

## 医保控费、医药分开下的新业态

行业深度

### ◆ 医保控费下我国商业健康和PBM有望快速增长

基本医保收入增速不及支出增速，医保控费势在必行。我们认为控费的核心在于保证医疗质量的前提下实现费用的合理化。这需要医药分家和对医生的处方权的监控，对应的是诊断，治疗，药品评价等标准的制订和实施。参照美国的经验，商业健康和医疗福利管理（PBM）在医疗服务标准的实施和优化过程起到了关键作用。为此，我们看好商业健康保险行业和PBM行业在医保控费的大环境下获得快速发展的机会。

### ◆ 我国商业健康保险基数小，增长潜力大

由于没有国家政策支持 and 缺乏相关医疗数据，我国商业医保长期发展缓慢。我们认为国务院办公厅《关于加快发展商业健康保险的若干意见》标志着国家政策的转向，同时医疗信息化公司与商业医保公司的合作有望解决数据瓶颈。为此，商业医保将在低基数的基础上快速增长。我国2013年卫生费用总支出为31,669亿元，其中商业医保支出占比为1.30%。与发达国家10%的水平还有较大差距。假设我国商业医保支出规模在10年内达到发达国家水平，同时我国医疗费用支出年均增长为10%，则到2024年我国商业医保的支出规模将达9000亿元。

### ◆ PBM行业发展是医保控费的基础，新业态萌生

从海外的经验来看，PBM公司能够利用其信息化平台在保险机构、制药公司、医院和零售药店之间起到协调作用。并通过其积累的数据为保险公司提供费用审核、理赔和支付，药品报销目录制订和管理以及临床路径管理等服务。这些服务是保险公司进行医保控费的基础。在医保控费和医药分开完成后，我们认为由PBM为核心的新业态将得以形成。其表现为医生处方外流，临床路径的标准化，以及药品销售更多从医院药房转到社会药房。外流品种以门诊开药和住院出院带药中的口服、外用药品为主，各类急诊开药和所有注射用药不在本文讨论范围内。

### ◆ 投资标的

处方药外流背景下，我们关注在完善医药电商大闭环的阿里健康，以及医疗信息化平台供应商、医保控费参与者万达信息，卫宁软件和海虹控股，他们因能提供医院接口而成为闭环中不可或缺的重要环节。处方药外流市场巨大，我们关注九州通、推荐一心堂、嘉事堂，即使最终无法完成新业态转型，也将由于其药店和渠道配送管网而成为稀缺资源。对于心血管专科药乐普医疗、中药材小型闭环引领者康美药业，我们也看好并推荐。

◆ **风险提示：**商业健康保险行业受制于医疗体制改革进程，行业扩容速度不及预期；医药分开政策推进缓慢，影响我国PBM行业发展进程。

## 增持（维持）

### 分析师

江维娜（执业证书编号：S0930513060003）  
021-22169102  
[jiangwn@ebcn.com](mailto:jiangwn@ebcn.com)

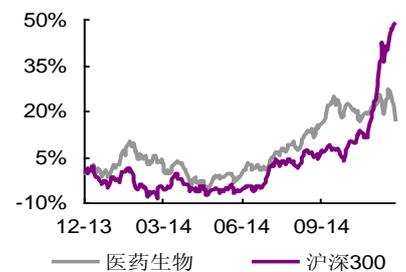
姜国平（执业证书编号：S0930514080007）  
021-22169167  
[jianggp@ebcn.com](mailto:jianggp@ebcn.com)

### 联系人

万明亮  
021-22167177  
[wanmingliang@ebcn.com](mailto:wanningliang@ebcn.com)

胡银玉  
021-22169171  
[huyinyu@ebcn.com](mailto:huyinyu@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



### 相关研报

行业平淡期淘金,创新、平台和并购是主线  
..... 2014-11

## 目 录

1、 医保控费——深化医药体制改革的必经之路 .....	5
2、 医保控费将驱动商业健康保险行业快速发展 .....	8
2.1、 商业健康保险——“医药天平”的平衡砝码 .....	8
2.2、 商业健康保险行业空间取决于行业政策 .....	9
2.3、 商业健康保险最发达的市场——美国市场 .....	10
2.4、 与我国最贴近的市场——德国市场 .....	13
2.5、 内外部因素均支持我国商业健康保险的发展 .....	14
2.6、 我国商业健康保险基数小，发展潜力大 .....	16
3、 PBM 的发展是我国医保控费的基础 .....	18
3.1、 PBM 是医疗保险的得力助手——以联合健康为例 .....	19
3.2、 从美国快捷药方公司的成长看 PBM 行业的发展 .....	20
3.3、 阿里健康——我国摇篮中的 ESI .....	23
3.4、 医保控费和商业健康保险发展受益者——万达信息 .....	24
4、 医药分开、医保控费后的新业态 .....	26
5、 行业风险 .....	27
5.1、 商业健康保险行业风险 .....	27
5.2、 PBM 行业风险 .....	27

## 图表目录

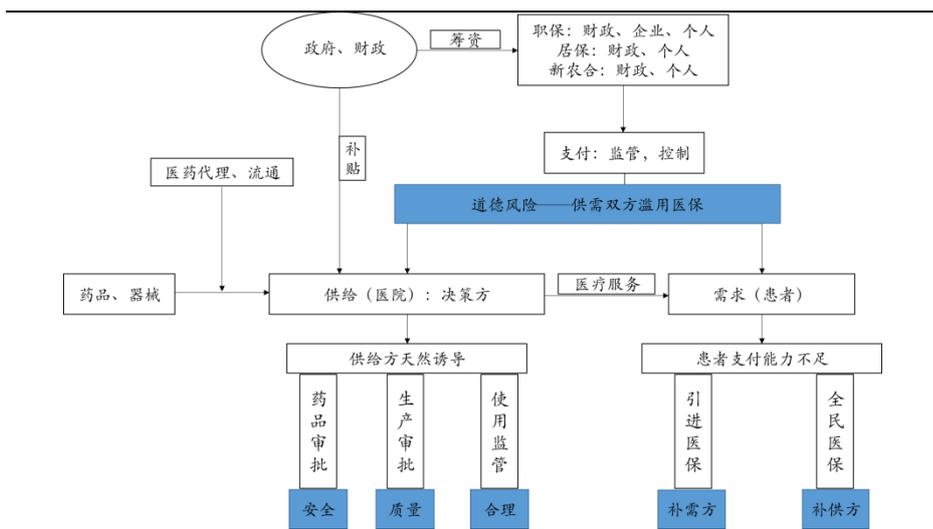
图 1：我国医疗卫生体制.....	5
图 2：我国基本医疗保险几乎已经实现全民覆盖.....	5
图 3：新农合压力测试.....	5
图 4：城镇职工医保压力测试.....	6
图 5：城镇居民医保压力测试.....	6
图 6：ESI 股价与美国标普 500 指数过去 10 年走势对比.....	7
图 7：日本和美国医疗卫生体系对比.....	8
图 8：美国和日本卫生支出占比情况.....	9
图 9：美国和日本医药行业集中度情况.....	9
图 10：人均药费支出与人均 GDP 正相关.....	10
图 11：商业健康保险规模与人均 GDP 关系不大.....	10
图 12：美国私人商业健康保险历年情况.....	11
图 13：美国卫生费用细分项目占比情况.....	11
图 14：ACLI 统计美国人身保险收入情况.....	12
图 15：德国健康险与寿险发展情况.....	13
图 16：德国医疗卫生支出占 GDP 的比重.....	13
图 17：我国健康险保费收入情况.....	15
图 18：我国人寿险结构.....	15
图 19：我国卫生费用支出结构.....	15
图 20：我国卫生费用占 GDP 比重较其他国家低.....	15
图 21：我国人口老龄化进程加快.....	16
图 22：我国诊疗人次逐年上升.....	16
图 23：我国健康保险公司大多处于亏损状态.....	17
图 24：我国健康保险赔付金额与占比.....	17
图 25：医疗信息化下商业健康保险的运营机制.....	18
图 26：美国 PBM 下的医保控费模式.....	18
图 27：UnitedHealth Group 经营情况.....	19
图 28：UnitedHealth Group 公司结构.....	19
图 29：UnitedHealth Group 子公司经营情况.....	20
图 30：ESI 公司收入情况.....	20
图 31：ESI 公司净利润情况.....	20
图 32：ESI 两大 PBM 业务商业模式.....	21
图 33：ESI 公司两大产品线销售收入结构.....	21
图 34：ESI 公司发展历史.....	22
图 35：阿里模式 O2O 闭环.....	23

图 36 : 万达信息收入情况 .....	25
图 37 : 万达信息净利润情况 .....	25
图 38 : 政府区域卫生平台与商业医疗信息交换平台间的关系 .....	26
图 39 : PBM 行业荐股逻辑 .....	27
表 1 : 医保控费相关政策 .....	6
表 2 : 医保支付方式 .....	6
表 3 : 美国对健康保险的商业扶持政策 .....	10
表 4 : 美国医疗保障体系情况 .....	11
表 5 : 美国健康保险市场“两步走”发展道路 .....	12
表 6 : 管理式医疗三种形态简介 .....	12
表 7 : 我国与德国商业健康保险运营存在较大差距 .....	14
表 8 : 我国医疗体制改革三步曲 .....	14
表 9 : 部分推进商业健康保险政策 .....	16
表 10 : 商业健康保险参与社保方式 .....	17
表 11 : 阿里集团今年医药行业动作频繁 .....	24

## 1、医保控费——深化医药体制改革的必经之路

医药是一个特殊的行业，其产品及服务属于必需品且专业性很强。信息的不对称导致医药消费是在病人（消费者）、医院（决策者）和政府（支付方）三方之间的博弈。因此，政府作为市场的参与方，需要不断平衡产品给付公平及市场效率，起到了监督和调控的作用。

图 1：我国医疗卫生体制



资料来源：光大证券研究所

在我国，医药行业的支付主体是政府主导的基本医疗保险，包括城镇居民医疗保险、城镇职工医疗保险和新型农村合作医疗保险三个部分，到目前为止，基本医疗保险已经基本实现全民覆盖。随着我国卫生费用支出逐年提高，医保收入却面临瓶颈，其增速远不如支出的增速，基金结余逐年下降。通过医保压力测试，我们预计到 2019 年医保基金将出现赤字状态，对国家财政造成压力。再加上近期经济增长放缓，目前来看医保控费势在必行。

图 2：我国基本医疗保险几乎已经实现全民覆盖



资料来源：wind

图 3：新农合压力测试

年份/内容	参保人数 (亿)	当年筹资总额 (亿)	筹资额增幅 (%)	人均筹资 (元)	人均筹资增幅 (%)	当年基金支出 (亿)	基金支出增幅 (%)	支出率 (%)	累计结余
2004	0.80	40.00		50.40		26.40		66.00%	13.60
2005	1.79	75.00	87.50%	42.10	-16.47%	61.78	134.02%	82.37%	26.82
2006	4.10	214.00	185.33%	52.10	23.75%	155.81	152.20%	72.81%	85.01
2007	7.26	427.97	99.99%	58.90	13.05%	346.63	122.47%	80.99%	166.35
2008	8.15	784.58	83.33%	96.30	63.50%	662.31	91.07%	84.42%	288.63
2009	8.33	944.35	20.36%	113.36	17.72%	922.92	39.35%	97.73%	310.05
2010	8.36	1308.33	38.54%	156.57	38.12%	1187.84	28.70%	90.79%	430.55
2011	8.32	2047.60	56.50%	246.21	57.25%	1710.19	43.97%	83.52%	767.96
2012	8.05	2484.70	21.35%	308.50	25.30%	2408.00	40.80%	96.91%	844.66
2013E	8.40	2856.00	14.94%	340.00	10.21%	3010.00	25.00%	105.39%	690.66
2014E	8.50	3315.00	16.07%	390.00	14.71%	3672.20	22.00%	110.78%	333.48
2015E	8.60	3689.40	11.29%	429.00	10.00%	4406.64	20.00%	119.44%	-383.78
2016E	8.70	4105.53	11.28%	471.90	10.00%	5287.97	20.00%	128.80%	-1566.22
2017E	8.80	4567.99	11.26%	519.09	10.00%	6345.56	20.00%	138.91%	-3343.79
2018E	8.80	5024.79	10.00%	571.00	10.00%	7614.67	20.00%	151.54%	-5933.67
2019E	8.80	5527.27	10.00%	628.10	10.00%	9137.61	20.00%	165.32%	-9544.01

资料来源：光大证券研究所

图 4：城镇职工医保压力测试

年份/内容	城镇职工收入(亿元)	收入增长	城镇职工参保人数(万人)	增长率	城镇职工人均筹资额	增长率	城镇职工支出(亿元)	增长率	支出率(%)	累计结余
2004	1141.00		12403.60		919.89		862.00		75.55%	958.00
2005	1405.00	23.14%	13782.90	11.12%	1019.38	10.81%	1079.00	25.17%	76.80%	1278.00
2006	1747.00	24.34%	15731.80	14.14%	1110.49	8.94%	1277.00	18.35%	73.10%	1752.00
2007	2214.00	26.73%	18020.00	14.55%	1228.63	10.64%	1552.00	21.53%	70.10%	2444.00
2008	2885.00	30.31%	19995.63	10.96%	1442.82	17.43%	2020.00	30.15%	70.02%	3309.00
2009	3420.31	18.55%	21937.40	9.71%	1559.12	8.06%	2630.11	30.20%	76.90%	4055.23
2010	3955.40	15.64%	23734.67	8.19%	1666.51	6.89%	3271.56	24.39%	82.71%	4741.16
2011	4945.00	25.02%	25227.10	6.29%	1960.19	17.62%	4018.27	22.82%	81.26%	5683.16
2012	6061.92	22.59%	26485.56	4.99%	2288.76	16.76%	4868.49	21.16%	80.31%	6884.25
2013	7062.00	16.50%	27443.00	3.61%	2573.33	12.43%	5830.00	19.75%	82.55%	8129.34
2014E	8121.30	15.00%	28266.29	3.00%	2873.14	11.65%	6996.00	20.00%	86.14%	9254.61
2015E	9201.43	13.30%	29114.28	3.00%	3160.45	10.00%	8395.20	20.00%	91.24%	10060.87
2016E	10425.22	13.30%	29987.71	3.00%	3476.50	10.00%	10074.24	20.00%	96.63%	10411.86
2017E	11811.78	13.30%	30887.34	3.00%	3824.15	10.00%	12089.09	20.00%	102.35%	10134.55
2018E	13382.74	13.30%	31813.96	3.00%	4206.56	10.00%	14506.91	20.00%	108.40%	9010.39
2019E	15162.65	13.30%	32768.38	3.00%	4627.22	10.00%	17408.29	20.00%	114.81%	6764.75

资料来源：光大证券研究所

图 5：城镇居民医保压力测试

年份/内容	城镇居民收入(亿元)	收入增长	城镇居民参保人数	增长人数	城镇居民人均筹资额	增长率	城镇居民支出(亿元)	增长率	支出率(%)	累计结余
2004	0.00	NA	0.00	NA	NA	NA	0.00	NA	NA	0.00
2005	0.00	NA	0.00	NA	NA	NA	0.00	NA	NA	0.00
2006	0.00	NA	0.00	NA	NA	NA	0.00	NA	NA	0.00
2007	43.00	NA	4291.00	NA	100.21	NA	10.00	NA	23.26%	33.00
2008	155.00	260.47%	11826.00	7535.00	131.07	30.79%	64.00	540.00%	41.29%	124.00
2009	251.61	62.33%	18209.57	6383.57	138.17	5.42%	167.31	161.42%	66.50%	208.30
2010	353.53	40.51%	19528.27	1318.70	181.04	31.02%	266.54	59.31%	75.39%	295.29
2011	594.18	68.07%	22116.13	2557.86	268.66	48.40%	413.10	54.99%	69.53%	476.36
2012	876.76	47.56%	27155.70	5039.57	322.86	20.17%	675.13	63.43%	77.00%	677.99
2013	1187.00	35.38%	29629.00	2473.30	400.62	24.08%	971.00	43.82%	81.80%	893.99
2014E	1483.75	25.00%	30629.00	1000.00	484.43	20.92%	1262.30	30.00%	85.07%	1115.44
2015E	1706.31	15.00%	31129.00	500.00	548.14	13.15%	1640.99	30.00%	96.17%	1180.76
2016E	1928.13	13.00%	31629.00	500.00	609.61	11.21%	2133.29	30.00%	110.64%	975.61
2017E	2140.23	11.00%	32129.00	500.00	666.14	9.27%	2773.27	30.00%	129.58%	342.57
2018E	2354.25	10.00%	32629.00	500.00	721.52	8.31%	3605.26	30.00%	153.14%	-908.44
2019E	2542.59	8.00%	33129.00	500.00	767.48	6.37%	4686.83	30.00%	184.33%	-3052.68

资料来源：光大证券研究所

我国对于医保控费方式也经过一系列探索，主要包括按服务项目付费、按人头预付、按服务人次付费、按病种付费、总额预付等，每种方法能够在一定程度上控制费用增长，但同时都会带来负面效果。

表 1：医保控费相关政策

时间	政策	目标和内容
2010年1月	《关于实行基本医疗保险定点医疗机构分级管理的意见》	加强医疗保险对医疗服务的监督制约作用
2011年6月	《关于进一步推医疗保险付费方式改革的意见》	结合基金收支预算管理加强总额控制，探索总额预付
2012年3月	《"十二五"期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	在全国范围内积极推行按病种付费、按人头付费、总额预付等
2012年11月	《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》	用两年左右的时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制工作
2014年11月	《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》	取消药品政府定价，通过医保控费和招标采购，药品实际交易价格由市场竞争形成

资料来源：光大证券研究所

表 2：医保支付方式

付费方式	内容	优点	缺点
按服务项目付费	根据医疗机构向参保人提供的医疗服务的项目和服务数量，按照每个服务项目的价格向医疗机构支付费用的方式	实际操作简便，适用范围较广，医院提供医疗服务的积极性高，病人的医疗需求可以得到较好保障	导致医院提供过度医疗服务，造成卫生资源的浪费和医疗费用的过度增长，同时医疗保险机构的审核、管理的难度较大
按人头预付	根据医院提供服务的人口数和规定的每个人的定额标准，预先向医院支付一笔固定的服务费用，无论医院是否为患者提供了多少服务	公共管理比较简单，管理费用较低，并能使医院产生内在的成本制约机制，自觉采取控制费用的措施	是医院会选择相对健康、病情简单的患者，推诿病情反复、严重的患者，并可能出现医院为节约费用而减少服务或降低服务质量
按服务人次付费	由医疗保险机构与医院事先确定每一门诊人次和住院人次的平均定额标准，由医疗保险机	简单易行，管理要求不高，有利于医疗保险机构的监督与审核，并能够实现医院主动节约，费用控制比较有力，抑制医疗费	可能通过分解医疗服务项目、不合理增加住院人次、降低服务质量等手段以获得

	构根据固定时间段内的医院实际的次均费用与定额标准进行结算	用的不合理增长,在定额标准合理的情况下也不影响医疗质量	更多的收益,也不利于选择正确的治疗方式和开展新技术
按病种付费	将住院病人的疾病按诊断、年龄、行为等分成若干组,每组又根据疾病轻重程度及有无合并症、并发症分成不同的级别,对每一组不同级别预先制定一个补偿价格标准,按这种费用标准对该组某级疾病治疗的全过程进行一次性支付	有利于促进了医院重视并节约疾病诊疗的成本,主动寻求最合理的治疗流程,缩短住院时间,提高工作效率和管理水平,节俭处方,合理检查,减少诱导性消费,加强诊疗水平,避免不必要的支出,在一定程度上能减缓医疗费用上升的趋势,提高社会对医院的诚信认识	管理成本高,如何为一个病人进行恰当的 DRGs 分组较难,全面实施起来难度大
总额预付	由医疗保险机构和医院共同协商,事先确定年度预算总额,在该年度内,医院的医疗费用全部在总额中支付,结余留存,超支不补	消除了医院提供过渡性经济服务的原因,促进医疗行为的规范化,有效地控制医疗费用的不合理增长,手续简便,管理成本较低	医院可能出现医疗服务提供不足和医疗服务质量下降的现象。

资料来源: 百度文库, 光大证券研究所

我们认为控费的核心不是简单的缩减费用,而是在保证医疗质量的前提下实现医疗费用的合理化。在我国由于医药不分家、药品质量参差不齐以及医院间服务水平差异较大,病人往往向二、三级医院集中,高价的原研药和创新药的销售也总是优于低价药。这背后折射的是医疗服务合理化标准的缺失。在没有标准的情况下,病人只能被动的选择最好的医院和完全遵从医生的处方。在医药不分家的情况下,医生在处方时往往倾向于过度治疗和过度用药,从而导致医疗费用的不合理增长。医保控费一方面是要做到医药分家,破解医生收入与处方之间的直接联系,另一方面是要对医生的处方权进行监控,削弱医生处方权的核心地位。这是一个涉及到检验、坐诊、治疗、回访的系统性工程,其中包括许多标准的建立比如患者病情的分类、临床路径的管理、药品的一致性评价和药品疗效的跟踪等。从美国的经验上来看,商业健康保险和医疗福利管理(PBM)在削弱医生处方权的标准实施和优化过程中起到关键的作用。尤其是PBM龙头公司 Express Scripts, Inc. (ESI) 在过去十年由于医保控费获得了迅速成长。因此,我们认为随着我国医保控费程度的逐步推进,商业健康保险行业和PBM行业在我国将获得快速发展的机会。

图 6: ESI 股价与美国标普 500 指数过去 10 年走势对比



资料来源: wind

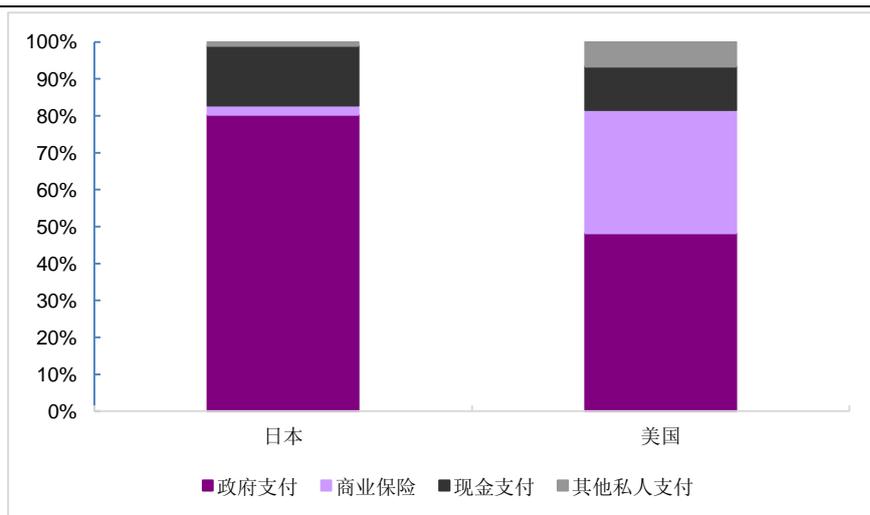
## 2、医保控费将驱动商业健康保险行业快速发展

商业健康保险属于人身保险的一种，人身保险还包括意外伤害险和寿险。商业健康保险是以被保险人的身体为标的，保证被保险人在疾病或意外事故所致伤害时的直接或间接损失获得补偿的保险，按保险责任可分为疾病保险、医疗保险、失能收入和护理保险。

### 2.1、商业健康保险——“医药天平”的平衡砝码

**美国是遵循市场化的典型国家。**美国推行商业保险至今已有百年历史，医疗体制除了给予特殊人群必要的国家保障之外，居民需要自己购买商业保险，为医药行业提供市场化的发展平台，因此在美国商业健康保险行业发展非常迅速，2010年个人商业健康保险占卫生费用支出为33%。**日本则恰恰相反，属于典型严格监管的国家。**早在六十年前日本医保已经全民覆盖，作为支付方的政府严格监管医药行业产品价格，2010年商业保险在卫生支出中比例仅为2%。

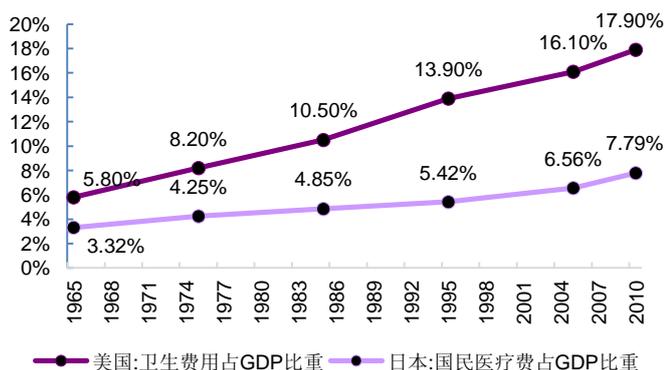
图7：日本和美国医疗卫生体系对比



资料来源：WHO Statistics 2013

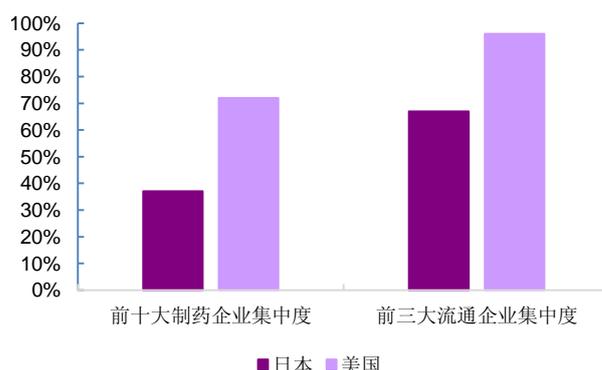
美国医药行业市场化的好处在于：**(1) 居民能够享受高水平及高效率的医疗服务。(2) 为美国医药企业提供肥沃的土壤，提升行业集中度。**2011年美国有五家制药企业位居前十，制药企业与医药流通企业集中度都处于世界领先水平。但美国的医疗体制公平性体现不够，美国人口统计局报告显示2011年美国尚有15.7%的居民没有被医疗保险覆盖。关键在于，医疗服务和产品需求刚性，在缺乏监管而完全放开市场化的情况下会导致其价格的快速上涨，最终美国成为了看病最贵的国家。目前美国GDP的18%都投入到医疗支出当中，这个比例远高于日本，并非可持续的发展方式。

图 8: 美国和日本卫生支出占比情况



资料来源: wind

图 9: 美国和日本医药行业集中度情况



资料来源: 百度文库, 但问路在何方

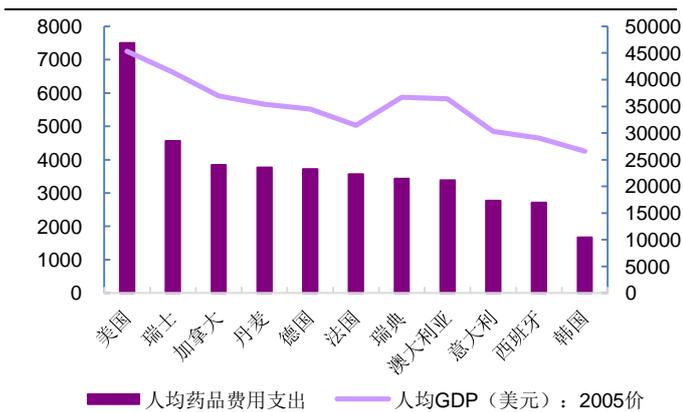
日本对医药行业的严格监管保证了较低卫生费用支出,但是由于对医药行业监管过严导致制药企业发展缓慢,医疗机构服务效率低下,行业发展远不如美国。更重要的是,医疗服务需求不断增长,单靠控制药品及服务价格最终都无法抑制医疗费用支出持续上涨的态势,而日本医保全民覆盖,给财政造成了巨大压力。

综上所述,日本和美国的医疗体系处于两个极端,从运行效果来看,都不是最理想的医疗体系,寻求两者之间的平衡点至关重要,因此多层次的医疗保障体系就能凸显出其优越性,而**商业健康保险在能够解决政府部分支付压力的同时,提高医药行业的运行效率,是一个调节“医药天平”平衡的重要砝码。**

## 2.2、商业健康保险行业空间取决于行业政策

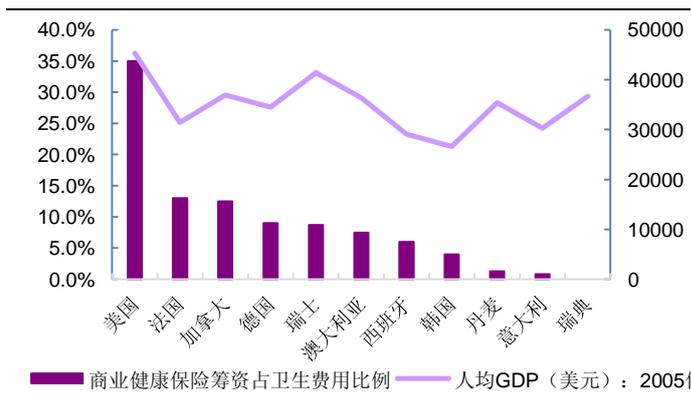
制药行业规模会随着国家经济实力的增强而增长,从海外不同国家角度看,相对发达的地区在医药方面的支出水平也较高,主要是因为人均收入增加会推动对医疗的需求,两者呈现正相关性。与医疗行业不同,商业健康保险行业并不是随着经济的增长而自然增长,其发展很大程度上受制于**医疗体系以及行业政策**。美国医疗体系本身就将商业健康保险作为基本医疗保险途径,因此商业健康保险在美国如火如荼地发展;日本医疗体系则是以基本医疗保险全民覆盖的社会保险体制,由于其医疗体系对商业健康保险的定位而导致其规模相对较小

图 10: 人均药费支出与人均 GDP 正相关



资料来源: OECD Health Data

图 11: 商业健康保险规模与人均 GDP 关系不大



资料来源: OECD Health Data

由于我国与美国医疗体系对商业健康保险的定位不同, 达到美国的规模比较困难。但在相同的医疗体制下, 行业政策就成为商业健康保险发展的助推器。以美国为例, 联邦政府长期以来把税收优惠政策作为引导企业和个人加大健康保障投入的重要措施, 通过税收优惠政策以鼓励商业健康保险的发展。就商业健康保险的主要形态而言, 主要包括商业健康保险体制(美国)、国家卫生服务体制(英国)和社会保险体制(德国)三类, 每种形态对商业保险的定位不同, 我国属于社会保险体制。

表 3: 美国对健康保险的商业扶持政策

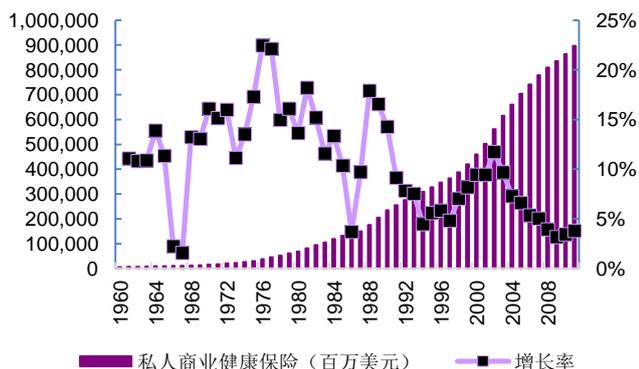
对个人的税收激励		对公司的税收激励
个人购买商业健康险	所购买商业健康保险产品的免赔额和 2700 美元(家庭 5400 美元) 两者取较大值的金额可以税前列支	雇员为员工购买健康保险的费用可以税前列支, 且没有上限
自由职业者购买商业健康险	2007 年之后, 购买健康保险支出 100% 免税	

资料来源: CNKI

### 2.3、商业健康保险最发达的市场——美国市场

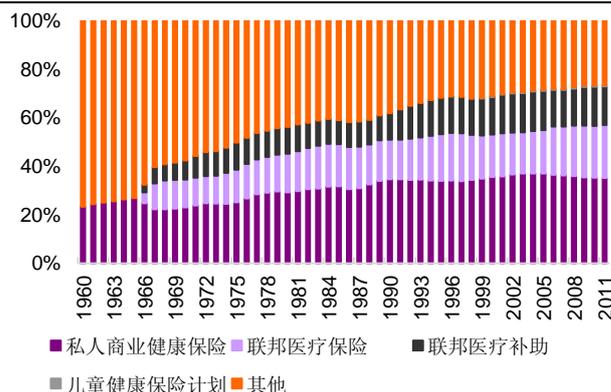
医药卫生产业是美国第一大产业, 而商业健康保险是其重要组成部分, 从 20 世纪初至今已有百年的发展历史, 2010 年商业健康保险参保人数为 1.95 亿, 覆盖率达 64%。2011 年全美私人健康险保费收入近 9000 亿美元, 占据当年 GDP 的 5.8%。近些年私人商业健康保险支出在卫生费用支出中占比较为稳定, 约为 35%。从美国商业健康保险发展轨迹看, 从上世纪 70 年代开始进入高速增长期, 主要是因为管理式医疗保险开始推行, 1973 年颁布的《健康维护组织规章》极大地促进了管理式医疗的发展, 管理式医疗能够有效控制风险、降低费用, 使得美国商业健康保险进入了一个新的发展时期。

图 12: 美国私人商业健康保险历年情况



资料来源: wind

图 13: 美国卫生费用细分项目占比情况



资料来源: wind

美国的医疗保障体系是仅为特殊人群提供基本的国家保障，居民需要自行购买商业健康保险，截至 2011 年美国尚有 15.7% 的居民没有被任何医疗保险覆盖。美国商业健康保险行业是微利的，2009 年全美毛赔付率高达 89%，赔付支出约占当年医疗卫生支出总费用的 28.5%，行业平均利润率约为 2%~4%，尽管如此，由于其市场规模巨大，因此美国商业健康保险行业欣欣向荣。

表 4: 美国医疗保障体系情况

医疗保障体系	社会医疗保险 (国家保障)			商业健康保险 (私人健康保险)
	联邦医疗保险 Medicare	联邦医疗补助 Medicaid	儿童健康保险计划 CHIP	
开始时间	1965 年	1965 年	1997 年	20 世纪初
保障对象	65 及以上老年人，残疾人和晚期肾病患者	贫困人群	有子女的家庭	投保人
资金来源	税收及社保缴费	税收及社保缴费	税收及社保缴费	个人自愿投保

资料来源: CNKI

美国健康保险市场发展主要有以下几个特点：(1) 通过“两步走”由综合性保险向专业健康保险转型，走上专业化经营道路。从 ACLI 统计数据可以看出，寿险的增长速度远不如健康险，健康险由于人口老龄化等因素拉动快速增长，并超过了寿险的规模。保险公司纷纷将工作重心转向健康险，如 2000 年安泰出售寿险及金融服务业务，从综合性保险金融集团转型为专业健康险公司。(2) 专业健康保险公司迅速发展。由于健康保险经营技术复杂、进入壁垒较高，行业集中度较高，加上医疗费用的刚性增长，健康险公司处于稳定增长态势。(3) 健康保险的发展一定程度上抑制了医疗费用的上涨态势。美国 2009~2011 年卫生费用占 GDP 比重稳定在 17.9%，这与管理式医疗保险的出现是分不开的，它开辟了健康险新时代。传统的费用报销模式下保险人会承担由于被保险人的道德风险以及医疗机构逆向选择的的风险，导致经营风险加大。

表 5: 美国健康保险市场“两步走”发展道路

	特点	经营业务	转换原因
第一阶段	多元化综合保险公司分成寿险公司和财产险公司	寿险公司（经营寿险、年金及健康险等）；财产险公司（经营财险、意外险等）	市场竞争激烈
第二阶段	专业化经营	健康险	寿险及个人金融财务服务市场的不断饱和，寿险发展速度逐渐降低；健康保险由于人口老龄化、医学技术发展等因素长期持续快速增长

资料来源：CNKI

图 14: ACLI 统计美国人身保险收入情况



资料来源：ACLI

由于保险合同涉及保险人、被保险人和医疗机构三方当事人，保险人会由于信息不对称而处于明显劣势地位。管理式医疗的理念在于将保险人与医疗机构的利益最大限度地捆绑在一起，由三方当事人转变为双方当事人，这样可以解决信息不对称的问题。管理式医疗常见的三种方式为健康维护组织（HMO）、选择性服务提供组织（PPO）和服务点计划（POS）。

表 6: 管理式医疗三种形态简介

管理式医疗方式	起始时间	运行方式	优点	缺点
健康维护组织（HMO）	20 世纪 70 年代	将医疗服务提供者组织起来，为本区域的自愿参保者提供成套的综合医疗服务，并按人头或根据保障计划从 HMO 报销费用	能有效地控制医疗服务费用上涨，降低保险费	病人不能任意挑选医生，只能在该组织内部求医，低收入和健康状况欠佳的人因不满足条件往往被拒绝参加 HMO
选择性服务提供组织（PPO）	20 世纪 80 年代	与医生签订服务合同，以优惠的价格提供医疗服务，比 HMO 更具自主性和灵活性	既有效控制了医疗费用，又克服了 HMO 不能自由求医的弱点	客户可能需要负担更多的起付金额、共付或共保费用
服务点计划（POS）	/	HMO 和 PPO 的混合模式	具有自主性和灵活性	可能需要支付更高费用

资料来源：CNKI

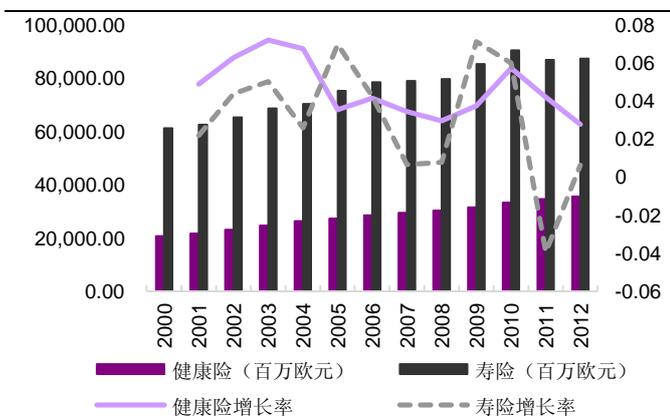
## 2.4、与我国最贴近的市场——德国市场

美国商业健康保险市场非常成熟，可以映射出我国市场将来的发展道路，但毕竟其医疗体系模式与我国有本质上的区别。我们认为，我国商业健康保险市场会沿着美国的主干方向发展，但途中可能会遇到前所未见之旁支。德国与我国都是多层次的医疗保障体系，商业健康保险作为基本医疗保险的补充，其发展道路将与我国非常相似。

德国是以法定医疗保险为主商业健康保险为补充的典型社会保险模式，只有月（或年）工资收入高于法定界限（2011年为49500欧元/年）的居民才可以自由选择参加商业健康保险，否则强制参加法定医疗保险。与我国实行医保全民覆盖不同，德国法定医疗保险覆盖率约为90%，其余10%选择使用商业健康保险，同时约18%同时享受法定医疗保险及商业健康保险。

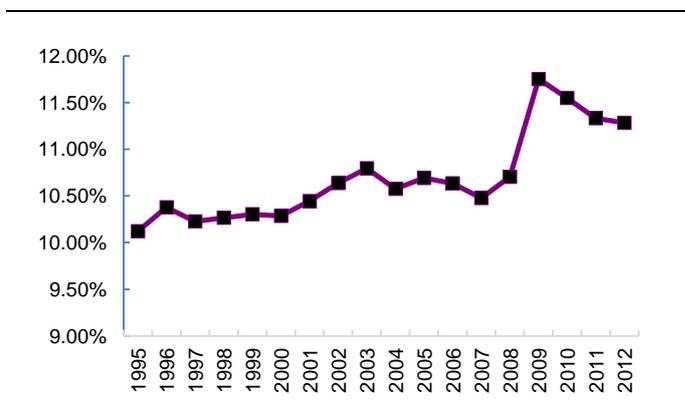
德国商业健康保险行业集中度高，DKV、Debeka和Allianz三家商业健康保险公司的市占率高达38%以上。德国2012年健康险市场规模约360亿欧元，相比美国9000亿美元的市场规模差距很大，其医疗体系政策限制了商业健康保险的发展空间，但我们看到其发展形式良好。2000年以来，健康险行业呈现稳定增长的态势，2000~2012年复合增速为4.26%，高于寿险3%的增速。从医疗费用支出角度看，2009年以来卫生费用占GDP比例有所下降，主要是因为近些年德国政府出台政策控制医疗费用的快速增长。

图 15：德国健康险与寿险发展情况



资料来源：wind

图 16：德国医疗卫生支出占 GDP 的比重



资料来源：wind

德国商业健康保险发展态势良好主要有以下几方面原因：（1）**行业政策因素**。首先，工资超过法定标准的居民可以选择是否使用商业医疗保险，但该选择具有单向性，即一旦选择商业健康保险就不得改为法定医疗保险，在一定程度上保护了商业健康保险公司的利益。其次，德国政府对健康保险实行寿险、财险和健康险分业监管，即寿险、财险公司不得经营健康险，反之亦然。最后，为了控制医疗费用的快速增长，德国政府在减少法定医疗保险覆盖项目的同时要求被保险人支付更多的费用，这为商业健康保险提供了广阔的发展空间，特别是预防性健康保健产品的发展。（2）**技术因素**。外部政策要求公司专业化经营，而专业化公司本身有动力在行业内做深做广。如DKV下设六大商业健康保险子公司从各个环节实现价值创造。寿险与商

业健康保险风险实质不同，因此需要专门技术人员分别管理。目前我国主要是混合经营，从美国和德国的发展历程看，我们认为我国专业化商业健康保险的发展是大势所趋。(3) 不断的产品创新和开发。目前德国有不同产品满足消费者的需求，健康保险产品既有全保类、定额类、补充附加类，又有基本类、标准类、大学生疾病险、疾病贷款偿还险等种类。相比之下，我国健康险产品单一，导致价格竞争激烈，创新在我国商业健康保险的经营尤为重要。

表 7：我国与德国商业健康保险运营存在较大差距

商业健康保险行业	赔付率（2006 年）
德国	64.9%（不考虑坏账）
中国	80%以上超过 80%，其中 40%超过 100%，个别高达 200%

资料来源：CNKI

## 2.5、内外部因素均支持我国商业健康保险的发展

新中国成立以来，我国就开始积极探索并建立适合我国国情的医疗体系，经历了三个阶段的改革，建立了以基本医疗保障为主体，其他多种形式补充医疗保险和商业健康保险为补充的多层次医疗保障体系。

表 8：我国医疗体制改革三步曲

	时间	医疗体制	特点
第一阶段	20 世纪 80 年代前	我国城镇居民所实行的公费医疗和劳保医疗两种几乎免费的医疗制度	这种制度的确能最大限度地保障每个公民的医疗健康权，但是却造成了沉重的财政负担、医疗费用上涨过快等问题
第二阶段	20 世纪 80 年代~2008 年	医疗费用由国家、单位和个人合理负担，社会化程度较高的多形式、多层次的职工医疗保险制度	1998 年国务院颁布了《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，该决定将我国的医疗保险体系大体分为两个部分：一是社会医疗保险；二是商业医疗保险
第三阶段	2008 年~今	以基本医疗保障为主体，其他多种形式补充医疗保险和商业健康保险为补充，覆盖城乡居民的多层次医疗保障体系	商业医疗保险在我国医疗保障体系中被提到前所未有的高度，在保障和改善民生的大背景下，商业医疗保险迎来了前所未有的发展机遇

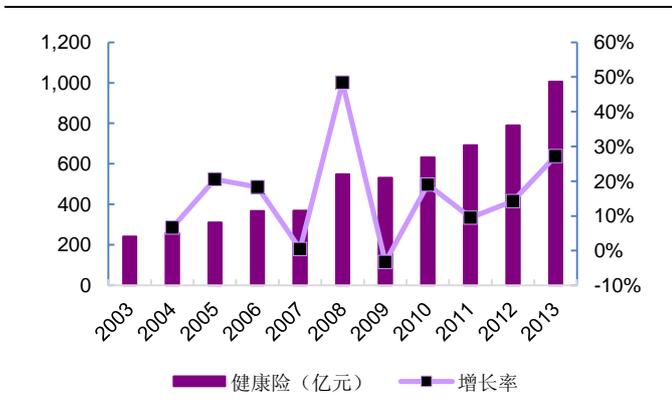
资料来源：百度文库

2014 年 11 月 17 日保监会公布了《国务院办公厅关于加快发展商业健康保险的若干意见》（国办发【2014】50 号）。《意见》提出总体要求：到 2020 年，基本建立市场体系完备、产品形态丰富、经营诚信规范的现代商业健康保险服务业，实现商业健康保险赔付支出占卫生总费用的比重显著提高，商业健康保险将迎来发展春天。

2013 年末我国商业健康保险保费收入超过 1000 亿元，同比增长 27.22%，2003~2013 年复合增速为 15.31%，高于寿险的复合增速 13.44%。健康险在我国人寿险中占据的比重有不断上升趋势，2013 年为 9.36%，但相比同样施行法定医疗保险的德国（约 30%）差距还是很大。我国 2012 年商业健

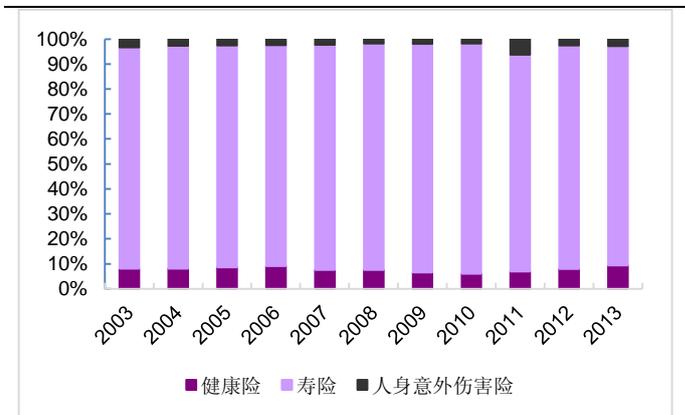
康保险赔付支出占国家医疗卫生总支出比例为 1.07%，相比发达国家（约 10%）还有很大提升空间。我们认为，商业健康保险将持续维持强劲的增长势头。

图 17：我国健康险保费收入情况



资料来源：wind

图 18：我国人寿险结构

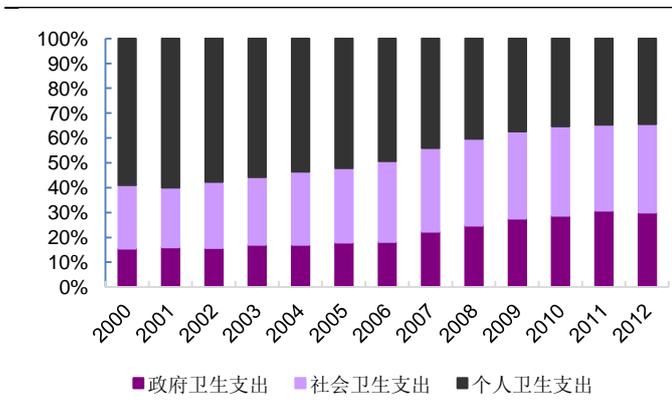


资料来源：wind

从卫生费用支付比例来看，2003 年“非典”爆发以后，我国开始增加医疗卫生投入，随着政府卫生支出的上升，个人卫生支出占比呈现逐年下降趋势，2012 年为 34.40%，但依然远高于其他发达国家约 20% 的水平，仍有较大的下降空间。我们认为，在目前医疗费用不断上升的背景下，财政支付压力巨大，政府支出占比提升空间有限，但社会卫生支出占比提升空间较大，因此个人支出可以部分被商业健康保险取代。

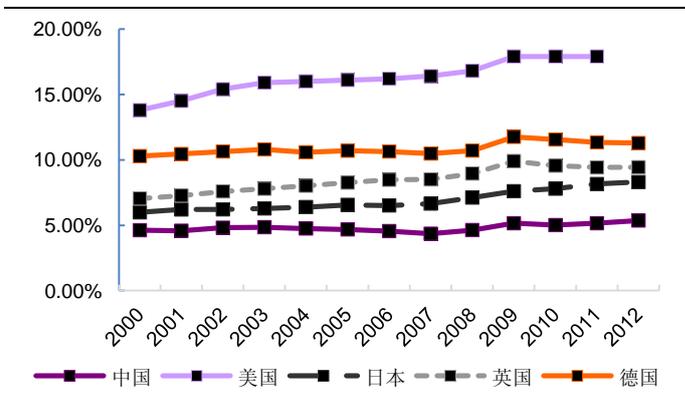
无论从内需还是外部环境角度看，商业健康保险都将迎来发展春天。首先，内需拉动健康险行业加速增长：1.我国医疗卫生行业投入不足，2012 年卫生费用占 GDP 比重为 5.36%，低于其他绝大部分国家水平，人民的医疗需求被抑制；在国家医保筹资和财政投入不可能继续大幅增长的情况下，急需商业保险筹资作为我国医保支出的有益补充。2.基本医疗保险虽然全民覆盖，但毕竟是基于公平原则，其保险种类少、保障水平低，既无法满足人民群众多元化的医疗服务需求，也无法满足以公立医院为主、民营医院为辅的多元化医疗服务供给体系的要求。

图 19：我国卫生费用支出结构



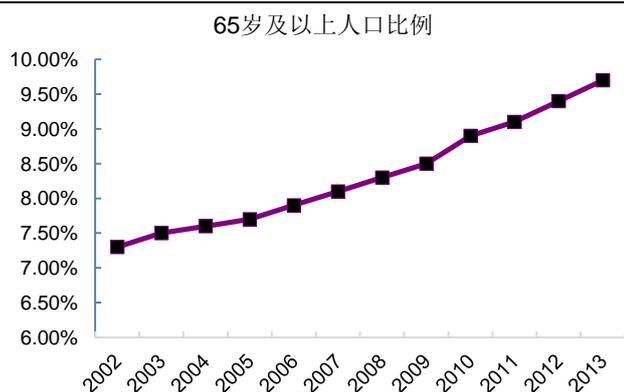
资料来源：wind

图 20：我国卫生费用占 GDP 比重较其他国家低



资料来源：wind

图 21：我国人口老龄化进程加快



资料来源：wind

图 22：我国诊疗人次逐年上升



资料来源：wind

其次，我国医药行业现状为商业健康保险的发展提供了外部环境。1.我国已经出台了一系列关于商业健康保险的政策。我们预测在明年两会后，扶持商业医保的政策将得到细化，相关激进省份如广东、福建、安徽等地方政策有望进一步跟进，商业医保行业政策红利在明年落实的可能性较大。2.取消“以药养医”和进行“医保控费”是我国医改的长期方向。商业健康保险公司基于自身利益有动力参与医疗机构的成本控制，提高医疗服务机构的运营效率。因此，商业医保的发展也是医疗体制改革的必由之路。

表 9：部分推进商业健康保险政策

时间	文件	内容或意义
2003 年	《关于加快健康险发展的指导意见的通知》	加强健康保险的专业化经营和管理,积极探索新型风险管理模式,加快健康保险专业人才的培养
2006 年 8 月	《健康保险管理办法》	我国第一部健康保险专项监管制度,对促进健康保险专业化发展、保护被保险人利益具有深远影响,为商业健康保险的发展奠定了制度基础
2009 年	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	积极发展商业健康保险,鼓励商业保险机构开发适应不同需要的健康保险产品,简化理赔手续,方便群众,满足多样化的健康需求。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疗保障之外的需求
2014 年 11 月	《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	到 2020 年,基本建立市场体系完备、产品形态丰富、经营诚信规范的现代健康保险服务业

资料来源：百度文库

## 2.6、我国商业健康保险基数小，发展潜力大

2012 年发布的《十二五期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案(国发【2012】11 号)》，提到“在确保基金安全和有效监管的前提下，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经办各类医疗保障管理服务”。在此之前地方政府对于商业健康保险介入社保做出过一些尝试，主要包括托管和补充两种模式。

表 10：商业健康保险参与社保方式

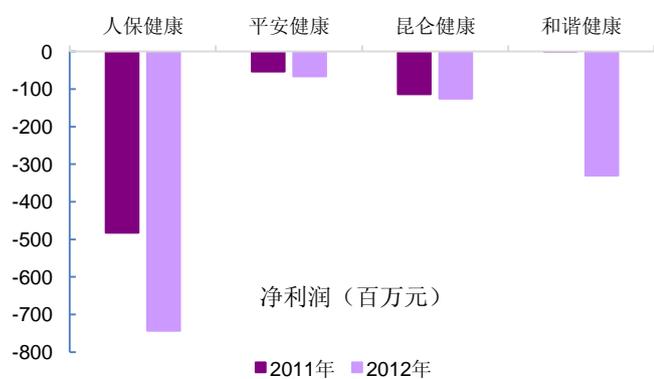
模式	类型	内容	承保机构
江阴模式	托管模式	政府牵头、行政领导、征管分离、专业化运作和多方监督，政府搭台并由商业保险公司实施专业化管理。	太平洋人寿
洛阳模式	托管模式	一分二合三统：坚持管办分离；整合经办资源、联合防范风险；统一管理软件、统一审核标准、统一结算支付。	中国人寿
湛江模式	补充模式	政府从基本医保基金中提取一定比例购买大额补充医疗保险，提高总体保障水平。	人保健康

资料来源：CNKI

总体来说，商业健康保险在我国起步晚，至今仅有 30 多年历史，市场基数小，行业正处于起步阶段。从 2012 年保险业经营情况看，几家专业健康保险公司都处于亏损状态。2000~2012 年我国健康险赔款与给付复合增长率为 29.82%，高于保费收入的增速（24.05%），我国商业保险公司赔付率高是亏损的主要原因。我们认为缺乏足够的医疗数据支持是导致商业医保赔付率高的主要因素。随着我国医疗信息化改造的逐渐深入，商业医保受制于数据瓶颈的局面有望获得缓解。我们已经可以看到医疗信息化 IT 公司与商业健康保险公司之间合作的雏形：2014 年 2 月 19 日海虹控股下属子公司中公网医疗信息技术有限公司与人保健康正式签署了战略合作框架协议，决定以北京市、广东省及青岛市为试点，开展内容包括政府委托项目的医疗费用审核、赔付辅助及决策支持；慢性病管理，包括医患教育、用药管理等；特定人群的健康险新产品设计、推广及服务。

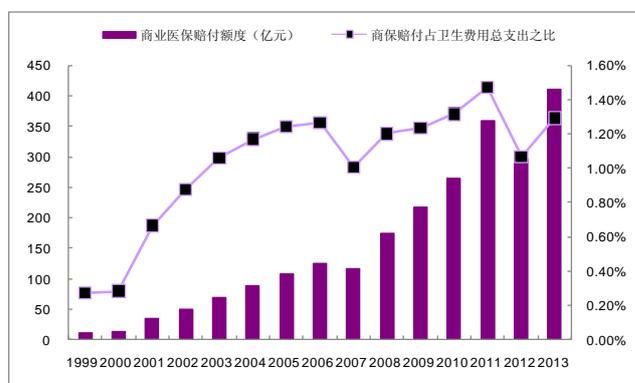
因此，在国家政策支持、发展瓶颈逐渐消除的背景下，商业健康保险有望获得较大的增长空间。我国 2013 年卫生费用总支出为 31,669 亿元，其中商业医保支出仅为 411 亿元，占比为 1.30%。相比主要发达国家 10% 的水平还有很大的差距（其中美国该比例为 33%）。假设我国商业医保支出规模在 10 年内达到发达国家的 10% 的水平，同时全国医疗卫生费用总支出年均增长为 10%，则到 2024 年我国商业医保的支出规模约为 9000 亿元，相比于现在 411 亿元的支出规模，年均复合增长将达到 36%。

图 23：我国健康保险公司大多处于亏损状态



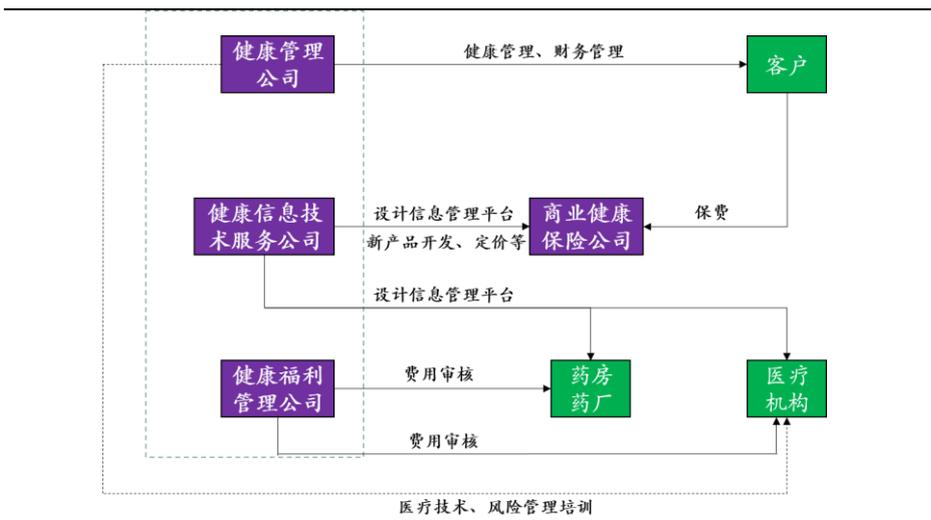
资料来源：《中国保险年鉴 2013》

图 24：我国健康保险赔付金额与占比



资料来源：《中国保险年鉴 2013》

图 25：医疗信息化下商业健康保险的运营机制

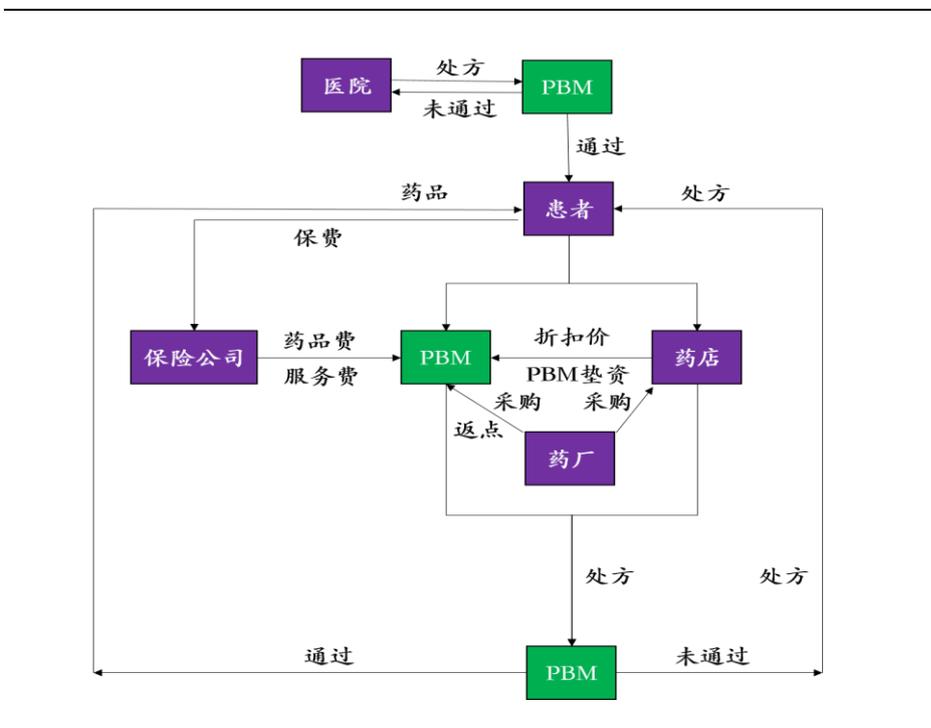


资料来源：光大证券研究所

### 3、PBM 的发展是我国医保控费的基础

药品福利管理 Pharmacy Benefit Management (PBM) 公司是一类协调医疗保险、医院、制药公司和药房的中介机构。完善的 PBM 公司的主要业务包括协助制定药品福利计划、处理药品赔付申请、审查处方并完成理赔与支付、制订药品报销目录，临床路径管理，费用支付模式管理和药品邮购等。其核心目的在于对医疗费用进行有效管理，节省开支，增加药品收益。

图 26：美国 PBM 下的医保控费模式

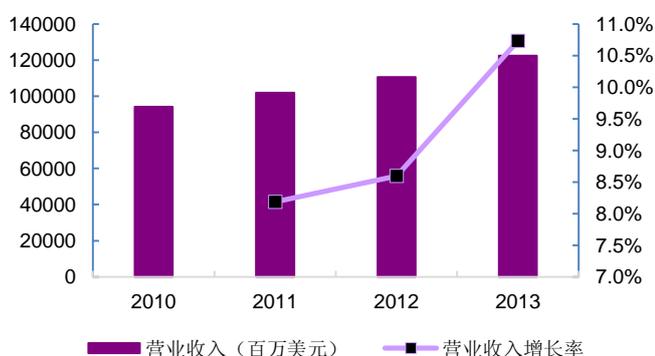


资料来源：光大证券研究所

### 3.1、PBM 是医疗保险的得力助手——以联合健康为例

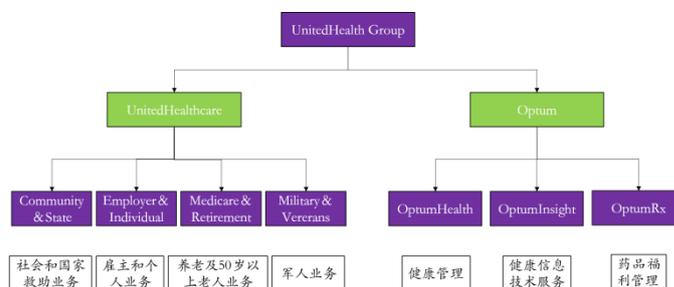
美国联合健康集团 (UnitedHealth Group) 是一家多元化的健康福利机构，成立于 1974 年，致力提高健康保险体系的质量及效率，业务遍及美洲、非洲、欧洲等 50 多个国家。2013 年公司实现营业收入 1224.89 亿美元，同比增长 10.73%，净利润 56.25 亿美元，同比增长 1.79%。公司分为 UnitedHealthcare 和 Optum 两个业务平台，其中 UnitedHealthcare 专注于提供健康保险服务，Optum 是健康服务平台，属于保险业务的衍生。公司的竞争优势在于具备医疗行业丰富经验和资源、信息化平台以及专业化经营经验三方面。

图 27: UnitedHealth Group 经营情况



资料来源：公司年报

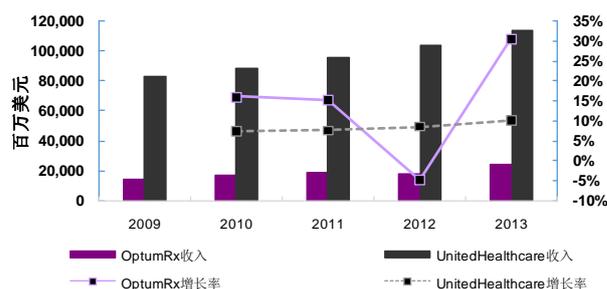
图 28: UnitedHealth Group 公司结构



资料来源：光大证券研究所

OptumRX 是公司旗下的药品福利管理公司 (PBM 业务)，在参与保险机构、药品供应商、医院、药房多方联系为客户提供便利化购药服务的同时，更重要的是能够对药品费用进行有效控制。OptumRX 于 2005 年成立，借助公司保险业务的优势得以快速发展，2013 年实现业务收入 240.06 亿美元，同比增长 30.76%。截至 2013 年末 OptumRX 拥有了覆盖超过 6.7 万家药店和两个邮局系统的药品配送体系，以及一套连接医院、药房和保险公司的后台支持系统，其中后台支持系统主要作用在于不同部门之间信息的即时传递。OptumRX 审核处方后客户可以自行选择通过药房或者邮寄获得药品。OptumRX 能够在审核过程中检测出不合理用药情况，大大降低了保险业务的风险。另外，由于 OptumRX 拥有大量参保人资源，对于药品供应商具有较强的议价能力，可以为客户寻找高折扣的替代药品，从而降低药品费用。总体来说，OptumRX 可以通过药品销售以及服务获得利润；保险公司可以在 OptumRX 审核机制下降低由于道德风险和逆向选择产生的运营风险，间接提高利润率；由于 OptumRX 控费的特征以及较强的议价能力，参保人可以获得较低价的折扣药品，从而实现参与各方共同获利。

图 29: UnitedHealth Group 子公司经营情况



资料来源: 公司年报

我们可以看到 PBM 与商业保险之间存在着较强的协同效应。首先, PBM 可以提高医保报销的效率和准确率。PBM 的医保提供报销单据的审核系统可以快速准确的实现医保支付流程, 减轻医保基金的工作量。其次, PBM 可以降低医保支付的风险。PBM 能审核医生的处方信息, 逐步影响医生的行为, 促进合理用药。减少过度检查, 过度用药或者医院骗保行为的发生, 降低不合理支付的风险。最后, PBM 为医保控费提供依据。PBM 业务过程中也能够积累大量的诊疗数据包括保单和诊疗历史记录等, 可以为医保公司产品设计、药品报销目录的调整、以及临床路径的管理提供依据。因此, 医保控费的深化离不开 PBM 的发展。

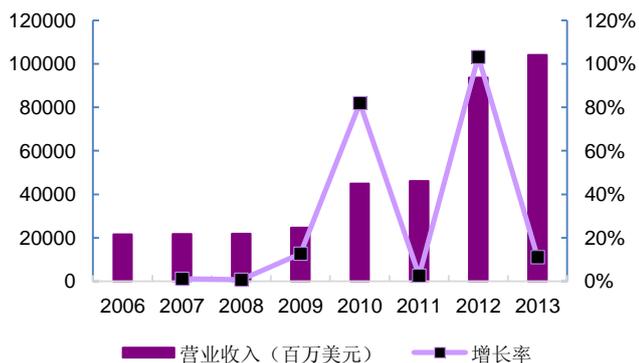
### 3.2、从美国快捷药方公司的成长看 PBM 行业的发展

前面提到, 美国医药行业高度市场化, 在具有高效率的同时拥有全世界最昂贵的医药价格水平, 在医药费用不断上升的背景下 PBM 行业应运而生, 参与医院、药房、保险机构及制药公司之间的管理协调。快捷药方公司 (ESI) 是美国 PBM 的行业巨头, 其发展几乎倒影了美国 PBM 行业的崛起历史。

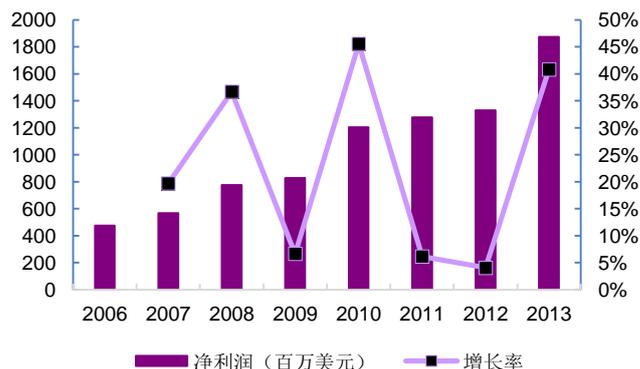
ESI 是北美最大的药品福利管理 (PBM) 公司, 主要提供保健管理和经营服务, 成立于 1986 年。公司外延并购非常活跃, 业务收入高速增长。2013 年实现收入 1040.99 亿美元, 同比增长 11.08%, 净利润 18.72 亿美元, 同比增长 40.79%, 2006~2013 年公司收入复合增速为 25.24%。公司 2012 年收入大幅提升主要是由于收购了其竞争对手 Medco Health Solutions 并于当年合并报表所致, 这也是 PBM 行业最大规模的并购。

图 30: ESI 公司收入情况

图 31: ESI 公司净利润情况



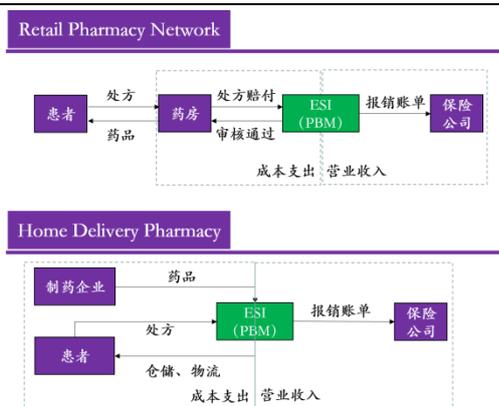
资料来源：公司年报



资料来源：公司年报

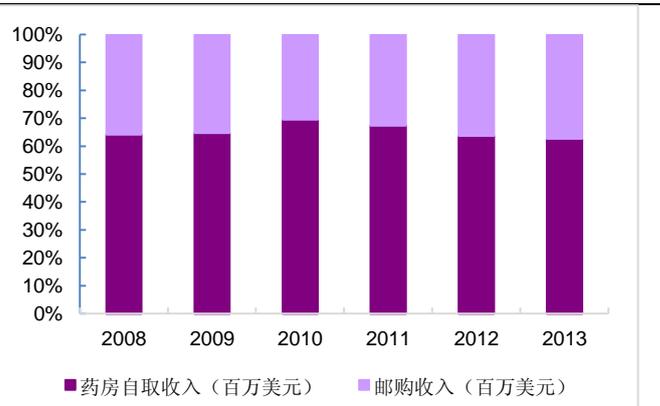
PBM 业务是公司的主要收入来源，2013 年占比为 97.9%，主要包括药房自取 (Retail Pharmacy Network) 和邮购 (HomeDeliveryPharmacy) 两大产品线。2010 年公司 PBM 两大产品线收入同比增长 86.82% 主要是因为 2009 年末收购 NextRx 并于 2010 年并表所致。两条产品线在 PBM 业务方面没有本质区别，区别仅在于患者购药的地点和方式不同，患者可以自行选择自行药房取药或是邮购方式。从两大产品线结构来看，邮购方式占比为三分之一，近年该比率有上升趋势。

图 32: ESI 两大 PBM 业务商业模式



资料来源：光大证券研究所

图 33: ESI 公司两大产品线销售收入结构



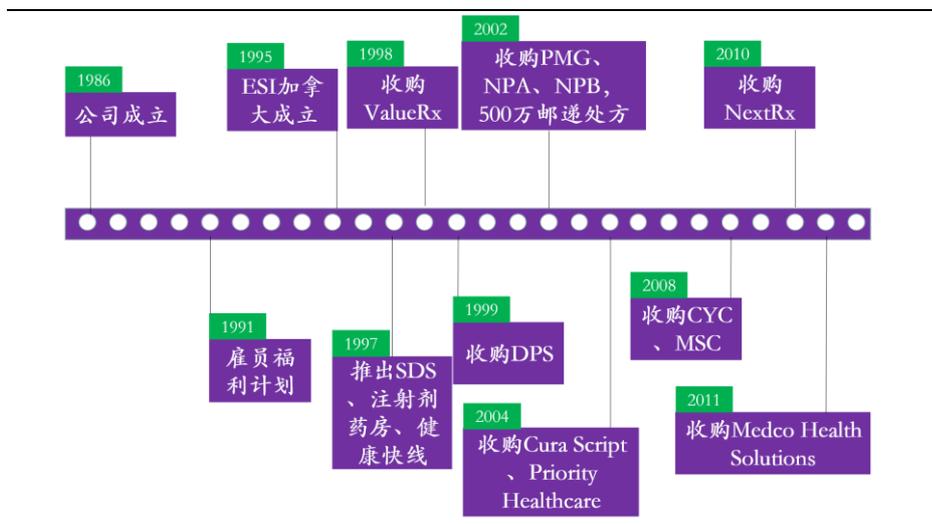
资料来源：公司年报

公司最初的业务是为客户提供赔付服务以及为患者提供药品物流服务，主要利用管理和流通方面的优势控制医保费用支出。公司于 1991 年推出雇员福利计划并为医保客户设计合适的药品报销目录。药品报销目录是公司管理药品费用的基本工具，制药企业以及药店的药品都希望能够加入报销目录以扩大销售规模，市场化的竞争控制了药品的价格，由于规模效应公司对药品供应商具有较强的议价能力，公司也能享受药品销售带来的利润。1997 年 2 季度公司 HealthLineSM 部门开始提供健康快线服务，半年多时间内就拥有接近 130 万会员，起初提供的服务包括电话健康咨询，并提供后续的健康跟踪服务，随着业务规模的扩大，还提供福利计划设计咨询、药品使用复查、处方管理、疾病管理、医药数据分析、医疗信息管理等服务。随后公司 PBM 业务通过并购迅速外延扩展，1998 年以 4.6 亿美元并购 HCA Healthcare 的 PBM 业务 ValueRx，1999 年以 7.15 亿美元并购 SmithKline

Beecham 的 PBM 业务 DPS, 2002 年以 4.66 亿美元并购 NPA, 2008 年并购 CYC 及 MSC, 2010 年以 46.75 亿美元并购 WellPoint 的 PBM 业务 NextRx, 2011 年并购 Medco Health Solutions。

此外, 公司能够从众多 PBM 公司中脱颖而出还归功于其在电子商务方面的布局。1999 年公司获得 PlanetRx.com (PRC) 19.9% 股权并将自身子公司 YourPharmacy.com (YPC) 转移至 PRC, 整合后进军医药电商领域, 之后建立了 Abaton.com、DrugDigest.com 等平台为客户提供医药健康方面资讯查询。借助信息技术的发展, 公司已经成为全面医药福利管理公司, 管理业务链从最初流通、审核管理延伸至预防及康复服务管理, 全方位提供健康咨询服务。

图 34: ESI 公司发展历史



资料来源: 光大证券研究所

公司能够从最初的物流公司成长为世界 PBM 巨头, 我们认为其最重要的是积累了以下资源: (1) **处方药数据**。公司从最初业务开始长期的数据积累是公司的一大制胜法宝, 能够在后续处方管理等方面发挥巨大优势; (2) **信息化管理平台**。包括西药福利管理、理赔处理、支付结算等, 使得整个产业化透明化、公开化, 在监督管理及高效运营下费用得以控制; (3) **药店网络联盟**。通过协议降低医保赔付率吸引药店加入药店网络联盟, 扩大公司的供应系统, 提升自身议价能力。 (4) **客户资源**。公司提供全方位的 PBM 业务, 科学的健康管理和人性化的健康服务使得客户资源不断扩张。 (5) **配送网络系统**。高效的零售和批发系统有助于使效率最大化、成本最低化。

### 3.3、阿里健康——我国摇篮中的 ESI

我们看好阿里模式，因为它使得在我国医药未完全分开、医院限制处方外流的情况下打开了药品市场化竞争的口子，将改变人们传统的购药方式；更重要的是，我们从该模式中看到了 PBM 的雏形，公司有望成为未来 PBM 行业龙头。

2014 年 12 月 11 日，继石家庄和杭州之后阿里健康在重庆正式上线“阿里健康 APP”，将开启医疗“快的”新模式。该模式或将改变人们一贯的购药方式，通过市场化竞争降低药品价格。我国医院医药未完全分开、医院限制处方外流是药品不能够市场化定价的重要原因，阿里健康受益于国家发改委和河北省两级政府的支持。患者可以通过手机终端拍照实现处方的线下到线上的信息传递。加盟药店则通过类似“快的”抢单的模式来完成药品销售。目前阿里健康 O2O 闭环能否形成主要取决于前端是否可以与医院的 HIS 系统对接从而导出电子处方，以及后端与医保的完全打通实现无缝的在线支付。我们预计进一步医改的政策有望于明年两会后提出，阿里健康模式代表了医药分开，药品价格市场化的医改方针，有望得到推广。

图 35：阿里模式 O2O 闭环



资料来源：光大证券研究所

除了阿里健康 APP 的推出，阿里在医药行业动作频繁，单从其片段化的举动很难看出其深意，但从 PBM 行业发展的角度看，我们在阿里身上看到了 ESI 的雏形。首先，ESI 最初业务局限于为患者提供药品物流服务等少数业务，阿里集团则收购中信 21 世纪，获得医药电商牌照，通过 APP 导流实现药品的第三方物流。其次，ESI 从被动式药品配送到主动式药品管理发展迈出的一大步是建立药店网络联盟，阿里集团则通过与金天医药集团的战略合作、与 APP 试点城市的大型连锁药店联盟，以及天猫医药馆的药店 O2O 项目，实现了在医药零售市场跑马圈地。最后，ESI 发展过程中的一大优势是信息化平台和电子商务布局。阿里健康（原中信 21 世纪）拥有药品行业唯一的电子监管网/PIATS 的业务。PIATS 全程监控了我国基药的生产、流通以及销售流程，从而使得阿里健康获得了我国最大的药品流通数据库。阿里健康的数据库可以结合阿里集团的大数据、云计算、数据处理、数据分析的经验，帮助商业保险的发展和建立全民健康的云端管理体系。

表 11：阿里集团今年医药行业动作频繁

时间	事件	要点
2014 年 1 月 23 日	阿里巴巴集团联手云锋基金，以约 13.27 亿港元认购中信 21 世纪 54.3% 的股份，联合实现控股。	收购中信 21 世纪，卡位医药电商和医药大数据
2014 年 4 月以来	支付宝先后和海王星辰等 20 余家国内主流连锁药店开展 O2O 合作	支付宝联合天猫医药馆全面启动药店 O2O 项目，快速在医药零售市场跑马圈地
2014 年 5 月 28 日	支付宝推出名为“未来医院”的计划	支付宝钱包与广州市妇女儿童医疗中心合作，推出“未来医院计划”，帮助医院实现挂号、候诊、院内导航、取报告、缴费，医疗流程实现移动智能化
2014 年 7 月 10 日	手机淘宝和支付宝钱包启动“药品安全计划”	启动“药品安全计划”，用手机淘宝或支付宝扫描全国市面上任意一盒药品包装上的条形码和药品监管码，就能获得该药品的真伪提示、用法、禁忌、生产批次及流通过程等信息
2014 年 11 月 7 日	携手阳光财险推出“天猫医药险”	携手阳光财险推出“天猫医药险”，用户可以通过电话请医生诊疗，并根据其建议去天猫医药馆购药，并获得全额费用理赔
2014 年 12 月 11 日	“阿里健康 APP” 上线	通过“快的”模式实现网上购药

资料来源：光大证券研究所整理

因此，我们看好阿里成为我国 PBM 行业的龙头。因为我们从阿里的身上看到了 ESI 成功的基因：（1）处方数据与药品流通数据。这是最为重要的一项基因，一旦相关政策落地，阿里集团近期推出的阿里健康 App 开始运行，加上在前期做的一系列准备，将能够获得海量处方药数据，并且通过高效的 O2O 市场化运作，也能达到 ESI 早期时候的控费效果。（2）药店网络联盟。阿里集团正在与国内药店开展 O2O 合作，这是药店联盟的开始；（3）客户资源。提供服务方能招揽客户，ESI 初期就是走的这条道路，阿里集团通过 APP 可以积累客户资源。（4）信息化管理平台。医药信息化管理系统以及电子商务系统对于阿里集团来说都是强项。阿里健康有望基于逐渐积累的处方和客户数据，完成对保险公司和病患的增值服务。

### 3.4、医保控费和商业健康保险发展受益者——万达信息

我们主要看好公司成为大型 PBM 公司的潜力，一方面在公司战略符合国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》，其业务代表了医改方向。另一方面，在医保控费的日益严格的背景下，公司信息化平台对于疾病的防治将从事中事后治疗延伸到事前预防，与医保和其他商业健康保险形成良好的协同效应。

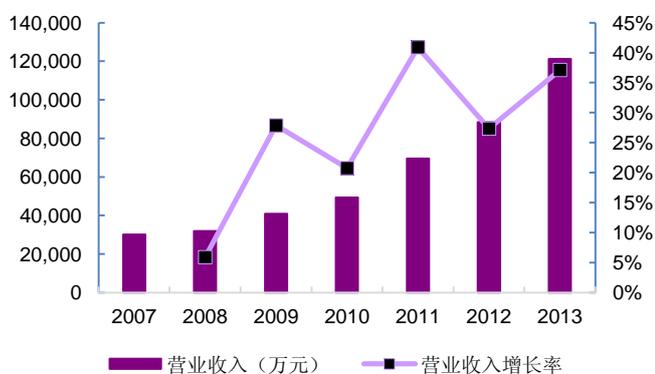
公司有多年卫生系统整合经验。公司自 1999 年就开始参与上海医保系统建设，承建了上海市健康信息网工程、医联工程、多个区县卫生平台等，其中在上海医联工程就完成了 34 家三甲医院的 159 个医院系统的整合。

公司逐渐从软件开发商向开发兼运营的平台管理商转变。公司于今年 12 月 19 日与上海卫计委签订上海市健康管理云平台建设战略合作框架协议，成为了上海健康管理云平台的独家合作方。该合作项目将从 2015 年到 2019

年底，恰好符合国务院提出的到 2020 年基本建成覆盖全面的健康服务体系的要求。公司将在上海市健康信息网的基础上采用云平台架构，构建全市统一的健康管理云平台。并将云平台的应用逐步推广到脑卒中，心脑血管疾病、肿瘤等慢性病综合防治中，并积极探索健康产业的投入与运行机制，最终形成从开发商到开发兼运营商的转变，管理包括慢性病数据、应用与运营的三大中心。

我们认为公司未来增长潜力巨大。短期来说，公司在上海的经验与成果对全国其他城市有很好的借鉴作用。作为全国少数的有多年大规模医疗卫生信息平台整合经验的公司，公司现有的软件开发与运营模式有望快速复制到其他省市，从而带动业务的快速增长。公司 2007~2013 年实现快速增长，收入和净利润复合增速分别为 26.1%和 30.2%，盈利状况稳定。

图 36：万达信息收入情况



资料来源：wind

图 37：万达信息净利润情况

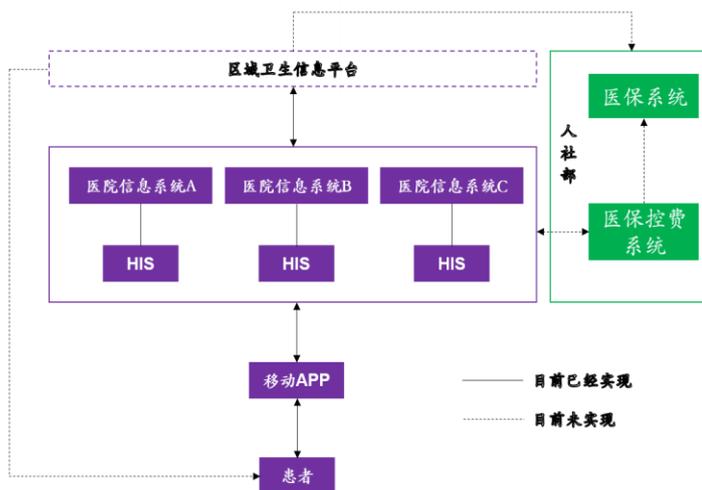


资料来源：wind

从长期角度看，随着医药进一步分离，我们认为公司有潜力发展为 PBM 公司，参与医保方、医院、药房、制药公司之间的协调与控费作用。我们对此的逻辑如下：（1）拥有处方数据和医保数据。公司建设医院的 HIS 系统以及医保控费系统，可以获得大量处方数据和医保数据。（2）拥有信息化平台优势。信息化平台能够增加透明度，提高医药行业运行效率，从而达到控费的目的。（3）拥有药店资源。公司开发的系统在一定范围内已经形成医保方、医院、药房内部及之间的信息平台，从产业链价值角度看其在协调各方之间利益方面存在巨大优势。

公司还将受益于商业健康保险行业的高速增长。公司由于建设信息化平台积累了海量医疗数据，这也正是健康保险公司缺乏的，公司可以为其提供“大数据”，同时发挥自身强大的数据处理能力为商业健康保险公司提供研发服务；公司还可以为健康保险公司设计管理系统，对接医疗机构及社保信息系统，为其提供“大平台”，实现医院、药房、政府等部门之间的市场化信息交互。我国目前医保支出约 9000 亿元，万达信息医保控费系统查出骗保的概率约为 15%，由此将可以减少医保由于骗保造成的损失 1350 亿元，假设医保将节省支出的 20%让利给企业，单从甄别骗保这一项上，我国 PBM 控费系统的市场空间就在约 270 亿元。

图 38：政府区域卫生平台与商业医疗信息交换平台间的关系



资料来源：光大证券研究所

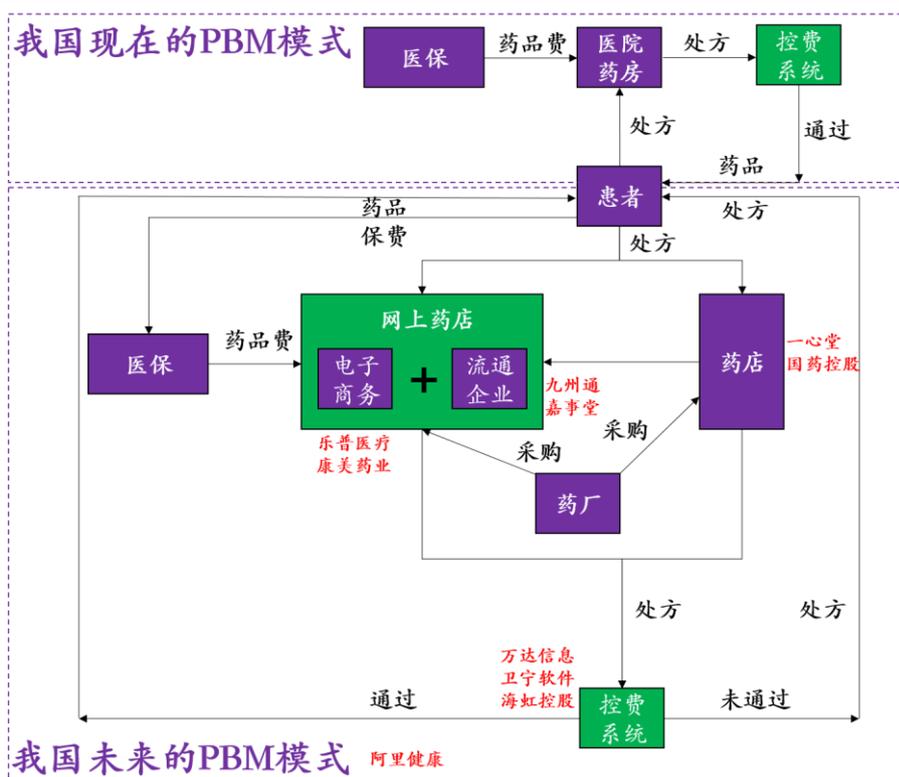
#### 4、医药分开、医保控费后的新业态

在医保控费以及后续的医药分开之后,由PBM为核心的新业态将得以形成。在新业态下,患者在得到医生的处方后可以自主选择在网上或网下药店购药,但无论选择哪种购药方式,都将通过PBM控费系统的审核,审核通过的处方即可由医保进行支付,从而实现医院、患者、药店及医保之间的协调管理。其中,零售药店和网上药店作为药品销售的第三方平台有望因此而受益。外流品种以门诊开药和住院出院带药中的口服、外用药品为主,各类急诊开药和所有注射用药不在本文讨论范围内。

在处方药外流背景下的投资标的方面,我们提醒投资者关注正在完善医药电商大闭环的阿里健康,以及医疗信息化平台供应商、医保控费参与者万达信息,卫宁软件和海虹控股,他们或因能提供医院接口而成为闭环中不可或缺的重要环节。处方药外流市场巨大,我们看好目前参与者九州通、一心堂、嘉事堂,即使最终无法完成新业态转型,也将由于其药店和渠道配送管网而成为稀缺资源。对于心血管专科药乐普医疗、中药材小型闭环引领者康美药业,我们也关注并看好。

随着医疗体制改革的深化,药品市场化竞争机制将最终得以形成,在PBM行业高效运作下医药费用将得以控制,加上信息化系统使得行业变得透明易监管,我们看好整个医疗行业从现在由医院主导的传统业态向以PBM为核心,医保、医院、药店相互博弈的新业态。

图 39: PBM 行业荐股逻辑



资料来源：光大证券研究所

## 5、行业风险

### 5.1、商业健康保险行业风险

我国商业健康保险发展尚处于初级阶段，虽然有部分政策鼓励行业发展，但从短期看可能会有增速趋缓的风险。主要原因如下：（1）非专业经营。一方面，我国专业经营健康险的公司还很少，混业经营健康险风险很大；另一方面，我国目前只关注事后的赔付，对事先的预防涉足范围很小，导致我国健康险公司具有较高的赔付率。（2）医疗体系对商业健康保险的定位。我国基本医疗保险几乎实现全民覆盖，虽然对商业健康保险的定位与德国相同，但德国基本医疗保险的缺口将给商业保险带来更大的发展空间。在我国医疗体制下会抑制对商业健康保险的需求。（3）目前医药行业市场化程度还很低。道德风险和逆向选择依然是目前阻碍商业健康保险发展的主要因素，放开市场化需要后续政策的出台，可能存在政策出台速度不及行业增长的风险。

### 5.2、PBM 行业风险

由于医疗体系与美国存在本质上的差异，我国 PBM 市场难以扩容至美国市场大小，主要原因如下：（1）我国商业健康保险发展程度远不如美国。商业保险由于其盈利的特性有动力控制医疗费用，因此希望与 PBM 公司合作达到控制费用的目的，而 PBM 公司可以收取管理费用，如 2014 年 11 月海虹控股泰康人寿就保险产品的设计、运营管理、健康服务等业务签署合作协

议,共同探索创新核保、核赔等运营管理模式;基本医疗保险具有非盈利性,且话语权掌握于政府手中,其控费动力远不如商业保险,PBM公司与政府合作多是为了提升商业地位,同时可以获得医保数据,但难以通过管理费形式盈利。(2) **我国医药未完全分离限制药品价格市场化**。与美国不同,我国存在医药未完全分开、以药养医的情形,从药品供货角度看 PBM 公司可能需要与医院进行非市场化的博弈,与美国模式有本质区别;此外,药品收入依然是医院的主要收入来源,在以药养医的情形下医院担心处方外流,市场化竞争更是无从谈起。

另外,可能存在商业健康保险行业受制于医疗体制改革进程,行业扩容速度不及预期的风险。

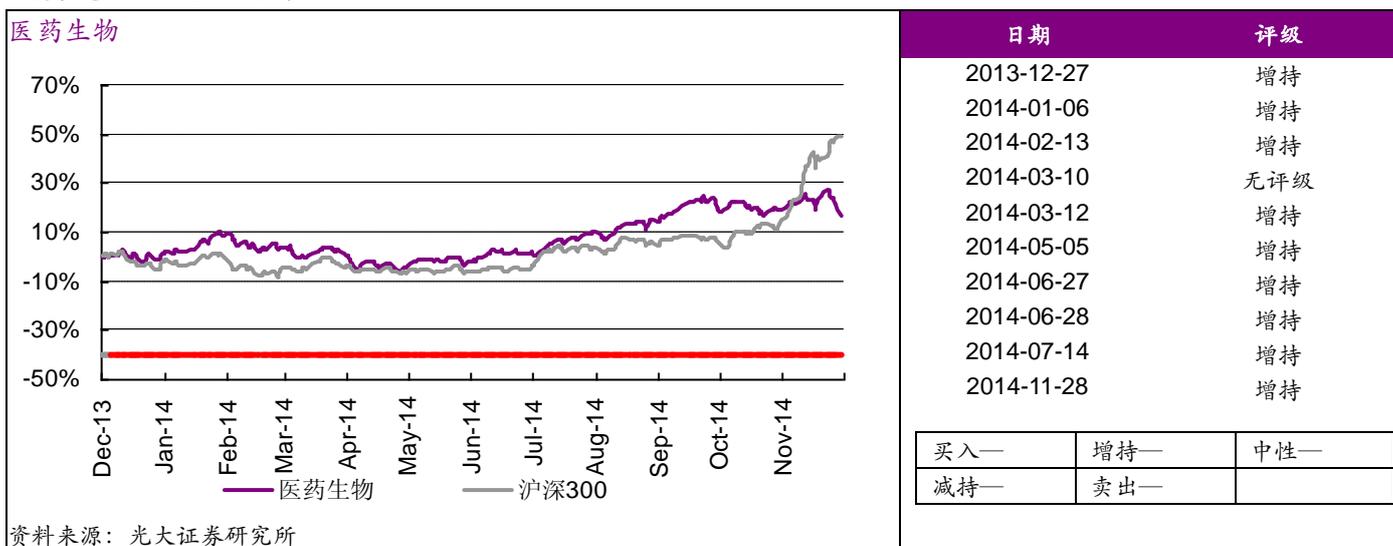
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

江维娜，上海交大医学院临床医疗（法语班）普外科硕士，光大研究所医药行业研究员，此前历任海通、东方证券医药行业研究员。主要覆盖公司：天士力、康美药业、科伦药业、海正药业、恩华药业、科华生物、和佳股份等。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

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

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com