

非银行金融

行业研究/专题报告

健康险万亿空间蓝海，行业集中险企分化

—健康险市场分析与展望

专题研究报告非银行金融

2018年08月24日

报告摘要：

● 国内外医保体制各有不同，商业保险重要性不一

各国的医疗制度大体可分为国家保障型、社会医疗保险型、商业医疗保险型等，商业健康险在其中重要性递增。我国商业保险起步较晚、仍处于补充地位。

● 医疗卫生支出比例偏低，医保体系压力催化需求

我国老龄化加速背景下，医疗卫生支出比例偏低，人均医疗卫生支出仅为德国和英国的1/10，不足美国的5%；医疗卫生支出总额占GDP比重为发达国家的1/3-1/2。健康险赔付占国家医疗卫生总支出比例为2.5%，发达国家该项支出比例在10%左右，保障水平仍然偏低，个人医疗保障缺口超万亿。

● 健康险发展迅速，5年复合年均增长38%

2000年-2017年，我国健康险复合年均增幅达28%，2012年-2017年，商业健康险以38%的复合年均增速快速提升增长，是保险行业增速最快的险种，其占人身险保费收入的比重不断增加，至2017年比重达16.4%，其占总保费比重12%。

● 对标国外健康险规模，业务空间超万亿

假设2018-2022GDP保持6.5%的复合增速、人口自然增长率5.25%，按照未来5年达到或接近美国的保险密度和英国的保费深度测算，我国健康险2022年保费规模将增长至1-1.4万亿元的规模，CAGR在18%-26%。

● 健康险行业高度集中，上市险企格局分化

健康险市场呈高度集中态势，中国平安和中国人寿健康险保费收入2017年均超过600亿元，四家上市险企合计占健康险市场份额为42.3%；中国太保和中国平安长期健康险保费同比增速51.1%和49.7%，增速最快，高于寿险增速20个百分点以上；新华保险受业务转型影响，健康险保费增速（33%）差距最大；除中国平安长期健康险增速位居各险种第二，其余三家上市险企健康险业务均增长最快险种；新华保险长期健康险占比28.6%，大幅领先行业10个百分点。

● 投资建议

我国健康险发展仍处初级阶段，市场竞争主要以抢占市场份额为主，大型险企在产品、渠道、运营、风控等方面优势显著。目前保险行业负债端持续改善、投资端信用风险缓释以及评估利率上行推动利润释放，险企2018P/EV为0.8-1.1倍，维持推荐评级，重点关注中报业绩高增、健康险具核心优势的新华保险；长期健康险具规模优势和产品结构优化的中国平安。

● 风险提示：利率下滑幅度超预期；税优健康险发展不及预期；保险增员不及预期。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PEV			评级
		8月24日	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
601318	中国平安	62.47	5.26	6.24	7.76	1.23	1.12	0.95	推荐
601601	中国太保	34.12	1.61	2.16	2.62	1.25	0.94	0.81	推荐
601336	新华保险	46.42	2.57	3.35	3.82	0.94	0.83	0.74	推荐

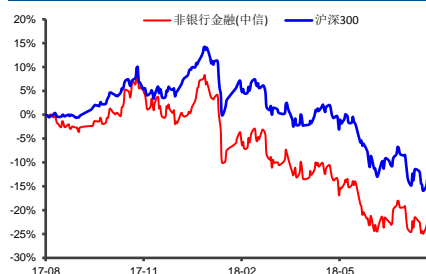
资料来源：公司公告、民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明证券研究报告

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



分析师：周晓萍

执业证号：S0100517110002

电话：010-85127528

邮箱：zhouxiaoping@mszq.com

相关研究

- 1.【民生非银】保险行业6月经营数据：寿险增速持续修复，6月数据环比高增
- 2.民生非银周报 20180820：7月寿险保费环比下滑，仍看好险企新单修复
- 3.民生非银周报 20180813：7月券商业绩环比回暖，估值具备安全边际
- 4.新华保险（601336）：寿险转型成效显著，评估利率居高提升弹性
- 5.华泰证券（601688）公司深度报告：资本增厚、技术赋能，转型发展提升竞争优势

目 录

一、健康险涵盖四大类别，经营模式主要分三种	3
(一) 健康险是人身险重要险种，产品分四大类别	3
(二) 健康险三类经营模式，险企多角度参与业务	4
二、国外健康险市场成熟，各医保体制下均占重要一席	5
(一) 外国医保体制各有不同，商业保险重要性不一	5
(二) 各体制下健康险规模相异，覆盖程度存差异	6
三、我国商业医疗保险起步较晚，处于补充地位	7
(一) 医保体系多层次，商业医疗保险处于补充地位	7
(二) 商业健康险起步晚，随社会医疗保险改革而发展	8
四、健康险发展迅速，业务空间超万亿	10
(一) 随“大健康”风口快速增长，5 年复合年均增长 38%	10
(二) 老龄化加剧医保和个人支付压力，医保体系压力催化需求	12
(三) 对标国外成熟市场，健康险业务空间超万亿	14
五、健康险行业高度集中，上市险企格局分化	15
(一) 健康险市场集中度高，上市险企业务占比四成	15
(二) 健康险太保和平安增速最快，新华健康险占比领先同业	16
六、投资建议：健康险优势定估值	17
插图目录	18
表格目录	18

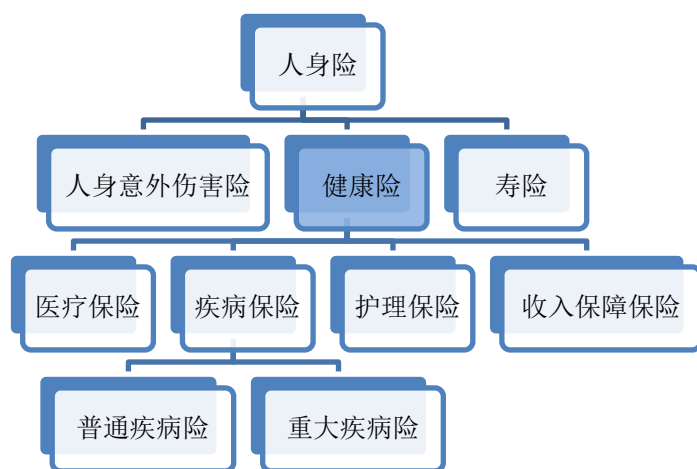
一、健康险涵盖四大类别，经营模式主要分三种

（一）健康险是人身险重要险种，产品分四大类别

健康保险是从人身保险分支出来的一支独立险种，是以被保险人的身体为保险标的，使被保险人在疾病或意外事故所致伤害时发生的费用或损失获得补偿的一种保险。

健康保险按照投保规模首先分为两大类：个人健康保险和团体健康保险。按照保险责任分类，健康保险分为医疗保险、疾病保险、收入保障保险和护理保险等。

图 1：健康险主要分四大类别



资料来源：民生证券研究院

医疗保险即医疗费用保险，指以约定的医疗费用为给付保险金条件的保险，即提供医疗费用保障的保险。它是健康保险的主要险种之一，常见的医疗保险主要有普通医疗保险、住院保险、手术保险和综合医疗保险，涵盖医疗费、手术费用以及住院、护理、医院设备等费用。

疾病保险指以疾病为给付保险金条件的保险，包括有普通疾病保险与重大疾病保险两种形式。通常这种保单的保险金额比较大，给付方式一般是在确诊为特种疾病后，立即一次性支付保险金额。

收入保障保险指以因意外伤害、疾病导致收入中断或减少为给付保险金条件的保险，具体是指当被保险人由于疾病或意外伤害导致残疾，丧失劳动能力不能工作以致失去收入或减少收入时，由保险人在一定期限内分期给付保险金的一种保险形式。

长期护理保险是为因年老、疾病或伤残而需要长期照顾的被保险人提供护理服务费用补偿的健康保险。护理保险是健康保险非常重要的组成部分，一般的医疗保险或其他老年医疗保险不提供长期护理的保障。保险范围分为医护人员看护、中级看护、照顾式看护和家中看护四个等级，但早期的长期护理保险产品不包括家中看护。

（二）健康险三类经营模型，险企多角度参与业务

健康险产业链涵盖健康咨询、健康管理、体检、慢性病管理等多个环节，是医疗健康产业链中承上启下的重要环节：向上整合健康服务和医疗服务等资源、打通药品和信息等环节，向下对接健康管理需求、提供健康资讯服务。

在医疗健康产业链向上下游不断延伸，健康保险产品和服务持续创新，包括管理式医疗、团体健康保险方案以及个人健康维护计划三类。

一是管理式医疗保险，是集医疗服务提供和经费管理为一体的医疗模式。即把提供医疗服务与提供医疗服务所需资金（保障资金）结合起来，通过保险机构与医疗服务提供者达成的协议向投保者提供医疗服务。其核心是将保险与医疗服务者的利益绑定，使两者成为利益共同体，以合理降低医疗费用、有效控制风险。

二是团体健康保险方案，在社保经办项目之外，针对团体被保险人提供的保险保障，主要包括业务流程外包服务、管理服务方案、第三方管理等。

三是个人健康维护计划，由于个人健康维护计划的核心思想是基于细分人群的碎片化需求进行设计和整合，因此，产品差异性大、复杂程度高，对健康相关数据信息的依赖度强。

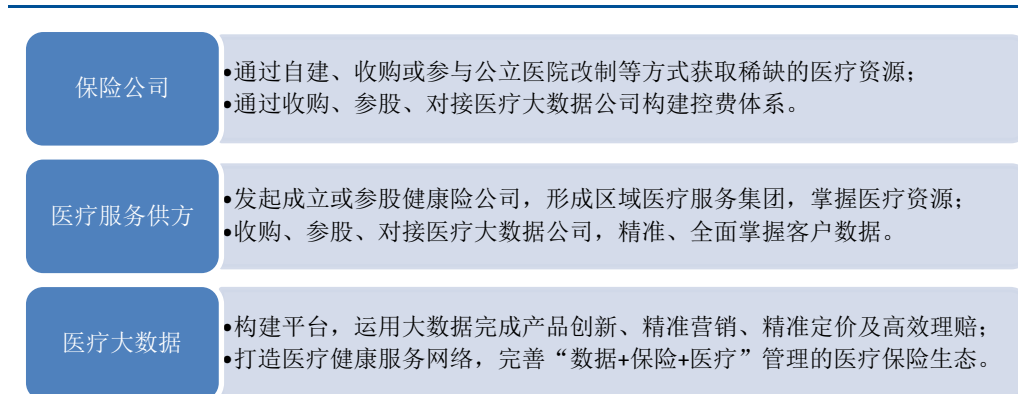
表 1：健康险不同经营模式对比

分类	管理式医疗	团体健康保险方案	个人健康维护计划
特点	将医疗服务的提供与提供医疗服务所需的资金结合起来	在社保经办项目之外，针对团体被保险人提供的保险保障	基于细分人群的碎片化需求进行设计和整合
优势	合理控制医疗费用增长	规模大，人均成本低	针对性更强，更有吸引力
产品	“平安宝贝”（保障+线上健康热线+线下健康检查+专属健康激励计划）等	业务流程外包服务 BPO、管理服务方案 ASO、第三方管理 TPA、员工自助计划 EAP	具体定制

资料来源：公开资料整理，民生证券研究院

其中，管理式医疗保险是目前各方重点关注和积极布局的战略方向。险企打造管理式医疗保险，可以保险公司、医疗服务和医疗大数据三个方面切入产业链。

图 2：三个角度切入管理式医疗保险



资料来源：民生证券研究院

二、国外健康险市场成熟，各医保体制下均占重要一席

（一）外国医保体制各有不同，商业保险重要性不一

1、三大类医疗体制，商业医疗保险均具重要性

根据医疗保险筹资方式的不同，各国的医疗保险制度大体可分为国家保障型、社会医疗保险型和商业医疗保险型三大类。其中，英国、瑞典等国家采取国家保障制度，德国、日本、法国、韩国等国实行社会医疗保险制度，美国等则推行商业医疗保险。

在三种医疗保障体系下。国家保障型和社会医疗保障型体制下，保障筹资来源分别主要依赖于国家医疗保障支出和社会医疗保障支出，商业医疗保险主要来自于高收入人群。商业医疗保险型国家医疗保障主要依靠个人商业保险，国家和社会保障较少。

不同医疗保险制度下，医疗保险承担主体、政府主导性强弱和资金筹集方式的不同，商业健康险发展路径也各有差异，但商业医疗保险都发挥着重要作用，且按照国家保障型、社会医疗保险型和商业医疗保险型顺序其重要性递增。

表 2：不同医疗体制下商业健康险重要性不一

类型	国家保障型	社会医疗保险型	商业医疗保险型
典型国家	英国	德国	美国
筹资来源：国家（公费）	主要	基本保障	少
社会	补充	主要	少
个人（商业保险）	补充	可选	主要
优势	强调保障，全面覆盖各阶层	国家基本保障加上个人高需求，兼顾公平和效率	主要依靠个人投保，最为公平，有利于合理控费，节约医疗资源
缺点	医疗经费来源单一，受制于财政约束	具强制性，资金来源于在职人员缴存，没有纵向积累	对低收入人群保护不足，社会阶级矛盾严重

资料来源：公开资料整理，民生证券研究院

2、英国：国家保障型，保障覆盖全面

英国采取国家医疗保险模式，实施国民保健服务（NHS），经费主要来源于英国财政部，大部分的经费来源于税收。英国保障项目全面，而且收费低廉或完全免费，英国合法居民都有权享受近乎免费的 NHS 服务。

该模式下，商业健康保险作为补充，主要针对高收入、高要求人群，参与人数占比 7% 左右。商业健康保险主要分为三类型：一是普通的商业健康保险。该类保险对投保患者在私人医院诊断、手术以及住院的费用进行保障，免去了投保患者在 NHS 服务体系中可能面临的等候时间。二是重大疾病保险。一般包括癌症、心脏病、中风、器官移植手术或者永久性残疾等。赔偿方式多为一次性支付，数额一般为数万英镑。三是永久性或长期医疗保险。这类保险用于保护失能患者的基本财产。

由于近乎全面覆盖的国家医保，英国商业健康险发展空间较小，但随着国家医保覆盖范围的降低和私人医疗更优质服务的吸引，商业医保的参与度小幅逐渐上升，但商业健康险主要针

对人群为高收入人群，市场容量受限，市场规模预计不超过人口的 30%。

3、德国：社会医疗保险型，兼顾公平和效率

德国是社会医疗保险模式的典型国家。德国居民，包括在德国生活工作的外国居民都必须参加医疗保险，由国家法律保障实施。一般由雇主和雇员共同缴费，实行家庭保障，由依法设立的医疗保险机构作为“第三方支付”组织，代表参保人向提供医疗服务的机构或个人支付医疗费用的医疗保险形式。

商业健康保险处于补充的地位，覆盖约 10% 人群。德国医疗保障体系包括法定医疗保险和商业健康保险，以法定医疗保为主。德国医疗保险的保障范围广泛，包括医疗保险、护理保险、事故保险等，无论收入的高低，每个人都可以获得平等的保障。德国 90% 的人口通过法定医疗保险获得医疗保障，其余 10% 可选择与法定医疗保险类似的德国私人医疗保险获得医疗保障。

4、美国：商业医疗保险型，专业化健康服务

在美国，商业保险是医保体系的主体。美国政府仅提供几项公共保险制度，包括老年人的医疗照顾制度、穷人的医疗救助制度、工伤补偿制度以及特殊人群的免费医疗制度。公共保险制度仅覆盖少数人群，大部分居民均参与商业保险，且市场上存在很多专业经营医疗保险的公司，保险公司为被保险人提供全方位的服务。

商业保险公司为被保险人提供的专业服务主要三种：一是保险服务，体现在各保险公司开发适合各类人群的保险产品，满足不同的保险需求；二是医疗服务，保险公司通过健康维护等组织，对被保险人的医疗活动提供包括预防、咨询、介绍医生和医院、结算费用等一系列服务，安排病人到最近的、条件最适宜的医生处或医院就诊，使被保险人享受实实在在的服务；三是风险管理和资金管理服务，既为客户提供风险保障，又尽可能满足他们的多方面需求。

（二）各体制下健康险规模相异，覆盖程度存差异

不同的模式下，商业保险的影响力和覆盖面程度不同。由于资金渠道差异，理论上，覆盖面看高低来看，应该是商业健康保险主导模式最高，社会医疗保险模式次之，国家健康保险主导模式最低。

实际上，由于商业健康保险主导模式下，基础医疗服务需求为主使得人均保费支出并不高，同时商业竞争较为充分也有效控制了医疗费用，相对降低了人均保费规模。相反，社会医疗保险制度下，居民为享受更全面、更优质的医疗服务而投保商业医疗保险，人均保费支出更高。

以 2016 年统计数据计算，德国商业健康险人均保费、覆盖程度更高，美国次之，国家保障主导的英国水平最低。从健康险深度、密度来看，德国（3538.50 元/4.68%）> 美国（3474.79 元/0.88%）> 英国（785.51 元/0.34%）；从健康险保费市场份额来看，德国（32.26%）> 美国（26.88%）> 英国（6.45%）。

表 3：不同医疗制度下典型国家健康险规模比较

类型	国家保障型—英国	社会医疗保险型—德国	商业医疗保险型—美国
健康险规模	7452 百万欧元	37250 百万欧元	1640 亿美元
健康险保费深度	0.34%	4.68%	0.88%
健康险保费密度	785.51 元	3538.50 元	3474.79 元
健康险市场份额	6.45%	32.26%	26.88%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：选取 2016 年数据；汇率参考：1 英镑=8.7383 人民币元，1 欧元=7.839 人民币元，1 美元=6.8578 人民币。

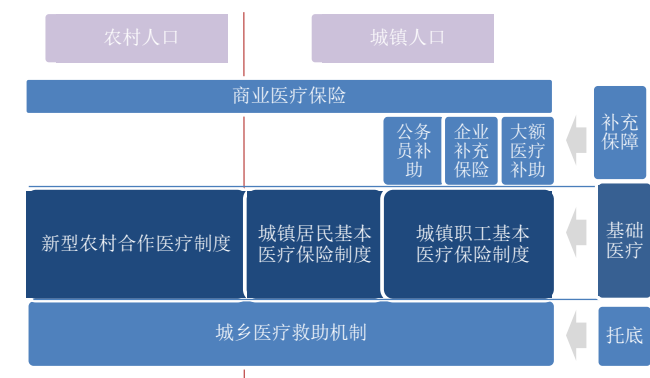
三、我国商业医疗保险起步较晚，处于补充地位

（一）医保体系多层次，商业医疗保险处于补充地位

我国与欧美发达国家实施医疗制度改革的条件与经验不同，国外三类典型模式并不能完全适用。目前我国医疗保障体制是以社会健康保险模式为基础，借鉴国家保障和商业医疗保险经验，形成了以社会医疗保险制度为主，医疗救助、公费医疗和商业健康保险为辅的制度架构。

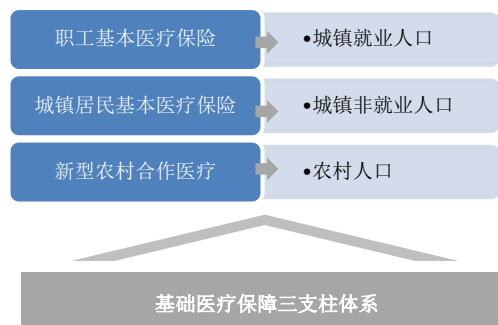
我国基础医疗保险形成“三大支柱”体系，由职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗构成，分别从制度上覆盖城镇就业人口、城镇非就业人口和农村人口。

图 3：我国多层次医疗保障体系



资料来源：民生证券研究院

图 4：我国基础医疗保障三支柱体系



资料来源：民生证券研究院

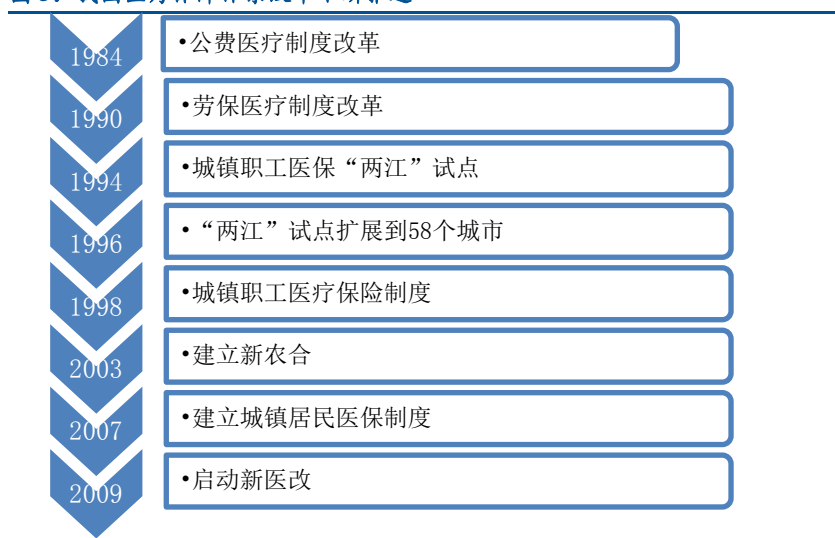
由于保险意识、收入水平以及个人偏好等方面存在差异，每个人对医疗与健康服务的需求有所不同。社会基础医疗保险满足无法满足多样化、多层次的医疗保险消费需求。企业和个人还需要通过参加商业保险及多种形式的补充保险解决基本医疗保障之外的需求。

我国商业健康保险在医疗保障体系中处于补充地位，提供补充医疗保障，覆盖基础医疗保险没有覆盖到的保障范围，包括基础医疗保险不予报销的部分医疗费用、健康费用以外的健康损失、人口老龄化加速下的护理需求等。

（二）商业健康险起步晚，随社会医疗保险改革而发展

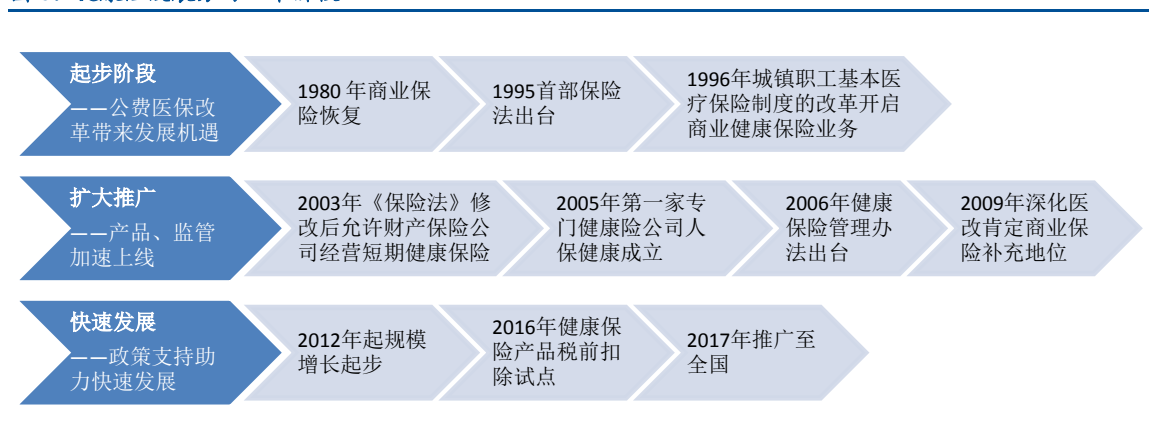
作为基础医疗保险的补充保障之一，我国商业健康保险伴随社会医疗保险的改革与发展而不断推进并进入快速发展时期。我国健康险发展历程，大致可分三大阶段：起步阶段、扩大推广阶段和快速发展阶段。

图 5：我国医疗保障体系改革不断推进



资料来源：民生证券研究院

图 6：健康险发展分为三个阶段



资料来源：民生证券研究院

一是，1979 年改革开放至 1990 年为起步阶段。在基本医疗保险制度建立前，商业健康保险发展较为缓慢。健康险经营主体很少，产品数量和种类均不多，主要是简单的职工医疗保险。

二是，1994 年至 2011 年为扩大推广的发展阶段。1994 年，原国家体改委等颁布《关于职工医疗制度改革的试点意见》，决定在江苏镇江和江西九江两个已有大病统筹制度基础的城市，开展通道式“统账结合”模式的职工医疗保险改革试点，史称“两江”试点。1996 年国务院出台了《关于职工医疗保障制度改革扩大试点意见》，将试点扩大到 58 个城市。随着职工医保试点的开始，商业健康保险进一步发展，经营主体不断增加、机构专业化经营提速，产品逐渐丰富，开始出现疾病保险概念。

1998 年国务院颁布《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，正式确立了我国城镇职工医疗保险制度。伴随着职工医保的发展，商业健康保险进入第一个黄金发展时期，开始提供高端医疗保险，逐步发展成专门的保险领域，成为人身保险的重要险种。

专业的健康险保险机构也随着政策推动于支持不断发展壮大。2003 年，修改后的《保险法》则允许财产保险公司经营短期健康保险，提高了市场主体数量。2006 年，《健康保险管理办法》颁布，多家专业健康保险公司设立。

随着 2009 年新医改的启动，鼓励商业健康保险发展上升为国家战略，我国商业健康保险开始在大病保险、税优健康险和参与长期护理保险试点等领域探索。但在 2011 年之前，由于民众保险意识差，控费手段有限，多数保险机构对健康险业务持谨慎态度，业务稳步推广但规模增长有限。

三是，2011 年至今商业健康险进入快速发展阶段。一方面健康险相关政策文件密集出台，推动商业健康保险发展，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，与基本医疗保险相衔接。2016 年开展健康险税收优惠试点，2017 年推广至全国。

另一方面，随着人口老龄化带来的医疗需求和居民对高质量医疗服务的需求，商业保险公司开始探索大病保险、税优健康险和参与长期护理保险试点等专业领域，布局大健康产业、创新发展健康险产品。同时，居民的保险意识也不断提升，推动健康险迎来快速增时期。

表 4：政策不断推进健康险发展

时间	部门	政策	内容/影响
1998 年	国务院	《关于建立城镇职工基本医疗保险制度》	1、构建保险民生保障网，完善多层次社会保障体系 2、发挥保险风险管理功能，完善社会治理体系 3、大力发展“三农”保险，创新支农惠农方式 4、拓展保险服务功能，促进经济提质增效升级
2002 年 12 月	保监会	《关于印发加快健康保险指导意见的通知》	1、加强健康保险专业化经营和管理 2、积极探索新型风险管理模式 3、加快健康保险专业人才的培养 4、加强对外交流与合作 5、加强同业间的交流与合作
2002 年 10 月	人大常委会	《中华人民共和国保险法》（2003）	财产保险公司可以经营意外伤害保险和短期健康保险业务
2006 年	保监会	《健康保险管理办法》	1、健全监管措施 2、创造良好的法制和监管环境 3、力促健康保险市场做细做大，做专做强
2013 年 9 月	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	到 2020 年，基本建立覆盖全生命周期、内容丰富、结构合理的服务业体系，健康服务业总规模达到 8 万亿元以上
2014 年 8 月	国务院	《关于加快发展现代保险服务业的若	1、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，与基本医疗保险相衔接

		干意见》	2、发展长期性商业护理保险 3、支持保险机构参与健康服务业产业链整合，设立医疗机构和参与公立医院改制
2014 年 11 月	国务院	《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	1、加强组织领导和部门协同，鼓励商业保险机构新办医疗机构等健康服务机构 2、完善健康保险有关税收政策 3、鼓励社会资本投资设立专业健康保险公司 4、营造良好社会氛围，为发展商业健康保险提供完善政策支持
2015 年 5 月	财政部、国家税务总局和保监会	《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》	标志着我国开始试点税收优惠型健康保险产品
2016 年 10 月	中共中央、国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	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
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	1、医保经办服务多元化、多方竞争 2、具资质的商业保险机构等社会力量参与基本医保经办服务 3、鼓励保险公司开发中医药养生保健等各类商业健康保险产品
2017 年 5 月	财政部、国家税务总局和保监会	《关于推广实施商业健康保险个人所得税政策有关征管问题的公告》	1、2017 年 7 月 1 日起，个人购买符合规定的商业健康保险产品，可以按照 2400 元/年（200 元/月）的标准在税前扣除 2、单位统一为员工购买的，视同个人购买

资料来源：公开资料整理，民生证券研究院

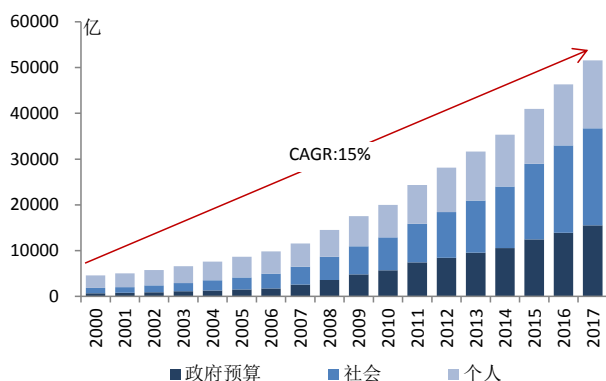
四、健康险发展迅速，业务空间超万亿

（一）随“大健康”风口快速增长，5 年复合年均增长 38%

随着经济快速发展、居民收入提升以及生活水平大幅提高，人们对人口老龄化以及健康问题日益关注，对健康服务的需求持续增长。国家在政策层面上政策频出，加大扶持力度，大健康产业迎发展风口，我国医疗卫生支出大幅增长，绝对规模及相对 GDP 比例均大幅提升。

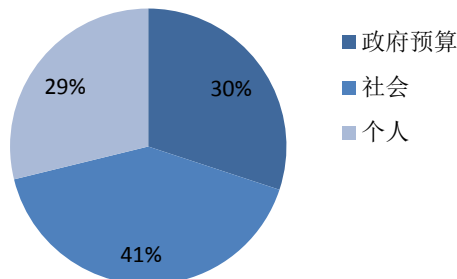
世界银行统计，2017 年我国卫生费用总支出达到超过 5 万亿元达到 5.16 万亿，较 2000 年提升 11 倍多，期间复合年均增长率达 15%。其中社会卫生支出占比不断提升，2015 年突破 40%，2017 年占比达 41.1%。

图 7：医疗卫生支出大幅提升



资料来源：世界银行，民生证券研究院

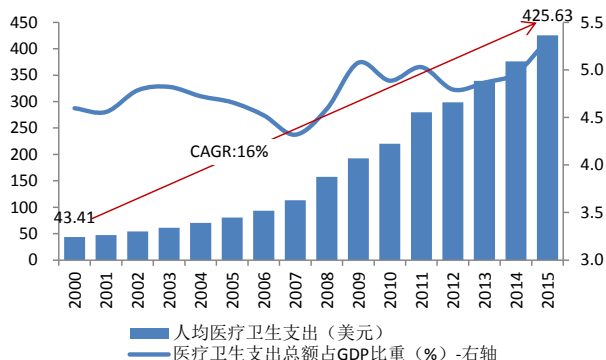
图 8：2017 年社会医疗卫生支出占比超四成



资料来源：世界银行，民生证券研究院

我国人均医疗卫生支出从 2000 年 43.41 美元增至 2015 年的 425.63 美元，15 年间的复合年均增长率高达 16%。医疗卫生支出占 GDP 比重从初期 4.6% 提升至 5.3%。

图 9：人均医疗卫生支出 15 年复合年均增长 16%

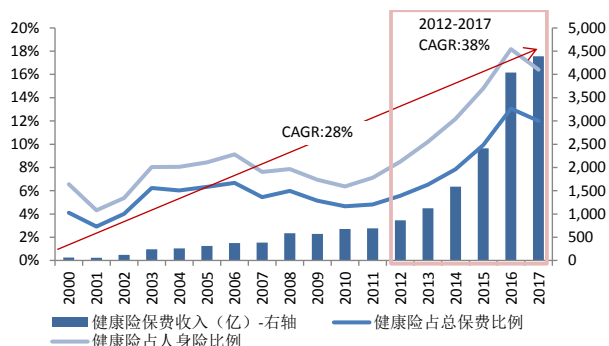


资料来源：世界银行，民生证券研究院

健康险规模从 2000 年的 65.48 亿持续增长至 2017 年 4389.46 亿，提升超过 67 倍，复合年均增幅达 28%。尤其 2012 年-2017 年，商业健康保险以 38% 的复合年均增速快速提升规模，是保险行业增速最快的险种，同期总保费收入复合年均增速为 19%，寿险、意外险复合年均增幅分别为 21%、18%。

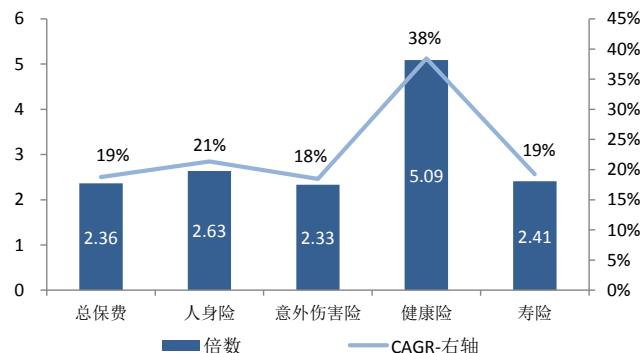
我国健康险保费持续高速增长，增速远超其他人身险产品，其占人身险保费收入的比重不断增加。2010 年至 2017 年，健康险保费收入占人身险保费收入比例从 6.6% 大幅增长至 16.4%，占行业总保费收入比重从 4.1% 增长到 12%。

图 10：我国健康险快速增长，近五年复合年均增速 38%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：健康险是增长最快的险种（2012-2017）



资料来源：Wind，民生证券研究院

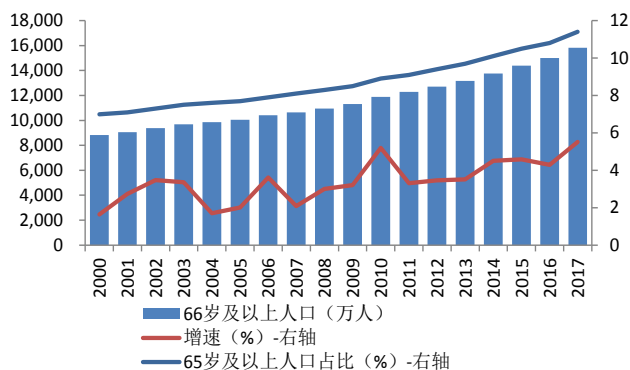
（二）老龄化加剧医保和个人支付压力，医保体系压力催化需求

在人口老龄化加剧社保压力、健康险保障比例仍较低、个人医疗支付压力较大，以及健康险承保不足等因素共同影响下，我国健康险需求巨大，健康险市场发展空间巨大。

一是，人口老龄化提速，增加社保压力。近年来我国 65 岁以上人口快速增长，增速从 2000 年的 1.6% 提高到 2017 年的 5.5%，尤其 2010 年以来平均增速超过 4%，2017 年末 65 岁及以上人口达到 1.58 亿。从结构上看，65 岁及以上人口占总人口比重持续增长，在 2014 年超 10%，2017 年达到 11.4%。

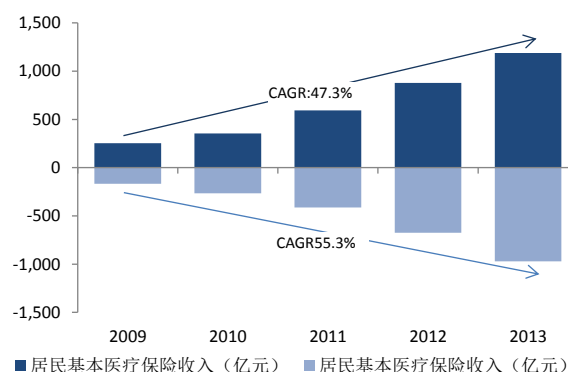
根据人力资源与社保部数据，2009 年至 2013 年，城镇居民基本医疗支出的复合年均增速为 55.3%，高于同期城镇居民医疗收入的复合年均增速（42.3%）13 个百分点。基本医疗保险的收入和支出增长失衡，加大了社会医疗保障压力。

图 12：我国人口老龄化提速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：城镇居民医疗收支增长失衡

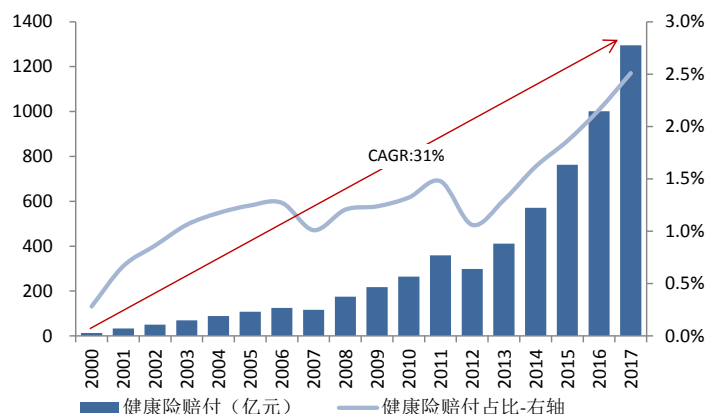


资料来源：Wind，民生证券研究院

二是，国家整体层面，我国商业健康险赔付快速增长，但在医疗卫生总费用中的占比仍较低。随着业务快速增长，健康险在医疗健康体系中发挥越来越重要的作用，健康险赔付大幅提升。数据显示，2000 年至 2017 年，健康险赔付从 12.92 亿元增长到 1294.77 亿元，复合年均增速高达 31%。尤其 2012 年以来，随着政策支持效应显现和人们保险意识的增强，健康险业

务快速发展，相应健康险赔付以 5 年复合年均增速 34.1% 高速增长。2017 年健康险赔付占国家医疗卫生总支出比例为 2.5%，虽较早期不足 0.5% 大幅提升，但相比发达国家该项支出比例在 10% 左右，保障水平仍然偏低。

图 14：健康险在医疗卫生支出中占比仅 2.5%



资料来源：国家卫计委，民生证券研究院

相比国外，我国医疗卫生支出比例偏低。世界银行数据显示，2015 年美国人均医疗卫生支出达到 9535.95 美元，德国、英国人均医疗卫生支出均超过 4000 美元。医疗卫生支出占 GDP 比重，美国、德国和英国分别为 16.84%、11.15% 和 9.88%。同年，我国人均医疗卫生支出 425.63 美元，仅为德国和英国的 1/10，不足美国的 5%；医疗卫生支出总额占 GDP 比重为 5.32%，比例为发达国家的 1/3-1/2。

表 5：我国医疗卫生支出远低于发达国家（2015）

	美国	德国	英国	中国
人均医疗卫生支出（美元）	9535.95	4591.85	4355.81	425.63
医疗卫生支出总额占 GDP 比重（%）	16.84	11.15	9.88	5.32

资料来源：Wind，民生证券研究院

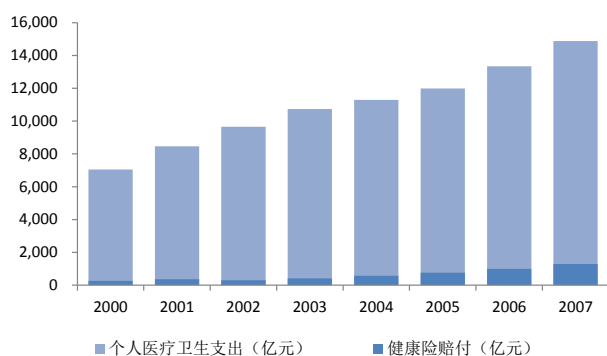
三是，个人层面，社会保障发展失衡增加个人支付压力。我国商业健康险发展仍然处在初级阶段，2017 年健康险赔付仅占全国卫生费用总支出的 2.5%，同期个人支付医疗卫生比例为 28.8%，保障缺口超万亿，高达 13580 亿元。随着人口老龄化进程加快而不断扩大，该缺口或不断扩大。

表 6：个人医疗支出压力较大

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
健康险赔付占比	1.3%	1.5%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%
个人医疗卫生支出占比	35.3%	34.8%	34.3%	33.9%	32.0%	29.3%	28.8%	28.8%

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：个人医疗保障缺口超万亿



资料来源：Wind，民生证券研究院

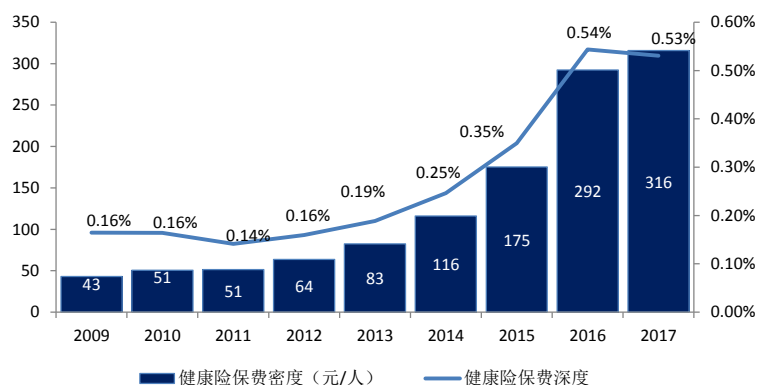
四是，我国健康险投保率不足。中国保险行业协会发布的《2018 中国商业健康保险发展指数报告》显示，自身发生重大疾病风险大的受访者中，有 82.1% 尚未购买商业健康保险；47.8% 的受访者认为有必要购买商业健康保险，但其中已购买的比例仅 6.7%，健康险投保严重不足。

（三）对标国外成熟市场，健康险业务空间超万亿

尽管我国商业健康保险持续高速增长，但发展水平仍处于初级阶段，相比发达国家还存在较大差距。从保费深度和保费密度来看，相对 2009 年健康险比 GDP 仅 0.16%、人均保费 43 元，我国健康险迅速发展，2017 年分别大幅提升至 0.53% 和 316 元/人。

我国医疗保障体系目前最接近德国的社会医疗保险模式，但是保费深度和密度相差甚远，2016 年 4.68% 和 3538.5 元/人，相当于我国目前水平的 8-10 倍。在我国，公费仅覆盖部分医疗费用，但商业医保普及程度却远低于美国，人均健康险保费也不及英国一半。

图 16：我国健康险深度、密度水平较低



资料来源：Wind，民生证券研究院

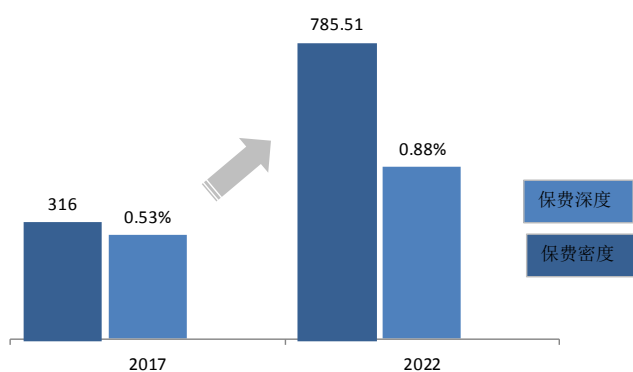
图 17：人口自然增长率及 GDP 增速

	人口自然增长率 (%)	GDP 增速 (%)
2000	7.6	8.5
2001	7.0	8.3
2002	6.5	9.1
2003	6.0	10.0
2004	5.9	10.1
2005	5.9	11.4
2006	5.3	12.7
2007	5.2	14.2
2008	5.1	9.7
2009	4.9	9.4
2010	4.8	10.6
2011	4.8	9.5
2012	5.0	7.9
2013	4.9	7.8
2014	5.2	7.3
2015	5.0	6.9
2016	5.9	6.7
2017	5.3	6.9

资料来源：Wind，民生证券研究院

根据目前实际发展情况判断,按照未来 5 年达到或接近美国的保险密度和英国的保费深度测算。假设在保增长基调下,2018-2022GDP 保持 6.5%的复合增速,考虑二胎放开短期影响后人口自然增长率向过去 10 年年均增速收敛,假设人口自然增长率 5.25%。保守估计,健康险 2022 年保费规模将增长至 9972 亿元- 14103 亿元的规模,复合年均增长率分别为 17.8%-26.3%。

图 18：未来五年健康险保费深度和密度将大幅提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、健康险行业高度集中，上市险企格局分化

（一）健康险市场集中度高，上市险企业务占比四成

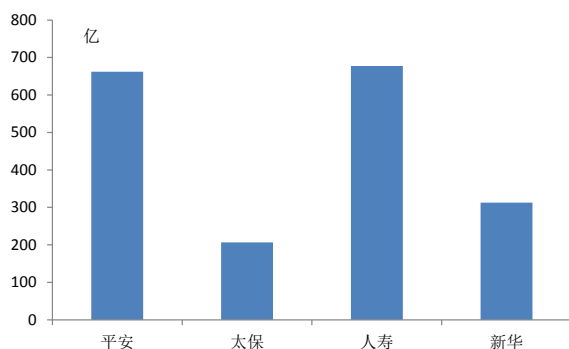
作为长期保障型业务的主要险种之一，在国家政策推动金融回归本源“保险姓保”，以及大健康产业快速发展背景下，健康险成为险企重点业务布局领域。同时，相对于储蓄型产品，

长期保障类产品价值率更高，是影响保险公司长期价值的重要因素，健康险也成为险企必争之地。

我国健康险发展仍处于规模快速扩张的初级阶段，目前市场竞争主要以抢占市场份额为主。由于健康险对经营机构和保险代理的专业性要求较高，在产品、渠道、运营、风控等方面具有相对规模效益、成本优势以及专业资源的大型保险公司优势显著。

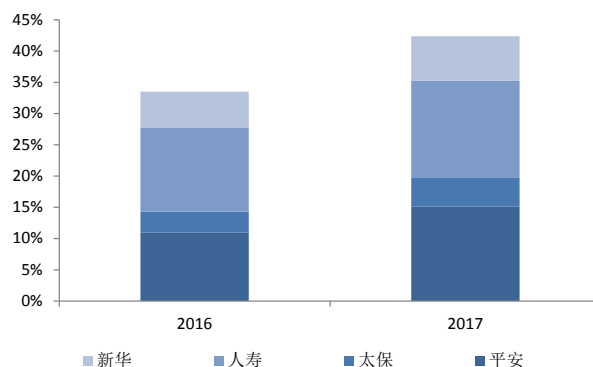
我国健康险市场呈高度集中态势，中国平安和中国人寿是健康险业务规模最大的两家公司，健康险保费收入 2017 年均超过 600 亿元，分别达到 662.05 亿和 677.08 亿。四家上市险企合计业务规模达到 1858.25 亿元，占全国健康险市场份额为 42.3%，较上年提升 8.8 个百分点。

图 19：上市险企健康险规模比较（2017）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 20：上市四家险企健康险业务市场份额超四成



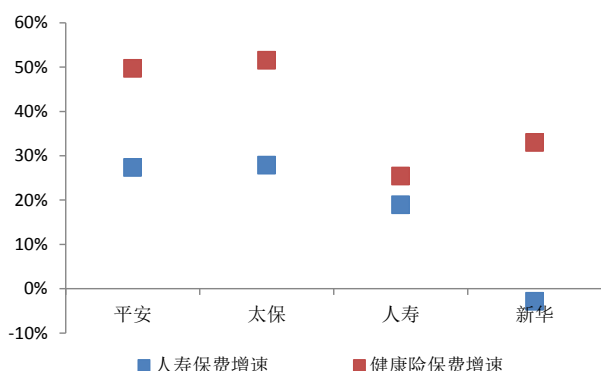
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）健康险太保和平安增速最快，新华健康险占比领先同业

与行业健康险发展趋势一致，四家上市险企均在不断加大健康险业务布局，发力长期保障型业务，同时在健康险业务表现上也呈现一定的分化，在业务规模、扩张速度以及保费结构等方面存在差异。

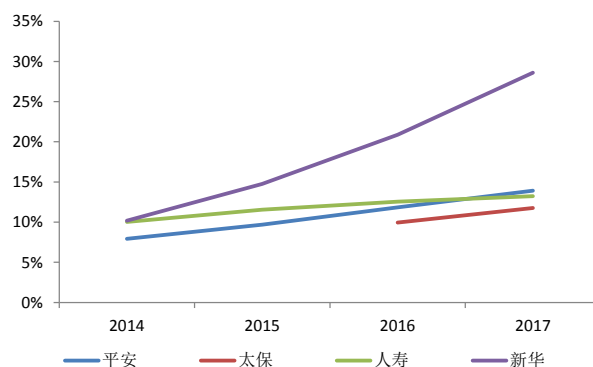
一是，四家上市险企的健康险保费收入增速均高于寿险总保费收入增速。其中，中国太保披露的长期健康型保险保费收入同比增长 51.1%，比同期总保费收入增速 27.9% 高出 23.2 个百分点；中国平安的长期健康险产品保费同比增速为 49.7%，同期人寿总保费增速 27.3%；新华保险受业务转型影响，总保费收入同比下滑 -2.9%，与健康险保费增速（33%）差距最大；中国人寿的健康险保费和总保费收入增速分别为 25.4% 和 18.9%。

图 21：上市险企健康险增速均高于人寿保险增速（2017）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：健康险在寿险业务中占比持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二是，健康险增速居于上市险企各险种增速前列。数据显示，中国太保、新华保险和中国人寿的健康险业务增速在各自险种分类中均是增长最快的业务，中国平安的长期健康险增速仅次于其传统寿险业务，增速位居第二。

三是，健康险在上市险企保费中的比重均有不同程度提升。新华保险长期健康险占比大幅领先行业。公司自转型以来坚持回归保险本质，大力发展健康险。2017 年长期健康险保费 312.62 亿元，占总保费收入的比例由 2014 年的 10.2% 快速大幅提升至 28.6%，高于上市同业 10 个百分点。

中国平安坚持以保障型业务为主的产品策略，长期健康险保持较高增速，占寿险业务保费比例也不断提升，从 2014 年的 7.9% 大幅提高至 2017 年末的 13.9%，在四家上市险企中排名第二。

六、投资建议：回归保障，健康险优势定估值

在保险行业负债端基本面持续改善、投资端信用风险缓释以及评估利率保持稳定上升推动利润释放，目前险企 2018P/EV 为 0.8-1.1 倍，维持行业推荐评级，建议重点关注中报业绩高增、健康险具核心优势的新华保险；长期健康险具规模优势和产品结构优化的中国平安。

风险提示：利率下滑幅度超预期；税优健康险发展不及预期；保险代理人增员不及预期。

插图目录

图 1: 健康险主要分四大类别	3
图 2: 三个角度切入管理式医疗保险	4
图 3: 我国多层次医疗保障体系	7
图 4: 我国基础医疗保障三支柱体系	7
图 5: 我国医疗保障体系改革不断推进	8
图 6: 健康险发展分为三个阶段	8
图 7: 医疗卫生支出大幅提升	11
图 8: 2017 年社会医疗卫生支出占比超四成	11
图 9: 人均医疗卫生支出 15 年复合年均增长 16%	11
图 10: 我国健康险快速增长, 近五年复合年均增速 38%	12
图 11: 健康险是增长最快速的险种 (2012-2017)	12
图 12: 我国人口老龄化提速	12
图 13: 城镇居民医疗收支增长失衡	12
图 14: 健康险在医疗卫生支出中占比仅 2.5%	13
图 15: 个人医疗保障缺口超万亿	14
图 16: 我国健康险深度、密度水平较低	14
图 17: 人口自然增长率及 GDP 增速	15
图 18: 未来五年健康险保费深度和密度将大幅提升	15
图 19: 上市险企健康险规模比较 (2017)	16
图 20: 上市四家险企健康险业务市场份额超四成	16
图 21: 上市险企健康险增速均高于人寿保险增速 (2017)	17
图 22: 健康险在寿险业务中占比持续提升	17

表格目录

表 1: 健康险不同经营模式对比	4
表 2: 不同医疗体制下商业健康险重要性不一	5
表 3: 不同医疗制度下典型国家健康险规模比较	7
表 4: 政策不断推进健康险发展	9
表 5: 我国医疗卫生支出远低于发达国家 (2015)	13
表 6: 个人医疗支出压力较大	13

分析师简介

周晓萍，中级经济师，西安交通大学经济学硕士，曾任职于经济研究机构、大型国企战略与发展部，负责宏观经济及行业研究。2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。