



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国平安	601318.SH	91.84	买入
新华保险	601336.SH	57.87	增持
中国太保	601601.SH	37.36	增持
中国人寿	601628.SH	29.76	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年7月1日当地货币收市价为标准

保险行业 2019 年中期策略

方兴未艾的健康险市场

- 商业健康险：配角的逆袭：**1) 随着国民保障意识加强，“新国十条”将健康险发展纳入国家战略，健康险需求崛起，从原有作为寿险附加险转变为保费收入增长主力；2) 我国健康险以重疾险为主，其次为医疗险，2017年占健康险比例分别为56.8%/32.3%，失能保险及护理险在我国市场较为缺失；3) 自2013年以来，中国健康险进入高速增长阶段，占寿险保费比重也在不断增加。健康险原保险保费收入由2014年的1,587.2亿元增长至2018年的5,448.1亿元，占人身寿险原保费收入比例由12.2%提升至20.0%。
- 需求端：医疗和健康支出增加，健康险保家保平安：**1) 人口老龄化背景下，医疗和健康支出增加。截至2018年底，中国65岁及以上人口达1.7亿人，占人口比重达11.9%，根据联合国判定标准，进入较重老龄化阶段，未来面临较大医疗和健康支出，健康保障需求迫切；2) 医疗支出增长快，个人医疗支出负担较重。医疗次均门诊费用及人均住院费用均有上涨，居民看病成本进一步加重。相较于其他发达国家，个人医疗费用支出比例较高。我国居民健康保障仍有很大的上升空间，急需商业健康险填充空白；3) 中等收入人口比例提升，保障型保险产品消费能力提升。2017年中国中等收入家庭人口占总人口37.4%，对消费型保险的接受度和购买力大幅提升。
- 供给端：健康险集中度较高，产品创新伊始：**1) 截至2018年，健康险保费密度仅为390元，保险深度为0.6%，相比发达国家健康险渗透率低，仍有较大发展空间；2) 健康险行业集中度高，大型寿险公司竞争力提升。中国健康险市场主体集中在大型中资寿险公司，保费市场CR10超过80%；3) 保险公司针对个人提供丰富的健康险管理服务，以导医服务、重疾绿色通道为主，但是健康险产品的配套服务覆盖能力仍表现不足，客户对于配套的健康服务体验不充分。
- 健康险的未来展望：变局与迷思，浪潮与洋流：**我国目前健康险发展主体分为三种类型：发展医疗健康生态圈、依靠产品创新抢占开发市场、及以价格优势取胜中小险企。健康险在中国保险市场内仍有较多领域有待开拓。未来，健康险发展有望衍生为医疗服务、保险产品、健康管理等整个产业链条，更加定制化、智能化及个性化发展。险企需要有清晰的战略定位、科技布局以及加强自主渠道拓展，强化客户粘着力。

相关研究报告

《2019年保险一季报综述》20190507
《保险行业2018年报综述》20190408
《保险行业2019年年度策略》20190104

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融:保险

王维逸

021-20328592

weyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

投资建议

- 健康险是近两年来上市险企重要的布局方向，拉动新业务价值率有持续提升。**2019年二季度以来上市险企受代理人清虚影响，普遍重点着力增员，预计二季度保费和新业务价值环比回落。同时利率下行的担忧对估值有所压制，目前行业19年PEV为1.04倍。首推中国平安，公司已具备“金融+科技”战略布局，通过平安健康app、线下医疗机构等方式构建医疗健康网络，打造大医疗健康生态圈。

风险提示

- 保障型产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。**



目录

1 商业健康险：配角的逆袭	4
1.1 健康险定义及构成	4
1.2 商业健康险行业发展现状	6
2 需求端：医疗和健康支出增加，健康险保家保平安	7
2.1 人口老龄化背景下，医疗和健康支出增加	7
2.2 医疗支出增长快，个人医疗支出负担较重	8
2.3 中等收入人口比例提升，保障型保险产品消费能力提升	9
3 供给端：健康险集中度较高，产品创新伊始	11
3.1 健康险渗透率仍低，市场尚待深耕	11
3.2 健康险市场行业集中度高，大型寿险公司竞争力较强	12
4.未来发展：变局与迷思，浪潮与洋流	14
4.1 医疗健康生态圈	14
4.2 创新型健康险产品抢占市场	15
4.3 中小险企以价格优势取胜，发力健康险	15
4.4 如何避免蓝海变红海，破局之战	15
3.投资建议	17
4.风险提示	18



图表目录

图表 1. 健康保险构成.....	5
图表 2. 2017 年中国健康险细分险种占比.....	5
图表 3. 2013-2018 年分险种原保费收入规模.....	6
图表 4. 2014-2018 年分险种原保险收入增速.....	6
图表 5. 2014-2018 年健康险原保险保费收入及占比.....	6
图表 6. 2008-2017 年中国 65 岁及以上人数及占比.....	7
图表 7. 1982-2017 年总抚养比/少年儿童抚养比/老年抚养比.....	7
图表 8. 中国社会医疗保障体系	8
图表 9. 2015 年英国/德国/美国/中国医疗支出体系.....	9
图表 10. 2012-2017 年全国医疗卫生机构门诊量及增长速度.....	9
图表 11. 2012-2017 年全国医疗卫生机构住院量及增长速度.....	9
图表 12. 各年龄段商业保险参保率.....	10
图表 13. 不同户主年龄下的家庭投资资产配置结构	10
图表 14. 2013-2018 年中国健康险密度及深度.....	11
图表 15. 2017 年健康险市场各类保险公司占比.....	12
图表 16. 上市险企健康险保费收入.....	13
图表 17. 上市险企健康险保费占比.....	13
图表 18. 中国平安医疗生态圈.....	14
图表 19. 2014-2018 年新华保险保费收入占比 (%)	15
图表 20. 上市险企估值表	17



1 商业健康险：配角的逆袭

1995 年以重疾险为代表的商业健康险进入中国保险市场。但由于我国国民经济尚处于发展阶段，国民保险意识不强，保险渗透率低，商业健康险一直作为附加产品出售，属于寿险产品的配角。2013 年，原保监会出台《中国人身保险业重大疾病经验发生率表》，奠定健康险数据基础及监管规范。2014 年“新国十条”出台《关于加快发展商业健康保险的若干意见》，商业健康险正式被纳入国家发展战略规划，成为完善社会责任体系中的一部分。随着中国国民保险保障意识加强，对于自身健康保障的需求崛起，健康险保费收入开始快速增长，配角终于开始逆袭。

但我国健康险发展相较于发达国家，仍处于入门阶段。健康险产品代表仍聚焦于重疾险、医疗险，致使保险公司盈利方式遭受考验，护理保险及失能收入损失保险的空白，以及健康险产品高度同质化都导致了健康险供需不匹配。未来，健康险期盼着不断的产品革新。

1.1 健康险定义及构成

健康险作为人身保险中健康风险预防的重要险种，包括：重疾保险、医疗保险、失能收入损失保险以及护理保险，¹四大险种承担了居民健康各阶段的不同功能，互为补充。目前我国的健康险类型较为单一，以重疾险及医疗险为主。

重疾险：当被保险人在保险期间内发生合同约定的疾病、达到约定的疾病状态或实施了约定的手术时给付保险金的健康保险产品。重大疾病保险的根本目的是为病情严重、花费巨大的疾病治疗提供经济支持；

商业医疗保险：当投保人发生合同约定的医疗行为后，为被保险人接受诊疗期间的医疗费用支出提供保障的保险；商业医疗保险是政府支出的基本医疗保险及补充医疗保险（企业支付）之外的商业保险，在报销比例、治疗项目、受保药品等因素打破基本医保限制，对于所有超过基本医疗保险及企业补充保险的费用支出进行补充；

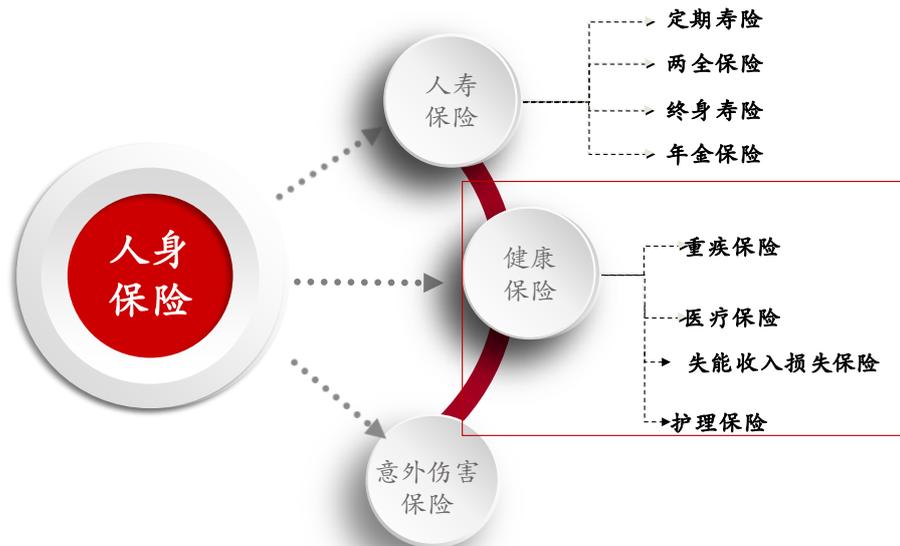
失能收入损失保险：当保险人发生合同约定的疾病或者意外伤害导致工作能力丧失时，保险公司提供一定时期的保险金，以预防收入减少或者收入中断的风险。

该类保险产品成熟市场较为普遍，例如美国、英国等国家，大部分为雇主针对雇员进行投保，作为社会保障体系的重要组成部分，有效保障雇员利益，以及降低雇主的劳动成本；

护理保险：当保险人在丧失日常生活能力、年老患病或者身故时，侧重于提供护理保障和经济补偿的保险。六项基本生活活动中确认丧失三项或三项以上定义为丧失日常生活能力。六项基本生活活动包括：穿衣、移动、行动、如厕、进食以及洗澡。

¹ 以下定义来源于银保监会《健康保险管理办法》

图表 1. 健康保险构成



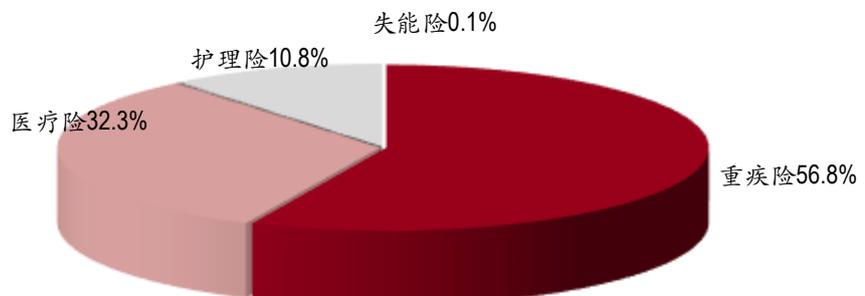
资料来源：中银国际证券

中国商业健康险保费收入结构中以重疾险为主，2017 年商业健康险保费收入中，重疾险保费收入占比达 56.8%，其次为医疗险，占比 32.3%；失能收入损失保险与护理险在我国发展起步较晚，保费收入占比分别为 0.1%及 10.8%。²

失能收入损失保险原保险保费收入占比较低的主要原因是我国劳动成本相对低廉，雇主在承担基本社保外为员工购买补充福利的积极性较小。但对于员工个人来说，重疾发生的高医疗费用支出、养老负担的加重以及个人消费成本的逐步加大，都对失能收入损失保险的补充保障提出了需求。

护理险是我国健康险市场缺失的另外一个险种，目前仅作为重疾险或医疗养老等产品的附加产品销售。护理险尚处于发展规模较小、保险费用较高、没有独立销售的阶段。但伴随着中国人口老龄化进程，发展专业的医疗护理保险既可完善社会责任体系，又帮助构建保险养老产业的闭环。

图表 2. 2017 年中国健康险细分险种占比



资料来源：《2018-2023 年中国健康保险行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》，中银国际证券

² 数据来源于前瞻产业研究院《2018-2023 年中国健康保险行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》

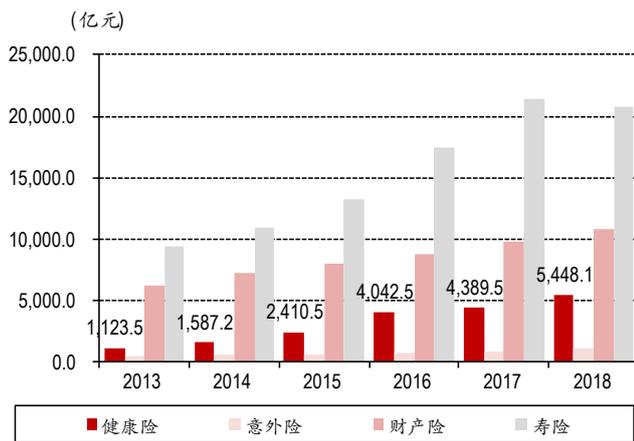
1.2 商业健康险行业发展现状

商业健康险是我国基本医疗体系下的重要组成部分，也是我国多层次医疗体系的关键部署领域。随着老龄化人口结构的改变、医疗费用支出的增加以及健康保险意识的不断提升，对于健康险的需求不断增加。自2013年以来，中国健康险进入高速增长阶段，增速呈现递增态势，占寿险保费比重也在不断增加。2014年健康险原保险保费收入1,587.2亿元，同比增长41.3%，占人身寿险原保险保费收入比例为12.2%；2018年健康险原保险保费收入5,448.1亿元，同比增长24.1%，占人身寿险原保险收入比例为20.0%。健康险成为保险行业内增速最快的险种，2013-2018年6年间复合增长率为50.4%，同期内意外险、财产险及寿险的复合增长率分别为43.6%、41.1%、43.1%。

我国健康险增长分为两阶段：

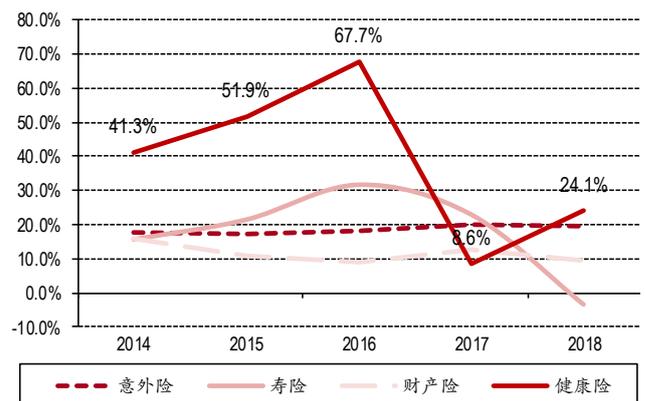
- 1) **低基数高速发展阶段**：2014-2016年期间，健康险进入高速发展阶段，连续三年原保费收入同比增速高于40%（2014、2015、2016年同比增速分别为41.3%、51.9%及67.7%）；健康险原保险保费收入占人身寿险比例分别为10.2%、12.2%、14.8%，占比逐步提升。
- 2) **增速回落，稳定发展阶段**：2017年健康险增速出现回落，主要是由于受监管趋势变严、产品结构调整以及竞争加剧等众多因素影响，2018年恢复稳定两位数增长（24.1%）。健康险原保险保费收入占人身寿险比例分别为18.2%、16.4%、20.0%。

图表 3. 2013-2018 年分险种原保费收入规模



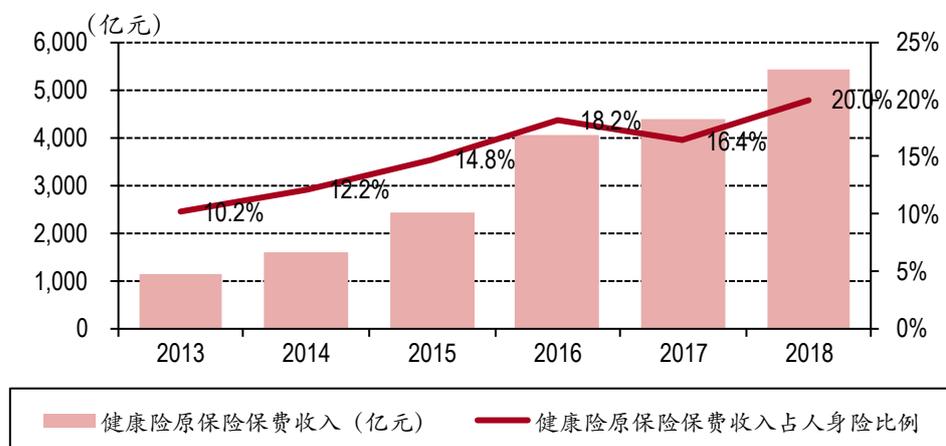
资料来源：银保监会，中银国际证券

图表 4. 2014-2018 年分险种原保险收入增速



资料来源：银保监会，中银国际证券

图表 5. 2014-2018 年健康险原保险保费收入及占比



资料来源：银保监会，中银国际证券

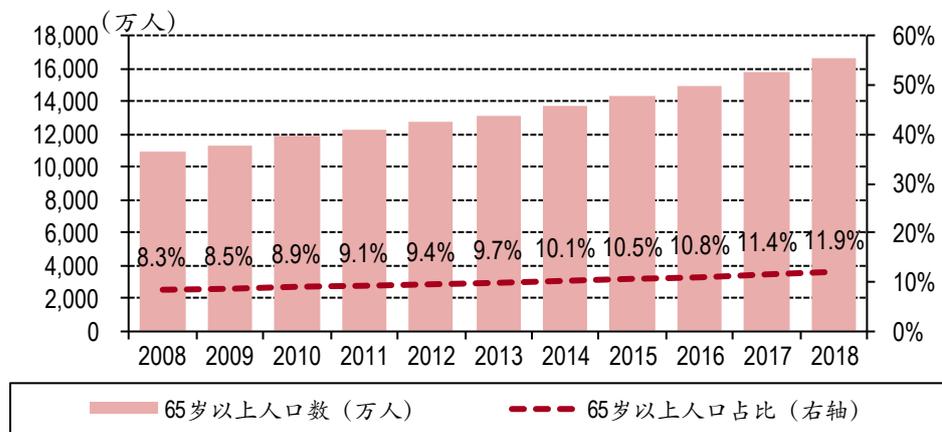
2 需求端：医疗和健康支出增加，健康险保家保平安

2.1 人口老龄化背景下，医疗和健康支出增加

目前中国人口老龄化趋势已渐显。截至 2018 年底，中国大陆地区 65 岁及以上老年人口已达 1.7 亿人，占总人口比重已经达到 11.9%。根据 1956 年联合国发布的《人口老龄化及其社会经济后果》确定的划分标准，一个国家或地区 65 岁以上老年人口数量占总人口比重超过 7% 以上的，可以确立该国家或地区进入人口老龄化。中国在 2005 年 65 岁以上老年人口比例已经超过 10%，并且呈现逐年上升趋势。中国社会已进入比较严重的老龄化阶段。

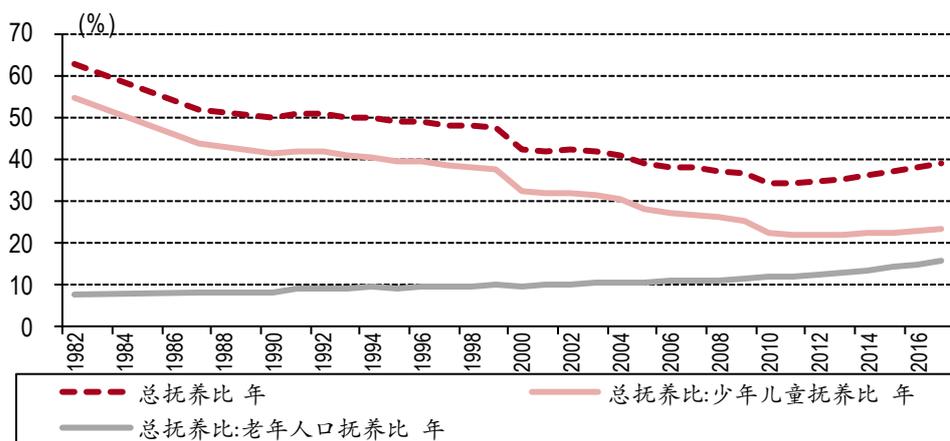
从抚养比来看，中国老龄人口抚养比在近十年来攀升，而同期少儿负担比下降，未来劳动力增长下降，中国面临较大的养老压力及劳动人口下降的压力。老龄化趋势意味着未来面临更大的医疗和健康支出，健康医疗保障需求迫切。

图表 6. 2008-2017 年中国 65 岁及以上人数及占比



资料来源：安永咨询《中国商业健康险白皮书》，中银国际证券

图表 7. 1982-2017 年总抚养比/少年儿童抚养比/老年抚养比



资料来源：万得，中银国际证券

2.2 医疗支出增长快，个人医疗支出负担较重

不同于美国等发达国家的商业保险模式，我国社会医疗保险由政府牵头，自 20 世纪 90 年代提出基本医疗体系“广覆盖”后，到十八大提出的“全覆盖”，随着国家加快推进医疗保障体系改革，商业健康险迎来了重要的发展机遇。

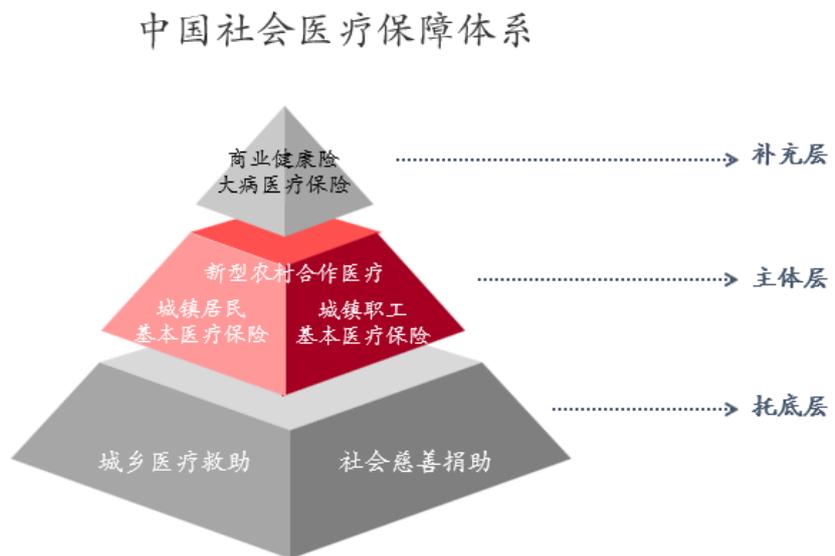
我国的整体医疗保障体系主要分为三级：

托底层：由政府主导的城乡医疗救助及社会慈善捐助；

主干层：包括由政府牵头，个人和组织共同参与的城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗；

补充层：主体是大病医疗保险，以及由个人、公司为组织、社会主动参与投保的商业健康险。

图表 8. 中国社会医疗保障体系

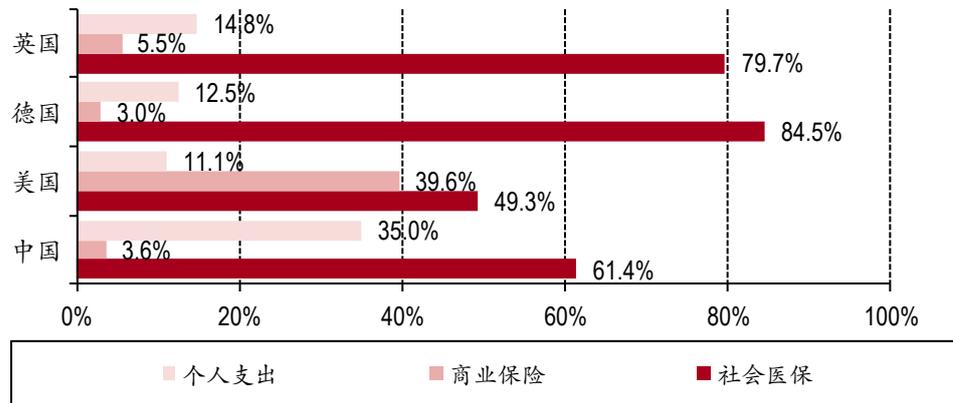


资料来源：安永咨询《中国商业健康险白皮书》，中银国际证券

根据《2018 年中国商业健康保险发展指数报告》数据显示，2017 年全国医疗卫生机构总诊疗人数达 81.8 亿人次，环比上一年增加 2.5 亿人次，同比增长 3.2%。居民住院人数达 2.4 亿人，环比上一年增加 0.1 亿人，同比增长 4.3%。居民就诊人数及住院人数呈逐年上升趋势。同时医院次均门诊费用增加，2016 年医院次均门诊费用 245.5 元，同比增长 5.0%；人均住院费用为 8604.7 元，同比增长 4.1%；日均住院费用 914.8 元，同比增长为 6.1%。

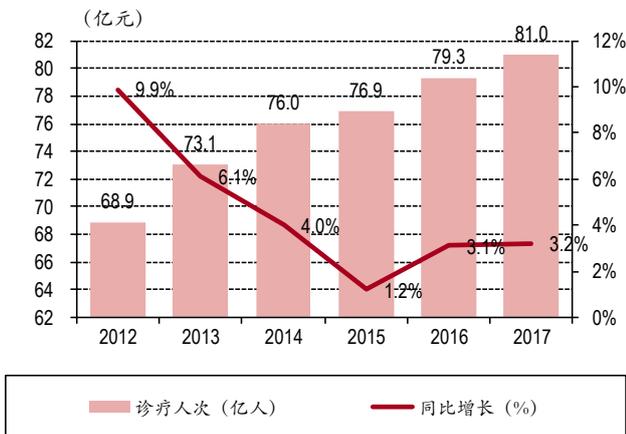
医疗次均门诊费用及人均住院费用均有上涨，居民看病成本进一步加重。相较于其他发达国家，我国基本医疗保障体系仍在改革阶段，个人医疗费用支出比例较高。根据 WTO 2015 年的统计数据显示，中国的个人医疗费用支出占总医疗费用的支出比例为 35.0%，英国、德国及美国个人支出比例分别为 14.8%、12.5%、11.1%。我国居民健康保障仍有很大的上升空间，急需商业健康险填充空白。

图表 9. 2015 年英国/德国/美国/中国医疗支出体系



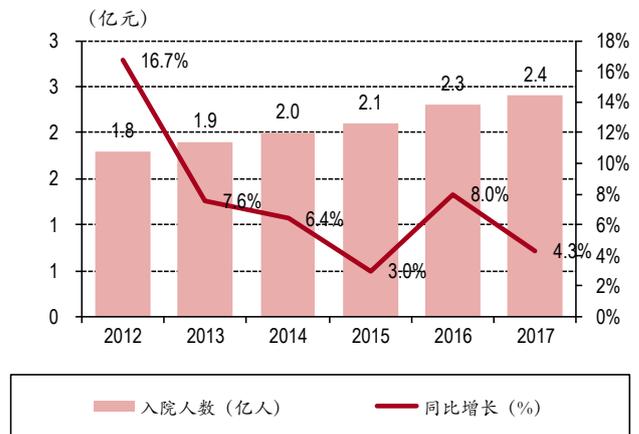
资料来源：安永咨询《中国商业健康险白皮书》，中银国际证券

图表 10. 2012-2017 年全国医疗卫生机构门诊量及增长速度



资料来源：《2018 中国商业健康保险发展指数报告》，中银国际证券

图表 11. 2012-2017 年全国医疗卫生机构住院量及增长速度



资料来源：《2018 中国商业健康保险发展指数报告》，中银国际证券

2.3 中等收入人口比例提升，保障型保险产品消费能力提升

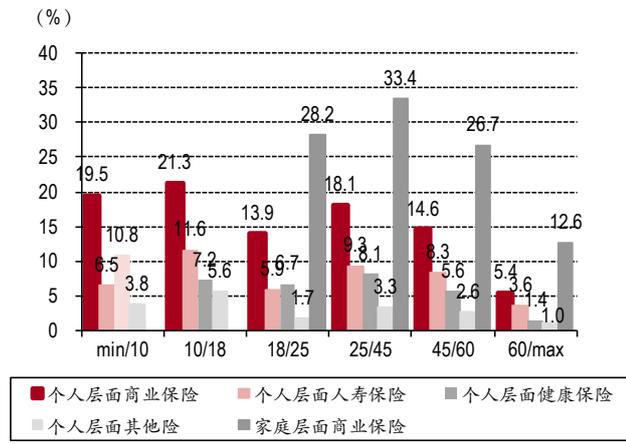
根据 2017 年《社会蓝皮书》数据显示，2017 年中国中等收入家庭人口占全国家庭总人口的比例为 37.4%，预计这一比例将在 2020 年达到 43%，2025 年达到 50%。伴随着中等收入人群激增，我国城市家庭投资资产配置结构发生转变，对保障型产品的消费能力增强。

我国城市家庭户主保险类资产配置比例最高的年龄区间为 31-40 岁，保险类资产配置占总投资资产比例为 23.5%；其次为 41-50 岁以及 51-60 岁的户主家庭，占比分别为 23.5% 以及 24.3%。

家庭层面参保（全家参保）的商业保险参保率数据来看，25-45 岁之间的家庭商业保险参保率最高，为 33.4%。个人层面（仅个人参保）的主要参保人为 18 岁以下的家庭成员，家庭更愿意为未成年人参保。

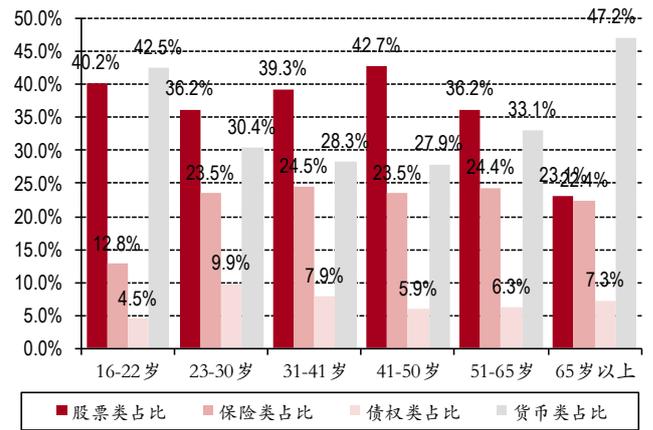
我国整体的保险参保分布聚焦于 25-50 岁的群体，该类人群收入水平稳定且有持续增长空间，对于保险类资产配置的需求不断加深，是购买保险产品的主力群体。而目前成为个人主要参保人员的 18 岁以下未成年人，在未来十年间将逐步成为我国人口中心以及保险主力购买人群，因此未来十年将是保险需求黄金释放期。

图表 12. 各年龄段商业保险参保率



资料来源:《2018年中国城市家庭财富健康报告》,中银国际证券

图表 13. 不同户主年龄下的家庭投资资产配置结构



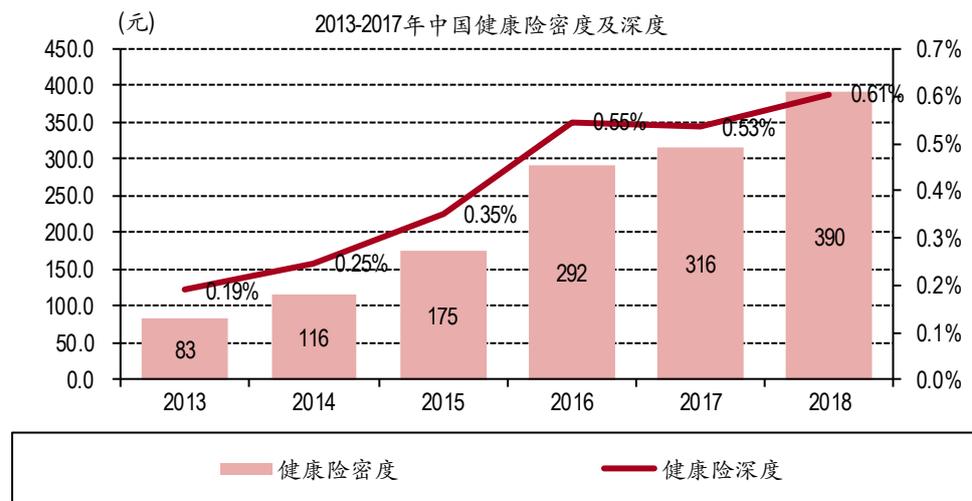
资料来源:《2018年中国城市家庭财富健康报告》,中银国际证券

3 供给端：健康险集中度较高，产品创新伊始

3.1 健康险渗透率仍低，市场尚待深耕

尽管近年来中国商业健康险原保费收入快速增长，但健康险占保险行业总保费比例较低，2018 年占人身寿险行业保费收入仅为 20.0%。截至 2018 年底，人均健康险保费支出（保费密度）为 390 元，保险消费收入占比（保险深度）仅为 0.6%。发达国家主要为私人自主投保模式，以商业健康险保障为主。相较于成熟市场，中国的健康险市场发展空间巨大。

图表 14. 2013-2018 年中国健康险密度及深度



资料来源：中保协《中国商业健康保险报告》，中银国际证券

健康险产品及健康服务供给情况：产品仍以医疗险、短期险产品居多；保险公司针对个人提供丰富的健康险管理服务，以导医服务、重疾绿色通道为主，但健康配套服务覆盖仍显不足，已购客户对健康险服务体验不充分，对产品和服务的认知仍有待提高。

根据《2018 中国商业健康保险发展指数报告》针对 28 家保险公司的调研结果，截至 2017 年，28 家被调研的保险公司共投放市场 2,432 个健康险产品，产品主体仍以医疗险产品为主（占比为 54.7%），责任期限均以短期产品为主（占比为 70.7%）。2017 年个人商业健康险新保前三名分别为重疾险、住院医疗险以及意外医疗费用补偿责任产品。并且调研数据表明，85.7% 的保险公司会为商业健康险客户提供配套健康管理服务内容，类型包括导医服务、重疾绿色通道等。但整体健康险产品的配套服务覆盖能力仍表现不足，客户对于配套的健康服务体验不充分，部分受访者甚至表示从未享受过保险公司提供的健康险服务内容。主要原因是消费者对于健康服务的认知及接受度仍不高，缺乏正确观念的引导，对于服务的效用仍存有疑虑。

产品和健康服务未来供给：增加健康险产品类型，扩大产品覆盖范围，通过线下健康管理 app、导医服务通道以及可穿戴型设备监测等方式，加强消费者健康管理意识，打造一体化健康服务管理体系。

健康险未来发展趋势是产品与服务相结合，打造一体化健康管理服务体系。受调研的 28 家保险公司均计划扩大健康险产品及健康险配套服务管理供给，包括增加重疾险给付责任的产品供给、增加住院医疗费用补偿费用的健康险产品供给、医保目录外自费药的产品供给等，力求在健康险产品供给侧达到“创新、全面、保障”等原则。另一方面，通过线下健康 app 进行健康饮食管理、导医服务通道、可穿戴型设备监控健康指标等方式，加强消费者健康管理意识，加强健康险配套服务管理，为整体健康险供给侧提供内容与模式。

巨大的健康险蓝海市场，健康险未来需求仍会不断加深，目前仍有不足待改善但前景可期：中国健康险市场是目前处于高增长高潜力发展的蓝海市场。发展商业健康险，是构建多层次医疗保障体系的重要因素，同时也符合中国老龄化人口结构背景以及中等收入人群激增带来的保险配置需求，预计未来我国健康险市场需求将不断加深，为商业健康保险迎来了重要的发展机遇。然而，商业健康险的发展也面临诸多问题，整体来看可以归纳为发展程度不高、市场集中度高竞争激烈、健康管理服务开展程度不足等方面。

3.2 健康险市场行业集中度高，大型寿险公司竞争力较强

3.2.1 健康险保费份额集中在人身寿险公司

健康险按照销售方式主要区分为短期意外健康险或长期健康险，其中人身寿险公司主营长期健康险，包括重疾险及医疗险；财险公司以销售短期意外险为主。

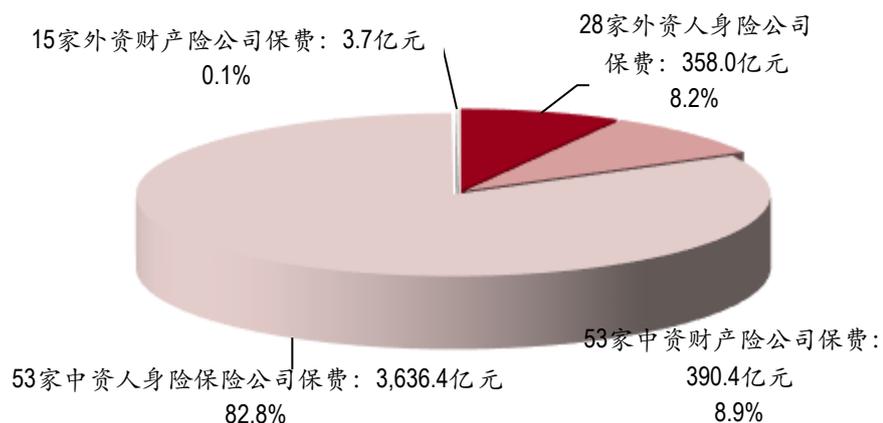
中国健康险市场有两大特点：

- 1) 人身寿险公司保费收入市场份额远大于财产险公司；
- 2) 中资公司保费收入市场份额大于外资公司。

人身寿险公司是健康险销售主力。2017年行业健康险原保险保费收入达4,386亿元，其中，人身寿险公司贡献健康险保费收入3,994亿元，占比达91.1%。财产险公司受到监管约束，仅能经营短期意外险，短期意外险具有保单金额低、保障期限短、各家产品同质化严重等特点，因此财产险公司保费收入远不及人身寿险公司。

2017年，43家外资保险公司（包含外资人身寿险及财产险公司）原保险保费收入为361.7亿元，占健康险保费收入比例为8.3%。外资保险公司业务发展较为缓慢，市场份额相对偏低，主要原因是外资保险公司进入中国保险市场，仍受到业务开展地域的监管限制，部分中外合资险企存在合作模式的内在矛盾，以及拓展分支机构的外在困难，暂时难以施展拳脚。但近期监管对于外资保险公司的进一步开放政策，有望改变这一困境。外资保险公司具有长期资本供给、多元化及创新型的保险产品优势，逐步放宽外资保险准入门槛，将会给中国健康险市场带来新的改变。

图表 15. 2017 年健康险市场各类保险公司占比



资料来源：中保协《中国商业健康保险报告》，中银国际证券

3.2.2 健康险保费市场集中度高，CR10 超过 80%

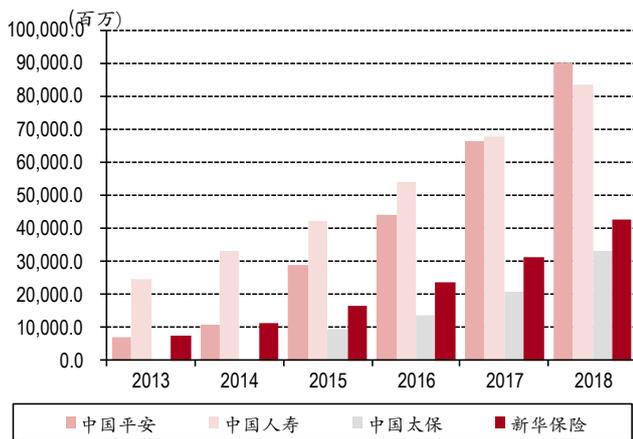
资本强大的人身寿险公司已经具备高素质的代理人销售队伍、分支机构展业成本优势、理赔及定价数据较为完善等特点，因此健康险行业集中度高，主要集中在行业前十家保险公司。按照公司体量区分有四象梯队：

- 1) **百亿级别保险集团公司**：包括中国平安及中国人寿，主要特点为集团化、销售渠道分布广，2017年中国平安及中国人寿健康险保费收入共计为 1,457.1 亿元，市场份额占比为 33.2%；
- 2) **百亿级保险公司**：其中包括和谐健康及新华保险等 8 家中资人身寿险公司，中国人保及友邦保险公司，2017 年健康险保费收入共计为 2,062.3 亿元，市场份额为 46.9%；
- 3) **十亿级保险公司**：包含 12 家中资人身寿险保险公司、10 家外资人身寿险公司及 4 家中资财产险公司，2017 年健康险保费收入共计为 678.7 亿元，市场份额 15.5%；
- 4) **其余保险公司（包含人身寿险及财产险公司）**：2017 年健康险保费收入共计 191.4 亿元，占比为 4.4%。

3.2.3 上市险企健康险保费收入加速提升

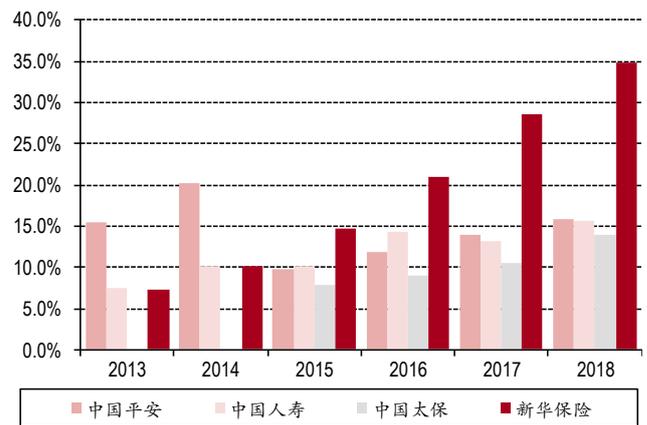
自 2013 年至 2018 年，上市险企健康险保费收入加速提升。2018 年，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险健康险保费收入分别为 901.0 亿元、836.1 亿元、330.1 亿元以及 425.7 亿元，³同比增速分别为 36.1%、23.5%、59.9% 以及 36.2%，健康险占总保费比例分别为 15.8%、15.6%、14.0% 以及 34.8%。中国平安、中国人寿以及新华保险 6 年间健康险复合增长率分别为 53.8%、22.5% 以及 33.1%。中国太保 4 年间复合增长率为 37.1%。⁴

图表 16. 上市险企健康险保费收入



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 17. 上市险企健康险保费占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

³ 由于各家公司披露口径不同，中国平安采用长期健康险；中国人寿采用健康险业务；中国太保采用长期健康型保险；新华保险采用健康保险口径

⁴ 中国太保自 2015 年起披露长期健康险保费收入

4. 未来发展：变局与迷思，浪潮与洋流

健康险在中国保险市场内仍有很多领域有待拓展。健康险发展从原有单一着力于长期重疾险及短期医疗险，转化为医疗服务、保险产品、健康管理等整个产业链条，更加定制化、智能化及个性化发展。

4.1 医疗健康生态圈

中国平安打造医疗健康生态圈，通过流量端和支付端两端交互切入，完善线上线下服务闭环，为用户提供医疗健康一体化服务。

1) 平安好医生提供专业医疗健康服务：

平安好医生是中国平安健康生态圈中重要的布局，除利用集团资源优势外，不断为集团内保险子公司提供流量资源（包括平安寿险、平安健康险以及平安养老险）。平安好医生具有以下特点：

最大医疗平台：截至 2018 年底，累计服务用户超过 2.7 亿人，是中国最大的互联网医疗平台，为集团内子公司不断输送流量血液；

覆盖线上线下健康服务全面：平安好医生提供 7*24 小时在线医疗咨询、医疗转诊、挂号、住院安排、第二诊疗意见以及 1 小时送药等全流程服务；平安好医生通过收购万家医疗，布局线下医疗，完善线上线下健康医疗服务闭环。

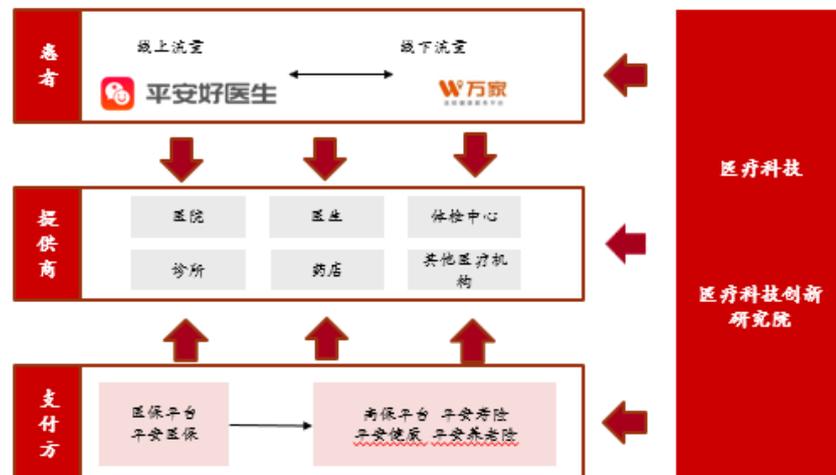
2) 医疗科技投入，创新研究改格局：

平安医保科技通过以线上线下服务平台为核心，全面拓展医疗健康生态圈。利用 AI、区块链、健康风险画像等技术、打造数据科技应用数据库，为平安好医生及平安健康险等专业公司提供优秀的数据来源，加速产品服务升级。

3) 平安寿险及平安健康险公司提供保障产品：

平安健康是平安集团下的专业健康险公司，公司战略致力于强化健康险与健康管理的有机结合，利用平安好医生等多项平台以及医疗健康技术，整合理赔、定价数据，加快健康险产品的创新升级，为医疗健康生态圈提供保险保障。

图表 18. 中国平安医疗生态圈



资料来源：安永咨询《中国商业健康险白皮书》，中银国际证券



4.2 创新型健康险产品抢占市场

随着行业发展，以及监管回归保障的督促，新华保险率先回归保障，聚焦长期保障型产品，借助与瑞再的合作，及时调整布局。新华保险自 2016 年开展战略转型以来，公司大力发展健康险产品，健康险保费收入增速明显。陆续推出“健康无忧”、“多倍保”等特色重疾险，全方位聚焦健康险。

- 1) **率先布局，健康险占比大幅领先同业：**新华保险万能险及意外及短期健康险占比不断压缩，2018 年保费收入占比分别为 0.03% 及 1.59%。分红险、长期健康险及传统寿险占比分别为 40.63%、34.81% 及 22.93%，其中长期健康险占比远超前于同业（2018 年中国平安/中国人寿/中国太保长期健康险保费收入占比分别为 15.79%/15.60%/14.02%）；
- 2) **“以附带主”产品结构创新：**新华保险于 2018 年首推“附加特定心脑血管疾病保险”作为附加险与销售的主险进行搭配。填补了心脑血管在保险产品市场的空缺，并且根据不同年龄客群定制需求。该类产品打破了同质化健康险局面，经过一段时间的营销宣传，市场认可度提高，目前销售良好。

图表 19. 2014-2018 年新华保险保费收入占比 (%)

新华保险	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	意外及短期健康险
2013	77.55	0.04	13.85	7.36	1.20
2014	60.19	0.04	28.52	10.17	1.09
2015	44.69	0.03	39.53	14.77	0.98
2016	43.56	0.03	34.36	20.89	1.16
2017	47.45	0.04	22.61	28.60	1.30
2018	40.63	0.03	22.93	34.81	1.59

资料来源：公司公告，中银国际证券

4.3 中小险企以价格优势取胜，发力健康险

在中国市场，无论财险还是寿险领域都存在“马太效应”，高度集中在头部险企。从保费规模来看，中小型寿险和财险公司近年来未能有效抢占市场份额，整体保费收入增长乏力。对于保险行业的高集中度格局难以造成实质性的破局影响。

近两年来，部分险企推出高性价比重疾险产品，例如“百年康惠保旗舰版”超高性价比额重疾险产品，涵盖 100 种重疾、20 种中症、35 种轻症，一跃成为“网红重疾险”，主要原因是涵盖市面上较为常见、高发疾病，并且利用轻症可豁免且保障达三次等方式提高保障利益，达到“重保障、减保费、增轻症”的营销卖点；以及“福禄康瑞 2018”等产品，利用轻症不分组，年金可转化等宣传卖点，结合品牌效益，打出高性价比重疾险的名声抢占市场规模，短期扩大保费，但随着热度的冷却和监管的升级，长期来看预计这类产品的价值率较低。

由于健康险的特征，在长期发展中需要不断投入医疗科技研发费用，并且由于中小险企代理人队伍规模较小，展业依靠保险中介公司较多，销售成本较高，且部分“爆款医疗险”具有高赔付率和费用率，以价格优势取胜的中小险企冲击健康险市场盈亏难以平衡，尚处夹缝生存。

4.4 如何避免蓝海变红海，破局之战

近年来，健康险发展迅速，从保费收入增长及市场规模都在持续增加中。随着老龄化加速、收入水平提高等外部因素驱动，以及内在对于保险保障意识的加强，商业健康险市场还将持续扩大。近期监管重启修改重疾发生率表，编制第二套重大疾病发生率表进行趋势研究，编制包括重/中/轻细分维度、重疾死亡比例表以及生存率表的修改，预计将会直接对于重疾险定价产生影响。未来健康险产品根据重疾发生率表调整也需要产品变革，对比曾经大热的保险蓝海-车险市场，如何避免下一个健康险由于市场过度竞争、同质化严重等因素造成红海竞争，寻求健康长期发展，寻求破局之道尤为重要。健康险未来发展主要关注以下几点：



- 1) **清晰的战略定位：**未来公司发展健康险需要塑造清晰的公司战略定位，以新华保险为例，依靠专项重疾险在细分市场形成优势，摆脱同质化竞争；
- 2) **科技布局，弯道超车：**健康险产品开发依赖于以科技创新为主的基础投入，如何有效的做到保险科技赋能、保险产品创新、通过线上线下平台互动达到拓宽获客、医疗服务体系的整体搭建，才能在创新领域上弯道超车；
- 3) **自主渠道拓展，强化客户粘着力：**重疾险侧重于代理人渠道开发、期交保费，对于客户的黏着性有很强的增稠能力；医疗险短期获客能力强，如何强化对于现有客户的再开发，以及做强自主渠道能力，最大程度获客留客也成为健康险发展之重；
- 4) **产品创新扩保障：**在健康险产品创新方面，需要不断拓展保障范围。例如：百万医疗产品的创造，填补了市场空白，使得消费者以较低的价格享受到中高端医疗产品的保障；“微医保.住院医疗”保险在提供一般疾病及意外医疗保险金外，还将 100 种重大疾病纳入保障范围，且降低重大疾病免赔额至零元。各种创新型产品的创造，都提高了健康险保障范围、推动商业健康险高速增长方面起到了积极的作用；



3. 投资建议

健康险是近两年来上市险企重要的布局方向，拉动新业务价值率有持续提升。2019 年二季度以来上市险企受代理人清虚影响，普遍重点着力增员，预计二季度保费和新业务价值环比回落。同时利率下行的担忧对估值有所压制，目前行业 19 年 PEV 为 1.04 倍。首推中国平安，公司已具备“金融+科技”战略布局，通过平安健康 app、线下医疗机构等方式构建医疗健康网络，打造大医疗健康生态圈。

图表 20. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2017	2018	2019E	2020E	2021E	评级
601628.SH	中国人寿	29.76	EVPS	25.97	28.13	32.94	38.11	44.50	增持
			P/EV	1.15	1.06	0.90	0.78	0.67	
			NBVPS	2.13	1.75	2.08	2.29	2.52	
			NBVX	13.99	16.99	14.32	13.01	11.83	
601318.SH	中国平安	91.84	EVPS	43.02	54.84	63.57	75.05	91.13	买入
			P/EV	2.13	1.67	1.44	1.22	1.01	
			NBVPS	3.68	3.95	4.43	5.04	5.81	
			NBVX	24.92	23.22	20.72	18.22	15.81	
601601.SH	中国太保	37.36	EVPS	31.58	37.09	42.67	49.21	57.43	增持
			P/EV	1.18	1.01	0.88	0.76	0.65	
			NBVPS	2.95	2.99	3.04	3.13	3.24	
			NBVX	12.67	12.48	12.29	11.92	11.55	
601336.SH	新华保险	57.87	EVPS	49.20	55.51	63.03	71.33	81.82	增持
			P/EV	1.18	1.04	0.92	0.81	0.71	
			NBVPS	3.87	3.91	3.97	4.09	4.30	
			NBVX	14.97	14.79	14.59	14.15	13.46	
行业平均 PEV					1.20	1.04	0.89	0.76	

资料来源：万得，中银国际证券
*以 2019 年 7 月 1 日收市价为标准



4. 风险提示

- 1) **保障型保险产品保费增速不及预期：**保障型保险产品侧重于价值提升，2019 年上市险企采用代理人增员、修改基本法激励措施、代理人考核引导等方式继续加强保障型保险产品销售，但整体保障型产品转型与市场接受度具有不确定性。
- 2) **市场波动对投资收益、估值的双重影响：**保险资产端受权益市场影响，中美贸易关系的阶段缓和和将有利于促进短期权益类市场回暖，但未来长期来看市场波动对于保险权益投资及估值具有双重影响。
- 3) **利率下行带来的险企投资不确定性：**保险资金端因风险偏好影响，重点配置固定利率债券产品，目前宏观环境存在不确定性，若利率下行将对保险行业带来较大影响。

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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 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 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公开发表。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