

强于大市

地产天天见（第 42 期）

养老产业有什么更好的盈利模式吗？

【每日一问】

近年来养老政策重要性明显提升。2019 年 4 月国务院发布《关于推进养老服务发展的意见》，2021 年 3 月制定的“十四五规划”中提到，至 2025 年将支持 300 个培训养老机构转型为普惠养老机构、1000 个公办养老机构增加护理型床位，养老机构护理型床位占比提高到 55%。2022 年 10 月的二十大报告中也提及“积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业”，与十九大不同的是，将“应对人口老龄化”上升为国家战略。

养老产业规模扩展仍具较大空间。全国老龄委称 2014-2050 年中国老年人口消费潜力将从 4 万亿元增至 106 万亿元左右，占 GDP 比例将从 8% 增至 33%。按照统计局数据，截至 2021 年末，我国 60 岁及以上人口 2.67 亿人，而养老服务机构床位总数仅 501.6 万张，以此计算，不到 2% 的高龄人口能获得配套养老机构服务。社科院预测的 2030 年养老产业市场规模为 13 万亿元，与 2017 年中国房地产行业销售规模相当。

各类竞争主体跑马圈地，产业迎来新一轮升级。我国养老产业主要参与主体有：1) 保险公司：2010 年 9 月，保险资金正式获准进入养老地产市场。养老地产以其长期稳定资产的特点吸引险企进行投资。2) 地产公司：万科在养老社区、嵌入式养老服务中心及自持老年公寓三个方向上都有尝试。保利 2012 年开始布局，继和熹会养老公寓也被集团视作地产开发销售后的又一商业模式。不过，开发商习惯于高周转、赚快钱的模式，而养老地产产业链长，资金要求量大、市场回报慢，开发商缺乏后续养老服务相关经验，当前其资金压力又较大，因此进行养老产业投资的意愿并不高。

当前养老地产主流的盈利模式主要是销售模式、持有模式、租售并举、会员制等，存在不确定性。1) 销售模式：与传统的出售产权房方式基本一致，在地产项目建设基础上附加养老设施与服务。这种模式资金回笼快，风险相对较小，但也意味着开发商放弃了持有物业带来的溢价和收益。2) 持有模式：有利于后期运营的持续收入，但对资金要求高，投资回收期较长，且对开发商的运营管理有较高要求。这种模式一般是政府主导的福利性质养老地产项目，采用 BOT 建设方式。3) “销售+持有”并举模式：适用于普通养老公寓和大型混合式养老社区的开发，以北京太阳城、上海亲和源老年公寓等项目为代表。4) 会员制模式：由于出售会员卡的模式能够迅速回笼资金，提高资金的周转效率，是多数大型养老机构都将其作为主要推广模式，即一次性缴纳高额会员卡费用，其后每月缴纳较低的费用及其他费用。然而这一模式对于获客能力不强、品牌效应不高的养老企业而言难以走通。5) 分散租赁模式：采用收取一定押金，分月或分季度付款的盈利模式。由于盈利模式的不确定性，房企对于养老行业的探索在逐渐冷却。万科董事会主席郁亮多次对外表示，养老业务只是探索业务，还没有找到合适的模式，还需要继续摸索。

国内大多养老机构处于微利经营甚至亏损状态，存在着普遍的盈利难问题。财政部数据显示，截至 2019 年 3 月，盈利的养老机构利润率在 5% 到 10% 之间。老龄委 2014 年数据显示，我国仅 19.4% 的养老机构略有盈利，48.1% 的养老机构基本持平，32.5% 的养老机构亏损。

我们认为，导致养老机构盈利困难的原因有以下几点：1) 目前我国养老机构空置率较高，收入难以实现最大化饱和化。国际上通常认为，一个养老机构达到 80% 的入住率，才能实现收支平衡。而全国老龄委数据显示，2014 年全国养老机构平均入住率为 48%。北京大学 2019 年调研统计中发现：北京仅 4% 的养老机构实现盈余，超过 60% 的养老机构需要 10 年以上的才能收回投资。我们认为低入住率主要是因为养老机构的结构性问题，高端供给偏多，低端供给缺乏，“未富先老”是我国老龄化的显著特征，大多数老人支付能力有限。我国老年人口是以中低收入劳动者为主的社会群体，全国老龄委数据显示 2014 年我国企业退休人员基本养老金水平平均仅 2061 元。多数老年人的养老问题只能由非营利组织来解决。而当前民办养老中高端机构供给偏多，而中低端的却供给不足，供需不匹配导致养老机构普遍入住率较低。2) 养老机构开发周期长、投入较大、运营成本较高。一方面，部分地区养老机构建设用地紧张，新建养老机构的土地成本较高。另一方面，老龄办调查显示在平均约 19 年的余寿中，健康余寿只有 9 年左右，其余 10 年是带病或失能状态，因此养老机构通常需要具备医疗护理属性，医护人员成本通常较高。3) 养老机构投融资支持政策不健全，养老机构融资方式单一、融资对象狭窄、融资结构不合理，这都让企业在运营养老产业的过程中，资金回笼也更加缓慢。

20% 的养老机构是如何实现盈利的？1) 高服务高价格策略。形成品牌后，未来新开设的机构主要走中高端路线，收费标准提升以实现盈利。2) 开源和节流。除了“床位费、护理费、餐饮费”传统三项收费之外，提供个性化增值服务、康复医疗服务等增加收入来源，同时优化护理服务物理空间，有效配置护理人员，提升人均服务效率的提升。3) 通过各类营销手段，增强品牌知名度和影响力，以提升项目入住率。4) 通过规模经济实现盈利：小型化、社区化、连锁化经营是养老机构获取市场份额、提高市场竞争力的一种可选方式。

我们认为我国未来养老产业的发展方向和亟待解决的问题主要有：1) 匹配需求，形成梯队化服务产品。政府需要在引导民间资本进入中低端养老机构方面做出更多的政策指引。2) 产品服务体系更趋多元化和特色化。为老人提供一站式的养老服务解决方案。3) 产品服务体系金融化的探索。

【今日收评】

从大盘表现来看，今日(10月18日)申万房地产板块下跌1.13%，相对沪深300收益率为-0.92%；恒生地产板块上涨0.61%，相对恒生指数收益率为-1.20%。申万房地产板块中，央企、地方国企与民企涨跌幅均值分别为-0.65%、-0.46%、-0.63%。地产板块跑输沪深300，节后销售回暖仍待观察，10月为四季度房企债务到期量的小高峰，市场对销售是否实质性回暖、房企信用风险事件是否会继续出现仍有担忧；即将进入三季报密集披露期，房企业绩仍然承压，信用风险对于融资的负反馈、销售回款不畅或导致前三季度部分房企现金流出现净流出。

从个股表现来看，主流 A 股房企今日涨跌幅均值为-1.28%，排名前三是华侨城 A、绿地控股、阳光城，涨跌幅分别为-0.21%、-0.35%、-0.51%。华侨城披露 2022 年度第六期中票说明，发行规模上限 15 亿元，期限为 3+N 年，中购区间为 2.80%-3.80%，联合资信给予发行主体信用评级为 AAA，债项评级为 AAA。主流内房股今日涨跌幅均值为 0.20%，排名前三是越秀地产、华润置地、龙湖集团，涨幅分别为 6.16%、1.13%、0.63%，为区域性国企、稳健的龙头央企和优质头部民企。

相关研究报告

《市场疑虑逐步走向清晰，建议关注板块机会——四季度地产行业展望》20221012

《地产天天见（第 41 期）：从央行问卷调查看，三季度房企贷款需求与居民购房意愿如何了？》

《地产天天见（第 40 期）：取消公摊面积会有怎样的影响？》

《地产天天见（第 39 期）：930 政策利好后，“十一”楼市表现如何？》

《地产天天见（第 38 期）：930 地产政策密集出台释放了怎样的利好？》

《地产天天见（第 37 期）：房企商票发行与逾期情况如何了？》

《地产天天见（第 36 期）：从南昌集中土拍反映出的弱二线城市土地市场情况如何了？》

《地产天天见（第 35 期）：保障房 REITs 大涨后能否持续成为发展焦点？》

《地产天天见（第 34 期）：我国房产税预计规模有多少？一线城市压力会有多大？》

《地产天天见（第 33 期）：我国房地产税的由来？沪渝试点效果如何？》

《中国的真实住房需求还有多少？（2022 版）》20220803

《利益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》20220615

《AMC 参与房企化债的范围和力度有望加大，提供房企纾困新路径》20220523

《激进扩张和过度融资埋下隐患，政策收紧市场遇冷成为危机爆发的导火索——暴雷房企区域性研究系列之闽系篇》20220519

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》20220325

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

养老产业有什么更好的盈利模式吗？

我国早年养老行业规模扩展缓慢，近年来政策重要性明显提升。早在 2006 年国务院发布《关于加快发展养老服务业的意见》，首次提出鼓励社会资金以独资、合资、合作、联营、参股等方式兴办养老服务业，带动了第一波民办养老机构的创办风潮，例如，房企中最早涉足养老产业的绿城于 2007 年在临平蓝庭项目中尝试做一批颐养公寓，同时配备了老年大学、健康中心、文体活动中心、社区门诊、护理院等公共配套。但此后的数年间，由于市场教育不成熟、盈利模式不清晰、地方相应支持政策不完善等等原因，养老行业再度陷入沉寂，大部分养老机构的投资人在政策的鼓励下建店试水，但在首家门店市场表现不佳之后，就逐渐放缓了后续的投入。2019 年以来，养老行业支持政策出台更加密集。2019 年 4 月国务院发布《关于推进养老服务发展的意见》，提出 28 条具体举措，意在推动养老产业健康发展。2019 年 9 月，根据《民政部关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费的实施意见》提出到 2022 年养老机构护理型床位占比不低于 50%；养老服务设施达标率达到 100%；2022 年底前培养培训 1 万名养老院长、200 万名养老护理员、10 万名专兼职老年社会工作者。根据 2021 年 3 月制定的《中华人民共和国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》，至 2025 年，我国将支持 300 个左右培训疗养机构转型为普惠养老机构、1000 个左右公办养老机构增加护理型床位，支持城市依托基层医疗卫生资源建设医养结合设施，加大养老护理型人才培养力度，扩大养老机构护理型床位供给，养老机构护理型床位占比提高到 55%。2022 年 10 月的二十大报告中也提及“积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业”，与十九大不同的是，将“应对人口老龄化”上升为国家战略。

图表 1. 国家层面有关养老行业政策梳理

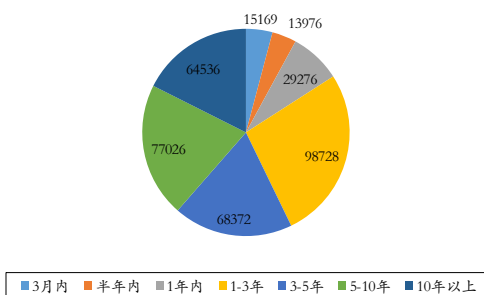
时间	发布部门	政策名称	国家层面有关养老行业政策重点内容	政策性质
2011 年 12 月	国务院	《社会养老服务体系建设规划(2011-2015 年)》	到 2015 年，每千名老年人拥有养老床位达到 30 张。	支持类
2013 年 6 月	民政部	《养老机构管理办法》	对服务内容、内部管理、监督检查、法律责任等方面进行了规范。	规范类
2016 年 12 月	国务院	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	提出到 2020 年，要做到养老服务市场全面放开，养老服务和产品有效供给能力大幅提升，供给结构更加合理，养老服务政策法规体系、行业标准体系进一步完善，信用体系基本建立市场监管机制有效运行。	支持类
2017 年 2 月	国务院	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	到 2020 年，养老服务供给能力大幅提高，质量明显改善，结构更加合理，多层次、多样化的养老服务更加方便快捷；政府运营的养老床位占当地养老床位总数的比例不超过 50%，护理型床位占当地养老床位总数的比例不低于 30%。	支持类
2017 年 3 月	民政部、公安部、国家卫生计生委质检总局、国家标准委、全国老龄办	《关于开展养老院服务质量建设专项行动的通知》	提出到 2017 年底，50% 以上的养老院能够以不同形式为入住老年人提供医疗卫生服务。涌现一批质量有保证、服务有标准、人员有专长的专业化养老院。到 2020 年底，基本建立全国统一的养老院服务质量标准和评价体系，养老院质量治理和促进体系更加完善，养老院服务质量总体水平显著提升，所有养老院能够以不同形式为入住老年人提供医疗卫生服务，形成一批品牌形象突出、服务功能完备、质量水平一流的连锁化养老院。	支持类
2019 年 4 月	国务院	《关于推进养老服务发展的意见》	深化放管服改革；拓宽养老服务投融资渠道；扩大养老服务就业创业；扩大养老服务消费；促进养老服务高质量发展；促进养老服务基础设施建设。	支持类
2019 年 5 月	民政部 国家卫生健康委、应急管理部、市场监管总局	《关于做好 2019 年养老院服务质量建设专项行动工作的通知》	到 2019 年底，实现 60% 养老机构符合国家标准，启动实施养老机构等级评价示范工程，推出一批星级示范养老机构，辐射带动养老机构服务质量持续提升。	规范类
2019 年 7 月	国家卫生健康委、民政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家中医药管理局	《关于加强医疗护理员培训和规范管理工作通知》	要开展医疗护理员培训，加强医疗护理员的规范管理，同时发布了《医疗护理员培训大纲(试行)》。	规范类
2019 年 9 月	民政部	《民政部关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费的实施意见》	到 2022 年养老机构护理型床位占比不低于 50%；养老服务设施达标率达到 100%；2022 年底前培养培训 1 万名养老院长、200 万名养老护理员、10 万名专兼职老年社会工作者	支持类
2019 年 12 月	自然资源部	《关于加强规划和用地保障支持养老服务发展的指导意见》	对养老机构实行多种有偿使用方式供应用地和地价优惠政策。	规范类
2020 年 4 月	民政部 住房和城乡建设部、国家卫生健康委、应急管理部、市场监管总局	《关于做好 2020 年养老院服务质量建设专项行动工作的通知》	到 2020 年底，实现 60% 以上的养老机构提前符合强制性国家标准；各地养老机构普遍推行全国统一的养老机构等级评定制度。2022 年底建设以特困人员专业照护为主的供养老务设施。	支持类
2020 年 8 月	民政部	《关于公开征求〈养老院长培训大纲(征求意见稿)〉和《老年社会工作者培训大纲(征求意见稿)〉意见的通知》	为进一步提升养老院长、老年社会工作者培训实用性、针对性、规范性，公布了对于养老院长和老年社会工作者的培训大纲。	规范类
2020 年 9 月	民政部	《养老机构管理办法》(2020 版)	增加养老机构办理备案的便利程度，提升养老机构的公共卫生应急能力、完善安全保障工作要求等方面做出了修订。	规范类
2020 年 10 月	民政部	关于印发《养老院长培训大纲(试行)》和《老年社会工作者培训大纲(试行)》的通知	为各级民政部门、培训机构组织开展培训提供了依据。	规范类
2020 年 10 月	民政部	《关于印发〈养老院长培训大纲(试行)〉和《老年社会工作者培训大纲(试行)》的通知	为各级民政部门、培训机构组织开展培训提供了依据。	规范类
2020 年 11 月		《中共中央关于制定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的建议》	推动养老事业和养老产业协同发展，健全基本养老服务体系，发展普惠性养老和互助性养老，支持家庭养老功能，培育养老新业态，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，健全养老服务综合监管制度。	支持类
2020 年 12 月	国务院	《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》	加强涉及资金监管；加强运营秩序监管；压实机构主体责任；发挥标准规范引领作用。	规范类
2021 年 3 月	文化和旅游部、国家发展改革委、财政部	《关于推动公共文化服务高质量发展的意见》	提出积极适应老龄化社会发展趋势，提供更多适合老年人的文化产品和服务，让老年人享有更优质的晚年文化生活。	支持类
2021 年 3 月		《中华人民共和国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》	深化公办养老机构改革，提升服务能力和水平，完善公建民营管理机制，支持培训疗养资源转型发展养老，加强对护理型民办养老机构的支持，开展普惠性养老机构联动专项行动。	支持类

资料来源：克而瑞，中银证券

更宽松的行业准入门槛、更明确的政策细则支持，使得养老产业再度引发关注，产业规模扩展仍具较大空间。全国老龄工作委员会办公室 2014 年发布的《中国老龄产业发展报告（2014）》称，2014-2050 年中国老年人口的消费潜力将从 4 万亿元左右增长到 106 万亿元左右，占 GDP 的比例将从 8% 增长到 33%。老龄金融业和老龄房地产业将是增长的两大亮点。老龄房地产包括养老社区、老龄服务机构、异地养老房地产项目、城市老年公寓、现有住房的适老化改造、二手老龄房地产等。按照国家统计局数据，截至 2021 年末，我国 60 岁及以上人口为 2.67 亿人，而养老服务机构床位总数仅 501.6 万张，以此计算，不到 2% 的高龄人口能够获得与之匹配的配套养老机构服务，产业规模扩展仍有较大空间。中国社科院在《中国养老产业发展白皮书》中预测的 2030 年养老产业市场规模为 13 万亿元，这个数值与 2017 年中国的房地产行业销售规模相当。

图表 2. 截至到 2022 年 5 月末，我国养老产业企业数量超过 3.67 万家

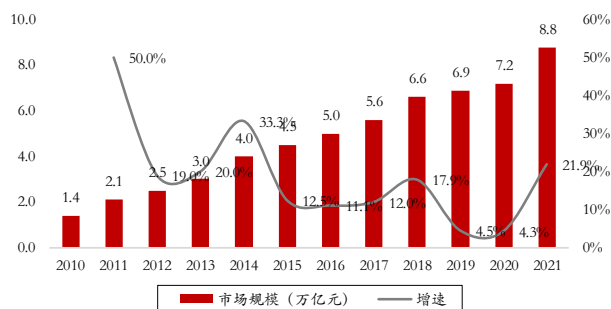
我国养老产业企业数量（按企业成立时段分）



资料来源：艾美咨询，中银证券

图表 3. 2021 年我国养老产业市场规模 8.8 万亿元，同比增长 21.9%

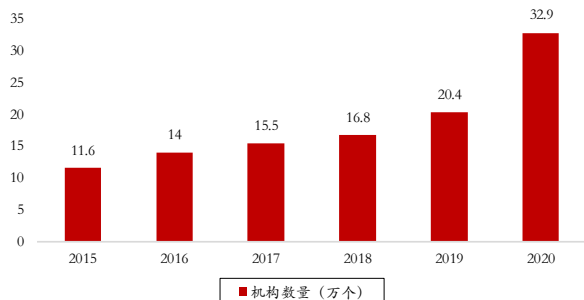
我国养老产业市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 4. 2020 年我国养老机构数量达 32.9 万个

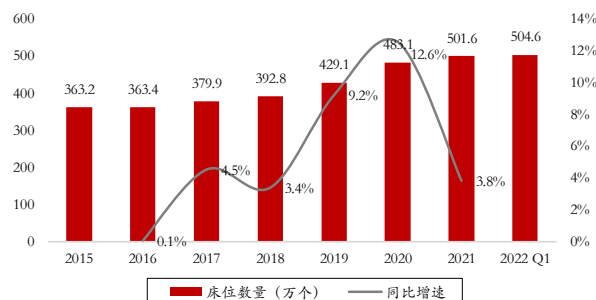
我国养老机构数量



资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 5. 2022 年一季度末，我国养老机构床位数量为 504.6 万个

我国养老机构床位数量及增速



资料来源：华经产业研究院，中银证券

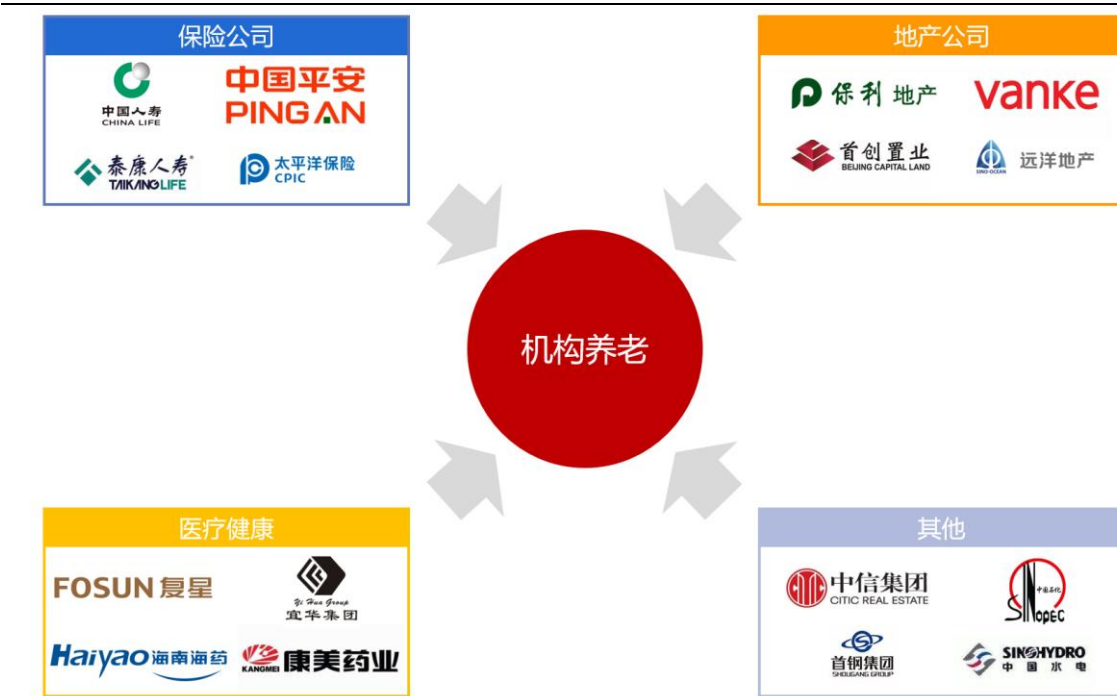
随着中国老龄化的持续加剧，各类竞争主体跑马圈地，产业迎来新一轮升级。国内养老机构在养老产业中探索出比较成熟的模式当属养老地产。养老地产将养老产业与房地产行业结合，服务目标为老年人群体，提供具有完备设施的住宅和符合老年人身心需求的综合性服务，包括居住养老、医疗护理和文娱活动内容。我国养老产业主要参与主体有：

1) 保险公司：2010 年 9 月，保监会发布《保险资金投资不动产暂行办法》，保险资金正式获准进入养老地产市场。对于保险公司而言，房地产以其长期稳定资产的特点吸引险企进行投资。机构养老投资周期与寿险公司尤为匹配，寿险企业主要寻求前期资金投入高，后期无需大量投入依靠自身盈利稳健运营的项目。当前部分领先的险企已在养老领域进行了大量投资，根据人民网统计，至今保险系企业在养老地产领域的投资将超过 2000 亿元。

以泰康人寿为代表的保险资金率先进入了这一领域，泰康是中国养老社区的先行者。早在2009年11月，保监会批准了泰康人寿养老社区股权投资计划；2012年4月，泰康人寿推出了国内第一款保险与养老社区相结合的“幸福有约”综合养老计划；同年6月，养老社区在北京昌平奠基，泰康将北京的养老社区命名为“燕园”。未来10年泰康人寿计划将投资1000亿元用于全国约15个连锁养老社区建设。陈东升说，以养老为代表的医养板块是核心战略，是做了20年、30年、50年的准备。除了泰康之外，合众人寿、平安、新华等保险公司也先后进入养老地产领域，有些项目已经启动，有些仍然停留在初始阶段。导致项目难以启动的原因各种各样，最重要的一条即是难以找到合适的盈利模式。

2) 地产公司：万科、保利等多家国内知名地产商在全国范围内布局养老地产。万科在养老社区、嵌入式养老服务中心以及自持老年公寓三个方向上都有尝试。位于杭州良渚文化村的随园嘉树楼盘以“养老服务”为卖点，配有40余项适老性能设计。早在2010年，北京万科推出“幸福汇”项目，自持老年公寓，同时配备护理机构、健康会所等适合老年人的服务设施。2014年10月，上海万科首个养老地产项目落地上海万科城市花园——社区内嵌入式的养老服务中心“智汇坊”。通过小区内万科活动中心改造，增补养老机构，为小区客户提供养老服务。保利2012年开始在北京布局养老产品，2014年10月养老公寓上海“西塘-和熹会”投入使用，保利继和熹会养老公寓也被保利集团视作地产开发销售之后的又一商业模式。不过，开发商习惯于高周转、赚快钱的模式，而养老地产的产业链特别长，建完房子只是完成了一部分，更关键的是后续的管理，开发商缺乏后续养老服务相关经验，这种商业模式对资金要求量大、沉淀时间长、市场回报慢，当前开发商的资金压力又较大，因此开发商进行养老产业投资的意愿并不高，多数项目也出现夭折的情况。

图表6. 我国养老产业的参与主体



资料来源：公司官网，中银证券

图表 7. 我国养老产业的参与情况

主体类型	企业名称	代表项目	布局简介
地产公司	万科	随园嘉树	“嘉园-社区嵌入式长者照料中心”、“怡园-城市养老服务综合体(城市全托中心)和“随园-持续照料中心(适老化长者公寓)三位一体模式
	保利	和熹会	保利地产和基金善居养老计划，并与平安投资共同成立养老产业专业管理公司
保险公司	泰康人寿	泰康之家	首张养老社区资格书，布局全国老龄地产产业
	合众人寿	合众健康社区	投资合众人寿健康社区，投资总额高达 100 亿元
	中国人寿	国寿嘉园	在河北廊坊筹建养老社区，项目总投资为 1000 亿元
养老服务运营商	日本长生集团	爱丁堡国际中心	在青岛合资兴建国际标准的高端社区化养老机构爱丁堡国际颐养中心
	亲和源集团	亲和源	在上海拥有亲和老年公寓、亲和护理医院等实体养老机构，配套日常生活和专业护理和医疗设施
	山屿海集团	山屿海康养	以高端人群的健康养老为核心，通过旅游、度假、健康、医疗、养老、社交，终身学习等多维服务
投资与实业	燕达实业	燕达健康城	旗下有燕达金色年华养护中心等养老机构
	中信集团	中信武夷山养老	中信医疗健康产业集团拓展养老业务板块的业务部门
	首钢集团	首钢敬老院	首钢集团的全资子公司发展医疗健康养老产业

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

当前养老地产主流的盈利模式主要是销售模式、持有模式、租售并举、会员制等，存在不确定性。1) **销售模式**：与传统的出售产权房方式基本一致，养老地产在地产项目建设基础上附加养老设施与服务，完成后一次性将地产出售给目标客户，是目前较为普遍的一种盈利方式。这种模式资金回笼快，便于资金流通，提高资金的周转率，风险相对较小，但也意味着开发商放弃了持有物业带来的溢价和收益。2) **持有模式**：开发商没有选择出售物业，而是持有并长期租赁。开发商担任起运营商角色，设立一定的入住门槛，然后采取按月收取服务费的形式运作项目。这种模式有利于后期运营的持续收入，但对资金要求高，投资回收期较长，且对开发商的运营管理有较高要求。这种模式一般是政府主导的福利性质养老地产项目，采用 BOT 建设方式，由政府强制配建，在土地供应方案和规划设计条件里明确建设用途为养老，政府给予开发商一定的土地出让费、税费方面优惠，将项目融资、特许经营权转让给开发商，双方协议约定在一定期限内由企业进行管理，协议期满政府无偿收回项目。3) **“销售+持有”并举模式**：指开发商将一部分产权销售，一部分产权用于持有运营。此模式可以通过物业产权销售实现资金快速回笼，降低资金成本和压力，回笼资金可用于经营性物业和配套设施的建设，同时优良的经营性物业与配套设施在一定程度上可带动可售物业市场价值的提升，使整个项目实现良性循环。这种模式解决了资金投入与后期运营的问题，可促进整个项目的可持续发展，实现收益多元化。适用于普通养老公寓和大型混合式养老社区的开发，以北京太阳城、上海亲和源老年公寓等项目为代表。4) **会员制模式**：会员制模式是指投资运营商销售会员资格，并为会员提供全方位、多层次的养老服务，通过收取会员费和服务费实现盈利。这种模式以运营商持有物业为基础，以提供养老服务为核心，规避了产权销售的后期管理难和物业租赁的回收周期长的难题，是养老地产盈利模式的重要创新。由于出售会员卡的模式能够迅速回笼资金，提高资金的周转效率，是多数大型养老机构都将其作为主要推广模式，即一次性缴纳高额会员卡费用，其后每月缴纳较低的房费及其他费用。然而这一模式对于获客能力不强、品牌效应不高的养老企业而言难以走通。5) **分散租赁模式**：采用收取一定押金，分月或分季度付款的盈利模式，租期一般比较分散，有长有短。在这种模式下，一般是由开发商与专门的经营公司或物业公司合作开发，将既得利润按股分红。由于盈利模式的不确定性，房企对于养老行业的探索在逐渐冷却。万科董事会主席郁亮多次对外表示，养老业务只是摸索业务，坦白而言还没有找到合适的模式，还需要继续摸索。

图表 8. 保利和熹会收费标准

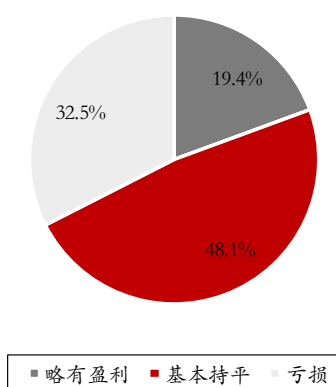
保利和熹会				
能自理型养老标准				
房型	床位费 (元/月)	餐费 (元)	综合服务费 (元)	最低费用合计 (元)
双人标间 (朝南、西)	原价: 5000	900 月/人	500 月/人	3900
	5 万会费: 3750 (7.5 折)			
	10 万会费: 3000 (6 折)			
	20 万会费: 2500 (5 折)			
双人标间 (朝南)	原价: 4600	900 月/人	500 月/人	3700
	5 万会费: 3450 (7.5 折)			
	10 万会费: 2760 (6 折)			
	20 万会费: 2300 (5 折)			
双人标间 (朝东北)	原价: 4400	900 月/人	500 月/人	3600
	5 万会费: 3300 (7.5 折)			
	10 万会费: 2640 (6 折)			
	20 万会费: 2200 (5 折)			
双人标间 (朝东, 北, 西)	原价: 4000	900 月/人	500 月/人	3400
	5 万会费: 3000 (7.5 折)			
	10 万会费: 2400 (6 折)			
	20 万会费: 2000 (5 折)			
vip 套房	原价: 15000	900 月/人	500 月/人	8900
	5 万会费: 11250 (7.5 折)			
	10 万会费: 9000 (6 折)			
	20 万会费: 7500 (5 折)			
其他费用	1. 医疗备用金: 20000 元/人			
	2. 一次性安置费: 1000 元/人			
	3. 冬季取暖费: 标间: 5 元/床/天; VIP: 20 元/套/天			
	4. 水、电、夏季空调、网络: 免费			

资料来源: 公司官网, 中银证券

我国或有 80% 的养老机构都难以盈利。国内大多养老机构处于微利经营甚至亏损状态, 存在着普遍的盈利难问题。财政部政府和社会资本合作中心公布数据显示, 截至 2019 年 3 月, 盈利的养老机构利润率在 5% 到 10% 之间。全国老龄委 2014 年发布的《养老机构发展研究报告》显示, 我国仅 19.4% 的养老机构略有盈利, 48.1% 的养老机构基本持平, 32.5% 的养老机构亏损。2015 年 1 月, 民政部发布的数据显示, 一半以上的民办养老机构收支只能持平, 40% 的民办养老机构长年处于亏损状态, 能盈利的不足 9%。

图表 9. 我国仅 19.4% 的养老机构略有盈利, 48.1% 的养老机构基本持平, 32.5% 的养老机构亏损

我国养老机构盈利情况



资料来源: 全国老龄委《养老机构发展研究报告》, 中银证券

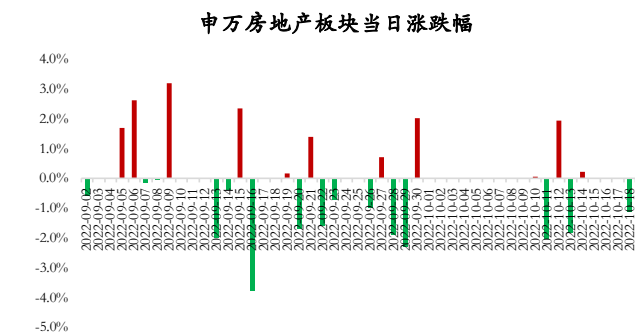
我们认为，导致养老机构盈利困难的原因有以下几点：1) 目前我国养老机构空置率较高，收入难以实现最大化饱和化。国际上通常认为，一个养老机构达到 80% 的入住率，才能实现收支平衡。而全国老龄委数据显示，2014 年全国养老机构平均入住率为 48%。北京大学人口所著名人口学家乔晓春在 2019 年调研统计中发现：即使是一线城市北京市养老机构盈利状况十分严峻，只有 4% 的养老机构实现盈余，超过 60% 的养老机构需要 10 年以上的时间才能收回投资。我们认为低入住率主要是因为养老机构的结构性问题，**高端供给偏多而低端供给缺乏，“未富先老”是我国老龄化的显著特征，大多数老人支付能力有限。**中国科学院研究院表示，我国老年人口是以中低收入的劳动者为主的社会群体，全国老龄委数据显示 2014 年我国企业退休人员基本养老金水平月平均只有 2061 元。多数老年人的养老问题只能由非营利组织来解决。而当前民办养老中高端机构供给偏多，而中低端的却供给不足，供需不匹配导致养老机构普遍入住率较低。2) **养老机构开发周期长、投入较大、运营成本较高。**一方面，部分地区养老机构建设用地紧张，新建养老机构的土地成本高。另一方面，根据老龄办对城乡老年人口健康情况的调查，在平均约 19 年的余寿中，健康余寿只有 9 年左右，其余 10 年基本上是带病或失能状态，因此养老机构通常需要配备一定的医疗护理属性，医护人员的成本通常较高。3) 养老机构投融资支持政策不健全，养老机构融资方式单一、融资对象狭窄、融资结构不合理，这都让企业在运营养老产业的过程中，资金回笼也更加缓慢。

20% 的养老机构是如何实现盈利的？ 1) **高服务高价格策略。**形成品牌后，未来新开设的机构主要走中高端路线，收费标准提升以实现盈利。2) **开源和节流。**除了“床位费、护理费、餐饮费”传统三项收费之外，提供个性化增值服务、康复医疗服务等增加收入来源，同时优化护理服务物理空间，有效配置护理人员，提升人均服务效率的提升。3) **通过各类营销手段，增强品牌知名度和影响力，以提升项目入住率。**4) **通过规模经济实现盈利：**小型化、社区化、连锁化经营是养老机构获取市场份额、提高市场竞争力的一种可选方式。“就地养老”或许是未来的趋势，使得老年人不必脱离原有的生活圈，更加宜居舒适，养老机构可以尽可能社区化，即依托社区发展养老机构。

我们认为我国未来养老产业的发展方向和亟待解决的问题主要有： 1) **匹配需求，形成梯队化服务产品。**当前民办养老中高端机构已经供给偏多，而中低端的却供给不足，政府需要在引导民间资本进入中低端养老机构方面做出更多的政策指引。2) **产品服务体系更趋多元化和特色化。**当前，养老服务仍然以满足老人的住宿、用餐、日常初级护理为主，而随着人们生活水平的提高以及消费观念的转变，养老服务的需求日益呈现多元化、个性化发展的趋势。所以，养老产业在供给方面应联合医疗、康复、娱乐、文化、教育、旅游、心理、农业、商业、体育、健康食品等关联方共同设计出组合的养老产品和服务体系，**为老人提供一站式的养老服务解决方案。**以提高老人的满意度，形成与老人的全方位互动，增加与老人粘性，降低后期续费的难度。3) **产品服务体系金融化的探索。**由于养老服务自身长期性、持续性的特性，可以成为金融化产品设计很好的基础。养老机构或可通过会员制、床卡类金融产品、分时度假、信托、资产证券化等许多方式实现养老服务产品金融化，从而最大化企业利润，同时也降低了后期运营和营销工作难度。

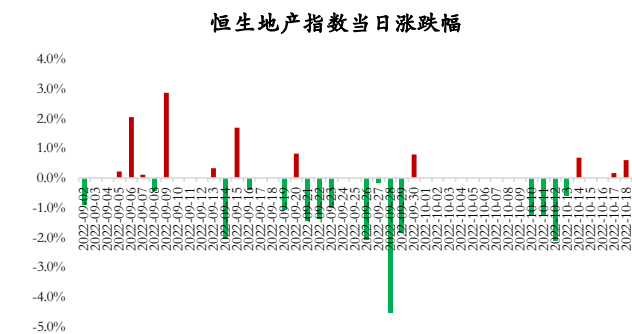
【今日收评】

图表 10. 2022 年 10 月 18 日申万房地产板块下跌 1.13%



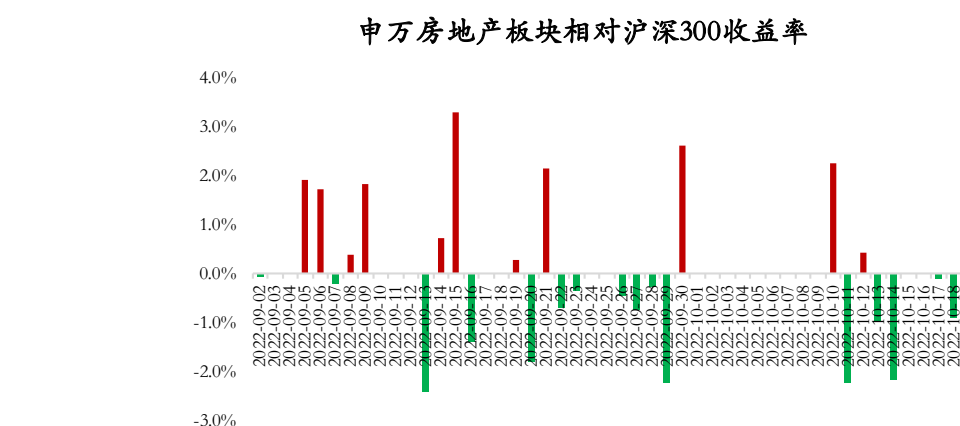
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2022 年 10 月 17 日恒生地产指数上涨 0.61%



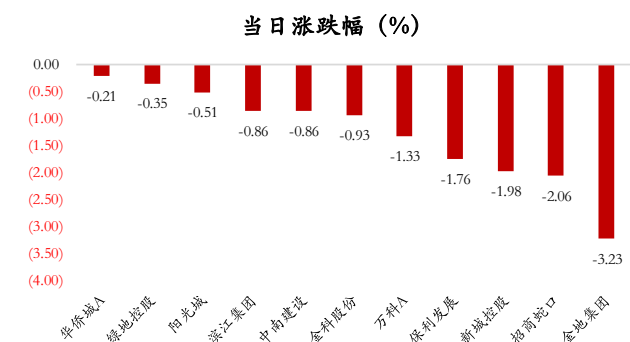
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2022 年 10 月 18 日申万地产板块 A 股相对沪深 300 收益率为-0.92%



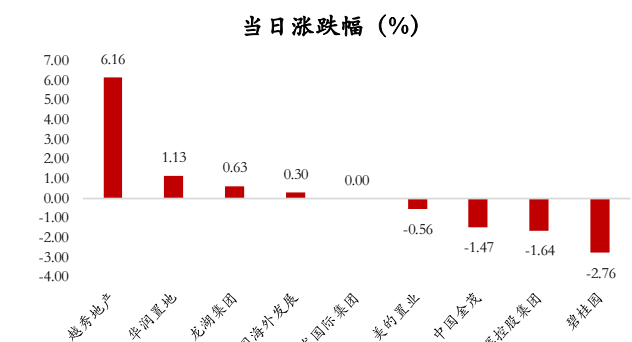
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2022 年 10 月 18 日主流 A 股房企中涨跌幅排名前三为华侨城 A、绿地控股、阳光城



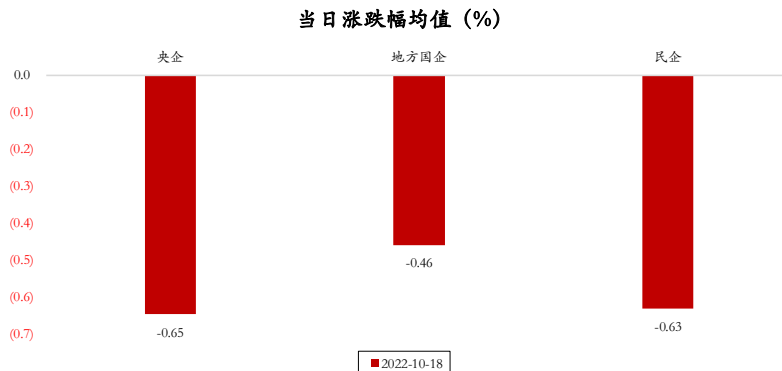
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2022 年 10 月 18 日主流内房股涨跌幅排名前三为越秀地产、华润置地、龙湖集团



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2022 年 10 月 18 日申万地产板块中, 央企、地方国企、民企涨跌幅均值分别-0.65%、-0.46%、-0.63%



资料来源: 万得, 中银证券

【行业重点大事件】

图表 16. 2022 年 10 月 18 日行业新闻梳理

层级	内容
地方	青岛: 针对医护工作者、教师、现役退役军人、模范先进、公安干警、大型企业人才等群体组织开展“手拉手”特价房专题活动。活动由优质房企推出部分特价房, 满足不同群体的购房需求。
	宁波: 取消原先“缴纳社保”的要求, 实行“70 年产权房即可落户”。租赁落户从城镇地区同一街道 (镇) 的成套住宅连续租住登记和社保缴纳均满 2 年放宽至均满 1 年。在奉化城镇地区同一街道 (镇) 的成套住宅连续租住登记满 1 年或社保缴纳满 1 年即可落户。
	广东韶关: 1) 农业转移人口在城镇购买新建商品住房、依法缴纳契税并落户的 (同一住房), 对缴纳的契税给予全额财政补贴。2) 农业转移人口可自愿缴存住房公积金, 纳入住房公积金保障范围, 支持农业转移人口住房消费。农业转移人口连续正常缴存住房公积金满 3 个月, 租住自住住房符合提取申请条件的, 可申请提取住房公积金。农业转移人口连续正常缴存住房公积金满 6 个月, 购买住房符合贷款条件的, 可申请住房公积金贷款。

资料来源: 财联社, 观点地产网, 中银证券

备注: 截至到 2022 年 10 月 18 日 17:00 的当日新闻。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371