2021.05.24

东风已起，健康服务平台扶摇而上

——惠民保产品深度报告

	刘欣琦(分析师)	谢雨晟(研究助理)
	021-38676647	021-38674943
	liuxinqi@gtjas.com	Xieyusheng@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880119120026

本报告导读：

惠民保是社保的有效补充，预计对百万医疗有所冲击；健康管理平台深度参与惠民保，利好引流和控费；自建健管服务平台，有效融合保险+服务的公司更受益，建议增持。

摘要：

- **惠民保定位为社保的有效补充，预计对百万医疗有所冲击：**我国社保体系保障水平不足及商保体系覆盖范围有限两大问题催生惠民保的形成，产品呈现医疗保障高、投保门槛低的主要特点，重点改善普罗大众在面对大病风险时的医疗费用负担，提升保险保障。1）**是大病医保和税优健康险的升级补充**，惠民保在政策性医疗险中首次引入特药保障和健康管理服务，一方面将院外用药纳入政策性保险责任，且居民可通过医保个人账户支付，是商业健康险与医疗产业融合的创新，满足非标体客户更高层次的药品保障；另一方面，通过差异化的健康管理服务提升标准体客户在购买消费型医疗险时的获得感；2）**对商业健康险（尤其是百万医疗）有部分替代性**，惠民保与百万医疗产品形态接近，且作为普惠型保险具有高性价比以及政府背书的优势，预计当前惠民保的爆发式增长将部分抢占百万医疗的市场份额。
- **健康管理平台深度参与惠民保，利好引流和控费：**惠民保建立起第三方健康管理平台与客户、商业保险公司的沟通合作桥梁，我们认为当前惠民保的爆发式增长利好健康管理服务平台 To C 端的快速引流以及 To B 端的有效控费。To C 端，惠民保背靠政府支持，且满足各类客户多元化的健康管理服务需求，是有效推动健康管理服务平台引流的关键因素；To B 端，两类健康管理服务公司通过为客户提供特药服务和全流程健康管理服务来实现对商业保险公司的有效控费。
- **自建健康管理服务平台，有效融合保险+服务的公司更为受益：**我们认为，打通医药险健等各业务链条，为客户提供一站式医疗生态服务的发展模式将成为未来方向。在惠民保的催化下，率先布局健康管理服务平台，有效融合“保险+服务”的公司将率先受益。从成熟市场来看，美国联合健康是典型的融合“保险+服务”的成功案例，通过 OptumHealth 和 OptumRx 提供健康管理服务和药品福利管理，为保险端带来客户引流和赔付控费。在国内，平安好医生为客户提供医药险融合的健康管理和药品服务，初步建立保险端的引流控赔生态。
- **投资建议：**惠民保背靠政府，有效教育全民提升保险保障意识，利好行业加快提升保险的渗透率，维持行业“增持”评级。我们认为，惠民保最大的作用在于帮助差异化客群养成健康管理的习惯，同时为健康管理服务平台实现 To C 端引流和 To B 端降赔。因此，惠民保的爆发式发展对于率先自建健康管理平台，且有效融合保险+服务的公司更为利好。建议增持中国平安，旗下健康管理+药品服务平台平安好医生已深度参与部分地区的惠民保项目，初步建立引流控赔生态。
- **风险提示：**政府参与度明显下降；产品赔付大幅增加；产品投诉增加。

评级： 增持

上次评级： 增持

细分行业评级

多元化保险	增持
人寿与健康保险	增持

相关报告

保险《从严监管大病保险，利好长期主义的大型险企》 2021.05.23

保险《寿险保费持续承压，综改制约财险增长》 2021.05.16

保险《养老第三支柱起步，利好布局养老产业链险企》 2021.05.16

保险《负债端弱复苏，模式升维是关键》 2021.05.05

保险《负债端保费承压，寿险转型是必由之路》 2021.04.26

目 录

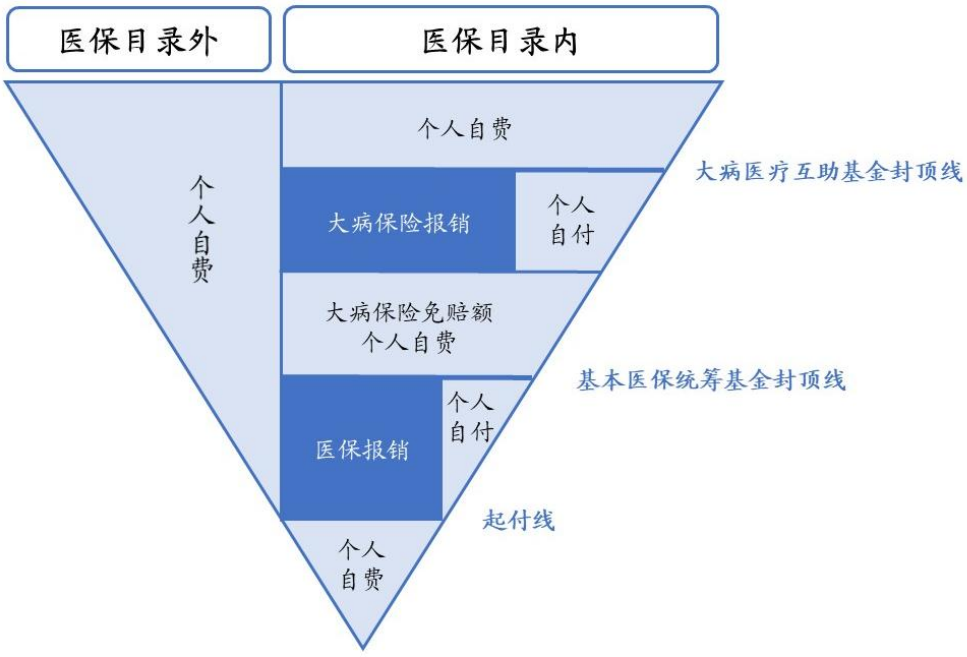
1. 惠民保定位为社保的有效补充，部分替代百万医疗 3
1.1. 发展背景：社保商保尚难以满足居民医疗保障需求 3
1.2. 保障责任：广覆盖、高保障的普惠型商业保险 4
1.2.1. 医疗保障是社保的有效补充，短期对商业健康险造成冲击 5
1.2.2. 创新医保目录外特药责任，进一步扩大保障责任 6
1.2.3. 提供健康管理增值服务，提升客户获得感 7
1.3. 运营模式：一城一策，政府部门、商保和第三方共同参与 8
1.3.1. 政府参与是惠民保规模快速扩张的决定性因素 9
1.3.2. 多家商保公司共同承保成为发展趋势 10
1.3.3. 第三方机构打造全流程的销售、服务与技术支持 11
2. 深度参与惠民保，利好健康管理平台引流和控费 12
2.1. 背靠政府支持且满足客户服务需求，力推 To C 端引流 13
2.2. 创新差异化健康管理服务，助力 To B 端控费 14
3. 自建健管平台，有效融合保险+服务的公司更受益 16
3.1. 美国联合健康是典型的融合“保险+服务”的成功案例 16
3.2. 平安好医生建立医药险融合生态，初步实现引流和控费 19
4. 投资建议：建议增持中国平安 22
5. 风险提示 22

1. 惠民保定位为社保的有效补充，部分替代百万医疗

1.1. 发展背景：社保商保尚难以满足居民医疗保障需求

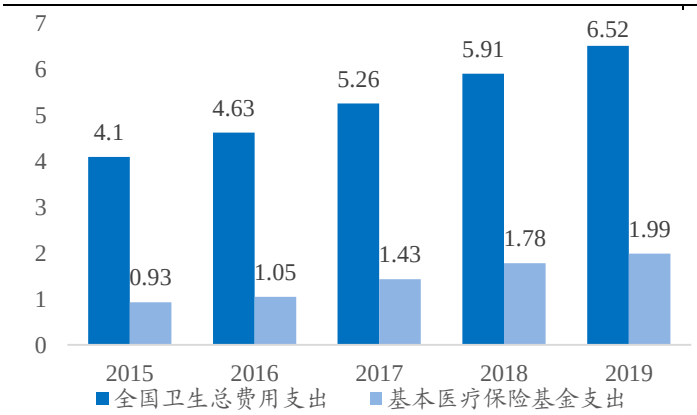
当前中国基本医疗保障尚存在较大缺口，且商业健康险保障覆盖率不足，个人医疗费用支付压力较大。一方面，当前国家基本医疗保障仅实现普惠性质的最基本的医疗给付，其中在医保目录内存在免赔、自付等费用需要居民自行支付；在医保目录外的所有费用，尤其是患大病的特效药需要居民自费支付。截至 2019 年末，全国基本医疗保险的覆盖人群达 13.5 亿人，参保率稳定在 95%以上，但从保障覆盖面来看，2019 年全国卫生总费用支出 6.5 万亿元，基本医疗保险支出 2.0 万亿元，个人支付的压力较大，达 4.5 万亿元。另一方面，投保门槛高、保障意识不足等问题导致商业健康险的覆盖率不足。2019 年商业健康险赔付支出 2,351 亿元，在全国卫生总费用支出的占比仅为 3.6%。

图 1：我国基本医疗保障尚存在较大缺口



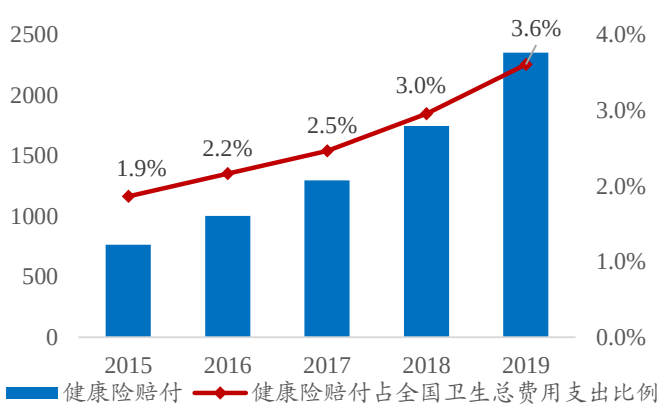
数据来源：复旦大学中国保险与社会安全研究中心、善诊，国泰君安证券研究

图 2：基本医保仅覆盖卫生总费用支出的小部分（万亿元）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：商业健康险赔付占全国卫生费用支出的 3.6%（亿元）

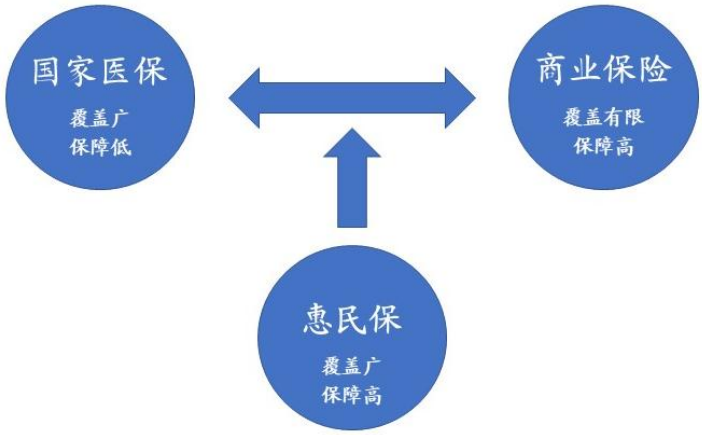


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.2. 保障责任：广覆盖、高保障的普惠型商业保险

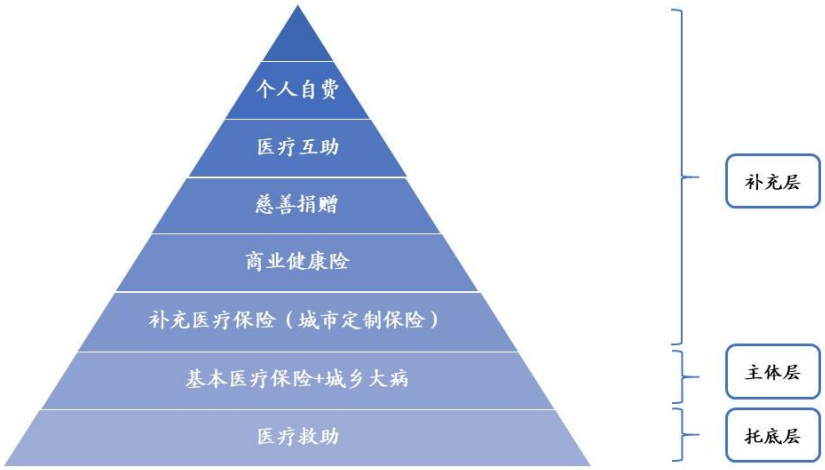
社保体系保障水平不足以及商保体系覆盖范围有限两大问题催生惠民保的形成，产品呈现医疗保障高、投保门槛低的主要特点，有效缓解居民的医疗费用负担，提升保险保障。2020 年 3 月，中共中央、国务院印发《关于深化医疗保障制度改革的意见》，明确到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。惠民保即成为补充社保、连接商保的重要版图。

图 4：惠民保呈现医疗保障高、投保门槛低的主要特点



数据来源：国泰君安证券研究

图 5：我国逐渐建立多层次医疗保障体系



数据来源：国泰君安证券研究

从目前各地惠民保的产品形态来看，其保障责任集住院医疗、特药和健康管理于一体，主要包含：1）住院及特殊门诊保障，主要是符合当地医保目录的住院医疗费用，由统筹和大病等支付后剩余的个人自负部分；2）罕见病恶性肿瘤特药（主要为进口靶向药）；3）由专业健康管理公司提供的健康管理服务（如体检）。

图 6：惠民保的主要保障责任集住院医疗、特药和健康管理于一体

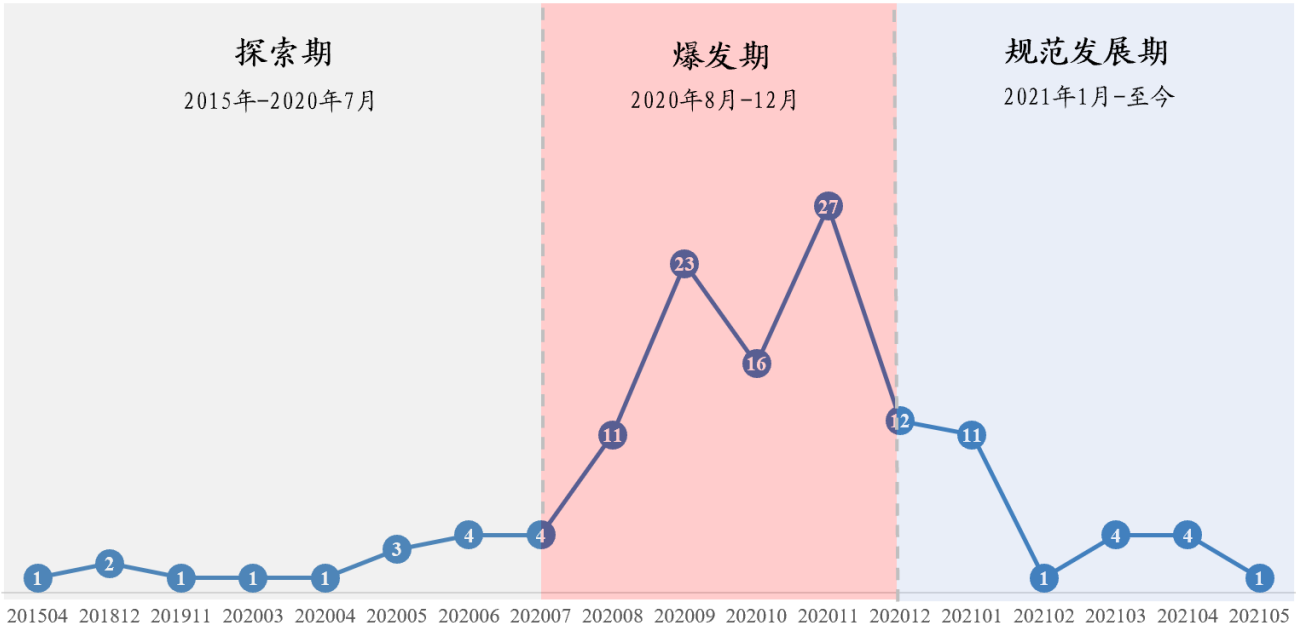


数据来源：国泰君安证券研究

1.2.1. 医疗保障是社保的有效补充，短期对商业健康险造成冲击

从保险类型来看，大病医保、税优健康险和惠民保均属于普惠型保险。2012 年推出大病保险，由统筹医保基金支付，属于政策性普惠保险。2015 年推出税优健康险也具有普惠属性，由企业团体统一投保，但覆盖面相对有限。2015 年，深圳市政府在国内推出首款城市普惠型医疗险重特大疾病补充医疗保险，拉开了惠民保的序幕。截至 2021 年 5 月，全国有共上线 127 款惠民保产品，包括 105 个城市级项目、17 个省级项目和 5 个全国性项目。根据思派健康统计数据显示，惠民保累计参保人数达 5,600 万人，累计保费收入 48 亿元，人均保费 86 元。

图 7：惠民保产品在全国范围内迅速扩张



数据来源：慧择网，国泰君安证券研究

尽管同为普惠型医疗险，惠民保相较于大病医保和税优健康险，最大的特色在于保额高、保障责任广，通常住院医疗保额在 100 万元以上，保障责任在医保目录内责任基础上拓展至医保目录外的住院医疗、特药责任等，有效补充消费者在医保之外的医疗费用赔付需求。

惠民保与商业健康险（尤其是百万医疗）有部分替代性，原因是惠民保与百万医疗的产品形态接近，且作为普惠型保险，惠民保具有高性价比及政府背书的优势，预计当前惠民保的爆发式增长将部分抢占百万医疗的市场份额。对于商业保险公司而言，惠民保作为入门级保险产品有利于提升客户的保险保障意识，为后续加保商业健康险打下基础。

表 1:惠民保是大病医保和税优健康险的有效补充，而较商业健康险面向差异化目标客群

项目	大病医保	税优健康险	惠民保	百万医疗
保险类型	国家医保	商业医疗险+万能险	商业医疗险+特药+健康管理	商业医疗险+特药+健康管理
参保年龄	不限年龄	16 岁至退休	不限年龄	0-60 岁
覆盖人群	不限年龄、既往症可投保	有年龄限制、既往症可投保	不限年龄、排除少数既往症	有年龄限制、纳入少数既往症
保障范围	医保目录内门诊、住院、特诊+外购谈判药	住院、特定门诊、慢病门诊报销+正面清单药品	医保目录内住院+特定药品	住院自费报销+特定药品
保费	包含在社保中	较高，随年龄增长涨价	较低，固定定价	较高，随年龄增长涨价
保额	一般上不封顶	健康体 20 万（终身 80 万），既往症 4 万（终身 15 万）	住院 100 万，院外购药 10-150 万	常见 300 万，重疾可提升至 600 万
免赔	自负 1 万	无	1-3 万	1 万
赔付范围	有社保，医保目录内个人自负部分 50%-60%	有社保，医保目录内 100%，医保外 80%	有社保，医保目录内 70%-80%，院外部分特药	有社保 100%，无社保 60%，院外多数恶性肿瘤特药
保费支付	统筹基金历年结余	团体统一投保	个人账户+团体投保+个人投保	个人投保
承办方式	医保局招标，保险公司经办，多有损失调节机制	保险公司经银保监会审批后经营	医保局招标，保险公司经办，一般无损失调节机制	纯商业模式，保险公司自负盈亏

数据来源：国泰君安证券研究

1.2.2. 创新医保目录外特药责任，进一步扩大保障责任

近年来，居民院外购药的自费压力逐年增大，而居民对于药品的支付能力仍然明显不足。从药品市场销售情况来看，2012-2019 年药品市场规模年复合增速达 9.4%，2019 年全国药品销售额达 1.79 亿元，其中零售药店渠道的销售占比逐年提升，2019 年达 10.0%。据测算，2019 年我国年人均可支配收入为 30,733 元，人均卫生支出为 4,657 元，而平均肿瘤靶向药年支出却高达 20 万元，对于重疾患者极有可能出现“因病致贫”的情况。

图 8：2012-2019 年全国药品销售额不断攀升（亿元）

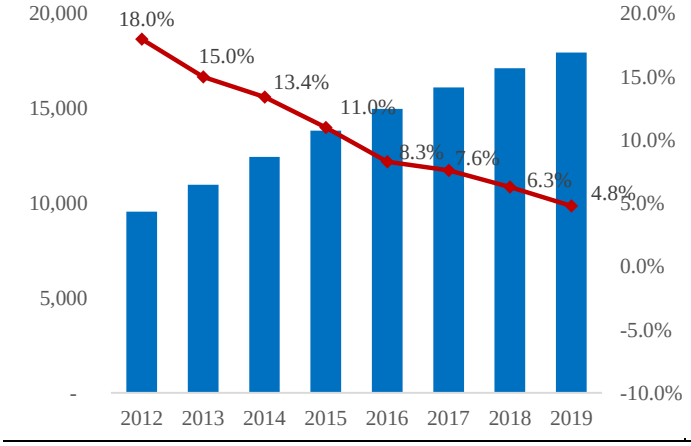
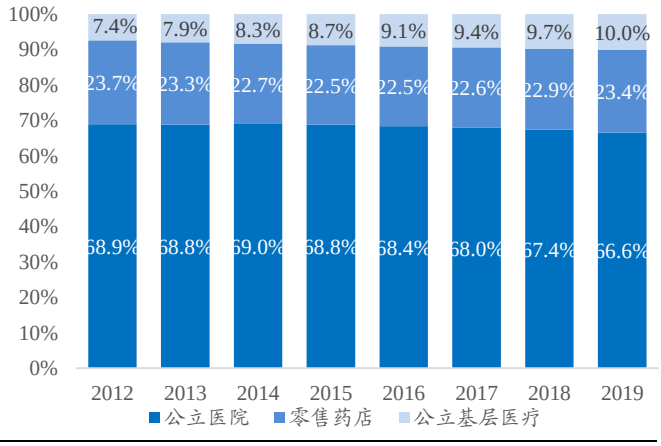


图 9：16 年起零售药店终端销售增速快于其他终端（亿元）



数据来源：米内网，国泰君安证券研究

数据来源：米内网，国泰君安证券研究

惠民保作为政策性医疗险最大的创新之处在于纳入部分院外的特药责任，进一步扩大保险保障责任，减轻居民的药品支付压力。举例来看，2020 年 3 月，苏州医保局发布通知，将苏州地区的惠民保“苏惠保”纳入医疗保险个人账户购买的商业健康保险产品目录之列。值得一提的是，“苏惠保”纳入报销的 15 种肿瘤药品中，有 13 种为非国家医保目录药品，其中 2019 年之后上市的创新药达 10 种，3 家本土创新药企的创新药在报销目录之中。

表 2：苏州“苏惠保”15 种特药列表

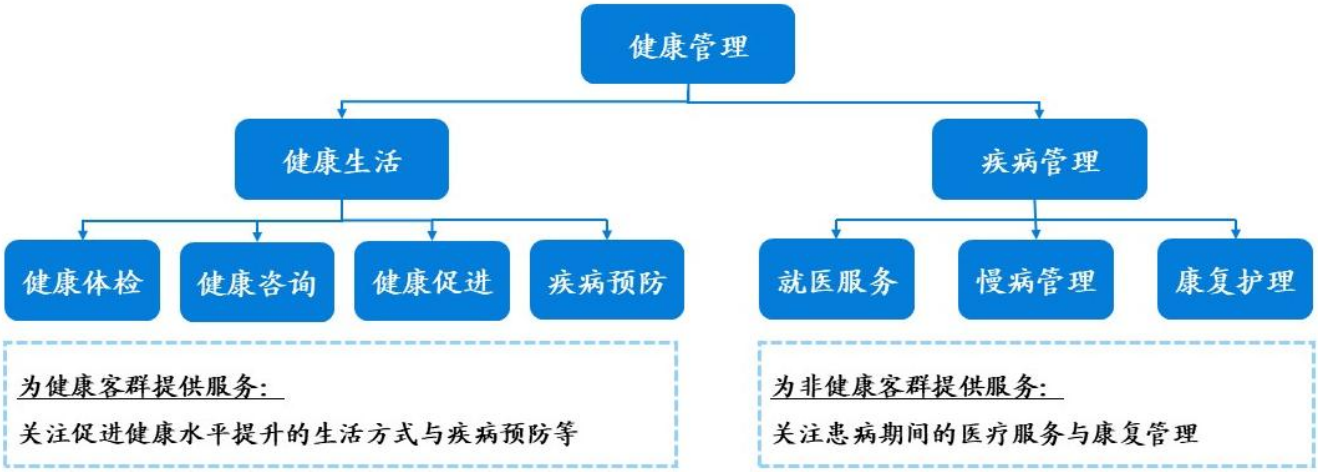
序号	药品名称	企业	上市时间	是否纳入国家医保目录
1	可瑞达	默沙东	2018 年	否
2	欧狄沃	BMS	2018 年	否
3	乐卫玛	卫材（苏州药企）	2018 年	是
4	爱博新	辉瑞	2019 年	否
5	泰瑞沙	阿斯利康	2017 年	是
6	达希纳	诺华	2017 年	是
7	安可坦	安斯泰来	2019 年	否
8	迈吉宁	诺华	2019 年	否
9	泰菲乐	诺华	2019 年	否
10	则乐	再鼎医药（苏州药企）	2019 年	否
11	百泽安	百济神州（苏州药企）	2019 年	否
12	泰圣奇	罗氏	2020 年	否
13	安森珂	强生	2019 年	否
14	昕福	豪森	2019 年	否
15	赫赛莱	罗氏	2020 年	否

数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

1.2.3. 提供健康管理增值服务，提升客户获得感

健康管理服务分为对于健康客群的健康生活管理服务，以及对于非健康客群的疾病管理服务。当前短期医疗险发展的一大挑战在于健康体客户在购买消费型医疗险的过程中获得感较低，从而难以坚持持续续保。目前国内主流保险公司提供的健康管理服务主要集中在对非健康客群的疾病管理服务上，而对于健康客群的健康生活管理服务相对欠缺，仅有中国平安、友邦保险和中国太保等针对部分中高端重疾险客群提供健康生活相关服务。

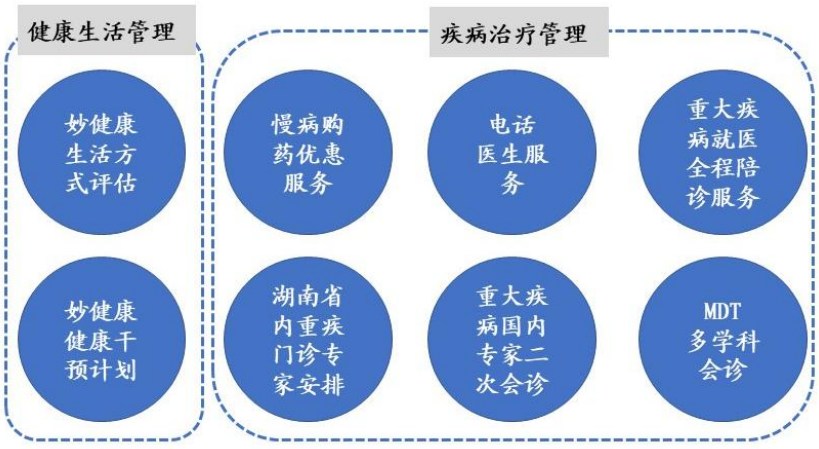
图 10：健康管理服务体系涵盖健康生活管理和疾病治疗管理



数据来源：BCG，国泰君安证券研究

惠民保在传统短期医疗险的基础上，通过联合第三方健康管理公司创新开发了针对不同客群的普惠型健康管理服务，提升客户获得感。从各地惠民保的产品形态来看，当前“产品+健康管理服务”主要两大模式，一是针对不同客群提供差异化的健康管理服务。比如，湖南湘惠保联合妙健康公司为客户提供一站式的健康管理服务，其中针对健康客群提供生活方式评估和健康干预计划；而针对非健康客群则提供慢性购药优惠服务、电话医生服务、重大疾病就医全程陪诊服务、湖南省内重疾门诊专家安排、重大疾病国内专家二次会诊，以及 MDT 多学科会诊等。二是针对所有客群提供普惠型的体检服务，即惠民保险+惠民体检（“双惠模式”）。当前邵阳吉湘保、合肥合惠保、山西晋惠保和蚌埠蚌惠保等四款产品都采用了这一模式，有效提升了健康客群的用户体验。

图 11：湖南湘惠保提供的健康管理包括健康生活管理和疾病治疗管理



数据来源：妙健康，国泰君安证券研究

1.3. 运营模式：一城一策，政府部门、商保和第三方共同参与

惠民保通常由地方政府、商业保险公司以及第三方平台联合推出。考虑到各地方医保政策不一，市民年龄结构、医疗费用不同，以及经济整体发展水平的差异化，“一城一策”的定制化模式是当前惠民保的主流运营

模式。

1.3.1. 政府参与是惠民保规模快速扩张的决定性因素

政府参与度是决定各地惠民保发展规模的最重要影响因素之一，主要体现在政府部门是否发布相关政策，以及是否对居民投保实行半强制性要求（如，不拒绝就视同投保）。政府发布政策有利于提升项目的公信力和知名度，居民投保实行半强制性保证了部分人群的投保率。从现有的惠民保形态来看，政府参与度主要分为三大模式，分别为政府主导、政府指导和政府不主动参与，对参保率影响较大。

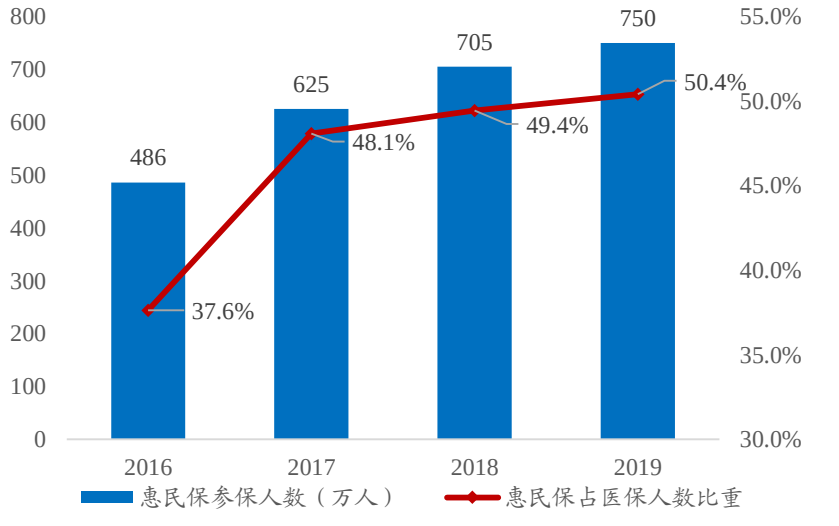
表 3：政府对惠民保的参与度不同较大程度影响产品的参保率

指标	政府主导	政府指导	政府不主动参与
运营特点	政府干预和把关产品设计和定价，政府、商业保险公司及第三方合作机构共同承担营销推广职能，政府出台相关文件推动	政府仅提供场外指导，商业保险公司及第三方合作机构承担主要营销推广职能	政府仅受邀出席发布会，商业保险公司及第三方合作机构承担全部营销推广职能
投保方式	部分地区对城镇职工群体进行半强制投保	参保人全部为自愿投保	参保人全部为自愿投保
参保率	50%-90%	18%-40%	0.8%-18%
这一模式占比	13.4%	65.4%	21.3%

数据来源：国泰君安证券研究

一是由政府主导，最早呈现的案例是深圳的重特大疾病补充医疗保险，由深圳市医保局（前期为深圳市人社局）主办，参保途径包括个人账户划扣、企业投保以及个人自费三大方式，考虑到政府部门向市民进行业务推广的影响力度较大，推动参保人数由 2016 年 486 万人提升至 2019 年 750 万人，参保人数占当地医保居民的 50.4%。从惠民保参保率最高的地区来看，均呈现政府半强制性推广的特点，比如，浙江丽水发文进行行政督导，将参保率纳入市政府行政考核，实现全市参保率 85%；浙江衢州发文要求金融系统全员参保，实现全市参保率 70%。

图 12：2016-2019 年深圳惠民保参保人数不断提升

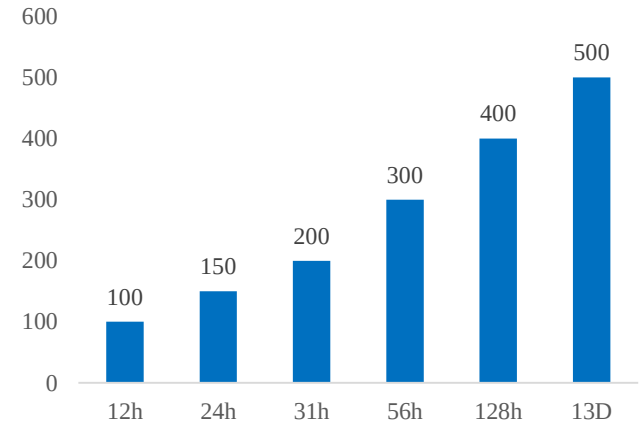


数据来源：深圳市医疗保障局，国泰君安证券研究

注：2016 年医保参保人数为年末数据，其余均为与惠民保同口径的年中数据。

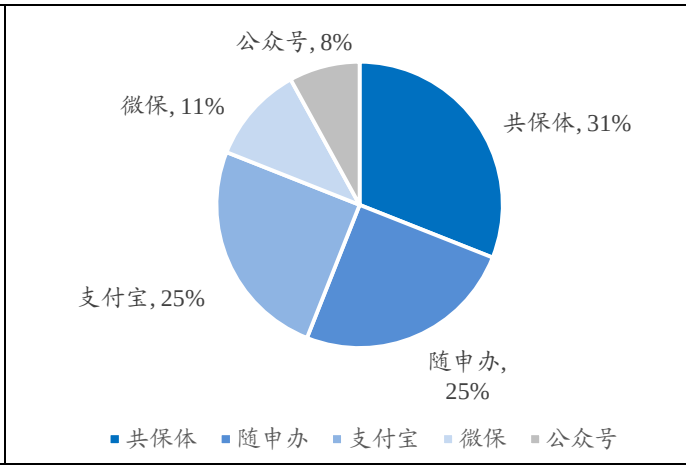
二是由政府指导，即政府浅层参与的模式。这一模式下政府及当地医保局主要提供场外指导，具体的营销推广职能由商业保险公司来承担，参与人全部为自愿投保。上海的沪惠保是典型案例，呈现出政府指导、商保经办、全网联动的特点。9 家商业保险共保体、随申办、支付宝、微保、公众号等各大渠道共同发力，实现开放投保 13 天 500 万人的参保量，参保率达 24%。

图 13：沪惠保参保人数迅速提升（万人）



数据来源：镁信健康，国泰君安证券研究

图 14：多渠道共同发力推动沪惠保参保人数提升



数据来源：镁信健康，国泰君安证券研究

三是政府不主动参与，仅由发起项目的商业保险公司邀请相关政府部门“站台”。这一模式主要由部分中小保险公司为获取惠民保的热度自主发展而来，这类项目对居民的吸引程度相对较低。

1.3.2. 多家商保公司共同承保成为发展趋势

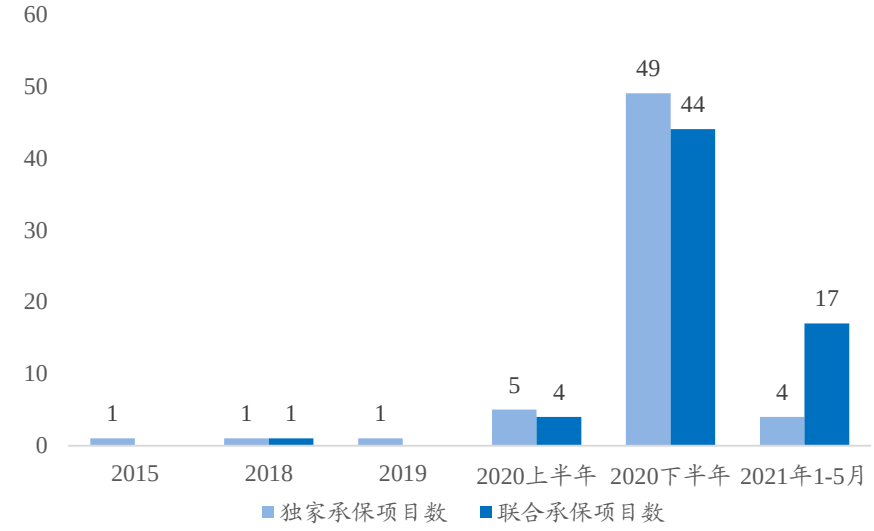
考虑到惠民保为“一城一策”的定制模式，对参与项目的保险公司运营能力要求较高。当前商业保险公司参与惠民保主要两大方式，一类为一家保险公司独家承保，另一类为多家保险公司共同承保。

惠民保的早期形态主要由一家保险公司独家承保。以深圳为例，2015 年深圳推出重特大疾病补充医疗保险，由平安养老一家公司承保。考虑到深圳模式为政府主导模式，深圳市医保局参与程度较高，推动整体地区的参保率快速增长，有效为保险公司承保分散风险，这是保险公司实现独家承保的重要前提条件。

考虑到产品隐含的承保亏损风险，2020 年以来政府部门在惠民保产品的承保招标过程中，更倾向于选择由多家保险公司共同参与的共保体模式，一般分为主承保（首席承保）和次承保公司，其中主承保公司份额较高，承担出单和主力推动销售的责任；次承保公司负责销售推广和分摊风险的责任。当客户出现理赔需求，可以选择共保体下任意一家公司进行服务，后续再根据共保协议由各家保险公司分摊赔付责任。相较于独家承保，共保体模式能够更大程度分散承保风险，实现更强大的市场推广。截至 2021 年 5 月已推出的 127 款产品中，独家承保项目数为 61 个，联

合承保项目数为 66 个。

图 15：惠民保产品趋势上向联合承保的形式过渡（个）

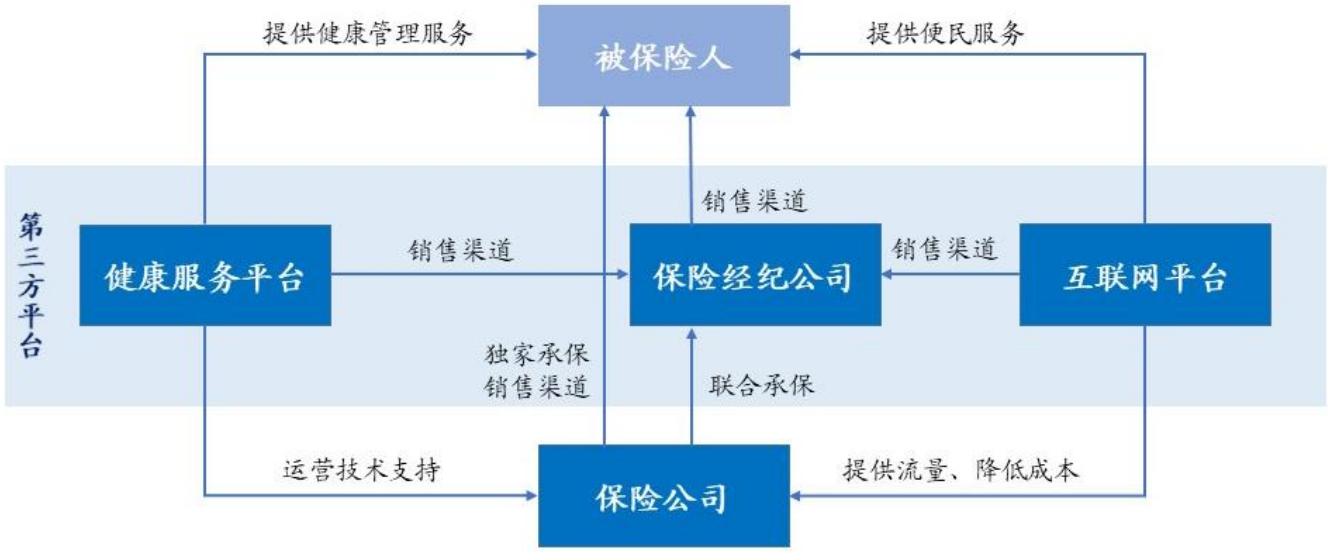


数据来源：慧择网，国泰君安证券研究

1.3.3. 第三方机构打造全流程的销售、服务与技术支持

除政府相关部门和商业保险公司外，第三方机构也积极参与到惠民保业务中来，主要包含健康服务平台、互联网平台、保险经纪公司等三类第三方平台。

图 16：多方第三方平台参与惠民保产品的销售、服务与技术支持



数据来源：国泰君安证券研究

健康服务平台主要两大作用，一方面依托医疗资源为客户提供专业的健康管理服务体系。比如，思派公司作为健康服务平台，旗下拥有思派健康、远通保险经纪、思派大药房、思派医疗、比逊医疗等多家业务公司，提供包括全科诊疗团队、专科就医网络、药品服务网络、健康保险经纪、医疗数据平台和新药临床试验六大医疗服务生态平台。公司在设计药品目录时，团队会寻求思派健康药店业务条线的专家和资源帮助，考虑国

家医保药品目录、治疗效果、药品持续供应能力、不良反应、性价比等要素，以年为周期动态调整，发挥更强的医药资源把控能力；另一方面作为保险公司的运营技术支持提供方，尤其为中小保险公司提供保险产品设计、运营方案输出等服务。比如，圆心惠保与长安责任保险在安徽联合推出“蚌惠保”，除了提供全流程医疗健康管理服务外，还为长安责任保险提供技术服务支持。当前参与惠民保的健康服务平台主要包括圆心惠保、镁信健康、因数健康、思派、善诊、平安好医生等。

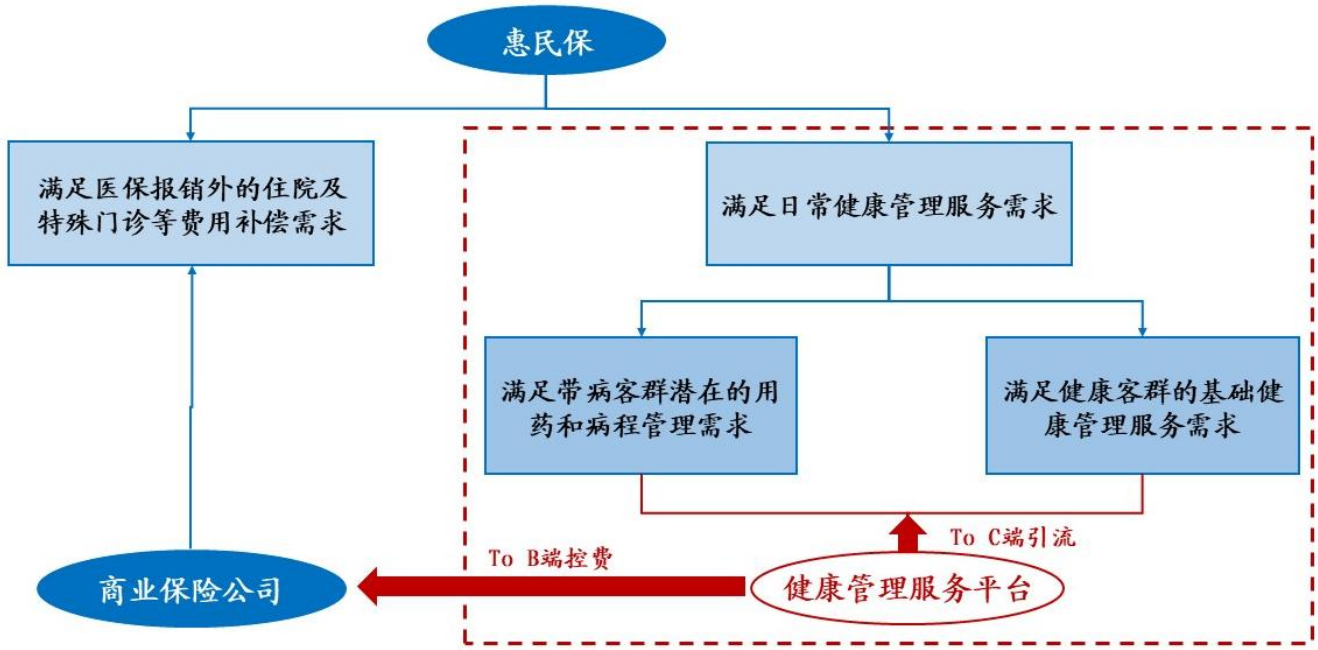
互联网平台主要依托用户规模和科技能力，一方面为客户提供便民的投保和服务入口。比如，腾讯微保通过“微保”小程序实现一键投保、在线理赔和社保查询等服务；“全民保”服务专区联合腾讯医疗健康为用户提供健康管理、就诊住院、保险保证等一站式医疗健康服务。另一方面为保险公司提供流量、降低技术成本，从产品设计、数据测算、运营推广、系统平台、理赔审核等方面进行全流程赋能，推动惠民保项目迅速推广。当前参与惠民保的互联网平台包括腾讯微保、360 保险、轻松集团、水滴集团等。

保险经纪公司的作用主要是为健康服务平台和互联网平台构建保险产品销售渠道。比如，鲲鹏保险经纪公司是圆心科技旗下的保险经纪公司，先后参与到安徽蚌惠保、海南乐城特药险、河北冀惠保等惠民保产品中。以河北冀惠保为例，鲲鹏保险经纪通过其公众号和小程序“全民惠保”、“冀惠保”，以及客服电话等方式向投保人提供专业的咨询服务。参与惠民保的保险经纪公司诸如鲲鹏保险经纪、英大长安经纪、阳光保险经纪等。

2. 深度参与惠民保，利好健康管理平台引流和控费

从普惠属性出发，惠民保主要发挥两大功能，一是作为社保的有效补充，满足客户医保报销之外的住院及特殊门诊等费用补偿需求；二是针对不同客群提供健康管理服务，包括满足带病客群的潜在用药和病程管理需求，以及满足健康客群的基础健康管理服务需求。考虑到惠民保建立起第三方健康管理平台与客户和商业保险公司之间沟通合作的桥梁，我们认为当前惠民保的爆发式增长利好健康管理服务平台 To C 端的快速引流以及 To B 端的有效控费。

图 17：惠民保满足差异化客群医疗保障和健康管理服务两大需求

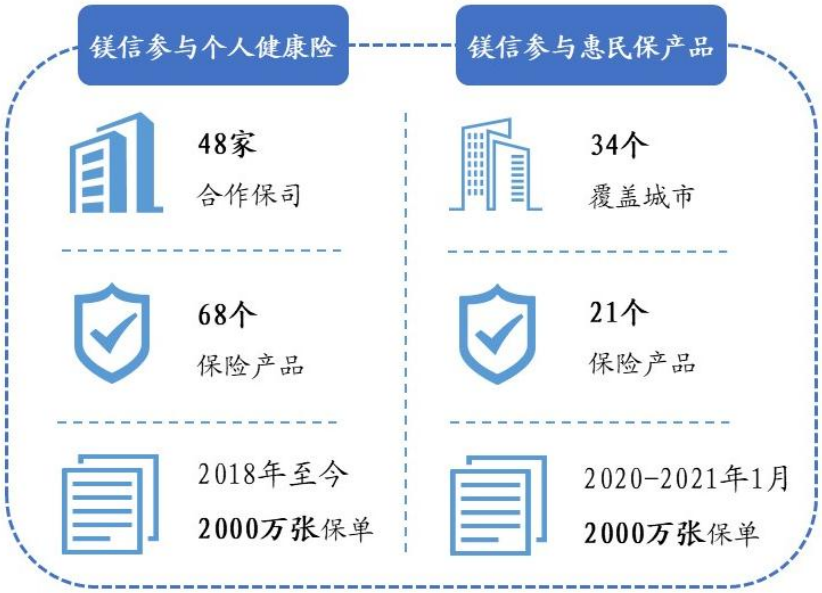


数据来源：国泰君安证券研究

2.1. 背靠政府支持且满足客户服务需求，力推 To C 端引流

惠民保背靠政府支持，且满足客户多元化健康管理服务需求，是有效推动健康管理服务平台引流的关键因素。根据镁信健康联合中再寿险发布的《2020 年特药责任理赔报告》，自 2018 年镁信首次与保险公司合作推出含有特药责任的保险至今，总计为超过 2000 万保单持有人提供服务；相较之下，2020 年惠民保爆发式增长对健康管理服务公司的引流更高效，截至 2021 年 1 月，惠民保产品为镁信健康带来 2000 万单的保单服务。

图 18：惠民保迅速为镁信健康带来大量的客源



数据来源：《2020 年特药责任理赔报告》，国泰君安证券研究

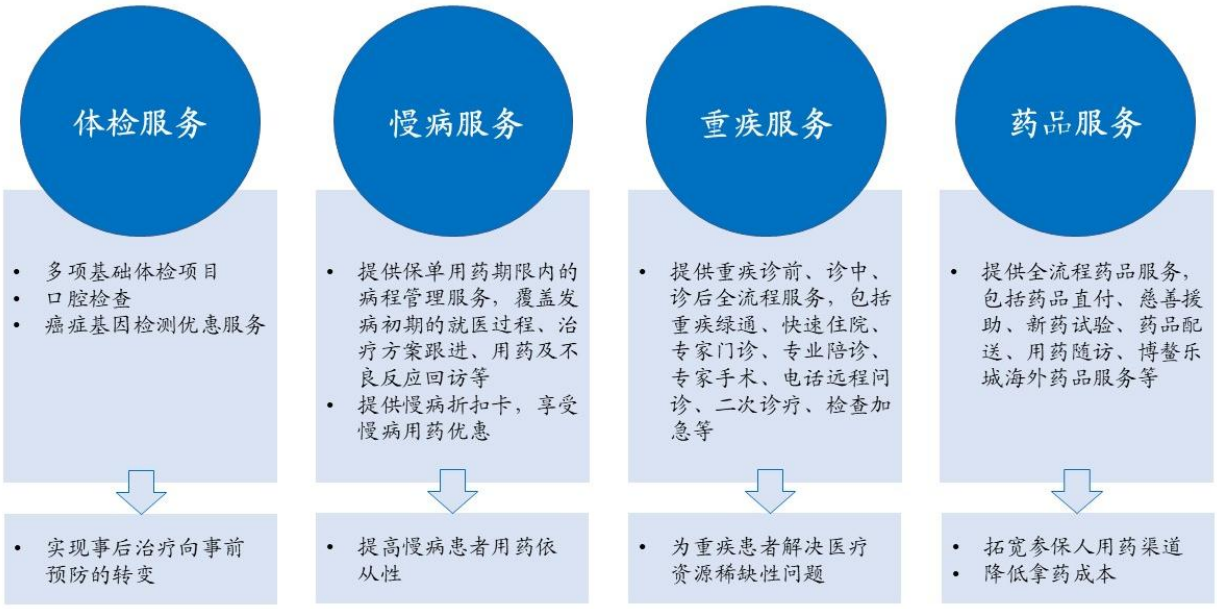
一方面，惠民保产品在政府背书的前提下公信力大增，同时在政府支持下部分地区产品允许医保个人账户支付，有利于加快全民普及，叠加产

品高性价比、低限制条件的特点，是带病体、高龄客户等多元化客群的最佳选择，成为健康管理服务公司天然的低成本获客产品。

另一方面，惠民保创新开发了全流程的健康管理服务，加强客户获得感，从而提升客户留存。当前健康管理服务平台通过惠民保提供的服务主要包括体检服务、慢病服务、重疾服务和药品服务等，除重疾服务与主流重疾险产品提供的服务相似度较高外，其余服务的创新对健康和亚健康客群均有极大的吸引力，有效解决了客户印象中传统保险产品获得感偏低的痛点，从而有利于实现长期留存。

对客户而言，健康管理服务有助于促进健康客群维持健康状态、降低疾病发生率，体现为体检服务注重为客户“早检查早治疗”，实现事后治疗向事前预防的转变；亚健康客群改善身体素质，向健康体努力，如通过慢病服务提高慢病患者的用药依从性；患病客群解决医疗和药品稀缺问题，包括重疾服务为患者解决医疗资源稀缺性、药品服务拓宽参保人用药渠道等。

图 19：惠民保满足客户健康管理服务的需求，提升客户留存



数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 创新差异化健康管理服务，助力 To B 端控费

从当前惠民保提供的健康管理服务来看，主要分为两类，一类为客户提供全流程的健康管理服务，另一类专门提供药品服务，我们认为，当前两类健康管理服务平台均对商业保险公司的控费起到明显效果。

表 4:惠民保提供的健康管理服务主要包括全流程健康管理和药品服务

健康管理服务类别	公司	参与惠民保项目	提供服务
全流程健康管理	因数健康	京惠保、渝惠保	提供慢病管理、用药福利、癌症及肿瘤筛查、在线图文问诊、重疾门诊绿通等 18 项健康服务
	思派健康	烟惠保、惠徐保、惠蓉保、广州惠民保、惠州惠民保	提供肿瘤疾病咨询、分诊服务、肿

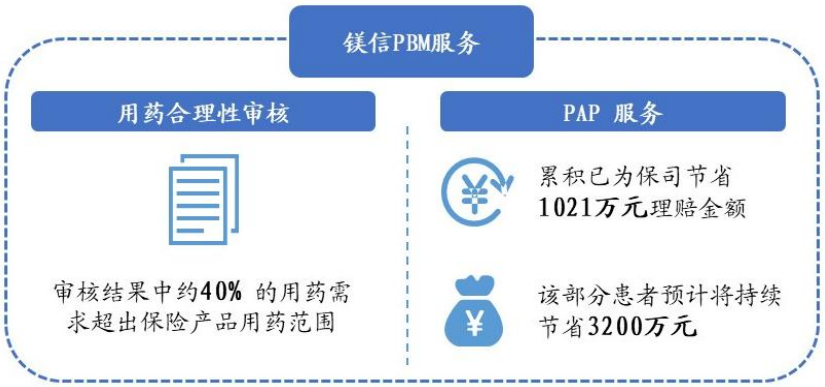
			瘤早筛服务、处方咨询、用药咨询、药品配送、患者用药关怀、新药试验协助、慈善援助指导共 9 项健康管理服务
	妙健康	湘惠保、南京宁惠保	提供慢病购药优惠、生活方式评估、健康干预计划、电话医生、重大疾病就医陪诊、省内重疾专家安排、重大疾病国内专家二次会诊、MDT 多学科会诊共 8 项健康管理服务
	平安好医生	厦门惠民保、惠昌保	提供健康资讯、健康档案、健康问卷测评、在线问诊、自助预约挂号、OTC 药品服务等
	善诊	吉湘保	惠民体检
药品服务	镁信健康	沪惠保、舟惠保、西湖益联保、杭州市民保、宁波市民保、温州惠医保、惠衢保、越惠保、台州市民保、苏惠保、常惠保、东莞市民保、潮州市民保、云浮惠民保、湛江市民保、河源市民保、揭阳市民保、茂名市民保、湖南全民保、武汉惠医保、丹惠保、惠昌保	药品服务
	圆心惠保	滨州爱心保、金城·惠医保、西湖益联保、山东民生保、常州市惠民保、惠镇保、福民保、冀惠保、惠琼保、哈尔滨 i 龙惠保、津惠保、蚌惠保、晋惠保	特药服务

数据来源：镁信健康、圆心惠保、思派等，国泰君安证券研究

全流程健康管理主要是为客户提供体检、健康问诊、风险评估、用药提醒等一系列基础性的健康管理服务，主流平台如善诊、因数健康等，通过为客户提供高频健康管理服务，如定期检查、健康跟踪等，帮助其维持健康状态、降低疾病发生率，从而优化保险公司客户的整体赔付水平。

特药服务的健康管理平台，如镁信健康、圆心惠保等，主要为向保险公司提供 PBM 综合解决方案，如用药合理性审核、最优药房购药规划、理赔金额核实、DTP（直达患者）药店结算系统对接等，从源头上助力保险公司合理控费。根据镁信健康联合中再寿险发布的《2020 年特药责任理赔报告》，通过用药合理性审核，约 40%的用药需求超出保险产品用药范围；PAP（患者援助项目）服务累计为保险公司节省 1021 万元理赔金额。

图 20：健康管理平台通过提供 PBM 方案助力保险公司合理控费



数据来源：《2020 年特药责任理赔报告》，国泰君安证券研究

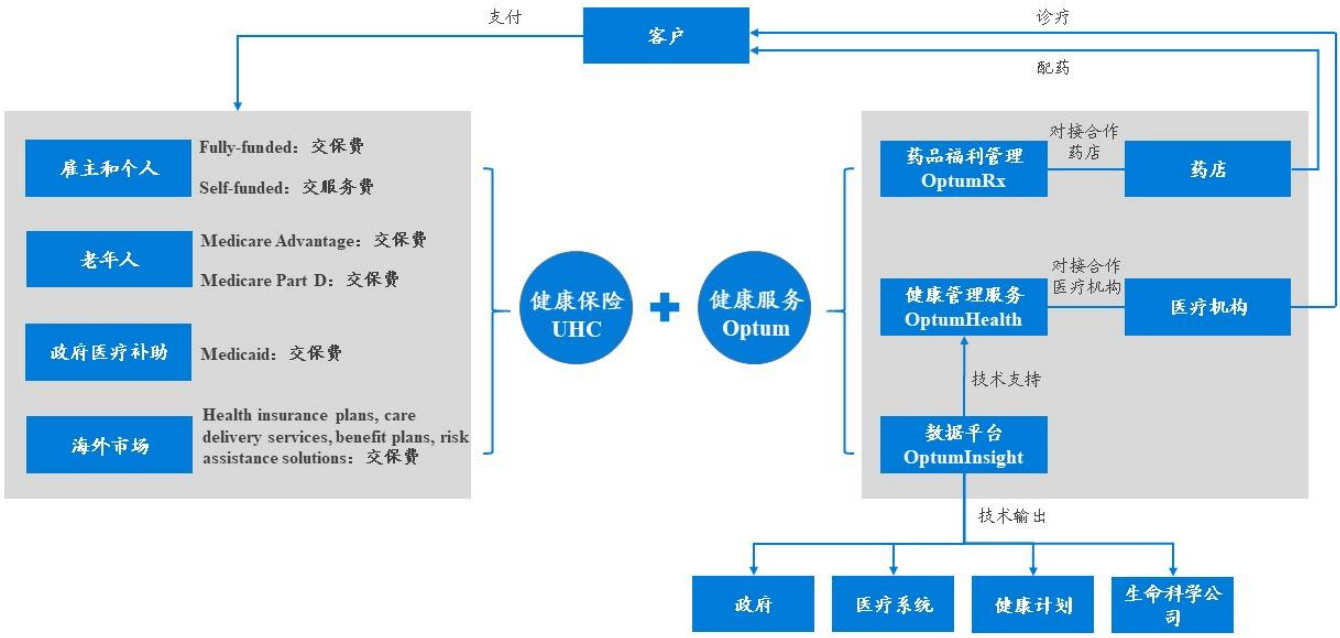
3. 自建健管平台，有效融合保险+服务的公司更受益

从当前医疗生态圈产业链的发展趋势来看，打通医院、药店、保险、健康管理等各个业务链条，为客户提供在线诊疗、购药、保险赔付和健康管理的一站式服务，已成为行业未来发展的方向。我们认为，在惠民保的催化作用下，率先布局健康管理服务平台，有效融合“保险+服务”的公司将把握风口，带领行业形成下一个增长点。

3.1. 美国联合健康是典型的融合“保险+服务”的成功案例

美国联合健康“保险+服务”的商业模式推动其成为美国最大的管理式医疗公司，一方面通过 UnitedHealthcare 业务板块为雇主和个人、老人、政府医疗补助客户和国际客户等四大客群提供医疗保险，另一方面通过 Optum 业务板块支撑整个集团的健康管理服务体系，包括由 OptumHealth 提供的健康管理服务、OptumRx 提供的药品管理服务，以及 OptumInsight 提供的信息科技服务。

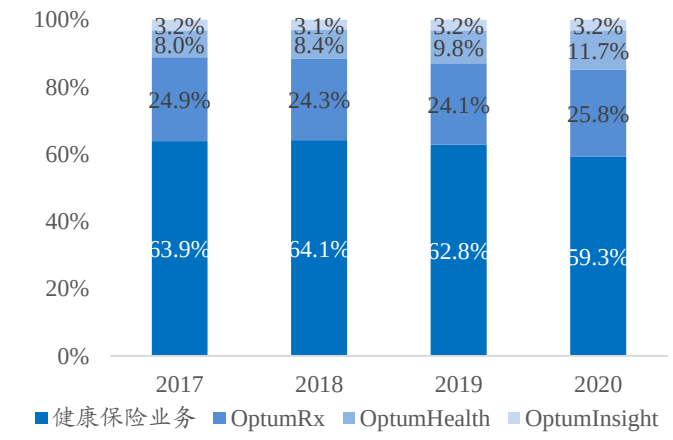
图 21：美国联合健康建立“保险+服务”的商业模式



数据来源：国泰君安证券研究

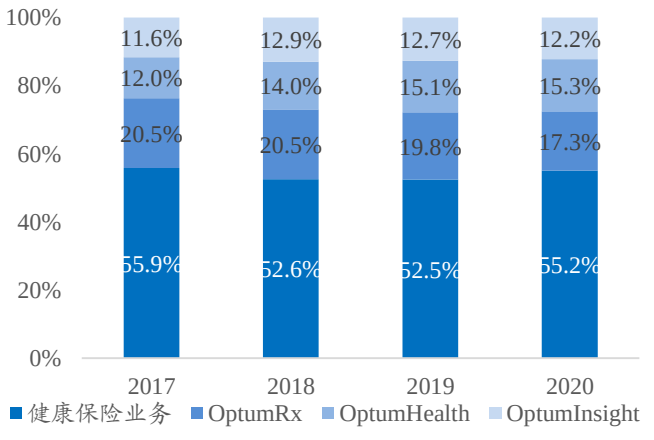
从美国联合健康的营收和利润情况来看，健康服务板块为公司贡献了接近一般的利润来源，在健康服务中，药品福利管理（OptumRx）贡献最大，2020 年营收贡献 24.1%，利润贡献 19.8%；健康管理服务（OptumHealth）增长趋势最为明显，利润由 2017 年贡献 12.0%上升至 2020 年贡献 15.1%。

图 22：美国联合健康的健康服务板块的营收占比逐年提升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 23：美国联合健康的健康服务板块营业利润占比近一半



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

健康管理服务方面，OptumHealth 拥有针对健康、亚健康和非健康客群全流程一体化的服务。其健康管理服务可细分为两大类，一是健康生活服务，通过预防医疗、治疗服务、生活方式管理等方式减少客户发生疾病的概率；二是疾病治疗管理，通过行为健康管理、健康信息记录提醒、复杂病管理、慢病管理、肿瘤管理和其他类服务等引导客户使用网络内医疗机构、增加用药和就诊依从性，减少疾病开支。

图 24：OptumHealth 通过健康生活服务和疾病治疗管理两方面提供健康管理服务

预防和健康	预防医疗	• 职业病管理、疫苗注射、孕期管理、旅行医药、部分疾病的常规筛查等
	治疗服务	• 基础医疗服务、心理健康管理、慢性病管理、职业病治疗等
	生活方式管理	• 运动指导、健康普及课程、减肥项目、戒烟项目、营养学指导等
疾病管理	行为健康服务	• 为客户匹配合适的网络内治疗机构，通过护士保持与客户的电话联系，提供药物滥用、心理健康方面宣导
	健康信息记录提醒	• 使用Healthnotes，提供24类健康提醒及健康追踪服务，整合用户问诊、检查等医疗数据
	复杂疾病管理	• 覆盖6类复杂疾病，重点关注诊疗资源对接及日常管理
	慢病管理	• 覆盖5类慢性病，主要采用护士干预、电话指导和数据追踪
	肿瘤管理	• 提供专业团队服务对接、资源匹配服务
	其他服务	• 寻找专业病种的医疗服务机构，引导用户使用网络内机构

数据来源：国泰君安证券研究

控赔方面，美国联合健康基于大数据分析设计符合客户需求的健康管理服务计划，一方面降低客户发生疾病的概率，另一方面减少客户疾病诊疗的开支，从而通过健康管理服务降低赔付。公司在长期的服务提供过程中进行用户数据的收集和积累，包括医疗开支数据、疾病发展数据、医疗服务数据等，在此基础上进行数据分析，对个体、团体等不同的客户群体进行分类信息加工处理。对个体客户而言，数据分析重点优化客户的医疗费用管理、疾病风险评估等，并给用户提出个性化的疾病管理方案；对团体客户而言，数据分析可为企业设计费用管理方案和疾病管理方案，帮助企业客户了解员工医疗开支情况、健康状况和疾病风险。

图 25：OptumHealth 基于数据积累和分析进行健康管理方案设计

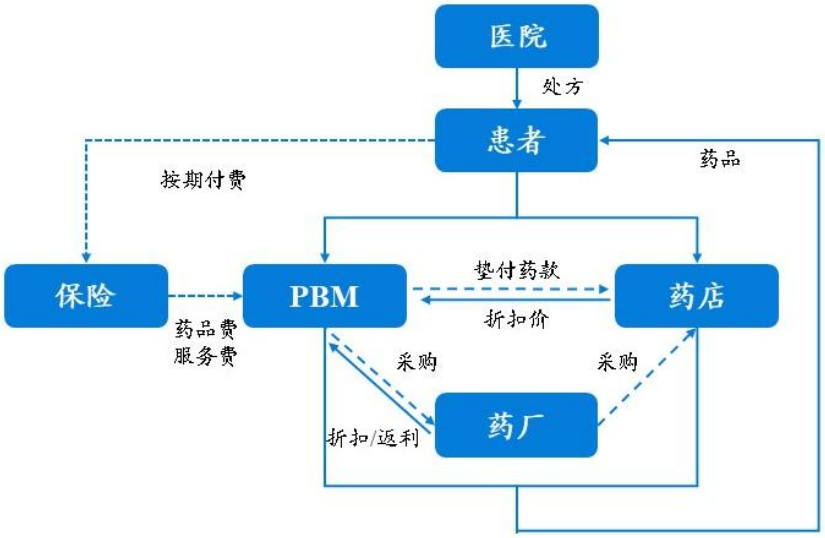


数据来源：国泰君安证券研究

药品福利管理方面，OptumRx 主要通过兼并收购的方式扩大其 PBM 的业务版图，目的在于对医疗费用进行有效管理、节省支出、增进医疗效果。一方面，PBM 与医院或诊所合作，通过临床数据和用药历史审核医生处方，监管医疗服务；另一方面，PBM 利用自身用户规模形成议价权，控制用药成本，降低保险公司支出。PBM 机构主要三大利润来源，分别

是向会员或医疗保险计划收取的管理费和服务费，从药厂收取回扣返点，以及与药企议价获得的药品折扣。数据显示，2020 年，美国联合健康的医疗赔付率（Medical Loss Ratio，MLR）为 79.1%，明显低于无 PBM 合作的保险公司的 MLR。

图 26：PBM 的目的在于对医疗费用进行有效管理、节省支出



数据来源：国泰君安证券研究

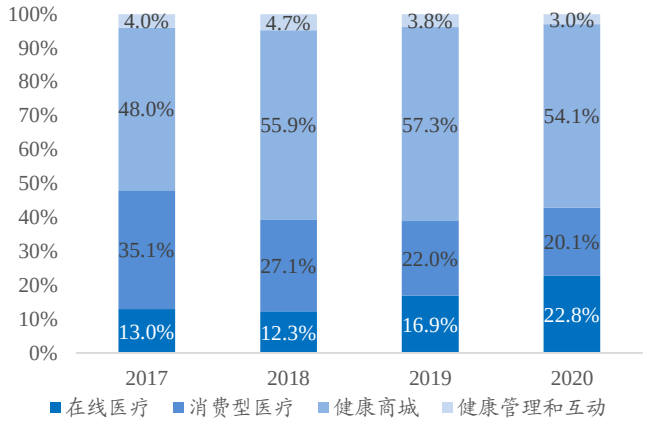
3.2. 平安好医生建立医药险融合生态，初步实现引流和控费

当前从国内的保险公司来看，仅中国平安的平安好医生初步建立起了全流程健康管理服务以及医药险融合的医疗生态。我们认为，随着平安好医生基于客户需求的健康管理服务体系逐渐成熟，以及医药险融合的客户服务体系的不断完善，预计通过提供健康管理服务和药品服务将有助于提升客户对产品和品牌的获得感和依从性，从而利好保险端的客户引流和控费。

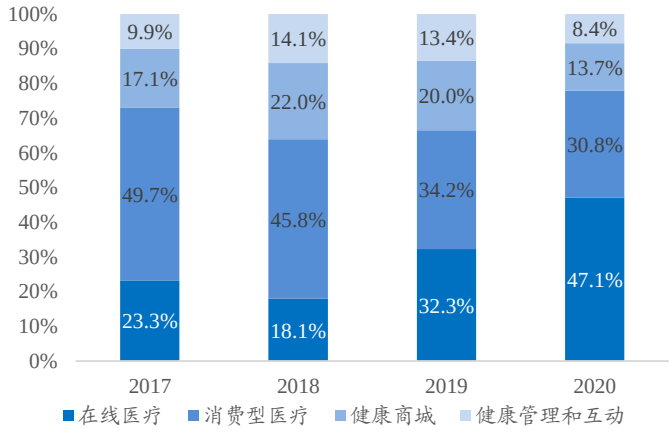
从平安好医生的营收和利润情况来看，在线医疗板块的营收增速最快，是公司最大的利润贡献来源。公司在线医疗的营收占比由 2017 年的 13%提升至 2020 年的 22.8%，其中 2020 年同比增速高达 82.4%；同时，在线医疗的利润贡献也在不断加大，2020 年在线医疗的利润占比达 47.1%，接近一半。在线医疗核心两大业务，一是为客户提供全流程健康管理服务，二是为客户提供医药险融合的药品服务。

图 27：平安好医生在线医疗的营收占比逐年提升

图 28：平安好医生的在线医疗毛利占比最高



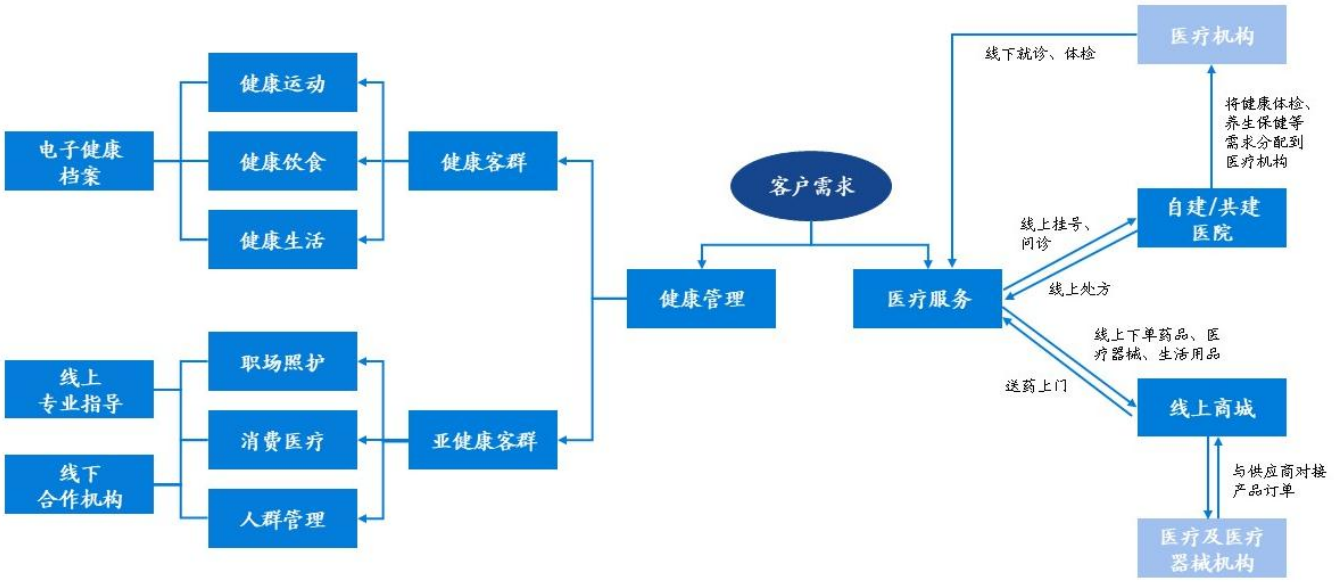
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

全流程健康管理服务核心为健康客群提供多元高频的健康服务，以及为患病客群提供线上与线下结合的医药诊疗服务。一方面，针对健康及亚健康客群，公司通过智能监测和诊疗硬件为客户提供包括健康运动、健康饮食、健康生活、职场照护、消费医疗、人群管理等服务，同时通过一人一份电子档案的方式积累海量数据，用于优化健康服务体系。另一方面，针对患病客群，公司通过自建和共建医院的方式为客户提供线上问诊、线上挂号、线上处方等服务，并打通与线下医疗机构的转诊会诊等；同时通过线上商城连接医疗及医疗器械机构，为客户提供药品配送上门等服务，形成线上化的一站式诊疗体验。

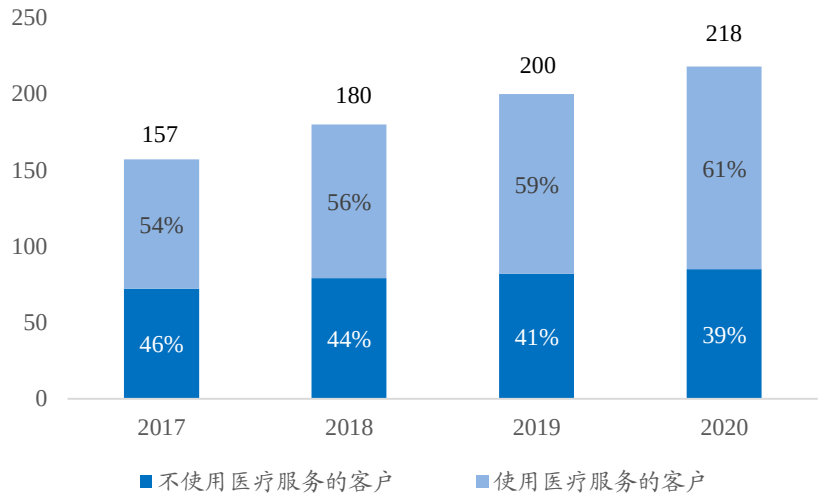
图 29：平安好医生基于健康管理服务和疾病诊疗服务打造全周期健康管理体系



数据来源：2020 年年度业绩 PPT，国泰君安证券研究

平安好医生通过为客户提供健康管理服务，有助于提升客户对产品的获得感，改善客户留存。近年来，客户更为重视通过付费加入健康管理服务来降低疾病发生的概率。考虑到中国平安当前在医疗生态圈的建设中已充分布局健康管理服务产业链，且金融客户中使用医疗服务的客户占比逐年提升，2020 年末占比达 61%，预计未来平安好医生将成为金融主业吸引客户的重要抓手。

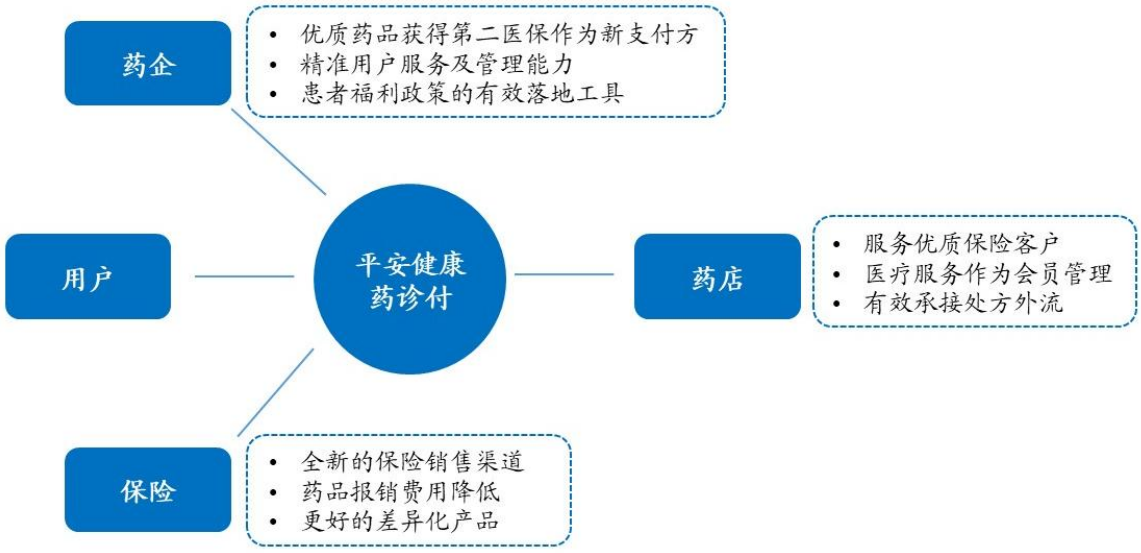
图 30：平安金融客户使用医疗服务占比逐年提升（百万人）



数据来源：2020 年投资者开放日 PPT，国泰君安证券研究

2021 年以来，平安好医生初步建立医药险融合的药品服务，核心建立平安健康“药诊付”综合福利平台，通过与线下药企药店合作，为客户提供集诊疗、院外购药以及支付为一体的一站式服务。我们预计药品服务将从引流和降赔两方面赋能保险业务，一方面，“药诊付”平台通过与药企深度合作，为客户建立药品折扣目录，有效减轻客户院外自费购药的费用负担，同时提升患者用药依从性，成为全新的保险引流渠道；另一方面，建立目录范围内的用药报销体系有助于避免过度医疗，从而控制保险端的赔付成本。根据当前“药诊付”平台的试运行情况来看，1）已经建立了广阔的药店网络，覆盖 29 个省，291 个地级市，打通近千家连锁，5 万家药店；2）报销范围较大，可报销药品 sku 达到 2 万+，覆盖 97%常用药，且已建立十多家药企 20 多种常见药品的专病专药折扣目录；3）客户活跃度高，日活跃门店超过 50%，半年累计服务超过 400 万客户；4）客户较为满意，C 端会员续费达 27%，用户满意率高达 99.9%。

图 31：平安好医生发布“药诊付”平台，链接医药险



数据来源：平安好医生“药诊付”发布会，国泰君安证券研究

4. 投资建议：建议增持中国平安

惠民保背靠政府，有效教育全民提升保险保障意识，利好行业加快提升保险的渗透率，维持行业“增持”评级。我们认为，惠民保最大的作用在于帮助差异化客群养成健康管理的习惯，同时为健康管理服务平台实现 To C 端引流和 To B 端降赔。因此，惠民保的爆发式发展对于率先自建健康管理平台，且有效融合保险+服务的公司更为利好。建议增持中国平安，旗下健康管理+药品服务平台平安好医生已深度参与部分地区的惠民保项目，初步建立引流控赔生态。

表 5：上市保险公司估值表

EVPS	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/EV	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	评级
中国平安	65.67	72.65	81.48	92.05	104.25	中国平安	1.06	0.96	0.86	0.76	0.67	增持
新华保险	65.72	77.12	86.62	96.92	108.09	新华保险	0.76	0.65	0.58	0.52	0.46	增持
中国太保	43.70	47.75	53.21	59.42	66.27	中国太保	0.77	0.71	0.63	0.57	0.51	增持
中国人寿	33.33	37.93	42.74	47.93	53.81	中国人寿	1.04	0.92	0.81	0.73	0.65	增持
中国人保 H	2.27	2.65	3.06	3.54	4.10	中国人保 H	1.00	0.86	0.74	0.64	0.55	增持
中国太平 H	44.56	52.94	61.53	69.34	76.64	中国太平 H	0.32	0.27	0.23	0.20	0.19	增持
友邦保险 H	5.13	5.39	5.94	6.55	7.22	友邦保险 H	2.55	2.42	2.20	2.00	1.81	增持
EPS	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**P/E**	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**评级**
中国平安	8.17	7.83	8.65	10.07	11.93	中国平安	8.56	8.93	8.09	6.94	5.86	增持
新华保险	4.67	4.58	5.40	6.30	7.40	新华保险	10.76	10.96	9.30	7.98	6.79	增持
中国太保	3.06	2.56	2.75	3.13	3.61	中国太保	11.02	13.20	12.25	10.78	9.34	增持
中国人寿	2.06	1.78	2.11	2.58	2.89	中国人寿	16.89	19.58	16.50	13.51	12.07	增持
中国人保 H	0.50	0.45	0.48	0.51	0.61	中国人保 H	4.54	5.02	4.72	4.42	3.72	增持
中国太平 H	2.51	1.82	1.92	2.25	2.63	中国太平 H	5.66	7.78	7.38	6.31	5.40	增持
友邦保险 H	0.49	0.48	0.54	0.60	0.68	友邦保险 H	26.43	27.36	24.13	21.77	19.08	增持
中国财险 H	1.09	0.94	1.04	1.13	1.25	中国财险 H	5.67	6.60	5.96	5.50	4.96	增持
BVPS	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**P/B**	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**评级**
中国平安	36.83	41.72	48.82	56.38	65.43	中国平安	1.90	1.68	1.43	1.24	1.07	增持
新华保险	27.07	32.59	36.91	41.94	47.86	新华保险	1.86	1.54	1.36	1.20	1.05	增持
中国太保	19.69	22.37	25.42	29.18	33.51	中国太保	1.71	1.51	1.33	1.16	1.01	增持
中国人寿	14.28	15.92	17.40	19.20	21.22	中国人寿	2.44	2.19	2.00	1.81	1.64	增持
中国人保 H	4.15	4.58	5.06	5.57	6.17	中国人保 H	0.55	0.50	0.45	0.41	0.37	增持
中国太平 H	21.23	25.22	26.37	27.72	29.30	中国太平 H	0.67	0.56	0.54	0.51	0.48	增持
友邦保险 H	4.55	5.23	5.55	5.91	6.32	友邦保险 H	2.88	2.50	2.35	2.21	2.07	增持
中国财险 H	7.64	8.43	9.09	9.80	10.60	中国财险 H	0.81	0.73	0.68	0.63	0.58	增持

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。数据截止日期：2021 年 5 月 24 日。

5. 风险提示

1）政府参与程度大幅下降导致居民参保率下降；
2）参保客群以非健康体为主，导致产品赔付增加，保险公司承保亏损；
3）参保客群因未对产品充分理解而导致投诉率大增，对保险公司品牌造成负面影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com