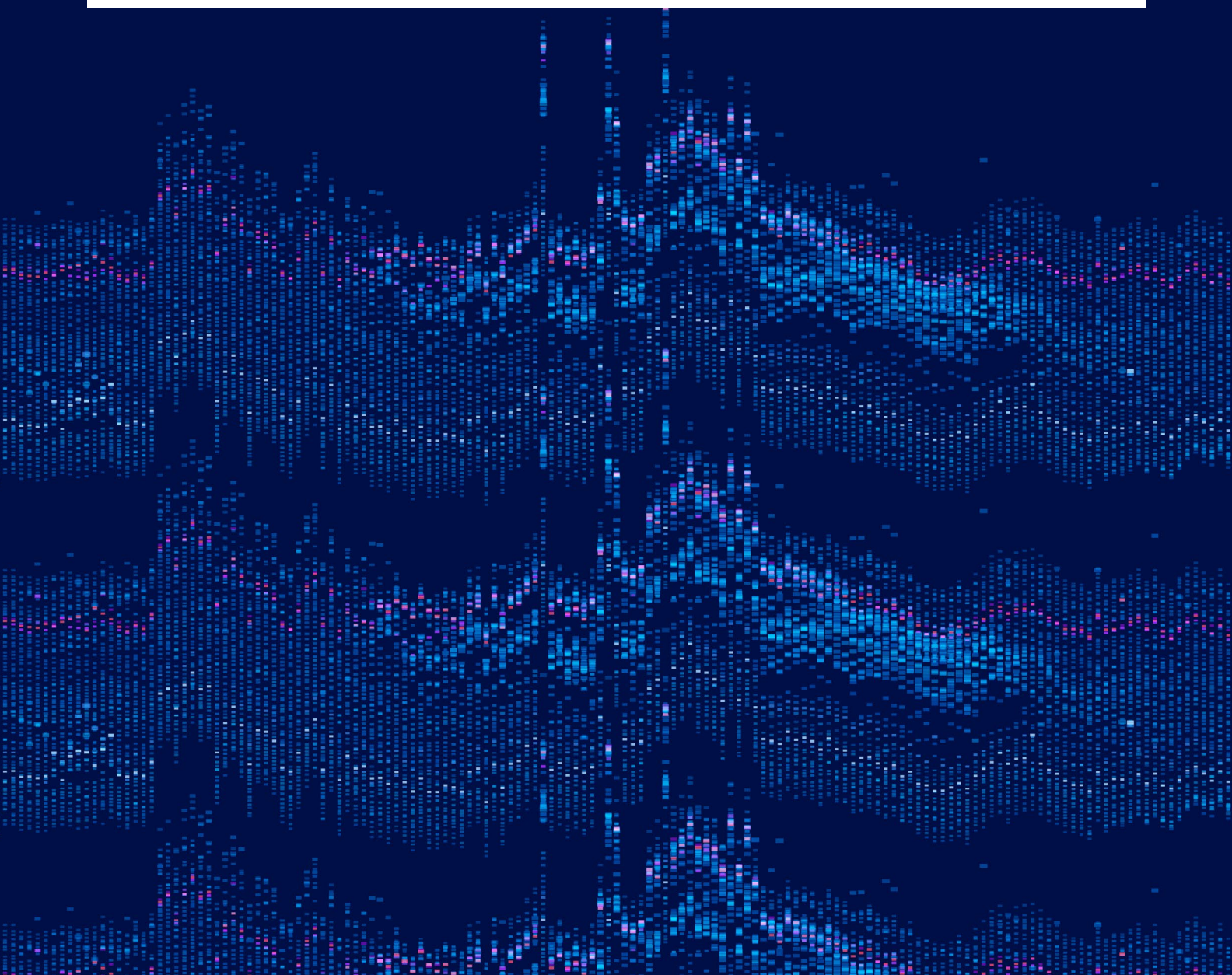


OLIVER WYMAN
A MARSH BUSINESS

健康保险机构 资金状况

2026年夏季



我们呈献《健康险商财脉》2026年夏季刊。本期脉动包含：**年度法定财务经验报告** 为健康保险公司直至2025年的重点内容 **2026年第一季度上市公司财务报表，市值** 针对上市公司及法定资本/风险资本（RBC）趋势，以及近期 **资本管理与再保险** 活动。我们的目标是让您及时了解影响健康保险公司财务成果和盈利能力的关键市场趋势和动态。我们希望您喜欢这本简报并从中获得有价值的信息。请期待我们2026年秋季的下一期。

2025法定财务报告显示个人、集团、医疗保险和医疗补助市场利润率恶化

2025年，全市场税前利润率下降至-0.9%，除医疗补助管理服务（Medicaid Managed Care）外，各业务线的亏损率均较2024年有所上升。

大型上市公司2026年第一季度财务表现改善

总入学人数大幅下降，而未加权平均报告利润率从2025年第一季度到2026年第一季度有所上升，因为承运商更注重利润率的提升而非会员增长。

2025年RBC比率与2021年相比显著下降

2021年至2025年间，健康公司的RBC比率下降了近100个百分点，因为授权控制水平（ACL）的增长速度超过了总调整资本（TAC），这可能是由于亏损率较高所致。总体而言，所有类型的承保人在2024年和2025年其RBC比率均显著下降。

资本管理与再保险

在本节中，我们讨论了拟议中对基于健康风险的资本（HRBC）框架的修改可能产生的影响，特别是围绕承保风险和健康管理信用部分。我们还讨论了潜在的资本解决方案，以帮助抵御财务风险。

本期

市场健康保险财务状况

3

大型上市公司的财务表现

8

市值：法定资本/一级市场趋势

14

资本管理与再保险

17

市场健康保险财务状况

我们总结了报告了2025年全年法定财务信息的承运商的盈利趋势。¹ 我们还总结了个人、团体、医疗保险和医疗补助市场的招生和流失率趋势。总体而言，2025年的税前利润下降了至-0.9%，除医疗补助管理服务外，所有业务线的流失率均较2024年有所上升。

所有市场

商业、医疗保险、医疗补助及其他

利润率

2025年，上市公司和非上市公司蓝盾的利润空间有所减少，而其他健康承保人的利润空间则有所增加。

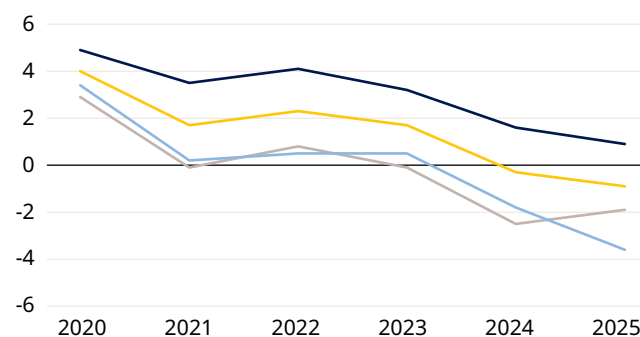
上市公司比例从2024年的1.6%下降至2025年的0.9%。非上市公司蓝盾及其他健康承保商的利润率分别为-3.6%和-1.9%，呈负值。



所有市场税前利润率

2020年至2025年/公共 vs. 蓝色 vs. 其他

税前利润率（占保费百分比）



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
上市公司	4.9%	3.5%	4.1%	3.2%	1.6%	0.9%
非公开蓝盾	3.4%	0.2%	0.5%	0.5%	-1.8%	-3.6%
其他健康携带者	2.9%	-0.1%	0.8%	-0.1%	-2.5%	-1.9%
所有健康携带者	4.0%	1.7%	2.3%	1.7%	-0.3%	-0.9%

仅限NAIC健康空白表格。不包括NAIC人寿/意外/健康、NAIC财产险与责任险以及CA DMHC申报者。所有时期的数据异常和不一致均已调整。2020年个人市场保费每百万美元支付额（Premium PPM）和损失率（Loss Ratios）受最高法院关于缅因社区健康选择诉美国案（Maine Community Health Options v. United States）的裁决所报告的ACA风险走廊计划金额影响。数据截至2026年5月。

集团市场¹

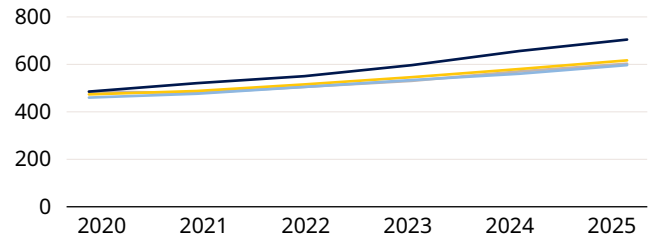
每平方米保费

2025年团体保费PMPM有所增长，平均市场保费达到617美元PMPM，较2024年增长6.3%。上市公司保费在2025年增幅最大（7.4%），而其他健康承保人的增幅最小（5.7%）。



商业集团保费 每千人平均保费

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
高级 PMPM (美元)



注册²

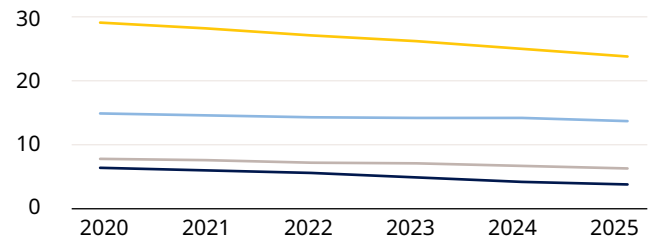
2025年，全面全额保险团体市场的参保人数下降，延续了近年来出现的负面趋势。

上市公司的新增人数降幅最大（8.9%），而非上市蓝盾和其他健康承保人的降幅则更接近整体市场4.8%的降幅。

2020	2021	2022	2023	2024	2025
29.1	28.2	27.1	26.2	25.0	23.8

商业集团入会

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
承保人口 (百万)

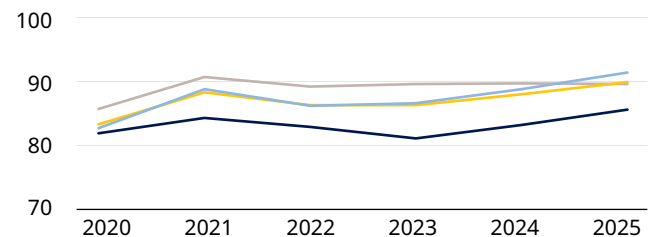


损失率

2025年的报告损失率为89.9%，较2024年上升了1.9%。上市公司（+2.4%）和非上市公司 Blues（+2.6%）推动了整体增长，而其他健康承保人变化不大（-0.1%）。

商业集团损失率

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
损失率 (%)



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
上市公司	81.9%	84.3%	82.9%	81.1%	83.2%	85.6%
非公开蓝调	82.7%	88.8%	86.2%	86.6%	88.8%	91.4%
其他健康携带者	85.7%	90.7%	89.2%	89.6%	89.7%	89.6%
所有健康携带者	83.3%	88.3%	86.3%	86.3%	88.0%	89.9%

1. 仅限NAIC健康空白数据。不包括NAIC人寿/意外/健康、NAIC财产险和CA DMHC申报数据。所有时期的数据异常和不一致均已调整。数据截至2026年5月。2. 部分市场参保数据未纳入统计，其中尤为突出的是由人寿/意外/健康法定申报机构承保的部分，在审阅本图表及本报告其他图表时需予以考虑。

个体市场¹

每平方米保费²

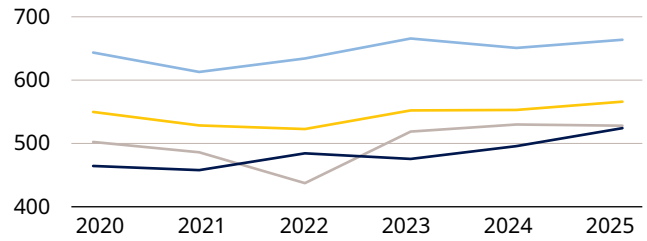
2025年个人保费按月均（PMPM）有所增长，报告显示个人市场的平均保费为566美元PMPM，较2024年增长了2.4%。

上市公司（5.7%）增幅最大，其次是未上市蓝筹股（2.0%），而其他健康险公司略有下降（-0.4%）。



综合个人保费 每月每人

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
高级 PMPM (美元)



注册³

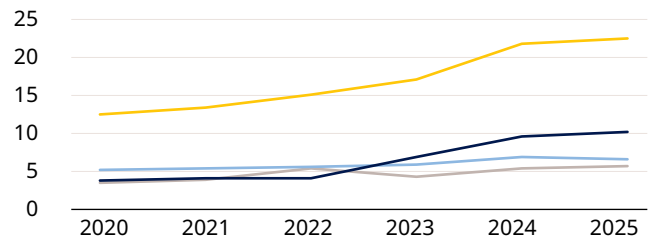
2025年的总体入学率相对于2024年平均增长了3.0%。

上市公司和其他健康承保机构均增长了6.2%，而非上市公司蓝十字的承保量则下降了4.2%，两者相抵。

2020	2021	2022	2023	2024	2025
12.5	13.4	15.1	17.1	21.8	22.5

全面个人参保

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
承保人口 (百万)



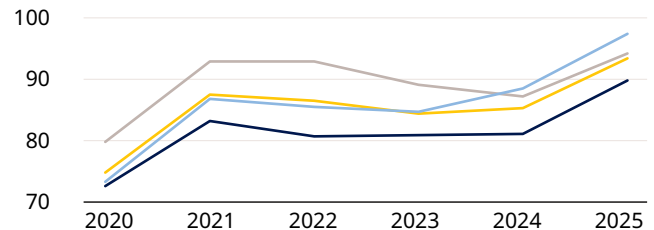
损失率²

2025年的报告损失率显著上升至93.4%，较2024年增长8.1%。所有承运人类型均增长7.0%至8.9%，其中上市公司报告的损失率最低为89.8%，非上市公司蓝筹股报告的最高为97.4%。

综合个体损失率

公共 vs. 蓝色 vs. 其他

损失率 (%)



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
上市公司	72.6%	83.2%	80.7%	80.9%	81.1%	89.8%
非公开蓝调	73.3%	86.8%	85.5%	84.7%	88.5%	97.4%
其他健康携带者	79.8%	92.9%	92.9%	89.1%	87.2%	94.2%
所有健康携带者	74.8%	87.5%	86.5%	84.4%	85.3%	93.4%

1. 仅限NAIC健康空白数据。不包括NAIC人寿/意外/健康、NAIC财产险与责任险以及CA DMHC申报数据。所有时期的数据异常和不一致均已调整。数据截止至2026年5月。
2. 2020年的每千美元保费收入和损失率受最高法院关于缅因社区健康选择诉美国案判决影响的ACA风险走廊计划申报金额影响。
3. 部分市场参保数据未纳入统计，尤其值得注意的是由人寿/意外/健康法定申报机构承保的部分，在审阅本图表及本报告其他图表时需予以考虑。

医保优势计划¹

注册²

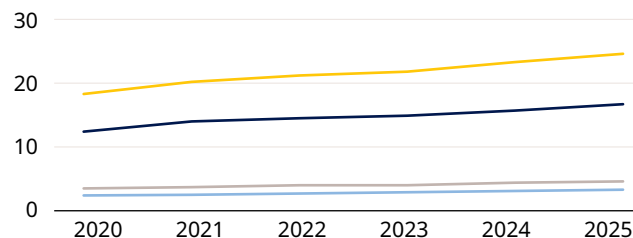
2025年，医疗保险优势计划（MA）市场的参保人数持续增长，整体增长趋势由人口结构和MA计划的持续受欢迎程度驱动，呈现逐步上升的态势。不同类型公司之间的增长相对均衡，其中上市公司增长了6.4%，非上市公司（蓝十字）增长了7.6%，其他健康承保商增长了3.0%。

2020	2021	2022	2023	2024	2025
18.3	20.2	21.2	21.8	23.3	24.6

— 公共的公司
— Non-公众蓝调
— 其他健康承运人
— 所有健康承运人

医疗保险参保

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
承保人口（百万）

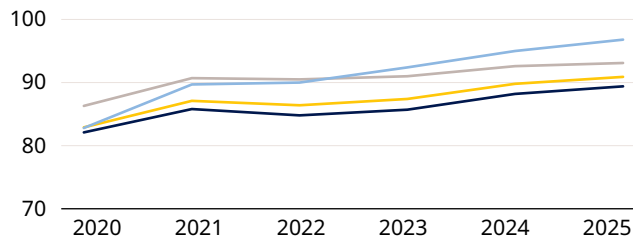


损失率

2025年的报告损失率增至90.9%，较2024年上升了1.1%。这一增长在公司类型中分布较为均匀，非上市公司蓝盾计划增长了1.8%，上市公司增长了1.2%，其他健康承保人增长了0.5%。

医疗保险赔付率

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
损失率（%）



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
上市公司	82.1%	85.8%	84.8%	85.7%	88.2%	89.4%
非公开蓝调	82.8%	89.7%	90.0%	92.4%	95.0%	96.8%
其他健康携带者	86.3%	90.7%	90.5%	91.0%	92.6%	93.1%
所有健康携带者	82.9%	87.1%	86.4%	87.4%	89.8%	90.9%

1. 仅限NAIC健康空白数据。不包括NAIC人寿/意外/健康、NAIC财产险和CA DMHC申报数据。所有时期的数据异常和不一致均已调整。数据截至2026年5月。2. 部分市场参保数据未纳入统计，其中尤为突出的是由人寿/意外/健康法定申报机构承保的部分，在审阅本图表及本报告其他图表时需予以考虑。

医疗补助管理式护理¹

注册²

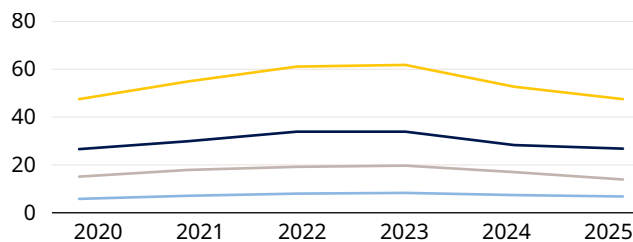
2025年，在承保的Medicaid管理计划中，参保人数与2024年相比显著下降了9.8%。上市公司降幅最低，为5.4%，其次是非公立蓝十字计划为7.6%，其他健康承保商降幅最大，达到18.1%。

2020	2021	2022	2023	2024	2025
47.5	54.9	61.1	61.8	52.7	47.5



医疗补助计划参保

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
承保人口 (百万)

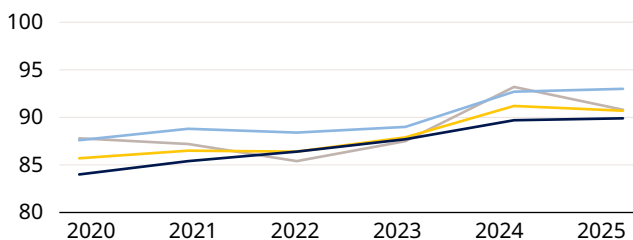


损失率

2025年的报告损失率下降至90.7%，较2024年下降了0.5%。其他健康承保人推动了2.4%的降幅，而非公立蓝十字和公立公司则出现小幅增长。

医疗补助计划赔付率

公共 vs. 蓝色 vs. 其他
损失率 (%)



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
上市公司	84.0%	85.4%	86.4%	87.7%	89.7%	89.9%
非公开蓝调	87.6%	88.8%	88.4%	89.0%	92.7%	93.0%
其他健康携带者	87.8%	87.2%	85.4%	87.5%	93.2%	90.8%
所有健康携带者	85.7%	86.5%	86.4%	87.9%	91.2%	90.7%

1. 仅限NAIC健康空白数据。不包括NAIC人寿/意外/健康、NAIC财产险和CA DMHC申报数据。所有时期的数据异常和不一致均已调整。数据截至2026年5月。2. 部分市场参保数据未纳入统计，其中尤为突出的是由人寿/意外/健康法定申报机构承保的部分，在审阅本图表及本报告其他图表时需予以考虑。

大型上市公司的财务表现

我们审查了截至2026年第一季度的大型上市公司的承保业务盈利能力，注意到未加权平均报告利润率从2025年第一季度上升到2026年第一季度，除联合健康公司（UnitedHealthcare）外，所有保险公司第一季度的利润率均有所增长。

净利润趋势——承保业务

总体而言，这四家保险公司的未加权平均利润率（净收入/保费）为6.5%，比2025年第四季度的未加权平均1.0%高5.5个百分点，比2025年第一季度的未加权平均5.3%高1.2个百分点，主要受Aetna、CVS Health和Cigna利润增长推动。

联合健康在2026年第一季度的净利润为5.7%，与2025年第一季度的5.8%利润率相符，且远超2025年第四季度的盈亏平衡点，这主要得益于其优先考虑利润恢复和产品稳定性，并在会员增长方面做出了有意识的权衡。

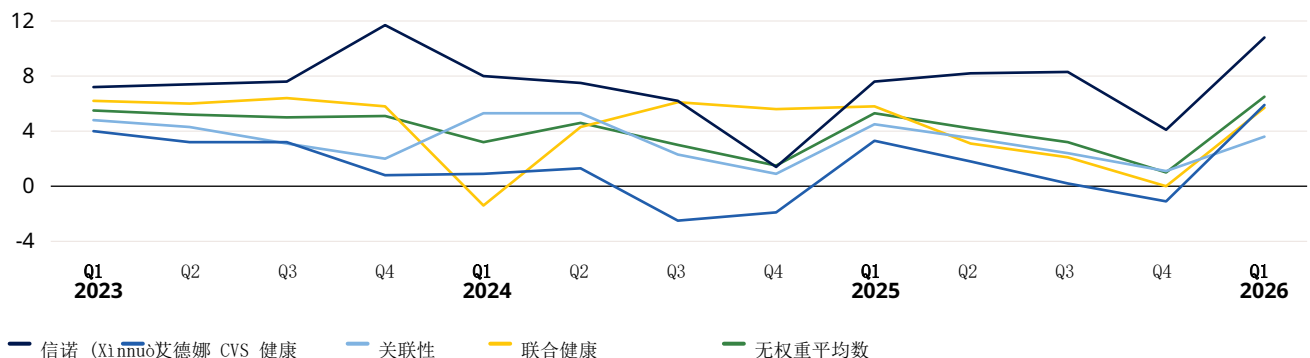
Elevance的利润率从2025年第一季度下降至2026年第一季度，下降了0.9%，这主要是由于非收益性支出的增加所驱动。

安泰 CVS 健康的利润率从 2025 年第一季度到 2026 年第一季度增长了 2.6%，由于政府业务表现改善以及去年个人交易所产品线中未记录的 4.48 亿美元保费不足准备金的消失，2026 年第一季度实现了 5.9% 的净利润率。

信诺保险在2026年第一季度的利润率为10.8%，较2025年第一季度增长了3.2%，这主要得益于其剥离了Medicare Advantage、Medicare Individual Stand-Alone Prescription Drug Plans以及Medicare和其它补充性福利业务相关医疗成本的降低。

医疗保健预计净收入（占保费百分比）— 保险业务
Q1 2023 - Q1 2026

净利润（占保费百分比）



医疗损失率

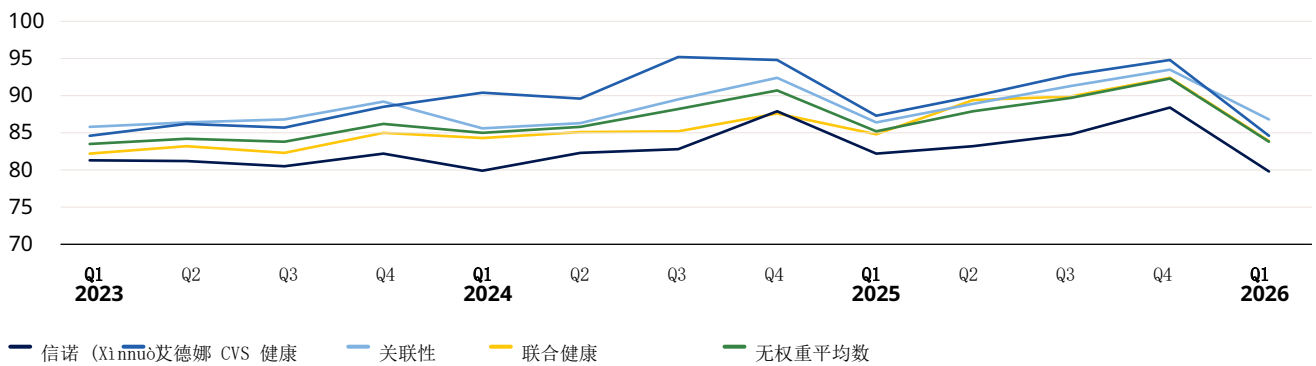
2025年，成本上涨趋势对业务产生了显著影响；然而，2026年第一季度有所改善。总体而言，2026年第一季度的未加权平均损失率为83.8%，比2025年第一季度的85.2%低1.4个百分点。Cigna和Aetna CVS Health与2025年第一季度相比，均下降了超过2.0%。

2026年第一季度，Aetna CVS Health报告的综合损失率为84.6%，Cigna为79.8%，Elevance为86.8%，UnitedHealthcare为83.9%。

医疗损失率

Q1 2023 - Q1 2026

损失率 (%)



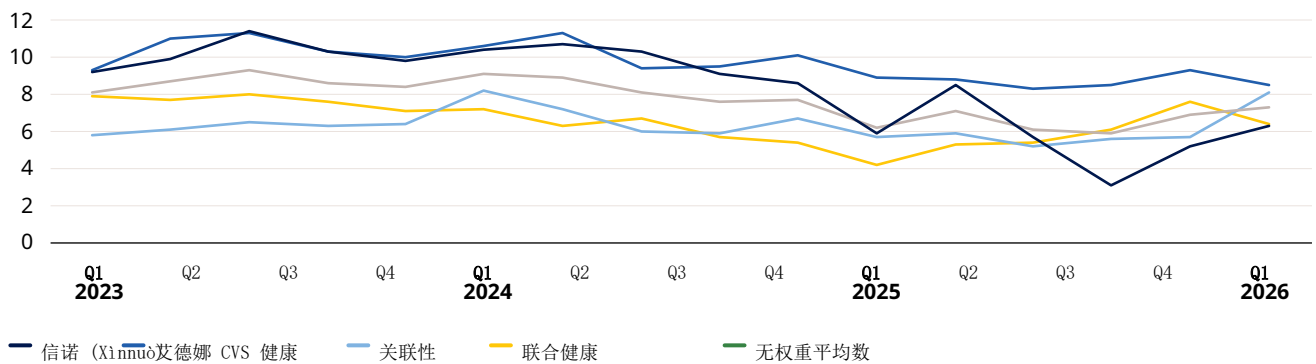
预计运营费用比率

在连续数年下降趋势后，运营费用率（运营费用/保费）在2025年第一季度（7.1%）和2026年第一季度（7.3%）之间略有上升。Aetna CVS Health（-0.3%）和Cigna（-2.2%）均报告了下降，而Elevance（2.2%）和UnitedHealthcare（1.1%）则有所上升。值得注意的是，Elevance报告了自2023年第三季度（8.2%）以来最高的运营费用率（8.1%），且远高于其历史平均水平。

运营费用比率

Q1 2023 - Q1 2026

运营费用比率 (%)



盈利要点：2026年第一季度盈利公告及电话会议记录

使用

许多承运商评论了他们在2026年第一季度所看到的利用趋势，指出整体利用率与预期相符或略低。

- **艾德娜 CVS 健康** 本季度报告的医疗获益比率为84.6%，由于去年发展良好，低于预期。他们预计全年MBR将在90.0%至91.0%的范围内。

- **塞尼公司** 本季度健康效益比（HBR）为87.3%。医疗补助计划（Medicaid）的HBR从2025年第一季度的93.6%下降至2026年第一季度的93.1%，降低了0.5%。结合医疗保险优势计划（Medicare Advantage）和定点药物计划（PDP）的HBR为84.9%，低于预期。值得注意的是，PDP的专科药品趋势低于预期。总体趋势仍然较高，特别是在行为健康和居家护理领域。最后，由于银级计划参保人数利用率高于预期，导致2026年第一季度的市场业务HBR有所提高，Centene公司认为这将被有利的风险调整结果所抵消。

- **信诺 (Xìnnuò)** 本季度医疗服务比例低于预期，为79.8%，主要受流感就诊量下降和因天气原因推迟就诊的影响。全年医疗服务比例（MCR）预计仍将在83.7%至84.7%的范围内。注意到他们观察到更多个人交换会员选择加入青铜计划，由于共付比例较高，这导致了第一季度MCR的下降。

- **关联性** Elevance在本季度经历了86.8%的合并费用率。这一低于预期的结果，是由于个人ACA业务中的有利理赔经验和季节性影响，其中由于计划设计，较高比例的会员在下半年选择了与成本更高的青铜计划相关联的计划。

- **humana:** 本季度报告的医疗费用收入比为89.4%，较2025年第一季度上升了240个基点，主要原因是Medicare星级评定带来的收入负面影响、近期年度选举期间个人MA会员增长的影响，以及与2025年相比，2026年季度有利的既往医疗理赔准备金发展较低。

- **莫利纳:** 报告本季度全公司医疗费用比率为91.1%，增加了190

与2025年第一季度相比，基点反映了持续的高医疗成本趋势环境。本季度的Medicare MCR为89.8%，符合预期，但由于MMP会员过渡为整合型双重产品，导致产品组合变化，较2025年第一季度高出150个基点。本季度的Marketplace MCR较2025年第一季度上升370个基点至85.4%（2025年第一季度为81.7%），这是由上年风险调整预估变化以及CMS持续的项目诚信举措所驱动。本季度的Medicaid MCR为92.0%，较2025年第一季度（90.3%）上升170个基点，反映了高水平的利用率，尽管整体趋势符合预期。

- **联合健康 (Liánhé Jiànkāng)** 本季度报告的医疗护理比例为83.9%，较2025年第一季度下降了90个基点，符合预期。该降幅主要受有利储备发展和成本趋势与定价趋势一致性的推动。联合健康医疗指出，他们继续观察到与2025年相似的高额医保利用率。此外，他们还强调，医疗补助计划存在高趋势和资金不足的问题，预计这将压缩该业务线的利润空间。

会员资格：商业医保

在其业绩电话会议期间，大多数运营商提供了对其年初至今会员表现的见解。大多数运营商更关注利润率的提升而非会员增长。

- **艾德娜 CVS 健康** 本季度末，医疗会员数约为2600万，较2025年第四季度减少了约60万会员，原因是部分会员退出个人交易业务，而商业付费会员的增长在一定程度上弥补了这一损失。

- **塞尼公司** 本季度末基本医疗保险会员数约为1240万人，较上一季度略有下降。市场计划会员数约为360万人，较上一季度减少近200万人。值得注意的是，Centene预计全年市场计划会员数将略超过300万人。

- **信诺 (Xinnuo)** 2026年第一季度末，其医疗客户数量约为1830万，较2025年第一季度增长约30万，主要得益于中端市场和精选市场客户增长。此外，他们还指出，计划在年底退出个人交换业务，作为其投资组合战略调整的一部分。

- **关联性** 本季度末，医疗会员数约为4540万，较上一季度增长约20万。增长主要来自商业付费会员的增长和个体ACA计划的较高参保率，但部分被Medicare Advantage、雇主团体风险和医疗补助计划的下降所抵消。预计第二季度末个体ACA会员数将达到120万；然而，由于市场新动态以及因增强型保费税收抵免到期导致的产品结构发生重大变化，他们尚未调整该细分市场900万会员的全年预期。

- **humana:** 本季度末会员数约为1770万人，较2025年第一季度增长了约290万人。这一增长主要得益于个人Medicare Advantage会员数增加了约120万人，以及PDP会员数增加了约140万人。

- **莫利纳:** 本季度末会员数约为500万，较去年年底减少了40余万。该下降主要是由市场平台 (Marketplace) 的会员注册减少所致，其会员数从2025年底的60万降至本季度末的30万。莫利纳 (Molina) 预计该细分市场的会员数将在年底达到约25万。值得注意的是，市场平台业务中的大部分会员为续订会员，且主要集中在白银会员等级。

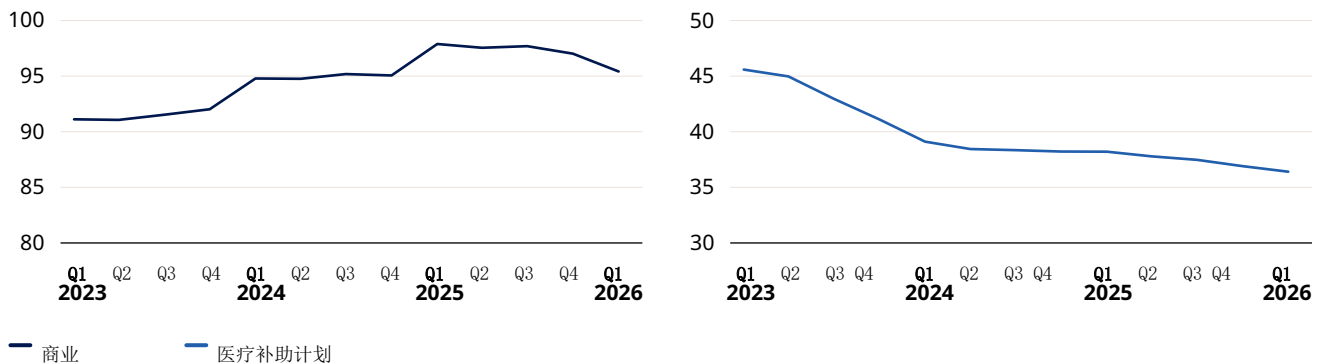
- **联合健康 (Liánhé Jiànkāng)** 自2025年底以来，联合健康保险的会员人数减少了约70万人，受Medicare Advantage计划性缩减影响，该季度末会员总数为4910万人。总体而言，自2025年底以来，Medicare Advantage会员人数减少了约100万人，预计到2026年底前还将再减少30万人。

下表展示了在报告入学人数方面，针对一组在持续基础上拥有可用计数数据的公共公司，其商业保险和医疗补助计划在最近13个季度内的变化情况。在该季度，商业保险总会员人数减少了约160万，而医疗补助计划会员人数减少了约50万。在同一季度内，商业保险和医疗补助计划均出现减少，这一结果与历史趋势相比是非同寻常的，并且主要是由《平价医疗法案》(ACA) 市场参与情况和动态所驱动的。

会员资格

Q1 2023 - Q1 2026

会员数 (百万)



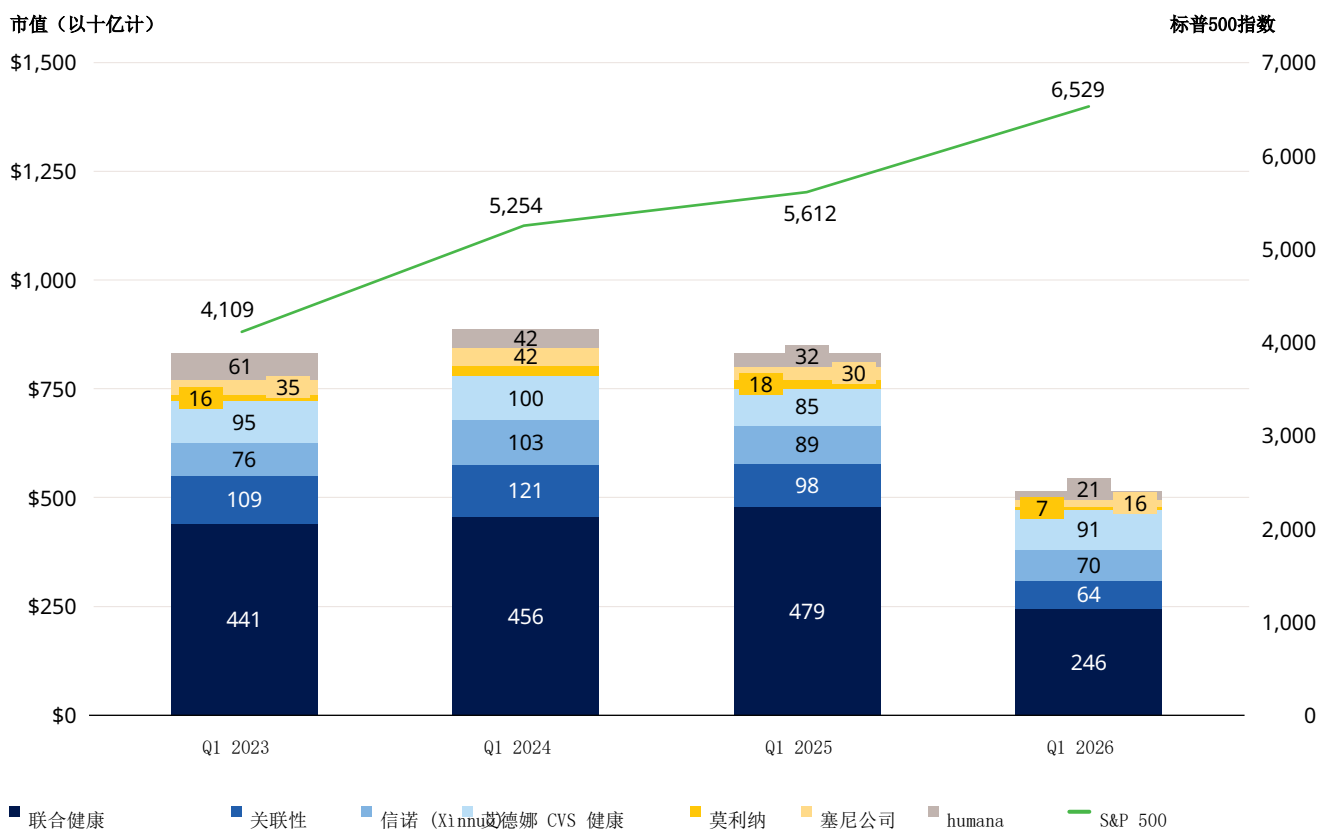
市值

截至2026年5月的健康计划资本化

2023-2026年市值同比变化

2023年第一季度至2026年第一季度期间，我们追踪的七家公共医疗保健公司的市值的总和显著下降了38.1%。同期，标普500指数增长了58.9%，超过了医疗保健公司96.9%。值得注意的是，医疗保健公司与标普500指数之间的市值差异中有很大一部分可以归因于过去一年。从2025年第一季度到2026年第一季度，这七家上市公司的市值下降了38.1%，而同期标普500指数增长了16.3%。

市值 — 公共卫生公司



备注：2025年第一季度至2026年第一季度的资本化增长。标普500指数：+16.3%，公共医疗保健公司：-38.1%

2025年第四季度与2026年第一季度市值对比

从2025年第四季度到2026年第一季度，我们监测的七家公共医疗保健公司市值均出现下降。Cigna略有下跌，市值下降4.3%，与该季度标普500指数下跌4.6%相吻合。Aetna CVS Health出现中度亏损，市值下降9.3%。Centene、Elevance、Molina和UnitedHealthcare分别面临20.4%、17.5%、22.2%和17.9%的显著下滑。Humana损失最为严重，其市值暴跌32.4%。

市值变化——公共卫生公司

Q4 2025 - Q1 2026

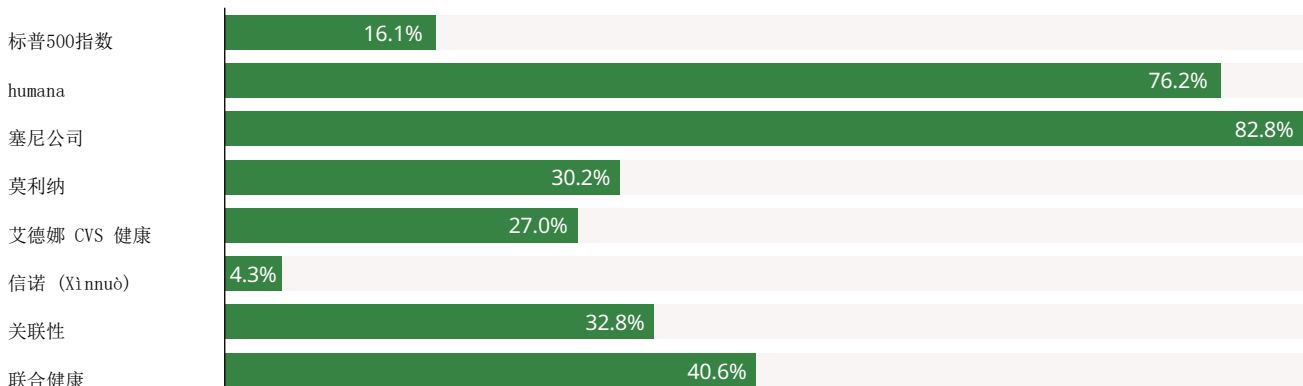


2026年5月29日 VS 2026年3月31日市值

2026年第一季度市场表现尤为糟糕后，我们监测的七家公共医疗保健公司在其第二季度市值均出现大幅反弹，报告的财务状况有所改善。截至2026年5月29日收盘，我们监测的公共公司整体市值较2026年3月31日收盘时上涨了34.4%，这一涨幅显著高于同期标普500指数 (+16.1%)。其中，Centene和Humana分别录得82.8%和76.2%的最大涨幅。UnitedHealthcare、Elevance、Molina和Aetna CVS Health分别录得40.6%、32.8%、30.2%和27.0%的显著涨幅。Cigna的涨幅较低，为4.3%。我们注意到，尽管2026年第二季度至今市值已大幅上涨，但截至2026年5月29日，我们监测的这些公司的整体市值仍比2025年第一季度末低16.4%。

市值变化——公共卫生公司

2026年3月31日 - 2026年5月29日



市值：法定资本/一级市场趋势

市场总调整资本（TAC）因持续承保人增长、承保利润和投资收益的综合影响而增加。然而，风险资本（RBC）比率却下降，因为TAC的增长速度低于授权控制水平（ACL）的金额。

资本持有¹

• 2021年至2025年间，健康公司持有的总资本从2252亿美元增长至2692亿美元，尽管这一增长在年份、承运类型和承运人之间存在不均衡。

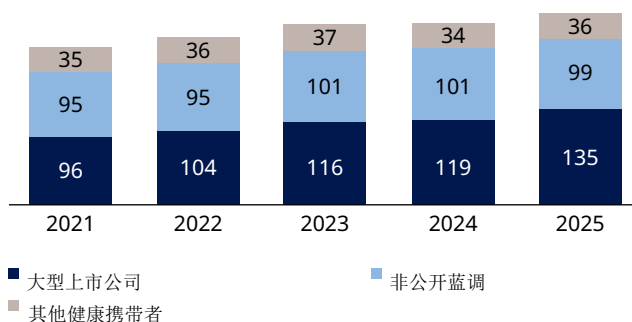
• 大型上市公司增幅最大，在五年期间增加了390亿美元。

• 非公立蓝盾及其他健康承保人的总资本在该期间内没有发生重大变化。

按承运人类型调整后的总资本

2021 - 2025

总调整资本（十亿美元）



红细胞比率¹

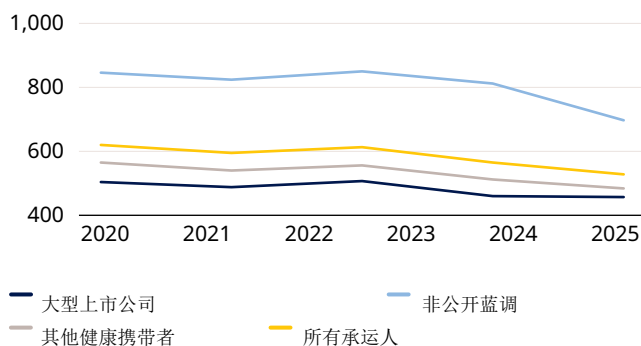
• 2021年至2025年的五年期开始于三年相对稳定的RBC比率，随后两年所有承运类型均出现下降。

• 大型上市公司整体在2024年其RBC比率经历了显著下降，但在2025年该比率趋于稳定。

• 非公开蓝盾的RBC比率在2023年至2025年期间与其他承运类型相比出现了更显著的下降，然而，它们仍然持续拥有最高的RBC比率，这反映了由于它们在业务运营之外筹集资本的能力有限，因此希望保留更多资本。

按承运人类型划分的RBC比率

2021-2025



	本年 调整后的溢价（单位：十亿） 主要医疗	本年 （单位：十亿）	2021	2022	2023	2024	2025
大型公共交易公司	770.0	134.6	504%	488%	507%	460%	457%
非公开蓝调	307.5	98.6	846%	824%	850%	812%	697%
其他健康携带者	231.9	36.0	565%	540%	556%	512%	484%
所有健康携带者	1,309.5	269.2	620%	595%	613%	565%	528%

母公司年度红细胞压积（RBC）结果可能因公司并购、公司结构调整、保费增长及其他因素而不尽一致。

上市公司市净率¹

大型上市公司杠杆率（RBC比率）从2021年至2025年下降了约10%，即50个百分点（pps），其中大部分降幅发生在2024年。

安泰 CVS 健康是唯一一家在 2023 年至 2025 年间 RBC 比率有所上升的保险公司，尽管他们在 2021 年至 2025 年间仍经历了近 60 个基点的显著下降。

所有上市公司RBC比率的大约50个基点的下降是由授权控制水平RBC的大约55%的增长所驱动的，这略有被总调整资本41%的增长所抵消。

上市公司	本年	本年	2021	2022	2023	2024	2025
	调整后的溢价（单位：十亿）	调整后的溢价（单位：十亿）					
联合健康	275.9	41.4	572%	528%	536%	455%	471%
艾德娜 CVS 健康	114.9	22.8	603%	558%	544%	496%	554%
humana	112.6	14.1	414%	454%	464%	469%	437%
关联性	109.3	20.4	478%	494%	516%	458%	492%
塞尼公司	103.2	15.0	447%	447%	466%	469%	360%
莫利纳	33.7	3.9	320%	316%	395%	386%	328%
信诺 (Xinuo)	20.3	17.0	503%	459%	507%	444%	447%
上市公司	770.0	134.6	504%	488%	507%	460%	457%

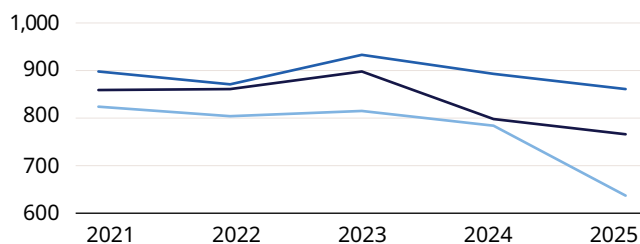
非公开发行蓝筹股的市净率¹

历史上，非上市蓝筹股的RBC比率通常与收入呈负相关关系；收入越低，RBC比率越高。然而，最小的蓝筹股在2021年至2025年间经历了显著下降，导致其RBC比率介于中型和大型蓝筹股之间。

• 所见的最大蓝调中，年同比总变动最大。

• 所有非公开的蓝色牌照持有人 RBC 大约减少了 150 个基点，这主要是由于授权控制水平（ACL）增长了约 26%，而总调整资本（TAC）仅增长了 4%。

非公开的蓝皮书年度保费比率 2021-2025



— 低于30亿美元（9家公司）
— 蓝色 30-90亿美元（10家公司）
— 超过90亿美元（10家公司）

	本年	本年	2021	2022	2023	2024	2025
	调整后的溢价（单位：十亿）	调整后的溢价（单位：十亿）					
低于30亿美元的蓝色 (9家公司)	16.3	6.4	859%	861%	898%	798%	766%
蓝色 3.0 - 9.0B (10家公司)	61.1	28.5	898%	871%	933%	893%	861%
超过90亿美元 (10家公司)	230.0	63.7	824%	804%	815%	784%	637%
完全的私下蓝调	307.5	98.6	846%	824%	850%	812%	697%

母公司年度红细胞压积（RBC）结果可能因公司并购、公司结构调整、保费增长及其他因素而不尽一致。

其他健康承保人的RBC比率¹

• 其他医疗服务提供者通常隶属于医疗体系，并且倾向于不将资本投资于保险公司。在2021年至2023年稳定了三年之后，整体资本水平在2023年至2025年间出现了急剧下降。

• 凯撒基金会健康计划公司（Kaiser Foundation Health Plan, Inc.）在2024年其RBC比率显著上升，使其远超“其他健康”类别下承保人的平均水平。

• 其他所有健康承保人的 RBC 大约减少了 80 个基点，这主要是由于授权控制水平（ACL）大约增长了 22%，而总调整资本（TAC）仅增长了 4% 所共同推动的结果。

显著 其他公司	本年	本年	2021	2022	2023	2024	2025
	调整后的溢价（单位：十亿） 主要医疗	（单位：十亿）					
凯撒基金会 健康计划公司 (Jiànkāng Jìhuà Gōngsī)	23.4	3.8	553%	553%	579%	630%	621%
大学 匹兹堡 医疗中心	15.7	2.1	495%	495%	462%	344%	334%
关怀资源	14.1	1.6	480%	480%	444%	411%	356%
其他 5000万美元溢价	178.7	28.5	548%	548%	570%	524%	495%
所有承运人	231.9	36.0	540%	540%	556%	512%	484%

母公司年度红细胞压积（RBC）结果可能因公司并购、公司结构调整、保费增长及其他因素而不尽一致。

资本管理与再保险

随着利润和偿付能力充足率（RBC）的下降，健康保险公司对其资本需求和规划的意识日益增强。本节将探讨健康RBC计算方法的一些潜在变化，以及分保份额（quota share reinsurance）的概述，这两者在行业内正获得越来越多的关注。

基于健康风险的资本拟议变更

2025年4月，美国精算师协会发布了针对北美保险协会健康风险资本（E）工作组健康风险资本公式报告中的H2承保风险成分和医疗管理信用计算方法。¹ 该报告代表了对基于健康风险的资本（HRBC）框架数十年来提出的最重要的更新之一，重点关注三大主要举措：

1. 重新设计承保风险计算（第一轨道）
2. 开发更新的风险资本缓冲（RBC）因素（第二轨道）
3. 现代化管理式护理信用（MCC）计算（第三轨道）

当前的人寿保险框架主要是在20世纪90年代形成的，已不再完全反映当今健康保险市场的结构。自那时以来：

- 医疗保险和医疗补助计划的管理式护理参保人数已大幅增长
- 提供方风险分担安排已变得更加复杂。
- 产品细分已发生显著演变
- 健康保险公司的保费规模和理赔波动性已显著增加

该学院工作组得出结论，现有的框架将实质不同的业务线捆绑在一起，并且未能充分认识到现代健康产品和服务提供安排中存在的不同风险特征。

拟议的修订旨在创建一种更精细、透明且具有精算响应性的RBC方法。

轨道1：重新设计承保风险组成部分

首个提案聚焦于重新设计用于衡量经验波动风险的HRBC表单XR013和XR014。根据当前的方法，几条主要的业务线被归入“综合重大医疗（CMM）”类别下。工作组得出结论，这种聚合掩盖了不同产品和市场在承保风险特征上的显著差异。

该提案将用更细化的业务线替代现有的宽泛类别，这些业务线将与年度报告第7页的内容保持一致。拟议的类别包括：

- 综合个人
- 集团公司
- 补充医疗保险
- 仅限视觉
- 仅限牙科
- 第十八编——医疗保险
- 第十九编——医疗补助计划
- 独立型医疗保险D部分
- 其他健康
- 其他非健康类

此项重组旨在改善法定报告与RBC计算之间的协调性，同时承认医疗保险、医疗补助、个人和团体产品在波动性和承保模式上存在实质性差异。

除修订报告类别外，工作组还建议未来考虑采用类似于财产险和意外险RBC方法的更动态的承保风险框架。

¹ [actuary.org/wp-content/uploads/2025/05/健康报告-H2承保-NAIC-HRBC-最终版.pdf](https://www.actuary.org/wp-content/uploads/2025/05/健康报告-H2承保-NAIC-HRBC-最终版.pdf)

具体而言，该报告建议评估：

- 索赔与基于费用比率的风险衡量指标
- 公司特定承保经验的使用
- 跨业务线的潜在多元化信贷额度

工作组在此阶段未能正式推荐多元化风险准备金，但鼓励随着财产险与责任险风险资本框架的演变而持续评估。该提议标志着一种更广泛的哲学转变，即从静态保费因素转向更具经验敏感性的资本框架。

第二轨道：更新层级RBC因素的制定

第二项主要举措关注现有RBC承保风险因素的充分性。工作组利用十年的健康年度报告和RBC数据，对跨多个安全水平和时间跨度的承保波动性进行了建模。该分析还纳入了更细粒度的市场细分。

当前因素

2022年承保风险因素汇编（投资收益调整前）

市场	零至三百万美元 tier	第三千万元至二亿五千万美元	超过2500万美元
综合医院和医疗 \$0-\$25M, \$25M+	0.150	0.150	0.090
补充医疗保险 \$0-\$3M, \$3M+	0.105	0.067	0.067
牙齿和视力 \$0-\$3M, \$3M+	0.120	0.076	0.076
独立型麦凯迪医疗D部分保障 \$0-\$25M, \$25M+	0.251	0.251	0.151
其他健康 N/A	0.130	0.130	0.130
其他非健康类 N/A	0.130	0.130	0.130

与当今产品格局相符。工作组分析识别出当前因素存在三大主要问题。

1. 需要更细的产品粒度： 现行框架未能充分区分现代产品类型和市场细分。所提议的方法通过扩展业务范围，更好地反映了实际的承保经验。

2. 高级版本需要现代化。 现有的保费档次门槛最初是在几十年前设定的，现已无法反映当前的医疗支出水平或保险公司的规模。该提议将提高保费档次的分界点，以更好地与现代医疗经济相协调。

3. 风险因素可以更加个性化。 工作组开发了跨越多个置信区间的模型化偿付能力充足率（RBC）因素，包括覆盖一年时间跨度的87.5个百分位点和95个百分位点安全水平。例如，87.5个百分位点的因素代表了在RBC报告期之后的一年中，大约有12.5%的保险公司可能经历比模型预测结果更差的情况。

当前因素及拟议因素如下所示。

建议因素

基于索赔的风险因素、管理式医疗信用因素的毛额、以及按市场层级进行的总体调整和再平衡（在1年时间范围内为第87.5个百分位和第95个百分位）。

市场	百分位数	零至一千万美元 tier	十亿至百亿美元	超过1亿美元
综合集团	87.5	0.251	0.251	0.048
\$0-\$100M, \$100M+	95.0	0.406	0.406	0.083
全面一个体	87.5	0.247	0.247	0.138
\$0-\$100M, \$100M+	95.0	0.454	0.454	0.175
医疗补助计划	87.5	0.083	0.083	0.083
\$0-\$100M, \$100M+	95.0	0.148	0.148	0.148
补充医疗保险	87.5	0.369	0.005	0.005
\$0-\$10M, \$10M+	95.0	0.629	0.081	0.081
医保优势计划	87.5	0.296	0.296	0.044
\$0-\$100M, \$100M+	95.0	0.456	0.456	0.106
独立部分D	87.5	0.267	0.267	0.060
\$0-\$100M, \$100M+	95.0	0.477	0.477	0.093
牙科	87.5	0.164	0.011	0.011
\$0-\$10M, \$10M+	95.0	0.311	0.096	0.096
愿景	87.5	0.094	-0.057	-0.057
\$0-\$10M, \$10M+	95.0	0.303	0.016	0.016
其他健康	N/A	0.130	0.130	0.130
N/A				
其他非健康类	N/A	0.130	0.130	0.130
N/A				

该报告最终将最终因素选择权交由北美保险监督官协会健康偿付能力资本工作组，并指出校准决策涉及更广泛的政策考量，包括期望的偿付能力保护水平和监管风险容忍度。

尽管最终因素尚未确定，但所提出的框架暗示了若干可能的启示：

- 产品线间资本差异加大
- 波动性更高的企业可能面临更高的资本要求
- 对承保经验和市场组合的更高敏感性
- RBC公式与实际保险公司风险状况之间改进的协调性

拥有大量医保优势计划、医疗补助管理护理或高度集中的个人市场敞口的组织，在修订后的框架下可能会看到实质性的资本结果差异。

第三条：管理式医疗现代化信贷

第三项提议涉及管理式护理信用（MCC），它认可当保险公司将财务风险转移给医疗服务提供者时，承保风险随之降低。学院得出结论，现行的MCC框架已无法充分反映现代医疗服务提供者合同安排的复杂性。

提供方风险共担的演变

在过去 25 年里，服务提供者的报销结构已远超传统的按服务项目付费模式而发生了重大演变。健康保险公司越来越多地采用：

- 打包支付安排
- 风险共担、利益共享合同
- 下行风险模型
- 基于人群支付结构

这些安排可以通过将财务责任转移给提供者，实质性地降低保险人的索赔波动性。然而，当前的风险共担结构日益普遍，但现有的MCC框架并未完全区分这些结构。

拟议的新供应商合同类别

为解决这一差距，工作组提议引入两种新的供应商合同类别。

- **病例率与捆绑销售** 在此类别中，当服务提供方承担与某种状况或打包护理周期相关的所有服务的风险时，适用此规定。
- **上下行风险共担** 在此类别中，当服务提供商参与基于既定支付目标的收益与损失时，适用此规定。

该提案认识到，现代共担风险安排在结构上存在显著差异，因此建议将实际的历史下行风险敞口和恢复数据纳入MCC计算中。

其他建议修订

工作组还提出了：

- 取消当前的奖金/扣款类别
- 评估某些医师薪酬类别的整合情况
- 收集基于毛额和净额再保险的MCC报告

这些拟议的变更旨在更好地反映现代服务提供安排中实际发生的风险转移。综合来看，拟议的RBC修订代表了健康保险资本框架的一项重大现代化努力。

关键主题建议

所有三个方向都呈现出几个主题：

- RBC计算与实际风险驱动因素之间更大程度的协调
- 产品和服务提供方安排的粒度提升
- 向更注重经验敏感性的资本方法转变的潜力
- 对不断发展的医疗保险、医疗补助和提供者风险共担市场的认可

根据产品组合、承保表现和供应商合同结构的不同，这些提议最终可能对健康保险公司的资本要求水平产生实质性影响。

美国国家保险专员协会（NAIC）健康风险资本委员会（RBC）工作组表示，将继续评估学院建议，包括行业意见、校准决定和实施时间表。在最终采纳之前，预计将进行额外的影响研究，并对拟议的方法进行完善。

实施新的任务2 H2因素对公司的潜在影响²

国家保险监督局（NAIC）对新任务2三年逐步实施计划的影响进行了分析，该计划包含三个部分：初始费率因子、超额费率因子以及学院报告中呈现的费率档次。该分析分别针对单独提高因子和同步提高因子及档次进行了评估，并且严格聚焦于逐步实施的头一年。

2025年的重新计算基于截至2026年3月10日的数据。虽然预计将有更多公司提交，但2025年的重新计算包含了1025家公司，而2024年的重新计算包含了1143家公司。在2025年，有24家公司仅因系数增加而受到不利影响，有40家公司因系数和等级同时增加而受到不利影响，比仅因系数增加而受影响的公司多了16家。

2024年，有27家公司仅因系数增加而受到不利影响，另有57家公司因系数和层级同时增加而受到不利影响，后者比仅因系数增加的公司多了30家。根据2025年9月公布的分析，同时受到层级和系数逐年实施的负面影响的公司数量，约占受到层级和系数完全变更负面影响的153家公司的三分之一。

相关方已提供评论，包括：

- 希望学院基于新结构的更细粒度报告来发展和实施多元化信贷；因此，包含各公司在2024年申报的新结构下业务线条数量的图表被纳入其中。该图表显示，2024年申报健康RBC的公司中，约有54%的公司在学院提议的结构中包含的业务线条少于两条。注意到初步分析是使用学院报告的87.5%风险分位数和一年时间范围进行的，但工作组尚未确定最终因素集。

- 支持分阶段实施，目前正考虑对新增因素实施三年过渡期

- 在最终因素中，可以考虑纳入更多近期年份的数据、生活空白表格填写者的数据以及额外的百分位数示例。

- 应持续推进确定多元化及管理式护理积分对最终H2金额的影响，以便在就健康RBC计算做出最终决定之前，能够全面评估RBC所提议计算变更的影响。

结构分保

随着财务和资本方面的逆风持续增强，保险公司需要寻找其他途径来缓解资本压力。一种可利用的潜在工具是结构化的分保额比例——这是一种主要旨在管理监管资本（RBC），而非转移部分长期风险和利润的安排。

在结构化分保安排下，原保险公司将一定比例的保费、赔款和准备金转移给再保险公司，这与传统的分保安排类似。关键区别在于该结构的设计如何将经济结果与资本要求分离开来：

- 再保险人承担相应的承保风险份额。
- 若满足风险转移要求，则所需资本将发生转移。
- 预期再保险利润的大部分，通过扣除再保险人保留的风险费用后，以经验退费的形式返还。
- 该政策的核心价值主张在于，承担法定风险所能带来的资本缓解，因为大部分经济利益仍由让与方保留。

² [内容.naic.org/站点/默认文件/电话材料/议程&材料_HRBC_五月会议.pdf](https://content.naic.org/站点/默认文件/电话材料/议程&材料_HRBC_五月会议.pdf)

值得注意的是，健康险的红利需求很大程度上取决于承保风险，而承保风险又主要受保费和理赔量的影响，并且会因险种不同而有所差异。虽然健康管理信贷有助于降低这种风险，但当保险公司面临时，可能就不够了：

- 与保险公司增长相关的资本压力（例如，参保人数扩张、进入新地域/产品）
- 超出预期的索赔趋势、不断变化的监管环境以及日益激烈的市场竞争所带来的波动性风险。
- 获取资金的限制（例如，相互保险公司/非营利组织）

在这些压力条件下，结构化的配额份额可以是一种有效的方式，用以使所需资本与业务的感知风险相匹配，并且比许多替代资本措施更低的隐含成本来实现这一点。

这种安排的典型结构包括：

- 费用津贴
- 风险费用，由再保险人保留
- 已扣留或调整的自付部分资金
- 赔付退款，可将收益返还给原权利人
- 允许再保险人从未来利润中弥补过去损失的亏损结转

需要注意的是，再保险协议必须满足SSAP 61R中确立的风险转移要求。³ 以及美国保险监督官协会（NAIC）示范法第791号⁴ 为了让渡方能在交易中获得资本信贷，通常需要考虑以下关键因素：为可分配的续保费用提供充足的费用津贴、无要求让渡方赔偿不利经验、重大风险（包括疾病和保单失效）的转移，以及及时的结算。

总体而言，结构化分保份额的采用近年来有所增加，因为许多保险公司将其视为一个有用工具，用以释放资本以资助增长计划和发展战略投资，或在当前不确定的经济环境下抵御财务不稳定。

³ www.actuary.org/wp-content/uploads/2017/11/061r_P.pdf
⁴ content.naic.org/sites/default/files/model-law-791.pdf

关于我们的精算健康业务

奥利弗·怀特曼 (Oliver Wyman) 的精算咨询业务拥有寿险、健康险以及财产险与人寿险精算师，他们为金融机构、监管机构和自我保险实体就广泛的风险管理问题提供咨询服务。

该公司拥有超过600名专业人士，分布在全球北美、加勒比海、欧洲和亚洲的25个以上办公室。其咨询精算师团队提供独立、客观的建议，将广泛的专业知识与特定风险的专业知识相结合。

如有更多信息，请联系：

马克·兰布莱特, FSA, MAAA

高级合伙人 marc.lambright@oliverwyman.com

彼得·卡兹马雷克, FSA, MAAA

高级经理 peter.kaczmarek@oliverwyman.com

约翰·里恩斯特拉, FSA, MAAA

高级经理 john.renstra@oliverwyman.com

斯凯普汀·保罗森

商务拓展与品牌经理 stephanie.paulsen@oliverwyman.com

其他您可能感兴趣的文章：



—止损市况更新 2025年秋季



—健康保险 财务脉搏 2025年夏季



—基因与细胞疗法支付方成本差异及药物保证带来的节约



—健康保险财务脉搏-2025年第四季度 公众公司



—如何市场变化将重新定义2027年计划发展



—D 部-处方药典 将于 2026 年迈入新时代

版权所有 ©2026 OliverWyman

版权所有。未经 Oliver Wyman 书面许可，本报告的全文或部分内容均不得复制或转载。

且，Oliver Wyman 对此方面第三方行为的任何责任概不承担。

本报告中的信息及观点由 Oliver Wyman 整理。本报告不构成投资建议，亦不应被视为投资建议或替代就相关事宜咨询专业会计师、税务师、律师或财务顾问。Oliver Wyman 已尽合理努力确保所使用的信息和分析可靠、最新且全面，但所有信息均未经保证，亦不构成任何明示或暗示的保证。Oliver Wyman 不承担更新本报告中信息或结论的责任。对于因依据本报告或本报告中引用的任何其他报告或信息来源所采取或未采取的任何行动而导致的任何损失，或对于任何后果性、特殊或类似损害，即使已被告知此类损害的可能性，Oliver Wyman 亦不承担责任。本报告不构成买卖证券的要约或招揽买卖证券。未经 Oliver Wyman 书面同意，本报告不得出售。