



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

变革与重塑：需求变化启示产品方向

非银金融行业

2022 年 07 月 18 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

变革与重塑：需求变化启示产品方向

2022年07月18日

本期内容提要：

- **保险消费主力人群变化启示保险消费新特征，人口红利消失使粗放式发展难以为继。**长期以来保险行业发展都是以产品销售为导向，而不是以客户需求为导向的粗放式发展，具体表现为保费及业绩增长和代理人规模高度重合。业绩的增长更多来自于保险公司自身偏好，营销资源的投放和代理人的主动营销。随着代理人人口红利的消失、险企主动改革并叠加疫情冲击，保险消费主力人群的特点变化导致了行业需求和供给错配，负债端承压，需求端的变化启示了新的产品方向。
- **重疾险的发展具有时代特性，近年来重疾险保费失速拖累险企负债端和新业务价值表现。**重疾险自身特性非常契合初级阶段的中国保险市场，过去很长时间很好地维系了客户、保司和代理人间的利益平衡，为行业贡献了足量的保费规模和新业务价值。但 2018 年以后重疾险新单保费开始下降，续期保费同时承压。2021 年新单保费、代理人数量和 13 个月继续率等均同比负增长，退保率也逐渐抬升，重疾险的失速说明依靠特定时期特定产品的经营策略未来难以持续支撑业绩发展。
- **后重疾时代健康险产品面临重塑，商业健康险规模 2025 年有望达 2 万亿元。**1) 重疾险：未来将聚焦收入损失补偿核心功能的回归，改变过去重疾险“大而全”的特性。模块化重疾险、特定疾病多次赔付重疾险等将成为驱动重疾险发展的产品方向，重疾险产品创新将有助于长期保障型业务的提升，提振行业新业务价值。我们测算了在中性/悲观/乐观情形下到 2025 年重疾险的新单规模分别为 1179 亿元/956 亿元/1466 亿元；2) 医疗险：在三医改革的大背景下，长期医疗险和中高端医疗将是医疗险最重要的发展方向，这也是与惠民保产品竞争的最核心优势，同时老年医疗险和慢病医疗险等高年龄段和非标群体可投保的医疗产品在政策支持的大背景下将获得快速发展；3) 护理险：失能人口老龄化程度加剧，作为纯蓝海增量市场的护理险产品需求空间广阔，商业护理险未来开发的重点在于设置合理的鉴定标准和赔付标准并配合相应的护理服务。我们预计 2021-2025 年疾病险、医疗险、护理险的保费年化复合增速分别可达 20%、30%和 20%，健康险总体规模年化复合增速将达到 24%，在 2025 年商业健康险规模有望达到 2 万亿元。
- **在人口老龄化和居民财富逐渐增长的背景下，长期储蓄型产品未来将有更广阔的增量空间。**短期内增额终身寿险凭借长期收益确定、支取灵活等特性获得市场青睐，其本质是“长期锁息的现金流规划工具”，通常 30 年以上可达 3%-3.5%的复利收益。产品短期内为保司贡献了可观的规模，但同时也需关注“长险短做”和“利差损”等风险。在人口老龄化和个人养老金政策出台背景下，退休储蓄和长寿风险转移的需求或将爆发，未来养老年金产品前景广阔，中性假设下未来规模可达 1.5 万亿元。



- **投资评级：**长期来看行业需要真正回归保障本源，根据客户需求逐渐完成产品的创新和结构调整，并配合人力出清和高素质代理人队伍的增长，随着投资端的逐渐改善，才能重新带动寿险公司新业务价值和内含价值高增长。A 股老四家上市险企目前 PEV 估值均处于 0.3-0.7 的近三年低位区间。我们建议关注拥有最多存量客户且寿险改革推进靠前的中国平安，以及践行高质量代理人发展和高端战略实践较为彻底的友邦保险。
- **风险因素：**宏观经济下行、险企改革不及预期、养老第三支柱政策落地不及预期

目 录

与市场不同的观点.....	7
一、主力客群需求变化启示保险消费新特征	7
1.1 80、90 后新中产群体已经成为保险消费的主力人群	7
1.2 居民财富增加，财富管理、传承和养老规划需求不断增长	8
二、健康险：后重疾险时代的产品体系重塑	10
2.1 健康险需求端空间巨大，但产品结构亟待调整	10
2.2 重疾险增长放缓，“黄金三角”不再稳固	12
2.3 医疗险：向中高端医疗和长期医疗演进	19
2.4 护理险：未来增长空间巨大的纯蓝海市场	26
三、储蓄型产品：抵御利率下行和资产配置带来新需求	30
3.1 居民资产逐步向金融资产转移，储蓄型产品迎来更大发展机遇	30
3.2 在利率下行的环境下，长期储蓄类产品是兼顾风险和收益的金融工具	30
3.3 增额终身寿：长期锁息的现金流规划工具	31
3.4 养老年金产品：政策加持下的供给和需求共振	33
3.5 商业养老年金规模及价值贡献测算	34
四、投资建议	35
五、风险因素	35

表 目 录

表 1：代表性险种 NBV margin 示例（数字为估算值，各产品间有差异）	12
表 2：50 岁重疾险保费基本出现倒挂情况	14
表 3：不同重大疾病平均治疗费用	15
表 4：重疾险产品主要保险责任统计	16
表 5：主要险企重疾险额外给付责任产品示例	16
表 6：模块化重疾险产品基础和可选模块责任示例	17
表 7：头部险企定期重疾保障期限	18
表 8：中性情形-2017-2025 重疾险新单保费测算（单位：亿元）	18
表 9：悲观情形-2017-2025 重疾险新单保费测算（单位：亿元）	18
表 10：乐观情形-2017-2025 重疾险新单保费测算（单位：亿元）	19
表 11：中端医疗险产品主要保险责任统计表	21
表 12：高端医疗产品责任大类和细项示例	21
表 13：高端医疗保险未来空间测算	23
表 14：头部险企费率可调产品续保期间和责任汇总	24
表 15：老年高龄可投保代表性医疗险产品示例	25
表 16：护理险形态及护理状态鉴定示例	27
表 17：2021-2025 年商业健康险规模分险种测算（单位：亿元）	29
表 18：2021-2025 年商业健康险新业务价值分险种测算（单位：亿元）	29
表 19：各大险企增额终身寿产品形态对比	31
表 20：增额终身寿持有 40 年基本可达 3%IRR	32
表 21：人身险公司银保业务年销量前十产品列表	32
表 22：年金保险责任变化统计	33
表 23：商业养老年金规模及价值贡献测算（单位：亿元）	35

图 目 录

图 1：平安人寿每年新增保单 80、90 后年龄段占比	7
图 2：2021 年保险实际购买力和潜在购买力各年龄段分布	7
图 3：2021 年保险用户预期未来风险多样	8

图 4: 随着年龄的增加, 80、90 后更注重全家保障	8
图 5: 未投保人群没有将保险作为资产配置一部分的原因	8
图 6: 2021 年中国高净值人群资产配置困难点	9
图 7: 各类资产配置意愿指数	9
图 8: 2021 年保险实际用户保费预期上限分布	9
图 9: 2021 年保险潜在用户年保费预期区间分布	9
图 10: 中产及以上层级客群需求未被有效覆盖	10
图 11: 个人卫生现金支出及其增速	11
图 12: 2012-2020 职工医保次均住院费用及住院率	11
图 13: 2018 年中国和其他国家医疗费用支出结构对比 (%)	11
图 14: 影响医疗决定的相关因素排名 (2017)	11
图 15: 健康险赔付支出占比逐年提升	11
图 16: 居民人均医疗保健支出增长	11
图 17: 我国卫生费用支出结构	12
图 18: 卫生总费用增速及其占 GDP 比重	12
图 19: 2012-2020 年职工医保次均住院费用和统筹基金支出	12
图 20: 2012-2020 年居民医保基金收支情况	12
图 21: 平安人寿 2021 年代理人渠道 FYP 和 NBV 占比	13
图 22: 平安寿长期保障型业务在代理人渠道中占比	13
图 23: 截止 2021 年各年龄段重疾险覆盖率	13
图 24: 2015-2021 重疾险保费收入及增速	13
图 25: 主要上市险企 NBV 增速近年来持续承压	13
图 26: 无效高保额的医疗险和过多的重疾险	14
图 27: 各大险企 2021 年重疾险件均赔付 (万)	15
图 28: 重疾险保障缺口巨大, 保额仍有较大空间	15
图 29: 重疾险过去被赋予众多险种功能于一体	15
图 30: 模块化重疾产品赋予客户选择权组合符合自身需求的责任	17
图 31: 不同医疗保险产品覆盖医疗费用情况	20
图 32: 中高端医疗是未经充分发掘的蓝海市场	21
图 33: 高端医疗直付流程示例	22
图 34: 高端医疗机构类型分布图谱	23
图 35: 截止 2020 年末健康险产品数分布	24
图 36: 2020 年中国人身险公司医疗保险期限	24
图 37: 惠民保保障责任及保障水平示例	26
图 38: 65 周岁及以上人口增长和老年人口抚养比	26
图 39: 中国老年各年龄段失能人口占比及失能问题	26
图 40: 中国老年各年龄段中度和重度失能人口占比	27
图 41: 成年人和老年人对“以房换护理”态度	27
图 42: 中国成年人对护理长期规划态度	27
图 43: ADL 失能程度的增加伴随着独立生活能力的退化	27
图 44: 中国居民整体对于退休后取得预期收入的信心下降	30
图 45: 养老、教育和财富安全传承是高净值人群重点关注的领域	31
图 46: 增额终身寿带动银保业务原保费增长	33
图 47: 城镇职工基本养老保险替代率走低	34
图 48: 养老收入来源调查分布	34
图 49: 全国企业职工基本养老保险基金当期结余预测	34

图 50: 全国企业职工基本养老保险基金累计结余预测	34
图 51: A 股上市险企 EV 增长率	35
图 52: A 股上市险企历史 PEV 估值	35

与市场不同的观点

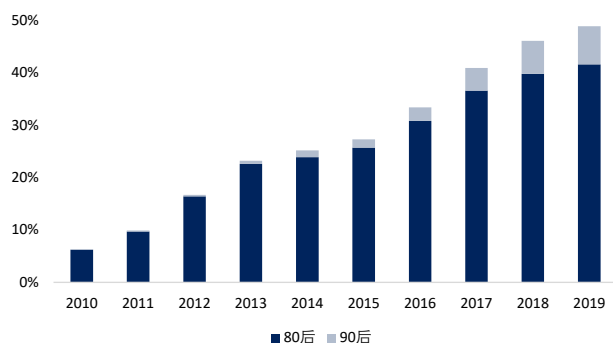
目前市场上对于保险负债端的研究主要侧重于总结现象，对于行业困境出现的深层次原因分析和对于未来产品具体方向的研究相对较少。我们首先对需求端的变化进行了深入分析，在此基础上详细剖析未来保司主要产品方向，如重疾险、医疗险和储蓄型产品的具体演变方向以及结构上的变化，并通过测算量化说明产品变革对于NBV和EV的影响，通过产品端的深入挖掘来更好地展望未来行业发展的空间和方向。

一、主力客群需求变化启示保险消费新特征

1.1 80、90后新中产群体已经成为保险消费的主力人群

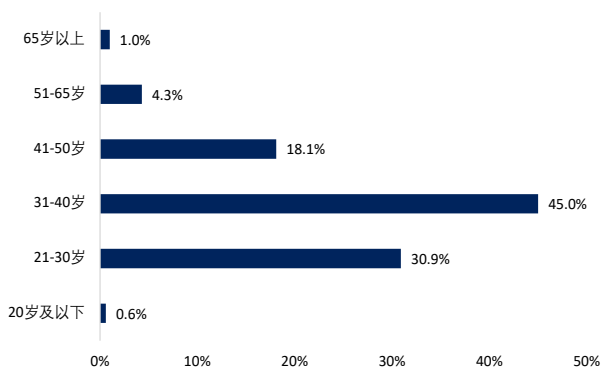
近年来，80、90后已成为新增保单消费的主力群体，平安人寿数据显示，2019年80、90后的新增保单占比达48.9%，已经逐渐取代70后成为保险消费的主力军。从消费画像来看，保险消费人群逐渐年轻化，根据艾瑞咨询2021年的抽样调查，20-40岁年龄段占比超过70%。该年龄段区间的消费者多为初次组建家庭、初为父母并逐渐成为家庭顶梁柱。面对家庭和工作等多方面压力，保险已经成为其应对风险的重要工具。

图 1：平安人寿每年新增保单 80、90 后年龄段占比



资料来源：《城市新中产保险消费生态报告》，信达证券研发中心

图 2：2021 年保险实际购买力和潜在购买力各年龄段分布

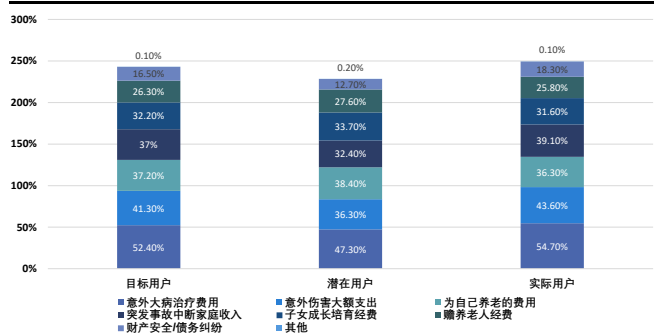


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

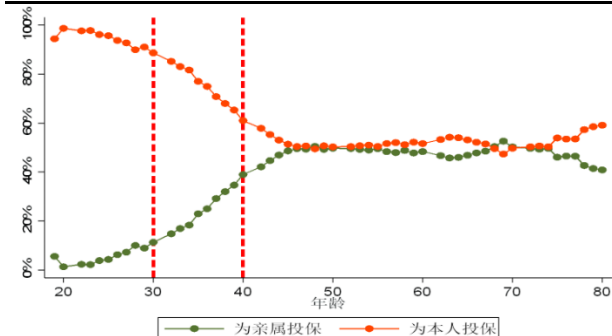
保险消费需求既“多元”又“明确”，消费决策更加理性精明。保险消费新客群对功能大而全的“万能型”产品越来越缺乏兴趣，更倾向于“明确化”和“定制化”的保险产品，更关注专业的个性化服务。需求的“多元化”和“专向性”也对产品功能提出更高要求。粗放经营时期向所有客户统一销售一款产品的时代已经过去，立体化竞争和产品精细化经营的时代来临。

新生代主力消费人群越来越了解保险，能够通过多种渠道了解保险产品并进行横向比较。同时该群体更加希望自己的选择被尊重，更加关注品牌的情感表达和实际赔付过程中的“温度感”，更愿意和自己价值观契合的保险公司保持黏性。

消费群体已逐渐构筑“责任-价格-核保”三角需求模式。在经历了“买人情”、“买专业”后，消费者逐渐过渡到当前“买产品”阶段。从“要不要买保险”变成“需要买什么保险”，消费者已经逐渐进入主动购买保险的阶段并建立起“价格-责任-核保”的三角需求模式，即在符合自身能力的预算下，能够顺利通过保险的风险管理属性，为自身担忧或期望的情形寻找合适解决方案。

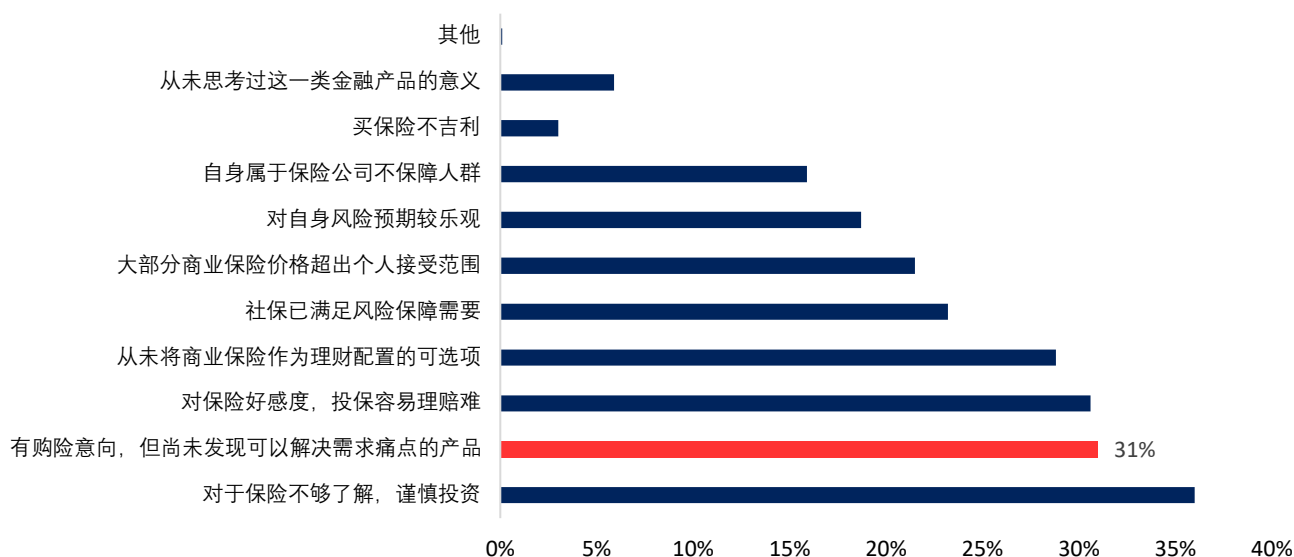
图 3：2021 年保险用户预期未来风险多样


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 4：随着年龄的增加，80、90 后更注重全家保障


资料来源：《城市新中产保险消费生态报告》，信达证券研发中心

已投保人群存在多元需求痛点，未投保人群产品匹配不足。根据艾瑞咨询《2021 年中国保险用户需求趋势洞察报告》，仅 2.8% 的保险实际用户认为自己在受保障的过程中没有任何保险需求痛点，大部分保险实际用户认为自己目前购买的保险产品存在至少一项导致其保险需求未被满足的缺陷。对于目前拥有保险的大部分实际客户而言，他们当前在新的保障周期内的需求未被得到满足。从未投保用户的需求来看，相当比例的人群虽有购买意愿，但未发掘到契合需求的保险产品而延迟投保计划。解决痛点能力不足已经成为阻碍居民进行保险配置的核心阻力之一。同时，**非标群体和老年群体投保困难，产品投保持续性不足**。目前市面上主流健康险产品对既往症、高年龄（65 周岁以上）都有严格的限制，导致商业健康险在这部分人群中存在巨大缺口。尽管老年人以及带病群体的医疗费用支出占比高达 60%，但是可以投保和保障期限较长的产品缺乏，导致这部分人群的投保体检极差。

图 5：未投保人群没有将保险作为资产配置一部分的原因


资料来源：《2021 年中国保险用户需求趋势洞察报告》，信达证券研发中心

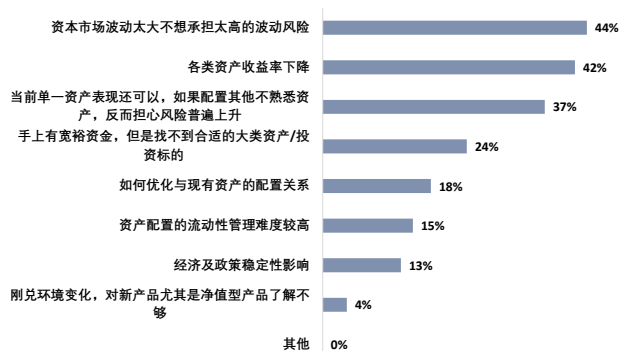
代理人仍是最受偏好的购买路径，但用户与代理人未建立深度互信。优质代理人的不足导致保险服务和理念难以有效传达给客户，主要体现在：1）售前：未能精确匹配需求，扮演好“信息不对称消除者”的角色；2）售后：缺乏可信、可执行的服务支撑，在理赔、健康服务等领域客户体验较差。但是代理人在主力客群的销售中依然十分重要，尤其是复杂期交产品的销售。人身险线上渠道销售渗透率较低，线上渠道的分销相对集中在容易理解、产品形态较为标准和购买决策难度较低的产品，而形态更加复杂、期限较长、保额较大等决策难度较大的产品往往需要线下代理人进行深入沟通后促成成交。“线上研究-线下购买”仍会是人身险销售的主要模式。

1.2 居民财富增加，财富管理、传承和养老规划需求不断增长

随着居民财富的增加，居民对财富积累、子女教育、养老规划、家庭保障的风险认知愈发全面，保险作为可以满足多元化风险管理需求的金融产品，其抵御风险的优越性愈发受到认可。同时，疫情显著增强了家庭对保险资产

的配置。招商银行《2021 中国私人财富报告》显示，中国高净值人群资产配置的难点主要是资本市场波动大不愿意承担过高风险，同时其它各类资产收益率和安全性普遍下降。人寿保险在现阶段规范监管下逐渐回归增值保值功能，有利于驱动高净值人群对保险的长期投资需求。阳光人寿发布的《2021 中国高净值人群财富风险管理白皮书》显示，在目前市面上的多种投资产品中，保险类中的商业养老保险、重疾险、寿险、意外险、家财险等都是高净值人群首要考虑在未来一年计划中增加投资配置的产品。

图 6：2021 年中国高净值人群资产配置困难点



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，信达证券研发中心

图 7：各类资产配置意愿指数

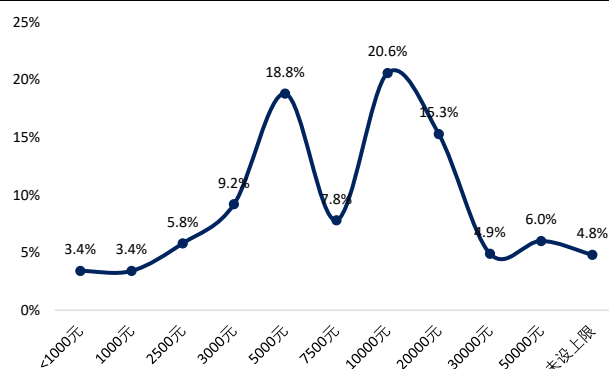


资料来源：《中国家庭财富指数调查报告（2021Q4）》，信达证券研发中心

保险行业经过近年来的发展和客户教育，目标客户对商业保险的风险保障属性逐渐认知。我们认为健康险，特别是医疗险的保障缺口尤为显著，结合目前偏低的商业保险覆盖率，人身险公司应当抓住商业健康险巨大机遇。养老金、年金险和传统寿险是另一广阔空间，因为目前人们对于长寿风险和早亡风险均未有效进行管理。只要能够建立并深化消费者信任感，帮助客户完善风险保障，那么行业的增长也将随之释放。

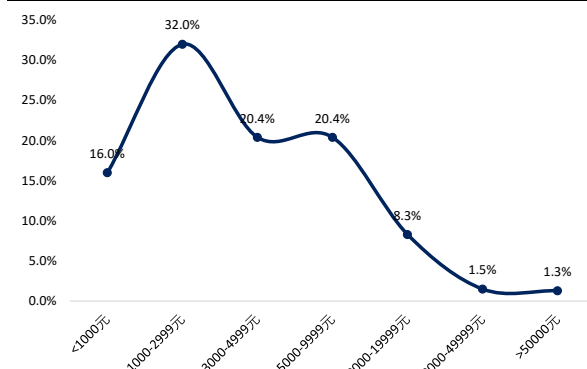
从目前家庭资产规划的实际情况看，我国居民在投资理财、资产增值、风险保障资产等配置上整体不足。根据艾瑞咨询的调研，2021 年保险实际用户和潜在用户的预期保费上限分别约为 1.6 万元/年和 6000 元/年，均比当年中国的保险密度 3210 元要高。虽然保险意识在不断提升，但是居民实际愿意投入保险资产的资金仍然受到其他金融产品配置的影响，需要通过专业化的产品供给和更专业的消费者教育来提升保障、抗风险意识及组合投资理念，实现家庭资产结构的优化。

图 8：2021 年保险实际用户保费预期上限分布



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

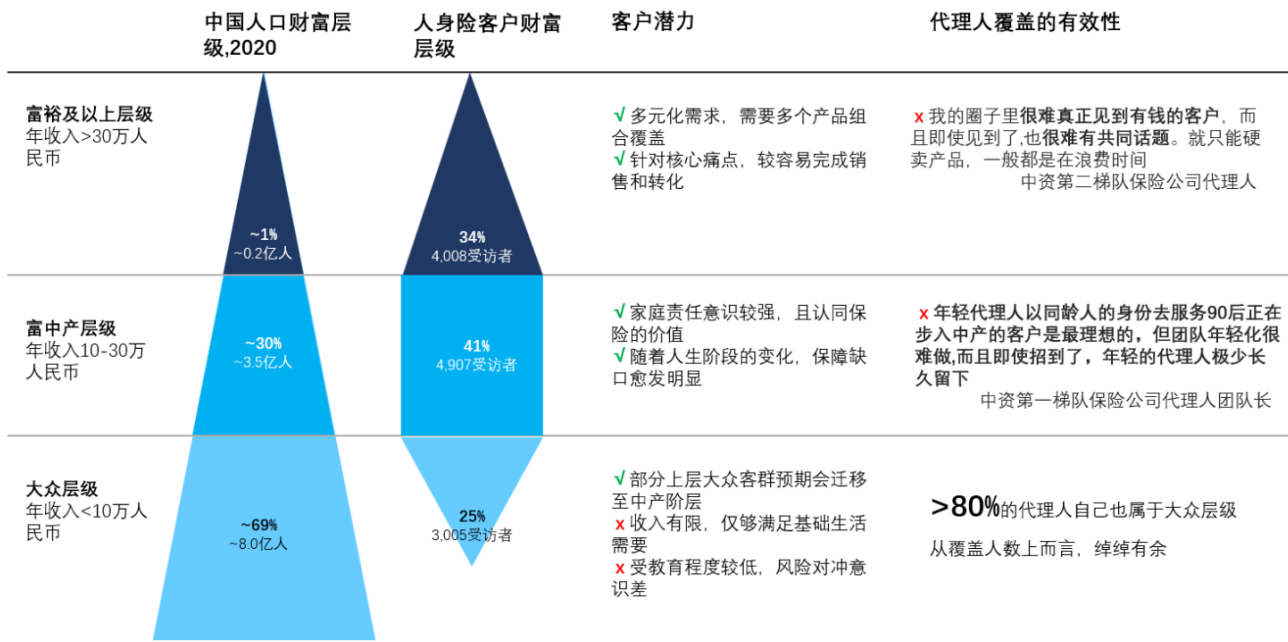
图 9：2021 年保险潜在用户年保费预期区间分布



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

保险需求空间巨大，但需基于真实需求重塑产品体系。保司需基于健康、养老、财富管理和财富传承的四大价值主张，为客户在不同人生阶段带来全方位、个性化、全生命周期的综合解决方案。随着生活水平不断提升，对于健康生活、品质养老和财富管理传承的需求成为越来越多人的共识和刚需。保司需要在供给端持续发力，基于变化的需求重塑产品体系和丰富产品供给侧。

图 10：中产及以上层级客群需求未被有效覆盖



资料来源：《2022 中国人身险市场未来展望》，信达证券研发中心

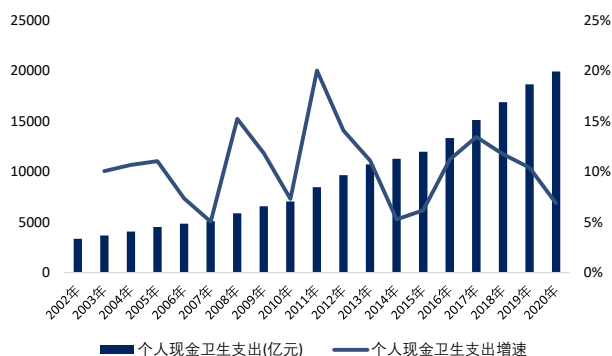
二、健康险：后重疾险时代的产品体系重塑

2.1 健康险需求端空间巨大，但产品结构亟待调整

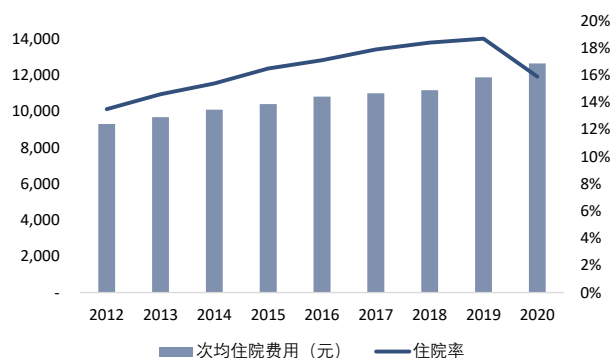
基本医保与商业健康险定位不同，商业健康险助力多层次医疗保障体系。我国的医疗保障体系总体上以社保为主，商保和个人自费为辅，随着基本医保的压力逐渐增加，健全多层次医疗保障体系的紧迫性日益凸显。2020年3月，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》发布，要求到2030年全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系，待遇保障公平适度，基金运行稳健持续，管理服务优化便捷，医保治理现代化水平显著提升，从而实现更好保障、病有所医的目标。2021年9月，《“十四五”全民医疗保障规划》鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品或服务，逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围，支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务，开发中医治未病等保险产品，更加注重发挥商业医疗保险作用，引导商业保险机构创新完善保障内容，提高保障水平和服务能力。

健康险的长期发展看，需求端仍存在较大缺口，商业健康险未来将在多层次的医疗保障体系中发挥更大的作用。

《2020 年我国卫生事业发展统计公报》显示，2020 年全国卫生总费用预计达 72306.4 亿元，其中：个人卫生支出 20055.3 亿元（占比 27.7%），人均医疗费用 5146.4 元，个人医疗卫生支出负担仍较重。虽然目前我国基本医疗保险已经实现广覆盖，参保率维持在 95%以上，但同时保障范围和保障程度仍相对有限，在我国医保基金运行“收支平衡、略有结余”的基本原则和逐渐加剧的人口老龄化趋势下我国医保基金面临越来越大的压力。我们认为伴随着三医改革等一系列改革措施，未来先进优质的医疗资源将进一步从社保目录内和公立医院普通部外溢。

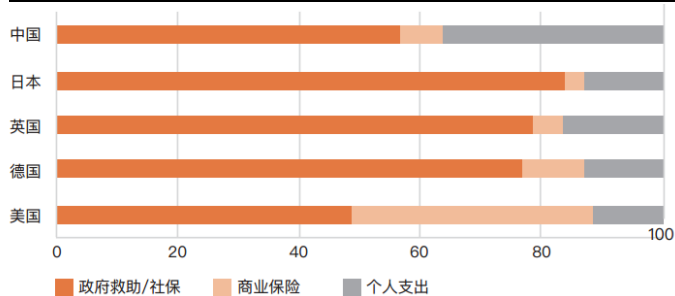
图 11：个人卫生现金支出及其增速


资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

图 12：2012-2020 职工医保次均住院费用及住院率


资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

基本医保虽然覆盖率较高，但“广而不深”的现象普遍存在。基本医保实际报销比例受到赔付比例、赔付上限等限制，仅仅依靠社保仍然无法分散高额的疾病治疗和康复治疗风险，需要商业健康险进行补偿。居民多样化的医疗健康需求也无法得到满足，因此需要商业健康险在多层次医疗保障体系中发挥更重要的作用。根据《2021 老年健康保障需求白皮书》的调研，我国医疗费用支出结构中个人医疗占比超过 1/3，同时根据瑞士再保险研究院的报告，2018 年中国的个人医疗支出占比高达 36%，而同期日本为 12.8%，英国为 16%，德国为 12.5%，美国为 11%。同时根据瑞士再保险的测算，中国内地的健康保障缺口在 2017 年就已经达到 8050 亿美元，其中庞大的人口规模和较低的负担能力是造成缺口的主要原因。在影响中国内地消费者就诊的因素中，最重要的是医疗资源的可负担性、质量和可获得性，即医疗资源的自费成本、有效性和可以按时获得药物或治疗的可能性。

图 13：2018 年中国和其他国家医疗费用支出结构对比（%）


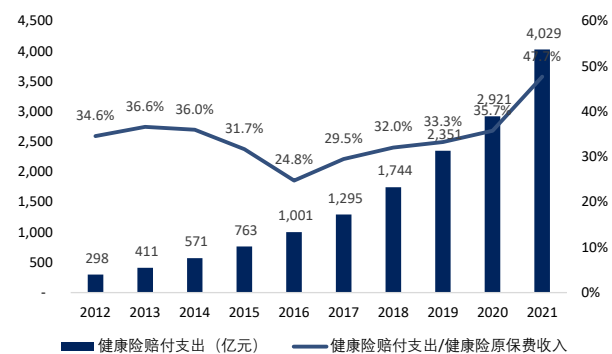
资料来源：《2021 老年健康保障需求白皮书》，信达证券研发中心

图 14：影响医疗决定的相关因素排名（2017）

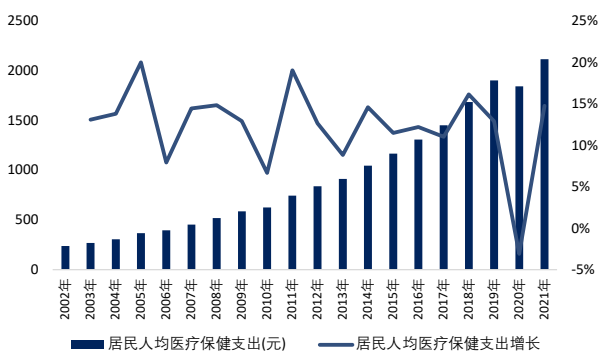
	可负担性	可获得性	质量	便利性	公平性
日本	1	2	3	4	5
中国内地	1	3	2	4	5
中国香港	1	2	3	4	5
印度	1	2	3	4	5
印度尼西亚	5	1	4	3	1
新加坡	1	2	4	3	5
韩国	1	2	4	3	5
马来西亚	1	3	4	2	5
泰国	4	1	3	2	5
中国台湾	1	2	3	3	5
菲律宾	1	3	2	4	5
越南	1	4	2	3	5

资料来源：瑞士再保险，信达证券研发中心

基本医保定位更侧重于“高频低损”，商业健康险则更加关注“低频高损”，更加突出风险保障特性。对于大额医疗费用的保障明显不足，“因病返贫”的矛盾迟迟未能得到解决。社保的特点更加侧重于“重疾病、轻意外”和“保基本、可持续”，在医保基金压力不断加大的背景下，社保很难对大额医疗费用提供与基本治疗相一致的报销比例。

图 15：健康险赔付支出占比逐年提升


资料来源：银保监会，信达证券研发中心

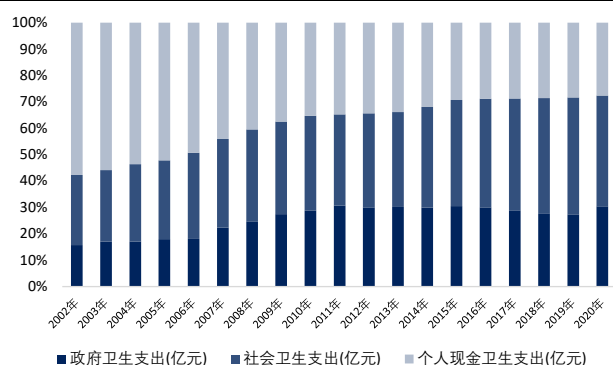
图 16：居民人均医疗保健支出增长


资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

医疗体制改革持续推进，医疗险潜在保障需求空间巨大。近年来在商业健康险快速发展的同时，政府也在积极推

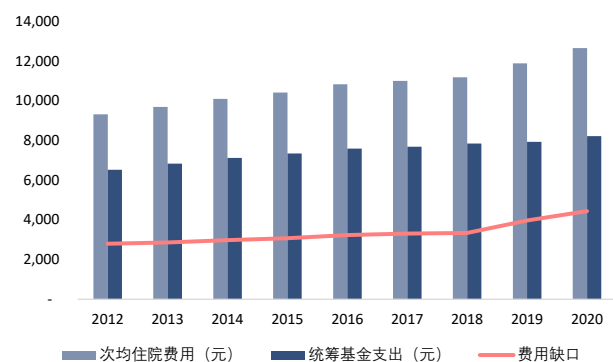
进医保改革进程。其中医保支付改革围绕目录管理、集中带量采购和 DRGs、DIP 管理和总额预算管理，将地方政府医保目录管理权统一到国家医保局进行管理，从而可以统筹医保基金管理并为政府集中带量采购等医保改革措施奠定基础。另外，随着人群的需求提升和技术的发展，健康保险产品将迎来加速转型，覆盖更多的老龄人群和带病体，未来产品的综合保障性和保障期限将大幅提升。

图 17：我国卫生费用支出结构



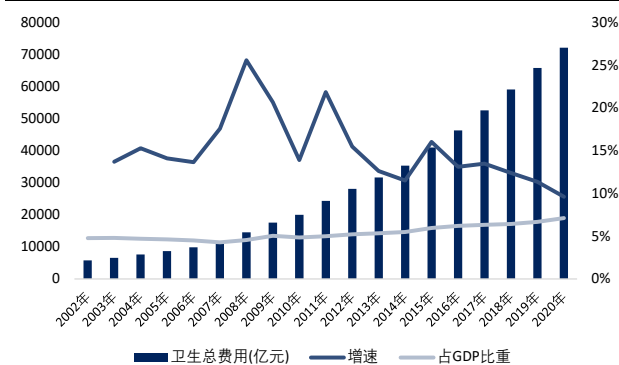
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 19：2012-2020 年职工医保次均住院费用和统筹基金支出



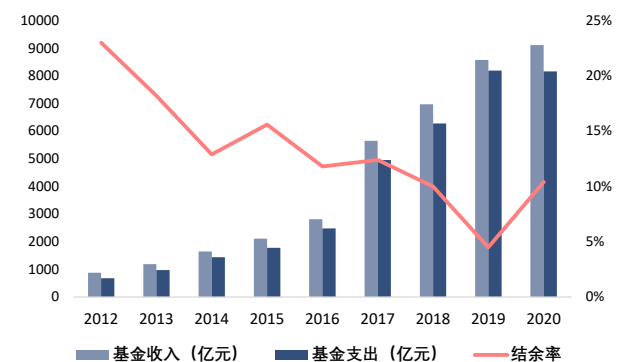
资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

图 18：卫生总费用增速及其占 GDP 比重



资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

图 20：2012-2020 年居民医保基金收支情况



资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

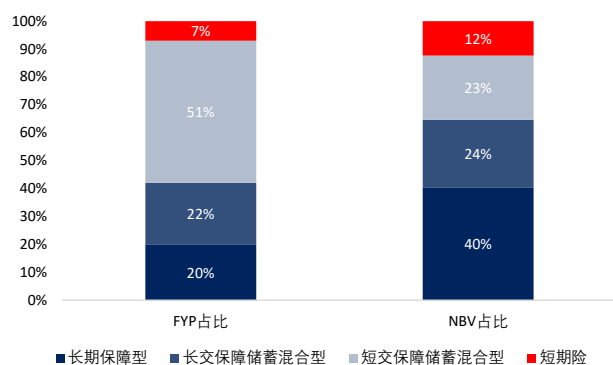
2.2 重疾险增长放缓，“黄金三角”不再稳固

重疾险曾经的快速发展支撑了保司 NBV 和 EV 的快速增长，这具有特定历史原因。1994 年国内引进重疾险之后由于其契合初级阶段的中国保险市场，很快在市场上受到欢迎，伴随着个险代理人渠道大发展，迅速成为国内人身险市场最重要的险种之一。对于消费者来说，健康风险是最容易感知的风险，因此健康保险的需求也最容易被唤醒。对于保险公司而言，重疾险性质更类似于寿险等长期保障产品，相较于医疗险，对保险公司的风控能力、运营能力、服务能力要求相对较低，同时还能贡献相当的规模和价值。因此在 2015 年代理人资格考试取消后，重疾险充分享受了随后几年代理人扩张的红利。同时，作为长期保障型产品的代表，重疾险新业务价值率通常能达到 80% 以上，头部险企普遍在 100% 左右，提振保费规模的同时，快速增长的新业务价值也支撑了内含价值的不断增长。

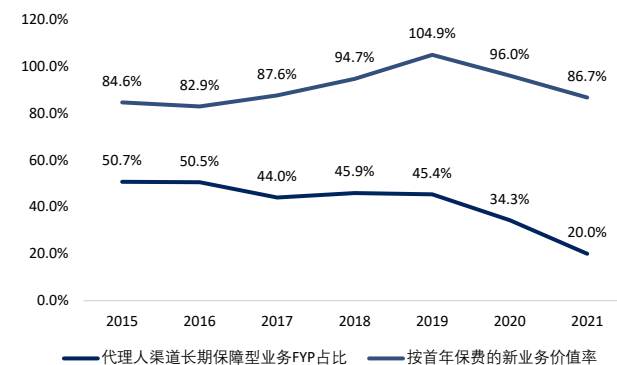
表 1：代表性险种 NBV margin 示例（数字为估算值，各产品间有差异）

险种	NBV margin
重疾险	90%
长期医疗险	80%
年金产品（10 年交以上）	50%
增额终身寿险	40%
短期健康险	20%

资料来源：信达证券研发中心

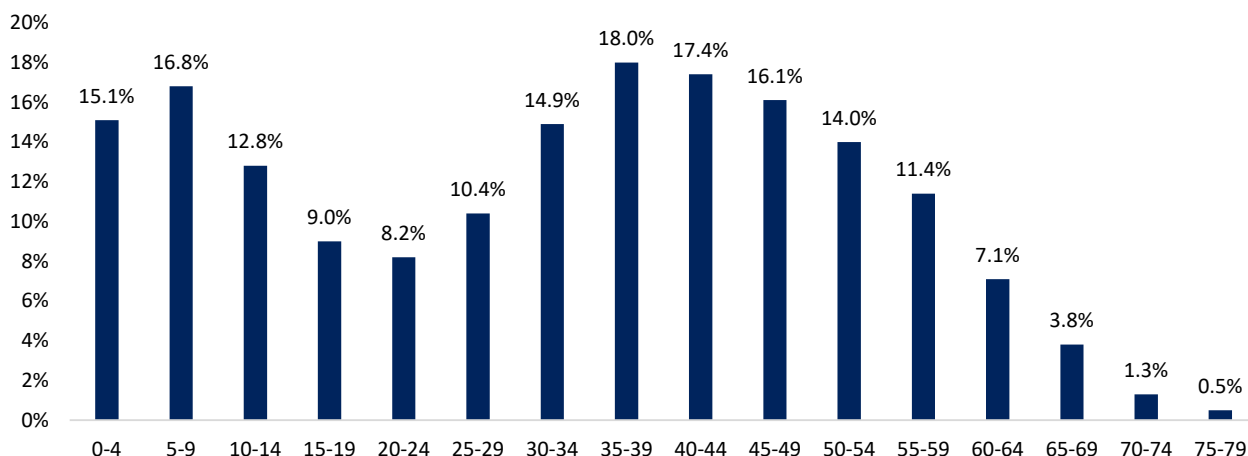
图 21：平安人寿 2021 年代理人渠道 FYP 和 NBV 占比


资料来源：中国平安公司财报，信达证券研发中心

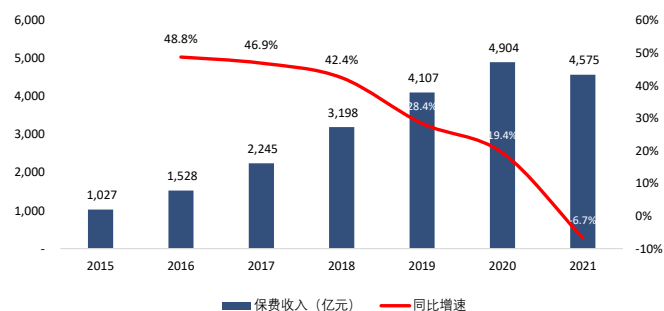
图 22：平安寿长期保障型业务在代理人渠道中占比


资料来源：中国平安公司财报，信达证券研发中心

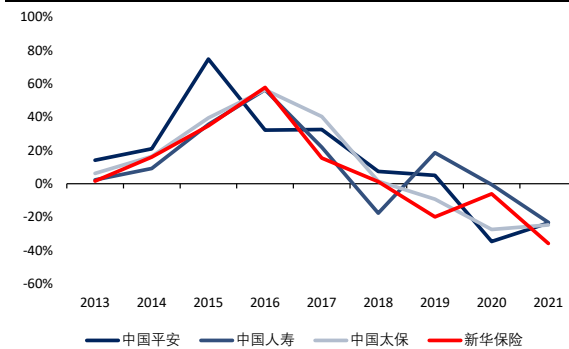
但从 2018 年开始，伴随着代理人红利逐渐消失和重疾险渗透率提升，自保件保单销售难度加大，同时叠加疫情影响，百万医疗和惠民保的冲击和新定义下的需求透支，重疾险保费逐渐走弱。2021 年重疾险保费收入 4547.6 亿元，占健康险保费收入的 52%，同比下降 6.7%，这也是 2016 年以来重疾险保费首次同比负增长。在重疾险新单和续期保费同时承压的背景下，保险公司 NBV 和 margin 齐降，行业求变对新人吸引力下降，代理人“洗牌模式”难以为继加速脱落。

图 23：截止 2021 年各年龄段重疾险覆盖率


资料来源：中再寿险，信达证券研发中心

图 24：2015-2021 重疾险保费收入及增速


资料来源：银保监会，中再寿险，信达证券研发中心

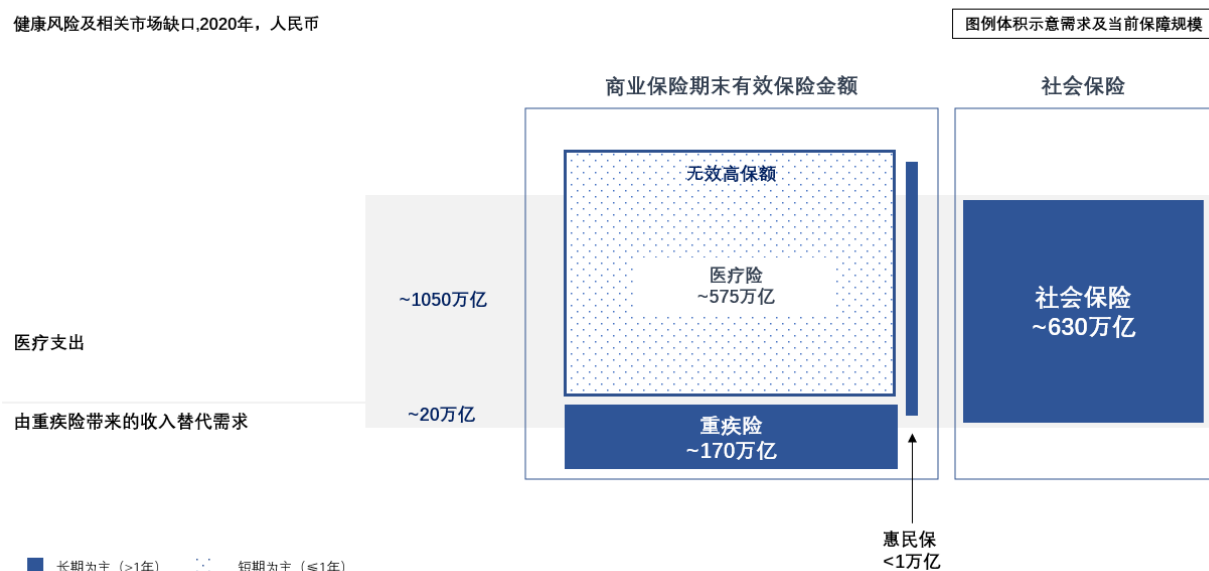
图 25：主要上市险企 NBV 增速近年来持续承压


资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

根据 Oliver Wyman 的测算，重疾险相关收入替代在仅有 20 万亿人民币的情况下，对应的重疾险现有保额高达 170 万亿，几乎呈现饱和的状态。同时，医疗险保单虽然保额较高，但实际赔付却不足，保障效用水平仍较低。

2019 年中国医疗支出结构中，商业保险只占 7%，医疗险的渗透率明显偏低。目前有效重疾险件均保额只有 10 万左右，广覆盖的背后是真实存在的保障缺口。我们认为从长期来看，未来医疗险和护理险会逐渐承接重疾险部分功能和需求。在蓬勃发展的医疗险、惠民保等产品冲击下，重疾险未来将立足于自身功能特性，去凸显其核心的“损失补偿”功能，包括“特定时间段的收入损失补偿”和“老年护理费用”等功能，这样才能找到继续向上增长的动能。

图 26：无效高保额的医疗险和过多的重疾险



资料来源：《2022 中国人身险市场未来展望》，信达证券研发中心

重疾险产品承载的保障功能属性过多，功能壁垒不足，无法匹配现阶段需求端变化。长期以来，险企和代理人都将重疾险包装成“万能”产品，代理人在销售话术上将重疾险定位为集重大疾病失能收入补充、医疗费用补偿、长期护理支持、传统寿险等功能于一体的“大而全”产品。在粗放代理人发展的模式下，由于消费人群需求的不明确和不清晰，功能的多样性定位因此支撑了重疾险的高速发展。但随着新生代中产消费者的崛起，人群风险保障需求和消费习惯逐渐发生变化，消费者越来越能准确洞悉自身的风险敞口和保障需求。因此，“大而全”的重疾险在保障效率和杠杆上不足以满足客户的需求，甚至当百万医疗险和惠民保能够比较全面地覆盖被保险人的医疗需求时，便会替代一部分只针对某几种具体病种且保费昂贵的重疾险。目前功能化的百万医疗险和蓬勃发展的城市定制型医疗险（惠民保）产品已经在形态上、人群覆盖和投保率上对传统重疾险产生了巨大冲击。

表 2：50 岁重疾险保费基本出现倒挂情况

产品	平安御享福	太保金典人生 (19 年交)	太平福祿欣禧	国寿国寿福盛典 版 A 款 (19 年交)	新华健康无忧 C6
年交保费	40 岁男性	16250	22550	18329	20571
	45 岁男性	19785	27070	23090	24094
	50 岁男性	25622	51979 (9 年交)	30047	29068
累计保费	40 岁男性	325000	428450	366580	390849
	45 岁男性	395700	514330	461800	457786
	50 岁男性	512440	467811	600940	552292

资料来源：各公司官网，保险师 APP，信达证券研发中心 注：非特别注明为 20 年交 50 万保额

重疾险覆盖广但件均保额低，保障缺口仍存在。目前重疾险保额跟消费者自身收入水平相关性低，长期以来存在代理人销售保单保额并没有根据自身收入水平和潜在收入损失补偿预期合理选择重疾险保额等情形，而未来重疾险加保的动力在于责任的聚焦和需求的更精准触达。重疾险当前近 2 亿人群覆盖足够大，但件均保额较低，全量保单的件均保额仅为 10 万左右，主要上市险企 2021 年的重疾件均理赔也基本不超过 10 万元。从理赔件数、

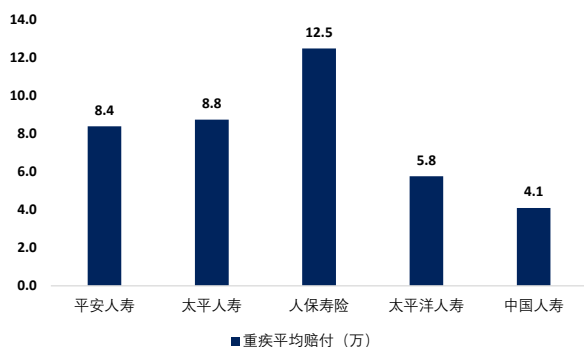
重疾和身故的人均获赔金额对比重大疾病的平均治疗费用来看，保障敞口仍然较大，保障并不充足，重疾险保障水平仍有较大的空间。

表 3：不同重大疾病平均治疗费用

重大疾病种类	医疗费用（元）	重大疾病种类	医疗费用（元）
恶性肿瘤	22 万-80 万	终末期肺病	10 万-80 万
冠状动脉搭桥术	10 万-30 万	昏迷	12 万/年
急性心肌梗死	10 万-30 万	双耳失聪	20 万-40 万
心脏瓣膜手术	10 万-25 万	双目失明	8 万-20 万
重大器官或造血干细胞移植术	22 万-50 万	肢体缺失	10 万-30 万
脑炎后遗症或脑膜炎后遗症	22 万-40 万	瘫痪	5 万/年
良性脑肿瘤	10 万-25 万	严重阿尔茨海默病	5 万/年
严重脑损伤	10 万/年	帕金森病	7.5 万/年
慢性肝功能衰竭	10 万/年	严重烧伤	10 万-20 万
终末期肾病	10 万/年	语言能力丧失	10 万/年

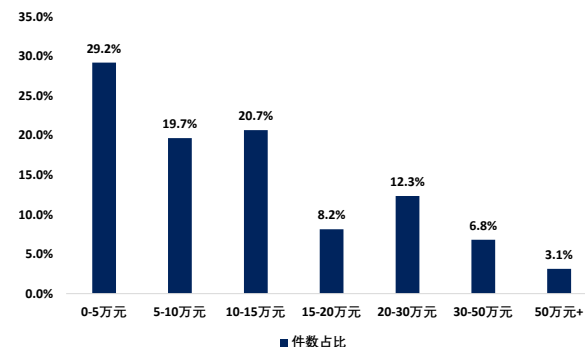
资料来源：《国民防范重大疾病健康教育读本》，信达证券研发中心

图 27：各大险企 2021 年重疾险件均赔付（万）



资料来源：各公司年度理赔报告，信达证券研发中心

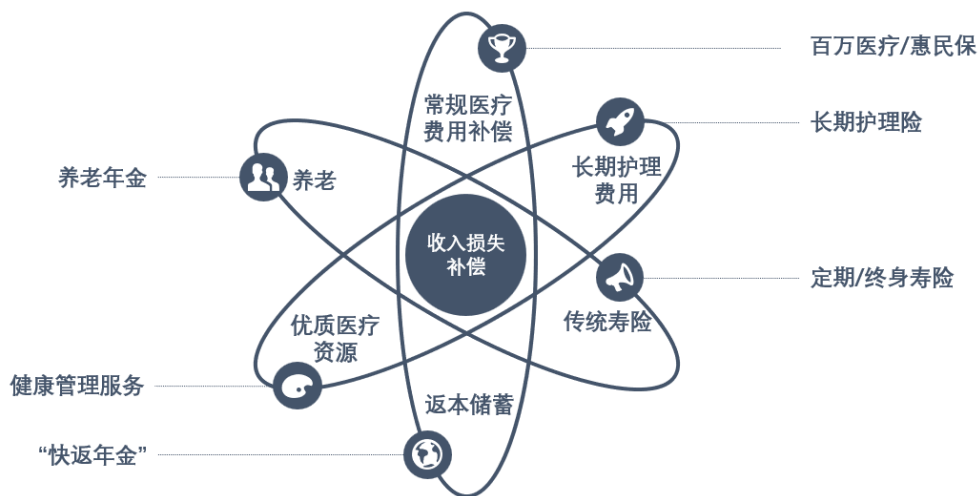
图 28：重疾险保障缺口巨大，保额仍有较大空间



资料来源：太平人寿 2021 年度理赔报告，信达证券研发中心

重疾险需要做到核心功能回归，定期和消费型重疾险产品是重要方向，在产品形态上具体表现为“功能化”、“模块化”等。我们认为未来重疾险的保障属性会更加专一并聚焦“重大疾病收入补偿”这个独有且必要的功能，其他功能必须从重疾险清晰地分离出来，才能更好满足客户“把钱花在刀刃上”的心理需求，提高重疾险的保障杠杆从而能够将更多的保费预算覆盖医疗险等其他险种，使家庭保障更加全面。

图 29：重疾险过去被赋予众多险种功能于一体



资料来源：信达证券研发中心

重疾险需要精简产品责任，根据消费者真实需求进行精确的保障补充。近年来头部险企主力重疾产品的迭代方向主要是丰富保障范围、增加轻中重症的保险责任和给付次数，在病种数量、赔付比例和次数上不断加码，产品之间的差异化程度低，无法满足多层次客户群体的需求。

表 4：重疾险产品主要保险责任统计

保险责任	2019 年产品比例	2020 年产品比例	变化趋势
重疾	100%	100%	→
中症	56%	68%	↑
轻症	92%	92%	→
特定重疾	33%	34%	↑
身故（返保额）	58%	79%	↑
全残	39%	35%	↓
终末期疾病	32%	22%	↓
豁免	89%	83%	↓
疾病其他责任	39%	54%	↑

资料来源：《2021 中国人身保险产品研究报告》，信达证券研发中心

目前市面上重疾额外给付的责任主要分为两大类：根据保障责任的理赔特征和医学特征进行额外给付。从产品设计角度来讲，建立在基础重疾病种之上的额外给付责任，消费者更容易认同。

疾病的理赔特征包括疾病的发生率、平均治疗费用、平均治疗周期，转为慢性病比例。保司可以针对性地挑选出特定病种，进行额外保额的给付设计。具体产品设计层面，将以年龄段、性别、地域等特征作为抓手，筛选出其中理赔特征更加明显的病种进行额外给付。例如针对高发疾病，设计少儿重疾白血病、哮喘等多次给付，女性宫颈癌、乳腺癌等多次给付，老年人严重阿尔茨海默病、脑中风、帕金森病等多次给付等具体形式。针对低频发生的疾病，设计“罕见病”的额外给付责任，如少儿重疾中对肝豆状核性（WILSON 病）、婴儿进行性脊肌萎缩症等额外给付责任。

疾病的医学特征包括导致疾病的原因和疾病治疗方式。1）疾病原因：将治病原因相同或相近的不同疾病进行汇总，根据相关特性对该疾病组进行额外给付。如将心梗和冠状动脉搭桥、中风等心脑血管病变导致的疾病进行组合，对此类高发疾病进行额外给付责任的设置；2）疾病治疗方式：对花费巨大的重大手术如心脏搭桥、开颅等大型外科手术进行额外给付。

多次给付的形式主要为重疾分组多次给付、癌症、心脑血管多次给付等。目前头部保司的重疾产品线都包含了重疾分组多次给付，如平安人寿推出了分组给付的产品平安六福，在责任和价格方面和原主力产品线上相比有竞争力，在渠道重疾险中业绩占比也迅速提升，目前已成为和平安福、百分百等同梯队的主力重疾产品线。

表 5：主要险企重疾险额外给付责任产品示例

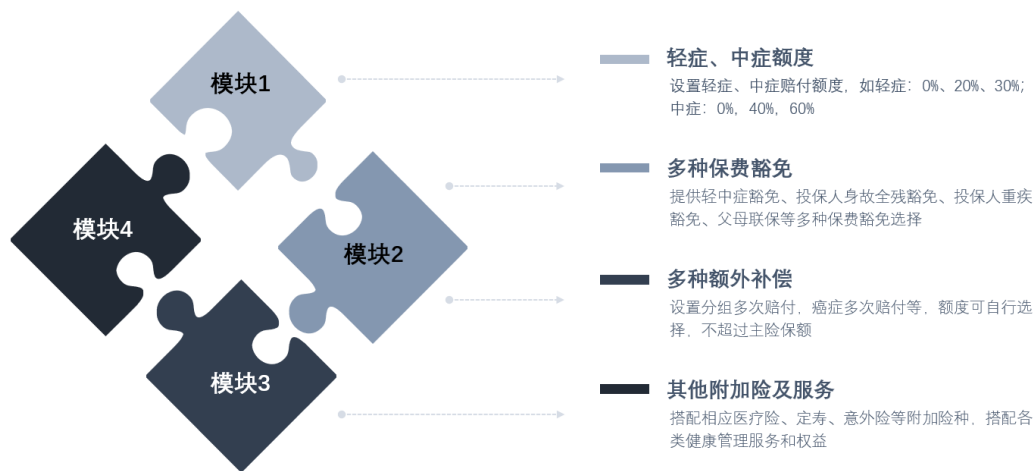
保险公司	产品名称	特定疾病额外给付责任	病种选取
太平人寿	附加福禄 20	高费用特疾：60 岁前额外 20%	白血病、恶性淋巴瘤、脑癌等 12 种
		少儿特疾：18 岁前额外 20%	白血病、中枢神经系统恶性肿瘤、造血干细胞移植术等 10 种
		男性特疾：终身额外 20%	前列腺癌、肾癌、胰腺癌等 10 种
		女性特疾：终身额外 20%	乳腺癌、宫颈癌、卵巢癌等 10 种
	福禄娃终身重疾	少儿特疾：25 岁前额外 100%	白血病、中枢神经系统恶性肿瘤、造血干细胞等 15 种
新华人寿	健康无忧 C6	高费用特疾：终身额外 50%	白血病、恶性淋巴瘤、脑癌等 12 种
		成人意外特疾：60 岁前额外 50%	多个肢体缺失、深度昏迷、瘫痪等 15 种
太平洋人寿	太保金福·合家欢金典人生 少儿金典人生	少儿特疾：18 岁前额外 100%	白血病、严重川崎病、脊髓灰质炎后遗症等 15 种
		成人特疾：终身额外 100%	重大器官移植术或造血干细胞移植术等 20 种
中国人寿	少儿国寿福	少儿特疾：18 岁前额外 100%	白血病、重大器官移植术或造血干细胞移植术等 20 种
		少儿特疾：生效 180 天内：额	严重川崎病、严重幼年型类风湿关节

		外已交保费；生效 180 天后， 额外 100%	炎、特定年龄疾病或外伤所致治理障碍（残疾）等 15 种
	国寿福终身（盛典版）	特定重疾：70 岁前 50%	心脏瓣膜介入手术、轻度脑损伤、肝叶切除等 20 种
人保寿险	少儿无忧至尊	少儿特疾：25 岁前额外 100%	白血病、脑脊膜和脑恶性肿瘤、淋巴恶性肿瘤等 25 种
		老年特疾：60 岁后额外 20%	严重脑中风后遗症、瘫痪、严重阿尔茨海默病等 6 种
	附加人保福 2021	现代病额外 30%	白血病、脑脊膜和脑恶性肿瘤、骨和关节软骨恶性肿瘤
平安健康	i 康保	特定重疾：终身额外 100%	特定恶性肿瘤（10 种）、急性心肌梗死、严重脑中风后遗症等 20 种
平安人寿	少儿盛世福	特定重疾：终身额外 100%	白血病、严重脑损伤、严重 III 度烧伤 3 种
		高费用特疾：终身额外 50%	原发性骨癌、严重的原发性心肌病、严重脑损伤等 15 种
	盛世福	发生轻症后少儿特疾：轻症次数*10%	白血病、严重慢性缩窄型心包炎、疾病或外伤所致智力障碍等 15 种
		发生中症后少儿特疾：额外 20%	

资料来源：各公司官网、信达证券研发中心

未来重疾产品结构方向将是模块化、轻量化，模块化重疾的本质是选择权的让渡，多层次的需求要求重疾产品既能“做加法”也能“做减法”。新旧重疾险产品切换后，重疾价格战逐渐趋缓，模块化将是未来重疾险未来发展的重要方向。模块化将使得产品的价格无法被直接比较，更能凸显头部险企品牌、健康管理服务内容的价值。

图 30：模块化重疾产品赋予客户选择权组合符合自身需求的责任



资料来源：信达证券研发中心

模块化重疾产品的本质就是将按照一定的逻辑将原有的重疾产品要素进行拆解，将主要大类的责任单独形成要素，赋予客户按照自身需求进行组合的权利，让渡产品的选择权。模块化产品通过将保险责任拆分后进行组合，根据每一个客户不同特征，专业定制出不同的解决方案，通过“核心保障+个性化配置”的组合形式，实现为客户定制化需求。模块化并非简单的碎片化和任意组合，模块化产品对代理人队伍提出了更高的要求：代理人需要有深刻的产品理解能力，能够将产品形态很好地与客户的需求进行匹配，同时要求保险公司具有精细化强大的运行能力，能够支持模块化复杂产品组合的运营。

表 6：模块化重疾险产品基础和可选模块责任示例

保险公司	友邦保险	太平人寿	平安人寿
产品名称	友如意	福禄御禧	御享福
投保年龄	18-55 周岁	28 天-65 周岁	18-55 周岁
保险期间	终身	终身	终身
基础模块	重疾：120 种重疾，100%，1 次	重疾：120 种重疾，100%，1 次	重疾：120 种重疾，100%保额，

可选模块	轻症：赔付比例可选 中症：赔付比例可选 身故：100%保额	轻症：40种，赔付比例可选 中症：20种，赔付比例可选 身故：100%保额	1次 身故：100保额
	轻症：10%/20%/30% 中症：20%/40%/60% 重症多次赔付 癌症多次赔付 被保险人豁免 投保人豁免	定期重疾额外给付：71周岁前50%保额 多次给付重疾：120种重疾6组6次，每组限1次，100%保额，并含重疾保费豁免	轻症：40种，20%保额，6次 中症：20种，50%保额，1次 保额增长：70岁前每发生一次轻症，重疾和身故保额涨10%，最高增长60%；发生中症涨20%，最多涨20%

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

轻量化重疾险是指消费型和定期重疾产品等保障效率更高、价格更低、性价比更高的产品，可以吸引老客户加保，并为年轻的投保群体提供更多保障机会。定期重疾险尤其可以吸引更多难以负担终身返还型重疾的年轻消费人群，更有满足尚在资本积累期的青年人群的需求，从而让青年人群更好地根据自身经济状况配置风险保障，其保费相对低廉，保障杠杆更高，更能让年轻群体有获得感。

表 7：头部险企定期重疾保障期限

保险公司	产品简称	保障期限
中国平安	定期嘉护	可选至 60/70 周岁
中国平安	爱满分	30 年
中国平安	附加福瑞安康多重	可选至 70/80/100 周岁
中国平安	福满分	至 60/70/80 周岁
太平人寿	宝贝定期	可选 20/30 年
中国人寿	康宁（优享版）	可选至 60/70/80 周岁
中国人寿	康倍保	可选 20 年/30 年/至 60/70 周岁
太平洋人寿	无忧保	可选至 60 或 70 周岁
人保寿险	i 无忧	可选至 70 周岁
人保寿险	少儿无忧人生（卓越版）	可选至 25 周岁 可选至 60 周岁
人保寿险	少儿无忧人生至尊（卓越版）	可选至 25 周岁 可选至 60 周岁
人保寿险	人人保 3.0	可选至 70 周岁

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

➤ 重疾险未来空间及新业务价值测算

我们通过中再寿险关于 2017-2020 年重疾险新单保费的数据，对件均保额增长率和件数增长率分别进行预估，最终得出 2021-2025 的重疾险规模和价值测算结果。

- 重疾险 NBV margin 普遍处于 80%-100% 区间，我们分别设定 90%/80%/100% 作为中性/悲观/乐观情形下重疾险的 NBV margin 进行测算；
- 2017-2020 年重疾险新单参考中再寿险的测算，其中 2020 年的新单保费收入 900 亿元为中再寿险根据重疾险保费收入增长测算的估计值。

表 8：中性情形-2017-2025 重疾险新单保费测算（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
件均保额增长率	/	/	/	/	10%	10%	10%	10%	10%
件数增长率	/	/	/	/	-10%	-4%	-2%	-2%	-2%
新单总保费	800	1050	1000	900	891	1004	1127	1215	1310
NBV 贡献	720	945	900	810	802	903	1015	1094	1179
NBV 同比增速	/	31.3%	-4.8%	-10.0%	-1.0%	12.6%	12.3%	7.8%	7.8%

资料来源：中再寿险，信达证券研发中心

表 9：悲观情形-2017-2025 重疾险新单保费测算（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
件均保额增长率	/	/	/	/	8%	8%	8%	8%	8%
件数增长率	/	/	/	/	-10%	-4%	-2%	-2%	-2%
新单总保费	800	1050	1000	900	875	967	1067	1129	1195
NBV 贡献	640	840	800	720	700	774	854	904	956
NBV 同比增速	/	31.3%	-4.8%	-10.0%	-2.8%	10.6%	10.3%	5.8%	5.8%

资料来源：中再寿险，信达证券研发中心

表 10: 乐观情形-2017-2025 重疾险新单保费测算 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
件均保额增长率	/	/	/	/	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
件数增长率	/	/	/	/	-10%	-4%	-2%	-2%	-2%
新单总保费	800	1050	1000	900	911	1050	1206	1330	1466
NBV 贡献	800	1050	1000	900	911	1050	1206	1330	1466
NBV 同比增速	/	31.3%	-4.8%	-10.0%	1.3%	15.2%	14.9%	10.3%	10.3%

资料来源：中再寿险，信达证券研发中心

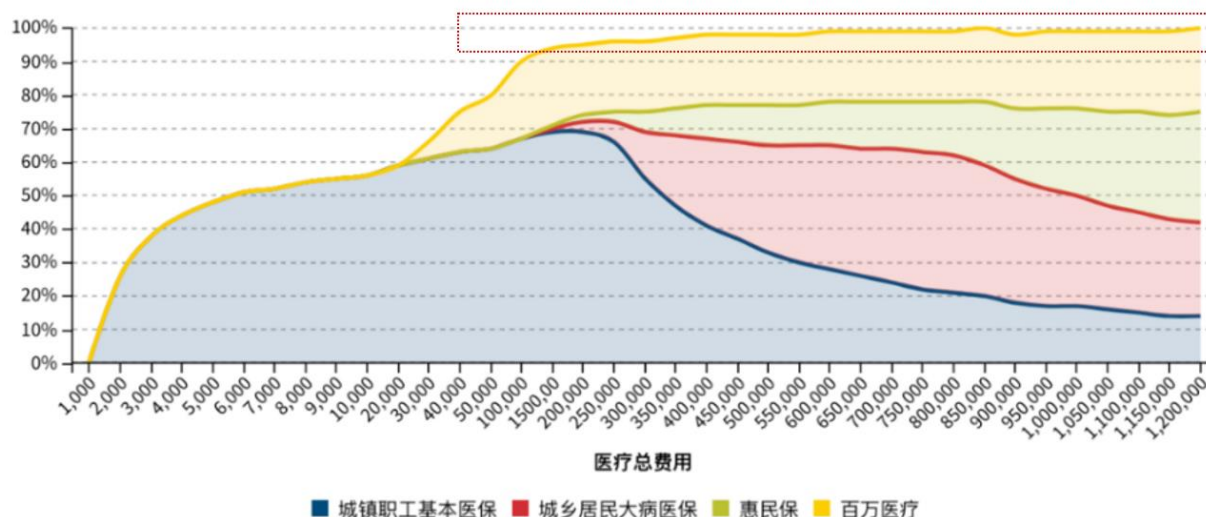
根据上述假设和重疾险新单规模，我们得到三种假设情形下的结果：

- 1) 中性情形下，我们预计 2022-2025 年行业重疾险新单年化保费复合增速为 8%，到 2025 年重疾险新单保费将达到 1310 亿元，新业务价值达到 1179 亿元；
- 2) 悲观情形下，我们预计 2022-2025 年行业重疾险新单年化保费复合增速为 6.4%，到 2025 年重疾险新单保费将达到 1195 亿元，新业务价值达到 956 亿元；
- 3) 乐观情形下，我们预计 2022-2025 年行业重疾险新单年化保费复合增速为 10%，到 2025 年重疾险新单保费将达到 1466 亿元，新业务价值达到 1466 亿元。

2.3 医疗险：向中高端医疗和长期医疗演进

基本医疗保障不足，医疗费用负担较重。在人口老龄化和医疗通胀等因素的影响下，国家医保基金面临较大的收支压力，从基本医保、城乡居民大病保险，惠民保和百万医疗的保障程度和保障侧重点来看，可以发现基于当前的基本医保和大病保险的组合，对于大额医疗费用的保障明显不足，这也导致“因病致贫”的现象迟迟未得到有效解决。虽然当前惠民保在一定程度上对百万医疗险形成了替代效应，可以帮助填补基本医保和大病医保之外的部分保障，但当医疗费用很高时，患者依然需要负担一个较高的自付比例，而商业医疗险则在高额费用段仍有很高的报销比例。

图 31：不同医疗保险产品覆盖医疗费用情况

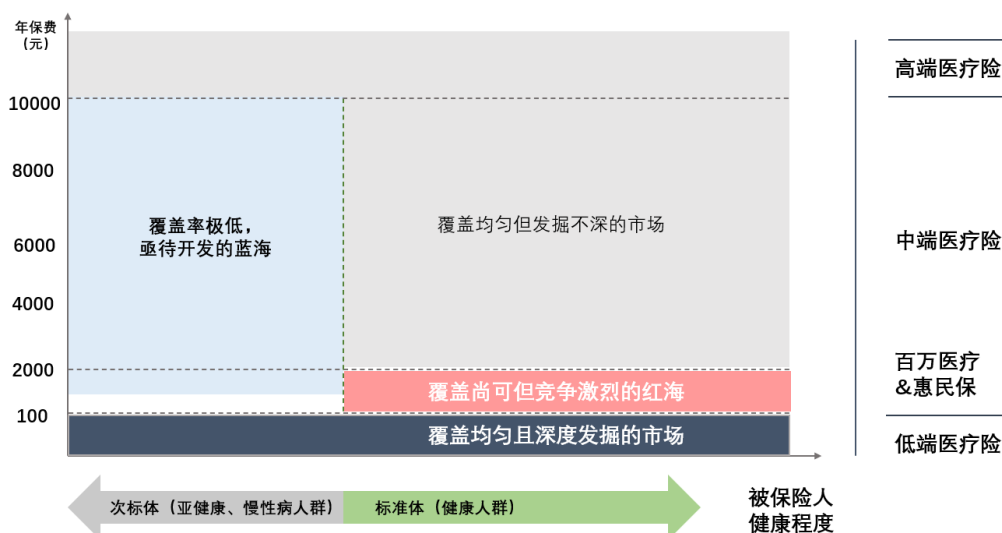


资料来源：《百万医疗险成长白皮书：上篇》，信达证券研发中心

百万医疗产品同质化严重，理赔体验不佳。经过多年的蓬勃发展，目前市面上各家公司的百万医疗险产品已经迅速同质化，目前责任已经基本形成以“1 万免赔额+特定重疾或癌症 0 免赔+200 万保额”为主体，以报销住院医疗、特殊门诊和住院前后门急诊医疗为核心的保障结构。从覆盖面上看，目前主要仍聚焦面向健康人群的中低端医疗市场，而 65 周岁以上人群和非健康群体的保障产品仍极度缺乏，产品形态同质化严重，价格竞争激烈，同时高免赔额产品导致理赔体验不佳。

医疗险产品将定位优质医疗资源的触达通道。随着医保支付改革和 DRGs 的推进，我们认为未来公立医院优质医疗资源将逐渐外溢，因此商业医疗险将承担更重要的角色。医保改革对于商业医疗保险影响最大的是医保支付改革，包括目录管理、集中带量采购，DRGs/DIP 管理以及总额预算管理等内容。

在此大背景下，我们认为医疗险产品未来的发展方向主要集中在：1) 中端医疗、高端医疗将是未来消费者通往优质医疗资源的桥梁；2) “特定药品”、“特定医疗器械”等特定医疗险产品将帮助消费者满足优质医疗资源的需求并抵御逐年增长的医疗通胀。在保障内容方面，重点关注免赔额、自费项目、特需医疗和国际医疗部等优质医疗资源，具体方向：1) 医疗机构的扩展 2) 先进医疗资源、治疗方式可及性的拓展 3) 院外先进药品和高端医疗器械的拓展。总体来看，尽管未来相当时期内主要的医疗行为仍将集中在公立医院普通部，但是目前“三长一短”（挂号、候诊、收费队伍时间长，看病时间短）的痛点需要解决，可以拓展的方向是公立医院特需部，提升患者的就医环境和服务体验，尤其是针对高发特定疾病如恶性肿瘤、良性脑肿瘤等特定疾病的特需医疗责任已逐步成为主流百万医疗的标配。

图 32：中高端医疗是未经充分发掘的蓝海市场


资料来源：《2020 年中国百万医疗险行业发展白皮书》，信达证券研发中心

中端医疗的主要形式就是在百万医疗的基础上，在医疗资源和就诊体验上进行升级和拓展。中端医疗主要有两种形态：1）基本形态与百万医疗保持一致，在此基础上设置免赔额为零，提升客户赔付体验；2）维持基本的免赔额设置，但保障机构范围拓展至公立医院特需、国际医疗部和VIP，触达公立医院普通部以外的更优质医疗资源。高端医疗则是在中端医疗的基础上更进一步，将就医机构拓宽至私立医院（昂贵/非昂贵）和海外医院，并大幅拓展保额和可选医疗责任。中高端医疗都重点着眼于目录外的先进治疗方式和医疗资源，将保障范围扩展至医保目录外，被保险人可以报销诸如癌症靶向药、免疫药物、CAR-T 疗法和特定医疗器械等费用，将特需医疗和医疗险进行深度融合。

表 11：中端医疗险产品主要保险责任统计表

保险责任		2019 年占比	2020 年占比	变化趋势
一般医疗保险责任	住院医疗费用	100%	100%	→
	特殊门诊医疗费用	91%	92%	↑
	住院前后门急诊费用	83%	87%	↑
重大疾病医疗保险责任		70%	63%	↓
恶性肿瘤医疗保险责任		23%	25%	↑
其他医疗保险责任	特定疾病及手术医疗保险责任	5%	8%	↑
	质子重离子医疗保险责任	49%	55%	↑
	恶性肿瘤特定药品费用医疗保险责任	6%	11%	↑

资料来源：《2021 中国人身保险产品研究报告》，信达证券研发中心

高端医疗险以高收入人群为目标市场，为富裕客群提供个性化、高质量、全覆盖的医疗服务。高端医疗可以有效解决常规公立医院普通部医疗服务“三长一短”（挂号时间长、排队时间长、取药时间长、就诊时间短）的问题，为客户提供舒适的就医环境，可以链接海外优质医疗资源并提供给客户高效便捷和优质的就医体验，充分满足不同收入层次的医疗服务需求。

表 12：高端医疗产品责任大类和细项示例

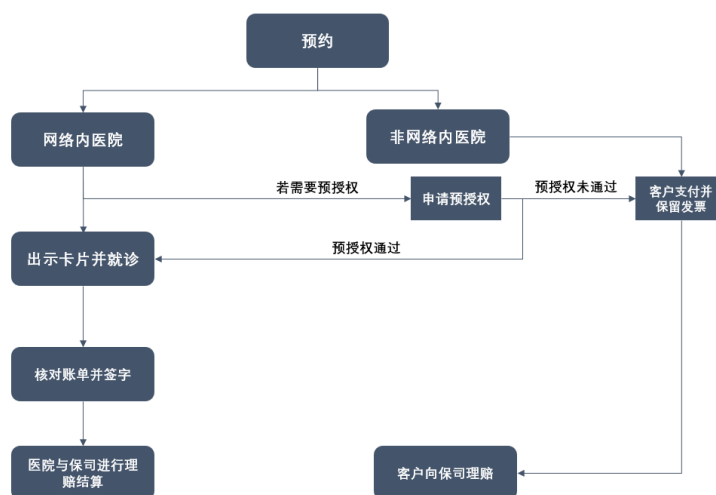
责任大类	细项
住院医疗	常规住院、处方药
	重疾治疗：癌症治疗、器官移植、肾透析、康复护理
	特殊检查：CT/MRI 扫描、PET/CT-PET 扫描
	特殊门诊：住院前后门急诊、门诊手术、重疾门诊
门诊医疗	意外、紧急医疗：意外门急诊、意外牙科、紧急医疗转运
	常规门诊、急诊
	疫苗、体检、家庭护理
	中医、中药、理疗、针灸

	先天性/遗传疾病治疗
	心理、精神疾病治疗
生育	分娩费用、产前并发症等
牙科	基础牙科治疗：补牙、根管治疗、X光检测、拔牙、麻醉
	复杂牙科治疗：牙桥、牙冠、植牙、假牙、牙周病
	牙齿矫正、口腔修复等
疫苗	国家建议的疫苗、HPV疫苗、流感疫苗、旅游疫苗、肺炎疫苗、抗疟疾疫苗
眼科	眼科检查、配镜
预防性治疗	癌症早筛
	医疗运送、运返
紧急医疗运送服务	同行人员交通往返
	遗体送返

资料来源：信达证券研发中心

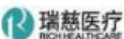
高端医疗机构覆盖全面，除了可覆盖公立医院普通部、特需部、国际部以及私立医院（比如协和国际部、和睦家、美中宜和等等），同时可以覆盖港澳台医院责任等，并可在上述范围责任基础上进一步覆盖海外责任，比如亚洲大中华、全球除美、全球责任等计划。高端医疗还拥有便捷的直付服务，客户无需自行垫钱进行报销，医院与保险公司直接结算，减少客户现金流压力，避免了支付和报销的繁琐程序，从而大大提升了就医体验。

图 33：高端医疗直付流程示例



资料来源：信达证券研发中心

对比常规百万医疗险和中端医疗险，高端医疗险更全面覆盖了全科医疗和专业医疗。与专科相比，全科医疗涉及范围较大，包含临床医学、预防医学、康复医学、人文社会学科等相关内容，涉及的科室涵盖了内科、外科、妇产科、儿科、口腔科等科室，而专科通常只覆盖某类型特定疾病进行专业诊疗。因此全科医疗和专科医疗在机构规模、医生资源、服务水平等方面都存在较大差异，通常会比公立医院提供更优质、更贴心的服务和延伸医疗内容。全科医院主要以和睦家医疗集团为代表，其已在北京、上海、天津、青岛等布局多家医院。全科诊所以北京港澳国际医务诊所、莱佛士医疗为代表，主要布局在北京、上海、广州等城市，提供全科医疗服务。

全科医院	全科诊所	专科医院	口腔诊所	儿科诊所	中医诊所	骨科诊所
 United Family Hospitals 和悦家  上海禾新醫院 SHANGHAI XINHU HOSPITAL	 北京港澳国际医学诊所 Hong Kong International Medical Clinic, Beijing  SinoUnited Health	 New Century Healthcare 新世纪医疗  Sunbow CM 北尚美家妇产科医院  EYE 爱尔眼科 SUN EYE OPTICAL	 腾讯医疗 TENCENT MEDICAL 腾讯·壹生医生平台  PowerDent 齿康齿科  Weier 魏尔口腔  TSK TSK 上海魏尔口腔诊所  QJ 齐江口腔 QIJIANG ORAL	 Raffles Medical  EurAm Medical Center 康康医疗  EYE 北京爱尔美眼眼科医院 BEIJING AER MEI EYE HOSPITAL  airuiji  Heart Care 心康 心康齿科  妈妈咪来 Maomai 妈妈咪来口腔	 Parkway Health 其仁医疗  Delta Health 德达医疗  YOSEMITE CLINIC 依仁嘉康医疗 Yosemite Clinic 依仁嘉康  Ruihe Medical 瑞慈医疗 RICH HEALTHCARE  Quality HealthCare 品质医疗  腾讯医疗 TENCENT MEDICAL 腾讯·壹生医生平台  AMC AMC 美国加州骨伤科 AMERICAN MEDICAL CENTER AMC 美国加州骨伤科  龍脊康 Longevity 龍脊康 Longevity Care For Spine	

高端医疗产品规模测算：境内高净值人群和来华外籍人群需求持续增长，到 2029 年达到千亿保费规模

我们以招商银行和贝恩咨询联合发布的《2021 中国私人财富报告》中定义的“中国高净值人群”为基础，选取个人可投资资产超过 1 千万的群体作为国内高端医疗保险消费的目标群体，同时以全球化智库（CCG）发布的《主要国家外籍劳动者报告》中来华外籍员工作为国内消费高端医疗保险的外籍目标群体。

- 根据招商银行和贝恩咨询的统计，2020 年个人可投资资产超过 1 千万人数达到 262 万，2018-2020 年这一人数的 CAGR 达到 15%，预计 2021 年该人数为 296 万人。同时，根据 CCG 的测算，来华外籍员工 2020 年已突破 200 万人，并且在以每年 2.5% 的速度增长。我们分别选取以上人群作为国内和外籍员工投保高端医疗保险的目标群体。
- 我们以 2021 年中国高净值人群增长率 13% 作为 2022-2029 年这一群体人数增长的 CAGR，以 2.5% 作为未来来华外籍员工人数增长的 CAGR。
- 综合考虑家庭单和外籍员工高管套餐等情况，预估 2021 年高端医疗保险件均保费为 2 万元，以医疗通胀约 10% 作为 2022-2029 年件均保费的 CAGR。

	2021	2023E	2025E	2027E	2029E
个人投资资产超过 1 千万的人数 (万)	296	378	483	616	787
高净值人士高端医疗险预期投保率	16%	18%	20%	22%	25%

(考虑家庭单)					
外籍员工人数(万)	200	210	221	232	244
外籍员工高端医疗险预期投保率	10%	12%	15%	18%	20%
件均保费(万)	2	2.4	2.9	3.5	4.3
高端医疗险保费规模(亿元)	135	226	380	628	1052
高端医疗新业务价值率	20%	20%	20%	20%	20%
高端医疗新业务价值(亿元)	26.9	45.1	75.9	125.7	210.5

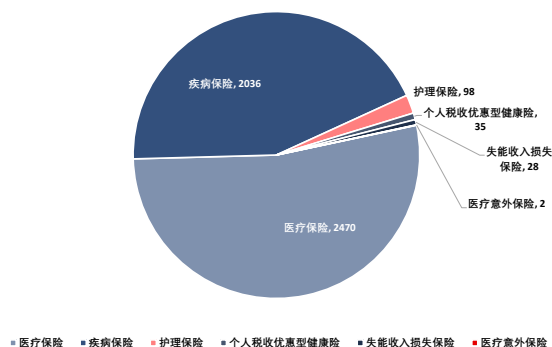
资料来源: 信达证券研发中心

根据以上假设, 我们测算未来高端医疗产品保费规模的 CAGR 将达到 29.3%, 预计在 2029 年高端医疗险规模有望超过 1000 亿元。高端医疗险未来的快速增长将有效提升医疗险的总体规模和和健康险业务中的占比, 同时也能抵消重疾险增速下降带来的负面影响。

保障期限的拓展: 中期医疗险和长期医疗险(费率可调)

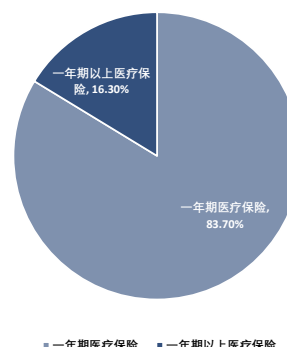
在新的监管背景下, 中国商业健康险长期化将成为未来的趋势。2019 年 11 月新发布中国银保监会发布的《健康险管理办法》中的分类和 2020 年 4 月中国银保监会下发的《关于中长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》中关于长期医疗保险费率调整做的细则性规范, 为长期医疗险产品发展奠定了基础。短期健康险监管规定的出台明确了相关续保要求, 满足消费者投保确定性的需求, 消费者无须担心理赔的发生而无法继续投保。相比中小险企, 头部险企在长期健康险的精算定价、用户运营和风险控制等方面具有优势, 未来能够根据经验不断优化管控手段, 发挥其寿险经营牌照优势开展开启长期医疗险业务, 整合相关医疗资源, 完善健康产业布局, 拓展其在医疗险领域的竞争优势。

图 35: 截止 2020 年末健康险产品数分布



资料来源: 亿欧智库, 信达证券研发中心

图 36: 2020 年中国人身险公司医疗保险期限



资料来源: 亿欧智库, 信达证券研发中心

长期医疗险精细化经营能力和风险控制能力将成为区分未来保司健康险经营能力的关键。相比财产险公司, 寿险公司对长期医疗的精细化经营能够更好地发挥寿险的牌照优势, 加强在短期医疗险领域与财产险、政府定制型产品等的竞争。从基本保障责任来看, 长期医疗险由一般住院医疗保险金及住院前后门急诊费, 逐渐扩展延伸到各具特色的特定疾病医疗保险金、重疾医疗保险金、恶性肿瘤医疗保险金、质子重离子费用等。目前保证续保从 5-6 年、10 年、15 年等, 再到目前最长可以保证续保 20 年, 市场上长期医疗险产品的供给越来越丰富。

费率可调长期医疗险价格调整内外部因素: 1) 外部因素: 医疗费用通胀, 影响医疗通胀的因素通常包括医疗体制、社保、物价指数、医疗资源紧张程度、医疗新技术、老龄化和经济发展等。2) 内部因素(产品自身): 保险责任的变化、承保人群的变化、保单进展的变化、选择性退保等。

表 14: 头部险企费率可调产品续保期间和责任汇总

保险公司	产品名称	保证续保期间	投保年龄	责任概括
平安人寿	平安 e 无忧优享版长期医疗保险(费率可调)	10 年	0-60	住院医疗+特定重疾医疗
平安人寿	平安 e 生保长期医疗保险(费率可调)	20 年	0-55	住院医疗+特定重疾医疗
平安人寿	附加 e 生保(尊享版)长期医疗保险(费率可调)	20 年	0-55	住院医疗+特定重疾医疗
平安健康	平安 e 生保长期个人住院医疗保险(费率可	20 年	0-55	住院+特疾住院+特药&器械

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

	调)			
平安健康	平安 i 康保长期个人癌症医疗保险 (费率可调)	终身	0-70	恶性肿瘤确诊+住院+特药
平安健康	平安长期个人癌症医疗保险 (费率可调)	终身	0-70	恶性肿瘤住院+特药
人保寿险	人保寿险关爱百万长期医疗保险 (费率可调)	20 年	0-55	重疾住院+非重疾住院+特药
人保寿险	人保寿险关爱百万 (孝心版) 长期医疗保险 (费率可调)	至 100 周岁	0-70	重度恶性肿瘤住院+质子重离子
人保健康	人保健康悠长保互联网癌症医疗保险 (费率可调)	终身	0-70	恶性肿瘤住院+特药
人保健康	人保健康悠优保互联网医疗保险 (费率可调)	20 年	0-60	住院医疗+特药+质子重离子
太保寿险	太保心安怡 (长期版) 医疗保险 (费率可调)	10 年	0-55	住院+特殊门诊+ICU 津贴
太保寿险	安享宝贝少儿长期医疗保险 (费率可调)	至 18 周岁	0-12	住院+意外伤害门急诊
太保寿险	安享百万医疗保险 (费率可调)	15 年	0-65	住院医疗+特定疾病住院+重疾或特定肿瘤住院
泰康人寿	泰康泰享年年互联网医疗保险 (费率可调)	20 年	0-55	特疾住院津贴+特疾住院+非因特疾住院
泰康人寿	泰康附加医佳保恶性肿瘤医疗保险 (费率可调)	终身	0-60	恶性肿瘤提前给付+医疗+院外特药
泰康人寿	泰康附加医佳保医疗保险 (费率可调)	20 年	0-60	非因恶性肿瘤住院+特殊门诊
泰康人寿	泰康健康尊享 2021 医疗保险 (费率可调)	20 年	0-65	特疾提前给付+特疾住院+非因特疾住院
泰康人寿	泰康泰享年年医疗保险 (费率可调)	20 年	0-55	特疾津贴+特疾住院+非因特疾住院
新华人寿	附加住院安心医疗保险 (费率可调)	10 年	0-60	住院医疗
新华人寿	康健华尊医疗保险 (费率可调)	10 年	0-60	住院医疗+特定疾病住院

资料来源: 各公司官网、信达证券研发中心

保障人群的拓展: 老年医疗险、慢病版医疗险

我国老龄人群人口基数大、慢病患者众多, 而该群体可投保的商业健康险几乎处于真空地带, 因此亟需可拓展老年人和带病体人群的商业医疗险。目前市场上百万医疗产品对于老年人、次标体和慢病人群等有效需求覆盖不足, 一方面市面上百万医疗产品同质化严重、高额虚高, 理赔体验不佳, 另一方面, 医疗险产品未有效覆盖上述需要保障人群, 造成医疗险产品开发陷入瓶颈。

老年医疗险开发关键在于通过智能风控实现对高龄群体的保费定价。通过差异化的产品设计、核保规则和风控模式, 可以提高老年群体投保的可及性。现阶段保司可以通过与专业健康险 TPA 服务供应商的合作, 逐步探索进行产品开发、风控和医疗服务网络的搭建, 利用科技手段进行智能核保、风控和理赔, 使用智能风控模型创新定价模式, 开发出可以承保老年人群体的医疗险。

表 15: 老年高龄可投保代表性医疗险产品示例

保险公司	国泰产险	富德生命	平安人寿
产品简称	孝顺保·中老年医疗险	长青藤老年医疗险	i 无忧 21
投保年龄	46-80 周岁	40-80 周岁	56-80 周岁
保障责任	(基础) 恶性肿瘤 400 万保额+质子重离子 100 万保额+院外肿瘤特药 100 万保额 (根据体检情况可升级) 一般医疗保险金: 1/2 万免赔, 与基础保障共享 400 万保额 优选体: 无条件享受升级保障责任 次优体: 除外部分疾病责任后享有升级责任 标准体: 不享有升级责任, 但额外享有意外骨折医疗保障, 年限额 8000 元	一般医疗保险金: 200 万保额, 包括住院医疗、特殊门诊、门诊手术、住院前后门急诊 院外特定药品费: 含 60 种特药 特定慢病药品费: 5000 元 0 免赔 特定医疗器械费用	(基础) 恶性肿瘤 (重度) 保险金: 200 万保额 (可选) 恶性肿瘤 (重度) 津贴保险金: 1/2/3 万保额 (根据体检情况可升级) 一般医疗保险金: 200 万保额, 包括住院医疗费用、指定门诊医疗费用、住院前后门急诊费用
免赔额	1/2 万免赔可选	免赔额 2/3/5 万可选	免赔额 1/2/3 万可选

资料来源: 支付宝 APP, 平安金管家, 保险师 APP, 信达证券研发中心

城市定制型医疗险 (惠民保) 长期来看对医疗险发展冲击有限。惠民保的本质是基本医保和大病医保的补充, 因其定位特点注定难以突破社保目录限制, 其保障程度低于商业医疗险, 长期来看难以满足客户日益增长的医疗保障需求。虽然惠民保产品通常和百万医疗险产品一样具备医保内自付部分的保障以及医保外自费部分的保障, 但是其免赔额都是彼此独立的, 无法共享免赔额, 且免赔额的比例较高。通常惠民保自费责任会设置 2 万免赔额,

与通常 1 万免赔额的百万医疗产品相比，2 万免赔额无法通过医保内的自付部分进行抵扣，通常只有医保外自费部分才能抵扣 2 万免赔额。同时，由于医保内的责任受到医保相对严格的费用管控，导致 2 万以上免赔额被突破的概率大大降低。

图 37：惠民保保障责任及保障水平示例

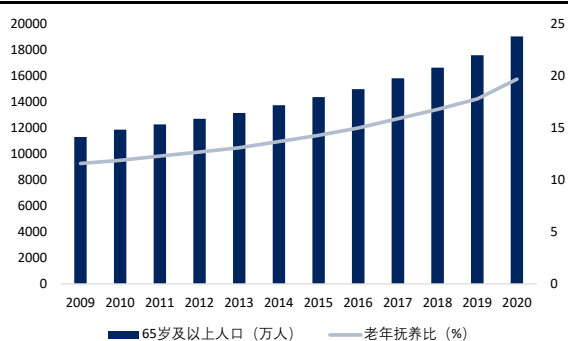
保障项目	具体项目	免赔额	赔付比例	保险金额
医保内住院	普通住院医疗	1W-3W	60%-100%	30W-无封顶线
医保外住院	医保外住院医疗	1W-3W	50%-80%	50W-100W
特殊门诊	特病门诊、慢性病门诊			
特定高额药品	特定高额药品	0-2W	70%-100%	12.6W-150W
增值服务	药品服务、重疾服务、慢病服务、体检服务			

资料来源：《普惠保险在健康管理中的应用—基于惠民保的深度分析》，信达证券研发中心

2.4 护理险：未来增长空间巨大的纯蓝海市场

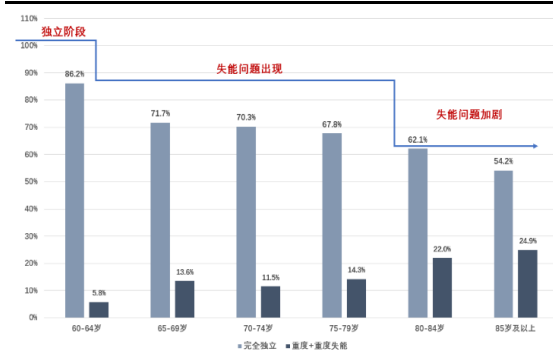
失能人口老龄化问题日渐突出。根据《中国疾病预防控制中心周报》的数据显示，在 2020 年我国的失能老人已经有 5271 万，到 2030 年，国内失能老人数量将超过 7700 万人，失能老龄人口在总失能人口中的占比将超过 57%，随着人口老龄化，失能人口老龄化的挑战将成为日益突出的问题。未来商业长期护理险的定位主要集中在两个维度：一方面作为重疾险的加保选项，以高杠杆、高佣金、保障功能突出的优势弥补重疾险保障不足的特点；另一方面作为长期储蓄类产品的补充项，保障老年段疾病和意外需要照料的风险。在产品设计上，重疾型护理险的病种也能从失能失智过渡到功能损伤，从而逐步引导市场接受长期护理概念。

图 38：65 周岁及以上人口增长和老年人口抚养比



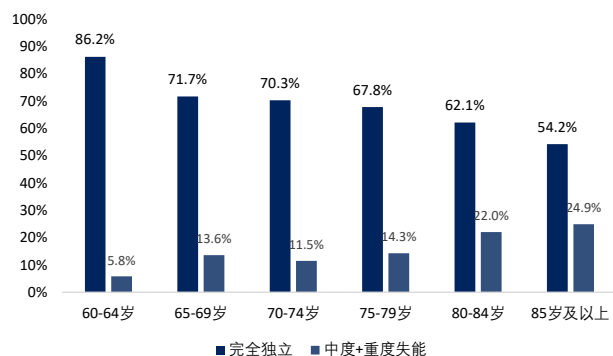
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 39：中国老年各年龄段失能人口占比及失能问题

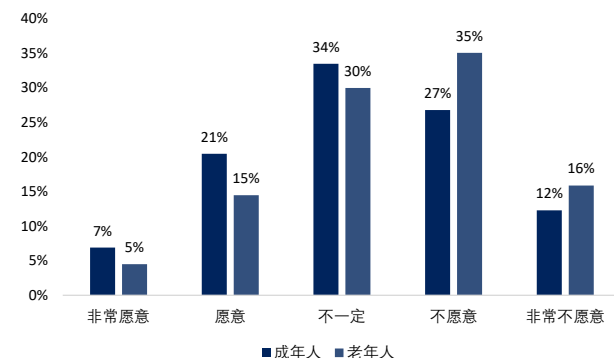


资料来源：《2018-2019 中国长期护理调研报告》，信达证券研发中心

老年抚养比持续攀升，未来老年护理负担提升。根据 2020 年第七次人口普查，我国 60 岁以上老年人口占总人口比例 18.7%，65 岁以上人口占总人口比例 13.5%，已进入老龄型社会。同时我国的老年抚养比在 2020 年已达 19.7%，每 100 名劳动年龄人口要负担约 20 名老年人，未来严重影响人口结构的平衡和经济的发展，也给家庭造成巨大的经济压力。

图 40：中国老年各年龄段中度和重度失能人口占比


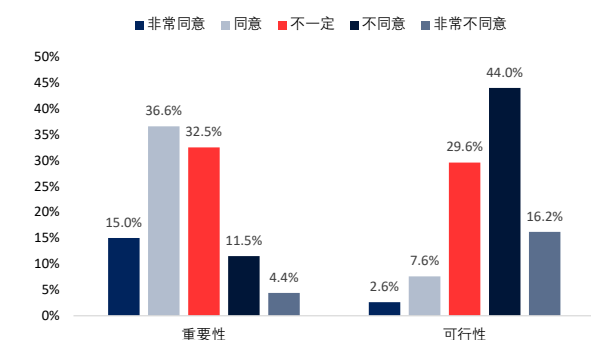
资料来源：《2018-2019 中国长期护理调研报告》，信达证券研发中心

图 41：成年人和老年人对“以房换护理”态度


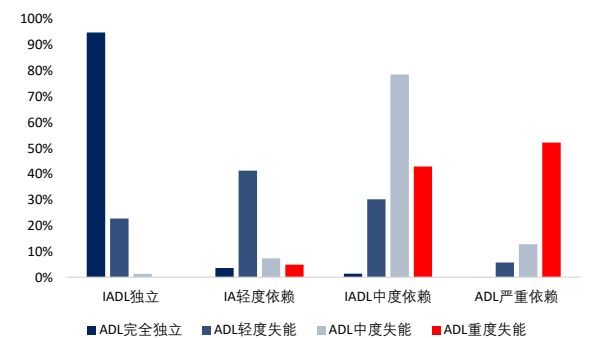
资料来源：《2018-2019 中国长期护理调研报告》，信达证券研发中心

失能失智问题在高龄阶段集中体现。根据全国老龄办发布的《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查》数据显示，2015 年我国失能、半失能老年人约 4063 万人，占老年人口 18.3%，老年人居家照护的需求未来将持续上升，15.3%的城乡老年人需要照护服务。根据中保协和中国社科院联合发布的《2018-2019 中国长期护理调研报告》数据显示，调查地区有 4.8%老年人处于日常生活能力（ADL）重度失能、7%处于中度失能状态，总失能率为 11.8%。不同阶段 ADL 失能状态呈现的特点不同，在 65 岁以前基本处于独立阶段，绝大部分能够生活自理。65 岁后失能问题开始集中显现，中度和重度失能人群显著上升，占比约达 12-14%。目前中度及重度失能老年人面临较大的保障和服务缺口，如协助用药、压疮护理等医疗护理服务供给不足，相应的支付补偿功能也较弱。

“社保第六险”长期护理保险发展不足。目前试点的政策性长期护理险虽然基本都是交由商业保险公司运营，但其本质上是政府行为的基础社会保障，更高层次的护理需求最终仍需要商业长护险来满足。根据国家医保局《2020 医疗保障事业发展统计公报》，2020 年长期护理保险参保人数 1.08 亿人，享受待遇人数 83.5 万人。2020 年基金收入 196.1 亿元，基金支出 131.4 亿元，人均享受待遇全年平均仅为 1.57 万元。1) **顶层设计有待完善：**筹资机制不健全、实际保障水平不足。我国目前长护险试点城市采用医保基金划转单一的筹资方式，长护险试点城市因此基本集中在经济发展水平较高、医保基金运行稳健的地区，未来政策性长护险运行的稳定性将受到挑战 2) **基础设施建设不足：**缺乏养老和医疗资格准入、机构规范、服务标准和服务监督机构等相关制度，专业人员储备和信息系统建设不足，导致长期护理险试点服务存在主体模糊、服务标准不清晰、核心功能保障不足等问题。

图 42：中国成年人对护理长期规划态度


资料来源：《2018-2019 中国长期护理调研报告》，信达证券研发中心

图 43：ADL 失能程度的增加伴随着独立生活能力的退化


资料来源：《2018-2019 中国长期护理调研报告》，信达证券研发中心

商业长期护理险发展解决方案关键在于合理设置触发条件和给付标准。目前商业长期护理险发展的核心是触发条件设计，即用伤残和疾病拟合护理责任，降低市场教育、理赔鉴定和精算定价的难度。我国的商业长期护理险已经逐渐从借鉴美国护理险以“六项不能完成三项或者严重智力障碍”作为保障条件的长护险，**进化到可拟合失能失智状态的以重大疾病作为触发条件的重疾型长护险**，再发展到护理定义由传统失能失智扩展到更多功能损失状态的重疾型长护险，在功能的不断明晰和创新下，不断开发出适合中国国情的商业长期护理险。

表 16：护理险形态及护理状态鉴定示例

产品名称	保险责任	鉴定	赔付	护理状态描述
平安人寿附加御享照护	轻度失能护理保险金	75 周岁后，因意外伤害或因疾病导致日常生活能力障碍、引发护理需要且至少连续 180 天达到本附加险合同约定的轻度失能状态	确定进入轻度失能护理状态给付 50%基本保额，并在下月初开始每月给付 50 基本保额，最多 12 月	无法独立完成一项或以上六项基本日常生活活动：穿衣、移动、行动、如厕、进食、洗澡
	一次性护理保险金	因意外伤害或约定的“特定疾病或疾病状态”导致日常生活能力障碍、引发护理需要且至少连续 180 天达到本合同约定的失能失智护理状态。 特定疾病：特定脑中风后遗症、特定慢性肾衰竭等 12 种	主附险已交保费*已交年度数	至少达到失能或者失智其中一种：1) 失能：无法独立完成三项或三项以上。六项基本日常生活活动：穿衣、移动、行动、如厕、进食、洗澡 2) 失智：同时满足 3 项：严重智能减退、清醒意识下的三项分辨障碍至少达到两项、日常生活必须持续受到他人监护
	长期失能失智保险金		每月按照基本保险金额给付，最高给付 36/60/120 个月（可选）	
	额外长期意外护理保险金	75 周岁前，因遭受意外伤害事故导致日常生活能力障碍、引发需要护理需要且至少连续 180 日达到本附加险合同约定的失能失智状态	每月按照基本保险金额给付，最高给付 36/60/120 个月（可选）	
昆仑健康优享安康 A 款	一次性护理保险金	因遭受意外伤害事故，自事故发生之日起 180 内（含第 180 日）以此事故为直接且单独原因造成《人身保险伤残评定标准及代码》所列伤残类别的 1 级、2 级或 3 级伤残，导致日常生活能力障碍、引发护理需要且达到本合同所约定的护理状态，或由本公司指定或认可的医院的专科医生确诊初次发生本合同所列的特定疾病，导致日常生活能力障碍、引发护理需要且达到本合同约定的护理状态。 特定疾病：严重脑中风、严重阿尔茨海默病等 16 种	累计已交保费	至少达到失能或严重认知障碍其中一种：1) 失能：无法独立完成三项或三项以上。六项基本日常生活活动：穿衣、移动、行动、如厕、进食、洗澡 2) 严重认知障碍：同时满足 3 项：严重智能减退、清醒意识下的三项分辨障碍至少达到两项、日常生活必须持续受到他人监护
	长期护理保险金		每月按照基本保险金额给付，最高给付 36 个月	
	意外长期护理保险金			
	豁免保险费		豁免本合同剩余保费	
昆仑健康乐享传家终身护理	长期护理保险金	在年满 18 周岁的首个保单周年日之前丧失日常生活能力且持续至观察期结束（观察期结束时被保险人未满 6 周岁，且应持续至被保险人年满 6 周岁之日）	Max（累计已交保费，现金价值）	1) 丧失日常生活能力：被保险人经医院或本公司认可的鉴定机构诊断确定丧失独立完成六项基本日常生活中的三项或三项以上活动能力 2) 六项基本日常生活活动：穿衣、移动、行动、如厕、进食、洗澡
		在年满 18 周岁的首个保单周年日之后且在交费期满日之前丧失日常生活能力且持续至观察期结束（观察期结束时被保险人未满 6 周岁，且应持续至被保险人年满 6 周岁之日）	Max(累计已交保费*特定比例，现金价值)	
		在年满 18 周岁的首个保单周年日之后且在交费期满日之后丧失日常生活能力且持续至观察期结束（观察期结束时被保险人未满 6 周岁，且应持续至被保险人年满 6 周岁之日）	Max(累计已交保费*特定比例，现金价值，有效保额)	

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

护理险产品开发需要融入更多护理服务。未来护理险产品搭配护理服务不足的痛点将显得越发突出，其主要原因是一方面受制于护理险定义和鉴定标准的不完善，难以对产品要求的护理状态进行权威鉴定，同时护理服务机构发展不成熟，在实际产品运作中，保险公司难以找到可以长期稳定合作的品质护理机构服务合作方。未来护理险产品将和更多的商业护理机构进行合作进行协同发展，完善商业护理险服务和保障责任的搭配。

➤ 未来健康险分险种保费规模测算

2020 年 1 月，银保监会等 13 个部门联合发布的《关于促进社会领域商业保险发展的意见》指出，力争到 2025 年，商业健康险保费市场规模超过 2 万亿。根据银保监会设定的目标，在 2021 年健康险保费收入 8447 亿元的基础上，未来健康险保费收入期望年化复合增速将达到 24%，另外近年来医疗险占比逐渐提高，占比从 2016 年的 28%提升到了 2019 年的 35%，而重疾险为代表的疾病险占比则在 2019 年降低到 64%。

考虑到：1) 随着中高端医疗险、长期医疗险和非标人群可投保的医疗险将进一步发展 2) 重疾险因为重大疾病

修订“炒停售”和代理人大幅脱落等原因，未来医疗险在健康险中的比重将进一步提升，我们测算如下：

- 以 2021 年为基准，疾病险、医疗险、护理险的保费占比分别为 60%、39%和 1%；
- 2021-2025 年疾病险、医疗险、护理险的保费 CAGR 分别为 20%、30%和 20%，健康险总的保费增速达到 24%，从而在 2025 年商业健康险规模达到 20094 亿元，达到银保监会对于未来商业健康险市场规模的预期。

表 17：2021-2025 年商业健康险规模分险种测算（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
疾病险	5068	6082	7298	8758	10509
医疗险	3294	4283	5567	7238	9409
护理险及其他	84	101	122	146	175
健康险保费总收入	8447	10466	12987	16141	20094

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

基于真实需求的产品创新未来能真正激发目标群体的购买动力，这也是未来商业健康险整体规模增长的最坚实基础。我们认为，重疾险、医疗险和护理险产品的创新和结构调整能真正带动后重疾时代健康险规模的持续增长，预计到 2025 年健康险保费总规模达到 2 万亿元，并且其中重疾险的占比下降至约 50%，医疗险和护理险的比重有望得到显著提升。

➤ 未来健康险分险种新业务价值测算

基于以上健康险行业总规模，并结合前述不同险种的新业务价值率情况，我们分别测算不同险种未来为行业贡献的新业务价值。另外，由于期末 EV 的增长主要来自于当年度的 NBV 贡献和营运经验差异的影响，其中营运经验的偏差也主要受到当年度新业务增速的影响，因此当年新业务价值增长是提振期末 EV 和 ROEV 的关键。

- 新业务价值的测算需要基于新单保费，而当年度的保费规模则包含了新单保费和续期保费。我们参考平安个险渠道新单业务保费占比个险渠道总保费的比例，设置 25%为新单保费占比当年总保费的比例进行测算；
- 综合考虑不同险种的 NBVM 普遍情况和产品创新带来的价值提升，我们分别设定疾病险、医疗险、护理险及其他的 NBVM 为 100%、30%、80%。
- 我们选取行业“老四家”（国寿、平安、太保和新华）2021 年的 NBV 和 EV 进行参考，说明未来商业健康险的 NBV 和 EV 贡献。

表 18：2021-2025 年商业健康险新业务价值分险种测算（单位：亿元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
疾病险	1,267	1,520	1,825	2,189	2,627
医疗险	247	321	418	543	706
护理险及其他	17	20	24	29	35
健康险新业务价值	1,531	1,862	2,266	2,761	3,368
新业务价值增速	/	22%	22%	22%	22%
老四家 2021NBV			1020		
NBV 贡献	150%	183%	222%	271%	330%
老四家 2021EV			28366		
EV 贡献	5.4%	6.6%	8.0%	9.7%	11.9%

资料来源：信达证券研发中心

在产品创新驱动下，行业健康险新业务价值 CAGR 预计未来五年有望达到约 22%，至 2025 年健康险新业务价值有望达 3368 亿元，整体 NBVM 有望达 67%。预计到 2025 年商业健康险整体市场将带来的 NBV 为 2021 年老四家 NBV 的 3.3 倍，EV 的贡献有望达到 11.9%。

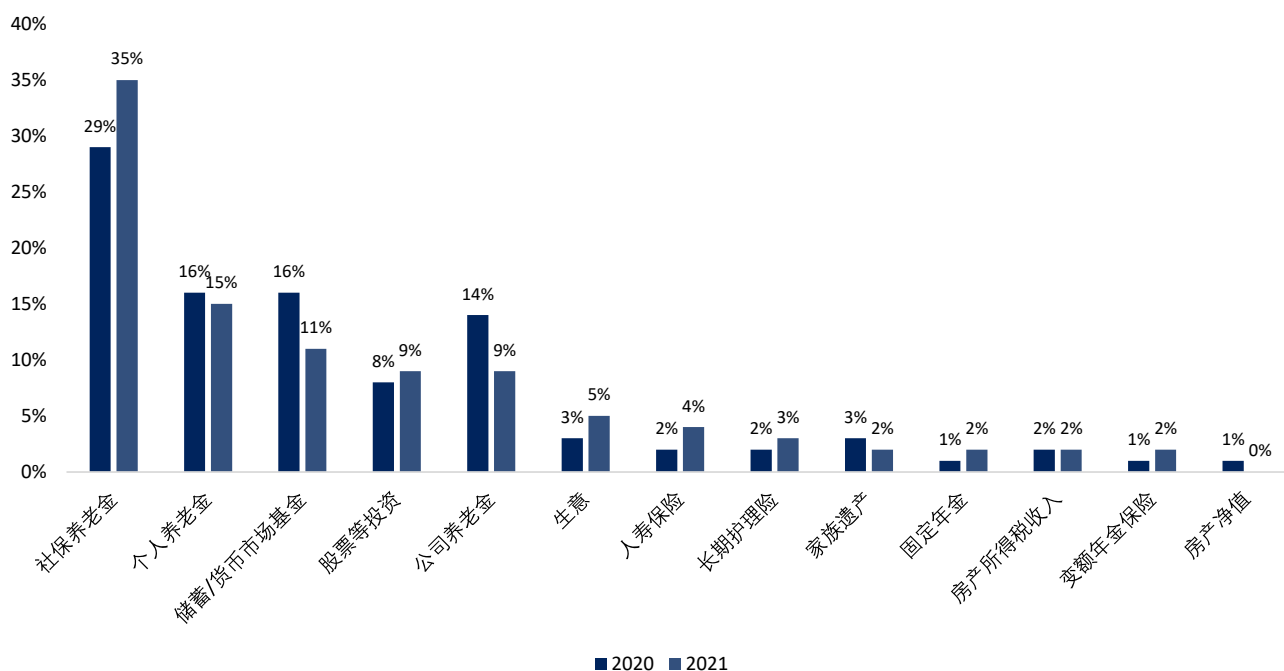
结构上，重疾险未来仍为新业务价值最高的险种，但预计其占比将有所下降，将从 2021 年的 83%到 2025 年降至 78%，而其中医疗险贡献的新业务价值占比将有所提升。

三、储蓄型产品：抵御利率下行和资产配置带来新需求

3.1 居民资产逐步向金融资产转移，储蓄型产品迎来更大发展机遇

在居民财富总量持续增长、资产保值需求不断提升、资管新规打破刚性兑付和长期利率下行的背景下，中产阶级以上人群财富保值和增值需求日益迫切，长期养老年金的配置仍未完全挖掘。根据《中国国家资产负债表 2020》，中国近 20 年来社会净财富增速高于名义 GDP 增速，中国社会净财富相对 GDP 更高速地增长。根据银保监会的数据，截止 2020 年我国仅有 1/5 的人拥有长期寿险保单，与发达国家差距较大，产品数量虽然不少，但是产品的形态较为单一，同质化产品较多，产品本身吸引力也不够，与居民进行财富管理的需求仍有较大差距。

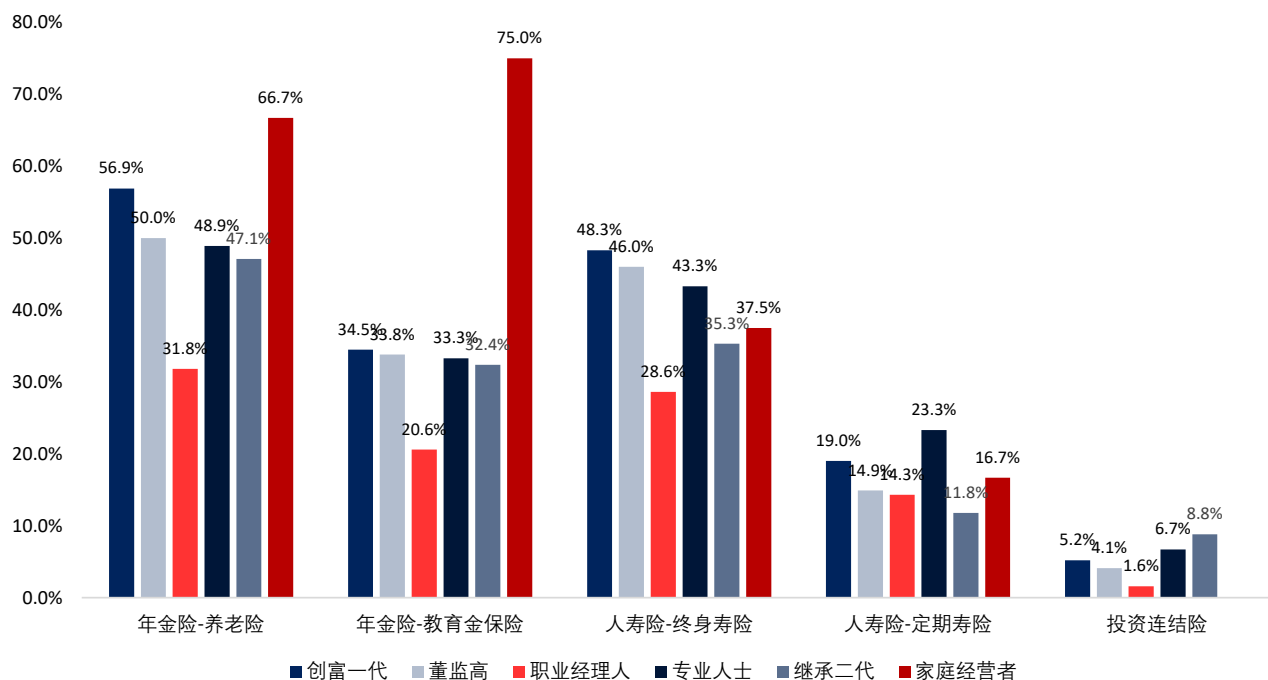
图 44：中国居民整体对于退休后取得预期收入的信心下降



资料来源：《2021 中国居民退休准备指数调研报告》，信达证券研发中心

3.2 在利率下行的环境下，长期储蓄类产品是兼顾风险和收益的金融工具

长期利率下行、安全资产减少，投资者对兼顾风险和收益的金融工具需求上升。长期储蓄型产品如增额终身寿险等凭借“锁定利息”的稳健特性受到市场追捧，为保司在困难环境下提供了业绩支撑。另外，终身年金、增额终身寿产品等长期储蓄产品与长期护理保险提供的风险保障功能进行互补，有助于发挥资产增值和保险杠杆的双重作用。

图 45：养老、教育和财富安全传承是高净值人群重点关注的领域


资料来源：《2021 年中国高净值人群健康投资白皮书》，信达证券研发中心

从长期空间来看，招商银行《2021 中国私人财富报告》显示中国个人可投资资产总额达 241 万亿人民币，可投资 1000 万人民币以上的中国高净值人群数量达 262 万人。预计 2021 年底中国的高净值人群数量接近 300 万人，其可投资资产总规模将达约 96 万亿元。当前保险（寿险）在个人持有的可投资资产总体规模中相对较低，相比于现金及存款、投资性不动产、资本市场产品（股票、基金）、银行理财等产品仍有较大的提升空间。2018 年以来保险资产配置增速先扬后抑，在权益市场剧烈波动、外部宏观环境不确定性程度加深的情况下，年金类保险产品有望在财富传承、养老及健康保障等领域更加收到高净值人群的青睐，获得更多的财富配置。

3.3 增额终身寿：长期锁息的现金流规划工具

增额终身寿产品是一款以人的生命为保障标的，为被保险人提供身故保障和生存利益的寿险产品，本质是满足“长期锁定利率”的灵活现金流规划工具。增额终身寿的现金价值会以约定的预定利率进行终身复利增长，同时账户价值会在现金价值的规定中写明从而保证产品的确定性，同时大部分的终身售产品都支持灵活的减保领取，为客户提供灵活的现金流管理功能。

在理财产品刚性兑付打破、无风险利率下行和权益市场波动加大的背景下，各大银行纷纷调低大额存单利率，而具有“长期锁定利率”的增额终身寿自投保之日起就确定了保单持有 30 年以上年化可达 3%-3.5% 的终身复利收益。相对于市场上部分保底利率在 1.75%-3% 之间、实际结算利率在 3.8%-5.2% 之间的万能账户，增额终身寿凭借其确定的、明确载入合同的利益，在与“快返年金+万能账户”等组合的竞争中脱颖而出。

另外，2019 年银保监会下调了长期年金保险产品的预定利率上限，由之前的 4.025% 降低为 3.5%，随后市面上 4.025% 长期年金险的陆续停售、新开发长期年金产品的收益率出现进一步下调，以 3.5% 预定利率定价且实际 IRR 接近 3.5% 的增额终身寿险优势逐渐凸显。

表 19：各大险企增额终身寿产品形态对比

保险公司	太平人寿	平安人寿	中国人寿	太平洋人寿	新华保险
保险产品	岁悦添富	盛世金越	臻享传家	长相伴（庆典版）	荣华世家
投保年龄	28 天-70 周岁	0-75 周岁	28 天-70 周岁	30 天-70 周岁	30 天-70 周岁
缴费方式	趸交/5/10/20 年交	趸交/3/5/10/15/20 年交	趸交/3/5/10/15/20/30 年交	趸交/3/5/10/15/20 年交	趸交/3/5/10 年交
增额比例	3.5%	3.5%	3.0%	3.5%	3.3%
身故全残赔付	18 岁前：Max（已交保费，现金价值）				

18 岁后且在缴费期内：Max（已交保费*给付比例，现金价值）
 18 岁后且缴费期外：Max（已交保费*给付比例，现金价值，有效保额）
 给付比例（到达年龄）：
 18-40 岁：160%
 41-60 岁：140%
 61 岁及以上：120%

加保	/	/	/	/	/
减保	支持	支持	支持	支持	支持
保单贷款	最高可贷现金价值 80%，不超过 6 个月				
特色权益	年金转换	双被保险人	年金转换，可附加投 保人豁免	年金转换	/

来源：各公司官网，信达证券研发中心

现金价值支取灵活，可用作多种用途。大多数增额终身寿产品在缴费期结束后，现金价值就可以回本，这意味着客户可以以“减保”的名义，从保单中部分领取现金价值，用作教育金、养老金等各种现金流用途。由于初始保额比较低，所以保障成本也比较低，因此增额终身寿的现金价值较高。随着保额的复利递增，现金价值也会相应递增。客户可以通过部分减保的方式，获取相应的现金价值，从而赋予了增额终身寿“储蓄+现金流规划”的功能。

表 20：增额终身寿持有 40 年基本可达 3%IRR

产品简称	太平岁悦添富	平安盛世金越	国寿臻享传家	太保长相伴 (庆典版)	新华荣华世家
持有 20 年	2.61%	2.66%	2.27%	2.6%	3.22%
持有 30 年	2.97%	3%	2.77%	2.96%	3.32%
持有 40 年	3.12%	3.14%	2.98%	3.12%	3.34%

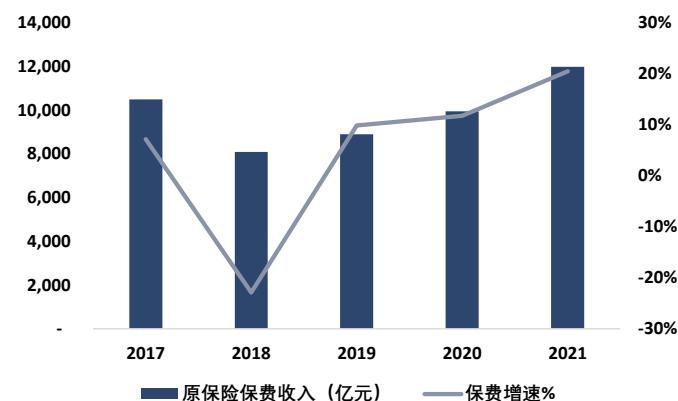
资料来源：保险师 APP，信达证券研发中心

规模和新业务价值承压背景下，增额终身寿贡献规模增量。在长期储蓄需求不断提升的背景下，2021 年以来各大保司纷纷将增额终身寿作为新增主力产品进行销售，受益于保障期限较长、收益确定且领取灵活，增额终身寿产品逐渐受到市场的欢迎。尤其在银保渠道，增额终身寿产品已经成为银保渠道的绝对主力产品，保费收入占比进一步提升。增额终身寿产品业绩的快速增长也带动了银保业务的发展，中国保险行业协会发布的《2021 年银行保险代理渠道业务发展报告》显示，**2021 年人身险公司银保业务全年累计实现原保费收入 11990.99 亿元，同比增长 18.63%，连续四年获得正增长，这其中增额终身寿产品贡献巨大，凭借资金灵活度高、用途多样的功能使其在竞争中脱颖而出，占据了期交产品年度销量前十中的七席。**

表 21：人身险公司银保业务年销量前十产品列表

期交产品	趸交产品
年年好邮保一生 A 款终身寿险	财富宝两全（分红型，鑫享版）
南山松（鑫享版）终身寿险	盛泰两全保险（万能型）
久安 21 终身寿险	聚源宝两全保险（分红型）
鑫禧保年金保险（尊享版）	如意福两全保险（分红型）
臻鑫倍致终身寿险	福添利两全保险（分红型）
传家福终身寿险（尊享版）	鑫安两全保险（分红型）（C 款）
挚爱人生终身寿险	赢家人生终身寿险
喜盈门（升级版）年金保险	龙生鸿瑞 3 号两全保险（分红型）
乐盈一生终身寿险	长盈五号两全保险（万能型）
岁岁红两全保险	利泰两全保险（万能型）

资料来源：《2021 年银行代理渠道业务发展报告》，信达证券研发中心

图 46: 增额终身寿带动银保业务原保费增长


资料来源:《2021 年银行代理渠道业务发展报告》, 信达证券研发中心

作为短期内的爆款产品,我们需理性看待增额终身寿的“利差损”和“长险短做”风险。虽然增额终身寿的预定利率通常是 3.5%,给客户的实际收益率也不会超过 3.5%,但从保险公司的角度来看,如果把前期的一系列费用成本考虑进去,最初几年的实际成本也将在 5%以上,给投资端带来挑战,在长期利率下行背景下保险公司长期面临“利差损风险”。

增额终身寿作为一款保险期间为“终身”的保险产品,早期现金价值增长较快,领取太灵活,因此会产生“长险短做”的风险。目前很多增额终身寿为了实现“现金流规划”,主打“早期可以灵活提取”的功能。而过去银保监会的通报中反复提到,相关产品“可灵活减保、且无比例限制,存在长险短做风险”,增额终身寿产品本身其实正面临着监管严格的监控,因此未来在产品精算管理、产品设计等方面面临潜在的监管风险。

3.4 养老年金产品:政策加持下的供给和需求共振

个人养老金制度推出,助推个人财富向养老资金转移。2022 年 4 月 20 日,国务院办公厅正式印发《关于推动个人养老金发展的意见》,从制度层面对养老第三制度进行了框架性的规划,对个人养老金的运作模式、缴费上限、税优政策以及账户制度和领取方式等内容进行了制度层的明确。对于险企而言,关键是能够利用好自身的长期资产管理优势,在第三支柱养老专属产品的参与者中占据竞争优势。从产品类型角度看,我国主要商业养老保险产品,包括分红型、万能型、传统型等,分别对应不同的风险偏好。从 2020 年以来年金产品的开发已经愈发注重养老责任的开发,根据《2021 中国人身险产品研究报告》的统计,相比 2019 年,除养老金外,其他责任的占比均有所下降,这说明了在老龄化的背景下更多的年金产品形态往养老金倾斜,产品形态愈发清晰和集中。

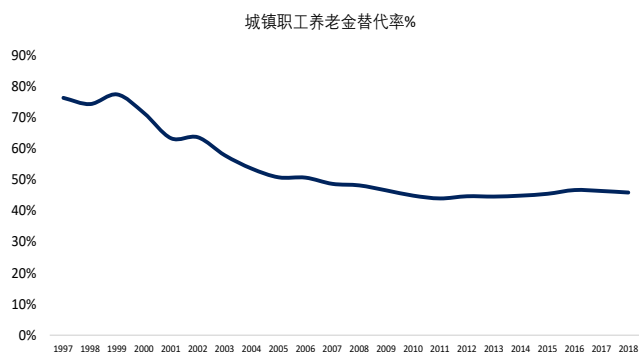
表 22: 年金保险责任变化统计

保险责任	2019 年产品比例	2020 年产品比例	变化趋势
普通年金	77%	66%	↓
教育金	8%	3%	↓
养老金	30%	36%	↑
特定生存金	51%	34%	↓

资料来源:《2021 中国人身险产品研究报告》, 信达证券研发中心

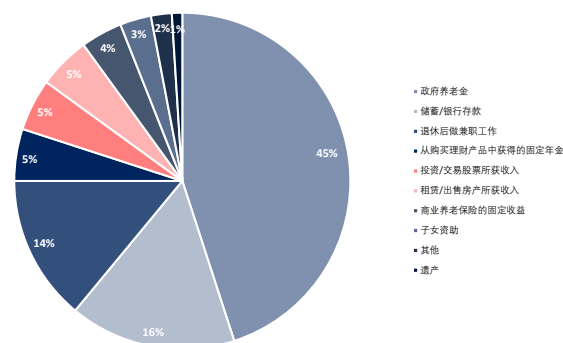
银保监会:第三支柱建设就是将商业养老保险纳入到第三支柱建设。第三支柱个人养老金就是指个人用于购买养老保险产品所积累的基金,里面包括商业养老保险,所以商业养老保险是个人养老金的重要组成部分。个人购买商业养老保险可以实现养老资金的稳健增值和终身领取,有效化解投资风险和长寿风险。将商业养老保险纳入养老保障三支柱统一规范,有利于发挥其长期性、安全性和收益性的特点,建立更为科学合理的规范标准,进一步提升第三支柱的保障水平。

图 47：城镇职工基本养老保险替代率走低



资料来源：人社部，信达证券研发中心

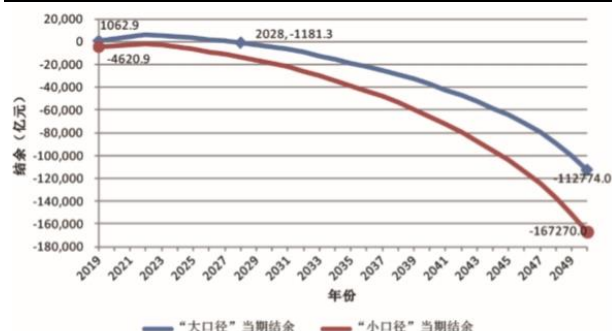
图 48：养老收入来源调查分布



资料来源：《2021 中国养老前景调查报告》，信达证券研发中心

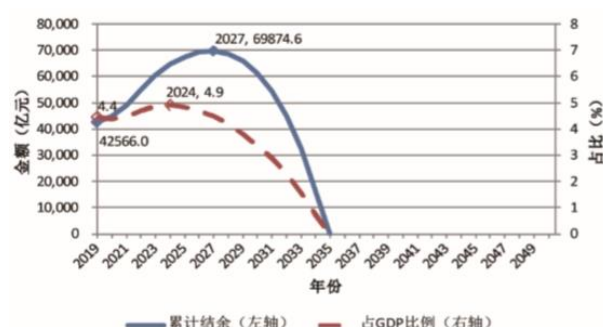
养老金替代率背景下居民长期储蓄需求不断提升。随着我国加速进入老龄化社会，养老资金储备不足的问题日益严峻，在政策倡导发展壮大养老保险第三支柱的背景下，科学、专业地进行养老财富积累和规划已经成为民众普遍需求。2019 年 4 月，中国社科院发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》指出，随着养老保险单位缴费比例和社保缴费基数基数的下调，未来几年养老金难以维持当前上涨速度。根据中国保险行业协会发布的《中国养老金第三支柱研究报告》，未来 5-10 年中国预计有 8 万亿至 10 万亿养老缺口，并随着新生儿的减少而不断扩大。未来基本养老金缺口将进一步扩大，以养老金产品为代表的养老储蓄产品有望成为未来长期储蓄型产品的最大增量。

图 49：全国企业职工基本养老保险基金当期结余预测



资料来源：《中国养老金精算报告 2019-2050》，信达证券研发中心

图 50：全国企业职工基本养老保险基金累计结余预测



资料来源：《中国养老金精算报告 2019-2050》，信达证券研发中心

锁定长期确定利益，构筑稳健养老财富规划

长期储蓄型产品可以满足客户巩固自身养老财富体系的稳健性、功能性和灵活性等多维度需求，满足青年、中年和老年人在不同生命阶段的财富规划需求。1) 更多客户趋向于提供长期可锁定的确定利益，以给付确定额度的年金和满期金帮助客户应对宏观环境不确定所可能造成的风险，为家庭构建持续稳妥的养老财富体系。2) 保单现金价值的逐年累积让客户保单的现金价值能够逐渐与已交保费持平，为后续现金流安排提供了更大灵活度，积极灵活地应对子女教育、创业和财富规划的多元需求。3) 年金险强制性储蓄的产品属性，客户可以根据自身情况自由选择不同的付费年限、保险期间和领取年龄，并获得终身保障。

3.5 商业养老年金规模及价值贡献测算

截止到 2021 年末我国境内住户储蓄存款余额约 100 万亿元人民币，我们在此基础上通过假设第三支柱转化率、养老年金占比和期交年份（10 年），并对比老四家上市险企（国寿、平安、太保和新华）的 NBV 和 EV 数据，分别说明未来 10 年（至 2031 年）在悲观、中观和乐观情形下养老年金产品可以贡献的增量。我们假设在悲观、中观和乐观情形下：

➤ 第三支柱转化率分别为 8%、10%和 15%；

- 商业养老年金在第三支柱中的占比分别为 12%、15%和 20%；
- 假设平均为 10 年期交（至 2031 年底），新业务价值率分别为 40%、45%和 50%。

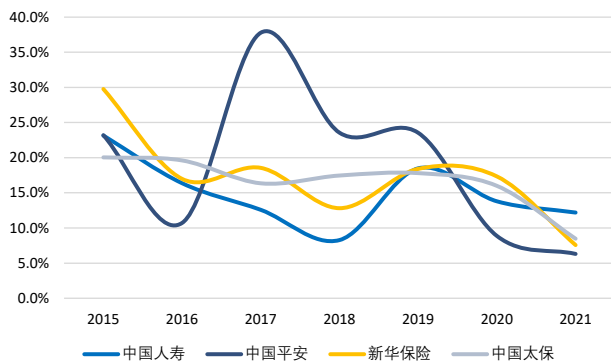
表 23：商业养老年金规模及价值贡献测算（单位：亿元）

	计算方式	悲观	中性	乐观
居民存款	A	1,000,000	1,000,000	1,000,000
第三支柱转化率	B	8%	10%	15%
第三支柱规模	C=A*B	80,000	100,000	150,000
商业养老年金占比	D	12%	15%	20%
商业养老年金规模	E=C*D	9,600	15,000	30,000
平均新单（假设平均 10 年交）	F=E/10	960	1,500	3,000
新业务价值率	G	40%	45%	50%
新业务价值	H=F*G	384	675	1,500
老四家 2021NBV	I	1020	1020	1020
NBV 贡献	J=H/I	38%	66%	147%
老四家 2021EV	K	28,366	28,366	28,366
EV 贡献	L=H/K	1.35%	2.38%	5.29%

资料来源：信达证券研发中心

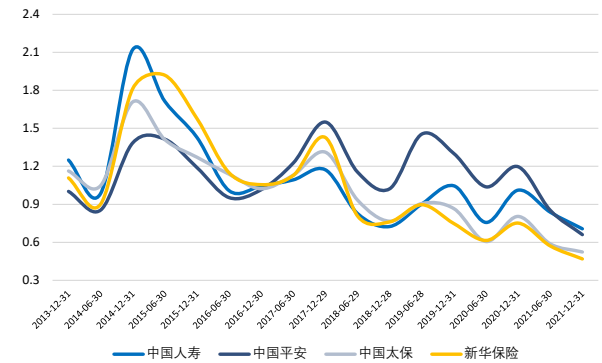
我们测算得出，中性情形下，2031 年商业养老金规模可达 1.5 万亿元，贡献 NBV 接近 2021 年上市险企（国寿、平安、太保、新华）NBV 的 0.66 倍，对 EV 的贡献为 2.38%。

图 51：A 股上市险企 EV 增长率



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 52：A 股上市险企历史 PEV 估值



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

四、投资建议

近年来代理人队伍脱落、重疾险销售下滑以及复杂多变的宏观形势等多种因素叠加导致险企负债端承压。短期内增额终身寿等产品虽然贡献了保费规模，弥补了重疾险下滑带来的部分影响，但其贡献的价值有限，同时面临较大的监管风险。长期来看，行业仍需要真正回归保障本源，根据客户需求逐渐进行产品的创新和结构调整。我们预计伴随着人力出清和高素质代理人队伍的增长，各险企产品端以客户为中心，叠加投资端的逐渐改善，保险行业定价将迎来重估。当前股价（以 2022 年 7 月 13 日收盘价计）对应主要上市险企 PEV 估值分别为：平安 0.59，国寿 0.68，太保 0.41 和新华 0.37，均处于近三年的低位区域。我们建议关注拥有最多存量客户且寿险改革推进靠前的中国平安，以及践行高质量代理人发展和高端战略实践较为彻底的友邦保险。

五、风险因素

宏观经济下行；险企改革不及预期；养老第三支柱政策落地不及预期

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

张凯峰，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。