

惠民保再思考：普惠、共赢与可持续

——惠民保专题深度报告

核心观点

- **普惠：从完善保障需求出发，具有较强竞争优势。**惠民保为普惠型商业保险，在医保基金承压、商保覆盖有限、个人支付压力显著下应运而生，结合基本医疗保险与商业医疗保险优势，是国家多层次医疗保障体系重要一环。惠民保起源于 2015 年深圳，2020 迎来元年，2021 年进入数量与质量爆发期，目前逐渐走向规范发展道路。其普惠性主要体现在投保门槛低，相比传统商险不设置年龄健康限制；保费低，2021 年平均保费为 97 元/人/年；保障力度高，有效补充基本医保未覆盖的个人自付与自费部分，并覆盖医保外部分住院与特药内容。
- **共赢：“政府+险企+第三方”铁三角模式趋于成型。**1) **政府：**政府指导力度和参保率呈正相关，一般政府可从宣传力度、个人医保账户划扣等方面提供支持，适度指导和强指导下平均参保率可分别达 15%和 30%，相较之下浅指导仅有 5%；2) **险企：**发展初期以单独承保为主，后以共同承保及联合承保为主；头部险企较中小险企参与度更积极，财险公司在各类险企中最积极；3) **第三方服务平台：**特药服务商通过药品谈判等助力险企控费，保险中介机构主要为险企提供渠道与销售支持，健康管理平台为惠民保增值服务提供强力支撑，科技服务商的核心特点是通过科技赋能惠民保运营的全流程。
- **可持续：权衡参保率与盈利性，共筑可持续发展之道。**参保率与盈利性是维系可持续发展的两大核心要素，两者难以兼得需把握权衡。1) **参保率：**参保率是惠民保筹资规模和降低风险的关键，预计政府指导力度会逐步增强，产品的保障内容、保障范围、特药覆盖面将继续升级，投保门槛将进一步降低，此外推动服务水平的提高增强民众“获得感”；2) **盈利性：**保本微利应为可持续发展的方向，核心为控制风险。目前整体保费呈现上行趋势，部分地区推出价格更高的升级版产品分散风险；赔付上区分特定既往症人群或成未来趋势；此外调整不同责任范围的免赔额也是风险控制的方向之一；3) **预计 2030 年惠民保规模有望超 600 亿。**
- **展望：“政府+险企+居民”三方受益惠民保推行。**1) **政府：**惠民保是医保体系的关键补充，将助力政府建立健全多层次的医疗保障体系，缓解医疗支付压力；2) **险企：**惠民保将提供险企多流量触点以及下沉市场潜在客户，并通过与政府合作提高信赖度，促进二次转化销售；此外，也能促进民众商业健康保险意识提高，长期将促进保障水平更高的中高端商业健康医疗险发展；3) **居民：**惠民保普惠全民，一定程度上完善健康保障需求，有效减轻个人医疗负担。

投资建议与投资标

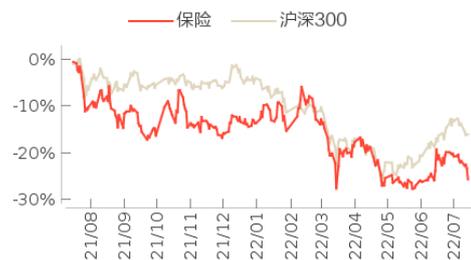
- 大型上市险企在惠民保市场上持续扮演重要角色，其凭借品牌效应与规模优势得到消费者的熟悉与认可，也通过广泛的渠道布局实现客群的进一步聚拢和下沉，有望实现客群的二次转化与黏性提升。此外，当前保险板块处于历史估值低位，保险板块β属性或将带来阶段性行情，维持行业看好评级。
- 我们认为行业处于深度转型期，看好寿险基本面相对改善、价值表现预期好转，关注结构调整和地区复苏带来 NBV 预期好转的寿险龙头；此外，车险马太效应强化，关注高股息行业龙头。个股推荐中国平安(601318, 买入)、中国财险(02328, 买入)，建议关注友邦保险(01299, 未评级)。

风险提示

- 产品销售、赔付与精算差异风险；假设条件变化影响测算结果；政策风险。

行业评级 **看好 (维持)**

国家/地区 中国
行业 保险行业
报告发布日期 2022 年 07 月 17 日



证券分析师

陶圣禹 021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070002
香港证监会牌照：BQK280

唐子佩 021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001
香港证监会牌照：BPU409

相关报告

D-SII 征求意见，宏观审慎监管下推动行业健康发展：——《系统重要性保险公司评估办法》征求意见稿点评 2022-07-10

寿险需求逐步激活，把握车险复苏红利：——保险行业 2022 年中期策略报告 2022-06-05

车险马太效应增强，关注代理人高质量转型：——后疫情时代的投资逻辑之保险业 2022-05-12

目录

1. 普惠：从完善保障需求出发，具有较强竞争优势	5
1.1 定位：弥合社会保险与商业保险的断层，兼具政策性与市场性	5
1.2 发展历史：2015年由深圳出发，从各地井喷式发展到目前规范性	6
1.3 特点：惠民保普惠性强，保障力度有待提高	8
1.3.1 “低门槛+低保费+高保障”为惠民保的主要优势	8
1.3.2 “高免赔额+有限报销比例”一定程度上拖累竞争优势	12
2. 共赢：“政府+险企+第三方”铁三角模式趋于成型，各司其职	13
2.1 政府：指导力度为影响参保率的核心因素	14
2.2 险企：从观望到积极，从独立承保到商保联合体	17
2.3 第三方：提供销售服务与技术支撑，受益客源增加	18
3. 可持续：权衡参保率与盈利性，共筑可持续发展之道	21
3.1 参保率：受益于政府指导力度提升、保障与服务水平优化、投保门槛降低	21
3.2 盈利性：保本微利为目标，控制风险为路径	25
3.3 预计 2030 年惠民保规模有望超 600 亿	28
4. 展望：“政府+险企+居民”三方受益惠民保推行	29
4.1 政府：为医保体系关键补充，将分担医疗支付压力	29
4.2 险企：将助力险企流量二次转化，长期促进商业医疗保险发展	30
4.3 居民：有效分担个人医疗负担，完善居民保障需求	32
5. 投资建议	33
6. 风险提示	33

图表目录

图 1: 2012-2021 中国医保基金收支与增速	5
图 2: 各年龄段人口数量与老龄人口占比	5
图 3: 居民医保基金收支与结余率	5
图 4: 全国卫生费用支出结构	6
图 5: 2018 年中国与海外个人自付比例对比	6
图 6: 截至 2020 年底惠民保发展历程	7
图 7: 2019 至 2021 年惠民保发展趋势	7
图 8: 惠民保参保率增长趋势	7
图 9: 各省惠民保产品数量	8
图 10: 各地域惠民保参保率情况	8
图 11: 2021 各地惠民保价格	10
图 12: 2022 年一线城市惠民保与百万医疗险平均价格对比	10
图 13: 2022 年四大一线城市保障范围	11
图 14: 2022 年四大一线城市保障内容	11
图 15: 惠民保与百万医疗和基本医保保障范围比较	11
图 16: 惠民保兼具基本医疗保险和商业医疗保险各自优点	12
图 17: 惠民保医保内外费用不同免赔额产品个数	12
图 18: 惠民保医保内外费用报销比例	13
图 19: 惠民保运营模式概览	14
图 20: 政府指导模式对比	15
图 21: 不同政府支持模式的城市占比	16
图 22: 不同政府支持模式参保率比较	16
图 23: 承保趋势由单独承保转向共同承保	17
图 24: 保险机构惠民保参与度 (2021 年)	18
图 25: 2021 年不同类型险企参与比例	18
图 26: 惠民保特征驱动对第三方服务平台需求	19
图 27: 特药服务商运营模式	19
图 28: 保险中介机构运营模式	20
图 29: 科技服务商职责	21
图 30: 影响参保率的因素概览	22
图 31: 2020 至 2022 年个人账户开放比例	22
图 32: 个人账户开放与参保率关系	22
图 33: 2021 年续保产品较 2020 年保障范围变化	23
图 34: 2021 年续保产品较 2020 年保障力度变化	23
图 35: 沪惠保理赔效率	25

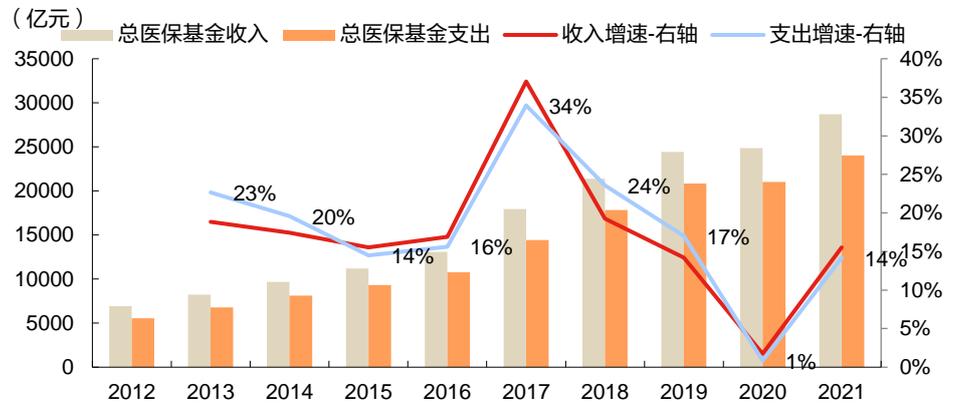
图 36: 健康管理服务多样化	25
图 37: 沪惠保累计理赔金额与整体保费收入 (2021 年)	25
图 38: 深圳重疾补充险历年赔付率	25
图 39: 惠民保风险控制途径概览	26
图 40: 2021 年沪惠保参保人群年龄结构	26
图 41: 2020 年与 2021 年不同价格惠民保占比与平均价格	27
图 42: 2021 年与 2022 年沪惠保保费价格	27
图 43: 既往症投保群体占比	27
图 44: 北京普惠健康保特定既往症人群理赔待遇	28
图 45: 沪惠保特定既往症人群理赔待遇	28
图 46: 2020 年至 2021 年免赔额设置变化	28
图 47: 平均参保率与同比增长率	29
图 48: 平均保费与增速预计	29
图 49: 多层次医疗保险体系	30
图 50: 2021 部分城市惠民保赔付金额	30
图 51: 沪惠保流量触点	30
图 52: 深圳重疾险与全国惠民保参保人数趋势	30
图 53: 惠民保城市覆盖趋势	31
图 54: 政府与险企一同参与惠民保新闻发布会	31
图 55: 镁信健康 PBM 服务助力控费	31
图 56: 惠民保与百万医疗险个人承担费用占比对比	32
图 57: 2021 年穗岁康减轻个人负担比率	33
图 58: 沪惠保赔付数据	33
表 1: 《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》简要内容	8
表 2: 一线城市惠民保信息概览	9
表 3: 惠民保与商业医疗险投保门槛对比	10
表 4: 典型政府指导模式简要内容	14
表 5: 浙江省政府强指导模式下的行政力量	16
表 6: 不同承保模式对比	17
表 7: 健康管理服务商职责	20
表 8: 医保一站式理赔结算趋势	23
表 9: 2021 年至 2022 年各地惠民保投保门槛变化	24
表 10: 2030E 惠民保规模测算	29

1. 普惠：从完善保障需求出发，具有较强竞争优势

1.1 定位：弥合社会保险与商业保险的断层，兼具政策性与市场性

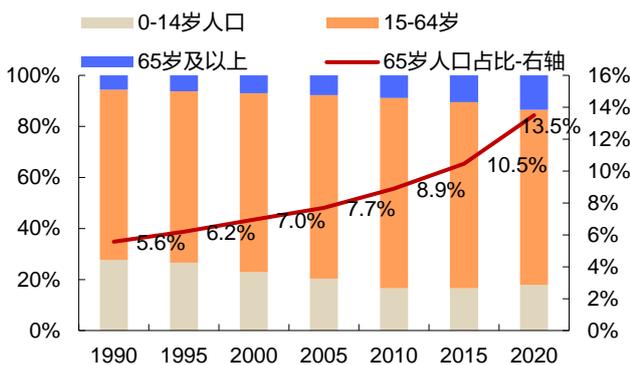
基本医保基金承压，支付压力愈发显著。疫情前我国基本医疗保险收入增速虽然保持较快的两位数增长，但医疗支出压力较大，2018年起连续2年支出增速超过收入增速2个百分点以上。拉长趋势来看，2012-20年我国城乡居民医保基金支出年化复合增速为36.56%，而同期收入增幅仅为34%，结余率由2013年的18%下降至2019年的4.5%。虽然2021年之后全国医保基金收入增速小幅反超支出增速1个百分点，但我们认为未来在人口老龄化加剧的趋势下，医保基金预计长期承压。

图 1：2012-2021 中国医保基金收支与增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2：各年龄段人口数量与老龄人口占比



数据来源：国家卫生统计年鉴，东方证券研究所

图 3：居民医保基金收支与结余率

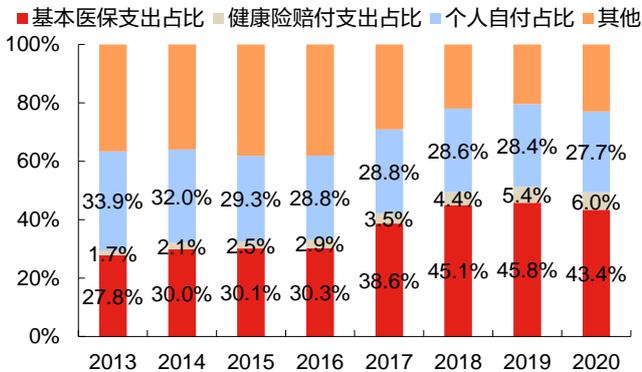


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

基本医疗保险与商业保险支出仅占全国卫生费用不足 50%，个人支付压力显著。基本医保支出与健康险赔付支出虽逐年上涨，但是仅覆盖全国卫生费用约 50%，个人自付占比虽高达 27%，但近几年呈持续下降趋势，个人医疗卫生支出依然存在压力。根据 2021 慧保天下保险大会暨第四届新浪金麒麟保险高峰论坛，2018 年我国卫生总费用中个人卫生现金支出占比约 28%，而美国个人自付比例仅 11%，世界平均水平为 18%，我国个人卫生支付负担较重，易造成因病致贫与因病返贫。

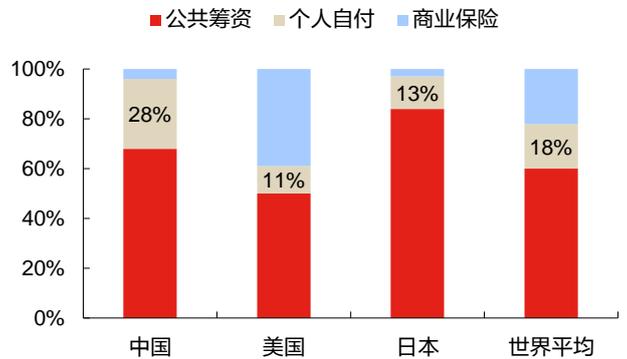
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 4：全国卫生费用支出结构



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2018 年中国与海外个人自付比例对比



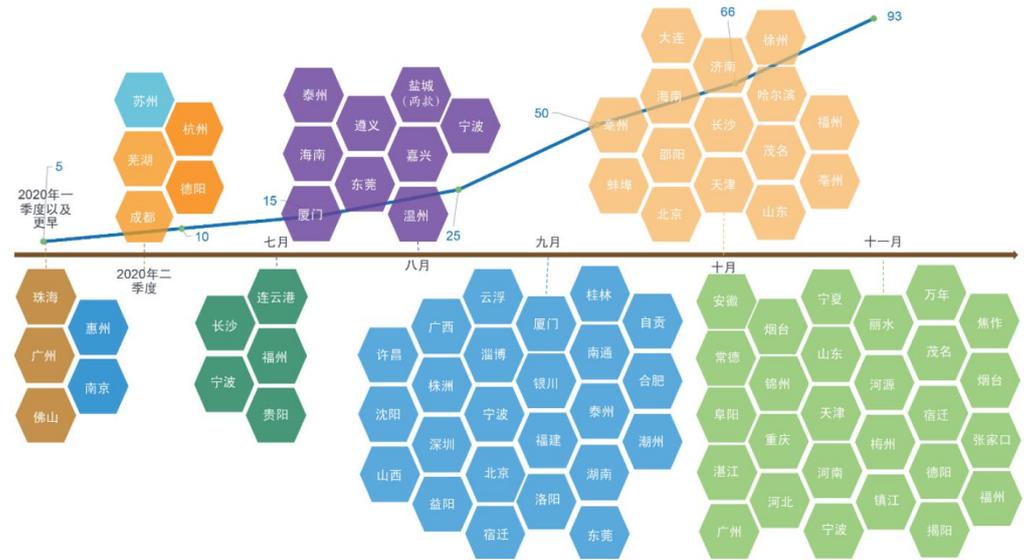
数据来源：慧保天下，东方证券研究所

基本医保与商保间存在空白区域，需进一步完善以缓解医保基金与个人卫生支出压力。基本医疗保险支出占全国卫生费用比重仅为 45%左右，保障力度不足，主要系我国基本医疗保险仍处于“广覆盖、保基本”的阶段。当前国家基本医疗保险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；此外，自 2018 年起全国基本医疗保险参保率维持在 96%以上，覆盖范围广泛但未来难以通过扩面增加医保基金收入。商业保险方面，2020 年健康险赔付支出占卫生总费用比重仅 6%，主要原因在于健康险保障力度虽高，但其投保门槛与保费相对较高，导致其覆盖面较低。因此目前中国基本医疗保险仍存在较大缺口，需要新型保险兼具覆盖面和保障力度填补空白，减轻医保基金与个人卫生支出压力。

1.2 发展历史：2015 年由深圳出发，从各地井喷式发展到目前规范理性

2015 年起源于深圳，于 2020 年多点开花迎来惠民保元年，各大险企纷纷布局。2015 年深圳市首推的惠民保雏形“重特大疾病补充医疗保险”，截至 2020 年底总参保人数已超 850 万人。2019 年，江苏南京以及广东珠海、广东广州、海南 4 地先后上线惠民保产品，惠民保开始走出深圳。2020 年开始，惠民保真正迎来发展的高光时刻，受益于低门槛、低保费、高保额等优势，全国各地惠民保不断涌现，2020 年全国共有 23 省 82 个地区 179 个地市 111 款产品上线，累计超 4000 万人参保，保费收入超 50 亿元。

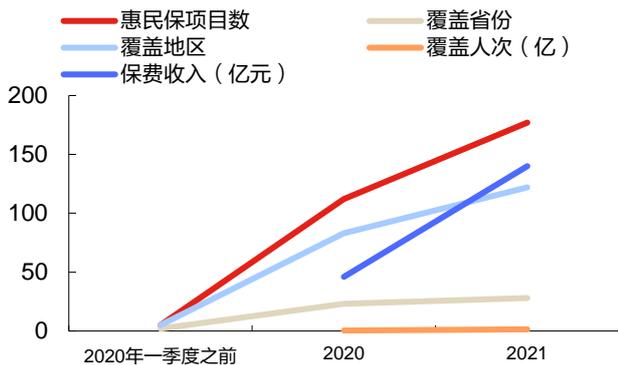
图 6：截至 2020 年底惠民保发展历程



注：图中数字代表累计设立产品数。
数据来源：慧保天下，东方证券研究所

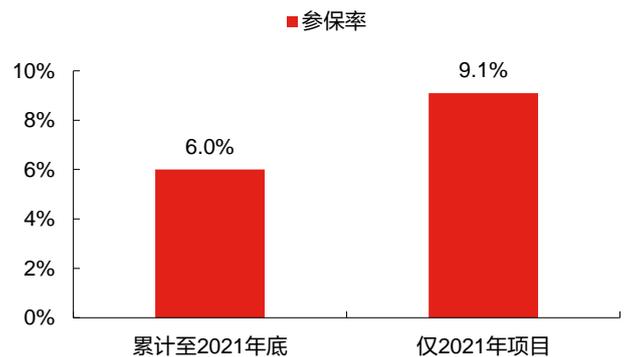
2021 年伊始，惠民保类保险产品持续升温进入爆发期，数量与质量齐升。根据慧保天下数据，2021 年惠民保在数量、覆盖省份与地区、覆盖人次、保费收入这五大方面都远超 2020 年。2021 年惠民保在 28 省 122 地推出 177 款产品，而 2020 年惠民保仅覆盖 23 省 83 地并推出 112 款产品；2021 年参保人数达 1.4 亿，人次首次破亿并约为 2020 年的 3 倍，保费收入达 140 亿元。同时，惠民保在数量增长的同时也实现了项目整体质量的增长，2021 年参保率相较于 2020 年出现显著提升，根据中再寿险与镁信健康联合发布的《中国惠民保业务发展与展望系列研究报告——2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，截至 2021 年 12 月 31 日的整体参保率为 6%，其中 2021 年上市的项目参保率为 9.1%。

图 7：2019 至 2021 年惠民保发展趋势



数据来源：慧保天下，东方证券研究所

图 8：惠民保参保率增长趋势

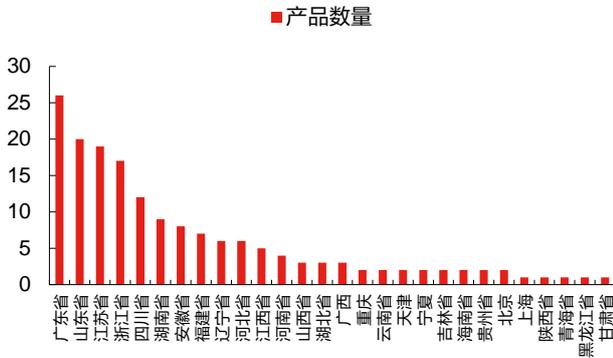


数据来源：《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

横向上，惠民保覆盖地区中东南沿海发展较快；纵向上，产品形态趋于多样化。横向地域上，从产品数量看，广东与江苏省引领全国；从参保率看江苏省和浙江省引领全国，广东紧随其后，东北地区虽然上市了一些项目，但是整体参保率比较低，河北河南作为两个人口大省，无论是上市数量还是参保人数都比较低，有较大的后发潜力。纵向产品形态上，部分城市及省份出现多款

惠民保产品，或是一款惠民保产品有多个可选择类型，而这部分产品则呈现出一定的价格梯度和保障责任差异，产品责任已不再局限于惠民保的基本形态，惠民保产品逐渐成为保险公司触达客户、实现多元化保费收入的方式。

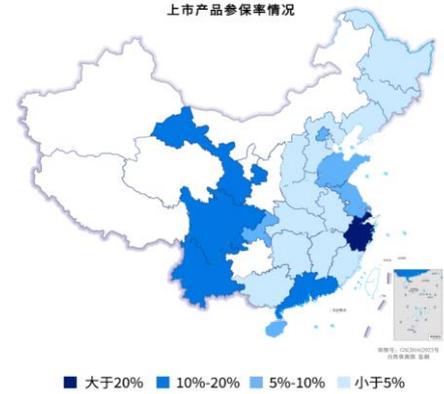
图 9：各省惠民保产品数量



注：数据截止日期为 2022 年 1 月

数据来源：邹文静《惠民保产品全景扫描》，东方证券研究所

图 10：各地域惠民保参保率情况



数据来源：《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

2022 年惠民保产品逐渐走向规范化道路。2021 年 6 月 2 日，银保监会正式下发《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》，首度对此类产品进行规范。通知强调在保障范围上，鼓励将医保目录外医疗费用、健康管理服务纳入保障范围；产品设计上，应基于基本医保和大病保险等有关数据合理预估投保人数规模，做好保费测算和保障方案制定；主体上，强调保险公司对开展定制医疗保险业务负主体责任，其中为了规范部分地方分公司冲业绩而忽视服务和责任，通知也强化了总公司的责任。同时通知明确应重点查处包括参与恶意压价竞争或承保价格低于成本；夸大宣传、误导消费者、冒用政府名义虚假宣传等惠民保乱象。

表 1：《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》简要内容

规定方向	主要内容
强化依法合规	要求保险公司按照商业保险经营规律和市场化原则，科学合理制定保障方案。规范业务开展，提高管理服务效率和风险控制能力。
压实主体责任	总公司对开展定制医疗保险业务负管理责任，须审核保障方案和承保产品，加强统一管理，规范业务流程，完善内部问责机制。
明确监管要求	加大日常监管力度，对低价恶性竞争、虚假宣传等违规行为重点查处，维护市场秩序，保障业务平稳运行。
加强行业自律	鼓励行业协会发挥自律组织作用，积极参与属地保障方案拟定，探索建立定制医疗保险服务规范，搭建行业交流平台。

数据来源：银保监会，东方证券研究所

1.3 特点：惠民保普惠性强，保障力度有待提高

1.3.1 “低门槛+低保费+高保障”为惠民保的主要优势

为缓解医保基金压力，各地政府联手险企推出普惠型定制商业医疗险“惠民保”。惠民保是各个城市根据实际情况推出的定制化补充医疗保险，是建立基本医疗保险报销基础上对部分自付和自费再次报销的保险。基于“惠民保”可对当前医保制度的“痛点”发挥一定的弥补作用，解

决看病难、看病贵，以及商业保险覆盖率不足问题，各地政府积极与险企合作推出“惠民保”，其中北京、上海、广州和深圳四大一线城市也不断探索推出惠民保。因各大城市实际情况有所差异，在惠民保保费设置、保障范围、保障额度等方面都各有特点，比如保费设置上，2022年四大城市的八类惠民保最低价为深圳重疾险 39 元，最高价为深圳专属医疗险 365 元；保障范围上，北京两大惠民保均覆盖医保内与医保外，上海沪惠保仅覆盖医保外项目。

表 2：一线城市惠民保信息概览

城市	北京		上海	深圳			广州		
惠民保名称	京惠保 2021	北京普惠健康保	沪惠保 2022	鹏城保	深圳专属医疗险	深圳重疾险	广州惠民保	穗岁康 2022	
参保门槛	北京市基本医疗保险参保人	北京市基本医疗保险参保人	上海市基本医疗参保人	深圳市基本医疗参保人	深圳市基本医疗参保人	深圳市基本医疗参保人	广州市基本医疗参保人	广州市医保参保人员；等；	
保费	79 元	195 元	129 元	99 元	365 元	39 元	49 元	180 元	
特定药品保障内容	保障范围	60 种特定高额药品	25 种国内特药；75 种海外特药	25 种国内特药；15 种海外特药	60 种国内特药；22 种海外特药；2 种 car-t 药品	13 种特定药品；20 种补充特定药品	17 种特定高额药品	18 种特定高额药品	符合约定的特药
	保障额度	100 万	国内：50 万 海外：50 万	国内：100 万 海外：30 万	150 万	共用 300 万元	15 万	100 万	30 万
	报销比例	90%	健康人群：60% 特定既往症人群：30%	健康人群：70% 特定既往症人群：30%	经医保报销后：100% 未经医保报销：90%	非补充经深圳重疾险待遇二报销，按 100%，未报销按 70%；补充的按 100%	70%	80%	创新药：60% 其他：50%
	免赔额	0	健康人群：2 万 特定既往症人群：4 万	0	0	非补充：1 万 补充：1 万	0	2 万（与住院医疗责任费用年度累计）	国家谈判与创新药：1.6 万 其他：4.5 万
(门诊及)住院保障内容	保障范围	医保内和医保外	医保内和医保外	医保范围外	医保范围外	医保内和医保外	医保内	医保内	医保内和医保外
	保障额度	医保内：100 万 医保外：100 万	医保内：100 万 医保外：100 万	100 万	200 万	共用 300 万元	无上限	100 万	医保内：100 万 医保外：100 万
	报销比例	医保内：100% 医保外：50%	医保内健康人群：80% 医保内特定既往症人群：40% 医保外健康人群：70% 医保内特定既往症人群：35%	健康人群：70% 特定既往症人群：50%	90%	最高 100%	70%	80%	医保内：80% 医保外：70%
	免赔额	2 万	北京市大病医疗保险起付标准	2 万	2 万	医保内外均 1 万	1 万	2 万（与特药责任费用年度累计）	医保内外均 1.6 万

数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

(1) 投保门槛上，惠民保不存在年龄、职业、健康限制，基本只需参保当地基本医疗保险，相比纯粹商业保险呈现出低门槛与普惠的特征。年龄上，惠民保对年龄无要求，而相似价位的中低端商业医疗险，如百万健康险和防癌健康险的年龄要求上限往往在 60-70 岁；职业上，惠民保也无限制，而商业医疗险出于降低高风险客群保障盈利考量，部分将高危职业人群排除在参保之外；健康限制上，对于既往症人群，商业医疗险通常不允许参保，但惠民保对既往症人群也敞开了大门，仅赔付比例上与健康人群做了一定区分。

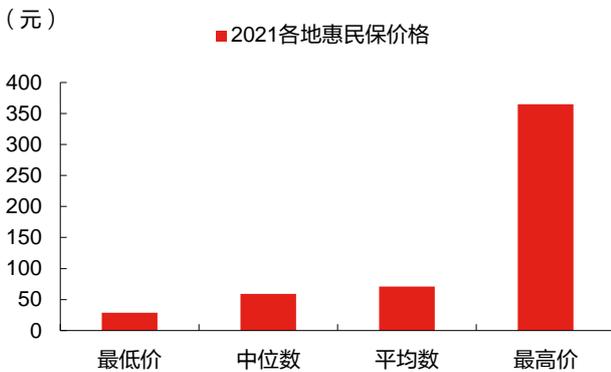
表 3：惠民保与商业医疗险投保门槛对比

	惠民保	百万健康险	防癌医疗险
投保年龄	无	30 天-70 周岁	0-60 周岁
投保职业	无	1-4 类	1-4 类
投保健康要求	无，多数既往症者也可参保	有，多数既往症者不可参保	有，多数既往症者不可参保

数据来源：公司官网，东方证券研究所

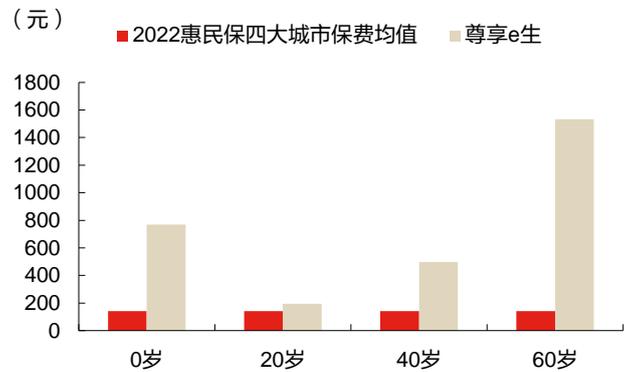
(2) 保费上，惠民保总体保费较低，相对纯粹商业保险价格上更具推广优势。从各地惠民保价格来看，2021 年各城市惠民保中最低价为 29 元/人/年（杭州市市民保重疾险），平均价仅 71 元/人/年；2022 年北京、上海、广州和深圳推出的共 8 类惠民保平均价仅 142 元/人/年，整体价格低廉，对所有年龄段统一定价，民众购买压力小。与惠民保具备一定相似性的百万医疗险如百万医疗险尊享 e 生，其各个年龄段差别定价，其中最低价为 20 岁年龄段的约 195 元/人/年，最高价为 60 岁年龄段的约 1533 元/人/年，均高于 2022 年四大一线城市惠民保均价，因此惠民保在价格上更具普及竞争力。

图 11：2021 各地惠民保价格



数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

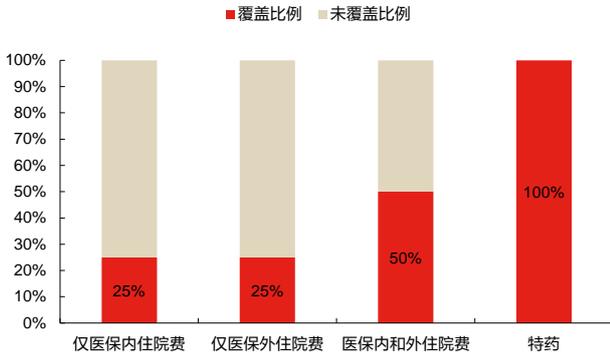
图 12：2022 年一线城市惠民保与百万医疗险平均价格对比



数据来源：各地惠民保，公司官网，东方证券研究所

(3) 保障内容上，惠民保以低廉的保费撬动与中端医疗险类似的高昂保额，保障范围补充了医保报销空缺之处。保障范围方面，基本医保仅保障医保目录内的项目，并且仅按比例报销起付点与基金封顶之间的部分。而根据 2022 年四大城市 8 类惠民保，目前大多数惠民保在医保目录内保障了医保未报销部分，平均保额为 100 万元，平均报销 84%；同时也保障了医保目录外的住院费，平均保额为 117 万元，平均报销 71%；此外对于医保外的高额特药，8 类惠民保均覆盖，平均提供 101 万保额，74% 报销比例。总保额方面，上述 8 类惠民保平均保额 266 万元，整体较高。

图 13：2022 年四大一线城市保障范围



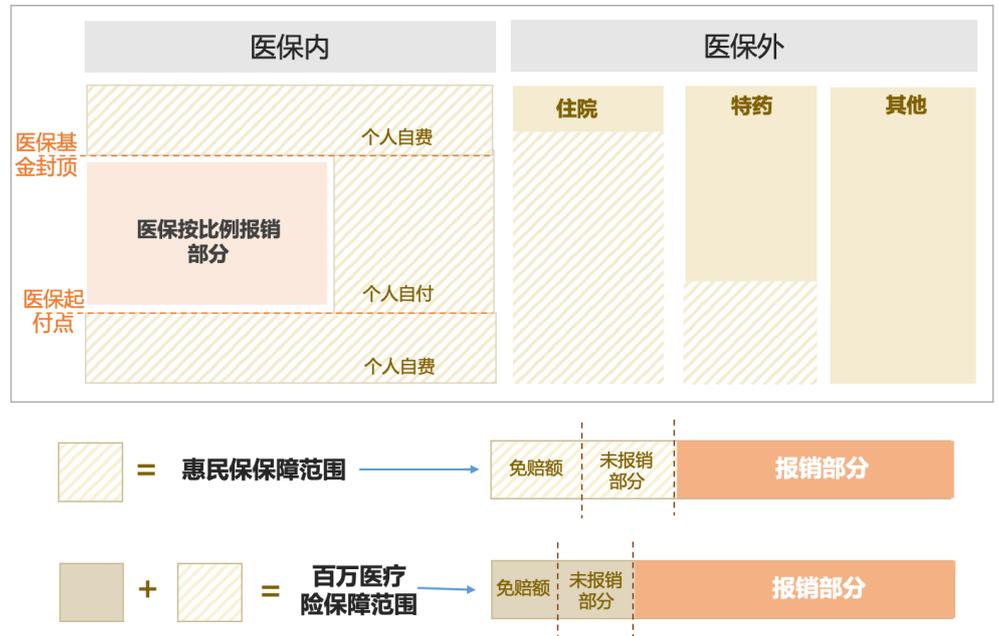
数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

图 14：2022 年四大一线城市保障内容

	保额均值 (万元)	报销 均值	免赔额均值 (万元)	平均总保额 (万元)
医保内住院费	100	84%	1.7	266
医保外住院费	117	71%	1.9	
特药	101	74%	1.2	

数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

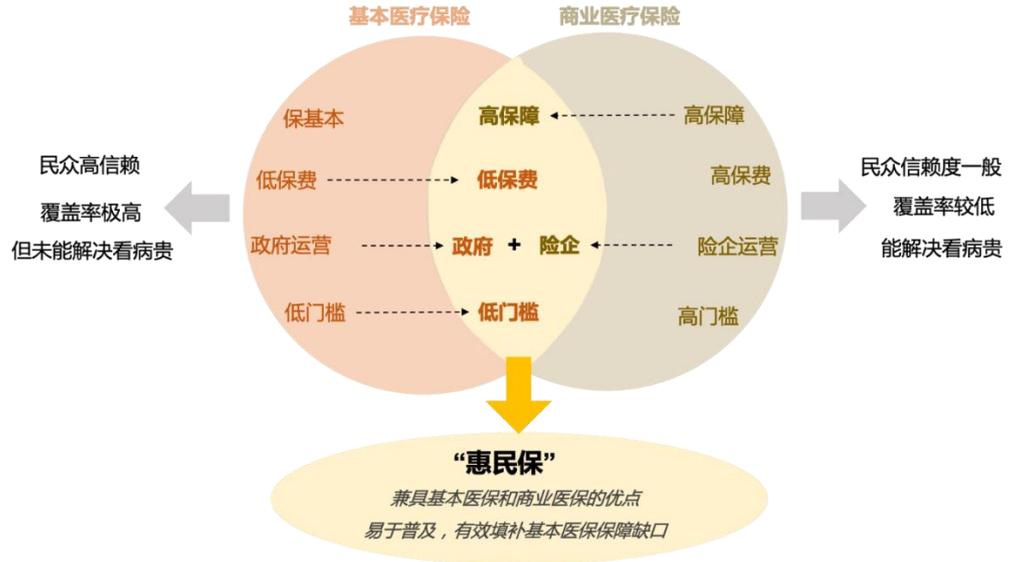
图 15：惠民保与百万医疗和基本医保保障范围比较



数据来源：东方证券研究所绘制

总之，惠民保兼具基本医疗保险和商业医疗保险各自优点，易于普及并实现普惠。目前国内医疗体系中起到关键作用的基本医疗保险和商业医疗保险最主要的问题在于，前者因低门槛、低保费及政府运营而实现普及，但却难以填补民众的医疗保障需求；后者虽然能提供全方位的高保障，但因险企运营的盈利目标而难以降低门槛，进而较难实现普及。所以汇集两大保险优点的惠民保，能够实现保障力度高于基本医保略低于商业医保，投保门槛略高于基本医保但远低于商业医保，同时在政府公信力与险企经验积累下，最终实现普惠，有效填补医疗保障体系缺口。

图 16：惠民保兼具基本医疗保险和商业医疗保险各自优点

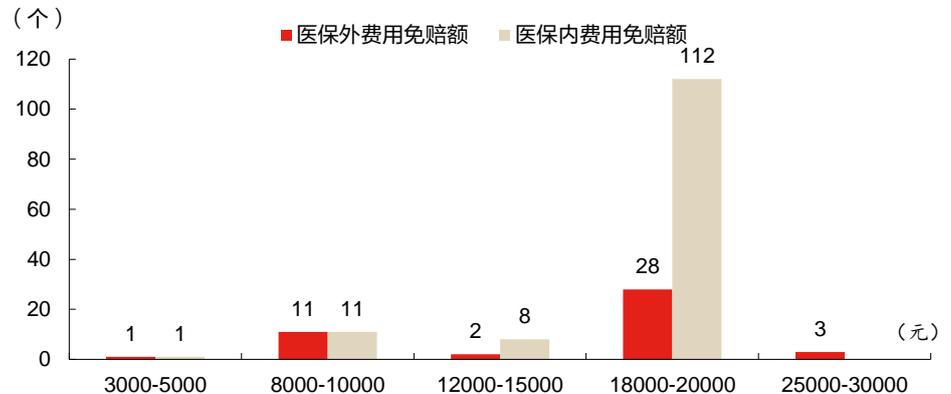


数据来源：东方证券研究所绘制

1.3.2 “高免赔额+有限报销比例”一定程度上拖累竞争优势

针对“小病”，惠民保免赔额较高，难以实现有效保障。在相同的医保政策下，惠民保产品开始发挥保障价值的临界金额主要由各项保障责任的免赔额决定，免赔额越低，保障价值发挥越早。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会健康保险工作委员会发布的《惠民保发展模式研究》，惠民保对于医保内的住院医疗费用，其金额从 5 千元到 2 万元不等，其中最常用的免赔额为 2 万元，共有 110 款产品（占比 78%），对于医保外的住院医疗费用，其金额从 3 千元到 3 万元不等，其中最常用的免赔额也为 2 万元，共有 27 款产品（占比 60%）。而百万医疗险的免赔额远低于惠民保，通常为 1 万元，部分百万医疗险甚至不设置免赔额。以医保内保障为例，假如医保报销比例为 70%，某款惠民保免赔额为 2 万，百万医疗险为 0 元，惠民保参保人的医保内总医疗费用需累计达到约 7 万以上，医保未报销部分才能达到 2 万的起付线，进而才能开始报销；而百万医疗险下则可直接对医保内未报销部分进行报销，因无免赔额所以对总医疗费用无要求。因此，对于花费较小的病症，惠民保的保障效果不如百万医疗险。

图 17：惠民保医保内外费用不同免赔额产品个数



数据来源：中国卫生信息与健康医疗大数据学会健康保险工作委员会《惠民保发展模式研究》，东方证券研究所

针对“大病”，惠民保报销比例略低于百万医疗险等中高端医疗险，保障力度有限。对于医保内费用，惠民保赔付比例在 50%-100%，其中接近 45%的产品报销比例达 80%；对于医保外费用惠民保的报销比例在 30%-100%之间，其中赔付比例在 70%及以上的产品占比 50%，赔付比例在 50%-60%的产品占比 44%。而百万医疗险一般情况的报销比例为 100%，因为当医疗费用支出越大时，报销比例差距下保障力度的差异也会越大，所以对于“大病”，惠民保的保障力度略低于百万医疗险。

图 18：惠民保医保内外费用报销比例

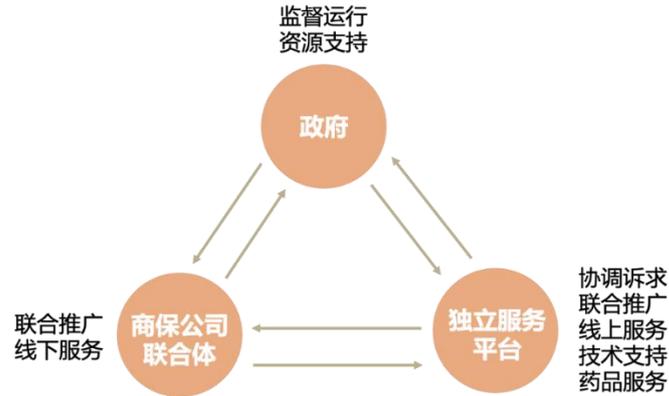


数据来源：中国卫生信息与健康医疗大数据学会健康保险工作委员会《惠民保发展模式研究》，东方证券研究所

2. 共赢：“政府+险企+第三方”铁三角模式趋于成型，各司其职

惠民保为各地政府、保险企业和第三方服务平台三者共同运营。政府主要指代当地政府、医保局、金融办等，职责在于根据当地实际情况，对惠民保的推出和运营提供不同程度的资源支持，并且对惠民保的运营承担监督职责。运营模型中的保险公司是指对惠民保单独承保的保险公司或者共同承保的商保公司联合体，主要职责在于以单独承保或者共保联合体形式参与项目，共同承担赔付风险，通过自有的销售渠道进行联合推广，并借助线下网点提供线下服务。第三方服务平台主要包括健康服务平台，互联网平台和保险经纪公司，当中健康服务平台主要负责依托医疗资源为客户提供健康管理并且提供保险公司技术服务支持，互联网平台主要负责线上的营销推广以及向保险公司提供数据分析等，保险经纪公司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。

图 19：惠民保运营模式概览



数据来源：思派健康，东方证券研究所

2.1 政府：指导力度为影响参保率的核心因素

惠民保运营模式区别于普通商业保险和政策性保险的特征是“政府指导、市场运作、个人自愿参加”，各地政府对“政府指导”理解不同导致差异化的支持模式。以 2019 年末推出的广州惠民保为代表的早期惠民保项目均是浅支持模式，虽然政府和当地医保局对惠民保产品给予一定的指导和宣传，但力度十分有限且并未开放政府与医保资源进行支持，其中主要原因在于是否支持商保发展，政府还没有明确顶层政策指导，同时也缺乏相关的实践样本，对于如何使用医保资源支持商保缺少经验。而随着中央级医保政策的支持以及全国城市的逐步开展，部分城市从仅提供产品指导、形象支持的浅指导式转向协助产品测算、宣传推广、理赔结算的适度指导模式。

表 4：典型政府指导模式简要内容

政府指导模式	浅指导	适度指导	强指导	
典型城市	广州	成都	杭州	
产品名称	广州惠民保	惠蓉保	西湖益联保	
开始时间	2019.12	2020.05	2021.01	
风险承担机制	商保公司自担	商保公司自担	商保公司自担，政府隐形背书	
政府部门参与筹资支持	产品设计指导	有	有	
	政府形象支持	有	有	
	宣传推广支持	无	有支持，但没有动用行政资源	有支持，动用行政资源
政府部门参与理赔支持	医保个账使用	无	有	
	理赔结算支持	无	数据共享	一站式结算
	资金收缴	无	无	有
参保覆盖率	10%（首年）	20%（首年）	45%（首年）	

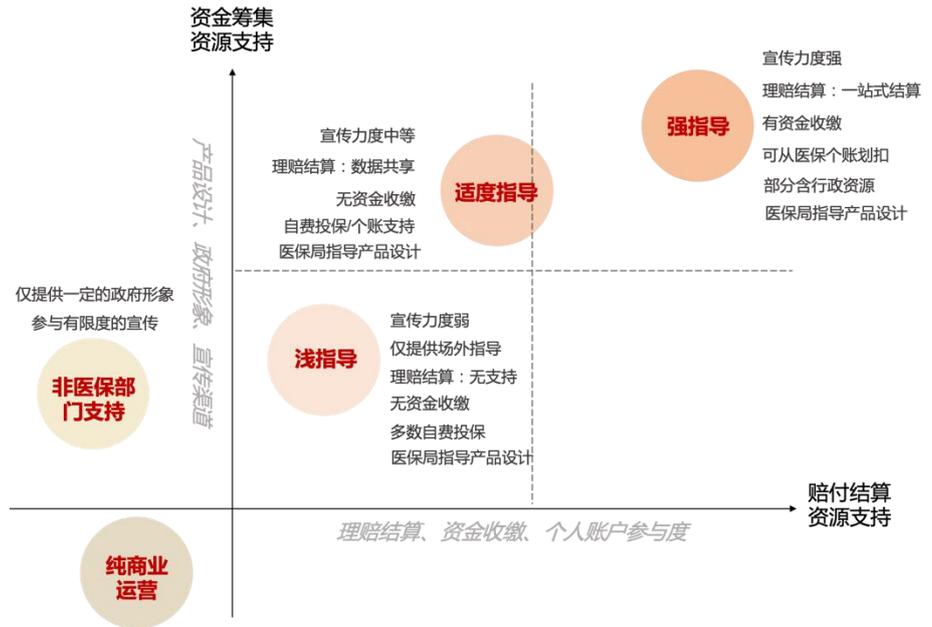
数据来源：慧保天下，东方证券研究所

根据政府及其职能部门支持力度，目前惠民保运营模式可分为五类，包括纯商业运营、非医保部门支持、医保部门浅指导、医保部门适度指导、政府与医保部门强指导。各地政府主要在资金筹集和赔付结算两方面为惠民保发展提供资源支持，资金筹集方面主要涉及保障设计、政府形象宣传以及宣传渠道；赔付结算方面主要包括个账支持、理赔结算、资金收缴。第一类纯商业运作模式，该类模式没有政府任何形式参与。第二类非医保部门支持模式，这是由医保部门之外的行政部门通过署名指导单位、参加发布会等形式提供有限的资金筹集支持。第三类医保部门浅指

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

导，特点是医保部门为署名指导单位或参加发布会，少部分会提供产品设计指导，但通常不提供数据支持，基本不开放医保个人账户的权限。第四类医保部门适度指导，该模式特点是医保部门下发文件指导产品设计，政府各渠道宣传力度明显提高，基本医保数据实现共享，部分职工保费可从医保个人账户资金划扣。第五类是医保部门强指导，最核心的特点是个账开放力度大，理赔结算实现一站式结算，部分地区使用行政资源进行推动。

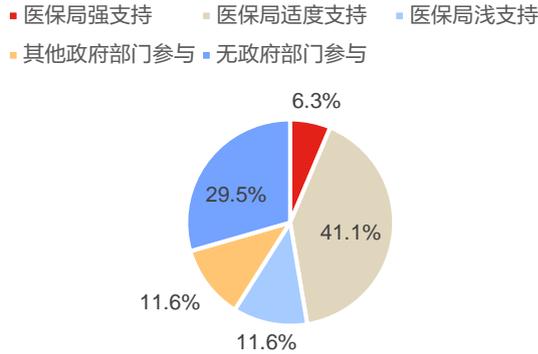
图 20：政府指导模式对比



数据来源：慧保天下，东方证券研究所

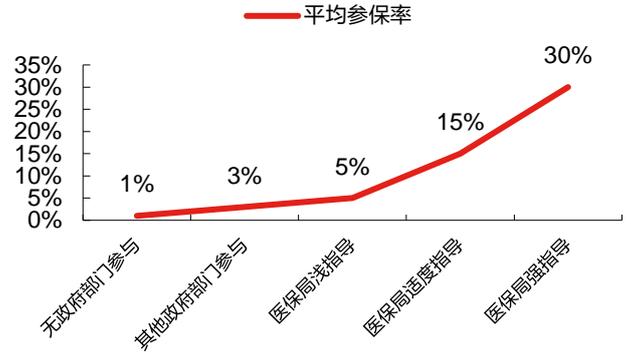
政府指导力度越高，惠民保平均参保率越高。根据慧保天下数据，截至 2022 年 2 月底已有的 190 个惠民保统计项目中超 40%为医保局适度指导，29.5%为医保局浅指导，仅 11.6%为医保局强指导。基于民众对政府形象的信赖以及医保个账开放对理赔流程的简化，纯商业运营模式的平均参保率小于 1%，其他政府部门参与的平均参保率小于 3%，而医保局浅指导、适度指导与强指导的平均参保率分别为小于 5%、小于 15%，大于 30%。我们认为，政府指导对于提高民众对保险的信赖度、提高保险质量与形象起到关键作用，因此政府对惠民保支持力度越高，民众参保意愿越高，参保率也相应提升。

图 21：不同政府支持模式的城市占比



注：统计口径后为 2022 年 2 月底前开始投保的项目。
数据来源：慧保天下，东方证券研究所

图 22：不同政府支持模式参保率比较



注：统计口径后为 2022 年 2 月底前开始投保的项目。
数据来源：慧保天下，东方证券研究所

浙江省各地惠民保为强支持模式典范，政府动用行政资源，多地参保率超 60%。慧保天下数据显示目前全国大部分地区的惠民保项目参保率普遍较低，在 1%-15%之间，而浙江省各地的惠民保项目发展水平平均高于全国整体水平，其中杭州西湖益联保 2021 年参保率达 42%，绍兴越惠保首年参保率达 67%，丽水浙丽保参保人数达基本医保参保人数 的 85.23%。浙江省惠民保的超常发展得益于政府的大力支持，在政策上，2020 年以来，浙江省先后推出系列政策文件，把惠民保作为防止居民因病返贫的一张“防护网”，由地方政府主动纳入政绩考核加以推进，政策还对各地“惠民保”业务划定了相关赔付线；政府资助上，在湖州“南太湖健康保”投保中，政府财政合计出资 370 万元，共资助 3.7 万困难人员参保；此外，浙江台州、绍兴等地府还将惠民保工作纳入对下属区、县(市)党委政府年度目标责任制考核中。

表 5：浙江省政府强指导模式下的行政力量

时间	发文机构	政策	主要内容
2020/11/27	浙江省医疗保障局	《关于促进商业补充医疗保险发展进一步完善多层次医疗保障体系的指导意见》	明确推动“惠民保”发展，标志着浙江省商业补充医疗保险项目全面启动
2020/12/6	浙江省委省政府	《中共浙江省委浙江省人民政府关于深化医疗保障制度改革的实施意见》	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医疗保障制度体系
2021/10	浙江省医疗保障局浙江银保监局	《关于进一步推进商业补充医疗保险促进共同富裕示范区建设的通知》	把推广城市定制型商业医疗险工作放到推进共同富裕的高度来认识，各市医保局要及时指导商业保险承办公司根据投保率、赔付进度、约定赔付比例等因素，按实际资金赔付要达到协议赔付率 90%以上，待遇覆盖面达到一定比例的要求，及时调整赔付责任和起付线
2021/6	浙江省医疗保障局等	《关于做好商业补充医疗保险一站式结算的通知》	2021 年 8 月 31 日前全省商业补充医疗保险实现市域内一站式结算；2022 年底前全省商业补充医疗保险实现省域内一站式结算
其他行政资源支持	税收优惠：在宁波，企业为员工购买“工惠保”，可以在工资总额 5%的范围内进行税前列支。 政府资助：在湖州“南太湖健康保”投保中，政府财政合计出资 370 万元，共资助 3.7 万困难人员参保。 政府考核：以绍兴为例，该市委市政府将越惠保工作纳入对下属区、县(市)党委政府年度目标责任制考核		

数据来源：政府官网，东方证券研究所

2.2 险企：从观望到积极，从独立承保到商保联合体

商业保险公司对开展惠民保业务负主体责任，是产品设计宣传、保险保障、损失赔付的主体。惠民保的定位仍属于商业健康险范畴，不具有强制性，同时基于各地政府对惠民保不同的考量，政府给予的宣传等支持力度有限，所以商业保险公司在提高民众惠民保参保率和续保率方面扮演着重要的角色。险企自身线下销售渠道和团队推广是获客的重要抓手，险企长期积累的商业保险设计、宣传、理赔等经验能为惠民保运营提供有力支撑。

险企参与惠民保运营主要分单独承保、共同承保和联合承保三种模式。单独承保是商业保险公司承保最主要的模式，在这种模式下商业保险公司能对该保险运营全程具备较大的话语权，不存在利益分割与责任认定纠纷。但是对于惠民保运营，共同承保和联合承保也是商业保险公司主要的选择方向。原因在于，惠民保除了具备商业性质还具备普惠的性质，对参保人基本不设门槛且多为均一低水平的保费，所以单独承保的风险较大，将面临赔付超过保费的可能，而共同承保和联合承保下，多家保险公司则可以对风险进行分担。其中共同承保优于联合承保的地方在于，共同承保下拥有主承保方，合作模式相较更紧密。

表 6：不同承保模式对比

承保模式	单独承保	共同承保	联合承保
主要内容	一个保险公司承保。	指两个以上保险公司及其分支机构承担保险。设立主承保方，服务由主承保方负责，各家保险公司按份额所占比例风险共担、利益共享。	各家保险公司推同一款产品，但参保人、保费、赔付风险由各家公司自行承担。
好处	具备对保险的掌控权，不存在利益分割与责任认定纠纷。	考虑到保险标的危险程度较大可有效分担风险；合作形式较为紧密。	考虑到保险标的危险程度较大可有效分担风险。
弊端	承担盈利性不稳定或风险较大的项目时，可能会造成较大的亏损。	利益分割与责任认定存在一定纠纷，合作效果可能不佳。	利益分割与责任认定存在一定纠纷，合作形式较为松散，承保效果不佳。

数据来源：东方证券研究所整理

险企在惠民保发展初期以单独承保为主，后期逐步侧重共同承保。惠民保发展初期，各地政府与险企均持观望态度，惠民保运营模式尚不清晰，参保量均未突破百万，所以初期险企以单独承保为主且数量较少。2020 年中期成都惠蓉保中险企首次以商保联合体形式出现，参保人数迅速突破百万，销售足月后商保联合体激增至 10 家，头部险企也逐渐入局。自此共保模式逐渐成为主流，数量也出现大幅增长，至 2021 年共保模式基本取代单独承保模式。

图 23：承保趋势由单独承保转向共同承保

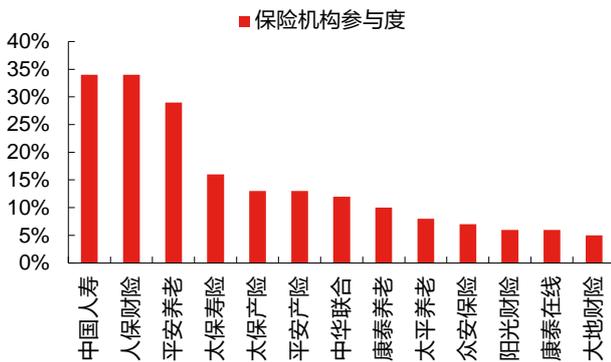


数据来源：慧保天下，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

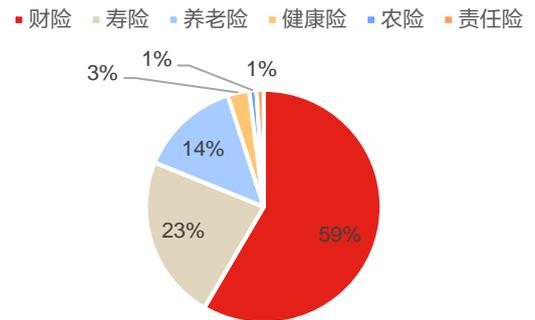
头部险企较中小险企参与度更积极，财险公司在各类险企中热情最高。从保险机构参与承保的规模看，大中型保险机构依托自身规模优势和渠道优势，成为惠民保业务承保的主力机构，当中中国人寿、人保财险和平安养老是参与承保产品最多的三家公司。从参与惠民保运营的险企公司类型看，财险参与最为积极，占比达 59%，其次是寿险公司占比 23%。财险参与度最高原因在于，2020 年车险综改之后，财险公司车险业务受到巨大冲击，各家险企都在积极探索未来的业务发展方向，惠民保这类短期健康险，既符合财险公司的经营范围，也契合了财险公司向“车险+非车”双支柱模式的转型方向；此外财险公司长期参与大病医保，拥有相关经验和历史数据。

图 24：保险机构惠民保参与度（2021 年）



数据来源：CNKI，东方证券研究所

图 25：2021 年不同类型险企参与比例



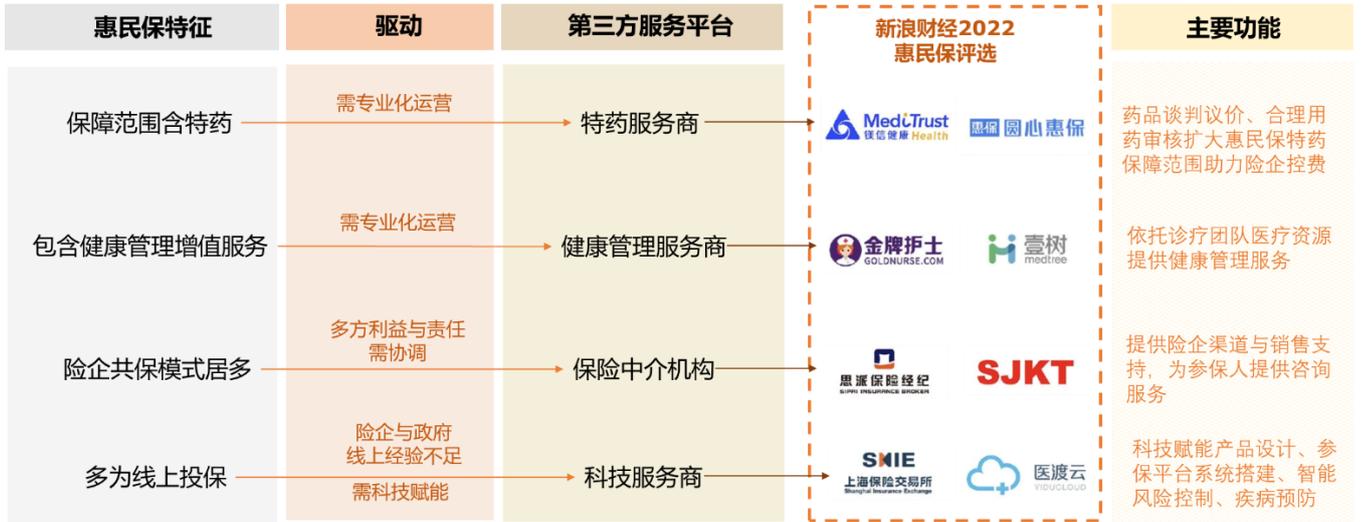
数据来源：慧保天下，东方证券研究所

2.3 第三方：提供销售服务与技术支撑，受益客源增加

惠民保障服务范围和运营模式的独特属性驱动特药服务商、健康管理服务商、保险中介机构与科技服务商等第三方平台成为惠民保运营的参与者。保障与服务范围上，惠民保相较其他险种特别的在于保障范围包含针对部分疾病的高额特药，这类药品价格高昂而惠民保定位普惠，所以产生对具备控费能力和药品谈判经验丰富的特药服务商需求；多地惠民保为参保人提供健康管理相关服务，而传统险企缺乏该领域专业运营能力，所以一般委托健康管理服务商承担工作。运营模式上，目前惠民保运营的参与者多为商保联合体和政府，各方在保险的宣传与销售等方面难以形成合力，且惠民保具备一定互联网性质而传统险企线上运营经验有限，保险中介机构和科技服务商的参与便能较好解决该方面问题。

根据新浪财经 2022 年惠民保评选，多家第三方平台入选最佳榜单。镁信健康和圆心惠保凭借在健康险特药服务领域的优势和价值，入选最佳特药服务商；金牌护士和壹树医疗依托诊疗团队医疗资源入选最佳健康管理服务商；思派保险经纪、宁波世纪康泰保险提供销售支持，为最佳保险中介；中保科联和医渡云凭借科技赋能产品设计等多环节优势获评最佳科技服务商。值得注意的是，入选的第三方平台在参与惠民保运营中多数为独立承接项目，而非单独承接某一业务板块，榜单仅表示对平台其中一优势的特别认可。

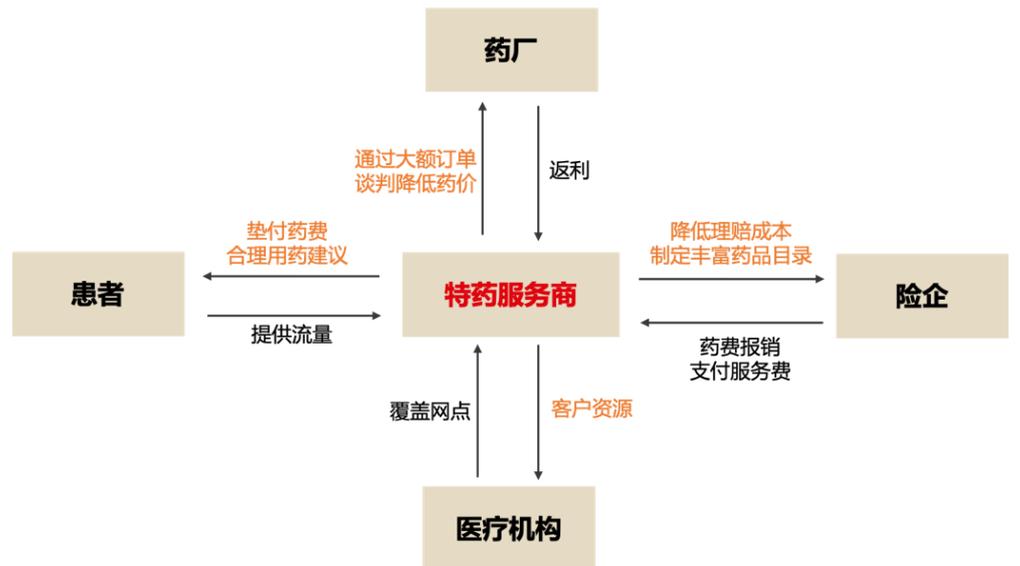
图 26：惠民保特征驱动对第三方服务平台需求



数据来源：2022年全国惠民保评选，东方证券研究所

特药服务商通过药品谈判议价、合理用药审核扩大惠民保特药保障范围并助力险企控费。为高质高效提高药品可及性并扩大特药保障范围，以镁信健康为代表的特药服务商依托自身医药领域优质资源，通过评估药品可惠及人群、平衡药品成本和疗效、确保商保基金可承担风险为惠民保确定特药目录。在助力险企控费上，特药服务商一方面与患者和医生进行谈判，在不降低治疗效果的前提下，将价格较高的药品置换成价格较低的药品；另一方面，基于特药服务商通常同时承接多个惠民保项目，特药服务商可依托多个大额订单与药械商和药店谈判，以较低的价格采购相应药品，降低保险公司的理赔成本。

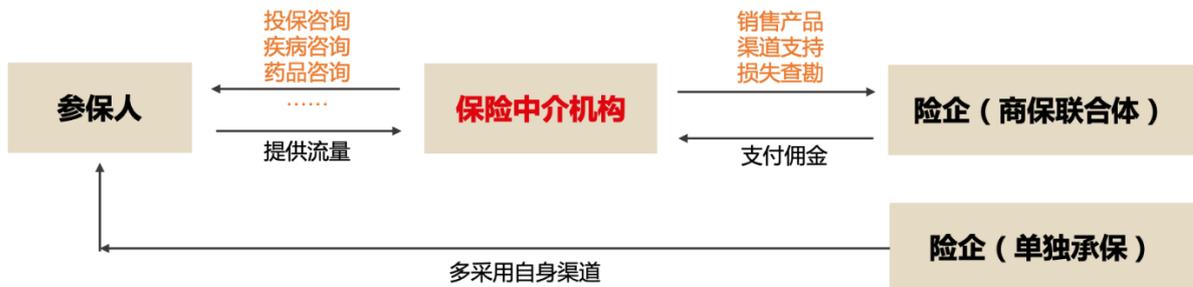
图 27：特药服务商运营模式



数据来源：东方证券研究所绘制

保险中介机构主要为险企提供渠道与销售支持，为参保人提供一定的咨询服务。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。

图 28：保险中介机构运营模式



数据来源：东方证券研究所绘制

健康管理平台依托自身诊疗团队等医疗资源为惠民保增值服务提供强力支撑。入选新浪财经 2022 最佳惠民保健康管理服务商的北京美鑫科技有限公司旗下“金牌护士”就通过“互联网+护理服务”的护理服务模式，依托自身 20 余万高年资执业注册护士，线下建设运营有 16 家护理站，有效地将医疗机构的护理服务延伸至社区和家庭，为惠民保参保人提供健康服务。以广州惠民保为例，健康管理平台提供的具体服务包括肿瘤疾病咨询、分诊服务、肿瘤早筛服务、处方咨询等，这些服务一方面能为参保人提供更佳的医疗服务，另一方面能够提高事前预防水平，降低险企理赔成本。

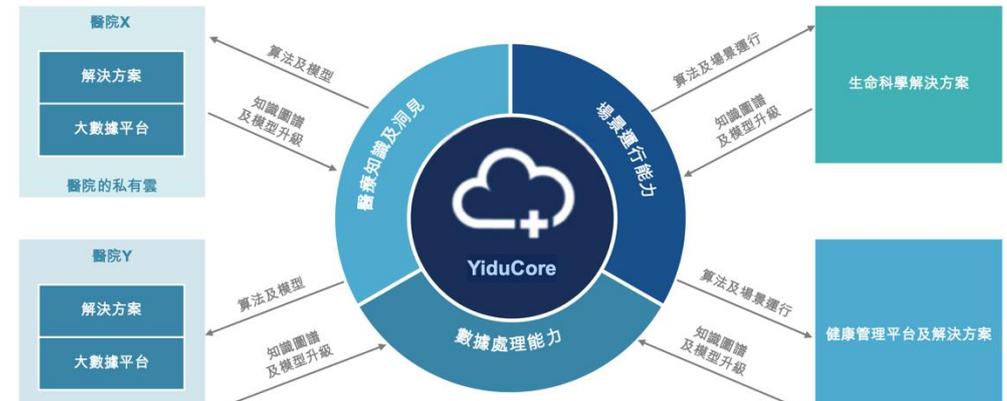
表 7：健康管理服务商职责

健康管理服务示例	内容	效果
体检服务	基础体检项目；口腔检查；癌症基因检测优惠服务	事前预防，降低道德风险
慢病服务	提供保单用药期限内的病程管理服务，覆盖发病初期的就医过程、治疗方案跟进、用药及不良反应回访	高慢病患者用药依从性
重疾服务	提供重疾诊前、诊中、诊后全流程服务，包括重疾绿通、快速住院、专家门诊、专业陪诊	为重病患者解决医疗资源稀缺性问题

数据来源：东方证券研究所整理

科技服务商的核心特点是通过科技赋能惠民保运营的全流程。科技服务商主要通过医疗精算、智能风险控制、疾病预防三大模型有针对性地为惠民保项目提供解决方案，为惠民保项目运营提供全流程支持，包括从早期的产品方案设计、参保平台系统搭建，到产品上线后的宣传推广、健康管理、平台运营、客户服务及理赔服务等全流程一站式服务。例如医渡云科技服务商依托 YiduCore 数据智能基础设施，为医院合理用药、个人健康管理、险企理赔提供算法及模型等解决方案。

图 29：科技服务商职责



数据来源：医渡科技公司公告，东方证券研究所

3. 可持续：权衡参保率与盈利性，共筑可持续发展之道

参保率与盈利性是维系惠民保可持续发展的两大核心要素，两者难以兼得，需各大运营方持续探索权衡要义。惠民保作为多层次医疗保障体系重要一环，是应对当下与未来医保收支压力和个人医疗费用负担的重要手段，若能可持续发展将使多方受益。而实现惠民保可持续发展，从运营方利益获取看，一方面需要满足政府方普惠民众的需求，另一方面需保证运营惠民保的险企能实现一定的盈利；从惠民保自身规模看，若要可持续壮大惠民保规模，提升参保率和盈利性是关键。虽然参保率提升能控制赔付风险，减少亏损可能，但是提升参保率同时意味着惠民保的普惠力度加大，盈利性进一步为普惠定位牺牲——假如提升政府支持力度提升，或面临类似浙江政府强约束约定赔付率的可能；保障内容的优化与服务管理水平提升将增加理赔负担和费用支出。同样，假如提高盈利性势必难以实现更高的参保率，比如施行提高保费收入、降低非健康人群参保待遇等措施将降低部分人群参保意愿。所以权衡参保率（普惠性）与盈利性，实现各运营方利益的良性平衡是实现惠民保可持续发展的核心内容。

3.1 参保率：受益于政府指导力度提升、保障与服务水平优化、投保门槛降低

参保率是惠民保筹资规模和降低风险的关键，政府支持力度、惠民保保障内容、参保门槛和服务管理水平是影响参保率的四大因素。惠民保作为普惠险价格较低且多为均一费率，难以通过提高保费扩大筹资规模，所以其规模扩张主要依赖参保率的提高。惠民保的普惠特征还指代投保门槛较低，当参保覆盖人群不足时将面临较大的逆向选择风险，所以为满足市场运营下对盈利的的需求，各地惠民保都致力于提升惠民保的参保率。从影响因素来看，政府支持力度在政府公信力和医保支持的作用下将对民众参保意愿起核心作用；惠民保保障内容将影响民众的“获得感”，进而影响民众参保和未来参保意愿；参保门槛将影响潜在可能参保人群规模；服务管理水平提高将提高投保人的获得感，一定程度上保障参保率。

图 30：影响参保率的因素概览

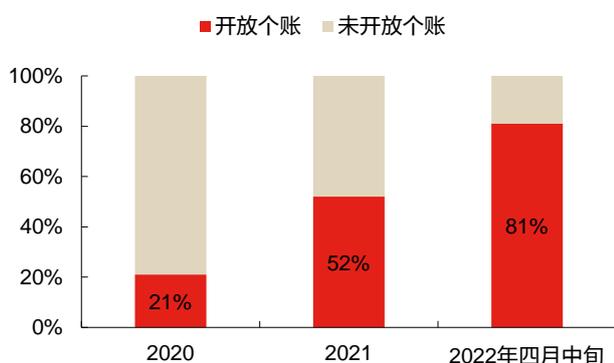
参保率影响因素	预测方向	作用机制
政府支持力度	<ul style="list-style-type: none"> 支持力度将上升, 医保个人账户开放程度提高, 医保局一站式理赔结算支持提升 	政府公信力提高 投保人参保与理赔便捷度提升
惠民保保障内容	<ul style="list-style-type: none"> 保障内容将丰富, 保障范围从单一医保内或医保外走向医保内外兼顾, 特药覆盖面扩大 	投保人获赔感提升
参保门槛	<ul style="list-style-type: none"> 投保门槛将进一步降低, 覆盖当地基本医保保障范围以外人群 	潜在参保人群规模扩大
服务管理水平	<ul style="list-style-type: none"> 理赔服务水平提升, 健康增值服务水平提升 	投保人获得感提升 续保率提升

参保率提升

数据来源：东方证券研究所绘制

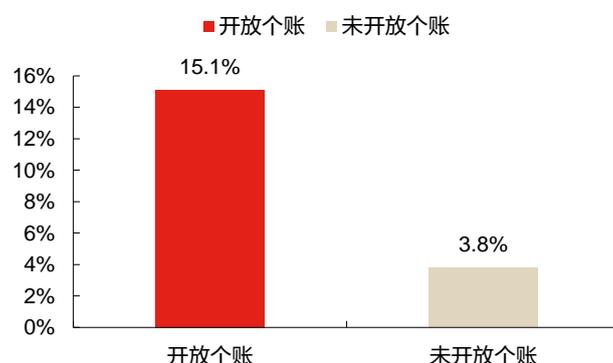
预测一：各地政府支持力度将持续上升，医保个人账户开放程度提高，预计浅指导和非医保局政府机构支持模式对应的惠民保将逐渐演变为适度支持模式，参保率将相应提升。医保局浅支持与适度支持的主要区别在与对于支付和理赔结算方面的资源支持。支付层面上，医保个人账户支付覆盖项目数逐渐扩大，这不仅可以提高个人账户资金的使用效率，也可以切实提高民众的保障水平。根据《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，从整体市场来看，个账支持投保参保的平均参保率 15.1%，远高于无个账支持的 3.8%，2021 年超过一半的产品项目放开个账投保支持（包含首年投保以及续期产品），占比较 2020 年大幅提升。2021 年主要的参保量贡献也来自于个账开放的城市，个账开放城市的参保量占 2021 年全市场参保量的 70%。而 2022 年医保个账也呈开放趋势，截至 2022 年 4 月中旬，已有 30 个地区的 37 个地级市共 30 款惠民保产品支持医保个账支付保费，部分已下沉至三四线城市。

图 31：2020 至 2022 年个人账户开放比例



数据来源：《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

图 32：个人账户开放与参保率关系



数据来源：《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

理赔结算方面，医保局一站式理赔结算支持的数量不断增加，该举措能有效简化投保人报案理赔的手续，为投保人和商业保险公司提供了流程的便利，提高投保人参保和续保意愿。基于广

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

州和北京的惠民保可以看出，两大一线城市 2020 年首次推出的产品均无法通过医保一站式理赔结算，理赔流程较为繁琐；但 2021 年的升级产品均支持医保内一站式结算，采用医保大病医疗保险赔付信息统一同步至保险公司作为理赔依据的方式。我们认为未来各地将不断放开医保理赔结算，为参保群众提供快速理赔服务，完成医保商保一体化结算，靶向破解参保群众报销难问题。

表 8：医保一站式理赔结算趋势

保障年份	2020 年	2021 年
代表产品	广州惠民保、京惠保	穗岁康、北京普惠健康保
理赔方式	不能通过医保一站式理赔结算，个人向承保公司提供理赔相关资料	医保内一站式理赔，采用医保大病医疗保险赔付信息统一同步至保险公司作为理赔依据的方式
保障范围	含医保内（若仅保障医保外，理赔方式均不涉及医保）	

数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

预测二：保障内容将持续丰富，保障范围从单一医保内或医保外走向医保内外兼顾，特药覆盖面继续扩大，提高民众“获得感”。从保障范围看，惠民保障责任从仅保障医保内医疗费用向保障医保外医疗费用延伸，特药责任的调整是扩大保障范围的主要手段。根据中国人寿再保险发布的《中国惠民保业务发展与展望系列研究报告——2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，2021 年全年上线的 48 款续保产品与前一年相比，仅有 14.58% 的产品提高了价格，而在价格基本保持平稳的情况下，58.33% 的产品通过增加特药责任的药品数量扩大保障范围，10.42% 的产品增加了特药责任。2022 年各地特药保障范围也持续扩大，以上海“沪惠保 2022 版”为例，其在原有国内 21 种特药保障的基础上，增补更替已纳入医保目录 7 种特药，并扩展药品至 25 种，适应症由原来的 17 种扩充至 23 种，进一步满足群众急需的高额药品保障。从保障力度看，2021 年全年上线的 48 款续保产品相比 2020 年，37.5% 的产品降低免赔额，22.93% 的产品提高保额，16.67% 的产品提高赔付比例，切实提高了参保人的“获得感”。

图 33：2021 年续保产品较 2020 年保障范围变化



数据来源：《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

图 34：2021 年续保产品较 2020 年保障力度变化



数据来源：《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

预测三：投保门槛将进一步降低，覆盖当地基本医保保障范围以外人群，扩大潜在参保范围。2022 年 3 月，银保监会与央行联合发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》，鼓励保险机构加强与医保部门合作，推动商业健康保险与基本医疗保险有效衔接，开发不与户籍挂钩的普惠型商业健康保险产品，提升商业健康保险覆盖面。在政策推动下，各地惠民保积极响应。2022 年，在广东银保监会和相关政府部门的推动下，中国人寿、平安养老等全面升级了广州穗岁康产品，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

将非广州户籍、持有居住证满两年的新市民纳入保障范围，此外还将广州市见义勇为人员、团体投保人群纳入可投保范围，基本实现了对广州常住居民的全覆盖。广州另一款广州惠民保在 2022 年也通过新增升级版本将广州市居住 30 天以上的非广州市社会医疗保险参保人纳入投保范围。此外，2022 版上海沪惠保将新市民纳入，将在上海部分大型企业（试点物流配送、外卖快递等保供平台企业）工作并参加当地基本医疗保险的务工人群纳入可参保群体，扩大了潜在参保范围。

表 9：2021 年至 2022 年各地惠民保投保门槛变化

惠民保名称	可投保人群
穗岁康 2021 版	广州医保参保人及其他医疗保障人员
穗岁康 2022 版	广州医保参保人及其他医疗保障人员、广州户籍人员、广州市办理居住证满 2 年、广州市见义勇为人员、团体投保
广州惠民保 2021 版	广州市社会医疗保险参保人
广州惠民保 2022 升级版	广州市社会医疗保险参保人、或在广州市居住 30 天以上的非广州市社会医疗保险参保人
上海沪惠保 2021	上海基本医保参保人
上海沪惠保 2022（市民版）	上海基本医保参保人、在上海部分大型企业（试点物流配送、外卖快递等保供平台企业）工作并参加当地（非上海市）基本医疗保险的务工人群

数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

预测四：服务水平将持续提高，健康管理平台将通过切实的增值服务提高民众“获得感”，运营方将促进理赔效率与便捷度提升以增强参保体验。惠民保作为大病医保的衔接和补充，意味着非既往症人群在购买惠民保之后，均是和保险低频发生关系，只有在少数情况才能产生理赔，因此对于大部分未出险的健康体甚至亚健康体来说获得感并不强。在健康增值服务方向上，预计各地惠民保将持续优化增值服务质量以提高健康标体的获得感，针对不同人群升级服务体验，如针对健康体，提供健康咨询、健康科普、健康体检等服务；而对于既往症患者，可以提供药品直付、慈善援助、药事咨询、多学科会诊（MDT）等患者在治疗过程中必须的健康服务，提升患者对先进医疗技术的可及性同时，大大提升客户体验感，形成较强的服务效应。在理赔服务方向上，预计各地惠民保将针对部分传统商业保险和部分地区历史惠民保理赔效率进行优化。根据上海沪惠保 2021 理赔服务报告显示，沪惠保结案率高达 99.7%，平均结案时间仅 2.4 个工作日，极大减少客户等待时间；此外，穗岁康中理赔申请电子诊疗数据应用率达 68%，一次性提交材料完成理赔的案件占 93%，有效提高了参保人的理赔便捷度，提高参保获得感。

图 35：沪惠保理赔效率



数据来源：沪惠保 2021 理赔服务报告，东方证券研究所

图 36：健康管理服务多样化

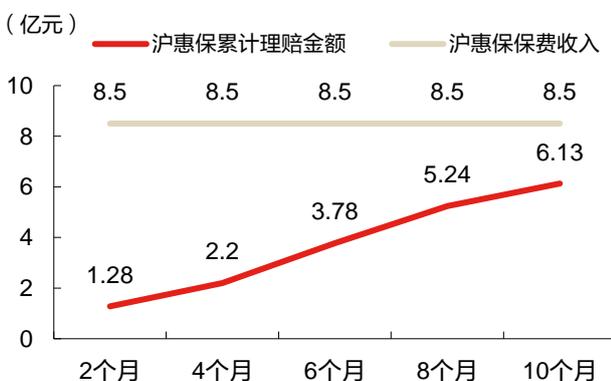


数据来源：公司官网，东方证券研究所

3.2 盈利性：保本微利为目标，控制风险为路径

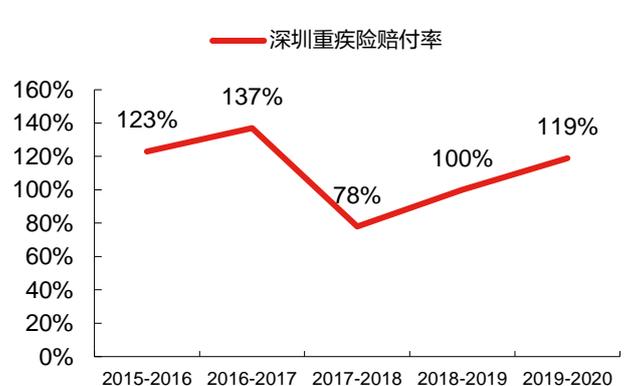
惠民保的普惠定位与追求高参保率下难以兼顾高盈利，保本微利应为各地惠民保可持续发展的主流，但目前部分惠民保或面临亏损。惠民保的核心定位为普惠性，在普惠要求下，各地惠民保对于参保人群未设置门槛，易导致不具参保其余商业医疗险资格的风险人群规模较大，根据中国人寿再保险发布的《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》中对各地惠民保人群的年龄结构汇总统计，60 岁以上人群整体占比约为 35%，同时对于带病体既往症群体，多数惠民保产品采取了带病体可保可赔的保障模式。所以普惠定位下，惠民保参保人群年龄结构和健康结构并不乐观，预期理赔成本较高，难实现高盈利。而为降低群体结构不良带来的风险，惠民保运营方多致力于通过提高保障力度来提高参保率，所以相应也会提高预期理赔成本，与高盈利相矛盾。此外，惠民保高盈利意味着赔付率较低以及参保人参保获得感较低，进而导致未来续保率与新增参保率不足，使得惠民保难以持续运营。所以保本微利才是惠民保可持续发展的主要方式。但是目前部分城市惠民保或面临亏损，2021 年推出的上海沪惠保首年参保人数高达 739 万，保费收入约 8.5 亿元，除开受疫情影响较大的结尾 4 个月，在运营仅 8 个月时，沪惠保累计理赔金额高达 5.24 亿元，占总保费收入的 62%；深圳重疾补充保险在过去 5 年，虽然该产品的保费总收入在持续增加，但其赔付总金额也在逐渐增加，并且赔付总金额整体高于保费收入，除了在 2017-2018 年把保费从 20 元上调至 29 元，缓解了部分赔付压力外，其他年份的赔付率均高于 100%。

图 37：沪惠保累计理赔金额与整体保费收入（2021 年）



数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

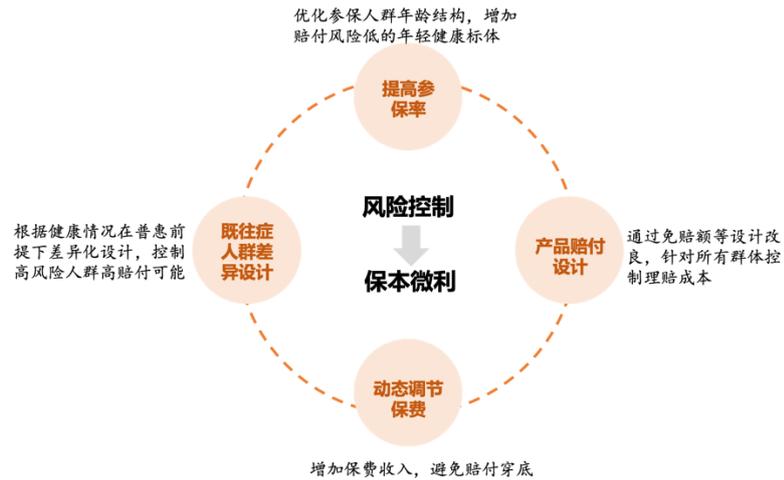
图 38：深圳重疾补充险历年赔付率



数据来源：中国卫生信息与健康医疗大数据学会健康保险工作委员会《惠民保发展模式研究报告》，东方证券研究所

保本微利的核心为控制风险，实现的四大路径为：**提高参保率、动态调节保费、针对既往症人群差异设计、调整产品赔付设计**。提高参保率的可以从参保群体出发，通过覆盖更多年轻与健康群体，增加保费收入的同时降低未来赔付可能。动态调节保费主要根据历史赔付情况与对未来赔付的预测，使保费价格与风险相匹配，提高保费扩大保费收入。此外，针对既往症人群差异设计产品具体是指在惠民保具体保障内容上降低对既往症人群的保障力度。而调整产品赔付设计是指针对所有参保群体，调整产品的保障内容。

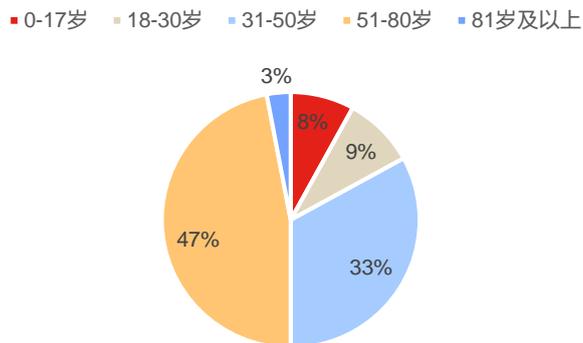
图 39：惠民保风险控制途径概览



数据来源：东方证券研究所绘制

判断一：提高参保率能有效优化参保人群年龄结构，有效控制理赔成本。惠民保参保人群整体呈现年龄偏高的特点，京惠保 2020 年 10 月到 2021 年 3 月期间共有 140 万人投保，其中 50 岁以上参保人超过 65 万；沪惠保 2021 年 6 月 6 日统计的 600 万参保人群平均年龄为 48 周岁；西湖益联保参保人群平均年龄 46 周岁。较多病症与年龄呈正相关，进而偏向老龄的参保结构将提高险企的理赔成本。而提高参保率将提高目前年轻人群占比，降低理赔风险。

图 40：2021 年沪惠保参保人群年龄结构



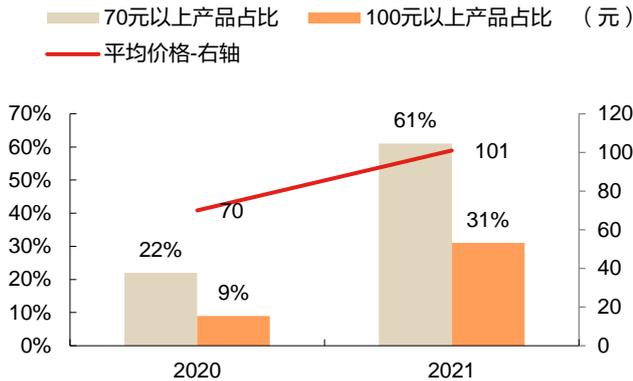
数据来源：财讯网，东方证券研究所

判断二：整体保费出现上行趋势，部分地区推出价格更高的升级版惠民保分散风险。2021 年惠民保的保费上升较快，保费在 50-60 元是 2020 年的主力，但 2021 年已经变为 70-100 元的区间，70 元以上产品占比已经从原先的 22% 上升到 61%。2021 年，惠民保产品的平均保费是 101 元，比 2020 年的平均保费 70 元上涨了 44%，尤其是 100 元以上的产品从 2020 年只占 9%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

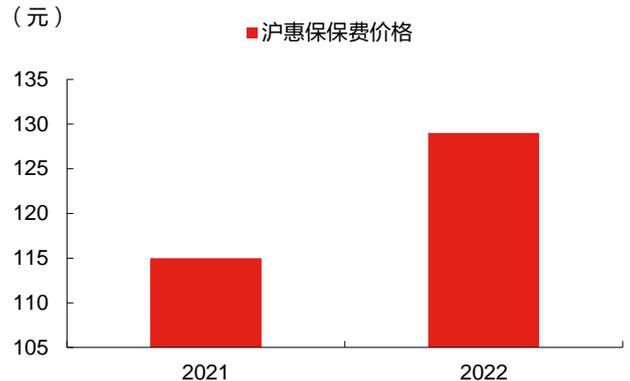
上升到 2021 年的 31%。而在赔付压力下与保障内容升级催化下，2022 年沪惠保价格由 2021 年的 115 元上升至 129 元。此外，部分地区推出保费价格更高的升级版产品，例如广州推出惠民保 plus 版本，价格由基础版的 49 元上升至 89 元，虽然升级版价格较高，但升级版保障力度更强，相比基础版对高龄人群与非健康人群的吸引力更强，能较好分离不同风险群体。总体来看，上涨保费是有效提高抗风险能力的方法，但考虑到惠民保的保费基数较低，仍需借助后端对赔付的管控来降低风险。

图 41：2020 年与 2021 年不同价格惠民保占比与平均价格



数据来源：健康界，东方证券研究所

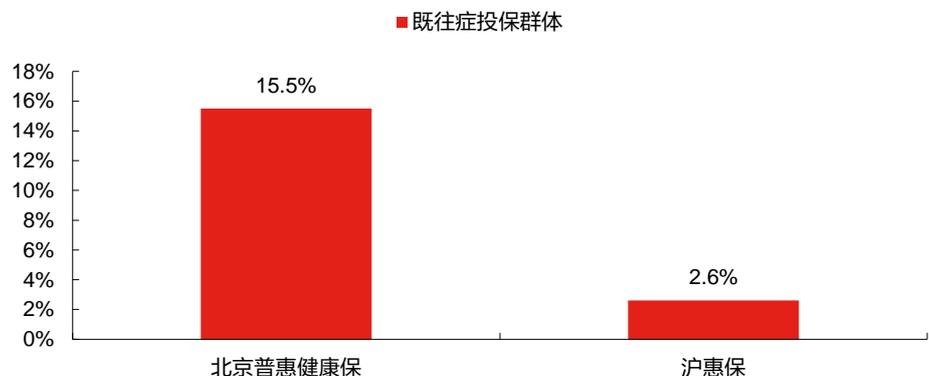
图 42：2021 年与 2022 年沪惠保保费价格



数据来源：沪惠保公众号，东方证券研究所

判断三：赔付细节上区分特定既往症人群或成未来趋势，有效降低理赔成本。目前各地惠民保处于普惠的定位，对既往症群体多允许可保可赔。2021 年，北京普惠健康保的投保群体中约 15.5% 为既往症人群，沪惠保的投保群体中约 2.6% 为既往症人群，这部分人群患重大疾病概率更大，若不加以一定的限制，将会使惠民保赔付端显著承压。因此北京与上海均在具体赔付细节上区分特定既往症人群，降低对此类人群的理赔力度，以此缓解整体赔付成本。例如北京普惠健康保在理赔的多个方面均规定特定既往症群体只能享有健康群体一半的保障待遇，特药报销比例上，提供健康人群 60%，特定既往症人群 30%；医保内报销比例上，规定特定既往症群体仅允许报销 40%；特药免赔额上，健康人群设定为 2 万，特定既往症人群为 4 万。上海沪惠保在特药与医保外两大保障内容的报销比例上，规定特定既往症人群在特药方面仅能报销 30%，而健康群体可享受 70%；医保外特定既往症人群可享受 50%，而健康群体可报销 70%。

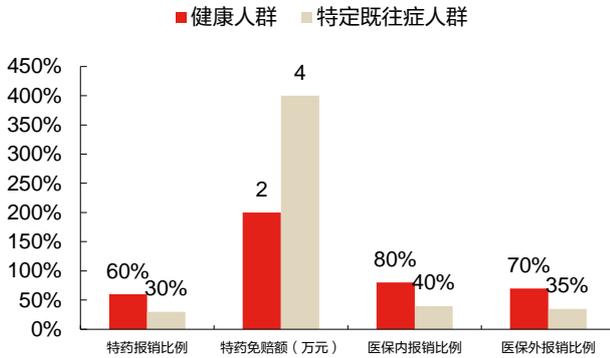
图 43：既往症投保群体占比



注：均为 2021 年惠民保产品。

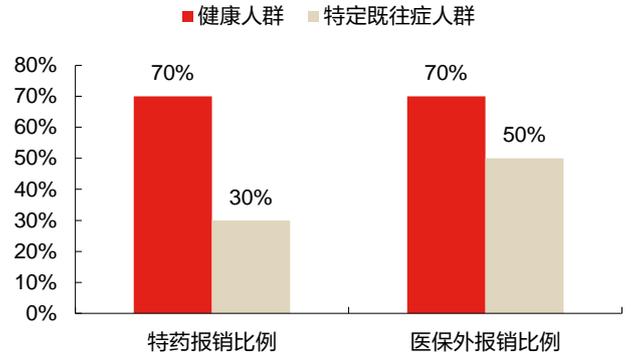
数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

图 44：北京普惠健康保特定既往症人群理赔待遇



数据来源：北京普惠健康保公众号，东方证券研究所

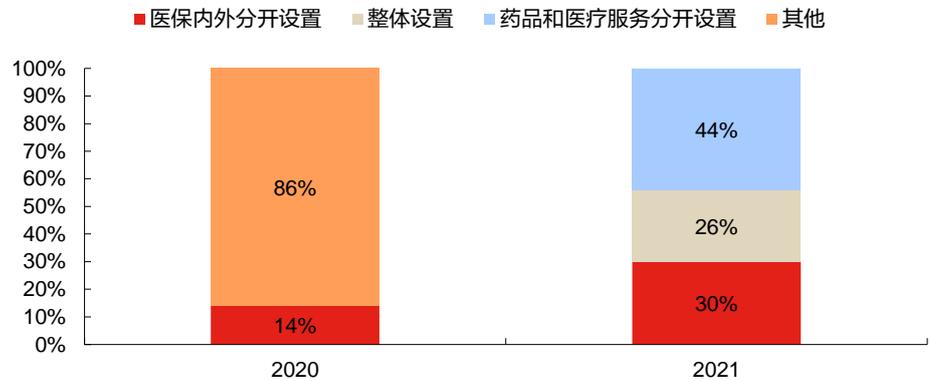
图 45：沪惠保特定既往症人群理赔待遇



数据来源：沪惠保公众号，东方证券研究所

判断四：调整不同责任范围的免赔额是风险控制的方向之一。2020 年，惠民保在早期发展的过程中，对风控管理还非常粗放，产品总体以 2 万的整体免赔额居多，只有 14% 的产品将医保内和医保外的保障分别设置免赔额。但至 2021 年，免赔额的设置较为多样，分别为整体设置、医保内外、药品和医疗服务分开设置这三种，第一种的比例已经大幅下降到只有 26%；第二种的比例则上升到 30%；最后一种高达 44%，占比最高。分开设置免赔额是重要的风控手段，可以基于各保障范围不同的理赔风险设置相应的免赔额，避免理赔风险较高的责任内容通过积累风险较低的责任内容花销而达到起付线。

图 46：2020 年至 2021 年免赔额设置变化



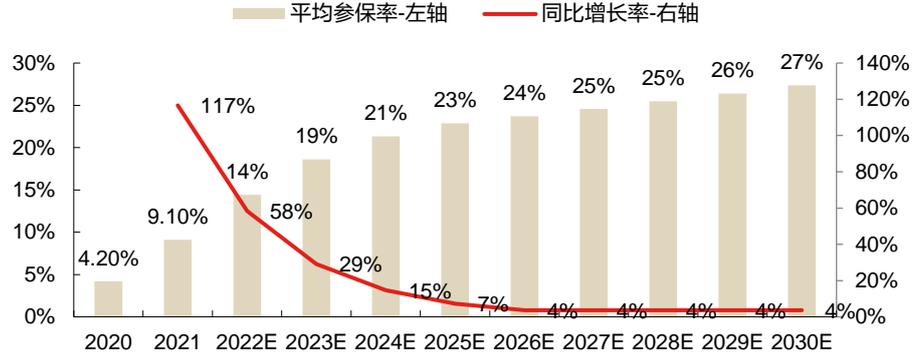
数据来源：Latitude Health，东方证券研究所

3.3 预计 2030 年惠民保规模有望超 600 亿

综合上述考量，预计至 2030 年惠民保全国平均参保率为 27%，平均保费为 156 元，总体规模有望达 619 亿元。关键假设：（1）根据国务院发布的《国家人口发展规划（2016-2030）》，预测全国总人口 2030 年达到 14.5 亿人左右；（2）预计 2030 年惠民保参保率达 27%：假设政府对惠民保支持力度显著提升，惠民保保障水平等普惠力度超过提升盈利性举措力度；同时假设预计后续因参保率基数变大且市场下沉速度趋缓，参保率增长率呈下滑或平稳趋势；（3）预计 2030 年平均保费为 156 元：假设以燕道数科 2021 年 97 元的平均保费为基础，按 2022 年增速 20%，2023 年 10%，2024 年 5%，后续按每年 2.5% 的增速增长。

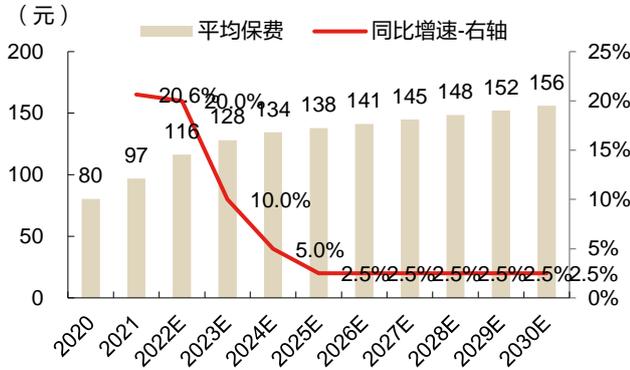
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 47：平均参保率与同比增长率



数据来源：《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，东方证券研究所

图 48：平均保费与增速预计



数据来源：燕道数科，东方证券研究所

表 10：2030E 惠民保规模测算

人口数量 (亿)	14.5
2030E 平均参保率	27%
2030E 参保人数 (亿)	3.97
2030E 平均保费 (元)	156
2030E 惠民保规模 (亿元)	619

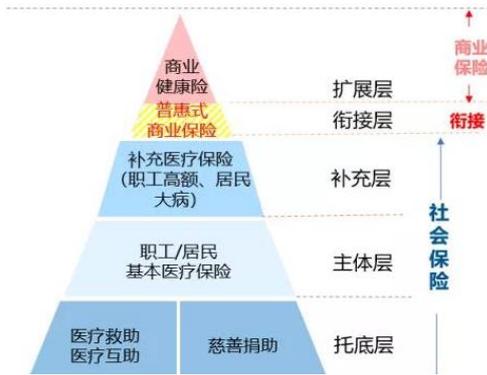
数据来源：《国家人口发展规划(2016-2030)》，燕道数科，东方证券研究所

4. 展望：“政府+险企+居民”三方受益惠民保推行

4.1 政府：为医保体系关键补充，将分担医疗支付压力

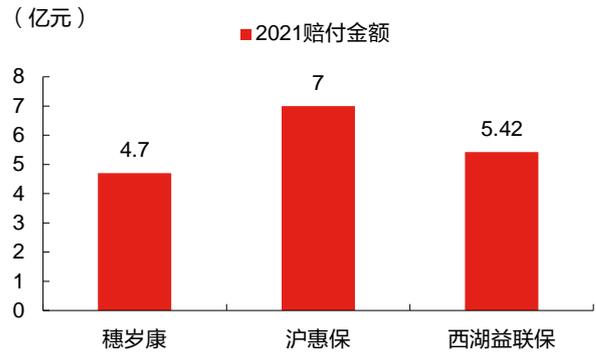
惠民保将助力政府健全多层次的医疗保险体系，缓解医疗支付压力。2020 年 3 月《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》提出要求到 2030 年全面建立以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。惠民保作为普惠式商业保险，结合传统商业健康险和社会医疗保险的优势，有效衔接了商业保险和社会基本医保，是目前国家多层次医疗保障制度体系的重要一环。惠民保经过 2019-2021 年的不断完善和发展，目前越来越多城市开放医保个人账户支付，提高了医保基金的使用效率；同时也逐渐缓解了各地政府的医保收支压力，根据各地理赔报告显示，广州穗岁康 2021 年理赔金额达 4.7 亿元，杭州西湖益联保总赔付金额达 5.42 亿元，上海沪惠保全年赔付超过 7 亿元。

图 49：多层次医疗保险体系



数据来源：慧保天下，东方证券研究所

图 50：2021 部分城市惠民保赔付金额



数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

4.2 险企：将助力险企流量二次转化，长期促进商业医疗保险发展

惠民保将提供险企多流量触点以及下沉市场潜在客户，助力险企获取更多的流量并促进二次转化销售。渠道上，传统商业保险多依赖于公司自身销售人员和代理人员进行线下推广宣传，该方式成本高且效率较低；而运营惠民保的险企则享受政府和第三方服务平台支持，能使险企在投保期间以低成本享受线上与线下多渠道的大力推广。以上海沪惠保为例，在投保宣传期，微信公众号、支付宝、政府政务服务软件、网络新闻等多种线上渠道都对沪惠保进行高频宣传，此外社区、公交站牌等线下渠道也是沪惠保的宣传方式。客群上，惠民保借助政府力量逐渐从发达城市向二三线城市拓展，这部分市场此前购买商业健康险意识薄弱，因此险企通过挖掘下沉市场的潜在客户来增加大量新客。在多流量触点和下沉市场新客户群的助力下，险企能在短时间内迅速提高知名度和普及度，获得新增流量——2020 年全国惠民保参保人数仅为 4000 万，而截至 2021 年末，全国参保人数已达 1.4 亿。险企虽然难以通过惠民保实现高盈利，但能将惠民保作为险企的新型客户流量入口，通过销售、理赔等一系列服务过程与消费者建立良性互动关系，使得消费者更容易接受后期保险公司推出其他保险产品，进而实现对流量进行二次转化销售。

图 51：沪惠保流量触点



数据来源：东方证券研究所

图 52：深圳重疾险与全国惠民保参保人数趋势



数据来源：各地惠民保，东方证券研究所

图 53：惠民保城市覆盖趋势

城市级别	2015年4月 -----> 2021年6月															
一线	1	1	1	1	2		1	1		1	1	1	1		2	1
新一线				1	1	2	1	2		1	2	3	3	3	4	
二线				1		1		1	3	5	3	4	4	3	4	3
三线							1		1	3	8	1	6	1	2	1
四线						1		1			2	3	9	2	1	2
五线											1	2	2		1	

数据来源：中国卫生信息与健康医疗大数据学会健康保险工作委员会《惠民保发展模式研究报告》，东方证券研究所

险企通过惠民保与政府合作将提高公众形象，提高民众信赖度；借助 PBM 等第三方服务商降低理赔成本。对于保险公司来说，承诺与信任是保险行业的基石，同时也是保险行业需要跨越的历史鸿沟，而在“惠民保”模式中，政府及相关部门的参与，极大地提升了产品的公信力，有效弥补了民众与保险之间的信任间隙。具体而言，参与城市定制商业医疗险一方面可帮助险企积极承担社会责任、提升政商关系，另一方面，有助于提升品牌影响力、展现自己服务运营能力，并获取客户资源及运营数据。在推广过程中，险企自身渠道将进一步结合官方背书，通过展现自身负责任的企业形象，以城市定制商业医疗险为切入口，激发撬动客户其他险种潜在需求。此外，运营过程中以镁信健康为代表的 PBM 药品服务商将通过合理用药审核、医药谈判等手段降低险企理赔成本。根据镁信健康年报显示，2021 年镁信健康审核出 40% 的用药需求超出保险产品用药范围，累计为保司节省 1021 万元理赔金额。

图 54：政府与险企一同参与惠民保新闻发布会



数据来源：广州惠民保，东方证券研究所

图 55：镁信健康 PBM 服务助力控费

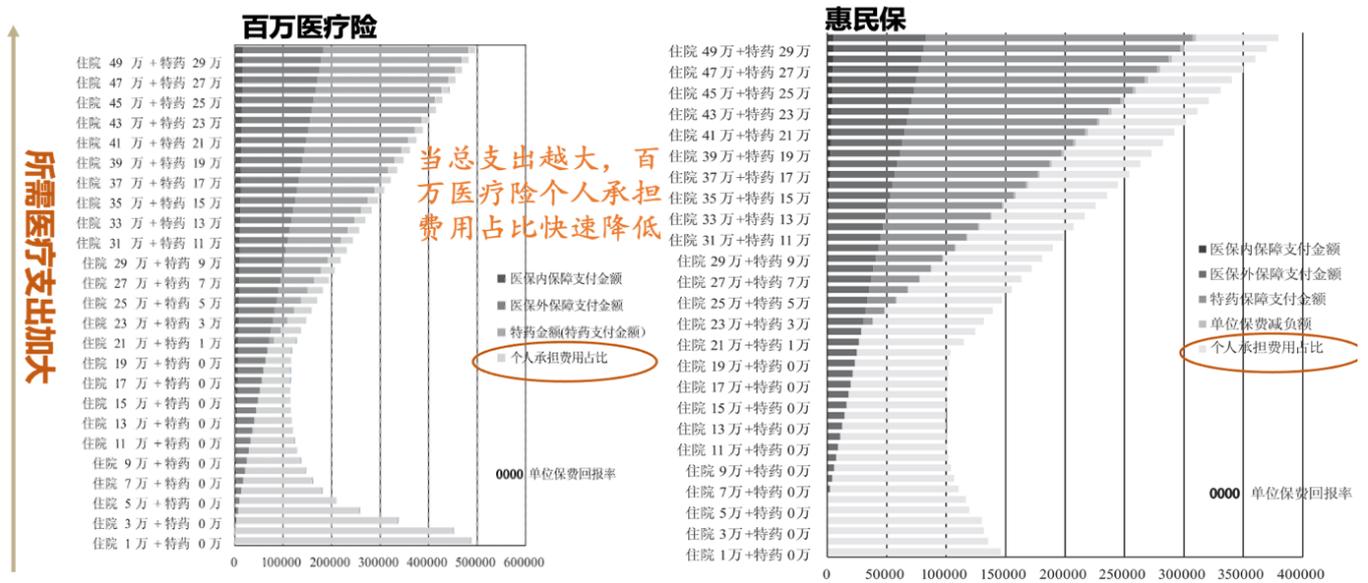


数据来源：《2020 年特药责任理赔报告》，东方证券研究所

惠民保将促进民众商业健康保险意识提高，长期将促进保障水平更高的百万医疗险等中高端商业健康医疗险发展。百万医疗险指的是对因意外或疾病导致的医疗费用提供保障的补偿型商业健康医疗保险，主要保障范围为住院医疗费用和部分特殊门诊医疗费用，与“惠民保”同属商业健康医疗保险。短期内，基于两者均具备的高免赔额、高保额的设计逻辑，且百万医疗险产品采用了传统商业健康保险的风险管理方式，在投保人群遴选和既往症管控上更加严格，而惠民保投保门槛远低于百万医疗险，因此短期惠民保将部分替代百万医疗险市场。但长期来看，基于百万医疗险的较高的保障内容——免赔额较低、赔付比例高（多数为 100%），随着医疗费用的增长，百万医疗险下个人承担费用占比快速降低，其保障水平更高，可以更大程度地缓解个人负担，所

以长期来看百万医疗仍具备较强的竞争力。以平安 e 生百万医疗险和北京京惠保 2021 为例，保障责任上，平安 e 生除包含京惠保所覆盖的内容外还囊括了特殊门诊、门诊手术以及住院前后门急诊部分；报销规则上，平安 e 生针对有社保身份参保人规定报销比例为 100%，远高于京惠保 50%-90% 的范围，同时平安 e 生的年免赔额也远低于京惠保，报销力度更强。因此，若险企在惠民保铺开市场的同时加强对投保客户的医疗保险教育，帮助市场清楚认识到惠民保对医疗风险特别是重大疾病解决的局限性，保障水平更高的百万医疗险等商业医疗险将获得新的增长。

图 56：惠民保与百万医疗险个人承担费用占比对比

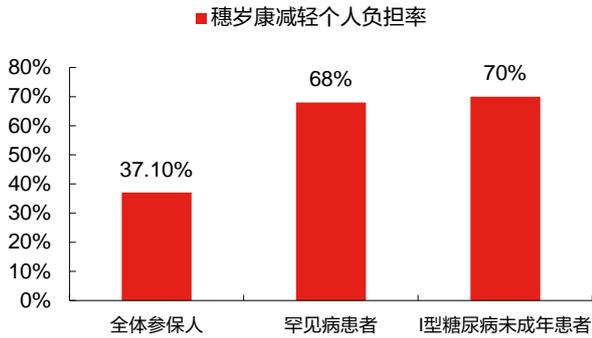


数据来源：CNKI，东方证券研究所

4.3 居民：有效分担个人医疗负担，完善居民保障需求

惠民保将以低门槛、低保费与高保障普惠全民，有效减轻个人医疗负担率。惠民保设计多为当地医保参保人即可投保，不限年龄、不限健康状态、不限户籍、不限职业、价格实惠（多为 100 元上下），居民可以以较低成本获取惠民保，部分产品还可保障既往症人群，分担其长期高额治疗费用，普惠性质尽显。具体个人负担减轻上来看，2021 年穗岁康全年赔付 17.3 万人次，减轻个人负担率 37.1%，其中减轻罕见病患者个人负担率达 68%，减轻 I 型糖尿病未成年患者负担超 70%。我们认为惠民保能够为大多数居民提供基本医保外的有效补充，随着惠民保的不断完善，其对个人医疗费用负担的减轻程度也将不断提高。

图 57：2021 年穗岁康减轻个人负担比率



数据来源：《2021 年穗岁康服务理赔年报》，东方证券研究所

图 58：沪惠保赔付数据



数据来源：《2021 年沪惠保理赔服务报告》，东方证券研究所

5. 投资建议

大型上市险企在惠民保市场上持续扮演重要角色，其凭借品牌效应与规模优势得到消费者的熟悉与认可，也通过广泛的渠道布局实现客群的进一步聚拢和下沉，有望实现客群的二次转化与黏性提升。此外，当前保险板块处于历史估值低位，保险板块 β 属性或将带来阶段性行情，维持行业看好评级。

我们认为行业处于深度转型期，看好寿险基本面相对改善、价值表现预期好转，关注结构调整和地区复苏带来 NBV 预期好转的寿险龙头；此外，车险马太效应强化，关注高股息行业龙头。个股推荐中国平安(601318，买入)、中国财险(02328，买入)，建议关注友邦保险(01299，未评级)。

6. 风险提示

- 1) 产品销售、赔付与精算差异风险：惠民保风险定价不足，赔付支出超预期，险企流量二次转化率不足，参保率低于预期，产品停售等风险。
- 2) 假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。
- 3) 政策风险：保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn