

保险 II 行业深度报告

中国人身险产品变迁历史与未来展望系列报告（三）

增持（维持）

2025 年 07 月 29 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

投资要点

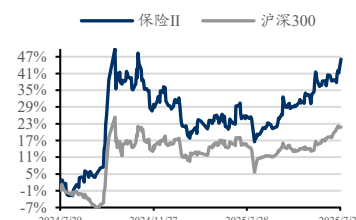
■ 在外部环境不断变化中，我国人身险产品已处于关键发展阶段。1）我国人身险历史上曾多次发生过因为市场利率的变化导致主流人身险产品变更的情况：①1996-1999 年期间，人身险预定利率上限由 6.5%降至 2.5%。受低预定利率影响，传统保障型寿险产品价格高企难以吸引客户，险企为了应对销售困难的局面，先后开发投连型、分红型、万能型等具备投资属性的新型产品以提高人身险产品吸引力。②受市场利率回暖影响，2013 年普通型人身险预定利率提升至 3.5%，这使得健康险产品定价出现下降空间，叠加环境变化和政策支持，导致之后重疾险一跃成为该时间段最重要的人身险产品。2）从海外市场人身险转型经验看，①参考日本经验，在日本险企经历利率下行时，开始向死差转型，于是人身险产品由传统储蓄类产品转向保障类产品。②参考美国经验，费差同样也可弥补利差的缩窄。在 21 世纪初美国利率快速下降的阶段，美国人身险行业负债结构中独立账户的占比由 2002 年的 28%快速提高至 2007 年的 38%，这说明美国险企在利率下行时期通过销售投资连结险、变额年金等由客户承担利差风险的产品向客户转移负债成本，险企则由利差益转向费差益。③险企利差来源于投资收益率与定价利率间的差异，在投资收益率下行期间，降低定价利率同样也可以维持住利差，但是与之相对的是降低定价利率会使得保费上涨，会对产品销售造成负面影响。3）我国人身险虽已度过快速发展期，但保险密度、深度距世界平均水平仍有很大差距，行业发展空间依旧充足。

■ 险企转向死差、费差要收益，以健康险为代表的保障型产品发展空间广阔。1）定期寿险杠杆率高，极具性价比，在经济环境承压的当下，既能满足客户高杠杆率需求又能为险企提供死差益。2）从日本经验来看，医疗险作为典型的死差产品能有效的缓解险企利差损压力。我们认为，国内现在正处于公立医疗体系改革关键期，居民对商业医疗险需求被打开，险企可借助政策东风，构建“低端医疗（惠民保、百万医疗）”+“中端医疗”+“高端医疗”所组成的多方位产品矩阵，以满足不同客群的不同医疗需求。3）重疾险发展已至瓶颈，产品设计需做出针对性调整。可借鉴南非重大疾病保险组合型模式，提升重疾险产品性价比；或可拓展承保人群，开发承保率较低的次标体人群。4）国家支持政策不断加码，老龄化人群为长护险、失能险发展带来需求基础。5）学习美国经验，在利率下行时期加大投连险销售能提升险企费差。

■ 继续维持利差空间，浮动收益型产品能进一步降低险企负债成本。1）险企的利差主要来自于实际投资收益率与定价利率间的差异，如果实际投资收益率持续下行，那么险企转型更低定价利率的浮动收益型产品也是维持利差空间的可行方法。2）契合客户多元需求，增额终身寿险仍极具发展前景。为应对利差损风险，维持利差空间，险企可由传统型增额寿转为分红型增额寿。3）专属商业养老险在设计上属于浮动收益型的万能险，同样能帮助险企降低负债成本，提升利差空间。且专属商业养老险属于个人养老年金保险产品，客户可享受一年 12000 元的免税政策，对客户有较强吸引力。

■ 风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

行业走势



相关研究

《保险行业 6 月月报：Q2 寿险保费增长强劲，财险业务保持稳健》

2025-07-27

《预定利率迎来再下调，看好寿险负债成本持续改善》

2025-07-26

内容目录

1. 在外部环境不断变化中，我国人身险产品已处于关键发展阶段	4
1.1. 长端利率中枢下行已成为当下人身险公司的最大风险，产品转型是险企负债端的破局之路	4
1.2. 借鉴海外市场人身险产品转型经验，转型死差、费差或维持利差均是可行之道	5
1.3. 我国人身险虽已度过快速发展期，但保险密度、深度距世界平均水平仍有很大差距，行业发展空间依旧充足	6
2. 险企转向死差、费差要收益，以健康险为代表的保障型产品发展空间广阔	8
2.1. 定期寿险：高性价比产品或将迎来新发展机遇	8
2.2. 医疗险：构建多险种、多方位保障的医疗险产品矩阵	10
2.2.1. "保险+科技+服务"促进医疗险创新发展，长期医疗险将成为未来发展主流	10
2.2.2. 惠民保是医疗险普惠性的重要发展产品	11
2.2.3. 多方位医疗需求急剧提升，中端医疗成为新的蓝海市场	12
2.3. 重疾险：需突破固定模式，实现多样化供给体系	13
2.4. 国家政策不断加码支持长护险、失能险发展，老龄化人群将带来需求基础	15
2.5. 投连险：能帮助险企提升费差空间	17
3. 继续维持利差空间，浮动收益型产品能进一步降低险企负债成本	18
3.1. 分红险分红实现率、万能险结算利率能够随市场收益率下行而下调，保证了险企的利差空间	18
3.2. 契合客户多元需求，分红型增额终身寿险仍极具发展前景	19
3.3. 受益于养老年金持有期较长的特点，分红型养老年金或迎新的发展机遇	20
3.4. 专属商业养老险有望进一步催化年金险市场发展	20
4. 风险提示	21

图表目录

图 1: 1993-1999 中国一年期整存整取存款利率与人身险预定利率变动情况4

图 2: 中国十年期国债收益率持续下行 (%)5

图 3: 保险公司“三差”示意5

图 4: 保险公司利润影响因素分析6

图 5: 2010-2024 年中国人身险原保险保费收入7

图 6: 2010-2022 年中国人身险业保费收入及占全球市场份额7

图 7: 2010-2022 年中国、EMEA 发达国家及全球人身险密度 (美元/人)8

图 8: 2010-2022 年中国、EMEA 发达国家及全球人身险深度8

图 9: 我国个人住房贷款余额仍处于高位 (亿元)9

图 10: 保险公司及保险科技公司在产业链中与上下游相关企业协调10

图 11: 商业医疗险产品矩阵图13

图 12: 2021 年重疾险保费收入开始出现下滑14

图 13: 利率下行阶段美国寿险业独立账户占比显著提升18

图 14: 部分险企分红实现率情况18

图 15: 部分险企万能险结算利率情况19

图 16: 工商银行定存利率持续走低 (%)19

表 1: 部分险企定期寿险产品9

表 2: “惠民保”与基本医保、大病医保、百万医疗产品对比11

表 3: 各险企推出部分创新重疾险产品15

表 4: 2016 年以来长期护理保险有关政策持续推进15

表 5: 传统型和分红型养老年金的区别20

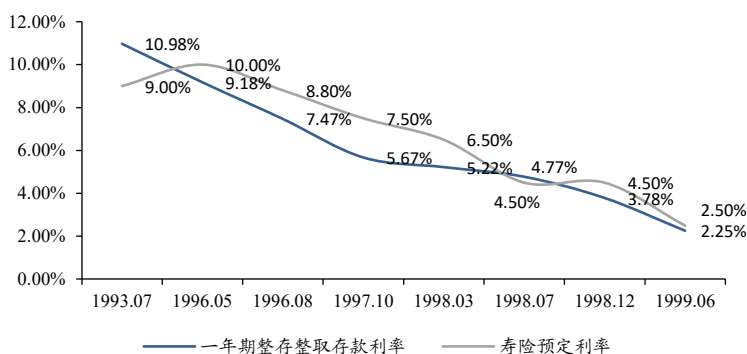
表 6: 2024 年部分专属商业养老保险结算利率20

1. 在外部环境不断变化中，我国人身险产品已处于关键发展阶段

1.1. 长端利率中枢下行已成为当下人身险公司的最大风险，产品转型是险企负债端的破局之路

根据我们 2025 年 4 月 23 日发布的《中国人身险产品变迁历史与未来展望系列报告（一）》，中国人身险历史上曾多次发生过因为市场利率的变化导致主流人身险产品变更的情况：1）1996-1999 年期间，受存款利率连续下调影响，人身险预定利率上限由 6.5% 降至 2.5%。之后受低预定利率影响，传统保障型寿险产品价格高企难以吸引客户，保险公司为了应对销售困难的局面，先后开发投连型、分红型、万能型等具备投资属性的新型产品以提高人身险产品吸引力。2）受市场利率回暖影响，2013 年普通型人身险预定利率提升至 3.5%，这使得健康险产品定价出现下降空间，叠加环境变化和政策支持，导致在 2013-2019 年间健康险保费年复合增长率达 35.9%，重疾险一跃成为该时间段最重要的人身险产品。

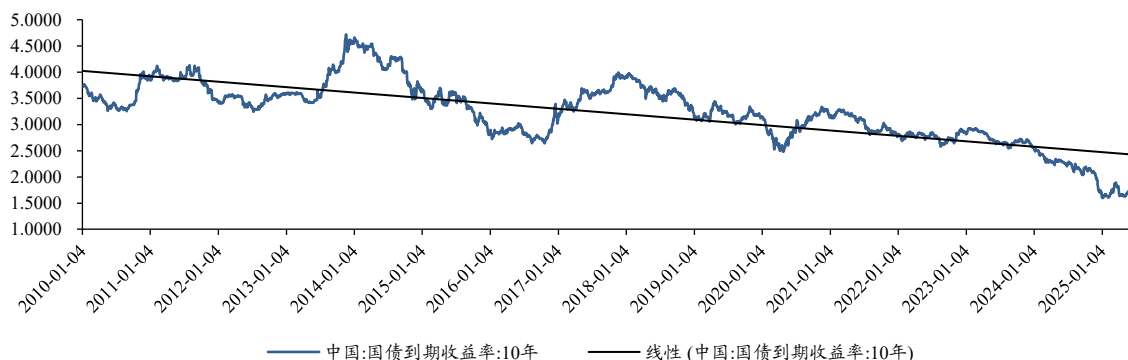
图1：1993-1999 中国一年期整存整取存款利率与人身险预定利率变动情况



数据来源：《中国寿险业当前面临的利率困境及策略选择》，东吴证券研究所

国内长端利率中枢呈下行趋势，人身险公司利差损风险集聚。1）近 10 年来，我国十年期国债收益率呈现震荡下行趋势，截至 2025 年 Q2 已下跌至 1.65% 左右。2）我们认为，虽然短期来看，利率水平可能在宏观经济改善、货币政策、资金面环境等因素影响下出现阶段性调整。但长期经济增长取决于人口、劳动生产率及其他因素，人口增速明显放缓，劳动生产率随着城镇化、全球化进程的放缓也会降低，中国经济实际 GDP 增速也会缓步下行。因此，随着经济增速逐步下台阶，未来长端利率中枢大概率会逐步下移。

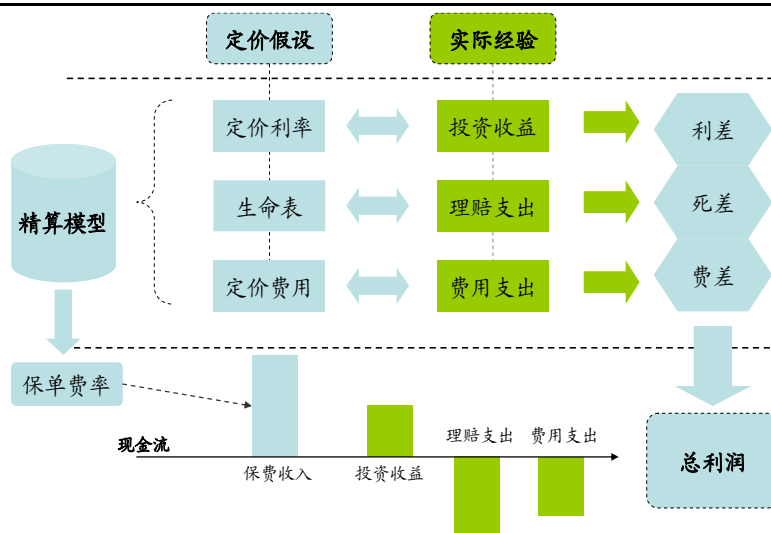
图2：中国十年期国债收益率持续下行（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

保险公司利润来源可以分为利差、死差和费差，目前存量业务中利差占比最高。利差=实际投资收益率-负债成本；死差为死差和病差的统称，指实际死亡率或发病率低于保险公司的定价假设，保险公司便有正的死差益；费差同理。与之相对的，保险公司利润影响因素主要分为三类：1）投资收益率相关，如长端债券收益率、股市投资收益、保险产品定价利率等；2）死差相关，如保费增速、产品结构与利润率等；3）费差相关，如保险公司经营效率、保险产品导向变化等。过去我国险企利润来源主要依靠利差，根据中国平安2020年数据，其新业务价值中利差贡献达到40.7%，是三差中贡献最大的部分。并且，近年来随着储蓄型业务占比的提高，我们预计利差在险企利润和新业务价值中的贡献将进一步提升。

图3：保险公司“三差”示意

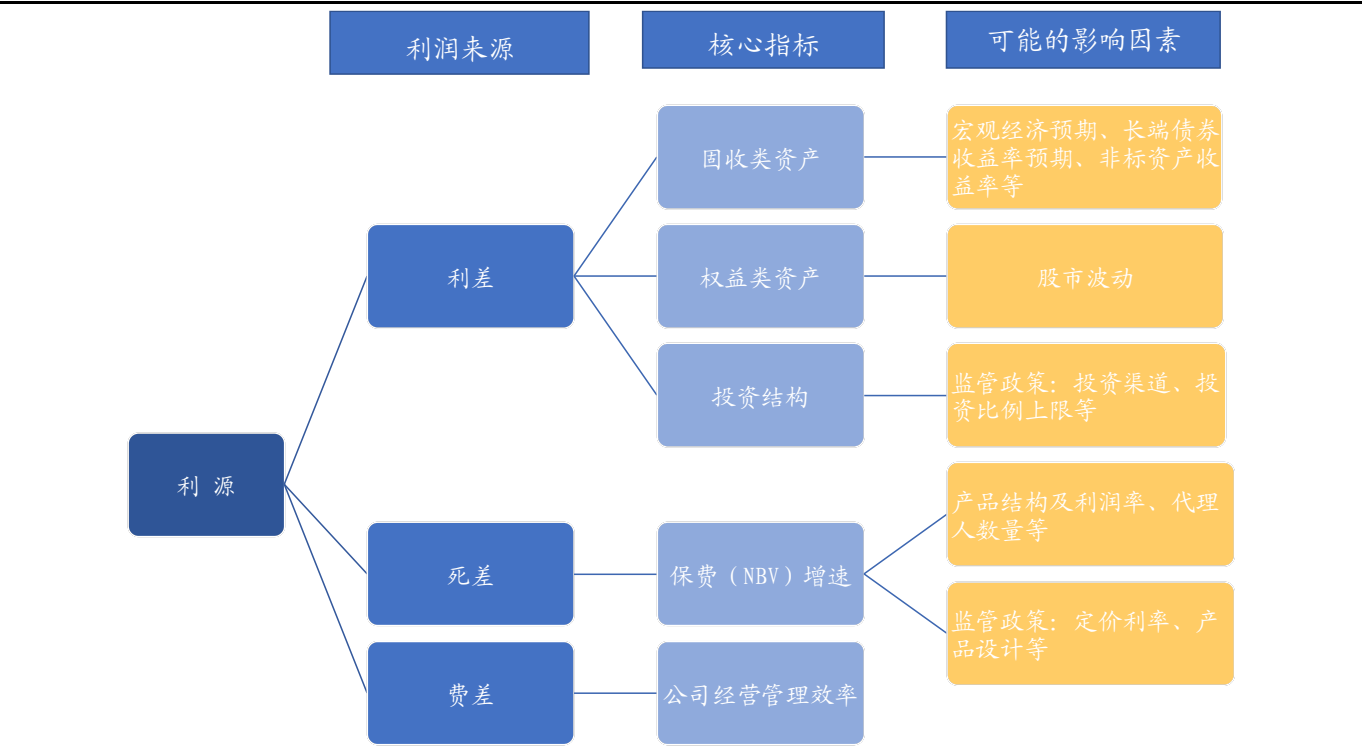


数据来源：东吴证券研究所整理

1.2. 借鉴海外市场人身险产品转型经验，转型死差、费差或维持利差均是可行之道

根据我们 2025 年 5 月 13 日发布的《中国人身险产品变迁历史与未来展望系列报告（二）》，海外人身险市场同样有过因市场利率变化而导致的产品转型阶段，有的选择通过提高死差益来弥补利差损，有的则选择将负债成本转移给客户：1）参考日本经验，在日本险企经历利率下行时，开始向死差要收益以弥补日渐微薄的利差，于是人身险产品由传统储蓄类产品转向保障类产品，21 世纪以来，日本健康险迅速发展，医疗、护理、癌症险占比持续提升。2）参考美国经验，费差同样也可弥补利差的缩窄。在 21 世纪初美国利率快速下降的阶段，美国人身险行业负债结构中独立账户的占比由 2002 年的 28% 快速提高至 2007 年的 38%，近年来一直保持在 38% 左右的水平，这说明美国险企在利率下行时期通过销售投资连结险、变额年金等由客户承担利差风险的产品向客户转移负债成本，险企则由利差益转向费差益。3）险企利差来源于投资收益率与定价利率间的差异，在投资收益率下行期间，降低定价利率同样也可以维持住利差，但是与之相对的是降低定价利率会使得保费上涨，会对产品销售造成负面影响。

图4：保险公司利润影响因素分析



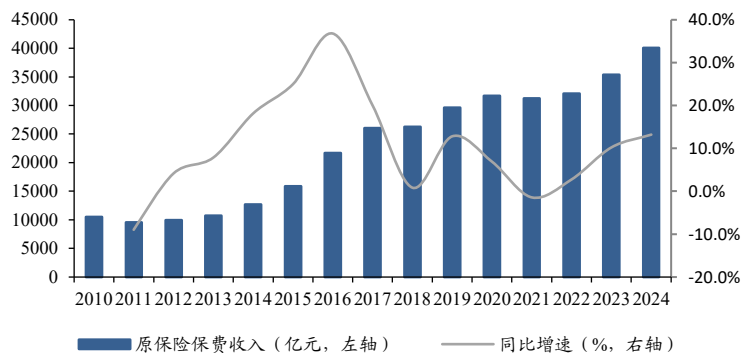
数据来源：东吴证券研究所整理

1.3. 我国人身险虽已度过快速发展期，但保险密度、深度距世界平均水平仍有很大差距，行业发展空间依旧充足

中国人身险保费收入持续攀升，但增速开始放缓。1）2010-2024 年，中国人身险保费收入从 10501 亿元提升至 40056 亿元，期间复合增速 10.0%。2）但如果分阶段看，2010-2020 年的十年间复合增速高达 11.7%，2020-2024 年复合增速仅 6.0%，可以明显看出我国人身险市场已经度过了快速增长期。3）我们认为，在行业增速放缓的阶段，

新的客户需求、险企诉求都在倒逼人身险产品发生新的改变。

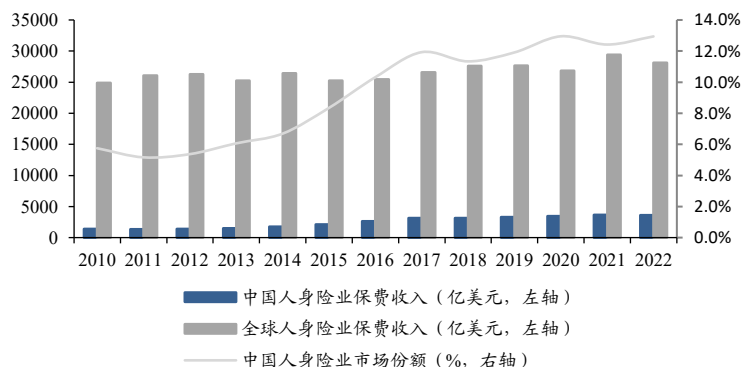
图5：2010-2024 年中国人身险原保险保费收入



数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

中国人身险占全球市场份额比例呈现明显上升趋势。2010-2022 年，中国人身险业保费收入占全球人身险业保费收入的比例从 5.8%波动提升至 13.0%，年均提升 0.6pct；2020 年时首次站上了 13.0%的台阶。

图6：2010-2022 年中国人身险业保费收入及占全球市场份额

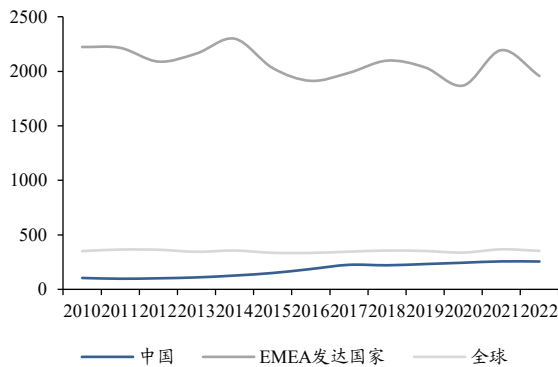


数据来源：Sigma，东吴证券研究所

中国人身险密度、深度均落后于全球市场平均水平，与 EMEA 发达国家平均水平更是差距明显。1) 2010-2022 年，中国人身险密度呈现波动上升趋势，从 2010 年的 106 美元/人提升至 2022 年的 255 美元/人，期间复合增速 7.6%，远超发达国家增速。这一时期全球人身险密度围绕在 350 美元/人的水平上下浮动。中国人身险密度与 EMEA 发达国家人身险密度的差距仍十分明显，2010 年时中国落后 2117 美元/人，2022 年时落后 1702 美元/人。2) 2010-2022 年，中国人身险深度呈现整体下降趋势，其人身险深度自 2010 年的 2.3%下降至 2022 年的 2.0%。但同时期内，EMEA 发达国家及全球平均人身险深度也均在下降，2020-2022 年 EMEA 发达国家和全球人身险深度分别从 5.5%、3.7%下降至 4.3%、2.8%。我们认为人身险深度集体下降与全球经济承压有关，人身险产品作为可选消费品在经济承压周期会受到较大的负面影响。3) 虽然我国保险密度增速很

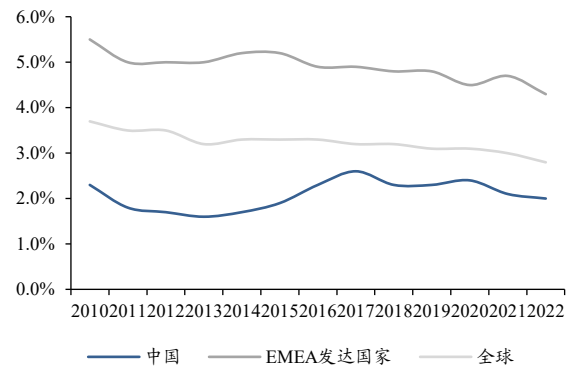
快，但不难发现我国离 EMEA 发达国家水平还相差甚远，甚至还未达到全球平均水平，因此我们认为，中国人身险行业还有极大的发展空间。

图7：2010-2022 年中国、EMEA 发达国家及全球人身险密度（美元/人）



数据来源：Sigma，东吴证券研究所

图8：2010-2022 年中国、EMEA 发达国家及全球人身险深度



数据来源：Sigma，东吴证券研究所

下文，我们将从险企应对利率下行的不同方法出发，来探究我国未来人身险产品将会发生何种改变。

2. 险企转向死差、费差要收益，以健康险为代表的保障型产品发展空间广阔

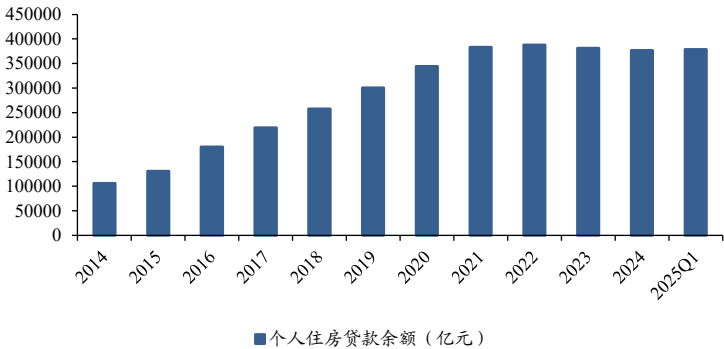
2.1. 定期寿险：高性价比产品或将迎来新发展机遇

定期寿险作为杠杆率极高的寿险产品能满足经济承压环境下客户对性价比的追求。

1) 定期寿险杠杆率高，极具性价比。由于定期寿险设计相对简单，没有现金价值（或很低）或者红利，所以在相同保险金额下，定期寿险所需的保费与其他人寿保险相比往往较低，“高保障、低保费”的定期寿险具有杠杆率高的特点，**更适合我国风险保障需求旺盛的低收入人群投保，其高性价比或将受到青睐。**2) 部分定期寿险可转换的特点增加了弹性与灵活性。定期寿险的可转换性指投保人可在不提供可保性证明的前提下将定期寿险转换为其他寿险。一方面，可转换权使被保险人在保单生效数年后仍能以“标准费率”取得终身寿险或两全保险，即使那时被保险人的身体健康发生了变化；另一方面，投保人在经济条件受限的情况下选择购买定期寿险，当经济能力提高时转换为终身寿险，可以在收入较低时实现高额的保障，实现生命周期中保障全覆盖。3) 定期寿险相比终身寿险来说更能匹配房贷等风险。当前社会中青年夫妇可能需要同时赡养老人和小孩，甚至可能还背负着数额不小的房贷、车贷等长期债务。从财务层面看，如果家庭主要经济支柱突然丧失收入来源，其他家庭成员的生活很可能会迅速陷入困境。相比终身寿险来说，定期寿险更加具有针对性，由于定期寿险的期限一般比终身寿险短，所以

费率会更低、杠杆则会更高，更适合工薪家庭、上班族，确保了投保人在退休前，不会因为身故伤残导致家庭收入中断，而在退休之后，投保人不再肩负家庭重担，定期寿险也就功成身退。4) 同时，由于现在生育率越来越低，相比终身寿险更多是用于遗产传承，定期寿险更针对覆盖作为经济支柱年龄段的身故风险。并且二者的价差也较大，因此定期寿险更加符合中青年家庭顶梁柱预防房贷危机的需求。

图9：我国个人住房贷款余额仍处于高位（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

虽然定期寿险价值率普遍不高，但可以充当很好的拓客产品，且能为险企带来不错的死差益。1) 定期寿险相较重疾险等高价值率产品对险企而言可能相对价值率较低，但其设计简单易懂、杠杆率高，容易使渠道与客户产生互动，非常适合充当险企的拓客产品。2) 定期寿险作为纯保障类产品，其盈利与否更多是取决于死差，对定价能力强、经验分析能力强的险企，定寿能作为利差缩窄时代不错的补充产品。3) 对于有规模诉求的险企而言，定期寿险市场竞争相对平和，容易使险企达成保费规模诉求。

表1：部分险企定期寿险产品

	泰康附加吉祥相伴 2025 定期寿险	富德生命安惠定期 寿险（A款）	阳光橙C款定期寿 险	人保寿险臻爱定期 寿险
所属公司	泰康人寿	富德生命人寿	阳光人寿	人保寿险
投保年龄	18-60 周岁	0（满 30 天）-60 周岁	18-60 周岁	符合承保条件者
保障项目	身故、全残或猝死	身故或全残	身故、全残或猝死	全残保险金和身故保险金
等待期	90 日	30 日	90 日	90 日
诉讼时效	5 年	5 年	5 年	5 年
保险期间	20 年/30 年/至 60 周岁/至 70 周岁/至 80 周岁	1 年	10 年/20 年/30 年/至 60 周岁/至 65 周岁/至 70 周岁/至 80 周岁	20 年/30 年/至 70 周岁
责任免除	7 条	7 条	7 条	7 条

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.2. 医疗险：构建多险种、多方位保障的医疗险产品矩阵

从日本经验来看，医疗险作为典型的死差产品能有效的缓解险企利差损压力。我们认为，国内现在正处于公立医疗体系改革关键期，居民对商业医疗险需求被打开，险企可借助政策东风，构建多险种、多方位保障的医疗险产品矩阵。

2.2.1. "保险+科技+服务"促进医疗险创新发展，长期医疗险将成为未来发展主流

突破医疗险发展瓶颈，“保险+科技+服务”组合模式正在成为险企发展业务的抓手。

1) 2019年11月，原银保监会公布《健康保险管理办法》，鼓励保险公司将健康保险产品与健康管理服务相结合，这标志着商业健康险未来与健康服务结合已是大势所趋，健康险商业模式将深度与健康服务绑定。2) 在健康险产业链中，保险公司与保险科技公司、保险中介、健康管理共同为用户构建商业保险的内核生态圈，互相润滑与赋能。保险公司为保险中介提供渠道拓展，保险中介为保险公司提供产品反馈与客户维护；保险科技公司为保司提供用户识别、产品设计与风控管理，同时为保司提供用户画像和精准营销辅助。健康管理作为新晋的主要参与方，为各方提供健康数据和保后管理。3) 险企通过“保险+科技+服务”组合模式，深化医疗健康产业战略布局、打造医疗健康生态圈，不仅提升客户体验，增强客户黏性，而且大幅拓宽上下游产业链的市场空间，助力险企形成差异化竞争优势，打通了医疗险市场的发展瓶颈，为医疗险创新发展提供了极大的动力。

图10：保险公司及保险科技公司在产业链中与上下游相关企业协调



数据来源：友保智云研究院微信公众号，蛋壳研究院《健康险 3.0 时代：数字化助力健康险破“卷”重生》，东吴证券研究所

后疫情时代为长期医疗险的创新发展带来机遇，客户需求将使其成为未来医疗险发展主流。1) 自中国银保监会于2020年明确长期医疗保险费率调整的细则后，各家保险公司受到监管政策的鼓励，开始积极探索发展长期医疗保险产品，目前，长期医疗保险

在我国仍处于起步探索阶段。市场上长期医疗保险产品的供给类型主要有两类：第一类是保证续保期间在 20 年以内的百万医疗保险，其中的保证续保期间分为 6 年、10 年、15 年和 20 年；第二类是终身防癌医疗保险。2) 随着我国人口老龄化程度日益加深，疫情防控常态化也成为后疫情时代的特色，这都使得居民对于长期医疗保障的需求日益增加。因此，后疫情时代，应从保险公司和政府两个层面提出努力向消费者宣传、引导投保长期医疗保险产品，创新长期医疗保险产品设计，我们认为，未来可能增加长期医疗险的续保时间，甚至有可能实现终身医疗险。

2.2.2. 惠民保是医疗险普惠性的重要发展产品

惠民保乘“普惠金融”东风，符合政策导向。2023 年 10 月 31 日首次提出做好包括“普惠金融”在内的五篇大文章，发展惠民保是做好“普惠金融”的重要体现。各大保险公司积极发展普惠金融，根据各保险公司 2024 年业绩简报，新华保险推出近 70 款普惠保险产品；中国太保升级大病保险、惠民保业务、长护保险、农业保险等产品和服务，不断拓展覆盖面和可及性；中国人保承办大病保险等政策性健康险项目 1442 个，覆盖近 10 亿人次；中国太平的大病保险项目数量、惠民保覆盖人数、长护险累计服务人数、承保小微企业个数持续增长。

从消费者角度来看，相比百万医疗险，惠民保具有多方面优势。1) 投保限制小，无年龄限制，可带病投保。以北京市普惠健康保为例，投保时被保险人无年龄限制，有既往症依然可以投保，但是特定既往症人群的免赔额为 2 万元（健康人群为 1.5 万元），且给付比例相对较低。2) 保费低廉，统一价格，不受年龄影响。北京市普惠健康保的保费统一为 195 元/人/年，相比保费随年龄增长的百万医疗险，惠民保更适合老人购买。

3) 免赔额不断降低，连续投保有一定免赔额优惠。2025 年深圳惠民保的免赔额为 1.1 万元，相比 2024 年的 1.5 万元降低了 0.4 万元，本市医疗救助对象以及连续 2 年以上成功参保“深圳惠民保”的参保人免赔额降低 1000 元。

表2：“惠民保”与基本医保、大病医保、百万医疗产品对比

产品	惠民保	基本医保	大病医保	百万医疗
运营模式	一般由商业保险机构联合政府相关部门及第三方平台公司共同运营	由国家医保管理部门组织运营，主要由职工医保、城镇医保和新农合医保组成	由国家医保管理部门招标，商业保险机构经办	由商业保险机构自主经营，自负盈亏
筹资模式	约 50 亿元	约 2.5 万亿元	约 500 亿元	300-500 亿元
覆盖人群	约 6000 万人	约 13.6 亿人	约 12 亿人	约 9000 万人
产品保费	较低，一般为统一费率，平均在 80 元左右	较高，各地费率不等，全国人均约 1800 元	较低，个人无需单独支付，由医保基金直接支付，人均约 30-50 元	中等，随着年龄增长保费逐步上涨，几百到千余元不等
保额水平	100-300 万元不等，	各地不等，以 30-50	有限额或上不封顶	几百万元不等，以

	当前以 100 万元为主	万元为主	等方案	300 万元为主
投保要求	一般无年龄、职业等限制，大多既往症可投保	无限制	基本无限制	对于年龄、健康状况等方面都有相对严格的要求
投保方式	自主决定，以个人投保方式为主，一般会规定投保时间	强制参保，保费主要由单位和个人缴纳，国家适度补助，一般会规定投保时间	自动参保，政府适度补助	个人自愿投保，可自行随时购买
保障责任	住院医疗费用（医保内+医保外）+特药费用	门诊医疗费用（医保内）+住院医疗费用（医保内）	门诊大病（医保内为主）+住院医疗（医保内为主）+特药（部分地区）	住院医疗费用（医保内+医保外）+部分门诊费用+特药费用
等待期	基本无	无	无	有，30 天到 90 天不等
免赔额	不等，目前以 2 万元为主	几百到千余元不等	一般规定为不高于统筹地区居民上年度人均可支配收入的 50%	根据保费不同分几千到几万元各种等级
赔付比例	不等，目前以 70%-80%为主	各地 50%-90%不等	不等，规定不低于 60%，赔付比例一般按发生金额阶梯式提升	不等，医保 100%，无医保 60%
稳定性	商保机构自负盈亏，不保证续保，赔付率差异大	国家组织实施，以收定支，全国整体赔付率在 85%左右	原则上由商保机构承担盈亏，一般有损失调节机制	商保机构自负盈亏，不保证续保，赔付率整体尚可

数据来源：金小桃等《“惠民保”发展模式研究》，东吴证券研究所

惠民保的发展面临挑战，但发展前景仍然广阔。1) 惠民保的参保率较低，整体来看全国总参保率约 5%左右，一方面难以分摊医疗支出压力，另一方面承保风险难以把控，可能将产品引入“死亡螺旋”的恶性循环。2) 商业保险机构参与惠民保的收益有限，目的侧重于数据积累、客户转化、产品创新或品牌打造等，保险机构应根据自身市场策略和偿付能力科学承保。3) 尽管惠民保业务存在若干问题，其保费低廉、投保限制少等特点仍受老年人、带病体等人群青睐，较高的免赔额也有助于缓解逆向选择与道德风险问题；随着老龄化进一步加深，惠民保的市场规模将进一步扩大，因此其发展前景依然广阔。

2.2.3. 多方位医疗需求急剧提升，中端医疗成为新的蓝海市场

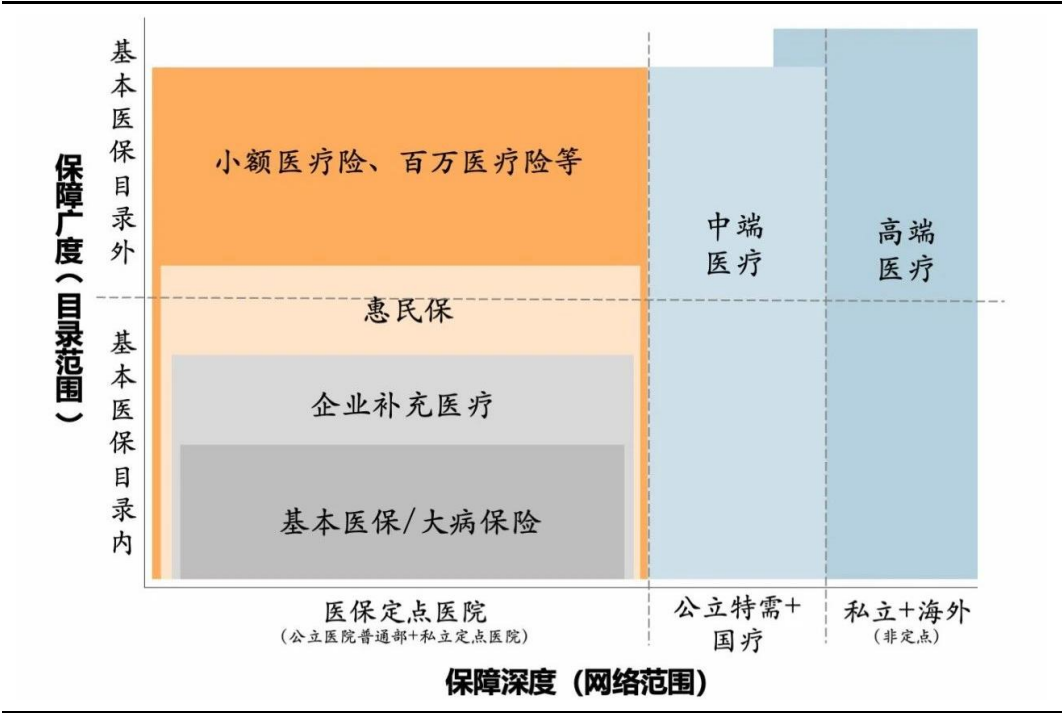
政策支持医疗险“社商融合”，打开中端医疗市场广阔空间。1) 在 2024 年全国医保工作会议上，商业健康险被首次提及，医保局表示“积极支持商业健康保险与基本医保差异化发展”。2) 医保局提出支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销

范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。

医疗改革正在进行时，居民医保外医疗需求可通过中端医疗来补充。1) 在 DRG 方面，DRG 总费用的管控之下，公共医疗服务势必较之前有所缩减，居民的额外医疗需求需要通过商业医疗险来补充。2) 在药品集采方面，本轮集采持续深化提质扩面，医保目录谈判以创新为价值导向。但另一方面，非集采药械难以进入医院，进入医院的高价集采药械难以开具的现象时有发生。居民对集采外药械的需求未来更多也是靠商业医疗险来补充。

基于公众对优质医疗服务的需求日益增强，中端医疗险的需求持续攀升。1) 目前中端医疗险市场方兴未艾，仍有极大空间。2024 年健康险保费规模 9775 亿，中端医疗险规模占比达 9.7%，不到 1000 亿规模。2) 目前日益增长的医保外医疗需求将给中端医疗险带来广阔的市场空间。我们认为，对医保外医疗资源有需求的主要是中产阶级以上群体，而随着我国经济的不断发展，中产阶级人群也在随之增长，这意味着未来中端医疗险将成为市场上的主要医疗险需求之一。

图11：商业医疗险产品矩阵图



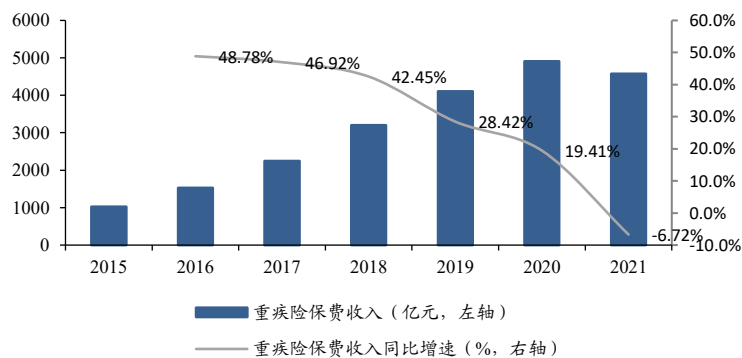
数据来源：长寿时代研究公众号，东吴证券研究所

2.3. 重疾险：需突破固定模式，实现多样化供给体系

重疾险作为国内险企曾经的死差贡献主力产品之一，目前发展已至瓶颈，产品设计需做出针对性调整。1) 受百万医疗险与惠民保的冲击，重疾险的市场规模呈现下滑趋势。根据泰康保险集团战略发展部发布的《健康险 2025 展望报告：专业化时代的增长密码》，重疾险新单保费规模自 2018 年达到 1000 亿元高峰后持续走低，连续 5 年出现

负增长,2024 年医疗险的保费规模超过重疾险。重疾险市场规模增速下滑的主要原因是,相比医疗险,重疾险保费较高且同质化严重。2) 根据马达的《国外重疾险的发展案例及启示》,借鉴英国重疾险的特点,应重视重疾险的保障功能,避免将保障功能与储蓄功能、投资功能混同;借鉴新加坡从实施“健保两全计划”到“终身健保计划”的经验,重疾险应重视创新与换代,推行南非重大疾病保险组合型模式,提升客户个性化体验;借鉴美国对于重疾险的产品条款、疾病定义等制定的统一标准,保险公司应努力实现保险合同条款的标准化和通俗化。

图12: 2021 年重疾险保费收入开始出现下滑



数据来源: 原银保监会、中再寿险, 东吴证券研究所

借鉴南非重大疾病保险组合型模式, 提升重疾险产品性价比。1) 南非作为重疾险起源国, 受困于本国居民不算高的收入水平, 其采取的是组合型模式。为了规避保费的过多增加, 被保险人可以根据自身的保险利益, 自由地组合自己的综合性重大疾病保险保单, 从而针对性地获得几种重疾的保障, 而不必增加缴纳毫无必要的额外保险费。2) 国内每一款重疾险产品的覆盖责任和特色保障项目各有不同, 但我们认为, 目前市面上大多数重疾险都是侧重于固定保障多数疾病, 不允许自由组合, 如果消费者可以组合购买, 就会减少很多保费。3) 我们认为, 可以借鉴南非重大疾病保险组合型模式, 推广由消费者自行搭配组合病种、险企再给出对应保费的高灵活性形式, 以构建多样的重疾险产品供给体系。

拓展承保人群, 次标体人群存有很大开发价值。1) 在过去重疾险高速发展期, 险企为了降低重疾险理赔风险, 往往不承保次标体人群。但截至 2021 年, 疾病险有效保单件数 6.36 亿件, 覆盖人数 3.91 亿人, 还未有重疾险保单的标准体已经相对稀缺。2) 受困于过去无法投保, 目前次标体人群重疾险覆盖率低。其次, 次标体人群因为自己疾病等原因, 有很大的重疾险需求。3) 险企可通过限制保障范围、提升价格、共保等措施来降低赔付风险。

表3：各险企推出部分创新重疾险产品

保险公司	产品	疾病保障
中国人寿	锦绣前程少儿重大疾病保险	40 种轻症疾病；20 种中症疾病；120 种重大疾病；附加 22 种少儿特定重大疾病保障
复星联合健康	复星联合康乐一生（易核版 3.0）重大疾病保险	轻度疾病共有 3 种（国家规定的 3 种）；重大疾病共有 28 种（国家规定的 28 种）；简易核保，仅三条健康告知
中国人寿	国寿安康逸年重度恶性肿瘤疾病保险	重度恶性肿瘤和原位癌保障
新华人寿	健康新享重大疾病保险	40 种轻症疾病；20 种中症疾病；130 种重大疾病保障；15 种少儿特定疾病；附加可选重度恶性肿瘤、特定看护疾病保障

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.4. 国家政策不断加码支持长护险、失能险发展，老龄化人群将带来需求基础

长护险、失能险作为日本主要的死差贡献险种，目前在国内发展较缓，但国内快速老龄化趋势将带来显著产品需求。

老龄化程度加深，政策引领长护险、失能险产品发展。1）我国人口老龄化进程不断加快，截至 2024 年年末，我国 65 岁及以上人口占全国人口的 15.6%，中国的老龄化程度进一步加深。老年人护理需求剧增、护理服务供不应求、护理费用上涨、老年人经济负担加重的背景下，长期护理保险制度的探索与建立是应对老龄化，完善社会保障体系的重要举措。2）我国自 2016 年起在持续推进长护险的相关政策，引导着长护险的发展。3）失能险是指当被保险人因遭受伤害或意外伤害而暂时或永久丧失劳动能力，为被保险人在一定时期内收入减少或者中断提供保障的保险。目前国内市场上该险种相关产品的销售数量很少，以团体险为主，未来该险种的发展和创新具有一定的可期待性。

表4：2016 年以来长期护理保险有关政策持续推进

时间	政策	主要内容
2016 年 9 月	人社部印发《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	探索建立长期护理保险制度，在河北承德、浙江宁波、湖北荆门、四川成都等 15 个城市开展长期护理保险试点工作。
2018 年 7 月	国家卫健委、发改委等 11 个部门联合印发《关于促进护理服务业改革与发展的指导意见》	鼓励发展商业护理保险，鼓励有条件的地方积极支持商业保险机构开发长期护理商业保险，以及与老年护理服务相关的商业健康保险产品。
2019 年 3 月	国务院发布《2019 政府工作报告》	在政府工作报告中首次出现长期护理保险，长期护理保险有望成为社保“第六险”，为失能老人体面养老提供保障。
2019 年 9 月	民政部印发《关于进一步扩大养老服	扩大长期护理保险制度试点，鼓励发展商

	务供给促进养老服务消费的实施意见》	业长期护理保险产品，加强护理员培训对国家标准征求意见。
2019 年 10 月	人社部、民政部联合颁布《养老护理员国家职业技能标准（2019 年版）》	提出开展养老服务人才培养提升行动，确保在 2022 年底前培训 200 万名养老护理员；在增加职业技能要求、放宽入职条件、拓宽职业空间、缩短晋级时间等方面做了重大修改。
2019 年 11 月	中国银保监会发布《健康管理办法》	鼓励保险公司将健康险产品与健康管理服务相结合。
2020 年 1 月	中国银保监会等 13 个部门联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	意见明确指出加快发展商业长期护理保险，探索将商业长期护理保险与护理服务相结合，研究建立寿险赔付责任与护理支付责任转换机制。
2020 年 9 月	国家医保局同财政部印发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》	在原 15 个试点城市基础上，进一步增加了北京石景山、天津市、内蒙古呼和浩特、云南昆明等 14 个长护险试点城市；并明确了以单位和个人比例筹资为主的资金筹集方式。
2021 年 5 月	中国银保监会发布《关于规范保险公司参与长期护理保险制度试点服务的通知》	一是对保险公司专业服务能力、项目投标管理、经营风险管控、信息系统建设、护理机构管理等方面提出明确要求；二是压实保险公司主体责任，加强业务和服务流程管理，强化内部监督与问责；三是加大日常监管，规范经营服务行为，明确重点查处和整治的问题；四是鼓励行业协会在制定服务规范和标准、建设服务评价体系、搭建行业交流平台等方面发挥作用。
2021 年 9 月	国家医保局同民政部印发《长期护理失能等级评估标准（试行）》	一是对失能评估指标、评估实施和评估结果判定作出了规定，形成了日常生活活动能力、认知能力、感知觉与沟通能力 3 个一级指标，17 个二级指标的综合性评估指标体系；二是明确了实施要求，对主体、对象、流程等作出了规定；三是明确采用组合法对评估结果进行判定。
2021 年 10 月	中国银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》	意见倡导积极参与长期护理保险试点，加快商业护理保险发展，促进医养、康养相结合，满足被保险人实际护理需求。
2021 年 12 月	国务院关于印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》的通知	稳步建立长期护理保险制度，建立老年人能力综合评估制度，针对不同老年人群体分类提供服务。
2023 年 12 月	国家医保局、财政部关于印发《长期护理保险失能等级评估管理办法（试行）》的通知	规范失能等级评估的定点评估机构、评估人员、评估标准与评估流程等内容。
2024 年 4 月	国家医疗保障局关于印发《长期护理	对长护险失能等级定点机构的确定、运营

	保险失能等级评估机构定点管理办法（试行）》的通知	管理、监督管理作出规定。
2024 年 9 月	国家医疗保障局办公室关于印发《长期护理保险护理服务机构定点管理办法（试行）》的通知	从长护险服务机构定点机构确定、运行管理、动态管理、经办服务管理、监督管理等方面做出相应规定。

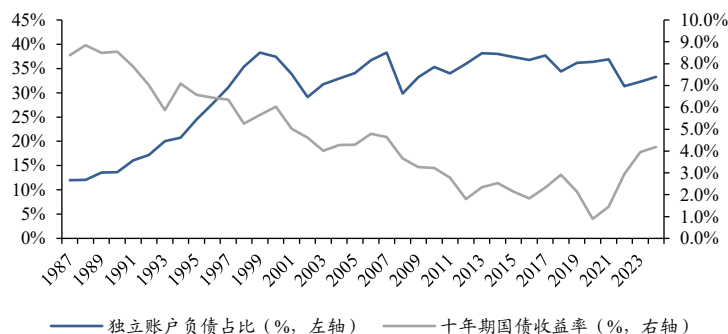
数据来源：卫健委、中国政府网、银保监会、人社部、民政部、国务院，东吴证券研究所

可借鉴美国长期护理保险模式，完善我国长护险未来建设。1）美国采用了社会保障托底、商业保险补充的复合型护理保障模式。2016 年，美国约有 100 多家保险公司提供长期护理保险服务，产品类型上既有雇主购买的团体保险，也有个险保单；既有与 Medicaid 衔接的伙伴计划，也有与住房反向抵押项目结合的长期护理项目。孙东雅《完善长期护理保险制度》中说明，截至 2016 年，美国长期护理保险已覆盖 800 多万人，约占老年人口的 13%。2）孙东雅《完善长期护理保险制度》指出，为保障制度的普惠性和可持续性，我国的护理保障制度建设应以社会护理保险制度为主体，形成多层次的护理保障体系，以满足人民群众多样化的护理需求；朱铭来、申宇鹏《我国长期护理保险试点地区经验评介》指出，在参保人群上，短期内仍以覆盖城镇职工为主，但是即使无法在短期内同时覆盖城镇职工和城乡居民并实现待遇的统一化，仍需将统一的制度设计作为未来发展的目标；朱铭来、申宇鹏《我国长期护理保险试点地区经验评介》指出，在基金管理方面，应研究统一的筹资标准，实现由政府、个人、社会共同分担的多元化筹资结构。

2.5. 投连险：能帮助险企提升费差空间

学习美国经验，在利率下行时期加大投连险销售能提升险企费差。1）美国人身险资金主要包括一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由险企承担；独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等，利差风险或投资风险由保单持有人承担，险企在独立账户相关产品上主要靠赚取费差盈利。2）在 21 世纪初利率快速下降的阶段，美国人身险行业负债结构中独立账户的占比由 1987 年的 12%快速提高至 1999 年的 38%，此后基本保持在 30%以上的水平，这使得美国寿险业在利率下行阶段中实现了相对平稳的盈利增长。

图13: 利率下行阶段美国寿险业独立账户占比显著提升



数据来源: Wind, ACLI, 东吴证券研究所

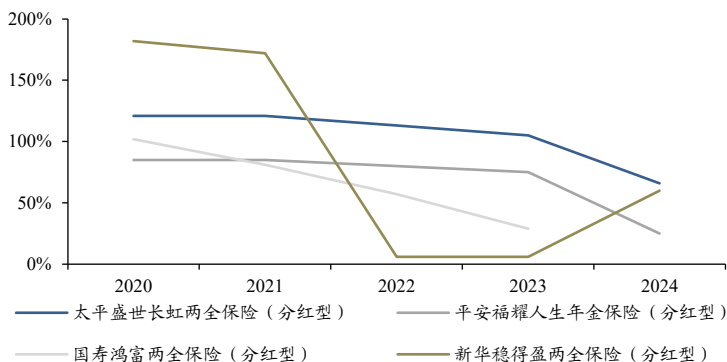
3. 继续维持利差空间，浮动收益型产品能进一步降低险企负债成本

3.1. 分红险分红实现率、万能险结算利率能够随市场收益率下行而下调，保证了险企的利差空间

险企的利差主要来自于实际投资收益率与定价利率间的差异，如果实际投资收益率持续下行，那么险企转型更低定价利率的浮动收益型产品也是维持利差空间的可行方法。

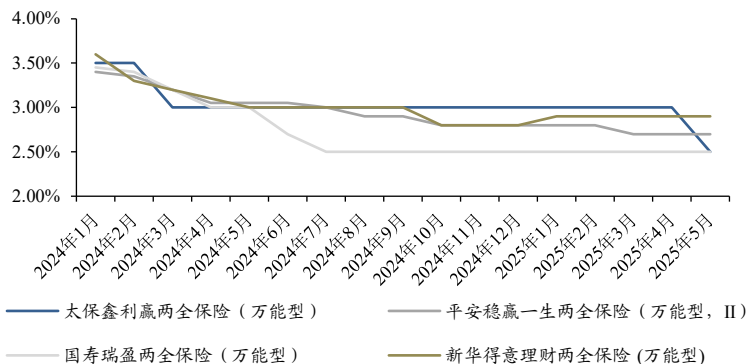
1) 分红险采用保证收益+分红的方式给予客户收益，在险企实际投资收益率下行时，险企可以通过降低分红实现率的方法维持利差。2) 万能险采用最低保证利率+实际结算利率的方式给予客户收益，险企可通过降低实际结算利率（不得低于最低保证利率）应对实际投资收益率下行，以维持自身利差空间。

图14: 部分险企分红实现率情况



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图15: 部分险企万能险结算利率情况

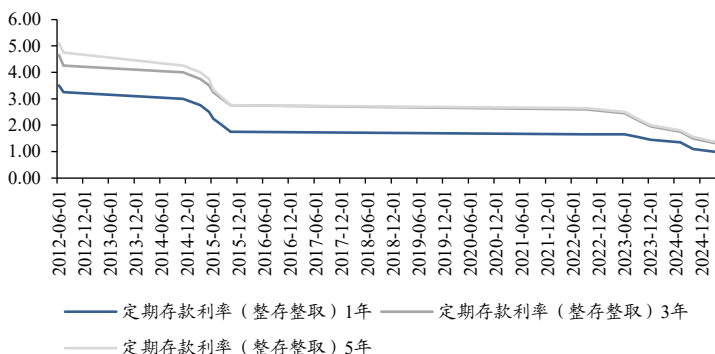


数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 契合客户多元需求, 分红型增额终身寿险仍极具发展前景

增额终身寿不论是作为保障还是储蓄产品都能很好的满足客户需求, 还有极大的上升空间。1) 回归本质来看, 增额终身寿其实是款为了应对通货膨胀的产品, 在现阶段宏观环境相对波动的时期, 增额终身寿有望回归其最初的保障本质, 为客户提供抵御通胀风险的保障。2) 从储蓄来看, 增额终身寿依然有着比投资竞品 (具有保本性质的投资产品) 更高的收益率。虽然目前人身险预定利率挂钩市场利率, 但相对于存款利率的调整时效性来说, 预定利率调整相对滞后两个季度以上, 因此在利率下行周期, 增额终身寿的收益率仍会长期高于竞品收益率。

图16: 工商银行定存利率持续走低 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

险企利差损风险可通过销售分红型增额终身寿缓解。1) 对险企而言, 传统型增额终身寿利差损风险较大, 但如果将传统型改为分红型, 险企负债成本将降低 50bps, 这将大大增加险企利差空间, 降低利差损风险。2) 分红型增额终身寿在低利率环境下对客户或更具吸引力。与其缩短长期限较低的保证收益, 客户或更偏好放弃部分保证收益以换取未来更高的浮动收益。

3.3. 受益于养老年金持有期较长的特点，分红型养老年金或迎新的发展机遇

随着定价利率不断下调，传统型养老年金预期收益率也随之下降，这抑制了收益敏感型客户的需求。但结合养老年金持有期较长的特点，险企开发分红型养老年金能在更长时间维度提供给客户更好的收益。1) 险企资金作为典型的市场中长期投资者在长时间维度下的收益率往往表现不错，以中国太保为例，2015-2024 年十年几何平均总投资收益率高达 5.18%。2) 相较传统型养老年金，分红型养老年金保证收益率往往低 50bps，但能与险企共享产品未来收益。在传统险预定利率即将降低到 2.0% 的当下，收益率敏感型客户或愿意舍弃 50bps 的保证收益来换取未来险企提供更高的浮动收益。3) 我们认为，分红型养老年金会是一款多方共赢的产品：①对于客户：用 50bps 的保证收益换取未来可能更高的浮动收益；②对于险企：负债成本更低，险企利差损压力更小。

表5：传统型和分红型养老年金的区别

种类	区别
传统型养老年金	收益率固定
分红型养老年金	收益由保底+分红组成，保底收益比同期传统型更低

数据来源：东吴证券研究所整理

3.4. 专属商业养老险有望进一步催化年金险市场发展

专属商业养老险在设计上属于浮动收益型的万能险，同样能帮助险企降低负债成本，提升利差空间。1) 专属商业养老险采用最低保证利率+结算利率形式的浮动收益型设计，对险企而言能有效较低负债成本，在市场收益率下行时，险企可以通过降低结算利率的方式保证其利差空间。2) 专属商业养老险属于个人养老年金保险产品，客户可享受一年 12000 元的免税政策，因此对客户（特别是高收入人群）而言，算上免税后的实际收益率会大幅提升，对客户有较强吸引力。

表6：2024 年部分专属商业养老保险结算利率

公司	产品名称	账户	最低保证利率	2024 年结算利率
国民养老	国民共同富裕 B 款专属商业养老保险	稳健型	2.00%	4.07%
		积极型	0%	4.12%
新华养老	新华养老盈佳人生（智享版）专属商业养老保险	稳健型	2.00%	4.05%
		进取型	0.50%	4.10%
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险（D 款）	稳健型	2.00%	3.40%
		进取型	0.50%	3.10%
太平养老	太平盛世福享金生 B 款专属商业养老保险	C 账户	2.00%	2.00%
		B 账户	0.55%	3.30%

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1) **长端利率趋势性下行**: 受经济环境承压影响, 长端利率可能长期位于下行通道中, 保险公司利差损风险增大。
- 2) **权益市场波动**: 权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响。
- 3) **新单保费承压**: 预定利率下调, 分红险转型可能会影响保险公司新单保费收入。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>