

保险

证券研究报告

2021年11月23日

为什么中国没有联合健康模式专题 1：什么是联合健康模式？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

周颖婕

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

联合健康是全球领先的健康与福利管理公司，打造 UnitedHealthcare（健康险）和 Optum（健康服务）两大品牌，链接保险与医药服务。一方面，健康险业务以管理式医疗为抓手，聚拢医疗资源，构建庞大的医疗网络形成护城河，快速吸引大批量流量（客户）成为会员，为营业利润率高的健康服务业务提供稳定客源；另一方面，健康服务业务在健康管理、信息技术服务和药品福利管理领域形成的专业能力进一步加固了健康险业务的护城河，同时协助保险公司加强医疗行为监控，有效降低成本，帮助保险主业实现风险控制，两者协同互补，打造“医药险”业务闭环。

外延式并购聚拢核心资源，内生式增长拓展业务边界。公司大量收购 HMOs、健康计划、PBM、团险业务、医疗信息化公司，快速聚拢医疗资源、打造专业能力，增强健康险业务核心竞争力；另一方面，公司围绕健康险业务纵深拓展，延伸出健康管理、信息技术服务、药品福利管理等业务，外延内生协同并进。

政商合作是公司发展的主旋律，政保业务贡献近 10 年以来业务的主要增量。公司两大增量业务均为政保业务，Medicare Advantage（MA）方面，公司商业实践领先立法近 20 年，客户基础与实践经验丰富，优势明显；Medicare Plan D 方面，凭借 MA 计划积累的客户端和与美国退休协会的深厚关系，叠加 PBM 业务布局，先发优势明显。

我们认为，“医药险”模式中“医”壁垒性最强，先后顺序决定难易程度。纵观联合健康的发展历程，其在医疗资源与保险业务的拓展上具有极其明显的先后顺序。公司成立之初，便积极收购 HMOs、健康计划，快速拓展服务网络，积累高壁垒的医疗资源之后，顺理成章地吸引大批量客户加入服务体系成为“会员”，实现市场的快速扩张，而后基于市场研判，加大健康险公司收购力度，大力发展团险业务，完善支付方业务布局。

当前，我国健康险仍需依托寿险、财产险经营，独立的医疗+保险产业生态始终未形成，这是我国为什么没有联合健康模式在公司商业模式层面的体现。

投资建议：结合联合健康模式，我们认为积极布局健康服务业务，在拓展业务增长点的同时也有利于加强健康险业务的竞争力。当前，中国太保、友邦保险与中国平安均在加速布局健康服务产业链，“保险产品+健康服务”融合已取得明显进展。重点推荐中国太保、友邦保险、中国平安。

风险提示：长端利率下降超预期；保险公司负债端改善慢于预期；医疗控费不及预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601601.SH	中国太保	27.86	买入	2.63	2.96	3.43	4.09	10.59	9.41	8.12	6.81
01299.HK	友邦保险	85.60	买入	0.48	0.54	0.61	0.70	23.5	20.9	18.4	16.1
601318.SH	中国平安	49.71	买入	7.83	6.39	7.74	9.02	6.35	7.78	6.42	5.51

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：PE=收盘价/EPS

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《保险-行业深度研究:狂风不终朝，骤雨不终日》 2021-11-07
- 《保险-行业点评:互联网保险新规：竞争格局利好大型保险公司，线下高素质队伍仍是核心，看好友邦，太保!》 2021-10-24
- 《保险-行业专题研究:3 季报前瞻：资产端正在改善，静待“淘汰落后产能”后的保费触底回升》 2021-10-14

内容目录

1. 联合健康：全球领先的健康与福利管理公司，链接保险与医药服务	6
2. 1977-1987 年：诞生于《HMO 法案》出台之际，垂直集成战略铸就先发优势	10
2.1. 诞生于《HMO 法案》出台之际，HMO 注册人数快速增长	10
2.2. 以 HMO 为核心，垂直集成战略纵深发展	12
3. 1988-1990 年：管理式医疗话语权加强，健康服务拓展业务边界	13
3.1. 管理式医疗话语权加强，华平投资注资叠加问责制引进实现扭亏为盈	13
3.2. 布局 Medicare 与 Medicaid 市场，贡献公司收入增量	14
3.3. 业务持续多元化发展，健康服务拓展业务边界	15
4. 1991-1997 年：营收多元化发展，收购聚拢医疗资源构筑护城河	15
4.1. 营收多元化发展，联合健康由创业型公司向成熟型公司过渡	15
4.2. 设立首席兼并官，并购健康计划聚拢医疗资源	16
5. 1998-2006 年：专注细分市场需求，政保商保双重发力拉升营收增速	17
5.1. 业务重组后专注细分市场需求，竞争力加强	17
5.2. 商业公司运营政府业务立法完成，联合健康先发优势明显	17
5.3. 大力收购团险公司，建立核心竞争力	19
6. 2007-2010：PBM 业务贡献业绩增长点，布局医疗信息化完善业务闭环	22
6.1. CEO 内部培养制，管理能力优越有效整合收购业务	22
6.2. Medicare PartD 落地，PBM 业务成业绩增长点	23
6.3. 医疗信息化加速推进，积累核心数据资源	27
7. 2011-至今：业务格局已成，奥巴马医改下政保业务高速增长	28
7.1. 两大业务板块成型，协同效应显著	28
7.2. 健康险半强制属性突出，政保业务增速明显	28
7.3. 国际化业务加速进行，业务遍布 150 余国	29
8. 医药险模式中“医”壁垒性最强，先后顺序决定难易程度	30
9. 投资建议	31
10. 风险提示	32

图表目录

图 1：联合健康业务板块	6
图 2：联合健康商业模式图解	6
图 3：健康险板块各业务会员情况	7
图 4：健康险板块各业务会员占比	7
图 5：健康险板块各业务收入情况	7
图 6：健康险板块各业务收入占比	7
图 7：健康服务业务各业务收入情况	8
图 8：健康服务业务各业务收入占比	8
图 9：健康服务业务各业务营业利润率	8
图 10：健康服务业务利润占公司利润比	8

图 11: 联合健康业务衍生历程	9
图 12: 联合健康管理组织架构变迁历史	10
图 13: 1940、1950 年各类医疗保险覆盖率对比	11
图 14: 1960-1970 年美国人均医疗卫生支出保持高速增长	11
图 15: 1960-1970 年美国医疗服务占个人消费总支出比重不断提升	11
图 16: 1987-1988 年公司 ROE、ROA 转负	13
图 17: 1987-1988 年公司形成巨额亏损	13
图 18: 管理式医疗服务人次飙升	15
图 19: 1988-1996 年美国雇主福利计划按类型区分的健康计划份额变动	16
图 20: 联合健康医疗网络中医院数量稳定在 6500	17
图 21: 联合健康医疗网络中医生数量稳定在 140 万	17
图 22: 2000-2021E 年 MA 注册人数快速增长	18
图 23: 2000-2021E 年 MA 渗透率呈上升趋势	18
图 24: 联合健康 MA 计划推动 Medicare & Retirement 板块收入持续高增长	18
图 25: 联合健康 Medicare Advantage 会员数持续高增长	19
图 26: Medicare Advantage 总注册人数及联合健康市占率	19
图 27: 2030 年 MA 计划会员数将超过 Original Medicare	19
图 28: MA 计划行业集中度持续上升	19
图 29: 传统健康计划市场份额快速下降	20
图 30: 美国医疗卫生总支出及占 GDP 比重	20
图 31: 雇员福利计划平均保费持续上升	20
图 32: 雇员福利计划中 HDHP 市场份额快速增长	21
图 33: 大型雇主提供 HDHP 意愿强烈	21
图 34: 联合健康与 Anthem 大规模并购后营业收入对比	22
图 35: 1988-2003 年主要 Medicare 改革方案中处方药福利的比较	23
图 36: Original Medicare 受益人可单独投保 Plan D	24
图 37: 大部分 MA 计划包含 Plan D	24
图 38: PBM 的运营服务串联作用	25
图 39: Optum RX 内外收入贡献	26
图 40: Medicare 在零售处方药支出中占比不断提升	26
图 41: PBM 行业集中度高	26
图 42: Optum RX 营业收入与增速	26
图 43: Optum RX 对公司收入及利润贡献呈现上升趋势	26
图 44: 联合健康医疗信息化布局	27
图 45: 联合健康两大品牌互为补充	28
图 46: 奥巴马医改主要内容	28
图 47: 2013-2017 年美国医保覆盖情况变化	29
图 48: 联合健康 Community & State 保费快速上升	29
图 49: 国际业务快速增长	29
图 50: 1977-2005 年联合健康并购历程	30
图 51: 2006-2021 年联合健康并购历程	31

表 1: 健康险业务详解	7
表 2: 健康服务业务详解	8
表 3: 20 世纪 70 年代美国政府不断加强卫生费用管控	11
表 4: 收购高潜力 HMOs 与退出低前景市场并行	12
表 5: 围绕 HMO 打造六大专业公司	12
表 6: 第二任 CEO 西蒙斯履历	13
表 7: 1965 年开始, 美国医疗体系改革政策频发	14
表 8: Original Medicare 与 Medicare Advantage 对比	14
表 9: 第三任 CEO 麦奎尔履历	15
表 10: 管理式医疗主要模式对比	16
表 11: 1991-1997 年, 公司加大健康计划收购力度以聚拢医疗资源	16
表 12: 1998 年集团化后各子公司服务于细分市场	17
表 13: 联合健康构建眼科牙科医疗网络	18
表 14: 2022 年 HDHP 最低免赔额与最高自付额规定	21
表 15: 联合健康吸收整合传统健康计划公司布局团险	21
表 16: 历任 CEO 任职时长	22
表 17: 第四任 CEO 海姆斯利履历	22
表 18: Medicare 体系概览	24
表 19: 联合健康加大 PBM 相关业务收购力度	25
表 20: 2013 年与 2017 年美国医保覆盖情况对比	29
表 21: 保险公司 2021PEV	32
表 22: 国内保险公司布局健康服务产业链	32

专业名词释义：

管理式医疗 (Managed Care)：管理式医疗是一种将提供医疗卫生服务与保险计划相结合的模式，旨在通过使用医疗合作网络来满足患者的整体健康需求，从而降低成本并改善结果。在这种模式下，保险公司（或其他类型的机构）通常会为其投保人建立一个医疗服务网络，投保人可在其医疗服务网络中满足其医疗需求，医疗服务的价格通常是按人均确定的，保险公司需要选择医疗服务网络的合作商，并与其确定服务价格、护理责任和医疗服务范围等。

健康维护组织 (Health Maintenance Organization, HMO)：管理式医疗的一种形式，HMO 通过与特定的医生、医院和诊所协商，为本地区的自愿参保者提供成套的综合医疗服务。HMO 计划通常只对医疗网络内的医疗供应商提供的服务进行赔付，参保者医疗服务供应商选择的灵活性最低，但理赔最简单。

优选供应商组织 (Preferred Provider Organization, PPO)：管理式医疗的一种形式，与 HMO 类似，PPO 通过多种措施引导病人去费用控制得好的医师处求医，从而达到节省费用的目的。但它比 HMOs 更为灵活，给参保者更大的自由来选择医疗服务提供者，且医疗网络内外的费用均可报销，但网络外的医疗费用报销得更少。

服务点计划 (Point of Service, POS)：POS 计划结合了 HMO 与 PPO 的特点，参保者可以自行选择自己的初级保健医生，并由其负责转诊。参保者在选定的初级保健医生处看病几乎不用再掏钱，也不用提出理赔；到其他医生处看病时需先支付费用，而后申请理赔，但自付比例较高。

高免赔额健康计划 (High-Deductible Health Plan, HDHP)：HDHP 为免赔额较高的健康计划，通常与健康储蓄账户 (HSA) 配对。

健康储蓄账户 (Health Saving Account, HAS)：HDHP 的参保人在免税的基础上为 HDHP 的免赔额部分以及其他医疗费用开支预留的资金储存在 HAS 账户。

药品福利管理 (Pharmacy benefit management, PBM)：介于保险机构、制药商、医院和药房间的管理协调组织，成立的目的在于对医疗费用进行有效管理，节省支出，增加药品效益。PBM 通过与药品企业、医疗服务机构、保险公司签订合同，以求在不降低医疗服务质量的前提下，影响医生或药师的处方行为，从而控制药品费用增长。

医疗保险计划 (Medicare)：美国联邦政府的一项医疗保险计划，覆盖对象为 65 岁以上的老人和各年龄段符合条件的残疾人或晚期肾病患者。

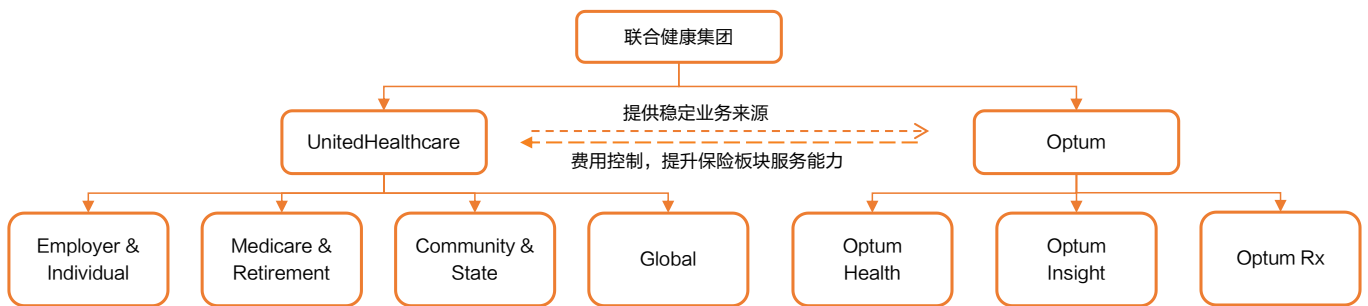
医疗补助计划 (Medicaid)：由联邦政府和州政府合作，为低收入的儿童、孕妇、老年人和残疾人等提供医疗服务的保险。

1. 联合健康：全球领先的健康与福利管理公司，链接保险与医药服务

联合健康集团（UnitedHealth Group）是一家多元化的健康和福利管理公司，成立于 1977 年，1984 年在纽约证券交易所主板上市。2020 年，公司营收 2571 亿美元，同比增长 6.2%；归母净利润 154 亿美元，同比增长 11.3%。公司业务范围以美国为主，辐射 150 多个国家，是美国最大的商业健康险公司，也是全球领先的商业健康险龙头企业，2021 年位列《财富》世界 500 强第 8 名。

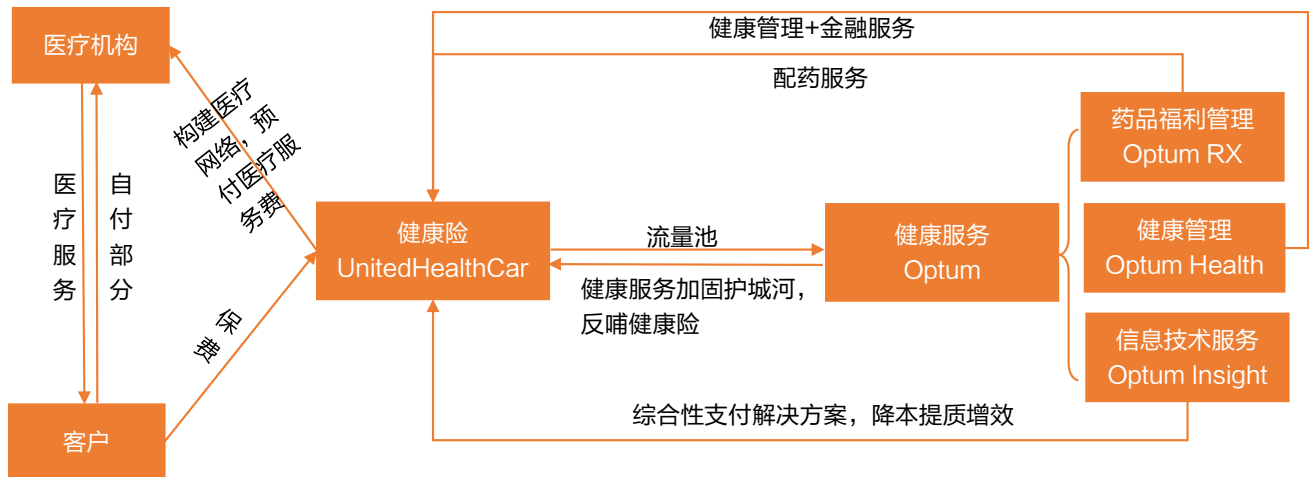
公司打造 UnitedHealthcare（健康险）和 Optum（健康服务）两大品牌，链接保险与医药服务，两者协同互补，打造“医药险”业务闭环。一方面，健康险业务以管理式医疗为抓手，聚拢医疗资源，构建庞大的医疗网络形成护城河，快速吸引大批量流量（客户）成为会员，为营业利润率高的健康服务业务提供稳定客源；另一方面，健康服务业务在健康管理、信息技术服务和药品福利管理领域形成的专业能力进一步加固了健康险业务的护城河，同时协助保险公司加强医疗行为监控，有效降低成本，帮助保险主业实现风险控制。

图 1：联合健康业务板块



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

图 2：联合健康商业模式图解



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

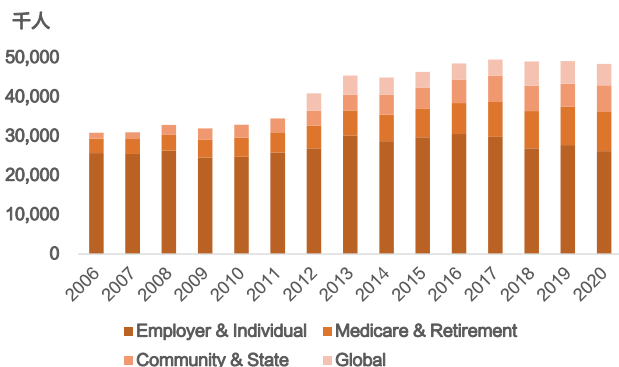
健康险业务客户以雇主与个人为主，政保业务 ARPU 与会员数双升，推动保费持续增长。联合健康的健康险业务分为四个板块，分别为“雇主与个人”、“Medicare 与退休客户”、“州与社区”以及“国际客户”提供健康保险。从会员结构看，公司客户仍以雇主与个人为主，比例维持在 50%以上，但随着政府医保的推进，政保客户占比逐年提升，2020 年已提升至 35%。结合收入结构可以发现，政保业务 ARPU 显著高于雇主与个人业务，2020 年，雇主与个人业务 ARPU 为 2131 美元，政保业务 ARPU 为 8175 美元，后者是前者的近 4 倍。

表 1: 健康险业务详解

业务名称	客户类型
Employer & Individual	雇主与个人
Medicare & Retirement	Medicare 参保者与 50 岁以上的老年人
Community & State	Medicaid、CHIP 等政府医疗补助计划的参保者
Global	国际客户

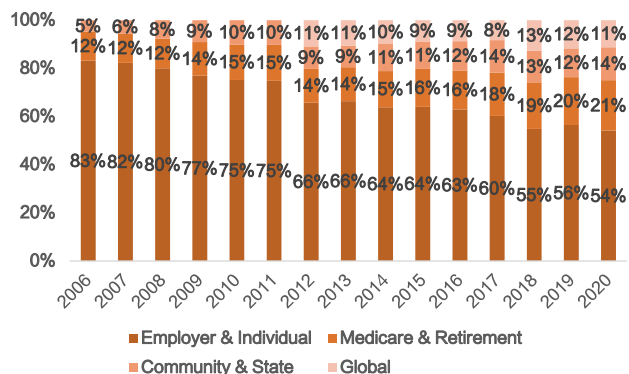
资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所

图 3: 健康险板块各业务会员情况



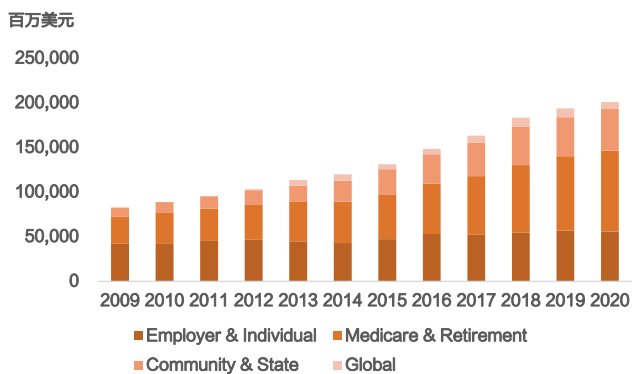
资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所 注: 不考虑 Medicare Plan D 部分

图 4: 健康险板块各业务会员占比



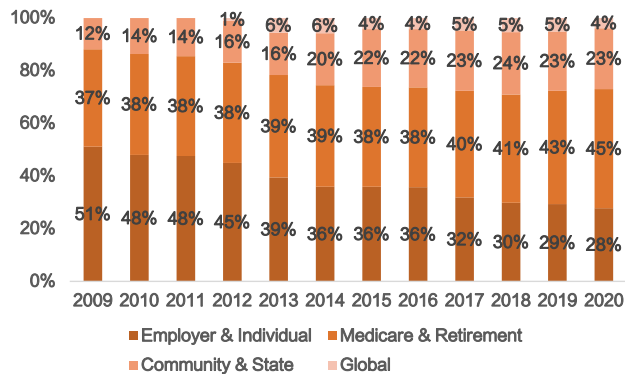
资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所 注: 不考虑 Medicare Plan D 部分

图 5: 健康险板块各业务收入情况



资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所 注: 不考虑 Eliminations 影响

图 6: 健康险板块各业务收入占比



资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所 注: 不考虑 Eliminations 影响

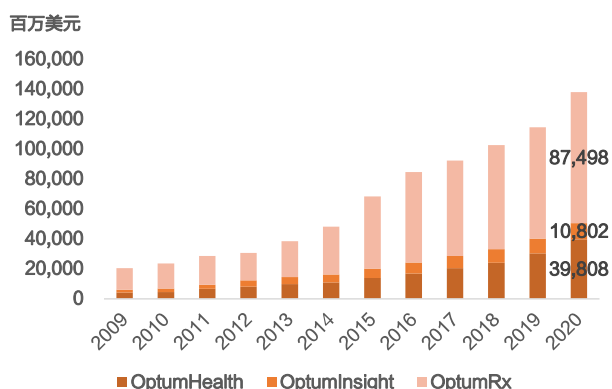
健康服务板块盈利能力持续加强, 利润贡献占比持续提升。健康服务业务是联合健康为健康险客户提供延伸服务内容而创立的品牌, 可分为 Optum Health、Optum Insight 以及 Optum RX 三个业务板块, 分别开展健康管理、信息技术服务、药品福利管理等服务, 服务于医疗服务的需方、供方、支付方。自 2010 年来, Optum 业务营业利润率持续提升, 对集团利润的贡献从 14.3% 增长至 2020 年的 44.8%; 其中, Optum RX 对公司收入与利润贡献最高, 分别为 34%(不考虑 Eliminations 影响)、17%, Optum Insight 利润率最高, 2020 年高达 25%。

表 2：健康服务业务详解

业务名称	核心业务
Optum Health	健康管理和金融服务 ：帮助患者和医疗服务提供者解决疑难杂症、慢性病和行为健康方面的问题；提供当地初级、专科、外科和紧急护理服务；提供后急性期护理规划服务；并通过先进的按需数字健康技术（例如远程医疗）以及创新的医疗保健金融方案，为消费者和医疗服务提供者提供服务。
Optum Insight	信息技术服务 ：为医疗机构、医生、健康计划、州政府、生命科学公司等提供集成服务和解决方案，帮助他们改善绩效、提高效率、降低成本、提高质量、满足合规性要求以及卫生系统不断变化的需求。
Optum Rx	药品服务管理 ：OptumRx 通过由 67,000 多家零售药店、送货上门网络、专科和社区健康药店组成的网络，提供居家/药房输液服务以及全方位的药学监护服务。

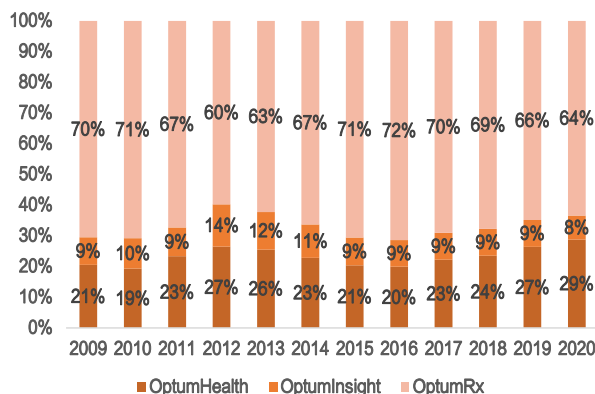
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

图 7：健康服务业务各业务收入情况



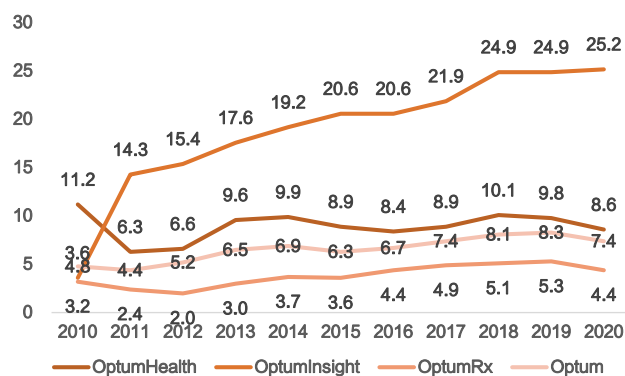
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所 注：不考虑 Eliminations 影响

图 8：健康服务业务各业务收入占比



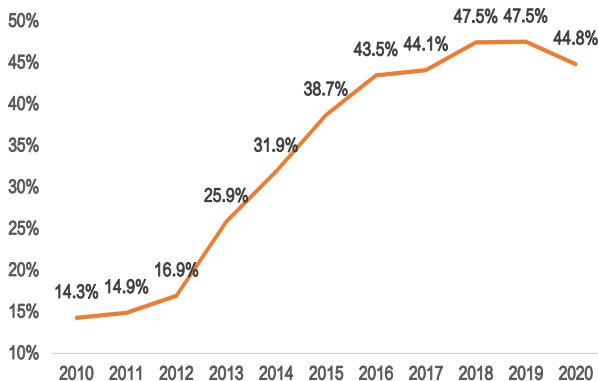
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所 注：不考虑 Eliminations 影响

图 9：健康服务业务各业务营业利润率



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

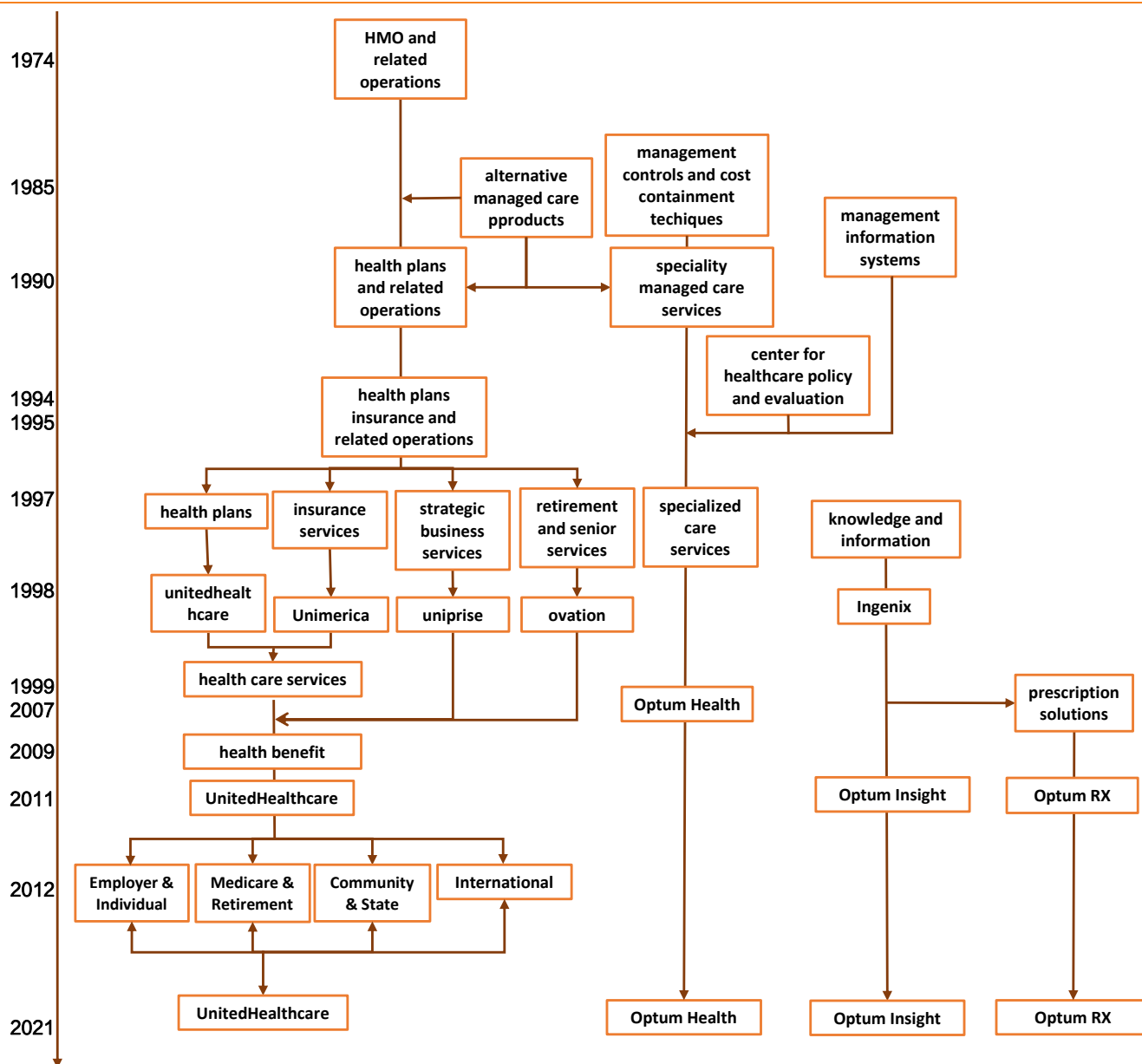
图 10：健康服务业务利润占公司利润比



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

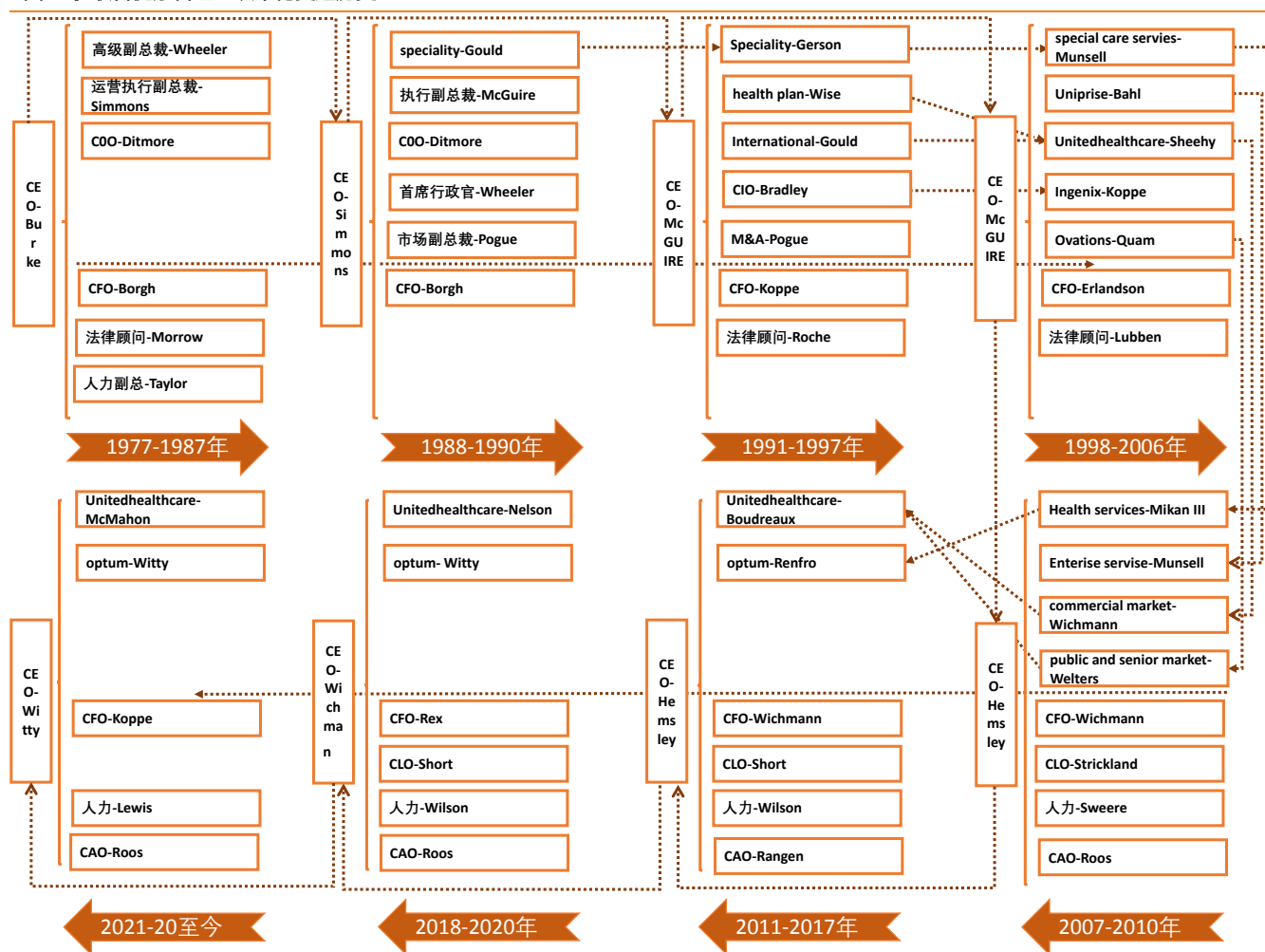
纵观联合健康的发展历程，我们认为可根据管理组织架构变迁及业务演变进程将其分为六个阶段。下文，我们将对联合健康每一发展阶段的美国医保体系特征及公司业务衍生方向进行总结，详解 44 年发展史中联合健康“医药险”闭环的构建历程，从商业模式上分析我国没有联合健康模式的原因。

图 11: 联合健康业务衍生历程



资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所

图 12：联合健康管理组织架构变迁历史



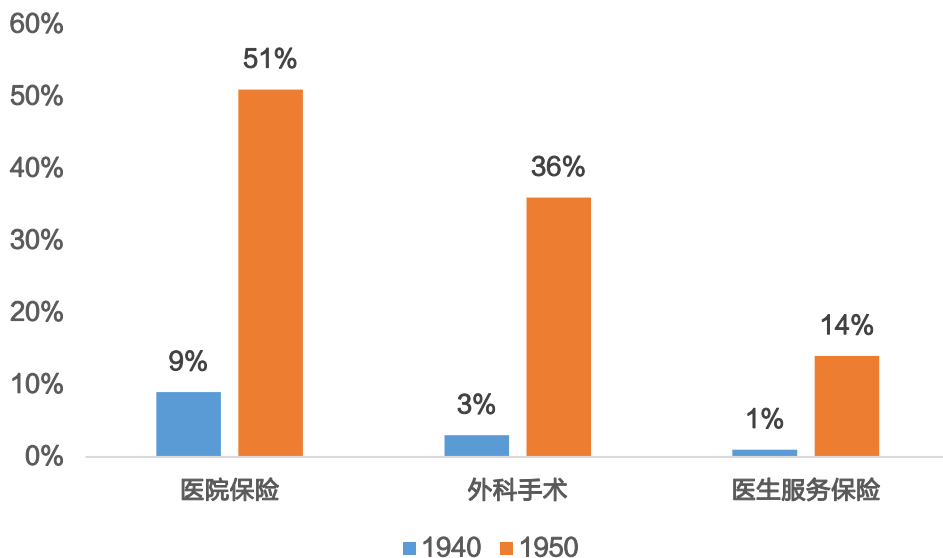
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

2. 1977-1987 年：诞生于《HMO 法案》出台之际，垂直集成战略铸就先发优势

2.1. 诞生于《HMO 法案》出台之际，HMO 注册人数快速增长

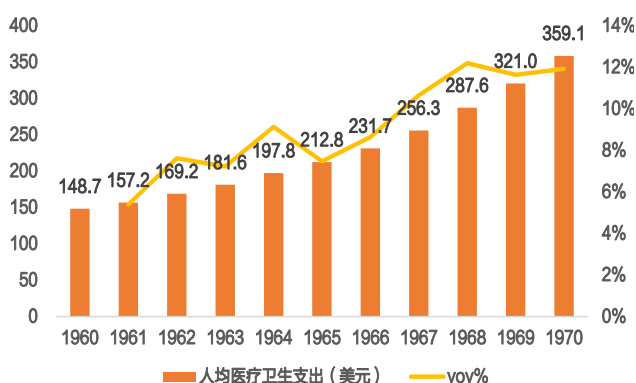
全民医疗保险制度改革下，医疗费用持续攀升。20 世纪 40 年代，杜鲁门总统向国会提交《马瑞-瓦格纳-狄恩吉尔法案》，提议建立全民医疗保险体系。此后，全民健康保险制度改革成为卫生领域的工作重心，各项法案相继发布，医疗保险覆盖范围逐步扩大。1940-1950 年，公众参加医院保险的比例由 9% 提升至 51%，参加外科手术保险的比例由 3% 提升至 36%，参加医生服务保险的比例由 1% 提升至 14%。另一方面，美国医疗费用持续攀升，1960 年至 1970 年，人均医疗卫生支出高速增长，CAGR 高达 9.2% (GDP 为 7.0%)；医疗服务占个人消费总支出比重不断提升，十年内由 4.8% 升至 7.4%。

图 13：1940、1950 年各类医疗保险覆盖率对比



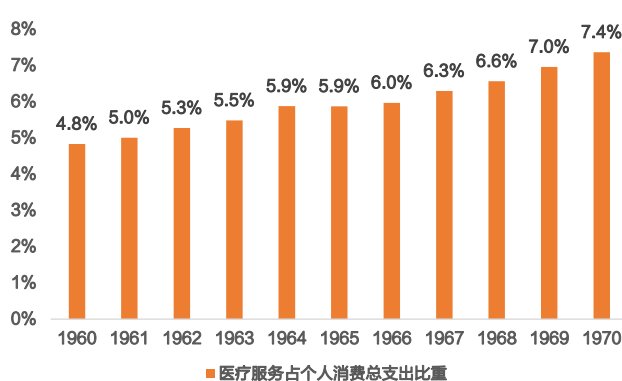
资料来源：张奇林《美国医疗保障制度研究》，天风证券研究所

图 14：1960-1970 年美国人均医疗卫生支出保持高速增长



资料来源：CMS, Wind; 天风证券研究所

图 15：1960-1970 年美国医疗服务占个人消费总支出比重不断提升



资料来源：Bureau of Economic Analysis, 天风证券研究所

政府卫生工作重心向费用控制转移，《健康维护组织法案》下 HMO 发展提速。20 世纪 70 年代，联邦政府的工作重心从保证公众获得高质量的医疗服务转移到管控不断上涨的费用上来，先后通过需求证明法计划、专业标准评估组织计划从医院、医生层面进行医疗费用管控，但收效甚微。1973 年，《健康维护组织法案》通过，在政府的支持下，HMOs 急剧增加，注册人数攀升，1976 年 HMO 注册人数已有 600 多万。

表 3：20 世纪 70 年代美国政府不断加强卫生费用管控

时间	政策	核心内容
1972 年	《需求证明法》	认为费用上涨的主要原因是医疗机构的生产力过剩，限制医疗设施服务方面的不必要投资
1972 年	《社会保障法》修正案	成立专业标准评估组织，建立同行评议制以提升医疗服务的效率和结果
1973 年	《健康维护组织法案》	鼓励医保机构组织自己的医院和医生团队，以遏制医疗费用上涨趋势，推广健康维护组织等医疗服务形式

资料来源：张奇林《美国医疗保障制度研究》，HealthAffairs 官网；天风证券研究所

脱胎于医生式管理式医疗，联合健康从保险端切入卫生费用控制。联合健康创始人伯克于1971年受聘于HMO之父保罗·艾尔伍德，帮助其实施HMO模式，从医生端践行医疗费用管控，但由于美国医生集团在二战时期就已经很强势，能够对政府施加巨大影响力左右各类医改政策的推进，且出于自身利益考虑，显著缺乏降低费用的动力，导致过度医疗行为频发。1974年，一群医生和医疗保健人员创立了Chart MED（后改名为UMC）公司，践行HMO模式，1977年伯克创立联合健康（UnitedHealthcare），整合UMC，基于自身保险从业经验，从保险角度切入卫生费用控制，以预付制为基础，对医院、医生行为进行约束。

2.2. 以HMO为核心，垂直集成战略纵深发展

行业快速整合，收购高潜力HMO与退出低前景市场并行打造长期竞争力。1986年，管理式医疗行业进入快速整合期，行业内的主要公司一年内由15家骤减至3家。公司抓住窗口期，锚定高潜力市场，大力收购HMO股权，快速聚拢会员，提升规模经济效应。1986年底，公司已在UMC管理的31个HMO的15个中占有重要股份。另一方面，由于HMO尚处于起步阶段，部分市场缺乏产品基础且资本支持力度较小，公司主动退出此类低前景市场，平衡股东长短期利益。截至1987年，公司已通过自有或管理两种形式，在23个州建立了囊括34个HMOs的HMO网络。

表4：收购高潜力HMOs与退出低前景市场并行

时间	对象	举措
1985年	乔治亚州医疗公司	收购65%股权
1986年	大圣路易斯医生健康计划	从50%追加股权投资至80%
1986年	亚利桑那州医生健康计划	追加股权投资至100%
1986年	盐湖城犹他医生健康计划	收购51%股权
1986年	威斯康星州密尔沃基HMOs	终止业务拓展
1986年	德克萨斯州艾尔帕索HMOs	终止业务拓展
1986年	德克萨斯健康计划	终止与其的管理关系，以集中精力在德克萨斯州自有的HMO-Share Texas上

资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

以HMO为核心纵深拓展，定位于市场的每个关键部分。联合健康以垂直集成战略为核心，提出建立提供多种产品的能力以及交付这些产品的系统，定位于市场的每个关键部分。公司围绕HMO打造完整产品线，提供首选供应商组织（PPOs）、“第三选择（Triple option）”以及Medicare产品，满足消费者对定制化产品日益增加的需求。另一方面，公司围绕HMO服务，开发和销售一系列医疗保健产品，对内提升HMO的控费能力，对外为大型雇主、公会和保险公司等客户提供独立效用审核和成本控制服务，培育市场，增厚利润。

表5：围绕HMO打造六大专业公司

公司名称	业务
CostGuard Insurance	为HMO业务提供再保险服务，并逐渐提供团体保险
Life of Mid-America Insurance	
Healthmarc	为大型雇主、工会以及保险公司等提供成本控制服务，包括灾难性病例管理、住院和手术前的入院审查、自行决定的第二意见计划（second opinion program）和免费的健康信息热线
United Clinics of counseling	按人次收费的心理健康和化学依赖服务
National Pharmaceutical Associates	帮助制药和研究公司进行药物疗效研究
Deferred Compensation Administrators	地区性的薪酬咨询公司，服务包括第三方索赔管理、福利规划和管理、医疗计划设计、薪酬咨询、职工赔偿管理

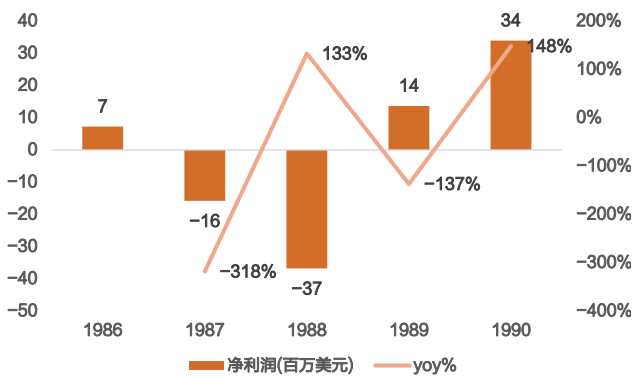
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

3. 1988-1990 年：管理式医疗话语权加强，健康服务拓展业务边界

3.1. 管理式医疗话语权加强，华平投资注资叠加问责制引进实现扭亏为盈

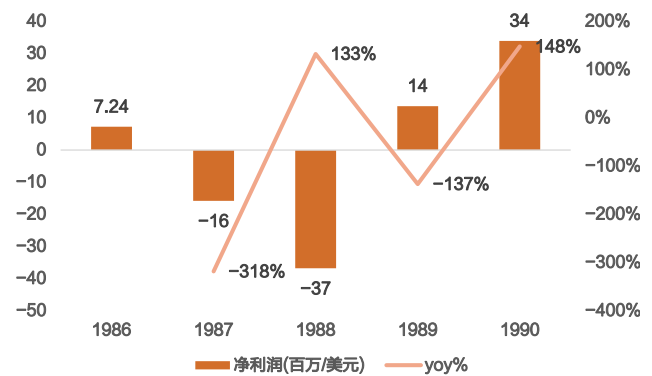
行业价格战叠加盲目扩张且管理费用失控，公司形成巨额亏损。1987 年开始，客户从传统保险产品加速向新一代管理式医疗产品转换，截至 1988 年，超过 2/3 的美国工作人口都参与了某种形式的管理式医疗项目。与此同时，行业竞争进一步加剧，价格战愈演愈烈，叠加医疗费用持续走高，行业面临巨额亏损。从公司层面看，价格竞争致使利润率下降；前期扩张计划过于激进，投入未能实现相应回报；管理费用持续维持高水平，1987-1988 年，公司分别亏损 1580、3678 万美元。

图 16：1987-1988 年公司 ROE、ROA 转负



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

图 17：1987-1988 年公司形成巨额亏损



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

第二任 CEO 西蒙斯上任，华平投资入局+二次公开发行补充现金流。1987 年，伯克被迫以 980 万美元的价格将公司 39.5% 的股份出售给华平投资，补充现金流。次年 2 月，与华平投资关系密切的西蒙斯正式继任 CEO，中止全国扩张战略，关闭或出售低盈利业务，聚焦主业，提高公司盈利能力；1990 年 3 月，公司二次公开发行 300 万股，可支配资金增至 1 亿 6 千万美元，公司稳定性得到极大提升。

表 6：第二任 CEO 西蒙斯履历

时间	履历
1964 年	获得莱斯大学学士学位，加入美国保德信保险公司
1968 年	成为保德信公司历史上最年轻的副总裁 获得莱斯大学文学硕士学位
1971-1984 年	在众多旨在提高美国公众医疗保健服务可及性的委员会中任职 被选为保德信公司 HMO 工作小组负责人 以副总裁职位从保德信离职
1985 年	加入 Peak Health Care 担任总裁兼 CEO，将公司从濒临破产带领至 1991 年的 20 亿美元市值
1987 年	2 月以执行副总裁加入公司，5 月起担任联合健康首席运营官和副董事长
1988 年	2 月起担任联合健康首席执行官和副董事长
1989 年	2 月起担任联合健康董事长

资料来源：联合健康财报，莱斯大学官网，Prabook 官网，天风证券研究所

管理式医疗话语权逐渐增大，联合健康引入问责制提升控费能力，实现扭亏为盈。随着 HMO 和 PPO 在全国范围内对医疗保健市场的渗透，管理式医疗组织的话语权逐渐增强。联合健康通过对各种医疗流程建立适用的收费规则，并利用自有信息系统对医生的医疗实践进行监控，制约医生行为，减少过度医疗现象。具体而言，一是根据社区制定人均医疗费用标准，若医生的医疗实践超过建立的标准，将会受到财务和纪律上的处罚；二是规定在向受控收费型 HMO 的医生支付费用时先扣除一部分，作为弥补 HMO 损失的保证金；三是将是否向医生发放年度红利或奖金与医生在上一年度提供的医疗服务效益挂钩。一系列措施下，公司控费能力逐渐提升，盈利能力有所加强，1989 年实现净利润 1368 万美元。

3.2. 布局 Medicare 与 Medicaid 市场，贡献公司收入增量

行业扶持性政策频发，Medicare 与 Medicaid 快速发展。1965 年，约翰逊总统签署《社会保障法案修正案》，政府公共医疗保险项目——Medicare 和 Medicaid 获批。此后，相关政策频发，一方面拓展 Medicare 与 Medicaid 的覆盖范围和保障责任，一方面鼓励 HMO 参与 Medicare 项目，推动医保项目由事后付费制向预先付费制转变。

表 7：1965 年开始，美国医疗体系改革政策频发

时间	政策/事件	核心内容
1965 年	《社会保障法修正案》	Medicare 和 Medicaid 获得批准
1972 年	《社会保障法修正案》	Medicare 覆盖面扩大到 65 岁以下的长期残疾和患有终末期肾病的人，并建立了专业标准审查组织 (PSRO) 来审查护理的适当性
1973 年	《健康维护组织法案》	鼓励医保机构组织自己的医院和医生团队，以遏制 Medicare 的费用上涨趋势，推广健康维护组织等医疗服务形式
1977 年	成立 HCFA	创建卫生保健融资管理局(HCFA)管理 Medicare 和 Medicaid
1980 年	《残疾人社会保障法案》	创建补充医疗保险补充计划 Medigap
1982 年	《税收公平和财政责任法案》	将对晚期病人的临终关怀服务增加到 Medicare 覆盖的福利中；鼓励建立基于风险的预先付费制 (Prospective Payment System)
1983 年	《社会保障法修正案》	Medicare 的住院赔付方式从以成本为基础的事后付费制改为以诊断相关分组 (diagnosis-related groups) 为基础的预先付费制，预先确定治疗特定疾病的费用
1987 年	《综合预算协调法案》	规定了 Medicare 和 Medicaid 养老院的质量标准，以提高养老院的服务质量

资料来源：CMS，美国政府问责局，FederalRegister，CommonWealthFund，HealthAffairs；天风证券研究所

公司把握政策趋势，前瞻性布局 Medicare 与 Medicaid 业务。由于 Original Medicare (Medicare Plan A+Plan B) 采用基于服务付费的模式，医生缺乏控费动力，过度医疗事件频发，医疗费用持续上涨。政府鼓励商业机构（主要是 HMO）参与 Medicare 管理，建立按人头付费的模式控费。这便是 Medicare Plan C (Medicare Advantage) 的雏形，虽然其正式立法在 1997 年，但是早在 1985 年，基于预先付费制的 Medicare Advantage 项目已成为行业的普遍实践。联合健康自 1979 年便推出了第一个老人健康计划，并参与了 Medicare 商业公司运营的最早实践，截至 1990 年，公司健康保险计划中已有 121,000 名会员受 Medicare 保障，为公司贡献 22% 的年收入。**在后续的发展中，与政府机构、行业协会合作的获客路径贯穿了联合健康的整个发展脉络。**

表 8：Original Medicare 与 Medicare Advantage 对比

	Original Medicare	Medicare Advantage
共保模式	20%的共同保险	仅需支付固定费用
免赔额	Plan A1408 美元，Plan B198 美元	可能低至 0 元
保费	Plan A 部分由企业和雇员各自承担一半，Plan B 部分一般需承担 148.5 美元	在 Original Medicare 的基础上还需承担一笔费用，部分计划为 0 美元
Plan D	需独立购买	一般包含
自付限额	无上限	0-7550 美元
全科医生转诊	无需转诊	可能需要转诊
医疗网络	Medicare 医疗网络	健康计划指定的医疗网络
Medigap 补充	可购买	不可购买

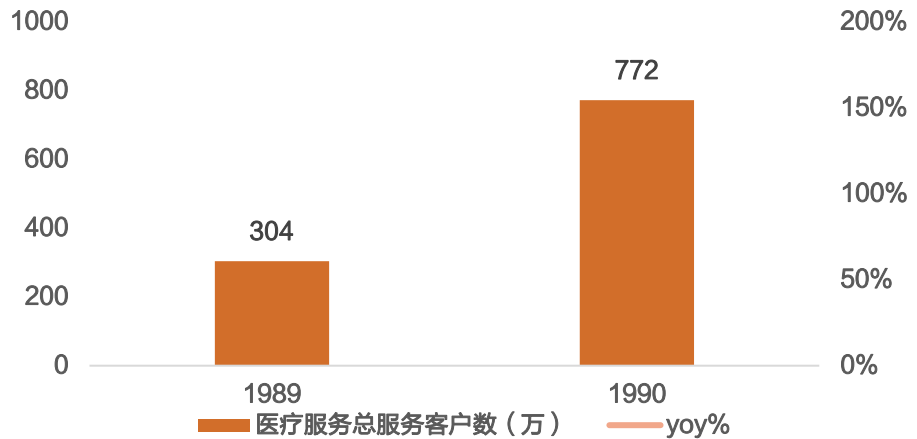
资料来源：Medicare 官网，Medicare Compareusa；天风证券研究所

另一方面，公司认为 Medicaid 人群代表了公司健康保险计划业务的另一个增量市场，截至 1990 年，分别通过 PrimeCare Health Plan 和 Physicians Health Plan of Minnesota 基于预付费合同为 44,100 和 26,000 名 Medicaid 受益人提供服务。

3.3. 业务持续多元化发展，健康服务拓展业务边界

积极拓展健康服务，打开业务边界，增厚客户池。为响应市场需求，提升健康险产品和资金安排的灵活性，公司围绕健康服务积极探索，开发了包括药品福利管理、病例和福利管理、心理健康/化学依赖服务、器官移植网络、老年护理管理服务、信息系统产品和服务等一系列产品与服务，将客户群体拓展至 HMO、PPOs、保险公司、医疗服务供应商、蓝十字/蓝盾计划、第三方管理人员和雇主。1989-1990 年，公司专业管理式医疗服务客户数量攀升，从 304 万升至 772 万，增长率高达 154%；1990 年健康服务业务 83% 的客户未加入公司自有或管理的 HMO，业务边界得到有效拓宽。

图 18：管理式医疗服务人次飙升



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

4. 1991-1997 年：营收多元化发展，收购聚拢医疗资源构筑护城河

4.1. 营收多元化发展，联合健康由创业型公司向成熟型公司过渡

1991 年，西蒙斯退位，医学出身的职业经理人麦奎尔 (William W. McGUIRE, M.D.) 接棒。1991-1997 年，麦奎尔积极拓展健康计划产品，形成囊括 HMO、PPO、POS、企业保险的完整产品线；设立首席兼并官，大力推进健康计划整合并购，聚拢医疗资源；稳步推进业务重组，精细化运营，带领公司由创业型公司向成熟型公司过渡。

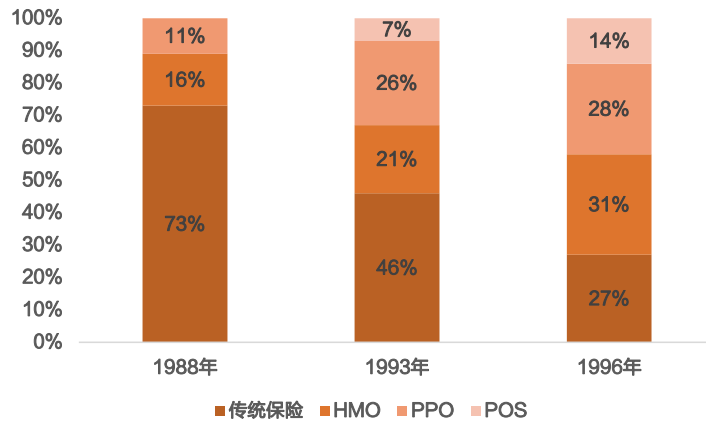
表 9：第三任 CEO 麦奎尔履历

时间	履历
1970 年	获得德克萨斯大学奥斯汀分校学士学位
1974 年	获得德克萨斯大学加尔维斯顿分校医学博士学位
1974-1978 年	内科住院医师、首席住院医师和肺科研究员
1978-1980 年	斯克里普斯诊所和研究基金会研究员
1980-1984 年	担任科罗拉多州 111 区医疗保健基金会主席 (1984-1985) 及其专业审查委员会 (1982-1984) 主席；美国国立卫生研究院国家癌症政策委员会的成员
1984 年	Cost Guard (Peak 子公司) 的医疗总监
1985 年	Peak 卫生系统副总裁
1986 年	Peak Health Plan 首席运营官、总裁
1988 年	联合健康，担任执行副总裁
1989 年	2 月成为公司董事，5 月起担任首席运营官，11 月起担任公司总裁
1991 年	2 月卸任首席运营官，担任公司首席执行官，5 月被选为董事长
1997 年	入选医学研究所成员，并任职于位于华盛顿特区的医学研究所的卫生保健服务委员会
2006 年	卸任公司 CEO

资料来源：Reference For Business 官网，天风证券研究所

公司主要业务从 HMO 向健康计划转变，PPO、POS、企业保险产品成业务增长点。管理式医疗产品形式不断创新，市场份额持续高升，致使传统型保险产品市场份额急剧下降，由 1988 年的 73% 降至 1996 年的 27%。由于 HMO 受制于医疗网络的不可选择性，发展受限，公司基于客户潜在需求，早在 1987 年开始便通过旗下保险子公司积极开拓 PPO 产品，随后拓展 POS 产品业务，为小型雇主（50 人以下）提供管理式医疗服务。同时，公司基于 HMO 模式，为有自筹资金需求的大型雇主提供企业保险，链接医疗网络并提供行政服务以赚取管理费。至此，公司核心业务由 HMO 向健康计划转变，业绩增长点进一步拓宽，由创业型公司向成熟型公司过渡。

图 19：1988-1996 年美国雇主福利计划按类型区分的健康计划份额变动



资料来源：KFF，天风证券研究所

表 10：管理式医疗主要模式对比

类别	服务限制	医疗网络	初级全科医生	网络外医疗服务	保费	支付方式
HMO	只可在指定的医疗机构接受服务	较小	有	不允许，但急诊可以	低	固定保费+定额手续费
PPO	可在任意机构接受服务	涵盖大部分医院与医生资源	无	允许	高	体系内：定额手续费； 体系外：自付费用较高
POS	可选择接受服务的条件	中等	有	需转诊	低	按接受服务项目付费

资料来源：PacificPensions 官网，天风证券研究所

4.2. 设立首席兼并官，并购健康计划聚拢医疗资源

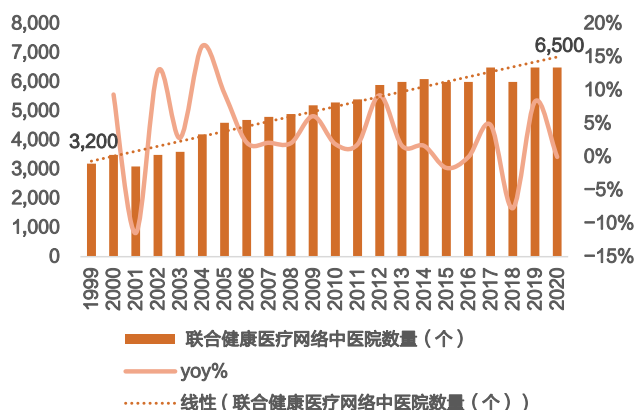
医疗服务供应商网络是管理式医疗的基础，公司设立首席兼并官，对健康计划行业进行整合。1992-1995 年，经粗略统计，公司共收购了 12 个健康计划公司，一方面通过收购直接获取客户，壮大风险池；一方面聚拢医疗资源，构建护城河。截至 1999 年底，公司医疗网络内共有 3200 家医院，34 万名医生。

表 11：1991-1997 年，公司加大健康计划收购力度以聚拢医疗资源

时间	被收购健康计划
1992 年	Physicians Health Plan Corporation
1993 年	芝加哥医疗保健公司
1993 年	西俄亥俄医疗保健公司
1994 年	CAC-Ramsay Health plan
1994 年	complete health
1994 年	Complete Health of Mississippi
1994 年	Complete Health of Tennessee
1994 年	Complete Health of Arkansas
1994 年	Complete Health of Georgia
1995 年	GenCare health system
1995 年	Group sales and services of puerto rico
1995 年	PHP.Inc

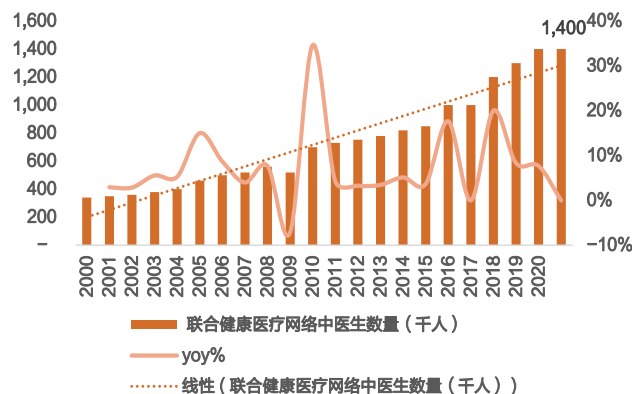
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

图 20：联合健康医疗网络中医院数量稳定在 6500



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

图 21：联合健康医疗网络中医生数量稳定在 140 万



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

5. 1998-2006 年：专注细分市场需求，政保商保双重发力拉升营收增速

5.1. 业务重组后专注细分市场需求，竞争力加强

1998 年，为了更好的展现公司的业务广度与结构，在 CEO 麦奎尔的领导下，联合健康由 UnitedHealthCare Corporation 更名为 UnitedHealth Group，将现有业务重组为五个独立但具有战略联系的子公司：UntiedHealthcare、Ovations、Uniprise、Specialized Care Services、Ingenix。重组后，子公司之间仍然共享客户与信息系统，但每个业务板块都致力于满足独特细分市场的健康和福利需求，竞争力加强。

表 12：1998 年集团化后各子公司服务于细分市场

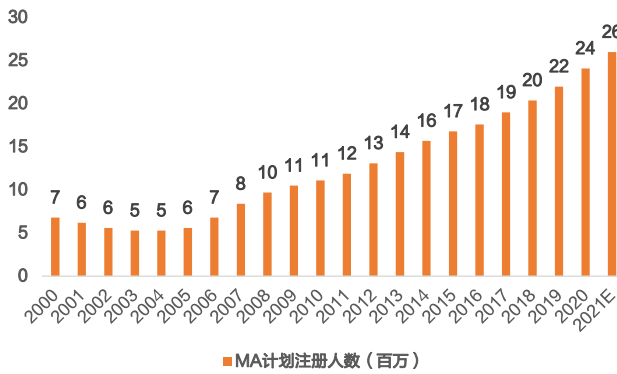
子公司名称	业务
UntiedHealthcare	健康计划
Ovations	Medicare、Medicaid 等政府相关业务
Uniprise	大型雇主的业务
Specialized Care Services	健康管理相关业务
Ingenix	咨询、医药服务、出版以及软件、数据等服务

资料来源：联合健康公司官网，联合健康财报；天风证券研究所

5.2. 商业公司运营政府业务立法完成，联合健康先发优势明显

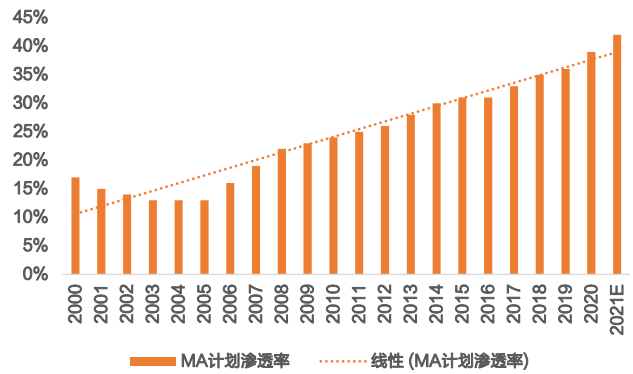
Medicare Advantage 政策落地，打开商业健康险市场空间。1997 年，《平衡预算法案》发布，增设 Medicare Part C 或称 Medicare+Choice，并据此委托商业保险机构通过管理式医疗经营 Original Medicare。2003 年，《医疗保险计划处方药、改进及现代化法案》将 Medicare+Choice 正式定名为 Medicare Advantage(简称 MA)。与 Original Medicare 相比，Medicare Advantage 涵盖除临终关怀以外的所有内容，并包括视力、听力、牙科以及其他日常检查等 Original Medicare 未涉及的内容。Medicare Advantage 的正式落地，为商业健康险的发展打开了市场空间。

图 22：2000-2021E 年 MA 注册人数快速增长



资料来源：KFF, 天风证券研究所

图 23：2000-2021E 年 MA 渗透率呈上升趋势



资料来源：KFF, 天风证券研究所

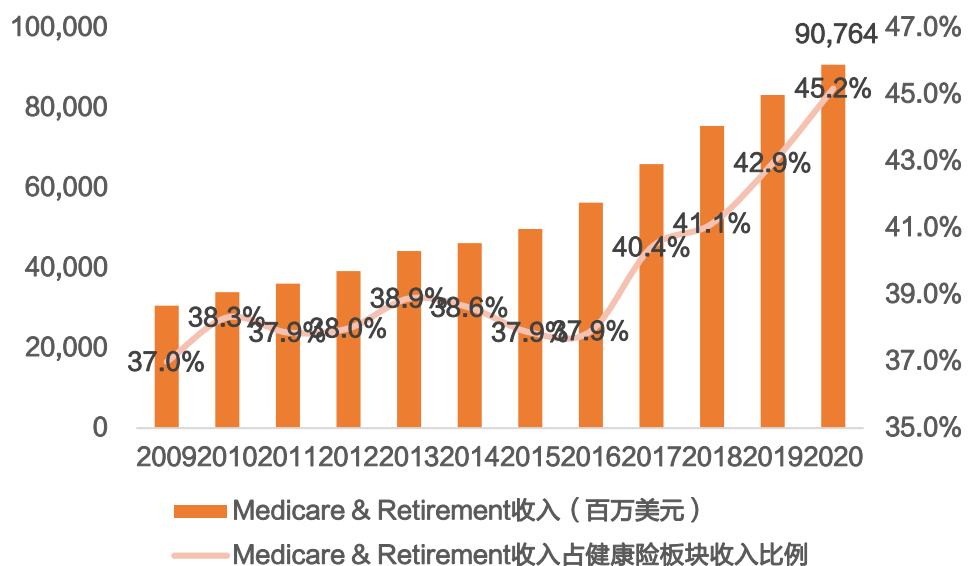
联合健康商业实践领先立法近 20 年，先发优势明显。 Medicare Advantage 在立法前已在行业内实践 20 余年，公司作为 Medicare 商业机构运营的首批实践者，一方面，在立法之初便通过收购构建起眼科牙科等医疗网络，形成核心竞争力；另一方面，多年的实践也为公司积累了大量客户与实践经验，早在 1979 年，公司便推出 Evercare 项目，为老年人、残疾人和慢性病患者提供护理计划与福利，截至 2006 年，Evercare 为大约 12.4 万人提供服务，其中 53,000 人享受了 Medicare Advantage 产品待遇。2006 年，公司 Medicare Advantage 产品客户总数达 145 万人，并在此后保持较高速度增长，2020 年覆盖 571 万人；公司市占率也呈现上升趋势，2007 年为 16%，2020 年已增至 24%。

表 13：联合健康构建眼科牙科医疗网络

时间	方式	公司名称	业务
1998 年	成立	Coordinated Vision Care	视力保健市场的平台，通过协调视力保健服务和眼科材料来提高现有视力福利的价值
1999 年	收购	Dental Benefit Providers	牙科护理福利的管理服务，通过与广泛的牙科供应商网络，DBP 及其附属机构为 90 多个客户管理牙科福利产品，覆盖 33 个州和哥伦比亚特区的 200 多万人

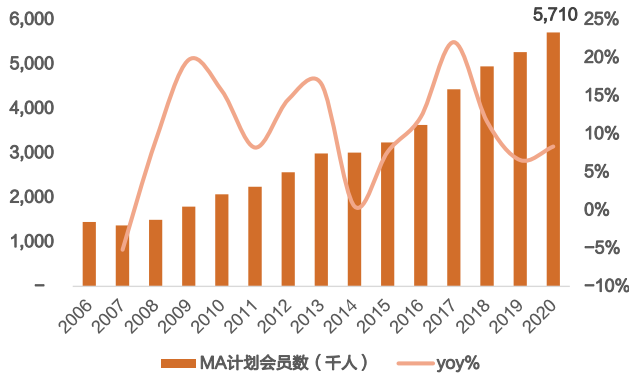
资料来源：联合健康财报，天风证券研究

图 24：联合健康 MA 计划推动 Medicare & Retirement 板块收入持续高增长



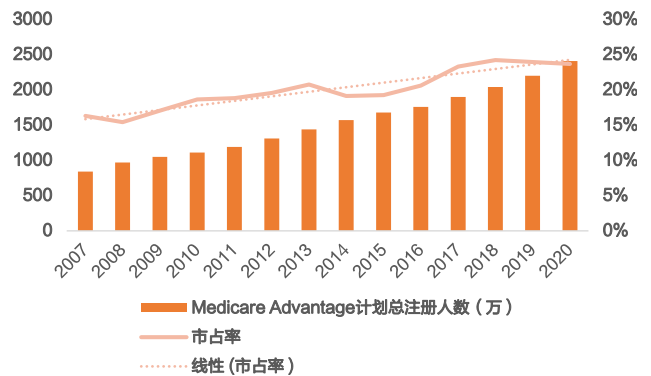
资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

图 25：联合健康 Medicare Advantage 会员数持续高增长



资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

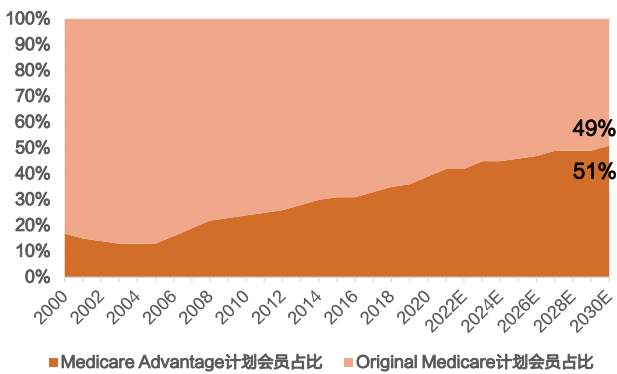
图 26：Medicare Advantage 总注册人数及联合健康市占率



资料来源：KFF，联合健康财报；天风证券研究所

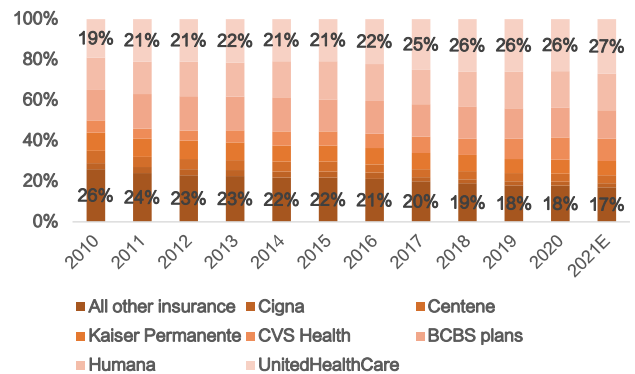
Medicare Advantage 市场份额与行业集中度双升，联合健康有望享受到更多政策红利。一方面，Medicare Advantage 市场份额快速上涨，由 2000 年的 16% 增至 2020 年的 39%，根据 KFF 预测，2030 年 Medicare Advantage 市场份额将达到 51%；另一方面，Medicare Advantage 行业集中度不断上升，参保人高度集中在少数几家公司，KFF 数据显示，2020 年，CR7 高达 82%，且这一比例有望继续提升。我们预计，随着 Medicare Advantage 在 Medicare 计划中占据更大的份额以及行业集中度的进一步上升，Medicare Advantage 有望为联合健康创造更多收益。

图 27：2030 年 MA 计划会员数将超过 Original Medicare



资料来源：KFF，天风证券研究所

图 28：MA 计划行业集中度持续上升

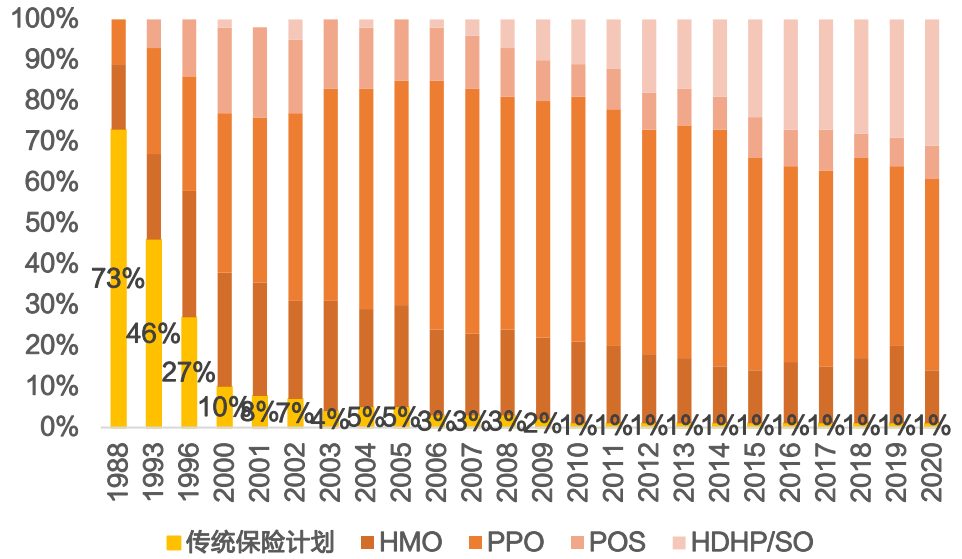


资料来源：KFF，天风证券研究所

5.3. 大力收购团险公司，建立核心竞争力

传统保险公司视角下，传统健康计划增长乏力拖累业绩。传统健康计划采取按服务收费方式运营，以八二比例为门诊、住院、手术等医疗费用提供保障，即保险涵盖了账单的 80%，患者负责其余部分，加之较高的免赔额，与管理式医疗相比，客户满意度较低。KFF 数据显示，管理式医疗的磅礴发展快速压缩了传统健康计划的营收空间，1988 年传统计划市占率高达 73%，但这一比例 2006 年已降至 3%，在此背景下，传统健康计划公司/部门陷入经营困境。

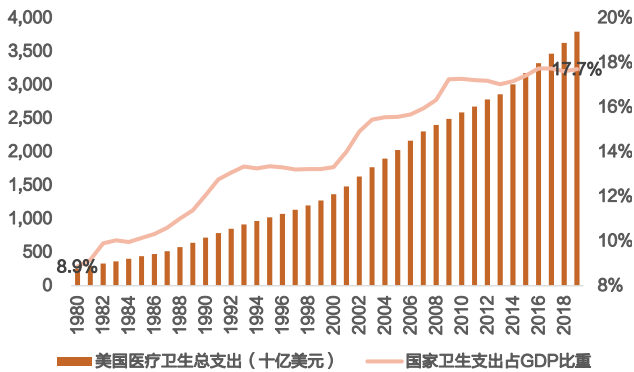
图 29：传统健康计划市场份额快速下降



资料来源：KFF，天风证券研究所

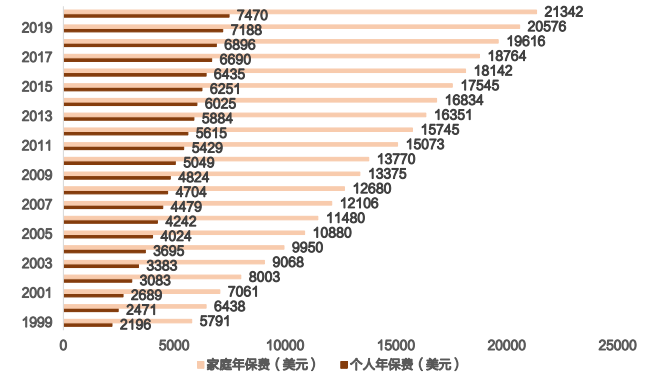
医疗通胀+保费增长循环发展，HDHP 抢占市场份额。美国医疗卫生总支出一直保持高速增长，1980-2019 年 CAGR 高达 7%（GDP 为 5%），占 GDP 比重持续上升，2020 年已升至 17.7%。另一方面，卫生支出的增加直接导致了保费的上涨。凯撒基金会数据显示，从 1999 年至 2020 年，雇员福利计划下以个人为单位承保的保费由 2196 美元升至 7470 美元；以家庭为单位承保的保费由 5791 美元升至 21342 美元。保费的上涨致使企业成本增加，雇主寻求低保费替代方案意愿强烈，高免赔额健康计划（HDHP）成为普遍选择。2020 年，保险覆盖的工作群体中 HDHP 占比高达 31%，大型雇主提供 HDHP 的比例更是高达 67%。

图 30：美国医疗卫生总支出及占 GDP 比重



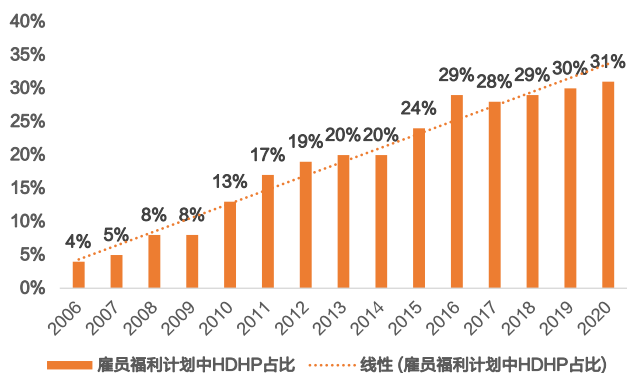
资料来源：CMS，Wind；天风证券研究所

图 31：雇员福利计划平均保费持续上升



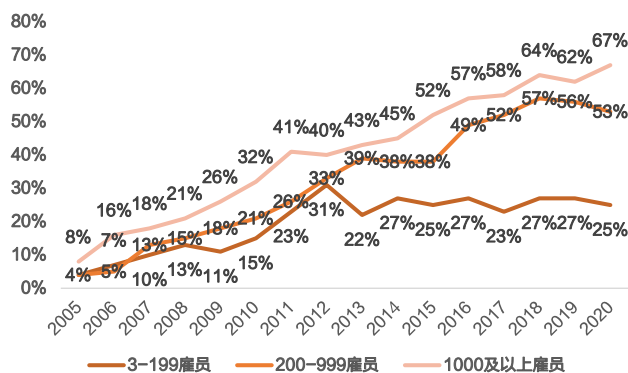
资料来源：KFF，天风证券研究所

图 32：雇员福利计划中 HDHP 市场份额快速增长



资料来源：KFF, 天风证券研究所

图 33：大型雇主提供 HDHP 意愿强烈



资料来源：KFF, 天风证券研究所

市场认知深刻, 联合健康预判团险市场走势, 快速布局储蓄账户+吸收整合传统团险公司, 铸就 HDHP 市场优势。2003 年, 健康储蓄账户 (HSA) 作为《医疗保险计划处方药、改进及现代化法案》的一部分发布, 允许 HDHP 的参保人在免税的基础上为 HDHP 的免赔额部分以及其他医疗费用开支预留资金。同年, 联合健康成立 Exante Bank (后更名为 Optum Bank), 提供 HAS 托管服务, 当前, Optum Bank 已成为美国第一大 HSA 提供商, 管理超过 800 万个会员账户和 176 亿美元的资产。另一方面, 联合健康基于对健康险市场的研判, 积极布局健康险团险业务, 尤其在各保险公司纷纷出售传统健康计划公司/部门时, 通过收购将大量保险公司收归旗下, 为 HDHP 业务的腾飞奠定了基础。

表 14：2022 年 HDHP 最低免赔额与最高自付额规定

	最低免赔额	最高自付费用
个人 HDHP	1400 美元	7050 美元
家庭 HDHP	2800 美元	14100 美元

资料来源：Health Care 官网, 天风证券研究所

表 15：联合健康吸收整合传统健康计划公司布局团险

时间	被收购公司	业务及影响
1995 年	Metra Health	由 Travelers 保险公司和大都会保险公司的团体医保业务合并成立, 拥有 1000 万客户
1999 年	National Benefit Resources	主要通过位于 44 个州的 300 个第三方管理人为自筹资金保险计划雇主提供超额赔款再保险
2003 年	Golden Rule Financial Corporation	向个人客户提供健康和人寿保险及年金产品, 大约有 43 万名个人会员
2004 年	Mid Atlantic Medical Services	为美国大西洋中部地区的近百万客户提供医疗相关服务
2004 年	Oxford Health Plans	——
2005 年	Neighborhood Health Partnership	服务于南佛罗里达的雇主
2005 年	PacifiCare Health System	向美国西部市场的个人和雇主提供健康福利服务
2006 年	MEGA Insurance 的学生保险部门	主要服务于高校学生
2006 年	Definity Health Corporation	高免赔额健康计划公司
2006 年	John Deere Health Care	约翰迪尔医疗主要为爱荷华州中部和东部、伊利诺伊州西部、田纳西州东部和弗吉尼亚州西南部的雇主提供服务

资料来源：联合健康财报, 天风证券研究所

6. 2007-2010：PBM 业务贡献业绩增长点，布局医疗信息化完善业务闭环

6.1. CEO 内部培养制，管理能力优越有效整合收购业务

联合健康通过高频收购推动外延式发展，对公司管理层的整合能力提出了更高的要求。纵观公司历任 CEO，均为内部培养选出，在接棒前均已在公司多岗位任职多年，对公司的业务、发展模式认知深刻，从而能够以有效的方式整理收购的业务。以第四任 CEO 海姆斯利为例：

表 16：历任 CEO 任职时长

人物	入职时间	继任 CEO 时间	继任 CEO 前任任职时长	继任 CEO 前任任职历程
伯克	1977 年	1977 年	创始人	——
西蒙斯	1987 年	1988 年	1 年	执行副总裁，首席运营官
麦奎尔	1988 年	1991 年	3 年	执行副总裁，首席运营官，总裁
海姆斯利	1997 年	2006 年	9 年	高级执行副总裁，总裁，首席运营官
威奇曼	1998 年	2017 年	20 年	企业发展部高级副总裁，专业护理部 CEO，UnitedHealthcare 总裁兼首席运营官，执行副总裁兼
威蒂	2017 年	2021 年	4 年	任运营总裁，CFO，总裁 Optum CEO, 总裁

资料来源：联合健康财报，天风证券研究所

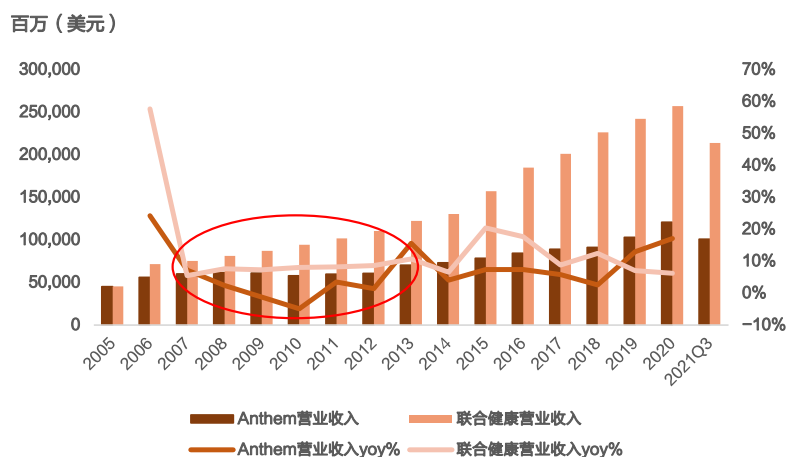
2006 年，职业经理人海姆斯利（Stephen J. Hemsley）继任 CEO。海姆斯利曾担任安达信管理合伙人与 CFO 职务，继任前已在公司深耕 9 年，管理能力卓越。2005 年，维朋（后更名为 Anthem）、联合健康先后与 Anthem、太平洋健康保险公司合并，缔造了当时的第一、二大合并案。但合并后，两家公司的发展趋势却大不一样：联合健康营业收入稳步增长，2006-2020 年 CAGR 达 12.3%；维朋公司则陷入内部争斗，未能保持增长势头，2009-2010 年甚至出现负增长，2006-2020 年 CAGR 仅为 6.8%。

表 17：第四任 CEO 海姆斯利履历

时间	履历
1974 年	毕业于福特汉姆大学，获会计学学士学位
1974-1997 年	就职于 Arthur Andersen，以战略和规划管理合伙人兼首席财务官离职
1997 年	5 月加入公司，担任高级执行副总裁
1999 年	5 月，被任命为总裁
2000 年	2 月成为 董事会成员
2006 年	11 月担任首席执行官
2017 年	卸任 CEO

资料来源：联合健康财报，HealtheVolution 官网；天风证券研究所

图 34：联合健康与 Anthem 大规模并购后营业收入对比



资料来源：wind，联合健康财报；天风证券研究所

6.2. Medicare PartD 落地，PBM 业务成业绩增长点

Medicare PartD 顺利落地，Medicare 政策体系搭建完成。从 20 世纪 60 年代末到 90 年代末，Medicare 处方药计划始终包含在其他医疗计划中，直到克林顿政府末期，处方药计划才开始单独出现。2003 年，《医疗保险计划处方药、改进及现代化法案》增设 Medicare Part D，规定由签约商业保险机构通过管理式医疗经营处方药保险，过渡期间以药品折扣卡项目及援助计划为受益人提供保障。2006 年，Part D 正式实施，参保人可通过独立处方药计划或 Medicare Advantage 处方药计划获得处方药保险，至此，Medicare 体系搭建完毕。

图 35：1988-2003 年主要 Medicare 改革方案中处方药福利的比较

法案	举措	每月保费	免赔额	共保方案	药品折扣卡	低收入者援助	行政	药品福利成本估计
大病保险法案	将药物福利添加到 Medicare B 部分	B 部分每月增加 4 美元	600 美元	超过 600 美元的 20%，最高限额与一般大病保险限额挂钩			Medicare 或 B 部分保险人	
社会保障法 (1993)		高收益受益人每月增加 11 美元	250 美元	超过 250 美元的 20%，最高为 1,000 美元				
克林顿提案 (1999)		2002 年 24 美元	无	支付 50%，最高 2,500 美元		低于贫困线的 135% 全额保费、免赔额和共同保险额	通过竞争性招标选择私营区域性药房福利管理机构	十年内 1180 亿美元
众议院共和党提案 (2002)	自愿加入新的联邦医疗保险 D 部分	35-40 美元	250 美元	250-1000 美元支付 25%，1000-2000 美元支付 50%，2000-5000 美元支付 100%，5000 美元以上不支付				十年内 3500 亿美元
众议院民主党提案 (2002 年)		25 美元	100 美元	超过 100 的 20%，最高为 2,000		低于贫困线的 135% 全额保费、免赔额和共同保险额	私人药房福利管理人（在价格谈判方面有联邦援助）	
布什政府提案 (2003 年)	将药物福利添加到 Medicare C 部分	不详	不详	止损保护（估计为 5,500 美元或更高）	有	折扣卡计划中的低收入受益人可获得 600 优惠		十年内 4000 亿美元
H.R. 1 (2003)		2006 年估计为 35.50 美元	2006 年为 250 美元	250-2,000 美元的 20%，最高为 3,500 美元，高收入者止损额度更高	有	折扣卡计划中低收入受益人的临时信贷，低于贫困线的 135% 全额保费、免赔额和共同保险额	C 部分管理式医疗计划或私人药品计划	十年内 4150 亿
S. 1 (2003)	自愿加入新的联邦医疗保险 D 部分	2006 年估计为 34 美元	2006 年为 275 美元	275-4,500 美元的 50%，超过 4,500 美元的 10%，最高 3,700 美元		折扣卡计划中低收入受益人的临时信贷	C 部分管理医疗计划或私人药物计划与政府管理的后备计划，如果没有合格的覆盖区域	
医疗保险处方药、改进和现代化法案 (2003)		2006 年预计为 35 美元	2006 年为 250 美元	251-2250 美元的 25%，2251-5100 美元的 100%，超过 5100 美元的 5%，无上限	有	低于贫困线的 135% 全额保费、免赔额和共同保险额	C 部分管理式医疗计划或私人药品计划	十年内 4090 亿美元

资料来源：Thomas R Oliver、Philip R Lee and Helene L Lipton 《A Political History of Medicare and Prescription Drug Coverage》，天风证券研究所

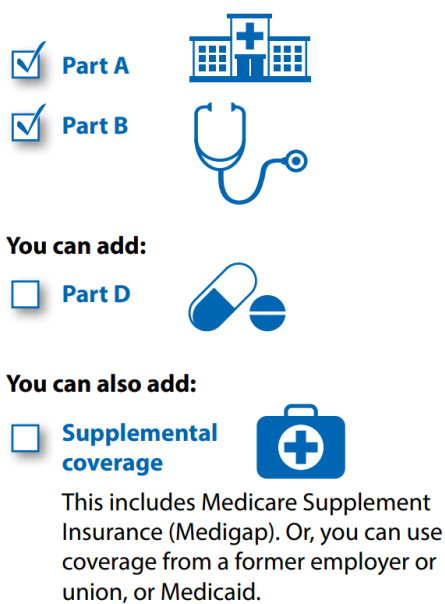
表 18: Medicare 体系概览

时间	部分	别称	保障范围
1965 年	Part A	Hospital Insurance	住院治疗、注册护士及医生或专业护理机构提供的服务、临终关怀、家庭医疗、住院治疗所用药物
1965 年	Part B	Medical Insurance	医生或其他医务工作者提供的服务、门诊服务、家庭医疗服务、耐用医疗设备、预防性服务、医生诊疗或医院门诊提供的非自付药物
1992 年	Medigap	Medicare supplement	Original Medicare 的补充保险, 用于支付 Original Medicare 受益人自付的全部或部分医疗费用
1997 年	Part C	Medicare Advantage	涵盖出临终关怀外的 Original Medicare 的所有内容, 并包括视力、听力、牙科以及其他日常检查等 Original Medicare 未涉及的内容
2006 年	Part D	Medicare Drug Plan	处方药 (包含注射及疫苗)

资料来源: NCDOT 官网, 天风证券研究所

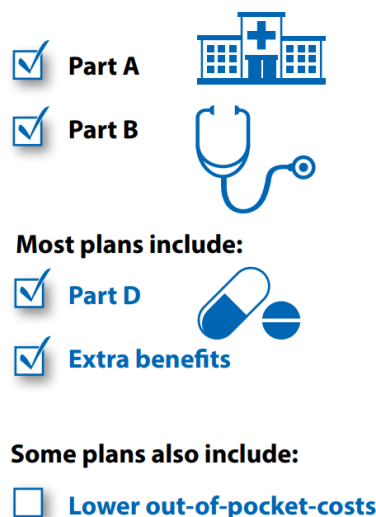
联合健康具备深厚的 Medicare 客户基础, 政保业务板块协同效应明显。自 20 世纪 70 年代开始, 公司持续深耕 Medicare 相关业务, 独立处方药计划方面, 早在 1997 年, 公司便与美国退休人员协会(AARP)订立了十年长期协议, 由公司为其提供 Medicare Supplement 和 Hospital Indemnity 保险产品, 为 Medicare Part D 的发展建立了良好的客户基础; MA 计划方面, 截至 2006 年, 公司已有 145 万客户。2006 年公司 Part D 计划中涵盖大约 570 万会员, 包括约 450 万个独立处方药计划客户和约 120 万个通过 Medicare Advantage 计划纳入 D 部分的客户。

图 36: Original Medicare 受益人可单独投保 Plan D



资料来源: Medicare 官网, 天风证券研究所

图 37: 大部分 MA 计划包含 Plan D



资料来源: Medicare 官网, 天风证券研究所

收购药品福利计划公司, 二次探索 PBM 业务。早在 1988 年, 公司便成立了 Diversified Pharmaceutical Services (DPS) 子公司, 探索药品福利管理方案, 但在 1994 年以 23 亿美元的价格出售。2005 年, 公司收购太平洋健康保险公司及其 PBM 子公司 Prescription Solutions, 2007 年, Prescription Solutions 正式以年报的业务分部出现, PBM 业务再次起航。2012 年, 公司将 Prescription Solutions 重命名为 Optum RX, 并陆续收购 AxelaCare Health Solutions、Catamaran 等企业, 完善 PBM 网络。2020 年, OptumRx 已建立起由 67,000 多家零售药店、送货上门网络、专科和社区健康药店组成的网络, 提供居家/药房输液服务以及全方位的药学监护服务, 管理了 1050 亿美元的药品支出。

表 19：联合健康加大 PBM 相关业务收购力度

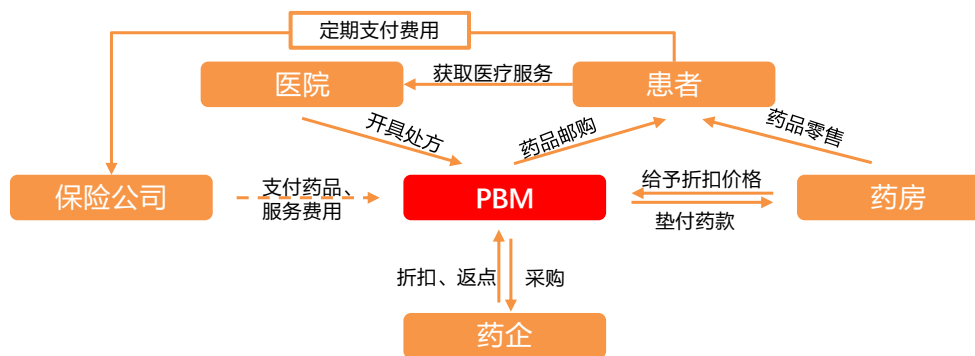
时间	被收购企业	核心业务/公司简介
2005 年	PacifiCare Health System	子公司为 Prescription Solutions 是 PBM 公司，管理商业、Medicare 和其他政府健康计划以及雇主和工会的处方药福利
2015 年	AxelaCare Health Solutions	家庭输液解决方案的领先供应商
2015 年	Catamaran Corporation	提供零售药房网络管理、药品邮寄、药房理赔和以患者为中心的专业药房服务，并为 PBM 行业提供医疗保健信息技术解决方案
2016 年	Helios	提供 PBM 服务、耐用性医疗设备、家庭医疗保健、药品运输和 Medicare 解决方案
2017 年	Avella Specialty Pharmacy	肿瘤学、皮肤病学领域的特药公司
2018 年	Genoa	提供远程精神病学服务和 PBM 业务，在全国设有 400 多家药店
2019 年	Diplomat	提供输液服务和专门管理慢性疾病药物的专业药房
2020 年	Divvy Dose	慢性病药品送货上门

资料来源：Spglobal, FierceHealthCare, 联合健康财报, 联合健康公司官网; 天风证券研究所

以费用管控为初衷，PBM 作为整个医疗流程中的监督方，串联起了其他的参与主体。PBM 成立之初目的是对医疗费用进行有效管理，在不降低医疗服务质量的前提下，影响医生的处方行为，从而控制药品费用增长。理论上，其优势与商业价值在于：1) 链接医疗产业链中的所有参与者，包括药企、医院、保险公司、药房、用户等。2) 带量采购，提升医药议价权，以较低成本获取药品。3) 高度数字化和信息化的管理模式，获取大量临床和用药数据，对医生开具的处方和提供的医疗服务进行审核，防止药物滥用和过度医疗。

从业务模式上看，PBM 收入来自于三部分：1) 带量采购药品，赚取向健康计划收费与向药房付费的差价；2) 来自药房的保留交易费和电子处方费；3) 代表健康计划与药企谈判的药品回扣的自留部分。

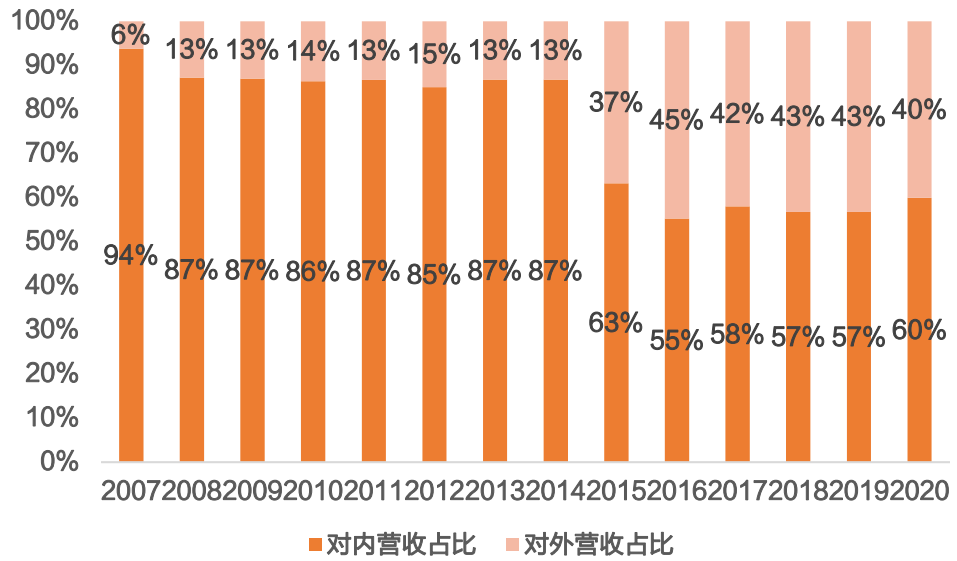
图 38：PBM 的运营服务串联作用



资料来源：赵雯《药品福利管理（PBM）在我国医疗保险和商业健康保险中的运用》，天风证券研究所

PBM 业务内部营收与外部营收双贡献。PBM 业务与健康险业务协同效应显著，可直接为公司健康计划提供药品服务管理，亦可为其他健康福利提供者、大型全国性雇主计划、工会和信托、采购联盟和政府实体提供服务。PBM 创建初期，OptumRx 以公司内部业务为主，占比高达 94%；2015 年开始，由于公司大规模收购 PBM 公司，业务范围得到拓宽，OptumRx 对外营收占比大幅上升，近几年稳定在 40%左右。

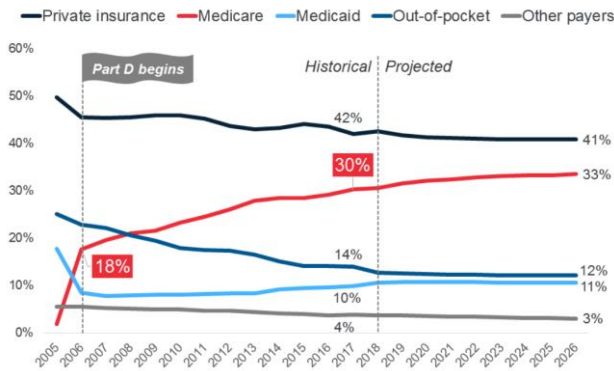
图 39: Optum RX 内外收入贡献



资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所 注: 2015 年大幅上升为收购 Catamaran RX 所致

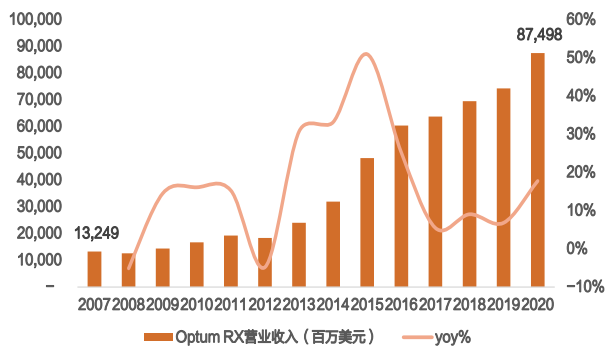
Medicare 零售药品支出占比持续提升叠加高行业集中度, PBM 业务高速增长。一方面, 自 Medicare Part D 出台以来, Medicare 在药品零售支出中占比持续提升, 2006-2018 年自 18% 提升至 30%, 且仍保持上升趋势; 另一方面, PBM 行业集中度高, CR3 接近 80%, 公司作为行业龙头将持续受益。自 2007 年以来, PBM 业务高速增长, 2020 年收入 875 亿美元, 13 年 CAGR 高达 16%, 对公司营收与利润贡献占比呈上升趋势。

图 40: Medicare 在零售处方药支出中占比不断提升



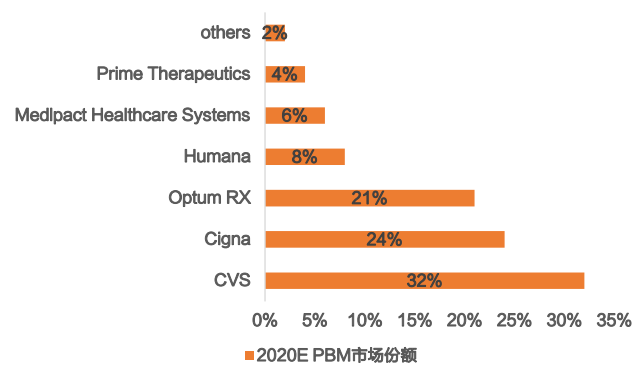
资料来源: KFF, 天风证券研究所

图 42: Optum RX 营业收入与增速



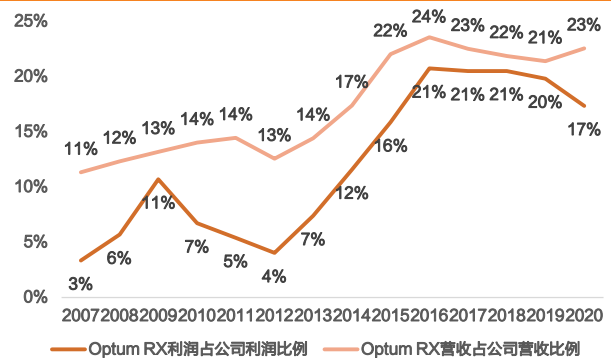
资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所

图 41: PBM 行业集中度高



资料来源: Drug Channels, 天风证券研究所

图 43: Optum RX 对公司收入及利润贡献呈现上升趋势



资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所

6.3. 医疗信息化加速推进，积累核心数据资源

联合健康信息化基因强烈，早在 1988 年，公司就开始部署信息化业务，发展计算机系统，一方面提高索赔效率，另一方面积累核心数据资源，进行二次开发，对内为健康计划、健康服务等业务的开展提供数据支持，完善医药险业务闭环；对外进行产品/系统出售服务增厚利润。2009 年开始，随着互联网的快速普及，公司信息化进程明显加快，先后推出在线诊疗网络、医疗保健数据平台、移动健身 APP 等业务，线上业务版图进一步扩张。

图 44：联合健康医疗信息化布局

时间	事件
1988年	开发COSMOS (Comprehensive On-line Software Management and Operational Support), 与Unisys公司合作发展计算机系统, 谋求行政服务信息化。
1990年	推出电子索赔服务, 天7.5万、年2500万件索赔, 准确率接近100%。
1990年	推出医疗交易系统ProviderLink (验证患者资格、提交索赔、接收邮件) 与执行信息系统ProSight (可获取医疗保健福利信息), 并向其他公司售卖。
1990年	购买了与Unisys联合开发软件的权利, 以发展电脑信息系统。
1994年	推出Prosight与Physician Profilin系统:
1994年	Prosight: 通过简单的数据分析和报告管理用户的医疗费用和效率;
1994年	Physician Profilin: 通过收集病例数据、与同业医生比较, 支持医疗管理组织对医生进行持续管理。
1996年	推出人工智能系统AdjudiPro, 实现大部分索赔审查过程自动化, 提升索赔效率。
1998年	发布Clinical Profiles SM 产品, 与领先的医生紧密合作, 并挖掘丰富而深入的数据库。
2001年	推出门户网站。
2002年	子公司 Ingenix 推出知识管理和信息服务产品: Parallax i TM , iCES TM 和 Galaxy clinical database, 其中, Galaxy 是医疗保健行业中最全面的数据仓库之一, 能够对医疗保健的利用、有效性和成本进行有效的统计和分析。
2003年	子公司Uniprise推出电子医疗ID卡, 使用磁条技术和 MasterCard [®] 系统和网络, 可在几秒钟内轻松验证病人的资格和福利。
2006年	推出了增强型卡片技术, 将健康福利信息和财务信息结合在一张卡片上。与信用卡一样, 联合健康集团的保健ID卡背面装有磁条, 医生和医院可以实时访问病人的福利和资格信息以及医疗索赔历史, 包括药房和实验室索赔数据。它还允许医生在线提交索赔, 并在几秒钟内收到裁定的答复。
2009年	UnitedHealthcare推出DocGPS应用程序, 将其医生和设施网络放在苹果公司的iPhone上, 帮助改善消费者获得医疗服务的机会。新的DocGPS应用程序允许消费者根据其特定的健康计划进行搜索, 并利用iPhone 3G和3GS的GPS功能在联合健康保险公司的网络中找到附近的医生、诊所和医院。
2009年	OptumHealth 推出了 eSync, 可以收集和同步个性化的医疗保健数据, 帮助识别有效的护理机会, 并为人们提供个性化的健康管理支持。该技术帮助企业更积极主动地让个人和护理提供者参与适当的健康计划, 同时减少成本。
2009年	与思科公司合作, 建立第一个全国性的远程医疗网络, 使用最先进的远程会议和电子健康记录技术, 大大扩展医生在农村和城市等服务不足地区的服务范围。
2010年	Optum推出了NowClinic在线护理, 为个人提供安全、实时的访问, 可通过电脑即时聊天, 并使用网络摄像头进行面对面的交流。通过NowClinic, 医生可以审查健康问题和症状, 讨论药物, 并在必要时将病人转到医疗机构接受进一步治疗。通过利用技术, NowClinic增加了病人在诊所通常关闭时(如晚上和周末)获得护理的机会, 并为无法去医生办公室的病人提供了机会。
2010年	推出UnitedHealth Personal Rewards, 这是一项奖励人们将健康选择作为其日常生活的一部分的计划。参与者可以通过积分获得财务奖励, 如减少健康保险费、现金奖励或直接存入健康储蓄账户。
2010年	Optum首次推出OptimizeMe, 这是首批推向市场的移动健身挑战应用之一。该应用程序旨在让人们在自己的健康方面发挥更积极的作用, 并激励他们的朋友、家人和社交网络为实现更好的健康目标而努力。
2010年	美国医学协会选择Ingenix CareTracker TM 作为在线健康信息解决方案平台, 这是其为医生提供的第一个电子健康记录系统, 可为医生整合了病人医疗记录和电子处方工具。
2012年	UnitedHealthcare推出新的移动应用程序Health4Me, 将重要的健康信息带给正在旅行的人们。其功能包括方便地访问护士、个人健康福利信息以及查找附近医生和医院的能力。
2012年	UnitedHealthcare推出my Healthcare Cost Estimator, 这是一个在线健康资源, 可以全面了解不同医生的治疗费用, 以及不同治疗方案的个性化费用估算。
2013年	Dignity Health和Optum合作创建Optum360企业, 旨在简化病人的账单, 提高病人的支出透明度, 并为医院、护理提供者和支付者实现管理现代化。
2014年	Optum推出了Optum One, 这是一个综合分析平台, 帮助医疗服务提供者吸引病人, 协调护理和改善结果。护理提供者可以分析Optum One从个人医疗记录中提取的数据, 并叠加理赔信息来充实这些数据, 采取行动。
2014年	UnitedHealthcare和美国退休人员协会(AARP)推出长寿网络, 以促进医疗保健方面的创新, 改善人们的老年生活质量。长寿网络是一个中心枢纽, 企业家、倡导者和消费者可以分享信息, 并获得有关50岁以上社区的医疗保健创新的想法、新闻和其他媒体、社交馈送和活动邀请。
2016年	UnitedHealthcare 和 Qualcomm 推出 UnitedHealthcare Motion 健康计划, 可为员工免费提供可穿戴设备, 并对实现特定步行目标的员工给予经济奖励。UnitedHealthcare Motion 使员工能够掌控自己的健康, 同时使雇主能够更有效地管理医疗保健成本。

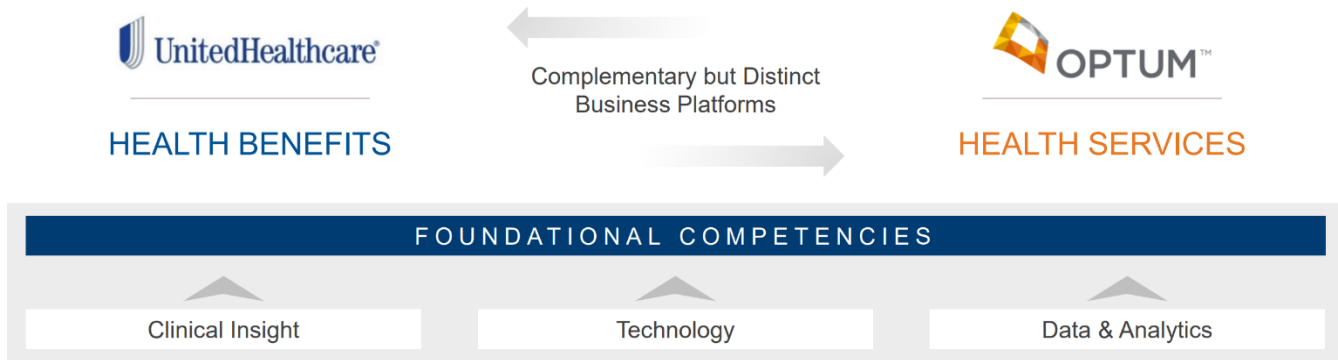
资料来源：联合健康财报，联合健康公司官网；天风证券研究所

7. 2011-至今：业务格局已成，奥巴马医改下政保业务高速增长

7.1. 两大业务板块成型，协同效应显著

2011 年，公司再次进行业务调整，成立 UnitedHealthcare 和 Optum 两大品牌，分别经营健康险和健康服务业务，两方协同，互为补充。健康险业务聚拢客户，为健康服务业务提供稳定的业务来源，Optum 构建健康管理、系统建设和药品服务领域的专业能力，增强健康险业务的核心竞争力，同时协助保险公司加强医疗行为监控，降低赔付成本，实现风险控制。

图 45：联合健康两大品牌互为补充



资料来源：联合健康公司公告，天风证券研究所

7.2. 健康险半强制属性突出，政保业务增速明显

美国医疗卫生问题突出，奥巴马医改后健康险成半强制保险。21 世纪初，美国的医疗面临保险覆盖小、医疗费用高和医疗指标差三大问题，2010 年，奥巴马签署《患者保护与可负担医疗法案》，又称为“奥巴马医改”（Obamacare），半强制个人与超过 50 雇员的公司投保，禁止保险公司价格歧视并进一步放宽了 Medicaid 的认定标准，以期扩大医疗保险覆盖面；提出以价值为基础的医疗收费，旨在降低医疗费用、提高医疗质量。

图 46：奥巴马医改主要内容

	奥巴马医改
投保人	对于个人和50人雇员以上公司强制投保，否则处以相应罚款；
保险公司	禁止歧视，规定保险公司不得以客户健康状况拒保、收取高额保费或限额； 规定了大型团体保险计划的医疗赔付率不低于85%，小型团体保险计划和个人保险计划的医疗赔付率不低于80%，否则保险公司需要退还多余的保费给客户
医疗服务	重视医疗质量，提出价值为基础的医疗收费，推出“精准医疗计划”
Medicaid	贫困线138%下纳入医保范围，财政对于贫困线400%下的人群提供医保补贴
税收政策	对高收入人群、保险公司医保计划、医疗器械公司征税

资料来源：邹武捷《美国医疗保险改革分析——以奥巴马医改与特朗普医改对比为例》，天风证券研究所

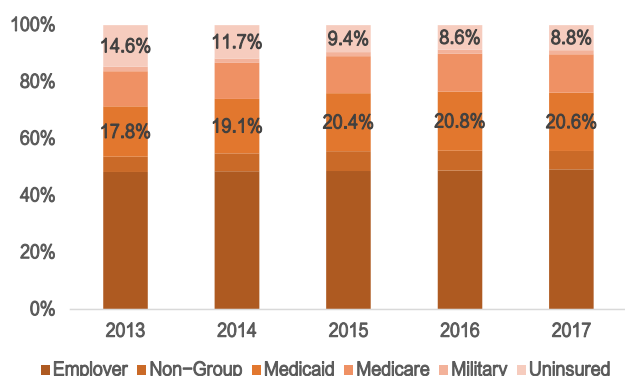
无保险人员向个险与 Medicaid 转移，联合健康 Community & State 板块收入快速增长。2013 年，奥巴马医改法案正式实施，在半强制与 Medicaid 资格放宽的影响下，无保险人员向自购医保与 Medicaid 转移，得益于政策影响，联合健康 Community & State 板块 2014 年收入增速高达 29%，此后数年收入仍然保持较高速增长。

表 20: 2013 年与 2017 年美国医保覆盖情况对比

	2013 年(千人)	2017 年 (千人)	2017-2013 年变动
所有保险计划小计	271,606	296,890	25,284
所有私人保险小计	201,038	218,209	17,171
企业团体医保	174,418	178,751	4,333
自购医保	35,755	35,499	-256
所有公立保险合计	108,287	112,151	3,864
Medicare	49,020	56,170	7,150
Medicaid	54,919	59,814	4,895
VAor CHAMPVA	14,016	3,229	-10,787
未享受任何保险的人	41,795	25,600	-16,195

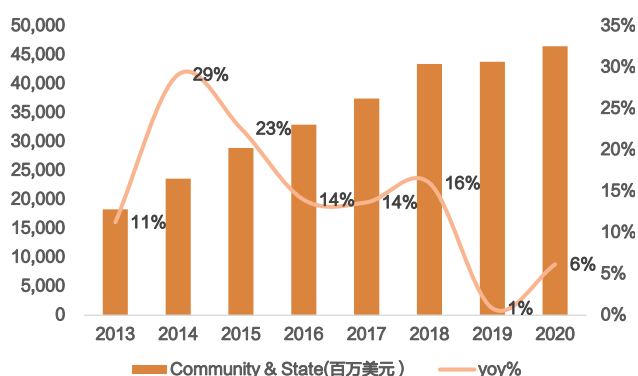
资料来源: 美国人口调查局, 天风证券研究所

图 47: 2013-2017 年美国医保覆盖情况变化



资料来源: KFF, 天风证券研究所

图 48: 联合健康 Community & State 板块收入快速上升

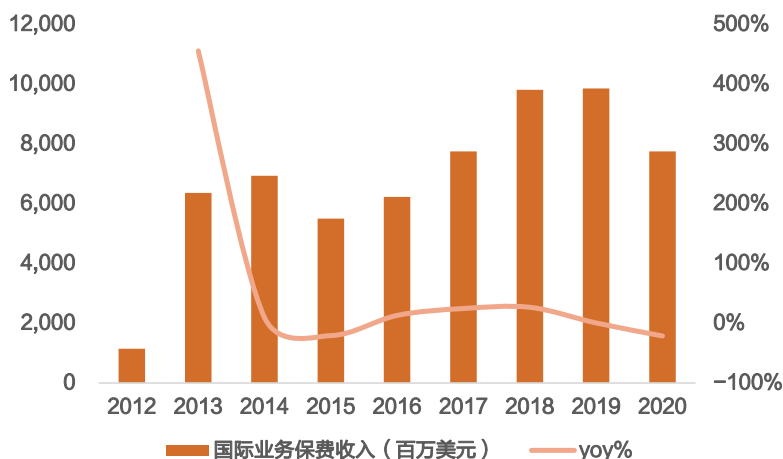


资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所

7.3. 国际化业务加速进行, 业务遍布 150 余国

2012 年, 公司收购巴西领先的医疗保健公司 Amil, 正式开始国际业务, 此后, 公司先后收购 Empresas Banmédica 与 Lusíadas Saúde, 建立了囊括 50 多家医院以及大约 200 家门诊、诊所和手术中心的医疗网络, 将业务范围扩张至 150 余国。2020 年, 公司国际业务共为 760 万人提供医疗和牙科保障, 主要分布在巴西、智利、哥伦比亚和秘鲁等国, 实现营业收入 78 亿美元。

图 49: 国际业务快速增长



资料来源: 联合健康财报, 天风证券研究所

8. 医药险模式中“医”壁垒性最强，先后顺序决定难易程度

纵观联合健康的发展历程，其在医疗资源与保险业务的拓展上具有极其明显的先后顺序。公司成立之初，便积极收购 HMOs、健康计划，快速拓展服务网络，积累高壁垒的医疗资源之后，顺理成章地吸引大批量客户加入服务体系成为“会员”，实现市场的快速扩张，而后基于市场研判，加大健康险公司收购力度，大力发展团险业务，完善支付方业务布局。

同时，公司以健康险业务为核心，延伸打造健康服务、信息技术服务、药品福利管理三大专业能力，健康险作为流量池，为营运高利润率的健康服务板块提供稳定客源，健康服务板块强化健康险壁垒，两者协同互补，形成完整闭环。

但是，我国健康险仍需依托寿险、财产险经营，独立的医疗+保险产业生态始终未形成，这是我国未出现联合健康模式在公司商业模式层面的体现。

图 50：1977-2005 年联合健康并购历程

时间	公司类别	公司名称
1985	保险	Share Development Corporation
1985	医疗服务	美国中部人寿保险公司 (LOMA)
1986	医疗服务	明尼阿波利斯的第三方管理人员/员工福利咨询公司的多数或100%的所有权权益以及亚特兰大、凤凰城、盐湖城和圣路易斯的四家管理 HMO
1986	医疗服务	递延薪酬管理公司(DCA)
1986	医疗服务	Peak Health Care Inc及其子公司
1988	医疗服务	Diversified Pharmaceutical Services
1990	医疗服务	PrimeCare Health Plan Inc
1991	医疗服务	Samaritan Health Plan Insurance Corporation
1992	医疗服务	Physicians Health Plan Corporation
1992	医疗信息化	计算机中心
1993	医疗服务	Western Ohio
1993	医疗服务	芝加哥医疗保健公司
1994	医疗服务	CAC-Ramsay Health plan;complete health ,complete health of Mississippi;complete health of Tennessee;complete health of Arkansas,complete health of Georgia
1994	医疗服务	Focus
1995	医疗服务	GenCare health system
1995	医疗服务	Group sales and services of puerto rico
1995	保险	MetraHealth
1996	医疗服务	PHP
1996	医疗信息化	Applied HealthCare Informatics
1998	医疗服务	Coordinated Vision Care
1999	医疗服务	Dental Benefit Providers
1999	保险	National Benefit Resources
2002	医疗服务	AmeriChoice
2003	保险	Golden Rule Financial Corporation
2004	医疗服务	Mid Atlantic Medical Services
2004	保险	牛津健康保险公司 (OxFord Health Plans Inc)
2004	保险	Definity Health Corporation
2005	医疗服务	社区卫生伙伴关系(Neighborhood Health Partnership)
2005	保险	PacifiCare Health System

资料来源：fiercehealthcare, spglobal, PNHP, startribune, healthcareitnews, optum360, hcinnovationgroup, managedhealthcareexecutive, 联合健康财报, 联合健康公司官网; 天风证券研究所

图 51：2006-2021 年联合健康并购历程

时间	公司类别	公司名称
2006	保险	MEGA人寿和健康保险公司的学生保险部门
2006	医疗服务	John Deere Health Care
2007	医疗服务	Sierra Health Services
2008	医疗服务	Fiserv Health
2008	医疗服务	Unison
2009	医疗服务	AIM
2010	医疗服务	Executive Health Resource Inc
2010	医疗信息化	Picis Inc
2010	医疗服务	Wellness Inc
2010	医疗服务	A-Life Medical Inc
2010	医疗服务	Axolotl Corp
2010	医疗信息化	QualityMetric Inc
2011	医疗服务	inVentiv Health 临床开发业务
2011	医疗服务	Logistics Health
2011	医疗信息化	Connexions
2011	医疗服务	Monarch Healthcare Inc-Mgmt
2012	医疗服务	Amil
2012	医疗服务	XLHealth
2014	医疗服务	Audax Health Inc
2014	医疗服务	Alere Health LLC
2015	医疗服务	AxelaCare Health Solutions
2015	医疗服务	MedExpress
2015	医疗信息化	Catamaran Corporation
2016	医疗服务	Helios
2017	医疗服务	Avella Specialty Pharmacy
2017	医疗服务	Surgical Care Affiliates
2017	医疗信息化	Advisory Board Company
2018	保险	Empresas Banmédica
2018	医疗服务	Genoa
2019	医疗服务	DaVita Medical Group
2019	医疗服务	Diplomat
2020	医疗服务	Divvy Dose
2021	医疗信息化	Change Healthcare

资料来源：fiercehealthcare, spglobal, PNHP, startribune, healthcareitnews, optum360, hcinnovationgroup, managedhealthcareexecutive, 联合健康财报, 联合健康公司官网; 天风证券研究所

注：我们认为，管理式医疗下健康计划收购与传统保险计划收购相区分，相较于最直接的拓展业务区域与增加会员数量，医疗资源的聚拢对保险公司的长期经营更为有益，因此，我们将 HMO、管理式医疗健康计划的收购归类于医疗服务类。

9. 投资建议

寿险负债端的至暗时刻将过，保险需求的长期空间，我们依然看好。负债端的数据拐点预期将发生在明年 3 月。

资产端有好转，地产风险与利率两大因素均在向好。刘鹤近期表示“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。宽信用背景下，叠加海外因素，利率亦将摆脱前期的下行局面。

截至 11 月 22 日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 A 股 2021PEV 分别为 0.69、0.64、0.53、0.45 倍，友邦保险、中国太平 H 股 2021PEV 分别为 1.85 倍、0.19 倍，分别处于历史估值分位的 3%、1%、3%、0%、61%、1%。当前估值已充分反映负债端悲观预期，短期资产端利好叠加估值切换，有望驱动 Q4 保险股行情。

结合联合健康模式，我们认为积极布局健康服务业务，在拓展业务增长点的同时也有利于加强健康险业务的竞争力。当前，中国太保、友邦保险与中国平安均在加速布局健康服务产业链，“保险产品+健康服务”融合已取得明显进展。重点推荐中国太保、友邦保险、中国平安。

表 21：保险公司 2021PEV

	最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	分位数
A 股	中国人寿 A	2.11	0.60	1.09	0.99	3%
	中国平安 A	1.74	0.60	1.05	1.06	1%
	中国太保 A	1.69	0.48	0.99	0.97	3%
	新华保险 A	2.12	0.45	1.02	0.94	0%
H 股	中国人寿 H	1.82	0.25	0.87	0.78	2%
	中国平安 H	1.62	0.55	1.09	1.10	0%
	中国太保 H	1.64	0.33	0.92	0.89	4%
	新华保险 H	1.63	0.21	0.71	0.69	0%
	友邦保险 H	2.38	1.18	1.77	1.79	61%
	中国太平 H	1.40	0.18	0.61	0.57	1%

资料来源：联合健康财报，wind；天风证券研究所

表 22：国内保险公司布局健康服务产业链

公司	健康生态布局	服务+产品的融合
中国太保	布局互联网医疗：中国太保和上海瑞金医院、红杉中国共同打造广慈太保互联网医院，推出首款产品“太医管家”，满足全家人的一站式个性化医疗健康需求，打通“医、药、险”闭环生态。布局实体医疗：1）推进与三级甲等实体医院的线下合作，打通保险支付与客户医院的就诊体验；2）规划建设康复医院。设立产业投资基金：成立了太保私募基金管理有限公司，并以管理人和 GP 身份发起设立太保大健康产业股权投资基金；作为 LP 与红杉共同发起设立健康产业股权投资基金。	太保蓝本服务体系： 普惠版：重疾“三专”、120 急救补贴、视频医生卡、陪诊服务（后两项邀请好友解锁）； 专业版：“三专”、120 急救补贴、视频医生、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等； 尊享版：增加高端医疗服务。
友邦中国	自建医疗团队，对接医疗资源； 和微医合作，提供在线问诊等服务。	高端医疗险+高端医疗服务、重疾险+愈从容服务、健康险+健康友行健康管理服务。
中国平安	平安好医生（互联网医疗服务平台）：在线诊疗、120 家互联网医院、“医、药、险”生态闭环； 平安智慧医疗：通过提供公共卫生管理、临床辅助决策、智能影像、慢病管理等方案服务监管部门、赋能医疗机构； 收购方正集团，将拥有线下医疗资源。	臻享 run 服务体系： 乐享 run：日常健康管理、小病门诊协助、大病住院安排、重疾专案管理； 尊享 run：增加运动达标奖励、音视频问诊； 尊享 run plus：增加私人教练、私人营养师、特色体检、陪诊、术后护理等服务。

资料来源：友邦保险官网，中国证券报，上海证券报；天风证券研究所

10. 风险提示

- 1) 保险公司负债端改善慢于预期：**如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值。
- 2) 长端利率下行超预期：**如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。
- 3) 医疗控费不及预期：**医疗通胀率高的背景下，医疗控费不及预期，将对保险公司利润造成负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com