

目 录

1. 养老地产基本概念	5
1.1 养老地产的定义和内涵	5
1.2 养老地产的主要特点	5
2. 海外养老地产主要模式	6
2.1 美国养老地产主要模式	6
2.2 日本养老地产主要模式	7
2.3 德国养老地产主要模式	8
3. 我国养老地产现状和未来发展空间	9
3.1 我国迈向重度老年社会	9
3.2 我国养老医疗设施严重不足	11
3.3 未来我国养老地产规模的测算	11
4. 我国养老政策情况分析	13
4.1 养老政策框架梳理	13
4.2 养老地产相关政策	15
5. 我国养老地产的主要模式	17
5.1 我国养老地产产业链	17
5.2 我国养老地产的模式	17
5.3 未来我国养老地产模式的发展趋势	21
6. 我国养老地产具体产品分析——泰康之家	22
6.1 服务模式	22
6.2 收费标准	23
6.3 相关权益	24
7. 投资建议：养老地产收益标的	24
8. 风险提示	26

图目录

图 1	养老地产开发相较于传统地产开发提出更多要求	5
图 2	养老地产需要满足的五大功能需求	6
图 3	全国 65 岁以上老年人口占比不断上升	10
图 4	近年来我国老年抚养比快速攀升	10
图 5	2022 年我国不同年龄段人口分布显示十年和三十年后形成老年抚养高峰	10
图 6	2022 年各国老年抚养比 (%)	11
图 7	2022 年 65 岁及以上人口占总人口比重 (%)	11
图 8	近年来我国卫生机构每千人床位数停滞不前	11
图 9	近年来我国卫生技术人员和护士每千人人数持续上升	11
图 10	未来我国城镇 65 岁以上老年人口数量的测算	12
图 11	未来我国需新增养老服务床位数的中性测算	12
图 12	中国老龄工作专项计划发展历程	13
图 13	“十四五”时期，积极应对人口老龄化国家战略的制度框架基本建立	15
图 14	养老地产产业链	17
图 15	CCRC 社区运作模式	19
图 16	物业企业开展养老业务模式	20
图 17	反向抵押养老保险和住房抵押贷款比较	20
图 18	度假式养老地产模式	21
图 19	泰康之家收费模式	23
图 20	泰康赢悦人生年金保险产品计划（尊享版）权益解读	24

表目录

表 1	至 2050 年我国需新增养老地产建面的敏感性测算.....	12
表 2	我国老龄工作专项计划针对“六个老有”提出的目标任务.....	14
表 3	老年人居家适老化改造项目和老年用品配置推荐清单.....	16
表 4	部分地方已出台指导存量资源改建养老设施的相关具体文件.....	16
表 5	我国主要养老地产类型.....	18
表 6	居家养老代表项目.....	19
表 7	泰康之家全国已开业项目及相关费用.....	22
表 8	泰康之家服务体系和内容.....	23
表 9	椿熙堂居家养老服务.....	25

1. 养老地产基本概念

1.1 养老地产的定义和内涵

关于养老地产的具体定义，目前业界尚未形成广泛认可的观点。我们认为，养老地产是一种投资规模大、回报周期长、上下游产业链长，整合较多资源，实现房地产业、服务业、医疗保健业、金融保险业等众多行业融合的新兴业态。

具体而言，我们认为，养老地产是在人口老龄化背景下，以地产为载体、养老为核心，将住宅、商业及养老服务（涵盖医疗、娱乐、教育、餐饮、保险、金融等一系列产品与服务）融合在一起，从而为老龄人提供基本养老服务，并满足其多层次、多功能服务需求的一种新兴业态。

我们认为，相对于传统的地产开发而言，养老地产开发有助于为房企发掘新客户群和赢利点。但同时对于房企而言，养老地产开发同样提出更多要求，具体而言：1) 需要具备在医疗、保健等针对老年人需求方面的资源整合能力；2) 需要具备寻找长期投资资金的能力；3) 需要有对于养老产品的持续运营和管理能力。

图1 养老地产开发相较于传统地产开发提出更多要求



资料来源：海通证券研究所

1.2 养老地产的主要特点

我们认为，作为融合了众多行业的新兴业态，养老地产主要特点如下：

1) 目标客户集中老年人，项目选址与规划设计要求高。养老地产的目标客户群是60岁以上的老年人，从健康程度上又主要划分为完全自理型、介助型和介护型。这导致养老地产在选址和规划上要求颇高。首先，选址要求交通便利，周边生活配套设施齐全；其次，选址要求自然环境良好，空气清新等；第三，规划设计上要充分考虑老年人的需求，如设置无障碍通道，配备医疗服务站、康体文化和养生中心等。

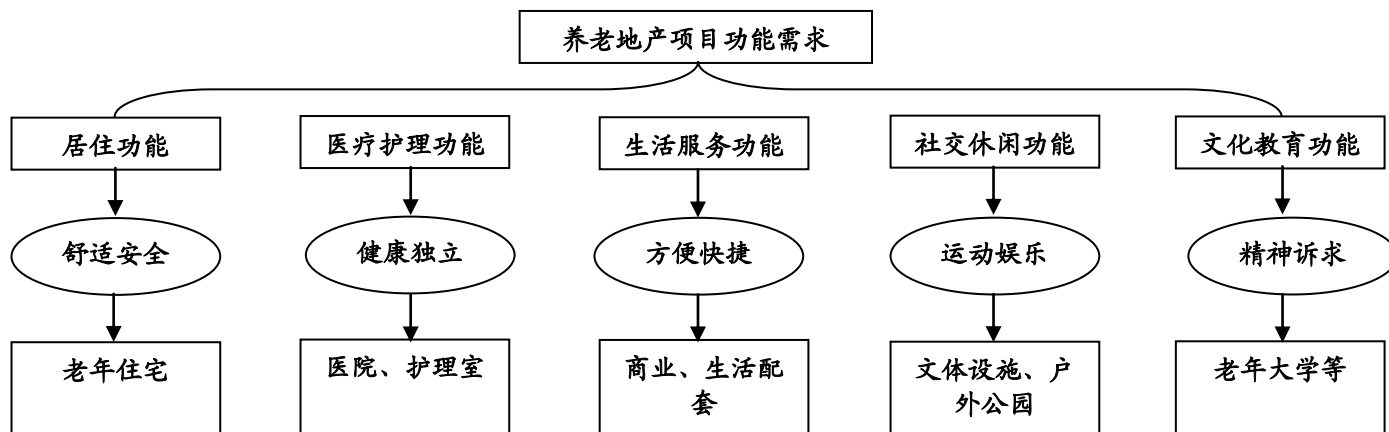
2) 上下游产业链长，参与主体较多。首先，开发商是养老地产的开发者也是养老服务资源的整合者，居于养老地产链的核心位置；其次，养老地产的健康发展离不开国家养老政策的大力支持与有效监管；第三，无论前期金融机构的资金支持，还是后期医疗卫生和物业管理机构的积极参与，都是养老地产得以良性发展的重要因素。

3) 投资大、回收期长、专业性强。由于产业链长，投资规模大，总投资成本高，回收期长，加之医养服务专业性强，这使得养老地产的投资风险远高于一般住宅地产。同时，老年人消费较为理性、风险防范意识强，都会导致实际的消费潜力释放难度较大。

4) 依靠专业化的养老服务来实现增值，结合商业金融实现持久发展。高品质的养老服务是养老地产的核心价值创造点，这要求养老地产设计要将硬件设施建设与医护、

健康、文娱、人文关爱等软服务有机结合起来，从而实现项目资产增值，并通过物业经营权与收益权的商业金融化运作，获取盈利和持久发展。

图2 养老地产需要满足的五大功能需求



资料来源：《基于价值链整合视角的养老地产商业模式构建研究_陈春林》、海通证券研究所

2. 海外养老地产主要模式

2.1 美国养老地产主要模式

目前，美国养老地产模式有三种：差异化养老社区（太阳城模式）、持续护理退休社区模式（以下简称 CCRC）、金融机构参与的 REITs（房地产信托投资基金）模式。其中，太阳城模式一般以养老地产出售为主，部分出租；CCRC 模式则主要采取出租方式，同时向老人提供日常协助或医疗护理；REITs 模式是由金融机构参与投资，通过出租或委托经营回收成本的一种金融养老模式。

1) 太阳城模式：销售养老地产，对象是健康老人

美国太阳城模式起于上世纪 60 年代在亚利桑那州凤凰城的第一个太阳城项目，从而开启了美国养老社区的建设历程。

太阳城养老地产主要针对 55~70 岁的健康老人提供住宅、康乐会所和户外运动设施。这种模式是通过销售养老住宅，使得开发商得以收回前期投资并获利。太阳城一般选址在郊区，占地面积大、容积率低，采用精装修标准，使得健康老人拎包入住即可入住，同时项目周边一般配有社区商业中心。考虑到老年人收入水平，太阳城养老地产项目的房价往往相对周边较为便宜，这些都对老年购房群体构成了很大的吸引力。

为了节省成本，同时考虑到项目面向的是康健老人，因此社区内不提供医疗、护理等配套服务，而主要是依赖社区所在区域提供的医疗服务配套。尽管如此，社区还是为健康老人提供了多样化的生活运动设施，如高尔夫球场、娱乐中心及教育培训等。此外，在医疗护理方面，太阳城也允许市场上的第三方提供老人需要的家政、保健等服务。

一般而言太阳城项目规模都比较大，平均规模在 23000 户左右，入住率达 90.95%。此外，太阳城住宅的类型也十分丰富，除了主流的独栋和双拼，还有多层公寓、独立居住中心、生活救助中心、生活照料社区、复合公寓住宅等可供老人选择。

2) CCRC 模式：运营商主导，大多数为非盈利性组织

美国另一种已有 100 多年历史的主流养老地产模式是持续护理退休社区（CCRC）。它属于一种运营商主导下的精细化管理服务模式，目前已经发展成为复合型养老社区。

CCRC 模式可以让老人不需要搬家就在复合型社区中实现健康管理、护理和医疗等不同年龄阶段的基本养老需求。目前，美国共有近 2000 处 CCRC，其中约 82% 为非盈利性组织所有，相当一部分是从传统养老院转型而来。

目前，美国的 CCRC 主要服务三类老人：首先是年龄介于 55~65 岁之间的在社区中有独立住所的自理型老人。CCRC 可以为这部分老人提供餐饮、清洁、医疗保健及紧急救护等便捷的社区服务，同时社区还组织各类活动来丰富老年人的精神生活。其次是需要他人照料的介助型老人。除了提供饮食、穿衣、洗浴等日常生活护理服务外，CCRC 也会在老人身体可接受范围内提供各类活动。第三是生活完全无法自理的介护型老人。CCRC 提供特殊的介护单元和 24 小时专业的护士监护服务。

一般而言，为节约成本 CCRC 选址通常是郊区，以多层为主，布局紧凑，密度比太阳城模式更高。同时，CCRC 对管理和护理人员的专业水平要求较高，且员工人数也较多，服务人员与入住老人的比例可以达到 1:1。

最重要的是，CCRC 模式只提供地产租赁权和服务享受权，获利方式是收取房屋租赁费和服务费，后者包括一次性的入门费、定期的房屋租赁费及特殊服务费等。其中，入门费从 20 万美元到 100 万美元不等，年费或月费则视情况而定：例如健康老人每月需支付 3000 美元，半护理老人每月支付 4000 美元，全护理老人每月支付 5000~6000 美元。而特殊服务费由个体所需的特定额外护理服务来定。

3) REITs 模式：金融机构进行前期投资，主流盈利模式为净出租

美国 REITs 是养老地产的主流投资商。这种模式可以促进金融机构参与养老地产，为养老地产的开发和运营提供资金来源，从而使得开发商获得更好的退出渠道。

美国大型养老或医疗地产类 REITs 公司旗下拥有的物业数量可达 600 多处。其中，80%~90% 的物业是直接持有，其余则是通过与运营商或其他投资人合作发起的私募基金平台共同持有。这类养老或医疗地产类 REITs 的总资产可达百亿美元以上。

美国养老或医疗地产类 REITs 的投资方式有净出租模式、委托经营模式两种：在净出租模式下，美国 REITs 公司在每年收取固定租金费用的基础上将养老物业出租给运营商，而由运营商承担直接运营费用、社区维护费用、税费、保险费等一切费用。这种模式下的 REITs 毛利润率很高，租金收益高达 50% 以上，而且几乎不承担任何经营风险；而运营商则需要将全部经营收入去剔除租金费用、运营成本后获得剩余收益，所以它将承担绝大部分的经营风险。在委托经营模式下，美国 REITs 公司将旗下养老物业托管给运营商，由运营商每年收取经营收入的 5%~6% 作为管理费。这种模式下所有的经营收入、经营成本和经营剩余收益都由 REITs 公司核算，由此 REITs 公司承担经营风险。

由于净出租模式下的 REITs 风险低且收益稳定，因此，美国 REITs 公司的大多数养老物业采用净出租方式来运营，少数物业采用委托经营模式。长期以来，正是依靠着赚取租金收入以及部分经营所得，美国 REITs 公司获得了持续的稳定收益，成为了美国养老地产市场上富有竞争力的长期投资者。

2.2 日本养老地产主要模式

1) 日本养老地产分为两类：住宅、机构设施

从运营模式上看，日本养老地产主要分为“住宅”和“机构设施”两大类。前者主要是个人或单位向老人出租空闲房屋并提供养老服务的一种经营模式。后者是由开发商建造各种适合老人居住的房屋和设施，同时提供老人所需的饮食、医疗、护理、娱乐等各种服务的一种模式。

日本“住宅”类养老地产入住的对象主要为 60 岁以上能生活自理的健康老人。具体而言，“住宅”类养老地产又可分为高龄者住宅、年长者住宅、银发住宅、自有产权住宅等几类。以“高龄者住宅”这种较为流行和具有代表性的模式为例，老人与房东会分别签订租赁和服务协议，然后房东按照协议的约定提供护理、餐饮、家政等各种服务以获得

相应的收入。

日本“机构设施”类养老地产又可进一步划分为：护理型医疗设施、老人疗养设施、特别护理住家、收费老人住家、集体住家、生活援助住屋等模式。不同于“住宅”类养老地产，“机构设施”类养老地产中的“收费老人住家”必须配置护理服务，这些服务涵盖了老人所需的饮食、医疗、护理、娱乐等各种服务。

2) 日本养老地产的经营模式分析

➤ “住宅”类养老地产中的“高龄者住宅”模式

首先，在收费模式上，日本“高龄者住宅”模式主要收费项目包括租金、管理费、护理费用等。考虑到一般房东不太愿意将房子出租给老人，为此日本政府出台了《高龄者专用租赁住宅登记标准》，规定由各级政府负责搭建面向老人和房东的房屋租赁信息平台，鼓励房东按照平台上的标准要求改造房屋并登记备案，从而促进了双方的交易。

其次，在盈利模式上，日本“高龄者住宅”模式中房东可以提前收取几个月租金作为入住保证金。除了房租以外，房东也可以提供餐饮、清洁等其他服务以获得额外收入。

第三，在成本计算上，日本“高龄者住宅”模式中的费用主要包括房屋的改建费用、物业管理费用、水电煤等费用。同时，房东可以自由决定是否提供各种老人服务，方式上既可以自己提供，也可以委托第三方专业机构提供。

➤ “机构设施”类养老地产中的“收费老人住家”模式

首先，在收费模式上，日本“收费老人住家”模式主要的收费项目包括入住金、管理费、餐饮费、清洁费、护理费等。其中，入住金是用以购买“收费老人住家”内的房屋以及共用部分、公共设施及各种设备的使用权。其中，入住金数额是根据将要入住的老人的年龄大小、健康状况、当地平均寿命及服务类型等来确定的。如果老人中途解除租赁合同或不幸去世，则扣除入住期限后剩余的入住金会退还给老人或其合法继承人。如果该老人实际寿命长于入住时预测的期限，则老人有权继续免费使用房屋。

其次，在盈利模式上，近年来，面积在 20 平方米左右并且配置单独的小厨房和盥洗室的日本“收费老人住家”单元日益流行。这可以使得开发商收取较多的“入住金”，从而部分或大部分的收回其建设成本以缓解开发商的资金压力。其后运营过程中开发商通过收取管理费及其他各种服务费来维持日常经营所需和回收其他投资成本。

第三，在成本计算上，“收费老人住家”模式的主要投入为购买土地、设施建设、服务人员工资、设备采购、水电煤等费用。其中，服务人员的工资占运营成本一半左右，这使得该模式下聘用工资较低的非全日制护工或派遣工非常普遍。

2.3 德国养老地产主要模式

从老年人衰老过程中的居住环境变迁来看，目前德国的养老地产模式分为三类：居家养老、照料型住宅和养老院。总体上，上述三种模式呈现护理资源配置由少增多，护理专业程度由弱变强的一般性规律。

1) 居家养老模式下的养老地产特征分析

目前，德国的居家养老模式下的养老地产具有以下三个特点：

一是住房进行适老化的空间改造。德国政府推行由德国复兴信贷银行支持的住房适老化改造项目，符合要求的住宅可以获得相应的信贷资金的支持。

二是居家养老服务的不断完善。由于德国部分社区仅提供邻里援助，且只涉及生活服务层面，因此越来越多的德国老年居民向专业供应商订购班车、保洁等非护理性服务；同时，老年居民还与专业的服务提供商签订护理合同以获得门诊（移动）护理服务。

三是环境辅助生活技术的配套支持。近年来环境辅助生活技术在居家养老中获得了较快的发展。这类技术便利了老年人的居家养老，同时也支持专业人员的日常护理工作。德国的环境辅助生活技术在辅助设备、康复管理设备和数字信息平台等方面均有不少发展，其中如防跌倒技术设备等安全技术获得的应用最广。

2) 照料型住宅模式下的养老地产特征分析

德国的照料型住宅又称作“辅助生活服务型住宅”。这种养老模式比较适合居住在家中，生活部分自理，但需接受移动护理服务或由家人护理的老年人。

因此，德国的照料型住宅一般配有护理和生活服务设施，处于援护期的老人可以选择入住此类住宅以延续自己健康活跃的自主生活状态。目前，德国照料型住宅还缺乏法律上的规定和标准，这导致此类住宅在组团规模、居住单元面积、服务配套种类等方面差距较大。此外，德国照料型住宅的居住成本较高，入住者至少需要签订两份合同（房屋租赁合同和服务合同），费用通过老人自身的养老金和相关护理保险来共同承担。

德国照料型住宅在欧美国家中十分普遍，如美国的辅助生活（assisted living）。我国很多养老地产项目也参考了欧美这种辅助生活的养老理念。

3) 养老院模式下的养老地产特征分析

德国的养老院也称作“住院照料设施”、“老年人照料中心”，它可以为援护期的老人提供专业的医疗护理和照料，租金费用由老年人自身的各类护理保险来承担。德国的养老院设施建设和运营由慈善机构、民间组织和政府共同承担。根据所提供的服务范围不同，德国的养老院又可细分为养老院、养老公寓、护理院。此外，德国养老院以出租型物业为主，几乎没有大规模销售型养老地产项目。

目前，德国很多机构的养老资源对社区开放，可以提供日夜照料或短期护理的不同选择。同时，德国的相关护理保险支持在短期护理设施中居住的时间最长为八周。由此可见，德国的机构养老正逐渐弱化了固有特征，向社区居家模式融合，门诊辅助生活形式越来越像住院设施，正日益成为护理和支持人员的重要服务场所。

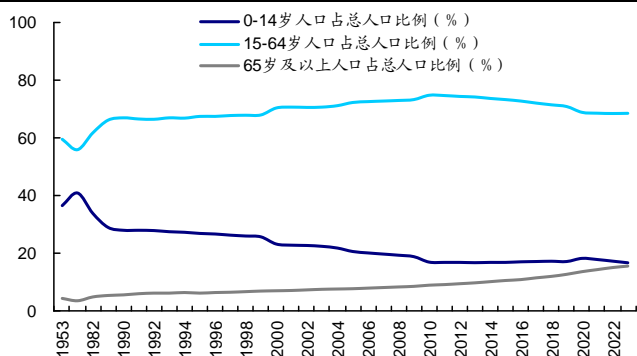
正因为如此，德国的养老院备受房地产投资者的追捧。一方面，投资者看好德国社会人口长期老龄化的发展趋势，另一方面德国养老院等机构养老所拥有的长期租约和专业化的运营能力也得到投资者的认可。

3. 我国养老地产现状和未来发展空间

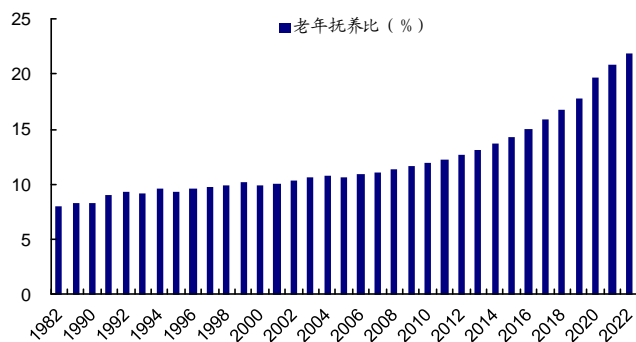
3.1 我国迈向重度老年社会

建国后，我国人口结构出现日益严重分化。其中，0-14岁人口占比从1964年的40.7%持续下滑至2023年的16.36%；15-64岁人口占比从1964年的55.7%先上升至2010年的74.5%后，再逐渐回落至2023年的68.26%；65岁以上人口占比则从1964年的3.6%持续上升至2023年的15.4%。这反映出我国社会已经进入中度老年化社会，正在向重度老年化社会迈进。

随着我国老年人口比重的上升，将不断加重我国老年抚养比和社会的抚养负担。目前，我国的老年抚养比（=65岁以上老年人口/15-64岁人口）已经由1982年的7.98%持续上升至2022年的21.83%，且近年来有不断加速趋势。

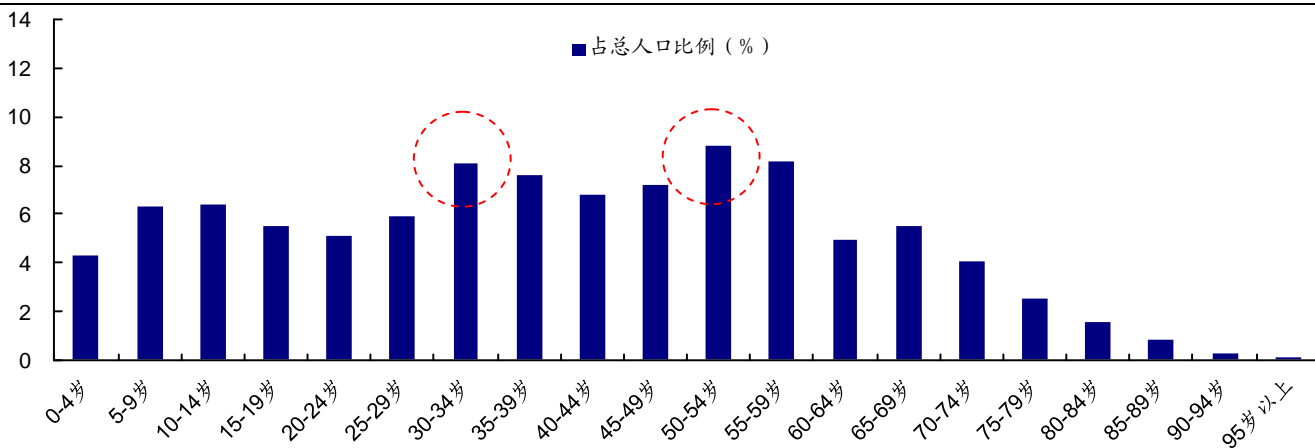
图3 全国 65 岁以上老年人口占比不断上升


资料来源: Wind、海通证券研究所

图4 近年来我国老年抚养比快速攀升


资料来源: Wind、海通证券研究所

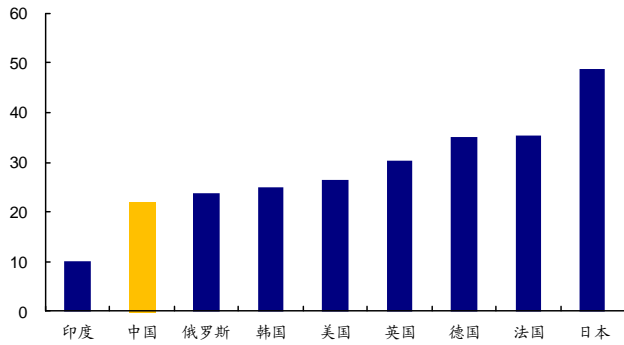
我国社会的老年化程度正不断加剧。2023 年,我国总人口数达 14.10 亿人。其中 65 岁以上老年人口占总人口的比例是 15.4%。此外,从年龄分布看,如果以每五年作为一个人口年龄层划分,2022 年我国的 30-34 岁和 50-54 岁的两个年龄层的人口数最多,从而形成两个人口高峰段。这两个高峰人群将会分别在 10 年、30 年后相继进入 60-65 岁以上的老年阶段,从而在 30 年后叠加形成中国的老年抚养压力高峰。

图5 2022 年我国不同年龄段人口分布显示十年和三十年后形成老年抚养高峰


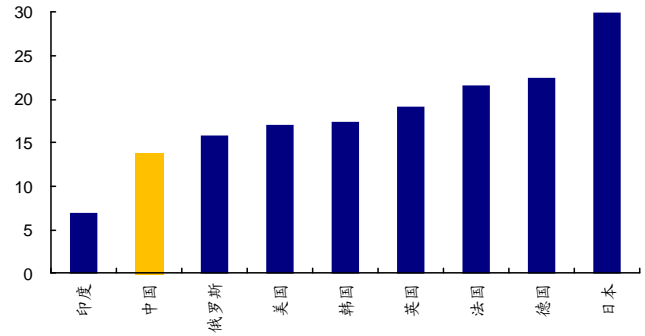
资料来源: Wind、海通证券研究所

从横向看,我国老年抚养比在 2022 年达到 21.83%,远高于同期人口大国印度的老年抚养比 10.17%,接近同期金砖国家俄罗斯和韩国的老年抚养比 23.76%和 24.91%,但低于同期发达国家美国、英国、德国、法国、日本的老年抚养比 26.39%、30.25%、35.23%、35.42%和 48.90%。

类似地,2022 年,我国 65 岁以上老年人口比重为 13.72%,要高于同期人口大国印度,但低于同期发达国家美国、英国、德国、法国、日本。

图6 2022年各国老年抚养比(%)


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图7 2022年65岁及以上人口占总人口比重(%)


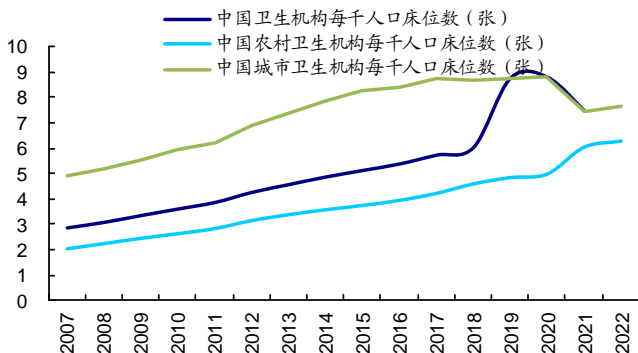
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

3.2 我国养老医疗设施严重不足

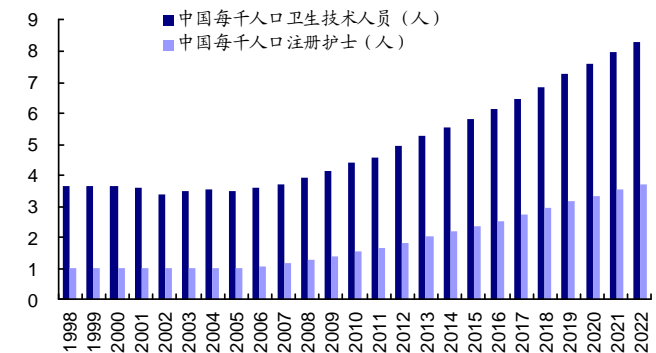
由上可知,我国老年抚养的压力越来越大。而另一方面,近年来我国卫生机构每千人床位数增长也出现停滞状态。截止2022年,我国城市和农村卫生机构每千人床位数分别为7.66张和6.25张。

可喜的是,近年来我国卫生技术人员和护士人数出现了持续地增长。截止2022年,我国卫生技术人员和护士每千人人数分别为8.27人和3.71人。

我们认为,卫生技术人员和护士每千人人数上升有利于养老产业的发展。相对而言,我国卫生机构每千人床位数对应的养老地产供给上尚存在不足。因此,未来数年我国急需加强能够整合老年护理、老年疾病医治等在内的老年地产产业。

图8 近年来我国卫生机构每千人床位数停滞不前


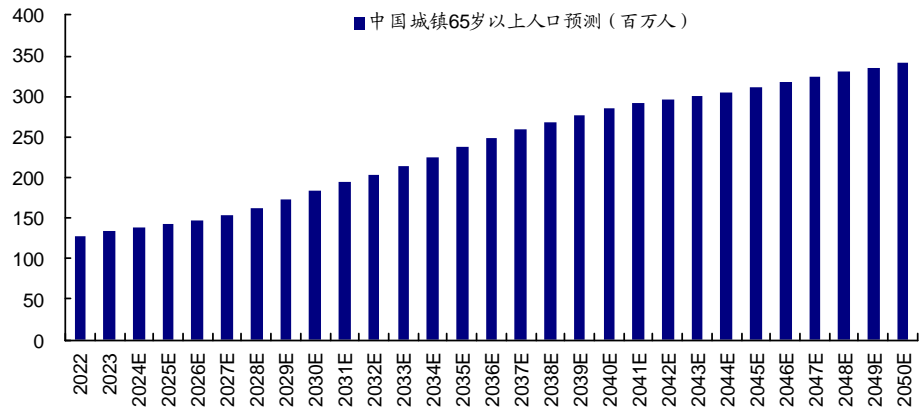
资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图9 近年来我国卫生技术人员和护士每千人人数持续上升


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

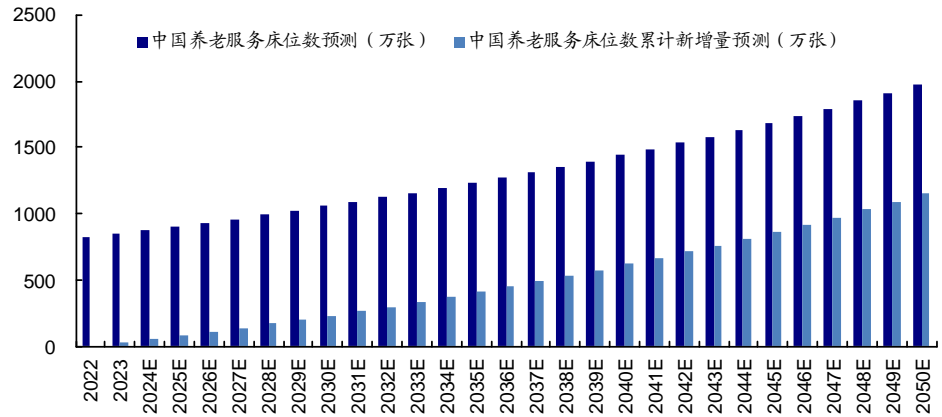
3.3 未来我国养老地产规模的测算

根据联合国官方网站预测,至2030年、2040年、2050年,我国65岁以上老年人口数将分别达到2.58亿人、3.60亿人、3.95亿人。假设未来我国城镇化率的年增加值为近三年城镇化率的年平均增加值0.76个百分点,则至2030年、2040年、2050年,预计我国城镇65岁以上老年人口数将分别达到1.84亿人、2.85亿人、3.42亿人。

图10 未来我国城镇 65 岁以上老年人口数量的测算


资料来源：联合国官网、海通证券研究所测算

2022 年底，我国养老服务床位数为 822.3 万张。过去四年的养老服务床位数年平均增速为 3.17%，假设未来维持这个增速不变，则 2030 年、2040 年、2050 年末，我国需要新增养老服务床位数分别为 233.3 万张、620.2 万张、1148.8 万张。

图11 未来我国需新增养老服务床位数的中性测算


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所测算

综上，假设未来我国养老服务床位数年均增速为 2%-4%，每张床位对应住宅地产建面为 25-35 平米（相当于两室户住宅建面 50-70 平米）。由此推算，截至 2050 年我国新增养老地产潜在需求为 1.52 亿平 - 5.75 亿平（中性假设下是 3.18 亿平）。因此，未来我国老年人口群体庞大，巨大的老年抚养人群为养老地产带来重大发展机遇。

表 1 至 2050 年我国需新增养老地产建面的敏感性测算

新增养老地产需求 (万平)	养老服务床位数年均增速 (%)				
	1	2	3	4	5
10	2642	6093	10591	16435	24012
15	3963	9140	15886	24653	36018
20	5284	12187	21181	32871	48024
25	6605	15234	26477	41088	60031
30	7926	18280	31772	49306	72037
35	9247	21327	37067	57524	84043
40	10568	24374	42363	65741	96049
45	11889	27420	47658	73959	108055
50	13210	30467	52953	82177	120061

资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所测算

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/416224213035010142>