

重疾费率涨幅差异显现,销售难度略增但格局改善——揭开新预定利率产品面纱（保障篇） 增持（维持）

2023 年 08 月 31 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

投资要点

■ **预定利率下调对保障型产品相比储蓄型业务费率产生的影响程度相对较小,但表征更为直接。**保障型产品费率类似“传统商品”的价格。我们测算预定利率调整对保险财富类产品毛保费影响,从利率敏感性排序来看,终身寿险>年金>重疾>两全>定期寿险,当预定利率从 3.5%下调到 3.0%后,30 岁男性,10 年期缴,终身重疾险对应毛保费涨幅为 16.4%。重疾险在经历了近年来的病种竞争和百万医疗的冲击后,叠加行业人力持续萎缩,对险企新业务价值量价贡献明显下降。我们对比头部和中小保险公司新预定利率产品费率变化情况后发现,整体来看新产品在保障范围、承保年龄范围、病种数量上均有所放松,我们以为 30 岁男性,50 万保额,20 年期缴为例发现整体费率涨幅约为 5%-15%之间,费率表现符合预期。

■ **头部公司新预定利率产品分析:重疾产品费率涨幅差异显现。**后文产品比较样本为 30 岁男性,50 万保额,20 年期缴,其中国寿康宁保新产品和新华多倍新旧产品为 19 年期缴。我们对比了头部公司新旧预定利率重疾险责任变化及费率变化。平安鑫福星重疾种类有所增加,样本费率涨幅为 4.8%;平安盛世福增加了“高费用特定疾病保险金”,样本费率涨幅在 5.4%。太保金生无忧删减重大疾病爱心加油包保险金保障,样本费率降幅 3%;太保个人终身重疾产品保障内容不变,样本费率涨幅 12%。国寿康宁保系列产品责任迭代升级,新产品 19 年缴较旧产品 20 年缴费率提升 20.8%。新华健康惠享系列产品保障有所调整,样本费率涨幅为 16.6%。友邦保险产品定价与传统内资险企存在差异,目标费率固定,动态调整发生率和费用率水平,故新预定利率下的友邦如意悠享 B 款、友如意爱顺心重疾险产品保障仍然与旧利率下产品一致,费率保持不变。

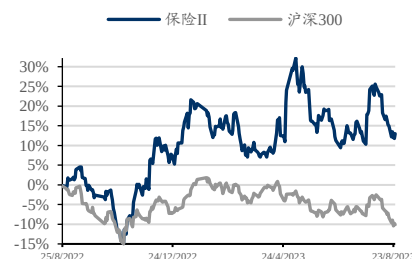
■ **中小机构新预定利率产品分析:以超级玛丽系列为例,费率上升 5%~25%。**我们选取了具有代表性的中小公司君龙人寿超级玛丽系列,新产品产品保障有上下调整,二十年交新产品费率/旧产品费率在投保人年龄为 10/20/30/40 时分别为 120.3%、115.3%、110.7%、106.3%,涨幅高于头部公司。

■ **预定利率下调后使得重疾险费率提升,销售难度略增但格局或改善。**由于预定利率的下降会使得长期险费率上行,考虑到当前重疾险新单仍处于行业下行期,费率变贵或将雪上加霜,同时,当前低利率环境下,居民超储需求外溢至储蓄型保险业务。考虑到实际费率涨幅低于我们测算的毛保费涨幅,我们预计新预定利率重疾产品新业务价值率或有轻微下行,但中小公司竞争情况边际好转,中小机构费率涨幅大于头部公司。下一阶段可以关注定期重疾险产品的开发和销售。

■ **投资建议:花开堪折直须折,莫待无花空折枝。**作为顺周期,保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释,当前市场关注下半年队伍增员情况和 2024 年开门红产品及策略布局。个股推荐:首推资产端弹性标的中国人寿和新华保险,推荐中国太保和中国平安。

■ **风险提示:**预定利率下调后使得重疾险费率提升使得销售难度增加、重疾险销售持续低迷、寿险业转型持续低于预期。

行业走势



相关研究

《上市险企 7 月保费数据点评:寿险保费涨势延续,财险保费增速回落》

2023-08-21

《新瓶装旧酒,分红万能齐领奏——揭开新预定利率产品面纱（储蓄篇）》

2023-08-05

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持,尤其感谢胡翔、葛玉翔和朱浩羽的指导。

1. 引言：预定利率下调对于保障型产品影响分析

保险产品的“预定利率”作为一种产品开发工具，是保险公司在保险产品设计的过过程中，对投资端资产回报率的预测。预定利率下调会直接带来保险产品保费的增加，不同保险产品由于保单年限、风险结构、附加费用率的不同，其市场竞争力的影响不同。

$$\text{趸交保费} = \sum_t \frac{\text{保险责任}_t \times \text{发生率}_t}{(1 + \text{定价利率})^t} / (1 - \text{费用率})$$

相较于储蓄型业务而言，保障型产品费率受预定利率影响程度相对较小，但表征更为直接。本次预定利率调整主要影响一年期以上的人身保险业务。具体来看，对于一年期以上的人寿保险和年金保险（主要以储蓄型业务为主，产品保障功能相对较弱），预定利率的下调往往影响的是客户收益率（IRR¹）表现，而保障型产品费率类似“传统商品”的价格，其受预定利率下调影响的表征更为直接。我们根据《中国人身保险业经验生命表（2010-2013）》CL1表测算预定利率调整对保险财富类产品毛保费影响，从利率敏感性排序来看，终身寿险>年金>重疾>两全>定期寿险。

表 1：预定利率调整对保险财富类产品影响分析

产品类型	产品介绍	预定利率 从 3.5% 下调至 3.25%	预定利率 从 3.5% 下调至 3.0%	预定利率 从 3.5% 下调至 2.75%
年金	60 岁给付终身年金	8.8%	18.4%	29.0%
终身寿险	终身死亡给付保额	9.2%	19.5%	30.9%
定期寿险	20 年期定期死亡给付保额	1.7%	3.5%	5.3%
两全险	20 年期定期死亡给付保额 +20 年期年金	3.7%	7.5%	11.5%
重疾险	终身寿险（主险）+终身重疾 （附加险 1）+轻症责任（附加 险 2）产品组合	7.8%	16.4%	25.9%

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）；注：30 岁男性，10 年期缴保费，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）

表 2：头部寿险公司终身寿险（传统型）新旧预定利率产品 IRR 对比

保单年度	太保长相伴（盛世版）		新华荣耀鑫享		平安盛世金越		国寿臻爱传家	
	新产品	旧产品	新产品	旧产品	新产品	旧产品	新产品	旧产品
缴费年限	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴
10	1.37%	0.80%	0.66%	1.13%	1.82%	1.31%	0.07%	1.22%
20	2.41%	2.57%	2.17%	2.69%	2.60%	2.78%	1.97%	2.36%
30	2.65%	2.94%	2.51%	3.01%	2.76%	3.07%	2.38%	2.61%
40	2.75%	3.10%	2.65%	3.15%	2.83%	3.19%	2.56%	2.72%
50	2.81%	3.19%	2.73%	3.23%	2.87%	3.26%	2.66%	2.79%

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）；上述产品根据 10 年期缴增额终身寿险产品利益演示表计算得到，我们假设缴费与现金价值退保金均为期末付。

¹ Internal Rate of Return 是内部收益率，是一个可以用来衡量现金流收益率的指标，常常看作衡量保险储蓄产品收益的主要标准

近年来重疾险新单增速持续下降，我们预计 2023 年上市险企价值构成更为多元化，重疾险占比或将下滑至 1/3。展望未来，重疾险在经历了近年来的病种竞争和百万医疗的冲击后，叠加行业人力持续萎缩，对险企新业务价值量价贡献明显下降。重疾险的功能定位将从医疗支出补偿逐渐转移至收入损失补偿。未来我们将会从以下几个方面看到重疾产品的转变，由于重疾险定位转化为类寿险的收入损失补偿，定期重疾的概念将得到强化。定期重疾件均更低，保障杠杆更高，主要覆盖收入能力最强的人生阶段，对中青年投保群体，或将是更经济的选择。

预定利率下调对重疾险影响分析。产品整体费率有望上行，不过对于定期重疾险产品十分有限，但对于部分年龄段含有身故责任的终身重疾产品预计的价格会有相对明显上升，新产品下对于部分中小人身险公司激进定价策略或将受阻。

在满足管理层、投保人、代理人 and 股东多方利益平衡下，长期快返年金和终身重疾就成了行业产品主流。三大利益相关方转向总量衡量原则，即，股东追求价值总量最大化、渠道追求费用/收入总量最大化、客户追求保险方案总效用最大化。结合未来规模、价值率和需求程度，未来长期年金、终身寿险和长期健康险三足鼎立可期。

2. 头部公司新旧预定利率重疾产品对比

平安人寿：鑫福星重疾种类增加，盛世福增加特定保障，费率上涨。新预定利率规定后旧产品陆续下架，平安人寿于 2023 年 8 月 6 日推出平安鑫福星、平安盛世福两款新产品，满足不同保障需求客群。平安鑫福星平安鑫福星（2023）重大疾病保险涵盖基础保障，即仅含有重疾的终身重疾。平安盛世福（2023）重大疾病保险涵盖保障更为全面，偏向中高端客群，相较鑫福星产品增加轻中症保障、特定疾病保障及可选重疾特别保险金。

太保寿险：金生无忧重疾责任缩减，费率下降。新产品太保金生无忧 2023（成人版）重大疾病保险于 2023 年 7 月上市。新旧产品费率比随投保年龄增加增幅逐渐减小，46 岁至 60 岁前重新随投保年龄增加而增加，预计与重疾爱心加油包满足条件为 60 岁前有关。太保也推出了新预定利率个人终身重大疾病保险产品，条款责任与旧产品完全一致。

中国人寿：康宁保终身重疾产品责任迭代升级，费率上升 6%-39%。国寿康宁保终身重大疾病保险（2023 版）为 2023 年 8 月上市的新产品，迭代自 2023 年 1 月上市的国寿康宁保终身重大疾病保险（众鑫版，C 款）。新版产品相较旧版产品特定重疾种类有所减少，由原来的 15 种下降到 6 种，其中仅“重型再生障碍性贫血”为新增种类。新产品身故责任赔付比例由旧产品 110%降至 100%，但新产品增加轻度疾病和特定疾病的可选责任，分别包含 40 种轻症和 20 种特定疾病。

新华人寿：健康惠享系列重疾产品保障有所调整，费率上升 7%-26%。健康惠享重大疾病保险是 2023 年 8 月 7 日公司推出的一款保障全面的终身重疾，最高涵盖 190 种

疾病，9/19/29 年交费灵活定制，守护健康。新版产品相较旧版产品缴费年限增加 29 年交选项，少儿特定疾病关爱保险金包含疾病种类增加五种。除此之外，新版产品将轻中症保障及豁免保险金均移为可选保障。

友邦人寿：如意悠享 B 款、友如意爱顺心重疾保障不变，费率不变。由于友邦保险产品定价与传统内资险企存在差异，目标费率固定，动态调整发生率和费用率水平，故新预定利率下的友邦如意悠享 B 款、友如意爱顺心重疾险产品保障仍然与旧利率下产品一致，费率保持不变。2023 年新预定利率下两款旧产品均下架，新产品于 8 月上市，名称、责任、费率均不发生变化。

3. 中小机构新旧预定利率重疾产品

超级玛丽系列产品可选保障上下调整，费率上升 4%-26%。“超级玛丽”是小雨伞推出的重疾险系列，小雨伞是保险经纪公司，以用户为中心，根据调研研发适合用户的产品，寻找合作保险公司。超级玛丽重疾险近五年已经迭代了 13 个产品，是小雨伞保险经纪旗下的重疾品牌。这一年轻化、易于记忆的宣传名称已成为中小险企重疾险知名 IP。我们对比了新旧利率下的君龙人寿超级玛丽 9 号及 8 号重大疾病保险产品保障变化和不同缴费期下的费率变化，二十年交新产品费率/旧产品费率在投保人年龄为 10/20/30/40 时分别为 120.3%、115.3%、110.7%、106.3%，费率增幅在 4%到 26%之间，随投保年龄增加增幅逐渐减小且缴费期越短费率增幅越大。

4. 投资建议

我们认为，当前资产端预期转变是催化板块核心因素。7 月末，政治局会议表述超预期，首提“要活跃资本市场，提振投资者信心”、再提“加强逆周期调节”；不提“房住不炒”，彰显政策发力对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了；此后，住建部座谈会及各地表态；证监会学习贯彻精神，中证报再发评论员文章直指“有活力的资本市场是稳预期强信心的重要抓手”。信心比黄金更重要，市场信心在政治局会议召开后明显恢复。

作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释，从近期走势来看，指向当前资产端预期转变是催化板块核心因素。从基本面来看，炒停后关注下半年队伍增员情况和 2024 年开门红产品及策略布局。我们预计 1H23 上市险企 NBV 增速平均达 20%，核心基本面表现在大金融板块中一枝独秀。个股推荐：首推资产端弹性标的【新华保险】和【中国人寿】，推荐【中国平安】和【中国太保】。

5. 风险提示

1) 预定利率下调后使得重疾险费率提升使得销售难度增加。2) 重疾险销售持续低迷。3) 寿险业转型持续低于预期。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

