

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

商业医疗险报告三： 探索受益于商业医疗险发展的细分赛道

生物医药行业 强于大市（维持）

| 证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号:S1060514100001 邮箱: YEYIN757@PINGAN.COM.CN

倪亦道 投资咨询资格编号:S1060518070001 邮箱: NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

王钰畅 投资咨询资格编号:S1060524090001 邮箱: WANGYUCHANG804@PINGAN.COM.CN

2025年12月3日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



行业观点

- **政策利好医疗险发展，资金增量具备潜力。**2009年以来政策持续支持建立多层次医疗保障体系，发展商业健康险，同时自2020年以来持续推动医保数据与商保共享，2024年底会议明确医保数据与商保公司进行合作，数据共享进入落地阶段。《商业医疗险报告二：他山之石，辩证看待美国健康管理医疗模式》通过分析商业医疗险面临问题以及梳理美国管理式医疗模式，认为若实现医保数据共享，从需求端看在带病体、老年群体投保方面，从供给端看在特药保障范围、免赔额设置等方面将有改善，此外，我们认为支持商业医疗发展政策将持续推进，或有可能在保费支付、产品设计、理赔目录、DRG考核范围等方面有所进展。资金增量方面，根据测算，我们认为在中性预期下2030年赔付规模可达到4715.66亿元，医疗险赋能医疗行业颇具潜力。
- **资金增量沛雨甘霖，创新药及DTP药房或受益。**现行DRG政策下，医疗机构端使用创新药械动力不足，创新药上市后经过国谈降价，入院仍存在难度，院外渠道或为新路径。而多元支付体系，如作为第三方管理服务的公司，主要负责处理理赔、搭建医疗服务网络、安排医疗费用结算的TPA，和主要销售新特药（创新、特效的高价值药物），解决肿瘤、罕见病用药等刚需问题的DTP药房也将受益。根据中国商业健康险创新药支付白皮书2024数据商业健康险对创新药支付数据从2020年的11亿元增长至2023年的22亿元，复合增速达27.8%，2023年商业健康险对创新药的支付总额约为74亿元，仅占创新药整体市场的5.3%，医疗险对创新药支付规模持续增长，渗透率提升空间大。与此同时，商业医疗险赔付药品品类逐渐增长，覆盖范围广，且逐渐强调特药责任，我们认为商业健康险对新特药支付力度持续提升，有望成为支付增量。
- **创新器械及高端医疗服务或受益于商保发展，支付方式尚未明朗。**而对于创新器械，大部分使用场景为院内，使用创新器械时或可完全通过商保报销，从而不计入药耗占比考核；对于医疗服务机构，通过分析美国梅奥诊所的收入结构构成，我们认为具备医疗实力、可提供高端服务的民营医疗机构或可受益。

行业观点

►投资建议：1) 创新药：从BD、商业化、政策三个角度看，创新药崛起具备持续性，建议关注：a) 管线布局丰富的创新药公司，如恒瑞医药、百济神州、中国生物制药等创新药单品潜力大，价格有望重估的企业，如一品红、三生制药、凯因科技、千红制药等；c) 看好前沿技术平台布局领先的企业，如东诚药业、远大医药、科伦博泰等。2) DTP药房：为创新药处方外流途径，也是商业医疗险赋能药企支付路径。目前DTP药房领域有3种业态：a) 开展DTP业务的医药商业公司，如上海医药、九州通、柳药集团、重药控股、国药一致等；b) 开展DTP业务的传统零售药店，如益丰药房、大参林、一心堂、健之佳、老百姓等；c) 互联网线上药房，京东健康、阿里健康等。3) TPA行业：商业模式类似于美国管理式医疗，国内上市公司为思派健康，另有上海医药旗下镁信健康为行业头部。4) 创新器械：部分医保尚未覆盖或覆盖比例低，技术含量高、单位价值量高的器械产品有望受益。a) 部分医保覆盖不全的创新术式，如PFA房颤治疗术式、心脏起搏器、介入瓣膜、手术机器人辅助治疗等，建议关注惠泰医疗、微电生理、微创机器人、沛嘉医疗等；b) 部分高值耗材集采覆盖较全，但对于创新升级术式价格支持力度弱，有望纳入商保获得更好发展，如定制化骨科产品、大动脉介入产品、特种血管球囊、特殊功能导管等，建议关注心脉医疗、三友医疗、威高骨科等；c) 部分高端家用医疗器械，参考海外市场成熟经验，对于减轻全生病周期诊疗负担的产品有望纳入商保，如家用呼吸机、CGM等，建议关注瑞迈特、美好医疗、鱼跃医疗、三诺生物等。4) 医疗服务：利于具备医技能力壁垒、可提供高端服务的医疗服务机构，如爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、海吉亚医疗、锦欣生殖、美中嘉和、环球医疗、固生堂等。

►风险提示：政策变化风险；商业健康险商业模式风险；商保进展不及预期风险；公司风险。



目录CONTENTS

● Part1.商业医疗险方兴未艾，赔付增量可期

● Part2.现状：创新药械使用动力不足

● Part3.商保发展利好创新药及DTP药房

● Part4.创新器械或受益于商保发展

● Part5.投资建议及风险提示





1.1需求端：重视保费定价影响以及带病体、老龄人口投保需求

- **保费对投保人投保积极性有刚性影响。**2024年我国年人均可支配收入为4.13万元，可支配收入中位数为3.5万元，开放更多保险支付途径可减轻投保人投保经济压力，提高投保积极性。目前部分省市允许使用医保个人账户余额为本人和家庭成员购买惠民保。根据《商业医疗险报告二：他山之石，辩证看待美国健康管理医疗模式》中美国私人健康险发展经验，倡导企业为员工购买商业健康险或可促进行业发展，假设参保地方政府出台针对性的税收优惠政策，鼓励企事业单位为员工集体参保，则可起到一定积极效果。
- **老龄人口投保需求不容忽视。**目前老年人口投保存在难度，随着我国老龄化趋势加剧，未来老年人口将持续增长，平衡老年人口疾病高发带来的赔付风险以及老年人口增长贡献的保费增量值得思考。

图表1 2014-2024年我国年人均可支配收入及中位数（元）





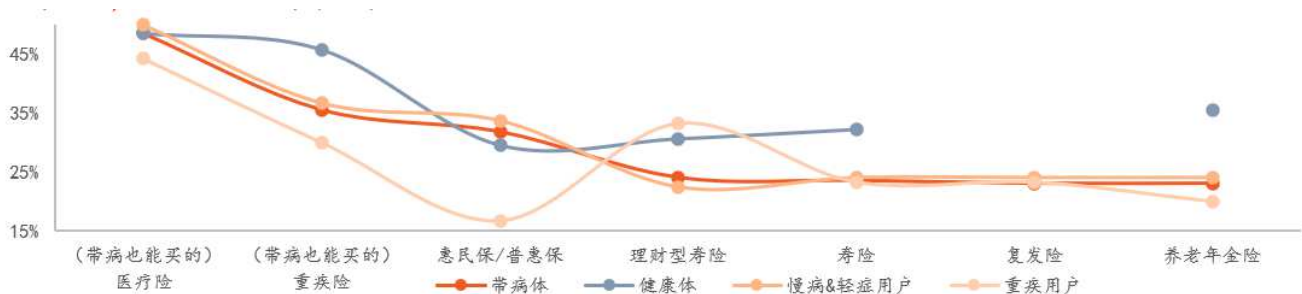
1.1需求端：重视保费定价影响以及带病体、老龄人口投保需求

- 带病体投保需求潜在空间大。根据2023年中国卫生统计年鉴数据，2018年慢性病患者率为34.3%，假设慢病患病率不变，估算24年我国约有4.8亿慢病患者，均为非健康体（带病体）。非健康体对于健康险购买的**保费价格预算高于健康体**，且希望**长期投保**，该群体**增量空间较大**。此外，根据《商业医疗险报告二：他山之石，辩证看待美国健康管理医疗模式》中美国私人健康险发展经验，平价医疗法案曾出台强制政策对保险公司进行监管，限制其对有病史的投保人购买保险的差异化政策，目前我国政策打通医保数据与商业保险公司共享，该举措可令商保企业获得更多医疗数据，便于甄别带病体和设计适合带病体投保的产品。

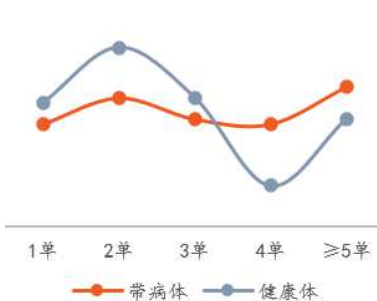
图表2 我国慢病患病率

指标名称	合计			城市			农村		
	2008年	2013年	2018年	2008年	2013年	2018年	2008年	2013年	2018年
慢性病患者率									
按人数计算	15.7%	24.5%	34.3%	20.5%	26.3%	33.5%	14.0%	22.7%	35.2%
分性别慢性病患者率									
男性	14.2%	23.5%	33.6%	19.6%	26.0%	33.6%	12.4%	21.0%	33.6%
女性	17.3%	25.6%	34.9%	21.4%	26.6%	33.4%	15.7%	24.5%	36.8%

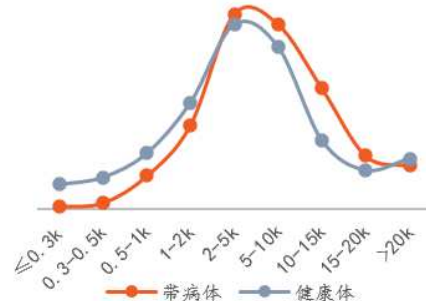
图表3 产品购买意愿（未来一年）



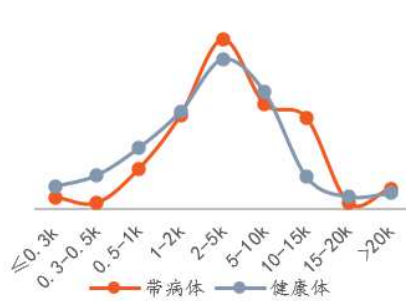
图表4 家庭购险单量



图表5 家庭保费支出



图表6 个人保费预算





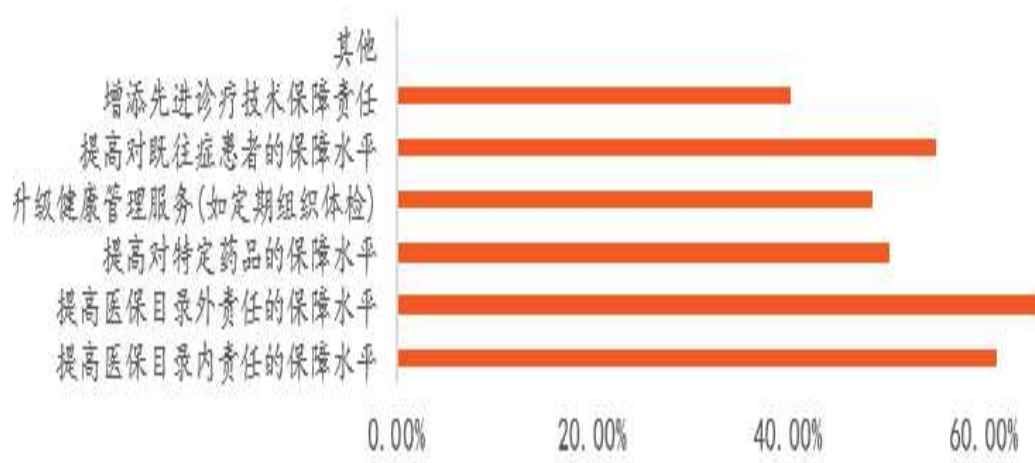
1.2 供给端：重视产品在健康管理、特药、免赔额方面的设计

- **增加健康管理等增值服务。**根据《商业医疗险报告二：他山之石，辩证看待美国健康管理医疗模式》中联合健康集团经验，营业利润率最高部分为健康管理业务，作为保险业务的延伸和拓展，发展健康管理等增值服务有利于险企合理的提高保费单价、吸引投保人、提高利润率水平；另一方面，根据中国商业医疗险发展研究蓝皮书数据，已投保消费者除关注医保目录内外的保障以及特药的保障、对非健康体的保障外，约有48.63%的已投保消费者希望升级健康管理服务。
- **适当降低免赔额。**由于道德风险无法区分带病体导致高免赔额，以及部分不公开数据导致精算难度提升，只能通过提高免赔额来减少损失，但提高免赔额会影响投保人投保积极性，目前政策打通医保数据共享，有利于险企判断投保人健康情况，减少道德风险带来的损失，降低赔付风险。精算方面，对于部分疾病患病率及治疗费用由更精准把控，有利于降低产品设计成本，缩减成本适当降低免赔额。

图表7 影响潜在消费者购买商业医疗保险的因素



图表8 现有消费者希望通过额外缴费来升级保障情况

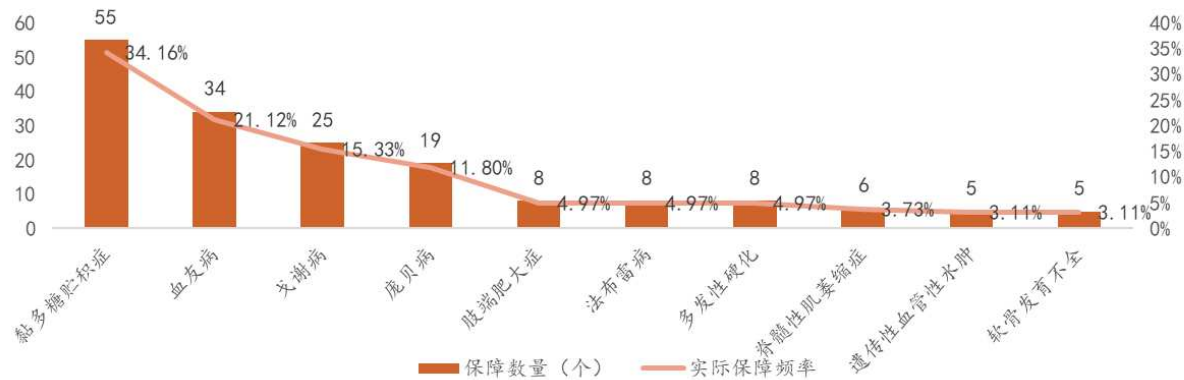




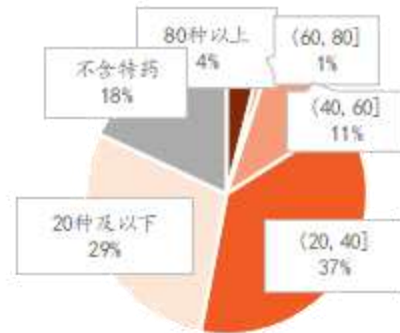
1.2 供给端：重视产品在健康管理、特药、免赔额方面的设计

- 扩充特药保障范围，以及对参保人新兴需求的触达。惠民保、百万医疗等普惠型以及中端商业医疗险都有对罕见病以及特药的治疗保障，对于投保人保障医保目录内不包含的特药以及治疗项目是购买商保的初衷，从产品供给端看扩大特药范围，以及不断纳入新兴治疗方式可提升对投保人的吸引力。
- 线上渠道兴起，提升投保程序友好度：线上渠道在商业医疗险销售路径中重要性日益凸显，根据中国商业健康险发展研究蓝皮书调研数据，线上渠道被考虑的比例高达72.51%。我国老龄化趋势加剧，老年人增多，提升投保程序友好度具备一定必要性。

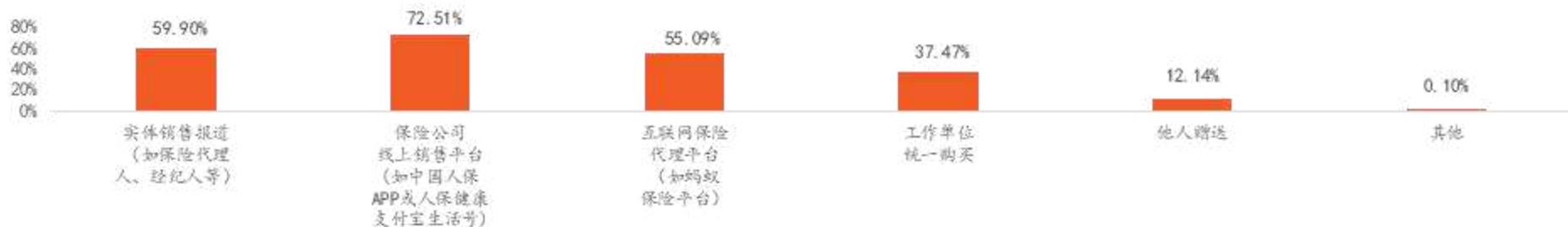
图表9 2023年惠民保特药保障频率最高的10种罕见病



图表10 2022年各地惠民保特药目录药品数量统计



图表11 现有消费者未来考虑购买商业医疗保险的渠道





1.3从供需两端逐渐完善，商业医疗险发展可期

- **从需求端看：**保费对投保人投保的积极性有影响，与此同时老龄人口与带病体有投保需求。目前部分省市出台用个人医保账户对商业健康险进行支付的政策，或将从一定程度促进投保积极性。另一方面，涉及老龄人口、带病体均可购买的保险产品，对产品设计、精算以及数据要求较高，2024年已出台的医保、商保数据打通政策也有望改善此问题。
- **从供给端看：**增加健康管理等增值服务、适当降低免赔额、扩充特药保障范围以及重视线上渠道对投保人具备吸引力。如果保司可以做相关方面的改善，则可增加投保人积极性。

我们认为从需求端与供给端出发，不断在产品设计、产品触达等方面进行完善，可以促进投保人积极性，从而促进商业医疗险行业增长，促进医疗险保费规模增长。



1.4 中性假设性预计至2030年可对医疗行业产生超4700亿赔付增量

➤ 假设条件

- 假设1：2024年我国人口数14.08亿人，同比增长-0.12%，在悲观/中性/乐观预期下，人口增速分别为-0.25%/-0.15%/0.00%，至2030年人口数分别为13.87/13.95/14.08亿人；
- 假设2：在悲观/中性/乐观状态下，保险密度以4.56%、（4.56%+8.33%）/2、8.33%的增速逐年增长；
- 假设3：政策支持医疗险发展，利好频发，在此趋势下预计医疗险在商业健康险中占比提升，在悲观/中性/乐观预期下，逐年提升0.25%/0.50%/0.75%；
- 假设4：以2023年医疗险赔付率为基期（无2024年数据）计算赔付率，在悲观/中性/乐观情况下赔付率分别逐年提升0.25%/0.50%/0.75%。

➤ 结论：2030年中性预计下，赔付规模可达4715.66亿元，悲观、乐观预计下，赔付规模分别达到3992.07/5566.18亿元。

图表12 资金增量规模测算

	2022	2023	2024	2030E		
				悲观	中性	乐观
商业健康险（亿元）	8653	9035	9774	12582	14093	15797
保险密度（元/人）	612.82	640.78	694.18	907.12	1010.01	1121.93
yoy		4.56%	8.33%			
商业医疗险（亿元）	3634	4336.80	4593.78	6102.21	7046.72	8135.32
保险密度（元/人）	257.37	307.57	326.26	439.95	505.01	577.79
赔付率		63.92%		65.42%	66.92%	68.42%
商业医疗险赔付金额（亿元）				3992.07	4715.66	5566.18
常住人口数量（亿人）	14.12	14.10	14.08	13.87	13.95	14.08



目录CONTENTS

● Part1.商业医疗险方兴未艾，赔付增量可期

● Part2.现状：创新药械使用动力不足

● Part3.商保发展利好创新药及DTP药房

● Part4.创新器械或受益于商保发展

● Part5.投资建议及风险提示





2.1DRG背景下的创新药械使用动力不足

DRG（Disease Diagnosis Related Groups，疾病诊断相关分组）是一种医疗支付系统，它根据患者的疾病诊断、治疗过程和资源消耗等因素，将相关疾病划分为一个组，进行打包付费，不再按项目逐项付费，利于节约医疗费用，避免医疗资源浪费。

➤ **进展：**2024年全国基本实现DRG/DIP付费全覆盖

对于普通DRG入组患者，医疗保险经办机构按照DRG分组结果进行定点医疗机构住院费用结算，具体计算公式为：

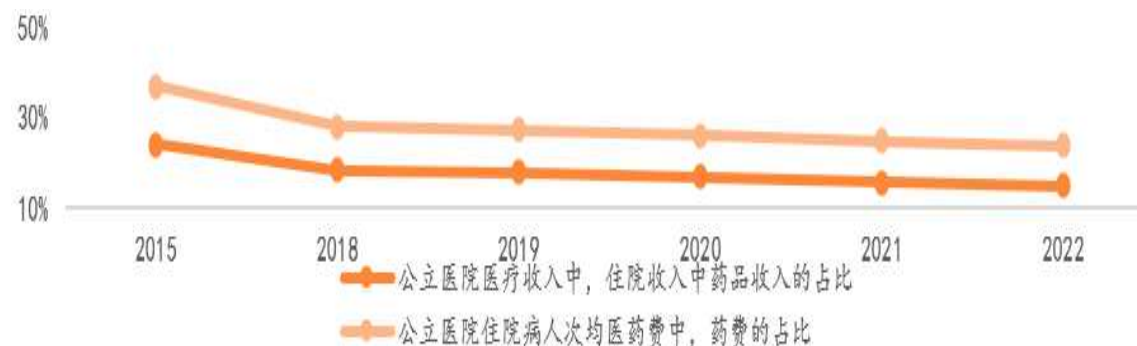
$$\text{医保基金DRG应支付住院费用} = \sum [(\text{参保人员住院所属DRG组的支付标准} - \text{全自费费用} - \text{先自付费用} - \text{起付线}) \times \text{政策规定的基金支付比例}]$$

现状：创新药械使用动力不足，高等级医院面临更大压力，亟需支付增量及支付路径

对创新药械

- 部分创新药械在医保支付范围，面临国谈/集采降价问题，DRG下创新药有院外销售趋势。医保支付范围持续扩大，预计至25年集采药品金额占公立医院总药品金额的90%；集采高值耗材金额占比80%，进入医保支付的创新药械快速放量，但同时通过谈判价格下降，未进入医保的创新药需通过药店等渠道销售。通过右图，可以看出公立医院中，药品使用占比呈下降趋势。
- DRG规则下医院使用创新药械动力下降，需探索其他支付来源。根据DRG结算公式，DRG分组内患者“全自费费用”、“先自付费用”等不能超过该分组的支付标准，否则医疗机构无法得到医保支付费用，对于医院为得到医保补偿，将减少使用自费或者自付比例较高的产品，综上，医保控费趋势下，DRG推进使得创新药械应用动力不足，医保控费趋严下，仍需探索其他支付来源。

图表13 公立医院收入中药品收入占比（%）及次均消费中药费占比（%）

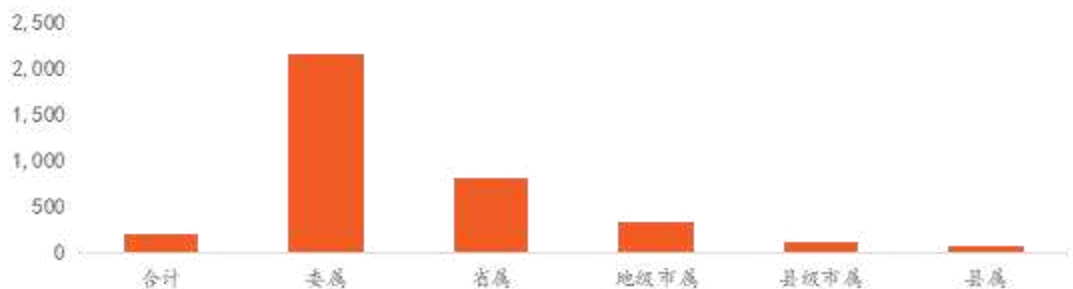


2.1DRG背景下的创新药械使用动力不足，高等级医院承担更大压力

对医疗机构

- 高等级医院为创新药械主要使用场景。卫生材料费和药费占住院病人均医药费的比例在各级综合医院之间的差距较小，但是实际上高等级医院的各项费用明显更高，说明大病、重病等需要用到创新药械的治疗大多发生在高等级医院，高等级医院人均次医药费用高。
- 高等级医院面临更大支付压力。高等级医院次均住院医药费用高于低等级医院，且成本（人力等）高于低等级医院，若遵循医保“同城同病同价”原则，高等级医院面临更大支付压力。而对于具备一定医技能力的高等级民营医疗机构，由于民营医院的属性，还需要在患者中进行宣传从而获得患者，所以还应支付销售费用等，使用创新药械压力更大。

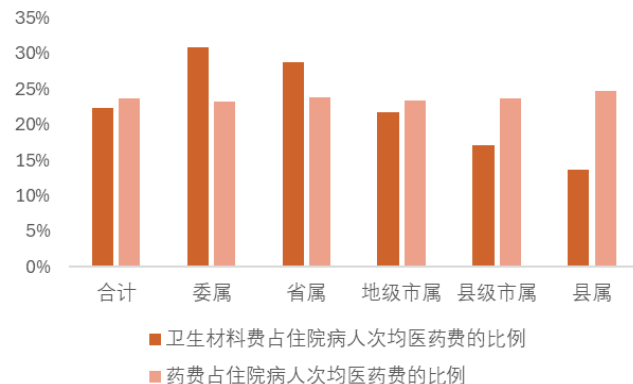
图表14 2022年各级综合医院平均每所医院人员支出（单位：百万元）



图表15 2022年不同级别医院药费、卫生材料费以及次均医药费（元）



图表16 2022年不同级别医院卫生材料费及药费在次均医药费中占比（%）





目录CONTENTS

● Part1.商业医疗险方兴未艾，赔付增量可期

● Part2.现状：创新药械使用动力不足

● Part3.商保发展利好创新药及DTP药房

● Part4.创新器械或受益于商保发展

● Part5.投资建议及风险提示

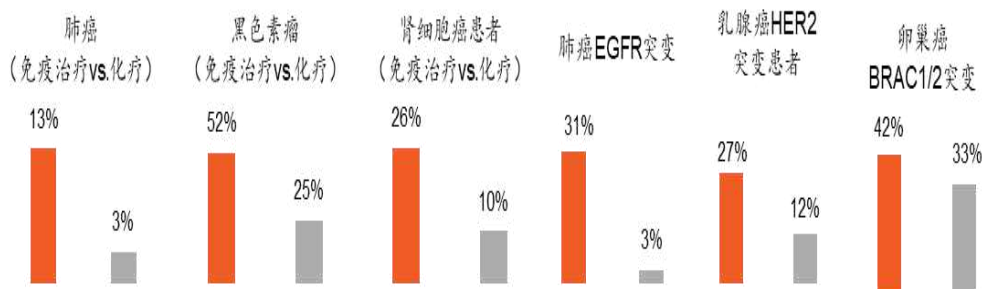




3.1 药品：创新药为肿瘤治疗刚需，面临降价及入院难问题

中国癌症发病率高，且五年生存期较发达国家有提升空间。根据恒瑞医药港股招股书数据，2023年中国癌症新发病例数占全球的23.7%。与此同时，中国癌症患者的五年生存率仅为43.7%，较美国的69.0%有较大差距。根据“健康中国2030”规范纲要，目标2030年总体癌症5年生存率提高15%，有一定提升空间。

图表17 部分晚期癌症患者肿瘤特药五年生存率VS. 化疗五年生存率



图表18 肿瘤治疗领域创新疗法

	当前选择	处于开发阶段的创新选择	整体研发趋势
靶向疗法	- 激酶抑制剂靶向： - VEGFR1/2/3 - CDK4/6 - PARP1/2/3 - AR/ER ...	- 激酶抑制剂靶向： - VEGFR2 - CDK4, CDK6 - FGFR - PDGFR ... - PARP1 - AR/ER PROTAC - KRAS - 放射性配体治疗 (RLT) ...	- 提高靶点选择性和结合能力，降低脱靶毒性。 - 投资新技术，将“不可成药”的靶点转化为有前景的靶点。
小分子靶向疗法			
基于抗体的靶向疗法	- 单克隆抗体 (mAb) 	- 双特异性/多特异性抗体 - 抗体偶联药物 (ADC) 	- 开发具有更高疗效和安全性的新药物形式。 - 开发疗效更好的新靶点。
免疫疗法	- 抗PD-(L) 1抗体 - 抗CTLA-4抗体	- 基于PD-(L) 1的双特异性/多特异性抗体 - 基于CTLA-4的双特异性/多特异性抗体 - 基于TGF-β 的抗体 ...	- 开发具有更高疗效和安全性的新药物形式 - 开发疗效更好的新靶点
传统治疗	- 拓扑异构酶抑制剂 - 烷化剂 	- 开发新配方 ...	联合其他治疗方式
化疗			

每种治疗方式的演变

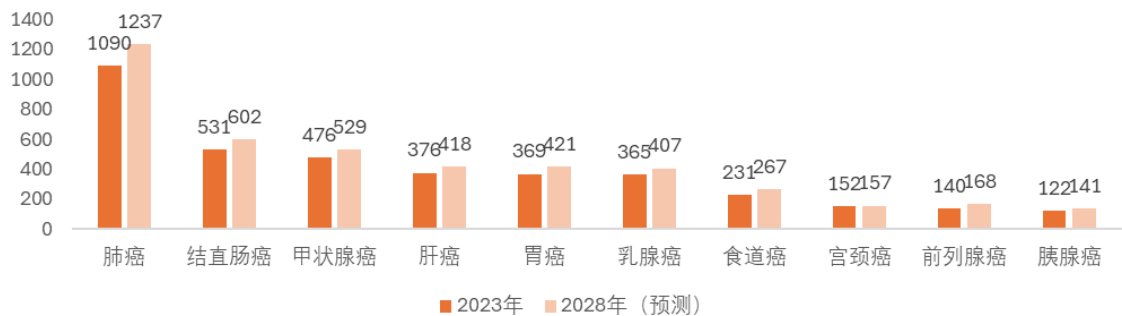


3.1 药品：创新药为肿瘤治疗刚需，面临降价及入院难问题

特药预后效果好，市场预计持续扩大，患者需资金保障用药。根据2020中国肿瘤特药支付报告数据，部分晚期癌症患者使用肿瘤特药较化疗五年生存率有提升，靶向治疗、免疫治疗等精准疗法可为癌症患者提供更好的预后及生存机会。预计中国肿瘤药物市场规模持续扩大，根据恒瑞医药港股招股书数据，预计至2028年将扩大至约4484亿元，持续扩张的肿瘤特药市场为患者提供更多优质选择，患者方需支付增量提供资金保障。

图表19 中国发病率排名前10的癌症类型

复合年增长率	2.6%	2.5%	2.1%	2.1%	2.7%	2.2%	2.9%	0.7%	3.8%	2.8%
肺癌	1090	1237								
结直肠癌	531	602								
甲状腺癌	476	529								
肝癌	376	418								
胃癌	369	421								
乳腺癌	365	407								
食道癌	231	267								
宫颈癌	152	157								
前列腺癌	140	168								
胰腺癌	122	141								



图表20 2018-2028年（预测）中国肿瘤药物市场规模（单位：十亿元）





3.1 药品：创新药为肿瘤治疗刚需，面临降价及入院难问题

➤ **创新药需支付增量以及打开院外支付路径以摆脱困境。**创新药获批上市后，需经过国谈进入医保目录，国谈降价约60%，目前医院用药大部分为医保目录内用药，但进入医保目录并不意味着可入院，医院选择药品主要考虑的因素是是否有未被满足的临床需求以及该药品是否具备不可替代性，且医院已形成稳定的药品结构，所以即使降价进入医保目录入院仍存在不确定性，对创新药药企来讲降价影响利润进而影响研发经费以及研发动力，且降价不一定意味入院销售，未进入医保目录、或进入目录但未入院药品仍需院外渠道销售，即使成功入院，在现行控费政策下医院用药会考虑费用，使用价格高的创新药动力不足，创新药需获得支付增量以及打开院外支付途径脱离困境。

各方对于创新药械的态度

➤ **药企：支付增量利于维持创新药价值。**通过谈判纳入医保目录的创新药品种逐渐增多，但新药研发周期长，投入成本高，新药上市降价不利于后续创新管线研发；对于未纳入医保目录的创新药械，由于需要患者纯自费，销量难以保证，综上，创新药械企业亟需新型支付方式。

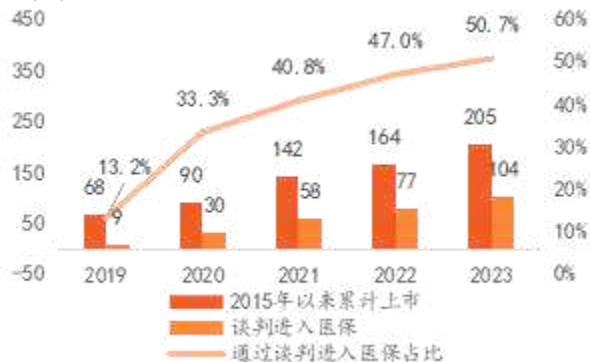
➤ **患者：希望得到更好的治疗。**对于有支付能力的患者，在医保基本属性之上，得到更好的治疗方式（药耗、服务）并在支付方面有一定保障。

➤ **医疗机构：贵价药有外流动力。**由于有医保支付总额的限制，对大病重病罕见病等需要新药/进口药治疗的疾病，更倾向于处方外流；此外，纳入医保的品种并不意味着入院，需求量大但未被满足的临床需求、不可替代性是医院考虑增加新药的主要因素，医院往往已形成较稳定的药品结构，新增药品动力一般。综上，对于已纳入医保或未纳入医保的创新药品，院外销售渠道不容忽视。

图表21 新药入院流程图



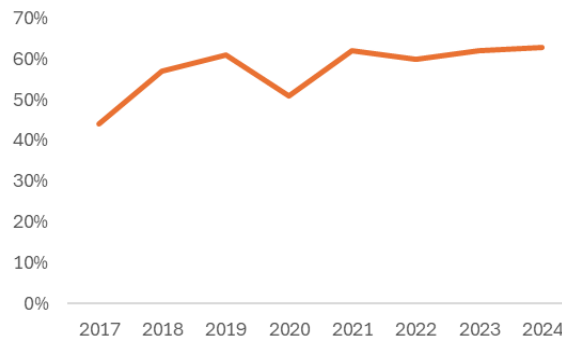
图表22 2019-2023年国产创新药谈判进入医保数量（个）及占比（%）



图表23 2019-2023年进口创新药谈判进入医保数量（个）及占比（%）



图表24 2017-2024年医保谈判目录外新增药品平均降价幅度（%）

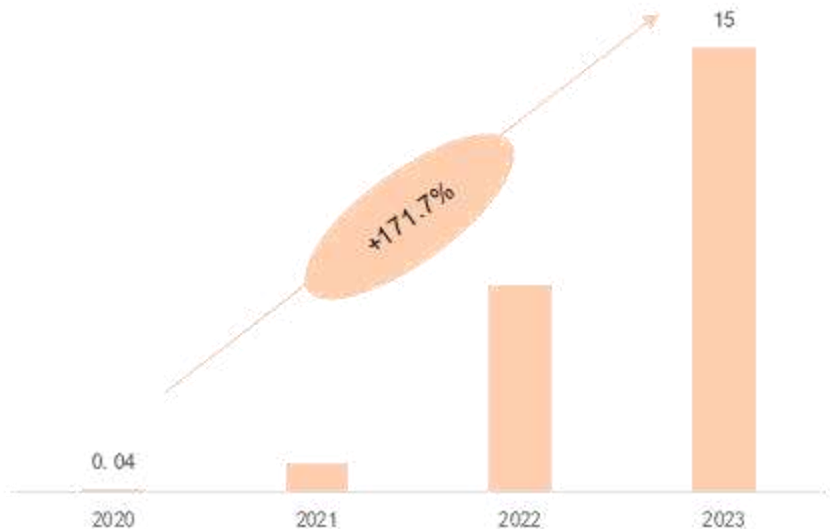




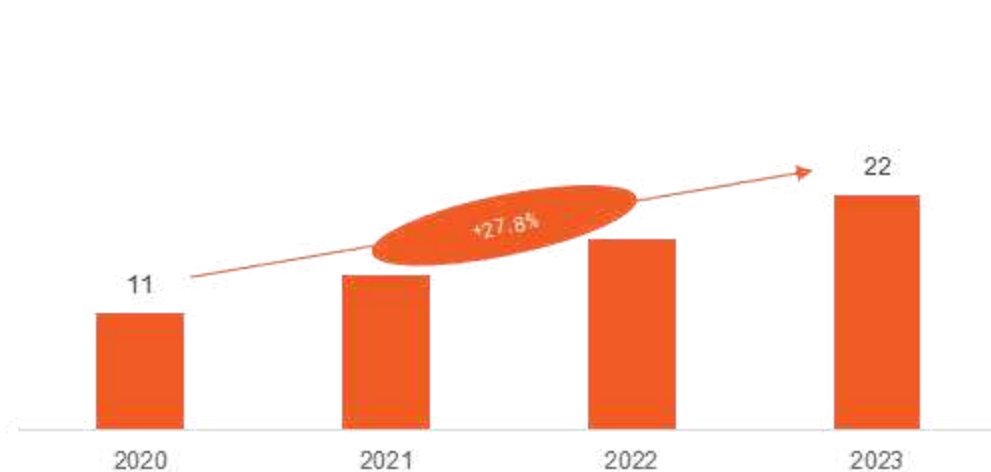
3.2 医疗险可为创新药提供支付增量

- 医疗险对创新药支付规模持续增长，渗透率提升空间大。根据中国商业健康险创新药支付白皮书2024数据，商业健康险对创新药支付数据从2020年的11亿元增长至2023年的22亿元，复合增速达27.8%；惠民保由2020年的0.04亿元增长至2023年的15亿元，复合增速达171.7%。惠民保大部分产品设置高值自费药品责任，采用“带病体可保可赔”的模式，对创新药贡献赔付增量。另一方面，《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》测算显示，2023年商业健康险对创新药的支付总额约为74亿元，仅占创新药整体市场的5.3%，支付提升空间大。
- 对于部分前期研发投入大，降价有难度而无法入院的创新药，可通过处方外流的方式，患者凭借处方在DTP药店进行购买，同时若患者已购买商保，通过商保进行赔付，从而形成院外流转，解决入院难的问题。

图表25 惠民保2020-2023年创新药支付规模估算（亿元）



图表26 商业医疗险2020-2023年创新药支付规模估算（亿元）





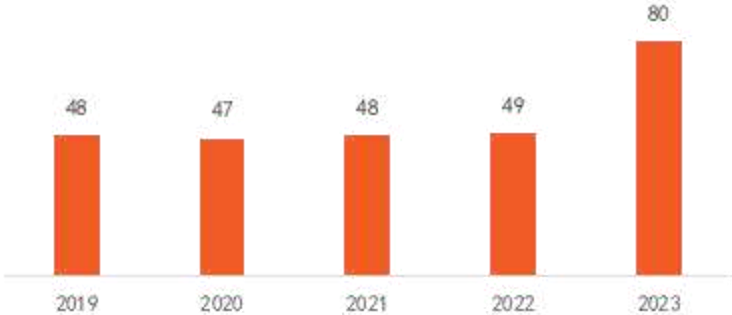
3.2 医疗险可为创新药提供支付增量

- 赔付药品数量逐渐增长，覆盖范围广，且逐渐强调特药责任。部分商业医疗险保障药品涉及内地肿瘤药、罕见病药、海外药、免疫药以及CAR-T疗法等，覆盖范围广。药品数量方面，根据中国商业健康险创新药支付白皮书数据，商业医疗险平均纳入的国内上市特药数量从2019年的48种提升至2023年的80种，随着商业健康险保费规模提升，以及特药药品市场扩容，预计数量将逐年提升，为参保患者提供更好保障。覆盖速度方面，根据《中国商业健康险创新药支付白皮书（2024）》数据，2023年惠民保产品纳入药品数量是2020年的2.4倍。截至2023年，商业医疗险纳入药品441种，其中肿瘤创新药占比55.78%，海外药占比36.51%；惠民保纳入药品550种，其中肿瘤创新药占比44.73%，海外药占比33.27%。根据统计，截至2023年超过90%的惠民保产品包含特药责任，我们认为医疗险产品强调特药责任是未来趋势。
- 综上，我们认为商业健康险对新特药支付力度持续提升，有望成为支付增量，同时对比创新药市场规模仍有提升空间。

图表27 2019-2023年商业医疗保险药品纳入绝对数量（个）及种类

图表28 2020-2023年惠民保药品纳入绝对数量（个）及种类

图表29 商业医疗保险平均纳入药品数量（个）（国内上市特药）



图表30 2023年部分商业医疗险（个）

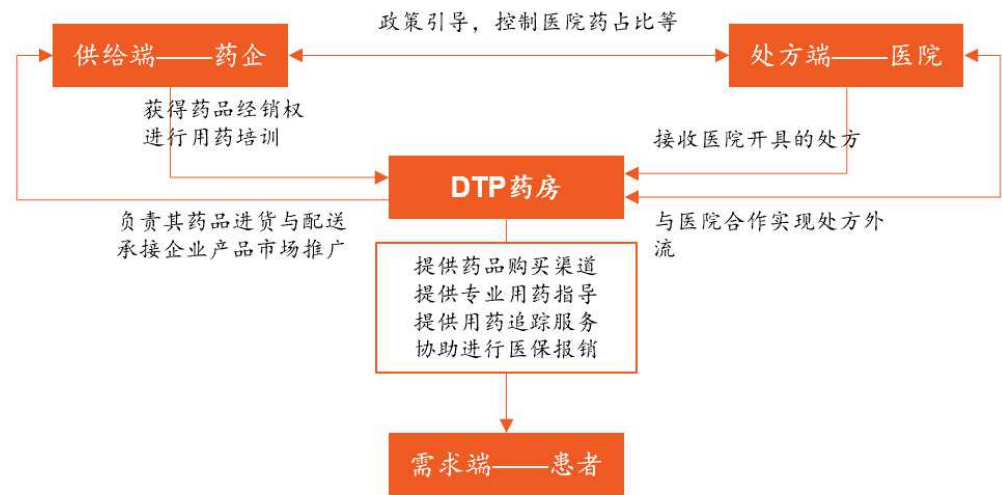
药品类别	产品A	产品B	产品C	产品D	产品E
药品清单数量（含CAR-T）	128	不限目录	150	162	130
内地肿瘤药	125	不限目录	103	159	128
罕见病药	0	0	50	0	0
海外药	0	0	15	0	0
CAR-T	2	不限目录	3	3	2
免疫药	0	0	3	2	0
赔付比例	医保目录内外100%赔付（若以社保身份投保但未经社保结算，赔付比例60%）	医保目录内外100%赔付（若以社保身份投保但未经社保结算，赔付比例60%）	医保目录内外100%赔付（若以社保身份投保但未经社保结算，赔付比例60%）	医保目录内外100%赔付（若以社保身份投保但未经社保结算，赔付比例60%）	医保目录内外100%赔付（若以社保身份投保但未经社保结算，赔付比例60%）

资料来源：镁信健康-中国商业健康险创新药支付白皮书2024，平安证券研究所

3.3 药品院外获取路径-DTP可为创新药院外销售提供路径

- **DTP（Direct to Patient）药房模式：**药店获得制药企业产品经销权，患者在医疗机构获得处方从药店购买药品并获得药师服务的模式。DTP药房主要销售新特药（创新、特效的高价值药物），解决肿瘤、罕见病用药等刚需问题，药品单价高，患者用药时间长、粘性高。根据思派健康招股书数据，肿瘤特药为中国特药市场最大份额的特药，2021年市场份额约63.5%。
- **DTP药房作用：**DTP药房完整串联了药品供给端（制药企业）、处方端（医院）、需求端（患者），并结合药品配送物流职能，成为药品流通过程中的最核心角色。
 - **DTP药房的特点：**1) 肿瘤药授权是关键；2) 药师服务体现竞争力。相较于普通药房DTP药房在专业性、与药企关系、服务模式等方面有更高要求，具备一定壁垒。

图表31 DTP药房运作模式



图表32 DTP药房与普通药房的对比

	DTP药房	普通药店
客户群体	主要面向需要长期服用高值药品的患者，如肿瘤患者、慢性病患者等	面向广大居民，满足日常用药需求
药品种类	新特药、自费药等，如抗肿瘤、血液系统、神经系统、艾滋病、罕见病和慢性病药物	以销售OTC药品（非处方药）、常用处方药、医疗器械、保健品等为主
专业性	配备执业药师提供专业指导意见及服务，对药品的不良反应、治疗管理、患者教育等有较高要求	专业性要求相对较低，药学服务相对简单
服务模式	提供全程冷链管理、专业用药指导、患者教育、追踪随访、慈善赠药、保险服务等增值服务	主要提供药品销售服务，部分药店可能提供简单的用药咨询，缺乏系统的用药指导。
经营特点	以患者为中心，强调与患者的长期合作粘性，药品销售与服务并重	以药品为中心，以销售药品为主，服务相对单一
与药企关系	直接获得药品生产企业的药品经销权	通过商业代理、药品批发商等中间环节从药企进货
选址布局	通常选址于医院附近，方便患者凭处方购药	选址相对灵活，可在居民区、商业区等地方开设

资料来源：中国药店公众号、中国药房公众号、思派健康招股书、重庆DTP公众号，平安证券研究所

3.3 药品院外获取路径-DTP可为创新药院外销售提供路径

- 目前DTP药房领域有3种业态。根据中国商业目前市场上有3种类型的企业涉及DTP药房业务：1) 医药商业公司，开展DTP业务时由于和上游医药工业企业有良好合作基础，同时具备较强供应链物流能力，成本端的管控有一定优势；2) 传统零售药店，开展DTP药房业务，由于其分布广，区域内知名度高，具备会员管理经验，建店前期自带客流量；3) 互联网科技公司，开展DTP药房的新业态，通过链接药企、保险、患者，承接投保患者特药需求。
- 医药商业类公司国药控股DTP药房数量较多，上海医药有镁信健康平台的保险数据加持，同时上海医药是国内主要经销商，上游药企合作广泛，在获得药品授权方面具备优势；传统零售连锁药店头部公司DTP药房数量相差不大，覆盖区域各有侧重，多位于自身传统零售业务强势区域；互联网科技公司如思派健康、圆心科技、京东健康、阿里健康等。

图表33 DTP药房涉及标的



资料来源：国药控股/华润医药/柳药集团/老百姓/大参林/健之佳2025年中报、思派健康2024年报、圆心科技招股书，平安证券研究所 备注：思派健康数据更新至2024年报，圆心科技数据截至2023年8月，其余以上DTP药店数量数据更新到2025年中报



3.4TPA—新兴行业或可受益于医疗险发展

➤ **TPA**：是专门为保险公司提供第三方管理服务的公司，主要负责处理理赔、搭建医疗服务网络、安排医疗费用结算等。TPA链接药企、保险公司、患者、药店以及部分医疗机构，为商保资金在药企、药房、医疗机构中流转提供桥梁。

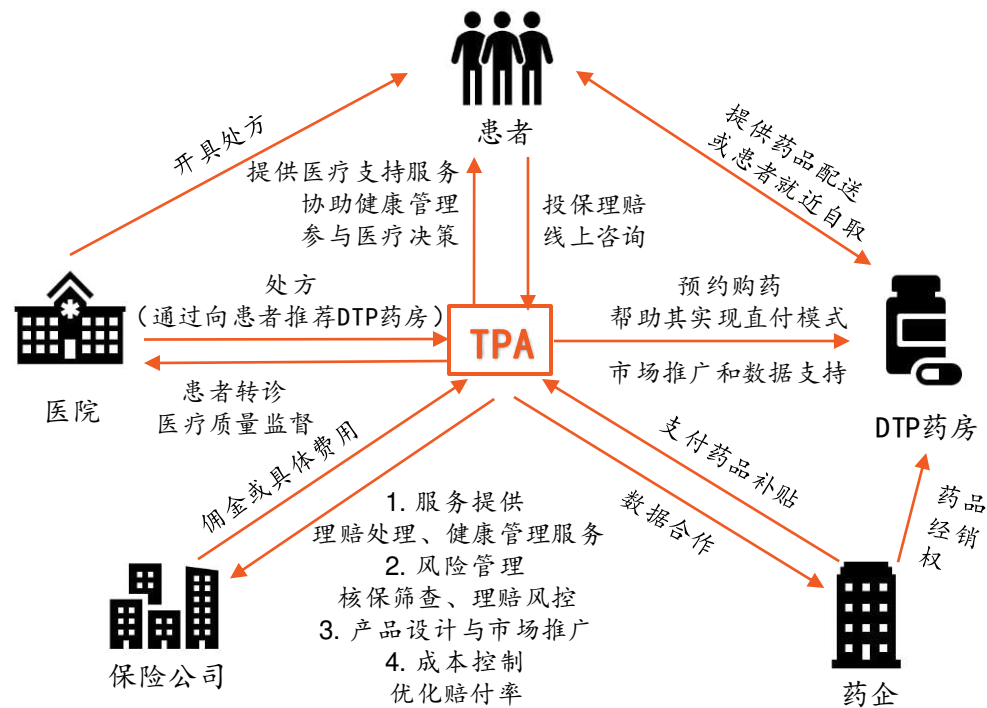
- 壁垒：1) 创新医药资源；2) 保险资源和能力；3) 精算定价数据能力；4) 优质医院网络；5) 对药店的掌控力。

➤ **TPA为新兴行业，在高端医疗服务以及特药方面或可借鉴美国模式。**目前TPA公司收入主要来自佣金收入和药品销售。佣金收入有两种模式：1) 按合作保司保费收入的一定比例收费；2) 按所支持保单数量计算服务费，为险企等提供服务。药品销售收入则来自于其DTP药房收入，销售医保外商保内特药。目前国内具备TPA性质企业中，镁信健康、思派健康以及圆心医疗具备代表性，创新药资源以及险企资源各具特色，但均在医院资源网络搭建方面薄弱，正如《商业医疗险报告二：他山之石，辩证看待美国健康管理医疗模式》所述，由于我国与美国在医疗体制上存在根本差别，故在医疗网络搭建方面推进有较大差异，我们认为医疗网络建设有望在高端私立医疗或特需医疗服务方面取得突破，而药品方面则在医保外的创新药、特药领域可借鉴美国模式。

图表35 TPA收入结构



图表34 TPA运营模式





3.4TPA—新兴行业或可受益于医疗险发展

图表35 TPA涉及公司

	镁信	圆心	思派
公司业务种类	镁信的两大方案与一个平台： 1、智药解决方案：为药企提供了药品全生命周期的商业化方案，帮助药企整合多元支付方； 2、智保解决方案：整合自有AI技术、更优质的医疗健康资源，为保司提供端到端方案，推动健康险创新。 3、一站式用户服务平台「一码直付」：为用户提供更多支付方案，实现医药直付，并最终重塑用户的体验。	1. 院外患者服务：院外药房服务、院外医疗服务、药品批发服务 2. 供给端赋能服务：为院内患者提供的数字化服务、智能一体化医院工作场所 3. 医疗产业端赋能服务：病程管理及服务包、向医药公司提供的营销服务、保险服务	公司目前经营三条业务线，包括： 特药药房业务（Specialty Pharmacy Business）：包括特药药房及增值专业药剂师服务，专注于治疗肿瘤及其他危重疾病的特药。 医生研究协助（Physician Research Assistance）：从事SMO业务，以支持制药公司所有阶段临床试验的药物研发过程。 健康保险服务（Health Insurance Services）：包括健康管理服务。
创新药资源	作为上海医药的子公司，国内进口特药主要分销商，镁信已经累计服务了超过140家药企，包括全球前20大公司中的90%（按2024年收入计）。2024年，镁信覆盖了40%中国已上市的1类新药，其中包括60%以上的肿瘤相关药物（不计中成药、诊断试剂、疫苗及血液制品）。	圆心药房的产品组合涵盖了国家药监局自2015年起批准的125款创新性肿瘤治疗药物中的104款，以及超过2,200个心血管疾病的处方药。	该集团服务307名生物技术和制药客户，其中包括中国从事创新药物研发的全部前十大上市制药公司。
下游药店合作	镁信的“一码直付”平台依托境内超过3,300家特药药房网络，保证覆盖全国的药品配送全面高效直达。	截至2023年8月31日，公司拥有并经营322家药房，其中269家位于医院附近半径1公里以内的位置，122家药房则被指定为大病医保双通道药房。	截至2024年12月31日，思派在中国内地经营53家特药药房
保险资源	镁信已服务了超过90家保司，包括中国前20大保司（按2024年保费收入计）的100%。	已与177家保险公司及8家再保险公司合作，推出40余款新特药保险产品，协助在超过120个城市推出普惠型商业健康保险，管理59.3百万份保单，并分销合计55项健康险产品。还获得了在中国提供保险服务所需的许可证。	与各大主流保险公司携手合作，共同为会员定制专属的保险产品，例如2019年首发的「惠民保」保险计划，以及为雇主和员工提供更全面保障的「健康保」计划。
优质医院网络	镁信的“一码直付”平台与全国超过20,000家医院建立了合作伙伴关系，促成高价值 疗法和住院护理的直付交易。	截至2023年8月31日，包含477家医院，覆盖中国26个省和100多个城市其中超过180家医院为三甲医院。	公司已经实现了27家省级肿瘤专科医院及五个国家级癌症治疗中心的全覆盖。这意味着公司的医院网络包括27家省级肿瘤专科医院和5个国家级癌症治疗中心。

资料来源：镁信健康招股书、圆心科技招股书、思派健康2024年报，平安证券研究所



目录CONTENTS

● Part1.商业医疗险方兴未艾，赔付增量可期

● Part2.现状：创新药械使用动力不足

● Part3.商保发展利好创新药行业及多元支付体系

● Part4.创新器械及高端医疗服务或受益于商保发展

○ Part5.投资建议及风险提示



4.1 创新器械商保直付，或在私立机构使用可解决动力不足问题

现行医保报销方式下创新或高端器械使用动力不足。医疗器械大部分通过手术应用，根据前文计算公式，医疗机构为获得医保补偿，使用创新医疗器械动力不足。高等级医院主要收治大病重症患者，为创新医疗器械最主要使用场景，但在医保“同城同病同价”原则下面临更大支付压力。

医保基金DRG应支付住院费用=
 $\sum [(参保人员住院所属DRG组的支付标准 - 全自费费用 - 先自付费用 - 起付线) \times 政策规定的基金支付比例]$

针对创新医疗器械，直接进行商保报销可解问题：

目前医疗险报销以医院发票为准，在患者自费+自付费用达到免赔额后报销剩余部分。惠民保通常要求有社保身份，百万医疗等中端医疗险对社保身份无要求，有医保前提下先进行医保报销，再进行商保报销。对医疗机构而言，商保无法解决医保报销模式下的损失；对于患者而言，若免赔额过高则商保保障效用降低。

我们认为针对创新医疗器械使用，在无社保报销或非社保身份下进行商保报销可解决DRG机制下医疗机构对医保补偿不足的担忧。

另一方面，针对有进一步就医需求的患者，可以选择**高端私立医疗机构**，利用商保进行报销：

为满足不同层次就医需求，2024年9月商务部、国家卫健委等联合发布了《关于在医疗领域开展扩大开放试点工作的通知》，拟允许在北京、天津、上海、南京、苏州、福州、广州、深圳和海南全岛设立外商独资医院，为有一定支付能力患者提供更多选择。



4.1创新器械商保直付，或在私立机构使用可解决动力不足问题

图表36 现有保险产品报销制度举例

	中端医疗险	百万医疗产品	
产品	平安双子星·中端医疗险2025升级版	好医保·长期住院医疗保障计划（PICC）	众安尊享e生2025版
保障范围	中国大陆	中国大陆	中国大陆
医院范围	二级及以上公立医院（普通+特需+VIP贵宾部+国际诊疗部）+合同约定的其他医院+9家质子重离子医院	二级及以上公立医院普通部	二级及以上公立医院普通部+102家私立（民营）医院+9家指定质子重离子肿瘤医院
保障额度	400万元	一般医疗疾病200万，重度医疗疾病400万	一般医疗及外购药械费用医疗保险金300万元 一般门急诊医疗及外购药械费用医疗保险金300万元 重大疾病医疗及外购药械费用医疗保险金300万元 特定药品费用医疗保险金600万元 恶性肿瘤先进疗法医疗保险金600万元
责任	住院+门诊	住院+特殊门诊+门诊手术+住院前7天后30天门急诊	住院+特殊门诊（含术后康复、恶性肿瘤化疗等）
覆盖疾病	一般医疗疾病+120种特定疾病+恶性肿瘤（质子重离子治疗法）	一般医疗疾病+100种重大疾病	一般医疗疾病+121种特定疾病+恶性肿瘤
覆盖药品	需经社保统筹，扩展特定院外药品，特定疾病院外购药不设清单、不限种类，212种肿瘤特药（含Car-T）	不限社保用药，抗癌特药全覆盖，不限院内院外用药，外购药指定药店直接结算不需垫付	不限社保用药，覆盖全部院外特药，257种肿瘤特药（含6种CAR-T、4种广谱抗癌药）、30种罕见病特药、15种特定进口药品、10种指定疾病急需药品。全面放开外购药和医疗器械保障范围，处方内的外购药品及外购医疗器械费用，责任内不限清单、不限疾病、不限住院或门诊场景
报销比例	一般医疗：若自费费用在1万元及以下，70%；1万元以上，100%。其他：100%	100%报销，有医保均可享，新农合、城镇医保、大学生医保都属于医保。	不限社保目录，责任内赔付比例100%
报销规则	若参保人有基本医保，但结算医保目录内药品时未使用医保结算，则赔付比例再乘以60%；购买的药品单价≥2000元时，需预先进行用药申请，否则赔付比例为60%	投保时选择有医保，但实际上没有医保或是没有用医保报销的，保险公司按照应赔付金额的60%进行赔付，质子重离子治疗费按60%进行赔付	投保时选择有医保，但实际上没有医保或是没有用医保报销的，保险公司按照应赔付金额的60%进行赔付
免赔额	0	重大疾病0免赔，其他病种6年累计免赔1万	一般医疗及外购器械费用医疗保险金、般门急诊医疗及外购器械医疗保险金，共享1万免赔额，重疾医疗0免赔额
理赔方式	事后理赔，附加垫付权益	上门垫付医药费\在线便捷理赔	事后理赔，可开通附加垫付权益
等待期	30天	30天（意外医疗无等待期）	首次投保30天，意外事故/连续投保/转保无等待期

资料来源：平安双子星计划官网、中国人保官网、众安健康公众号，平安证券研究所



4.2具备医技能力壁垒的医疗服务机构可受益医疗险发展

► 商保有利于高端民营医疗机构发展。我们以美国Mayo Clinic（梅奥诊所）为例，阐述商保对高端医疗促进作用。通过分析梅奥诊所收入构成以及客单价数据，并与其他医院进行对比，我们认为医技能力+商保支付高占比有利于促进民营医疗机构提升自身医技水平，高端民营医疗可为有一定支付能力患者提供更好医疗服务。

- **Mayo Clinic营收稳健增长，业绩表现优异。**2023年，Mayo Clinic总营收179.44亿美元，同比增长10.15%，净利润10.84亿美元，同比增长82.18%。
- **商保支付是Mayo Clinic医疗服务主要收入来源，占比过半。**2023年，Mayo Clinic医疗服务收入150.77亿美元。其中，商保、Medicare、Medicaid、其他（包括个人支付）占比分别为58.72%、26.72%、3.72%、和10.83%。2023年商保收入同比增速最快，为11.84%。

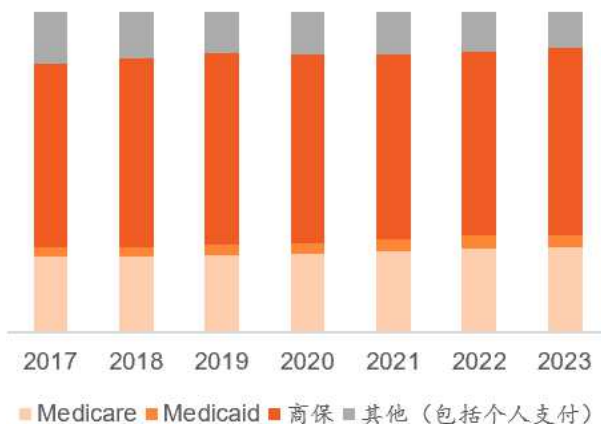
图表37 2009-2023年Mayo Clinic营收及增速（亿美元）



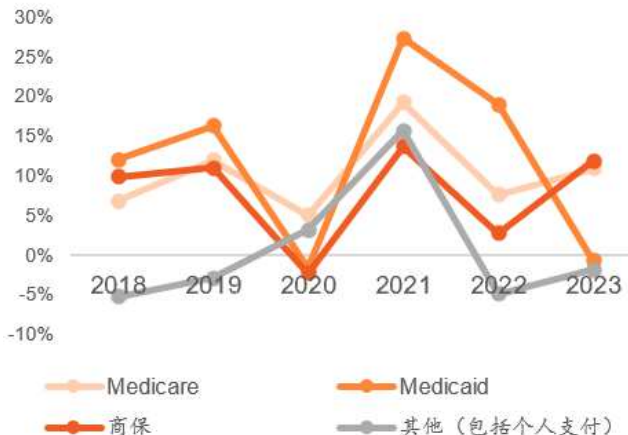
图表38 2009-2023年Mayo Clinic净利润及增速（亿美元）



图表39 2017-2023年Mayo Clinic医疗服务收入结构



图表40 2018-2023年Mayo Clinic医疗服务收入增速





目录CONTENTS

- Part1.商业医疗险方兴未艾，赔付增量可期
- Part2.现状：创新药械使用动力不足
- Part3.商保发展利好创新药行业及多元支付体系
- Part4.创新器械及高端医疗服务或受益于商保发展
- Part5.投资建议及风险提示



5.1 投资建议

- 2025年7月10日国家医保局公布《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》及相关文件，进一步表示将推动制定商业健康保险创新药品目录。我们认为，在各部委的推进、支持下，创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药、械有望更快进入包括商保在内的多层次医疗保障体系中，对产品的放量有较大帮助。
- 投资建议：1) 创新药：从BD、商业化、政策三个角度看，创新药崛起具备持续性，建议关注：a) 管线布局丰富的创新药公司，如恒瑞医药、百济神州、中国生物制药等；b) 创新药单品潜力大，价格有望重估的企业，如一品红、三生制药、凯因科技、千红制药等；c) 看好前沿技术平台布局领先的企业，如东诚药业、远大医药、科伦博泰等。2) DTP药房：为创新药处方外流途径，也是商业医疗险赋能药企支付路径。目前DTP药房领域有3种业态：a) 开展DTP业务的医药商业公司，如上海医药、九州通、柳药集团、重药控股、国药一致等；b) 开展DTP业务的传统零售药店，如益丰药房、大参林、一心堂、健之佳、老百姓等；c) 互联网线上药房，京东健康、阿里健康等。3) TPA行业：商业模式类似于美国管理式医疗，国内上市公司为思派健康，另有上海医药旗下镁信健康为行业头部。4) 创新器械：部分医保尚未覆盖或覆盖比例低，技术含量高、单位价值量高的器械产品有望受益。a) 部分医保覆盖不全的创新术式，如PFA房颤治疗术式、心脏起搏器、介入瓣膜、手术机器人辅助治疗等，建议关注惠泰医疗、微电生理、微创机器人、沛嘉医疗等；b) 部分高值耗材集采覆盖较全，但对于创新升级术式价格支持力度弱，有望纳入商保获得更好发展，如定制化骨科产品、大动脉介入产品、特种血管球囊、特殊功能导管等，建议关注心脉医疗、三友医疗、威高骨科等；c) 部分高端家用医疗器械，参考海外市场成熟经验，对于减轻全生病周期诊疗负担的产品有望纳入商保，如家用呼吸机、CGM等，建议关注瑞迈特、美好医疗、鱼跃医疗、三诺生物等。4) 医疗服务：利于具备医技能力壁垒、可提供高端服务的医疗服务机构，如爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、海吉亚医疗、锦欣生殖、美中嘉和、环球医疗、固生堂等。



5.2 风险提示

- 政策变化风险：医保政策变化对医药行业各领域产生影响，政策出现意外变化可能对行业带来不确定性；
- 商业健康险商业模式风险：商业健康险销售渠道、赔付方式等商业模式具备不被投保人认可的商业模式风险；
- 商保进展不及预期风险：多层次医疗保障体系的发展涉及众多部门、行业，协调难度大，存在推进不及预期的风险；
- 公司风险：相关建议关注的公司经营、研发情况可能不达预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。