平安证券

非银金融

2022 年 12 月 20 日

健康产业专题（四）

美国健康管理模式研究——管理式医疗蓬勃发展

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业年度策略报告-非银金融-保险业：厉兵秣马，砥砺前行-强于大市 20221207
【平安证券】保险行业深度报告-健康产业专题（三）：我国医保体系研究——支付方为核心 20220728
【平安证券】保险行业深度报告-健康产业专题（二）：海外主流医保模式研究 20220626
【平安证券】保险行业深度报告-健康险专题研究（一）：“惠民保”多地开花，从普惠出发的补充医疗 20210226

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号 S1060122070023 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- **政策支持与商保需求共振，美国管理式医疗蓬勃发展、MCO 类型多样。**医疗费用增长、商保不断发展，自 1973 年《健康维护组织法》后，美国持续加大政策支持力度，MCO 快速发展。企业员工福利和税优政策促进美国商业医保发展，商业医保在美国卫生总费用中占据主导地位，也是个人卫生保健消费额的主要资金来源，是美国主要的医疗支付方，MCO 发展具备资金基础。MCO 使美国保险公司和医疗服务提供方形成利益共同体，能够实现医院控费、保险公司控赔。具体来看，MA 计划以 HMO 和 PPO 为主；HMO 按人头付费，普遍采用 IPA 和混合模式。

- **PBM 模式：打通产业链，实现控费提质。**商业医保是美国处方药的主要支付方，保险公司话语权较强；美国民营医院（尤其是非营利性民营医院）占比高，与商保合作意愿强。医药分销和药品定价自由是美国 PBM 发展的制度基础，控费是核心驱动因素，美国 PBM 发展迅猛。目前，PBM 提供参保人健康管理、处方审核、药物选择、数据分析等全方位服务，市场集中度高，CR3 达 80%，具体来看，PBM 共包括“独立 PBM”、“保险+PBM”和“药房+PBM”三种商业模式，收入来源主要是药品流通收入+保险公司服务费+参保人管理费，利润率普遍约 6%左右。

- **不同管理模式下的案例分析：联合健康 VS 凯撒医疗。**1）联合健康集团是“保险+服务”协同的开放式平台，业务范围更广，健康保险业务（United Healthcare）与健康服务业务（Optum）两大板块协同发展。其中 United Healthcare 承接保险业务，承担前端获客和引流作用，为 Optum 业务的相关公司提供业务来源；Optum 承担后端健康、医疗、护理等职责，赚取服务费、强化医疗费用管控、有效降低赔付成本，同时增强保险业务的服务能力。2）凯撒医疗采取“保险+医院+医生”的自营闭环管理模式，实现自负盈亏的高效运营，但也导致业务扩张存在一定局限性。凯撒医疗由凯撒基金健康计划（KFHP）、凯撒基金医院（KFH）、凯撒医生集团（PMG）三个独立运营但相互依存的主体组成，通过销售健康险产品筹集资金，通过自建或合作建立自有医疗服务网络、为会员提供全方位医疗服务，实现保险、医院、医生三方利益的一致。

- **经验借鉴：关注 PBM 和联合健康模式的业务机遇。**凯撒医疗的重资产模式发展需要会员和医疗机构累积，HMO 初期发展更适合联合健康模式。尽管我国商业保险公司议价能力较弱，但险企下游面向客户，上游面向医院、药企，保险资金具备长期投资属性，天然具备整合产业链的能力，可以借鉴美国“保险+PBM”的模式对“医疗+保险+药品”产业进行一体化布局，控制医疗服务和药品费用、提高定价能力，提供健康管理服务。

- **风险提示：**1）海内外疫情反复。2）政策落地不及预期。3）险企健康管理发展进度不及预期。

正文目录

一、 政策支持与商保需求共振，美国管理式医疗蓬勃发展.....4
1.1 政策持续加大支持力度，管理式医疗快速发展.....4
1.2 商保是美国主要的医疗支付方，管理式医疗发展具备资金基础.....5
1.3 企业员福和税优政策促使商保以团险为主.....5
二、 MCO 类型多样.....6
2.1 医保优势计划（MA）：类型多样，以 HMO 和 PPO 为主.....6
2.2 HMO：按人头付费，模式多样，以 IPA 和混合模式为主.....9
三、 PBM 模式：打通产业链，实现控费提质.....12
3.1 背景分析：支付方和医药制度为发展奠基，控费为核心驱动因素.....12
3.2 发展现状：商业模式成熟，市场集中度较高.....13
四、 不同管理模式下的案例分析：联合健康 VS 凯撒医疗.....14
4.1 联合健康集团：“保险+服务”协同的开放式平台.....14
4.2 凯撒医疗：“保险+医院+医生”的自营闭环管理模式.....17
五、 经验借鉴：关注 PBM 和联合健康模式的业务机遇.....19
六、 风险提示.....20

图表目录

图表 1 美国管理式医疗重点政策概览 4
图表 2 美国卫生总费用构成 5
图表 3 美国各主要个人卫生保健项目消费额中商业医保占比情况 5
图表 4 美国医保覆盖率 6
图表 5 美国商业医保类型 6
图表 6 美国 MA 计划的主要 MCO 类型对比 7
图表 7 美国不同计划类型的 MA-PD 月均保费对比：HMO 最低 7
图表 8 美国 MA 计划注册人数 8
图表 9 美国 MA 计划在 Medicare 的渗透率 8
图表 10 美国不同机构 MA 计划注册人数构成 9
图表 11 2022 年 MA 计划注册人数增量构成-分机构 9
图表 12 美国 MA 计划供应数量分类型结构 9
图表 13 美国 MA 计划注册人数分类型构成 9
图表 14 美国 HMO 模式对比 10
图表 15 美国受保雇员的健康计划市场份额情况 12
图表 16 美国不同 HMO 模式的市场份额（参保人） 12
图表 17 美国处方药消费额的资金来源 13
图表 18 2020 年美国医院性质结构 13
图表 19 PBM 运营模式 13
图表 20 2021 年美国 PBM 市场份额（按处方索赔数） 14
图表 21 2022 年美国不同 PBM 模式市场份额（按收入） 14
图表 22 美国联合健康发展历程 15
图表 23 美国联合健康业务模式 16
图表 24 美国联合健康收入结构 17
图表 25 美国联合健康营运利润结构 17
图表 26 美国联合健康的健康保险业务收入结构 17
图表 27 美国联合健康的健康服务业务收入结构 17
图表 28 美国凯撒医疗系统指标 17
图表 29 美国凯撒医疗发展历程 18
图表 30 美国凯撒医疗业务模式 19
图表 31 美国凯撒医疗收入表现 19
图表 32 美国凯撒医疗净利润表现 19

一、 政策支持与商保需求共振，美国管理式医疗蓬勃发展

1.1 政策持续加大支持力度，管理式医疗快速发展

医疗费用增长、商保不断发展，《健康维护组织法》推动管理式医疗快速发展。管理式医疗（Managed Care）是将提供医疗卫生服务与保险计划相结合的模式，旨在通过医疗合作网络将保险公司和医疗机构利益绑定、实施转诊制度并重视健康管理，从而有效控制医疗服务成本、提高医疗利用率和医疗服务质量。管理式医疗模式下，各州 Medicaid 机构与管理式医疗组织（MCO）签订合同，MCO 一般由保险公司提供、并建立医疗服务网络，通过保险公司 MCO 的合作医疗服务网络向 Medicaid 受益人提供医疗及附加服务，按人头（每位成员每月）支付医疗服务的固定费用。此外，**MCO 通过向成本控制能力更强的医生发放年终奖或提供利润分成等方式，鼓励医生和医院主动控费；通过要求由全科医生/家庭医生向专科医生推荐的逐级转诊制度来减少不必要的医疗支出；以及通过定期检查、提早干预等健康管理措施来减少大病发生概率及其高额医疗费用。随着 20c80s 医疗付费方式改革、引入 DRGs，管理式医疗 20c90s 起逐步成为商保核心。**

图表1 美国管理式医疗重点政策概览

时间	政策	主要内容
1973 年	《健康维护组织法》HMO Act of 1973	允许商业保险与独立医生签约，提供医疗健康服务。 **1）提供资金支持：**联邦政府通过直接资助或贷款为 HMO 的可行性研究、初始开发和运营成本等； 2）符合要求的 HMO 豁免各州在储备金等方面的限制性条款； 3）员工超过 25 人的雇主为雇员提供传统补偿性医疗保险，还需提供 HMO 保险计划选择方案
1982 年	《税收公平和财政责任法案》	在传统 Medicare 中引入管理式医疗计划以节约医疗费用、使参保人有机会选择医疗计划。Medicare 每月按人头付费，按当地人均医疗费用的 95%标准支付给商保机构，要求保持同等保障水平。
1997 年	《平衡预算法》	改进 Medicare 给商保机构的支付方式，保费考虑参保人健康状态、服务价格、护理责任和医疗服务范围等；扩大参保人选择私营计划的范围。
2003 年	《医疗保险现代化法案》	将 Medicare+Choice 正式命名为 Medicare Advantage（MA），调整 MA 定价机制并开展招标，提高 MA 计划的平均支付水平
2010 年	《平价医疗法案》ACA 法案，也即 Obamacare	**1）增加税收：提高 Medicare 薪资税率，强制个人和企业参保**——要求绝大多数美国人购买医保，要求员工数量超过 25 人的雇主为员工及其 26 岁以下家人提供医保，否则处以罚款。 **2）扩大医保覆盖面：**Medicaid 进一步纳入低收入者，符合条件的低收入者享受财政补贴；推出政府医保交易网络平台，要求商保机构不得因投保人的健康状况和既往病史而拒保或增收保费。 3）完善 MA 计划的支付标准，政府根据不同地区医疗成本的高低来制定不同支付标准。

资料来源：美国政府网，NAIC，平安证券研究所

20c30s，凯撒医疗与“双蓝计划”出现，管理式医疗初步发展，但按服务项目收费的传统医疗服务体系发展庞大。具体来看，一方面，企业家凯撒与医生签订合同为雇员及其家属提供医疗服务，并将其命名为“永久健康计划”，医生每月根据接受服务的人员数量获取定额报酬，预付式团体医疗服务模式逐渐形成。在按人头定额付费、医生收入总体固定的背景下，医生更关注参保职工的安全和保健、减少诊治需求，从而降低员工整体医疗成本，提高医生利润、降低雇主成本。另一方面，美国大萧条时期，居民收入下降、但医疗成本仍在提升，为减轻患者因住院治疗而带来的经济困难，非营利性组织“蓝十字”和“蓝盾”应运而生。“蓝十字计划”由大学教师发起，每人每月向医院支付 50 美分保费，从而获得每年 21 天的住院保险。“蓝盾计划”由医生组织主动发起，考虑到医院和医生收入下降，医生组织向当地年收入低于 3000 美元的职员提供月保费 1.7 美元的保险。“双蓝计划”是预付性质的医疗保险计划，此后采取社区统一费率，享受免税政策，快速发展。1935 年，

美国 11 个州共有 15 个“蓝十字协会”，1940 年“蓝十字计划”成员达 600 万人，1945 年“蓝十字计划”成员 1900 万人，“蓝盾计划”达 200 万人。1977 年，“蓝十字”和“蓝盾”组成为“蓝十字和蓝盾协会”。

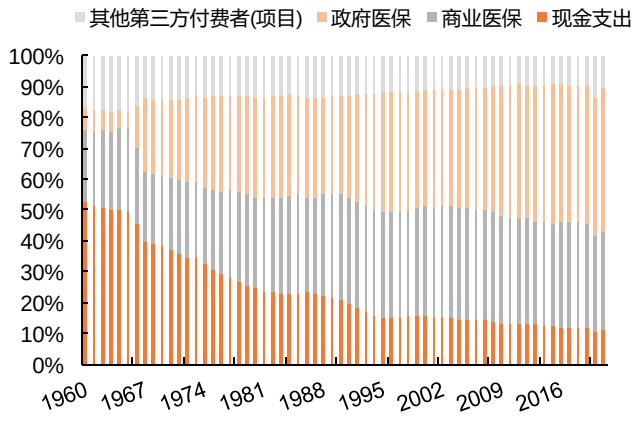
1973 年，美国通过《健康维护组织法》，从制度上为管理式医疗的发展奠定基础，同时为健康维护组织（HMO）提供资金支持、打开政策限制和企业市场，叠加此后的一系列法案和相关指导性法规，美国管理式医疗自此迅速发展。20c40s，在员工福利和企业税收优惠等政策刺激下，美国团体商业健康保险取得较大发展；20c60s，针对老人和低收入人群的美国社会医疗保险计划建立。商保持续发展、针对特定人群的社会医保不断健全，但医疗费用持续上涨，传统医保因存在起付线和共担部分而无法解决医疗支出增长过快的问题。法案主要允许商业保险与独立医生签约，提供医疗健康服务。具体来看，1）联邦政府通过直接资助或贷款为 HMO 的可行性研究、初始开发或扩张、以及运营成本等提供资金支持；2）符合要求的 HMO 豁免各州在储备金等方面的限制性条款；3）要求雇员人数超过 25 人的雇主除了为雇员提供传统补偿性医疗保险，还需提供加入 HMO 保险计划的选择，通过“双重选择”打开企业市场。

1.2 商保是美国主要的医疗支付方，管理式医疗发展具备资金基础

商业医保在美国卫生总费用中占据主导地位。美国医保体系包括政府建立的公共社会保险体系和保险公司提供的商业医疗保险体系两部分。政府医保是美国基础的医疗保障，主要覆盖老人、儿童、低收入人群和残疾人等少数群体；目前商保主要覆盖多数人群的医疗保障。2021 年商业医保与其他第三方付费者项目在卫生总费用中占比 42.0%，与政府医保基本相当。

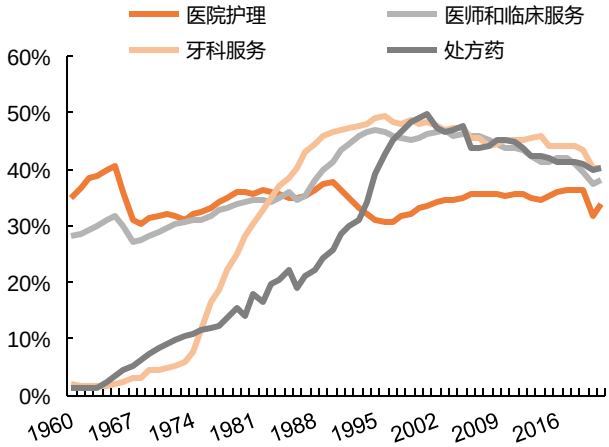
商业医保是美国个人卫生保健消费额的主要资金来源；PBM（Pharmacy benefit management，药品福利管理）模式下，商保在处方药消费额的占比最高。2021 年商业医保消费额在牙科服务、处方药、医师和临床服务、医院护理等个人卫生保健项目中分别占比 40.1%、40.1%、37.9%、33.9%，是主要医疗支付方。

图表2 美国卫生总费用构成



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 美国各主要个人卫生保健项目消费额中商业医保占比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

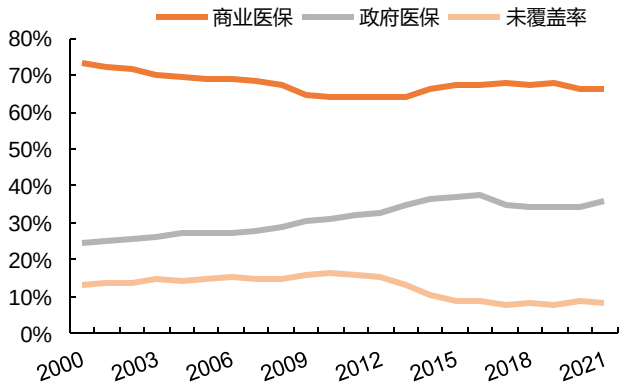
注：美国卫生总费用中，不包括公共卫生活动和卫生投资。

1.3 企业员福和税优政策促使商保以团险为主

企业雇主支付是美国商业医保的主要来源。二战期间美国严格控制物价和工资，1942 年《战时稳定法案》允许企业提供健康保障福利项目来提高员工留存率，1954 年《税收法》明确企业为员工缴纳的商业健康险保费可作为费用税前列支且无额度限制，团体健康保险享有税优政策，推动美国团体商业健康险发展，商业医保覆盖率快速提升。近年来奥巴马医改等相关政策推动政府医保覆盖率不断提升，2021 年美国医保总体覆盖率 91.7%，商业医保覆盖率 66.0%（YoY-0.5pct）、政府医保

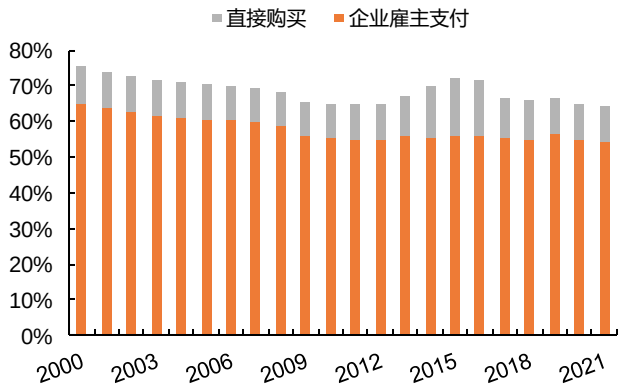
覆盖率 35.7%（YoY+1.2pct），其中，企业雇主支付和个人直接购买的私人医保覆盖率分别 54.3%（YoY-0.3pct）、10.2%（YoY-0.1pct）。

图表4 美国医保覆盖率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5 美国商业医保类型



资料来源：Wind，平安证券研究所

二、 MCO 类型多样

2.1 医保优势计划（MA）：类型多样，以 HMO 和 PPO 为主

在管理式医疗模式之下，美国保险公司和医疗服务提供方形成利益共同体，能够实现医院控费、保险公司控赔。

➢ **模式对比：目前，美国医保健康计划包括医保优势计划（MA 计划）、医保医疗储蓄账户计划（MSA 计划）和其他计划**

1）医保优势计划（Medicare Advantage，MA）：也即 Medicare Part C，由 Medicare 批准的私人保险公司提供，通常提供住院、门诊和处方药保险，包含 Medicare Part A、Part B 和 Part D 的保障。MA 计划参保人仍拥有传统 Medicare，且需支付 MA 计划的保费和 Medicare Part B 的保费。与传统 Medicare 相比，MA 计划普遍要求参保人在医疗服务网络内获取医疗护理服务等，网络内自付费用较低；参保人也可以要求转诊去专科医生，但网络外自付费用较高。MA 计划按照就医范围、转诊方式、保费和自费情况分类，常见的 MA 计划包括 HMO、PPO、PFFS 和 SNP 四种主要类型，基本均包含处方药保险。具体来看：

①健康维护组织（Health Maintenance Organization，HMO）：与特定的医生或医疗团体及医院合作，为参保者提供综合医疗服务。HMO 通过将就医和服务范围限制于网络内医疗服务供应商来控制理赔成本，参保人就医选择有限，但保费较低。

②优选供应商组织（Preferred Provider Organization，PPO）：PPO 计划无需家庭医生转诊，可以在网络外就医，参保人的医疗服务选择更灵活，医疗网络内外的费用均可报销，但网络外医疗费用报销比例较低。

其中，HMO 定点服务计划（HMO Point of Service，HMO-POS）可以视作 HMO 和 PPO 的组合，参保者可以自行选择家庭医生进行转诊，也可以选择网络外医疗服务，先自费、后申请理赔，自付比例较高。

③私人收费服务计划（Private Fee-for-Service，PFFS）：与 HMO 类似，但由该计划决定报销比例和受益人支付比例。

④特殊需求计划（Special Needs Parts，SNPs）：针对特定疾病患者或需长期照护的人群，该计划自行决定保障范畴、医疗服务供应商和处方药，以满足特定群体的特定需求。

图表6 美国 MA 计划的主要 MCO 类型对比

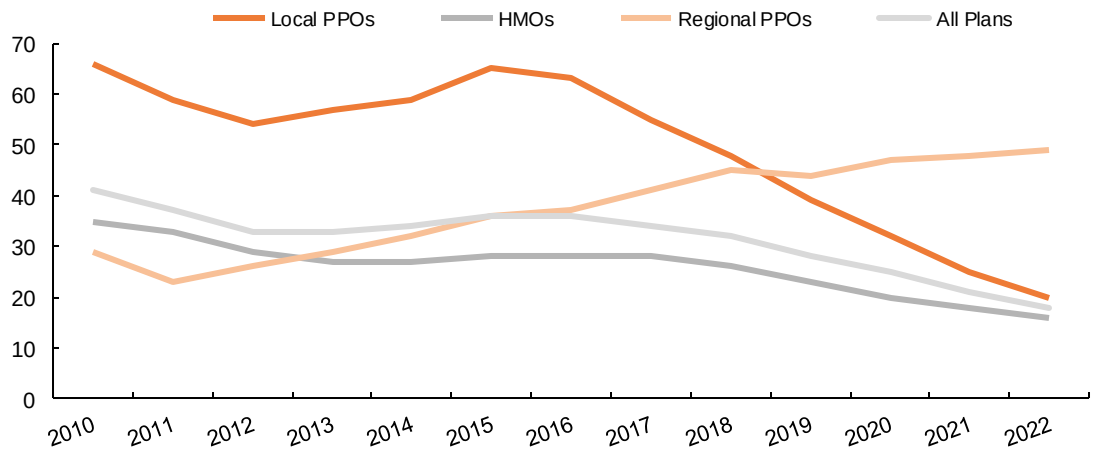
	健康维护组织 HMO	优选供应商组织 PPO	指定医疗服务机构 EPO	定点服务计划 HMO-POS	私人收费服务 PFFS	特殊需求计划 SNP
就医范围	仅网络内机构和医生（紧急情况除外）	网络内外皆可（非紧急服务需预先授权）	仅限网络内（紧急情况除外）	网络内外皆可	仅网络内机构和医生（紧急情况除外）	网络内为主，部分涵盖网络外服务
转诊	需要，由家庭医生介绍转诊至专科医生	不需要	通常不需要	网络内需要，由由家庭医生介绍转诊至专科医生	不需要	需要
保费	保费低，理赔简单	较高	较低	较低	N.A.	N.A.
自费比例	低	较高，网络外更高	较低	网络外较高	由计划决定报销比例和受益人支付比例	N.A.
指定医生	需要网络内家庭医生	不需要	部分需要	需要	不需要	部分需要
网外就医	不可报销	可报销，网络外就医费用更高	不可报销	可报销，网络外就医费用更高	可报销，网络外就医费用更高	N.A.
机构合作	自营/签约	签约	签约	自营/签约	签约	N.A.

资料来源：CMS.gov，Healthcare.gov，平安证券研究所

根据 KFF，MA-PD 计划月均保费普遍低于独立医保计划。MA-PD 计划（涵盖处方药保障的医保优势计划）保费包括 Medicare Part A、Part B 医疗保险和 Part D 处方药保险的费用，根据 KFF，2022 年，87%的 MA 参保人参与了提供处方药保险的 MA-PD 计划，其中参与无需额外支付保费的参保人占比约 69%。2022 年，MA-PD 加权月均保费为 18 美元/月，其中单独投保 Part D 的保费为 11 美元/月，远低于 2022 年 MA 计划外的独立 Part D 保费（40 美元/月），主要由于 MA-PD 供应商可以使用 Part A 和 Part B 的 Medicare 付款来降低 Part D 保费。MA-PD 月均保费近年来不断下降，主要由于 HMO 和本地 PPO 月均保费下降、HMO 和 PPO 参保人占比不断提升。

MA-PD 月均保费因类型而异，HMO 计划保费最低、参保人数最多，区域 PPO 为农村参保人提供更多参与 MA 计划的机会（价格相对较低、保障范围相对较广）。2022 年 MA-PD 所有参保人的加权月均保费为 HMO（16 美元/月）<本地 PPO（20 美元/月）<区域性 PPO（49 美元/月），参保人占比为 HMO（59%）>本地 PPO（38%）>区域 PPO（3%）。

图表7 美国不同计划类型的 MA-PD 月均保费对比：HMO 最低（单位：美元/月）



资料来源：KFF，平安证券研究所

2）医保医疗储蓄账户计划（Medicare Medical Savings Account，Medicare MSA 计划）：Medicare 与私人保险公司合作，提供以消费者为导向的医保健康计划，也即 Medicare MSA 计划，但保障范围不包含 Part D 处方药。Medicare MSA 计划通常没有指定的医生、医疗服务提供商或医院网络，参保人可以自行选择，类似于医疗保险以外的健康储蓄账户计划。具体来看，Medicare MSA 计划包括高免赔额健康计划（HDHP）和健康储蓄账户（HSA）两部分，二者通常搭配使用。

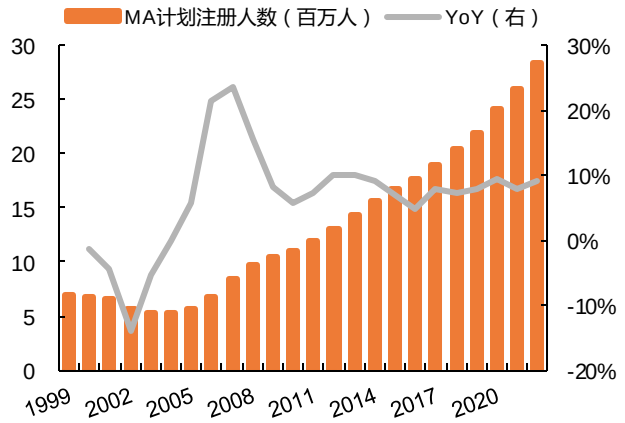
①高免赔额健康计划（High-Deductible Health Part，HDHP）：免赔额较高的医保优势计划，支付达到一定免赔额的费用。

②健康储蓄账户（Health Savings Account，HSA）：参保人用于支付 HDHP 免赔额和其他医疗服务费用的享有税优政策的储蓄账户。HSA 从原始 MSA 发展而来，原始 MSA 适用于自雇人群和小企业雇员，2003 年《医疗保险现代化法案》推出的 HSA 适用于就业、自雇和失业个人，由雇员或雇主（或两者）供款。2023 年 HSA 雇主和雇员共同供款的个人、家庭最高限额分别为 3850 美元、7750 美元，开设 HSA 所需个人、家庭最低免赔额分别为 1500 美元、3000 美元，个人、家庭年度自付费用分别为 7500 美元 15000 美元。

- **MA 计划现状分析：加速渗透，市场集中度较高，以 HMO 和 PPO 模式为主**

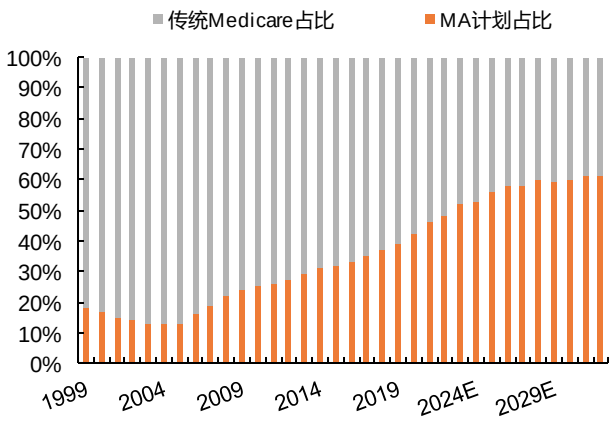
1）2006 年以来，MA 计划的规模稳步增长、渗透率不断提升，传统 Medicare 渗透率下滑。截至 2022 年，MA 计划注册人数约 2840 万人（YoY+9%）、MA 计划渗透率达 48%，较 1999 年提升 30pct；扣除保费后，MA 计划医保支出 4270 亿美元，占联邦医保总支出的 55%。根据美国 CBO 预测，2032 年 MA 计划渗透率将达 61%。

图表8　美国 MA 计划注册人数



资料来源：KFF，平安证券研究所

图表9　美国 MA 计划在 Medicare 的渗透率

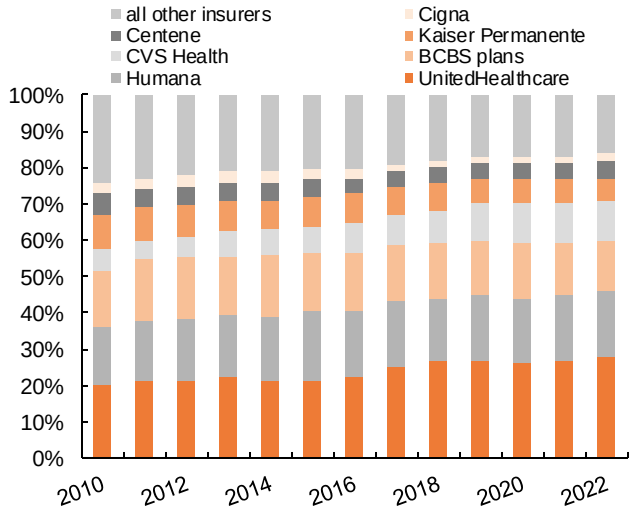


资料来源：KFF，平安证券研究所

注：MA 计划渗透率，也即 MA 计划参与人数在符合条件的 Medicare 医保参与总人数中所占比例。

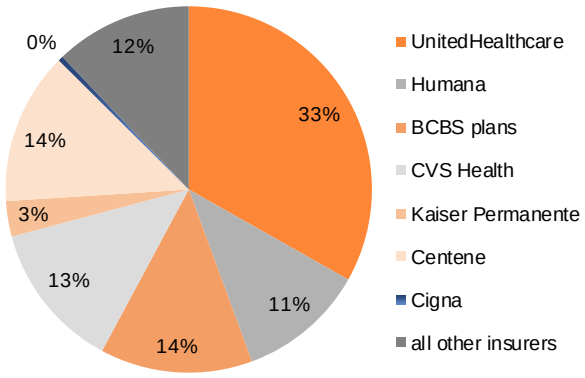
2）MA 计划市场集中度高，联合健康市场份额显著领先于同业。MA 计划的注册人数高度集中于头部健康保险公司，截至 2022 年，United Healthcare 和 Humana 市场份额合计 46%，两家公司在 29%的县域市场份额超过 75%。其中，United Healthcare 自 2010 年以来保持市场份额第一、且增长最快，2022 年份额达 28%、较 2010 年提升 8pct；且注册人数增量最大，2022 年增加 74 万人、占比 33%。Humana 市场份额稳中有升，2022 年约 18%、较 2010 年提升 2pct。Kaiser Permanente 市场份额自 2010 年起持续下降，2022 年仅 6%、较 2010 年下滑 3pct，主要由于参保人数增长慢于其他保险公司。

图表10 美国不同机构 MA 计划注册人数构成



资料来源：KFF，平安证券研究所

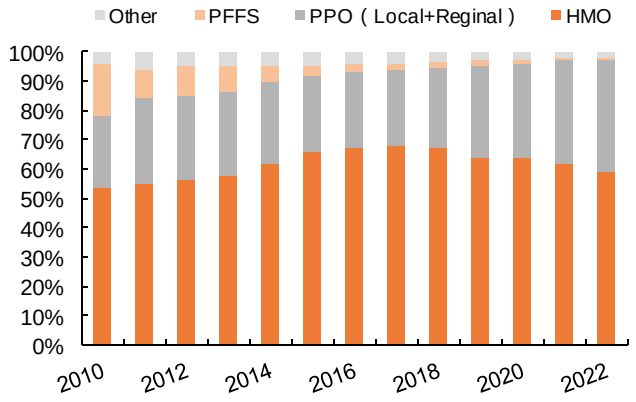
图表11 2022 年 MA 计划注册人数增量构成-分机构



资料来源：KFF，平安证券研究所

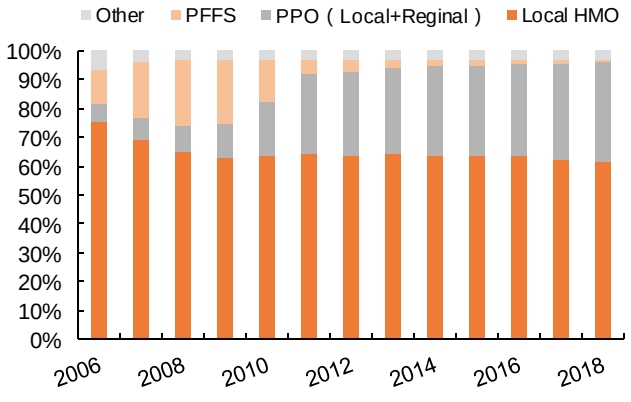
3）MA 计划以 HMO 和 PPO 模式为主，HMO 和 PPO 模式的计划供应数量和参保人数始终显著高于其他计划。从计划供应数量构成来看，截至 2022 年，MA 计划共提供 3834 种细分计划，其中 HMO 模式计划占比 59%、PPO 模式占比 38%，其他模式占比不足 3%。从计划注册人数构成来看，2018 年 HMO 模式注册人数占比 61%、PPO 模式占比 35%，其他模式占比不足 4%。

图表12 美国 MA 计划供应数量分类型结构



资料来源：KFF，平安证券研究所

图表13 美国 MA 计划注册人数分类型构成



资料来源：KFF，平安证券研究所

2.2 HMO：按人头付费，模式多样，以 IPA 和混合模式为主

HMO 是美国 MCO 的代表，模式多样，目前主流的 HMO 组织普遍采用更加灵活的 IPA 和混合模式。患者需要指定家庭医生，只能选择网络内医疗机构和医生；全科医生作为“守门人”，专科医生需转诊；保费和自付比例较低、理赔简单。总体来看，HMO 与医生和医院合作模式多样，核心是综合保险+预付费制度（按人头）+医疗服务组织，差异主要体现在保险公司与医疗机构和医生的关系。HMO 主要包括雇员、医生集团、IPA 和网络模式四类。具体来看：

1）雇员模式（Staff Model）：医生和其他医疗保健服务提供者受雇于 HMO，在 HMO 设立的相关机构中工作。医生需要注册为 HMO 专属医生，仅可以诊治 HMO 参保人。

2）医生集团模式（Group Model）：医生和其他医疗保健服务提供者并不直接受雇于 HMO，而是医疗集团的一部分（通常由一些私人诊所组成）。HMO 与 s 医生集团签订协议，采用按人头付费的方式向医生集团预付医疗费用，由医生集团确定费用的具体分配。医生仅可以诊治合作 HMO 的参保人。

3）IPA 模式（Independent Practice Association）：与医生集团模式类似，HMO 与私人诊所医生或个体医生协会合作，但医生可以诊治 HMO 参保人和非 HMO 患者。此外，独立执业医生可以将患者向 HMO 网络内外进行转诊推荐，但 HMO 参保人在网络外获得的医疗服务将少于网络内。

4）网络模式（Network Model）：HMO 与独立医生执业协会或多专业医师团体签约，鼓励参保人选择网络内医生问诊。

5）混合模式（Mixed Model）：部分 HMO 同时采用多种模式，具备多种特性。

图表14 美国 HMO 模式对比

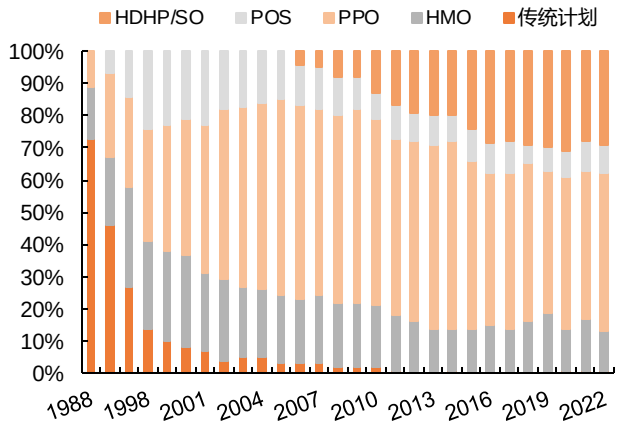
<table>
<tr><th></th><th>雇员模式</th><th>医生集团模式</th><th>IPA 模式</th><th>网络模式</th><th>混合模式</th></tr>
<tr><td>HMO 与医生的关系</td><td>医生或医生集团受雇于 HMO，仅可以为 HMO 成员服务</td><td colspan="3">HMO 与以下各方分别签订医疗服务合同，服务方按协议提供服务</td><td rowspan="5">特性混合</td></tr>
<tr><td></td><td>与医生集团</td><td>与个别医生或代表个别医生的协会</td><td>与专科或多专业医师团体</td></tr>
<tr><td>保险公司商业模式</td><td>自营闭环，重资产模式
险企投资医疗机构、雇佣医生或医疗集团，按工资付费，从承保到医疗服务全程自营，自负盈亏</td><td colspan="2">平台式合作，按人头预付医疗费用</td><td rowspan="2">与地区医院签订合约提供住院服务</td></tr>
<tr><td></td><td>向医生集团预付费：医生集团根据医生工作量和技术水平确定收入分配</td><td>向个体医生协会预付费：投保人选择一个全科医生注册，保险公司按照注册者人头数量，定期向该医生支付款项，其中患者转诊费由该医生支付</td></tr>
<tr><td>优势</td><td>险企话语权较强，适合在人口密集地区提供精品化医疗服务</td><td colspan="3">轻资产模式，以较低的成本快速扩张；将过度医疗的部分风险和合理医疗的部分收益转移给医疗机构，有助于加强控费与合作</td></tr>
<tr><td></td><td></td><td colspan="3">医生仍独立执业，主要治疗 HMO 成员，也可以为非 HMO 患者提供医疗服务</td></tr>
<tr><td>劣势</td><td>重资产模式，扩张难度大、难以实现广覆盖</td><td colspan="4">对医疗资源无控制权</td></tr>
<tr><td>典型公司</td><td>凯撒医疗、HIP 等</td><td></td><td>圣洛克医疗集团</td><td></td><td></td></tr>
</table>

资料来源：Amazing Healthcare Consultants，平安证券研究所

早期 HMO 以雇员模式和医生集团模式为主；目前主流的 HMO 组织普遍采用更加灵活的 IPA 模式和混合模式。1973 年《HMO 法案》出台，20c80s 起 HMO 向 IPA 模式转型、20c90s 起向混合模式转型，HMO 参保人群快速扩容、参保人数也快速增长；雇员模式转向营利性组织。根据 HHS，2004 年 HMO 参保人中，雇员模式、医生集团模式、网络模式、IPA 模式、混合模式分别占比 0.3%、11.0%、12.5%、32.6%、43.7%。

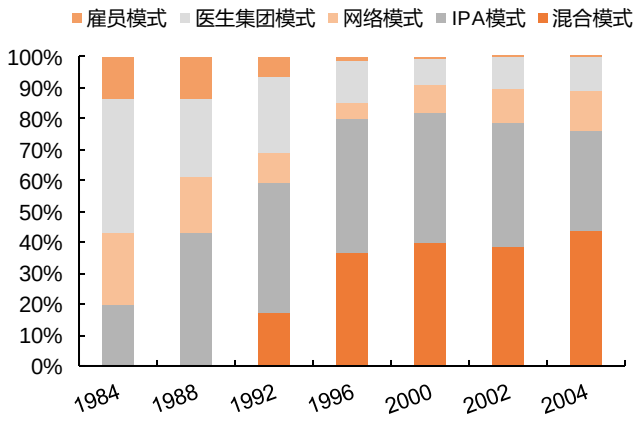
由于就医限制和报销难度较大，20c90s 起 HMO 市场份额明显下滑，PPO 在商保市场份额更高。以企业雇员健康计划为例，总体以 PPO 计划为主，但保费增长使 PPO 和 HMO 市场份额下滑、HDHP/SO 份额提高。HDHP / SO 计划是基于 PPO、HMO、POS 计划的高免赔额健康计划，要求个人、家庭免赔额分别 1000 美元、2000 美元，由企业提供 HRA 或参保人建立 HAS。2022 年参加 PPO、HDHP/SO、HMO 和 POS 计划的受保雇员比例分别为 49%、29%、12%、9%，传统计划参与比例仅约 1%；其中传统计划份额 1990 年起快速下滑，PPO 和 HMO 份额均较 2012 年下滑约 10pct、而 HDHP/SO 份额较 2012 年提升 10pct，POS 份额基本稳定。主要由于：1）传统健康计划按服务项目收费，免赔额较高、医疗费用自付比例较高。2）近年来，美国卫生支出增长导致保费上涨，HDHP/SO 计划的免赔额更高、保费相对较低，同时允许参保人使用税优资金支付计划费用分摊，更适合年轻健康人群，近年来市场份额提升明显。

图表15 美国受保雇员的健康计划市场份额情况



资料来源：KFF，平安证券研究所

图表16 美国不同 HMO 模式的市场份额（参保人）



资料来源：HHS，平安证券研究所

注：图表16 由于数据可获得性，目前数据仅截至 2004 年； HMO 计划为综合 HMO 计划（包括传统 HMO 和HMO-POS），参保人包括团体和商业保险计划、政府医保（Medicare、Medicaid）和联邦雇员健康项目等。

三、 PBM 模式：打通产业链，实现控费提质

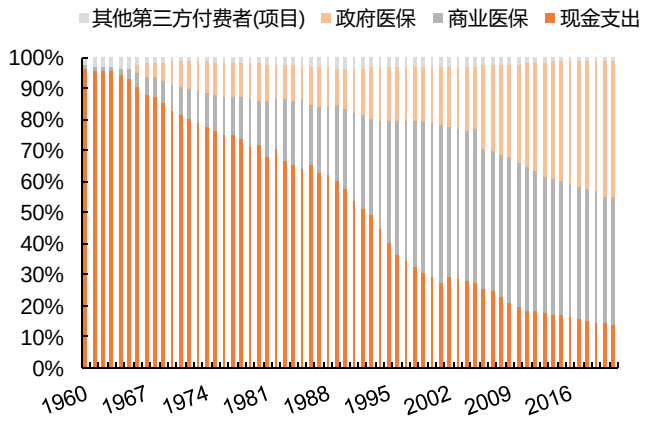
3.1 背景分析：支付方和医药制度为发展奠基，控费为核心驱动因素

商业医保（也即私人健康保险）是美国处方药的主要支付方，保险公司话语权较强。1996 年起，商业医保成为美国处方药的主要支付方式，在处方药消费额中的占比保持在 40%-50%。尽管近年来商业医保占比有所下滑、政府医保占比提升，但仍商业医保占比保持在 40%以上。2021 年，美国处方药消费额约 3780 亿美元，商业医保占比 40.1%、政府医保占比 42.8%。

美国民营医院（尤其是非营利性民营医院）占比高，与商保合作意愿强。美国医疗机构以民营医院为主，截至 2020 年末，美国共有 6093 家医院，其中民营医院 4935 家、占比 81.0%，非营利性民营医院超过 3700 家、占比 60.8%。保险公司客群覆盖面广（2021 年美国商业医保覆盖率 66.0%），能通过 MCO 持续为医院输送稳定的患者资源；同时，保险公司也希望通过按人头预付医疗费用的模式来减少医疗支出，实现控费。

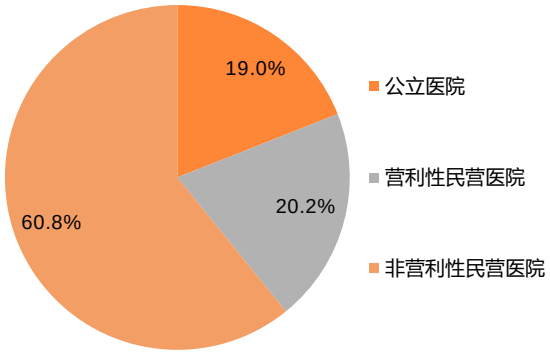
医药分销和药品定价自由是美国 PBM 发展的制度基础，控费是核心驱动因素。从药品流通环节来看，美国医疗服务与医药销售分离，医疗机构主要负责出具处方，患者持处方到药店取药，医院等医疗机构并不参与药品零售和批发等环节。从药品定价来看，美国实行药品市场自由定价制度，联邦政府不直接对药价进行管制、鼓励药品创新，因而新药定价普遍较高。药价通过医药批发零售商、保险公司等机构与药品制造商谈判确定，利用规模效应降低价格，同时通过专利保护制度保证药企的利润水平。20c70s 起，MCO 迅速发展，医疗服务机构和保险公司对医疗服务控费和药品控费的需求大幅增加，PBM 应运而生。

图表17 美国处方药消费额的资金来源



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表18 2020 年美国医院性质结构

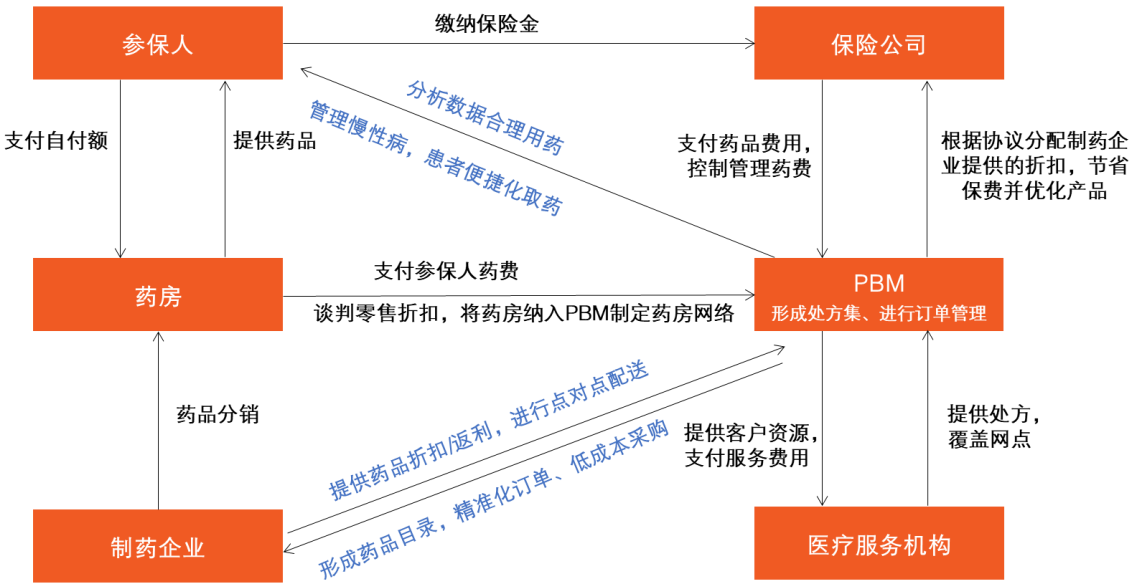


资料来源：AHA，平安证券研究所

3.2 发展现状：商业模式成熟，市场集中度较高

药品福利管理（Pharmacy benefit management，PBM）一般由保险公司或其他第三方机构成立，通过实现药品议价降低采购采购成本、通过处方审核进行辅助合理用药，从而实现药品控费。PBM 药品上游生产和下游销售环节的利润率较高，1）在上游，PBM 公司集中患者需求，与药企议价，通过药品大量采购来降低采购成本；协商折扣并让利于保险公司。同时压缩中间流通环节，减少加价。2）在下游，PBM 公司以患者需求为中心，对药品供应精细化管理，实现药品控费。PBM 公司通过零售连锁药店等分析积累患者（尤其是慢性病患者）用药数据，形成药品目录及处方集。并根据处方集来审核零售药店提交的处方药品价格和药效，建议优选同等药效的更低价药品，避免医疗机构过度用药、滥用高价药等行为。处方审核通过后，药店提前备药，由患者自取或药店邮寄，在不降低医疗服务质量的前提下，合理控制药品费用支出、提供便捷服务。

图表19 PBM 运营模式



资料来源：平安证券研究所

PBM 市场集中度高，基本处于寡头垄断竞争，利润率普遍约 6%左右。由于 PBM 与药企签订的回购协议具有保密性，可能存在 PBM 虚报处方药费用和服务费等问题；同时，PBM 主要负责整合药厂和药店，构建药品销售网络闭环，但最重要的终端患者消费环节则需要保险公司来完成，因此保险公司的客群是 PBM 运行的关键。近年来，大型保险公司着手收购 PBM 公司，将 PBM 公司从药企拿到的回扣最大程度让利给保险公司和客户，降低保险公司成本、节约保险公司向 PBM 支付的服务费。因此，PBM 公司数量逐渐减少，但头部市场份额不断提升，形成 CVS、Express Scripts、OptumRx（United Health Group 旗下）三家独大、累计市场份额维持在 70%以上并进一步集中——2021 年，三家市场份额分别 33%、26%、21%，累计 80%。

PBM 提供参保人健康管理、处方审核、药物选择、数据分析等全方位服务，共包括“独立 PBM”、“保险+PBM”和“药房+PBM”三种商业模式，从营收来看，“独立 PBM”的市场份额最高、约 37.9%，“保险+PBM”和“药房+PBM”的市场份额基本相当。具体来看：

1）“独立 PBM”：在不降低医疗服务质量的前提下，合理控制药品费用支出，进而协助保险公司控费。这类模式下，PBM 公司与保险公司属于合作关系（如 Express Scripts）。

“独立 PBM”收入来源=药品流通收入（药品大量采购价差）**+保险公司服务费**（PBM 公司为保险公司提供处方审核、药费理赔等服务）**+参保人管理费**（与个人签订健康计划合同，提供健康管理，并收取管理费）

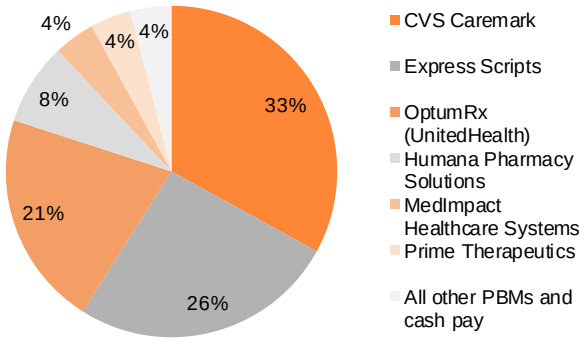
2）“保险+PBM”：保险公司应用这类模式居多，PBM 业务作为大健康管理业务闭环的重要环节，盈利能力要求相对不高，旨在避免虚报价格、强化控费，从而降低保险支付、增厚保险集团盈利（如 United Health 旗下的 OptumRx）。

“保险+PBM”收入来源=药品流通收入（售出价较采购价的溢额）+保险公司服务费（PBM 公司为保险公司提供处方审核、药费理赔等服务）

3）“药房+PBM”：连锁药店接入 PBM 业务数据库，为患者在药房提供初步体检、小病诊断、药物选择、数据分析等服务，创新药房管理模式、改善客户体验并提高客户粘性，以更低的成本提供更优的医疗保健结果。如 CVS 是美国最大的零售药房连锁企业，渠道能力较强。2017 年 12 月 CVS 收购 Aetna 保险，CVS 通过 Aetna 获得稳定保险客源，并全面承接 Aetna 的 PBM 业务、获得稳定保险服务费，形成“药房（CVS 连锁药店）+PBM（CVS Caremark）+保险（Aetna）”模式。

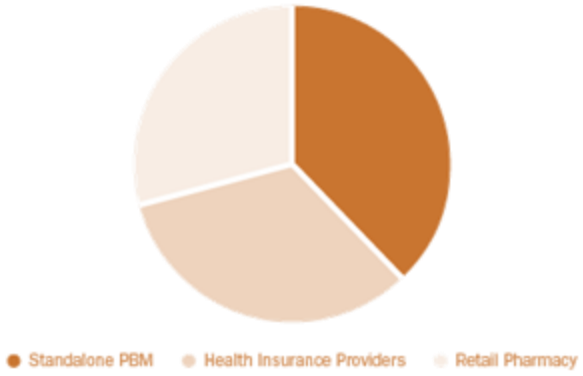
“药房+PBM”收入来源=药品零售收入（C 端直接销售获利）**+药品流通收入+保险公司服务费**

图表20　2021 年美国 PBM 市场份额（按处方索赔数）



资料来源：Beckershospitalreview，平安证券研究所

图表21　2022 年美国不同 PBM 模式市场份额（按收入）



资料来源：Grandviewresearch，平安证券研究所

四、 不同管理模式下的案例分析：联合健康 VS 凯撒医疗

4.1 联合健康集团：“保险+服务”协同的开放式平台

联合健康集团成立 40 余年，已发展为美国最大的商业健康险公司。联合健康集团成立于 1977 年，诞生于《HMO 法案》出台之际，1984 年在纽约证券交易所主板上市，是一家多元化的医疗保健公司，是目前美国国内最大的商业健康险公司，在美国健康险市场份额位列第一。公司业务范围以美国为主，截至 2021 年末，公司医疗业务覆盖美国 50 个州和哥伦比亚特区，以及全球 150 多个国家，网络内医疗机 7000 余家。

图表22 美国联合健康发展历程

时间	发展历程
1977-1987 年	**《HMO 法案》出台，联合健康垂直集中发展。**联合健康诞生于《HMO 法案》出台之际，在政府的支持下，HMO 注册人数急剧增加。联合健康从保险角度切入卫生费用控制，以预付制为基础，对医院、医生行为进行约束。截至 1987 年，公司已通过自有或管理两种形式，在 23 个州建立了囊括 34 个 HMOs 的 HMO 网络，并且推出了 EverCare 来协调疗养院的个人护理计划。
1988-1990 年	**布局政府医保，探索新业务。**首次推出 PBM 业务与移植网络，布局 Medicare 与 Medicaid 市场，截至 1990 年，公司健康保险计划中已有超过 12 万会员受 Medicare 保障，为公司贡献 22%的年收入；另外探索药品福利管理、病例和福利管理、心理健康/化学依赖服务等新业务。
1991-1997 年	**拓展健康计划产品，并购聚拢资源。**收购 MentraHealth 扩展团体健康险业务，拓展健康计划产品，形成囊括 HMO、PPO、POS、企业保险的完整产品线；设立首席兼并官，大力推进健康计划整合并购，聚拢医疗资源；稳步推进业务重组，精细化运营；推出 AI 智能系统升级技术，节约成本。
1998-2006 年	**业务重组细分发展，政策支持新业务。**业务重组为五个子公司，分别负责：健康计划；Medicare、Medicaid 等政府相关业务；大型雇主的业务；健康管理相关业务；咨询、医药服务、出版以及软件、数据等服务。并且随着 2003 年《医疗保险计划处方药、改进及现代化法案》的落地，将处方药纳入 Medicare 体系。收购地方性医疗保险公司扩大业务规模与市场占有率。
2007-2011 年	**收购并大力发展 PBM 业务。**公司 2005 年收购 PBM 公司 Prescription Solutions，并将其于 2012 年重命名为 Optum RX，大力发展 PBM 业务。2009 年与思科联合建立了美国第一个远程医疗网络，2007 年后，通过对医疗信息与数据分析、线上平台类公司的并购，介入健康管理与医疗服务。
2011-至今	**形成两大业务板块协同发展。**2011 年，公司再次进行业务调整，成立 United Healthcare 和 Optum 两大品牌，分别经营健康险和健康服务业务，两方协同，互为补充。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

健康保险与健康服务两大板块协同发展。联合健康集团当前的业务分为健康保险业务（United Healthcare）与健康服务业务（Optum）两大板块，其中 United Healthcare 承接保险业务，承担前端获客和引流作用，可以为 Optum 业务的相关公司提供业务来源；Optum 承担后端健康、医疗、护理等职责，除赚取服务费之外，一方面，将强化医疗费用管控、有效降低赔付成本；另一方面，能够增强保险业务的服务能力，United Healthcare 可以通过 Optum 平台协助参保人进行健康管理照护、提供 PBM 服务等来优化客户体验、增强客户粘性，并加强与医疗服务供应商的有效协同工作。

- **United Healthcare 业务包括雇主和个人业务、联邦医保和退休业务、社区和州业务、国际业务，按月收取保费**

1）Employer & Individual 提供公司和个人业务：面向大中小型企业、公共部门以及个人消费者提供商业健康险。截至 2021 年末，为 2658 万人提供医疗服务。

2）Medicare & Retirement 提供老年和退休业务：主要为 50 岁及以上群体提供健康福利服务，满足其预防和急性医疗保健特殊需求，以及处理老年人常见的慢性病和其他专业问题服务，主要定位于提供 MA 和 Plan D 的保障范围，是公司保费收入的主要来源。截至 2021 年末，公司 CMS 保费收入占比 36%，该业务通过 MA 产品为 649 万人提供服务，为 950 万人提供 Plan D 保障（其中 370 万人参加独立 Plan D，其余在 MA 中纳入 Plan D 保障），通过 Medicare Supplement 产品为近 440 万老年人提供服务。

3）Community & State 提供政府医疗补助业务：主要覆盖经济弱势群体，医疗服务不足和没有雇主资助医疗保险福利的群体，包括贫困家庭临时援助（TANF）和儿童健康保险计划（CHIP）等。截至 2021 年末，该业务为 770 万人提供服务，其中近 140 万人通过《ACA》享受 18 个州的医疗补助扩展计划。

4）Global 提供国际业务：为 780 万人提供医疗和牙科福利，主要为巴西、智利、哥伦比亚和秘鲁等地提供针对当地人口的健康保险计划、护理服务、福利计划等。该业务通过 50 多家医院和 200 多家门诊、诊所、手术中心等提供医疗保健服务。

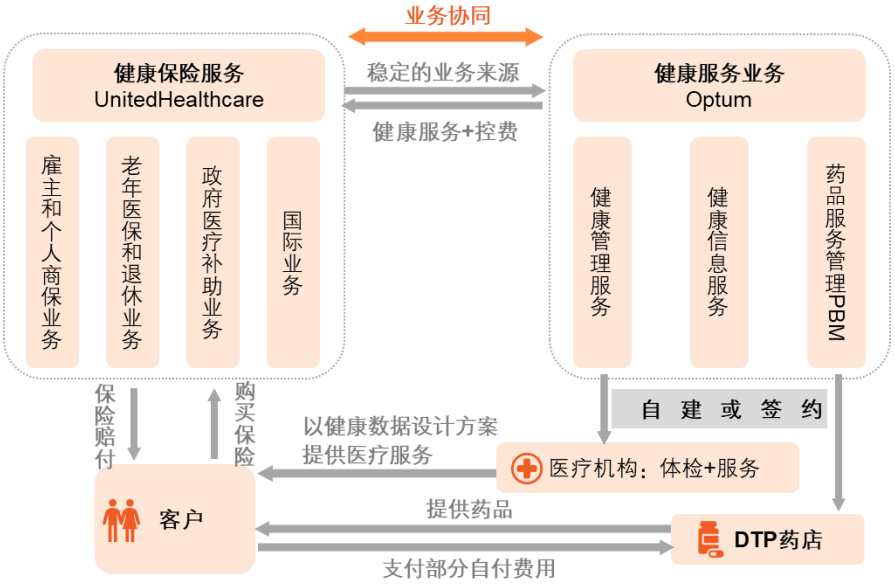
➢ **Optum 包括健康管理服务、健康信息服务、药品服务管理，收取服务费用**

1）Optum Health 提供健康管理服务，旨在控制赔付率。Optum Health 目前服务于雇主、第三方和政府部门共计 1 亿客户，主要通过自建医疗团队和签约其他医疗机构为客户提供事前预防、事中管理及事后康复护理等全流程疾病管理服务，降低发病率和医疗费用支出；也提供医疗支付相关金融服务。具体服务内容包括：①定期体检、戒烟计划、健身指导等疾病预防服务，通过疾病预防降低客户患病概率，同时提升购买体验；②协助客户分配联合健康医疗网络医疗资源，促进资源使用效率最大化，通过用药和治疗指导、疾病管理及病后康复等完整医疗服务，降低医疗费用支出；③Optum Financial 为其管理的健康账户提供资产管理服务赚取管理费和投资收益，同时在发生医疗支出结算时收取服务费用。

2）Optum Insight 提供健康信息服务，旨在协助医疗机构提升服务效率、控制费用率。Optum Insight 主要为医疗行业（医疗机构、健康管理公司、州政府、生命科学公司等）提供系统支持、数据服务和分析、研究、咨询、技术和托管服务等解决方案，帮助医疗机构提升服务水平和效率，压缩成本。收取服务费。从内部协同来看，Optum Insight 为保险与医疗生态运行提供系统支持，提高核保核赔效率，实现降本增效；并整合医疗行业的合规数据，反哺保险产品设计与定价。

3）Optum Rx 提供 PBM（药品福利管理），控制购药成本。Optum Rx 通过“零售药房（超过 6.7 万家）+药品配送体系+专科和社区健康药房+家庭和社区输液”提供全方位药房护理服务，通过药品大量采购的议价能力从支付端直接降低参保人购药成本。2021 年，Optum Rx 管理的处方药支出达 1120 亿美元，其中肿瘤、艾滋等专业药品支出 450 亿元。具体来看，OptumRx 收入来源包括：①药品大量采购价差；②协助设计并管理药品目录，赚取服务费；③客户药品的自付部分。

图表23 美国联合健康业务模式



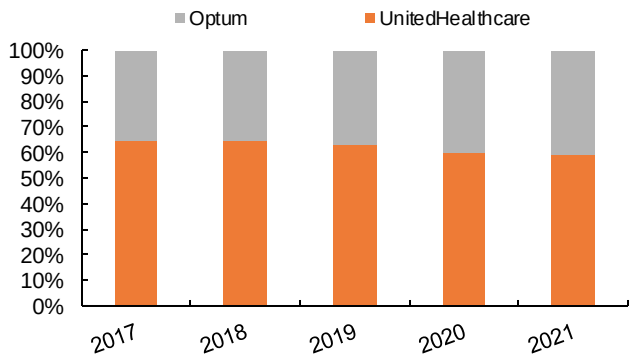
资料来源：公司年报，平安证券研究所

健康保险业务是公司主要的收入与利润来源，近年发展迅速。截至 2021 年，美国联合健康总收入约 3785 亿美元（YoY+12%）、营运利润约 240 亿美元（YoY+7%）、营运利润率 8.3%（YoY-0.4pct）。其中，United Healthcare 收入、营运利润占比分别 58.9%、50.0%，营运利润率 5.4%；随着管理式医疗的日益成熟，Optum 收入和营运利润占比近年来提升明显，2021 年分别 41.1%（YoY+0.7pct）、50.0%（YoY+5.2pct），营运利润率始终高于 United Healthcare，2021 年达 7.7%。从两类业务 2021 年的细分项收入来比来看，

1）健康保险业务：Medicare & Retirement（45.1%）>Employer & Individual（26.9%）>Community & State（24.2%）>Global（3.7%）。

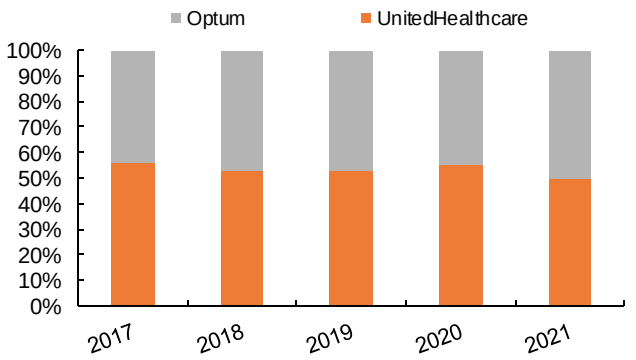
2）健康服务业务：OptumRx（57.9%）>Optum Health（34.3%）>Optum Insight（7.7%）。

图表24 美国联合健康收入结构



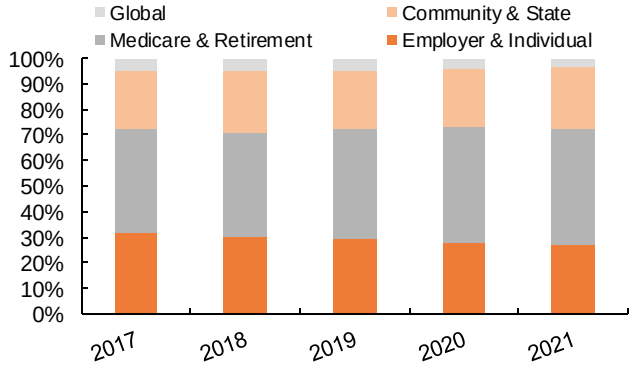
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表25 美国联合健康营运利润结构



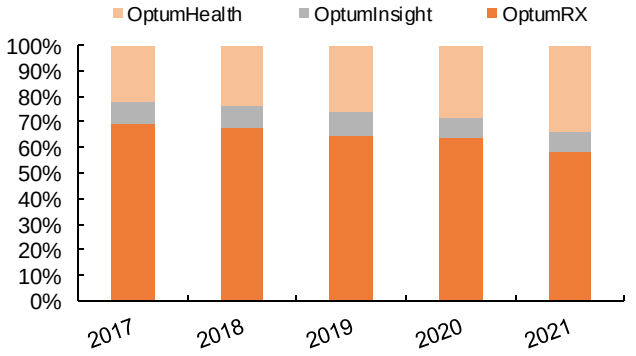
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表26 美国联合健康的健康保险业务收入结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表27 美国联合健康的健康服务业务收入结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：上述数据由于四舍五入原因，相加未必完全等于100%，原始数据无误。-

4.2 凯撒医疗：“保险+医院+医生”的自营闭环管理模式

凯撒医疗是美国成立最早、规模最大的整合医疗服务系统之一。凭借“保险+医院+医生”集团的闭环医疗管理模式，公司实现自负盈亏的高效运营，但也使得凯撒医疗业务扩张存在一定局限性。凯撒医疗（Kaiser Permanente）集团诞生于 1945 年，是美国最大的整合医疗服务系统之一。凯撒医疗发源于加州，业务也主要集中在加州地区，近年来稳步发展。截至 2021 年，凯撒医疗在美国拥有 1250 万会员，39 家医院、734 家社区诊所，2.4 万名医生、6.5 万名护士，医疗业务覆盖美国 8 个州和哥伦比亚特区。

图表28 美国凯撒医疗系统指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
医院数量	38 家	38 家	39 家	39 家	39 家	39 家	39 家
社区诊所数量	622 家	636 家	682 家	694 家	712 家	723 家	734 家
会员人数	1020 万人	1070 万人	1180 万人	1220 万人	1220 万人	1240 万人	1250 万人

医生人数	1.9 万名	2 万名	2.2 万名	2.3 万名	2.3 万名	2.4 万名	2.4 万名

资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表29 美国凯撒医疗发展历程

时间	发展历程
1933-1945 年	**探索预付制与预防医学模式，成为现代 HMOs 的雏形。**成立凯撒永久基金会，建立起初期医疗网络与转诊体系一体化的模型，在美国三个州提供预付制的医疗服务。
1946-1969 年	**组织架构拆分重组，医生集团分离。**凯撒组织拆分成：非营利性的凯撒基金健康计划（KFHP，各区域医疗保障计划的提供方）、非营利性的凯撒基金医院（KFH，对自建医疗机构的投资与管理）、盈利性的凯撒医生集团（PMG，提供医疗服务）；拆分使得凯撒组织从 Staff-model HMOs 转变成了 Group-model HMOs，变成了一个大型的、多方合作的医疗组织，截至 1969 年，凯撒医疗已扩张至六个州。
1970-2000 年	**在《HMO 法案》诞生后持续扩张。**法案签订后，已有六个州的凯撒医疗成为联邦政府认定的 HMOs，全美 HMOs 投保人数刚超过 500 万，凯撒加州地区就占据其中 200 万。随后公司进行加速扩张，并购进入东部地区市场。
2001-2010 年	**大力投资电子信息与患者管理技术，打造远程医疗体系。**凯撒医疗投资超 40 亿美元建立了美国电子医疗病历系统 KPHealthConnect，将 860 万凯撒会员的医疗记录全部电子化。其中大型患者数据库包含多种信息产品，包括客户端门户、智能设备和医疗家庭监控系统。并且，横向整合资源保证患者就诊的连续性，在此基础上实现了远程医疗。
2011-至今	**专注大健康产业投资，创新产品与服务。**基金会投资覆盖了健康信息技术、数字健康、健康护理服务、医疗设备、诊断、精准医疗等领域，推进高质量、低成本、可负担的健康医疗服务。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

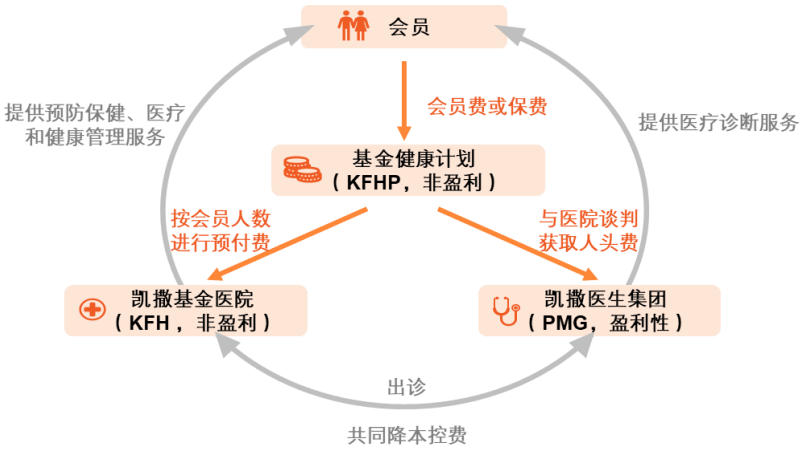
遵循“保险+医院+医生”的闭环医疗管理模式，实现自负盈亏的高效运营。凯撒医疗由凯撒基金健康计划（KFHP）、凯撒基金医院（KFH）、凯撒医生集团（Permanente Medical Groups）三个独立运营但相互依存的主体组成，在一体化系统内形成提供医疗服务并进行支付的商业闭环，为客户提供排他性的医疗和保险服务，实现了保险、医院、医生三方利益的一致。具体来看：凯撒通过销售健康险产品筹集资金，通过自建或合作建立自有医疗服务网络、为会员提供全方位医疗服务。

1）凯撒基金健康计划（KFHP）：资金来源。公司通过商业健康险和政府医保筹集资金，实行预付费制度保证稳定现金流，保费收入相对固定。KFHP 属于非营利性的公益性组织，该计划还包括美国政府针对老年人和残疾人士的医保项目，针对儿童和低收入人群的福利项目。

2）凯撒基金医院（KFH）：提供医疗服务，旨在降低赔付率。公司自建社区医院、门诊设施，或与社区医院合作，为会员提供预防保健、医疗和健康管理等综合服务。KFH 属于非营利性的公益性组织，为 KFHP 所拥有并运营，主要负责制定预算并为会员解决健康管理和医疗服务需求，结余的资金可以在集团内部再分配。凯撒医疗通过电话转诊中心降低急诊率，通过向基层门诊沉降诊疗、单人病房、标准化治疗方案、增加日间手术、减少住院日等方式降低医疗费用。根据清华五道口金融学院统计，凯撒医院的同类医疗服务成本较美国医院平均成本水平低17%。

3）凯撒医生集团（PMG）：提供医疗诊断，提高医生控费意愿。PMG 是由医生合伙组成的专业组织构成，为会员提供医疗诊断服务，医生从凯撒医院获取人头费（健康基金支付）、与保险业务风险共担，医生收入有限且无法从额外医疗费用中获得额外报酬，而是结余资金可内部再分配，激励医生减少医疗资源浪费、增强控费意愿。

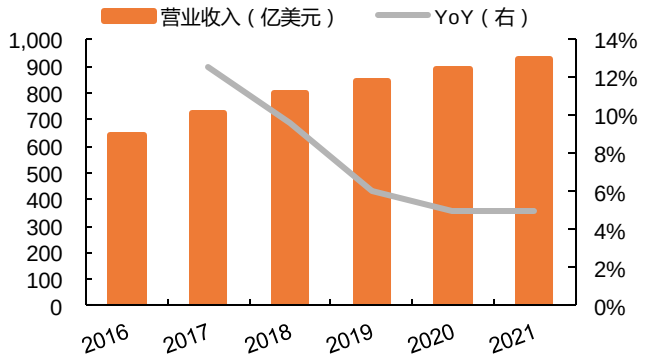
图表30 美国凯撒医疗业务模式



资料来源：公司年报，平安证券研究所

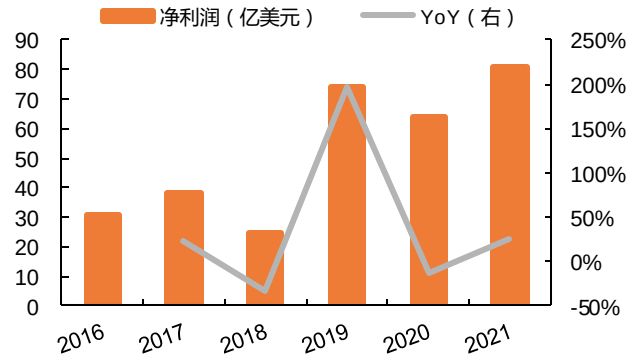
凯撒医疗营业收入增速放缓，净利润波动较大。截至 2021 年末，凯撒医疗营业收入 931 亿美元（YoY+5%），净利润 81 亿美元（YoY+27%）。营业收入增速放缓或由于会员人数增长趋于稳定；而净利润波动较大，2019 年净利润同比增长显著，主要由于投资收益影响。

图表31 美国凯撒医疗收入表现



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表32 美国凯撒医疗净利润表现



资料来源：公司年报，平安证券研究所

五、 经验借鉴：关注 PBM 和联合健康模式的业务机遇

凯撒医疗的重资产模式发展需要会员和医疗机构累积，HMO 初期发展更适合联合健康模式。凯撒医疗采取自建或签约医院的重资产模式，自营闭环模式的运营需要会员数量达到一定规模，才能够支撑医院运转。在一体化系统内，凯撒的医院端不与其他保险公司合作、凯撒的保险端不与外部医疗机构合作，导致凯撒医疗的市场扩张速度受到限制、也难以满足客户对更高水平医疗机构就诊和使用品牌药的需求。因此，尽管凯撒医疗是 HMO 的最早萌芽之一，当前业务仅涵盖美国的 8 个州，且受到各州医疗、保险政策的制约。而联合健康主要通过自建医疗团队和签约其他医疗机构为客户服务，通过并购的方式拓展业务版图，收入和利润来源多样化、能够实现 HMO 的快速壮大。

商业保险公司议价能力较弱，但天然具备产业链整合能力，可以通过“医疗+保险+药品”产业进行一体化布局来控制医疗服务和药品费用、提高定价能力，为客户提供健康管理服务。公立医疗卫生机构是我国医疗服务的主要提供者、政府掌握核心议价权，我国基本医保广覆盖、基本医保是医疗费用的主要支付方，商业健康险主要提供延伸保障、商业保险公司议价能力较弱。目前，我国药店渠道竞争激烈、独立机构的资源有限；而美国 PBM 发展主要受益于医药分离、药品自主定价和政府医保、商业医保兼备的多元化支付方，但药品销售终端是客户，保险公司掌握客户资源和保险支付，“独立 PBM”和“药店+PBM”的模式并不适用，“保险+PBM”的模式更值得借鉴。保险公司下游面向客户，上游面向医院、药企，保险资金具备长期属性，天然具备整合产业链的能力，因此可以通过收购医疗 IT 服务商、医疗大数据公司和药品渠道公司等方式延伸产业链，对“医疗+保险+药品”产业进行一体化布局，有效控制医疗服务和药品费用、提高定价能力，为客户提供健康管理服务。

六、 风险提示

1）海内外疫情反复，影响商业健康险销售。商业健康险主要依赖线下销售，当前重疾险饱和度相对较高，疫情反复，影响代理人线下展业；此外，部分消费者收入受影响、对于非必需产品的消费意愿下降，阻碍商业健康险销售。

2）政策落地不及预期。当前我国大健康产业发展处于初期阶段，政策支持至关重要。若健康险及健康产业的激励政策落地不及预期，将影响大健康产业发展进程。

3）险企健康管理发展进度不及预期。政策鼓励发展管理式医疗，但我国医疗支付方主要是医保基金，商业保险公司话语权有限；医疗体系以公立医院为主，政府掌握多数医疗资源，险企与医院和产业上下游的合作有待进一步打通。因此，目前险企的健康管理主要作为增值服务，健康管理发展仍处于相对初期阶段，管理式医疗的发展需待政策落地以及相关险企战略转型的持续推进。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033