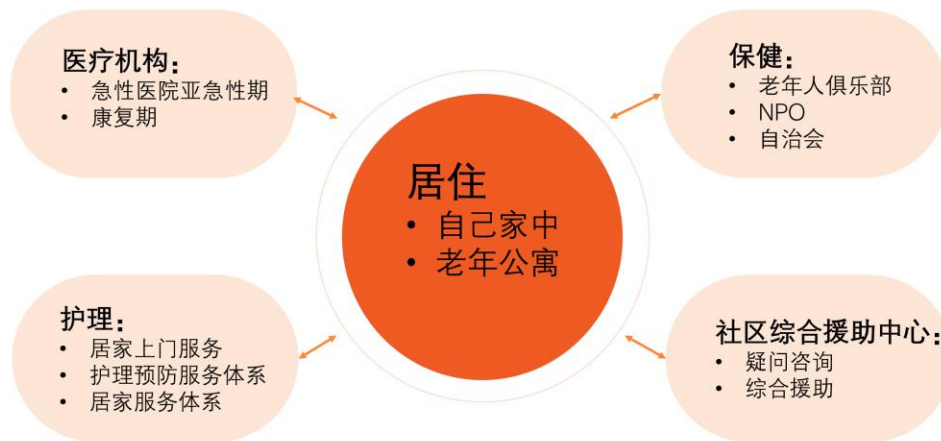
1) 运营模式：以家庭为中心，在尊重老年人自立养老的前提下进行生活援助、护理预防，相关服务承担主体为老年人俱乐部、自治会、志愿者、非营利性组织机构，为了确保在社区范围内准时提供服务，规定提供服务速度在30分钟以内。在该体系中，社区资源的“护理、医疗、保健、援助、居住”五个元素互相合作，具体为：社区居民需要入院治疗时可选择社区范围内社区医院、慢性病医院、康复疗养型医院，入院治疗后回到自己家中，护理、保健等服务由自治会、志愿者等多方组

织提供，需要任何疑问咨询、综合援助都可通过政府建立的社区综合援助中心解决。

2) 盈利模式：介护保险是日本养老服务机构实现盈利的核心因素。据中国养老网报导，日本普通养老机构总收入中介护保险收入所占比重已达到 70%，是日本养老机构最稳定的收入来源。此外，养老服务机构通过布局医疗康复、健康管理、教育培训等相关产业，丰富收入来源。

3) 项目特色：完善的护理人员培养体系和执业体系。1987 年，日本政府颁布《社会福祉士和介护福祉士法》，确定了社会福祉士和介护福祉士资格；1993 年，日本政府出台《福祉人才确保法》，人才培养日益受到重视，此后中央福祉人才中心、中央福祉学院、都道府福祉人才中心先后建立，逐步形成从中央到地方的全方位培训体系。

图表19 日本社区综合照护体系（ICCS）



资料来源：日本养老政策法规及老年居住建筑分类，平安证券研究所

2.4 重资产运营案例：美国养老社区

美国自 20 世纪 40 年代起进入老龄化社会，养老产业已呈现高度市场化和产业化特征。美国家庭观念相对独立，老年群体经济状况相对富裕，使得养老社区和专业护理在美国越来越流行。

■ 2.4.1 参与者：开发商、运营商、投资商三个主体

美国养老社区高度市场化，已形成完整的融资、建设、运营的专业体系，其产业链包括开发商、运营商及投资商三大主体。投资商募集资金用于项目开发和运营，目前 REITs（房地产投资信托基金）是最主流的投资商，以担保等形式为建筑商提供融资便利、购买和持有物业以及确定物业经营模式；开发商规划并开发养老地产项目，多为房地产公司；运营商负责运营、管理开发好的养老地产，多为专业运营机构。

大型 REITs 公司拥有的物业数量可达 600 多处，其中，80-90%为自有物业，其余物业通过与运营商或其他投资人合作发起的私募基金平台持有。这些物业的主要运营方式有净出租模式与委托经营模式两种，养老 REITs 大多数采取的净出租模式，分走部分租金和经营收益给运营商获得长期稳定的资金流。

1) 净出租模式：是指 REITs 公司把公司自持的养老社区整体租赁给运营商，每年收取固定租金费用，而所有直接运营费用、社区维护费用、税费、保险费等均由租赁方承担。

2) 委托经营模式：REITs 公司将旗下物业交给运营商托管，只需要向运营商支付相当于经营收入 5-6%的管理费，REITs 公司自己承担经营亏损的风险；所有的经营收入都归 REITs 公司所有，所有的经营成本也由 REITs 公司负担。REITs 公司获取租金及经营剩余收益，承担大部分经营风险。

图表20 美国养老社区运营方式



资料来源：亿欧咨询《美国养老地产全产业链解读》，平安证券研究所

经过 70 多年的实践，美国逐步形成较完善的养老地产 REITs 体系，并涌现一大批综合实力强劲、具有典型意义的养老地产 REITs 公司，如 HCP、Ventas 等。

1) HCP：多元化投资下的净出租模式

作为全美最大的养老地产 REITs 公司，HCP 强调投资渠道与投资类型的多元化，提出 5×5 的投资模式——采用 5 种投资渠道（出租型物业、投资管理平台、开发和再开发、债权投资、DownREITs）投资于 5 类资产（养老社区、生命科学物业、医疗办公楼 MOB、专业护理机构的物业、医院物业）。同时 HCP 主要采取净出租模式，营业收入稳定。以 2010 年为例，HCP 直接拥有的养老社区及其他医疗物业资产总投资成本 105 亿美元，直接贡献 10.4 亿美元的收入和 8.8 亿美元的毛利润。

融资渠道稳定、信用评级高，HCP 取得稳步发展。净出租模式下的营业收入稳定，使 HCP 获得较高的信用评级、公司融资成本较低。例如 2011 年公司发行总额 24 亿美元的无抵押票据融资，融资成本仅为 4.83%。同时，HCP 用 REITs 子公司的非管理份额换取其他公司物业资产（也即“伞型结构”），降低收购成本且避免母公司股份被过分稀释。

图表21 HCP 主要投资扩张渠道



资料来源：REITs 行业研究，平安证券研究所

2) Ventas: 委托经营与租赁相结合的模式

与 HCP 以出租为主的运营方式不同，Ventas 旗下 2/3 的养老社区采用租赁模式、1/3 采用委托经营模式，尽管 Ventas 的资产规模不到 HCP 的一半，但收入规模却与之相当。在委托经营模式下，Ventas 作为物业持有人，既能获取租金收益，又能从客户处收取包括生活费用和医疗服务费用的全部经营收入。由于服务费用实际数倍于租金，尽管 Ventas 的资产规模不到 HCP 的一半，但收入规模却与之相当。因此，采用委托经营与租赁相结合的模式使得公司在承担更高的市场波动的风险下拥有更高的投资回报率。

Ventas 更高的风险伴随着更高的收益，对外扩张路径清晰。由于 Ventas 运营模式的风险相对较高，Ventas 在债权市场的融资成本略高，总体更倾向于换股收购的扩张路径。据 REITs 行业研究统计，2010 年 Ventas 以 31 亿美元收购第四大养老地产运营商 Atria 共 118 处物业；2011 年 2 月，Ventas 又宣布收购全美第四大养老/医疗地产 REITs 公司 NHP 及其旗下的 600 处养老/医疗物业。截至 2021Q3，Ventas 持有物业数达 1234 处（不包括已售物业、持有待售物业、未运营的在建物业和土地）。

■ 2.4.2 美国养老社区发展：五类社区各具特色

根据服务和医护程度的由低到高，养老社区可以分为活力长者社区、独立生活社区、协助生活社区、专业护理社区四类，此外，持续照料社区通常包含上述多种或全部独立业态。

①**活力长者社区 (Active Adult Communities, AAC)**：提供给 55 岁以上能够生活自理的成年人居住的社区。AAC 社区多选址在郊区或景区附近，包含有高尔夫球场、游泳池、商场、医院、教堂、健身房、餐厅等丰富的娱乐休闲设施，满足老年人娱乐休闲需求。但社区内一般不提供医疗护理服务，只有社区医院提供低等级的生活照料。盈利模式一般是出售产权，也有少量按月支付租金。

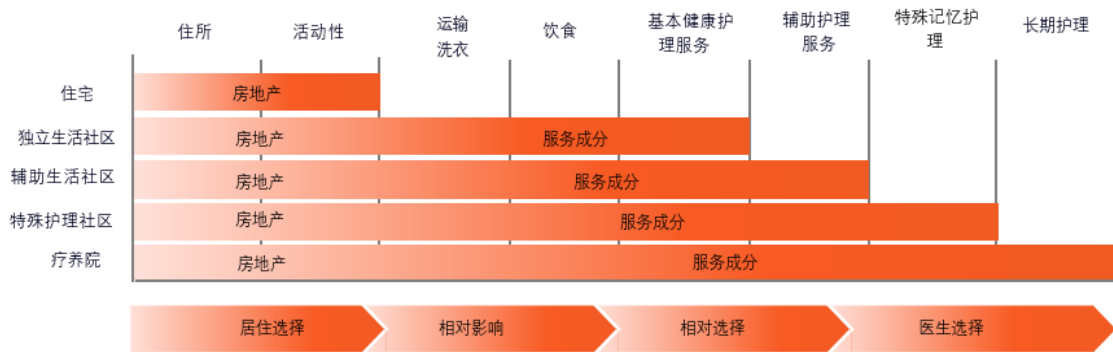
②**独立生活社区 (Independent Living Communities, IL)**：提供给不需要护理或辅助性护理的健康老人的住宅，但是一般会限制 55 岁以上的老人才可居住。社区在建造之初会设计适老化的细节方便老人生活，同时部分社区也会提供每日的健康检查，提供包括膳食、家政、24 小时居家和医疗在内的服务。盈利模式一般是 1/4 入门费+3/4 按月收取租金。

③**协助生活社区 (Assisted Living Residences, AL)**：专为需要日常活动和在其他日常任务（例如洗衣和运输）中获得帮助的老年人而设计，居民可以享受受训员工提供的辅助护理，包括用药管理、协助洗浴、协助穿衣、协助如厕、协助走动等。盈利模式主要是按月收取租金。

④**专业护理社区 (Nursing Care Home, NC)** 主要针对身心极度衰弱或患有疾病的老人，配置专业护理设施，为客户提供 24 小时护理/医疗服务。盈利模式主要按日收取租金，基本上无入门费。

⑤**持续护理社区 (Continuing Care Retirement Communities, CCRC)**：结合住宿设施和老年人保健服务，其目标是随着居民健康状况的变化而无需搬出退休社区，使居民能够在整个连续过程中获得适当水平的照料。一般的 CCRC 社区包含独立生活、辅助生活、特殊护理以及专业护理等功能，在美国，只要涵盖三种护理等级便可定义为 CCRC 社区。盈利模式主要是入门费及租金。

图表22 CCRC 社区模式



资料来源: NIC MAP, 平安证券研究所

总体来看，CCRC 社区较受欢迎。根据 NIC MAP 的数据，2020Q2 疫情爆发之前，CCRC 的入住率连续 22 个季度浮动在 91% 左右，2021Q1 美国 CCRC 社区平均入住率为 84.3% (YoY-7.2pct)，为 2006 年以来的最低。非 CCRC 社区平均入住率为 74.9% (YoY-11pct)，较 CCRC 社区低 9.4pct，即使在疫情爆发的大背景下 CCRC 社区仍然更受欢迎。

图表23 美国 CCRC 社区最新入住率

类型	2020Q1	2020Q4	2021Q1	YoY
CCRC	91.5%	85.7%	84.3%	-7.2%
CCRC(入场费)	93.1%	88.0%	86.8%	-6.3%
CCRC (租赁)	89.0%	81.7%	80.1%	-8.9%
CCRC (营利性)	88.4%	81.2%	79.3%	-9.1%
CCRC (非营利性)	92.7%	87.3%	86.1%	-6.6%
非 CCRC	85.9%	76.6%	74.9%	-11%

资料来源: NIC MAP, 平安证券研究所

2.4.3 美国案例分析 1: 以太阳城为代表的 AAC 社区模式

太阳城养老中心始建于 1961 年，坐落在佛罗里达西海岸，现有来自全美以及世界各地的住户超过 1.6 万户，并一直处于持续增长的态势。

1) 运营模式：开发商主导的重资产模式。太阳城采用产权销售、服务外包的管理方式，投资商和开发商为美国龙头房地产公司 Del Webb。运营商为太阳城成立的养老社区委员会，开发商每年收取社区管理委员会一定的租赁费用。社区管理委员会根据社区养老的具体要求设置不同部门，每个部门管理人员定岗、定员、定责任，细分内容具体到具体片区和具体任务，管理部门包括财务、年龄与家庭限制、区域发展规划发展变更要求、俱乐部联络、社区早餐、金融记录、同乐会、高尔夫球游行等近 50 个部门。

2) 盈利模式：出售+出租。太阳城模式的本质是开发商主导的住宅开发，金融机构和企业为开发主体，政府提供周边基础设施建设。项目收益主要来源于一次性销售收益以及长期性收益包括公寓出租收益及配套设施的使用收益，其中一次性销售收

益能够快速回款，但太阳城中心的长期性收益为项目收益的重要组成部分。同时，太阳城的目标客户为健康老人，一定程度上能够减少部分医疗护理等配套设施所需成本、降低开发成本，整体助理太阳城中心项目住房售价低、提高资金使用效率。

3) 项目特点:

①**精准的客户定位:** 太阳城规定住户必须为 55 岁以上的老人，18 岁以下陪同人士一年居住时间不能超过 30 天。

②**精准的产品定位:**

根据老年需求细分的多样化老年社区类型。太阳城养老社区包括“自由广场”、“太阳城中心”、“国家之殿”、“湖中之塔”、“阿斯顿花园”、“庭院式住宅”六大社区板块。各类社区严格组织和规划，能够满足老年人的多样化需求。

配备适老化的建筑设计和配套设施。建筑主要形态为单层、独栋或双拼低层建筑；主要交通工具为舒适安全的高尔夫球车；医疗机构广泛式布局；区域内遍布无障碍步行道、无障碍防滑坡道；实行严格的人车分流；室内插座、按键等按照老年人实际情况设计；社区空间导向性强等。

配套设施以会所和运动场地为主。太阳城大约 1/3 的居民为高尔夫球爱好者，太阳城专为活跃老人设置运动会所和游泳池、高尔夫球场、网球场等丰富多样的室外运动场所。例如亚利桑那州太阳城西配套建设 7 个高尔夫球场、30 道保龄球中心和台球厅、4 个娱乐中心。

产品性价比高。太阳城项目选址位于郊区且考虑医疗建筑的距离，郊区占地大、容积率低，临近医疗建筑，减少前期资金投入，降低开发风险，以低售价提供高质量服务。例如“苹果谷”太阳城售价仅约为洛杉矶市内房价 1/3。

③**兼具旅游度假模式:** 如凤凰城太阳城总人数 44000 人，其中 28000 人常住、16000 人季节性旅游，增加太阳城入住率。

图表 24 太阳城项目配套

领域	类型	特点
居住区域	自由广场	辅助照料式住宅和家庭护理机构
	太阳城中心	独立家庭别墅
	国家之殿	联体别墅
	湖中之塔	辅助照料式住宅和家庭护理机构
	阿斯顿花园	为度假老人提供出租的独立居住公寓
	庭院式住宅	
生活配套	酒店、银行、购物商场、物业服务中心、教堂、穿梭巴士站、出租车站、餐厅、图书馆等	
娱乐配套	康乐中心、高尔夫球场、各类娱乐俱乐部、各类球类活动场所等	
文化、教育配套	音乐剧院、艺术馆、老年教育中心、进修班、博物馆等	
医疗配套	综合性医院、眼科中心、急救中心、体检中心、专业护理中心、牙科诊所、药房、健康管理中心等	

资料来源：公司官网，平安证券研究所

■ 2.4.4 案例分析 2: 以 3030 公园水印社区为代表的 CCRC 社区模式

水印美国的前身是泉水集团 (The Fountains)，泉水集团成立于 1985 年，是一家集开发商、投资商、和运营商为一体的养老社区企业。2006 年美国泉水集团子公司完成对美国康涅狄格州首家 CCRC 养老社区——3030 公园及费城的 CCRC 养老社区两大项目收购后，创立了新品牌——水印美国。此后水印美国通过并购和开发的方式持续扩展，在全美 21 个州合计管理 64 家养老社区。其中，3030 公园水印社区位于康涅狄格州，属于中高端小型 CCRC 社区，由水印美国持有、运营，包含独立生活区、辅助生活区、记忆护理区和专业护理区共 246 个床位，截至 2021Q2，独立生活区、辅助生活区、记忆护理区和专业护理区过去 12 个月的平均入住率分别为 71.1%、79.2%、75.8%、60.7%。

1) **运营模式: 运营商主导的重资产运营模式。**水印美国的养老社区采用“并购、开发持有重资产+管理第三方社区轻资产”

的经营模式。同时，水印美国通过不断并购、有效运营实现资产扩充及升值，并通过与资本市场紧密结合，实现资产、资本双重收益。水印社区通常与投资方合作，由投资方承担 80%-95% 的股本金，水印跟投 5%-20% 股本金，并利用美国国内相对成本较低的开发贷款和长期商业贷款，最终实现 15%-20% 或更高的项目投资收益率。

2) 盈利模式：出租+提供服务，水印美国共有 3 类收费模式。

①针对 CCRC，采用“入门费+月费”形式。以 3030 公园水印社区为例，3030 公园水印社区主要面对中产阶级以上客户，通过租赁和提供服务的模式盈利，客户入住收取可退还的年费+入门费。CCRC 常采用金融方式运作，由于 CCRC 模式收取价高的入门费用，超过 66% 的老年人通过出售现有房屋来缴纳入门费用，而运营商可以将这些资金在资本市场上运作取得收益，提高资金的使用效率。

②针对自理、半自理和失智照护 (IL/AL/MC) 或医护型 (SN) 养老社区，采用“月租金+日常生活照料服务费+特别照护 (如记忆减退照护、医护) 服务费”，以水印在洛杉矶的某半自理 (AL) 养老项目为例，一个房间每月总收入 1 万-1.2 万美元。

③水印养老社区也具备产权销售模式，即出售养老社区带服务项目的房间产权，水印仍持有餐饮等配套服务部分，采用“产权销售收入+月费”形式。

图表 25 水印美国的三类收费模式

社区类型	收费模式	详细费用
CCRC 型	入门费 (离开时扣除部分管理费, 通常可退还 90%) + 月费	入门费: 20 万-100 万美元; 月费 3000-5000 美元, 同一房间第二人住需多付 1300-1600 美金; 月费包含一日两餐、家政服务、水印大学课程、社区活动等
自理、半自理和失智照护 (IL/AL/MC) 或医护 (SN) 型养老社区/公寓	月租金+日常生活照料服务费+特别照护 (如记忆减退照护、医护) 服务费	以水印在洛杉矶的一个半自理养老项目为例, 每个房间总费用为 1 万/月~1.2 万/月
部分养老社区	产权销售收入+月费	据具体社区项目而定

资料来源: 中国房地产报《水印养老社区: 高收益下的“资本戏法”》, 平安证券研究所

3) 项目特色：提供多样化服务，活动设施丰富完善，对老年客户吸引力强。

健康俱乐部，占地 20000 平方英尺的老年健康中心，提供专为老年人设计的锻炼器材、水疗、画廊与咖啡厅等设施；

水印大学，开设在社区内部，为老人提供从瑜伽、创意美食到艺术历史、葡萄酒鉴赏等众多课程；

纳亚护理人员，是水印社区特殊的经过认证和专业培训的护理人员，提供 24 小时的定制服务；

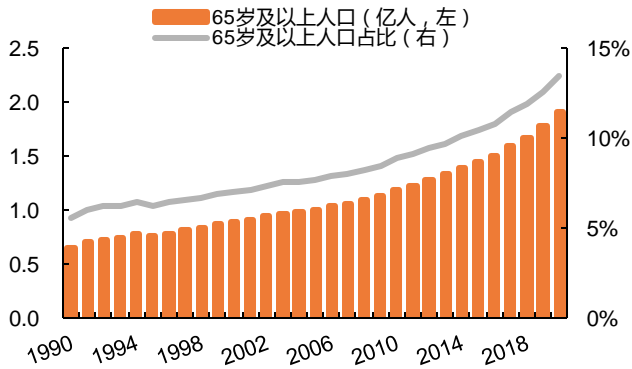
多样化住宅选择，社区提供从宽敞一居室到顶楼套房的房间选择，并且有专门工作人员提供定制化服务。

三、中国养老产业：供需错配、前景广阔

3.1 养老服务需求增加

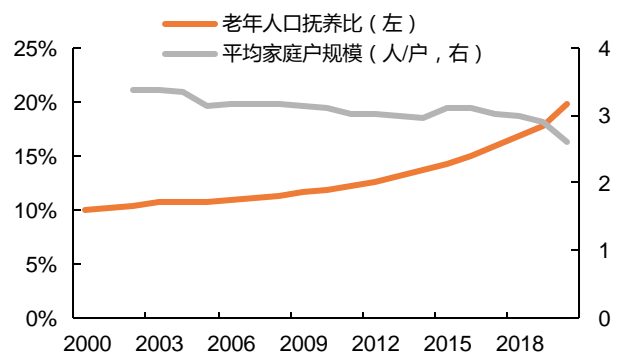
老龄化程度持续加深，家庭户规模持续缩小，老年人口抚养比上升。第七次人口普查结果显示，我国 60 岁及以上人口数量已达 2.6 亿人，占比 18.7% (其中 65 岁及以上人口为 1.9 亿人，占比 13.5%)，较 2010 年提升 5.4pct，人口老龄化程度进一步加深。根据《智能养老：智能时代孕育的养老产业新业态》的预测，我国将在 2024 年至 2026 年进入深度老龄化社会。此外，受到我国近年来持续降低的出生率的影响，家庭户规模持续缩小，2020 年共有家庭户 4.9 亿户，家庭户人口为 12.9 亿人，平均家庭户人口 2.6 人，较 2010 年减少 0.5 人。同时由于青壮年劳动力人口数量下滑，老年人口抚养比上升，家庭户规模和老年人口抚养比差距逐渐扩大，未来的家庭养老负担将会进一步加重。

图表26 我国65岁以上人口及其占比



资料来源: WIND, 平安证券研究所

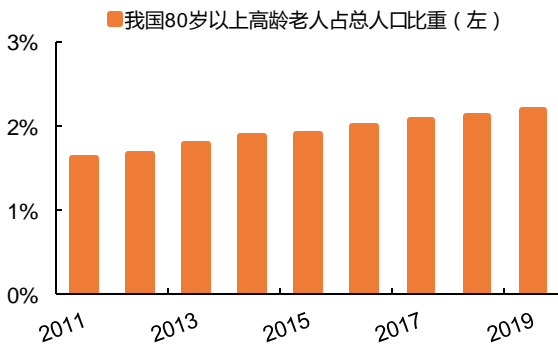
图表27 我国老年人口抚养比及平均家庭户规模



资料来源: WIND, 平安证券研究所

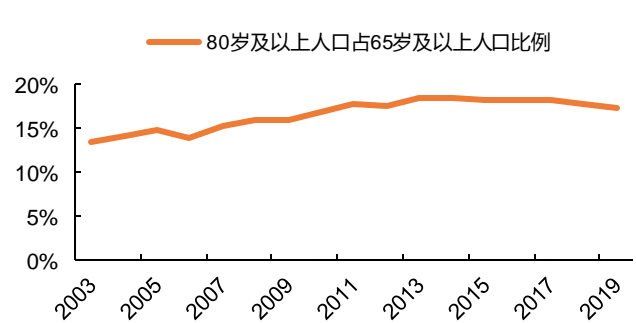
需照护老人比例增高。高龄老人对照护服务的需求最为强烈,截至2019年,我国高龄老人已超3500万人且持续增加,失能老人超4000万人。根据《中国城乡老年人生活状况调查报告(2018)》显示,2015年我国城乡老年人自报需要照护服务的比例为15.3%,较2000年增加8.7pct。同时,根据中国老龄协会发布的《认知症老年人照护服务现状与发展报告》,目前中国有超过1.8亿老年人患有慢性病,60岁及以上老年痴呆患者约有1507万,认知症老年人的照护服务需求呈现快速增长趋势。

图表28 高龄老人占总人口比重



资料来源: WIND, 平安证券研究所

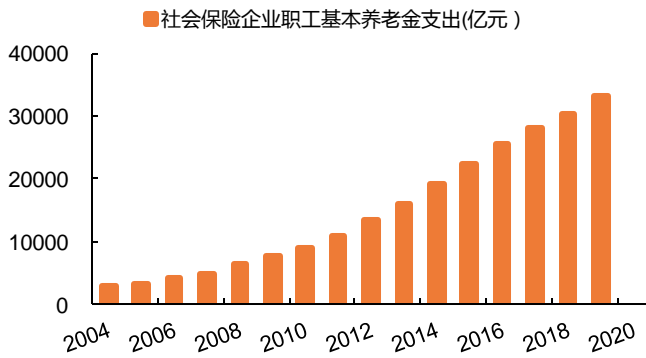
图表29 我国80岁及以上人口占65岁及以上人口比例



资料来源: WIND, 平安证券研究所

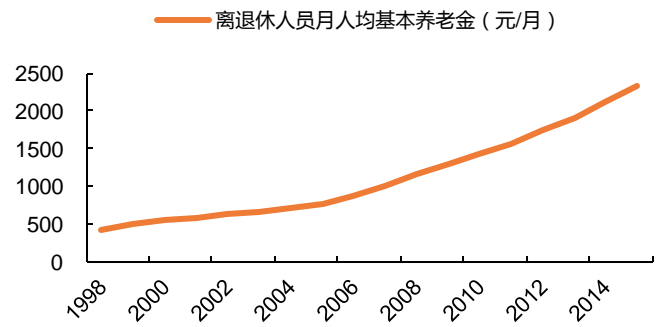
养老金水平提升,促进居民养老需求释放。2021年人社部上调养老金标准4.5%,为连续第17次上调。从社保支出的角度看,我国社保企业职工基本养老金支出自2003年披露以来持续上涨,2019年共支出3.3万亿元,较2018年增加9.6%。

图表30 社养老金支出



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表31 离退休人员月人均基本养老金

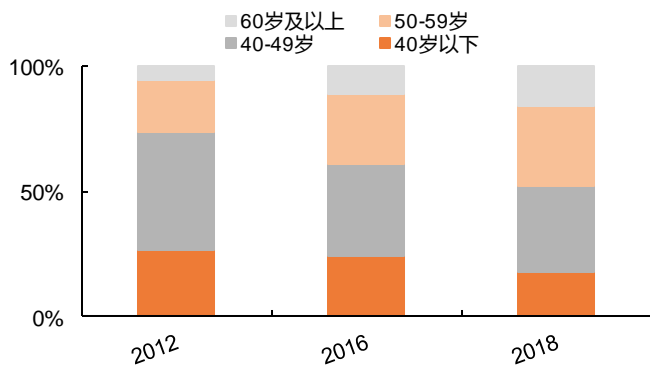


资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 供给资源错配

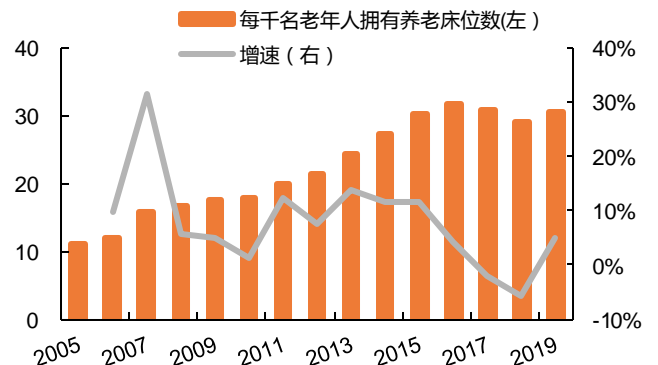
中高端养老市场崛起。根据中国建设银行与波士顿咨询公司开展的私人银行客户调查显示,超过50岁的高净值客户占比过半。同时据《中国养老产业发展白皮书》预测,至2030年中国养老产业规模有望达到13万亿元,且我国首批中产阶级(指改革开放后的首批工薪阶层)即将步入退休年龄,该群体目前主要集中在50岁至65岁,是我国第二次婴儿潮主要群体,充分享受过去40年我国经济高速发展红利,具有积蓄较多、社会负担较小的特点,有较高的消费能力。随着这部分群体步入老龄化,养老产业的潜在市场十分可观。

图表32 高净值客户年龄结构



资料来源: 中国私人银行2019, 平安证券研究所

图表33 每千名老人拥有养老床位数及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

养老机构良莠不齐, 供不应求和高空置率并存。截至2019年,我国共有养老床位775万张,每千名老人拥有养老床位30.5张(YoY+5%),仍远低于发达国家50-70张/千人的水平。同时据民政部数据显示,2015年末我国城市及农村养老服务机构利用率分别为51%和65%,空置率较高。

我国养老机构主要分为公办非盈利养老机构以及商业养老机构,设施及收费情况两极分化严重。公办非盈利养老机构环境良好、设备完善、收费较低但数量少,排队入住成为常态;低端商业养老机构普遍存在设施条件差、服务意识不足、护理水平低的问题;高端养老机构针对高净值老年人群,设施环境条件好,收费区间在8000至30000元/月不等。因此大量中等收入老年人面临两难选择,造成养老床位供不应求与部分养老机构高空置率并存的现象。

3.3 相关政策持续推动，养老产业大有可为

根据联合国标准，我国自 1999 年正式进入人口老龄化社会，中央随之开始系统发布养老服务业相关的政策，自 2000 年至今中央政策发展可分为萌芽、初步发展、快速发展三个阶段，分别以《中国老龄事业发展“十二五”规划》《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》为各阶段分割点。随后“十四五”规划进一步强调养老问题，各地区纷纷响应并出台地方养老政策。

图表34 中央养老服务业政策发展阶段

阶段	时间	重点事件
萌芽阶段	2000年-2011年	2000年8月，国务院发布《关于加强老龄工作的决定》首次提出要建立包含家庭、社区、社会在内的养老机制。2006年发布《关于加快发展养老服务业的意见》，首次提出“逐步建立和完善以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为补充的服务体系”。
初步发展	2011年-2017年	国务院发布《中国老龄事业发展“十二五”规划》和《社会养老服务体系建设规划(2011-2015)》，首次提出社会养老服务体系内涵和定位、指导思想和基本原则、目标和任务、保障措施等。在此期间，住建部、民政部、财政部等分别发布《关于加强养老服务设施规划建设工作的通知》、《关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知》、《关于中央财经支持开展居家和社区养老服务改革试点工作的通知》等文件，通过城市养老设施规划、为试点地区提供财政支持的方式推进养老社区发展。
快速发展	2017年至今	2017年，《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》将原“社会养老服务体系建设应以居家为基础、社区为依托、机构为支撑”修改为“以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合”，实现从“三位一体”到“四位一体”的转型，十三五期间我国养老社区进一步发展。同时，国务院也发布《关于建立健全养老服务综合监管制度促进养老服务高质量发展的意见》，强化监管要求促进高质量发展。 2021年3月的《“十四五”规划纲要和2035年远景目标纲要》提出推动养老事业和养老产业协同发展，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系。同年5月，民政部、发改委发布《“十四五”民政事业发展规划》，提出建立养老服务分类发展，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）。2021年11月的《中共中央国务院关于加强新时代老龄工作的意见》明确指出，要进一步规范发展机构养老，各地要通过直接建设、委托运营、购买服务、鼓励社会投资等多种方式发展机构养老。

资料来源：中国政府网，平安证券研究所

图表35 “十四五”期间部分地方政府养老政策内容

省份	内容
北京市	推进社区养老服务设施建设，支持社会力量运营社区养老服务设施。到2022年底，建成街道(乡镇)养老照料中心不少于350家、社区养老服务驿站不少于1200家，并持续提升使用效率。
上海市	本市按照区域内常住人口和需求配置社区养老服务设施。全市社区养老服务设施建筑面积应当不低于常住人口每千人40平方米，并根据经济社会发展及时优化调整。新建居住区应当按照规划要求和建设标准，配套建设相应的养老服务设施。配套建设的养老服务设施应当与住宅同步规划、建设，并由民政部门按照相关规定参与评审验收。
浙江省	完善养老服务设施。推进养老机构结构性调整，聚焦失能失智及高龄老年人长期照护服务，提升护理型床位占比。加快敬老院提升改造工程，2022年底前全部完成，全省敬老院控制在350家至400家，床位数7万张，护理型床位占60%以上，基本实行社会化运营，均达到国家养老院二级以上标准。
江苏省	进一步夯实社区养老的支撑功能。做好养老服务设施布局规划，将新建住宅小区养老设施配建、老旧小区养老设施补建纳入国土空间规划及详细规划，为养老服务未来发展预留足够空间；同时，科学合理布局社区养老服务设施，建设一批街道综合性养老服务中心，在街道、社区、小区形成衔接有序、功能互补的三级社区养老服务网络，大力发展具备护理功能的社区嵌入式养老机构。
山东省	“十四五”期间，山东将积极应对人口老龄化，促进人口长期均衡发展，大力发展银发经济，促进养老事业和养老产业协同发展，到2025年，养老机构护理型床位占比达到60%，街道综合养老服务机构覆盖率、社区养老服务

务设施配建率达到 100%。

资料来源：地方政府网，平安证券研究所

3.4 经验借鉴：轻资产服务连锁化，重资产地产采用“租金+增值收入”

■ 3.4.1 美国养老社区运营成熟，具有重要借鉴意义

根据 NIC (National Investment Center) 测算，截至 2019 年底，美国共有 2.45 万个投资级养老社区（含有 25 个单元或床位以上的有年龄限制的地产）和护理设施，户数（或床位数）达 310 万。

从社区分类来看，独立生活社区、协助生活社区、记忆障碍社区、专业护理社区、持续照料社区五种类型中，以专业护理社区为主，专业护理社区数量占比达 42.0%、户数（或床位数）占比达 42.2%。

图表36 2019 年底美国投资级养老社区统计（按社区不同类型分类）

社区类型	社区数（个）	户数（或床位数）（个）
独立生活	2900	452100
协助生活	7900	666700
记忆障碍	1500	80100
专业护理	10300	1328300
CCRC（持续照料社区）	1900	620700
总计	24500	3147900

资料来源：NIC Investment Guide，平安证券研究所

注：统计数量只包括投资级养老社区（包含 25 户或 25 床位数以上的养老社区）

从社区提供的功能组合来看，养老社区分为三类：CCRCs（持续照料社区）、复合业态社区、单一业态社区。CCRCs 在一个社区内同时提供独立生活区和专业护理区，通常也包括协助生活区和记忆障碍区；复合业态社区提供至少 2 个不同的业态，例如同时包括独立生活区和协助生活区；单一业态社区仅提供一种业态，例如仅有独立生活区。其中，单一业态社区为最主流的养老社区，社区数占比达 60.8%、户数（或床位数）占比达 50.7%。

图表37 2019 年底美国投资级养老社区统计（按社区提供的不同功能组合分类）

社区类型	社区数（个）	户数（或床位数）（个）
CCRC（持续照料社区）	1900	620700
复合业态社区	7700	932000
单一业态社区	14900	1595200
总计	24500	3147900

资料来源：NIC Investment Guide，平安证券研究所

从收费标准来看，服务内容越专业、服务类型越丰富，服务收费越高，专业护理对服务设施、服务内容的专业性要求最高，平均月费最高，2019Q4 专业护理平均月费达 1.0 万美元。

图表38 2019Q4 美国养老社区平均收费统计

社区类型	服务内容	平均月费 (美元)	户数(或床位 数)中位数 (个)	建设时长 中位数 (年)
独立生活	住房、家政、洗衣、餐饮、社交	3239	141	19
协助生活	住房、家政、洗衣、餐饮、社交、个人护理	4977	80	20
记忆障碍	住房、家政、洗衣、餐饮、社交、个人护理、记忆照护	6709	48	14
专业护理	住房、家政、洗衣、餐饮、社交、专业护理	10078	120	40
CCRC(持续照料社区)	以上几种综合	3353	290	335

资料来源: NIC Investment Guide, 平安证券研究所

注: 专业护理月费是按月计算的平均每日私人护理工资

■ 3.4.2 未来发展展望: 轻资产服务连锁化、重资产地产采用“租金+增值收入”

1) 轻资产模式: 养老服务走向轻资产、连锁化, 需求多元化驱动服务升级

养老服务应建立专业的护理人员培养体系和执业体系。养老服务具有明显的劳动密集性特征, 服务人员的专业性是决定服务质量的重要因素。但国内专业人才缺口较大, 据新华网报导, 中国目前有超过 4000 万失能及半失能老人, 而仅有 50 余万名养老护理员, 在考虑家庭照护资源后, 短期内仍存在超百万的养老护理员缺口。借鉴日本经验, 养老服务应更注重专业护理人才培养, 建立专业的培养体系。

养老服务需采用轻资产、连锁化发展模式。养老服务人工成本较高且呈现刚性特征, 导致服务收入的毛利率较低, 因此应高度重视受托管理、租赁经营、咨询服务等轻资产业务。此外, 连锁化经营带来规模效应, 是降低系统开发、运营管理、员工培训、硬件配置的成本、及扩大品牌影响力的有效手段。

需求多元化驱动养老服务升级。医疗需求方面, 随着消费观念不断升级换代, 老年客户需求不仅仅是诊断、治疗, 慢性病管理、中医康复等养生保健需求日益扩大; 精神需求方面, 以 Home Instead 为代表的发达国家养老服务商在护理、家务等基础服务之外, 提供定期家庭、电话访问, 满足老人社交、陪伴的精神需求; 创新服务方面, “养老+互联网”模式不断创新, 一方面智能适老化设备提升老人体验, 另一方面养老信息收集、整理、分析完善提升企业、政府服务效率。

2) 重资产模式: 养老地产注重“租金+增值收入”, 提高专业化水平

物业增值和租金收入将成为养老地产重要的盈利模式。相较于出售物业产权获得一次性销售收入, 美国养老社区常以租赁方式获得持续现金流, 后期养老社区资产整体出售给 REITs, 获得增值收入。澳大利亚和日本养老社区则依赖使用权出售的销售收入、持续的管理费收入、使用权收回后再出售的增值收入。目前国内部分房企开发的养老社区采用物业产权一次性出售的盈利模式, 险企开发的养老社区多采用租赁和提供持续服务的盈利模式, 均难以获得增值收入。未来随着国内 RBTs 的成熟, 增值收入有望成为养老社区新的利润来源。

细化参与者角色、提高专业化水平。目前险企开发养老社区多以自营为主, 鲜少出现委托管理和承包经营等模式。而以较为成熟的美国市场为例, 养老地产细分为投资、开发、运营三个环节, 每个细分领域都已产生规范化的运作流程和代表性的龙头公司, 投资商以美国 HCP 为代表, 其盈利模式主要为“收购物业+净出租+上市发行 REITs”; 开发商以 Del Webb 公司为代表, 盈利模式主要为“拿地+地产开发+物业产权销售”; 运营商以水印美国为代表, 盈利模式主要为“收购或租赁物业+提供养老服务+收取入门费和月费”。未来国内养老社区参与者有望进一步细化参与领域, 提高细分市场的专业能力。

四、风险提示

- 1、人口老龄化加速发展，基本养老金储备不足问题加剧。
- 2、政策落地不及预期，养老产业发展不及预期。
- 3、养老产业发展周期和投资周期较长，老年人口需求释放缓慢，养老产业投资回报率不及预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033