

从他山之石，看商保突围

——医药政策跟踪第4期

行业评级：看好

2024年12月20日

分析师

孙建

王帅

胡隽扬

邮箱

sunjian@stocke.com.cn

wangshuai1@stocke.com.cn

hujunyang@stocke.com.cn

证书编号

S1230520080006

S1230523060003

S1230524090005

写在前面

- 2024年11月27日，国家医保局发文，“国家医保局正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策，预计在大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，更多提供差异化服务，吸引更多客户投保，促进商保市场与基本医保形成积极正向的良性互动，从而激活更多潜在资金投入商保，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。”
- 2024年12月14日，全国医疗保障工作会议上提出，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。引导商业保险公司将健康险资金的一部分通过规范途径，加大对创新药械研发生产的投入。
- “以前的健康险可能更多的只是一个金融支付工具，该看病看病，然后通过保险来报销。但现在我们倡导的新的医疗险，就不单是金融支付工具，还要保证优质医药的可及，它应该定位是服务型产品。”——镁信健康
- 医保结余问题是当下压制医药板块估值提升的最重要变量之一。而商业健康险在历史上虽然已经具备一定筹资规模，但并未起到显著的医疗支出保障作用，我们认为主要受到信息不对称、商保无法接入主流的医疗消费场景导致的。随着“以上海为代表商保进院率先落地”以及“国家医保局提出的探索丙类药品目录形成”，我们认为国内商保在筹资端以及赔付端面临的困境有望改善，商保规模提升以及赔付比例提升将支撑其进化为医保困境的破局变量。

目录

CONTENTS

01

医疗支出，谁来兜底？

02

海外商保对比

03

国内商保支出提升空间明确

04

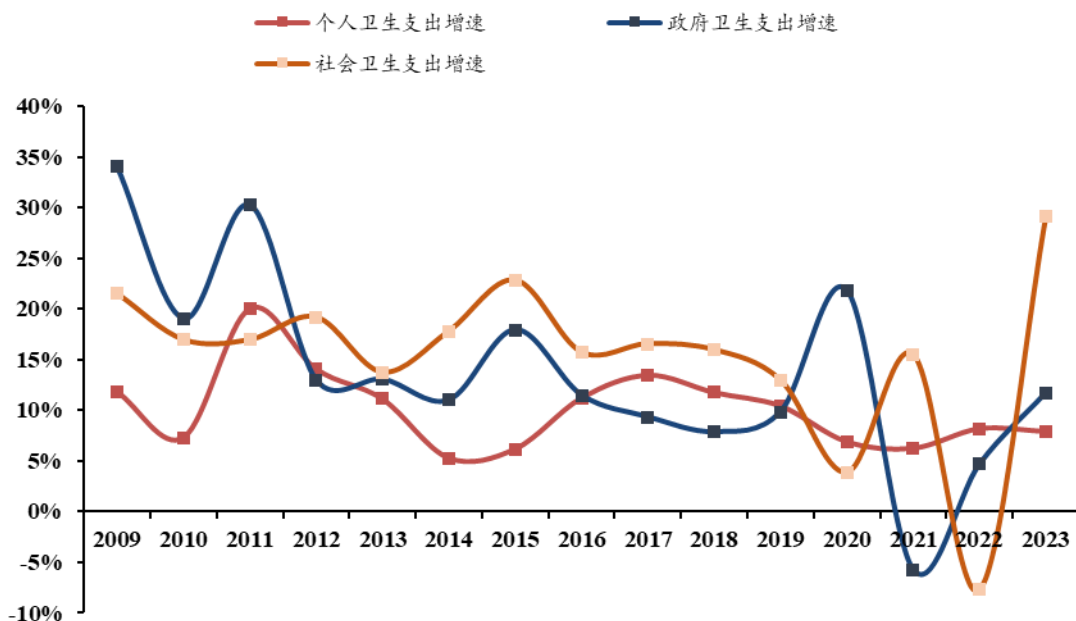
展望商保对医药行业影响

01

医疗支出，
谁来兜底？

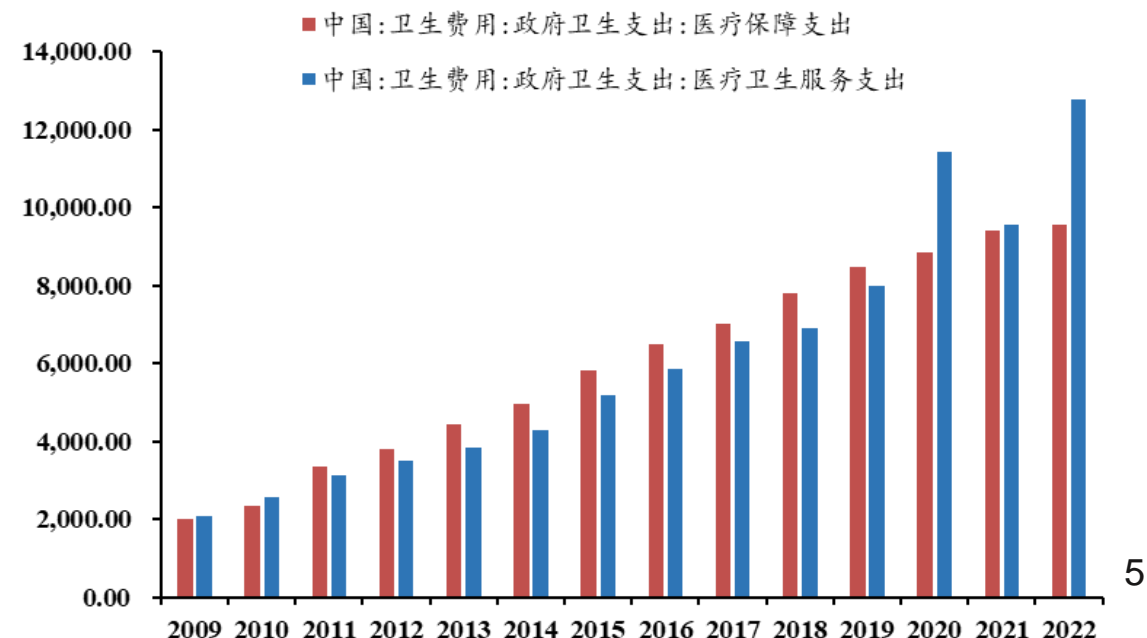
- 医疗卫生投入，筹资端现状如何？** 医保方面，2013-2023年这十年医保收支的复合增速均为15%左右，但参考全国各地在职退休比变化与老龄化趋势，医保收入增速持续放缓、结余压力持续增大已基本明确。商保方面，2023年国内商业健康险的收入为9035亿，已经达到基本医保收入的27%，2013-2023年商保收入复合增速为23%。财政方面，2013-2018年政府卫生支出的复合增速为11%，但2018-2023年政府卫生支出的复合增速下降到了8%；政府卫生支出占公共财政支出预算比例从2018年的8%提升到了2023年的9%左右；同时我们也注意到，2020年以来政府在医疗卫生服务支出方面投入增速较快，相应的医疗保障支出增速较小。

图：2020-2023年中国卫生费用支出增速拆分 (%)



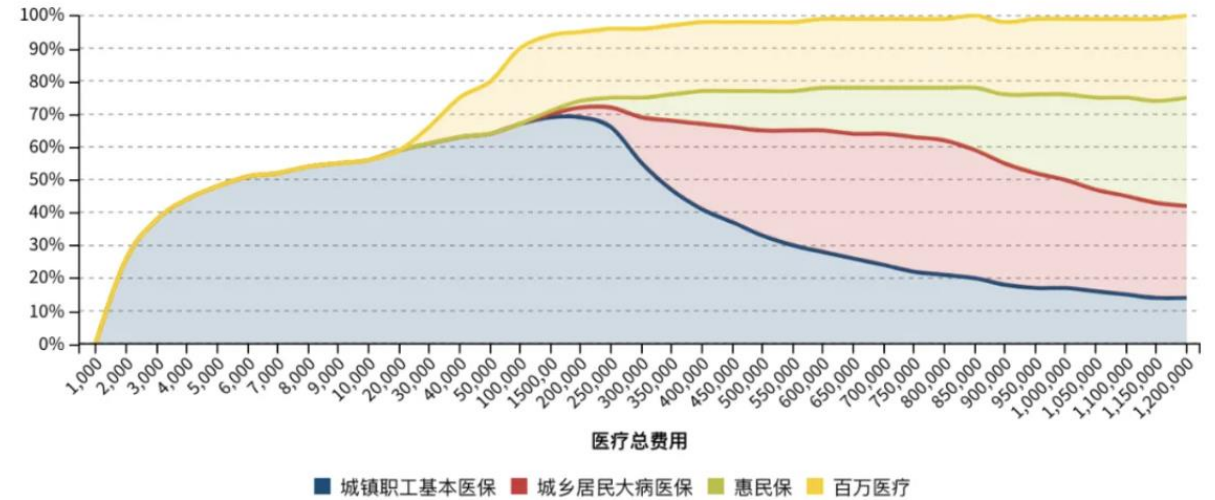
资料来源：国家医保局，Wind，浙商证券研究所

图：2020-2023年中国政府卫生支出拆分 (亿元)

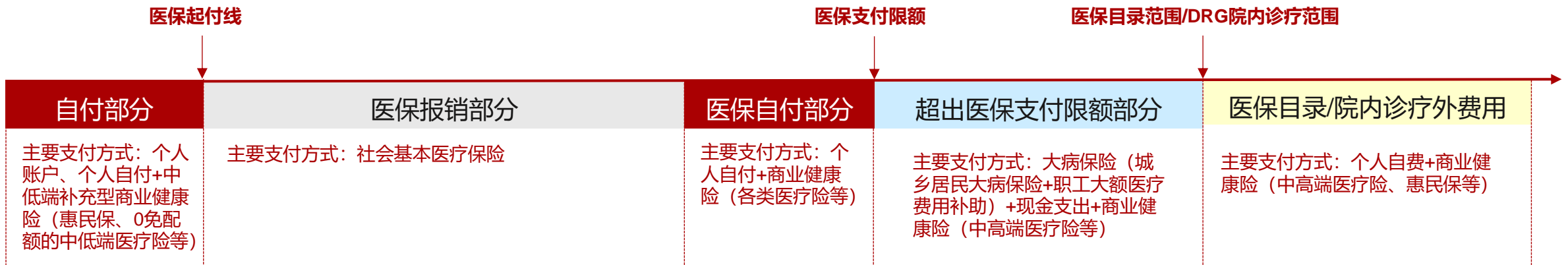


- 商保定位：**在2020年3月《关于深化医疗保障制度改革的意见》中提出的多层次医疗保障体系下，商保就已经明确为补充保障功能定位，与基本医保衔接，聚焦院内诊疗过程中基本医保无法报销的自费部分以及在基本医疗需求之外对创新、原研药械产品与服务多层次需求等。

图：各类医疗保障计划的保障程度跟随医疗总费用变化情况对比



图：医疗费用多层次保障/支付结构图解



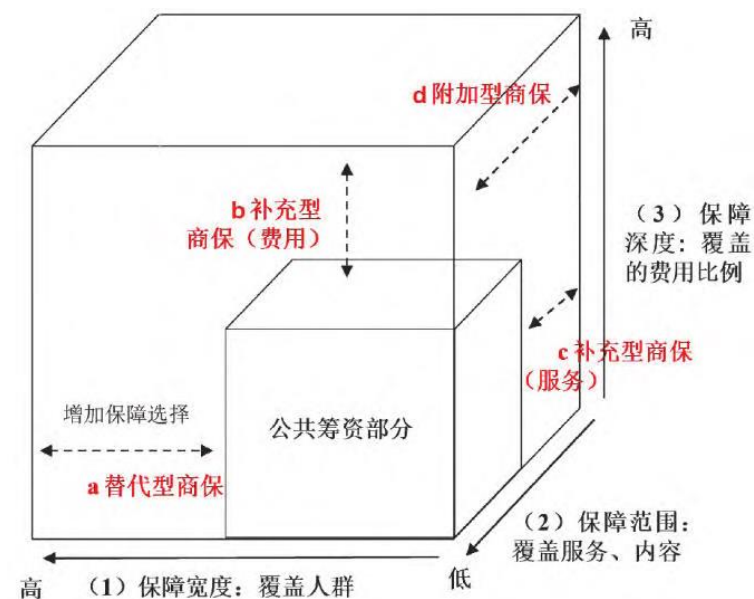
02

海外商保对比

图：各类医疗保障模式梳理

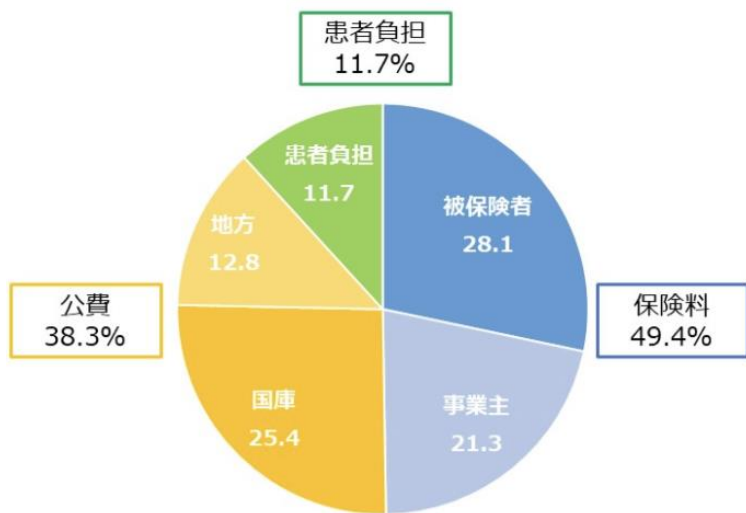
类型	国家保障型	社会保障型	商业保险保障型	个人储蓄保障型
代表国家	英国、加拿大、澳大利亚、北欧等	中国、德国、日本、法国	美国	新加坡
覆盖人群	全民医疗保险模式	覆盖大部分职工及居民	政府医保主要保障老人、儿童、低收入等人群，商业保险保障全面	公积金覆盖所有在职人员
主要支付方	国家通过高税收筹资支付	雇主和雇员共同缴纳的保费	政府/企业/个人相对均衡	雇主和雇员共同缴纳公积金
医疗服务提供	国家或公共机构	公立机构、非盈利机构、私人机构等	私立医院	公立医院、私立医院等机构共同提供
商业健康险作用	较小	重要补充地位	主体地位	重要补充地位
商保覆盖率	英国 (11%)	德国 (38%)、法国 (96%)	美国 (66%)	/
商保平均赔付率	英国 (70%)	德国 (85%)、法国 (76%)	美国 (80%)	

图：各类商保模式图

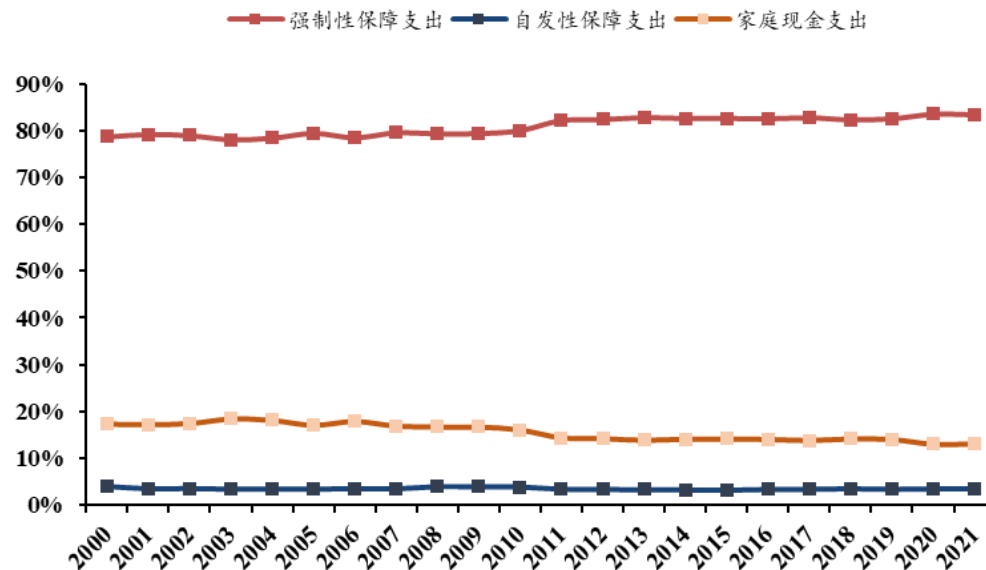


- 2021年，日本商保支出仅占医疗卫生经常性支出的3.5%，个人支出占13.1%。日本商保支出占比较低可能的原因：
 - ①**基本医保保障范围广泛，支付能力较强。**日本基本医保已经形成了统一管制药品支付标准且每两年调整药价的完备模式，一方面日本医保对进口原研药物/器械产品等定价影响以及覆盖度更高，另一方面部分费用极高的药物也被纳入了医保范围。
 - ②**日本具有完善的高额疗养费上限制度，个人自费比例有限。**日本医保在自费30%的基础上，设有较低的自费费用封顶线，超过部分全免，或者超出部分仅收1%；对于70岁以上高龄者，还能通过参加“前/后期高龄者医疗制度”，进一步把每月每年医疗费上限降低。

图：2019年日本国民医疗费用负担结构

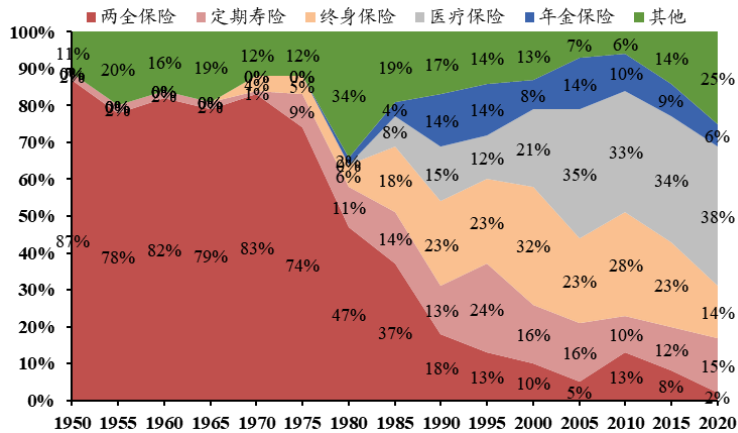


图：2000-2021年日本经常性卫生支出结构

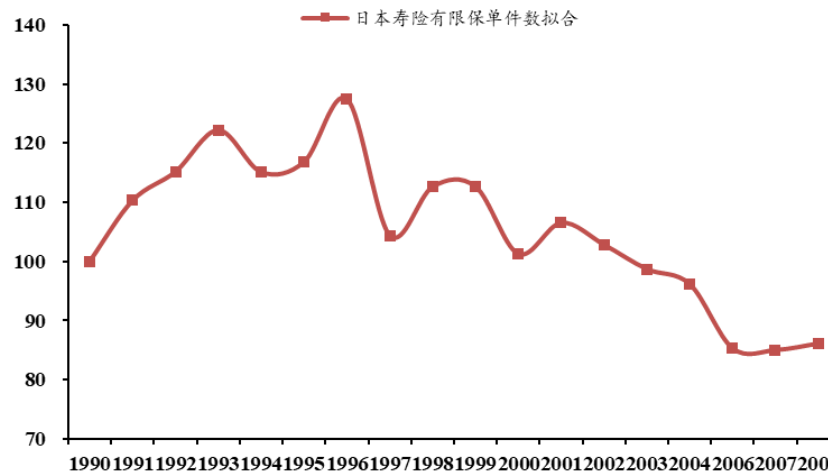


- **1990s日本经济停滞叠加社会老龄化，寿险保单数量下滑，但医疗险保单数量提升。**由于老龄化带来医疗费开支压力陡增，1990年代开始日本医疗险取代两全保险成为主流，保单数量占比从1990年的15%提升至2020年的38%左右。1990年后日本利率大幅下行，储蓄型寿险产品占比快速下降。2000年开始日本社会已经进入深度老龄化阶段，2001年日本政府宣布解禁大规模的寿产险公司进入第三领域保险，医疗险产品供给持续增加，第三领域成为保险公司拓展主要方向。
- **日本老龄化下社会对于医疗支出保障的意识大幅提升，这对于医疗险需求的正向影响大于经济周期对消费的抑制作用。**根据日本生命保险文化中心公布的“关于不同时期居民储蓄及购买保险意愿”调查结果，“医疗、住院费用的准备”的投保意愿从1985年的22.4%上升为2000年的57.9%。

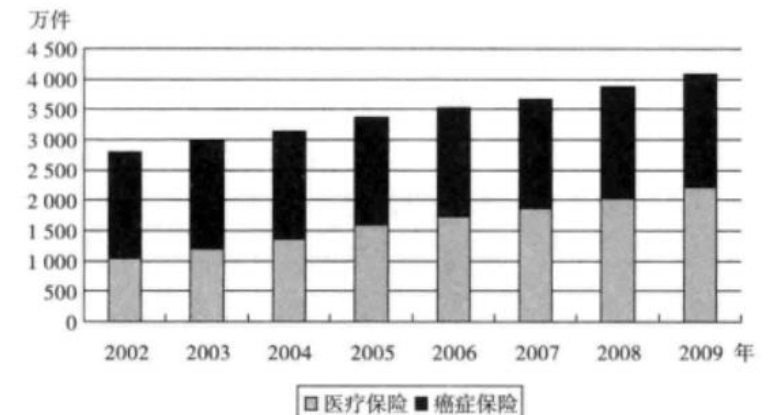
图：1950-2020年日本寿险各险种保单数量结构



图：1990-2008年日本寿险有效保单件数变化趋势 (以1990年为基数，设为100)

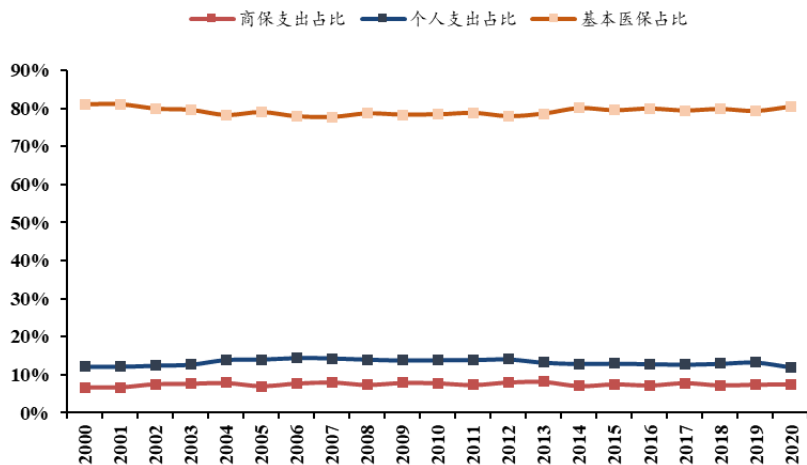


图：2002-2009年日本个人报销中医疗险与癌症险有效保单件数

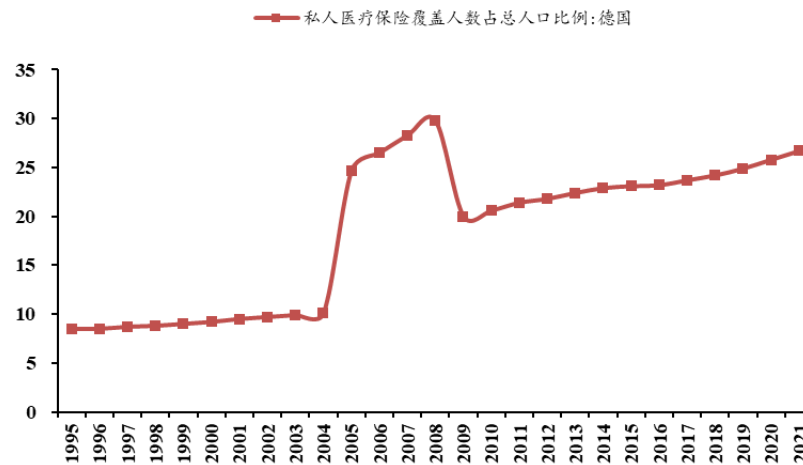


- 实施独特双元医保制，商保与医保互为补充又互为替代。**德国基本医保2020年覆盖人口约88%；替代性私人医保覆盖人口约10%，以公务员、自雇者、高收入人群为主；还有约22%的人群购买了补充商业医疗险。1995-2021年德国私人医疗保险覆盖人数占比从8.5%提升至26.7%。
- 自付比例较低、社会基本医保保障程度较高。**2020年德国个人支出占医疗卫生经常性支出的12%。基本医保报销设置了零免赔额（对于未成年人、失业、低收入者等）、家庭收入2%的年度自付上限和低于10%的一般自付报销比例
- 在高社会福利保障下，补充商保定位保障高端医疗需求。**2000-2019年德国商业健康险赔付支出CAGR为5.7%，商业健康险占总保费规模从15.8%提升至18.8%左右；商保支出占经常性卫生支出比例从6.6%提升至7.5%。由于德国的基本医保覆盖范围较广，仅有少量的消费医疗项目（牙医、长护、私人高端病房）等未纳入保障范围，德国商业医疗险约1/3投保人为中高端替代险，贡献75%的保费收入。

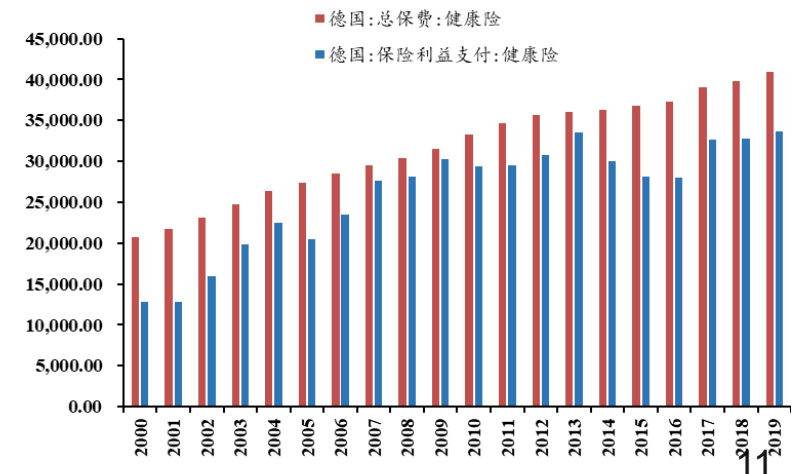
图：2000-2020年德国经常性卫生支出结构



图：1995-2021年德国私人医疗保险覆盖人口比例 (%)

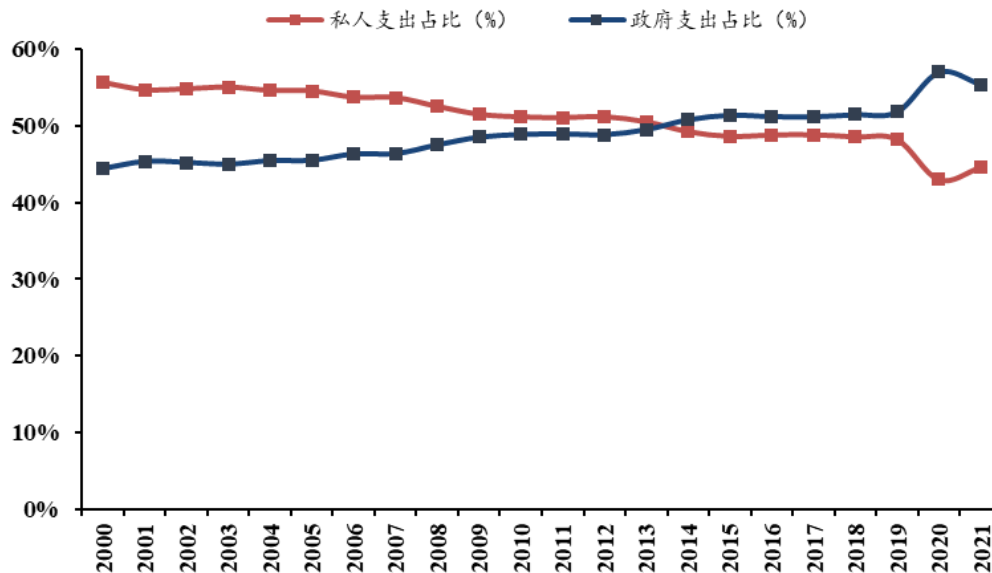


图：2000-2019年德国健康险保费及赔付金额 (百万美元)

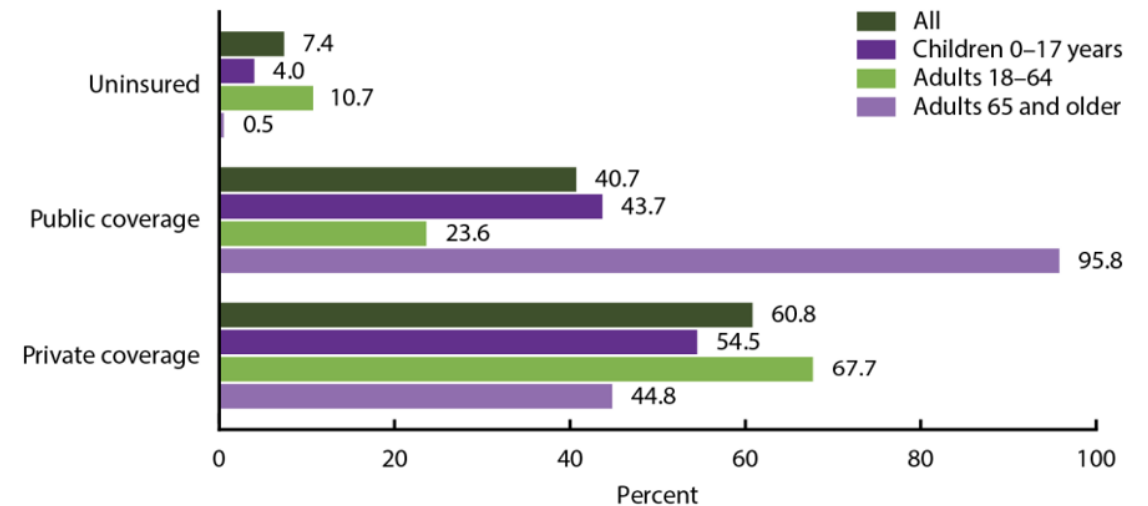


- **商保覆盖广但支出占比低，老龄人口花费多且费用主要由财政负担而非商业保险。**2023年美国商业保险覆盖人口占比为60.8%，团体险覆盖近55%（2022年），约10%人口个人购买商业险（2022年），公共保险覆盖人口占比为40.7%，未参与保险的人口占比为7.4%。但从支出结构看，2022年商业保险支出占比28.9%，公共保险支出占比52.7%。
- **美国商保业态发达的原因：**①**强制性。**《平价医疗法案》（ACA）规定大于50人公司的雇主必须给雇员购买团体医疗险；②**高补贴。**根据ACA要求，政府给予购买团险的雇主、购买商保的个人予以税收减免或补贴；③**市场化。**美国商保购买方足够大，雇主通常是自行挑选保险公司，大型的投保团体有能力与保险公司进行议价谈判。同时形成了PBM等模式，使得商保对于药品、诊疗处方端有议价能力。

图：2000-2022年美国经常性卫生支出结构



图：2023年美国医疗保险覆盖水平按年龄分类

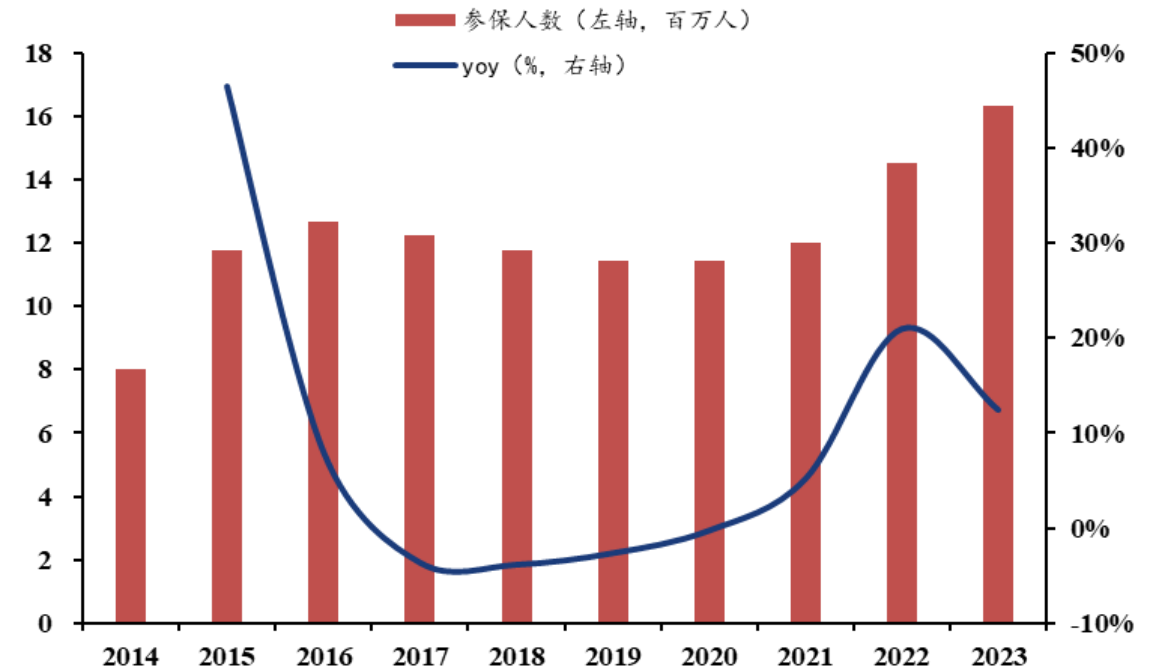


- **特殊性：美国商保保费较高。**2022年美国商业医疗保险参保人人均支出金额为6330美元，同比2021年增长4%，1987-2022年参保人人均支出年复合增速为6.06%。而2022年美国家庭人均收入约为4.7万美元，人均每年商保支付占收入比超13%。
- **2021年起美国医疗保险市集（购买符合平价医疗法案规定商业医保的平台）参保人数实现快速增长，主要和补贴政策变化有关。**2014年ACA实施，对年收入低于联邦贫困线400%的人群购买医保进行补贴；2021年推出了American Rescue Plan Act (ARPA)，将能够获得保费补贴的人群扩大到联邦贫困线400%以上的人群；2022年Inflation Reduction Act (IRA) 出台，对个人购买医疗保险的补贴将持续，为每位参保人一年可以节省800美元，同时IRA对收入在联邦贫困线400%以上的人群设置了年收入8.5%的金额上限，使得保费封顶。

图：Marketplace四种等级的商业医保权益覆盖范围

Benefits**	Bronze	Silver	Gold	Platinum
Deductible	\$6,000 Med/ \$500 Rx	\$2,250 Med/\$250 Rx	\$0	\$0
Preventive	\$0	\$0	\$0	\$0
Doctor's Office Visits	\$70 for first 3	\$45	\$35	\$20
Specialist	\$90 after deductible	\$70	\$55	\$40
Generic Rx	100% per script up to \$500 after deductible	\$15	\$15	\$5
Brand RX	100% per script up to \$500 after deductible	\$50 after Rx deduct	\$50	\$15
Lab Testing	\$40	\$35	\$35	\$20
X-ray	100% negotiated rate	\$65	\$50	\$40
Maternity	100% of negotiated rate	20% of negotiated rate, after deductible	\$600 per day HMO***/20% PPO	\$250 per day HMO***/10%
Out-patient Surgery	100% of negotiated rate, after deductible	20% of negotiated rate, after deductible	\$600 HMO/20% PPO	\$250 HMO/10% PPO
Hospital Stay	100% negotiated rate, after deductible	20% of negotiated rate, after deductible	\$600 per day HMO***/20% PPO	\$250 per day HMO***/10%
ER Visit	100% of negotiated rate	\$250 after deductible	\$250	\$150
Urgent Care	\$120 after deductible	\$90	\$60	\$40
Out-of-Pocket Max	\$6,500/\$13,000 (Ind/fam)	\$6,250/\$12,500 (Ind/fam)	\$6,200/\$12,400 (Ind/fam)	\$4,000/\$8,000 (Ind/fam)

图：2014-2024年Marketplace参保人数变化







03

国内商保支出 提升空间明确

- 事件：2023年7月**，上海市医保局等七部门联合发布《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》，提出将推动更多创新药械纳入基本医保与商保的支付范围。**从2024年7月26日开始**，在上海医保局、上海金融监管局、上海保交所的推动下，中国太平洋保险、中国人寿，与上海交通大学医学院附属瑞金医院、复旦大学附属中山医院等首批12家三甲医院正式上线医保商保直赔服务，服务覆盖门诊和住院。**2024年11月**，上海医保局再次提出“**全流程支持商业健康保险发展**”。一是指导“定”位准确。上海医保、金融监管等部门及保险行业对商业健康保险产品定位达成共识，商保产品更多聚焦基本医保未包括的自费医疗费用，形成与基本医保互补衔接。二是激发“研”的动力，指导商保机构创新开发产品。三是优化“卖”的支撑。为减少保险销售中间环节成本，目前上海正通过推进政府平台与保险行业销售平台、渠道的联动，并借力互联网流量拓展第三方平台销售。四是推进“数”的赋能。五是培育“买”的意识，其中尤为强调税收优惠政策的引导作用。六是进一步“拓”宽准公益性质的“沪惠保”受益人群和保障范围。
- 观点：**从上海医保局提出的指导意见中，我们关注到的是上海在商保推行过程中政府承担的职能和支持领域做了明确，包括增信推广、形成共识合力、税收优惠等等。这其中最关键、最困难的一步或为商保进院，而这个落地过程的推进一方面需要医疗数据资源、医院系统的开放对接，另一方面也需要政府在其中起到主要的推动作用。

图：美英德法医疗数据门户及商保直赔支持程度与医疗数据可得性

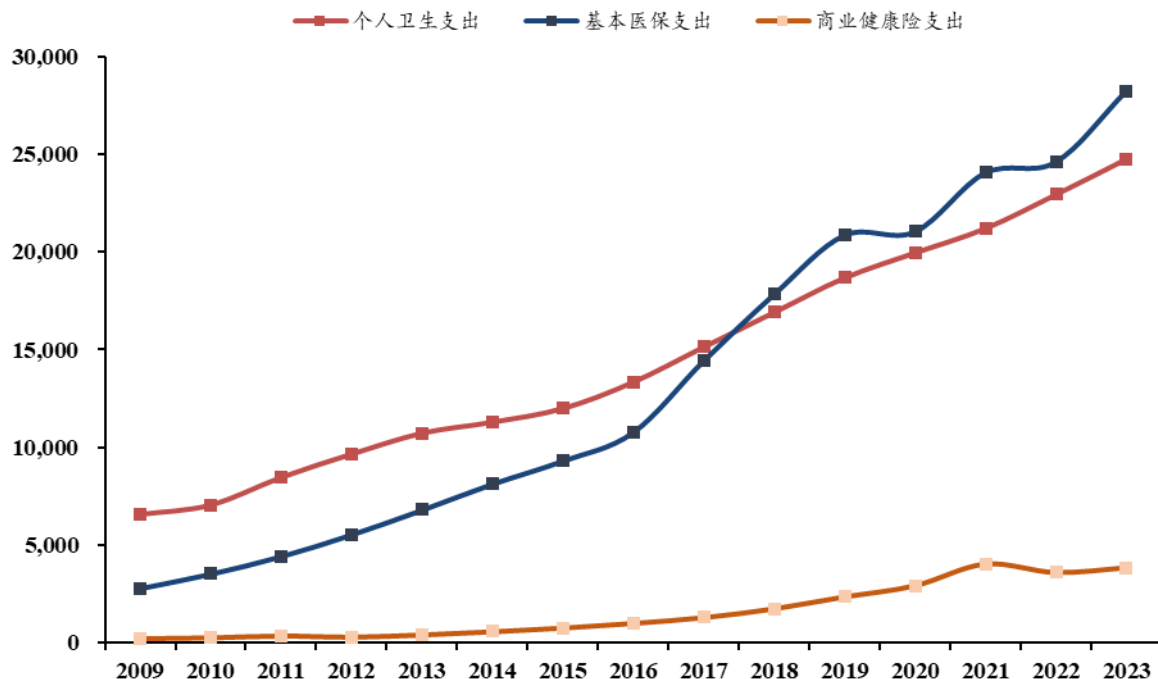
	US	UK	Germany	France
Direct payment	Available	Available	Partially available (Hospitalization)	Partially available (Examination, etc.)
Claimant of benefits	Member medical institution	Member medical institution	Medical institution	Member medical institution (Via public agency)
Linked data	Bill including medical data	Bill including medical data	Hospitalization/ release data	Medical certificate
	US	UK	Germany	France
Mechanism for individuals to view/ manage their medical data	The Office of the National Coordinator for Health Information Technology runs Blue Button 	The Department of Health and Social Care runs <u>GP online services</u> 	The public healthcare system's electronic health insurance card <u>eGK</u> 	The Caisse nationale de l'assurance maladie runs <u>DMP</u> 

- 上海商保直赔模式领先在哪？**
- 一般商业健康险的赔付困境：**①一般的健康险产品，要求个人支付完医疗费用后自行整理病例、发票，然后交由保司核保；②高端产品采取客户用直付卡就医，医院垫付后商保公司对接结算，但保司后续也会向患者追讨自费部分；③另一种快赔模式，个人先支付全款，商保公司拿到用户授权的电子票证进行结算报销。
- 上海直赔模式做法：**保司和医院数据底层互通，在患者治疗过程中，保司同步拿到医生处方数据，并在后台预审核，等到患者最终支付结算时，商保同步反应进行直赔。

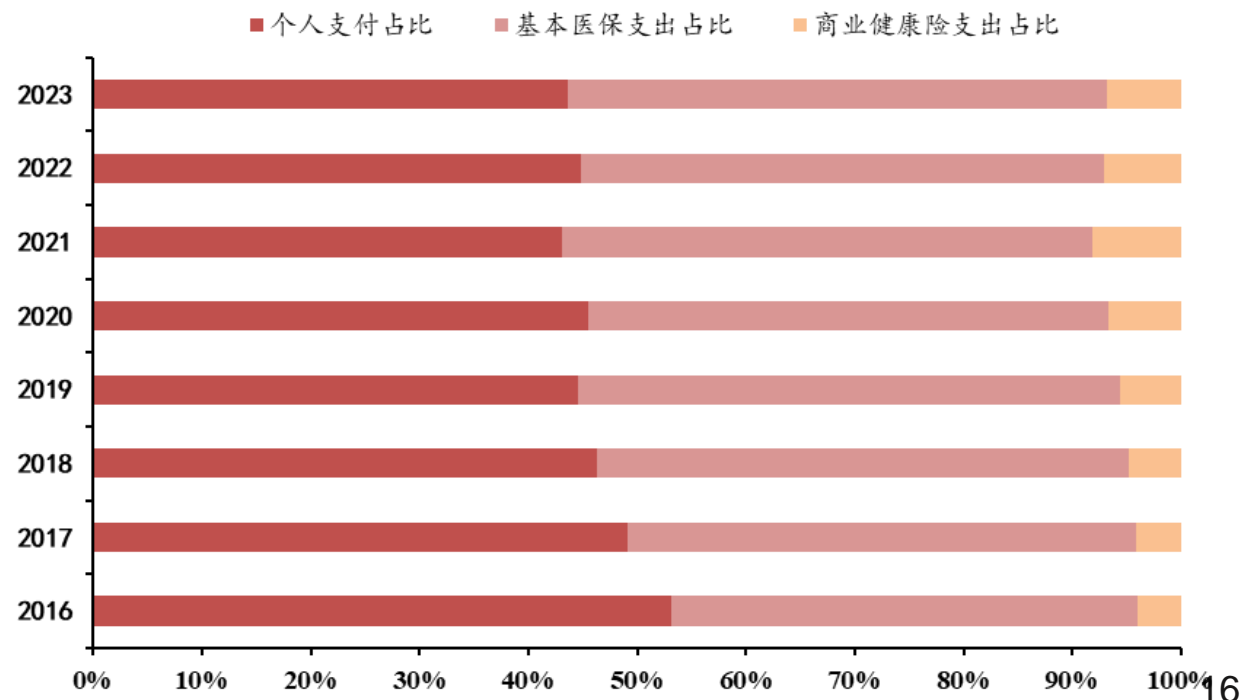
3.2 对比支出规模，国内商保补充医疗保障作用仍有限

- 商保支出增速跟随收入增速有所放缓，对比支出规模看商保在国民医疗保障中起到的作用有限。2023年商业健康险赔付支出为3840亿元，同比增长6.7%；2020-2023年商业健康险支出CAGR为9.5%，2017-2020年CAGR31.2%。从全国直接医疗支出结构看，商业健康保险支出占比从2016年的4%提升到了2023年7%。但相较于增长更快的基本医保支出与个人卫生支出，国内的商保所起到的补充保障的作用依然有限。

图：2009-2023年全国直接医疗支出（亿元）

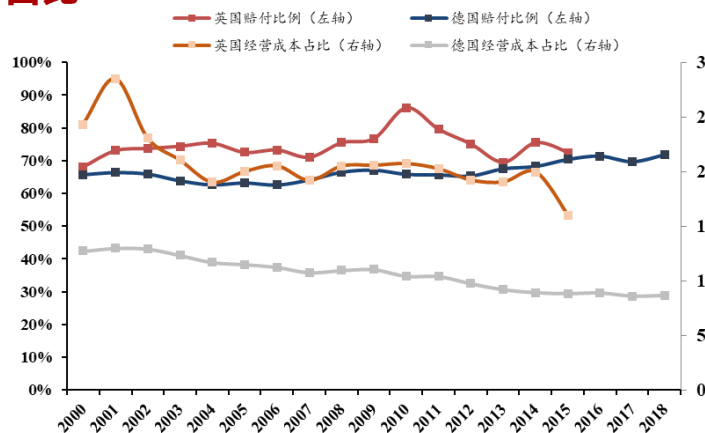


图：2016-2023年全国直接医疗支出结构

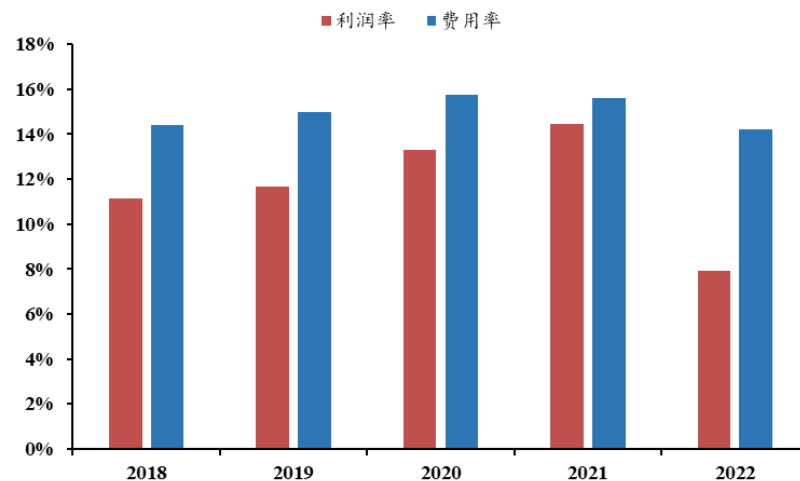


- **2016年以来商业健康险赔付比例提升趋势明显，但距成熟市场提升空间依然较大。**2016年起国内商业健康险赔付规模才突破千亿，2016年后赔付比例提升趋势相对明显。2023年国内商业健康保险整体赔付率约为40%左右；英国、德国自2000年起商业健康险赔付比例从66%-68%逐步提升至2015年的72%左右。
- **我国商业健康险赔付比例较低，但宏观趋势影响以及运行成本方面带来的改善空间较大。**一方面，随着参保人群也逐步呈现老龄化，以及医保结余压力提升下带来的自付压力提升，我们预计未来商保赔付率将呈现自然提升。2023年我国65岁以上人口占比达到15.4%，与20世纪90年代日本相当。另一方面，受制于信息不对称、信用不足、营销核验成本过高、理赔不便等系统症结，商保产品在免赔额下降、商保目录扩容等方面依然有较大改善空间。
- **参考海外，我们认为国内商保赔付比例存在20-30pct的提升空间是合理的。**日本寿险费用率在12%-15%，净利率在8%-14%；2000-2015年，英国健康险经营成本占比从24%下降至16%，德国从13%下降至9%。参考海外同类医疗保障体系下商保的运行发展趋势，我们假设国内商业健康险未来能够实现8%净利率、12%运营成本、10%推广成本，我们认为商保类产品平均或依然有20-30pct赔付比例的合理提升空间。

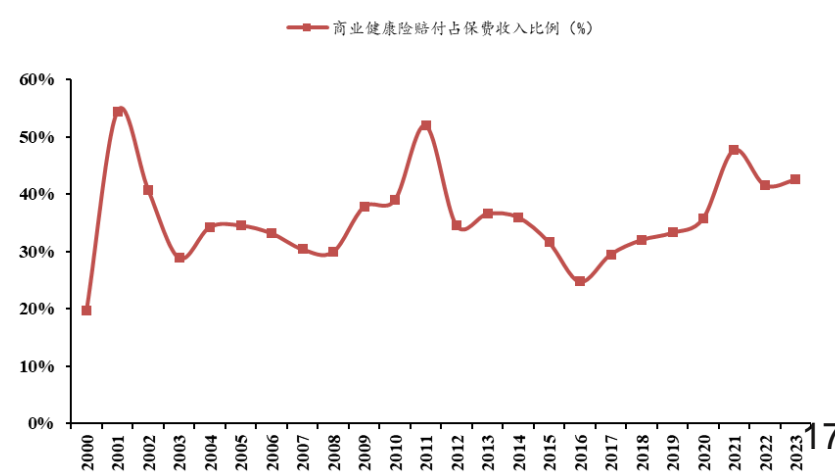
图：英国、德国健康险赔付比例与经营成本占比



图：2018-2022年日本寿险行业利润率与费用率情况

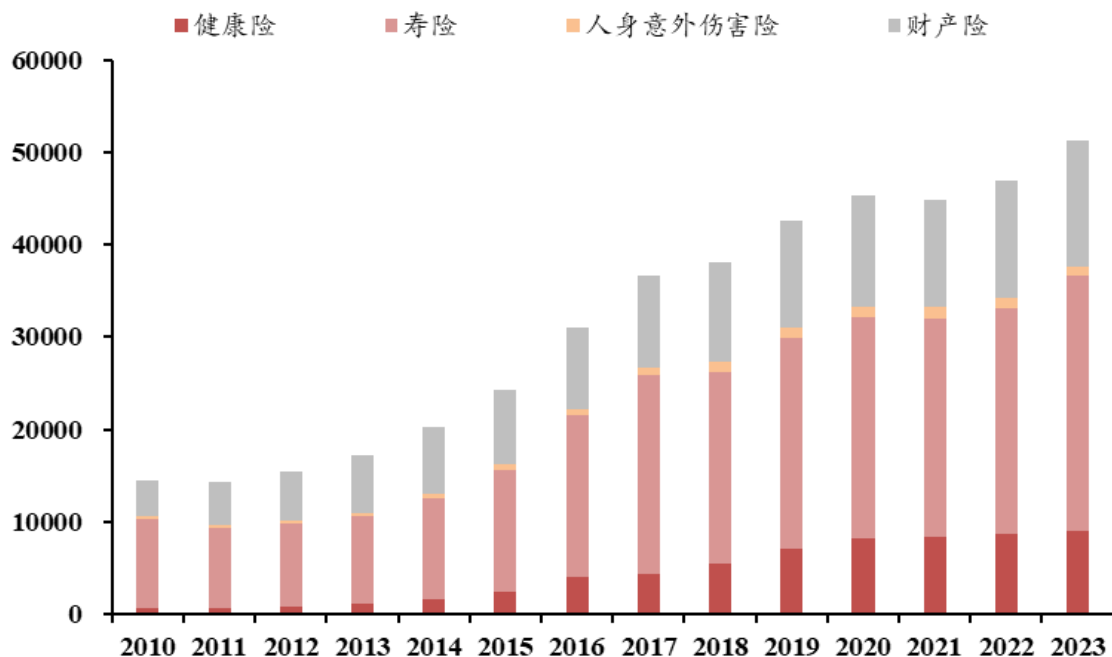


图：2000-2023年中国商业健康险赔付率

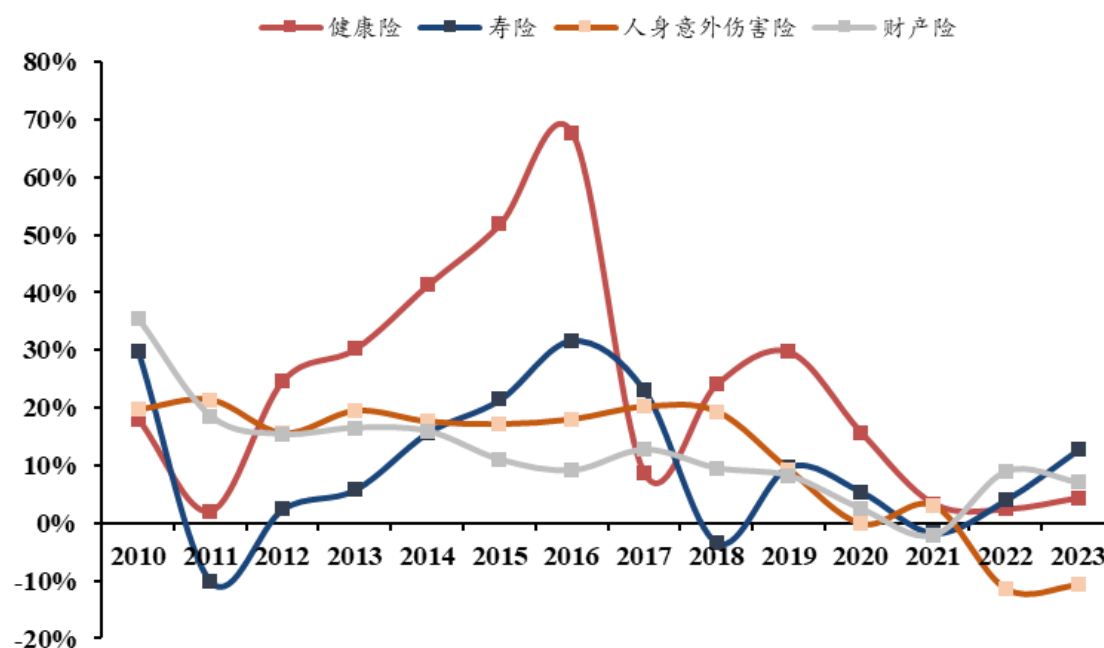


- 2020年起国内商业健康险收入增长大幅放缓且低于商保行业增速。**2023年中国商业健康险（后文简称商保）收入为9035亿元，同比增长4.4%，2020-2023年CAGR为3.4%，而2017-2020年CAGR为23%。对比来看，中国保险公司总保费收入2020-2023年增速CAGR为4.2%，2017-2020年CAGR为7.4%。健康险从远快于国内保险规模的增长，到略低于行业增速。2023年人均健康险保费支出约为645元，占人均可支配收入比例低于2%。**我们认为。2020年后商保规模再增长的乏力一方面和消费降级趋势相关，另一方面也受到市场供需矛盾的影响。**

图：2010-2023年中国主要保险收入规模（亿元）



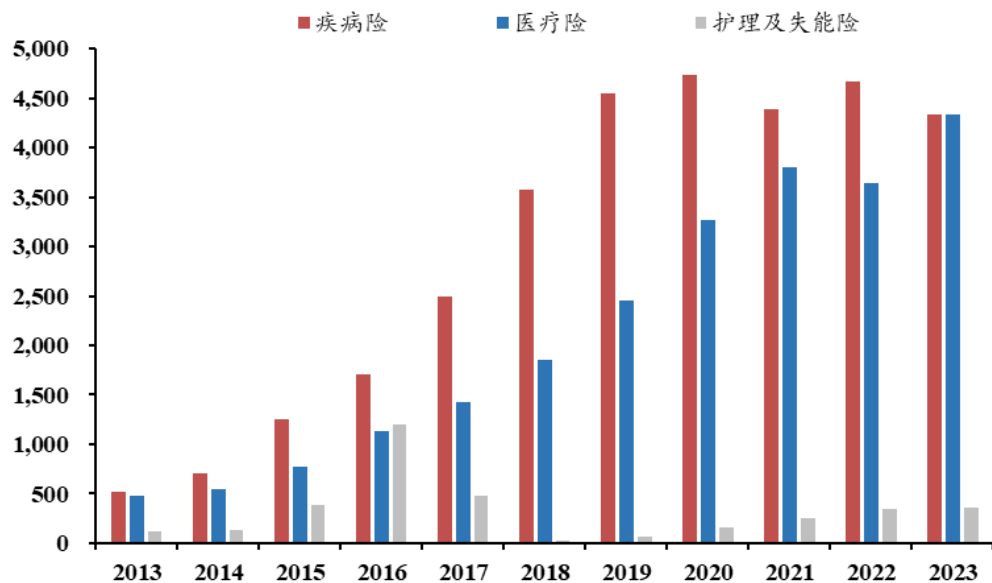
图：2010-2023年中国主要保险收入同比增速变化（%）



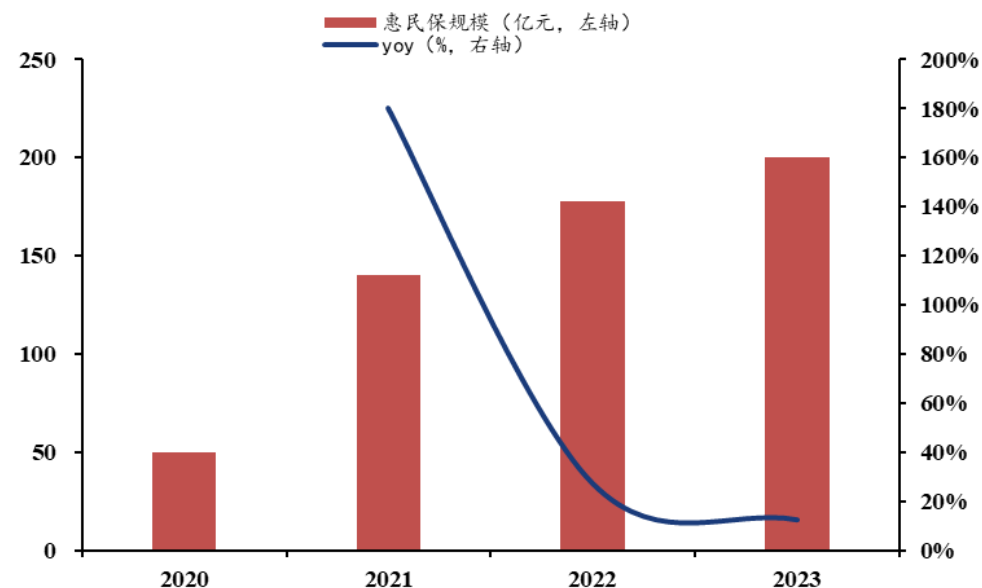
3.5 2万亿是目标，医疗险占比提升快，惠民保增长突出

- **国内商业健康险市场规模目标超2万亿。**参考2020初银保监会等13部委联合发布的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》：“力争到2025年，商业健康险市场规模超过2万亿元”，商保在存量产品的参保率、续保率以及新产品端的空间依然较大。
- **消费属性更强、需求满足更明确的医疗险已成为主要增长方向，国内商保个人购买比例较高。**2019年以来医疗险（补充报销型）增速显著高于疾病险（定额直赔型）。2023年我国医疗险收入规模约4337亿，其中惠民保约200亿，其余或以中端百万医疗险产品为主。据我们测算，2021年商保个人购买占比约为86%。
- **惠民保（城市定制型补充商业医疗保险）是2020年以来发展最为突出的商业健康险产品，其规模从2020年的50亿元左右上升至2023年的近200亿元。**

图：2013-2023年中国商业健康险各品种收入规模（亿元）

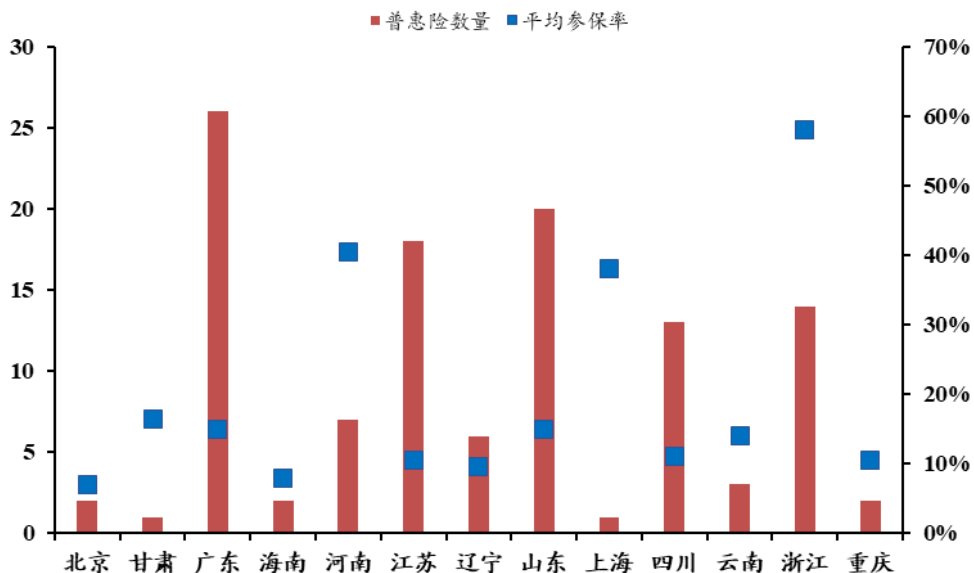


图：2020-2023年中国惠民保收入规模及增速

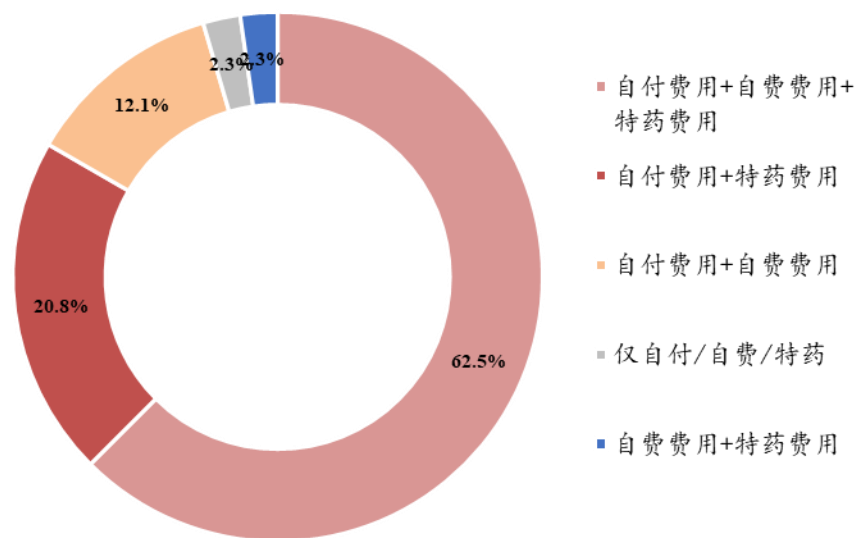


- **极强的普惠属性是过去三年惠民保经历快速增速的主要原因。**2023年惠民保参保人数达到1.6亿，全国各地共约215个产品，平均平均年保费111.6元，其中有54个产品支持医保个账缴费。
- **其中几乎全部产品均对参保人健康、年龄状况无限制，约80%产品可以实现对拥有既往症参保人实现略低比例的报销。**从保障范围看，有85%的产品在保障基本医保外的自付/自费费用外对特药费用进行了保障。
- **由于纳入了高风险的特药保障，低保费的普惠产品往往免赔额相对较高。**多数惠民保产品的自付费用免赔额主要集中在1.5-2万元，对自付费用的报销比例主要分布在50%-80%，对自费费用的支付比例主要分布在30%-80%。而对特药保障的免赔额较多设置在0元，部分设置在0-2万元不等，支付比例在30%-100%。对自付/自费以及特药的保额一般都在百万级。
- **2022年全国各地惠民保平均参保率约19.95%，除了浙江等个别区域外，全国大量地区惠民保参保率依然较低。**

图：2023年部分省市普惠险产品数量与平均参保率



图：惠民保产品保障范围分布



- **费用补充型医疗险：带病体保险。**目前国内的带病体保险产品与规模极低，2020年带病人群及老年群体的直接医疗支出约2.5-3万亿元，约占60%，而这部分人群对应的商保保费仅为约500亿元，约占商保保费的5%，而对于这类人群的稳定自付部分的再保障仍有较大空间。
- **服务补充型医疗险：高端医疗需求满足。**参考社保高福利医疗体系国家的情况，德国主要报销私立医疗服务和非医疗必需的消费型保健服务（医美、牙科护理、心理治疗等）；法国社保和商保合作100%报销三类医疗服务费用（光学设备、牙科、助听器）；加拿大商业医疗保险除处方药外，牙科、眼科等也在商业医疗保险赔付中占据较大比例。国内这类高端医疗险产品市场占比依然较小。

图：健康险产品定位和核保条件变化推演



图：2020年带病体人群医疗支出结构拆分

人群	老年人（大于65岁）		中年人（45-64岁）		年轻人（小于45岁）	
	带病人群	不带病人群	带病人群	不带病人群	带病人群	不带病人群
人口数量（亿人）	1.2	0.4	2.1	2	0.6	7.9
全年医疗支出（亿元）	10000	1000-2000	10000-15000	3000-5000	2000-4000	15000
全年医疗支出占比	约20%	3%-5%	约25%	约10%	5%-10%	约30%
全年商保保费（亿元）	1-2	约0.5	300-400	2500	100-200	5000
全年商保保费占比（%）	<0.1%	<0.1%	3%-5%	约30%	约1%	约65%
主要覆盖健康险产品	惠民保	惠民保	惠民保及团险性质的补充医疗险及高端医疗保险	所有商保产品	惠民保及团险性质的补充医疗险及高端医疗保险	所有商保产品

04

展望商保对医 药行业影响

- **对比国内与海外卫生支出结构，国内补充型医疗保险发展空间明确。**从日本的商保发展经验来看（保单数量增多但商保支付金额占比持续较低），在医保为主体的医疗保障体制下围绕医保目录自付部分以及院内诊疗自费部分进行保障的补充保险或为主体，主要解决参保人的大病风险以及日常消费的补充。而相比日本，我国个人卫生支出占比显著更高，社会医保的保障范围更窄，且购买方以个人为主（2021年占比86%），商保拥有更理想的发展空间以及更关键的支付作用。
- **参考前文分析，假设未来十年商保能够达到2万亿的目标，以及20-30pct的赔付比例提升，我们认为商保能够填补基本医保收支的潜在缺口。**2023年，全国直接医疗卫生支出约56799亿元，同比增长约11%，2018-2023年全国直接医疗卫生支出增速CAGR约为9%。展望来看，即使我们假设基本医保支出增速出现较大幅度放缓，且个人卫生支出要延续下降的趋势，只要商保能够在未来十年实现20-30pct的赔付比例提升，商保支出就能够对我们的直接医疗支出形成明显的支撑。

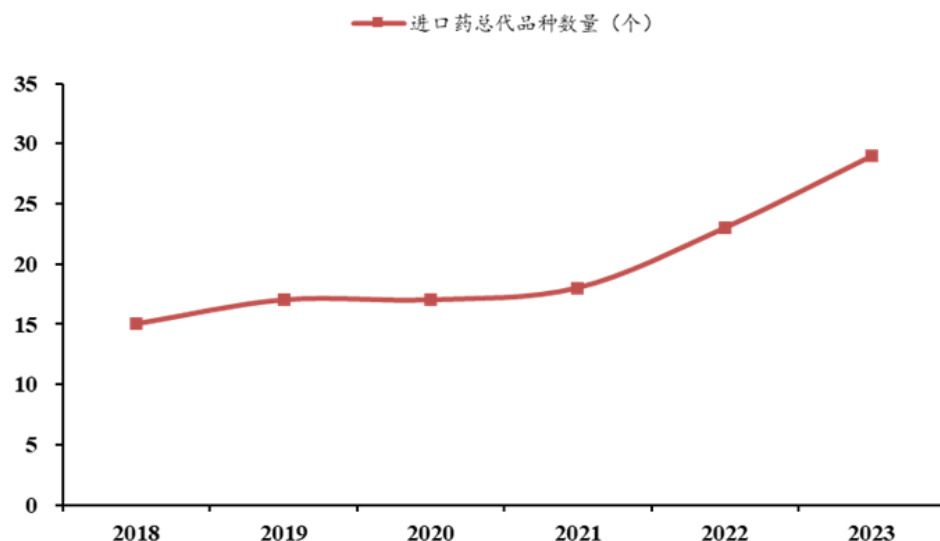
图：2023-2033年全国医疗卫生支出假设测算

假设变量	中国个人卫生支出增速	医保支出增速	商保支出增速	全国直接医疗支出增速	商保收入增速	国内保险行业增速
2008-2013A	13%	27%	19%	17%	14%	
2013-2018A	10%	21%	34%	15%	37%	
2018-2023A	8%	10%	17%	9%	11%	
2023-2028E	7%	8%	15%	8%	9%	4%
2028-2033E	6%	6%	13%	7%	8%	4%
测算结果	商保收入 (亿元)	商保支出 (亿元)	商保赔付比例	商保占全国保险规模比例	商保支出占直接医疗支出比例	
2023A	9035	3840	43%	18%	7%	
2033E	20425	14230	70%	27%	12%	

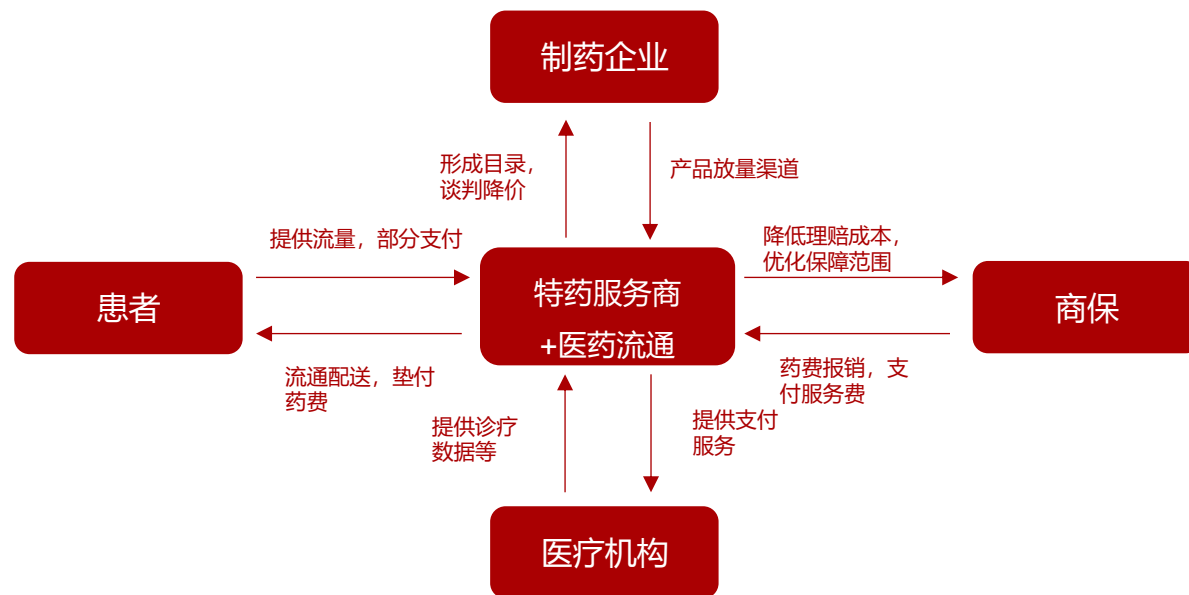
- **截至2023年，国内商业健康险在创新药支付方面的补充作用有限。**2023年商业健康险对创新药的支付金额约74亿元，占2023年赔付支出的1.93%，这个比例小于基本医保中创新药支付占比（2023年创新药支付占医保基金比例为3.2%）。从支出结构看，2023年疾病险创新药支付占比为49%、惠民保占比21%、其他医疗险占比30%；惠民保对创新药支付比例为7.8%、疾病险与其他医疗险均不足1%。
- **受制于渠道规模与支付延续性，当前商保渠道对于大部分国内上市新药而言只能是进入医保目录之前的过渡支付渠道。**商业健康险赔付金额排名前25的药品，其销售额中商保支付平均占比为13%，这25个药品中仅有2个是已纳入医保目录内药品，其余23个均为非医保药品。从单药的赔付规模和渗透率看，2023年商业健康险赔付金额过千万的药品共计18个，其中仅2个药品赔付过亿。当前商保对新药产品支付依然存在矛盾：①纳入医保目录外自费产品会增加商保的运营风险，因此拉高免赔额、提升保费是必然，但个人支付对保费价格非常敏感；②用户一旦患病，商保的续保可能性降低，使得其对药物持续采购需求受影响，缺乏持续稳定的支付体量也限制了商保自身支付目录的形成，只有当商保赔付金额具备一定规模后，商保对于医疗服务和产品方的正常价格谈判才能够推进。
- **基于院内诊疗行为下的新药支付是更大且稳定的市场，DRG影响之下，院内商保的平行支付以及独立的商保目录是关键。**DRG对院内诊疗行为的影响不利于商保起到补充医疗保障的作用，因为“保基本”和“多层次”存在本质冲突，或只有商保和医保在院内诊疗端实现平行支付才能够避免这种冲突。另一方面，若丙类医保目录能够落地，相当于医保帮助分散的商保产品形成了一个稳定的、大规模的需求规模，只有这样商保和创新药械公司才能进行相对合理的价格谈判，实现共赢。

- 镁信健康“一码直付”与“商保目录”初见雏形，看好承接上海商保提速下新机遇。** 镁信健康是连通商保与产品端的服务方，定位类似PBM服务商。2024年11月镁信健康发布了“一码直付平台”；同时与国内肿瘤临床学会以及保险公司共同制定了《商业保险医疗及理赔临床路径共识》，探索国内“商保目录”的形成。镁信健康诞生在上海医药体系内，也是上海惠民保产品“沪惠保”商保经办的主要参与方，截至2024年4月中旬，镁信健康已助力完成沪惠保特药理赔逾14000件，理赔金额超2.3亿元。其中，特药直付2400余件，占比17%。
- 镁信特药服务广泛，看好其与上海医药形成的本土PBM新业态带来的高值特药流通新空间。** 截至2023年镁信服务已经覆盖中国70%上市创新药，并在全国超150座城市实现了医疗保障覆盖，2023年全年总赔付金额超过25亿元。虽然我们估计当前镁信健康-上海医药体系目前实现的创新药商保流通金额相对较少，但基于镁信极高的创新药服务覆盖度以及城市网络，我们看好商保加速下，镁信-上药本土PBM新业态发展带来的高值特药流通新空间。

图：2018-2023年上海医药新增进口总代品种数量



图：PBM合作模式



- **以日本为鉴，宏观经济周期波动以及老龄化趋势之下，商业医疗保险市场的增长是相对明确的。**市场担心国内保费端增长乏力，而1990年以来日本商保市场所展现出的变化趋势验证了经济下行下老龄化社会对医疗险需求依然持续增长。目前国内医疗费用个人支出比例远高于日本，老龄化持续加速，我们认为医疗险在需求端增长趋势相对明确。
- **以德国为鉴，商保发展有益于分级诊疗推进，同时保障高端医疗需求。**相比德国，国内医疗需求层次更多，所需要匹配的支付端保障也更多。商保支付一方面可以更好的满足高端医疗、消费医疗、高值新特药等需求；另一方面，国内持续推行的普惠健康险等动作和分级诊疗目标一致，能够更好的保障、满足基层的基本医疗、诊疗需求。
- **以美国为鉴，政府指导、补贴或成为助推商保发展的重要动力。**虽然美国与中国医疗保障体制不同且经济水平与医疗消费能力差异较大，但其成熟的个人商保消费市场背后的核心推动因素对展望国内以个人支付为主的商保发展有借鉴意义。我们认为未来国内商保保障范围的提升必将伴随保费支出的提升，政府除了在其中起到的增信推广作用之外，在其中对供给方（商保机构、诊疗机构、产品服务方）的补贴以及对需方的补贴（个人税收优惠）等也是核心影响因素。
- **政策跟踪方向：**“商保进院”是关键的第一步，关注上海及全国医院的支付、结算系统升级落地相关情况、给予院端系统升级相关政府补贴、DRG支付与商保支付的协同方案等。

- **具体领域上，我们看好直接受益商保渠道放量的产品以及受益于商保发展新业态的公司：**
- ①看好创新药商业化加速背景下盈利能力持续改善、国际化竞争力得到验证的创新药龙头企业。及对定价较高的新技术创新药，如CAR-T、基因治疗等药物在未来商保政策持续落地下的助推放量。推荐：贝达药业，荣昌生物，科伦药业，迪哲医药，康方生物，泽璟制药，先声药业，复星医药、科济药业、智翔金泰等。
- ②医保尚未覆盖或覆盖后自付比例仍然较高的创新产品及领域，高值创新药械细分领域（CAR-T、罕见病用药、射频/冷冻消融的部分产品、心脏瓣膜、主动脉介入支架、起搏器等创新耗材）等，推荐微电生理、心脉医疗、微创脑科学、微创医疗等，关注佰仁医疗、天智航等、微创机器人。
- ③医保覆盖率较低，更多以院外为主的消费型医疗方向，如NGS筛查、眼科、牙科、助听器等；推荐华大智造、诺禾致源，关注爱博医疗、可孚医疗等。
- ④有创新底色、商业保险子公司或合作基础的医药流通公司，如上海医药、九州通、国药控股、华润医药等。

05

风险提示

- 1、政策推进节奏的不确定风险；
- 2、医药创新产品研发失败风险；
- 3、企业营销调整不确定性风险。

- 《医药政策跟踪专题（三）：三中全会视角再看医药投资逻辑变化》 202407
- 《医药政策跟踪专题（二）：医改15周年，未来路在何方？》 202406
- 《医药政策跟踪专题（一）：为什么跟踪医药政策？》 202404
- 《管中窥豹，收入结构看医改——医药政策系列研究（一）》 202309
- 《以“三明”为鉴，看“医疗”改革》 202308

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>