

证券研究报告—深度报告

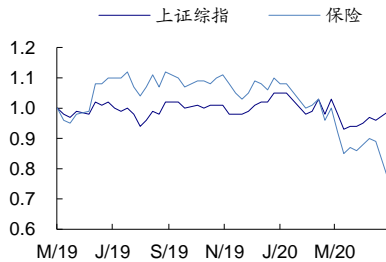
保险

保险行业专题

超配

2020年05月10日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险行业专题:如何看待低利率的影响?》  
——2020-04-15  
《2020年2月保险行业投资策略:疫情影响有限,寿险标的坚实》——2020-02-06  
《保险行业2020年投资策略:只待长债东风》  
——2019-12-02  
《财险行业深度:财险:寿险与巴菲特的距离》  
——2019-10-25  
《保险资产负债监管政策点评:明赏罚,则有胜负》——2019-08-08

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165  
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师:李锦儿

电话: 021-60933164  
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

行业专题

# 健康险市场变革之年

## ● 主要逻辑与结论

健康险市场方兴未艾,渗透率仍有很大提升空间,但短期面临竞争加剧问题。2020年是健康险变化的大年,监管红利释放下,行业正在发生积极变化。在此背景下,预计健康险市场未来不仅仅是责任和费率的比拼,更是健康管理服务赋能的竞争,多维度、多层次结合健康管理服务为客户提供保险保障。

## ● 我国商业健康险现状

当前健康险市场的主力产品为重疾险和医疗险。经营主体以人身险公司为主,行业集中度高。重疾险是保险公司新业务价值的重要贡献来源,随着竞争加剧,面临产品责任和费率竞争的天花板;医疗险能够填补医保和重疾之间的保障空白,深受市场欢迎。展望未来,人口老龄化、基本医保支付压力加大、商业健康险政策导向明确等因素均支撑了健康险市场的广阔发展空间。

## ● 发展中存在的不足

健康险发展空间广阔,目前仍处于低渗透率的阶段。当前健康险市场存在一些问题:(1)健康险保费结构以重疾险为主,医疗险为辅。其中,长期医疗险产品较少,较难满足消费者长期保障的需求;(2)由于缺乏基础数据,产品设计能力有待提高,定价存在隐患,保险公司风控能力也受到限制;(3)产品同质化严重,现有产品健康管理服务主要定位为促进销售,难以满足客户真实的健康管理服务需求,

## ● 长期医疗险和健康管理迎发展契机

目前行业正在发生积极的变化,新修订的《健康保险管理办法》出台,明确长期医疗险可进行费率调整、健康管理服务的成本提升,将助推长期医疗险与健康管理。长期医疗险的开发将进一步丰富市场供给。预计未来竞争将从责任范围和费率过渡到健康管理服务的竞争,发展方向包括:特定人群和非标准体的承保、重症慢病化管理等。未来健康险将逐步进入客户健康管理的全生命周期,以提升客户认可度。

## ● 投资建议

目前保险公司估值处于历史底部区域,中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险对应2020年P/EV估值分别为0.95、0.70、0.61、0.60倍,估值已经包含了投资端的悲观预期,我们维持行业“超配”评级。

## ● 风险提示

全球疫情事件影响超预期;健康险产品销售不及预期;再投资压力加大。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EVPS		PEV	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601318	中国平安	买入	72.97	13,339	76.6	89.4	1.1	1.0
601628	中国人寿	买入	27.52	7,897	39.2	46.2	0.8	0.7
601336	新华保险	买入	45.12	1,408	75.0	85.2	0.6	0.6
601601	中国太保	买入	30.38	2,691	50.1	56.9	0.7	0.6

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

## 内容目录

我国商业健康险现状.....	4
发展历程：步入竞争加剧阶段.....	4
产品结构：以重疾险与医疗险为主 .....	6
行业格局：市场集中度高.....	7
市场空间：中长期有支撑.....	8
发展中存在的不足.....	9
难以满足长期保障需求 .....	10
保险公司风控能力受到限制 .....	10
产品缺乏健康管理服务 .....	10
长期医疗险和健康管理迎发展契机.....	11
长期医疗险发展可期.....	11
健康管理服务大有可为 .....	13
向差异化和场景化发展 .....	14
保险公司健康服务布局成果 .....	14
中国平安：打造医疗健康生态圈.....	14
泰康集团：构建大健康产业生态体系 .....	15
投资建议 .....	15
风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 商业健康保险分类.....	4
图 2: 商业健康保险保费及同比增速.....	5
图 3: 2019 年分险种原保费收入结构.....	6
图 4: 医疗险按照保费分类.....	7
图 5: 2017 年经营健康险公司数量.....	8
图 6: 2017 年经营健康险公司保费占比 .....	8
图 7: 65 岁以上人口占比提升 .....	8
图 8: 商业健康险赔付支出占卫生总费用比例较低 .....	8
图 9: 医保基金支出增速高于收入增速 .....	9
图 10: 商业健康险赔付支出占卫生总费用比例较低 .....	9
图 11: 健康险赔付率高于整体人身险赔付率 .....	10
图 12: 重疾险有效保单投保年龄的分布 .....	11
图 13: 医疗 CPI 与整体 CPI.....	12
图 14: 中国平安健康医疗产业生态圈.....	14
图 15: 泰康资产医养业务布局 .....	15
图 16: 上市保险公司健康险保费收入占比.....	16
图 17: 上市保险公司健康险新单保费占比.....	16
图 18: 上市保险健康险保费收入.....	16
表 1: 健康险险种及定义.....	5
表 2: 《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》具体内容 .....	12
表 3: 百万医疗险保障条款对比 .....	13
表 4: 众安尊享 e 生 2019 版增值服务条款.....	13
表 5: 重点公司估值比较表 .....	17

目前健康险市场格局以重疾险为主，医疗险为辅。重疾险是保险公司重要价值贡献来源，但产品不可避免地面临产品责任和费率竞争的天花板；医疗险由于其支付杠杆效应，近年来受到市场青睐，但产品面临着无法续保的问题。

2019 年 12 月，银保监会等 13 部委《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》提出，商业健康保险到 2025 年超过 2 万亿元，未来 6 年要保持 19% 年均增长率。2020 年是健康险变化的大年，新的健康保险管理办法出台、重疾定义修改、长期医疗险费率调整等等，监管红利逐步释放。在人口老龄化、基本医保支付压力加大的背景下，健康险发展空间广阔。

虽然近年来健康险竞争加剧，保险公司更多地追逐渠道方面的竞争，但随着新规的引领，健康险行业未来大有可为，长期医疗险与健康管理迎来发展契机。长期医疗险具备“获客”效应，或成为综合健康管理服务的入口。现阶段健康险与健康管理的结合形式依然较粗浅，主要通过和第三方健康管理机构合作的方式，预计未来保险公司将更加注重健康管理服务上的竞争，多维度、多层次结合健康管理服务为客户提供保险保障。

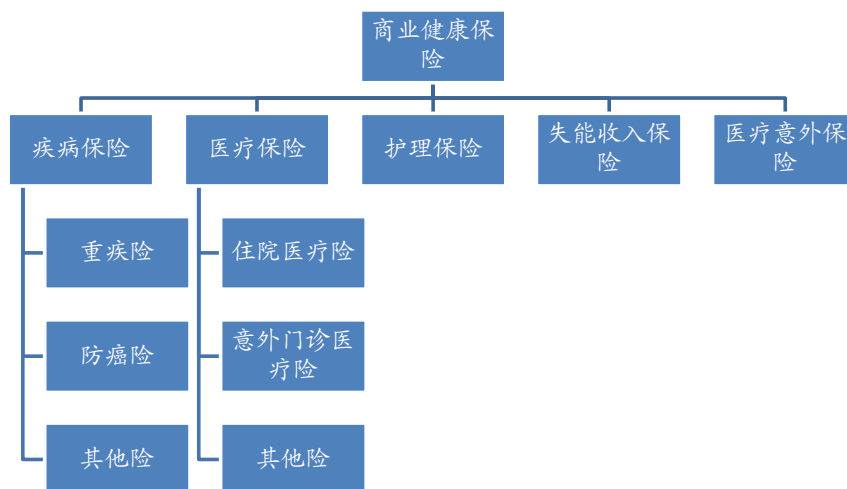
## 我国商业健康险现状

当前健康险市场的主力产品为重疾险和医疗险，经营主体以人身险公司为主，行业集中度高。重疾险是保险公司新业务价值的重要贡献来源，随着竞争加剧，面临产品责任和费率竞争的天花板；医疗险能够填补医保和重疾之间的保障空白，深受市场欢迎。作为多层次医疗保障体系的重要组成部分，健康险近年来快速增长。展望未来，人口老龄化、基本医保支付压力加大、商业健康险政策导向明确等因素均支撑了健康险市场的广阔发展空间。

### 发展历程：步入竞争加剧阶段

健康险指由保险公司对被保险人因健康原因或者医疗行为的发生给付保险金的保险，主要包括医疗保险、疾病保险、失能收入损失保险、护理保险以及医疗意外保险等。其中，医疗意外保险是在 2019 年 11 月发布的《健康保险管理办法》中首次明确。

图 1：商业健康保险分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

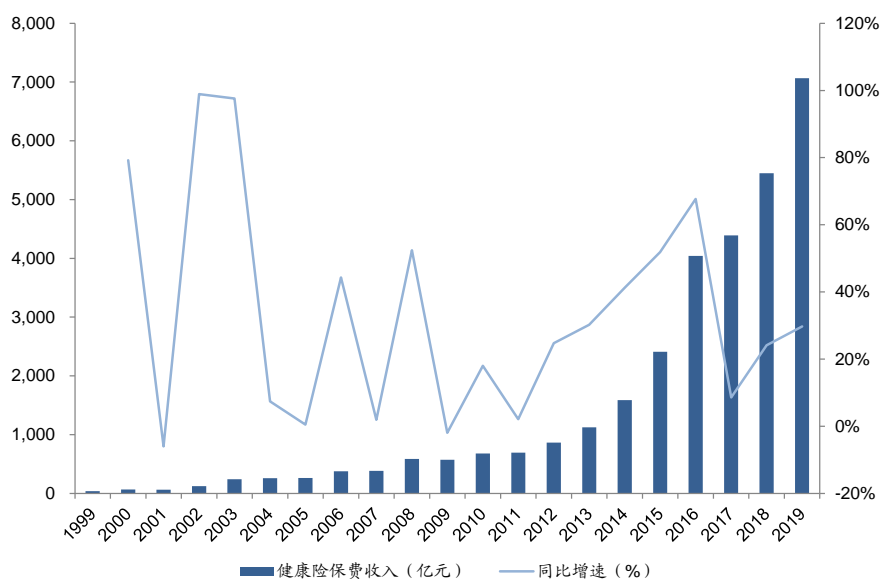
表 1：健康险险种及定义

险种	定义
医疗保险	按照保险合同约定为被保险人的医疗、康复等提供保障的保险
疾病保险	发生保险合同约定的疾病时，为被保险人提供保障的保险
失能收入损失保险	以保险合同约定的疾病或者意外伤害导致工作能力丧失为给付保险金条件，为被保险人在一定时期内收入减少或者中断提供保障的保险
护理保险	按照保险合同约定为被保险人日常生活能力障碍引发护理需要提供保障的保险
医疗意外保险	按照保险合同约定发生不能归责于医疗机构、医护人员责任的医疗损害，为被保险人提供保障的保险

资料来源：《健康保险管理办法》，国信证券经济研究所整理

2017 年，由于中短存续期护理险的发展得到规范，健康险保费收入增速快速下滑，仅为 8.6%；2018、2019 年逐步恢复增长。如果剔除返还型护理险，保费增速保持 30%以上。

图 2：商业健康保险保费及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

健康险的发展经历了起步及规范阶段、快速发展阶段和竞争加剧阶段。

**1995-2008 年：起步及规范阶段。**这一阶段，由于居民保险意识与收入较低，行业尚处于初步发展阶段。1995 年，国内引入重大疾病保险，最初作为寿险产品的附加险，疾病覆盖度低，一般只包含七种重大疾病；1996 年，推出保障终身责任的主险产品。商业健康险全面发展始于 1998 年，国家全面建立基本医保制度，商业保险经营主体不断增加，个险代理人的发展均促进了健康险发展。2005 年，第一批专业健康险公司（人保健康、平安健康、和谐健康和昆仑健康）先后成立，商业健康保险走向专业化经营道路。2007 年，《重大疾病保险的疾病定义使用规范》规定重疾产品必须包含常见 25 种疾病。

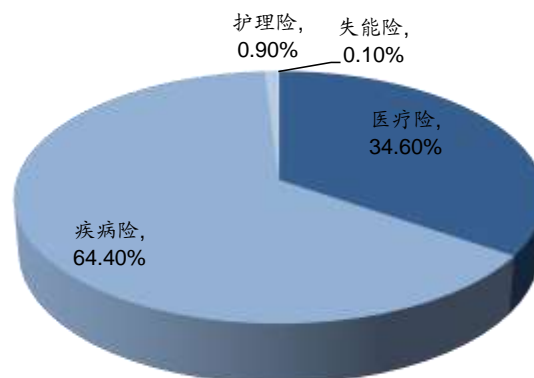
**2009-2017：快速发展阶段。**2009 年，《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》发布，医改序幕拉开。国家层面利好政策密集出台，将商业健康险定位为医改“生力军”，健康险步入快速发展阶段。由于重大疾病保险对于保险公司而言价值率高，对于销售人员而言件均保费合适，对于消费者而言容易接受，重疾险快速发展。

**2018-2019：竞争加剧阶段。**各公司健康险产品同质化程度高，个性化、多样化、定制化设计不足。大量中小公司涌入行业，价格竞争加剧；众安在线、泰康在线等互联网财产险公司大力发展百万医疗险。

### 产品结构：以重疾险与医疗险为主

重疾险和百万医疗险是热门险种，二者占比高达 99%，护理保险和失能收入损失保险仅占 1%。随着中短存续期产品的整顿规范，理财型护理保险产品基本退出市场，保费大幅萎缩。

图 3：2019 年分险种原保费收入结构



资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

**重疾险是保险公司新业务价值的重要贡献来源。**疾病保险主要包括重疾险和防癌险。目前，重疾险由于新业务价值率高达 80%以上，驱动新业务价值和内含价值增长，成为保障类主打销售产品。2020 年 3 月 31 日，保险行业协会就《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》向行业征求意见，首次引入轻度疾病定义，将原有 25 种重疾定义完善扩展为 28 种重度疾病和 3 种轻度疾病。

**重疾险市场竞争加剧，面临产品责任和费率竞争的天花板。**保障责任方面，恶性肿瘤、急性心肌梗塞、脑中风后遗症、肾衰竭等占据赔付责任的 90%以上。随着竞争加剧，保险公司推出多重和多次给付产品，除重症外，推出轻症、中症责任。由于保险产品设计缺乏知识产权保护，无论是保障责任和费率竞争，都进入白热化阶段。

**医疗险是社保的有效补充。**社保保障范围和报销比例有限，许多费用尤其是进口药需要自费，费用高昂，而医疗险能弥补社保不予报销的部分。医疗险主要为消费型险种，不存在满期返还。按照类别可分为住院医疗险、意外门诊医疗险等，按照保费维度划分，可以分为低端（500 元以下）；中端（500-1000 元）；高端（1000 元以上）医疗险。

**医疗险能够填补医保与重疾之间的保障空白。**随着人口老龄化，医疗健康支出增加，患者医疗费用中自费部分不断上涨，医疗费用支出压力加大。而目前健康险市场主流产品基本以重疾保险为主，大部分人保障并未达到重疾程度。因此，在医保之上，重疾之下，面临保障空白情况，未来医疗险发展空间广阔。近年来，“百万医疗险”凭借此优势，深受市场欢迎，从中也反映了市场对医疗保障的真实需求。



图 4：医疗险按照保费分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

**百万医疗险为网红产品，深受市场欢迎。**百万医疗险是近年来商业健康保险领域的重大创新，通过设定较高的免赔额（一般为 10000 元），以较低的保费提供较高的保额，杠杆较高。产品保额大多在 100 万元左右，件均保费 500 元以下。保障范围一般包括住院医疗和恶性肿瘤医疗费用，可突破基本医保范围。由于产品设计简单，主要通过互联网渠道销售，广为消费者接受，成为快速发展的原因之一。

**除了重疾险、医疗险等险种内外，还包括税优健康险。**2015 年 5 月，财政部、国家税务总局、原保监会联合下发了《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》，确定税优健康险的受益人群、优惠标准、试点地区、示范条款等事宜。2017 年 4 月，《关于将商业健康保险个人所得税试点政策推广到全国范围实施的通知》发布，将税优健康险政策推广到全国。

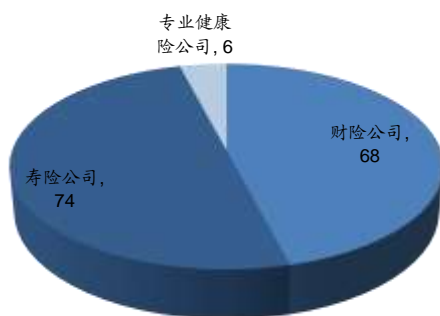
目前，共 30 家公司获得税优健康险资质，可开发专属产品，推进税优健康险政策实施。截至 2019 年末，税收健康险累计生效保单 42 万件，累计保费 15.7 亿元。税优健康险主要以团险的形式销售，个人购买程序较复杂，需通过向税务部门提交证明。对个人购买符合条件的商业健康保险产品支出，允许按每年最高 2400 元的限额予以税前扣除，额度较低，限制了购买积极性。

### 行业格局：市场集中度高

**经营主体以寿险公司为主。**截至 2017 年末，经营健康险的保险公司共计 149 家。专业健康险公司、寿险公司和财险公司均可经营健康险。其中，专业经营健康险的公司有 7 家，包括人保健康、平安健康、和谐健康、太保安联健康、昆仑健康、复星联合健康、瑞华健康。财产险公司共计 68 家，财产险公司只能经营保险期在 1 年或 1 年以内且不含保证续保条款的短期健康险。

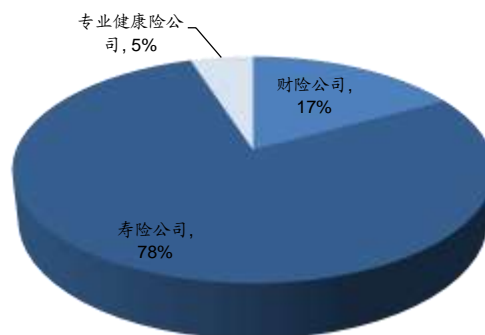
**80%的保费收入来源于前 12 家公司。**根据商业健康险白皮书，2017 年保费收入在 600 亿元级别以上的公司包括平安人寿、国寿股份，市场份额合计为 33.2%；保费收入在百亿级别以上的公司共计 10 家，市场份额合计为 46.9%，包括和谐健康、新华人寿、太保寿险、人保健康、泰康人寿、人保寿险、太平人寿、平安养老、人保股份、友邦保险。其他保险公司规模低于百亿元，市场份额合计占比 19.9%。

图 5：2017 年经营健康险公司数量



资料来源：《商业健康险白皮书》，国信证券经济研究所整理（单位：家）

图 6：2017 年经营健康险公司保费占比

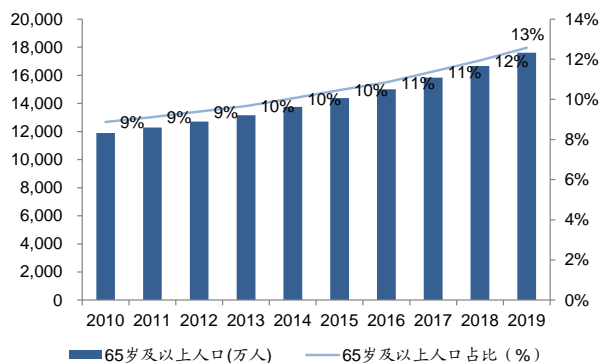


资料来源：《商业健康险白皮书》，国信证券经济研究所整理

### 市场空间：中长期有支撑

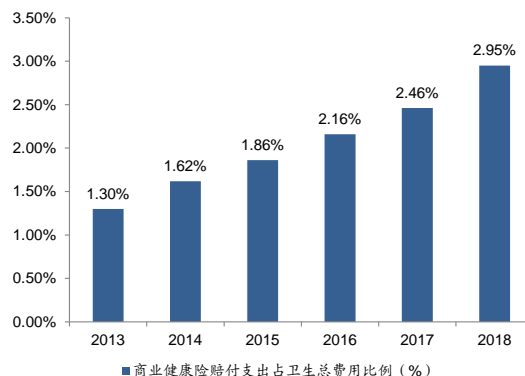
**人口老龄化, 社会医疗保险体系压力较大。**国内 65 岁及以上人口数占比逐年增加。2019 年, 65 岁及以上人口达到 1.76 亿人, 占比为 12.6%。随着人口老龄化, 缴纳保险费人次下降, 社会医疗保险体系支出压力加大。此外, 老龄化也导致医疗需求快速增长。

图 7：65 岁以上人口占比提升



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 8：商业健康险赔付支出占卫生总费用比例较低



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

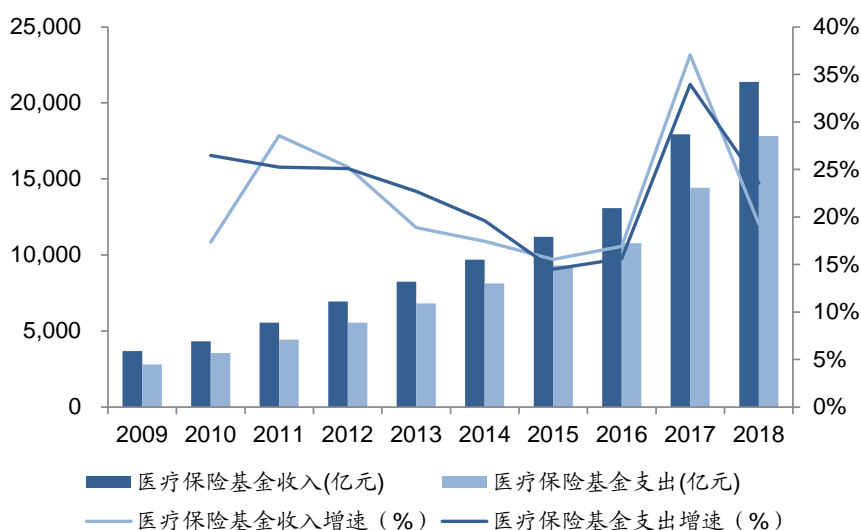
**基本医保支付压力加大。**国内现行的医保体系已经基本建成, 以政府为主导的社会医疗保障体系占据主导地位。社会医疗保险基金整体运作管理原则为“以收定支、收支平衡、略有结余”。但受医疗费用上涨、医疗需求增加、人口老龄化加速影响, 医疗保险基金支出持续增长。2018 年, 医疗保险基金收入同比增长 19%, 但支出同比增长 24%, 面临赤字隐患。

**国家政策将商业保险定位为医改“生力军”。**2016 年, 《“健康中国 2030”规划纲要》明确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。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。

2019 年 12 月, 银保监会等 13 部委《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》提出完善健康保险产品, 研究扩大税优健康保险产品范围, 鼓励保险机构提供医疗、疾病、照护、生育等综合保障服务; 力争到 2025 年, 商业健康保险市场规模超过 2 万亿元。加快发展商业长期护理保险; 推动健康保险与健康管理服务融合发展。2019 年健康险保费规模为 7066 亿元, 测算出 2020-2025 年复合增速至少达到 19%。



图 9：医保基金支出增速高于收入增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 10：商业健康险赔付支出占卫生总费用比例较低



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2019 年，新修订的《健康保险管理办法》，将商业健康险定位为多层次医疗保障体系的重要组成部分和行业服务民生的重要领域。近年来，商业健康险快速发展，赔付支出在卫生总费用的比重从 2013 年的 1.30% 提高至 2.95%。虽然比重提升，但占比依然较低。在社会医疗保险体系面临支出压力的环境下，商业健康险迫需大发展。

## 发展中存在的不足

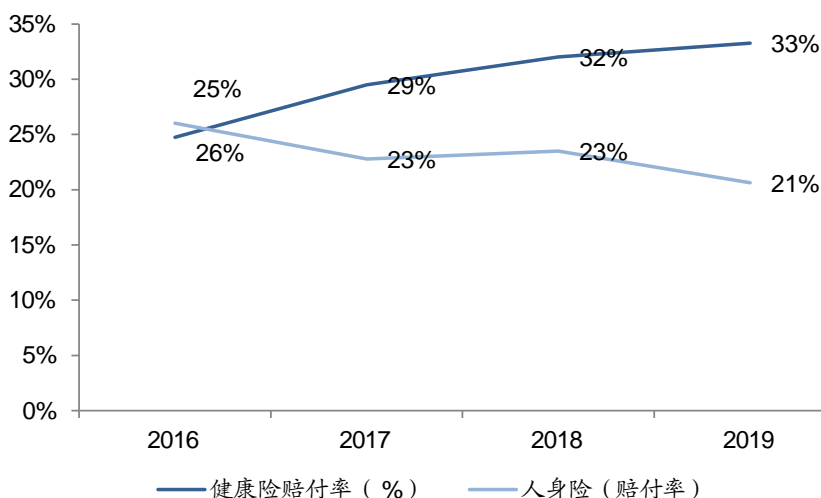
健康险发展空间广阔，目前仍处于低渗透率的阶段。目前来看，健康险市场存在一些问题。（1）健康险保费结构以重疾险为主，医疗险为辅。其中，长期医疗险产品较少，较难满足消费者长期保障的需求；（2）由于缺乏基础数据，产品设计能力有待提高，定价存在隐患，保险公司风控能力也受到限制；（3）产品同质化严重，现有产品健康管理服务主要定位为促进销售，难以满足客户真实的健康管理服务需求，

## 难以满足长期保障需求

**长期险产品出现供需不平衡的状态。**国内健康险保费结构以重疾险为主，医疗险为辅。2019年，医疗险保费为2442亿元，仅为健康险总保费的24.6%，其中，主要以一年期以下的短期医疗险为主，大部分产品不保证续保，长期医疗险产品较少。2019年，医疗险同比增长32%，远高于行业总保费增速。消费者需求旺盛，但市场供需不匹配，目前健康险市场难以满足消费者对长期保障的需求。

**医疗费用上升带来赔付风险。**以往保险公司在设计产品时受到保证续保、费率调整等约束。保险公司在定价时要考虑被保险人因年龄增长健康状况变化、医疗通胀水平等问题。但由于医疗通胀难以预测，保险公司或由于无法进行费率调整面临赔付风险。医疗费用的上升导致健康险赔付率上升，近年来，健康险赔付率均高于整体人身险赔付率。

图 11：健康险赔付率高于整体人身险赔付率



资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

## 保险公司风控能力受到限制

**目前市场上的医疗保险大多为一年期产品，根本原因在于风险。**由于客户与保险机构、医疗机构与保险机构、客户与医疗结构之间存在明显的信息不对称问题，保险公司的风险控制能力受到限制。

- 在产品定价上，由于缺乏风险基础数据，保险公司产品开发能力仍有待加强。健康险费率厘定、产品设计、风险控制等都离不开数据支持，目前保险公司主要数据来源于公司内部运营，客户提供的个人信息、医院对接资源等，这些数据较为碎片，缺乏有效持久的数据支持。
- 在诊疗阶段，由于无法对诊疗行为和费用进行监控，难以控制无效费用的支出。公立医院与保险公司合作意愿较弱，保险公司无法判断合理性，议价能力较低。

## 产品缺乏健康管理服务

**现有产品的设计难以进入客户健康管理的全生命周期，健康险客户认可度难以提高。**目前健康险产品同质化严重，各公司产品相似度较高，个性化、多样化、定制化设计不足，无法满足客户健康服务需求。

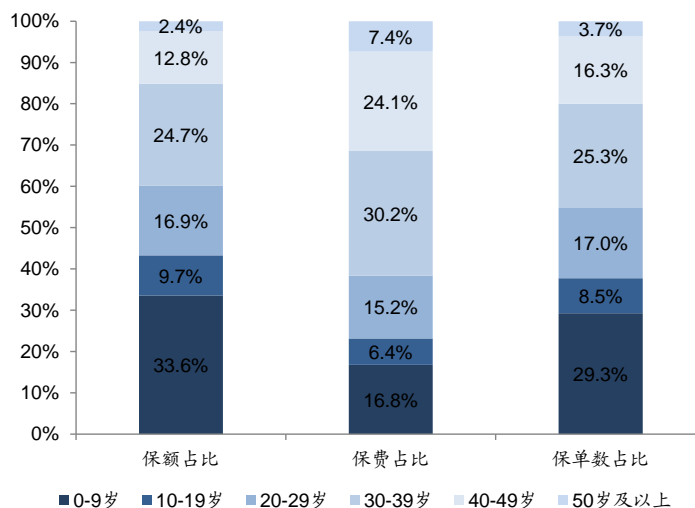
**健康管理服务为主要定位为促进销售、附加服务等。**常见的健康管理服务包括健康咨询、体检、基因筛查、重疾通道、境外救援、海外就诊等。其中，健康咨询占据绝大部分，包括健康资讯推送、线上咨询、健康问卷等。但此类健康管理服务主要

为附加性质，可帮助销售员达成销售任务，更多地为了获取客户。因此，目前健康险产品健康管理服务难以满足消费者的真正的需求，难以帮助消费者获得最佳健康效益。长期而言，附加服务难以得到消费者认可。部分健康险附加的健康管理服务与保险脱节，例如境外救援、海外就诊等，这类服务由于频次较低，消费者难以认可。

**健康管理人群覆盖面狭窄。**目前健康管理服务人群以健康险的消费者为主，但由于绝大部分健康险的承保年龄不超过 65 岁，50 岁年龄以上保费已经高至消费者很难承受。以保障属性强的重疾险为例，50 岁以下年龄段的客户占比高达 90% 以上。保险行业客户数据难以获取，我们采用了中国太平在其投资者开放日活动中的公开数据为例进行说明，如下图所示，重疾险消费者的年龄结构较为明显，50 岁以下年龄段的群体占比 90% 以上。50 岁以上人群对健康管理服务需求较强烈，50 岁以下人群对相对而言较不强烈，因此，存在供给与需求错位的情况。

此外，健康险多为标准体承保，对于次标准体可能会拒保或者加费承保。部分次标准体人群对健康管理服务需求强烈，但并不在保险公司服务范围内，导致了供给与服务错位的情况。

图 12：重疾险有效保单投保年龄的分布



资料来源：中国太平投资者开放日公布数据，国信证券经济研究所整理

## 长期医疗险和健康管理迎发展契机

目前行业正在发生积极的变化，有望改善健康险市场长期保障缺乏、健康管理服务缺乏等问题。新修订的《健康保险管理办法》出台，明确长期医疗险进行费率调整、健康管理服务的成本提升，将助推长期医疗险与健康管理。由于医疗通胀问题，保险公司经营长期医疗险面临较大风险，但从投保人角度而言，长期医疗险显然更符合消费需求，新规出台将利于保险公司开发长期医疗险，进一步丰富市场供给。

随着健康险市场竞争加剧，多家公司已经另辟蹊径，在责任范围与费率上进行比拼，预计未来将逐步过渡到健康管理服务的竞争。健康管理空间广阔，其发展方向包括：特定人群和非标准体的承保、重症慢病化管理等。

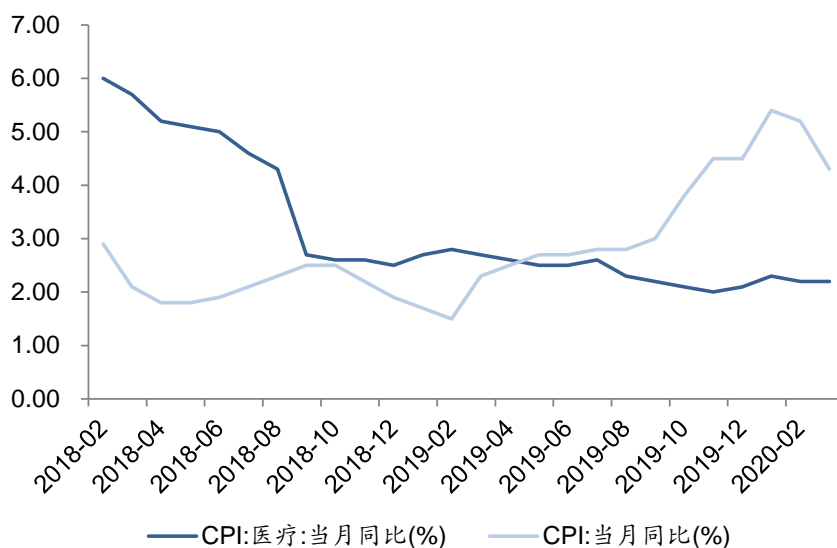
### 长期医疗险发展可期

目前市场上热销的百万医疗险产品始于 2016 年，由财产险公司率先推出来。在短短四年时间内，已经覆盖上亿人口，但其中面临着续保不确定性的问题。从投保人角度而言，长期医疗险显然更加符合消费需求。

由于疾病谱变化、医疗技术进步带来的医疗费用上涨，保险公司在定价上面临较大难度。检测手段改进导致检出率提高，医药、器械、诊疗、服务等费用上涨，均会导致医疗通胀。此外，保险公司还面临杠杆效应的问题，百万医疗险一般有 1 万元免赔额，一旦出现医疗通胀，1 万元免赔额不变，因此保险公司面临的实际通胀水平更高。

医疗通胀是医疗险定价中一个很重要的参数，据我们了解，目前医疗通胀大约为 10%，如果考虑到杠杆效应，医疗通胀水平甚至更高。对于精算人员定价加大了难度。尤其对于六年期的医疗险产品，一次性对未来六年做出预测，会有较大挑战。因此市场上大部分医疗险产品均为一年期。

图 13: 医疗 CPI 与整体 CPI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

保险公司一般采用产品迭代方式应对医疗通胀。产品迭代，即停售原有产品，客户无法在原来的费率上进行续保，保险公司开发新的产品，调整费率。短期产品财产险公司面临的挑战较小，因为产品多为一年期。

健康险新规允许保险公司进行长期医疗险费率调整。2019 年 11 月发布的《健康保险管理办法》中明确长期医疗保险可以进行费率调整，并明确注明费率调整的触发条件。4 月 2 日，银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，明确了费率可调整的长期医疗险产品范围、可调整的基本要求、不得调整费率的三种情况等。

表 2: 《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》具体内容

项目	具体内容	备注
费率可调整的长期医疗险产品范围	(1) 以自然费率定价，且保险期间超过一年；(2) 保险期间虽不超过一年但含有保证续保条款的医疗保险产品	费率可调的长期医疗保险产品名称应当包含“××医疗保险(费率可调)”字样
费率调整的基本要求	(1) 长期医疗保险产品应当以单个产品为单位进行费率调整。首次费率调整时间应当不早于产品上市销售之日起满 3 年，每次费率调整的时间间隔不得短于 1 年；(2) 以案例形式演示本产品提供的保障，以及投保人可能面临的各年度费率调整情况	费率调整演示可以区分不同费率调整情形，但至少应当包括以条款约定的费率调整上限进行演示的情形
不得调整费率的三种情形	(1) 上一年度该产品赔付率低于 85%，且低于行业费率可调的长期医疗保险产品平均赔付率 10 个百分点及以上；(2) 上一年度该产品发生群访群诉纠纷；(3) 银保监会要求不得上浮费率的其他情形	行业平均赔付率由中国保险行业协会定期制作并发布

资料来源:银保监会, 国信证券经济研究所整理

我们认为，长期医疗费率调整可降低保险公司面临的定价不确定性问题，促进保险产品结构向长期化方向发展。对于消费者而言，续保不确定性降低，保险产品吸引力提升，长期医疗险市场有望进一步打开。

**表 3：百万医疗险保障条款对比**

	保险公司	众安保险	太平财险	众安保险	泰康人寿	人保健康	平安健康
基本规则	产品名称	尊享 e 生 2020	医保无忧 2020	好医保	微医保长期医疗	好医保长期医疗	e 生保续保版 2020
	保障时间	1 年	1 年	1 年	6 年	6 年	6 年
	承保年龄	0-60 岁	0-60 岁	0-60 岁	0-60 岁	0-60 岁	0-60 岁
保障内容	一般住院保额	300 万	301 万	302 万	200 万	201 万	202 万
	一般免赔额	1 万	1 万	1 万	8000-1 万	6 年共享 1 万	1 万
增值服务	质子重离子	100%/600 万	100%	100%	60%	100%/600 万	/
	外购药	有	有	有	有	有	/
	费用垫付	有/83 个城市	直付	有	有/82 个城市	有/78 个城市	/
	赴日医疗	/	可选	/	可选（亚洲）	可选	/
	就医通道	有	有	有	有	有	有
满期续保	满期未停售	无需审核	无需审核	无需审核	无需审核	无需审核	无需审核
	停售续保新品	需健康告知	需健康告知	需健康告知	无需健康告知	需健康告知	无需健康告知
保费	首年保费（30 岁男性）	298 元	371 元	218 元	405 元	259 元	364 元

资料来源:各保险公司官网，国信证券经济研究所整理

### 健康管理服务大有可为

2012 年《关于健康保险产品提供健康管理服务有关事项的通知》规定：“健康保险产品提供健康管理服务，应根据市场情况合理定价；健康体检、紧急救援等支出类服务，计入理赔支出的，其分摊入净保险费中的成本不得超过保险费的 10%；健康教育、就医服务等咨询类服务，计入公司运营成本的，其分摊入附加费用中的成本不得超过保险费的 2%”。新的《健康保险管理办法》允许保险公司提供健康管理服务的成本从净保费的 12%提升到净保费的 20%。

目前，百万医疗险的健康管理服务主要围绕理赔端。保险公司从理赔端的痛点切入，可以理解为“小责任微创新”，例如海外救援、绿色通道、线上诊疗、多学科会诊、交通费补贴、购药服务等。我们以众安尊享 e 生 2019 版为例，其增值服务包括重疾通道、医疗垫付、肿瘤特药、术后家庭护理、恶性肿瘤赴日医疗服务等。

**表 4：众安尊享 e 生 2019 版增值服务条款**

保障项目	项目说明
重疾通道服务	被保险人在保险期间内等待期后确诊初次罹患 100 种重大疾病可享受远程问诊、专家门诊、检查加速、住院手术安排及配套服务（包含住院探视、医后随访、中医理疗及营养方案）和专家复诊服务
医疗垫付服务	于保险期间内等待期后（意外无等待期），在垫付服务覆盖城市中二级及以上公立医院发生住院，且预估或实际住院费用需求超过产品免赔额，可以申请进行垫付服务
肿瘤特药服务	提供专家门诊、用药前检测、用药服务三项内容
术后家庭护理服务	提供专业护士上门护理服务，服务内容包括打针、输液、普通换药、术后护理等服务
恶性肿瘤赴日医疗	被保险人在等待期后确诊初次罹患恶性肿瘤，经保险人授权的第三方服务提供商安排提供的第二诊疗意见服务确定，可前往指定日本医院进行治疗，保险人承担必需且合理的医疗费用

资料来源:众安保险官网，国信证券经济研究所整理

健康服务空间大，通过服务增加客户粘性。健康管理成本的提升将有利于保险公司在现有健康服务的基础上扩展空间。尤其是病程管理领域，通过疾病演变过程的干预与管理，控制疾病的进展。一方面，客户可受益于健康服务，增加客户粘性；另一方面，保险公司可以控制赔付，从而节约社会资源。



## 向差异化和场景化发展

随着客户保障意识的提升、健康险市场竞争加剧，提供细分产品与全周期服务是未来方向。

**产品端：提供细分化产品。**客户群将从健康人群向亚健康、慢病等人群扩展，目前，这类针对细分人群的产品较稀缺，随着客户差异化需求的增加，这类针对细分客户的产品将逐步推广。

**服务端：向全周期方向扩展。**随着健康险覆盖人群的扩展，原来达到拒保标准的消费者有望得到承保，同时还能享受个性化的健康管理服务。慢病管理是其中一个重要的探索方向。比如，针对糖尿病、高血压等慢病患者提供慢病保险产品，并结合慢病管理服务。保险公司可以有针对地向患者提供指标监测、用药指导、生活方式干预、紧急事件预警等慢病管理服务。

**慢病管理可有效实现多方受益的共赢模式。**对于慢病患者而言，可以有效地延缓并发症的发生、控制病情；对于保险公司而言，可以有效地控制赔付率，同时提高客户粘性。此外，该模式可引导从重治疗转向重预防转移，减轻医疗保障体系支出压力，缓解“看病难”问题。

## 保险公司健康服务布局成果

### 中国平安：打造医疗健康生态圈

中国平安构建了涵盖“用户、服务商、支付方”的全方位医疗健康生态圈，通过平安好医生、平安寿险、平安养老险、平安健康险等公司服务广大线上线下个人客户；通过平安智慧城市业务中的智慧医疗团队及平安好医生平台赋能政府监管部门和医疗服务各参与方；通过平安医保科技建立的智能化医疗服务平台赋能医保局、商保公司等支付方。

平安打造“保险保障+就医康复+健康管理”的健康服务体系。在保险保障方面，平安为客户提供涵盖疾病、医疗等健康保险保障。在就医康复方面，平安通过就医 360 为出险客户提供门诊、住院、手术、康复全方位的就医服务；并通过平安好医生提供 7×24 小时在线咨询、转诊、挂号、在线购药、一小时送药等服务。截至 2020 年一季度末，累计线上咨询量超过 10 亿次。在健康管理方面，平安通过奖励机制培养客户运动习惯，积极介入前端健康管理，变革了传统保险的事后补偿机制。截至 2019 年末，已有超 600 万客户参与了“平安 RUN”计划。

图 14：中国平安健康医疗产业生态圈



资料来源：中国平安公开日资料，国信证券经济研究所整理



## 泰康集团：构建大健康产业生态体系

泰康深耕寿险产业链，通过“活力养老、高端医疗、卓越理财、终极关怀”四位一体模式，全面推进大健康、大民生、大幸福工程建设。在全国布局大型医养融合养老社区、大型医疗中心，构建专科医疗体系，并通过投资医疗、治疗、人工智能、制药、医疗器械和健康大数据企业，打造大健康产业生态体系。

图 15：泰康资产医养业务布局



资料来源：泰康资产官网，国信证券经济研究所整理

**保险业务：**通过泰康人寿、泰康养老和泰康在线，提供全方位的个人与团体保险服务。拥有 36 家寿险公司、4000 多个机构网店、80 万营销员队伍。

**资管业务：**管理资产规模超过 1.7 万亿元，退休金业务规模超过 3800 亿元，第三方资产总规模突破 9000 亿元。

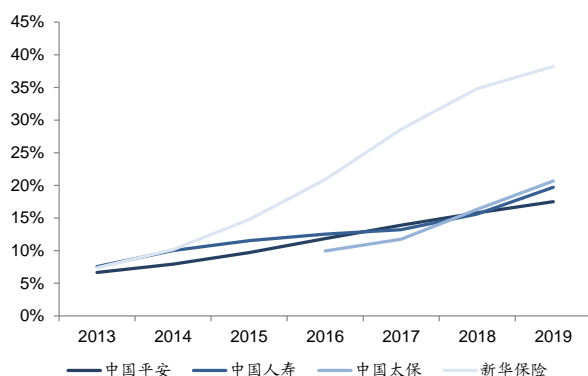
**医养业务：**打造行业领导品牌。泰康医养实体已深度布局全国重点省市，覆盖京津冀、长三角、珠三角、西南、华中等核心区域的 19 个重点城市，覆盖居民超 3300 人。随着运营模式的日益成熟，泰康医养全国化布局加速实现，健康产业版图不断扩大。

## 投资建议

**上市保险公司健康险保费收入占比高，且占比逐步提升。**2019 年，中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿健康险保费收入占比分别为 17%、21%、38%、20%。其中，中国平安、中国太保的统计口径为长期健康险，新华保险和中国人寿的统计口径包括了长期健康险和短期健康险。新华保险与中国人寿披露了健康险新单保费，我们统计其健康险新单保费占比。新华保险、中国人寿健康险新单保费占比从 2013 年的 9%、10% 提升至 2019 年的 50%、37%。

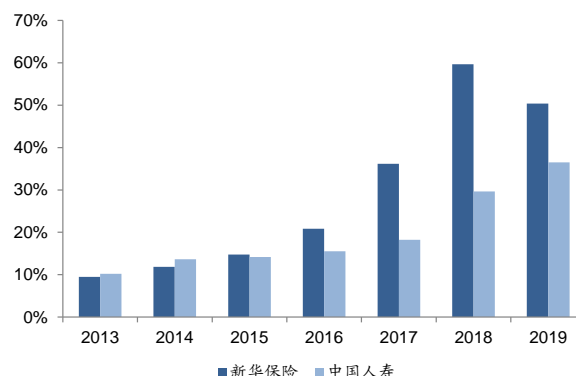
健康险发展方兴未艾，虽然短期遇到竞争加剧的问题，但渗透率仍有很大提升空间。消费者对长期保障、健康管理等支付意愿较高，但目前健康险市场面临着长期保障产品少、保险公司产品设计能力有待提高、健康管理服务往往定位为“辅助销售”角色等问题，导致市场供给难以匹配需求。

图 16: 上市保险公司健康险保费收入占比



资料来源: 各上市保险公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 17: 上市保险公司健康险新单保费占比

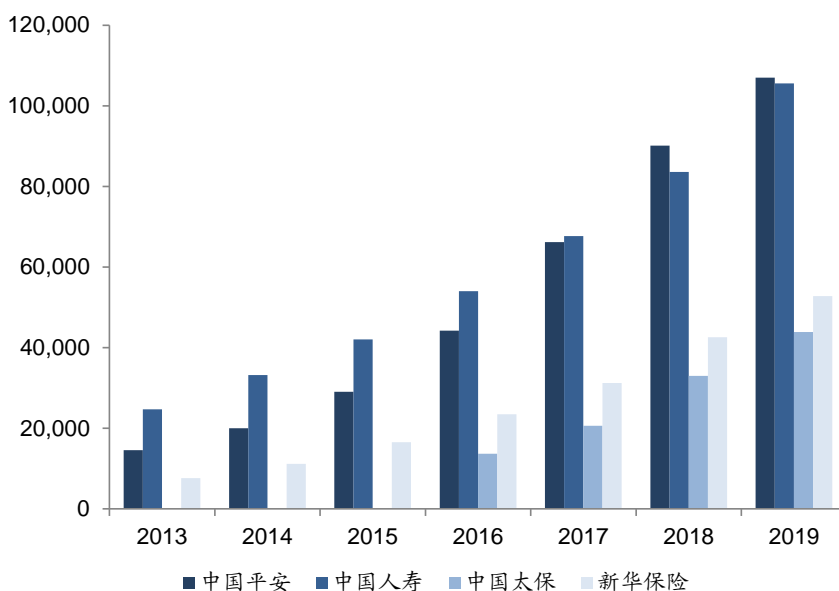


资料来源: 各上市保险公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

随着监管政策红利释放, 健康险未来发展空间广阔, 长期产品和健康管理产品是未来方向。医疗险通过其支付杠杆的效应, 正逐步影响医疗行业生态, 成为综合健康管理服务的入口。我们认为, 未来健康险市场将加速形成差异化发展格局, 预计行业的竞争优势包括: (1) 布局医疗健康生态圈, 打造包括体检、医疗健康咨询、慢病管理、康复、养老等大健康产业链, 多维度、多层次为客户提供更全面的保障; (2) 通过金融科技提高控费能力, 优化产品设计。

目前 A 股保险公司估值处于历史底部区域, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险对应 2020 年 P/EV 估值分别为 0.95、0.70、0.61、0.60 倍, 估值已经包含了投资端的悲观预期。在全球的降息周期下, 短期的疫情事件影响有限, 未影响到寿险行业的基本面, 不影响寿险龙头企业的中长期投资价值, 我们维持行业的“超配”评级。

图 18: 上市保险健康险保费收入



资料来源: 各上市保险公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

- (1) 全球疫情事件影响超预期;
- (2) 健康险产品销售不及预期;
- (3) 长端利率大幅下滑带来的再投资风险以及压制估值提升。

**表 5: 重点公司估值比较表**

公司	收盘价	每股 EV			P/EV		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安	72.97	65.68	76.6	89.4	1.11	0.95	0.82
中国人寿	27.52	33.5	39.2	46.2	0.82	0.70	0.60
中国太保	30.38	43.71	50.1	56.9	0.70	0.61	0.53
新华保险	45.12	65.72	75.0	85.2	0.69	0.60	0.53

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (单位: 元)

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032