

投资评级 优于大市 维持

健康中国序幕拉开，保险行业大有可为

——健康产业专题报告

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《寿险保费增速仍承压，车险小幅回暖，非车险维持高增速——上市险企8月保费点评》2019.09.17

《利润大增但负债端承压，下半年寿险NBV增速有望改善——保险行业2019年中报回顾》2019.09.07

《年金险评估利率下调，价格竞争将改善，长期利好行业——《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》点评》2019.09.02

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

投资要点: 通过剖析美国联合健康和凯撒医疗的业务模式，我们认为中国险企处于健康产业布局的初级阶段，龙头公司正在进一步深化健康管理，未来国内健康产业有望出现帕累托改进，即险企控费能力增强+医疗资源效率提升+消费者获得的医疗服务质量提高、价格降低。国内健康产业发展空间广阔，行业维持“优于大市”评级。

- 目前我国健康产业供给端、需求端与支付端不平衡，为健康产业发展带来机遇。**

1) 供需端: 卫生费用增长快，健康管理供需缺口较大。2005-2017年，国民卫生总费用复合增速为16%，较GDP年均增长率高出3ppt；健康管理服务的需求与日俱增。但我国当前医疗资源分布并不平衡，使得健康产业供需缺口明显，保险公司若能介入医疗服务，客户黏性和盈利水平均有望增长。

2) 支付端: 我国基本医保保障程度有限，个人自付比例高，为商业健康险发展带来契机。但多数健康险企业仍亏损，商业保险公司亟待提升对医疗机构影响力以实现费用管控。

3) 政策端: 政府部门近年推出《“健康中国2030”规划纲要》等多项政策，鼓励商业健康险发展和保险公司对健康产业进行投资。
- 联合健康模式：“保险+服务”协同的开放式平台。**

1) 联合健康 2010 年以来股价涨幅是标普 500 指数的 3.8 倍，PB 估值从 2010 年的 1.5 倍已提升至 3.9 倍、PE 由 9.7 倍提升至 16.6 倍。

2) 业绩增长稳健。 2014-2018 年间，营收复合增速 15%、净利润复合增速 21%，ROE 由 2014 年的 17.3% 增至 2018 年的 24.4%。

3) “健康保险 (United Healthcare) + 健康服务 (Optum)” 两大平台实现协同和互补，内部价值转移效果显著。 健康服务业务营收、利润占比快速提升，2018 年营业利润率 8.1%，明显高于健康保险业务。

4) 健康保险业务: 用户群体分成四大业务板块，为每个细分市场量身定制保险业务。 2010-2018 八年间会员数复合增速 5%，以政府业务为主的 Medicare Advantage 会员快速增长是保险业务收入的重要拉动因素。

5) 健康服务业务: 全面覆盖健康管理 (OptumHealth)、健康数据信息系统 (OptumInsight) 和药品福利管理 (OptumRx)。 OptumRx 占比最高、且 2014-2018 年营收复合增速高达 21%，通过 PBM 和规模经济有效控制药物成本。各业务条线利润率均呈现明显上升趋势，其中 OptumInsight 既能满足公司保险业务的服务需求，也能单独获客、服务保险体系外用户。
- 凯撒模式：“保险-医院-医生”闭环管理的成熟模式。** 凯撒基金健康计划通过保险业务的预付费制度筹集资金，基金医院利用凯撒基金健康计划的资金在部分地区建立社区医院，医生集团通过与凯撒医院谈判获取人头费、并负责提供医疗服务。凯撒模式将风险在系统中重新分配，即险企将医疗风险重新分配给了医生和医院，激励医生减少无效的医疗资源浪费。
- 海外成熟健康产业模式对我国险企的启示包括:**

 - 1) 细分客户群体，精准挖掘需求；
 - 2) 通过并购等方式，加速渗透医疗机构，提升定价话语权和控费能力；
 - 3) 重视医疗险，一定程度上减少对重疾险的过度依赖；
 - 4) 充分发挥健康管理与保险业务的协同效应；
 - 5) 拓展医疗信息服务业务，创造新的利润增长点；
 - 6) 加强与企业、政府合作，提升业务品质。
 - 7) 建立风险共担与激励机制等。
- 我国险企健康产业布局分为轻资产和重资产两大方向，以中国平安和泰康保险为代表；健康产业发展空间广阔，维持“优于大市”评级。** 中国平安打造了包含保险板块和健康服务板块的医疗健康生态圈；泰康保险从“保险+医养康宁”出发，初步构建大健康产业闭环。2019年前八个月健康险行业保费同比+31%，险企聚焦健康险策略不变，健康险已成为上市险企新单保费最主要来源。健康产业发展有望降本增效、创造利润增长点。2019年10月22日股价对应2019P/EV仅为0.78-1.37倍，处于历史较低水平，公司推荐中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险等。

风险提示: 利率趋势性下行; 股票市场大幅波动; 保障型增速显著放缓。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 健康产业供、需、付不平衡问题亟待解决	7
1.1 “健康中国 2030”开启国内健康产业黄金时代	7
1.2 健康产业现状：供、需、付不平衡孕育发展机遇	8
1.2.1 健康产业供需端：卫生费用增长快，健康管理供需缺口较大	8
1.2.2 健康产业支付端：个人自付比例高为商业健康险发展带来契机，保险公司赔付水平仍高、对医疗机构影响力亟待提升	9
2. 联合健康模式：“保险+服务”协同的开放式平台	11
2.1 业绩稳定高增速，股价大幅跑赢指数	11
2.2 “保险+服务”两大平台实现协同和互补，内部价值转移效果显著	13
2.2.1 健康保险业务（United Healthcare）细分用户群体精准供保	15
2.2.2 健康服务业务（Optum）全面覆盖健康管理、健康数据信息系统和药品福利管理	17
2.3 联合健康对我国险企的启示：精准挖掘需求，重视保险服务的协同效应	20
3. 凯撒模式：“保险-医院-医生”闭环管理模式	22
3.1 商业模式已较为成熟，业务实现稳定扩张	22
3.2 保险-医院-医生闭环式管理模式促进成本控制和效率提升	22
3.3 凯撒模式对我国险企的启示：整合医疗系统、建立风险共担机制	24
4. 我国险企健康产业布局：轻资产和重资产两大方向	26
4.1 中国平安：“金融+科技”，打造医疗健康生态圈	26
4.1.1 中国平安保险板块：拓展细分市场，推行“产品+”战略	27
4.1.2 平安好医生：面向患者，布局互联网健康服务	27
4.1.3 平安医保科技：面向医保部门，布局医疗管理服务	28
4.2 泰康保险：“保险+医养康宁”，构建大健康产业闭环	30
4.2.1 泰康人寿：提供一揽子医养解决方案	31
4.2.2 泰康健投：建设“医养康宁”服务体系	31
4.2.3 泰康健康管理：国外模式的初步尝试	31
4.3 中国人寿：多措并举，推进“大健康”“大养老”战略	32
4.4 中国太保：三支箭助力“转型 2.0”	33
4.5 新华保险：聚焦健康险业务发展，发挥健康管理业务的战略作用	33
5. 我国健康险发展方兴未艾，看好大健康产业机遇	33

5.1	健康险持续高速增长，已成为上市险企新单保费最主要来源	33
5.1.1	医疗险、长期险占主导，个人业务占比高.....	33
5.1.2	健康险增速显著快于寿险与意外险，上市险企健康险占新单比重近半	35
5.2	投资建议：健康险供给侧改革势在必行，大健康产业 16 万亿蓝海即将开启	36

图目录

图 1	国民卫生总费用及 GDP 增长率	9
图 2	中美医疗卫生费用分担情况	10
图 3	2012-2018 健康险原保险赔付支出及占比	10
图 4	2018 年我国专业健康险公司净利润（亿元）	11
图 5	2018 年美国健康险（含意外险）直接承保保费	11
图 6	联合健康股价与美国主要指数涨幅	12
图 7	联合健康估值水平	12
图 8	联合健康营业收入及增速	13
图 9	联合健康净利润及增速	13
图 10	联合健康每股收益和 ROE	13
图 11	联合健康每股现金股利及增速	13
图 12	联合健康收入结构	13
图 13	联合健康两大业务平台功能布局	14
图 14	联合健康业务结构	14
图 15	2018 年两大平台营业收入规模及占比（亿美元，%）	14
图 16	2018 年联合健康两大平台营业利润规模（亿美元）	14
图 17	健康服务业务营业利润率明显高于健康保险业务	15
图 18	联合健康会员数量（千人）	15
图 19	United Healthcare 各业务营业收入（亿美元）	16
图 20	Medicare 和退休业务营业收入（亿美元）	17
图 21	Optum 各业务营业收入（亿美元）	18
图 22	Optum 各业务营业收入增速（亿美元）	18
图 23	Optum 各业务营业利润率	18
图 24	联合健康近年来赔付率较为稳定	19
图 25	联合健康运营费用率由 2014 年的 16.2% 降至 2018 年的 15.1%	21
图 26	凯撒医疗营业收入及增速	22
图 27	凯撒医疗净利润及增速	22
图 28	凯撒闭环管理模式	23
图 29	凯撒整体业务布局	24
图 30	中国平安医疗健康生态圈	26

图 31	中国平安健康险和意外险业务规模保费（百万元）	27
图 32	平安好医生业务架构	27
图 33	2018 年平安好医生分业务收入占比	28
图 34	平安医保科技业务框架	29
图 35	“云享 e 通”业务模式	29
图 36	泰康保险健康产业布局	31
图 37	2017 年健康险细分险种收入占比	34
图 38	2017 年健康险的长期业务和短期业务占比	35
图 39	2017 年健康险的个人业务和团体业务占比	35
图 40	2012-2018 年人身险分险种原保费收入规模（亿元）	35
图 41	2013-2018 年人身险分险种原保费收入增速	35
图 42	2013 至 2019 年 1-8 月人身险分险种原保费收入规模占比情况	35
图 43	上市险企健康险保费收入（百万元）	36
图 44	上市险企健康险保费收入占比	36
图 45	上市寿险公司的健康险业务（或长期保障型）占新单保费的比例	36

表目录

表 1	《“健康中国 2030”规划纲要》、《促进健康产业高质量发展行动纲要》中关于健康险及健康产业的重点内容.....	7
表 2	近年来鼓励健康产业发展的相关政策.....	8
表 3	我国分级医疗机构数和诊疗人次.....	9
表 4	凯撒业务发展情况.....	22
表 5	2018 年平安好医生关联方交易情况	30
表 6	国寿大健康基金投资案例.....	32
表 7	部分新华健康体检中心分布	33
表 8	健康险的主要险种.....	34

1. 健康产业供、需、付不平衡问题亟待解决

1.1 “健康中国 2030”开启国内健康产业黄金时代

21 部委推十项重大工程，健康产业迎来政策风口。2019 年 9 月 29 日，为加快推动健康产业发展，国家发展改革委、银保监会等 21 个部委联合制定了《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》（以下简称《行动纲要》），明确了要围绕重点领域和关键环节将实施 10 项重大工程，具体内容包含推进“互联网+医疗健康”、发展健康保险、打造健康产业集群等。《行动纲要》进一步贯彻落实了全国卫生与健康大会和“健康中国 2030”规划纲要》部署，健康产业有望迎来新发展。

表 1 《“健康中国 2030”规划纲要》、《促进健康产业高质量发展行动纲要》中关于健康险及健康产业的重点内容

2016 年 10 月 25 日	《“健康中国”2030 规划纲要》中关于健康险及健康产业的重点内容
指导思想	以提高人民健康水平为核心，以体制机制改革创新为动力，以普及健康生活、优化健康服务、完善健康保障、建设健康环境、发展健康产业为重点，把健康融入所有政策，加快转变健康领域发展方式，全方位、全周期维护和保障人民健康，大幅提高健康水平，显著改善健康公平。
战略目标	健康服务能力大幅提升。优质高效的整合型医疗卫生服务体系和完善的全民健身公共服务体系全面建立，健康保障体系进一步完善，健康科技创新整体实力位居世界前列，健康服务质量和水平明显提高，健康产业规模显著扩大。建立起体系完整、结构优化的健康产业体系，形成一批具有较强创新能力和国际竞争力的大型企业，成为国民经济支柱性产业。 领域：健康产业 指标：健康服务业总规模（万亿元） 2020 年：>8 2030 年：16
发展健康产业	优化多元办医格局；发展健康服务新业态；积极发展健身休闲运动产业。
健全医疗保障体系	完善全民医保体系。健全以基本医疗保障为主体、其他多种形式补充保险和商业健康保险为补充的多层次医疗保障体系。整合城乡居民基本医保制度和经办管理。进一步健全重特大疾病医疗保障机制，加强基本医保、城乡居民大病保险、商业健康保险与医疗救助等的有效衔接。到 2030 年，全民医保体系成熟定型。 健全医保管理服务体系。严格落实医疗保险基金预算管理。全面推进医保支付方式改革，积极推进按病种付费、按人头付费，积极探索按疾病诊断相关分组付费（DRGs）、按服务绩效付费，形成总额预算管理下的复合式付费方式，健全医保经办机构与医疗机构的谈判协商与风险分担机制。到 2030 年，全民医保管理服务体系完善高效。 积极发展商业健康保险。落实税收等优惠政策，鼓励企业、个人参加商业健康保险及多种形式的补充保险。丰富健康保险产品，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、体检、护理等机构合作，发展健康管理组织等新型组织形式。到 2030 年，现代商业健康保险服务业进一步发展，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高。
推动健康科技创新	构建国家医学科技创新体系。加快生物医药和大健康产业基地建设，培育健康产业高新技术企业，打造一批医学研究和健康产业创新中心，促进医研企结合，推进医疗机构、科研院所、高等学校和企业等创新主体高效协同。 推进医学科技进步。重点部署创新药物开发、医疗器械国产化、中医药现代化等任务，显著增强重大疾病防治和健康产业发展的科技支撑能力。
2019 年 9 月 29 日	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》中关于健康险及健康产业的重点工程
（一）优质医疗健康资源扩容工程	发展优质健康管理。鼓励社会力量提供差异化、定制化的健康管理服务包，探索商业健康保险作为筹资或合作渠道。
（二）“互联网+医疗健康”提升工程	建设全民健康信息平台。应用健康医疗大数据，推进健康医疗大数据的安全共享，深化健康医疗大数据在医学科研、教育培训、临床诊疗、产品研发、行业治理、医保支付等方面应用。加快发展“互联网+医疗”。积极发展“互联网+药品流通”。
（四）健康服务跨界融合工程	试点和推广长期护理保险，完善长期照护等级认定标准、项目内涵、服务标准、质量评价等行业规范和体制机制。
（六）健康保险发展深化工程	增加新型健康保险供给。进一步引导健康保险公司开发覆盖特需医疗、前沿医疗技术、创新药、高端医疗器械应用以及疾病风险评估、疾病预防、运动健身等干预性服务的医疗险产品。制定进一步支持商业长期护理保险和照护服务发展的政策。加快适用于多机构执业的医生执业责任险产品准入，鼓励医生、医师协会等参与医生执业责任险产品开发。 促进健康保险与健康服务融合。支持健康保险公司开展管理式医疗试点，建立覆盖健康保险、健康管理、医疗服务、长期照护等服务链条的健康管理组织，推动服务模式变革，促进个人落实健康责任，提高保险资金使用效率，提高对医疗费用的管约束能力。搭建高水平公立医院及其特需医疗部分与健康保险公司的对接平台，促进医、险定点合作。支持健康保险公司开展基于互联网的保险服务，发展健康数据管理业务，提高精细化管理能力。
（七）健康产业集聚发展工程	打造医研产融合的健康产业示范基地。鼓励发展健康服务集聚区。

资料来源：国务院官网，海通证券研究所

2013 年以来，我国政府出台了多项利好政策，如系列税收优惠、健康险独立运营独立核算等，支持商业健康险及健康产业发展，鼓励保险公司健康产业投资，为大健康

产业和健康管理发展预留充足空间。2016年10月25日通过了“健康中国2030”规划纲要，健康中国战略提升至前所未有的高度，而后系列的相关政策相继出台。2019年5月的手续费及佣金税前扣除比例提升新规，也大大减轻了销售健康险的税收支出压力。政府对全民健康保障高度重视，并制定明确的战略规划和指导意见，积极推进建立完善科学的商业健康险监管体制，有望引导和助力健康产业实现跨越性发展。

表 2 近年来鼓励健康产业发展的相关政策

2013年9月	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	丰富商业健康保险产品。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。发展多样化健康保险服务。建立商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作的机制，加强对医疗行为的监督和对医疗费用的控制。鼓励以政府购买服务的方式委托具有资质的商业保险机构开展各类医疗保险经办服务。
2014年8月	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	鼓励保险公司投资医疗服务业，并要求发展多样化健康保险服务，把商业保险建成社会保障体系的重要支柱。
2016年8月	《中国保险业发展“十三五”规划纲要》	至2020年将全面推行个人税收优惠型商业健康保险，鼓励发展商业护理保险等。
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	提出积极发展商业健康险，落实税收等优惠政策，到2030年商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高。
2016年12月	《“十三五”卫生与健康规划》	加快健康产业发展。加快发展商业健康保险。鼓励企业和个人通过参加商业保险及多种形式的补充保险解决基本医保之外的需求。鼓励商业保险机构积极开发与健康管理服务相关的健康保险产品，加强健康风险评估和干预。加快发展医疗责任保险、医疗意外保险，探索发展多种形式的医疗执业保险。
2017年2月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	鼓励商业保险公司开发适销对路的长期护理保险产品和服务。
2017年4月	《关于将健康险个人所得税试点政策推广至全国范围实施的通知》	对个人购买符合规定的商业健康保险产品的支出，允许予以税前扣除
2017年11月	《健康保险管理办法(征求意见稿)》	首次提及健康管理服务、医保合作，还包括延长长期健康保险的“犹豫期”、对贫困人口适当倾斜、鼓励新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。商业健康险将成为医保基金的重要补充，缓解医保基金压力，提高医疗保险的保障水平。
2018年4月	《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	健全“互联网+医疗健康”服务体系；发展“互联网+”医疗服务。完善“互联网+医疗健康”支撑体系；加快实现医疗健康信息互通共享。健全“互联网+医疗健康”标准体系。
2019年7月	《健康中国行动（2019—2030年）》	健全老年健康服务体系，完善居家和社区养老政策，推进医养结合，探索长期护理保险制度，打造老年宜居环境，实现健康老龄化。
2019年9月	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》	围绕重点领域和关键环节实施10项重大工程：一是优质医疗健康资源扩容工程；二是“互联网+医疗健康”提升工程；三是中医药健康服务提质工程；四是健康服务跨界融合工程；五是健康产业科技创新工程；六是健康保险发展深化工程；七是健康产业集聚发展工程；八是健康产业人才提升工程；九是健康产业营商环境优化工程；十是健康产业综合监管工程。

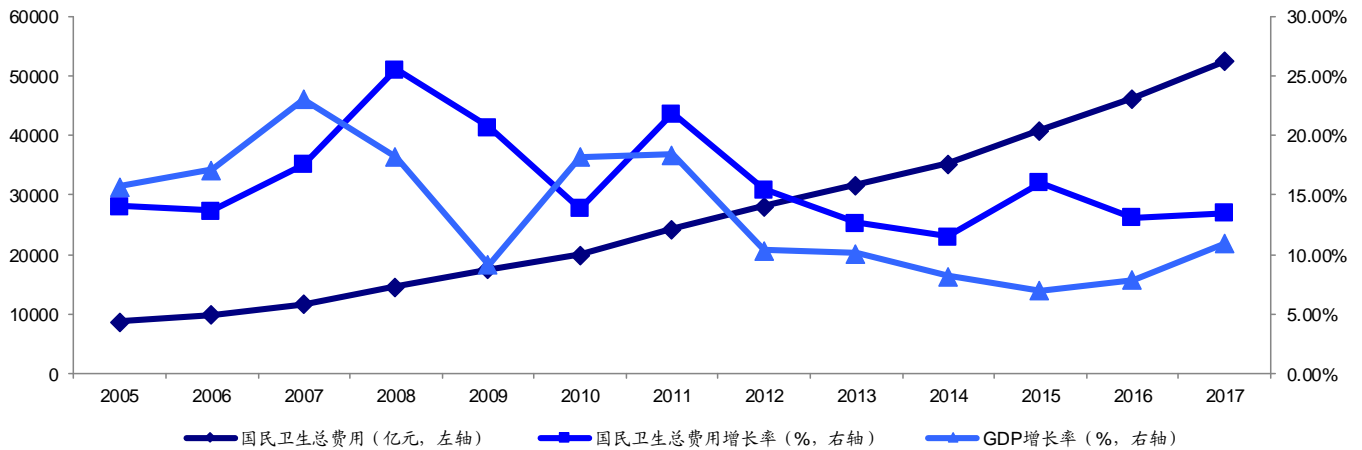
资料来源：国务院官网，中国银保监会官网，中国卫生健康委网站，海通证券研究所”

1.2 健康产业现状：供、需、付不平衡孕育发展机遇

1.2.1 健康产业供需端：卫生费用增长快，健康管理供需缺口较大

近年来，随着人们生活水平的提高，老龄化程度日益加深，人们对健康问题的关注度逐渐上升，国民卫生总费用日益增长。2005—2017年，国民卫生总费用从8660亿元增长至52598亿元，复合增速为16%，高出GDP年均增长率3ppt。

图1 国民卫生总费用及 GDP 增长率



资料来源：国家统计局，Wind，海通证券研究所

随国民卫生总费用一同增长的，还有人们对健康管理服务的需求。健康管理主要包括疾病预防与疾病控制，核心内容是医疗机构对客户开展系统的健康管理和干预，有效控制疾病的发生或发展，降低医疗支出，减少医疗保险赔付损失。2016年，我国“十三五”规划正式提出了“推进健康中国建设”，并将其作为未来一个阶段国家发展的战略目标之一。随后《“健康中国2030”规划纲要》、《“十三五”卫生与健康规划》相继出台，进一步细化“健康中国”的长期战略，并强调了健康管理和商业健康保险发展的重要性。根据2018年胡润百富的调查，中产阶级关注的生活重点前四为子女教育、投资理财、职业发展、健康医疗，其中子女教育关注的问题中，52%的问题是身体健康。51%的新中产人群每周运动健身4次或以上，其中22%每天都运动，近半数的新中产家庭为自己和家人配备了商业健康保险，缓解健康医疗焦虑。

从供给端来看，我国当前医疗资源分布并不平衡，限制了健康管理服务的供给。从分级医疗体系来看，我国三级医院承接了过重的医疗服务需求。2017年，我国2340家三级医院诊疗人次为172643万。相比之下，我国18472家一级、二级医院诊疗人次共计149002万。由于三级医院仅能为患者提供疾病治疗和康复等服务，无法进行日常健康管理，导致目前健康管理服务产生较大的供需缺口。

表3 我国分级医疗机构数和诊疗人次

医疗机构类别	医疗机构数(家)	诊疗人次(万人次)
三级医院	2340	172642.5
二级医院	8422	126785.1
一级医院	10050	22217.3
基层医疗卫生机构	933024	442891.6

资料来源：中国卫生健康统计年鉴2018，海通证券研究所

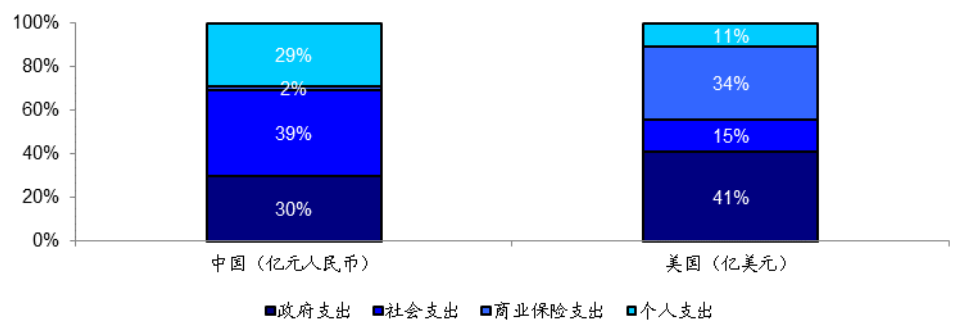
对于保险公司而言，有效的健康管理服务不仅能吸引客户，提升客户黏性，而且能显著降低赔付支出，提高公司盈利水平。从被动的、单纯的支付方，转变为健康管理者，深度介入医疗服务当中，介入治疗决策的制定过程，实现对于健康管理全流程的掌控。

1.2.2 健康产业支付端：个人自付比例高为商业健康险发展带来契机，保险公司赔付水平仍高、对医疗机构影响力亟待提升

目前我国健康产业支付端以社会医保为主、以个人自付和商业健康险为辅；个人自付比例高于美国，商业健康险空间较大。我国现行的社会医疗保险主要由涵盖城镇职工基本医疗保险、城乡居民基本医疗保险的社会基本医疗保险，城乡居民大病保险，城乡

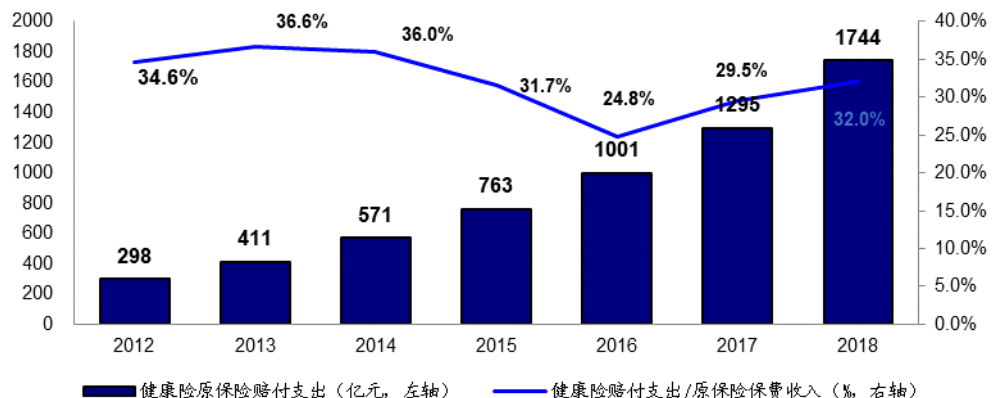
医疗救助组成。根据人民日报，2017年三项基本医保制度参保人数超过13亿，参保率稳固在95%以上。虽然基本医保实现了广覆盖，但保障范围和保障程度都相对有限，只保障参保人出现疾病（或者重大疾病）时的医疗费用，相比于发达国家的疾病预防和疾病控制等健康管理措施，当前医疗保障的深度较浅，且保障比例较低。

从医疗卫生费用的支付结构来看，2016年，中国政府预算支出占总医疗卫生费用的30.01%，社会支出占39.05%，个人自付占28.78%，商业保险仅占2.16%；相比之下，美国政府预算支出占总医疗卫生费用的40.86%，社会支出占14.92%，个人自付占10.56%，商业保险占33.66%。中国健康支出个人自付比例较高，导致“看病贵”现象的出现，这给商业健康险的发展带来了较大空间，当前商业保险占比较美国等发达国家有十分明显的差距。

图2 2016年中美医疗卫生费用分担情况


资料来源：Wind，中国银保监会，CMS，海通证券研究所。备注：因中国的卫生费用支付结构分为三方，我们用银保监会公布的健康险赔付数据近似商业保险在医疗卫生费用中的支付数据，以形成四方口径，与美国可比。

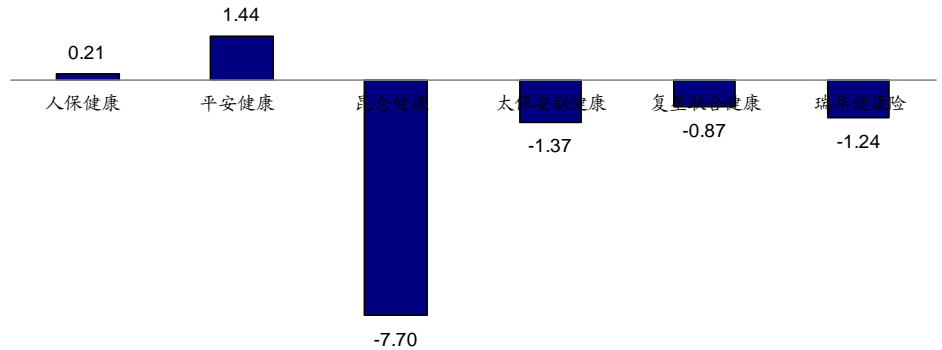
健康险赔付支出增速较高。2012-2018年保险行业健康险原保费收入由863亿元上升至2018年的5448亿元，6年复合增长率为36%，同时，健康险赔付支出由2012年的298亿元增长至2018年的1744亿元，6年复合增长率为34%，略低于健康险原保费收入36%的复合增长率。健康险赔付支出与原保费收入的比例由2012年34.6%震荡下降至2018年的32.0%，但该比例仍较高。根据前瞻产业研究院官网文章《2019年中国健康保险行业市场现状及发展趋势分析“互联网+”深度融合推动创新发展》，中国经营商业健康险的保险公司中，80%以上业务赔付率超过80%，40%左右的赔付率超过100%。

图3 2012-2018 健康险原保险赔付支出及占比


资料来源：中国银保监会，海通证券研究所

过去5到10年，健康险支付端的扩面大大推动了医疗服务市场的发展，但快速增

长的医疗开支反过来加强了支付方对控费的需求。我们认为，目前国内的医疗体系下，医疗机构在定价方面的角色占优，社保在付费环节只拥有一定的话语权，商业保险公司在医疗费用的把控方面较为弱势。专业健康险公司相比传统寿险公司专业优势不明显，亏损仍为主旋律。目前国内共有 7 家专业健康险公司，2018 年，除了暂缓披露经营数据的和谐健康险，6 家中有 4 家出现亏损，总计净亏损 9.54 亿元。

图4 2018 年我国专业健康险公司净利润（亿元）


资料来源：各专业健康险公司 2018 年度信息披露报告，海通证券研究所

2. 联合健康模式：“保险+服务”协同的开放式平台

我们通过对美国前两大健康保险公司的业务模式分析来探索中国健康产业的布局方向。

图5 2018 年美国健康险（含意外险）直接承保保费

业务类型	2018年市占率排名	保险公司	2018年直接承保保费（亿美元）	市占率（%）
LH CA	1	联合健康集团	1569.35	14.17%
H CA	2	凯撒医疗集团	932.16	8.42%
LH CA	3	安森保险集团	671.55	6.07%
LH CA	4	哈门那集团	560.27	5.06%
LH CA	5	西维斯集团	556.87	5.03%
LH	6	HCSC集团	378.23	3.42%
LH	7	康西哥集团	363.74	3.29%
LH CA	8	信诺保险集团	298.83	2.70%
LH	9	WELLCARE集团	205.23	1.85%
LH CA	10	莫里纳健康保险集团	185.34	1.67%
		前10名意健险承保公司合计	5721.57	51.68%
		全美意健险承保公司合计	11071.64	100%

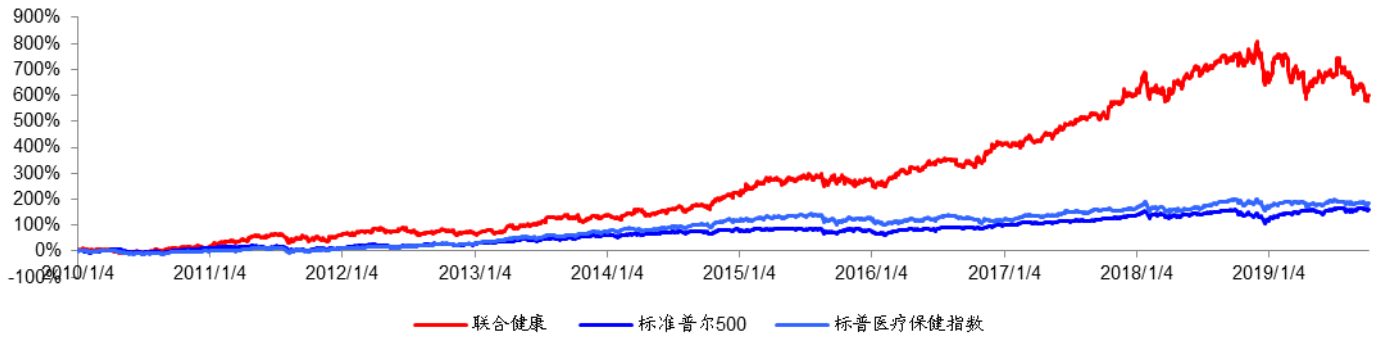
资料来源：NAIC，海通证券研究所。备注：L指 Life/Health，H指 Health，CA指 Casualty

联合健康成立于 1977 年，并于 1984 年上市，截至 2019 年 9 月 21 日，市值超过 2200 亿美元，作为美国最大的医疗保健公司，主要服务于个人和雇主，医疗保险以及医疗补助受益人。截至 2018 年 12 月，联合健康在全球范围内拥有超过 1.41 亿用户，为美国 50 个州和 130 多个其他国家的居民提供医疗福利和服务，集团每年在技术和创新方面投资约 35 亿美元，处理约 1.1 万亿次交易。

2.1 业绩稳定高增速，股价大幅跑赢指数

联合健康 2010 年以来股价涨幅是标普 500 的 3.8 倍。2010 年-2019 年 10 月 7 日，公司股价涨幅高达 602%，同期标普 500、标普医疗保健指数分别+159%、+183%。

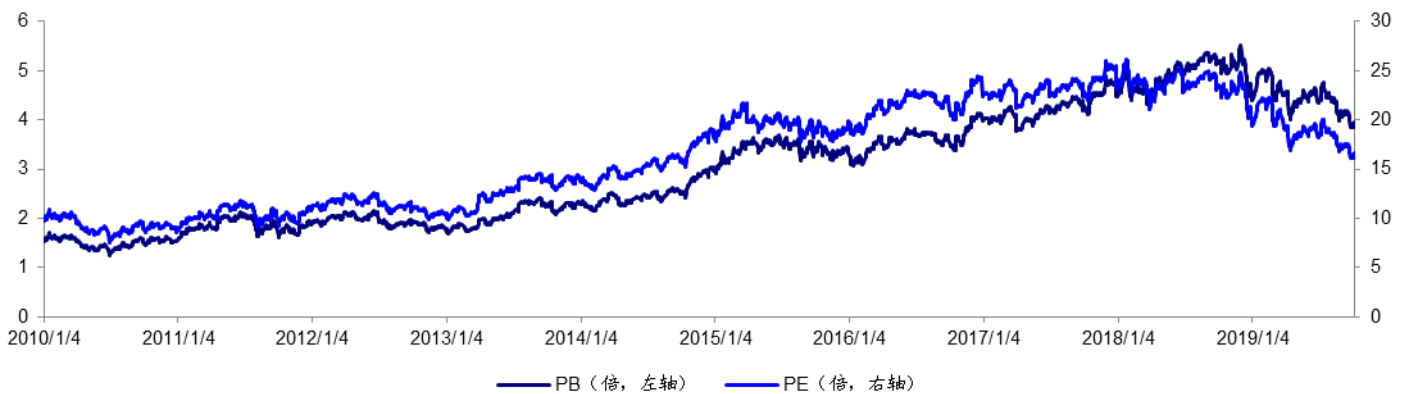
图6 联合健康股价与美国主要指数涨幅



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

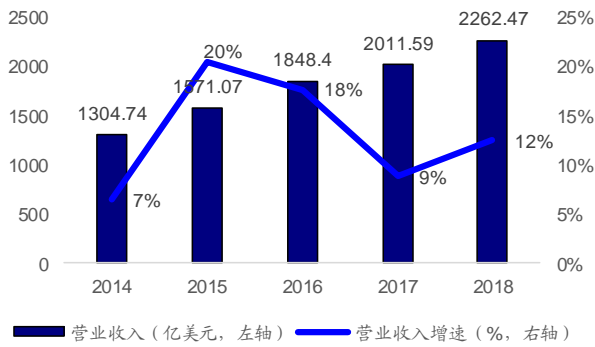
估值水平显著提升。2010年-2019年10月7日，联合健康PB由1.5倍已提升至3.9倍、PE由9.7倍提升至16.6倍。

图7 联合健康估值水平

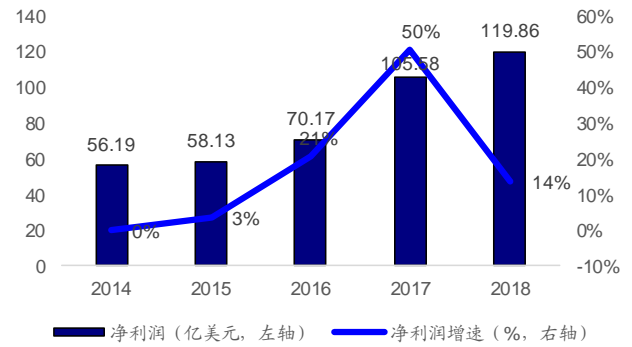


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

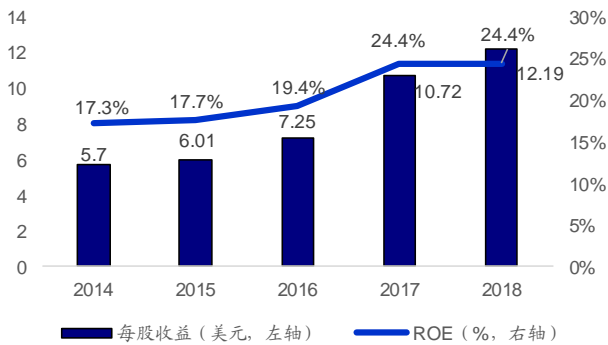
营收、利润、ROE等核心财务指标五年内持续稳步提高。2014-2018年间，营业收入由1305亿美元增至2262亿美元，年复合增速达14.75%，2015年业务高增速主要是由于公司完成对PBM（Pharmacy Benefit Manager）业务提供商Catamaran的收购。净利润由56亿美元增至120亿美元，年复合增速达20.85%。ROE持续上升，由2014年的17.3%增至2018年的24.4%。

图8 联合健康营业收入及增速


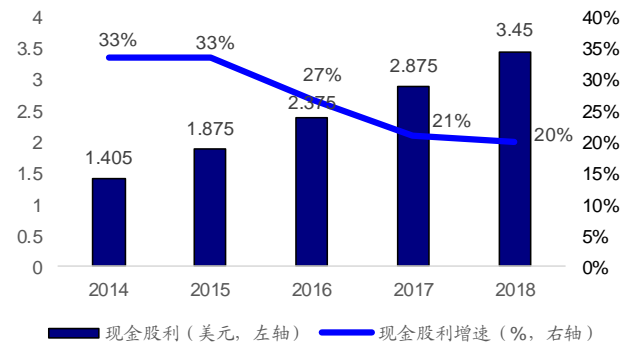
资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

图9 联合健康净利润及增速


资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

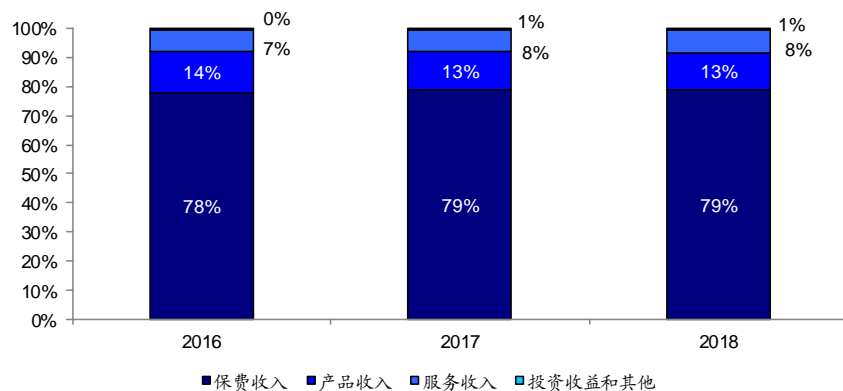
图10 联合健康每股收益和 ROE


资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

图11 联合健康每股现金股利及增速


资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

收入结构合理，投资收益和其他占比低。2016 年-2018 年联合健康总收入主要为保费收入，分别为 1441 亿美元、1585 亿美元、1781 亿美元，占比分别为 78%、79%、79%。2016 年-2018 年投资收益分别为 8 亿美元、10 亿美元、14 亿美元，占比分别为 0.45%、0.51%、0.61%，占比较低，收入受投资收益波动影响小。2018 年，服务收入占比 7.6%、产品销售收入占比 13.1%。

图12 联合健康收入结构


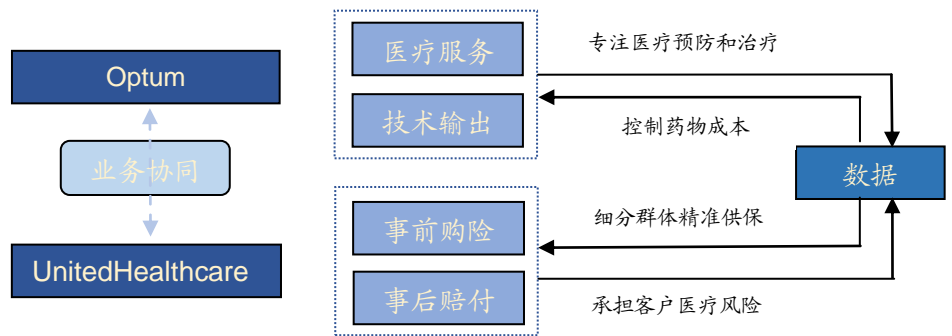
资料来源：联合健康集团 2016-2018 年年报，海通证券研究所

2.2 “保险+服务”两大平台实现协同和互补，内部价值转移效果显著

联合健康集团主要业务由两个平台组成：**健康保险业务 (United Healthcare)** 为用户提供**保险服务**；**健康服务业务 (Optum)**，提供**健康管理服务**。健康保险业务吸引用户流，服务于企业员工、个人、政府计划中的老年人、低收入群体。健康服务业务聚焦于后端健康管理，同时也帮助保险业务降低成本，提供更好的医疗资源，既能满足保

险业务的服务需求，也能单独获客，服务保险体系外用户。保险业务利用服务业务的功能来帮助协调患者护理、提高医疗服务的负担能力、分析成本趋势、管理药房福利、更有效地与护理提供商合作并创建更简单的消费者体验。

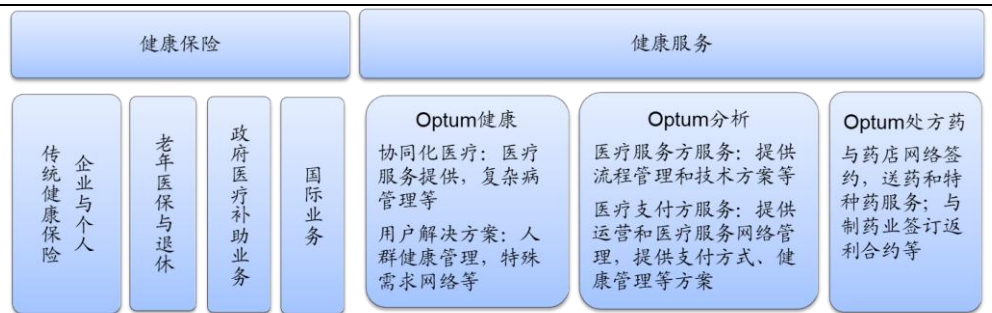
图13 联合健康两大业务平台功能布局



资料来源：联合健康官网，海通证券研究所整理

保险业务与服务业务互相独立又紧密协同，业务收入中 1/4 为内部价值转移。公司 2018 年保险业务和服务业务收入中，重叠部分有 585 亿美元，占总收入的 26%。

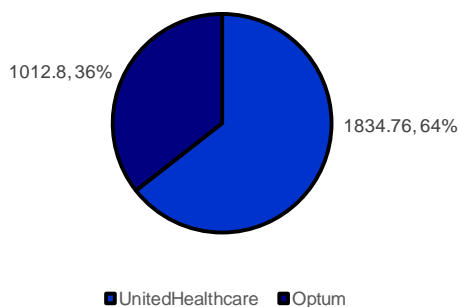
图14 联合健康业务结构



资料来源：联合健康官网，海通证券研究所整理

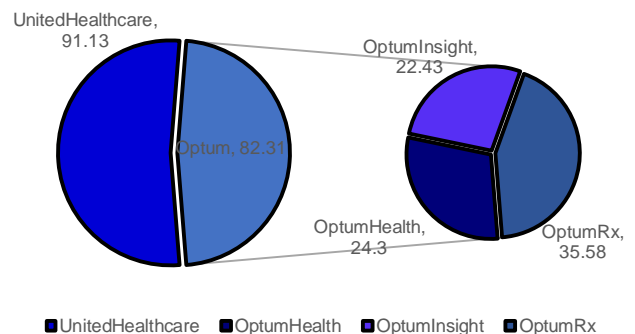
健康服务业务营收、利润占比快速提升；健康服务业务利润率达 8.1%，且近年来持续走高。2018 年，公司健康保险业务、健康服务业务营收分别为 1835、1013 亿美元，占比分别 64%、36%；营业利润占比分别 53%、47%。而 2013 年公司健康服务业务营收、利润占比仅分别为 25%、26%，5 年间营收、利润占比分别提升 11ppt、21ppt。健康服务利润占比提升速度快于其营收增速，主要是由于利润率较高且利润率增速很快。2014 年健康服务业务利润率为 6.9%，2018 年已提升至 8.1%。而健康保险业务利润率则由 5.8% 下滑至 5.0%。

图15 2018 年两大平台营业收入规模及占比 (亿美元, %)



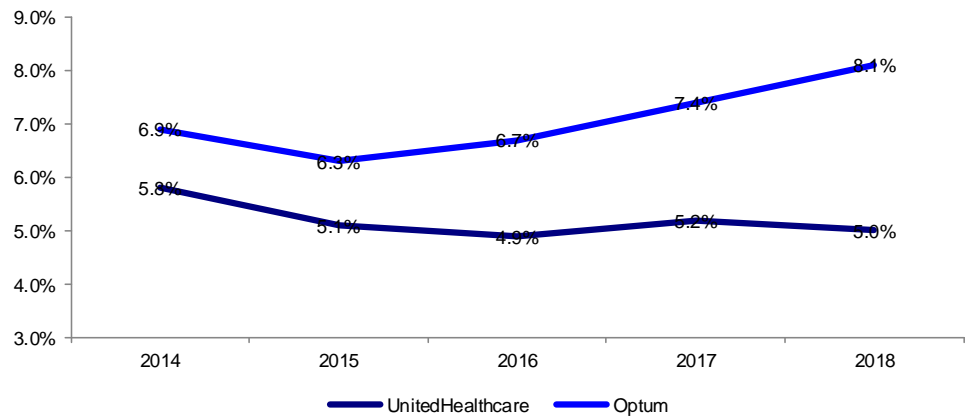
资料来源：联合健康集团 2018 年年报，海通证券研究所

图16 2018 年联合健康两大平台营业利润规模 (亿美元)



资料来源：联合健康集团 2018 年年报，海通证券研究所

图17 健康服务业务营业利润率明显高于健康保险业务

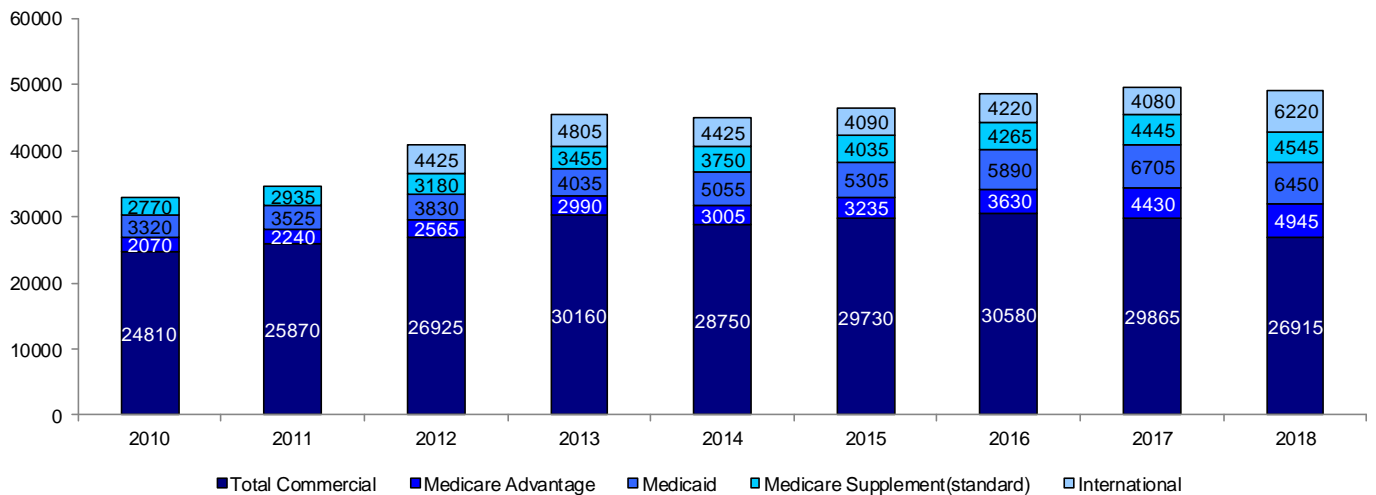


资料来源：联合健康 2014-2018 年年报，海通证券研究所

2.2.1 健康保险业务（United Healthcare）细分用户群体精准供保

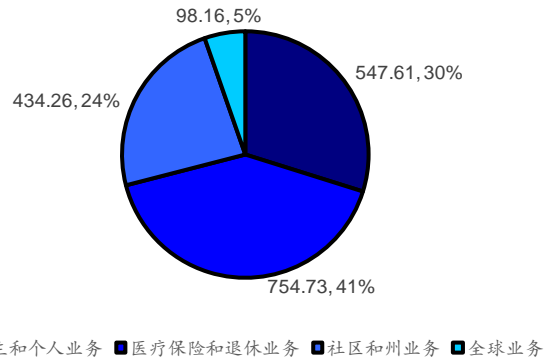
会员稳定增长是业绩增速亮眼的重要原因：八年间会员复合增速 5%，增速主要由 Medicare Advantage 会员贡献。健康保险业务为全球近 5 千万人提供服务，与 6000 家医院及其他医疗机构合作，合作网络涵盖 130 万名医生。2010-2018 年，公司保险业务注册会员复合增速 5.1%；其中 Medicare Advantage 复合增速高达 11.5%，而占比最高的商业保险客户复合增速仅为 1.02%，主要是由于部分公司型客户将他们的退休人员的商业保险计划从转向了 Medicare Advantage 计划。

图18 联合健康会员数量（千人）



资料来源：联合健康 2010-2018 年年报，海通证券研究所

通过将用户群体分成四大业务板块，为每个细分市场量身定制保险业务。雇主和个人业务服务于独资企业、大型国企雇主、公共部门雇主和个人消费者。Medicare 和退休业务为 Medicare（医疗保险）受益人和退休人员提供健康福利。社区和州业务为州 Medicaid（医疗补助计划）、社区计划及其参与者提供医疗保健服务。全球业务为居住、工作或旅行在本国以外的人提供健康解决方案，包含牙科福利、临床服务等。2018 年雇主和个人业务、Medicare 和退休业务、社区和州业务和全球业务，营业收入分别为 548、755、434、98 亿美元，占健康保险业务比重分别为 30%、41%、24%、5%。

图19 United Healthcare 各业务营业收入（亿美元）


资料来源：联合健康集团 2018 年年报，海通证券研究所

1) 雇主和个人业务 (UnitedHealthcare Employer & Individual)

雇主和个人业务面向大型企业雇主、公共部门、中小企业主和个人提供健康保险计划，覆盖近 2700 万美国人。针对大型雇主集团，该业务板块通过提供行政服务和其他管理服务，协助雇主自建健康保险计划，按月收取服务费。针对其他雇主和个人，该业务板块通过承担客户的医疗成本和管理支出风险，按月收取相应保费。

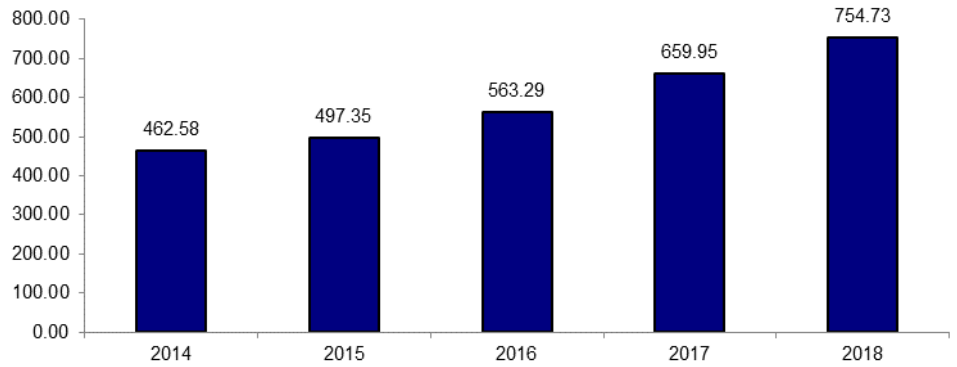
该业务板块的主要产品有：1) 传统产品，包括全方位的医疗福利和一系列覆盖服务，如预防保健、灾难防护、于指定机构的专业医生绿色通道和医疗费用折扣。2) 参与型产品，如健康报销账户 (Health Reimbursement Accounts)、健康储蓄账户 (Health Savings Accounts) 和消费者参与服务，这类产品将用户健康与金融账户关联起来，以增强个人对健康和保险的责任；3) 临床医药产品，提供全面的临床和药房服务，帮助消费者做出更好的医疗保健决策，让消费者更加健康，并降低医疗费用。

2) Medicare 和退休业务 (UnitedHealthcare Medicare & Retirement)

Medicare 和退休业务面向 50 岁以上人群，满足他们日益增长的预防服务、急性病诊疗、慢性病诊疗和老年人常见病护理。Medicare 和退休业务具有独特的定价、承销、临床计划管理和市场营销渠道，主要客户来自政府机构和 AARP 会员。

该板块主要产品包括：1) Medicare Advantage。老年人保险优惠计划 (Medicare Advantage Plan) 由美国医疗保险和医疗补助服务中心 (CMS) 主导，公司向参与的会员收取保费并提供医疗保险和可负担的护理服务。2018 年，CMS 保费收入占联合健康总收入的 30%，其中大部分收入来自 Medicare 和退休业务条线。2) 老年人处方药保险 (Medicare D) 和老年人医药补充保险 (Medicare Supplement) 两类业务让老年人能低价购买处方药，并覆盖了传统联邦医疗保险的免赔额和共保额。3) 此外，Medicare 和退休业务还推出了护理管理和临床管理、护士保健热线、24 小时保健信息咨询、保健服务折扣查询等服务。

Medicare 和退休业务是公司保险业务的中流砥柱，2018 年保费贡献为 755 亿美元，五年复合增速 13%。2018 年公司营收增速为 12%，而保险业务中雇主和个人业务、Medicare 和退休业务、社区和州业务、全球业务营收增速分别为 5%、14%、16%、27%。营收占比 41% 的 Medicare 和退休业务保持高增速是公司保险业务稳定增长的保障，而该业务的增长很大程度上得益于我们前文提到的 Medicare Advantage 会员数的高增速。

图20 Medicare 和退休业务营业收入 (亿美元)


资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

3) 社区和州立业务 (UnitedHealthcare Community & State)

社区和州立业务服务于经济困难、医疗服务不足和没有雇主资助医疗保健服务的群体。该业务与 30 个州和哥伦比亚特区开展合作，为 650 万人提供相关服务，这包括贫困家庭临时援助 (TANF)、儿童健康保险计划 (CHIP) 以及其他社区医疗计划。社区和州立业务的发展机会在于从服务付费模式转变为管理式医疗，包括通过数据分析和社区协作，对长期护理和社会服务进行综合管理。

4) 全球业务 (UnitedHealthcare Global)

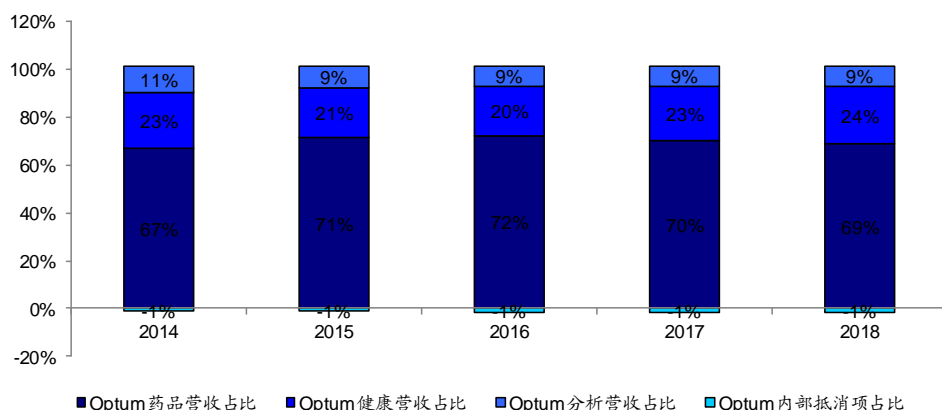
全球业务运用 130 多个国家的医疗服务供应商网络，为在国外居住、工作或旅行的人提供健康解决方案，目前已为全球 620 万人提供医疗保险，为 220 万人提供牙科保险，并在 55 家医院、275 家诊所和门诊中心提供医疗服务。全球业务提供广泛的医疗服务，并通过改进医疗付费和医疗供应体制，支持各国卫生系统发展。

2.2.2 健康服务业务 (Optum) 全面覆盖健康管理、健康数据信息系统和药品福利管理

Optum 通过健康管理 (OptumHealth)、健康数据信息系统 (OptumInsight) 和药品福利管理 (OptumRx) 三条业务线为医疗保健市场服务，包括付款人、医疗服务提供商、雇主、政府、生命科学公司和消费者。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商绩效，利用数据和分析、药房护理服务、人口健康、医疗服务提供和运营方面独特的能力，帮助整体医疗系统绩效的提升。领先的数据分析能力和数十年的临床专业知识与大数据的独特结合为 Optum 的医疗智能提供了动力，提高所服务 1.28 亿人(截至 2019 年 10 月 10 日，官网数据) 的医疗保健质量和用户体验。

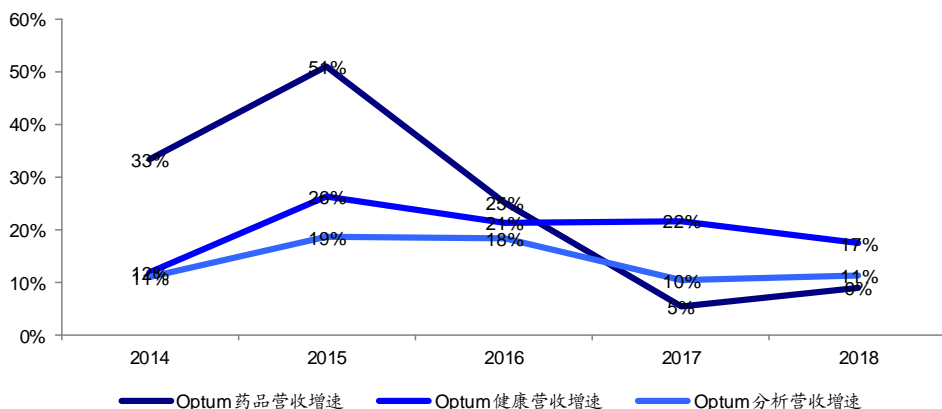
OptumRx 药物福利管理占比最高、且营收复合增速高达 21%。2018 年，OptumRx、Optum Health、Optum Insight 营业收入分别为 695.36、241.45、90.08 亿美元，分别占比 69%、24%、9%；2014 年-2018 年营收复合增长率分别为 21%、22%、15%，而公司五年来营收整体复合增速 15%，可见占比较高的 OptumRx、Optum Health 的高增速对公司营收增速有一定拉动作用。

图21 Optum 各业务营业收入



资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

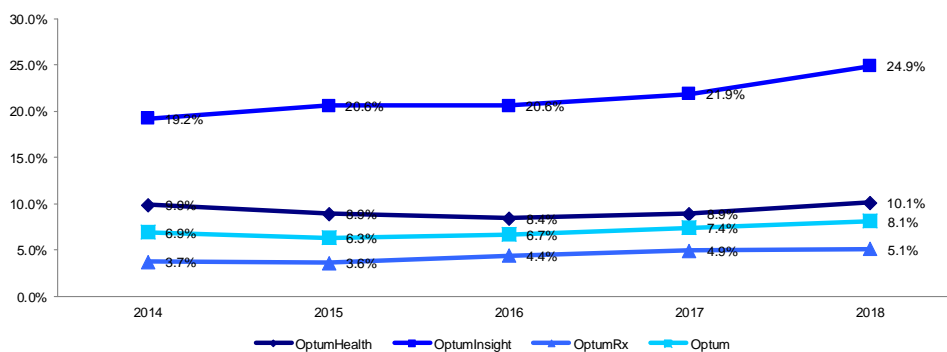
图22 Optum 各业务营业收入增速 (亿美元)



资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

Optum 板块下各业务条线利润率均呈现明显上升趋势，其中 OptumInsight 占比和增速最低，但利润率最高。2018 年 OptumInsight 利润率 25%，远高于 Optum 整体利润率 8%。

图23 Optum 各业务营业利润率



资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

公司在 2019 年完成了对医疗护理业务服务商 DaVita Medical Group 的收购，预计对 Optum 的客户服务能力提升和成本改善均有正向作用。

1) OptumHealth 专注医疗保健体系预防和治疗全过程

OptumHealth 专注于医疗保健服务、护理管理以及医疗金融服务，满足消费者在整个医疗保健体系中的预防保健和健康需求，包括身体健康、心理健康、疾病管理、住院治疗 and 急性病后护理。OptumHealth 目前已覆盖 3.5 万名医生，提供非卧床护理服务，由医生领导、以患者为中心，使医疗服务提供商能够从传统的按服务收费的医疗服务提供模式转变为以绩效为基础的支持模式，从而提高对患者健康结果的关注。MedExpress 的社区护理中心提供紧急步入式护理服务，外科护理分公司的独立门诊和外科医院可以以传统住院医院更低的成本、提供高价值的外科服务。

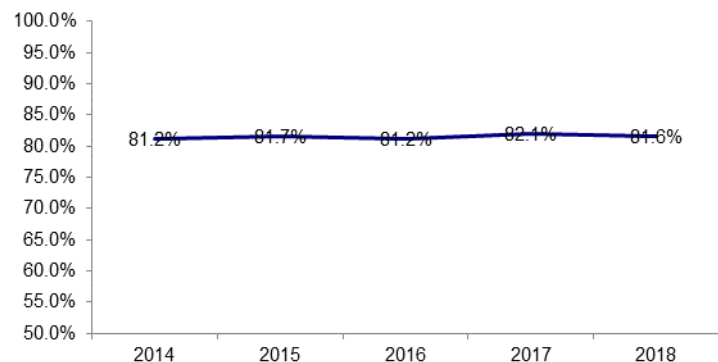
2) OptumInsight 输出数据分析和专业知识，提高组织绩效，提供外部服务

OptumInsight 能够很好地满足四个主要市场领域的需求：医疗服务提供商（如医生和医院系统）、医疗计划、政府和生命科学公司。1) **医疗服务提供商**。4/5 的美国医院依靠 Optum360 进行收入管理，每年管理的账单金额达 650 亿美元。2) **医疗计划**。为 3/4 的美国健康计划提供服务，有助于提高效率、管理风险、实现临床绩效和合规目标，以及建立和管理强大的护理网络。3) **政府**。为政府支付方提供量身定制的服务，包括数据和分析技术、索赔管理和支付准确性服务以及战略咨询，有助于降低管理成本以提高绩效。4) **生命科学**。为全球生命科学公司提供服务健康经济学、市场准入咨询、医疗保健索赔数据、流行病学和药物安全以及患者报告结果等核心领域的数据分析和专业知识。

3) OptumRx 通过 PBM 和规模经济控制药物成本

OptumRx 主要为 PBM (Pharmacy Benefit Manager) 业务。PBM 是相对于药厂、药店、保险公司的第三方机构，通常情况下 PBM 可以从药厂和药店拿到更多折扣，从而将价格相对较低的药品纳入保险公司的赔付体系中。联合健康 2015 年收购 PBM 服务商 Catamaran，并将其纳入 OptumRx 业务板块下，就是为了实现药物成本的降低。近年来公司医疗赔付率 (Medical Loss Ratio) 基本稳定在 81%-82% 左右，美国整体赔付率大约在 83% 左右，公司整体成本控制较好。

图24 联合健康近年来赔付率较为稳定



资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

截至 2018 年，公司为全国 6500 万人提供药房护理服务，改善健康结果并降低护理总成本。OptumRx 在美国经营了四家家庭递送药店，为患者提供维护性药物，并通过运营效率和规模经济管理客户的药物成本。OptumRx 管理着 910 亿美元的药品支出，年均处理超过 13 亿张药物处方，拥有 67000 多家零售药店、专业和复合药店网络并提供家庭输液服务。2018 年增加了在肿瘤学、艾滋病毒、疼痛管理和眼科领域以及针对行为健康和药物应用障碍人群分销药物的能力。OptumRx 还经营社区精神卫生设施药房，帮助生活在复杂、慢性医疗和行为健康问题中的消费者。

2.3 联合健康对我国险企的启示：精准挖掘需求，重视保险服务的协同效应

我们认为国内保险公司可以借鉴联合健康的主要方面包括：

1、细分客户群体，精准挖掘需求，产品设计有足够针对性

联合健康将客户群体分为四大类，并在每类别中进一步细分(如将雇主和个人业务分为大型雇主、其他雇主及个人)，有针对性地为不同群体提供差异化的保险方案(如允许大型雇主自建保险方案，允许老年人能低价购买处方药等)精准挖掘客户需求以实现与客户的双赢。相比之下，国内医疗险品种较为单一，百万医疗险和中高端医疗险等并未对客户群体进行细致区分，因而无法做到定价精准、控费有效，无法满足个性化的医疗险需求。

2、通过并购等方式，加速渗透医疗机构，提升定价话语权和控费能力

联合健康通过收购整合，成功跻身 PBM (Pharmacy Benefit Manager) 业务全美前三，有效实现药物成本的降低，稳定医疗赔付率，在为客户提供便利化的购药服务的同时，为管理式医疗服务提供了药品购买的渠道支持。此外，公司将碎片化的健康险、健康管理、药品折扣购买、养老、特殊服务如眼科牙科等需求打包成相应产品并拥有自身的高壁垒通道，使得公司在产品定价时更加具备话语权。

与医院等医疗机构的合作，有利于减少市场失灵带来的损失。市场失灵是导致医疗险亏损的原因之一。20 世纪 70 年代，美国健康险采用的是“实报实销”的看病模式，病人可以自由选择医疗机构，因此产生的市场失灵问题，引发了“大处方”、过度医疗等医疗费用增加的现象，医疗费用的增加导致保险公司面临业绩压力。而联合健康的这种深入渗透医疗机构的模式则是最好的控费手段。通过联合健康公司的处方审核，联合健康可以识别不合理用药、为客户寻找更高折扣的替代药品，也可以控制保险公司医疗支出，提高业务利润，实现患者和保险公司的“双赢”。

我国医疗体系“以药养医”的现状衍生出大处方、过度医疗等问题。目前政府推行的“医药分开”、“带量采购”、严控医保药品和材料目录等方式控制费用的政策一定程度上缓解了过度医疗问题，但是缺乏对不合理用药的精细化管理。我国保险公司由于不具有信息系统和渠道的能力，对客户的药品选择没有支配权，导致国内健康险业务面临亏损的现状。我国保险公司可以通过收购医疗 IT 服务商和药品渠道公司等方式延伸产业线，为客户提供管理式医疗服务。

3、重视医疗险，一定程度上减少对重疾险的过度依赖

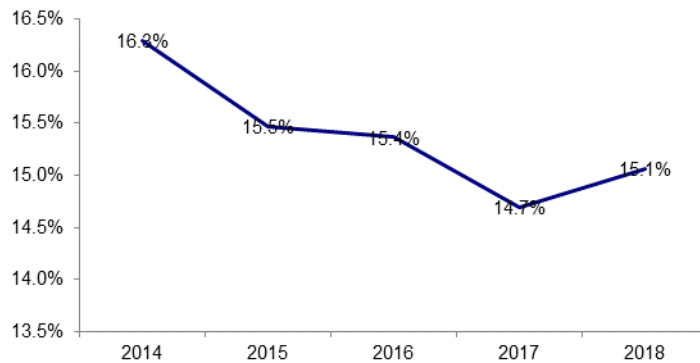
联合健康以医疗险为主，医疗险的保费收入用于投资的周期仅为 1 年，公司对投资收益的依赖度极低。而我国健康险仍以重疾险为主。重疾险一般为长期险，利差占比通常在 20% 以上，相较医疗险的短期特性仍有较为明显的利差损风险。与此同时，重疾险费率固定、单笔赔付额较高，若单一病种发病率快速上升，保险公司盈利空间则有可能大幅缩窄，而相比之下，多数医疗险在一定条件下可以于不同年份重新定价、且受到单一病种发病率提升的影响较重疾险偏小。

4、充分发挥健康管理与保险业务的协同效应

目前国内商业保险公司的健康管理处于前期的数据收集阶段，数据收集手段主要是线上调查问卷及手环等可穿戴设备。而联合健康等成熟健康险公司已通过 OptumHealth 和 OptumInsight，对用户的健康数据采集、健康习惯管理、健康状态跟踪、健康方案制定以及全社会整体健康情况的预估进行了很好的把控。当保险公司从单纯的理赔角色转变成一个给用户通过互联网进行健康管理、寻医问药、以及日常健康维护和急病救助的门户时，其保险业务势必在获客便捷性、成本有效管控等方面大大受益。我们看到，公

司近年来不仅赔付率稳定且优于行业，运营费用率也存在一定程度的改善。

图25 联合健康运营费用率由 2014 年的 16.2% 降至 2018 年的 15.1%



资料来源：联合健康集团 2014-2018 年年报，海通证券研究所

联合健康比较典型的健康管理项目包括：1) 向所有医疗保健参与者提供关键的健康信息，由嵌入式临床数据分析提供支持，创建和部署个人健康记录 (Individual Health Record)。IHR 目标是为医生和患者提供一个深度个性化的 360 度的个人健康视图。将为每个人及其医生或护理者提供完全集成、完全便携、实时动态的医疗记录。IHR 不仅向医生和患者展示了过去和现在的健康状况，而且还可以引导他们的健康之旅。联合健康计划在北美和南美为用户免费提供 IHR，以改善健康结果、降低成本和改善患者体验。2) 联合健康开发的 Rally consumer digital platform 让人们从个人和群体两个角度参与到医疗保健，提供个性化的在线工具和解决方案，帮助用户实现目标并跟踪他们的进展，同时获得有价奖励。它鼓励用户在日常工作中进行简单的改变，用户已经制定了数百万个健康相关的目标，并定期参加减肥、减轻压力、预防保健、戒烟等项目。自 2016 年以来，使用 Rally 数字健康工具的人通过做出有助于改善健康的选择，共获得了超过 10 亿美元的健康相关激励奖励。

5、拓展医疗信息服务业务，创造新的利润增长点

2018 年，联合健康 OptumInsight 利润率高达 25%，公司利用自身数据和服务优势，打造医疗信息服务系统并适时对医疗服务提供商、政府、生命科学公司等机构进行系统 and 数据输出，这种轻资产模式而创造的利润全新增长点对险企竞争优势的提升大有裨益。

6、加强与企业、政府合作，提升业务品质

在美国，政府业务为保险公司带来的利润率相对稳定，而个人市场是保险公司需要谨慎承保的市场，这主要是因为有工作的人是相对健康的，他们往往通过企业投保团险，老人和穷人的健康费用支出是由政府负责，所以投保个人健康险的群体往往工作不太稳定，赔付率也可能比较高。加之个人险市场刚刚开放，各公司经验不足，制定的费率水平相对较低，导致保险公司在商业业务中产生巨大亏损。在政府市场中，保险公司仍然获得稳定的收益，这对于保险公司来说是一个稳定的长期的现金流。

联合健康 Medicare 和退休业务是公司保险业务的中流砥柱，而其中政府主导的 Medicare Advantage 占比最高，社区和州立业务也持续高增速。近五年商业保险客户复合增速仅为 1.02%，主要是由于部分公司型客户将他们的退休人员的商业保险计划从转向了 Medicare Advantage 计划。大型企业和政府业务有利于客户基数的稳定、企业形象的塑造、规模效应的扩大和费用管控的加强。

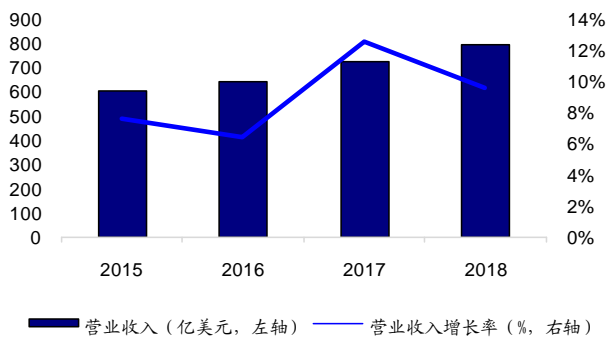
3. 凯撒模式：“保险-医院-医生”闭环管理模式

3.1 商业模式已较为成熟，业务实现稳定扩张

凯撒医疗（Kaiser Permanente）集团诞生于 1945 年，是美国最大的整合医疗服务系统之一，是美国健康维护组织 HMO（Health Maintenance Organization）的鼻祖。截止 2018 年，凯撒医疗集团在美国拥有 1220 万会员，21.7 万名员工，2.3 万名医生，医疗业务覆盖 8 个州和哥伦比亚特区。

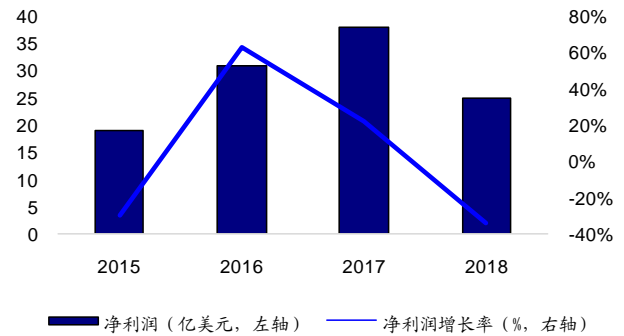
凯撒营业收入从 2015 年的 607 亿美元上升至 2018 年的 797 亿美元，三年复合增速 10%。净利润波动较大，净利润从 2015 年的 19 亿美元上升至 2017 年的 38 亿美元，又在 2018 年下降至 25 亿美元，三年复合增速约为 10%。

图26 凯撒医疗营业收入及增速



资料来源：凯撒医疗 2015 年-2018 年公司年报，海通证券研究所

图27 凯撒医疗净利润及增速



资料来源：凯撒医疗 2015 年-2018 年公司年报，海通证券研究所

凯撒主要遵循着“保险-医院-医生”集团的闭环医疗管理模式。在保险公司、医院、医生集团三位一体的封闭体系内，凯撒实现了自负盈亏的高效运营，并通过预付费制度为医疗机构提供了成本控制的动力。凯撒销售健康险产品筹集资金，并通过自建或合作的方式建立自有的医疗服务网络为会员提供全方位的医疗服务。

目前凯撒在该商业模式下已经发展较为成熟，基本业务在稳定发展和扩张。目前医院数目达到了 39 家，社区诊所数目由 2014 年的 620 家增长到了 2018 年的 694 家，凯撒会员数目也从 2014 年的 1010 万增长到了 1220 万人，员工数目和医生数目也在稳步提升。

表 4 凯撒业务发展情况

	2015	2016	2017	2018
医院数目	38	38	39	39
社区诊所数目	622	635	682	694
会员数目	1020 万	1070 万	1180 万	1220 万
员工数目	18.6 万	19.3 万	21.1 万	21.7 万
医生人数	1.9 万	2 万	2.2 万	2.3 万

资料来源：凯撒医疗 2015 年-2018 年年报，海通证券研究所

3.2 保险-医院-医生闭环式管理模式促进成本控制和效率提升

凯撒体系最初是医生的创业行为。Garfield 医生与当时修建水利工程的凯撒公司的老板达成协议，凯撒公司的员工向医生每年缴纳一定的费用，医生就会提供当年的医疗服务。二战以后，凯撒的模式已经能够运转，所以他们希望将这一模式推广到社区。当凯撒的医生走出工厂进入社区的时候，没有医院愿意接收他们。因为当时所有的医生都是按项目收费的，即看一个病、收一份钱，而凯撒的医生是预付的，即收取固定费用，未来不会额外收取费用。其他医生认为这种模式会影响他们的收入，于是形成联盟拒绝

凯撒的医生进入他们执业的医院。在这样的情况下，凯撒的医生决定自己去建立医院，因而形成了今天的三大实体：

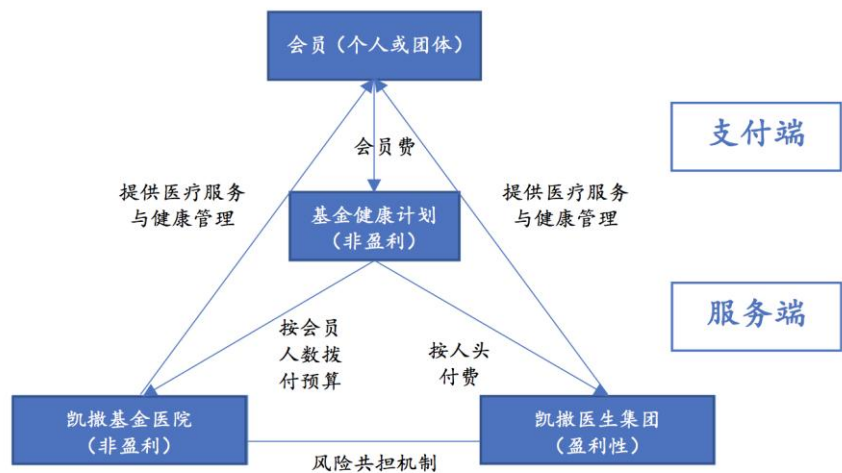
凯撒基金健康计划 (KFHP)：主要负责通过**保险业务筹集资金**并实行预付费制度以保证资金流稳定供给。为非营利性的公益性组织，通过制定健康计划并与个人或团体签订预付合同来提供全面的卫生保健服务。该计划还包括美国政府针对老年人和残疾人士的医保项目，针对儿童和低收入人群的福利项目。

凯撒基金医院 (KFH)：非营利性的公益性组织，为凯撒计划所拥有并运营，主要负责**制定预算**并为会员解决**健康管理和医疗服务需求**，结余的资金可以在集团内部再分配。基金医院利用凯撒基金健康计划的资金，在美国部分地区建立社区医院、门诊设施或者与社区医院合作为会员提供医疗服务。截至 2018 年末，凯撒医疗集团共设有 39 个集医、教、研于一体的国家级医疗中心，主要从事疑难重病的诊治。医疗中心周围设有诊所，负责提供一般疾病的诊治。边远地区则采用派出护士的形式，向会员提供预防保健、医疗和健康管理等综合性服务。

凯撒医生集团 (PMG)：由医生合伙组成的专业组织构成，为会员们提供医疗服务，费用由健康基金支付。凯撒医生集团相对独立，通过与凯撒医院谈判获取**人头费**。但医生集团也遵循**风险共担机制**，如果医生集团能够有效控制成本，就会有更多的结余资金用于再分配；若成本控制不佳，医生的收入也会相应减少。

这一模式的核心在于它将风险在系统中重新分配，即从个人、企业上收来的风险重新分配给了医生和医院，激励医生减少无效的医疗资源浪费，进而达到降低整个医疗体系的成本、控制费用的目的。

图28 凯撒闭环管理模式



资料来源：海通证券研究所

凯撒模式具备三个特点：

闭环管理。这种管理模式主要体现在医疗服务方一般不会为健康计划以外的成员提供医疗服务，同时凯撒健康计划也不会和其他医疗服务方直接联系。这种模式保护了三个实体之间的联盟关系，继而将市场博弈成本降到最低。在这一模式下，保险公司的营收包括保费收入、老年人医保等来自政府的资金、共付和免赔等，公司的支出包括分给医生、医院、医药、其他保险利益、保险公司管理等各项成本，最后结余是营业利润。封闭系统下可以非常清楚地掌握资金的来源、分配和结余，因为系统中没有资金流出。

预付费制度。凯撒目前采用的是预付费的会员制，即在缴纳年费的基础上，会员可以自行选择保险等级并实现总额预付，按照所购保险的不同等级享受不同的医疗保险服

务。预付款项后会为会员分配医护人员，确定诊所和医院位置等。

按人头付费的医疗模式，分散险企风险、避免医疗资源浪费。按人头付费的医疗模式意味着凯撒会员无论是否发生医疗费用都会每年支付给凯撒一笔固定的费用。报酬的数量根据每位病人的平均预期医疗服务需求量决定。在这种制度下集团获得的资金固定化，因此医生出诊次数对利润没有影响但会员的健康状况则会影响医院支出进而影响利润，这种按人头付费的方式下，医生就没有动机去执行更多缺乏效率的医疗服务，因为分配的钱是固定的，在医疗服务中消耗得多，医生得到的就少，较通常的按项目付费的方式可以更为有效地避免医疗资源的浪费。

3.3 凯撒模式对我国险企的启示：整合医疗系统、建立风险共担机制

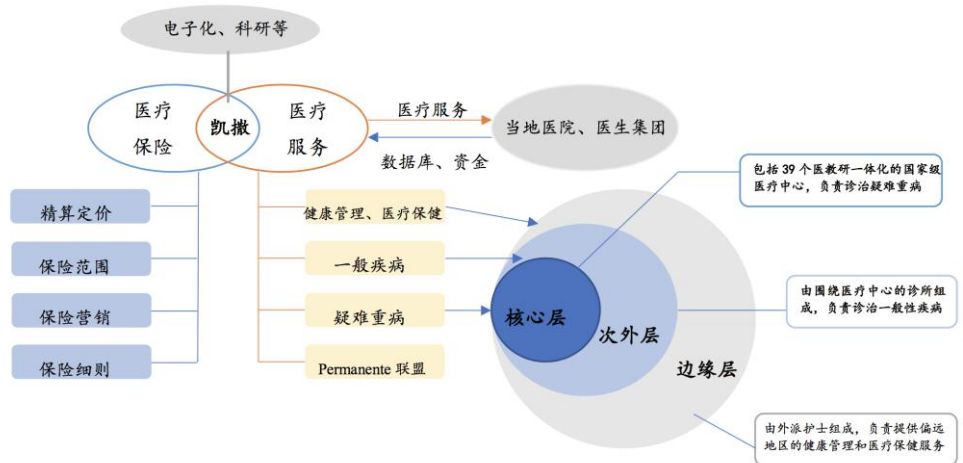
1、建立高度整合的医疗系统

一是**医疗保险与医疗服务的整合**。凯撒将医疗保险与医疗服务设置为统一的利益共同体，结余资金在集团内实现再分配以避免按项目付费方式下医疗机构缺乏资金节约动力的问题。从其会员的角度来看，凯撒高度整合的医疗系统体现在该系统下一个组织业务可以触及到几个独立的医疗机构（例如，医院，多专科诊所，家庭护理，长期护理，药房等）。但同时三个独立的实体负责健康管理和医疗护理，即凯撒基金会健康计划，凯撒基金会医院和永久医疗集团。在这种业务布局下，健康计划和医院为联邦非税收状态，而医疗团体则以盈利公司为基础运营。

二是**供方和需方利益的整合**。凯撒通过健康管理降低疾病发生和就医成本，实现医患双方共同目标。凯撒的经营理念是为客户提供高质量、可负担的医疗服务并提高客户的健康水平，提高社区整体健康水平。由于凯撒按人头付费的医疗模式，集团的资金来源相对固定，提高利润的重要途径则为降低医疗支出，因此凯撒注重健康管理并且通过健康管理节约医疗费用。例如凯撒的风险识别与健康促进计划。该计划可以识别出高风险的哮喘病人，并对筛选出来的病人进行有效的健康管理。例如确保其使用正确的药物，帮助他们改变行为与生活习惯，促使他们减少抽烟，增加运动。这样的健康干预可以有效的降低哮喘病人发病率，减少住院机会，节省住院费用。在健康管理下，医生可增加其收益分配，病人也可减少其就医的共付费用。

三是**服务提供模式的纵向和横向整合**。凯撒采用同行评议的方式对医务人员进行考核评价，促使全科医生和专科医生之间、不同层级的医务人员之间、不同专科医生之间的对接联系非常融洽，达成了纵向整合。同时凯撒实现了预防保健、门诊、住院、家庭康复之间的横向整合，使患者在不同阶段所接受的服务实现无缝衔接。

图29 凯撒整体业务布局



资料来源：海通证券研究所

2、风险共担与激励机制促进医疗环境的改善

凯撒闭环模式使得保险端、医院端、医生端三方产生了经济一致性，保险端与医生端互相为对方的费用负责。为实现医疗系统整合的长期愿景，凯撒采用了医生端领导和管理的模式，使预算和绩效成为共担责任。凯撒给予医生设计和实施他们所提供服务的权利，这样的方案最大限度地降低成本和吸引人才，并能有效地对医生进行管理。此外，医生端每年与保险端协商确定一项年度预算。在年度预算的前提下，在保险端、医院端与医生端之间会有一项“风险分担协议”，各方共同承担互相可能发生的预算盈余或支出。

由于高度整合的医疗系统依赖于一级，二级和三级医疗服务提供者共同负责临床环境管理，因此组织难题可以通过医师团体的合作来解决。我们认为如果医生可以进一步成为医疗系统内的股东，而不是其接受服务付款的个体，那么凯撒的医疗系统将迈出真正整合的又一步，因此，进一步完善激励机制将成为医生积极参与医疗保健决策的关键要求。

3、借助对信息技术的定向投资积极管理患者体验

凯撒将电子信息和患者管理技术置于其商业模式的核心，通过大量投资实现其综合健康计划，并在医疗过程中发挥重要的作用。其基本作用体现在（1）医生支持工具，医生能够与患者在平台交流，与患者沟通做检查、治疗以及用药等各种事宜。（2）医生决策支持工具，建立诊疗指南引导医疗决策，过度医疗时提醒医生诊疗行为。（3）成为病人在线预约就诊、付费、健康咨询与诊疗的平台。

除此之外，凯撒对信息系统的利用还体现在电子病历和以电子病历为基础的远程医疗和临床实践等应用。

电子病历被认为是改善健康安全、加强记录保存的工具，也是以数据为基础的临床指南。据加拿大医疗保健改善基金会估计，2004年至2010年，凯撒医疗投资超过40亿美元建立了美国电子医疗病历系统 **KP HealthConnect**，将860万凯撒会员的医疗记录全部电子化，为医护团队提供了为会员提供医疗服务和健康管理工具。其中大型患者数据库包含多种信息产品，包括客户端门户、智能设备和医疗家庭监控系统。在数据库基础上形成交互式系统，以进一步实现医疗效率和患者体验的提升，例如，过去初级保健医生亲自拜访患者从而提出保健意见，交互式系统的出现代替了这一传统方式，使得医生可以通过电话或电子访问患者。这样极大地减少了医生或护理人员的时间以及患者的负担。

凭借强大的信息系统，凯撒横向整合资源，保证患者就诊的连续性，并在此基础上实现了远程医疗。例如，住院医师与住院患者一起为常见病症提供护理途径，出院计划人员寻找最合适的护理环境，凯撒提供专业熟练的护理设施以帮助患者康复。凯撒也一直致力于以患者为中心的**医疗之家解决方案**，在医生配合和电子支持的熟悉家庭环境中鼓励个性化护理。例如，家庭康复过程中提供团队化护理，即由初级保健医生领导，并由一组医疗保健专业人员提供支持（包括护士，营养师，社会工作者和药剂师）。家庭个性化护理模式可以改善临床结果，提高患者的满意度，同时降低医疗成本。

凯撒的创新方法一直致力于加强临床实践的整合，许多计划利用先进技术和健康分析来改善患者护理体验。加菲尔德创新中心（Garfield Innovation Center）是这一前瞻性计划的核心。该中心是加州北部的一个大型实验室。作为电子病历的早期采用者，加菲尔德中心的任务是利用其可观的分析数据来改善结果和应对突发情况的能力。通过集成的医疗保健平台，凯撒可以为其研究人员提供跨医院，实验室，医生和药房环境的数据和分析，研究人员可以在受控的医疗环境中进行创意测试，其中包括模拟病房，医院病房和手术环境。该中心包含不同背景的工作人员，除医疗保健提供者（如医生和护士）外，工程师、建筑师和技术人员也参与其中，以推进临床护理的发展创新。

4、较强控费能力实现有效成本控制

凯撒医疗从多种途径降低医疗费用，其中包括：

一是通过降低住院费用降低医疗费用。凯撒通过多种方案降低急诊率、缩短住院日等以减少会员在实体医疗机构发生的医疗费用。凯撒在 2001 年开发的电话转诊中心项目 (KP on call)，该项目为会员提供 24 小时电话转诊服务并对需要就诊的会员提供就诊建议。这一项目通过电话咨询减少了需要转入急诊的患者人数，进而有效降低了急诊费用。同时在医院端，凯撒医疗通过采取单人病房、临床路径标准化治疗方案、增加日间手术等多种方式降低医疗费用。

二是通过疾病预防途径降低医疗费用。凯撒通过多种方式对会员进行预防性健康管理，并通过对已病群体的随访和密集照护降低医疗费用。SCPMG 的 Heart Failure Transitional Care Program 为心血管疾病患者提供术后医疗照护，降低重返率进而有效降低了死亡率和急诊率。

三是通过制定保单规则、监控医生行为、与医疗机构进行价格谈判等方式控制医疗费用。

5、保险公司也应重视医疗技术的提升

凯撒在闭环体系内成立了基金，基金所投入的领域以医疗器械等新技术和新药为主。我们认为健康管理公司较传统保险公司更有动力去投资新的医疗技术，这一方面可促进闭环体系内运营效率的提升，另一方面也可推动全社会医疗体系的帕累托改进。

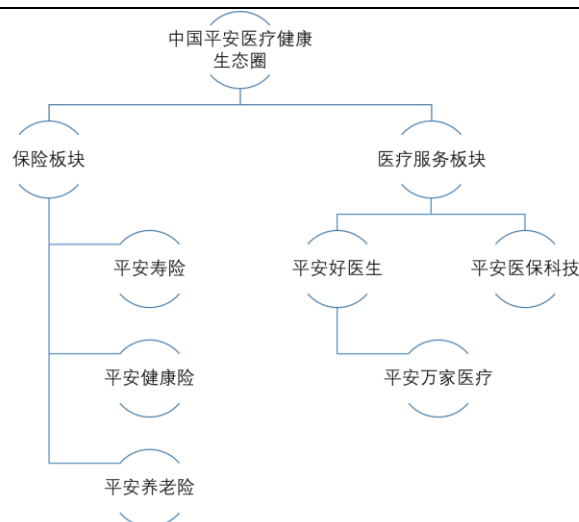
4. 我国险企健康产业布局：轻资产和重资产两大方向

为提高服务质量，助力健康险业务规模的持续增长，近年来我国保险公司逐步介入健康产业供给端，布局健康管理等相关行业。2016 年《“健康中国 2030”规划纲要》提出后，我国大型寿险公司加快了布局步伐，构建了各具特色的业务体系，其中中国平安的轻资产布局和泰康保险的重资产布局颇具代表性。

4.1 中国平安：“金融+科技”，打造医疗健康生态圈

“金融+科技”引领，中国平安建设医疗服务板块，可类比联合健康的“保险+服务”模式。在“金融+科技”、“金融+生态”的战略规划指引下，中国平安将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业，深度应用于传统金融与“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈。与之相对应，中国平安的健康产业布局包括两部分，分别是由平安寿险、平安健康险和平安养老险组成的保险板块，和平安好医生（包括平安万家医疗）、平安医保科技组成的健康服务板块。我们认为，中国平安的业务布局，可类比于联合健康的 UnitedHealthCare 和 Optum“保险+服务”模式。

图30 中国平安医疗健康生态圈

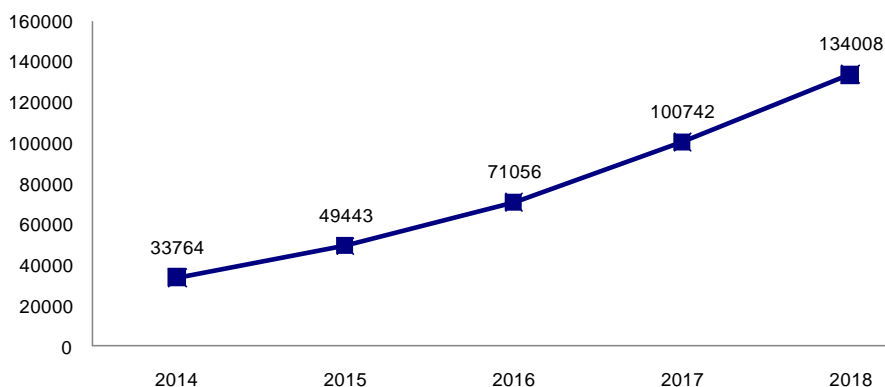


资料来源：海通证券研究所

4.1.1 中国平安保险板块：拓展细分市场，推行“产品+”战略

中国平安的健康险产品包括重疾险和医疗险两大险种，面向成人、儿童、女性、中老年和少儿群体，设计了不同类型的保险产品。此外，中国平安还推出了职场综合医疗险、癌症医疗险等特色险种。经营战略上，中国平安依托“产品+”策略，一方面拓展细分市场，推出成人返本重疾产品“福满分”，推动主力重疾市场向更高端的客群延伸；另一方面优化现有保障产品，将重疾保障种类提升到 80 多种。与此同时，中国平安不断优化产品服务，丰富服务场景，通过优化“平安 RUN”奖励规则，营造服务场景，提高客户、代理人、公司之间的互动频率，提升客户体验，增强客户黏性。2018 年，中国平安健康险和意外险业务规模保费共计 1340.08 亿元，同比增长 33.02%。

图31 中国平安健康险和意外险业务规模保费（百万元）



资料来源：中国平安 2014 年-2018 年年报，海通证券研究所

4.1.2 平安好医生：面向患者，布局互联网健康服务

平安好医生布局互联网健康服务，月活用户超 5000 万，国内影响力大。平安好医生是中国首家互联网医疗上市公司，截至 2019 年 10 月 21 日，总市值 663.3 亿港元，目前已经形成家庭医生服务、消费型医疗、健康商城、健康管理及健康互动四大业务板块。截至 2018 年 12 月末，平安好医生 App 注册用户数达 2.65 亿，期末月活跃用户数达 5470 万，是国内覆盖率第一的移动医疗应用。

图32 平安好医生业务架构

家庭医生服务	消费型医疗	健康商城	健康管理和健康互动
<ul style="list-style-type: none"> 在线咨询 转诊 挂号 住院安排 第二诊疗意见 一小时送药 	<ul style="list-style-type: none"> 健康体检 医美 口腔 基因检测 	<ul style="list-style-type: none"> 自营 平台 	<ul style="list-style-type: none"> 用户画像 个性化信息展示

资料来源：平安好医生 2018 年年报，海通证券研究所

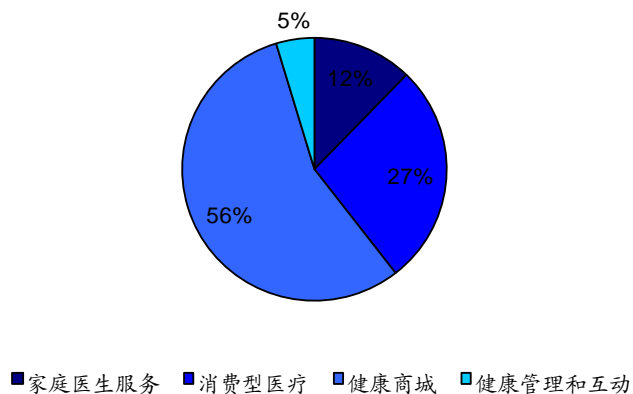
家庭医生服务是指通过 AI 辅助的自有医疗团队和外部医生，为用户提供在线咨询、转诊、挂号、住院安排、第二诊疗意见及一小时送药等服务。家庭医生服务是平安好医生的核心业务和主要流量入口，2018 年平安好医生日均在线咨询量达到 53.5 万，较 2017 年增长 45.4%。

消费型医疗是指通过线上对接用户需求和线下覆盖医疗服务供应商，为个人及企业客户提供健康体检、医美、口腔及基因检测等标准化服务组合。截至 2018 年底，通过收购平安万家医疗，平安好医生的医疗健康服务供货商网络覆盖近 400 家中医诊所、超 1,300 家体检中心、超 1,200 家牙科诊所和超 120 家医美，服务体检客户超 100 万人次。

健康商城通过自营和平台两种模式运营，在线提供中西药品、营养保健、医疗器械、母婴育儿及运动健身等商品。健康商城是平安好医生的主要收入来源，2018 年健康商城业务收入为 18.64 亿元，占公司总收入的 55.84%。

健康管理和健康互动基于用户上传的健康数据及在平台的行为数据，对用户进行精准画像和个性化信息展示，促进用户形成和保持良好的生活习惯。截至 2018 年 12 月 31 日，医疗健康内容已覆盖 20 个垂直频道，累计内容数量超 100 万条。

图33 2018 年平安好医生分业务收入占比



资料来源：平安好医生 2018 年年报，海通证券研究所

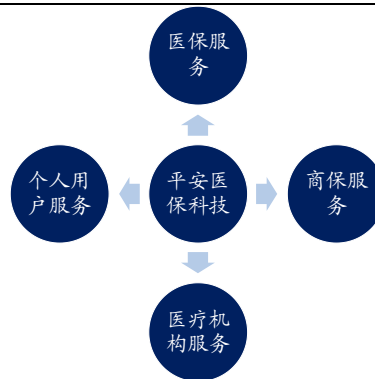
通过分析业务模式，我们认为平安好医生与联合健康的 OptumHealth 有诸多相似之处。二者均通过签约医生，为患者提供医疗咨询服务；平安好医生通过整合线上线下医疗资源，为用户提供挂号转诊等服务，这类似于 OptumHealth 通过 Optumcare 社区安排护理服务；平安好医生为实现有效的健康管理与健康互动，开展“步步夺金”活动激励用户上传数据，这类似于 OptumHealth 通过 RallyDigital Health 奖励用户的健康生活习惯。

平安好医生缺乏渠道优势，对药品的管理和议价能力有限。我们认为，平安好医生与联合健康 Optum 的不同之处主要体现在和上下游的关系上。相比于 OptumHealth 完善的线下医疗服务机构，平安好医生的线上家庭医生难以为用户提供全面的医疗服务。相比于 OptumRx 作为药品中间商的强势地位，平安好医生健康商城的药品销售服务议价能力相对有限，且无法参与医疗机构的药品供应。

4.1.3 平安医保科技：面向医保部门，布局医疗管理服务

平安医保科技聚焦医改重点领域，通过建立处方数据库、药品数据库、疾病谱、医疗绩效库、医药价格库、医疗行为记录库、患者信息库，实现“三医联动”新生态体系，为医保、商保以及医疗健康产业的上下游提供医保服务及控费管理、社保账户管理、健康档案等综合服务。根据中国平安 2018 年年报，平安医保科技于 2018 年初完成 11.5 亿美元融资，投后估值达 88 亿美元。

图34 平安医保科技业务框架



资料来源：平安好医生 2018 年年报，海通证券研究所

医保服务方面，平安医保科技基于中国平安过去积累的医保控费经验、前瞻决策模型、人群健康风险画像模型以及云计算、AI 等技术，辅助医保部门控费工作，实现科学决策和精细化管理。2014 年起，平安医保科技与厦门医保监管部门联手打造“医疗保险医疗服务监管信息平台”，实现对医疗、就诊服务管控全覆盖，协助厦门医保推进医保支付制度改革，推行定点医疗机构住院医疗费用总额控制下按病种分值结算。该平台目前已在全国范围进行复制，接入数千家医疗机构。

商保服务方面，平安医保科技通过为商保公司提供在线核保、核赔、支付结算、数据通道等自动化运营服务，提高理赔效率。2018 年 10 月，平安医保科技发布“云享 e 通”智慧商保服务解决方案，搭建“线上联网数据+线下众包调查队伍”的运营模式，通过调阅、检索、验真、包办等服务功能，帮助中小保险公司完成排查指定医院信息、核实理赔材料真伪以及调查疑点等工作。截至 2018 年底，“云享 e 通”商保医院联网平台已接入超过 5000 家医院，影像调阅平台覆盖 1000 家医院，地级市网点分布近 300 个。

图35 “云享 e 通”业务模式



资料来源：海通证券研究所

个人用户服务方面，平安医保科技通过“城市一账通”App，为用户提供人社服务、医疗服务、健康服务、保障服务、城市服务，实现社保查询、社保缴费、个账购买、养老金领取认证、智慧医院、家庭医生签约、医保移动支付、电子病历等服务，实现线上便捷就医、社保账户管理、健康档案管理等功能。“城市一账通”App 以实体社保卡安全体系为底座，结合电子实名认证和人脸识别技术，确保持卡人在互联网上实现“实人、实名、实卡”，进而享受人力资源社会保障部门和政府其他部门的各项公共服务。截至 2018 年底，面向个人用户的“城市一账通”APP 已在全国 69 个城市上线，“互联网+服务”功能涵盖 102 项，注册用户量已突破 2500 万。

医疗机构服务方面，平安医保科技对医疗机构、医院提供咨询服务，根据医患沟通数据、病人病历数据等，把握用户个性化需求，实现医患良性互动，实现个性化智慧医疗服务。

通过分析业务模式，我们认为平安医保科技可类比于联合健康的 Optum Insight。

二者均通过搭建信息管理平台，协助政府部门和商业保险公司进行医疗机构监控和医疗费用控制。基于我国医保部门为支付主体的基本国情，平安医保科技通过“城市一账通”App，更好地连接了参保人和医保部门。平安医保科技通过为医疗机构提供咨询服务，缓解了医疗机构之间的数据孤岛现象，实现医疗数据的整合应用。

从集团内部价值转移来看，中国平安初步实现了保险板块与健康服务板块的良性互动。2016年，平安好医生与平安人寿保险订立服务协议（SLA），通过插件形式向平安金管家的用户提供家庭医生服务，并向平安人寿保险收取固定服务费。2018年全年，平安好医生通过向关联方提供相关产品和服务，实现相关收入12.83亿元。

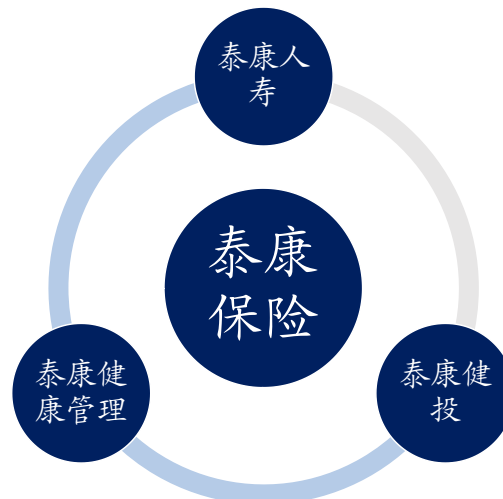
表 5 2018 年平安好医生关联方交易情况

项目	关联方	金额（万元人民币）
提供产品和服务	平安寿险	74587.1
	平安产险	32040.9
	平安健康险	12253.9
	平安银行	3722.6
	平安养老保险	3072.9
	平安证券	664.9
	金融服务	662.5
	平安科技	355.1
	深圳万里通	350.6
	平安融资租赁	344.9
	平安信托	232.9
购买服务	平安科技	2990.4
	深圳万里通	2644.3
	平安通信科技	2334.8
	金融服务	1126.2
	平安付科技	639.3
	平安	582.5

资料来源：平安好医生 2018 年年报，海通证券研究所

4.2 泰康保险：“保险+医养康宁”，构建大健康产业闭环

泰康保险注重实体服务，构建大健康产业闭环。泰康保险积极践行健康中国战略，深耕寿险产业链，将虚拟保险产品和实体医养服务相结合，开创“活力养老、高端医疗、卓越理财、终极关怀”四位一体的商业模式，致力于打造创新型大健康产业生态体系。我们认为，从“保险+医养康宁”这一战略出发，泰康保险的健康产业布局基本由泰康人寿、泰康健投和泰康健康管理三部分组成，初步形成了类似凯撒的大健康产业闭环。

图36 泰康保险健康产业布局


资料来源：泰康保险官网，海通证券研究所

4.2.1 泰康人寿：提供一揽子医养解决方案

泰康保险的健康险业务由泰康人寿、泰康在线和泰康养老险三家公司进行经营，为客户提供一揽子医疗解决方案。配合“保险+医养康宁”商业模式，泰康人寿于2018年推出升级版“幸福有约”，涵盖子女、理财、养老、医疗、家产、传承、关怀等客户需求。此外，泰康人寿还与阿里、腾讯等互联网公司开展保险合作，与腾讯微保联手推出互联网健康保险微医保，依托泰康的闪赔、垫付、700家医院健保通签约服务，构建全面服务体系。2018年，泰康人寿健康险业务收入224.75亿元，同比增长41.63%。

4.2.2 泰康健投：建设“医养康宁”服务体系

泰康健投是泰康保险集团旗下专业从事医养健康产业投资开发、资产管理和运营服务的全资子公司，拥有泰康之家、泰康医疗、泰康人文纪念园、泰康健康不动产、泰康健康产业基金等多个专业医养品牌。

医疗服务上，泰康健投通过投资和自建的方式，先后将泰康仙林鼓楼医院、泰康同济（武汉）医院、泰康西南医学中心三家综合医院和泰康拜博口腔纳入医疗服务板块。综合医院的建立，一方面能为泰康人寿的保险客户提供了医疗服务，另一方面也为泰康保险探索医院管理模式提供了平台。此外，为进一步加深与专业医疗机构的合作，泰康还战略投资了中国高端妇儿医疗连锁机构和美医疗和IHH医疗保健集团旗下的百汇中国。

养老康复服务上，泰康健投通过泰康之家这一医养品牌，在全国15个城市建立医养社区，并在北京、上海、广州、成都四地建立了康复医院。医养社区遵循“康养结合”理念，配建以康复、老年医学为特色的康复医院，打造泰康国际标准康复体系（TKR），提供包括独立生活、协助生活、专业护理、记忆照护、老年康复及老年医疗在内的健康服务，提供医疗急救保障和有效转诊，针对老年常见病和慢性病进行健康管理，实现一站式医养服务。

殡葬服务上，泰康健投在全国各地建设泰康人文纪念园，打造“旅游+纪念园”商业模式，此外还推出了殡葬保险产品《生前契约》，实现与保险板块的互动。泰康健投还通过设立泰康健康产业基金，吸纳社会资本参与健康产业投资。

4.2.3 泰康健康管理：国外模式的初步尝试

泰康健康管理是泰康保险旗下的专业健康管理公司，提供导医导诊、健康咨询、健

康保健、健康检测健康医疗服务。目前已实现爱康国宾、美年大健康、慈铭体检、瑞慈体检在内的 262 家体检中心，15 家公立，30 余家私立医疗机构以及数百位三甲医院副主任以上专家的资源整合，并与相关机构形成大健康数据的结构化对接，确保泰康客户随时随地通过自有平台实现个人健康档案的查看与管理。

我们认为与凯撒相比，泰康保险的健康产业布局呈现出三处不同，凸显出泰康保险构建的健康业务闭环处在初级阶段：**1）**相比于凯撒的客户群体，泰康保险面向的客户群体更加单一，“养康宁”均面向高净值老年群体；**2）**相比于凯撒旗下的众多医疗机构，泰康保险的医疗机构数量较少，难以为客户提供全流程医疗服务；**3）**相比于凯撒仅在美国少数几个州开展业务，泰康保险的业务开展地域更广，在全国大中城市均有布局，需要强大的资金支持。

4.3 中国人寿：多措并举，推进“大健康”“大养老”战略

参与政府新农合联网结算工作，探索“保险+服务”模式。中国人寿持续参与并推进国家卫生健康委员会开展的新农合跨省就医联网结算工作，跨省结算业务范围从新农合基本医疗扩展至新农合大病保险试点；积极探索“保险保障+健康服务”创新模式，加快推进健康管理服务平台建设，线下医疗健康资源网络建设初显成效。此外，中国人寿积极创新特色医保合作模式，探索基本医疗保险、大病保险、商业保险“三险一体化直付”理赔新模式。

通过投资实现业务融合，推进“大健康”战略。在投资端，中国人寿将自身保险业务与被投资公司的医疗健康服务进行融合，践行公司“大健康”战略。国寿投资公司是中国人寿大健康发展战略的重要投资平台，聚焦医疗服务及大健康产业链上下游优质企业投资。国寿投资公司通过对接中国人寿庞大的客户资源和丰富的保险资源，为被投资企业或机构提供客户资源和保险产品对接解决方案等发展支持，推动被投资企业或机构快速发展、做大做强，并通过与被投资企业或机构深层次合作，为客户提供更加优质、便捷、一体化的保险保障、健康管理和医疗综合服务。

2015 年，国寿投资公司发起设立首支旗舰型医疗健康股权投资基金——国寿大健康股权投资基金，首期基金规模 120 亿元人民币，目前总投资规模 500 亿元人民币，是国内规模最大的医疗健康股权投资基金。截至目前，国寿投资公司已成功投资入股一批医疗健康领域优质龙头企业，并与国内外多家顶级医疗机构建立了良好的战略合作伙伴关系。

表 6 国寿大健康基金投资案例

投资方向	已投资公司
制药和医疗设备研发	药明康德
	迈瑞医疗
	信达生物
基因测序	华大基因
	安诺科技
医疗服务管理	康健国际医疗
	卫宁科技
	山大地纬
医疗租赁	国药租赁

资料来源：国寿大健康官网，海通证券研究所

为推进“大养老”战略，中国人寿设立了国寿社区养老和国寿嘉园两大子公司，包含**高端大型养老社区、社区嵌入式养老和居家养老三大业务板块**，以满足不同人群的多样化养老需求。国寿嘉园主要负责大型养老社区的建设和运营，为高净值客户提供**高端、候鸟式养老服务**。国寿社区养老公司主要负责社区养老和居家照护两大业务板块，其推出的“**市区高品质嵌入式**”社区居家养老服务，主要面向失能、失智的老人，通过在成熟的社区中建设中小型嵌入式养老设施或上门服务的形式，为长者提供生活照料、专业康

复、健康餐饮、精神慰藉等专业养老服务。2018年，中国人寿首个社区养老项目深圳福保社区颐康之家和首个养老养生社区国寿嘉园·雅境先后投入运营。

4.4 中国太保：三支箭助力“转型 2.0”

中国太保的健康产业布局分为三个方面，分别是太保寿险、太保安联健康险和“太保家园”养老社区。太保寿险方面，公司坚持发展风险保障型和长期储蓄型业务，2018年长期健康型保险业务收入 330.10 亿元，同比增长 59.9%。

太保安联健康险致力于为个人和团体客户提供全面的健康保险保障和健康管理服务，2018年实现保险业务及健康管理费收入 27.44 亿元，同比增长 117.9%。太保安联健康险注重与太保寿险的协同发展，通过提供短期健康保险产品和健康管理服务助力营销员获客和长期寿险产品的销售，公司研发的短期健康保险产品在寿险长险个人客户中的渗透率达到 7.0%。

“太保家园”以高品质养老社区为基础资源，协同开发与养老社区入住及相关服务挂钩的保险产品，共同打造“专属保险产品+高端养老社区+优质专业服务”的新型业务模式，为太保集团保险客户提供高品质养老体验。

4.5 新华保险：聚焦健康险业务发展，发挥健康管理业务的战略作用

新华保险发起设立新华健康，专注于健康管理业务的经营。目前新华健康构建了由 16 家新华健康体检中心和北京新华卓越康复医院共同组成的多点布局、中心覆盖的业务格局，年累计服务近 42 万人次，另有 3 家健康管理中心正在筹建。相比于泰康医疗，新华健康的业务布局向二线城市下沉，并且注重与保险端的协同效应。

表 7 部分新华健康体检中心分布

省份	保险业务收入排名	城市
陕西	7	西安
湖北	5	武汉
山东	1	青岛
陕西	7	宝鸡
四川	10+	成都
重庆	10+	重庆
湖南	10	长沙
河南	2	郑州
山东	1	烟台
安徽	10+	合肥
内蒙古	9	呼和浩特
山东	1	济南
江苏	8	南京
湖南	10	常德
河北	10+	唐山
浙江	6	杭州

资料来源：新华健康官网，海通证券研究所

5. 我国健康险发展方兴未艾，看好大健康产业机遇

5.1 健康险持续高速增长，已成为上市险企新单保费最主要来源

5.1.1 医疗险、长期险占主导，个人业务占比高

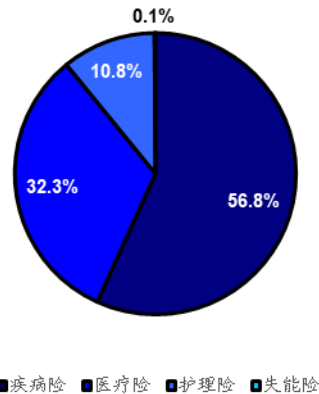
健康险主要包括疾病保险与医疗保险，2017年二者占健康险比重分别为 56.8%、32.3%，疾病险占比最高、增速最快。健康险以被保险人的身体为保险标的，主要包括疾病保险（以发生约定疾病为给付条件；给付型）、医疗保险（以发生约定医疗行为为给付条件；报销型）、失能收入损失保险（以因意外伤害、疾病导致收入中断或减少为给付

条件)和长期护理保险(以因年老、疾病或伤残而需要长期照顾为给付条件)。与寿险相比,健康险具有显著特征:1)保险事故发生概率高;2)损害程度和情形多样、认定专业性强;3)涉及三方主体——保险人、被保险人、医疗机构。根据安永与太保安联联合发布的《中国商业健康险白皮书》,2017年疾病险、医疗险、护理险、失能险原保费收入分别为2494亿元、1415亿元、475亿元、5亿元,占健康险比重分别为56.8%、32.3%、10.8%、0.1%。其中疾病险同比+47%、医疗险同比+25%、护理险同比-61%、失能险+27%。

表8 健康险的主要险种

疾病保险		医疗保险				失能收入损失险	长期护理险	
重大疾病险	特种疾病险	普通医疗险	综合医疗险	补充医疗险	特种医疗险		普通护理险	理财护理险
防癌疾病保险、肝病疾病保险、白血病疾病保险	高原特定疾病保险、生育保险、输血感染保险	住院医疗保险、门诊医疗保险、手术医疗保险	对住院床位费、检查化验费、康复治疗费等进行综合补偿	补充型高额医疗费用保险、社保补充医疗保险	牙病保险、处方药保险、意外伤害医疗保险、旅游医疗保险	长期失能保险、短期失能保险	日常看护护理保险、长期看护护理保险、近视眼护理保险	个人护理保险(万能型)

资料来源:银保监会,海通证券研究所

图37 2017年健康险细分险种收入占比


资料来源:《中国商业健康险白皮书》,海通证券研究所

从保障期限来看,长期险占主导,主要是定额给付型的长期重疾险;短期险占比较低,其保费增长主要来自于短期医疗保险,短期医疗保险中又以医疗补充险销量最好。根据《中国商业健康险白皮书》,2017年长期险保费3095亿元,占比70.5%;短期险为1295亿元,占比29.5%。

从目标客户来看,个人客户占主导地位。根据《中国商业健康险白皮书》,人身险公司2017年个人健康险保费业务收入合计为3225亿元,团体健康险保费业务收入合计为770亿元,个人健康险业务占比达81%。团体健康险业务占比较低,主要原因在于团体健康险业务因风险分摊和企业较强的议价能力,导致人均单价远低于个人健康险业务。

图38 2017年健康险的长期业务和短期业务占比

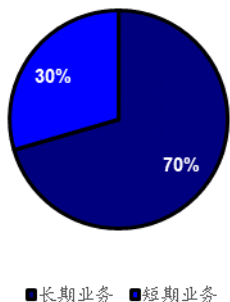
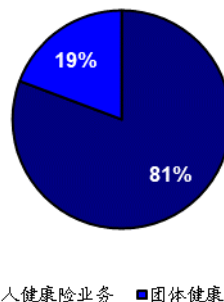


图39 2017年健康险的个人业务和团体业务占比



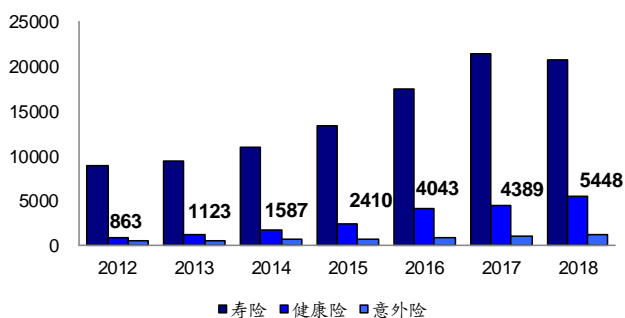
资料来源:《中国商业健康险白皮书》,海通证券研究所

资料来源:《中国商业健康险白皮书》,海通证券研究所

5.1.2 健康险增速显著快于寿险与意外险,上市险企健康险占新单比重近半

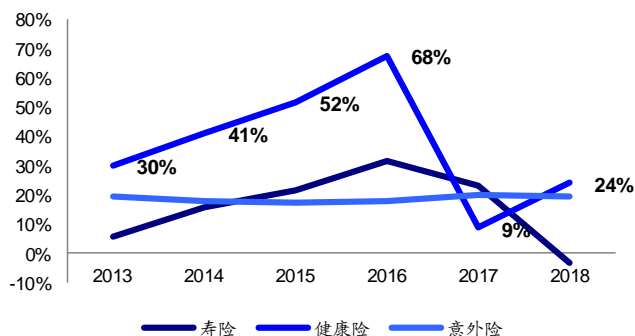
健康险保费增速远超寿险及意外险,我们预计2023年总规模有望接近1.4万亿元;占比已由2013年的10%提升至2019年1-8月的21.4%。健康险原保费收入由2012年的863亿元上升至2018年的5448亿元,6年复合增长率为36.0%,远超寿险的15.1%和意外险的18.6%。2013-2016年期间,年增速由30%大幅提升至68%;2017年受监管叫停中短存续期护理险及市场竞争加剧等因素影响,增速仅为9%;2018年恢复至24%的增速,2019年1-8月增速为31%。我们预计未来五年,健康险仍将保持两位数增长,2023年原保费规模有望接近1.4万亿元。

图40 2012-2018年人身险分险种原保费收入规模(亿元)



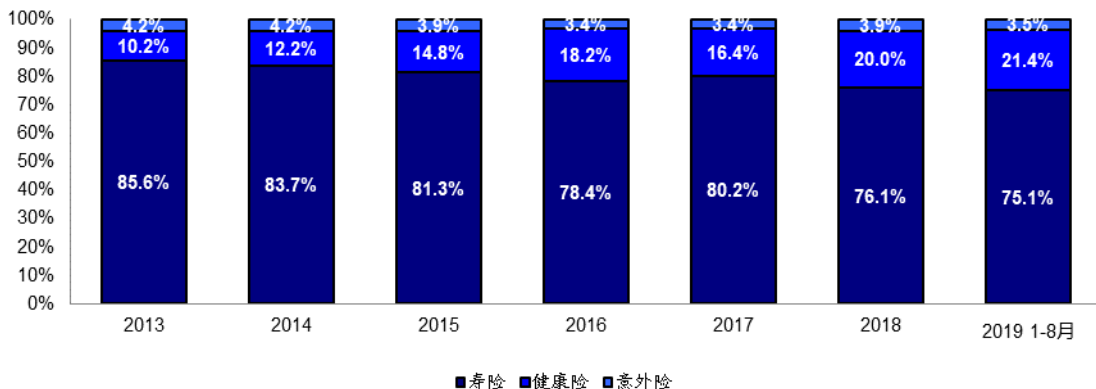
资料来源:中国银保监会,海通证券研究所

图41 2013-2018年人身险分险种原保费收入增速



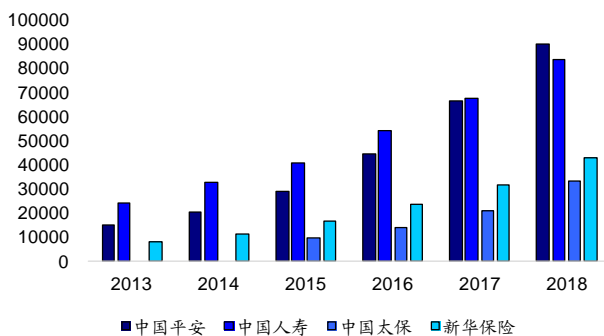
资料来源:中国银保监会,海通证券研究所

图42 2013至2019年1-8月人身险分险种原保费收入规模占比情况

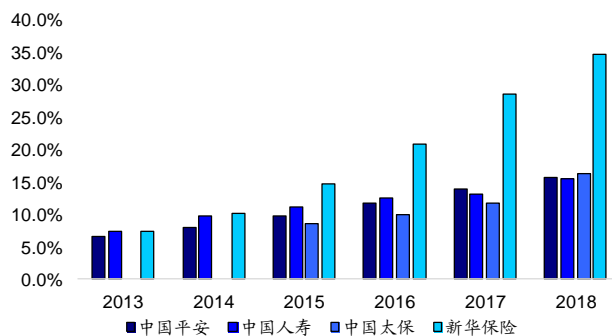


资料来源:中国银保监会,海通证券研究所

四家上市险企的健康险业务收入五年复合增速在 30% 以上；占总保费比重提升至 15% 以上，新华高达 35%。2013 年至 2018 年，中国平安、中国人寿、新华保险健康险保费收入五年复合增速分别为 43.9%、28.2% 和 41.0%，中国太保自 2015 年来三年复合增速为 52.3%。2018 年，平安、国寿、新华和太保的健康险保费收入分别达到了 901.05 亿元、836.14 亿元、330.10 亿元和 425.71 亿元。同时四家险企健康险业务收入占总保费收入的比重也不断提升，平安从 2013 年的 6.7% 提升至 2018 年的 15.8%，国寿从 7.4% 提升至 15.6%，新华从 7.4% 提升至 34.8%，太保从 2015 年的 8.6% 提升至 2018 年的 16.3%（注：平安、太保披露的为长期健康险保费，国寿、新华披露的为健康险总保费，各家披露口径不同，故一定程度上不能进行绝对横向比较）。

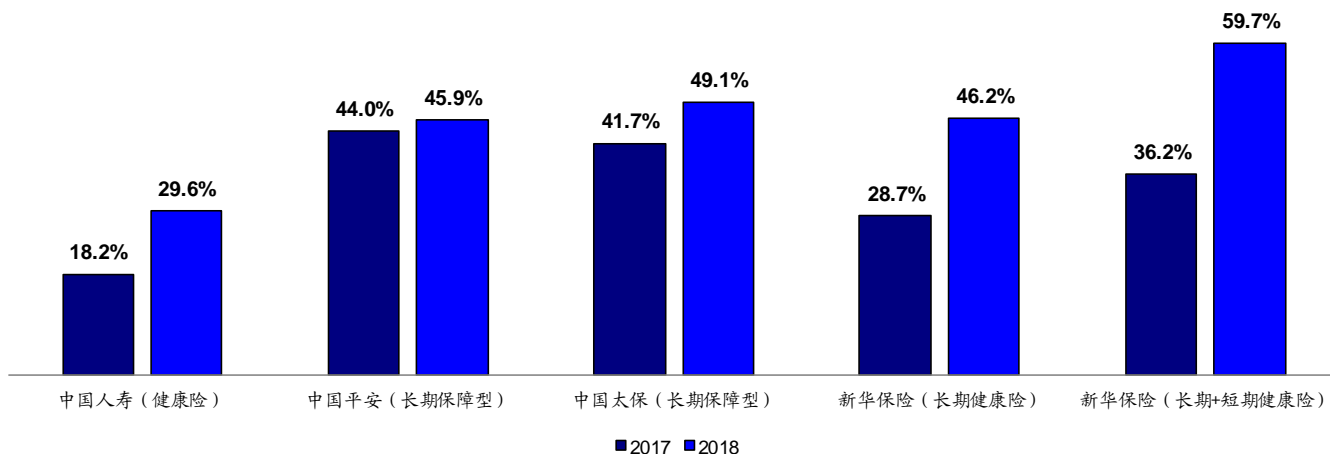
图43 上市险企健康险保费收入（百万元）


资料来源：上市险企 2013-2018 年年报，海通证券研究所

图44 上市险企健康险保费收入占比


资料来源：上市险企 2013-2018 年年报，海通证券研究所

健康险业务对新单保费的贡献度已普遍接近 50%。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的健康险业务（或长期保障型）占新单保费的比例分别从 2017 年的 18.2%、44.0%、41.7%、28.7% 上升至 2018 年的 29.6%、45.9%、49.1%、46.2%，分别同比增长了 11.4ppt、1.9ppt、7.4ppt、17.5ppt。除国寿外，占比已普遍接近 50%，若新华保险考虑短期的健康险情况，占比则提升至 59.7%，相比 2017 年的 36.2% 同比增长了 23.5ppt。

图45 上市寿险公司的健康险业务（或长期保障型）占新单保费的比例


资料来源：上市险企 2017-2018 年年报，海通证券研究所

5.2 投资建议：健康险供给侧改革势在必行，大健康产业 16 万亿蓝海即将开启

健康险高速增长，但渗透率、深度、密度仍有很大提升空间。根据中保协发布的《2018

中国商业健康险发展指数报告》，2018 年中国商业健康险发展指数为 63.0，与 2017 年（60.6）相比虽有所提升，但整体发展处于基础水平；2017 年中国健康险市场渗透率仅为 9.1%。2010 年至 2017 年，健康险深度由 0.17% 增长至 0.53%；健康险密度由 50.5 元/人增长至 315.8 元/人。尽管我国保险的增长速度很快，但无论是深度还是密度都与发达国家有一定差距，存在较大的提升空间。

当前健康险产品供给不能合理匹配需求，消费者对健康管理服务支付意愿较高；随着健康市场环境的改善及健康数据获取的便捷性提升，向健康管理方向发力的产品供给侧改革有望取得新的突破。1) 根据《2018 中国商业健康险发展指数报告》，在接受中保协调研的 28 家保险公司中有近八成认为商业健康保险产品供给不能满足市场需求，亟待破局的发展瓶颈主要在医疗健康市场环境和医疗健康数据获取两个方面。我们认为目前我国的保险公司与医疗机构在搭建统一数据信息管理平台方面仍有较大欠缺，限制了保险公司数据分析能力的提升，因而无法在核保和理赔方面最大可能地避免带病投保、骗保等现象为险企带来的额外赔付负担。2) 大部分商业保险公司会针对个人或团体商业健康险提供健康管理服务，且类型较为丰富，导医服务、重疾绿色通道服务的供给占比最高。但商业健康险产品配套服务的覆盖能力仍显不足，已购险客户对商业健康险产品的服务体验不足，已购买商业健康险的受访者中，近四成未享受过由商业保险公司提供的各项健康服务；少数已享受过商业保险公司健康服务的受访者中，超七成认为所享受的服务内容能够满足需要，在服务选项中偏好体检服务，其次是运动健身与慢病管理。根据《2018 中国商业健康险发展指数报告》，商业保险公司对于健康管理服务定价的心理预期集中于 500-1000 元之间，低于受访者对于同类型健康管理服务的支付意愿水平。

健康保险+健康管理+医疗服务与新技术进一步融合，16 万亿蓝海即将开启。1) 健康管理占健康产业比重仅为 2.71%，健康险及健康管理发展深化有望带动大健康产业发展。据前瞻产业研究院发布的《中国大健康产业战略规划和企业战略咨询报告》统计数据显示，现阶段，我国健康产业主要以医药产业和健康养老产业为主，市场占比分别达到 50.05%、33.04%；健康管理服务产业比重最小，只有 2.71%。2) 2017 年我国大健康产业规模达 6.2 万亿元，为 2011 年的 2.6 万亿元的 2.4 倍，2011-2017 年复合增长率达 15.6%。《“健康中国 2030”规划纲要》提出，把健康融入所有政策，全方位、全周期维护和保障人民健康，实现 2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿以上、2030 年达到 16 万亿元的目标，健康产业发展空间巨大。

上市险企 EV 稳定高增速，健康产业发展空间广阔，我们认为险企估值仍有提升空间，行业维持“优于大市”评级。2019 年 10 月 22 日股价对应 2019P/EV 仅为 0.78-1.37 倍，处于历史较低水平，公司推荐中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险等。

风险提示：利率趋势性下行；股票市场大幅波动；保障型增速显著放缓。

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业
李芳洲 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中信银行, 第一创业, 兴业银行, 杭州银行, 中国太保, 国金证券, 光大证券, 中国人寿, 东方财富, 建设银行, 国泰君安, 东吴证券, 汇丰控股, 中国银行, 华安证券, 中国银河, 兴业证券, 招商证券, 华泰证券, 中原证券, 中国平安, 中国财险, 中金公司, 众安在线, 中信建投, 安信信托, 中国太平, 东方证券, 南京银行, 广发证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljll11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 联系人
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 联系人
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 联系人
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒恒 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珏 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com