



2016 年 10 月 14 日

## 买入(首次评级)

当前价: 47.4 元

目标价: 83 元

## 医药&amp;计算机&amp;中小市值研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

电话: 010-64408937

邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516

邮箱: lizhixin@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-64408919

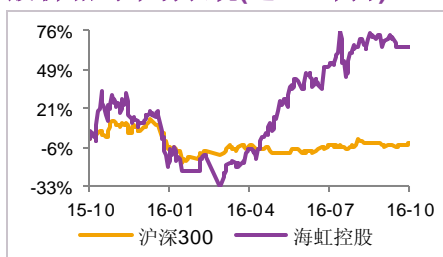
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

研究助理: 杨名

电话: 13611850141

邮箱: yangming\_bf@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	194	211	736	1621
(+/-)	-0.6%	8.70%	249%	120%
净利润	10	-130	142	557
(+/-)	-50%	-1452%	-	293%
EPS(元)	0.03	-0.12	0.17	0.62
P/E	1303.1	-	285.92	76.68

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

## 海虹控股(000503.SZ)

## 中国医疗福利管理首选标的, 覆盖人口比肩 BAT

## 投资要点

## ✧ 海虹 PBM 业务基础坚实: 超 8 亿医保覆盖人群

公司医保控费业务覆盖范围扩至全国 24 个省/直辖市的近 200 个地市, 审核结果公示反馈系统上线医院 8000 余家, 服务参保人群超过 8 亿人, 审单量累计突破 160 亿份。医保基金第三方支付评审服务已覆盖湛江、岳阳、遵义、成都、汕头、鹰潭等 6 个地市, 服务人群 9 千万。

## ✧ 掌握医疗大数据, 海虹 PBM 向“医保基金管家”的 PBM2.0 版迁移

公司 PBM 业务从最初提供医保控费服务向“医保基金管家”综合服务模式发展: (1) 通过“管家模式”卡位占主导地位的医保基金支付端, 串联起医疗产业链各方; (2) 凭健康大数据占领保险领域制高点 (3) 从 PBM 反哺医药电商业务。医疗大数据是我国建设全国一体化国家大数据中心的重要组成部分。海虹 PBM 业务在医疗大数据建设与应用上, 已走在国内前列。

## ✧ 海虹 PBM 解决医保支付系统的两大痛点: 医保支付价和支付方式

医保控费的关键节点在于, 合理医保支付价的形成和与之配套的支付方式的改革。我国现行省级招投标平台负责医药集中招标采购, 支付方医保对价格只能被动接受, 没有议价话语权; 支付方式上经历了从总额后付制到总额预付、按病种支付、按服务项目等多种付费模式的演变, 但仍有不少弊端。海虹 PBM 能协助合理医保支付价格的形成, 以及医保支付方式的改进。

## ✧ 海虹开拓 PBM 业务价值长尾: TPA、医药 to C 业务

基于 PBM 业务与大健康数据, TPA 服务将帮助商业健康险规避患者于医院的道德风险, 降低理赔成本、提高核保核赔效率, 管控过度诊疗等问题。目前, 公司已经合作签约 13 家商保, 在多个重点地市开展试点服务, 项目进展良好。公司与医院、药厂合作, 利用电商平台与 APP, 拓展 C 端业务, 提供包括预约就诊、慢病管理、家庭配送等特需服务, 深挖大健康服务的价值链。目前, 全国合作签约医院约 160 家, 合作签约生产企业约 50 家。

## ✧ 盈利预测与投资建议

我们认为公司传统业务将保持低速增长, PBM 业务将进入收获期。我们预测 16/17/18 年, 公司年营业总收入约为 2.1/7.4/16.2 亿元; 对应 EPS 为 -0.12/0.17/0.62 元/股。参考 ESI 估值水平, 综合中美医保差距, 给予公司 750 亿元目标市值, 目标价 83 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

✧ 风险提示 (1) PBM 收费进度低于预期; (2) 医改政策出现重大变化; (3) 医药电商业务增速不及预期; (4) 宏观经济风险与市场波动风险。



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测 16/17/18 年，公司年营业总收入约为 2.1/7.4/16.2 亿元；对应 EPS 为 -0.12/0.17/0.62 元/股。参考美国 PBM 巨头 ESI 估值水平，综合中美医保差距，我们给予公司 750 亿元目标市值，目标价 83 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

**医药电商业务：**假设保持低速增长。

**PBM 业务：**我们假设公司未来医保审单服务按照医保基金年支出规模为基数，收取 0.5% 的审单和管理服务费；假设 2016-2018 年，实现收费落地城市 1 个、20 个（在 1-2 个省落地）、60 个（在约 5-6 个省份落地）。

**TPA 业务：**我们假设 TPA 业务从 2017 年起为公司带来收入。假设公司 TPA 业务收费按商保公司健康险保费收入 5% 收取前置服务费用。2015 年，我国商业健康险保费总收入 2410 亿元；2016 年，受政策影响，健康险保费收入呈现井喷现象，1-8 月保费累计收入 3098 亿元，全年有望突破 4000 亿元大关。我们保守假设 16/17/18 年全国健康险保费总收入 4000 亿元、5000 亿元、6000 亿元。假设 2017 年、2018 年公司合作健康险保费收入占全国健康险保费总额的 0.5%、1%。

### 有别于大众认识

市场普遍看好福建三明的医保控费模式。“三明模式”与 PBM 模式的控费角度与理念不同。我们认为，“三明模式”虽然控费效果明显，但也存在着医疗参与各方话语权不平等，“唯低价是取”可能导致的劣药驱逐良药及医疗需求外溢，以及控费效果边际递减效应等弊端。海虹 PBM 可以针对医改的需求，在医保端，实现管办分离，提高监管和控费效率；在中间环节，建立支付价，实现“三医联动”；在支付端，促进医保支付体系改革。因此，我们认为，海虹的 PBM 模式更适应中国的医保制度，切实从医改需求出发，能够带动医疗各方参与主体的积极性，更具备适应性，推广空间巨大。

### 股价表现的催化剂

1、习主席在今年全国卫生与健康大会上，讲话强调，要加快把医药卫生体制改革任务落到实处，要着力推进基本医疗卫生制度建设，努力在分级诊疗制度、现代医院管理制度、全民医保制度、药品供应保障制度、综合监管制度 5 项基本医疗卫生制度建设上取得突破。进一步明确了医改推进的方向，将加快医保支付方式的改革推进工作，有助于促进 PBM 业务的落地。

2、各地医保基金支付增速高于收入增速，增加了对医保控费的需求。

3、商业健康险受国家政策的支持，商保对 TPA 需求增长。

4、针对健康医疗信息服务，国家多次在公开会议上做出明确指示，政策环境持续向好。十三五规划纲要提出，要推进健康中国建设，提升健康信息服务和大数据应用能力。8 月的全国卫生与健康大会上，习主席再次强调要完善人口健康信息服务体系建设，推进健康医疗大数据应用。10 月 9 日，习主席强调要建设全国一体化的国家大数据中心，



医疗大数据是其中重要组成部分。

### 核心假设风险

- 1、医改政策出现重大变化；
- 2、医药电商业务增速不及预期；
- 3、PBM 收费进度低于预期；
- 4、宏观经济风险与市场波动风险。



## 目 录

投资案件 .....	2
投资评级与估值 .....	2
关键假设点 .....	2
有别于大众认识 .....	2
股价表现的催化剂 .....	2
核心假设风险 .....	3
一、海虹 8 亿人群医保覆盖，医保信息运营商雏形初显 .....	7
（一）15 年医药耕耘的坚持，海虹医保信息运营商雏形初显 .....	7
（二）风物长宜放眼量，海虹采取互联网圈地（客户）发展 PBM 业务 .....	7
（三）新健康业务，PBM 业务背后的价值绽放 .....	8
二、西鉴东用：从美国 PBM 发展之路看我国 PBM 未来 .....	8
（一）西鉴之一：PBM 前世今生，从美国 PBM 发展风云史看我国 PBM 发展之路 .....	9
（二）西鉴之二：从美国 PBM 盈利模式“进化演变”看我国 PBM 未来业务结构 .....	10
（三）中、美 PMB 发展环境比较 .....	11
（四）中国 PBM 之路在脚下 .....	14
三、海虹 PBM 深入医保控费，首创医保基金管家模式 .....	15
（一）海虹医保 PBM 业务进展 .....	15
1、引进 PBM 模式，开展医保审核业务： .....	15
2、全面承接医保基金管理： .....	15
（二）打造中国特色 PBM——海虹造 .....	16
（三）围绕 PBM，占据医疗服务产业核心地位 .....	17
（四）建设全国一体化的国家大数据中心，海虹走在健康医疗大数据前列 .....	18
四、海虹 PBM 攻克医保控费关键节点：医保支付价和支付方式 .....	19
（一）海虹 PBM 协助合理医保支付价的形成 .....	19
（二）海虹 PBM 协助医保支付方式改革 .....	19
（三）对比“三明模式”，海虹 PBM 凸显医保控费良性化 .....	20
1、“三明模式”：控费效果明显，但弊端不容忽视 .....	20
2、海虹 PBM 符合医保管办分离大方向 .....	21
五、商保 TPA 蓄势待发，海虹“新健康”大有作为 .....	22
（一）依托 PBM，TPA 业务蓄势待发 .....	22
1、商业健康险面临诸多问题，阻碍 TPA 业务发展 .....	22
2、享受政策红利，商业健康险万亿蓝海待挖掘 .....	23
3、商保 TPA 点石成金 .....	24
（二）牵手 B 端，布局 C 端，新健康挖掘医疗服务产业价值链 .....	25
六、医药电商交易业务将保持稳定 .....	26
七、盈利预测与投资建议 .....	27
（一）盈利预测 .....	27
（二）估值及投资建议 .....	28
1、ESI（快捷药方公司） .....	29
2、CVS（西维斯健康） .....	30



3、UnitedHealth（美国联合健康集团） .....	30
八、风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1： 公司营业收入及增速.....	7
图表 2： 2015 年医药电子商务及交易营业收入占比.....	7
图表 3： 公司营业成本情况 .....	8
图表 4： 公司净利润及毛利率情况.....	8
图表 5： 美国 PBM 模式：多方平衡式控费原理.....	9
图表 6： 美国 PBM 行业发展历程.....	10
图表 7： PBM 模式进化演变（以 ESI 公司为例） .....	11
图表 8： 我国历年城镇职工基本医保收支情况 .....	12
图表 9： 城镇职工医保收入来源 .....	12
图表 10： 我国历年城乡居民基本医保收支情况 .....	12
图表 11： 城乡居民医保收入来源.....	12
图表 12： 美国医疗保障体制 .....	12
图表 13： 中国药品销售渠道 .....	14
图表 14： 美国药品销售渠道 .....	14
图表 15： 海虹 PBM 业务最新进展.....	15
图表 16： 海虹 PBM 业务内容.....	16
图表 17： 海虹 PBM 业务模式.....	17
图表 18： 海虹控股 PBM 解决方案.....	18
图表 19： 我国现行各种医保支付方式优劣 .....	20
图表 20： 三明医改后职工医保结余情况.....	21
图表 21： 我国医保医疗运行现行体制 .....	22
图表 22： 管办分离的“政府医保+PBM（以“湛江模式”为例） .....	22
图表 23： 中国商业健康险保费收入（亿元） .....	23
图表 24： 健康险占总保费收入比重与赔付率.....	23
图表 25： 商业健康险政策.....	24
图表 26： 海虹“新健康”C 端服务项目.....	26
图表 27： 公司医药电商及交易网上采购总额（亿元） .....	26
图表 28： 公司医药电商及交易实现营收（亿元） .....	26
图表 29： 中外医药电商政策对比 .....	27
图表 30： 2014 年美国市场上主要 PBM 企业市场份额 .....	28
图表 31： ESI 股价走势.....	28
图表 32： CVS 股价走势 .....	29
图表 33： UnitedHealth Group 股价走势.....	29



图表 34: ESI 营业收入.....	29
图表 35: ESI 收入构成.....	29
图表 36: CVS 营业收入 .....	30
图表 37: CVS 收入构成.....	30
图表 38: UnitedHealth 收入情况 .....	30
图表 39: UnitedHealth 收入结构 .....	30
图表 40: ESI、CVS、Unitedhealth 主要指标（截至 2016 年 10 月 9 日）.....	31
附录: 公司财务预测表 .....	32





## 一、海虹 8 亿人群医保覆盖，医保信息运营商雏形初显

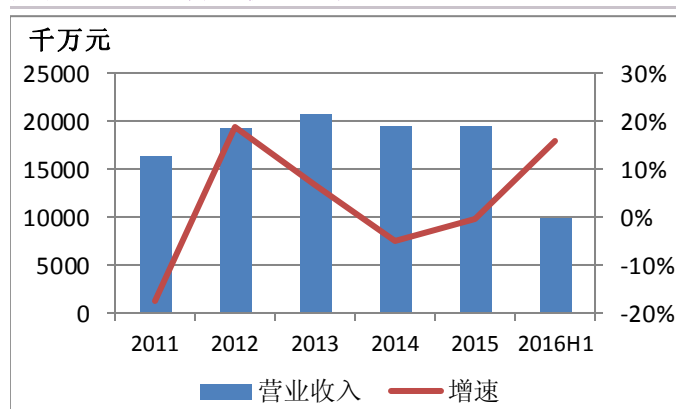
### （一）15 年医药耕耘的坚持，海虹医保信息运营商雏形初显

海虹前身为“海南化纤工业股份有限公司”，1996 年，中海恒实业发展有限公司入股成为第一大股东后，公司开始进军互联网产业，陆续收购、设立 20 余家互联网公司。

2000 年，公司启动以医药集中招标采购为核心的“海虹医药电子商务解决方案”，并取得全国首家医药电子商务资格证书，开启了公司在医药信息化领域的征程。经过十余年发展，公司已拥有数十家控股子公司从事医药电子商务及交易业务，医药电子商务为公司带来稳定持续的盈利贡献。

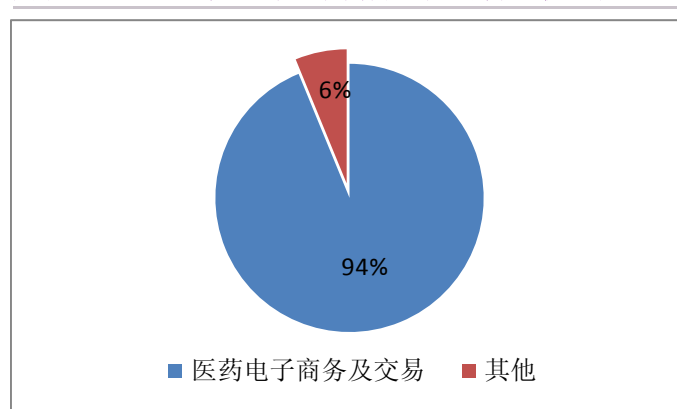
受 2009 年新医改要求各省（区/市）人民政府负责组建非营利性药品集中采购平台的政策影响，公司网上采购总额大幅缩水。为此，公司积极谋求转型，大力发展政府采购、技术开发、技术服务、数据延展、数据分析等业务，同时优化系统，建立标准化、专业化、共享化的数据体系。目前，电商交易业务业绩稳定，2015 年，电子交易业务及政府代理项目实现了一定的增长。2015 年，公司营业总收入 1.94 亿元，其中，医药电子商务及交易业务实现收入 1.82 亿元，占总收入的 94%。

图表1： 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，联讯证券

图表2： 2015 年医药电子商务及交易营业收入占比



资料来源：公司公告，联讯证券

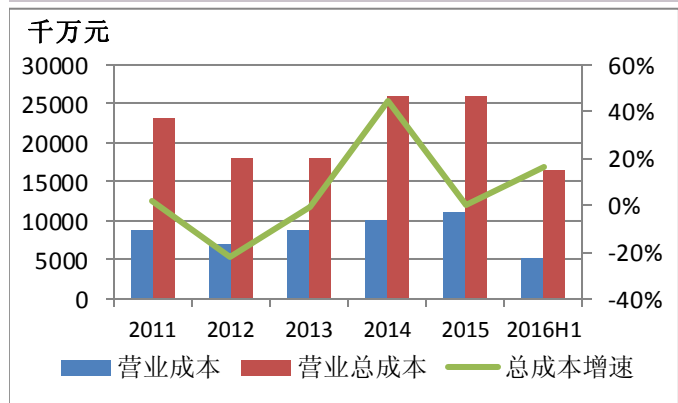
### （二）风物长宜放眼量，海虹采取互联网圈地（客户）发展 PBM 业务

2009 年，公司开始与美国 PBM 巨头 ESI 合作，协议成立益虹国际，双方各持股 50%，海虹控股也成为国内最早接触 PBM 业务的企业。2012 年，ESI 退出益虹国际，海虹控股加大对 PBM 业务的投入与落地工作的推进。2015 年，公司在 PBM 业务领域取得一系列突破，陆续与湛江市、遵义市、岳阳市等地市达成合作协议。2016 年，公司第三方医疗保险第三方服务落地成都。

与医药电商业务相比，PBM 业务仍处于大规模投入阶段，过去几年在业绩上鲜有体现。受布局 PBM 业务所增加的人工成本增长过快影响，公司费用大幅增长，这也直接导致公司利润在近两年出现加大幅度的下滑。

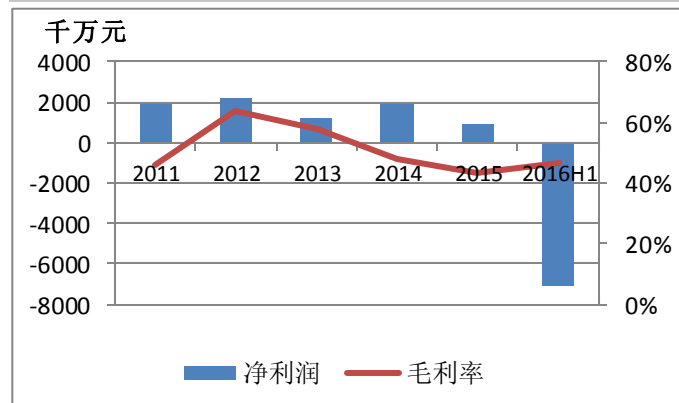


图表3： 公司营业成本情况



资料来源：Choice，联讯证券

图表4： 公司净利润及毛利率情况



资料来源：Choice，联讯证券

在 PBM 业务发展过程中，公司秉承的是互联网企业思维“欲取先予”，先圈地，获得和积累数据流，后续再将流量转为收入。通过在全国范围内，以医保基金控费为出发点，与各地方医保基金签约第三方管理服务。截至目前，公司医保控费业务覆盖范围扩至全国 24 个省/直辖市的近 200 个地市，审核结果公示反馈系统上线医院 8000 余家，服务参保人群超过 8 亿人，审单量累计突破 160 亿份。医保基金第三方支付评审服务已覆盖湛江、岳阳、遵义、成都、汕头、鹰潭等 6 个地市，服务人群 9 千万。

PBM 的核心业务之一是医保审单，相当于在医生诊疗时安装一个电子眼，监控医药处方是否存在滥用药物、过度诊疗的问题。这套系统上线后，将从管理的效率、经济性上较此前人工审单有从量到质的提升。就如同高速公路上的电子眼一样，安装后很难拆除；PBM 业务一旦正式运营，是很难退出的，将会产生持续的流量收入。

因此，尽管近两年，PBM 业务还没有给公司带来太多的业绩支撑，但我们可以预见，在大范围业务覆盖后，PBM 业务一旦进入收费阶段，将成为公司未来业绩的基石与亮点。

### （三）新健康业务，PBM 业务背后的价值绽放

2014 年 5 月，海虹新健康官方网站与移动 APP 正式上线，在北京、上海和广州等地区已开展了针对儿童及成人的预约就诊服务。目前已与多家商业保险机构结成战略合作伙伴，并不断加大商保机构合作进程。同时积极构建新健康医疗网络，为各地医保部门、商业保险公司提供健康保险业务的医疗辅助服务管理和客户服务，为未来客户端 C 端服务的落地工作打下良好基础。

在商保端，公司已经与多家商业保险机构结成战略合作伙伴，并不断加大商保机构合作进程。公司将为商保机构提供 TPA 产品设计，核保核赔以及续保服务；通过利益共享、风险共担的方式从根本上解决商业保险盈利难的问题。目前，公司已经合作签约 13 家商保，在多个重点地市开展试点服务，项目进展良好。

公司还积极构建新健康医疗网络，与医院、药厂合作，利用电商平台与 APP，拓展 C 端业务，提供包括预约就诊、慢病管理、家庭配送等特需服务，深挖大健康服务的价值链。目前，全国合作签约医院约 160 家，合作签约生产企业约 50 家。

## 二、西鉴东用：从美国 PBM 发展之路看我国 PBM 未来

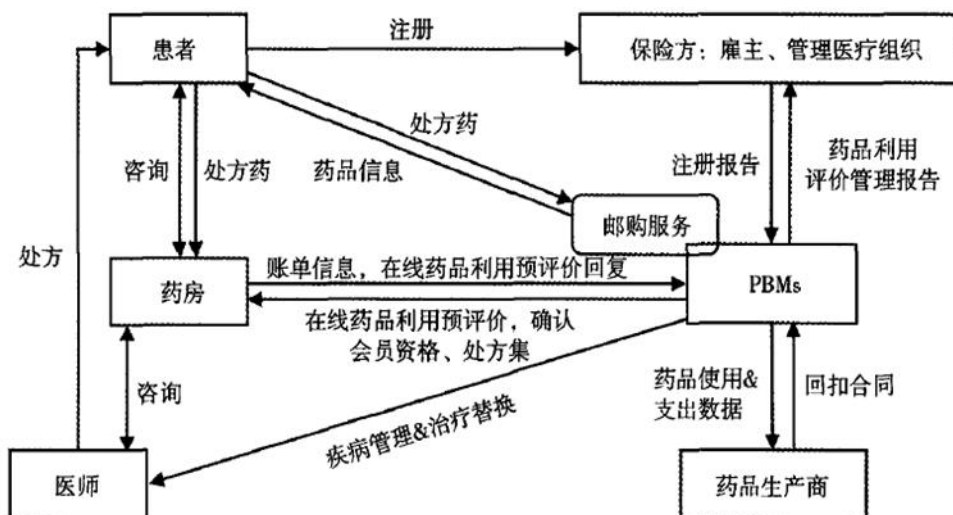
医药福利管理（PBM）是指协调保险机构、药企、药店、医院（医生）和患者各医





疗参与方，在不降低医疗效果的前提下，通过影响医疗服务各方参与主体的诊疗行为，来实现降低医疗总费用的目的。**PBM 最基本出发点在于“控费”**，对一切医疗费用进行“管理”，使整个医疗过程达到经济化，并且平衡支付方（医保部门、险企）、医疗提供方（医院、药企、药店）和患者的利益。

**图表5： 美国 PBM 模式：多方平衡式控费原理**



资料来源：CNKI，联讯证券研究院

### （一）西鉴之一：PBM 前世今生，从美国 PBM 发展风云史看我国 PBM 发展之路

PBM 最初发轫于美国 20 世纪 60 年代末，是伴随美国社会建立管理式医疗模式，促进医疗市场化机制形成过程中，逐步形成的与美国医疗体制高度契合的产物。

**萌芽期（1970s-80s）**：1965 年，美国会通过《社会保障法案》（修正案），通过了针对 65 周岁及以上老人的 Medicare（联邦医疗保险），以及针对穷人的 Medicaid（医疗救助），宣告美国划时代的国家医疗保障计划开始建立；1973 年为了控制医疗费用，尼克松政府通过健保组织法案，商业医疗保险公司迎来发展契机，由此，美国社会医保（老人、穷人、退休人员等）+商业医疗保险（雇员、高净值人员等）的医疗制度奠定了最初基础。从 70 年代开始，美国由于大量价格昂贵的创新药陆续上市，药品支出迅猛增长，医疗保险药品支出压力加大，存在极大的动力压缩和控制医疗费用支出，医药福利管理应时而生。

**发展期（1980s-90s）**：特点是药企大并购 PBM，PBM 的出现使得医疗过程的重要参与方——药企处于非常不利的市场地位，80 年代-90 年代，制药企业展开了此起彼伏的并购医药福利管理企业的浪潮，以期控制医药福利管理企业，使其成为旗下药品经销的渠道。仅 1993 年，整个制药产业共投入了 130 亿美元用于 PBM 企业的兼并收购，典型案例包括默沙东收购 Medco(66 亿美元)、史克必成收购 DPS（23 亿美元）和礼来收购 PCS（41 亿美元）。

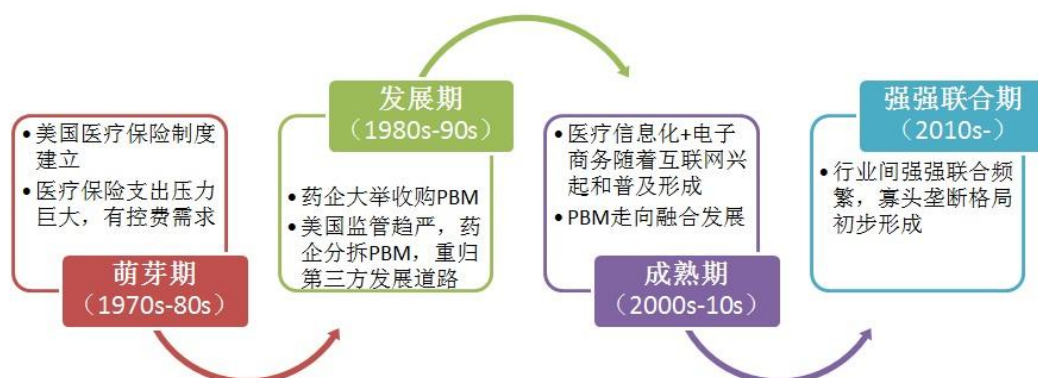
**成熟期（2000s-10s）**：特点是走向融合的 PBM+模式，美国监管层对药企收购 PBM 行为的严厉监管，使得药企重新剥离 PBM 业务，PBM 重归独立第三方发展道路。互联网的兴起和普及，以及由此带来的医疗信息化和电子商务的发展，PBM 业务突破审单核单局限，不仅从人工审单核单控费实现真正远程化和自动化审单发展转变，而且开始了向 PBM+药品流通（库存管理、配送、零售、网上药店、特药服务等）、PBM+商保 TPA



融合发展时期，现代 PBM 业务模式逐渐成型。

**强强联合期(2010s-):** 2010 年后，PBM 行业内强强联合成为行业发展现象，2011 年美国 Express Scripts(ESI)291 亿美元并购 Medco，成为美国第一个营收千亿美元的 PBM 巨无霸企业，2012 年，SXC44 亿美元收购同行 Catalyst，并改名为 Catamaran，2015 年，美国医疗保险巨头 UnitedHealth 旗下 OptumRx 宣布以 128 亿美元收购 Catamaran。经过半个世纪发展，美国 PBM 行业诞生诸如 ESI（市场份额 29%，下同）、CVS（24%）、United Health（旗下 OptumRx 和 Catamaran，合计 22%）等年营收达千亿美元的行业巨无霸企业。

图表6： 美国 PBM 行业发展历程



资料来源：联讯证券

## （二）西鉴之二：从美国 PBM 盈利模式“进化演变”看我国 PBM 未来业务结构

美国是 PBM 模式发源地，目前形成以 ESI、CVS 和 United Health 三巨头寡头垄断的市场格局，CR3 约为 75%。PBM 盈利模式在美国的进化演变，历经了三个阶段：初级的审单核单等控费业务，走向融合的 PBM+2.0 业务和以患者为中心健康管理、疾病管理 3.0 业务。由此可以管中窥豹，我国 PBM 业务尚处于萌芽阶段，未来我国 PBM 有哪些可能的升级模式可以借鉴。

以行业龙头 ESI 公司为例，解析目前美国 PBM 公司最新业务模式构成，目前 ESI 主要包含四大核心业务：医药福利管理、高科技信息技术服务、药品流通管理和医疗服务管理和疾病管理。

**医药福利管理是基础业务：** PBM1.0 业务，是 PBM 公司最初业务模式，主要为政府部门、企业雇主和商业保险公司等支付方提供雇员医药福利管理服务，服务内容包括福利计划设计、费用审核、理赔和支付，药品报销目录管理，临床路径管理，费用支付模式管理等，并且包括药品价格谈判体系、医疗保险经办服务、医疗服务评价体系的建立。

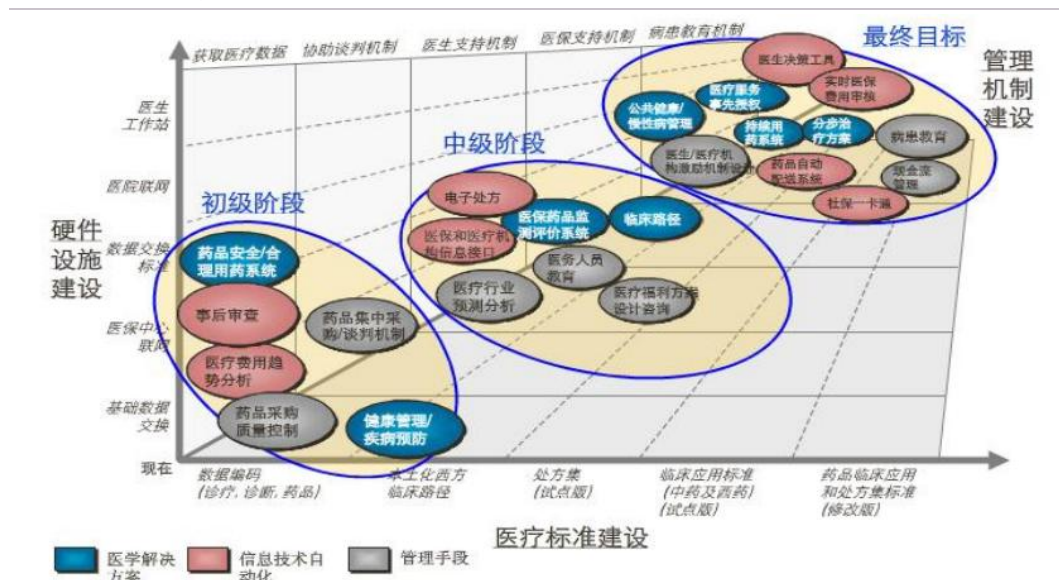
**高科技信息技术是服务实现工具。** 随着医药福利管理业务开展，给 PBM 运营公司带来大量居民医保及健康信息数据沉淀，正确和快速处理海量数据成为 PBM 业务发展瓶颈。计算机互联网技术的运用和普及，医院 HIS 系统（包括电子处方等）、CIS 系统（临床医疗信息化）及区域医疗信息管理系统（监管及数据交换）的逐渐普及，帮助 PBM 公司从人工实现自动化，也有能力从就医及健康信息数据中挖掘新的业务增长点，创造 PBM 业务价值长尾。



**药品流通管理是走向 PBM 融合的 2.0 业务。**PBM 公司介入药品流通领域是在掌握海量居民医保和健康信息数据后，自然而然延伸的 PBM 价值长尾之一。主要提供药品供应链管理，包括采购、库房管理、配送等，还有利用便捷的物流系统开展邮购和网上药店服务，特药批发，特药药房，医生试验样品等服务。

**医疗服务管理和疾病管理：PBM3.0 业务。**以患者为中心的健康管理、疾病管理。包括医生评价、用药模式分析和比对，针对患者的健康管理沟通交流，疾病预防，慢病管理等。

图表7： PBM 模式进化演变（以 ESI 公司为例）



资料来源：百度文库，ESI 集团资料，联讯证券

### （三）中、美 PMB 发展环境比较

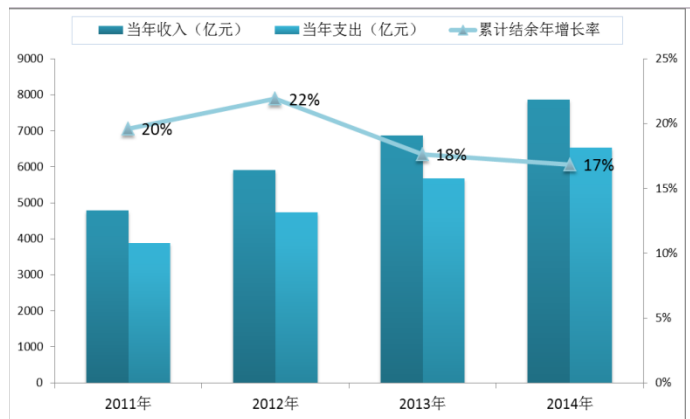
#### 共同点一：医保支付压力倒逼医保控费需求。

美国 70 年代药品价格上涨导致医保支付压力倒逼医保控费，PBM 最初出发点即在于协助支付部门（医保基金、商业保险）控制医疗费用合理增长，防止过度医疗带来的医疗浪费，以达到不降低医疗效果下的控费诉求。在最终控费效果方面，美国联邦会计总署在 1997 年的研究报告中指出，与 PBM 签约的三个联邦卫生项目的药费支出降低了 20%-27%；同样，依据 CSM 和 PriceWaterHouseCoopers 评估：2001-2011 年 PBMs 缓解处方药费用开支 1.39 万亿美元且缓解医疗保险赔偿 1.07 万亿美元，节约绩效攀升至 45.9%。美国 PBM 多年来的发展，印证了 PBM 控费效果的卓越显著。

我国自 1998 年建立城镇职工基本医保以来，相继建立新型农村合作医疗（新农合）和城镇居民基本医保制度，之后新农合与城镇居民基本医保合并成为城乡居民基本医保，由此，覆盖全国 95% 人群的医保体系逐渐成型并建成。随着我国人口年龄结构的老龄化发展，从 2012 年开始，我国医保支出增速就已经超过医保收入增速，医保结余率开始逐年下滑，特别是覆盖人群巨大（8 亿城乡居民）、需要国家投入巨大（缴费 80% 来自政府补助）的城乡居民基本医保结余率下降迅速。未来我国将面临巨大医保支出压力，如何保障医保基金安全不穿底，控费迫在眉睫。

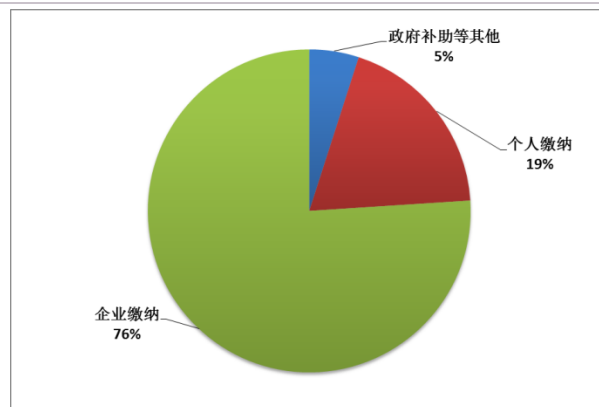


图表8： 我国历年城镇职工基本医保收支情况



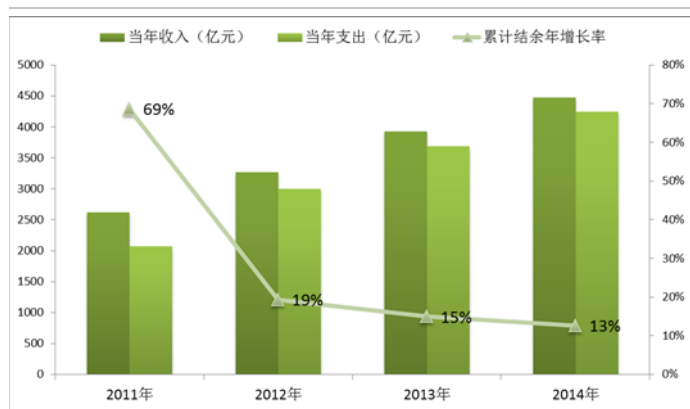
资料来源：财政部，联讯证券

图表9： 城镇职工医保收入来源



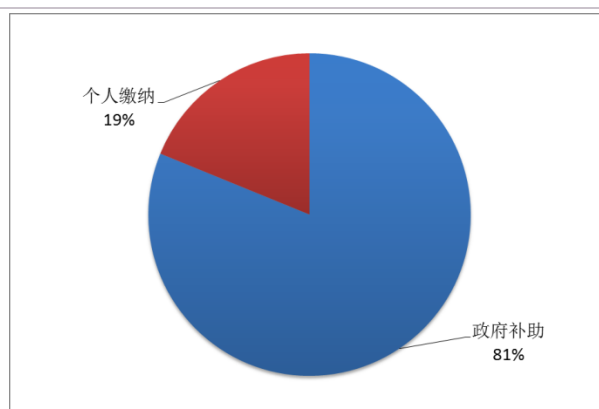
资料来源：联讯证券

图表10： 我国历年城乡居民基本医保收支情况



资料来源：财政部，联讯证券

图表11： 城乡居民医保收入来源



资料来源：联讯证券

## 共同点二：主要支付方在全国医疗支出结构中比重相当

美国医疗保险是社会医疗保险和商业医疗保险相结合的多层次保障体制，社会医疗保险包括针对 65 岁以上老年人设立的 Medicare（联邦医疗保险），针对穷人的 Medicaid（医疗救助）以及退伍军人医疗保险三部分；商业医疗保险分为 PPO 自选式保险计划和 HMO 管理式保险计划，两者在缴费、就医自由度上存在差异，覆盖面虽窄，但覆盖了几乎美国支付能力最高的那部分人群，而且保险水平高，在美国的医疗支出结构中的比重为 40%-50%。

我国是以国家基本医疗保险为主的保障体制，追求的是广覆盖面的基本医疗保险，保险水平较低。据统计，我国医院收入来源中，国家基本医保占医院收入比例为 50%-70%，与美国的商业医保比重基本相当，而我国商业医疗保险（主要是商业健康险、大病险）仅占 2%左右，其余为个人支付。从主要支付方占全国医疗支出比例来看，美国商业医疗保险和我国国家医保比重基本相当，但是美国医疗市场化较高，监管水平高，我国国家医保制度监管水平低下，医疗浪费严重，控费压力更大，控费迫切性更强。

图表12： 美国医疗保障体制

保险类别	目标人群及特点	占医保支出比例
PPO 自选式保险计划 商业医疗保险	目标人群：高收入雇员， 特点：缴费高，就医自由度高，可自选医院、医生	





社会医疗保险	HMO 管理式保险计划	目标人群：较低收入雇员 特点：缴费便宜，就医自由度低，医院和医生需由保险公司同意	40-50%
	Medicare（医疗照顾）	目标人群：65 岁以上老年人	
	Medicaid（医疗援助）	目标人群：残疾人等穷人	
	退伍军人医疗保险	目标人群：退伍军人	

资料来源：联讯证券

**中、美医疗环境差异：**我们认为，中美两国医疗环境差异关键在制度与技术两个层面

#### 制度层面差异：

##### 1、医保制度两个极端：市场化商业医保 VS 国家医保

美国医疗环境市场化充分，医保体制已经**形成商业医疗保险和社会医疗保险相结合的多层次保障体制**，各类商业医保虽覆盖面窄，但保险水平高，监管效率高，在美国医疗支出结构中占比过半。**我国是以国家医保为主的保障体系**，追求覆盖面广的基本医疗保障，商业医保仅占 2% 左右，相对而言，医保体系比较单一，尚未建立多层次的保障体系，目前我国鼓励商业医保业务开展，从财税等多角度鼓励商业医保，如 2015 年国务院等部门出台个人购买健康险税前抵个税优惠政策。

##### 2、医生独立执业 VS 医院雇佣制

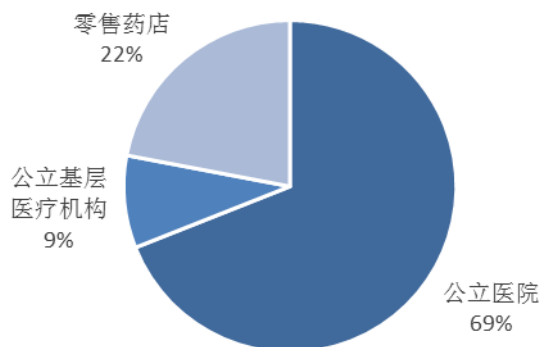
美国医生执业可以选择多种方式：独立执业、医生集团和医院雇佣制等，其中独立执业约占一半以上，只要符合规定的经营场所，医生都可以申请开办诊所。我国医生基本受雇于医院，虽然目前推行多点执业，但仍然是在医院雇佣下的形式，医生集团在我国刚刚萌芽。

##### 3、医药分离 VS 医药结合

美国医药分离充分，大部分医院只提供诊疗服务，不设药房，患者可以持处方通过药店或者 PBM 公司邮购购买药物，医生或者医院不存在处方外流利益冲突。在药物销售渠道中，美国连锁药店和 PBM 药品邮寄销售占比达 54%，医院、诊所占比仅为 26%；而我国公立医院是药品销售主力，约占整个药品市场的 70% 左右，零售药店仅占 22%，医院等医疗服务机构占据药品主要销售市场。在 2012 年前，国家允许医院药品零售加成 15% 作为医院收入，药品收入占医院收入结构的较大部分，直接关系医院（零售加成）与医生（开药回扣）的收入。

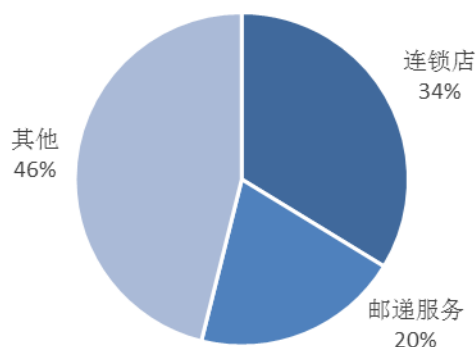


图表13： 中国药品销售渠道



资料来源：中国产业信息网，联讯证券

图表14： 美国药品销售渠道



资料来源：Wind，联讯证券

#### 4、医保药品目录灵活 VS 政府制定

美国医保药品目录是医疗供需方、支付方等多方谈判的结果，PBM 还可以依据药物经济学制定和掌握医保目录，商业保险公司也可依据保险产品不同，制定不同的报销目录。我国医保目录分为国家医保目录（甲类）、省级医保目录（乙类）和地市级医保目录（丙类），政府相关部门是医保目录的制定者，保险经办机构并无实际话语权，而且医保目录更新周期为 4-5 年，无法做到经济的仿制药或者疗效好的创新药及时进入目录。

#### 技术层面差异：我国医疗系统“信息孤岛”明显

##### 1、医疗信息化 VS “信息孤岛”

目前，国内医院管理系统（HIS）、临床信息系统（CIS）以及连接区域医疗卫生信息平台虽然已在高端医院全面实施，无纸化的电子病历等上线，但整体信息系统仍存在不少弊端，如系统集成度低，各大医院信息系统独立管理，甚至医院内不同系统数据传输接口和标准都缺乏统一，导致了医疗信息不出“院”，局限于医院信息孤岛上，即使医院上传医保部门的医保报销单，也仅有处方单和部分病历信息。医疗信息数据不能自由流通传输，现代 PBM 公司基于医疗信息化带来健康管理、药物评价、医生医院评价等衍生服务都成“无米之炊”。美国在医疗信息化的集成性和开放性由于我国，如从 1996 年就通过《健康保险携带和责任法案》，规范美国全国医疗信息化标准，建立电子病历等医疗数据标准化，为现代 PBM 行业以“数据驱动”为特点的医疗服务改革奠定基础。

##### 2、西医 VS 中医与 PBM 的适应

国外 PBM 以西医、西药为对象，药物知识库、临床数据库的基础为西药西医；我国中医历史悠久，中医现代化是我国大力发展中医事业的战略选择，如何将中医与 PBM 相结合，这是中国特色的特别之处。

#### （四）中国 PBM 之路在脚下

美国 PBM 市场成于成熟期，中国 PBM 市场处于成长初期。面对中美 PBM 的环境差异，中国 PBM 要发挥作用离不开本地化。

首先，PBM 的支付端对接的应是社会医疗保险基金或医保局，这对于 PBM 模式而言并没有本质差别。由于医保中心的人员配置较少，但医保管理压力日益增大，形成了医保管理方式变革的需求，PBM 恰恰能够满足此类需求。

其次，PBM 可改变我国的药价谈判机制，代表医院和社保方的利益进行以量换价的





药品福利管理，并参与支付标准制定、处方监管，回归集中采购机制的本质作用。

最后，在慢病管理和个人健康管理方面，由于个人支付意愿较低，以往的服务商盈利情况很不乐观。但 PBM 连接的医疗保险机构将获益于管理方案带来的赔付率的降低，是最理想的支付方。同时，PBM 掌握的医疗数据对于保险产品设计、精准营销、精细化管理独具竞争优势。

### 三、海虹 PBM 深入医保控费，首创医保基金管家模式

海虹控股的核心竞争力突出，即通过 PBM（药品福利管理，Pharmaceutical Benefit Managers）深入医保控费领域。与美国商业保险为支付端不同，公司 PBM 支付端是各地医保局的社会保险基金，核心是通过“医保基金智能管理平台”，设定医保的支付标准，实现医保控费的目的。

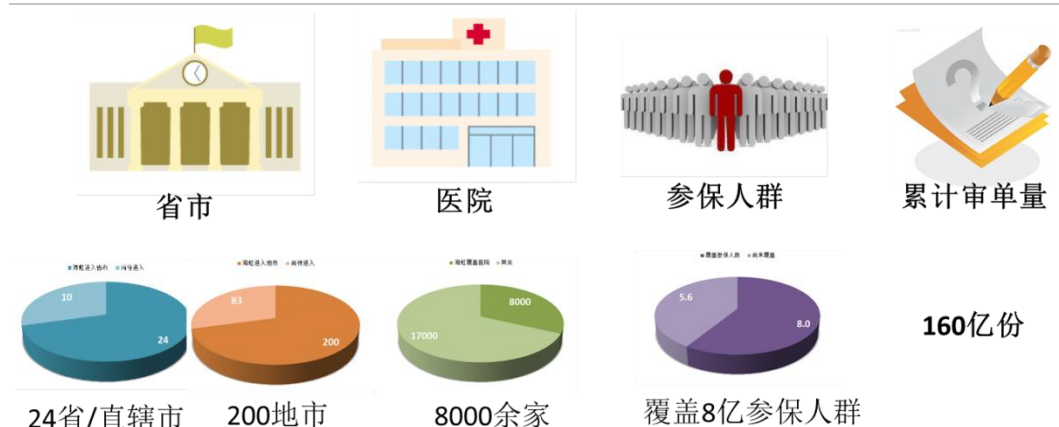
#### （一）海虹医保 PBM 业务进展

公司 PBM 业务发展经历了从无到有，从审核到全面管理的发展阶段：

##### 1、引进 PBM 模式，开展医保审核业务：

2009 年 12 月，公司与美国 ESI 集团在香港合资成立益虹国际控股有限公司，各持有 50% 股份，在中国大陆首次引进 PBM 业务。此后，公司通过近乎免费的做法跑马圈地，实现了业务迅速覆盖。截至 2016 年 6 月，公司医保控费业务覆盖率已达到六成以上，覆盖全国 24 省/直辖市的近 200 个地市，审核结果公示反馈系统上线医院 8000 余家，服务参保人群超过 8 亿，审单量累计突破 160 亿份。

图表15：海虹 PBM 业务最新进展



资料来源：公司资料，联讯证券

##### 2、全面承接医保基金管理：

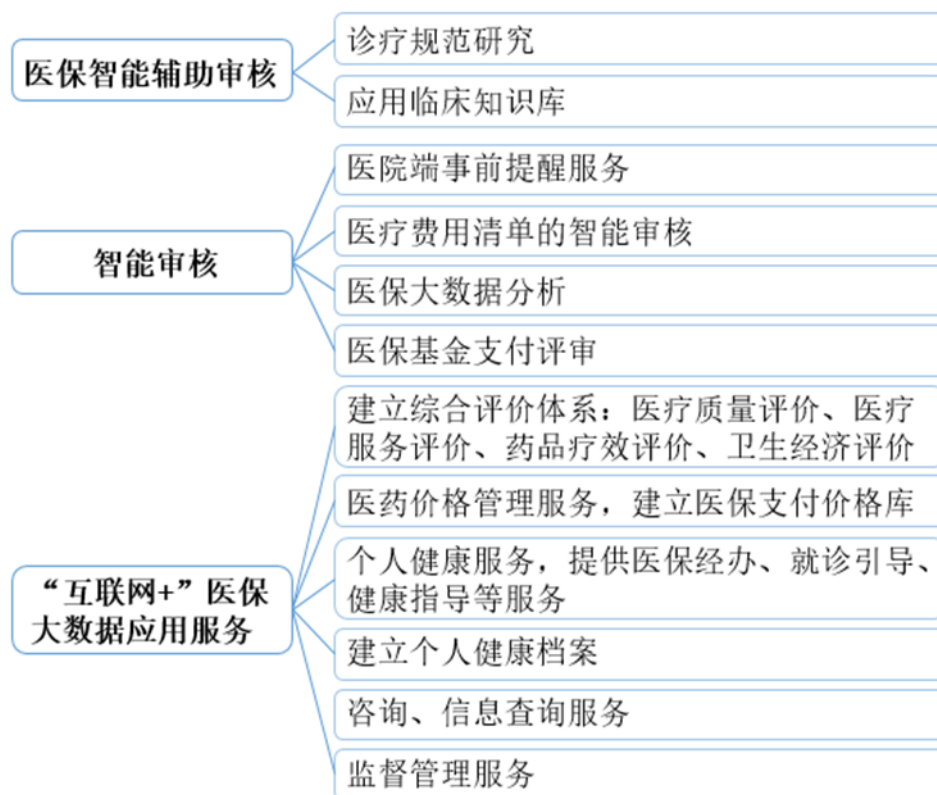
2015 年 6 月，公司与湛江市社会保险基金管理局签署协议，开启湛江模式 2.0，标志着 PBM 业务进入全面的“管家模式”。湛江市社会保险基金管理局全权委托公司作为专业服务机构进行湛江市医保基金审核、支付、评价以及参保人服务等，突破了医保基金审核控费范围，全面承接了医保基金管理。目前，公司已在湛江、岳阳、遵义、成都、汕头、鹰潭等 6 个地市成功复制，服务人群 9 千万。其中，2016 年 2 月落地成都市的项



目的是首次落地省会城市，对于该模式的全国推广具有标志性意义。

在升级的“管家”模式下，PBM 业务升级到基金运筹辅助、质量评价、结算评审、大数据管理等智能化的管理模式，具体分为“医保智能辅助审核”、“智能审核”、“互联网+医保大数据应用服务”三大类。

图表16：海虹 PBM 业务内容



资料来源：公司资料，联讯证券

## （二）打造中国特色 PBM——海虹造

海虹 PBM 实现了真正意义上的药品福利管理，并且创立了具有中国特色、适合中国国情的盈利模式。

（1）**累积至关重要的政府资源：**公司具备丰富的政府事务基础及合作经验，通过“管家模式”卡位占主导地位的医保基金支付端，串联起医疗产业链各方。“管家模式”的可复制性已经得到验证，占领全国市场。

（2）**赋予医保基金精细化管理能力：**医保基金面临的管理压力愈发不堪重负，急需进行精细化管理转型。公司医疗产业链精耕细作，累计技术优势、资源优势、数据优势，完美对接医保方需求。实时审核系统引擎能够在 0.7 秒内处理高达 2500 条数据的报销单据。应用“临床知识库”用以辅助审核，实现医保基金精细化管理，是公司独特的竞争优势之一。旗下涵盖临床数据库、药品数据库、医用材料库、参考文献库等内容。2015 年，临床知识库已涵盖数万条临床规则及数据字典条目，1200 余种常见疾病、覆盖中国各省市大部分常用药物。公司精细化管理能力成效显著，在杭州市，每月可完成约 600 万单据审核，一年可减少社保支付数亿元。

（3）**参与药品定价，打造医保支付价格库：**公司真正实现了 PBM 集中采购、以量



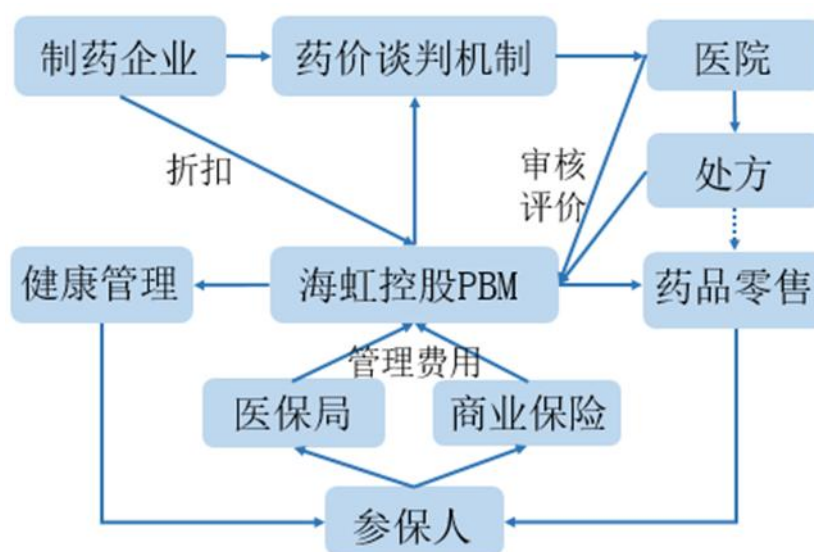
换价的本质。一方面，通过利用在全国各地招标采购代理过程中积累的药品、医用材料价格体系，打造医保支付价格库。另一方面，通过捆绑医保，公司形成强有力的议价能力，能够参与制定药品定价规则，包括制定药品及医用耗材的评价体系、药品价格谈判机制、医保支付价格等等。作为规则的掌控者和各方利益的协调者，公司在产业链中的地位不容小觑。

**（4）凭健康大数据占领保险领域制高点：**PBM 对诊疗和处方行为的监控需要医院上传诊疗信息，因而公司掌握了 8 亿人口的全方位诊疗数据。商业健康险将在 2020 年形成万亿市场，公司凭健康大数据占领保险领域制高点，以稀缺资源激活商业健康险产品价值，盈利兑现大可期待。

**（5）从 PBM 反哺医药电商业务：**公司在 2000 年取得了全国第一张医药电子商务资格证书，有数十家控股子公司从事医药电子商务及交易业务。医药电商行业最大的制约因素是处方外流困难，而公司通过 PBM 的审核管理掌握了这一命脉，加之处方外流政策放开利好因素并存，为面向 B 端的医药电商业务扫清障碍。若国家放开处方药 C 端零售，则公司将以 PBM 业务优势快速掌控零售市场。

目前，公司 PBM 对接的支付端以社会保险为主体，但蓬勃发展的商业健康险万亿蓝海市场也将能快速实现技术和数据的变现。

图表17：海虹 PBM 业务模式



资料来源：公司资料，联讯证券

### （三）围绕 PBM，占据医疗服务产业核心地位

作为国内最早接触 PBM 的公司，海虹已走在我国 PBM 产业发展的前列。伴随 PBM 业务大范围的落地，海虹将医疗产业链上的各方紧密结合起来，占据了医疗服务产业的制高点。借鉴美国 PBM 产业发展路径，并结合我国的实际情况，我们可以理出未来海虹 PBM 业务模式：

（1）医保 PBM 业务，为医保机构提供医保控费服务。

（2）制定药品目录清单，目前，海虹正在制定药品标准码，通过支付价与药品标准码，可以推动异地医保报销、药品采购以及医保药品目录清单制定等工作。同时，可以



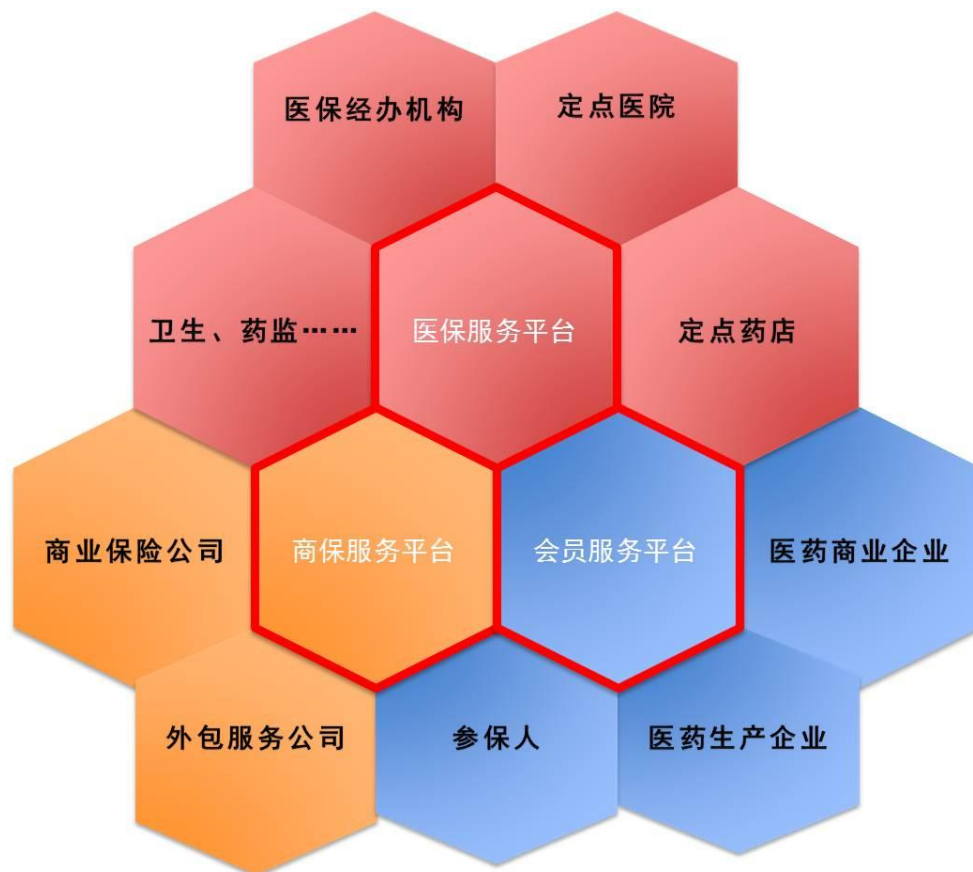
协助制定二级药品目录。

(3) TPA (Third Party Administrator, 第三方管理), 海虹参与医保支付端, 积累海量医疗数据, 建立个人健康档案。借助 PBM 与医疗大数据, 为商保提供健康保险的险种设计、审单与赔付支持等服务。

(4) GPO (Group Purchasing Organization, 药品采购组织), GPO 聚集各种医疗机构或其他医疗服务提供者的购买需求, 利用集体购买力, 通过与供应商谈判议价, 寻求更低的价格与折扣。海虹通过与医保、商保的合作, 可以汇集药品采购信息, 扮演 GPO 角色。

(5) 网络药品零售。得益于 PBM 服务与强有力的议价能力, 美国 PBM 龙头 ESI 每年收入有很大一部分来自于网络药品零售与配送服务。目前, 我国网售药市场受政策影响, 只占到药品零售渠道的很小一部分, 未来成长空间巨大。海虹依托广泛的医保覆盖区域, 通过新健康 APP, 积累 C 端流量。一旦网售药政策限制全面放开, 海虹可以以最短的时间布局网售药市场, 进而有望复制 ESI 的成功路线。

图表18: 海虹控股 PBM 解决方案



资料来源: 公司资料, 联讯证券

#### (四) 建设全国一体化的国家大数据中心, 海虹走在健康医疗大数据前列

10月9日, 中央政治局就实施网络强国战略进行了第三十六次集体学习。习近平在主持学习时指出, 要深刻认识互联网在国家管理和社会治理中的作用, 以推行电子政务、建设新型智慧城市等为抓手, 以数据集中和共享为途径, 建设全国一体化的国家大数据





中心，推进技术融合、业务融合、数据融合，实现跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理和服务。

此前，习主席曾在今年全国卫生与健康大会上强调，要完善人口健康信息服务体系建设，推进健康医疗大数据应用。今年 6 月 8 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定发展和规范健康医疗大数据应用的措施，通过互联网+医疗更好满足群众需求，其中就点名要集成医学大数据资源，构建临床决策、疾病诊断、药物研发等支持系统，拓展公共卫生监测评估、传染病疫情预警等应用。

海虹通过 PBM 与多年的药品招标经验，握有临床医学数据库，与大量的药品数据信息，并通过接洽医保数据信息，可以提供包括建立个人健康信息电子档案，实现个人健康管理与慢病管理，提供 cdss（临床决策支持系统）等基于医疗大数据的服务，是健康医疗大数据应用的先锋。

#### 四、海虹 PBM 攻克医保控费关键节点：医保支付价和支付方式

医保控费关键节点在于形成合理的医保支付价和采取匹配的医保支付方式。

##### （一）海虹 PBM 协助合理医保支付价的形成

目前，我国大部分省份的医保支付价采取省市药品招标平台中标价作为支付参考价。以安徽为例，妇儿专科非专利药品、急（抢）救药品、基础输液和常用低价药品，按实际采购价销售，不再制定医保支付参考价；属于非省级招标的麻醉、第一类精神药品，国家定点生产药品严格按国家定价或全国统一价作为支付参考价；去年完成的涉及 5 种药品的国家谈判药品，以谈判价格作为医保支付参考价；除此以外，2015 年安徽省中标价即医保支付参考价。

但现实中，省级招标机构既不采购药品，也不是使用者，只是一个中间方。而作为最终支付方的医保机构却不参与医药招标过程，而是按招标价作为医保支付价向医院支付，最大的支付方医保反而丧失了对医药议价话语权。另一方面，简单采用中标价作为医保支付价，虽然医保部门工作简单便捷了，但是缺乏对药品疗效和经济适当性的评价过程，在我国仿制药一致性评价尚未取得阶段成果之前，医保控费只能滑向“只求控费，不求疗效”的深渊，有违医保的初衷。

海虹 PBM 的作用在于，它可以协助医疗系统形成合理医保支付价，实现医保在不降低医疗效果前提下的控费。海虹掌握大量药品信息与数据，以及丰富的临床应用数据库，有能力从药物疗效和经济性上，对我国医保目录修订提出参考意见，实现药物经济效益最大化；另外作为医保基金的第三方服务方，未来也可代表医保部门对药企进行药价谈判，综合药物疗效经济性，形成合理医保支付价，对医院医疗部门医疗过程实时监控，维护医疗最大支付方医保应有的权益，实现在不降低医疗效果下的医保控费。去年，海虹已经和湛江开始做支付价协议；未来，还将复制到更多地区。

##### （二）海虹 PBM 协助医保支付方式改革

目前，我国全国 85% 的省市对医保支付采取总额预付控制方式，在细化支付标准上，主要为按病种支付、按服务单元支付和按人头支付三种，医保控费重结果控费，轻过程控费。

如浙江计划在 2016 年底在二级以上医疗机构启动按病种支付的试点工作，目前浙



江省厅编制的《浙江省按病种支付改革试点病种参考目录》，覆盖共计 118 种疾病病种。广东全面开展基本医疗保险付费总额控制，门诊统筹实行按人头付费，住院和门诊特定病种保障推行按病种付费、按服务单元付费等复合式付费方式，鼓励将住院前门诊检查费用纳入住院结算。

现行的医保总额预付以及上述几种支付标准会导致诸如上海“秦岭事件”和湖南湘雅医院因为医保预付额度用完而拒收医保患者的事情出现，医院推诿重症患者，选择轻症患者，医疗机构有按相应支付方式大检查、大处方，报假账与骗保等弊端。

**图表19：我国现行各种医保支付方式优劣**

支付方式	优点	缺点
总额预付	结算方便，控费效果明显，管理效率高	推诿重症病人，选择轻症患者，预算总额测定合理性欠缺
按服务项目付费	简单易操作	大检查、大处方、容易报假账与骗保
按服务单元付费	应用简单，管理方便	增加患者门诊次数，延长住院时间
按人头付费	便于医保部门预测与控制总费用	选择性收治轻症患者，降低医疗服务质量
DRGs	控费精细化，促进医院改进诊疗技术，节约成本	诊断不明时，有诊断升级潜在可能

资料来源：医学界网，联讯证券研究院

PBM 控费重点在过程控费，诊中预警、诊后审核、即时结算，可以避免医疗机构大检查、大处方的过度医疗，提升医保支付的效率。

### （三）对比“三明模式”，海虹 PBM 凸显医保控费良性化

#### 1、“三明模式”：控费效果明显，但弊端不容忽视

目前我国医保控费比较显成效的是福建“三明模式”。当下我国正处于新医改开展和逐渐步入深水区时期，各项制度改革正有序渐次推进，医疗市场化还不充分，医疗信息化仍需完善，由政府推动来进行医改，动用行政力量从正面解决以药养医，限定医保报销价，从而实现医保控费的目的。

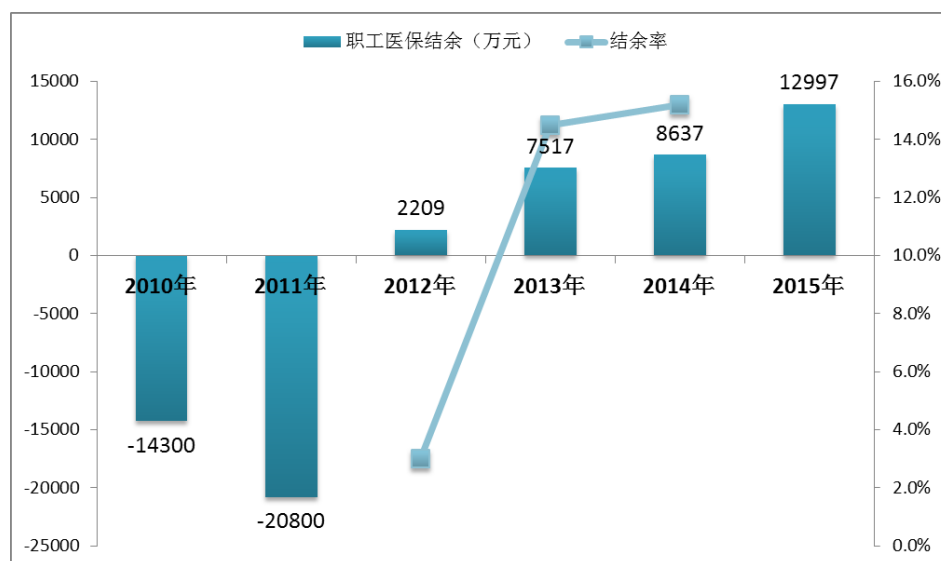
三明模式的精要是“腾笼换鸟”，即通过“一品两规，最低价中标”的药品招标大幅降低药价，医药流通配送采取“两票制”挤压中间环节水分，降低医疗整体药品支出，腾出支出空间，然后大幅提高医疗服务价格，补贴医药分离后的医院药品收入缺失，同时提高医务人员工资收入水平，切断医生开大处方的灰色收入。由于药品在医保中的支出降低幅度大于提高医院医疗服务和医生收入带来的增支幅度，实现了医保控费。

2012 年，三明模式实行后有效扭转了三明地方医保超支情况，当年即实现医保结余，此后几年三明市医保结余逐年增加，医保控费效果明显。





图表20： 三明医改后职工医保结余情况



资料来源：健康三明，联讯证券

我们认为三明模式虽然有现实的适应性，但也存在制度性弊端。

(1) 首先，各医疗参与方缺乏平等的谈判和博弈机会，行政方式切割医疗价值链，药企和医药流通端利益受损较大，医院虽失去部分药品零售收益，但是受益于医疗服务的大幅提价，医院利益影响不大。

(2) 其次，药品中标唯低价是取，在我国尚未完成仿制药一致性评价的前提下，药企为不失去三明市场，只能竞先低价竞标或者降低药品质量降低成本，三明模式有可能造成劣药驱逐良药的局面，三明市境内有可能带来医疗黑洞，导致医疗需求外溢。

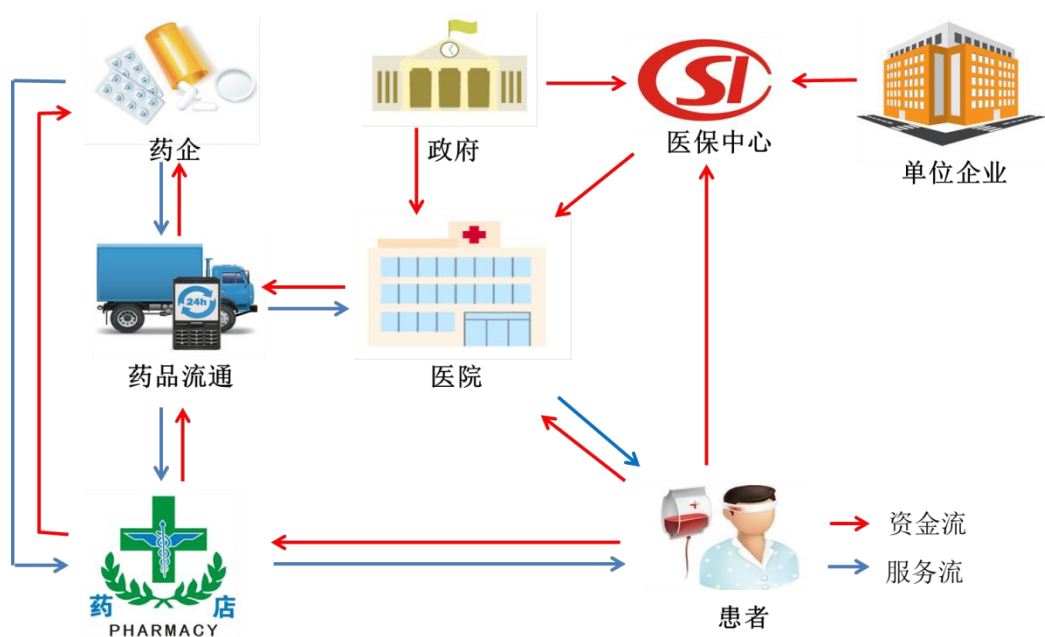
(3) 第三，单纯通过降药价和压缩医药流通中间环节来达到医保控费目的，控费效果存在边际递减效应。

## 2、海虹 PBM 符合医保管办分离大方向

目前，我国医保体系基本管办一体化，医保机构缺乏专业人手，监管效率低下，而且控费意愿不强。医保监管机构（医保基金）和医保服务机构（医院、药店等）存在严重脱节状况，给参保人员办理保障手续后，就不再有对参保人员在享受医疗服务过程中的监管，只是把这一任务交给医疗机构。医院、医生和患者间信息不对称，因此过度医疗检查和“大处方”医疗浪费现象。国家“十二五”医改规划中指出，要按照管办分开原则，完善基本医保管理和经办运行机制，明确界定职责，进一步落实医保经办机构的法人自主权，提高经办能力和效率。

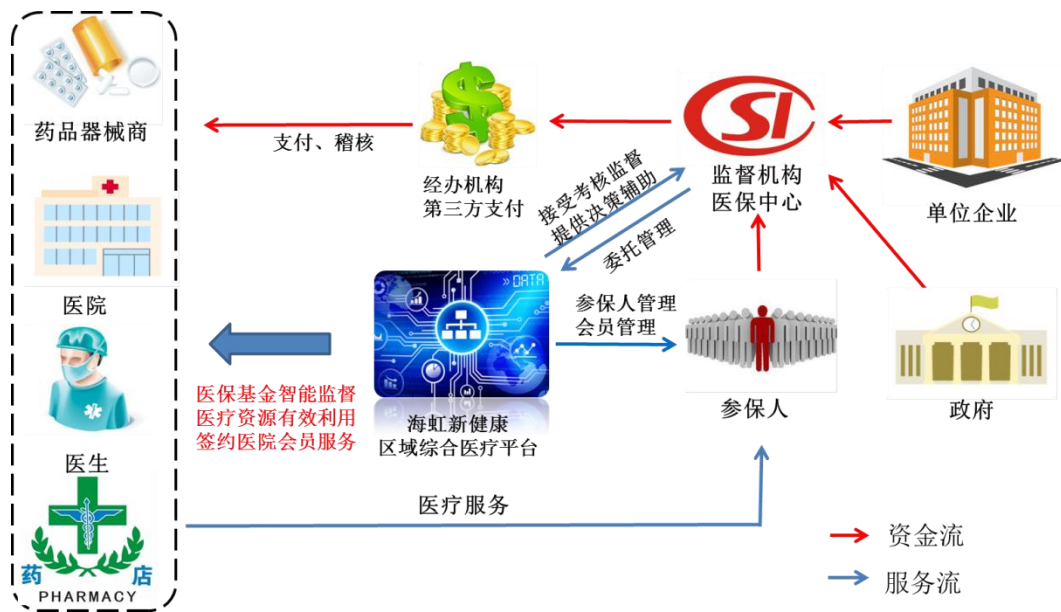


图表21： 我国医保医疗运行现行体制



资料来源：联讯证券

图表22： 管办分离的“政府医保+PBM（以“湛江模式”为例）



资料来源：公司资料，联讯证券

## 五、商保 TPA 蓄势待发，海虹“新健康”大有作为

### （一）依托 PBM，TPA 业务蓄势待发

#### 1、商业健康险面临诸多问题，阻碍 TPA 业务发展

TPA（Third Party Administrator）即第三方管理，是为保险公司开展医疗保险计划提供医疗管理服务的第三方中介机构，其业务主要是为商业健康险公司提供新契约与保



全服务、处理理赔、提供客户服务、医疗服务机构网络、安排医疗费用结算服务等。

TPA 依赖商业健康险的发展，但由于我国商业健康险发展存在诸多问题，行业需求不足，鲜有盈利，致使我国 TPA 业务尚处于起步阶段。此前，美国健康险巨头维朋曾在华设立合资 TPA 公司康众，就因诸多因素最终又退出中国市场。

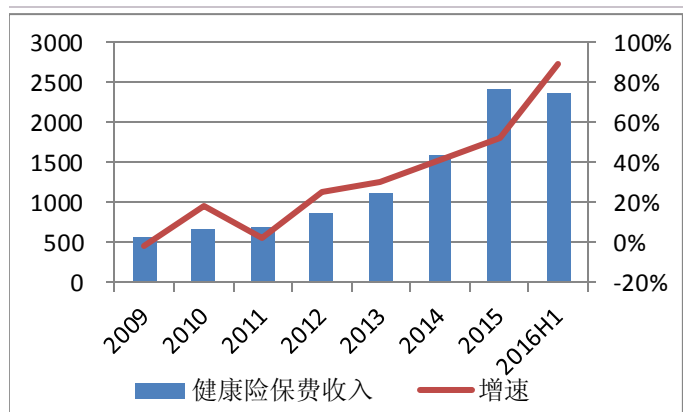
过去，我国商业健康险主要面临的问题是：

**(1) 医保制度挤压市场空间，健康险投保动力不足。**由于我国实行全民医保，民众对商业健康险了解不多，重视不足，尚未形成较强的参保观念。尤其是很长时间，我国健康险缺乏税收优惠的激励政策，导致民众投保意愿不足，这在很大程度上制约了健康险的发展。截至 2015 年，我国健康险保费收入仅占保险公司总保费收入的 10%。

**(2) 支付市场占比低，话语权缺失。**在保险行业中，我国的商业健康险保费收入仅占总保费的 10%，远低于美国的 40%。我国社保基金在医疗支付市场中占据主力位置，商业健康险仅占 2%，低于发达国家 10% 的比例和美国 37% 的比例。这就限制了商业健康险在对医疗机构的议价能力，商保无法与医疗机构建立起有效的沟通机制，缺乏对医生行为的约束，将引发理赔效率低、高赔付等一系列问题。

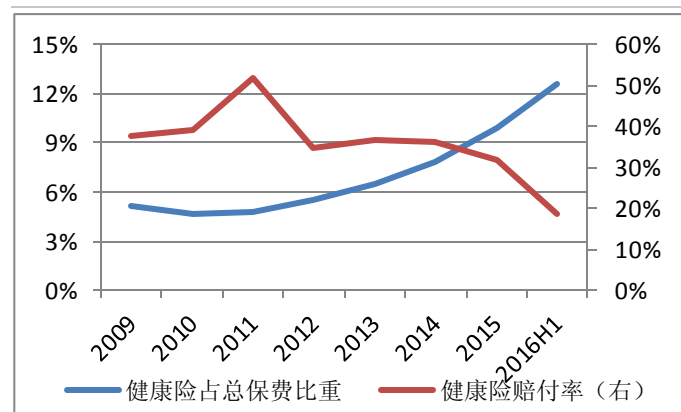
**(3) 多重因素导致商业健康险几乎全线亏损。**我国的商业健康险几乎处于全线亏损的尴尬境地。一是处方外流难，与投保人信息不对称，道德风险难以规避；二是理赔成本高，核保核赔效率低；三是难以有效管控医院的过度诊疗。2015 年，我国健康险赔付率 31.65%，仅次于财产险 52% 的赔付率，位居所有险种第二。在经营健康险的保险公司中，80% 以上的公司赔付率超过 80%，40% 左右的公司赔付率超过 100%，个别公司甚至高达 200%。人保健康、平安健康、昆仑健康、和谐健康以及太保安联健康这五家经营健康险的专业公司几乎都处于亏损状态。

图表23： 中国商业健康险保费收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表24： 健康险占总保费收入比重与赔付率



资料来源：Wind，联讯证券

## 2、享受政策红利，商业健康险万亿蓝海待挖掘

受我国医疗费用增长，尤其是部分地区社保基金可能出现收支不抵问题，国家也充分意识到发展商业健康险对社保的补充作用。自 2014 年以来，国家出台了一系列政策和税收优惠措施，商业健康险站上快速发展的风口，打开了发展空间。

对个人购买商业健康险的支出，允许在当年按年均 2400 元的限额予以税前扣除政策，每月个人所得税起征点提高 200 元。今年 3 月，中国人民健康保险公司与中源协和细胞基因工程股份有限公司签约国内个人税收优惠型健康保险第一单，这意味着国家第



一个针对商业保险个人消费者的税收优惠政策正式落地实施。据悉，经过税优险二次理赔后，个人自付比例一般从 40%降低为 2%—5%，减轻了投保者负担，充分体现了对社保的补充作用。自付比例的大幅下降，以及政策规定诸如可带病参保、不许拒保等条款也将吸引更多人购买商业健康险。

**图表25： 商业健康险政策**

时间	内容
2014 年 11 月	国务院印发《关于加快发展商业健康保险的若干意见》，全面推进并规范商业保险机构承办城乡居民大病保险
2015 年 3 月	国务院办公厅印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》
2015 年 5 月	国务院常务会议通过了商业健康险税收优惠政策，试点对购买商业健康保险给予个人所得税优惠，扣除限额为 2400 元/年（200 元/月）
2015 年 8 月	保监会印发《个人税收优惠型健康保险业务管理暂行办法》
2015 年 11 月	财政部、国家税务总局、保监会印发《关于实施商业健康险个人所得税政策试点的通知》，自 2016 年 1 月 1 日执行
2016 年 1 月	商业健康险信息平台正式上线

资料来源：公司资料，联讯证券

随着政策落地，商业健康险市场迎来爆发式增长。2016 年上半年，商业健康险保费收入就高达 2359 亿元，接近去年全年的 2410 亿元，增长率也屡创新高。2012 年至 2015 年，我国健康险保费年均复合增长率高达 41%，而同期的财险、寿险、意外险保费复合增长率分别为 14%、14 %和 18 %。据估计，2020 年，健康险保费有望达到 1.2 万亿元，赔付支出将占我国医疗卫生费用支出的 4.5%左右，成为与寿险、产险并列的三大业务板块之一。

对于商业健康险来说，另一项利好则是处方外流或将变得更加容易，这将有利于解决商业健康险与医院数据对接难的问题，将增强商业健康险防范医院道德风险的能力，并提升核保控费能力。其实早在 2007 年出台的《处方管理法》就明文要求医院不得以任何形式限制处方外流，但由于我国一直以来存在的以药养医模式，使得各医院采取各种方法阻碍处方外流。不从根本上破除以药养医的现状，就很难真正实现处方外流。本轮医改，“取消药品加成，推行零差率”是公立医院改革试点的重要举措，今年 4 月，国家发布的《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》强调相关部门今年将采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流。

### 3、商保 TPA 点石成金

商业保险与其他险种相比，专业性更强，仅有政策支持并不能确保商业健康险化收入为盈利。如何有效防范参保人与医院的道德风险，实现有效的医保控费，降低赔付率等都是商业保险亟待解决的问题。而且政策本身也对商业健康险存在诸多限制，例如，税优险政策允许带病投保、保证续保、不许拒保，这将在一定程度上增加保险公司的经营风险。

针对上述问题，海虹控股的 TPA 服务对于扭转保险产品亏损状态独具优势，将发挥点石成金的作用：

（1）首先，TPA 对保险公司和医院都是**相对中立的地位**，可以有效建立起三方制衡机制，实现医疗服务的控制与均衡。





(2) 其次，TPA 凭借数量庞大的**医疗服务网络资源**，将有效管理医疗服务行为，以此控制赔付率。医疗费用支出发生在医院的医疗服务过程之中，控制健康保险赔付率，关键在于对医疗服务行为的过程管理。公司已经拥有社保基金 PBM 基础，审核经验丰富，覆盖网络庞大，遍布全国近 200 个地市，8000 余家医院。依托于社保 PBM，商保覆盖医院网络将快速拓展。例如印度 TPA 健康管理公司 TTK Healthcare 通过对医疗网络专业化的管理，业务赔付率低于行业平均水平 35 个百分点。

(3) 公司积累的 8 亿人**健康大数据厚积薄发**，数据的开发利用将成为商保基金精细化管理的重要手段。例如，对同种疾病在不同医院中医疗费用、住院时间等信息的对比分析，可以直观地揭示出不同网络医院之间在医疗服务质量和效率上的差异，从而及时调整对医院的管控手段。保险产品的设计无米不成炊，而公司已经累积服务 8 亿人口，时间维度自 2009 年始的诊疗大数据，加之医疗服务网络，对保险产品精确设计、对参保人的精准识别能力都占据独一无二的优势。

现阶段，公司已组织搭建了保险产品团队，完成主要市场及业务开展区域的调研。并与人保健康、德国通用再保险、中国人寿再保险及泰康人寿等国内外近 20 家大型保险机构达成战略合作意向，凭借与政府医保的合作基础，建立起商业保险和政府医保的有效沟通渠道，以政保合作为主线，完成多项商业补充险设计方案，运营支持及风控管理等后台建设已开发完成，并在个别地市开展了试点工作；同时打造保险服务与传统药店业务结合的新模式，提供多样性保险解决方案。

## (二) 牵手 B 端，布局 C 端，新健康挖掘医疗服务产业价值链

坐拥从 PBM 业务积累的经验与资源，公司并不满足于仅在医保与商保领域的业务布局。2014 年，公司推出了新健康 APP 和网站，利用在整个医疗体系中的交互中心地位，将业务向医疗机构与 C 端拓展延伸，深度挖掘大健康产业的价值宝藏。

**面向医疗机构**，公司提供的服务包括建立医用电子健康档案、诊间支付辅助等，帮助提高院内资源利用效率等。**面向个人**，公司提供的服务包括：参保人的商业保险服务、就医就诊辅助、药品福利管理（二次报销）、异地医保的审核与结算等。

目前，新健康 APP 已经完成了第 3 版的更新，主要搭载二次报销服务。平台接入医院、消费者、药厂与药店，提供医疗服务，与返点福利。其中，“新健康 1 号”已经上线运营，通过建设药品目录，一方面提供验伪服务，另一方面通过搭载医保和商保提供药品福利计划，对药品目录范围内的药品进行二次报销。“新健康 1 号”已经接入 200 多家药厂、7000 多种药品，148 家医院接入并开设了海虹新健康分诊平台。公司未来还计划推出“新健康 2 号”将提供医疗服务保障险业务，5%至 10%的返点福利，以及“新健康 3 号”耗材福利保障险服务。



图表26： 海虹“新健康”C端服务项目



资料来源：公司官网、联讯证券

布局 C 端服务，有利于公司加强对整个医疗服务产业链的把控与话语权。

(1) **打通患者与医院的对接渠道。**对于患者来说，通过就医就诊辅助，不但帮助患者解决看病难的问题，同时可以进一步根据病情帮助患者选择适合的医疗服务机构，提升医疗服务质量。对于医院来说，可以帮助医院接收更多的对口的病人，提高诊疗效率。

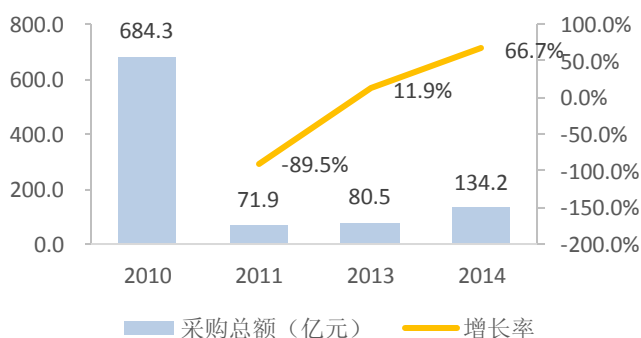
(2) **C 端服务提升商保产品质量。**一方面，公司商险服务不仅提供保险理赔，还嵌套合作医院协助预约就诊服务、院内就以辅助服务等，以周边配套服务提升保险产品体验效果；另一方面，C 端服务改变了保险公司被动理赔、参与度低的局限，改被动管理为主动预防，通过个人健康档案和健康管理主动介入医疗过程。世界卫生组织的调查显示，在疾病预防上多投入 1 元，就可节约 8.5 元治疗费用及 100 元抢救费用。

(3) **提升对药企议价能力，反哺 C 端业务。**凭借在 C 端业务的布局，通过 PBM、TPA 业务卡位医疗支付端，增强了公司对药企与药店的议价权。反过来，通过返点福利，扩大新健康的影响力，进一步圈占 C 端业务地盘。

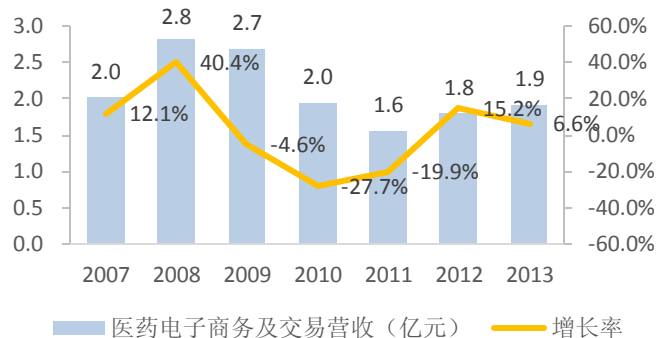
## 六、医药电商交易业务将保持稳定

当前，公司的主要收入仍来自于医药电商交易。我们认为，经过多年深耕，公司在医药电商领域已摸索出成熟的可持续的盈利模式。公司一方面积极发展政府采购业务，另一方面推进试点以医院为采购主体的电商新模式。未来公司将进一步加强与城市政府机构的合作，进一步巩固市场地位及优势。这一部分的营业收入将在未来几年保持稳定。

图表27： 公司医药电商及交易网上采购总额（亿元）



图表28： 公司医药电商及交易实现营收（亿元）







资料来源：WIND、联讯证券

资料来源：WIND、联讯证券

除 B 端外，我们还可以展望一下 C 端。从对标公司情况来看，C 端的网售药与配送服务是 PBM 公司的重要收入来源。但在我国，网上药品零售业务的政策环境尚不明朗。国家今年叫停了第三方平台的医药零售业务，网售处方药政策在短期内也没有开闸迹象，医药零售电商业务仅限于 OTC 产品、医疗器械、保健食品、计生用品等。

图表29： 中外医药电商政策对比

	美国	英国	中国
主要立法	立法方面，国会出台《2008 瑞恩·海特网上药房消费者保护法》，同时部分州也进一步完善了立法，出台了适用于本州的更为严格的规定。	除了电商相关法律外，具体到网上售药服务，有《药品法》、《药剂师法》对药品的销售、供应和广告、药剂师的服务等进行规定。	由人大制定基本的法律，国务院下属国家食品药品监督管理局负责具体行政法规的制定。
监管方式	(1) 采取政府监管和合作监管相结合的方式。FDA 为主管机构，负责执行《联邦食品、药品和化妆品法案》，FTC 对网上药店宣传进行监管，海关和美邮监管管制药品进口和国内药品邮寄，各州药房委员会监管药师及药房是否合规。 (2) 在合作监管方面，国内 NABP 制定网上药房认证计划 (VIPPS)，认证条件严格，国际方面 FDA&FTC 联合打击跨国违法网站售药行为。	(1) 政府与行业协会相结合。英国药品与健康产品管理局 (MHRA) 监督网上药店销售和供应行为，打击销售假劣药品的网上药店，并与政府及行业自律机构合作对药品广告进行监管。 (2) 英国皇家药学会 (RPSGB) 通过制定伦理准则、标准指南及实行相关计划来指导和规范网上药店和药剂师的服务，广告监管行业协会 (含 ASA、PAGB 等) 机构负责对广告总体及 OTC、处方药广告等进行监管。	(1) 集中式监管，国家食品药品监督管理局负责行政许可资格审核、监督管理等工作。地方人民政府负责各地方监督管理工作。 (2) 其他相关部门根据《互联网信息服务管理办法》对互联网信息内容进行监管。
能否医保支付	能	能	个别试点：杭州、沈阳、广州
能否销售处方药	能	能	否
电商销售品类	处方药、OTC、健康品	普通销售目录药、药房药、处方药	医疗器械、保健品、OTC

资料来源：艾瑞咨询，联讯证券

不过我们认为，在国家大力倡导“互联网+”经济的大环境下，医药电商政策终将宽限。商务部统计，2015 年，我国医药商品对零售终端与居民零售销售额为 2770 亿元，而 B2C 销售额只有 32 亿元（未统计非直报），占比仅有 1%。可以预见，一旦网上药品零售放开限制，B2C 市场将成为医药销售领域的蓝海。

公司当前积极发展新健康业务，紧抓 C 端布局。若未来行业迎来政策利好，公司将以 PBM 业务优势快速掌控零售市场，有望复制美国成熟 PBM 公司的收入模式。

## 七、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

关键盈利假设：

**医药电商业务：**假设保持低速增长，2016-2018 年营收约为 2 亿元、2.1 亿元和 2.2 亿元。

**PBM 业务：**业务收入主要为医保基金控费服务费。

我们认为，由于 PBM 业务在我国尚处于起步阶段，目前医保基金层面对公司控费服务按什么标准付费、如何付费尚未最终形成政策，并且目前公司与多个城市签约的第三



方管理服务仍处于服务试用阶段，收费模式尚未确定。我们假设公司未来医保审单服务按照医保基金年支出规模为基数，收取 0.5% 的审单和管理服务费，也即按全国平均每个地市医保基金年支出 37.8 亿元（2014 年，财政部数据公布职工基本医保+城乡居民基本医保年总支出 1.07 万亿元，全国 283 个地市，平均每个地市约 37.8 亿元医保基金支出），收取 0.5% 的管理服务费，我们假设 2016-2018 年，实现收费落地城市 1 个、20 个（在 1-2 个省落地）、60 个（在约 5-6 个省份落地），对应年管理服务收入约 0.1 亿元、4 亿元、11 亿元。

**商保 TPA 业务：**公司与商保合作处于起步试点阶段，我们假设 TPA 业务从 2017 年起为公司带来收入。假设公司 TPA 业务收费按商保公司健康险保费收入 5% 收取前置服务费用。2015 年，我国商业健康险保费总收入 2410 亿元；2016 年，受政策影响，健康险保费收入呈现井喷现象，1-8 月保费累计收入 3098 亿元，全年有望突破 4000 亿元大关。我们保守假设 16/17/18 年全国健康险保费总收入 4000 亿元、5000 亿元、6000 亿元。假设 2017 年、2018 年公司合作健康险保费收入占全国健康险保费总额的 0.5%、1%，对应公司 TPA 业务收入 1.25 亿元、3 亿元。

我们认为公司其他业务，如 GPO 业务、健康管理等业务需建立在 PBM 业务在我国充分落地的基础之上才会实现收入。我们假设，在我国 PBM 业务起步初期，GPO 业务落实受政策影响短期内不带来收入。

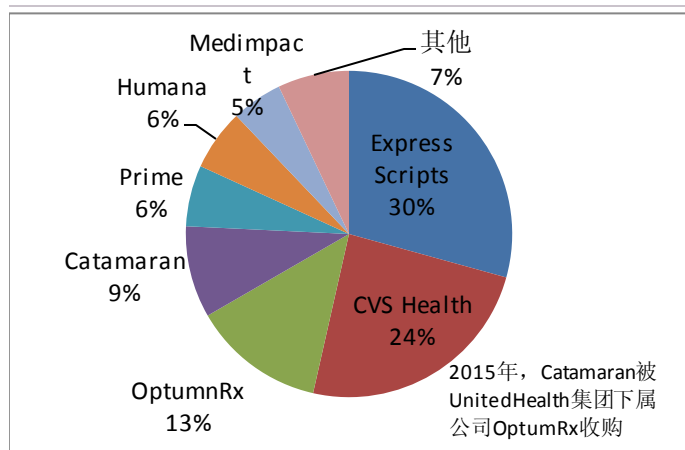
2016 年-2018 年，我们预测公司年营业总收入约为 2.1 亿元、7.4 亿元和 16.2 亿元；净利润为-1.3 亿元、1.42 亿元、5.57 亿元；对应 EPS 为-0.12、0.17、0.62 元/股；对应 2017-2018 年 PE 为 285.9 倍、76.7 倍。

## （二）估值及投资建议

未来，PBM 将成为海虹控股最主要的收入来源，目前国内没有以 PBM 为主业的上市公司，我们以美国三大 PBM 巨头作为对标企业。

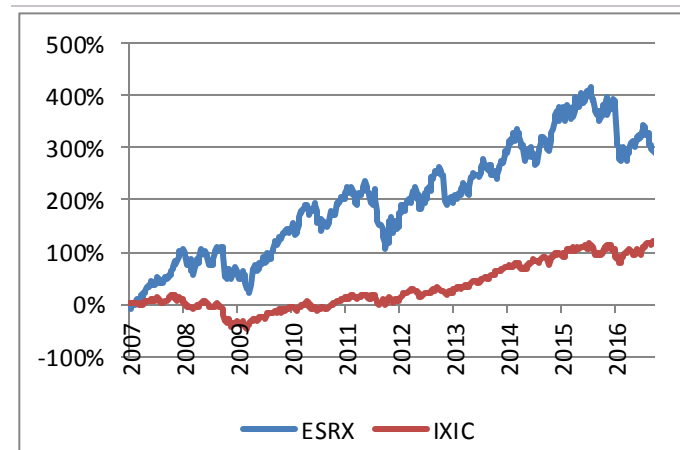
美国三大 PBM 巨头，ESI（Express Scripts Institute，快捷药方公司）、CVS（CVS CareMark Corpora，CVS 健保公司）、UnitedHealth Group（美国联合健康集团）占据全美超过 70% 的市场份额。在过去 10 年中，三家公司股价都已翻倍，总市值合计超过 2500 亿美元。

图表30： 2014 年美国市场上主要 PBM 企业市场份额



资料来源：DCI，《E 药经理人》，联讯证券

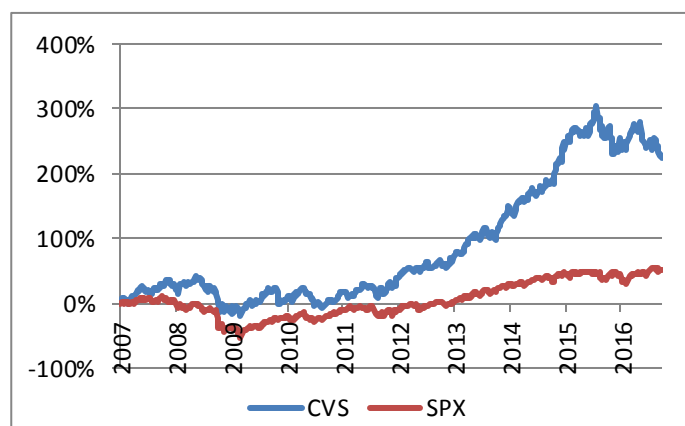
图表31： ESI 股价走势



资料来源：Wind，联讯证券

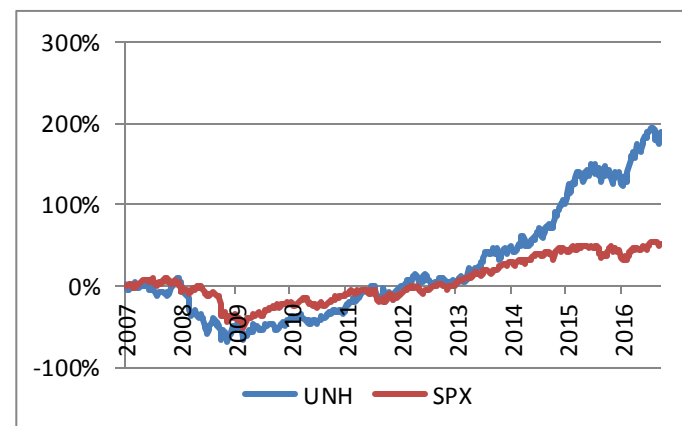


图表32: CVS 股价走势



资料来源: Wind, 联讯证券

图表33: UnitedHealth Group 股价走势



资料来源: Wind, 联讯证券

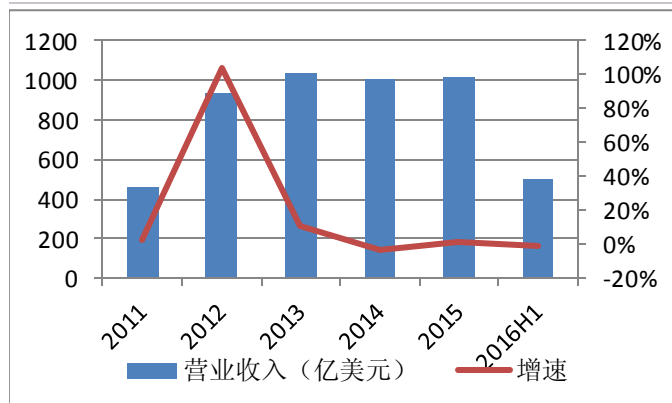
### 1、ESI (快捷药方公司)

ESI 成立于 1986 年,是为美国最大的独立 PBM 公司,业务覆盖美国、加拿大。2014 年,公司在 PBM 市场份额为 29%。客户涵盖患者、医生、医疗机构、保险公司、医药企业、政府部门、企业雇主、第三方管理机构、GPO 等,为超过 1.35 亿美国人提供服务。核心业务包括医药福利管理、高科技信息技术服务、药品流通管理、医疗服务管理和疾病管理。

ESI 的快速发展得益于多番并购。自 1998 年收购 Columbia/HCA 下属的 ValueRx 以来,公司在十余年间先后收购了包括 DPS、NPA、CuraScript 药房、MSC 的药学服务部门,以及 WellPoint 下属的 NextRx 等在内的近十家公司。

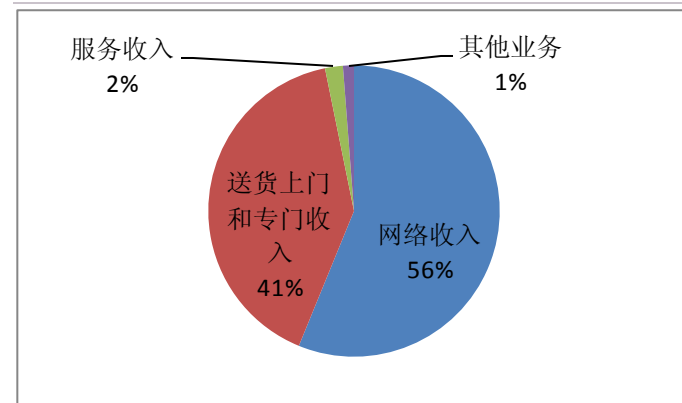
2012 年,ESI 以 291 亿美元鲸吞美国另一家大型 PBM 公司美可保健,成为美国第一家收入超千亿的 PBM 巨头。近几年,公司营业收入与市场份额保持稳定。2015 年,公司营业总收入 1017.52 亿美元,其中 PBM 业务收入占总收入的 97%。截至 2016 年 10 月 9 日,ESI 股价达到 70.06 美元,总市值 442 亿美元。

图表34: ESI 营业收入



资料来源: Wind, 联讯证券

图表35: ESI 收入构成



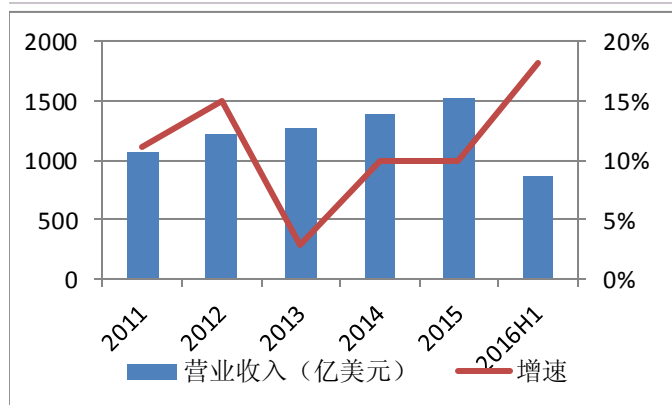
资料来源: Wind, 联讯证券



## 2、CVS（西维斯健康）

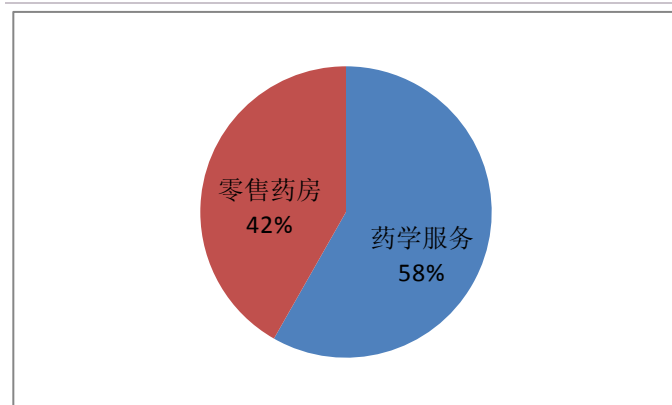
CVS 成立于 1963 年，是美国零售药店巨头，在美国拥有超过 9600 家零售药店。2007 年，CVS 收购当时美国 PBM 三大巨头之一的 Caremark，奠定了公司零售药店+PBM+药店内诊的业务格局，成为集医疗服务、药品福利管理、药学服务的新型医疗健康集团。2015 年，CVS 实现营业收入 1532.9 亿美元。截至 2016 年 10 月 9 日，CVS 股价达到 86.4 美元，总市值为 921 亿美元。

图表36： CVS 营业收入



资料来源：Wind，联讯证券

图表37： CVS 收入构成

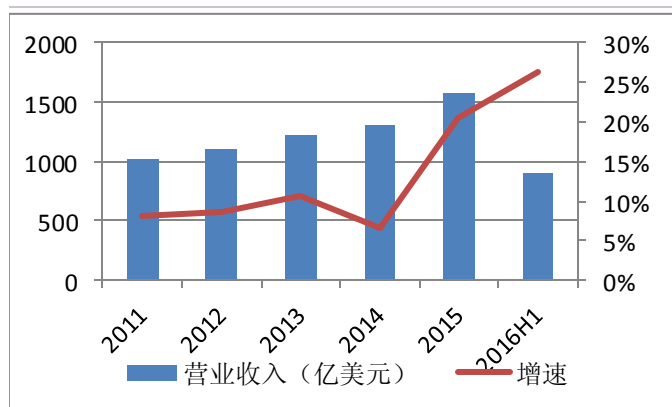


资料来源：Wind，联讯证券

## 3、UnitedHealth（美国联合健康集团）

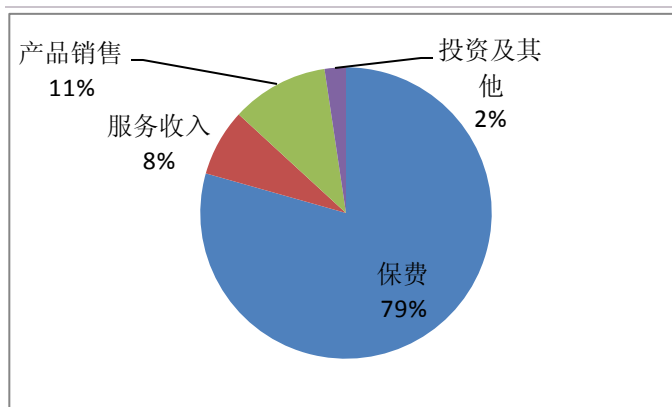
UnitedHealth 是美国最大的健康保险公司，主营业务可分为健康保险业务与健康管理服务。其中，健康管理业务主要由健康管理公司（Optum Health）、健康信息技术服务公司（Optum Insight）及药品福利管理公司（OptumRx）三家子公司组成。2014 年，OptumRx 在 PBM 市场份额达到 13%。2015 年，公司以 128 亿美元收购第四大 PBM 公司 Catamaran，进一步增强其药物福利管理业务，整合后 Catamaran 将被并入 OptumRx。2015 年，公司总收入 1571 亿美元，其中，OptumRx 收入 482.72 亿美元。截至 2016 年 10 月 9 日，UnitedHealth 股价达到 136.66 美元，总市值为 1302 亿美元。

图表38： UnitedHealth 收入情况



资料来源：Wind，联讯证券

图表39： UnitedHealth 收入结构



资料来源：Wind，联讯证券



图表40: ESI、CVS、Unitedhealth 主要指标 (截至 2016 年 10 月 9 日)

公司	营业收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	股价 (美元)	PE (TTM)	总市值 (亿美元)
ESI	1017.52	24.76	70.06	16.5	442
CVS	1532.9	52.37	86.4	19.1	921
Unitedhealth	1571.07	58.13	136.66	21.1	1302

资料来源: Wind, 联讯证券

海虹作为国内唯一拥有 PBM 的公司,卡位优势显著。由于目前海虹的 PBM 业务尚处于从投入到落地的过渡阶段,TPA 与“新健康”仍处于投入期,收入尚未将在未来逐步兑现,因此与美国的 PBM 公司相比,PE 偏高。但从美国的 PBM 巨头发展史来看海虹,我们认为海虹是有望复制其成长历程的。我们认为,海虹短期内看 PBM 服务,中期看 TPA 与 GPO,长期看“新健康”与 C 端药品零售服务。

ESI 为美国超过 1.35 亿医保参与者提供服务,总市值达到 442 亿美元,约 2920 亿元人民币。2013 年,美国人均健康险保费 16800 元;2014 年,我国城镇职工基本医疗保险与城乡医保总收入约 9400 亿元,未来商业健康险保费收入突破 4000 亿元,粗略计算我国人均医保+商业健康险保费费用约 1000 元。海虹目前覆盖医保人群超过 8 亿人,考虑到中美两国医保费用差距,参考 ESI 的估值水平,以及中美两地估值差异,我们认为海虹未来将达到 1500 亿元市值。考虑到海虹 PBM 业务与医保端布局已基本完成,我们给予目标市值 750 亿元,对应目标价 83 元。

综上,我们预计公司 16/17/18 年 EPS 为-0.12、0.17、0.62 元/股。参考美国 PBM 巨头 ESI 估值情况,我们给予公司 750 亿元目标市值,目标价 83 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 八、风险提示

- 1、PBM 收费进度低于预期;
- 2、医改政策出现重大变化;
- 3、医药电商业务增速不及预期;
- 4、宏观经济风险与市场波动风险。





## 附录：公司财务预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1182	1246	1430	1829	经营活动现金流	13	42	110	289
现金	811	873	1007	1321	净利润	10	-130	142	557
应收账款	4	4	15	33	折旧摊销	25	7	6	6
其它应收款	208	208	208	208	财务费用	-5	0	0	1
预付账款	13	14	49	108	投资损失	-145	0	0	0
存货	0	1	2	4	营运资金变动	31	33	117	257
其他	0	-973	-2436	-2735	其它	98	132	-155	-531
非流动资产	300	300	521	898	投资活动现金流	96	7	6	6
长期投资	7	7	7	7	资本支出	35	0	0	0
固定资产	71	64	57	51	长期投资	-3	0	0	0
无形资产	139	139	139	139	其他	-128	-7	-6	-6
其他	84	91	319	702	筹资活动现金流	-24	0	4	7
资产总计	1482	1546	1951	2727	短期借款	-23	0	0	0
流动负债	100	91	280	597	长期借款	-1	0	4	7
短期借款	0	0	0	0	其他	-1	0	0	-1
应付账款	1	1	2	5	现金净增加额	99	62	134	314
其他	99	91	278	592					
非流动负债	2	2	6	13	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	2	2	6	13	成长能力				
其他	0	0	0	0	营业收入	-0.64%	8.70%	249.17%	120.29%
负债合计	102	93	286	610	营业利润	-6.67%	30.32%	291.30%	125.74%
少数股东权益	4	4	4	4	归属母公司净利润	-7.69%	-578.81%	-234.95%	272.88%
归属母公司股东权益	1376	1449	1662	2114	获利能力				
负债和股东权益	1380	1453	1665	2118	毛利率	43.20%	52.44%	58.26%	59.59%
					净利率	4.97%	-61.90%	19.24%	34.34%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.71%	-9.21%	9.08%	29.43%
营业收入	194	211	736	1621	ROIC	1.45%	-6.51%	8.51%	26.31%
营业成本	110	100	307	655	偿债能力				
营业税金及附加	6	9	31	69	资产负债率	6.87%	6.02%	14.65%	22.35%
营业费用	19	21	22	23	净负债比率	-16.86%	-9.54%	-7.93%	-5.75%
管理费用	140	193	207	212	流动比率	11.79	13.65	5.11	3.07
财务费用	-16	0	0	1	速动比率	10.33	12.05	4.57	2.80
资产减值损失	0	0	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	-40	0	0	0	总资产周转率	0.07	0.06	0.15	0.22
投资净收益	145	0	0	0	应收账款周转率	64.83	51.77	77.27	68.37
营业利润	39	-112	168	661	应付账款周转率	222.79	272.36	491.00	457.95
营业外收入	3	0	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	1	0	0	0	每股收益	0.03	-0.12	0.17	0.62
利润总额	40	-112	168	661	每股经营现金	0.01	0.05	0.12	0.32
所得税	31	18	26	104	每股净资产	1.54	1.62	1.85	2.36
净利润	10	-130	142	557	估值比率				
少数股东损益	-13	-20	-7	1	P/E	111303	-385.86	285.92	76.68
归属母公司净利润	23	-110	149	556	P/B	21.81	29.33	25.59	20.12
EBITDA	65	-105	175	667	EV/EBITDA	458.84	-403.51	243.20	63.69
EPS (元)	0.03	-0.12	0.17	0.62					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院





## 分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)