

行业研究

释放需求深化供给，广阔市场应有期待

——保险行业系列报告五：健康险深度研究

要点

商业健康险有望成为行业下一个增长引擎。（1）“健康中国”战略背景下，商业健康险发展逐渐受到重视。（2）**健康需求升级+财政负担加重，商业健康险具备发展土壤。**我国老龄化程度不断加深，健康风险将逐渐加大，随着城镇居民生活水平提升+疫情下医疗保健支出刚性属性凸显，未来健康险需求将加速升级。然而我国财政负担不断加重，根据 WHO 口径 2019 年我国居民自付卫生支出占比（35.2%）远超美国、英国、德国等，亟需商业健康险补充。（3）**健康险收入增速虽放缓，但未来发展空间仍大。**2020 年我国商业健康险赔付支出占卫生总费用比例不足 5%，而美国该比例在 2019 年便已达 31.5%，同时对比海外，我国健康险深度及密度远低于美国、澳大利亚、德国、法国等，未来发展空间仍大。

产品创新与市场细分有助于释放需求。（1）**重疾险：**重疾重定义虽导致新产品销售承压，但也利好费率厘定，**困境主要来自供给端**，各公司重疾险产品主要承保责任差异不大。未来重疾险产品若能**加大创新力度，通过区域定制、人群细分和设置多项可选责任**以提高产品性价比和扩大受众面，随着新高质量代理人的招募与培育，重疾险未来仍是主力产品。（2）**医疗保险：**随着惠民保定位逐渐清晰，其与百万医疗险并非此消彼长关系，挤压只是暂时的。医疗险未来若能**扩大医保目录外保障范围、优化费率调整机制发展长期医疗保险、拓展中端医疗险市场**，仍有较大发展潜力。

对比海外，中国可借鉴美国经验。（1）**相比英美，我国医保体系与德国更为类似。**国际上典型的医疗保险模式主要有三种：一是全民免费医疗保险模式，代表国家为英国；二是政府参与程度低，主要由商业健康保险公司承担保障责任，代表国家为美国；三是以法定社会医疗保险为主，私人医疗保险为辅，代表国家为德国。（2）**我国医保体系现在类似于德国，未来还需借鉴美国经验。**虽然我们无法完全复制美国模式，但财政压力下，美国成熟且繁荣的商业健康险市场发展经验仍值得借鉴。**因此我们以联合健康为例，借鉴其业务模式。**联合健康通过健康保险+服务的协同效应推动业绩增长，并从**赔付率、费用率、购药成本**三方面为支付端（即保险业务）压实成本，释放利润，其股价近 10 年涨幅已近 10 倍。

保险+服务，2021 年我国商业健康险保费有望达到 5.8 万亿。（1）**“保险+服务”时代来临**，我国健康管理服务正在规范且有序发展。差异化健康管理服务将赋能不同细分市场的不同健康险产品发展。（2）**产业链：**我国受制于以公立医院为主的医疗机构体系，以及当前政策下医药尚未实现“分家”，商业健康保险只能被动接收赔付账单，无法掌握议价主动权，未来发展道路只能**部分借鉴美国，走出中国特色模式。**我国可通过**“险医药政”的协同效应，间接实现支付端控费增效。**平安通过医疗生态圈赋能集团主业，带来协同价值，与联合健康最为类似。

（3）按银保监会目标，我国商业健康险保费增速若每年达 24.0%，2025 年可实现 2 万亿元保费收入；按国务院目标，2031 年我国商业健康险保费收入可达到 5.8 万亿元，且该测算情景下 2025 年保费收入与银保监会目标接近。

投资建议：推荐股息率较高且估值较低，寿险转型不断深化，积极布局“保险+健康+养老”产业的**中国平安（601318.SH/2318.HK）**和线上打通健康险及后端服务的**众安在线（6060.HK）**。

风险分析：保费收入不及预期；疫情大范围内反复；疫情对居民保险和健康意识的影响不及预期；利率超预期下行；监管部门的政策变动；险企管理层变更。

非银行金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

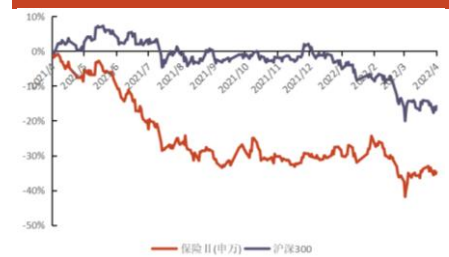
分析师：郑君怡

执业证书编号：S0930521110002

010-57378023

zhengjiy@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

低利率环境下的保险资金投资——保险行业系列报告四：基于美日欧经验的保险资金配置研究（2022-03-14）

雄关漫道从头越——保险行业 2022 年年度投资策略（2021-11-06）

保险业拐点何时到来？——保险行业 2021 年中期策略报告（2021-07-22）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年春季策略报告（2021-03-08）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年投资策略（2021-02-02）

任重道远，砥砺前行——保险行业系列报告三：国内养老金的现状及发展探讨（2020-11-14）

见微知著，水滴石穿——保险行业系列报告二：相互保险与网络互助（2020-09-21）

资本逐鹿，风口已至——保险行业系列报告一：保险科技（2020-08-23）

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 年下半年投资策略（2020-06-15）

投资聚焦

研究背景

我国老龄化程度正不断加深,而老年人群多患有慢性疾病,随着年龄的增长,健康风险将不断加大;自 2015 年党的十八届五中全会提出推进“健康中国”建设以来,我国便开始重视商业健康险的发展,相关支持政策密集出台,推动商业健康险回归保障,并向多元化和多层次方向发展。近年来,随着我国卫生支出的不断增加,以及我国基本医保基金结余增速不断下滑,国家财政压力较大;相比海外,我国个人医疗自付比例也偏高,居民医疗支出保障亟待商业健康险进行补充。

然而我国商业健康险随着行业渠道改革、疫情不断反复以及惠民保的挤压,2021 年以来保费增速承压。那么,我国商业健康险是否还有发展空间?重疾险与医疗险能否突破发展瓶颈?健康险行业未来发展模式如何?本文将进行详细分析。

创新之处

和市场上的行业报告不同,我们详细对比了英国、美国、德国的医保体系,并深入分析美国商业健康险发展经验,与我国进行对比,剖析了国内商业健康险行业未来发展如何突破改革困境迎来新的增量。我们主要的创新之处在于:

(1) 从老龄化情况、重疾发生率、行业供需两端现状以及国家财政负担等角度深入分析行业发展背景;

(2) 详细对比分析重疾险及医疗保险发展现状,提出产品未来改进空间;

(3) 深入分析海外医保体系,从英国、美国、德国的医保体系及商业健康险发展模式分析我国未来发展方向;

(4) 借鉴美国经验,我们认为国内健康产业未来应走出中国特色模式,并提出具体措施;

(5) 我们根据银保监会及国务院的目标,从 2 种不同情形对我国商业健康险未来发展空间进行测算。

股价上涨催化因素

(1) 寿险代理人改革成效显著; (2) 行业保费增速提升; (3) 行业赔付率受到控制; (4) 医疗服务协同体系逐步完善。

投资观点

推荐股息率较高且估值较低,寿险转型不断深化,积极布局“保险+健康+养老”产业的中国平安(601318.SH/2318.HK)和线上打通健康险及后端服务的众安在线(6060.HK)。

目 录

1、行业下一个增长引擎：商业健康险	6
1.1、必然趋势：政策不断强调和鼓励商业健康险发展	6
1.2、发展土壤：健康需求升级，支出负担加重	8
1.2.1、老龄化背景+疫情影响下，健康险需求将加速升级	8
1.2.2、较重的财政与自付负担为商业健康险发展创造沃土	10
1.3、市场可期：商业健康险未来发展空间仍大	13
2、产品创新与市场细分有助于释放需求	14
2.1、重疾险：瓶颈期只是暂时的，未来仍是主力产品	15
2.2、医疗保险：短期承压，长期看好中端市场	18
2.2.1、惠民保对百万医疗险的挤压只是暂时的	18
2.2.2、保障范围与期限是医疗险产品改善的重要方向	20
2.2.3、低高端产品潜力有限，长期看好中端医疗险市场	21
3、对比海外，中国可借鉴美国道路	22
3.1、相比英美，我国医保体系与德国更为类似	22
3.1.1、英国：全民免费医疗保险模式，政府支出比例高	23
3.1.2、美国：私人商业健康险为主，政府保障为辅	24
3.1.3、德国：高覆盖率的法定社会医疗保险模式，与我国类似	26
3.2、财政压力下美国经验更值得借鉴——以美国联合健康为例	28
3.2.1、管理式医疗：保险与服务业务协同发展	29
3.2.2、三大控费优势推动联合健康股价持续上行	32
4、保险+服务，我国商业健康险市场广阔	34
4.1、健康管理服务将赋能健康险发展	34
4.2、产业链：“险医药政”协同助力支付端控费增效	36
4.3、2031 年我国商业健康险保费有望达到 5.8 万亿	38
5、投资建议	40
6、风险分析	40

图目录

图 1: 我国商业健康险分类.....	6
图 2: 我国老龄化程度不断加深	8
图 3: 未来各年龄段老年人口占比将持续提升.....	8
图 4: 预计我国 60 岁以上人口占比 2050 年达 35%.....	9
图 5: 重疾经验发生率随年龄的增长而增加	9
图 6: 城镇居民生活水平逐渐提升.....	10
图 7: 城镇居民人均消费性支出中, 医疗保健支出占比上升.....	10
图 8: 基本医疗保险参保人数增速承压	11
图 9: 基本医疗保险基金收支及结余情况.....	11
图 10: 卫生总费用占 GDP 比重呈上升趋势	11
图 11: 我国卫生支出费用结构	12
图 12: 个人现金卫生支出持续增加.....	12
图 13: 健康险保费占比逐年提升	13
图 14: 相比美国, 我国健康险赔付支出占卫生总费用比例较低.....	13
图 15: 我国健康险深度密度.....	14
图 16: 2019 年各国健康险深度密度对比.....	14
图 17: 2021 年以来健康险单月保费增速承压	15
图 18: 按性别估计的 2015 年新癌症发生病例.....	17
图 19: 个人可投资资产超过 1 千万的人数.....	18
图 20: 2019-2021 年不同年龄段高净值人群规模占比	18
图 21: 百万医疗险保费规模.....	19
图 22: 2019 年世界医疗资源排名.....	21
图 23: 中端医疗险市场尚处于空缺状态	22
图 24: 英国健康险保费增速承压	23
图 25: 英国健康险深度密度增长潜力有限.....	23
图 26: 英国政府卫生支出比例及自付比例变化.....	24
图 27: 美国私人商业健康保险覆盖率远超法定医保	25
图 28: 美国私人商业健康保险参与人数及增速.....	25
图 29: 美国健康保险卫生支出中, 私人健康险占比最高	25
图 30: 美国政府卫生支出比例及自付比例变化.....	26
图 31: 2020 年德国卫生支出结构 (按支出承担者分类)	26
图 32: 德国私人医疗保险及补充医疗保险参保情况	27
图 33: 德国健康险保费收入及增速.....	27
图 34: 德国健康险深度密度.....	27
图 35: 德国政府卫生支出比例及自付比例变化.....	28
图 36: 美国联合健康集团业务及运作模式.....	30
图 37: 联合健康集团健康保险业务 (UnitedHealthcare) 收入结构.....	31
图 38: 联合健康集团健康服务业务 (Optum) 收入结构	32
图 39: 联合健康集团健康服务业务 (Optum) 利润结构	32

图 40: 联合健康集团保险与服务业务收入占比.....	32
图 41: 联合健康集团保险与服务业务利润占比.....	32
图 42: 药品福利管理 (Pharmacy Benefit Management, PBM) 运作机制	33
图 43: 联合健康和标普 500 累计涨跌幅	34
图 44: 差异化分级健康管理服务体系	35
图 45: 中国平安“1+4+10”健康管理服务体系	35
图 46: 众安“尊享 e 生 2021 版”健康服务生态.....	36
图 47: 中国平安医疗生态圈: 通过医疗管理机构、用户、支付、科技, 赋能医院、医生、医药	38

表目录

表 1: 政策利好商业健康险发展	7
表 2: 我国多层次医疗保障体系	10
表 3: 2019 年各国卫生支出结构对比	13
表 4: 人身险公司健康险业务保费结构及增速.....	14
表 5: 人身险公司健康险业务保费结构性增速.....	15
表 6: 重疾险产品承保责任对比举例	17
表 7: 惠民保与百万医疗险对比	20
表 8: 英国、美国、德国社会医疗保险对比	22
表 9: 美国联合健康集团重要业绩指标 (单位: 亿美元; %; pct)	29
表 10: 2020 年美国意外和健康险行业各保险公司市场份额排名 (取前十)	29
表 11: 测算情景 1: 2021-2025 商业健康险及细分险种保费收入预测 (单位: 亿元)	39
表 12: 测算情景 2: 商业健康险未来 10 年保费收入预测 (单位: 万亿元)	39

1、行业下一个增长引擎：商业健康险

根据 2019 年中国银保监会新修订的《健康保险管理办法》，健康保险（即本文所称的商业健康险）指由保险公司对被保险人因健康原因或者医疗行为的发生给付保险金的保险，主要包括医疗保险、疾病保险、失能收入保险、护理保险以及医疗意外保险等，是国家多层次医疗保障体系的重要组成部分，经营主体主要为健康保险公司、人寿保险公司、养老保险公司以及其他经银保监会批准可以经营短期健康保险业务的公司。

图 1：我国商业健康险分类



资料来源：银保监会《健康保险管理办法》，光大证券研究所整理并绘制

1.1、必然趋势：政策不断强调和鼓励商业健康险发展

“健康中国”战略背景下，商业健康险发展逐渐受到重视。2015 年 10 月，党的十八届五中全会提出推进健康中国建设。2016 年 10 月中共中央、国务院制定了《“健康中国 2030”规划纲要》，纲要的战略主题是“共建共享、全民健康”，实现全民健康成为国家发展工作的重点环节。2017 年 1 月，随着《“十三五”卫生与健康规划》出台，国家更加注重把人民健康放在优先发展的战略地位，更加注重预防为主和健康促进，更加注重提高服务质量和水平，实现发展方式由“以治病为中心”向“以健康为中心”转变，商业健康险的发展也逐渐受到重视。

政策密集出台，商业健康险向多元化、多层次方向发展。早在 2013 年发布的《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》中便已开始鼓励险企开发与健康管理服务相关的商业健康保险产品。随着国家对全民健康的不断重视，注重疾病治疗和事后费用报销的传统医疗保险已经不能满足“健康中国”战略提出的新要求，因此以预防为核心的健康管理受到越来越多的关注，**政策也随之密集出台，其中：**

(1) 2019 年 7 月，国务院发布《关于实施健康中国行动的意见》，鼓励金融机构创新健康类产品和服务，这对我国商业健康险的发展提出了新的要求和期待；

(2) 2019 年 11 月，银保监会正式发布了《健康保险管理办法》，该办法鼓励了保险公司发展健康管理服务，通过提供健康风险评估和干预、疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等服务，降低人民的健康风险，减少疾病损失。

(3) 2020 年 9 月，《中国银保监会办公厅关于规范保险公司健康管理服务的通知》发布，该通知对保险公司提供健康管理服务的行为进行了规范，进一步促进商业健康保险稳健发展。

(4) 2021年6月,银保监会发布《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》鼓励保险公司将健康管理服务纳入保障范围。

(5) 2021年9月,国务院办公厅印发了《“十四五”全民医疗保障规划》,鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品和服务,逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围;同时支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务,开发中医治未病等保险产品。

这一系列的国家政策的出台,一方面促进了险企为被保险人提供更好的健康管理服务,使商业健康险不再局限于经济补偿,而是真正回归保障;另一方面促进了商业健康保险产品的创新,助力商业健康险向多元化和多层次方向发展。

表 1: 政策利好商业健康险发展

时间	政策文件	具体内容
2009.03	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	加快建立和完善以基本医疗保障为主体,其他多种形式补充医疗保险和商业健康保险为补充,覆盖城乡居民的多层次医疗保障体系。 积极发展商业健康保险。 鼓励商业保险机构开发适应不同需要的健康保险产品,简化理赔手续,方便群众,满足多样化的健康需求。
2013.09	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	健康保险服务进一步完善。 商业健康保险产品更加丰富,参保人数大幅增加,商业健康保险支出占卫生总费用的比重大幅提高,形成较为完善的健康保险机制。鼓励发展与基本医疗保险相衔接的商业健康保险,推进商业保险公司承办城乡居民大病保险,扩大人群覆盖面。积极开发长期护理商业险以及与健康管理、养老等服务相关的商业健康保险产品。推行医疗责任保险、医疗意外保险等多种形式医疗执业保险。
2014.08	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	发展多样化健康保险服务。 鼓励保险公司大力开发各类医疗、疾病保险和失能收入损失保险等商业健康保险产品,并与基本医疗保险相衔接。发展商业性长期护理保险。提供与商业健康保险产品相结合的疾病预防、健康维护、慢性病管理等健康管理服务。支持保险机构参与健康服务业产业链整合,探索运用股权投资、战略合作等方式,设立医疗机构和参与公立医院改制。
2014.11	《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	充分发挥市场机制作用和商业健康保险专业优势,扩大健康保险产品供给,提高医疗执业保险覆盖面, 支持健康产业科技创新,丰富健康保险服务。
2015.10	党的十八届五中全会	提出推进 健康中国 建设,深化医药卫生体制改革,理顺药品价格,实行医疗、医保、医药联动。
2016.10	《“健康中国 2030”规划纲要》	积极发展商业健康保险,落实税收等优惠政策。鼓励开发与健康管理服务相关的健康保险产品。促进商业保险公司与医疗护理等机构合作,发展健康管理组织等新型组织形式。提出目标:到 2030 年,商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重重要显著提高,个人卫生支出占卫生总费用的比重要从 2015 年 29.3%降低到 2030 年 25%左右。
2017.01	《“十三五”卫生与健康规划》	提出把人民健康放在优先发展的战略地位,更加注重预防为主和健康促进,更加注重提高服务质量和水平,实现发展方式由 “以治病为中心” 向 “以健康为中心” 转变,显著提高人民群众健康水平,奋力推进健康中国建设。
2019.07	《关于实施健康中国行动的意见》	鼓励金融机构创新健康类产品和服务
2019.11	《健康保险管理办法》	明确健康险概念、公司及产品经营管理要求、准备金评估要求等,指出保险公司可以将健康保险产品与 健康管理服务 相结合,提供健康风险评估和干预、疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等服务,降低健康风险,减少疾病损失。
2020.01	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	扩大商业健康保险供给, 力争到 2025 年,商业健康保险市场规模超过 2 万亿元。 提升商业保险机构参与医保服务质效,加快发展商业长期护理保险。
2020.03	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	到 2030 年,全面建成以基本医疗保险为主体,医疗救助为托底,补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系; 加快发展商业健康保险,丰富健康保险产品供给, 用足用好商业健康保险个人所得税政策,研究扩大保险产品范围。加强市场行为监管,突出健康保险产品定价、销售、赔付等关键环节监管,提高健康保障服务能力。
2020.04	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	(1) 明确费率可调的长期医疗保险产品范围。 考虑到科学性和可操作性,目前仅限于采用自然费率定价的长期医疗保险,包括保险期间为一年以上的医疗保险,以及保险期间为一年,但含有保证续保条款的医疗保险。 (2) 明确费率调整的基本要求。 保险公司应当制定费率调整办法,明确费率调整的触发条件、内部决策机制和工作流程。
2020.09	《中国银保监会办公厅关于规范保险公司健康管理服务的通知》	规范了保险公司健康管理服务行为,切实 提升专业化服务水平,促进商业健康保险稳健发展。
2021.01	《中国银保监会办公厅关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	保险公司不得在短期健康保险产品条款、宣传材料中使用“自动续保”“承诺续保”“终身限额”等易与长期健康保险混淆的词句。
2021.06	《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》	鼓励保险行业积极参与 多层次医疗保障体系建设 ,鼓励将医保目录外医疗费用、 健康管理服务 纳入保障范围。从强化依法合规、压实主体责任、明确监管要求、加强行业自律四方面做出规定。
2021.09	《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》	鼓励商业健康保险发展: (1) 鼓励产品创新。 鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品和服务,逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围。 支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务,开发中医治未病等保险产品; (2) 完善支持政策; (3) 加强监督管理。
2021.10	《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》	(1) 规范城乡居民大病保险发展,做好与基本医保等的衔接补充。(2) 扩大商业健康保险服务覆盖面,立足长期健康保障,探索建立商业健康保险产品目录和诊疗项目目录,将更多医保目录外合理

医疗费用科学地纳入医疗保险保障范围，提高重大疾病保险保障水平。(3) 积极参与长期护理保险试点，加快商业护理保险发展，促进医养、康养相结合，满足被保险人实际护理需求。(4) 支持健康保险产品 and 健康管理服务融合发展，逐步制定完善健康管理服务、技术、数据等相关标准，提高被保险人健康保障水平。

资料来源：中国政府网，国家税务总局，银保监会，光大证券研究所整理

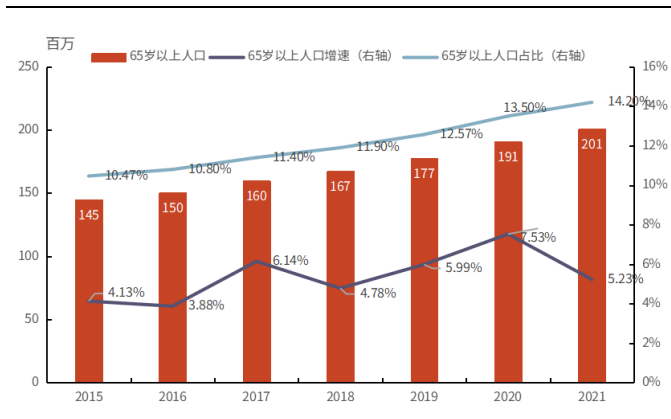
1.2、 发展土壤：健康需求升级，支出负担加重

1.2.1、 老龄化背景+疫情影响下，健康险需求将加速升级

我国老龄化程度不断加深，预计 2050 年 60 岁以上人口占比将达 34.62%。我国正加速进入老龄化社会，65 岁以上人口占比从 2015 年的 10.47% 提升至了 2021 年的 14.2%。根据联合国经济和社会事务部的预测，未来 60 岁以上的各年龄段人口占比将持续提升，预计 2050 年我国 60 岁以上人口占比将达到 34.62%，将超过同期美国的 28.18%、英国的 31.62%、法国的 33.67% 和澳大利亚的 28.65%。

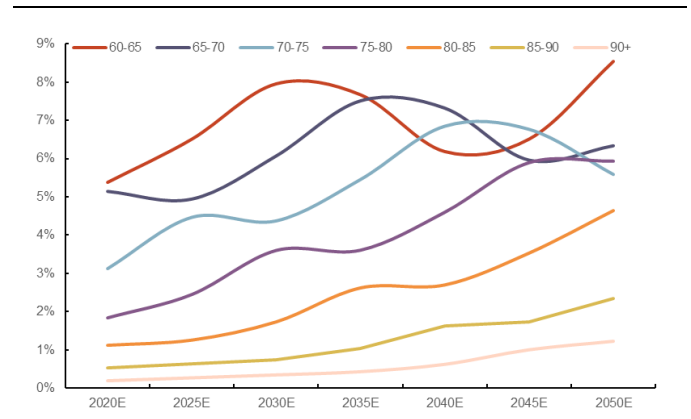
老年人群慢性病频发，重疾发生率随年龄的增长而增加，健康风险将逐渐加大。老年人群多患有慢性疾病，中国疾控中心慢病中心主任吴静指出，中老年人易多病共患，我国接近 75% 的老年人群至少患有一种慢性病，而 1/5 的老年人患有三种及以上的慢性病，需综合防控。同时，年龄的增长也将伴随着重大疾病风险的增长，根据 2020 版最新定义的重大疾病经验发生率表，6 重度疾病病种（男/女）和 28 重度疾病病种（男/女）的发生率均随年龄的增长而增加，其中 50 岁以后重疾发生率开始出现明显的上升趋势，60 岁以后则开始陡增。因此，在我国老龄化程度未来将持续加深的背景下，预计未来市场对健康风险保障的需求将加速提升。

图 2：我国老龄化程度不断加深



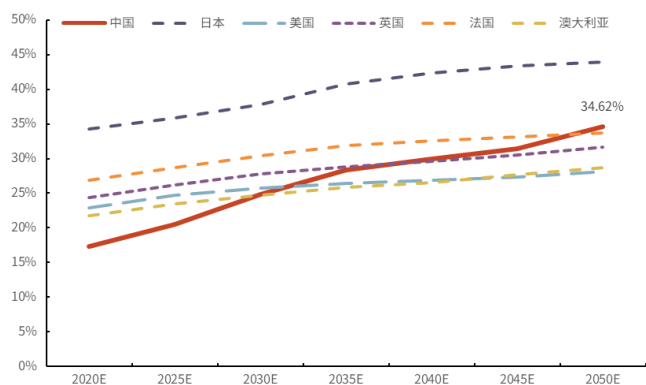
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 3：未来我国各年龄段老年人口占比将持续提升



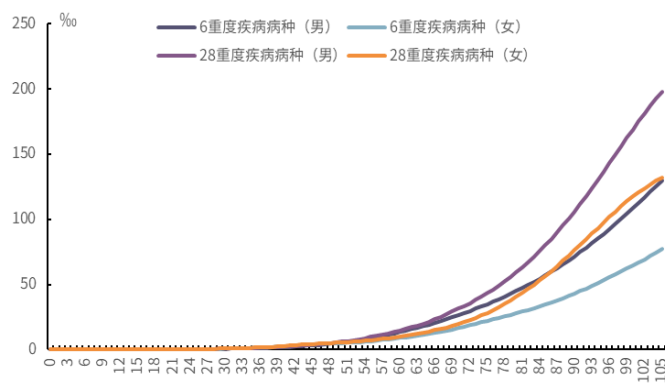
资料来源：联合国经济和社会事务部预测，光大证券研究所，注：预测结果为 Medium fertility variant 情景下

图 4：预计我国 60 岁以上人口占比 2050 年达 35%



资料来源：联合国经济和社会事务部预测，光大证券研究所，注：预测结果为 Medium fertility variant 情景下

图 5：重疾经验发生率随年龄的增长而增加



资料来源：银保监会，光大证券研究所

城镇居民生活水平逐渐提升，疫情影响下医疗保健支出刚性属性更加凸显，预计未来健康险需求将加速升级。

(1) 2021 年全年人均可支配收入增加至 4.7 万元/人。近年来，我国城镇居民每年人均可支配收入以较稳定的增速不断增加，由 2013 年的 2.6 万元/人增加至 2021 年的 4.7 万元/人，复合增速为 7.7%。

(2) 2021 年恩格尔系数相比 2013 年降低了 6.4pct。近年来，我国城镇居民家庭恩格尔系数不断下降，从 2013 年的 35.0%降低至 2019 年的 27.6%，下降了 7.4pct，2020-2021 年受疫情影响略有回升，但 2021 年（28.6%）相比 2013 年仍降低了 6.4pct；

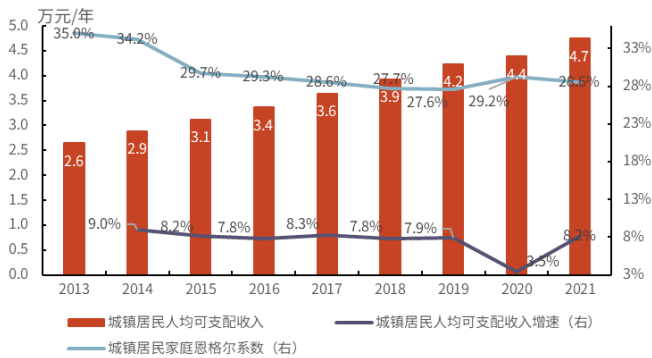
(3) 疫情影响下，医疗保健支出刚性属性更加凸显。

■ 从增速来看，在城镇居民人均消费性支出中，医疗保健支出由 2005 年的 601 元/人增加至 2021 年的 2521 元/人，复合增速为 9.4%，除 2020 年受疫情影响外，均保持上升趋势，且 2021 年同比增速达 16.1%，增幅较 2019 年仍扩大 4.5pct；

■ 从占比来看，2005-2013 年城镇居民人均消费性支出中，因居住支出占比和家庭设备用品及服务支出占比逐年提升，医疗保健支出占比略下降，但在 2013 年以后居住支出占比和家庭设备用品及服务支出占比开始维持在稳定水平，医疗保健支出占比则开始逐渐提升，从 2013 年的 6.1%提升至 2021 年的 8.3%，疫情影响下居民消费意愿虽有所降低，但 2021 年医疗保健支出占比仍提高至 8.3%的历史最高水平，医疗保健支出刚性属性更加凸显。

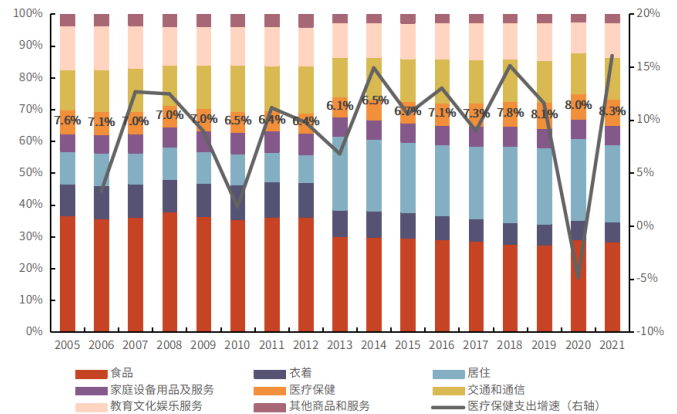
因此我们认为，老龄化背景+疫情影响下，市场对健康风险保障的需求将不断增加，随着未来人们生活水平的不断提高，消费逐渐从生存型消费（如食品支出）转向发展型消费（如医疗保健支出）甚至享受型消费（如奢侈品），消费者对商业健康险的需求将加速升级。

图 6：城镇居民生活水平逐渐提升



资料来源：wind，光大证券研究所

图 7：城镇居民人均消费性支出中，医疗保健支出占比上升



资料来源：wind，光大证券研究所

1.2.2、较重的财政与自付负担为商业健康险发展创造沃土

我国基本医疗保险以保基本为原则，将推进建立多层次医疗保障制度体系。不同国家法定医疗保障制度有所不同，例如英国实行全民免费医疗保障制度，德国、法国、日本等实行全民高水平社会医疗保险制度，政府会承担大部分医疗支出费用；美国的法定医疗保障制度覆盖范围有限，主要针对低收入成年人、儿童、孕妇、老年人和残疾人，其余群体主要依赖商业医疗保险。我国基本医疗保险制度包含职工基本医疗保险和城乡居民基本医疗保险，**主要以保基本为原则**，截至 2021 年，共有 13.6 亿人参加基本医疗保险，参保率稳定在 95% 以上，**已基本实现全民覆盖目标**。2020 年 2 月国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，**提出我国将推进建立多层次医疗保障制度体系**。具体可分为四层：

(1) 第一层为政府主导的基本医疗保险（包含城乡居民基本医疗保险与城镇职工基本医疗保险）、大病保险（保险公司经办）和政府负责的医疗救助，作为以满足全民基本医疗保障需求的法定医疗保障，其中大病保险主要目的为解决“因病致贫和因病返贫”问题，责任范围受限（医保目录内），免赔额度较高，保险金额较低。

(2) 第二层为用人单位以激励员工和增进员工福利为目的举办的企业补充医疗保险，作为城镇职工基本医疗保险的进一步补充，职工可自主选择参与；

(3) 第三层为商业保险公司提供的商业健康险，主要针对基本医保报销后需个人自付部分进行补偿或报销，由投保人根据自身需求自行选择相应产品进行投保，产品种类多，报销范围较广；

(4) 第四层为建立在社会捐赠和互助基础上的社会慈善公益和医疗互助，主要目的为帮助解决困难群体的疾病医疗问题。

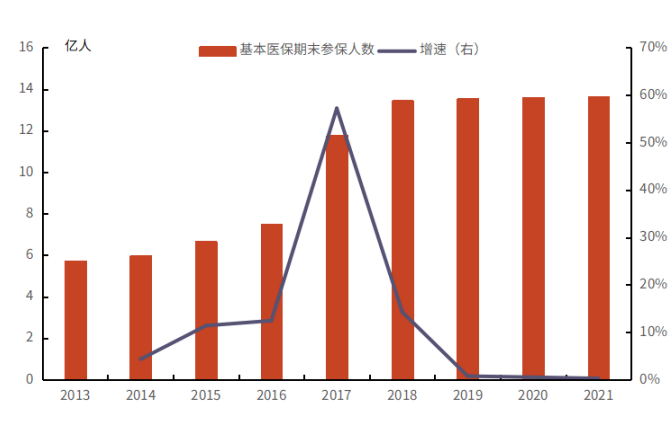
表 2：我国多层次医疗保障体系

	主体	内容	作用
第一层次	政府	基本医疗保险、大病保险（与保险公司合作）、医疗救助	满足全民基本医疗保障需求
第二层次	用人单位和职工	企业补充医疗保险	增进员工福利
第三层次	个人	商业健康险	满足参保人在疾病医疗和健康管理方面的个性化需求
第四层次	社会	社会慈善公益、医疗互助	帮助解决困难群体疾病医疗问题

资料来源：银保监会，《中国多层次医疗保障体系建设现状与政策选择》许飞琼，光大证券研究所整理

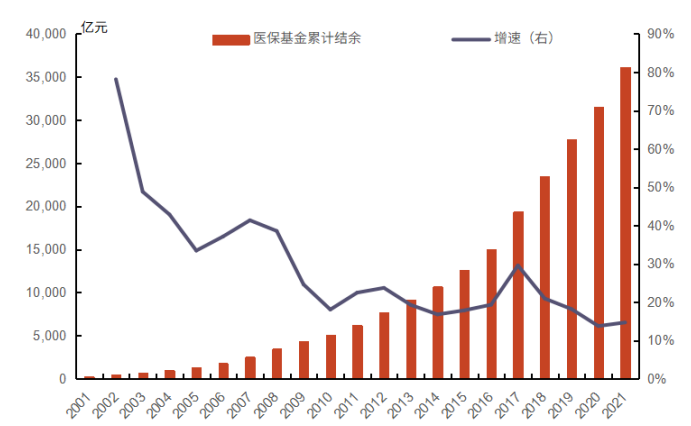
我国基本医疗保险参保人数及基金累计结余增速均承压，财政负担较重。目前我国基本医疗保险覆盖率已稳定在高位（95%以上），2017年因医保整合后统计口径变化等原因，期末参保人数迅速增加，2018年开始同比增速急速下滑，截至2021年底，我国基本医疗保险参保人数同比增速仅0.2%，高覆盖率下预计未来增长空间有限；同时，我国基本医疗保险基金累计结余增速也呈下行趋势，截至2021年底，基金累计结余为3.61万亿元，增速仅14.7%，预计未来财政压力将进一步增加。

图 8：我国基本医疗保险参保人数同比增速承压



资料来源：wind，光大证券研究所

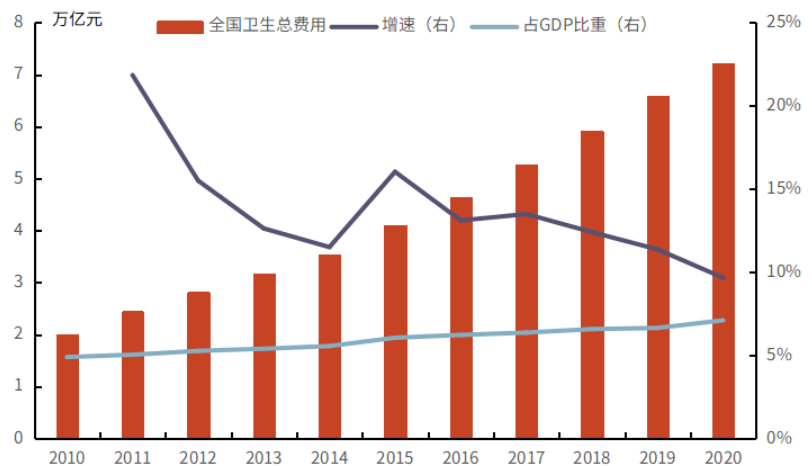
图 9：我国基本医疗保险基金收支及结余情况



资料来源：国家统计局，国家医疗保障局，光大证券研究所，注：2019年起基本医疗保险基金包含生育保险基金

我国卫生总费用增速快于 GDP。我国卫生总费用不断增加，2010-2020 年复合增速为 13.7%，且其占 GDP 比重逐年提升，截至 2020 年，我国卫生总费用为 7.2 万亿元，占 GDP 比重为 7.1%，较 2019 年增加 0.5pct。

图 10：卫生总费用占 GDP 比重呈上升趋势



资料来源：Wind，国家卫健委，光大证券研究所

从占比来看，社会卫生支出占比最高。我国卫生总费用承担主体主要有政府、社会和个人，其中：

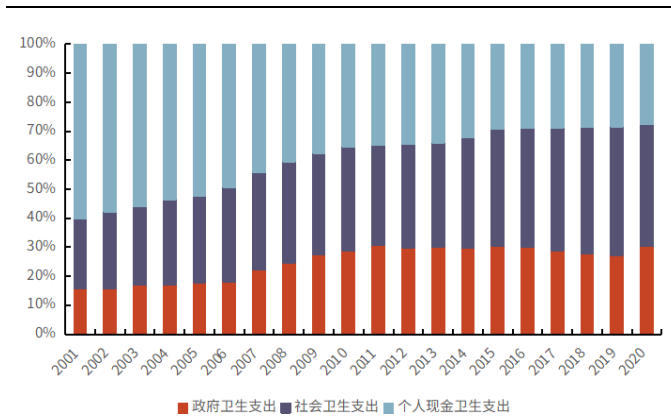
- 政府卫生支出指各级政府用于医疗卫生服务、医疗保障补助、卫生和医疗保险行政管理、人口与计划生育事务支出等各项事业的经费；
- 社会卫生支出指政府支出外的社会各界对卫生事业的资金投入。包括社会医疗保障支出、商业健康保险费、社会办医支出、社会捐赠援助、行政事业性收费收入等；

■ 个人现金卫生支出指城乡居民在接受各类医疗卫生服务时的现金支付,包括享受各种医疗保险制度的居民就医时自付的费用。可分为城镇居民、农村居民个人现金卫生支出,反映城乡居民医疗卫生费用的负担程度。

政府卫生支出占比与社会卫生支出占比均呈上升趋势,其中政府卫生支出自2011年以来便稳定在30%左右,截至2020年为30.4%;社会卫生支出占比自2001年的24.1%提升至2020年的41.9%,成为了最主要的支出主体,且**主要为医保支出(2020年基本医保基金支出占社会卫生支出比例达69.5%)**;个人现金卫生支出占比虽逐年下滑,由2001年的60.0%降至2020年的27.7%,但由于总费用的增加,个人现金卫生支出金额每年仍在提升,2020年支出金额达2.0万亿元,增速为6.9%。

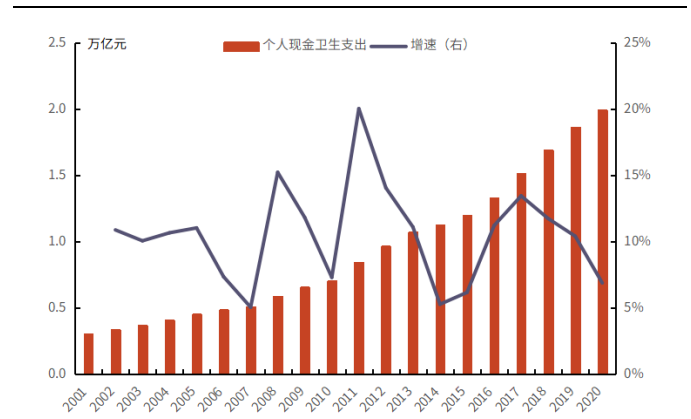
根据国务院发布的《“健康中国2030”规划纲要》提出的目标,2030年将个人卫生支出占比降至25%,由于政府和社会为卫生费用的主要承担方,其中社会卫生支出中基本医保支出占绝大部分,因此,在此规划下**预计未来政府和社会需要承担更多的医疗保障开支,财政压力将进一步增加。**

图 11: 我国卫生支出费用结构



资料来源: 国家统计局, 国家卫健委, 光大证券研究所

图 12: 个人现金卫生支出持续增加



资料来源: 国家统计局, 国家卫健委, 光大证券研究所

对比海外,我国自付卫生支出占比偏高,个人负担较重。我国基本医疗保险严格按照医保目录中的责任范围进行赔付,以保基本为原则,赔付范围及比例均有一定限制,若无商业健康险的有效补充,居民自身仍将承担大量医疗费用支出。根据WHO数据,2019年我国自付卫生支出占比为35.2%,在国际上属于较高水平,**分别超英国/德国/美国18.2pct/22.4pct/23.9pct**,超世界平均水平4.4pct,**个人负担偏重**。同时,我国卫生支出占GDP比例处于较低水平,低于世界平均水平1.2pct,叠加该比例的不断上升趋势,未来我国卫生总费用还将进一步提升。

因此我们认为,较重的财政与自付负担将为商业健康险发展创造沃土。一方面,随着卫生支出的不断增加以及基本医保基金累计结余增速下滑,财政压力将进一步增加;另一方面,基本医疗保险责任范围及赔付比例受限,仍有大量费用需要居民“自掏腰包”,亟需商业健康险的补充报销。

表 3：2019 年各国卫生支出结构对比

	卫生支出占 GDP 比例	政府卫生支出占 GDP 比例	政府卫生支出占比	自付卫生支出占比
中国	5.4%	3.0%	56.1%	35.2%
意大利	8.7%	6.4%	73.9%	23.3%
澳大利亚	9.3%	7.1%	76.5%	16.0%
英国	10.0%	8.1%	80.7%	17.1%
加拿大	10.8%	7.6%	70.5%	14.9%
日本	10.7%	9.0%	83.9%	12.9%
德国	11.7%	9.1%	77.7%	12.8%
美国	16.8%	8.5%	50.8%	11.3%
法国	11.1%	8.3%	75.3%	9.3%
世界平均	6.57%	3.57%	54.4%	30.8%

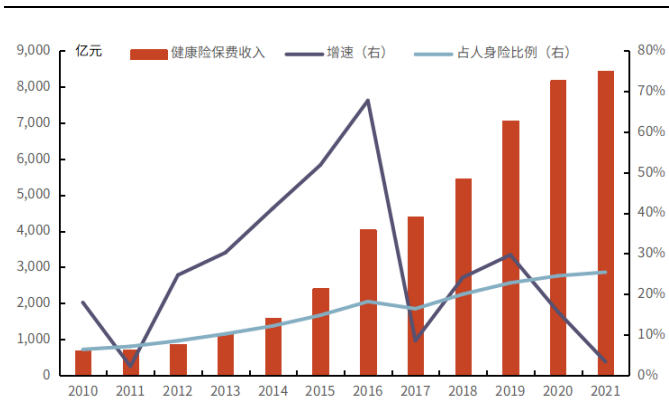
资料来源：WHO，光大证券研究所整理，注：政府卫生支出占比由（政府卫生支出占 GDP 比例/卫生支出占 GDP 比例）计算得到，因 WHO 统计口径和我国统计局不同，为了与其他国家形成可比性，中国数据与前文有差异，世界平均数据为 WHO 公布的所有国家数据平均值（剔除空值）

1.3、市场可期：商业健康险未来发展空间仍大

健康险保费收入增速放缓，但市场份额不断提升。作为基本医疗保险的有力补充，商业健康险能够满足居民除基本保障以外的多样化和个性化健康需求，我国健康险保费收入持续增长，2017 年以来随着监管强调“保险姓保”以及各险企陆续开始寿险改革，保费增速有所放缓，**但健康险市场份额不断提升**，截至 2021 年底，健康险保费收入占人身险比例为 25.4%，较 2020 年提升 0.9pct。由此可见，自寿险行业进入脱离“人海战术”的转型期以来，虽然整体保费增速承压，但保费结构正在发生改变，居民保险消费正在逐渐向健康险转移。

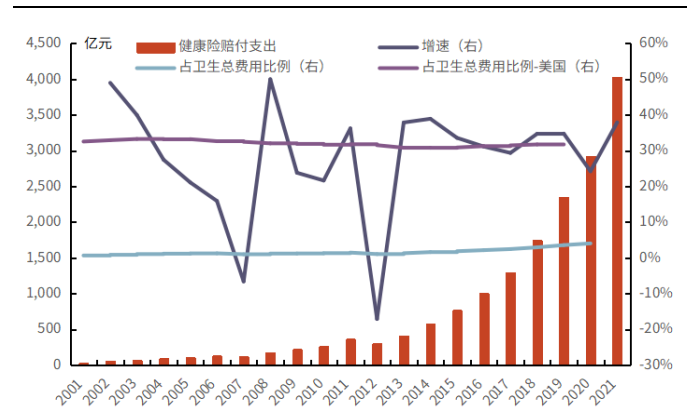
2020 年我国商业健康险赔付支出占卫生总费用比例不足 5%。近年来我国商业健康险赔付支出保持较高增速，但 2020 年其占卫生总费用的比例仅 4.0%，而美国该比例在 2019 年便已达 31.5%，可见我国商业健康险赔付支出仍低，一方面受赔付率不高（2021 年为 47.7%）影响，另一方面我国商业健康险需求还未完全释放，根据友邦保险联合中国社会科学院世界社保研究中心和腾讯新闻发布的《2021 大中城市中产人群养老风险蓝皮书》调查结果显示，90%以上的受访者对于健康保障支出有强烈意愿，**但有效行动转化不足**，受访者中有 53.2%未购买任何补充性医疗保险，仅有 7.4%的人购买了重疾险，担忧健康风险的人数多于采取有效行动的人数，保障缺口仍大。

图 13：健康险保费占比逐年提升



资料来源：银保监会，光大证券研究所

图 14：相比美国，我国健康险赔付支出占卫生总费用比例较低

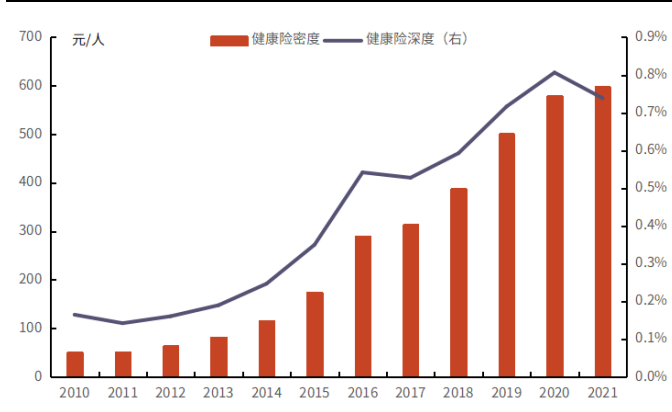


资料来源：银保监会，国家统计局，国家卫健委，CMS，光大证券研究所

对比海外，我国健康险深度及密度偏低，未来发展空间仍大。2010 年以来，我国健康险深度及密度迅速增加，但对比海外，截至 2019 年（美国为 2020 年），我国健康险密度 73 美元/人，深度 0.7%，远低于美国（3348 美元/人，5.1%）、

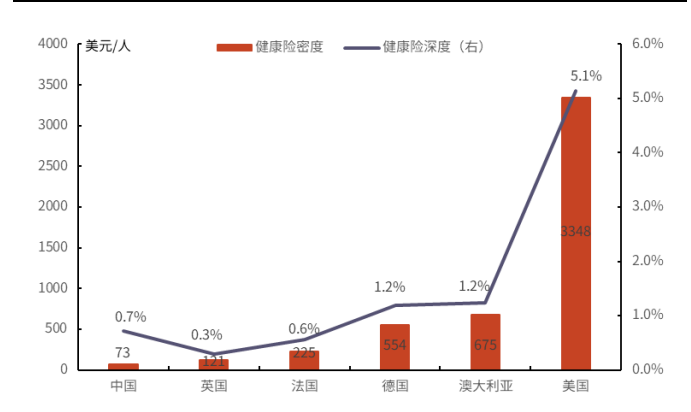
澳大利亚（675 美元/人，1.2%）、德国（554 美元/人，1.2%）等国家，英国由于实行全民免费医疗保障制度，商业健康险深度低于我国。因此，随着我国城镇居民医疗保健支出占比的不断增加，预计市场对健康险需求会进一步增加，未来发展空间仍大。

图 15：我国健康险深度密度



资料来源：银保监会，国家统计局，光大证券研究所

图 16：2019 年各国健康险深度密度对比



资料来源：CEIC, Wind, iii, 银保监会，光大证券研究所，注：美国数据为 2020 年，各国汇率均为 2019 年平均汇率

2、产品创新与市场细分有助于释放需求

我国商业健康险以医疗保险与疾病保险为主，其中重疾险占比最高。

(1) 商业医疗保险主要赔付被保险人发生的医疗和康复费用，分为费用补偿型和定额给付型：费用补偿型即根据实际发生的医疗、康复费用支出，按照约定的标准确定保险金数额，但不得超过实际发生金额；定额给付型即按照约定的数额给付保险金，与实际花销没有必然联系，只与购买额度有关，例如领取固定金额的住院补贴。

(2) 重疾险是指由保险公司经办的以特定重大疾病，如恶性肿瘤、心肌梗死、脑溢血等为保险责任，当被保险人患有上述疾病时，由保险公司给付约定额度保险金的商业保险行为。

(3) 截至 2021Q1，人身险公司健康险保费收入中，医疗保险、疾病保险、护理保险、失能收入保险、医疗意外保险占比分别为 29.92%、68.46%、1.51%、0.04%、0.07%，其中，医疗保险占比呈上升趋势，疾病保险中重疾险占比达 61.71%，为健康险保费收入最主要的来源。

从增速来看，20Q2-21Q1 医疗保险与疾病保险均保持较稳定增速，其中重疾险在 21 年 1 月“炒停售”影响下，需求提前释放，21Q1 较 20Q4 增速提升 5.0pct，护理保险、失能收入保险与医疗意外保险因处于发展初期，基数小，占比极低，在疫情等外在因素影响下，增速波动较大。

表 4：人身险公司健康险业务保费结构及增速

	保费结构			保费同比增速		
	2020Q2	2020Q4	2021Q1	2020Q2	2020Q4	2021Q1
医疗保险	22.98%	27.27%	29.92%	16.62%	13.70%	15.32%
疾病保险	66.05%	71.17%	68.46%	13.79%	13.60%	18.33%
其中：重疾保险	59.64%	63.97%	61.71%	14.27%	13.97%	18.94%
护理保险	10.92%	1.48%	1.51%	9.69%	97.60%	-13.44%
失能收入保险	0.02%	0.04%	0.04%	-9.93%	33.86%	5.24%
医疗意外保险	0.03%	0.04%	0.07%	9.66%	5.75%	87.90%

资料来源：中保协，光大证券研究所

疫情影响下，2020 年长险新单销售承压，但短期险增速可观。医疗保险与疾病保险保费收入在 20Q2 和 20Q4 均有不同程度的承压，主要是由于疫情影响下居民储蓄性动机增强，消费意愿降低。但价格相对较便宜的短期险在 20Q2 和 20Q4 增速均可观，可见居民对健康险需求意愿并未降低。2021 年 1 月，因新旧重疾险定义切换，各险企加大对旧产品宣传导致需求大量提前释放，21Q1 重疾险长险新单同比增速达 45.32%，带动疾病保险保费增加 46.43%，医疗保险长险新单也在疫情转好下增速恢复至 10.65%。

表 5：人身险公司健康险业务保费结构性同比增速

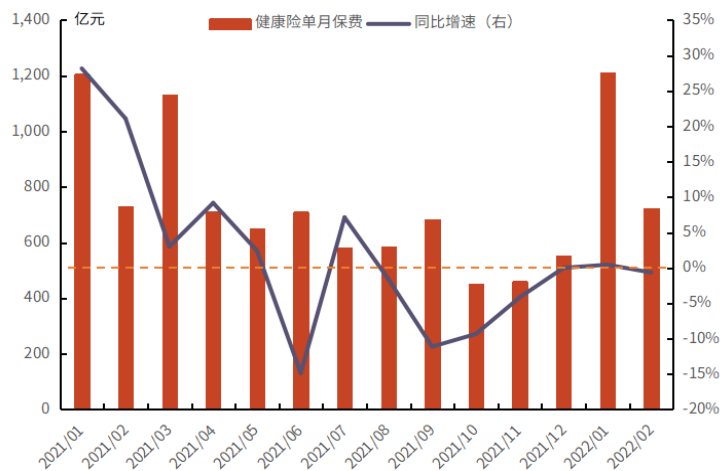
	短期			长期新单			长期续期		
	2020Q2	2020Q4	2021Q1	2020Q2	2020Q4	2021Q1	2020Q2	2020Q4	2021Q1
医疗保险	19.34%	12.58%	14.09%	-41.87%	-0.32%	10.65%	57.84%	76.83%	35.09%
疾病保险	27.34%	15.05%	13.63%	-23.65%	-18.92%	46.43%	30.43%	25.95%	12.19%
其中：重疾保险	31.41%	19.11%	12.16%	-24.58%	-20.19%	45.32%	32.67%	27.44%	12.99%

资料来源：中保协，光大证券研究所

2021 年以来，健康险单月保费收入同比增速呈下滑趋势，预计主要受重疾险和医疗险保费承压影响。目前，重疾险因需求提前大量释放而后续支撑力不足，医疗险因惠民保“井喷式”挤压暂时受到了一定程度的负面影响，同时在行业代理人大量清虚背景下复杂型产品销售受阻。

我们认为重疾险与医疗险短期增长的承压主要受产品价格（消费意愿）、产品设计（刺激需求）以及销售渠道（高质量代理人）的影响，未来能否突破增长瓶颈也将取决于该三方面能否得到解决。

图 17：2021 年以来健康险单月保费增速承压



资料来源：银保监会，光大证券研究所

2.1、重疾险：瓶颈期只是暂时的，未来仍是主力产品

重疾重定义虽导致新产品销售承压，但同时也利好费率厘定：

(1) 旧产品“炒停售”，需求提前释放导致后续支撑力不足。2020 年 11 月，中国保险行业协会与中国医师协会联合发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）》，同时，银保监会为规范重大疾病保险产品开发销售行为，发布《关于使用重大疾病保险的疾病定义有关事项的通知》，规定 2021 年 2 月 1 日起，旧产品全线下架，保险公司只能销售新定义下的重疾新产品。各保险公司纷纷在 2021 年 1 月份加大了对重疾旧产品的宣传，通过“择优理赔”的方式“炒停售”，重疾旧产品销售量大增，需求提前释放，导致 2 月以后新产品销售乏力。

(2) 重疾经验发生率表更新，产品定价将更为准确，利好死费差益。重疾险作为占比最高的高 Margin 产品，利润主要来源于死差和费差，在目前市场低利率环境下，有助于险企减少对利差的依赖，同时提振 NBV。随着重疾新规落地，重疾经验发生率表也随之更新，利于保险公司基于最新经验数据进行精算定价（包括针对粤港澳区进行差异化定价），产品价格将更为准确，利好险企提升死费差益。

各公司重疾险产品主要承保责任差异不大，主要靠增加额外给付等特色权益增强竞争力。目前，市场上重疾产品的主要保障范围、赔付次数和赔付比例等都差别不大，同质化现象较为严重，因此在基本责任的基础上增加其他特色权益将成为各公司提高市场竞争力的有效途径：

(1) 平安福 21 设置额外给付责任，一方面，被保险人在 70 岁前，若在发生重症/身故之前发生过轻症/中症疾病，可获得额外赔付；另一方面，平安福 21 设置“平安 RUN”，将“保障”与“健康”有机结合，通过“越运动、越健康、越奖励”的机制吸引客户，将运动目标由易到难分阶段设计成周、月、年，循序渐进让更多的被保险人合理设立运动目标，固化运动习惯，获得保障增长的同时也能收获健康身体。在平安福 21 中，被保险人若能达到相应的运动标准，则发生轻症/中症/重症/身故后，可获得额外赔付，不同运动标准设置了不同的赔付提升额度。

(2) 国寿福盛典版 A 款设置可选责任，其一是投保人可以选择购买额外给付责任，即重大疾病额外给付保险金、特定心脏或脑部重大疾病额外给付保险金、特定重度恶性肿瘤额外给付保险金；其二是投保人可以选择购买重度恶性肿瘤保险金及重度恶性肿瘤豁免保险费。同时，国寿福也设置了转换年金权益。

(3) 太保金典人生设置多项额外给付责任，包括成人特定重大疾病额外给付保险金、特定疾病额外给付保险金、前症疾病额外给付保险金；同时，金典人生也设置了转换年金权益。

(4) 新华健康无忧专享版设置了豁免保险费权益，被保险人初次发生中症或轻症后，可免交续期保险费，并依旧享有剩余期限的保障权益，主要通过直接优惠价格的方式吸引客户。

(5) 友邦保险友如意顺心版的特色之一是“天天向上”保额递增计划，被保险人若能完成每日步数打卡计划，且每月完成相应的打卡天数要求，则可获得额外的保障保险金，最高可享受 50% 的保额增长；特色之二是“愈从容”重疾专案管理服务，该服务打造了一支拥有医生及护士从业背景的自有专属服务团队，依托友邦已经签约的近 650 家优质医疗机构资源网络，由重疾专案经理根据被保险人的不同情况，为其提供优质医疗资源安排，包括国内专家门诊安排和住院/手术安排，以及术前指导与术后关怀等服务。同时，友邦在 2021 年 9 月将“健康友行”APP 升级为“友邦友享”APP，所有客户均可通过该 APP 享受积分兑换权益。

表 6：重疾险产品承保责任对比举例

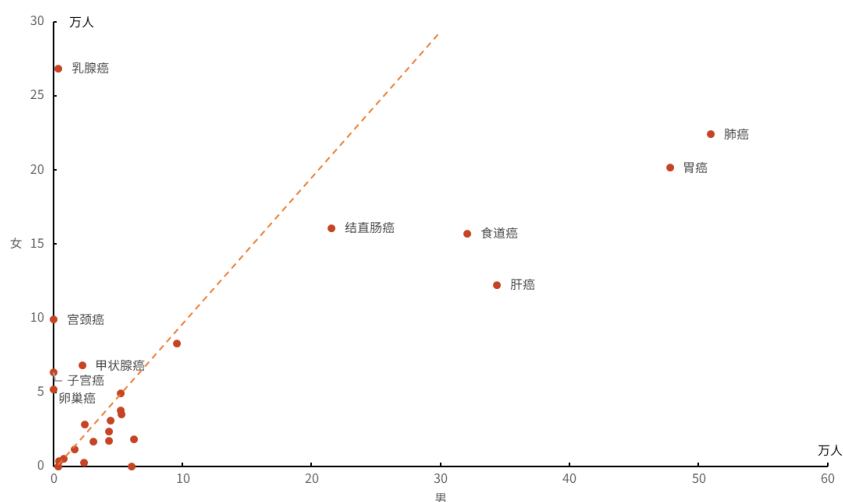
产品名称	平安福 21	国寿福盛典版 A 款	金典人生	健康无忧专享版	友如意顺心版
保险公司	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	友邦保险（中国）
基本责任	120 种重症（1 次）； 20 种中症（1 次）； 40 种轻症（6 次）； 身故保险金	120 种重症（1 次）； 20 种中症（1 次）； 40 种轻症（6 次）； 身故保险金； 特定疾病保险金	120 种重症（1 次）； 60 种轻症（5 次）； 身故保险金或全残保险金	130 种重症（1 次）； 20 种中症（2 次）； 40 种轻症（6 次）； 身故保险金； 成人意外伤害特定疾病或身故关爱保险金	120 种重症（1 次）； 25 种中症（5 次）； 40 种轻症（5 次）； 全残保险金； 身故保险金
额外给付	1、70 岁前，发生重症/身故前，若发生过轻症/中症，额外给付保险金； 2、平安 RUN：运动达标后发生身故获得额外给付保险金	1、重大疾病额外给付保险金； 2、特定心脏或脑部重大疾病额外给付保险金； 3、特定重度恶性肿瘤额外给付保险金	1、成人特定重大疾病额外给付保险金； 2、特定疾病额外给付保险金； 3、前症疾病额外给付保险金	-	“天天向上”保额递增计划
可选责任	-	1、上述额外给付责任； 2、重度恶性肿瘤保险金；重度恶性肿瘤豁免保险费	-	-	-
其他权益	-	转换年金权益	转换年金权益	豁免保险费	愈从容重疾专案管理服务；友邦友享 APP 积分兑换权益

资料来源：保险师 APP，各公司官网，光大证券研究所整理

增加可选责任将提升投保人灵活选择空间，使产品受众面更广。不同客户群体个人风险偏好不同，会对产品产生不一样的需求，增加可选责任一方面可以使投保人根据自身需求及购买力灵活选择相应责任，另一方面不同责任的选择可使产品获得更广泛的认可，受众面更广。

差异化设计可进一步提升产品吸引力，渗透不同群体。根据《Cancer Statistics in China, 2015》估计数据，男性最常见的 5 种癌症按降序排列为：肺癌、胃癌、肝癌、食道癌和结直肠癌，约占所有癌症病例的三分之二；女性最常见的 5 种癌症按降序排列为：乳腺癌、肺癌、胃癌、结直肠癌和食道癌，占所有癌症病例的近 60%，仅乳腺癌就占女性所有新发癌症的 15%。可见不同性别癌症发病概率不同，目前较为常见的女性特定疾病保险承保范围主要在女性独有的疾病上（如乳腺癌等），但实际上例如肺癌、胃癌等疾病，虽男性发病率更高，但同时也是女性的高发疾病之一。未来重疾险若能根据不同发病率，针对不同群体设计更具有差异化的产品（主要是差异化责任范围），更具有针对性的产品一方面可渗透不同群体，另一方面可提升产品性价比，刺激购买需求。

图 18：按性别估计的 2015 年新癌症发生病例



资料来源：《Cancer Statistics in China, 2015》，光大证券研究所

高净值人群规模增加且趋于年轻化，重疾险未来需求空间仍大。

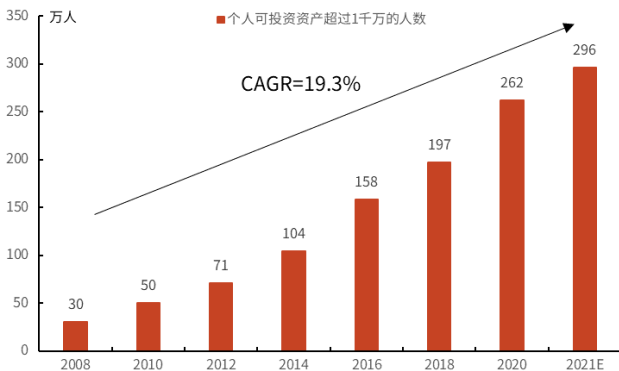
(1) 银保监会副主席黄洪在银保监会国务院政策例行吹风会上提到，过去几年许多内地人在香港地区买保险，大多均购买健康保险，尤其以重疾险为主，其中一个重要原因是香港地区的健康保险尤其是重疾险产品价格比内地更便宜。而近几年内地加大了疾病发生率表的修订完善和对保险公司降低管理成本的监管政策措施，内地不少公司在售的主流健康保险特别是重疾险产品，价格上已与香港地区基本无差异。由于重疾险产品较为复杂，较依赖线下代理人，在价差缩小及疫情影响下，预计未来市场对香港重疾险产品的需求将逐渐转回内地。

(2) 根据招商银行发布的《2021 中国私人财富报告》预测，个人可投资资产超过 1 千万的人数将由 2008 年的 30 万人增长至 2021 年的 296 万人，复合增长率达 19.3%；同时，2021 年 30 岁以下/30-39 岁高净值人群占比分别为 10%/32%，较 2019 年分别提升 5pct/8pct，可见我国高净值人群规模不断增加，且 40 岁以下占比明显提升。

(3) 重疾险产品价格与年龄密切相关，年龄越大风险便越大，价格也就越贵，产品一般会将投保年龄上限设置在 50-65 周岁，且许多重疾产品价格随着投保人年龄增长可能出现保费倒挂情形，因此年轻时期投保重疾险更为划算，年轻群体是重疾险最主要的受众群体。

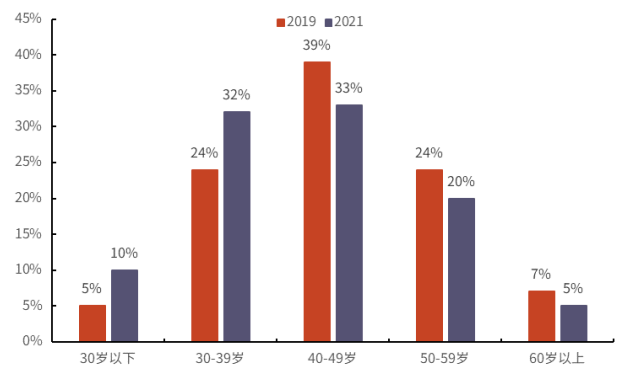
因此，随着高净值人群规模增加及逐渐年轻化，叠加重疾险产品价格降低，未来需求空间仍大。

图 19：个人可投资资产超过 1 千万的人数



资料来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型，《2021 中国私人财富报告》，光大证券研究所

图 20：2019-2021 年不同年龄段高净值人群规模占比



资料来源：招商银行-贝恩公司高净值人群调研分析，《2021 中国私人财富报告》，光大证券研究所

困境主要来自供给端。重疾险目前销售动力不足主要有两个原因：一方面是重疾重定义下需求提前释放，新产品创新性不足，未能刺激潜在需求释放；另一方面是重疾险产品较为复杂，需要高质量代理人对其进行讲解，而目前行业正处于告别“人海战术”的转型阵痛期，各保险公司纷纷大量清虚，销售人力不足。

重疾险需求并未减少，瓶颈期只是暂时的。我们认为未来重疾险产品若能加大创新力度，通过区域定制、人群细分和设置多项可选责任以提高产品性价比和扩大产品受众面，随着新高质量代理人的招募与培育，**重疾险未来仍是主力产品。**

2.2、 医疗保险：短期承压，长期看好中端市场

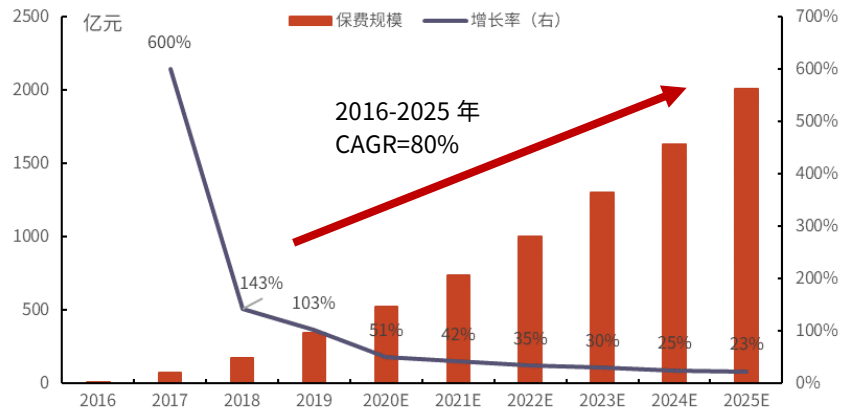
2.2.1、惠民保对百万医疗险的挤压只是暂时的

百万医疗险兴起，但增速呈下滑趋势。百万医疗险是一款保费低、保额和免赔额高的费用补偿型医疗保险产品，前期发展迅速，但近期保费增长承压：

(1) 2016 年百万医疗险开始兴起，并呈现快速增长态势，艾瑞咨询发布的《中国百万医疗险行业发展白皮书》数据显示，2019 年百万医疗险保费收入规模为 345 亿，用户规模 6300 万人，渗透率 4.5%，若假设每人 1 份保单，则件均保费约为 547.6 元；同时，白皮书预计 2020 年百万医疗险用户规模将突破 9000 万人，即渗透率将超过 6.4%，而保费规模有望在 2025 年达到 2010 亿元，2016-2025 年复合增长率将达 80%。但从增长趋势来看，预计 2020-2025 年百万医疗险保费增速呈下滑趋势。

(2) 随着惠民保的出现占据了百万医疗险部分市场，以及 2021 年 1 月银保监会出台《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》，对短期健康险的续保、定价、销售、理赔等问题进行规范，其中要求保险公司将条款中“续保责任”明确为“不保证续保”条款，既规范了市面上短期医疗险的销售乱象问题，也对百万医疗险的宣传产生了短期不利影响，目前百万医疗险发展面临瓶颈期，亟待破局。

图 21：百万医疗险保费规模及同比增速



资料来源：艾瑞咨询《中国百万医疗险行业发展白皮书》预测，光大证券研究所

政府支持下惠民保发展迅速。惠民保即城市定制型商业医疗保险，是由地方政府与商业保险公司共同推出的“普惠型”医疗保险，具有保额高但投保门槛及保费均低的特点。自去年以来，在多地监管发文支持下，惠民保出现“井喷式”发展。2021 年 10 月 21 日银保监会政策研究局负责人叶燕斐在国新办新闻发布会上透露：“目前已经有 58 家保险机构在 27 个省参与了超过 100 个惠民保项目，项目总参保人数超过了 7000 万。”

惠民保定位逐渐清晰，与百万医疗险并非此消彼长关系，挤压只是暂时的。

(1) 相比百万医疗险，惠民保虽投保门槛和保费更低，但保额有限，免赔额偏高，赔付比例基本会限制在社保报销前提下社保目录内可报销金额的 70% 左右，仅少部分可报销医保目录外费用，**保障范围与保障程度均有限。**

(2) 医保目录中对药物有着严格报销限制，并且大部分进口药物未纳入目录范围，尤其是对于治疗费用昂贵的重大疾病而言，例如肿瘤，医保目录内许多药物仅限部分肿瘤或晚期才能使用，**仅参与惠民保并不能较好降低个人医疗负担。**

(3) 惠民保更适合购买其他商业医疗险受限制的大龄人群、亚健康人群以及从事高危职业人群。

(4) 2021 年 6 月，银保监会发布《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》，对惠民保的保障方案制定、经营风险、业务和服务可持续性以及市场秩序等方面提出明确要求，**严禁模糊宣传，推动各地惠民保业务规范开展。**

因此我们认为，惠民保在政府支持下，因价格与门槛低吸引了较多客户群体，但随着惠民保定位逐渐清晰，市场将意识到其与百万医疗险并非此消彼长的替代关系，长远来看，惠民保有利于居民提升健康保障意识，对商业医疗险市场的挤压只是暂时的。

表 7：惠民保与百万医疗险对比

项目	惠民保	百万医疗
保费	很低 (一般 100 元/年以内，部分升级款 100-200 元/年)	相对较高 (300-2000 元/年左右)
保额	住院 100 万 购药 100 万	常见 300 万 重疾可提升至 600 万
免赔额	1-2 万	1 万
赔付比例	社保内 60%-100%左右	有社保 100% 无社保 60%左右
院内自付项目	多数不保，仅部分城市或部分产品升级款可保（如重庆渝快保 169 元升级款）	可保，不同产品可保范围不同
院外购药	特定疾病特定药品 一般 10 种以上	多为恶性肿瘤特定药品
承办方式	医保局招标，保险公司经办	纯商业模式
投保门槛	95%左右产品无年龄上下限 无职业与身体健康状况要求 当地基本医保参保人可投保	有年龄上下限要求 有职业与身体健康状况要求 有无基本医保均可投保

资料来源：惠民保公众号，13 个精算师公众号，《2021 城市定制型商业医疗保险（惠民保）知识图谱》复旦发展研究院，光大证券研究所整理，注：不同产品保障责任均不同，这里仅统计常见情况，并不代表所有产品均满足

2.2.2、保障范围与期限是医疗险产品改善的重要方向

扩大医保目录外保障范围可降低产品可替代性。2021 年 10 月，银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》，鼓励商业健康保险扩大服务覆盖面，探索建立商业健康保险药品目录和诊疗项目目录，将更多医保目录外合理医疗费用科学地纳入医疗保险保障范围。目前患者个人医疗缴费负担主要在于医保目录外药品，若能扩大医保目录外保障范围，将提升产品吸引力，降低产品可替代性。

优化费率调整机制将利好长期医疗险发展，解决供需不匹配问题。

(1) 根据银保监会披露，2019 年医疗保险保费同比增长 32%，高于行业总保费增速约 20 个百分点，但从期限来看，绝大部分为 1 年期业务，长期医疗险产品较少，不能有效满足人民群众长期健康保障需求。

(2) 从供给端来看，保险公司产品定价主要基于大数定理，因此保险公司需要根据大量数据对被保险人风险进行识别，以保证盈利性。由于医疗险出险频率较高，导致投保人健康风险发生变化的影响因素繁多，短期医疗险对保险公司定价的容错率更高，同时保险公司可以在投保人申请续保时重新核保，根据历史经验数据重新评估投保人健康风险情况，选择是否继续承保，有助于保险公司将风险控制合理范围之内；而对于长期医疗险而言，若没有一个合理的费率调整机制，当被保险人风险因子增加时，保险公司可能承担更高的赔付率。

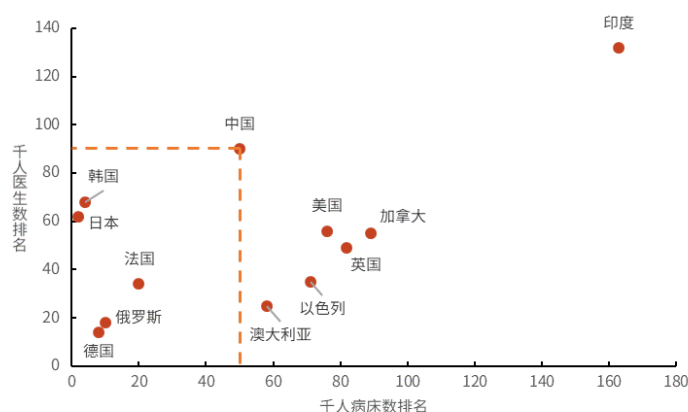
(3) 从需求端来看，健康风险需要长期保障，短期医疗险不同于许多可保终身的重疾险，一旦缴费期限停止，被保险人将无法继续获得相应保障，而频繁投保短期医疗险的手续较为繁杂，会增加投保人时间成本。

(4) 因此，若能优化费率调整机制，合理定价长期医疗险产品，将解决该供需不匹配问题。2020 年 4 月 2 日，银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，细化费率调整的相关规定，明确传达了鼓励发展长期医疗保险的积极信号，将有利于促进长期医疗险发展。

2.2.3、低端、高端产品潜力有限，长期看好中端医疗险市场

医疗资源分配不均均为高端医疗险创造市场，但发展潜力有限。高端医疗保险又可称为全球医疗保险，主要针对高净值人群，具有保费高、保额高、保障责任多、保障区域广、医疗服务优等特点。高端医疗保险除了保障责任不限制于医保目录，就医可享受直接垫付，以及会提供最全面且优质的医疗增值服务以外，**其最大特色在于保障区域具有国际性**，在全球范围内任何一个国家都可以享受高端医疗保障。根据艾瑞咨询发布的报告《中国百万医疗险行业发展白皮书》显示，中国每千人医生数为 1.79，世界排名第 90，每千人病床数为 4.2，世界排名第 50，同全球医疗卫生资源发达的国家相比，我国在人均病床数和人均医生数等多项医疗资源指标上仍存在差距，同时我国优质医疗资源也主要集中在一二线城市，医疗卫生资源分配不均，仍有大部分群体就医需求难以被覆盖。**因此，可在全球范围内为被保险人提供优质医疗资源及服务的高端医疗险诞生**，虽然我国高净值人群数量不断增加且趋于年轻化，但由于其保费十分昂贵（一般 1 万元/年以上）且为消费型，发展潜力终究有限。

图 22：2019 年世界医疗资源排名



资料来源：CIA World Factbook，《中国百万医疗险行业发展白皮书》艾瑞咨询，光大证券研究所

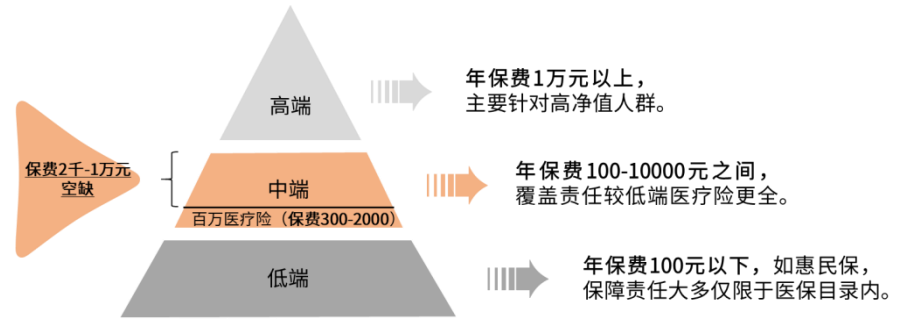
中端医疗险市场将为保险公司贡献新增量：

(1) 随着我国老龄化程度不断加深，投保人年龄若超过一定界限，购买重疾险容易存在保费倒挂问题，或者受投保年龄限制无法购买重疾险，商业医疗险则成为了更合适的健康保障选择。但低端医疗险（如惠民保）保障程度有限，保障程度最大的高端医疗险价格昂贵，难以满足大部分普通人的需求。

(2) 介于低高端市场之间的中端医疗险市场具有较大的发展潜力。相较而言，百万医疗险也可以算是中端医疗险市场中的一种，但因其保费（300-2000 元左右）相比高端医疗险（1 万元以上）十分便宜，介于两者价格之间（2 千-1 万元）的市场仍处于空缺状态。

(3) 因此，一方面保险公司可以给百万医疗险做“加法”，通过扩大保险责任范围、降低免赔额、提高保险金额以及增加特色服务等，提高保费的同时满足大部分客户群体健康保障需求；另一方面保险公司可以给高端医疗险做“减法”，减少昂贵且受众范围较窄的保障内容及高端服务，将保费从数万元降至几千元不等，匹配大部分客户购买能力，从而拓宽客户群体，两者同时发力将助力保险公司迅速抢占中端医疗险市场。

图 23：中端医疗险市场尚处于空缺状态



资料来源：《中国百万医疗险行业发展白皮书》艾瑞咨询，光大证券研究所整理并绘制

综上，无论是重疾险还是医疗险，短期面临的压力都有望随着供给端的改善而得以释放：保险公司若能通过合理定价提高投保人消费意愿，利用产品创新与细分市场的方式扩大受众面的同时刺激需求，培训与招募高质量代理人以完成销售渠道转型升级，将推动健康险市场迈上新台阶。

3、对比海外，中国可借鉴美国经验

3.1、相比英美，我国医保体系与德国更为类似

国际上典型的医疗保险模式主要有三种：一种是全民免费医疗保险模式，主要由国家财政出资购买医疗保险，代表国家为英国；一种是政府参与程度低，主要由商业健康保险公司承担保障责任，代表国家为美国；一种是以法定社会医疗保险为主，私人医疗保险为辅，由雇主与雇员共同承担保费支出，代表国家为德国。相比之下，我国当前医保体系与德国更为类似。

表 8：英国、美国、德国社会医疗保险对比

	社会医疗保险名称	筹资	覆盖范围	赔付内容	赔付标准
英国	国家医疗服务体系 (NHS)	国家税收	居住在英国的英国公民 (持英国护照) 和在英国连续停留超过 6 个月的外国人及其家属	全科和专科门诊急诊治疗、住院治疗、母婴保健、预防免疫等项目免费，牙科、眼科和处方药需要自付一部分	
美国	1、医疗照顾保险 (Medicare)	雇主和雇员分别缴纳工资的 1.45% 作为住院保险费；B、C、D 部分自愿参加，均按不同收入组设置缴费金额	在美国缴纳 Medicare 税十年以上的 65 岁以上老人，或不足 65 岁但有长期残障或患有终末期肾病的病人	A 部分：报销大部分住院费用； B 部分：报销 80% 门诊费用 (免费进行心脏病、糖尿病和 HIV 感染筛查)； C 部分：额外医疗服务； D 部分：处方药	
	2、医疗补助保险 (Medicaid)	政府补贴	低收入家庭的儿童、孕妇、老年人、有年幼子女的父母、残障人士等	门诊和住院医疗费用、化验检查、母婴保健、预防医疗、家庭护理等	由财政补贴
德国	法定社会医疗保险	缴纳工资的 15% 左右，由雇员与雇主按 1:1 共同分担，税前工资低于一定额度的雇员可免除缴费义务，与身体健康状态无关；失业人员保费由失业前 1 年工资决定；退休人员保费由养老保险基金拨付；	收入在法定义务界限以下的就业者、失业者、退休人员和学生，覆盖人口约 90%	儿童预防保健、预防免疫、定期牙科检查、慢性病检查和筛查、癌症筛查等预防保健服务，医疗服务，药品和辅助医疗品，疾病补助，康复性服务	1、门诊实行按项目付费，总额预算内的全部报销，超出预算范围的费用由个人承担； 2、住院实行平均床位日费用支付，超过预算总额的部分医保基金承担 75%，医院承担 25%； 3、药费分年龄段报销，儿童免费，成人支付 5-20 欧。

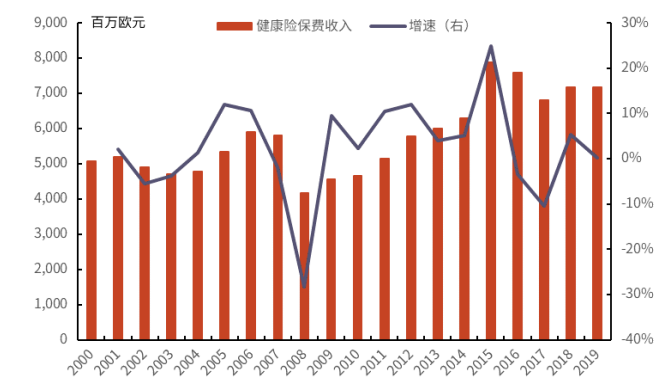
资料来源：《社会医疗保险制度的国际经验及对我国的启示》常雪，《欧美国家的医疗保险制度比较及启示》雷宇，光大证券研究所整理

3.1.1、英国：全民免费医疗保险模式，政府支出比例高

英国实行全民免费医疗保障制度，即国家医疗服务体系（National Health Service, NHS），其医疗保险由国家财政出资购买，资金来源主要为税收，居民可在公立医院享受免费医疗，仅牙科、眼科和处方药需要自付一部分，自付比例很小，覆盖率超过 90%¹。NHS 体系主要有两个层次。第一层次是以社区为主的基层医疗，如家庭医生、牙医、药房、眼科检查等；第二层次以医院为主，如急诊、专科门诊、手术等。居民在进入第二层次的进一步治疗之前，必须先经过第一层次的基层医疗后，办理转诊手续后才能进入大医院就诊。

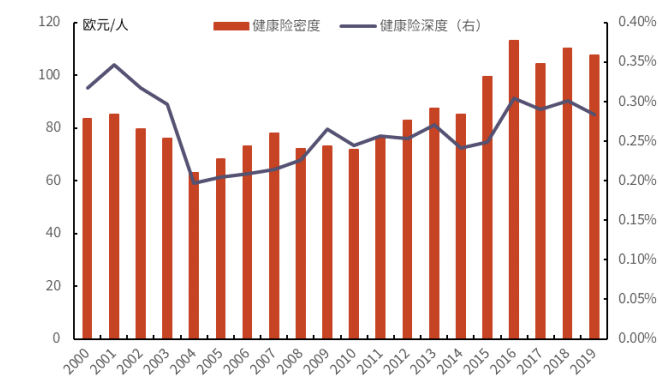
英国商业健康险主要针对高收入人群，增长空间有限。由于英国实行全民免费医疗，居民普通的基本医疗需求已得到保障，自付比例较低，商业健康险主要为高收入人群提供个性化高端医疗服务（如保柏集团），主要支付被保险人的手术、住院、护理以及 NHS 范围之外的药品费等。因此，商业健康险在英国医疗保障体系中并不占据主导地位且费率较高，覆盖率较低。英国健康险保费年同比增速除 2008 年金融危机以外，基本在 10% 左右上下波动，且 2016 年以来，受英国脱欧影响，保费增速承压；健康险深度密度虽自 2004 年以来呈逐年上升趋势，但 2019 年健康险深度为 0.28%，较 2001 年高点（0.35%）仍低 0.07pct，且属于国际偏低水平，未来增长潜力有限。

图 24：英国健康险保费增速承压



资料来源：wind，光大证券研究所

图 25：英国健康险深度密度增长潜力有限

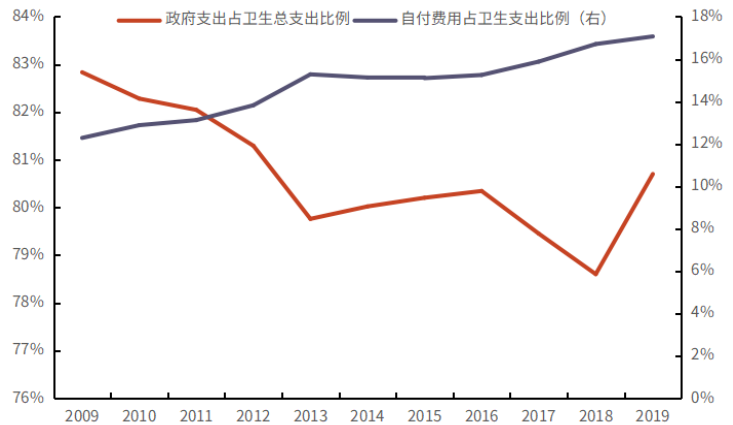


资料来源：wind，光大证券研究所

政府卫生支出比例较高，但呈逐年下滑趋势。截至 2019 年，英国卫生支出结构中，政府卫生支出占比高达 80.7%，但较 2009 年下降了 2.1pct，居民自付比例则由 2009 年的 12.3% 提升至 2019 年的 17.1%，推测是英国免费医疗体系效率较低导致的。一方面，英国的免费医疗资源有限，患者治疗等待时间漫长，同时提供免费医疗服务的医务人员属于国家工作人员范畴，其报酬与劳动量关联性不大，工作缺乏积极性，因此部分患者会转而选择参加私人医疗保险，医疗资源逐渐向私立医院转移；另一方面，商业健康险费率较高，导致部分患者前期并未购买商业医疗保险，患病后转向私立医院时，只能自己承担医疗费用。

¹数据来源：《欧美国家的医疗保险制度比较及启示》雷宇

图 26：英国政府卫生支出比例及自付比例变化



资料来源：WHO，光大证券研究所

3.1.2、美国：私人商业健康险为主，政府保障为辅

美国政府提供的医疗保险计划仅覆盖少数群体，主要分为医疗照顾保险（Medicare）、医疗补助保险（Medicaid）、儿童健康保险计划（CHIP）以及其他特殊人群医疗福利保障计划（如退伍军人事务部和国防部提供的健康保险）等，其中以 Medicare 和 Medicaid 为主。

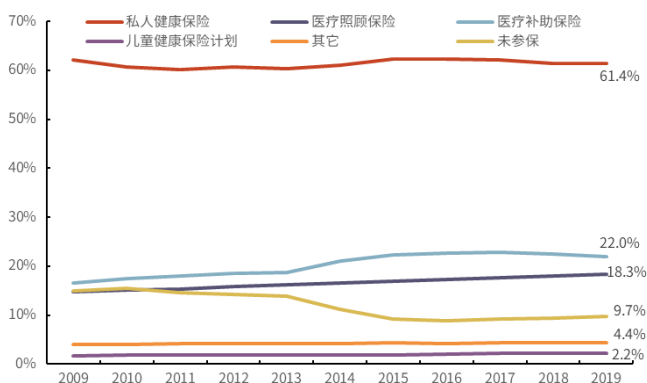
(1) 医疗照顾保险（Medicare）适用于 65 岁以上、65 岁以下残疾人以及所有年龄段患有终末期肾病（需要透析或肾移植的永久性肾衰竭）人群，保费由雇主和雇员共同承担，主要有 A、B、C、D 四个部分：

- A 部分：住院保险（Hospital Insurance），包括医院的住院护理、专业护理机构护理、临终关怀和家庭医疗保健。
- B 部分：医疗保险（Medical Insurance），包括医生和其他医疗保健提供者提供的服务、门诊护理、家庭保健、医疗设备（如轮椅、助行器、病床和其他设备）和预防性服务（如筛查、注射或疫苗，以及每年健康访问）。
- C 部分：医保优势计划（Medicare Advantage Plans），由私人公司提供可以替代 AB 部分的 Medicare 计划，该计划可能会提供 AB 部分不包含的额外福利（如视力、听力和牙科服务），并且自付费用可能更低。
- D 部分：处方药承保范围（Prescription Drug Coverage），主要支付处方药费用。

(2) 医疗补助保险（Medicaid）适用于低收入成年人、儿童、孕妇、老年人和残疾人，由州和联邦政府联合资助，根据 Medicaid 政府官网显示，截至 2021 年 5 月，Medicaid 共覆盖 7590 万人，覆盖率为 22.9%。

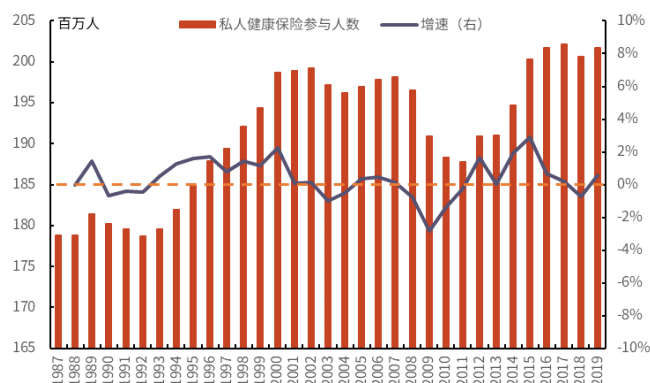
法定医保覆盖不足为美国商业健康险市场创造广阔发展空间。作为商业医疗保险模式的代表，美国医疗保险支出大部分均由私营医保机构提供，包括雇主为雇员购买的集体医疗保险和个人购买的私人医疗保险。因此美国私人商业健康险覆盖率远超法定医保，近年来一直稳定维持在 60% 以上，截至 2019 年，私人商业健康险/Medicare/Medicaid/CHIP 覆盖率分别为 61.4%/18.3%/22.0%/2.2%，未参保比例仅 9.7%。私人商业健康险参与人数整体平缓增长，增速波动较小，虽在 2008 年金融危机冲击后出现较大幅度负增长，后迅速回升至稳定水平。

图 27：美国私人商业健康保险覆盖率远超法定医保



资料来源：CMS，光大证券研究所

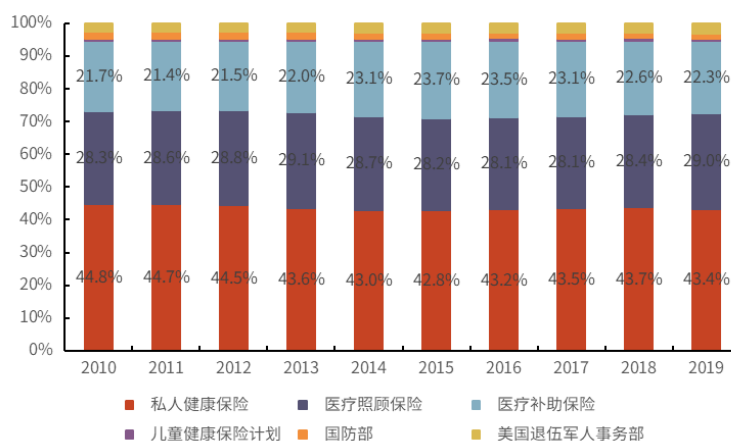
图 28：美国私人商业健康保险参与人数及增速



资料来源：CMS，光大证券研究所

健康险卫生支出结构稳定，其中私人健康险支出占比最高。2010-2019 年，美国私人健康保险在健康险卫生总支出中占比维持在 42%-45% 之间，在卫生支出中保持最高占比，而 Medicare 和 Medicaid 支出比例均不超过 30%。

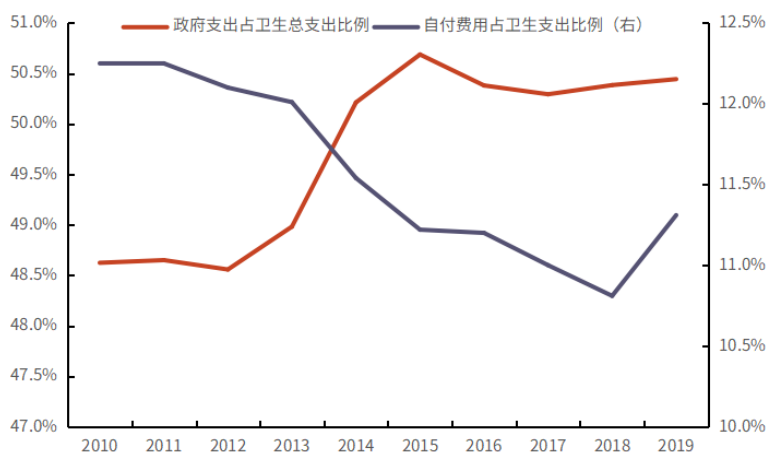
图 29：美国健康保险卫生支出中，私人健康险占比最高



资料来源：CMS，光大证券研究所

在较发达的商业健康险市场下，美国卫生支出结构中，政府与个人自付比例均低于世界平均水平。受奥巴马医改影响，更多工作单位不提供医疗保险且不符合医疗照顾保险和医疗补助保险的居民也参与到法定医保中，2010 年以来，Medicare 和 Medicaid 覆盖率及卫生支出不断增加，2010-2018 年政府卫生支出占比呈上升趋势，但 2019 年 50.4% 的占比水平较同期世界平均水平 (54.4%) 仍低 4.0pct；2010-2018 年间个人自付比例逐年降低，2018 年仅为 10.8%，较同期世界平均水平 31.6% 低 20.8pct，2019 年虽回升至 11.3%，较同期世界平均水平 30.8% 仍低 19.5pct。

图 30：美国政府卫生支出比例及自付比例变化



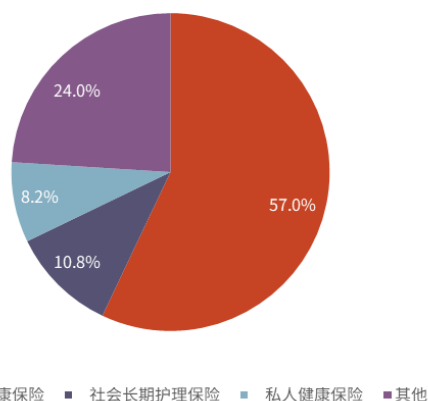
资料来源：WHO，光大证券研究所

3.1.3、德国：高覆盖率的法定社会医疗保险模式，与我国类似

以法定社会医疗保险为主，覆盖率高达约 90%。德国是世界上首个建立强制社会保险制度的国家，其医保体系以法定社会医疗保险为主，收入低于标准线的居民必须参加，保费由雇主与雇员共同承担，私人医疗保险主要起补充作用。根据德国联邦社会保障办公室披露，德国法定医疗保险覆盖率大约为 90%。我国医保体系以满足居民基本需求的基本医疗保险为主，覆盖率 95%以上，商业健康险提供补充保障，与德国类似。

社保支出是德国卫生总支出最主要的资金来源。根据德国联邦统计局预计，2020 年德国卫生支出中，有 57.0%来自法定健康保险，10.8%来自社会长期护理保险，8.2%来自私人健康保险。相比之下，2020 年我国卫生支出中，社保基金支出占卫生总支出的比例仅 29.1%。

图 31：2020 年德国卫生支出结构（按支出承担者分类）



资料来源：德国联邦统计局预计值，光大证券研究所

德国商业健康险主要分为私人（商业）医疗保险、补充医疗保险、商业护理保险三类。其中：

(1) 私人医疗保险是德国商业健康险中最主要部分。在德国，收入超过一定水平的居民可以退出社会医疗保险，选择参加私人健康保险，同时自由职业者、公务员（政府承担部分保费）和学生等群体无论收入如何也可自愿参与价格较低的

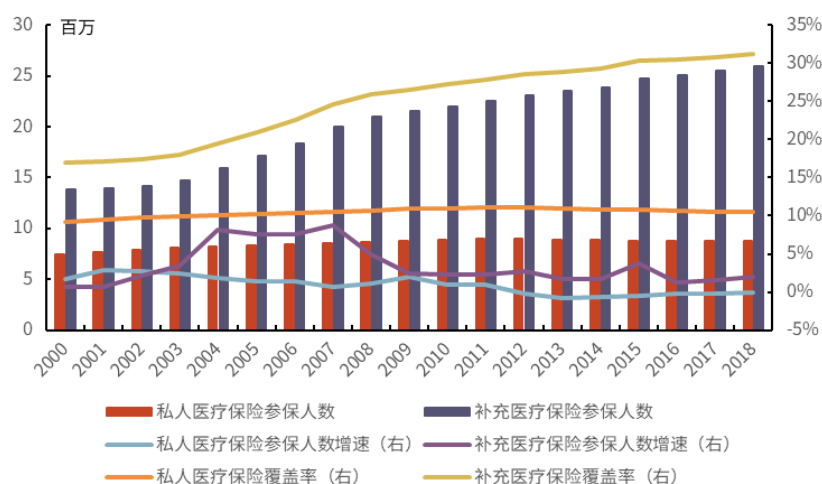
私人健康保险。由于法定医疗保险缴费与收入挂钩，对于部分群体而言，私人医疗保险价格可能更为便宜，并且私人医疗保险通常会包含更好的服务。

(2) **补充医疗保险**主要覆盖更高质量的医疗服务，例如单间病床、牙科高昂费用支出（如镶牙）以及心理疾病治疗等。

(3) **商业护理保险**一般与私人医疗保险绑定，要求购买私人医疗保险的居民必须同时购买商业护理保险，主要用于支付长期照护费用。

德国补充医疗保险覆盖率呈明显上升趋势，高质量医疗服务需求释放。德国私人医疗保险参保人数虽缓慢上升，但其增速落后于补充医疗保险，且其覆盖率维持在 10%左右，增长动力不足；而补充医疗保险参保人数持续上升，截至 2018 年覆盖率达 31.3%，较 2000 年增长 14.3pct，推测是因为随着生活水平不断提高，居民对高质量医疗服务的需求得以释放。

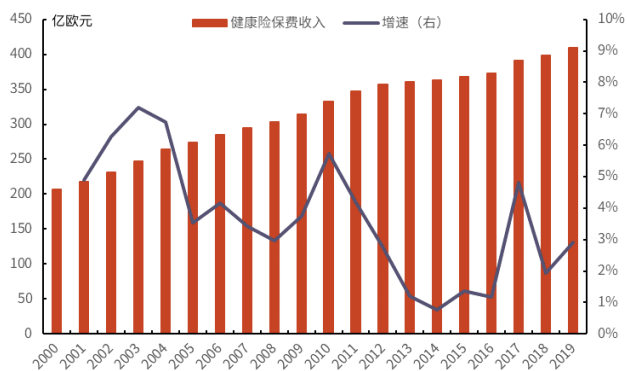
图 32：德国私人医疗保险及补充医疗保险参保情况



资料来源：Bundesministerium für Gesundheit, wind, 光大证券研究所

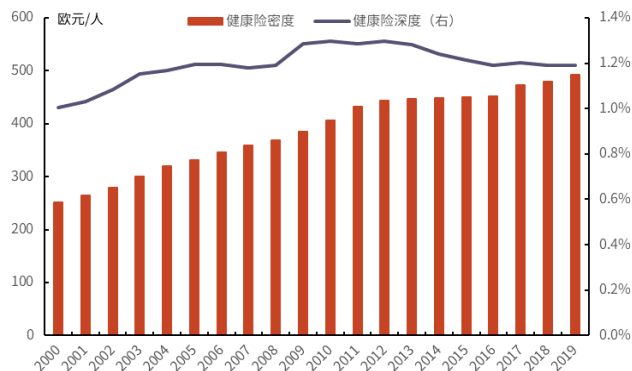
德国健康险保费持续增长，虽增速放缓，但深度密度仍高于我国。预计受德国对参保商业健康险群体设置了收入门槛影响，保费增速虽保持正增长但增速逐渐放缓，截至 2019 年，德国健康险密度 493 欧元/人（554 美元/人），2000-2019 复合增速 3.6%，健康险深度为 1.19%，较 2000 年提升 0.19pct，均高于我国水平。

图 33：德国健康险保费收入及增速



资料来源：wind, 光大证券研究所

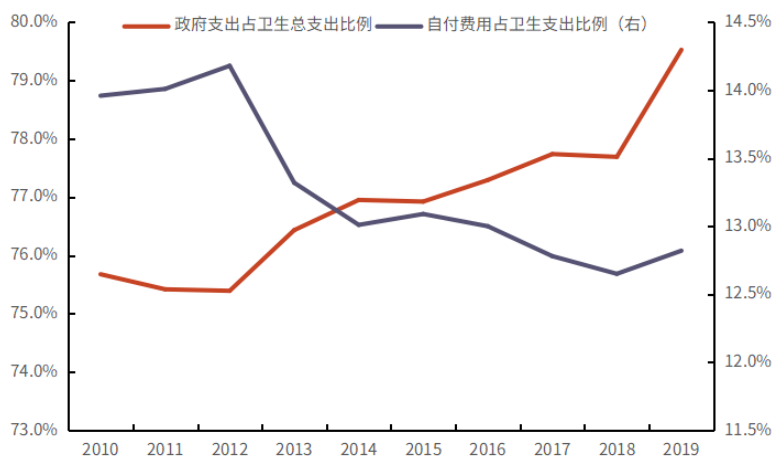
图 34：德国健康险深度密度



资料来源：wind, 光大证券研究所

德国个人自付比例逐年降低，财政负担加重。截至 2019 年，德国个人自付比例为 12.8%，较 2010 年降低 1.1pct，低于同期世界平均水平 18.0pct；但政府卫生支出占比由 2010 年 75.7% 上升至 2019 年 77.7%，上升 2.0pct，且高于同期世界平均水平 23.3pct，财政负担加重。我们推测这主要是由于在德国卫生支出结构中，法定医保依然承担主要支付方角色，商业健康险赔付占比仅 8% 左右，近年来补充医疗保险覆盖率虽不断增加，但其保障范畴主要在于高质量服务，普通人依然需要私人医疗保险，而私人医疗保险覆盖率提升缓慢，并未对政府财政负担起到较好的缓冲作用。

图 35：德国政府卫生支出比例及自付比例变化



资料来源：WHO，光大证券研究所

3.2、 财政压力下美国经验更值得借鉴——以美国联合健康集团为例

现在国内商业健康险及医保体系比较类似德国模式，但随着财政压力加大我国未来商业健康险发展还需借鉴美国经验。

(1) 英国 NHS 的全民免费医疗模式由政府主导，医疗保障充足，解决居民大部分基本医疗需求，商业健康险需求主要集中在高端服务，发展空间有限；

(2) 美国通过市场化方式压缩医疗成本，将主要空间留给私人商业保险公司，政府不占主导，社保只覆盖少部分群体，保障有限，给商业健康险带来了巨大发展空间；

(3) 德国医保体系介于二者之间，社保制度为强制型，占主要地位，商业健康险与之平行发展，起重要补充作用，与我国类似，因财政负担较重，商业健康险亟待发展。但德国由于法定医保支出比例高于我国，卫生支出中个人自付比例已处于较低水平，商业健康险发展或将受限。

(4) 我国医保体系未来可能不会往英国方向发展，同时也无法完全复制美国。

- 一方面，目前在我国基本医疗保险覆盖率已稳居高位下，参保人数及基金累计结余增速均下滑，而未来医疗支出仍将高速增长，社保在可预见的未来将面临很现实的入不敷出问题，政府财力难以支撑不断加快的医疗支出节奏和不断升级的医疗保障需求，未来无法做到类似英国的全民免费医疗模式；
- 另一方面，我国以公立医疗机构为主导，而美国以私立医院为主，在我国特色社会主义市场经济下，未来基本医疗保障仍然会以政府主导，难以做到美国的商业化程度。

(5) 财政压力下，我国商业健康险未来发展模式可借鉴美国经验。由于我国个人卫生支出比例较高，财政压力下，这部分负担未来需靠商业健康险分担。目前我国商业健康险赔付率及卫生支出占比均较低，亟需通过供给侧改革刺激需求释放，释放其发展潜力。虽然我们无法完全复制美国模式，但美国成熟且繁荣的商业健康险市场发展经验仍值得借鉴。

联合健康市场份额位列全美第一。联合健康集团成立于 1974 年，是一家多元化的医疗保健公司，2021 年实现总收入 2876.0 亿美元，同比增长 11.8%；归母净利润 173.0 亿美元，同比增长 12.2%；营业利润率 8.3%，同比下滑 0.4pct；ROE 为 25.2%，同比增长 0.3pct。2020 年美国意外和健康险行业中，联合健康市场份额 14.06%，位列第一。

因此，我们以联合健康为例，分析并借鉴其业务模式。

表 9：美国联合健康集团重要业绩指标（单位：亿美元；%；pct）

	2019	2020	2021	2020-2021 变动
总收入	2,422	2,571	2,876	11.8%
保费	1,897	2,015	2,262	12.3%
占比	78.3%	78.4%	78.7%	0.31pct
产品	316	341	344	0.9%
占比	13.0%	13.3%	12.0%	-1.30pct
服务	190	200	246	22.9%
占比	7.8%	7.8%	8.6%	0.77pct
投资及其他收入	19	15	23	54.7%
占比	0.8%	0.6%	0.8%	0.22pct
归母净利润	138	154	173	12.2%
营业利润率	8.1%	8.7%	8.3%	-0.4pct
ROE	25.7%	24.9%	25.2%	0.3pct

资料来源：联合健康集团公司公告，光大证券研究所，注：因各年份数据以保留 1 位小数形式呈现，直接运算与“2020-2021 变动”列运算结果存在误差

表 10：2020 年美国意外和健康险行业各保险公司市场份额排名（取前十）

排名	公司	保费（亿美元）	市场份额
1	UNITEDHEALTH GRP（联合健康集团）	1,768	14.06%
2	KAISER FOUNDATION GRP	1,043	8.29%
3	ANTHEM INC GRP	770	6.12%
4	CENTENE CORP GRP	750	5.97%
5	HUMANA GRP	746	5.93%
6	CVS GRP	693	5.51%
7	HCSC GRP	447	3.56%
8	CIGNA HLTH GRP	323	2.57%
9	MOLINA HEALTHCARE INC GRP	214	1.70%
10	INDEPENDENCE HLTH GRP INC GRP	201	1.60%

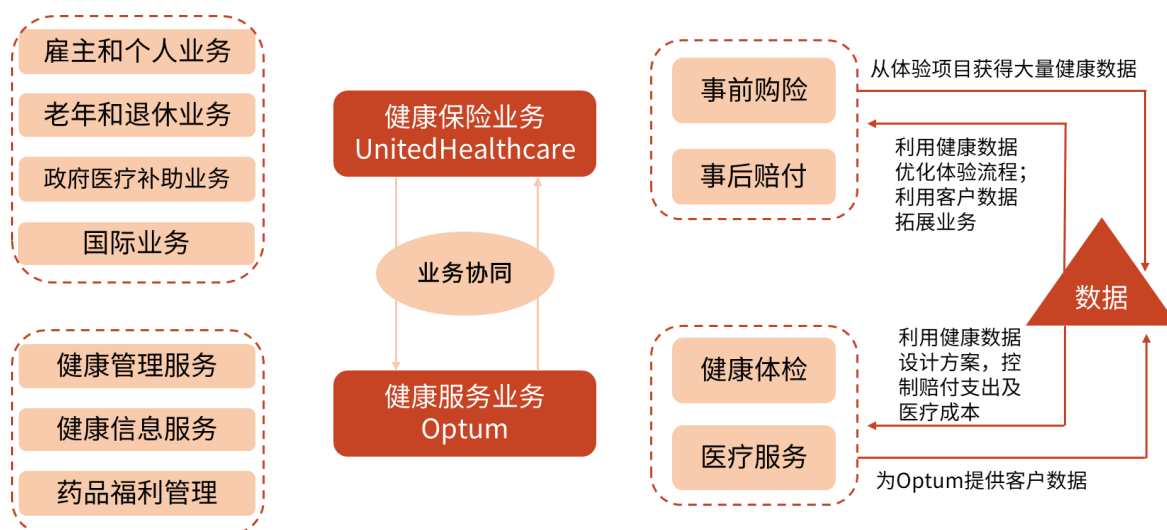
资料来源：NAIC，光大证券研究所，注：保费数据为意外和健康险直接保单保费，数据涵盖美国各州、美国领土、加拿大和其他外国人

3.2.1、管理式医疗：保险与服务业务协同发展

美国联合健康集团通过**健康保险业务（UnitedHealthcare）**和**健康服务业务（Optum）**两个互补业务的协同发展运行管理式医疗保险模式，将健康保险、健康管理及医疗服务等高价值链条串联，使得保险产品与健康服务相辅相成，形成完整的健康产业闭环，获取海量数据并灵活运用于业务中以提升其运作效率，控制成本的同时，提升客户体验并增强客户黏性。**联合健康集团通过不断收购各家健康险行业及医疗保健行业公司来扩大自身业务版图，其收入来源包括基于风**

险产品的保费收入、基于药房护理服务的产品收入、健康管理服务收入、投资收入等。截至 2021 年，UnitedHealthcare 利用 Optum 建立了包括 150 名医生和其他医疗保健专业人员，以及 7000 多家医院和其他设施的医疗服务网络。

图 36：美国联合健康集团业务及运作模式



资料来源：联合健康集团公司公告，《“健康管理+保险业务”协同发展模式研究》苗双麒，光大证券研究所整理

联合健康的健康保险业务（UnitedHealthcare）包含私人商业健康险业务以及与政府合作的社会保险业务，共分为四部分：

(1) **Employer&Individual 提供雇主和个人业务**，主要为雇主及个人提供传统产品、用户服务产品、临床和药学产品等各类商业健康险产品。

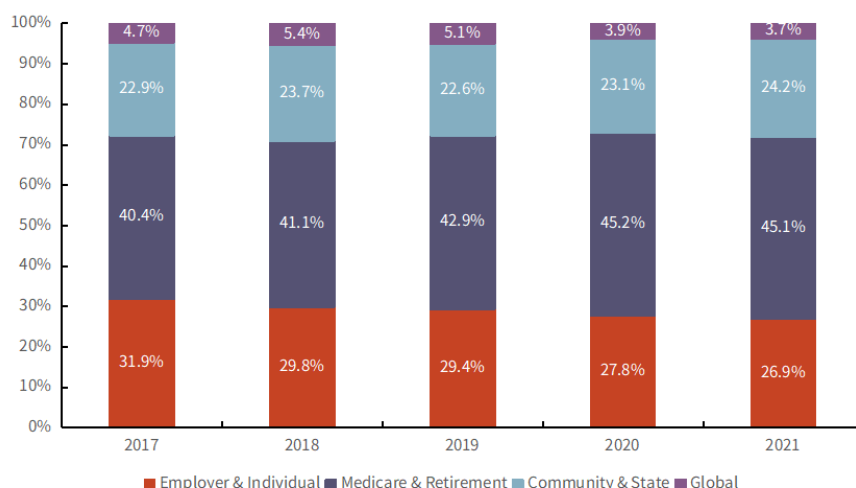
(2) **Medicare&Retirement 提供老年和退休业务**，主要为 50 岁及以上群体提供健康服务，满足其预防和急性医疗保健特殊需求，以及处理老年人常见的慢性病和其他专业问题服务，主要定位于提供 C 部分医保优势计划（Medicare Advantage）和 D 部分处方药承保范围（Prescription Drug Coverage），截至 2021 年，联合健康通过 C 和 D 部分计划共为 1600 万人（C 部分 650 万人+D 部分 950 万人）提供服务。

(3) **Community&State 提供政府医疗补助业务**，主要覆盖经济处于劣势地位、医疗服务不足和没有雇主资助医疗保险福利的弱势群体，包括贫困家庭临时援助（TANF）和儿童健康保险计划（CHIP）等，截至 2021 年共为 770 万人提供服务。

(4) **Global 提供国际业务**，提供医疗和牙科福利，主要通过针对当地人口的健康保险计划、护理服务、福利计划以及风险和援助解决方案，为跨国和当地企业、政府、保险公司、个人及其家庭提供服务，利用全球资源为客户提供全球医疗网络及医疗转运服务。

老年和退休业务为联合健康保险业务收入的主要贡献来源。截至 2021 年，雇主和个人业务、老年和退休业务、政府医疗补助业务和国际业务对收入的贡献比例分别为 26.9%、45.1%、24.2%、3.7%。可见，老年和退休业务贡献比例更大，且呈逐年上升趋势。

图 37：联合健康集团健康保险业务（UnitedHealthcare）收入结构



资料来源：联合健康集团公司公告，光大证券研究所

健康服务业务（Optum）作为保险业务的延伸及补充，主要由健康管理公司（OptumHealth）、健康信息科技公司（OptumInsight）、药品服务公司（OptumRX）三家子公司组成，主要通过优化医疗质量、降低成本、改善消费者体验和医疗服务提供者绩效，利用数据分析、药房医疗服务、医疗保健服务和运营等多方面的独特能力，提高整体医疗系统绩效。其中：

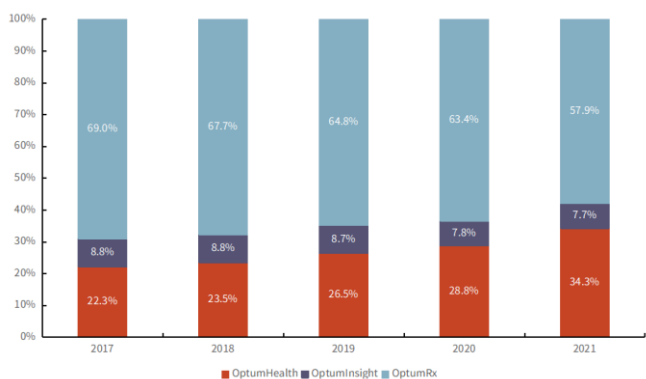
(1) OptumHealth 提供健康管理服务，主要作用为向患者提供包括事前预防、事中管理及事后康复护理等全流程的疾病管理服务。OptumHealth 通过自建医疗团队和签约其他医疗机构为客户提供包括保健、药物供给、疾病管理、住院治疗及病后康复等完整医疗周期服务。同时，Optum 还通过全资子公司 Optum 银行为客户提供金融服务，为客户获得健康医疗服务提供资金支持。

(2) OptumInsight 提供健康信息服务，主要作用为提高医疗机构服务效率。OptumInsight 主要通过数据收集分析、健康信息技术支持和医疗行业信息系统开发，为医疗行业提供数据、分析、研究、咨询、技术和托管服务等解决方案，帮助医疗机构提升服务水平和效率，压缩成本。

(3) OptumRX 提供药品福利管理（Pharmacy Benefit Management, PBM），主要作用为降低参保人购药成本。OptumRX 通过其超过 6.7 万家零售药房、多个药品配送体系、专科和社区健康药房组成的网络，提供全方位的药品管理服务，并通过其议价能力从支付端直接降低参保人购药成本。2021 年，OptumRX 管理着 1120 亿美元的医药支出。

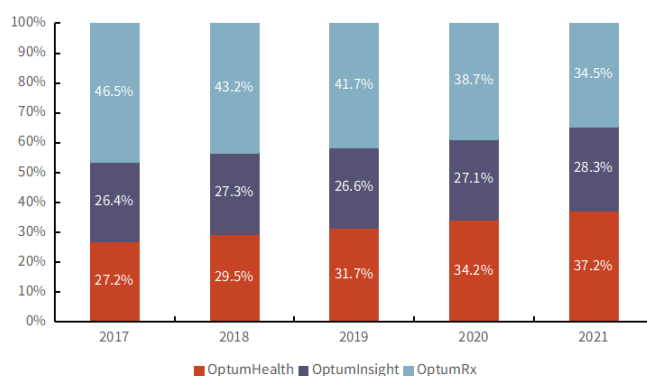
药品福利管理服务为 Optum 收入的主要来源，健康管理服务的利润贡献逐年增长。截至 2021 年，联合健康通过健康管理服务、健康信息服务、药品福利管理服务为 Optum 贡献收入的比例分别为 34.3%、7.7%、57.9%，贡献利润比例分别为 37.2%、28.3%、34.5%，其中药品福利管理服务对收入贡献过半，健康管理服务对利润的贡献逐年增长并于 2021 年成为主要的利润来源，同时药品福利管理利润贡献虽有所下滑，但仍超三成。可见，药品作为医药行业重要流通品，公司通过其庞大业务规模带来的市场议价能力对购药成本的压降可为公司带来可观业绩，而健康管理服务也正不断增强其利润创造能力。

图 38：联合健康集团健康服务业务（Optum）收入结构



资料来源：联合健康集团公司公告，光大证券研究所，注：忽略抵销项

图 39：联合健康集团健康服务业务（Optum）利润结构



资料来源：联合健康集团公司公告，光大证券研究所

Optum 收入贡献逐年增加，与 UnitedHealthcare 共同推动联合健康业绩增长。

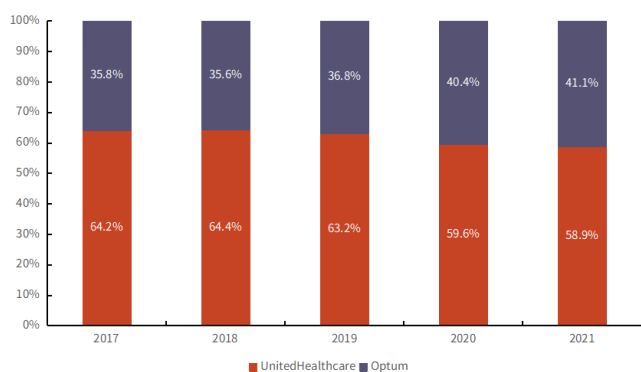
(1) 健康保险业务为联合健康收入及利润的主要来源，截至 2021 年，联合健康收入及利润结构中，United Healthcare 占比分别为 58.9%和 50.0%；

(2) Optum 收入占比呈上升趋势，由 2017 年的 35.8%提升至 2021 年的 41.1%，共提升 5.3pct；

(3) Optum 利润占比由 2017 年的 44.1%上升 3.4pct 至 2019 年的 47.5%后，2020 年降至 44.8%，推测是由于疫情影响下，按服务收费的护理量减少，影响了部分收益，2021 年疫情有所缓解，Optum 利润占比回升至 50.0%。

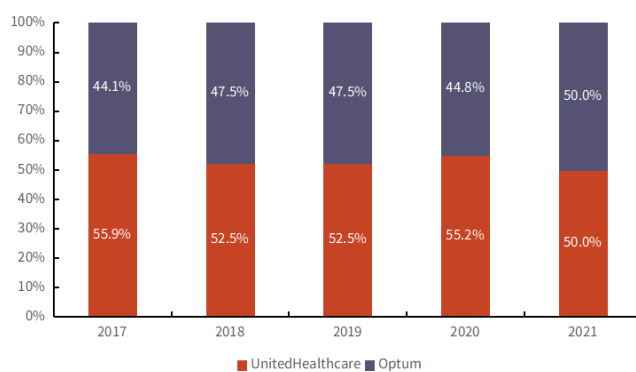
推测随着疫情影响消退，居民对服务需求扩大升级，Optum 收入及利润未来有望持续增加，与 UnitedHealthcare 共同推动联合健康业绩稳健增长。

图 40：联合健康集团保险与服务业务收入占比



资料来源：联合健康集团公司公告，光大证券研究所

图 41：联合健康集团保险与服务业务利润占比



资料来源：联合健康集团公司公告，光大证券研究所

3.2.2、三大控费优势推动联合健康股价持续上行

联合健康通过服务端三大控费优势为支付端压实成本。我们认为联合健康集团保险与服务业务最大的协同效应在于，其通过健康管理公司（OptumHealth）、健康信息科技公司（OptumInsight）、药品服务公司（OptumRX）赚取服务费的同时，也通过自身控费优势，从赔付率、费用率、购药成本三方面为支付端（即保险业务）压实成本，释放利润。

(1) 赔付率：健康管理公司（OptumHealth）通过健康管理服务，一方面为参保人提供有针对性的健康管理方案，如运动方案、日常保健方案、营养方案等，鼓励参保人事前预防，降低发病率，从源头降低产生赔付的可能性；另一方面通过疾病管理为参保人提供合理的治疗指导及用药指导，降低参保人过度就医、乱用药及用高价药的概率，从而降低赔付率；同时，健康管理流程中公司可通过健康追踪产生的大量数据，识别参保人健康风险及信用风险，作为日后是否续保以及续保时是否调整费率的依据。

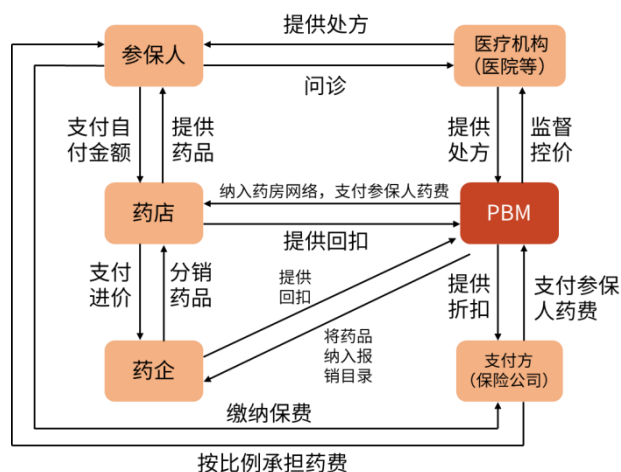
(2) 费用率：健康信息科技公司（OptumInsight）通过数据信息化技术提供各类解决方案，一方面提高内部运营效率，减少费用支出，另一方面帮助外部医疗机构提升服务水平及效率，帮助医疗机构降低成本，有助于医疗机构让利于患者，减少医疗费用支出。同时，OptumInsight 的信息平台也可帮助 OptumHealth 对客户进行风险识别和为 OptumRX 提供药价谈判依据，实现各服务子公司之间的协同效应。

(3) 购药成本：由于美国实施医药分离制度，可在药品流通环节中有效降低患者医疗费用支出的药品福利管理（PBM）模式兴起。PBM 运作模式主要是将参保人、保险公司、医疗机构、药店和制药企业连接起来，具体可以总结为以下 4 条线：

- **PBM↔保险公司↔参保人：**参保人缴纳保费后，保险公司为其承保，按合同约定比例承担部分药费，而 PBM 为保险公司提供折扣价，降低保险公司支付金额。
- **PBM↔医疗机构↔参保人：**参保人在医疗机构进行诊疗后，医疗机构为其提供处方，参保人按照处方开药，PBM 利用自身掌握的医疗数据信息对处方进行监督和控价。
- **PBM↔药企↔药店：**药企为将其销售的药品纳入报销目录以及药店为进入 PBM 购药网络，均为 PBM 提供回扣，PBM 可从该回扣与提供给支付端（即保险公司）的折扣中赚取差价，实现多方共赢。
- **PBM↔药店↔参保人：**参保人在 PBM 提供的药房网络购买药品，仅支付自付金额，剩余部分均由保险公司承担。

因此，PBM 模式可有效降低支付端成本同时赚取相应差价，而联合健康作为全美意外和健康险行业市场份额排名第一的大型保险集团，庞大的业务规模也为其在控费谈判过程中增添了足够的底气与话语权。

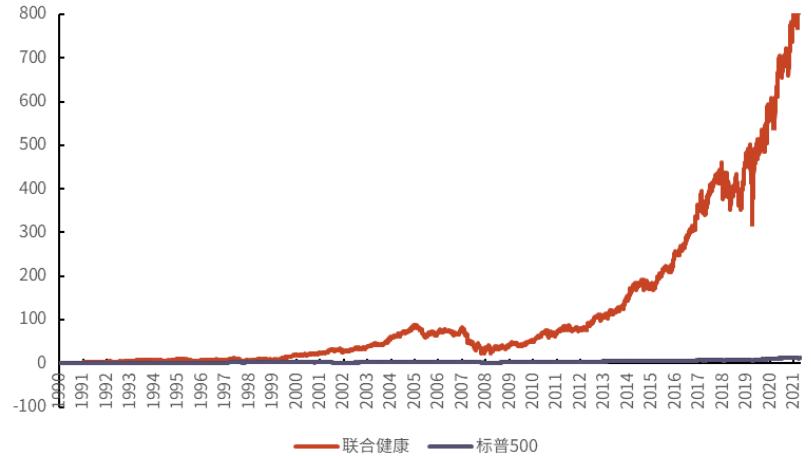
图 42：药品福利管理（Pharmacy Benefit Management, PBM）运作机制



资料来源：《商业健康保险在医药费用支付中的作用及国际经验》贾宇飞，光大证券研究所整理

三大控费优势推动联合健康股价持续上行。联合健康在赔付率、费用率、购药成本三方面的控费优势，成为了集团创造超额收益及领先同业的护城河，其股价自上市以来持续向上飙升，近 10 年股价涨幅近 10 倍。

图 43：联合健康和标普 500 累计涨跌幅（%）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：股价区间为 1990/12/19 至 2022/4/8

4、保险+服务，我国商业健康险市场广阔

4.1、健康管理服务将赋能健康险发展

“保险+服务”时代来临，我国健康管理服务正在规范且有序发展。

(1) 根据美国联合健康经验，保险业务与服务业务共同为公司创收。2021 年，美国联合健康服务业务营收贡献比例为 54.1%，利润贡献比例为 50.0%，营业利润率达 7.7%，高于保险业务 2.3 个百分点，可见联合健康的服务业务为公司带来近半数利润，盈利能力强。

(2) 我国健康管理服务地位开始显现。“健康中国”战略背景下，商业健康险的发展逐渐受到重视，而传统单一的健康险产品并不能完全匹配《“十三五”卫生与健康规划》中国家提出的由“以治病为中心”向“以健康为中心”转变的发展方式，因此健康管理服务在商业健康险中扮演了越来越重要的角色。

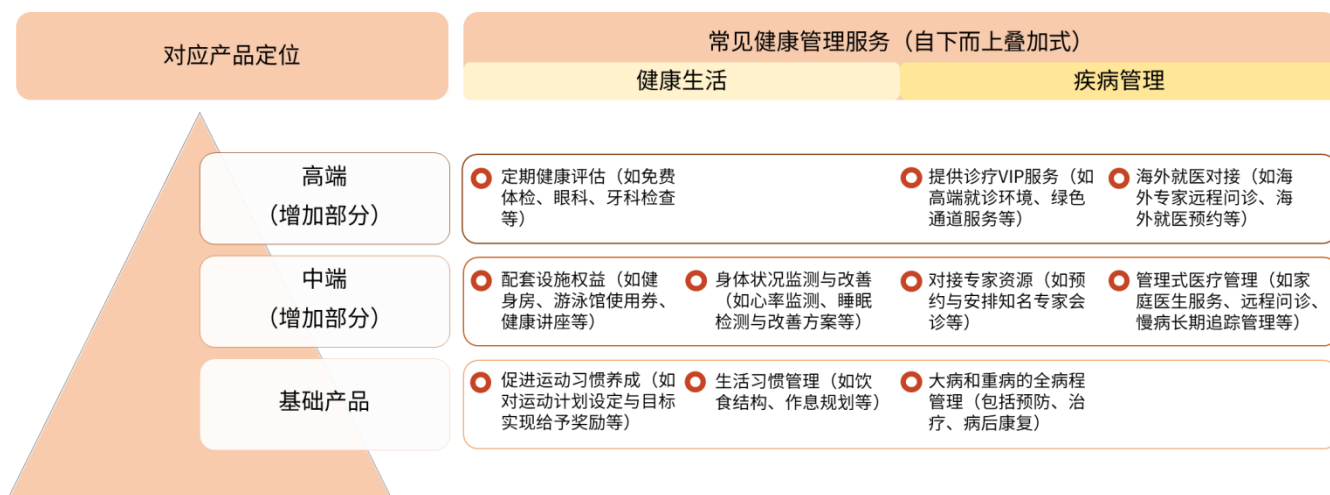
(3) 近年来政府出台多项政策鼓励发展健康管理服务。2019 年 11 月，银保监会正式发布了修订后的《健康保险管理办法》，该办法鼓励保险公司发展健康管理服务，通过提供健康风险评估和干预、疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等服务，降低人民的健康风险，减少疾病损失。并且原办法要求提供服务的分摊成本中，支出类不超过净保费的 10%，咨询类不超过 2%，新修订办法将分摊成本占净保费的比例直接提高到 20%，并且允许了超出限额的服务，只是需要单独定价而已。该规定加强了健康管理服务在产品中的作用，对各方均有利。比如：

- 对被保险人而言，健康管理服务有利于提升其对自身健康的关注度并享受到全面的健康管理服务，提升自己的健康生活水平，从而减少医疗支出；
- 对保险公司而言，该办法引导着保险公司以健康险产品为核心，建立“健康险产品+健康管理服务”模式，可以在承保前提前识别被保险人的健康风险问题，在理赔时控制理赔成本，在一定程度上控制逆向选择与道德风险问题。同时，帮助消费者减少的医疗支出也将降低保险公司赔付成本。

(4) 因此，我国健康管理服务正在规范且有序发展，不仅可以在一定程度上通过服务吸引客户，提高收入，还可以在在一定程度上降低赔付成本，提高承保利润。

差异化服务设计可赋能不同细分市场的不同健康险产品。不同年龄、性别、收入、风险偏好的客户对健康险产品需求不同，而我国健康险保障缺口较大，每一个细分市场都有较大发展潜力。因此，根据不同产品的特性及价格定位，可添加不同的服务内容，适应不同客户群体，增加吸引力的同时提高产品性价比。

图 44：差异化分级健康管理服务体系



资料来源：BCG，光大证券研究所整理

我国上市险企通过健康管理服务带动客户数及业绩增长。

(1) 平安通过“1+4+10”服务体系实现专业健康管理。平安通过其完善的健康管理服务体系，每年可转化超 20% 寿险新客户，2021 年平安新增寿险客户中，来自医疗服务的用户转化比例为 30%，较 2020 年提升 9pct；同时，通过医疗产品与服务的带动，2021 年平安活跃使用医疗健康服务客户的客均寿险保费与客均加保率分别较不使用者高 1.4 倍与 2.4 倍。

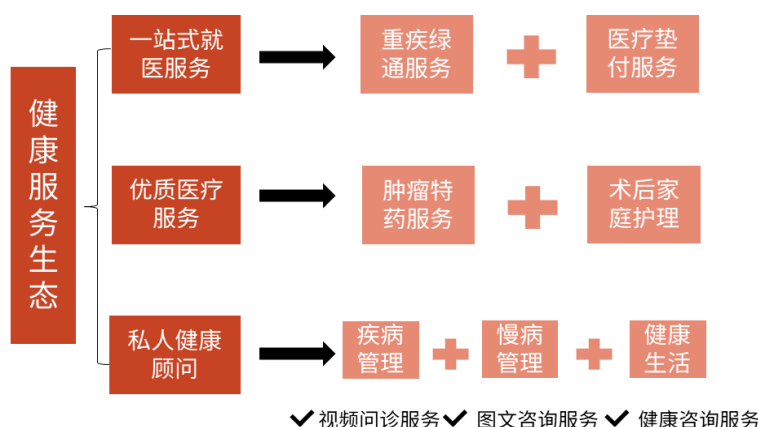
图 45：中国平安“1+4+10”健康管理服务体系



资料来源：中国平安 2021 中期业绩发布会 PPT，光大证券研究所整理并绘制

(2) 众安打造“一站式体验”健康生态。众安自 2016 年布局健康生态以来，为用户提供“保险保障+医疗服务”深度融合的一站式体验，以提升用户服务体验及粘性。其健康生态长期布局以尊享 e 生系列为核心的服务，至今经历 19 次迭代，根据日益丰富的医疗需求融入更多增值服务，覆盖用户生命周期的医疗服务。2021 年在行业整体承压下，众安健康生态保费收入 76.86 亿元，同比增长 16.4%。

图 46：众安“尊享 e 生 2021 版”健康服务生态



资料来源：众安保险 app，光大证券研究所整理

4.2、产业链：“险医药政”协同助力支付端控费增效

借美国经验，走中国模式。根据前文对于海外医疗体系及商业健康险市场的分析，我们知道商业健康险公司若能参与到药品流通环节之中，不仅可以通过议价的方式实现控费，同时能获取大量数据，利好险企风险管理与费率厘定；同时，商业健康险公司若能参与至社会医疗保险产品中，与政府的合作也将为公司带来持续的保费收入。然而，我国受制于以公立医院为主的医疗机构体系，以及当前政策下医药尚未实现“分家”，商业健康保险只能被动接收赔付账单，无法掌握议价主动权，未来发展道路可以**部分借鉴美国，走出中国特色模式**：

(1) **险+医**：保险公司可与医院合作，一方面便于为客户提供线上问诊和线下陪诊等服务，同时监督就医全过程，防止过度就医现象发生，**间接控制赔付成本**；另一方面可获得客户就诊信息等医疗数据，通过数据分析识别风险，优化费率厘定机制，完善健康管理服务体系。**我们认为，保险公司与公立医院和私立医院均可达成合作，但私立医院的营利性质决定了保险公司与其合作的成效会更加显著。**

(2) **险+药**：保险公司可与外部药店合作，将外部药店纳入公司保险产品赔付目录，赚取药店回扣的同时，通过提供线上问诊等服务，指导被保险人在药店网络中适度购买药品，控制药品赔付成本且提升客户黏性及转化率。**我们认为，虽然保险公司与药店的合作无法触达医院内部，但仍有大部分群体会在线下药店单独购药，为合作提供可行性，只是不可否认，在外部药店购买的药物一般较为便宜，利润空间受限。**

(3) **险+政**：保险公司可与政府机构合作，一方面与政府合作开发例如**惠民保和城乡居民大病保险**等产品，通过公众对政府的天然信任，提高业务收入，同时获得一定程度的政府支持，控制风险；另一方面可参与**经办医保**，2014 年 8 月 10 日，国务院印发了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（即“**新国十条**”），提出政府可通过向商业保险公司购买服务等方式推进具有资质的商业保险机构开展各类养老、医疗保险经办服务。因此，保险公司可利用其在风险识别方面的专业优势，以及公司自身培养的精算人才与专业管理团队，为政府识别

基本医保基金欺诈行为，提高基金运作效率，缓解财政压力，同时由于基本医保业务繁琐且量大，涉及包括医学、药学、法学、保险学、会计学在内的多项跨行业知识，保险公司可在经办过程中获得宝贵学习经验，丰富信息数据系统，强化人才储备。我们认为保险公司与政府的合作是保险公司汲取经验、彰显实力、提高影响力的有力举措。

因此，我国可通过“险医药政”的协同效应，间接实现支付端控费增效。

平安通过医疗生态圈赋能集团主业，带来协同价值，与联合健康最为类似。平安通过与 12 家单位有机协作，全面构建医疗健康生态圈，服务医疗产业各个环节参与者（包括医疗管理机构、用户、服务、支付、科技端）。平安从用户端出发抓住用户流量，从支付端长臂管理机构，并赋能服务方，实现横向打通、价值最大化；通过服务医疗管理机构端，撬动医院、医生、医药核心资源，并借助科技抓手，赋能生态圈成员，实现纵向协同，建立竞争壁垒。**具体来看：**

(1) 医疗管理机构端：平安通过一体化监管平台、智能疾病预测、智能影像筛查、AskBob 辅助诊疗工具、慢病管理等解决方案，赋能医疗管理机构。截至 2021 年，平安累计服务 187 个城市，管理超 2500 种疾病，赋能超 4.5 万家医疗机构，惠及约 132 万名医生。

(2) 用户端：由平安好医生提供 7*24 小时在线咨询、健康管理、处方、挂号、二次诊疗意见及 1 小时送药等一站式医疗服务。截至 2020 年，平安好医生已累计服务 3.73 亿用户，累计线上咨询量超 10 亿人次。此外，平安将 AI 技术、医疗服务等优质资源赋能生态圈合作伙伴，2020 年已拓展超 1100 家企业客户，累计合作医院数达到 3700 多家，其中三级医院近 2000 家，合作药店数达 15.1 万家。

(3) 服务端：平安打造四层医生体系，覆盖医药、器械、流通环节在体系内的联动，依托平安好医生等单位，线上构建医生生态，截至 2020 年自有团队人数达 2247 人；线下通过人工智能模型赋能医疗机构及医生；同时，平安将持续构建全球医疗网络，合作医院已超 1000 家。

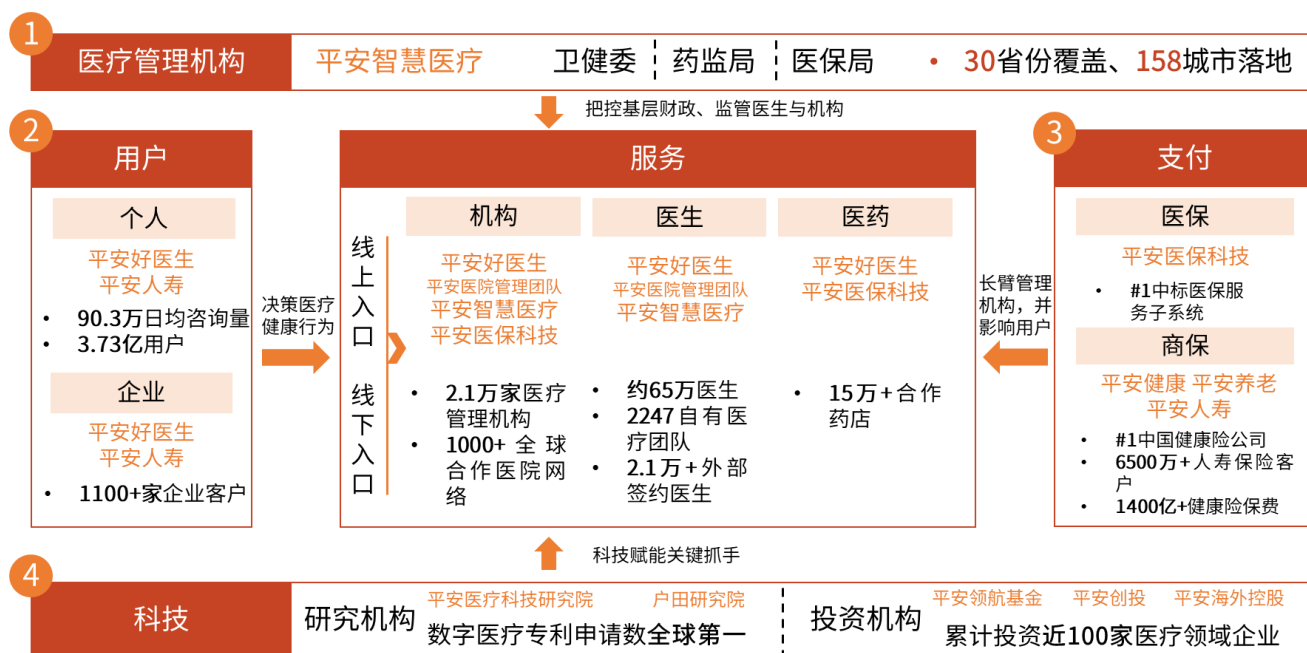
(4) 支付端：平安医保科技以智慧医保系统为核心，打造智慧医保一体化平台，为医保局赋能；同时从医保出发，围绕医院、医生、药店、参保人，积极延伸打造医疗管理综合解决方案。截至 2020 年，平安医保科技已累计中标 10 多个省级平台建设工程项目，中标医保服务子系统数量排名第一。

(5) 科技端：数字医疗专利申请量位居全球第一；除自建与合作以外，公司还通过平安海外控股等平台投资近 100 家医疗领域企业。

截至 2021 年，在平安超 2.27 亿金融客户中，有近 91% 的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务，其客均金融合同达 3.0 个，客均 AUM 达 3.3 万元，均高于不使用医疗健康生态圈服务的金融客户（客均金融合同数 1.3 个，客均 AUM 0.8 万元），2021 年平安新增金融客户中约 36% 的客户同时使用了医疗健康生态圈服务。

我们认为，目前平安医疗生态模式走在行业前列，虽无法直接参与支付端议价，但其产业链及其运作模式均与联合健康类似，**预计随着各合作端规模不断扩大，有望进一步发挥协同效应，提高业务及服务收入的同时，实现控费增效。**

图 47：中国平安医疗生态圈：通过医疗管理机构、用户、支付、科技，赋能医院、医生、医药



资料来源：中国平安 2020 年业绩发布会 PPT，光大证券研究所整理并绘制

4.3、2031 年我国商业健康险保费有望达到 5.8 万亿

按银保监会目标，我国商业健康险保费增速若每年达 24.0%，2025 年市场规模可实现 2 万亿元（1 年值）。2020 年 1 月，银保监会等 13 部门联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出要扩大商业健康保险供给，力争到 2025 年，商业健康保险市场规模超过 2 万亿元。据此，我们测算：

(1) 2021 年商业健康险保费收入为 8447 亿元，若 2025 年恰好实现 2 万亿保费收入规模，则复合增长率为 24.0%（即 2022-2025 年保费每年同比增长 24.0%），2022-2025 年合计保费收入可达 6.0 万亿元。

(2) 根据中保协数据，2021Q1 人身险公司健康险保费收入中，医疗保险、疾病保险、护理保险、失能收入保险、医疗意外保险保费占比分别为 29.92%、68.46%、1.51%、0.04%、0.07%，其中重疾险占比为 61.71%。我们以此作为未来健康险的保费结构假设，则 2025 年医疗保险、疾病保险、护理保险、失能收入保险、医疗意外保险保费规模分别为 5984 亿元、1.37 万亿元、302 亿元、8 亿元以及 14 亿元，其中重疾险保费规模为 1.23 万亿元。

(3) 我们认为商业健康险发展需要进一步提速才能在 2025 年实现 2 万亿市场规模目标。由于行业正处于代理人清虚的转型攻坚期，长期保障型产品销售受阻，2021 年商业健康险保费同比增速仅 3.4%，2018-2021 年健康险保费复合增速（15.7%）也低于 24.0%，未来需要在现有基础上进一步提速才能完成 2025 年的既定目标。现阶段来看，2021 年增速虽承压，但随着供给侧改革成效的显现以及居民需求的释放，预计未来增速有望回升，目标仍有实现机会。

表 11：测算情景 1：2021-2025 商业健康险及细分险种保费收入预测（单位：亿元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计 (2022E-2025E)
商业健康险保费收入	8,447	10,478	12,998	16,123	20,000	59,599
医疗保险	2,527	3,135	3,889	4,824	5,984	17,832
疾病保险	5,783	7,173	8,898	11,038	13,692	40,801
其中：重疾保险	5,213	6,466	8,021	9,950	12,342	36,778
护理保险	128	158	196	243	302	900
失能收入保险	3	4	5	6	8	24
医疗意外保险	6	7	9	11	14	42

资料来源：银保监会，中保协，光大证券研究所测算，注：其中 2021 年商业健康险保费收入为实际值，其他均为测算值

按国务院目标，2031 年我国商业健康险总保费收入可达 5.8 万亿元。2016 年 10 月，国务院发布的《“健康中国 2030”规划纲要》提出目标：2030 年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重重要显著提高，个人卫生支出占卫生总费用比重从 2015 年 29.3%降低到 2030 年 25%左右。据此，我们假设：

(1) 2018-2020 年卫生总支出平均增速为 11.1%，以此作为未来 10 年每年卫生总支出的增速假设；

(2) 根据国务院目标，假设 2030 年个人自付比例恰好降为 25%，根据国家统计局卫生支出结构口径，假设 2020-2030 年个人自付比例每年降低相同比例，则每年降低 0.27pct；

(3) 2018-2020 年政府卫生支出比例均值为 28.5%，为不增加国家财政负担，假设未来政府卫生支出比例保持在 28.5%的水平，从而可计算出每年社会卫生支出比例以及社会卫生支出；

(4) 为满足国家提高商业健康险赔付支出的目标，以 2018-2020 年我国商业健康险支出占社会卫生支出比例变动均值 (+1.4pct) 作为未来每年变动假设，从而可计算出每年商业健康险支出金额；

(5) 2021 年我国健康险赔付率为 47.7%，已为近 5 年最高值（预计受 2021 年保费增速承压影响），考虑到未来各公司有望通过“险医药政”的协同效应实现支付端控费增效，我们假设未来 10 年健康险赔付率保持在 47.7%水平，从而可计算出每年商业健康险保费收入；

(6) 假设其他条件均不变（忽略时间因素等）。

测算结果得到，2031 年我国商业健康险总保费收入可达 5.8 万亿元；同时，2025 年保费收入与银保监会目标（2 万亿）接近，结果较为合理。

表 12：测算情景 2：商业健康险未来 10 年保费收入预测（单位：万亿元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	合计 (22E-31E)
卫生支出	8.0	8.9	9.9	11.0	12.2	13.6	15.1	16.8	18.7	20.8	23.1	150.2
个人自付比例	27.5%	27.2%	26.9%	26.6%	26.4%	26.1%	25.8%	25.5%	25.3%	25.0%	24.7%	-
政府卫生支出比例	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	-
社会卫生支出比例	44.0%	44.3%	44.6%	44.9%	45.1%	45.4%	45.7%	46.0%	46.2%	46.5%	46.8%	-
社会卫生支出	3.5	4.0	4.4	4.9	5.5	6.2	6.9	7.7	8.6	9.7	10.8	68.7
商业健康险支出占社会卫生支出比例	11.1%	12.5%	14.0%	15.4%	16.9%	18.3%	19.8%	21.2%	22.7%	24.1%	25.5%	-
商业健康险支出	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1	1.4	1.6	2.0	2.3	2.8	14.0
商业健康险赔付率	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	-
商业健康险保费	0.9	1.0	1.3	1.6	2.0	2.4	2.9	3.4	4.1	4.9	5.8	29.3

资料来源：国家统计局，国家卫健委，银保监会，光大证券研究所测算，注：因仅商业健康险赔付支出和保费数据已更新至 2021 年（表格中相应为实际值），其余均为预测值

5、投资建议

推荐股息率较高且估值较低，寿险转型不断深化，积极布局“保险+健康+养老”产业的中国平安（601318.SH/2318.HK），和线上打通健康险及后端服务的众安在线（6060.HK）。

6、风险分析

保费收入不及预期。寿险改革成效在短期内难以显现，车险综合改革压力延续影响车险保费收入增速回升，承保利润减少，非车险增长乏力等，导致险企总体保费收入不及预期。

疫情大范围内反复。疫情短期内出现区域性反复，防控不力或将导致大面积反复，影响代理人展业活动，对险企“开门红”及全年业绩增长均不利。

疫情对居民保险和健康意识的影响不及预期。若疫情未激发人们的保障意识，或未能将健康保障需求转化为行动，反而对消费意愿产生负面影响，将显著影响康养产业为险企带来第二增长曲线的进程。

利率超预期下行。利率超预期下行将影响保险资金投资端新增资产净投资收益，以及增厚准备金计提导致利润空间被压缩。

监管部门的政策变动。监管部门对保险行业的从严监管或其他如第三支柱政策推进不及预期等将影响市场活力及长期发展格局。

险企管理层变更。管理层更替可能带来公司发展方向、盈利模式的变化，增加经营风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE