

## 行业研究/深度研究

2020年06月21日

### 行业评级:

非银行金融 增持(维持)  
保险 II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

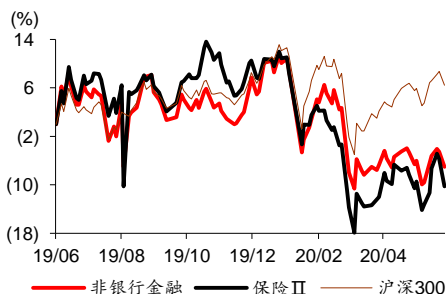
**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

**王可** 021-38476725  
联系人 wangke015604@htsc.com

### 相关研究

- 1《非银行金融: 创业板注册制启航, 券商受益显著》2020.06
- 2《银行/非银行金融: 掘金创业板打新, 紧抓改革红利》2020.06
- 3《非银行金融/银行: 行业周报(第二十四周)》2020.06

### 一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 多维保障风云涌, 凭风直起新生态

## 互联网保险行业深度研究

### 核心观点

互联网保险对保险行业的影响几何? 一是险企渠道延伸, 二是萌发新产品、新模式, 三是或构建行业分层次竞争格局。互联网渠道短平快, 适合作为中小险企的渠道延伸; 海量流量积累带来的量变酝酿质变, 诸如相互计划等新业态的探索或萌发新商业模式, 出现新的变革与生机; 综合险企积极拥抱变化, 从多维度切入, 形成完备的产品条线与战略矩阵, 以标准化、简单化的产品引流, 同时结合医养产业链的延展, 以定制化、高端化的产品增强客户粘性, 提升价值水平, 最终实现价值的健康成长, 前景始终光明。个股推荐优秀行业龙头, 中国平安、中国人寿、新华保险。

### 立足当下: 监管驱动多层次保障体系, 广阔流量逐步实现转化

2011年后互联网保险行业监管逐步规范, 多层次保障体系逐步实现。从人身险业务看, 健康险等保障型险种具备较高的长期增长空间, 互联网健康险占比持续提升, 目前较为依赖第三方渠道。从财险业务看, 过去五年行业集中度有所下滑, 但优质互联网险企正在逐步积累竞争优势。整体来看, 互联网流量潜力可观, 转化路径和模式亟待探索。

### 产业链梳理: 核心参与者多维度切入, 构建多层次竞争体系

互联网保险产业链参与模式包括 B2B2C、B2C、2A 等结构, 核心打法包括流量和场景。从典型的企业来看, 水滴商城基于流量池, 构建“筹款+互助+保险”闭环; 慧择网利用底层数据库赋能, 搭建矩阵式媒体营销体系; 众安在线布局场景化运营, 逐步建立自有平台。从产品竞争的维度看, 互联网保险的发展丰富了保险产品的层次, 一定程度上影响行业的竞争格局。

### 多层次产品竞争: 互助计划、互联网医疗险与互联网重疾险

支付宝依托流量优势推出相互宝网络互助计划, 保障范围相对局限, 核心优势是价格低廉, 高触及频率增强用户粘性, 促进激活风险保障意识。伴随用户基数不断积累, 未来在保障形式和范围等方面有较大的拓展空间; 互联网医疗险多定位获客型产品, 目前增长动能强劲, 整体看依然以价格竞争为主, 部分险种在客群区分、保障扩展等方面有创新尝试, 高端化、场景化的长期型产品或成发展方向; 互联网重疾险目前以低价竞争为主, 性价比比较高的产品频频成为爆款, 复杂型产品销售依赖于完善的客户服务体系, 未来传统代理人渠道可能错位竞争, 高端化与产业链延伸或成关键。

### 翘首展望: 商业模式变革逐步酝酿, 预计未来行业竞争分层

目前险企对互联网渠道掌控力较弱, 盈利模式有待验证, 但是基于流量积累, 从量变到质变的过程正在酝酿。短平快的互联网渠道成为中小险企的选择, 而代理人高端转型势在必行。综合险企可自设互联网公司, 利用简单型的产品引流, 但核心竞争力的来源还是依托资源优势, 通过医疗、康养产业链的协同布局, 开发综合型产品, 实现价值的提升。

风险提示: 市场波动风险、利率波动风险、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

### 重点推荐

| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | 目标价(元)       | EPS(元) |       |       |       | P/E(倍) |       |       |       |
|-----------|------|--------|------|--------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |        |      |              | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
| 601318 CH | 中国平安 | 73.42  | 买入   | 92.52-100.23 | 8.41   | 10.31 | 12.09 | 13.98 | 8.73   | 7.12  | 6.07  | 5.25  |
| 601628 CH | 中国人寿 | 28.17  | 买入   | 38.72-42.59  | 2.06   | 2.27  | 2.66  | 3.13  | 13.67  | 12.41 | 10.59 | 9.00  |
| 601336 CH | 新华保险 | 45.25  | 买入   | 53.33-60.95  | 4.67   | 5.19  | 6.00  | 7.03  | 9.69   | 8.72  | 7.54  | 6.44  |

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

|   |    |
|---|----|
| 核心观点 .....  | 5  |
| 立足当下：监管驱动多层次保障体系，广阔流量逐步实现转化 .....                               | 7  |
| 监管深化：明确业务监管界限，推动多层次保障体系形成 .....                                 | 7  |
| 现状概览：人身险结构不断优化，财险集中度有所下滑 .....                                  | 8  |
| 健康险增长动能强劲，自营平台发展起步 .....  | 8  |
| 财险集中度有所下滑，非车险占比持续提升 .....                                       | 8  |
| 厚积薄发：互联网流量潜力可观，正逐步实现转化 .....                                    | 10 |
| 产业链梳理：核心参与者多维度切入，构建多层次竞争体系 .....                                | 11 |
| 上下游角度：立足产业链一环，以流量、场景定位 .....                                    | 11 |
| 水滴商城：流量池打法，构建“筹款+互助+保险”闭环 .....                                 | 11 |
| 慧择网：矩阵式媒体营销，长期健康险强劲 .....                                       | 12 |
| 众安在线：布局场景化运营，自有平台逐步建立 .....                                     | 13 |
| 产品竞争角度：构建多层次产品竞争体系 .....  | 14 |
| 相互保险及互助计划：流量取胜，未来具备拓展空间 .....                                   | 15 |
| 相互制保险制度在我国有初步探索 .....   | 15 |
| 相互宝为网络互助计划，激活风险保障意识 .....                                       | 15 |
| 目前保障形态较为简单，未来具备发展空间 .....                                       | 17 |
| 互联网医疗险：增长动能强劲，长期产品迎发展契机 .....                                   | 19 |
| 消费需求旺盛，增长动能强劲 .....   | 19 |
| 高端化、场景化或成未来发展方向 .....   | 19 |
| 监管放开费率调整，长期产品迎发展契机 .....  | 21 |
| 互联网重疾险：产品不断更迭，低价是核心竞争力 .....                                    | 22 |
| 低价是核心竞争力，产品形态持续演变 .....   | 22 |
| 保障内容日趋丰富，客户服务为成功要素 .....  | 25 |
| 年龄结构变化促进渗透率提升，代理人渠道错位竞争 .....                                   | 26 |
| 翘首展望：商业模式变革逐步酝酿，预计未来行业竞争分层 .....                                | 27 |
| 渠道能力尚未成熟，盈利能力有待验证 .....   | 27 |
| 对行业格局有所冲击，未来竞争或分化 .....   | 28 |
| 上市险企全面布局，逐步积累竞争优势 .....   | 29 |
| 重点推荐标的 .....  | 30 |
| 中国平安（601318 CH，买入，目标价：92.52~100.23 元）：代理人转型改革深化，生态建设逐步落地 .....  | 30 |
| 中国人寿（601628 CH，买入，目标价：38.72~42.59 元）：渠道下沉能力优异，质态提升助力增长领先。 ..... | 30 |
| 新华保险（601336 CH，买入，目标价：53.33~60.95 元）：规模与价值共同驱动，产能释放充分 .....     | 30 |
| 风险提示 .....  | 31 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 全文逻辑图 .....                           | 6  |
| 图表 2: 互联网保险相关监管政策梳理 .....                   | 7  |
| 图表 3: 互联网财险和人身险占行业总保费比例变化 .....             | 7  |
| 图表 4: 互联网人身险部分险种保费占比变化 .....                | 8  |
| 图表 5: 互联网人身险销售渠道变化 .....                    | 8  |
| 图表 6: 互联网人身险规模保费前十大 (2018) .....            | 8  |
| 图表 7: 互联网人身险规模保费前十大 (2019) .....            | 8  |
| 图表 8: 互联网财产险险种结构变化 .....                    | 9  |
| 图表 9: 互联网车险各个渠道保费贡献度变化 .....                | 9  |
| 图表 10: 互联网财产险 CR8 变化 .....                  | 9  |
| 图表 11: 互联网财产险 CR3 变化 .....                  | 9  |
| 图表 12: 四家财产保险公司手续费及佣金支出/保费收入变化 .....        | 9  |
| 图表 13: 四家互联网财险公司月度市场占有率变化 .....             | 10 |
| 图表 14: 中国网民规模与互联网普及率变化 .....                | 10 |
| 图表 15: 18H1-19H1 各类互联网应用的用户规模及使用率 .....     | 10 |
| 图表 16: 互联网保险产业链梳理 .....                     | 11 |
| 图表 17: 水滴保险商城年化新单保费变化 .....                 | 12 |
| 图表 18: 慧择网社交媒体营销账号数量变化 .....                | 12 |
| 图表 19: 慧择网长期健康险保费收入及同比增速变化 .....            | 12 |
| 图表 20: 众安在线各大生态保费收入贡献占比 .....               | 13 |
| 图表 21: 众安在线人均保单件数 .....                     | 13 |
| 图表 22: 众安在线人均保费贡献 .....                     | 13 |
| 图表 23: 众安在线自有平台总保费贡献度 .....                 | 14 |
| 图表 24: 众安在线尊享系列总保费来源于自有平台比例 .....           | 14 |
| 图表 25: 信美相互保险手续费及佣金支出/当期保费收入 .....          | 15 |
| 图表 26: 信美相互保险退保率变化 .....                    | 15 |
| 图表 27: 相互宝升级内容 .....                        | 16 |
| 图表 28: 相互宝大病互助计划帮助成员与分摊人数 .....             | 16 |
| 图表 29: 相互宝老年防癌互助计划帮助成员与分摊人数 .....           | 16 |
| 图表 30: 相互宝大病互助计划人均分摊金额 (元) .....            | 16 |
| 图表 31: 相互宝老年防癌互助计划人均分摊金额 (元) .....          | 16 |
| 图表 32: 相互宝大病互助计划与部分目前在售一年期重疾险对比 .....       | 17 |
| 图表 33: 相互宝老年防癌互助计划与部分目前在售防癌险及防癌医疗险对比 .....  | 17 |
| 图表 34: 相互宝大病互助计划和老年防癌互助计划疾病年化发生率变化 (万分之) .. | 18 |
| 图表 35: 人保健康医疗保险保费收入 .....                   | 19 |
| 图表 36: 部分互联网医疗险概况 .....                     | 20 |
| 图表 37: 好医保终身防癌医疗险产品信息 .....                 | 21 |
| 图表 38: 部分互联网重疾险概况 (1) .....                 | 23 |
| 图表 39: 部分互联网重疾险概况 (2) .....                 | 24 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 40: 众安在线分生态渠道费用占净保费比例变化 .....           | 25 |
| 图表 41: 中国太保重疾险客户年龄分布 (截至 2018 年) .....     | 26 |
| 图表 42: 我国网民年龄结构变化 .....                    | 26 |
| 图表 43: 互联网保险竞争格局展望 .....                   | 27 |
| 图表 44: 众安在线综合成本率变化 .....                   | 27 |
| 图表 45: 泰康在线净亏损/营业收入变化 .....                | 27 |
| 图表 46: 互联网保险用户与互联网网民规模对比 (截至 2018 年) ..... | 28 |
| 图表 47: 上市险企代理人数量 .....                     | 28 |
| 图表 48: 中国平安电销、互联网及其他渠道新业务价值 .....          | 29 |
| 图表 49: 中国平安电销、互联网及其他渠道新业务价值率 .....         | 29 |
| 图表 50: 重点推荐公司估值表 .....                     | 31 |

## 核心观点

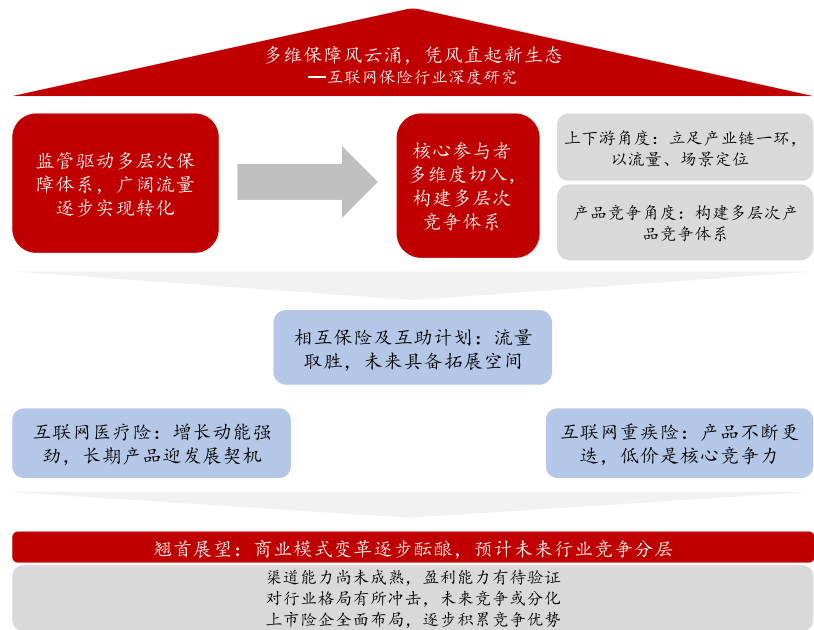
互联网保险对保险行业的影响几何？一是险企渠道延伸，二是萌发新产品、新模式，三是或构建行业分层次竞争格局。互联网渠道短平快，适合作为中小险企的渠道延伸；海量流量积累带来的量变酝酿质变，诸如相互计划等新业态的探索或萌发新商业模式，出现新的变革与生机；综合险企积极拥抱变化，从多维度切入，形成完备的产品条线与战略矩阵，以标准化、简单化的产品引流，同时结合医养产业链的延展，以定制化、高端化的产品增强客户粘性，提升价值水平，最终实现价值的健康成长，前景始终光明。个股推荐优秀行业龙头，中国平安、中国人寿、新华保险。

**监管驱动多层次保障体系，核心参与者多维度切入。**2011 年后互联网保险行业监管逐步规范，多层次保障体系逐步实现。从人身险业务看，健康险等保障型险种具备较高的长期增长空间，互联网健康险占比持续提升，目前较为依赖第三方渠道。从财险业务看，过去五年行业集中度有所下滑，但优质互联网险企正在逐步积累竞争优势。整体来看，互联网流量潜力可观，转化路径和模式亟待探索。互联网保险产业链参与模式包括 B2B2C、B2C、2A 等结构，核心打法包括流量和场景。从典型的企业来看，水滴商城基于流量池，构建“筹款+互助+保险”闭环；慧择网利用底层数据库赋能，搭建矩阵式媒体营销体系；众安在线布局场景化运营，逐步建立自有平台。从产品竞争的维度看，互联网保险的发展丰富了保险产品的层次，一定程度上影响行业的竞争格局。

**互助计划、医疗险与重疾险形成多层次产品竞争。**支付宝依托流量优势推出相互宝网络互助计划，保障范围相对局限，核心优势是价格低廉，高触及频率增强用户粘性，促进激活风险保障意识。伴随用户基数不断积累，未来在保障形式和范围等方面有较大的拓展空间；互联网医疗险多定位获客型产品，目前增长动能强劲，整体看依然以价格竞争为主，部分险种在客群区分、保障扩展等方面有创新尝试，高端化、场景化的长期型产品或成发展方向；互联网重疾险目前以低价竞争为主，性价比较高的产品频频成为爆款，复杂型产品销售依赖于完善的客户服务体系，未来传统代理人渠道将错位竞争，高端化与产业链的延伸或成关键。

**商业模式变革逐步酝酿，预计未来行业竞争分层。**目前险企对互联网渠道掌控力较弱，盈利模式有待验证，但是基于流量积累，从量变到质变的过程正在酝酿。从行业竞争策略来看，或有所分化，短平快的互联网渠道成为中小险企的选择，而代理人高端转型势在必行。从产品竞争的维度来看，专业互联网保险公司主要在中低端的标准化的保险市场竞争，部分资源丰富、科技能力优秀的险企向中高端或非标准化拓展。而综合险企可自设互联网公司，利用简单型的产品引流，但核心竞争力的来源还是依托资源优势，通过医疗、康养产业链的协同布局，开发综合型产品，实现价值的提升。

图表1：全文逻辑图



资料来源：华泰证券研究所



## 立足当下：监管驱动多层次保障体系，广阔流量逐步实现转化

**监管驱动多层次保障体系，广阔流量逐步实现转化。**我国在互联网保险领域早有尝试，2011年后行业监管开始逐步规范，目前互联网保险渗透率边际提升，多层次保障体系逐步实现。从人身险业务看，健康险等保障型险种具备较高的长期增长空间，互联网健康险占比持续提升，目前较为依赖第三方渠道。行业竞争格局不稳健，短期费用投入以价换量效果明显。从财险业务看，严格监管使互联网车险大幅萎缩，车险销售渠道逐渐移动化。过去五年行业集中度有所下滑，但优质互联网险企正在逐步积累竞争优势。整体来看，互联网流量潜力可观，转化路径和模式亟待探索。

## 监管深化：明确业务监管界限，推动多层次保障体系形成

**我国在互联网保险领域早有尝试，2011年后行业监管开始逐步规范。**我国在互联网保险领域的开端可追溯至1997年，在互联网萌芽时期，中国保险学会主导成立中国信息保险网，同年，新华人寿促成首份互联网保单。2000年开始平安、太保等险企陆续成立保险网站。随后，以慧择（HUIZ.O，无评级）、优保网（未上市）为代表的中介信息服务网站开始涌现。2011年9月，原保监会发布相关办法，明确规定从事互联网保险业务的准入门槛、基本经营规则、充分信息披露机制等，标志着互联网保险开始走向专业化及规范化。2015年，在互联网行业呈现加速发展态势时，原保监会明确互联网保险业务、保险机构、自营网络平台、第三方网络平台等概念的界定，规范行业竞争。2019年银保监会进行监管升级，更新原有暂行办法，明确各参与主体的责任边界，消除不同销售渠道之间的监管套利空间，进一步深化监管体系。

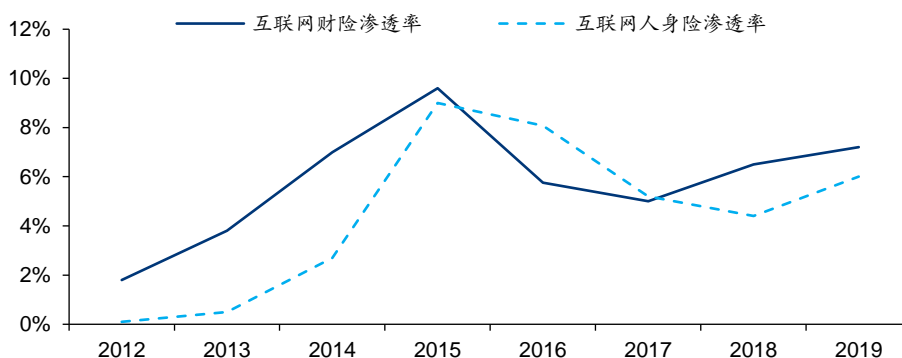
图表2：互联网保险相关监管政策梳理

| 发布时间     | 发布政策                       |
|----------|----------------------------|
| 2011年9月  | 《保险代理、经纪公司互联网保险业务监管办法(试行)》 |
| 2015年7月  | 《互联网保险业务监管暂行办法》            |
| 2018年10月 | 《互联网保险业务监管办法(草稿)》          |
| 2019年12月 | 《互联网保险业务监管办法(征求意见稿)》       |

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**互联网保险渗透率边际提升，多层次保障体系逐步实现。**在上一轮互联网行业浪潮中，各类产品通过互联网创新不断突破时间、地域的界限，互联网人身险和财产险渗透率也在2015年达到顶峰。随后行业保费增速有所放缓，叠加同年监管层对代理人准入机制的放松，险企对渠道经营战略重心发生转换，使得互联网保险渗透率在2016-2017年逐步下滑。2018年得益于健康险等非车险种的快速增长，互联网财险渗透率边际回暖，人身险的节奏稍慢于财险，截至2019年，两者的渗透率分别为7.2%、6%，处于良性上升态势。由于互联网保险有着更加开放的平台以及更为标准化、可复制化的产品，或将激发并挖掘社会消费中的各类新型保险需求，助力构建多层次的社会保障体系。

图表3：互联网财险和人身险占行业总保费比例变化



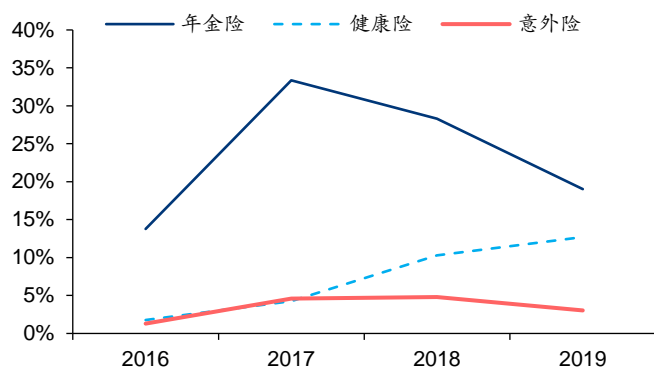
资料来源：保险业协会，银保监会，华泰证券研究所

## 现状概览：人身险结构不断优化，财险集中度有所下滑

### 健康险增长动能强劲，自营平台发展起步

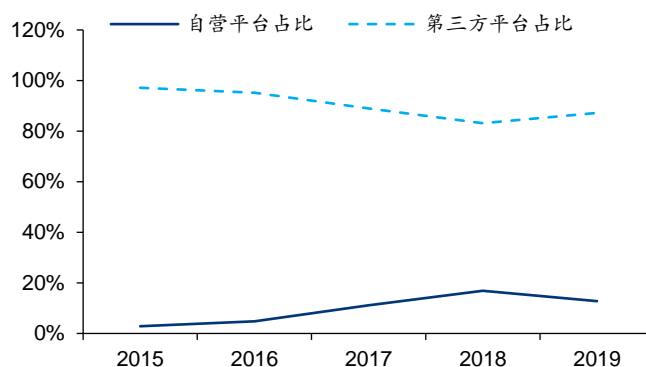
互联网健康险占比持续提升，目前较为依赖第三方渠道。从互联网人身险的险种占比看，过去三年健康险持续提升，截至 2019 年保费占比 12.7%，年金险占比相应下滑。考虑到健康险相比年金险件均一般较低，因此以保单数量衡量的占比提升应当更快。另一方面，目前互联网人身险销售依然十分依赖第三方渠道，2015-2018 年自营平台呈现一定的上升态势，2019 年边际下滑，相应的第三方平台始终处于主导地位，2019 年占比达 87.19%，表明险企在互联网渠道的掌控力较弱，相比代理人-客户的传导链条更长，同时与第三方平台的利益分配关系也直接决定了相应产品的利润水平。

图表4：互联网人身险部分险种保费占比变化



资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

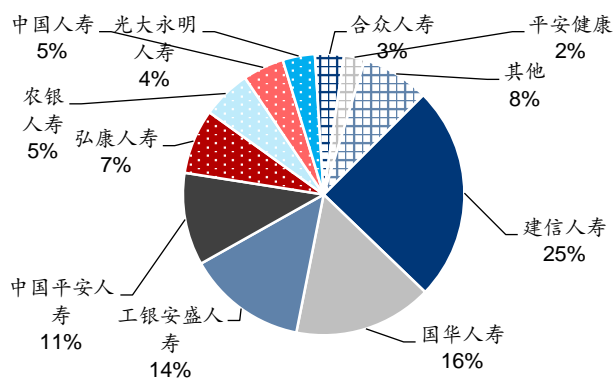
图表5：互联网人身险销售渠道变化



资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

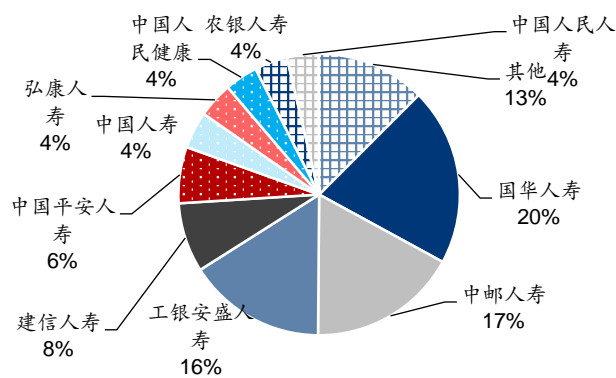
行业竞争格局不稳定，短期费用投入以价换量效果明显。由于对第三方渠道十分依赖，互联网人身险行业竞争格局不稳定，提供相应产品的保险公司市场占有率波动性较大。2019 年中邮人寿（未上市）实现互联网保费收入 319 亿元，市占率 17.2%，而 2018 年公司甚至没有进入前十大；2018 年建信人寿（未上市）实现互联网保费收入 295 亿元，市占率 24.7%，而 2019 年市占率仅 8%。侧面反映了在目前的行业结构中，互联网渠道是中小险企以价换量的选择，短期大量的费用投入能取得较为明显的成效。

图表6：互联网人身险规模保费前十大（2018）



资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

图表7：互联网人身险规模保费前十大（2019）



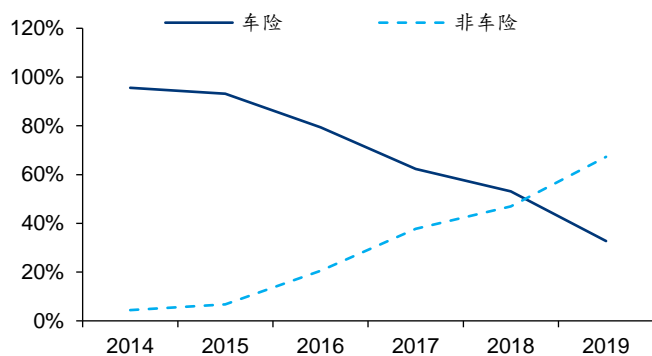
资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

### 财险集中度有所下滑，非车险占比持续提升

严格监管使互联网车险大幅萎缩，车险销售渠道逐渐移动化。伴随着 2015 年商业车险改革的推进，各财险公司拥有自主制定渠道定价策略的权利，互联网车险产品丧失独享的价格优势，形成回流传统渠道的态势，业务体量受到较大冲击。2017 年原保监会发布《关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》，对保险公司与第三方网络平台合作车险业务提出了合规性管控要求，一定程度上改变了互联网车险的发展生态。2019 年互联网财险中车险业务占比 33%，处于下降趋势。从销售渠道看，2016 年 PC 官网保费贡献度 80%，2019 年已大幅萎缩，移动 APP 等渠道相应地持续增长。

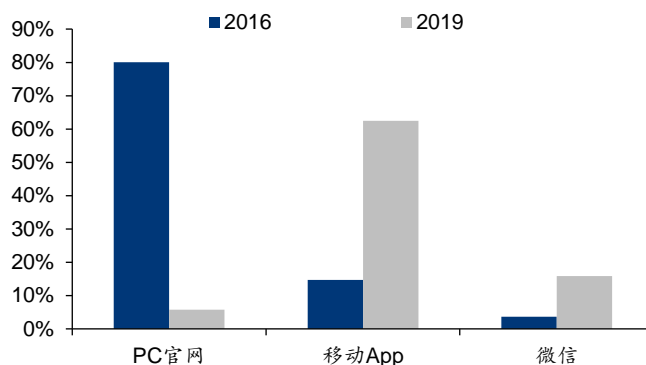


图表8：互联网财产险险种结构变化



资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

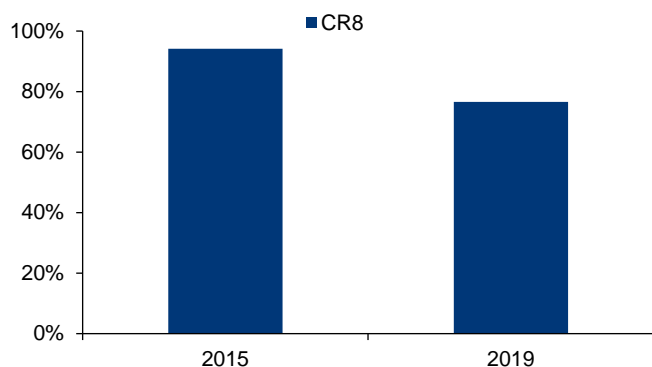
图表9：互联网车险各个渠道保费贡献度变化



资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

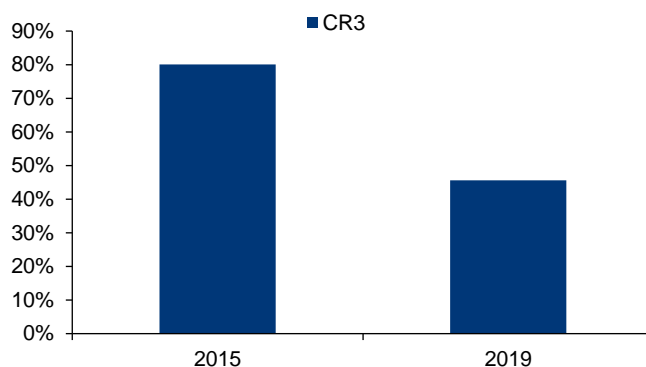
行业集中度有所下滑，优质互联网险企正在逐步积累竞争优势。在车险业务受冲击的行业背景下，互联网财险行业集中度不断下滑，2019 年 CR3、CR8 分别为 45.6%、76.6%，相较 2015 年分别下降 34.5pct、17.6pct，行业竞争有所加剧。而从四家专业互联网财产保险公司的费用投放效率来看，以手续费及佣金支出/保费收入衡量，2019 年众安财产（6060 HK，无评级）和泰康在线（未上市）经营效率边际提升，而易安财产（未上市）、安心财产（未上市）边际有所承压，表明头部互联网财产企业能够依托股东优势、经营管理能力和渠道优势，逐步提升核心竞争力。

图表10：互联网财产险 CR8 变化



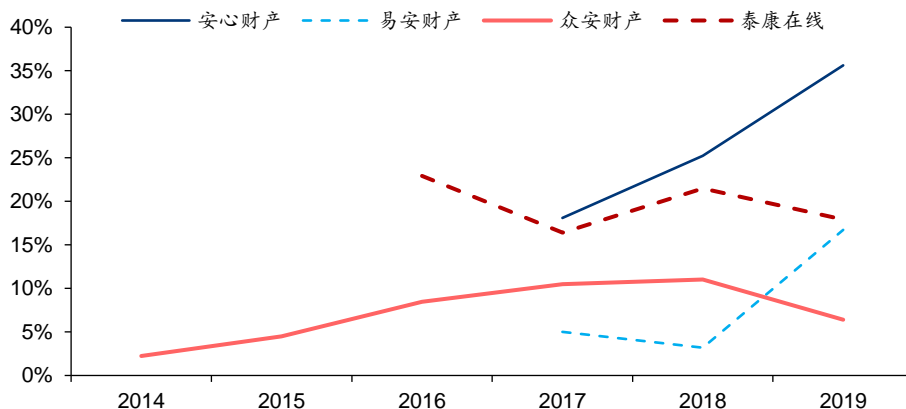
资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

图表11：互联网财产险 CR3 变化



资料来源：保险业协会，华泰证券研究所

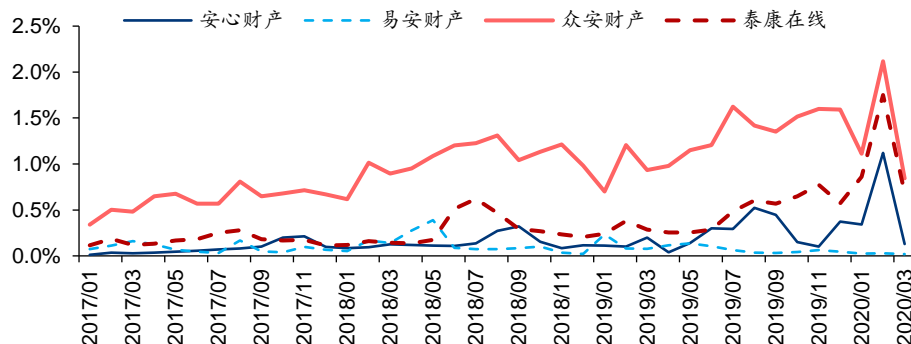
图表12：四家财产保险公司手续费及佣金支出/保费收入变化



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

疫情是短期刺激因素，但行业长期渗透率的提升需要时间。疫情是互联网保险发展的短期催化因素，一方面对线下渠道有所压制，另一方面催生居民风险保障意识。从四家专业互联网财产保险公司的市场占有率看，2020 年 2 月单月众安财产、泰康在线和安心财产有明显提升，但 3 月下滑明显，基本回到正常的波动范围。短期事件虽然是互联网险企发展的优质时间窗口，但行业有自身发展规律，长期渗透率的提升需要发展过程，对险企长期的战略布局提出更高的要求。

图表13： 四家互联网财险公司月度市场占有率变化

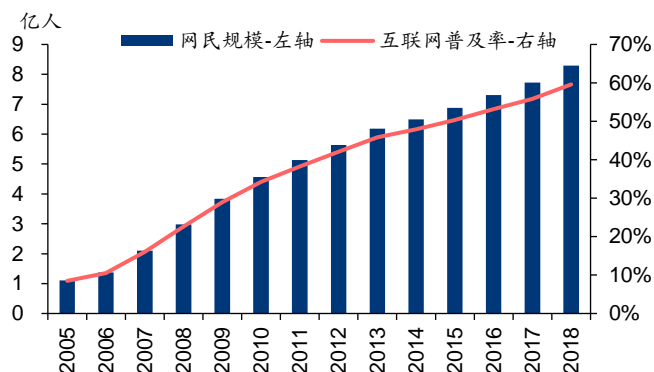


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 厚积薄发：互联网流量潜力可观，正逐步实现转化

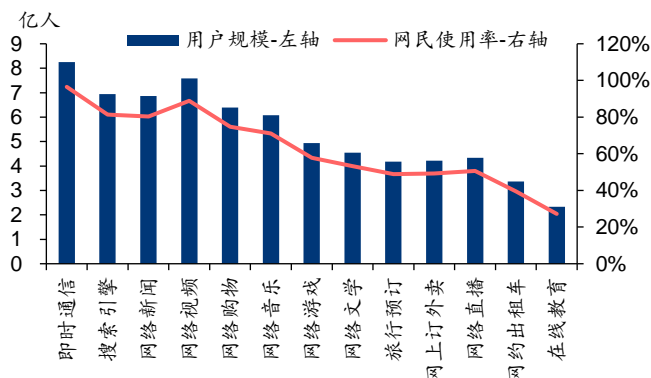
互联网流量潜力可观，转化路径和模式亟待探索。从 2007 年开始我国网民规模和互联网普及率开始加速增长，根据互联网络信息中心数据，截至 19H1 网民规模 8.54 亿人，相较年初增长 3%，渗透率进一步提升。海量的用户激活了相当一部分商业模式的变革，以资讯获取、交流通信、用户娱乐和商务等方面切入，经历了从搜索、社交到移动化的发展历程。关于如何结合互联网，发挥保险产品的风险保障和财富管理功能，业内已有诸多探索。若作为和代理人、银保、电话坐席等销售渠道并列的渠道来看，目前互联网销售的模式较为清晰；而对于如何发挥海量流量的优势，真正实现从量变到质变的飞跃，其中转化路径和模式仍亟待探索。

图表14： 中国网民规模与互联网普及率变化



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰证券研究所

图表15： 18H1-19H1 各类互联网应用的用户规模及使用率



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰证券研究所

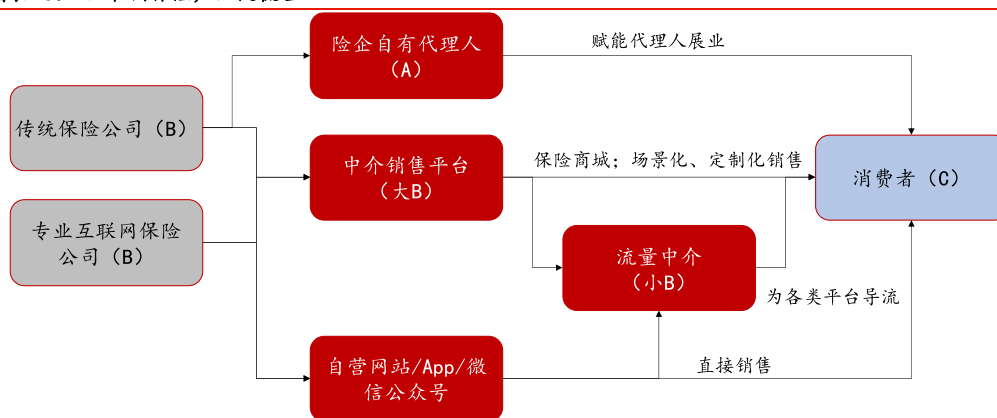
## 产业链梳理：核心参与者多维度切入，构建多层次竞争体系

互联网保险围绕多维度展开竞争，一定程度上影响保险行业竞争格局。互联网保险产业链核心参与主体围绕多维度展开竞争，模式包括 B2B2C、B2C、2A 等结构，核心打法包括流量和场景。从典型的企业来看，水滴商城（未上市）基于流量池，构建“筹款+互助+保险”闭环；慧择网利用底层数据库赋能，搭建矩阵式媒体营销体系；众安在线（6060.HK）布局场景化运营，逐步建立自有平台。从产品竞争的维度看，互联网保险的发展丰富了保险产品的层次，一定程度上影响行业的竞争格局。

## 上下游角度：立足产业链一环，以流量、场景定位

互联网保险产业链核心参与主体围绕多维度展开竞争。其中，最核心的参与者是中介销售平台，形成 B2B2C 的结构，典型的包括如慧择网、小雨伞（未上市）等保险商城，也有较有特色的定制化平台如悟空保等，平台可以直接触达消费者形成销售。但因为保险产品本身不具备引流功能，因此一般需要通过流量中介进行导流，销售平台为此支付一定的渠道费用。对于拥有经营互联网保险牌照的保险公司，可设立自营网站，或通过 App、微信公众号等，形成 B2C 的模式，缩短产业链条，但目前这部分在行业内占比较小。此外，互联网可切入传统保险销售管理，构成直接 2A 的模式，补齐中小险企在代理人经营管理的不足，在赋能代理人展业的同时创造盈利空间。

图表16：互联网保险产业链梳理



资料来源：华泰证券研究所

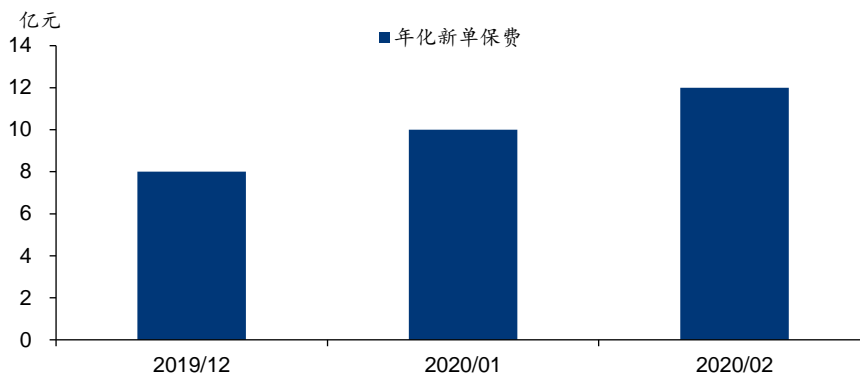
产业链参与者核心打法包括流量和场景。保险产品具备消费和理财双重属性，从消费意义上理解，保险产品低频非刚需，消费的过程并不能带来和其他消费品一样的愉悦和满足感，但在特定的场景下可能成为刚需品，如短期旅游意外保险等，因此一种切入方式是在目前较为完善的生态场景下融入保险产品。但是缺点显而易见，由于核心流量掌控在对应的平台手上，险企议价能力低，险种盈利能力一般较差。如 2019 年众安在线的航旅生态中，渠道费用占净保费的 86.5%。此外，部分企业布局某些目前保险需求相对不明确的场景，如量子保在驾考、教育、医美等方面进行创新性布局；另一方面，可以采用典型的互联网打法，通过获取大量流量进行销售转化。典型的路径有两种，一是通过大量渠道费用投入触及海量潜在客户，引流后通过电话坐席进行沟通促单；二是先通过公益性质产品聚集客户，建立连结，激活其风险保障需求，最后通过自有保险商城形成转化。

## 水滴商城：流量池打法，构建“筹款+互助+保险”闭环

水滴公司通过公益项目积累流量池，通过保险商城进行转化。水滴创始人沈鹏先生出身美团（3690 HK，未评级），深谙互联网流量打法，建立“筹款+互助+保险”的商业闭环。从商业模式看，目前运营成果较为可观，主要原因在于前两项业务的引流作用较强，如筹款业务，可以天然地通过用户的社交裂变攫取流量；互助业务是时间周期较长的产品，用户必须长期留在产品里才能获得保障，月度的数据更新频率进一步构建了与用户的连结，加强了用户的粘性。因此两者都是有效的获客和蓄客渠道。最后是通过水滴保险商城转化，在获客之后水滴的主要销售渠道包括主攻短期险的网销平台、长险业务的主要来源电销渠道。水滴一般会根据用户特征对其进行区分，分为赠险用户、网络互助用户、短期险用户和推广获客用户，分层次进行营销。

**用户和新单增速较快，渠道下沉能力强。**依托广阔的流量积累和出色的线上化运营能力，水滴保险商城增长动能强劲。截至 2020 年 2 月，公司保障用户数量超过 7000 万，其中 1-2 月份新增用户数超过 3000 万。2 月单月年化新单保费超过 12 亿元，环比增长约 20%。此外，公司渠道下沉能力显著，截至 2019 年，公司 76% 的用户来自三线及三线以下城市，且用户数量增速快于一、二线城市。

图表17：水滴保险商城年化新单保费变化



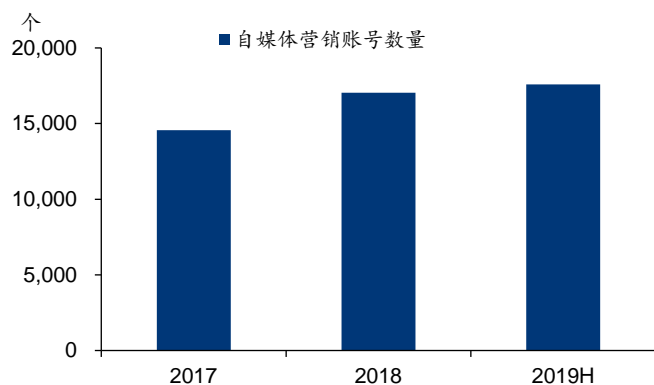
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 慧择网：矩阵式媒体营销，长期健康险强劲

**轻资产商业模式，底层数据库赋能，矩阵式媒体营销。**慧择最早以旅游险、短期健康险起步，2012 年开始涉猎互联网长期险，最初采用“网上预约+电话投保+线下配送”的模式，逐步发展成目前“齐欣云服（未上市）提供底层数据库支持+矩阵式营销体系+完善的客户服务体系”的经营模式。截至 19H1，公司与 17584 个媒体营销主体合作，覆盖微信公众号、知乎、微博等社区，内容以知识普及和产品对比为主，全面的营销体系为公司持续导流，并通过在线客服、电话坐席与客户深度沟通并完成销售。此外，公司以轻资产模式运营，对于长期健康险期交新单，首年保费佣金率为 19-110%，后续 2-5 年分别有 1-30% 不等的佣金比例，为公司现金流提供长期支撑。

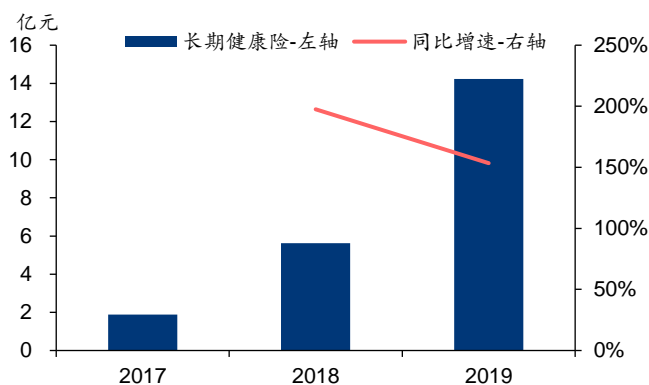
**长期险增长动能强劲，侧面反应社会需求旺盛。**慧择网产品线包括人身险和财产险，过去三年盈利能力略差的财产险业务规模不断压缩，长期健康险成为公司发展的着力点。2019 年公司实现长期健康险保费收入 14.2 亿元，同比增长 153%，从侧面反映了社会对于健康险需求较为旺盛。此外，公司在 2019 年加大了年金险的推进力度，实现保费收入 3.4 亿元，全方位的产品布局有利于公司优化产品生态和客户服务体系。

图表18：慧择网社交媒体营销账号数量变化



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表19：慧择网长期健康险保费收入及同比增速变化

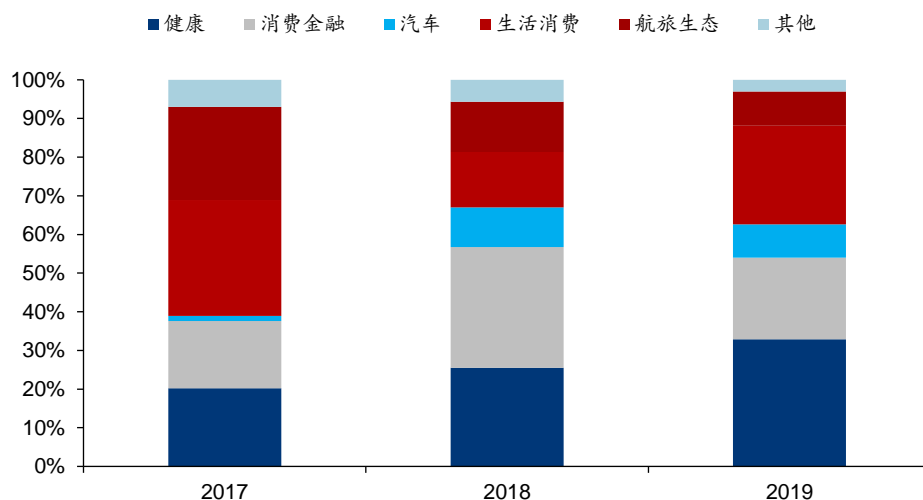


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 众安在线：布局场景化运营，自有平台逐步建立

**互联网场景全方位布局，健康生态增长动能强劲。**众安在线是典型的通过生态场景布局切入财险市场的案例，其生态圈包括生活消费（主流电商平台产品、物流、售后等一系列保障）、健康（医疗与健康险种）、消费金融（个人消费、小微企业供应链金融等信用保证保险）、汽车（车险产品）、航旅（基于互联网旅行等平台的航意险、延误险）。从保费占比来看，2017 年，生活消费和航旅生态是核心业务，分别占比 30%、24.1%。过去两年健康生态业务增长动能强劲，2019 年保费收入录得 48.1 亿元，同比增长 67.6%，占总保费比例为 32.9%，超过消费金融和生活消费成为第一大生态业务。

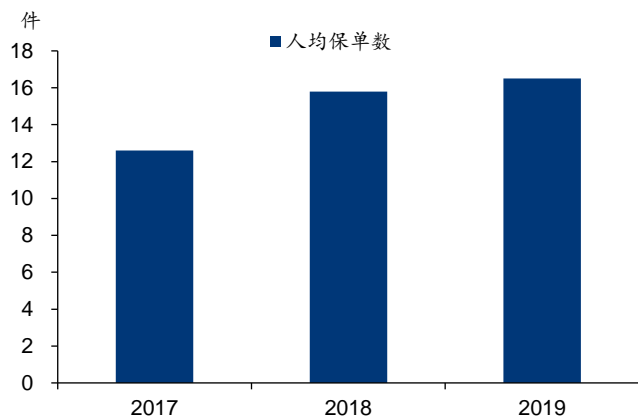
图表20： 众安在线各大生态保费收入贡献占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

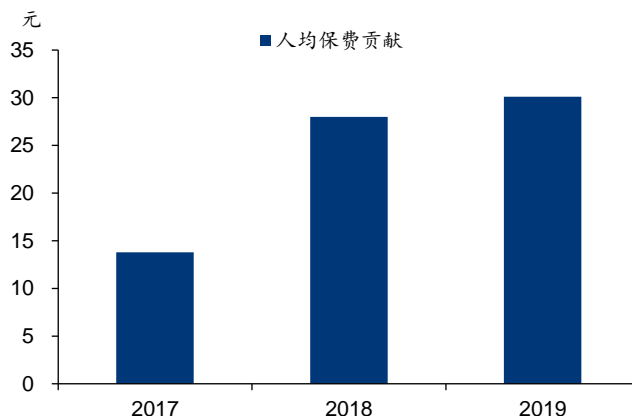
**客户经营不断完善，自有平台逐步发力。**在较为全面的生态布局下，众安的客户经营体系不断健全，2019 年底公司上线互联网医院，提供一站式服务，打通健康生态闭环；在香港地区推出虚拟银行业务，构建综合金融体系。2019 年公司人均保费贡献为 30.1 元，同比提升 7.5%，客户经营成效显著。另一方面，公司推进自有平台发展，2019 年总保费贡献度达 8%，同比提升 6pct，其中，尊享系列用户复购率达 15%，客户粘性进一步增强。

图表21： 众安在线人均保单数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

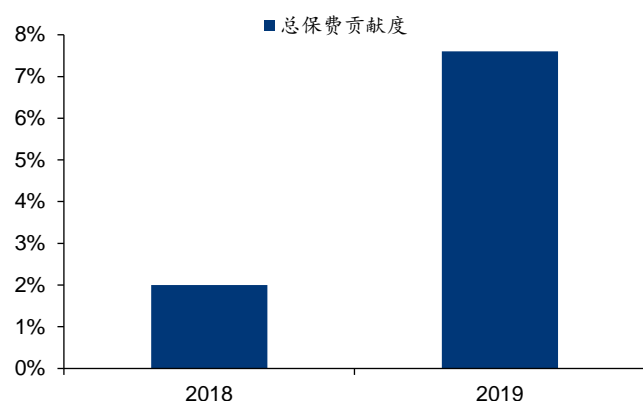
图表22： 众安在线人均保费贡献



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

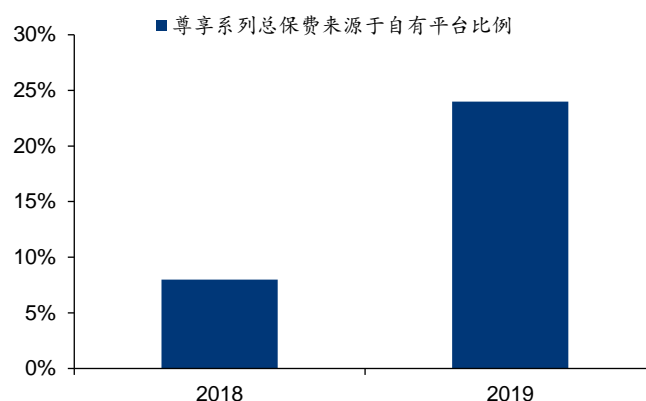


图表23： 众安在线自有平台总保费贡献度



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24： 众安在线尊享系列总保费来源于自有平台比例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 产品竞争角度：构建多层次产品竞争体系

**互联网保险一定程度上影响行业产品竞争格局。**从产品竞争的角度来看，互联网的介入改变了原先较为复杂的产品形态，首先是打散了代理人渠道销售的组合型产品，将不同类型的保障拆分，简化保险条款，降低销售门槛，虽然目前看保障的范围较窄，保险金额一般较低，但长期渗透率的提升带来的变化不容小觑；其次融合了垂直化场景，利用互联网的触达能力，基于特定场景的保险营销推动保险需求，这是传统渠道无法做到的；最后是关于保险业态边界的探索，跳出保险产品来看，风险保障是否依赖于中心化的专业保险公司，去中心化的互助组织是否能够在轻微的调控下长期稳健运营，都是亟待探索的问题。从日本的发展经验来看，互助组织是有其发展生存的逻辑的，但是问题在于抗风险能力较弱。在依托强大的股东实力下，我们认为这类产品未来可能成为传统保险产品的有力补充。

## 相互保险及互助计划：流量取胜，未来具备拓展空间

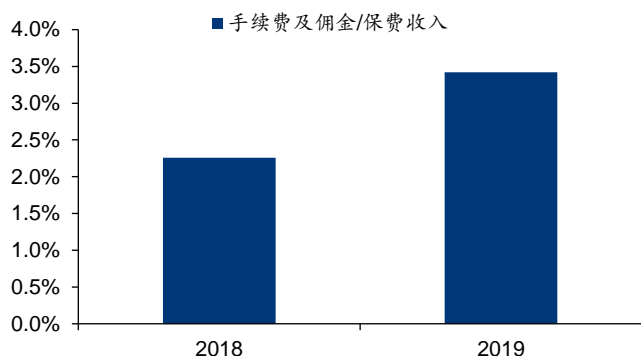
**相互保险发展程度较低，互助计划未来具备拓展空间。**我国在相互制保险有所探索，目前整体发展程度较低，作为唯一的相互制寿险组织，信美相互保险（未上市）经营边际承压。支付宝依托流量优势推出相互宝网络互助计划，是由原相互保险产品相互保升级而来。目前大病互助计划与老年防癌互助计划覆盖人群增长迅速。相互宝与其他保险产品对比，保障范围局限，但核心优势是价格较为低廉，依托低门槛产品吸引流量，高触及频率增强用户粘性，促进激活风险保障意识。伴随用户基数不断积累，未来在保障形式和范围等方面有较大的拓展空间。

## 相互制保险制度在我国有初步探索

我国在相互制保险有所探索，目前整体发展程度较低。相互制保险是保险业较为原始的形式，日本在上个世纪中绝大部分保险公司是以相互保险制运营的，在利率快速下行期部分保险公司破产，一部分原因是相互制在融资能力上有所限制，随后一些公司逐步转换为股份制运营。我国于 2005 年开始相互保险公司的初次探索，阳光农业相互保险（未上市）成立，2019 年保费收入 33.4 亿元，过去 10 年 CAGR 为 7.3%。2017 年，众惠财产相互保险社（未上市）、汇友财产相互保险社（未上市）、信美人寿相互保险社（未上市）相继成立，其中信美相互是目前唯一的相互制人寿保险组织。根据银保监会数据，后三家相互保险公司 2019 年保费收入分别为 7.4 亿元、0.9 亿元、20.1 亿元。整体来看，我国相互制形态的保险发展程度较低。

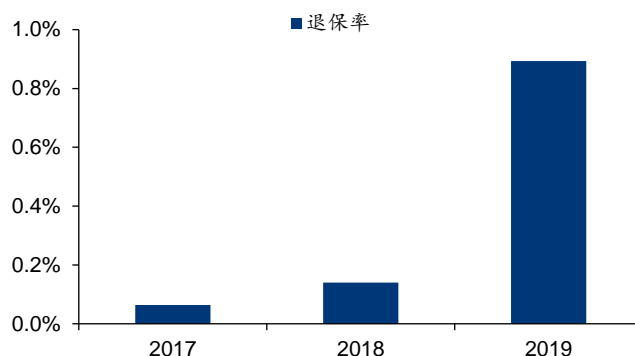
**作为唯一的相互制寿险组织，信美相互保险经营边际承压。**信美相互保险 2019 年实现较快增长，保费收入录得 20.1 亿元，同比增长 273%，系与支付宝早期合作推动。但从费用投放效率和客户服务质量来看，信美相互保险经营边际承压。以当期手续费及佣金/保费收入衡量费用投放效率，2019 年为 3.42%，同比提升 1.16pct；以退保率衡量客户服务质量，2019 年为 0.89%，同比大幅提升 0.75pct。

图表25： 信美相互保险手续费及佣金支出/当期保费收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26： 信美相互保险退保率变化



注：退保率=当期退保金/(寿险责任准备金余额+长期健康险责任准备金余额)；2017 年数据区间为 5 月 11 日至 2017 年底。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 相互宝为网络互助计划，激活风险保障意识

相互宝是由原相互保险产品相互保升级而来，是网络互助计划。相互宝的前身是支付宝于 2018 年 10 月推出的相互保险产品相互保，是由信美相互保险提供的短期团体重疾险，加入门槛是芝麻信用分 650 分以上、年龄 60 岁以下。产品覆盖包括恶性肿瘤在内的 100 种大病，最高保障额度在 10 万元至 30 万元不等。同年 11 月，监管层指出该产品在条款和费率、宣传和信息披露等方面存在不合规的行为，要求产品停售。随后支付宝推出升级产品相互宝，产品性质发生根本变化，由于信美的退出使得相互宝不再具有保险属性，仅仅是网络互助计划，因此不在银保监会监管范围之内。此外，相互宝相较原产品相互保，设置了单个病例分摊费用上限、调低了管理费用。

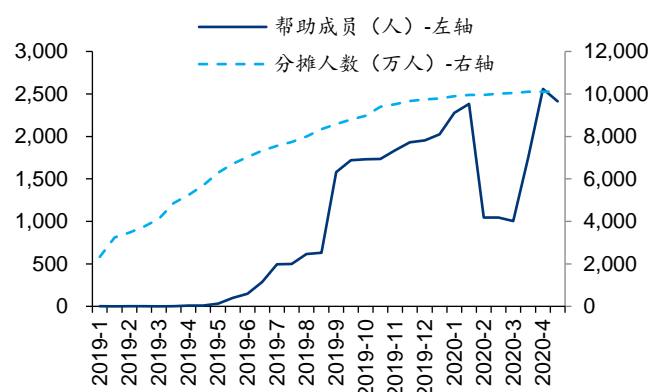
图表27： 相互宝升级内容

|         | 原相互保                                  | 新相互宝         |
|---------|---------------------------------------|--------------|
| 加入条件    | 1、30天≤年龄<59周岁；2、芝麻分≥650；3、蚂蚁会员；4、身体健康 | 不变           |
| 付费方式    | 先加入享受保障，每月14日、28日再分摊费用                | 不变           |
| 互助金     | 10万或30万不等                             | 不变           |
| 保障覆盖    | 99种大病+恶性肿瘤                            | 不变           |
| 互助金领取流程 | 根据流程在支付宝上提交材料                         | 不变           |
| 分摊费用上限  | 全年不设置上限                               | 2019年封顶188元  |
| 管理费     | 保障金额的10%                              | 降至保障金额的8%    |
| 成团条件    | 超过330万人                               | 低于330万人依然有保障 |

资料来源：相互宝公告，华泰证券研究所

**相互宝大病互助计划与老年防癌互助计划覆盖人群增长迅速，人均分摊有所提高。**目前相互宝主要运营大病互助计划和老年防癌互助计划。其中，大病互助计划于2019年1月开始运营，针对59周岁以下人群提供重疾保障，其中40周岁以下人群最高互助金额30万元，40周岁以上人群最高互助金额为10万元。截至2020年5月10日，大病互助计划参与人数达1.01亿人，同比增长77.8%；老年防癌互助计划是相互宝于2019年5月推出的，弥补大病互助计划不能保障60周岁及以上人群的空白，针对60-70周岁的人群，互助金额为5万（轻度恶性肿瘤）或10万（重度恶性肿瘤）。截至2020年5月10日，老年防癌互助计划参与人数达430万人。从平均分摊金额的趋势看，两类计划均呈现明显的上升态势，2020年5月第一期两类计划的人均分摊金额分别为3.93元、19.44元。值得注意的是，2020年2-3月期间由于疫情使得人员流动受限，相关疾病的确诊、审核相应受到影响，因此受帮助成员和人均分摊金额有明显下降。

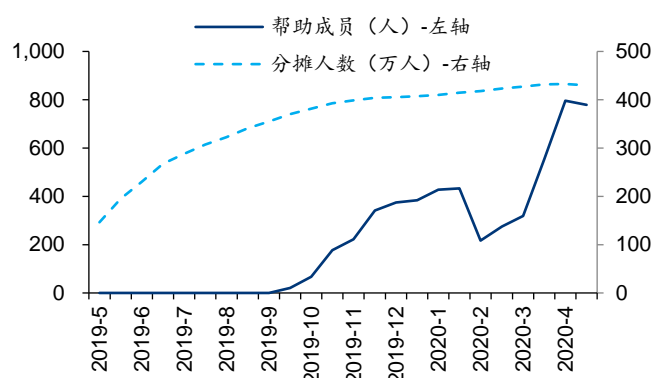
图表28： 相互宝大病互助计划帮助成员与分摊人数



注：每月有两期。

资料来源：相互宝公告，华泰证券研究所

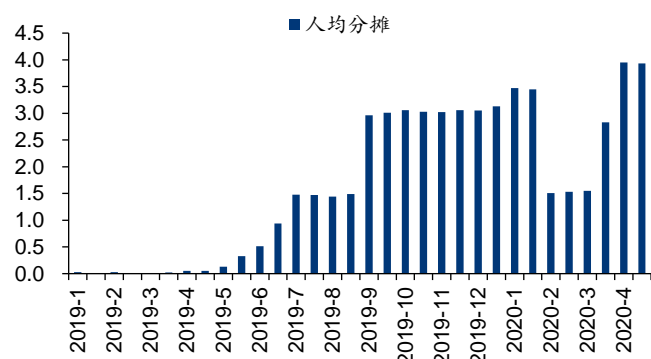
图表29： 相互宝老年防癌互助计划帮助成员与分摊人数



注：每月有两期。

资料来源：相互宝公告，华泰证券研究所

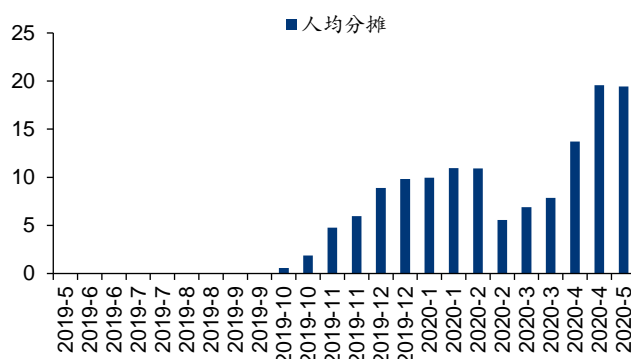
图表30： 相互宝大病互助计划人均分摊金额（元）



注：每月有两期。

资料来源：相互宝公告，华泰证券研究所

图表31： 相互宝老年防癌互助计划人均分摊金额（元）



注：每月有两期。

资料来源：相互宝公告，华泰证券研究所

依托低门槛产品吸引流量，高触及频率增强用户粘性，促进激活风险保障意识。相互宝的背后是阿里系数亿流量的支撑，通过低门槛、决策自由度高的互助产品吸引风险保障尚未完善的人群，并通过社交裂变实现逐步渗透。同时，每月两次的帮助成员数量和人均分摊金额等数据的更新，有效构建起与用户沟通的桥梁，促进建立长期信任关系。在广阔的用户触达基础上，持续激活其风险保障意识，进而引流至门槛稍高但性价比强的好医保等系列产品，最终实现销售转化。

### 目前保障形态较为简单，未来具备发展空间

对比而言相互宝互助计划保障范围局限，核心优势是价格较为低廉。从两类互助计划与其他在售产品横向对比来看，其保障范围相对局限。如大病互助计划，对重疾保障的上限不高，对轻症的保障也较为局限，几乎没有附加服务；老年防癌互助计划在年龄上有较强的约束，而且在质子重离子医疗、住院垫付等服务方面有所欠缺。其核心竞争力在于参与者均摊的是净保费，除 8% 的管理费用外，无任何渠道费用以及公司盈利诉求，因此单从保费来看低于同类产品，尤其是对于高龄人群而言，有非常高的激励加入计划。

图表32： 相互宝大病互助计划与部分目前在售一年期重疾险对比

| 所属公司              | 蚂蚁金服      | 泰康在线              | 人保健康           | 众安在线             | 泰康在线          |
|-------------------|-----------|-------------------|----------------|------------------|---------------|
| 产品名称              | 相互宝大病互助计划 | 微医保重疾险            | 健康福重疾险         | 乐活 e 生重大疾病保险     | 泰康重疾保         |
| 基本信息              | 产品类型      | 互助计划              | 一年期重疾险         | 一年期重疾险           | 一年期重疾险        |
|                   | 承保年龄      | 30 天-60 周岁（不含）    | 0-65 周岁（含）     | 28 天-65 周岁（含）    | 30 天-60 周岁（含） |
|                   | 保障期限      | /                 | 1 年            | 1 年              | 1 年           |
|                   | 等待期       | 90 天              | 90 天           | 90 天             | 90 天          |
|                   | 续保规定      | / 无重疾理赔可续保至 100 岁 | 无重疾理赔可续保至 99 岁 | 停售不续保            | 无理赔可续保        |
| 重疾                | 重疾种类      | 100 种             | 100 种          | 100 种            | 100 种         |
|                   | 重疾保额      | 5-30 万            | 10-50 万        | 10-50 万          | 10-50 万       |
| 轻症                | 轻症种类      | 2 种轻度癌症           | 50 种轻症（可选）     | 50 种轻症（可选）       | 50 种轻症        |
|                   | 轻症保额      | 5 万/2 次           | 2-10 万         | 2-10 万           | 2-10 万        |
| 其他                | 其他保障      | /                 | 绿色通道服务         | 绿色通道服务特定严重疾病保险责任 | /             |
|                   |           |                   |                | /绿色通道服务          |               |
| 保费（统一折算至 30 万缴纳方式 | 每月分摊 2 次  | 年交/月交             | 年交/月交          | 年交               | 年交            |
| 保额年交保费，男性，20 岁    | 54        | 135               | 120            | 270              | 249           |
| 元）                | 40 岁      | 54                | 600            | 1422             | 1263          |
|                   | 50 岁      | 163               | 1905           | 1626             | 3690          |

注：相互宝大病互助计划费用以 2019 年 5 月至 2020 年 5 月人均分摊费用之和计算。

资料来源：公司官网（支付宝、泰康在线、人保健康、众安在线），华泰证券研究所

图表33： 相互宝老年防癌互助计划与部分目前在售防癌险及防癌医疗险对比

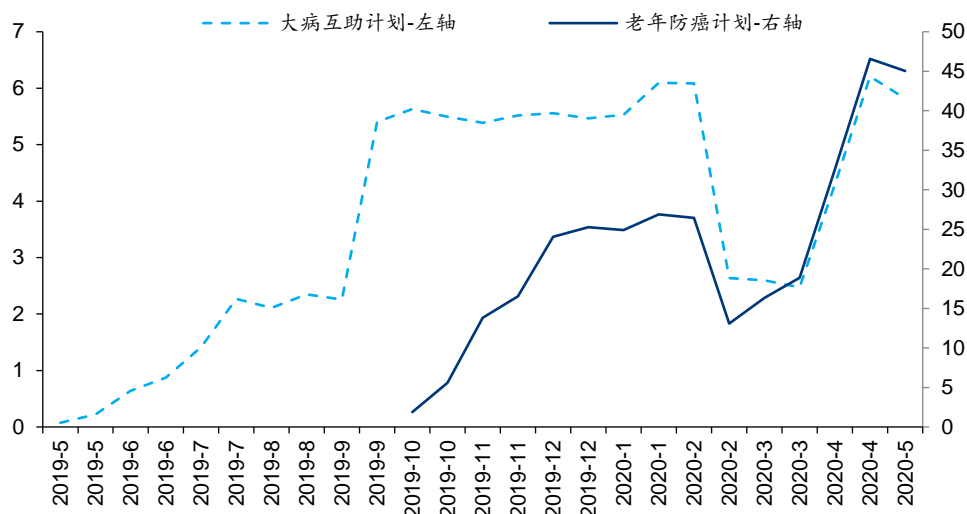
| 所属公司             | 蚂蚁金服        | 人保健康         | 泰康在线                    | 德华安顾人寿        |
|------------------|-------------|--------------|-------------------------|---------------|
| 产品名称             | 相互宝老年防癌互助计划 | 好医保防癌医疗险     | 微医保中老年癌症医疗险             | 孝亲宝老年恶性肿瘤疾病保险 |
| 基本信息             | 产品类型        | 互助计划         | 防癌医疗险                   | 防癌医疗险         |
|                  | 承保年龄        | 60-70 周岁（不含） | 0-70 周岁（含）              | 45-80 周岁（含）   |
|                  | 保障期限        | /            | 1 年                     | 1 年           |
|                  | 等待期         | 90 天         | 90 天                    | 90 天          |
|                  | 续保规定        | /            | 保证续保 6 年 无理赔可续保至 100 周岁 | 保证期内保证续保      |
| 保障内容             | 理赔方式        | 一次性给付        | 报销医疗费                   | 报销医疗费         |
|                  | 癌症保额        | 10 万         | 200 万                   | 200 万         |
|                  | 质子重离子医疗     | /            | 100 万                   | 60% 赔付        |
|                  | 住院垫付        | /            | 有                       | 有             |
| 保费（统一折算至男性，年缴纳方式 | 每月分摊 2 次    | 年交/月交        | 年交/月交                   | 10 年交         |
| 交保费，元）           | 60 岁        | 219          | 1266                    | 830           |
|                  | 65 岁        | 219          | 1899                    | 1093          |

注：相互宝老年防癌互助计划费用以 2019 年 10 月至 2020 年 5 月人均分摊费用之和再年化计算；好医保、微医保两款产品均是有社保的情况。

资料来源：公司官网（支付宝、泰康在线、人保健康、德华安顾人寿），华泰证券研究所

**潜在风险是风险识别能力较弱，伴随用户基数不断积累或可迎刃而解。**由于相互宝计划门槛较低，除了年龄限制外几乎无其他硬性要求，对性别、年龄也缺少详细区分，缺乏较为完善的风险识别机制，因此难以规避逆向选择问题。我们以参与互助计划的人群发病率来看，两种互助计划自成立以来发病率均快速上行，在今年 2-3 月同样是因为疫情的原因有所下降，但是 4-5 月又迅速抬升。伴随参与者年龄结构的不断改变，均摊费用可能有不断提升的趋势。对于较为年轻的参与者而言，当均摊费用超过同类产品时，其参与意愿将受到冲击。进而，伴随年轻参与者的不断退出，群体的疾病发生率会持续抬升，进而挤出年龄相对更高一些的参与者。因此，目前产品的定位在小额的公益项目，可以作为主流商业保险的补充。但伴随着用户基数不断积累，达到一定体量后，年龄结构维持在较为均衡的状态，则这一系统能够保持稳定，逆向选择的问题将得到自然消化。

**图表34： 相互宝大病互助计划和老年防癌互助计划疾病年化发生率变化（万分之）**



注：每月有两期；由于两种互助计划等待期均为 90 天，因此以年化发生率=当期帮助成员/90 天前分摊人数计算\*24。

资料来源：相互宝公告，华泰证券研究所

**相互宝在风险保障等能力上仍有不足，但未来从量变到质变发展空间大。**从保险产品的基本功能来理解，首先是风险识别，再通过风险聚集进行风险定价，最后为客户提供风险保障。相互宝的特点是风险识别环节较为薄弱，在投保人自行申报健康状况的基础上，仅根据年龄做最基本的区分，并且依托相互帮助、分摊费用的体系将风险定价交给参与计划的群体。在风险保障方面也有所缺失，相关保障和服务较为不完善，同时保险金额也较低，以目前的发展形态来看，对传统保险造成的冲击相对有限。但是考虑到产品仅成立一年多便积累了逾 1 亿的用户，且体量仍处于增长趋势。未来伴随用户数量的不断积累，从量变到质变，商业逻辑可能会发生演变，对于这一潜在的可能性需要持续的跟踪观察。



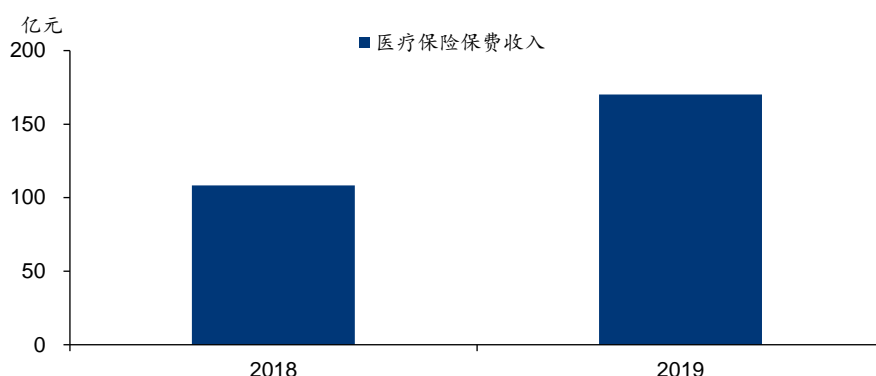
## 互联网医疗险：增长动能强劲，长期产品迎发展契机

互联网医疗险多定位获客型产品，高端化、场景化的长期型产品或成发展方向。医疗险是报销型险种，件均较低，一般定位于获客型产品。分渠道来看，代理人渠道往往将医疗险和主险捆绑销售，以中端医疗险拉近客户关系，目的是促成重疾险或年金险业务。而对于互联网渠道，医疗险产品形态简单，较为标准化，保费较低，是非常合适的获客、流量转化的产品。互联网医疗险热度源于 2016 年，目前增长动能强劲，整体看依然以价格竞争为主，部分险种在客群区分、保障扩展等方面有创新尝试。未来高端化、场景化或成产品拓展方向，且在监管放开长期医疗保险产品费率调整的背景下，长期型产品迎来发展契机。

### 消费需求旺盛，增长动能强劲

互联网医疗险热度源于 2016 年，目前增长动能强劲。医疗险包括百万医疗险、防癌医疗险和专项住院医疗险等，目前主力销售品种为百万医疗险。2016 年，众安在线推出“尊享 e 生”医疗险产品，保费仅百余元起，保额超过百万，自此百万医疗险概念萌生。此后，传统保险公司和互联网保险公司陆续开发百万医疗险产品。2017 年 11 月，腾讯旗下微保上线的首款产品是与泰康在线合作的“微医保”，保额同样达数百万元，保费以月交 10 余元取代了年费的概念，进一步降低了消费者的心理门槛。2018 年 5 月，支付宝平台与人保健康合作的“好医保长期医疗”上线，提供 6 年保证续保，并亮出 5 年免赔额 1 万元的竞争优势。随后各类产品顺应市场变化进行相应的更新。根据中再寿险披露数据，2018 年百万医疗险全年新单保费规模达 170 亿元。从人保健康披露的数据来看，2019 年实现医疗保险原保费收入 170 亿元，同比增长 57.1%，主要系人保健康着力发展与基本医疗保险相衔接的好医保长期医疗等补充医疗保险业务所致，从侧面证明了社会对医疗险需求较为旺盛。

图表35：人保健康医疗保险保费收入



注：人保医疗保险保费收入中部分是团体医疗保险。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 高端化、场景化或成未来发展方向

目前互联网医疗险竞争较为同质化，低价且保障全面的产品引流能力较强。目前互联网医疗险产品较为同质化，导致市场竞争更多在价格层面，在不选择附加责任的情况下，有社保的 30 岁男性年保费整体均在 250-400 元的价格区间内。其中，众安在线的尊享 e 生、泰康在线的微医保 2020、太平财险的水滴百万医疗险 2020 年保费均在 300 元以下，而且保障相对全面，对用户的吸引力较强，这些产品往往作为大型互联网平台的引流方式，逐步激活用户的风险保障意识和培养用户互联网保险的购买习惯。

部分险种在客群区分、保障扩展等方面有创新尝试。部分险种在顾客群体区分、保障扩展、医疗服务等方面有创新尝试。如众安在线的尊享 e 生 2020，在扩展保障责任的基础上，若首次投保时无吸烟史可享受优选费率；部分产品选择在医疗服务产业链进行延伸，如尊享 e 生 2019 提供可选的特需医疗、赴日医疗保障。平安健康旗下的 e 生保（保证续保版 2020）提供癌症第三方诊疗服务；此外，部分产品融合了重疾赔偿保障，如泰康在线的泰医保 2020、平安健康的 i 康保、人保健康的好医保长期医疗 2020，对重疾或癌症有

1-2 万元的保障额度。此外，平安健康充分发挥科技资源优势，在 5 月 15 日推出的 i 康保百万医疗险（慢病版）中，不仅将投保范围放宽至符合健康告知标准的高血压、糖尿病患者，同时结合“健康信用分”概念，鼓励记录用户运动数据及身体指标，并给予一定的费率优惠。

图表36： 部分互联网医疗险概况

| 所属公司 | 产品名称                | 承保年龄          | 基本保额   | 保障期限 | 等待期  | 投保地域           | 其他保障  | 产品特点                      | 保费（30 岁，男性，有社保） |
|------|---------------------|---------------|--------|------|------|----------------|---|---------------------------|-----------------|
| 众安在线 | 尊享 e 生 2020         | 30 天-60 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 600 万；质子重离子医疗保险 600 万；恶性肿瘤院外特定药品费用医疗保险 600 万；（可选）重疾住院津贴 100 元/天  | 疾病意外均保障；有吸烟史保额较高；区分有/无吸烟史 | 308 元           |
| 众安在线 | 尊享 e 生 2019         | 30 天-60 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 300 万；质子重离子医疗保险 100 万；（可选）指定疾病及手术特需医疗 600 万；（可选）恶性肿瘤赴日医疗保险 100 万；法律费用 6000                               | 可选特需医疗、赴日医疗               | 306 元           |
| 泰康在线 | 微医保 2020            | 30 天-65 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 600 万；重疾住院津贴 100 元/天；（可选）特需医疗；可选（赴外医疗）；见 5 种特疾特需国际第二诊疗意见；就医绿色通道；费用垫付                                     | 国际第二诊疗意见；免赔额最低递减至 8000 元  | 276 元           |
| 泰康在线 | 微医保长期医疗险 2020       | 30 天-60 周岁（含） | 200 万元 | 6 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 400 万；重疾住院津贴 100 元/保障期限长；免赔额逐年降低   | 重疾豁免保费；免赔额最低递减至 8000 元    | 405 元           |
| 泰康在线 | 泰医保 2020            | 30 天-65 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 600 万；重疾赔付 1 万或 2 万；重疾手术意外身故，赔付 10 万或 20 万；质子重离子和外购药报销   | 提供重疾赔偿；手                  | 371 元           |
| 太平财险 | 水滴百万医疗险 2020        | 30 天-60 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 600 万；可选降低免赔额至 5000 元；异地就医交通费用补偿；就医绿色通道；质子重离子医疗  | 可选降低免赔额                   | 277 元           |
| 平安健康 | e 生保（保 28 天续保版）2020 | 28 天-50 周岁（含） | 200 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 恶性肿瘤医疗保险 200 万；恶性肿瘤津贴 1 万；住院就医安排保险金（住院绿通）一次；恶性肿瘤第三方诊疗费用保险金（肿瘤二诊）一次；恶性肿瘤豁免保险费                                      | 保证续保 6 年；恶性肿瘤豁免           | 366 元           |
| 平安健康 | i 康保 2020           | 30 天-60 周岁（含） | 200 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 400 万；癌症津贴 1 万   | 包含癌症医疗保障；癌症津贴             | 481 元           |
| 人保健康 | 好医保长期医疗险 2020       | 30 天-60 周岁（含） | 200 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 400 万；就医绿通、医疗费用垫付，质子重离子手术赔付 100%；重疾津贴 1 万  | 保证续保 6 年；重疾津贴；质子重离子完全赔付   | 259 元           |
| 人保健康 | 健康金福 2020           | 30 天-65 周岁（含） | 100 万  | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 200 万；就医绿色通道   | 保障较为基础                    | 276 元           |
| 复星联合 | “定心健康保险 2020”乐享一生   | 30 天-49 周岁（含） | 200 万元 | 5 年  | 30 天 | 北京/广东/上海/江苏/四川 | 特殊门诊医疗 200 万；恶性肿瘤医疗保险 200 万；住院绿色通道与恶性肿瘤第二诊疗意见服务 5 年 1 次；住院垫付服务  | 5 年期百万医疗险；恶性肿瘤保额翻倍        | 403 元           |
| 众惠财产 | 惠享 e 生 2020         | 30 天-70 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 90 天 | /              | 重大疾病医疗保险 300 万  | 承保至 70 岁；免赔额灵活可选          | 483 元           |
| 京东安联 | 京彩一生 2020           | 30 天-65 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 意外身故及伤残保险金 1 万；100 种重大疾病住院外购药可报销；特定疾病特需医疗（与重大疾病、甲状腺 100 种重疾医疗保险金共用保额）300 万；（可选）质子重离子医疗保险（与 100 种重疾医疗保险金共用保额）300 万 | 相关疾病 0 免赔；重疾住院绿通及住院垫付服务   | 225 元           |
| 易安财险 | 王者医疗（续保版）2020       | 28 天-99 周岁（含） | 300 万元 | 1 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 300 万；重疾就医绿色通道   | 承保至 99 周岁；重疾大病无免赔额        | 401 元           |
| 国华人寿 | 微医保长期医疗险 2020       | 30 天-60 周岁（含） | 200 万元 | 6 年  | 30 天 | /              | 重大疾病医疗保险 400 万；重疾住院津贴 100 元/天；重疾豁免保费；免赔额最低递减至 8000 元  | 6 年交 405 元                | 405 元           |

资料来源：公司官网（众安在线、泰康在线、太平财险、平安健康、人保健康、易安财险、复星联合健康、京东安联、国华人寿），华泰证券研究所

**高端化、场景化或成未来产品拓展方向。**一方面，行业渗透率的提升和对高质量服务的需求提升是并存的，在行业发展不同阶段的主导因素可能有所差异。目前行业渗透率较低，通过普惠化、标准化的高性价比产品获客，是行业的主旋律。而伴随居民物质水平提高和风险保障意识逐步觉醒，高端化的医疗产品将迎来发展，方向上不断实现定制化、深度化，提供包括远程问诊、个性化体检、健康管理、海外就医等高附加值医疗服务，对险企在产业链延伸的能力提出更高的要求。另一方面，完善的医疗健康生态体系布局和海量的客户数据基础，赋予险企线上场景化销售医疗险的能力。通过特定的医疗场景引流提升保险销售的转化率，同时基于用户画像精准营销，规避潜在风险，最大程度提升运营效率。

### 监管放开费率调整，长期产品迎发展契机

**监管放开长期医疗保险产品费率调整，长期型产品迎来发展契机。**根据银保监会披露，我国 2019 年实现医疗保险保费收入 2442 亿元，同比增长 32%，领先行业总保费增速约 20pct。但绝大多数为 1 年期业务，长期保障作用较弱。基于此背景，2020 年 4 月 2 日银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，明确费率可调的长期医疗保险产品范围和基本要求，并对市场行为进行规范。**从供给端看**，在原有的监管框架下，长期健康险的费率不能调整，保险公司对未来几十年的费用和赔付难以准确估计，因此人身险公司对于开发长期产品保持谨慎态度，进而导致健康险市场以短期险为主，较为同质化，新规的放开将有力增加供给端的丰富度；**从需求端看**，客户的核心诉求之一是获得长期的保障，而短久期的保单续保不确定，长期医疗险的保障期限更长、保障责任更加充分。此外，银保监会同时也在推进短期健康保险业务的市场规范工作。因此我们认为在监管引导的高质量发展框架下，长期型健康保险将迎来发展契机，短期型产品或将成为补充。从目前的实践来看，5 月 25 日，支付宝联合人保健康、中再寿险推出好医保终身防癌医疗险，是国内首款保证续保终身的医疗险。从条款看，癌症住院保额 400 万，70 岁前无理赔，保额每年增加 20 万，最高至 500 万。且涵盖外购药、质子重离子治疗等服务，保障较为全面。

**图表37：好医保终身防癌医疗险产品信息**

| 产品信息            | 好医保终身防癌医疗险                     |
|-----------------|--------------------------------|
| 保额              | 400 万                          |
| 投保年龄            | 0-70 周岁                        |
| 保障期间            | 1 年                            |
| 等待期             | 90 天                           |
| 保证续保            | 终身                             |
| 住院日数限制          | 无限制                            |
| 外购药物            | 有                              |
| 质子重离子           | 有                              |
| 特需医疗            | 无                              |
| 赴外医疗            | 无                              |
| 就医绿通            | 有                              |
| 费用垫付            | 有                              |
| 其他保障            | 70 岁前无理赔，保额每年增加 20 万，最高至 500 万 |
| 保费（30 岁，男性，有社保） | 169 元/年                        |
| 保费（50 岁，男性，有社保） | 666 元/年                        |
| 保费（70 岁，男性，有社保） | 2339 元/年                       |

资料来源：公司官网（人保健康），华泰证券研究所

## 互联网重疾险：产品不断更迭，低价是核心竞争力

**低价是互联网重疾险核心竞争力，年龄结构变迁或提升渗透率。**由于中低端的重疾险产品保障范围、额度差异不大，叠加险企对渠道掌控力弱，因此互联网重疾险目前以低价竞争为主，性价比较高的产品频频成为爆款。另一方面，部分险企在险种形态、保障内容等方面不断丰富，构建较为完善的互联网保险产品线。与此同时，复杂型产品销售依赖于完善的客户服务体系。此外，重疾险的主要客户在 30-49 岁之间，伴随社会年龄结构的演变，或逐步促进互联网重疾险渗透率的提升。未来传统代理人渠道将错位竞争，高端化与产业链的延伸或成关键。

## 低价是核心竞争力，产品形态持续演变

**高性价比是互联网重疾险竞争的主旋律。**互联网重疾险价格较为透明，保障范围相对同质化，叠加中介生态以性价比为核心关注点，导致整体竞争偏向于价格维度。2014 年阳光人寿推出首款全透明互联网重疾险“健康随心保”，并公布产品的精算报告，从侧面反映互联网保险最初便显现了价格竞争的格局。从目前主流的互联网重疾险来看，以 30 岁男性、50 万保额、30 年缴费期衡量，国富人寿（未上市）的嘉和保、百年人寿（未上市）的康惠保价格均在 5000 元以下，是典型的代理人渠道同类型产品的 1/2 左右，而其他产品的价格区间普遍在 5000-7000 元价格区间，部分多次赔付型产品如光大永明人寿（未上市）的嘉多保、瑞华保险（未上市）的倍嘉乐保价格较高。对于一年期的短期重疾险，众安保险与支付宝合作的健康福、泰康在线与微保合作的微医保重疾险，30 岁男性投保 50 万保额保费均不到 500 元，平安健康旗下的 i 康保价格略高，同等条件为 945 元，系产品针对 11 种特定重疾额外赔付 100% 基本保额。整体来看，互联网重疾险依然是以价格竞争为主旋律，部分中小公司产品频繁击破前期价格低点，高性价比产品成为爆款，短期以价换量策略效果显著。

图表38： 部分互联网重疾险概况（1）

| 公司                       | 信泰保险   | 国富人寿                          | 百年人寿      | 复星联合健康                  | 昆仑健康  | 天安人寿  | 海保人寿  | 横琴人寿                        | 复星联合健康   | 国华人寿                                     |
|--------------------------|--|-------------------------------|-----------|-------------------------|---|---|---|-----------------------------|--|--|
| 产品名称                     | 超级玛丽重疾险 2 号 Max  | 嘉和保                           | 康惠保       | 达尔文 1 号                 | 健康保 2.0   | 健康源尊享版  | 芯爱 2 号  | 优惠宝                         | 六六六  | 健康福（保终身）                                 |
| 保障期间                     | 终身   | 终身                            | 终身        | 终身                      | 终身  | 终身  | 终身  | 终身                          | 终身   | 终身                                       |
| 交费期间                     | 30 年   | 30 年                          | 30 年      | 30 年                    | 30 年  | 20 年  | 30 年  | 30 年                        | 30 年   | 30 年                                     |
| 投保年龄                     | 0-55 周岁  | 0-60 周岁                       | 0-55 周岁   | 0-55 周岁                 | 0-60 周岁   | 0-60 周岁   | 0-55 周岁   | 0-55 周岁                     | 0-50 周岁  | 0-50 周岁                                  |
| 等待期                      | 90 天   | 90 天                          | 180 天     | 180 天                   | 90 天  | 90 天  | 180 天   | 90 天                        | 90 天   | 90 天                                     |
| 重疾种类                     | 110 种  | 110 种                         | 100 种     | 80 种                    | 110 种   | 105 种   | 100 种   | 112 种                       | 108 种  | 100 种                                    |
| 首次赔付比例                   | 100%   | 100%                          | 100%      | 100%                    | 100%  | 100%  | 100%  | 100%                        | 100%   | 100%                                     |
| 赔付次数                     | 1 次  | 1 次                           | 1 次       | 1 次                     | 1 次   | 5 次   | 1 次   | 1 次                         | 6 次  | 1 次                                      |
| 保障特色                     | 60 岁前额外赔付 60% 基本保额   | 前 15 年且未满足 51 岁，额外赔付 50% 基本保额 |           | 80 岁前理赔轻症，每次增加 10% 基本保额 | 无   | 第 1 次赔付已无交保费、现金价值、基本保额，三者取大，第 2-5 次赔付 100% 基本保额 |   | 60 岁前，额外赔付 60% 基本保额         | 前 2 年确诊首次重疾，报销治疗费用，2 年后确诊，赔付保额、保额已交保费或现金价值三者取大，其余次数赔付 100%                 | 前 10 年确诊首次重疾，报销治疗费用，2 年后确诊，赔付 30% 基本保额   |
| 中症种类                     | 25 种   | 25 种                          | 无         | 无                       | 25 种  | 20 种  | 25 种  | 25 种                        | 25 种   | 20 种                                     |
| 首次赔付比例                   | 60%  | 50%                           | 无         | 无                       | 50%   | 50%   | 50%   | 60%                         | 50%  | 50%                                      |
| 赔付次数                     | 2 次  | 3 次                           | 无         | 无                       | 2 次   | 2 次   | 2 次   | 2 次                         | 2 次  | 3 次                                      |
| 保障特色                     | 无  | 依次赔付 50%、55%、60% 基本保额         | 无         | 无                       | 无   | 无   | 依次赔付 50%、60% 基本保额                                 | 无                           | 无  | 无  |
| 轻症种类                     | 50 种   | 40 种                          | 30 种      | 35 种                    | 50 种  | 35 种  | 40 种  | 50 种                        | 40 种   | 40 种                                     |
| 首次赔付比例                   | 45%  | 40%                           | 25%       | 25%                     | 30%   | 30%   | 30%   | 40%                         | 30%  | 30%                                      |
| 赔付次数                     | 3 次  | 3 次                           | 1 次       | 3 次                     | 3 次   | 3 次   | 3 次   | 3 次                         | 3 次  | 3 次                                      |
| 保障特色                     | 无  | 依次赔付 40%、45%、50% 基本保额         | 无         | 无                       | 依次赔付 30%、40%、50% 基本保额                           | 无   | 依次赔付 30%、35%、40% 基本保额                             | 无                           | 无  | 无  |
| 身故保障                     | 100% 保额/无  | 100% 保额/无                     | 无         | 返现金价值                   | 1 倍保费/无   | 保额、保费、现金价值三者取大                                  | 100% 保额/无   | 100% 保额/无                   | 保额、保费、现金价值三者取大/返现金价值   | 无/1 倍保费/100% 保额                          |
| 满期返还                     | 无  | 无                             | 无         | 无                       | 无   | 可附加   | 无   | 无                           | 无  | 无  |
| 其他保障                     | 早期癌症二次赔付 45% 保额；可选恶性肿瘤二次赔付 120% 保额；可选特定心脑血管疾病二次赔付 120% 保额；可选全残保障 | 可选癌症二次赔付 100% 基本保额            | 可选轻症和豁免保障 | 无                       | 可选恶性肿瘤二次赔付 100% 基本保额；成人特定疾病额外赔付 50% 基本保额；重疾医疗津贴 | 疾病终末期   | 5 种心血管特定轻症二次赔付 30% 基本保额；5 种心血管特定重疾二次赔付 100% 基本保额； | 可选恶性肿瘤二次赔付 120% 保额且重疾豁免后期保费 | 18 种少儿特定疾病额外赔付 30% 基本保额；13 种男性/7 种女性特定疾病额外赔付 30% 基本保额；可附加恶性肿瘤、等赔 100% 基本保额 | 恶性肿瘤二、三次赔付 100% 基本保额；可选特定重疾额外赔 100% 基本保额 |
| 保费（30 岁，男 5515 元，50 万保额） |  | 4780 元                        | 4550 元    | 6220 元                  | 5199 元  | 12450 元   | 5725 元  | 5700 元                      | 9665 元   | 6787 元                                   |

资料来源：公司官网（信泰保险、国富人寿、百年人寿、昆仑健康、天安人寿、海保人寿、横琴人寿、复星联合健康、国华人寿），华泰证券研究所



图表39： 部分互联网重疾险概况（2）

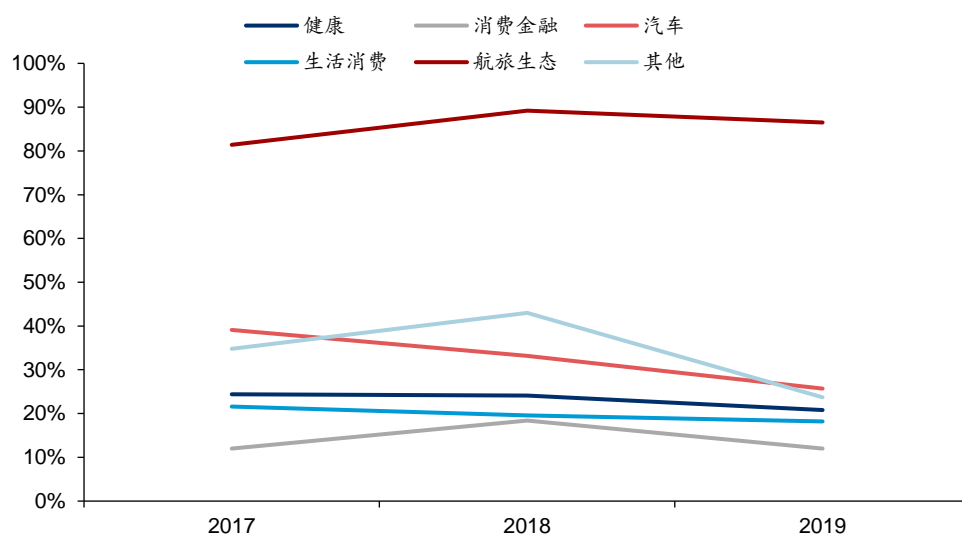
| 公司                        | 光大永明人寿  | 瑞华保险   | 国华人寿   | 人保寿险                 | 泰康人寿         | 国华人寿                      | 众安保险       | 泰康在线                             | 平安健康  | 众安保险   |
|---------------------------|---|--|--|----------------------|--------------|---------------------------|------------|----------------------------------|---|--|
| 产品名称                      | 嘉多保   | 倍嘉乐保   | 健康福(保微医保终身重<br>终身)   | 人保寿险<br>疾病(可选轻<br>症) | 微医保终<br>身重疾险 | 好医保重疾<br>(停售)             | 健康福一<br>年期 | 微医保重疾<br>险                       | i康保   | 乐活 e 生   |
| 保障期间                      | 终身  | 终身   | 终身   | 终身                   | 终身           | 终身                        | 1 年        | 1 年                              | 1 年   | 1 年  |
| 交费期间                      | 30 年  | 30 年   | 30 年   | 30 年                 | 30 年         | 30 年                      | 1 年        | 1 年                              | 1 年   | 1 年  |
| 投保年龄                      | 0-50 周岁   | 0-55 周岁  | 0-50 周岁  | 0-55 周岁              | 0-45 周岁      | 0-45 周岁                   | 0-65 周岁    | 0-65 周岁                          | 18-50 周岁  | 0-60 周岁  |
| 等待期                       | 90 天  | 180 天  | 90 天   | 90 天                 | 90 天         | 90 天                      | 90 天       | 90 天                             | 90 天  | 90 天   |
| 重疾种类                      | 110 种   | 110 种  | 100 种  | 100 种                | 100 种        | 100 种                     | 100 种      | 100 种                            | 100 种   | 100 种  |
| 首次赔付比例                    | 100%  | 100%   | 100%   | 100%                 | 100%         | 100%                      | 100%       | 100%                             | 100%  | 100%   |
| 赔付次数                      | 6 次   | 5 次  | 1 次  | 1 次                  | 1 次          | 1 次                       | 1 次        | 1 次                              | 1 次   | 1 次  |
| 保障特色                      | 前 10 年且未<br>满 50 周岁确诊<br>重疾, 额外赔付<br>20%保额              | 无  | 前 10 年额<br>外赔付<br>30%基本<br>保额                                      | 无                    | 无            | 前 10 年最高<br>额 50%基本<br>保额 | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 中症种类                      | 25 种  | 25 种   | 20 种   | 无                    | 无            | 无                         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 首次赔付比例                    | 50%   | 50%  | 50%  | 无                    | 无            | 无                         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 赔付次数                      | 2 次   | 2 次  | 3 次  | 无                    | 无            | 无                         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 保障特色                      | 无   | 无  | 无  | 无                    | 无            | 无                         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 轻症种类                      | 40 种  | 40 种   | 40 种   | 50 种                 | 无            | 50 种                      | 50 种       | 50 种                             | 50 种  | 50 种   |
| 首次赔付比例                    | 30%   | 30%  | 30%  | 20%                  | 无            | 20%                       | 20%        | 20%                              | 20%   | 20%  |
| 赔付次数                      | 3 次   | 3 次  | 3 次  | 3 次                  | 无            | 3 次                       | 1 次        | 1 次                              | 1 次   | 1 次  |
| 保障特色                      | 保额递增, 依<br>次赔付 30%,<br>35%, 30%、<br>35%、<br>40%基本保<br>额 | 依次赔付<br>40%基本保<br>额; 不同器<br>官的原位癌<br>间隔 1 年<br>可二次赔<br>付 | 无  | 无                    | 无            | 无                         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 身故保障                      | 100%保额  | 1 倍保费<br>/100%保额   | 无/1 倍保<br>费/100%<br>保额   | 1 倍保费                | 1 倍保费        | 100%保额/1<br>倍保费/无         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 满期返还                      | 无   | 无  | 无  | 无                    | 无            | 无                         | 无          | 无                                | 无   | 无  |
| 其他保障                      | 重疾绿通服务;<br>可附加癌症二、<br>三次赔 100%基<br>本保额; 高残/疾<br>病终末期    | 可选特定重疾<br>二次赔付<br>100%基本保<br>额; 疾病健康维<br>护金              | 恶性肿瘤<br>二、三次赔<br>付 100%<br>基本保额;<br>可选特定<br>重疾额外<br>赔 100%<br>基本保额 | 无                    | 无            | 癌症额外赔付<br>2 次; 保额奖励       | 无          | 可选特定疾<br>病双倍赔; 可<br>选特定传染<br>病保障 | 11 种特定重疾,<br>100%重疾额外<br>赔 100%基本保<br>额; 可选<br>癌症特药<br>保障 | 20 种特定<br>重疾, 20 种特<br>定重疾额外<br>赔 100%基本保<br>额; 可选<br>癌症特药<br>保障 |
| 保费 (30 岁, 男<br>性, 50 万保额) | 8585 元  | 10270 元  | 6787 元   | 7700 元               | 6950 元       | 7997 元                    | 440 元      | 460 元                            | 945 元   | 850 元  |

资料来源：公司官网（光大永明人寿、瑞华保险、国华人寿、人保寿险、泰康人寿、国华人寿、众安保险、泰康在线、平安健康），华泰证券研究所

## 保障内容日趋丰富，客户服务为成功要素

保障内容不断丰富，复杂型产品销售依赖于完善的客户服务体系。互联网重疾险保障内容不断更迭升级，一方面，针对不同情形提升保额，如保单前期重疾额外赠送保额、轻症后重疾保额增长、特定高发疾病额外赠送保额、高龄疾病额外赔付保额等；另一方面，提供多次赔付或身故/重疾津贴，以及绿通服务等相关医疗服务。在此背景下，互联网重疾险略显现出在价格竞争外的差异化竞争态势，但同时也意味着产品门槛的提升，去中介化的进程更加困难，因此无论是互联网保险公司还是保险电商平台，在渠道端的投入依然非常大，获客依赖前端流量转化，促单依赖客服的沟通指引。如众安在线 2019 年健康生态渠道费用占净保费比例为 20.8%；慧择网拥有数百名电话客服，提供全天候服务，促成最后的销售流程。

图表40：众安在线分生态渠道费用占净保费比例变化

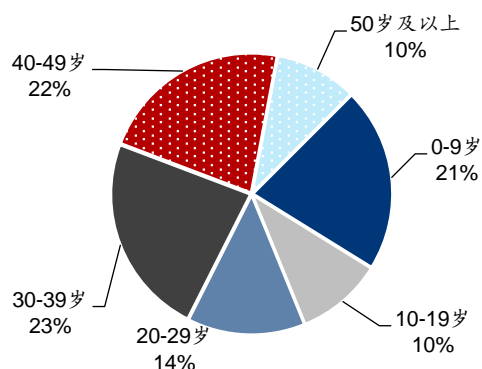


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 年龄结构变化促进渗透率提升，代理人渠道错位竞争

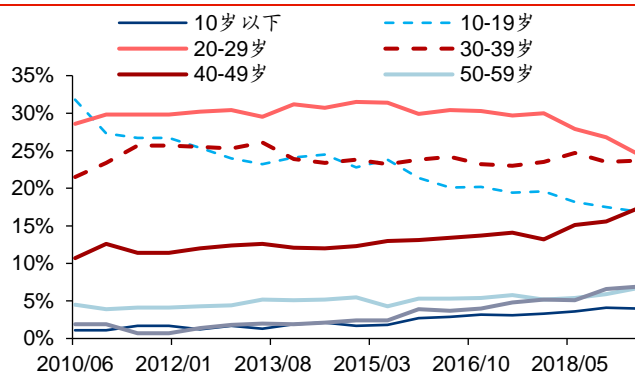
社会年龄结构的演变或逐步促进互联网重疾险渗透率的提升。从中国太保披露的重疾险客户分布来看，30-49岁是重疾险主力购买人群。截至2018年该年龄段占比55%。从不同年龄段的消费习惯来看，中年人对互联网保险更倾向于持谨慎态度，对线下代理人渠道面对的展业更有安全感，同时对大型保险公司品牌的信任度更高；而目前20-29岁年龄段对互联网接受度高，根据中国互联网信息中心数据，截至19H1，我国网民年龄结构中，20-29岁网民占比最高，为24.6%。从过去三年的变化来看，20-29岁网民占比逐步下滑，40-49岁网民占比不断提升，这意味着随着社会年龄结构演变，重疾险主力消费年龄段的人群对互联网的接受度将持续抬升，或将促进互联网重疾险渗透率的提升。

图表41：中国太保重疾险客户年龄分布（截至2018年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42：我国网民年龄结构变化



资料来源：中国互联网信息中心，华泰证券研究所

**代理人渠道错位竞争，高端化与产业链的延伸或成关键。**伴随产品比价信息渗透率的提升和主流购买人群消费习惯的变化，在中低端产品线的竞争上互联网渠道将逐渐积累竞争优势，代理人渠道未来或将错位竞争，定位高端化、定制化，提升配套服务能力，完善客户服务体系。从本质上看，保险作为一种商品，价格竞争只是其中一个维度，互联网的优势在于能够充分下沉，精准切入价格敏感性的客户，短期冲量较为容易，但也意味着盈利空间受到局限。若大型险企发挥资源优势，在医疗、康养，甚至教育产业链上进行延伸，不局限于保险产品的竞争，差异化定位，则能够避免在中小保险公司的低价冲击下损失客户资源。

**传统保险服务客户全生命周期，提供全方位保障，相较碎片化的互联网险种具备比较优势。**一般而言，传统保险可提供包括寿险、年金险、重疾险、医疗险等一揽子保险组合计划，满足客户全生命周期、全方位的保障需求，并可以向家庭成员横向拓展，这是碎片化的互联网险种所欠缺的能力。因此，对于保障需求较为复杂、价格敏感度低、对后续服务要求较高的客户，目前传统保险依然是更为妥善的选择。

## 翘首展望：商业模式变革逐步酝酿，预计未来行业竞争分层

未来行业竞争或有所分层，综合险企与专业化互联网保险公司错位竞争。目前来看，险企对互联网渠道掌控力较弱，盈利模式有待验证，但是基于流量积累，从量变到质变的过程正在酝酿。从行业竞争策略来看，或有所分化，短平快的互联网渠道成为中小险企的选择，而代理人高端转型势在必行。从产品竞争的维度来看，专业互联网保险公司主要在中低端的标准化保险市场竞争，部分资源丰富、科技能力优秀的险企向中高端或非标准化拓展。而综合险企可自设互联网公司，利用简单型的产品引流，但核心竞争力的来源还是依托资源优势，通过医疗、康养产业链的协同布局，开发综合型产品，实现价值的提升。

图表43：互联网保险竞争格局展望

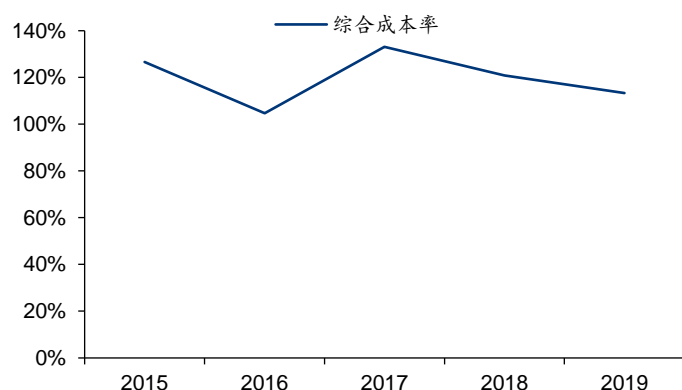


资料来源：华泰证券研究所

## 渠道能力尚未成熟，盈利能力有待验证

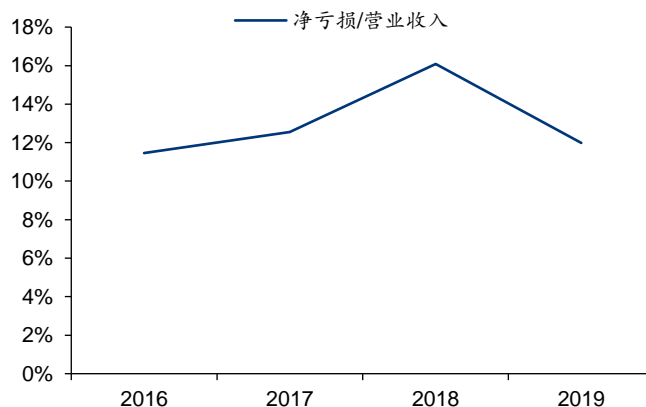
险企对互联网渠道掌控力较弱，盈利模式有待验证。传统代理人渠道销售的传导路径是险企-代理人-客户，险企对代理人的管理能力强，而由于地域和社交局限性，代理人对客户的经营能力也较强。虽然代理人离客户最近，但是大量的代理人形成的分散格局导致对险企的议价能力弱，因此产业链地位最高的是上游的险企；而目前互联网渠道的典型传导路径为险企-中介平台-流量平台-客户，险企对中介平台掌控力不强，中介平台与流量平台的合作关系以海量、广泛为核心，从流量到客户的转化又不确定。因此从产业链地位来说，与客户最近的流量平台将攫取大部分利润，尤其是部分转化率较高的平台，如航意险、延误险等业务，2019 年众安在线航旅生态的业务中，渠道费用占净保费比例高达 86.5%，充分说明了险企的弱势。在这样的地位下，专业的互联网保险公司往往难以建立成熟的盈利模式，众安在线过去五年的综合成本率始终处于 100% 以上，泰康在线过去四年也一直处于亏损状态。

图表44：众安在线综合成本率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表45：泰康在线净亏损/营业收入变化

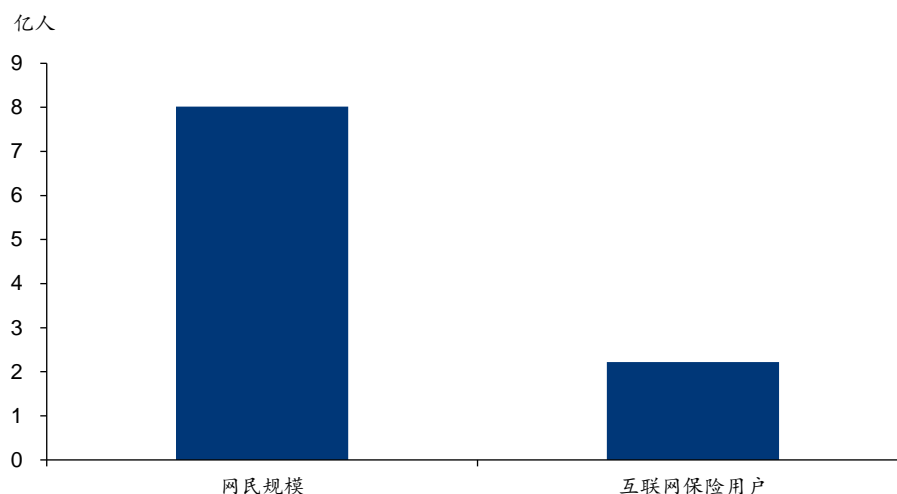


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 对行业格局有所冲击，未来竞争或分化

基于流量积累，从量变到质变的过程正在酝酿。互联网对于保险行业的影响，最基础的在于渠道变革，从点对点的代理人展业，到互联网广阔的渠道下沉能力；其次在于商业模式的变革，从海量的流量积累和用户数据，使得精准化和定制化逐渐成为可能，产品线的扩充也使得供给端能力逐步提升，新形态的产品如相互帮助计划持续成长，不断拓宽其边界；最后是行业竞争格局的重塑，不同层次产品的竞争主战场的选择，保险业态边界的探索，均是在互联网框架下行业需要探索的问题。

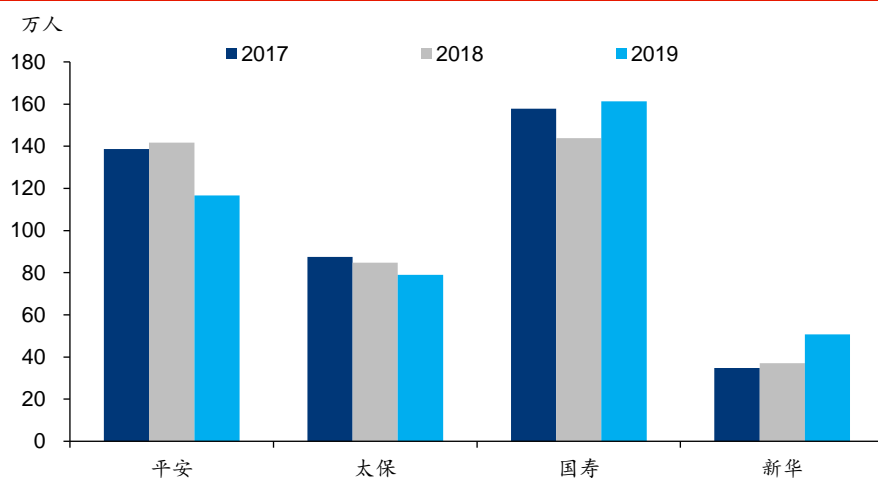
图表46：互联网保险用户与互联网网民规模对比（截至 2018 年）



资料来源：腾讯《2018 年互联网保险年度报告》2019.2，华泰证券研究所

行业竞争策略分化，中小险企渠道延伸，代理人高端转型势在必行。从行业竞争策略看，未来可能会出现分化的局面。互联网渠道短平快，培养周期短，用户触达面积广，渠道费用投入激励见效快。对于中小险企而言，代理人渠道一般较弱，与银行合作面也较窄，在短期体量考核的指引下，发展互联网渠道成为最合适的策略。另一方面，站在综合实力较强的大型险企的立场，代理人质态的提升成为核心竞争力，面向中高端客户群体，增强服务能力，提升价值率，促进公司价值长期健康发展。从上市险企的布局来看，代理人体量策略上有所分化，但专注于质量提升的主旋律保持不变。

图表47：上市险企代理人数量



资料来源：公司公告（中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险），华泰证券研究所

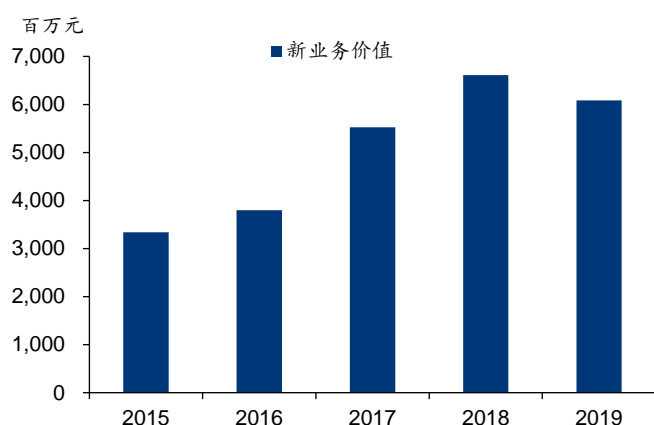


**延伸产业链布局，解决用户痛点，提供全方位保障。**用户在发生购买保险的行为时，除价格外，同样会关心服务体系，如理赔的难易度，附加的健康、医疗、养老等服务。险企可在保险产业链外加强布局，如建设发展养老社区，与相关寿险产品协同；培育医疗健康产业链，构建在线诊疗、健康管理、高端医疗等服务能力，完善客户服务生态，增强用户粘性。

### 上市险企全面布局，逐步积累竞争优势

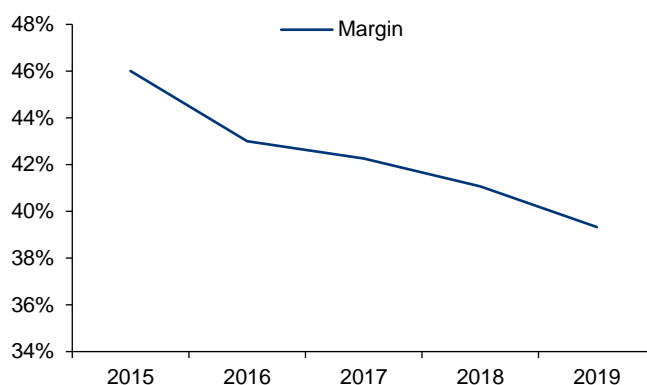
**上市险企在标准、非标准化，低中高端产品全面布局。**上市险企在产品战略选择上较为多元，可在标准化、非标准化，低、中、高端等产品线上均有所布局，其中，以平安为例，标准化偏低端的产品可作为引流型产品，如平安的 i 康保，为一年期重疾险，通过互联网渠道销售，价格较为低廉；中高端、定制化产品旨在提升价值，如平安福、大小福星等，分别为长期重疾主力产品、综合型保障产品，通过代理人渠道销售。全面的产品线和完善的渠道布局助力险企在多层次的竞争体系中建立竞争优势。从 NBV 和 Margin 来看，平安 2019 年电销、互联网及其他渠道实现 NBV60.9 亿元，Margin 录得 39.3%，保持较高水平。

图表48：中国平安电销、互联网及其他渠道新业务价值



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表49：中国平安电销、互联网及其他渠道新业务价值率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**布局多元生态，构建核心竞争力。**上市险企在生态布局方面的战略有所差异，平安在综合金融、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市等五大生态圈布局完善，同时将科技定位于业务赋能和生态融合，赋能传统金融、赋能代理人团队，孵化优质科技企业，构建生态体系；新华推出“1+2+1”战略，围绕核心的寿险业务，以财富管理、康养服务为两翼，构建科技赋能为支撑的“一体两翼+科技赋能”战略，同时创新渠道能力，重点布局互联网渠道，构建智能化线上销售平台，提供多样化、场景化保险服务，全方位满足消费者需求；国寿推进“鼎新工程”，涵盖销售、投资、产品、运营、科技和人力资源等领域的变革转型，同时将万达信息定位为健康科技，和保险科技进行互补，加强健康科技融合协同，延展可保风险边界；太保深化转型战略，以客户生态圈建设促进服务增值，立足“太保家园”，打造“保险+健康+养老”生态圈，协同保险主业，探索新增长点。

**多层次竞争体系逐步形成，综合险企竞争力有望不断提升。**伴随渠道变革不断展开，行业多层次的竞争体系逐步形成，险企采取差异化战略，针对不同类型业务以不同的形式切入。对于简单标准化的产品，未来或直接由互联网渠道销售，综合险企可以获客的定位参与，或成立专业互联网保险公司经营；对于复杂的、定制化的产品，是综合险企竞争的核心战场，从代理人渠道的转型升级到全产业链能力的积极培育，为客户提供全方位的保障，相应地提升产品价值，最终实现公司价值的长期成长，我们看好大型综合险企，在多层次竞争环境中竞争力有望不断提升。

## 重点推荐标的

**中国平安 (601318 CH, 买入, 目标价: 92.52~100.23 元): 代理人转型改革深化, 生态建设逐步落地**

公司持续深化代理人渠道转型, 截至 20Q1, 寿险个人代理人数量为 113.2 万人, 较年初下降 3%。优才计划逐步推进, 高学历、高素质叠加完善的培养体系使优才产能远高于普通代理人, 且规模正在持续扩张。另一方面, 综合金融、五大生态体系逐步落地, 截至 20Q1 互联网用户量、个人客户数分别达 5.34 亿人、2.04 亿人, 相较年初提升 3.7%、1.9%, 持有多家子公司合同的个人客户数占比 37%, 较年初提升 0.2pct, 交叉销售体系逐步完善。此外, 公司营运利润稳步增长, 提供价值衡量的锚, 20Q1 实现归母营运利润 3.59 亿元, 同比提升 5.3%。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 10.31、12.09、13.98 元, 维持“买入”评级。

我们预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 77.10、90.33、105.64 元, 采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年华泰预测平均 PEV 为 0.95x。公司寿险转型领先行业, 代理人质态逐步抬升, 综合金融优势显著, 享受一定估值溢价。维持 2020 年 1.2-1.3xP/EV 预期, 目标价格区间 92.52-100.23 元。风险提示: 保障险推进力度不及预期, 利率下行带来潜在的利差损风险, 权益市场波动导致投资收益增长的不确定性。

**中国人寿 (601628 CH, 买入, 目标价: 38.72~42.59 元): 渠道下沉能力优异, 质态提升助力增长领先。**

公司贯彻提质扩量战略, 截至 20Q1 销售人力逾 200 万人, 大个险月均有效人力同比增长 18.4%, 队伍质态持续提升, 推动 NBV 同比增长 8.3%, 在同业中较为领先。公司在“重振国寿”的战略部署下, 持续推进“一体多元”发展体系的建设, 看好公司在转型推进下的发展前景。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.27 元、2.66 元、3.13 元, 维持“买入”评级。

我们预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 38.72、45.10、52.27 元, 采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年华泰预测平均 PEV 为 0.95x。我们坚持公司长期价值增长逻辑不改, 维持 2020 年 1.0-1.1xP/EV 目标估值, 目标价格区间 38.72-42.59 元。风险提示: 保障险推进力度不及预期, 利率下行带来潜在的利差损风险, 权益市场波动导致投资收益增长的不确定性。

**新华保险 (601336 CH, 买入, 目标价: 53.33~60.95 元): 规模与价值共同驱动, 产能释放充分**

一方面, 公司大力培育个险渠道, 今年开门红以来通过方案激励、队伍培训强化投入, 并将新人有责津贴划回总部, 使分公司有更大费用调整空间, 截至 2019 年, 代理人规模达 50.7 万人, 同比增长 37%。另一方面, 公司将银保渠道作为重要渠道经营, 和国有大行、主要商业银行构建全面的合作关系, 20Q1 长险首年期交 19.2 亿元, 趸交 111 亿元, 实现快速增长。未来在规模与价值并重的战略下, 产能有望充分释放。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 5.19、6.00、7.03 元, 维持“买入”评级。

我们预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 76.19、88.06、101.47 元, 采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年华泰预测平均 PEV 为 0.95x。维持前期估值中枢目标, 给予 2020 年 0.7-0.8xP/EV, 主要系银保趸交业务对价值率有较大损耗, 目标价格区间 53.33-60.95 元。风险提示: 保障险推进力度不及预期, 利率下行带来潜在的利差损风险, 权益市场波动导致投资收益增长的不确定性。

图表50： 重点推荐公司估值表

| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | 目标价(元)       | EPS (元) |       |       |       | P/E (x) |       |       |       |
|-----------|------|--------|------|--------------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|           |      |        |      |              | 2019    | 2020E | 2021E | 2022E | 2019    | 2020E | 2021E | 2022E |
| 601318 CH | 中国平安 | 73.42  | 买入   | 92.52-100.23 | 8.41    | 10.31 | 12.09 | 13.98 | 8.73    | 7.12  | 6.07  | 5.25  |
| 601628 CH | 中国人寿 | 28.17  | 买入   | 38.72-42.59  | 2.06    | 2.27  | 2.66  | 3.13  | 13.67   | 12.41 | 10.59 | 9.00  |
| 601336 CH | 新华保险 | 45.25  | 买入   | 53.33-60.95  | 4.67    | 5.19  | 6.00  | 7.03  | 9.69    | 8.72  | 7.54  | 6.44  |

备注：以上重点公司推荐文字、目标价及 EPS 来源于华泰证券金融团队最新报告，收盘价为 2020.06.19

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 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；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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发表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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司