

证券研究报告

2021年11月07日

行业报告 | 行业深度研究

保险

狂风不终朝，骤雨不终日

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 舒思勤 SAC执业证书编号：S1110521070002



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑：

- 健康险（医疗险）的逻辑在于卫生总费用快速增加、DRG与DIP支付改革对医保的控费利好商保，医疗险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。

1、卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年5.4%增长至占2020年7.12%。商业保险机构对于解决卫生总费用快速增加的难题将发挥越来越重要的作用，主要体现在在医疗费用支付和控费方面。但目前商业健康险补充保障力度不足，截至2020年，健康险的赔付金额占卫生总费用比例仅为4%，占个人卫生支出比例为12.6%。对标主要发达市场，商业健康险赔付占卫生总费用比例最少为10%是较为合理的水平。假设未来10年卫生总费用支出复合增长为10%（2019、2020年同比增速为10%左右），商业健康险赔付占比10%，那么健康险赔付未来10年复合增速将达20%。相应地，预计医疗险保费复合增速有望达20%。

2、医保基金面临较大的收支压力，医保改革深化。医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要医保外的支付方来对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。

3、社保“广覆盖、保基本”体系之外商业保险发展空间大。惠民保是在商业属性本质下承担社会属性，在一定程度上可以帮助医保提升在大额医疗费用部分的保障，而保障目录外合理医疗费用，解决多元化、个性化医疗保障需求是商业健康发展的重要方向。但目前商业医疗险的主流模式下，还未构成有效支付方改善医疗供需，在医疗体系中话语权有限。

4、惠民保与百万医疗有一定的重叠但替代作用有限。当前惠民保覆盖面快速提升，产品亦在不断升级发展过程中，从2021年新上线的项目来看，“目录内住院+目录外住院+特药”的产品责任已逐步成为主流，部分产品免赔额降低，这也说明与百万医疗险重合度进一步提高。且部分地区对于惠民保产品“低门槛、低价格、高保障”的夸张宣传，短期来看，对目前的百万医疗险产品的冲击较大，百万医疗险需寻求差异化发展之路。

5、商业医疗险的破局之策包括：1）明确定位，定位于提高先进医疗资源的可及性和支付的有效性，即整合先进的医疗资源、帮助客户触达先进的医疗资源、作为先进医疗资源的重要支付方。2）医疗险产品的供给需更加丰富，我们判断未来长期医疗险、中高端医疗险将是商业医疗险重要的发展方向，具体产品创新包括：扩大可保人群，带病体、老年人可纳入保障范畴，形成标准体产品和垂直人群产品矩阵。针对不同人群进行产品细分，针对特定疗法、人群，开发特色健康险产品。增加产品分层，丰富保障责任向公立医院特需、私立医院扩展的中高端医疗险。3）深度的产业融合，保险公司从“被动的理赔”向“全流程健康管理”转变，逐步参与医疗控费。

- 兼具保障和储蓄功能的重疾险和终身寿险具有可选消费性质，受益于经济向好、居民收入预期提升。
- 受益于居民资产配置向金融资产转移，具有“刚兑”、长期性的理财险（年金险、增额终身寿险等）迎来发展机遇。

二、代理人渠道“去产能”

- 今年以来代理人规模大幅下滑，同时招募困难，主要由于代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配。随着80、90后逐步成为保险购买的主力客群，且受互联网上保险知识的普及，客户认知和需求发生演进，客户对于专业化的服务需求提升，但代理人专业水平未随之升级，使得保险产品，尤其是复杂的健康险销售难度加大。因此，行业需要高素质、高学历的代理人来匹配当前的客户需求。但代理人的收入无吸引力导致代理人脱落加剧且招募困难。
- 目前我国的人身险行业正经历“去产能”调整期，即淘汰“落后产能”，包括两方面：一是，不符合监管规范的销售行为和组织行为在加速出清。二是，不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能在加速出清。我们预计，今年以来前4家寿险公司代理人规模净流出超100万，但各公司代理人活动率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需淘汰的低产能代理人，代理人队伍的调整预计还将继续。
- 扩大及巩固绩优代理人规模是主要保险公司队伍转型的方面。在保险公司队伍大规模下滑的过程中，绩优队伍的产能和规模基本保持稳定。因此代理人转型的关键在于打造多层次的绩优销售队伍，扩大及巩固基层绩优代理人，稳住保费大盘，同时探索建立高端绩优代理人，面向高端客户。
- 当前保险公司低素质代理人流出的规模>高质量代理人增加的规模，短期代理人队伍的调整预计还将继续。我们判断，寿险行业代理人“去产能”还要经历1-2年时间。代理人数量的企稳，将是负债端拐点明确的信号。

三、保险公司服务生态布局

- 获取产业资源，延展产业链，进行“保险+服务”布局是大型公司相对于中小公司的独特优势，未来有望形成以服务驱动销售的模式，将是大型公司的重要竞争壁垒。
- 泰康在产业布局方面领先于其他公司，是其他公司的学习标杆。进行全产业链布局即围绕客户为中心，通过整合资源，建立全生命周期、宽服务领域、面向中产及以上的客户的生态圈。相较于过去产品供给，将产品与服务进行深度的融合，或者以服务先导的模式，对于客户核心关切的与保险相关的服务需求点更深入的精准把握。未来生态圈的营造将会成为客户需求转换以及客户需求经营核心的模式和场景的来源。建立服务生态圈需要：1) 完整的体系化运营；2) 有足够的资源配置；3) 有一批专业人才。当前，平安、太保、友邦中国等国内大型保险公司的服务产业链布局以养老和医疗服务为主。

四、投资建议

- 寿险负债端的至暗时刻或将过去，保险需求的长期空间，我们依然看好。负债端的数据拐点预期将发生在明年3月。资产端有好转，地产风险与利率两大因素均在向好。刘鹤近日表示“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。宽信用背景下，叠加海外因素，利率或将摆脱前期的下行局面。
- 截至11月3日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股2021PEV分别为0.69、0.63、0.53、0.45倍，友邦保险、中国太平H股2021PEV分别为1.87倍、0.19倍，分别处于历史估值分位的2%、1%、2%、0%、64%、1%。当前估值已充分反映负债端悲观预期，资产端利好叠加估值切换，有望驱动Q4保险股行情。
- 对友邦和太保而言，我们预计走出低谷的时间将先于行业。重点推荐友邦保险、中国太保。

风险提示：资本市场大幅波动；长端利率下降超预期；保险公司负债端改善慢于预期。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-11-05	评级	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601601.SH	中国太保	28.08	买入	2.63	2.96	3.43	4.09	10.68	9.49	8.19	6.87
01299.HK	友邦保险	86.15 (港元)	买入	0.48	0.54	0.61	0.7	23.2	20.5	18.1	15.9

资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所；注：友邦EPS单位为美元

目录

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑

- 1.健康险（医疗险）
- 2.重疾险、终身寿险
- 3.理财险

二、代理人渠道“去产能”

三、保险公司服务生态布局

四、投资建议

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

医疗险长期发展的逻辑在于：健康险的逻辑在于卫生总费用快速增加、DRG与DIP支付改革对医保的控费利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。

- 由于医疗费用通胀、人口老龄化加剧、不断增长的发病率等因素，卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年 5.4%增长至占2020年7.1%。
- 从卫生总费用构成来看，2020年个人卫生支出占比27.7%，自2001年来呈下降趋势。根据WHO发布的《2010年世界卫生报告——卫生系统筹资：实现全民覆盖的道路》指出，“如果卫生总费用中个人患者直接支付部分所占的比例低于15%~20%，灾难性医疗支出的发生率以及因病致贫发生率就非常小。”可见我国个人卫生支出占比仍有下降的空间。
- 2020年社会卫生支出占比41.8%，自2001年来呈上升趋势，医保基金运行压力巨大，驱动医疗卫生体系进行控费改革。

图1：全国卫生总费用及增长情况

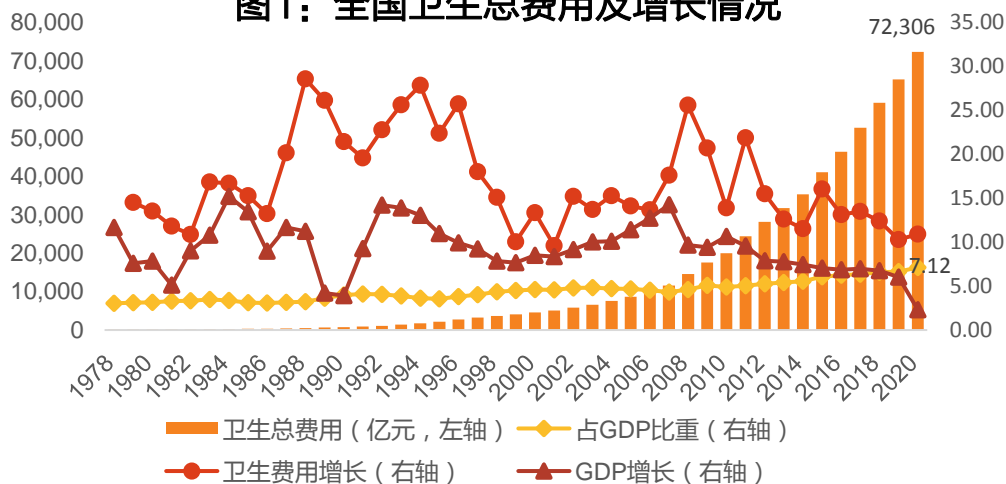
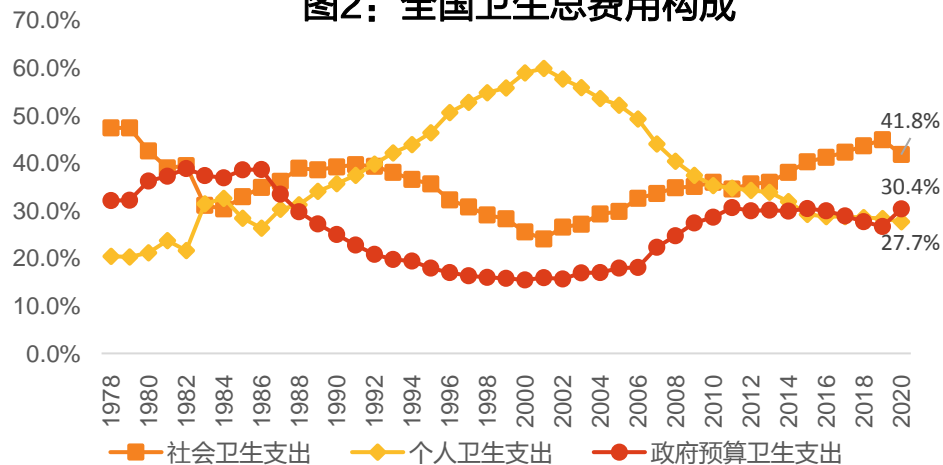


图2：全国卫生总费用构成



一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

商业保险机构对于解决卫生总费用快速增加的难题将发挥越来越重要的作用，主要体现在医疗费用支付和控费方面。

- 目前商业健康险补充保障力度不足。截至2020年，健康险的赔付金额占卫生总费用比例仅为4%，占个人卫生支出比例为14.6%。
- 对标主要发达市场，商业健康险赔付占卫生总费用比例最少为10%是较为合理的水平。假设未来10年卫生总费用支出复合增长为10%（2019、2020年同比增速为10%左右），商业健康险赔付占比10%，那么健康险赔付未来10年复合增速将达20%。相应地，预计医疗险保费复合增速有望达20%。

图3：健康险赔付占卫生总费用/个人卫生支出的比例

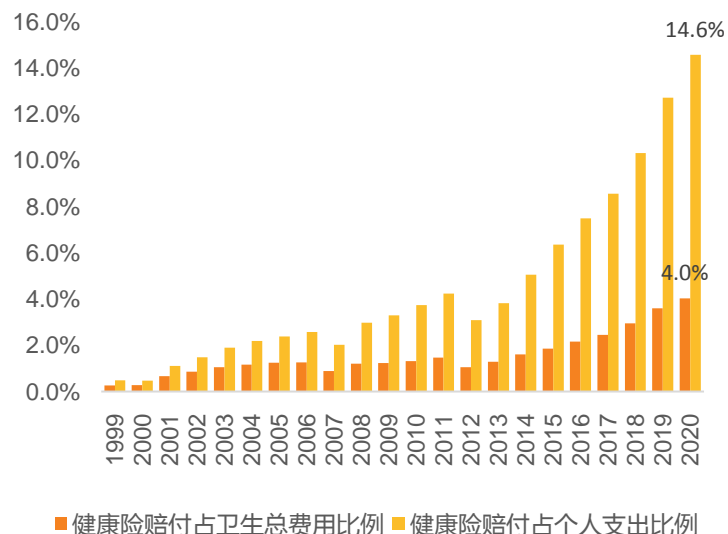


图4：各国卫生费用筹资结构中商业保险占比（2018年）

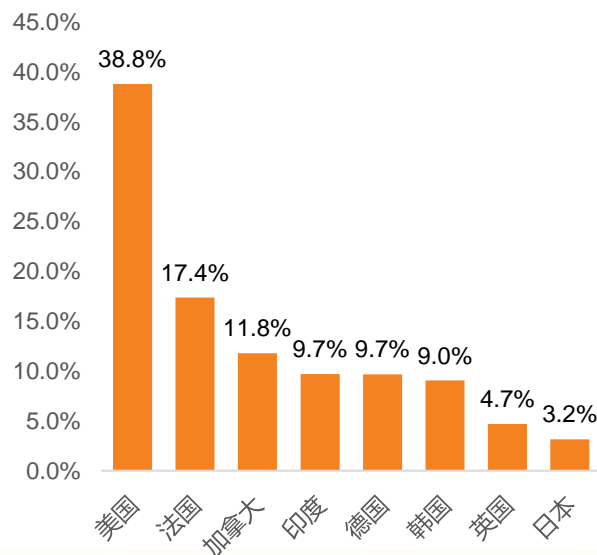
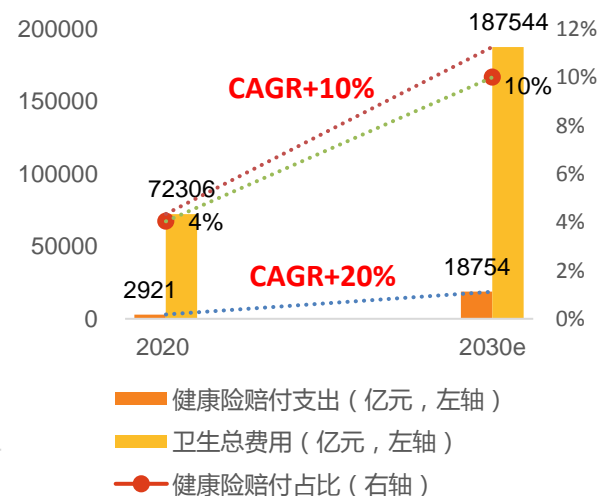


图5：卫生总费用和健康险赔付支出预估

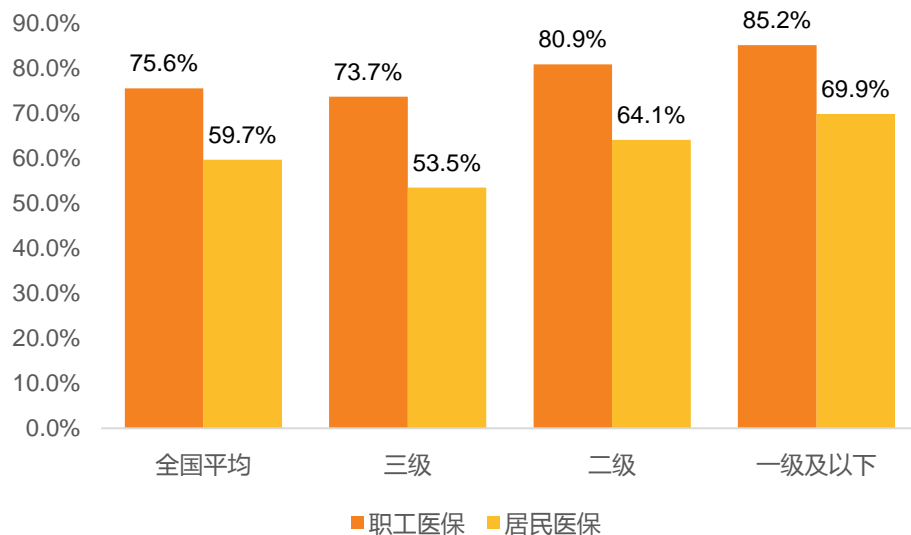


一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

个人卫生费用负担重的困局有待商业健康险来破解。

- 根据《2019年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，全国职工医疗保险的住院医保实际报销比例平均为75.6%，个人支付比例平均为24.4%；而城乡居民的住院医保实际报销比例平均为59.7%，个人支付占比平均40.3%。
- 社会基本医疗保险往往对重大疾病的保障力度相对有限，部分罹患大病患者需要使用较大比例的目录外的药品和诊疗项目，患者的个人支付压力依然较大。

图6：2019年各级医疗机构住院费用医保支付比例



一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

医保基金面临较大的收支压力，医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要社保外的支付方。

- 2018-2019年我国的医保基金的支出增速大于收入增速，2020年因疫情原因，支出增长放缓，长期来看，医保基金面临较大的收支压力，正推动医疗体系以控制医疗费用增长。
- 医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要医保外的支付方来对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。

图7：中国医保基金收入、支出及同比增速

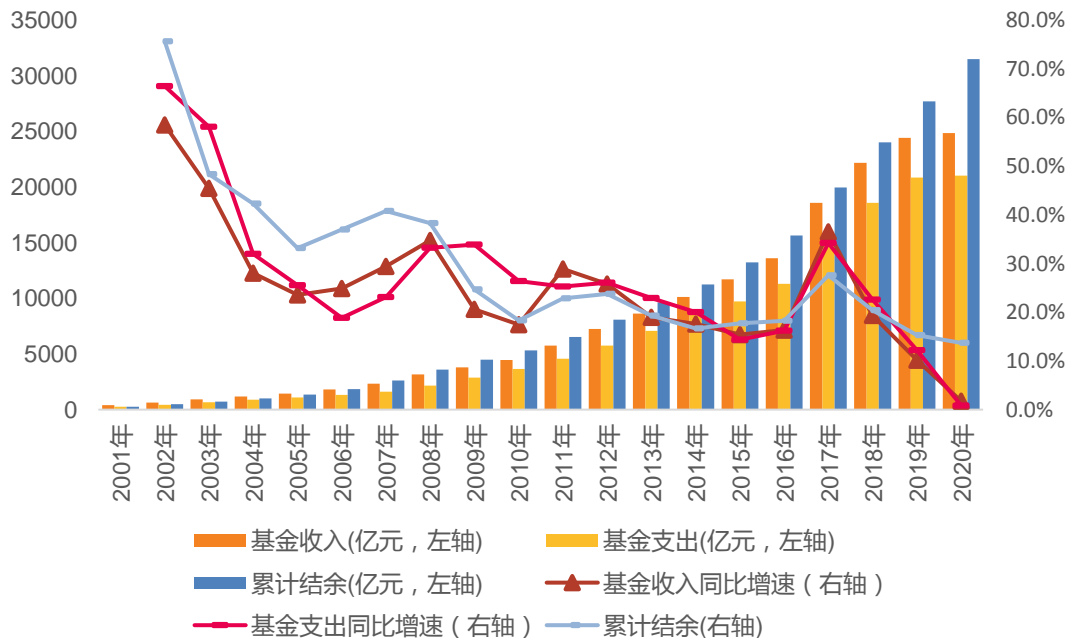


表1：政策鼓励商业健康险对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障

2019-11-13	《健康保险管理办法》	鼓励保险公司开发医疗保险产品，对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。
2020-1-21	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入健康保险保障范围，引导商业保险机构开发与癌症筛查、诊断和治疗相关的产品，支持医学创新，服务国家‘癌症防治实施方案’。

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

医保基金面临较大的收支压力，医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要社保外的支付方。

□ 医疗行业改革

- ✓ 药品、器械零加成：医院收入下降，急需开辟新的业务渠道（新的支付方参与），培育新的收入增长点。
- ✓ 处方外流：医保统筹很难向院外终端放开，使得医保支付问题成为处方外流过程中的一大障碍。因此，对接医保统筹账户的健康险能更顺畅地打通院外处方药购药流程。
- ✓ DRG、DIP付费试点（在30个城市开展DRG付费国家试点工作，进入模拟运行阶段；在71个城市开展区域点数法总额预算和DIP付费试点工作）：医疗服务价格结构化改革，高难度、高自费的复杂医疗项目，实行市场调节价的特需医疗项目，创新医药及非主流医疗的服务受到一定抑制，都需要医保外的支付方。
- ✓ DRG、DIP付费改革的推进同样有助于商业医疗险产品进行创新。未来随着医保支付制度持续的改革，尤其是DRG改革的推进，医疗服务费用的透明化将成为可能，那么商业医疗险产品可以对不同类目进行单独设置限额，也可以在免赔额和自付比例上进行多样化的设置，从而推动保险产品的定价可以更灵活，也可以为不同人群提供更匹配的产品。

□ 医药行业改革

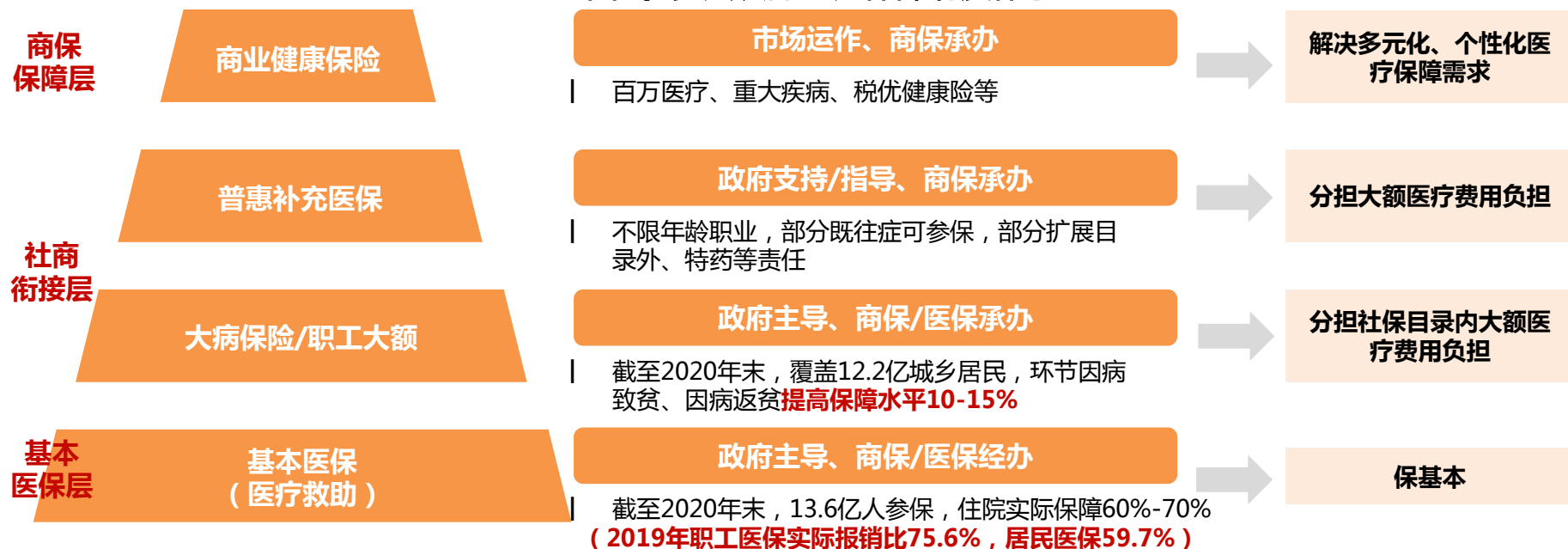
- ✓ 4+7带量采购：单一低价中标可能出现断供的情况，导致患者需用新药替代或完全自费。医保支付价的执行，使医生更可能要求患者使用自费药，导致患者个人的医疗支出增加。
- ✓ 创新药、原研药的发展：我国医药产业还处于相对低端的仿制药阶段，很多高精尖的药品无法生产，只能购买高价进口药。并且药品和医疗器械的更新换代也使医疗费用上升。为健康险产品研发提供思路，如建立原研药、进口药等药品商保目录，满足患者用药需求。

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

多层次健康支付体系下，惠民保和商业健康保险是重要的社保外支付方。

- 2020年中共中央、国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，健康支付领域形成了国家的顶层设计框架，明确了基本医保为主体，医疗救助托底，补充医疗保险、商业健康险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障体系。
- 社保“广覆盖、保基本”体系之外商业保险发展空间大。惠民保是在商业属性本质下承担社会属性，在一定程度上可以帮助医保提升在大额医疗费用部分的保障，而保障目录外合理医疗费用，解决多元化、个性化医疗保障需求是商业健康发展的重要方向。但目前商业医疗险的主流模式下，还未构成有效支付方改善医疗供需，在医疗体系中话语权有限。

图8：多层次的医疗保障制度体系



一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

惠民保是基本医保和商业健康保险的有机衔接。

- 目前，已经有58家保险机构在27省份参与了超过100个的城市定制型医疗保险项目（惠民保），项目总参保人数超过了7000万。政府主导或支持、“低保费、低门槛、高保额”是惠民保最大的特点，定位于缓解居民大额医疗压力，为基本医疗保险提供适当的有效的补充。
- 据医药经济报统计的当前市场上126款“惠民保”产品，多数产品以“目录内责任+特药责任”的保障内容为主，数量占比52.8%，其次保“目录内责任+目录外责任+特药责任”的产品占比23.2%。
- 由于大部分产品补偿的是医保目录内住院费用，且免赔额基本在1.5万-2.5万，因此导致实际保障不足，大部分城市惠民保首年赔付率不到50%，与惠民保“高赔付率、低费用率”的设计初衷违背。未来政府的规范、指导和参保率是惠民保可持续发展的关键。

图9：惠民保责任分类及数量占比

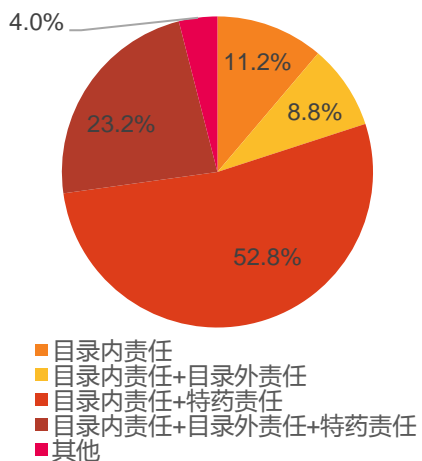


表2：惠民保基本责任

保障项目	免赔额	赔付比例	保险金额
医保内住院	1.5w-2.5w	50%-100%	30w-无封顶线
医保外住院	1.5w-2.5w	50%-80%	50w-150w
特殊门诊	特病门诊、慢性病门诊		
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、体检服务等		

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

惠民保与百万医疗有一定的重叠但替代作用有限。

- “低保费、低门槛”的惠民保相对于百万医疗险具有普惠性质，因此保障程度相对于百万医疗险而言仍稍显不足，例如免赔额比较高，部分高端仪器、靶向药、进口药等无法报销。购买“惠民保”的居民发生了高额医疗费用时，依然存在20%-30%的费用需要个人自负，而百万医疗在高额费用段可以高达100%给予报销。
- 惠民保产品亦在不断升级发展过程中，从2021年新上线的项目来看，“目录内住院+目录外住院+特药”的产品责任已逐步成为主流，部分产品免赔额降低，这也说明与百万医疗险重合度进一步提高。且部分地区对于惠民保产品“低门槛、低价格、高保障”的夸张宣传，短期来看，对目前的百万医疗产品的冲击较大，百万医疗险需寻求差异化发展之路。

表3：惠民保和百万医疗险对比

对比项目	百万医疗险	惠民保
年龄	通常为0-60周岁	无年龄限制
职业限制	从事特殊职业的投保人不予承保	无职业限制
不保既往症	通常多达40+种 包括胃溃疡、椎间盘突出症等常见疾病	通常在10-12种 部分城市既往症可保，但通过赔付比例作限制
核保状况	多数产品不支持工人核保，智能核保下，如稍不符合健康告知，即被拒保	社会医疗保险参保人均可投保
费率	已参加社保的三十岁男性，保费通常在200-400元； 未参加社保且年龄较大的投保人，年保费可达2000元以上	年保费通常不超过100-200元 多数产品没有年龄区分
保证续保	长期医疗险可保险续保	不可

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

惠民保与百万医疗有一定的重叠但替代作用有限。

- 保障方面，免赔额和赔付比例是主要差异。惠民保免赔额高于百万医疗险，赔付比例低于百万医疗险。

表4：惠民保和百万医疗险具体责任对比

参保人群 总保额	广州穗岁康 广州市医保参保人 235万	深圳专属医疗 深圳市医保参保人 300万	北京普惠健康保 北京医保参保人 300万	上海沪惠保 上海市基本医疗保险在保人 230万	好医保（20年保证续保版） 满28天-60周岁 400万
保费	180元/年	365元/年1年期；1998元6年期	195元/年	115元/年	(30岁男)252元首年，续保323元 (60岁男)2139元首年，续保2649元
保障责任					
最高限额	100万	300万	100万		400万
免赔额	1.8万	1万	北京当年大病医疗保险起付标准 (2021：城镇职工3.95万，城乡居民3.04万)		1万（重疾有1万疾病津贴）
医保目录内			扣除免赔额及大病保险报销的部分； 健康人群：80%；特定既往症人群：40%	/	100%
赔付比例	80%	100%			
保障范围	住院和门诊基本医疗保险费用补偿	住院医疗	门诊、住院		住院（含质子重离子）、特殊门诊、 门诊手术、住院前后门急诊 400万（与社保目录内共享）
最高限额	100万	300万（与社保目录内共享）	100万	100万	
免赔额	1.8万	1万	健康人群：2万；特定既往症人群：4万	2万	1万（重疾有1万疾病津贴）
医保目录外			健康人群：70%；特定既往症人群：35%	非既往症70%；既往症50%	100%
赔付比例	70%	100%			
保障范围	住院合规药品费用和检验检查费用补偿	住院医疗（含住院前7后30住院门急诊）	住院发生的医保目录外合规治疗、检查等费用	住院医疗费用	住院（含质子重离子）、特殊门诊、 门诊手术、住院前后门急诊 200万（与医疗费用保险金共享）
特药限额	30万	目录内特药、补充特药清单300万	国内特药：50万；国外特药：50万	100万	
特药保障			特药健康人群：2万；特定既往症人群：4万	0元	1万（与医疗费用保险金共享）
特药免赔	国谈、创新药品：1.8万；其他药品：5万	1万	健康人群：60%；特定既往症人群：30%	非既往症70%；既往症30%	90%
赔付比例	国谈、创新药品：60%；其他药品：50%	100%			
特药种类/疾病种类	无约定	33种/22类	国内25种+国外75种	21种/17类	院外癌症特定药品
其他保障责任	1、特殊医用耗材费用补偿5.5万保额，0免赔按70%赔付 2、指定病种筛查费用 100元，0免赔，单次筛查费低于100元按80%赔付	①质子重离子医疗100万，100%报销，0免赔。 ②恶性肿瘤关怀津贴1万。		质子重离子保障30万，非既往症70%既往症30%	等待期后初次确诊重疾津贴1万元
增值服务	一站式结算，出院即报销，覆盖1172家医保定点医院		出院后5次复查陪诊或上门护理服务		重疾绿通、垫付、在线问诊、药品补贴
既往症	既往症可保	投保之前，如果已经确诊过8类重疾的，不能保	既往症赔付比例限制及免赔额限制	既往症赔付比例限制	既往症不可保

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

百万医疗险发展面临瓶颈，需寻求差异化发展路径。

- 伴随市场竞争加剧以及市场充分渗透，百万医疗险逐渐进入发展的瓶颈期，预计后续增速将放缓。我们认为，主要问题有：
 - ① 由于惠民保一部分保险责任与百万医疗险重叠，且惠民保责任亦在扩充，短期对百万医疗险带来的挤压。
 - ② 产品对于老年、次标体、慢病等有效需求群体覆盖不足，产品同质化严重，以短期险为主，产品细分、分层不够。
 - ③ 产品竞争激烈导致费用率走高。
 - ④ 百万医疗险客户群主要为年轻健康人群，整体赔付率低，销售费用高，随着时间推移，医疗险长期化的要求及整体客户年龄老化，且对医保目录外费用没有进行管理，存在长期风险敞口。
 - ⑤ 医保控费大背景下，高值自费项目在公立体系难以立足，导致百万医疗险获赔率进一步下降。最新最好的一些治疗手段，无法进入公立医院或者变为院外支付场景，百万医疗也无法报销。获赔率低导致留客困难，不断重复获客营销成本大。
 - ⑥ 未参与到医疗行业，健康管理服务层次浅，服务用于吸引客户，而非控费。

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

百万医疗险发展面临瓶颈，需寻求差异化发展路径。

- 由于商业医疗险客户群主要为年轻健康人群，目前整体赔付率较低，大部分在50%以下。

表5：短期健康险综合赔付率

	2021H	2020		2021H	2020		2021H	2020
上海人寿	167%	155%	太平人寿	46%	32%	同方全球人寿	25%	25%
横琴人寿	108%	13%	平安健康	46%	42%	友邦人寿	24%	24%
和谐健康	98%	102%	信泰人寿	43%	32%	长城人寿	22%	23%
财信吉祥人寿	94%	60%	农银人寿	41%	41%	华泰人寿	21%	12%
中意人寿	85%	56%	国宝人寿	40%	41%	三峡人寿	18%	13%
平安养老	80%	52%	陆家嘴国泰人寿	38%	29%	北大方正人寿	17%	23%
北京人寿	76%	34%	百年人寿	38%	35%	阳光人寿	17%	13%
人保健康	71%	81%	昆仑健康	36%	48%	信美人寿	13%	5%
恒安标准人寿	69%	35%	人保寿险	34%	31%	招商信诺人寿	17%	36%
太保健康	61%	147%	利安人寿	34%	29%	交银康联人寿	16%	16%
平安人寿	59%	46%	富德生命人寿	32%	60%	君龙人寿	15%	19%
中华联合人寿	58%	72%	前海人寿	32%	29%	中德安联人寿	15%	15%
光大永明人寿	57%	31%	泰康人寿	31%	32%	中宏人寿	15%	12%
复星联合健康	55%	63%	长生人寿	29%	33%	渤海人寿	14%	12%
合众人寿	51%	28%	华夏人寿	29%	39%	大家养老	14%	0%
新华人寿	50%	38%	幸福人寿	28%	22%	复星保德信	13%	13%
珠江人寿	50%	39%	德华安顾人寿	28%	31%	国华人寿	13%	174%
中国人寿	50%	50%	中荷人寿	28%	9%	美联泰大都会	10%	10%
国富人寿	49%	32%	中英人寿	27%	25%	中韩人寿	7%	68%
爱心人寿	48%	82%	民生人寿	27%	27%	海保人寿	2%	0%
华贵人寿	48%	37%	中信保诚人寿	26%	21%	鼎诚人寿	1%	1%
天安人寿	46%	46%	招商仁和人寿	26%	41%			

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

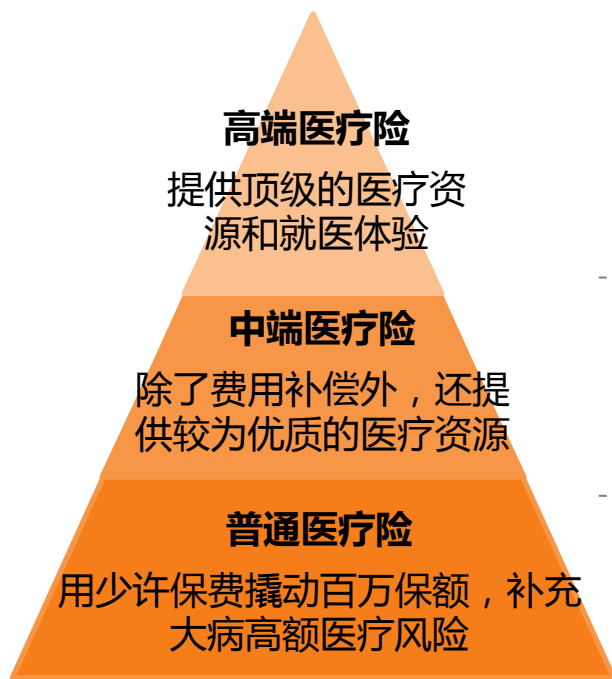
商业医疗险的发展趋势：

1. 定位：商业医疗险定位于提高先进医疗资源的可及性和支付的有效性，即整合先进的医疗资源、帮助客户触达先进的医疗资源（靶向药、昂贵进口药、进口器材等）、作为先进医疗资源的重要支付方。
2. 医疗险产品的供给需更加丰富，我们判断未来长期医疗险、中高端医疗险将是商业医疗险重要的发展方向，具体产品创新包括：
 - 1) 扩大可保人群，带病体、老年人可纳入保障范畴，形成标准体产品和垂直人群产品矩阵。
 - 2) 针对不同人群进行产品细分，针对特定疗法、人群，开发特色健康险产品。在医疗险现有产品框架下，通过细分患病人群、管理治疗路径等方式节约成本。
 - 3) 增加产品分层，丰富保障责任向公立医院特需、私立医院扩展的中高端医疗险。
 - 4) 积极医疗体制改革，逐渐细化医疗需求，形成不同需求下的细分产品发展方向。如针对特定的药品目录开发特药保险、探索特定器械目录、治疗方法的保障计划，在垂直领域对治疗方案直接参与管理。
3. 深度的产业融合，保险公司从“被动理赔”向“全流程健康管理”转变，逐步参与医疗控费。

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

商业医疗险的发展趋势：

- 中高端医疗险，特别是中端医疗险未来或会成为保险公司的发力方向。由于百万医疗险在大众客群面临竞争红海（惠民保、同类竞品之间的竞争），部分保险公司瞄准了追求较好的医疗资源且对费率不敏感的中高端客户群体，将医疗险保障责任范围向中高端医疗延伸，主要是将可保医院范围由二级及以上公立医院普通部拓展到了特需部、国际部、VIP部以及私立医院、海外医院。
- 优质的医疗资源是中高端医疗险的刚需，保险公司必须同时发力健康服务生态的建设，整合体检机构、医疗机构、医药厂商、医疗科技等相关资源，提升优质医疗资源的可及性，并通过数据赋能参与医疗控费。



医院范围：合法医疗机构，包括内地及海外、普通医院/私立医院/昂贵医院，单人病人为主

免赔额：相对免赔额

保险责任：增加了门急诊费用补偿、延伸医疗费用补偿（康复费用）、全球援助、牙科（可选）等保障

增值服务：提供优质服务，例如就医绿色通道、直付、医疗方案制定、寻求医疗资源。

医院范围：大陆公立医院（普通部+特需+国际）、部分私立医院

免赔额：相对免赔额

保险责任：增加了延申费用补偿（比如中西式理疗费用、中医费用、耐用医疗设备费），可附加门诊责任等

增值服务：提供进阶的医疗服务，例如就医绿色通道、直付。

医院范围：境内二级及以上公立医疗机构普通部

免赔额：绝对免赔额（一般为1万，部分产品重疾0免赔）

增值服务：提供一些初阶的医疗服务，例如就医绿色通道。

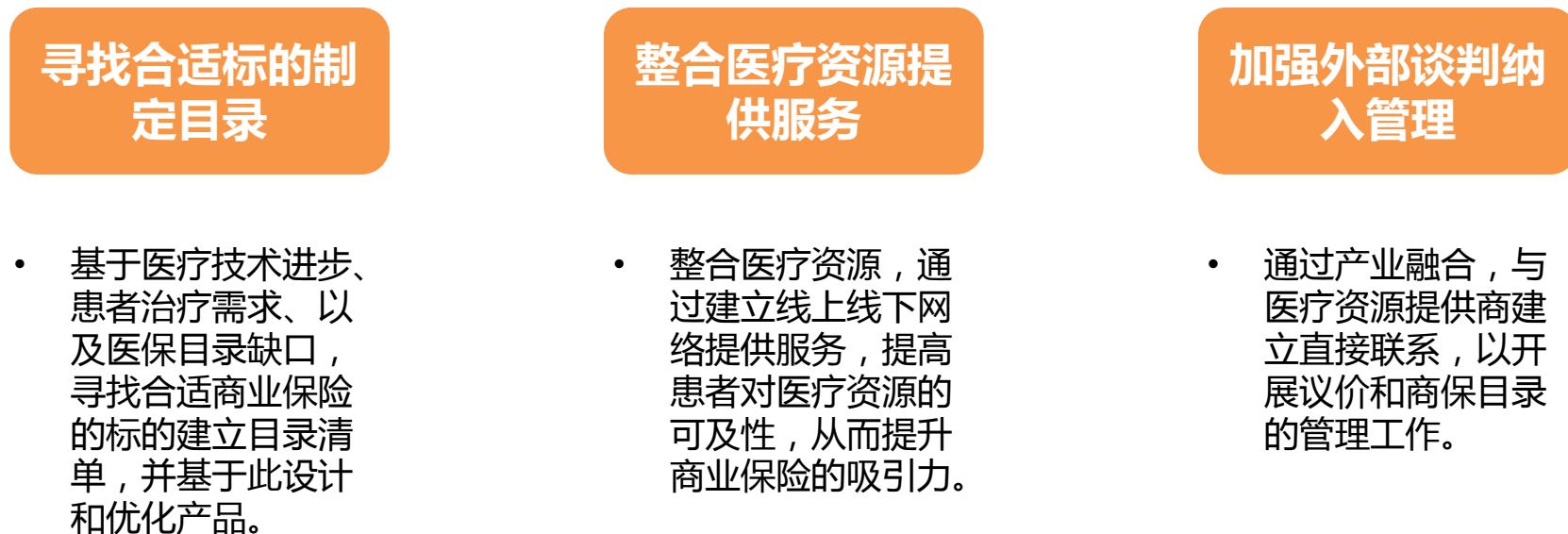
注：绝对免赔额即自费费用>免赔额，报销超过部分；个人自费<免赔额，则不赔付。相对免赔额即医疗总费用<免赔额，则不赔付；医疗总费用>免赔额，报销超过部分。

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

商业医疗险的发展趋势：

- 深层次的产业融合是提高商保支付方角色的重要基础。我国公立医院和社会医疗保险主导了医疗和医药，商保介入医疗和医药要寻找结构化机会（先进和昂贵的医疗资源），并成为重要支付方。保险的流程、创新支付是融合的基础，带有药品目录的保障计划是融合的开始，预计未来器械、先进疗法将会不断推出。

图9：深层次的产业融合的路径



一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

商业医疗险的发展趋势：

- 目前保险公司健康管理生态建设处于初期阶段。

初期以服务覆盖更多人群，提升报销产品吸引力

提供较易实现的健康管理附加服务，覆盖更多人群

- 依托第三方合作，提供**预防及康复阶段**的健康管理服务
- 在医疗险覆盖的常规治疗期权益外，提供**免费或付费的附加服务**，如专家门诊、专家病房、专家手术预约，二次诊疗服务等

中期聚焦拓深度，融合医疗资源，参与全病程管理

深度探索特定区域、病种的深度诊疗合作，试点全程管理

- **限定核心专科及病种**，如肿瘤，**选取试点城市**，如北上广，与2-3家肿瘤医院进行合作
- 丰富患者**细分的医疗数据、患者画像与诊疗费用**，实现预防、治疗、康复的**全程管理与分析**

并逐步丰富合作的医疗机构范畴、病种、诊疗方法，加深合作

进一步与药械公司合作，丰富各线疗法与治疗方案

- 依据国内外疾病指南，在**各线疗法上选取合作公司**，进行病程管理深度合作
- 探索**以患者为基础、基于循证医学、建立自有价值导向最优化治疗方案标准**

合作
医疗
机构

民营医院、第三方健康管理机构

民营医院、第三方健康管理机构、部分顶尖公立医院

民营医院、第三方健康管理机构、部分顶尖公立医院、药品公司、器械公司等

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

商业医疗险的发展趋势：

- 保险公司从“被动理赔”向“全流程健康管理”转变，推动健康管理服务与保险产品的深度融合的关键在于通过整合医疗资源触达被保险人、根据细分客群提供差异化的服务进行健康管理，从而达到被保险人行为管理和降本增效的目的。

细分客群	根据客户细分提供定制化健康管理服务	<ul style="list-style-type: none">□ 从健康状况维度划分，重点关注健康人群（含亚健康 and 儿童）、普通慢病人群；挖掘复杂慢病和重疾人群特殊需求□ 从患病人群规模、患者粘性 & 利润率等维度进一步细分客群
专业合作	与医院、药械等企业广泛合作	<ul style="list-style-type: none">□ 与医院之间合作，可以从重点病种（如肿瘤）或重点地区合作，实现结果导向的病程管理，合作尝试健康干预、建立评估反馈体系
数据积累	积累有效数据，完善数据体系	<ul style="list-style-type: none">□ 有效临床数据是健康管理的有力支撑，探索与医疗机构及药械企业的深度合作协助下建立数据体系□ 创新技术应用可以收集有价值的用户健康与服务效果数据，进一步完善数据体系

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——重疾险、终身寿险

兼具保障和储蓄功能的重疾险和终身寿险具有可选消费性质，受益于经济向好、居民收入预期提升。

- ✓ **重疾险：**医疗险管理因患病无力支付过高的医疗费用的风险，而重疾险作为定额给付型产品，理赔金可以作为治疗费用、补偿收入损失、康复费用等，主要管理患病后家庭收入大幅下降，从而导致生活水平的下降的风险。目前主流寿险公司销售的终身重疾险具有储蓄性质，因此杠杆较低，如50万保额年交保费往往在1万以上，因此目前行业存量保单的重疾险平均保额较低。如仅仅只购买重疾险，疾病风险的保障缺口较大，在配备医疗险的基础之上，重疾险收入补偿的价值才能得到更好的发挥。相对于医疗险的“刚需性质”，重疾险具有可选消费性质，消费频次较低、单次消费较高，是对于疾病保障的“消费升级”，因此重疾险的销售受到居民收入预期的影响较大，具有一定的周期性。过去几年，重疾险作为高价值、高费用产品是寿险公司的主推产品，并且医疗险的缺位使得不少消费者购买重疾险作为抵御疾病风险的主要险种，医疗险、重疾险定位出现混淆。因此，当百万医疗险、惠民保以低价高保额的特点横扫市场之时，对重疾险产生了一定的挤出。
- ✓ **终身寿险：**终身寿险的特点是保障确定，保险费率较高，高额的保单可以具有财富传承的功能。终身寿险的储蓄性低于其他理财险，而保障杠杆低于定期寿险。这类保险产品比较适合有一定财富积累的人群，他们有一定的经济基础，也希望能在身故后给家人带来一笔收入，而达到财富传承的目的。因此寿险亦具有可选消费属性。

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——重疾险、终身寿险

兼具保障和储蓄功能的重疾险和终身寿险具有可选消费性质，受益于经济向好、居民收入预期提升。

- 今年以来消费回暖，但还未恢复到疫情前的增长水平，8-9月社会消费品零售总额当月同比增速低于疫情前的水平。我们判断重疾险、终身寿险的销售复苏将滞后于整体消费的复苏。
- 同时居民的储蓄倾向上升，消费倾向降低。根据央行发布第三季度问卷调查报告，倾向于“更多消费”的居民占24.1%，比上季减少1.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占50.8%，比上季增加1.4个百分点；倾向于“更多投资”的居民占25.1%，比上季减少0.4个百分点。

图10：社会消费品零售总额当月同比增速（%）

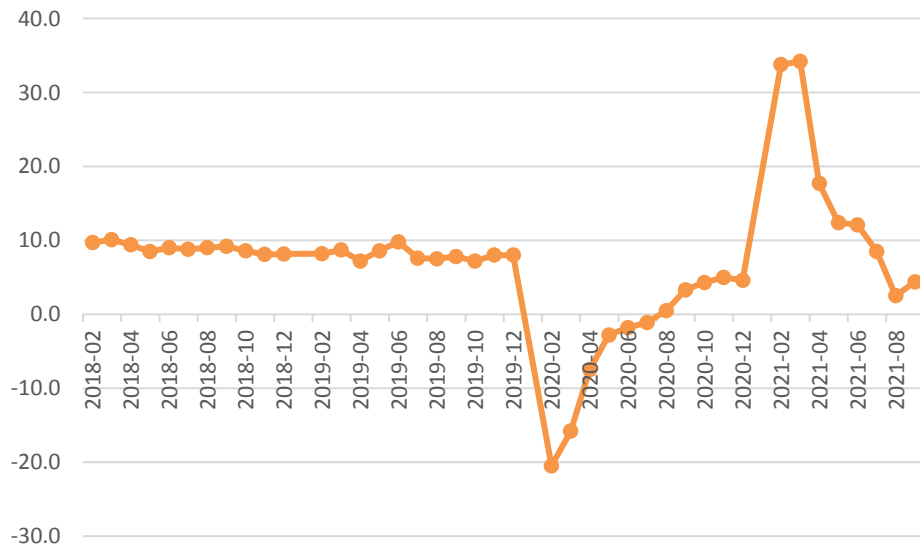
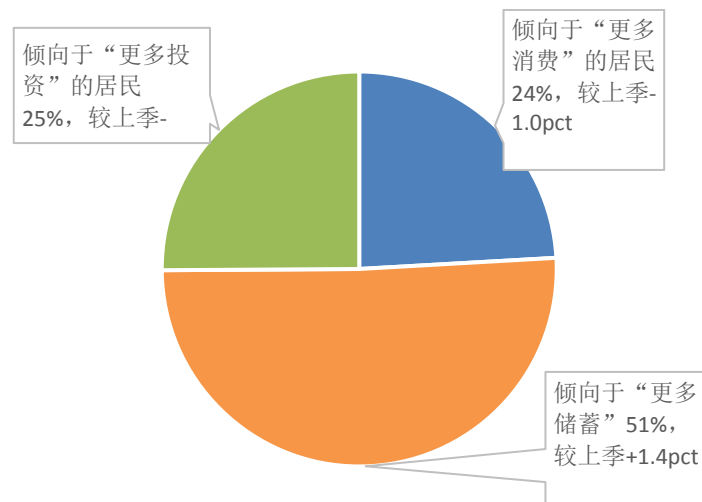


图11：居民2021Q3储蓄意愿上升投资、消费意愿下降



一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——重疾险、终身寿险

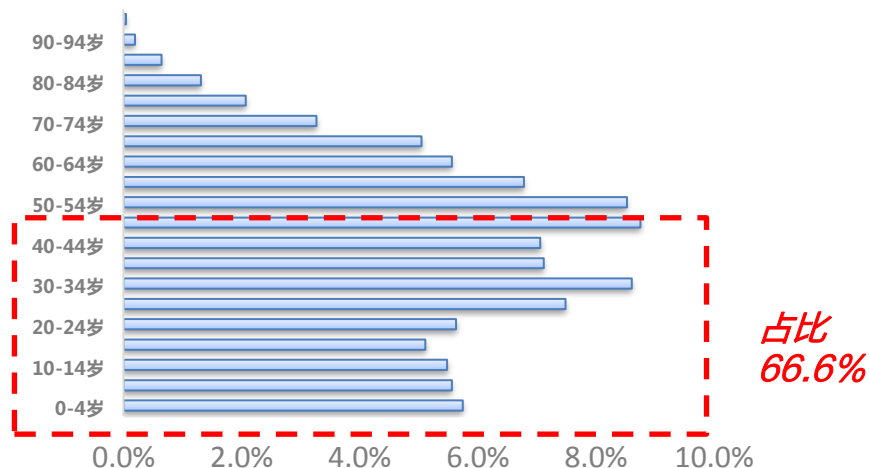
目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段。

✓ 目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段，使得当前重疾险的增长困难。根据统计局披露，2019年低收入组和中间偏下收入组共40%家庭户对应的人口为6.1亿人，则可以粗算出中间收入及以上的人口大约为8亿人，这部分人群为重疾险的目标人群。由于50岁及以上人群购买重疾险会出现保费、保额倒挂或不可投保，因此0-49岁为重疾险的主力被保人群，该类人群占比67%，考虑到部分在被保年龄段的人群因健康问题不能投保，假设这部分人群占比5%，因此扣除5%的非标体。综上测算，重疾险的目标人群大约5.1亿。目前重疾险已覆盖超2亿人口，占可保人群的比例近40%。但目前重疾险平均保额较低，长期来看加保是重疾险发展的重要动力。

表6：2020年全国居民五等份收入分组

	人均可支配收入(元)	占比	对应人口(亿)
低收入组	7869	20%家庭	6.1
中间偏下收入组	16443	20%家庭	
中间收入组	26249	20%家庭	8.0
中间偏上收入组	41172	20%家庭	
高收入组	80294	20%家庭	

图12：2019年抽样人口年龄分布



一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑——理财险

居民资产配置向金融资产转移，具有“刚兑”、长期性的理财险迎来发展机遇。

- 房地产投资属性弱化，居民资产配置逐渐向金融资产倾斜；而“资管新规”后银行理财等吸引力下降，具有“刚兑”、长期属性的年金险、增额终身寿险等理财险迎来发展机遇。
- 年金险和增额终身寿险的IRR在3%左右，较当前1年期及以上净值化理财的预期年化收益率低，但其提供长期稳定的收益，具有“刚兑”属性，是家庭长期投资规划的一部分，仍受到部分居民资金的青睐。

图13：规模提升的资产管理子行业（万亿元）

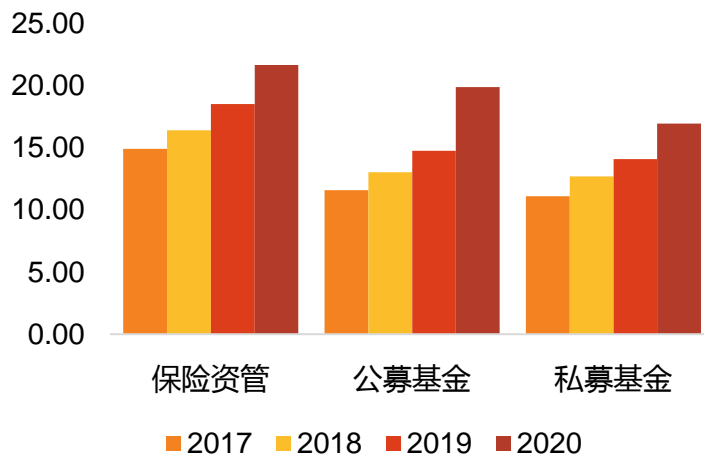


表7：增额终身寿险、年金险IRR

中期年金险	保险缴费期间	IRR（持有10年）
平安财富金瑞	3/8	2.6%
中国人寿鑫耀东方	3/10	2.5%
中国太保鑫享事诚	3/7	2.7%

注：假设生存金不领取，在万能账户中以4.5%的年化利率累计生息，10年末取出。

增额终身寿险	中国人寿臻享传家（个险渠道）	和泰人寿增多多2号增额终身寿险（互联网渠道）	华夏南山松终身寿险（银保渠道）
持有10年	-0.05%	1.90%	1.55%
持有20年	2.13%	3.46%	2.71%
持有30年	2.66%	3.48%	3.00%
持有40年	2.89%	3.48%	3.12%

注：假设10年交，均为生存领取，未考虑身故情况。

目录

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑

- 1.健康险（医疗险）
- 2.重疾险、终身寿险
- 3.理财险

二、代理人渠道“去产能”

三、保险公司服务生态布局

四、投资建议

二、代理人渠道“去产能”

今年以来代理人规模大幅下滑，同时招募困难，主要由于代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配，代理人渠道面临转型压力。

- 随着80、90后逐步成为保险购买的主力客群，且受互联网上保险知识的普及，客户认知和需求发生演进，客户对于专业化的服务需求提升，但代理人专业水平未随之升级，使得保险产品，尤其是复杂的健康险销售难度加大。因此，行业需要高素质、高学历的代理人来匹配当前的客户需求。但代理人的收入难题导致代理人脱落加剧且招募困难。
- 代理人收入无相对吸引力，其平均收入低于城镇非私营单位人员平均工资，亦低于新兴产业衍生的灵活就业人员（外卖、滴滴司机等），因此增员难度大。

图14：上市公司代理人规模（万）

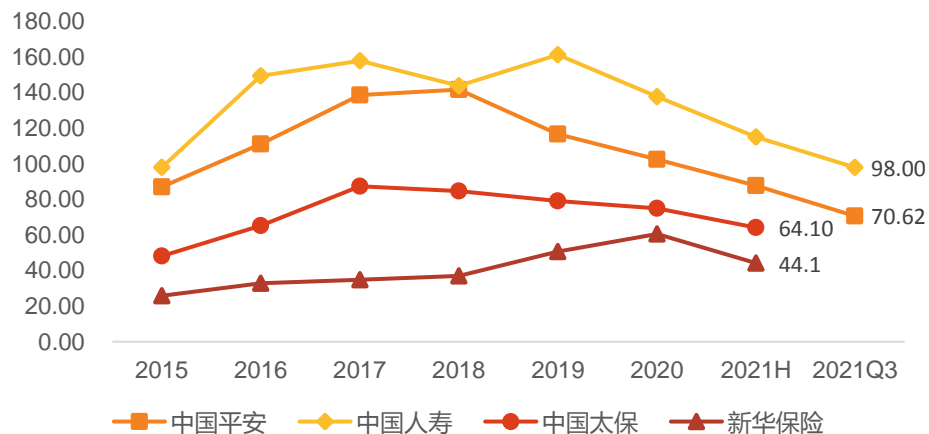
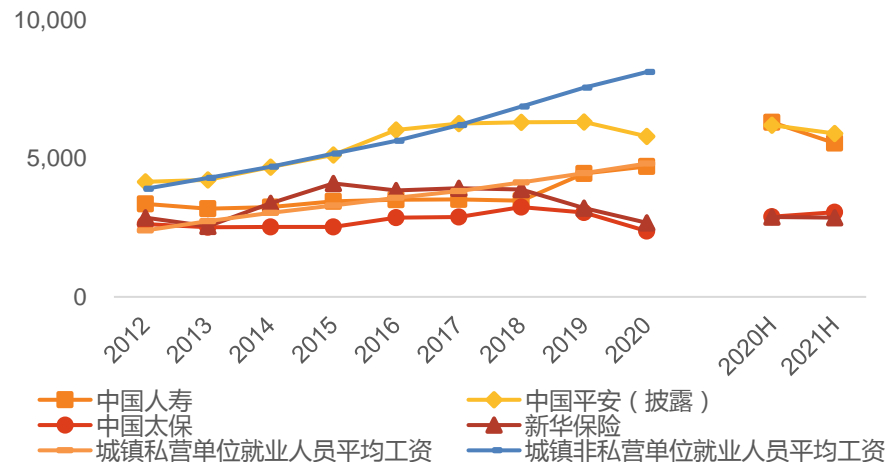


图15：上市公司代理人收入（单位：元/月）

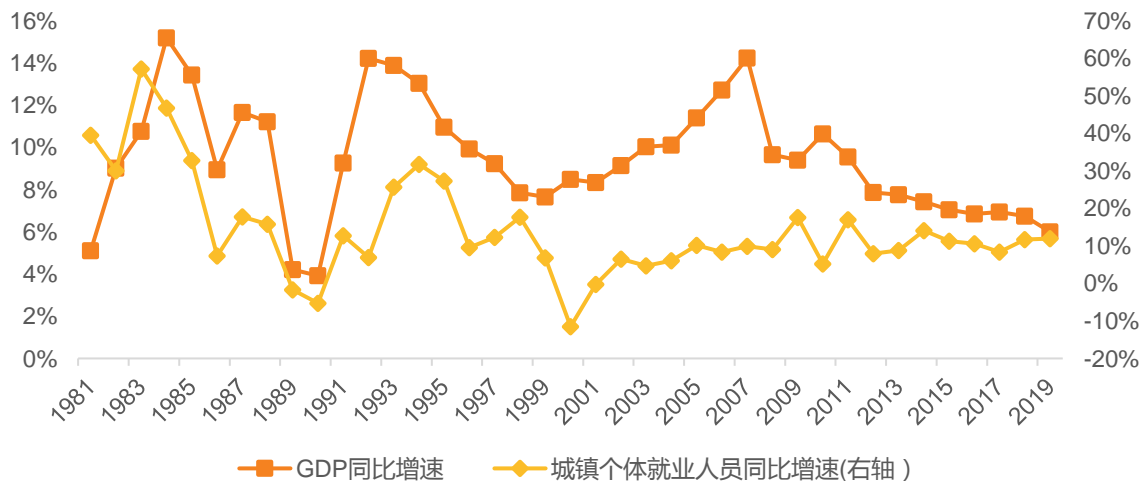


二、代理人渠道“去产能”

今年以来代理人规模大幅下滑短期还由以下催化因素导致：

- 在经济不确定增大的情况下代理人招募难度加剧。从下图的数据来看，城镇个体就业人员同比增速与GDP同比增速有一定的相关性，宏观经济的不确定性使得居民对未来的信心减弱，更愿意选择稳定工作。而保险销售作为创业的一种，没有无责底薪的支撑，在当前环境下代理人招募难度增大。
- 监管政策收紧加大增员和保单销售的难度。今年以来，监管大力治理销售误导、虚假人力、套取费用等行业旧疾。

图16：GDP同比增速与城镇个体就业人员同比增速



二、代理人渠道“去产能”

目前我国的人身险行业正经历“去产能”调整期，即淘汰“落后产能”。

- “落后产能”包括两方面：一是，不符合监管规范的销售行为和组织行为在加速出清。不规范销售行为包括销售误导、不合理的自保件、虚假承保等，导致投诉率及退保率高企；为维持团队架构套取组织利益，存在虚假增员、粗放增员等行为，极大地削弱了代理人队伍的基础。二是，不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能在加速出清。截至2020年底，我国有3亿人购买长期人身险保单，被保险人接近6亿人，商业人身保险覆盖面达到42.7%，行业进入到“从1张到多张保单的深度挖掘阶段”。由于行业销售人员的专业水平大多较低，很多客户购买第一张保单的体验并不好，或者当时服务的代理人已脱落，因此挖掘存量客户或其家庭的多张保单的需求，难度较高，需要更高的专业度和更优质的服务。
- 我们预计，今年以来前4家寿险公司代理人规模净流出超100万，但各公司代理人活动率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需淘汰的低产能代理人，代理人队伍的调整预计还将继续。

图17：平安代理人活动率（%）

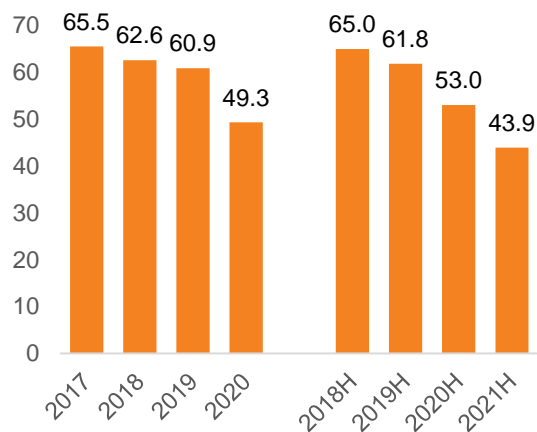


图18：太保代理人月均活动率（%）

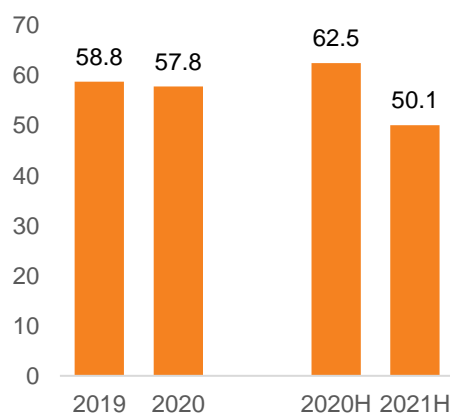
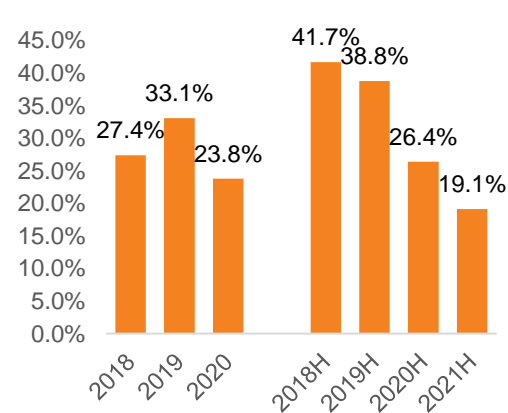


图19：新华代理人月均合格率



二、代理人渠道“去产能”

扩大及巩固绩优代理人规模是主要保险公司队伍转型的方面。

- 在保险公司队伍大规模下滑的过程中，绩优队伍的产能和规模基本保持稳定。因此代理人转型的关键在于打造多层次的绩优销售队伍，扩大及巩固基层绩优代理人，稳住保费大盘，同时探索建立高端绩优代理人，面向高端客户。
- 友邦是各家队伍转型学习的标杆。“高学历、高专业、高收入”的精英代理人是友邦中国最核心的竞争力，在2020年招募的新人中，本科学历占比高达48%，43%曾经作为企业中高级管理人员或经营自己的企业；一线城市精英化水平更高。友邦代理人队伍产能远高于内地保险公司。向友邦学习即需要打破现有队伍发展的路劲依赖，分隔化的招募、培育一只高绩优、高专业的销售队伍，对接高端客户。

图20：友邦中国2020年新人画像



图21：平安销售队伍转型



二、代理人渠道“去产能”

扩大及巩固绩优代理人规模是主要保险公司队伍转型的方面。

- 传统寿险公司的代理人难以全面升级为友邦的高素质销售队伍，因此各公司对销售队伍进行分层经营：1) 优化存量，提升绩优代理人占比。淘汰低产能代理人，发力绩优代理人的招募和培育，重点是提高甄选标准、倾斜资源，从招募、培训、资源牵引、荣誉体系、服务支持等方面完善绩优体系。2) 增加增量，即打造精英代理人，单独招募、培养，对学历、前份工作经历等要求向友邦代理人对标，需要独立的职场、培育体系、基本法、服务支持体系，如太保的北斗工程。

表8：平安、太保代理人转型举措

公司	代理人转型举措	
平安	“优+”增员升级	增员标准：主要面向大专以上学历、年龄在25-45岁之间，达到当地社平收入且在本地居住满1年的候选人。 培养：为“优+”保险代理人打造12个月的专属培养体系，通过岗前8天培训、岗后90天跟进实战培训、4-12月的月度集中训练，匹配丰富产品、主拓支持。 待遇：将为代理人提供业绩津贴、训练津贴、特别津贴、养成津贴等项目收入。
	打造银保“银行家”队伍	正在组建一支新的主力销售保险的资产配置专业队伍，即“平安银行家”。新队伍适用新基本法，薪酬体系为固定的底薪+销售及职位津贴等；组织架构扁平化，只有两个层级，即主管和客户经理。
	重塑绩优体系	/
太保	优增优育	打造“职业化、专业化、数字化”代理人
	北斗工程	以模式引领、创新驱动，通过三年时间，聚焦重点城市，打造高素质队伍。同时通过深化城区业务发展赋能平台，搭建专属的增募系统、培训体系和客户服务体系，匹配现代化多功能的职场等全方位的支持。

二、代理人渠道“去产能”

- 我们预计，今年前3季度前4家寿险公司代理人规模净流出超100万，主要是低素质代理人在大幅萎缩，各公司在增员端注重招募更优质的代理人，我们判断高质量代理人的规模在增加，但当前保险公司低素质代理人流出的规模>高质量代理人增加的规模。各公司代理人活动率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需淘汰的低素质代理人，代理人队伍的调整预计还将继续。
- 我们判断，寿险行业代理人“去产能”还要经历1-2年时间，或会持续到明年年底，2023年开始或有改善，即代理人的数量将会企稳。不合格的代理人将被淘汰，我们预计届时行业代理人数量将为2017-2018年数量的50%-60%。
- 我们认为，代理人数量的企稳，将是负债端拐点明确的信号。

目录

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑

- 1.健康险（医疗险）
- 2.重疾险、终身寿险
- 3.理财险

二、代理人渠道“去产能”

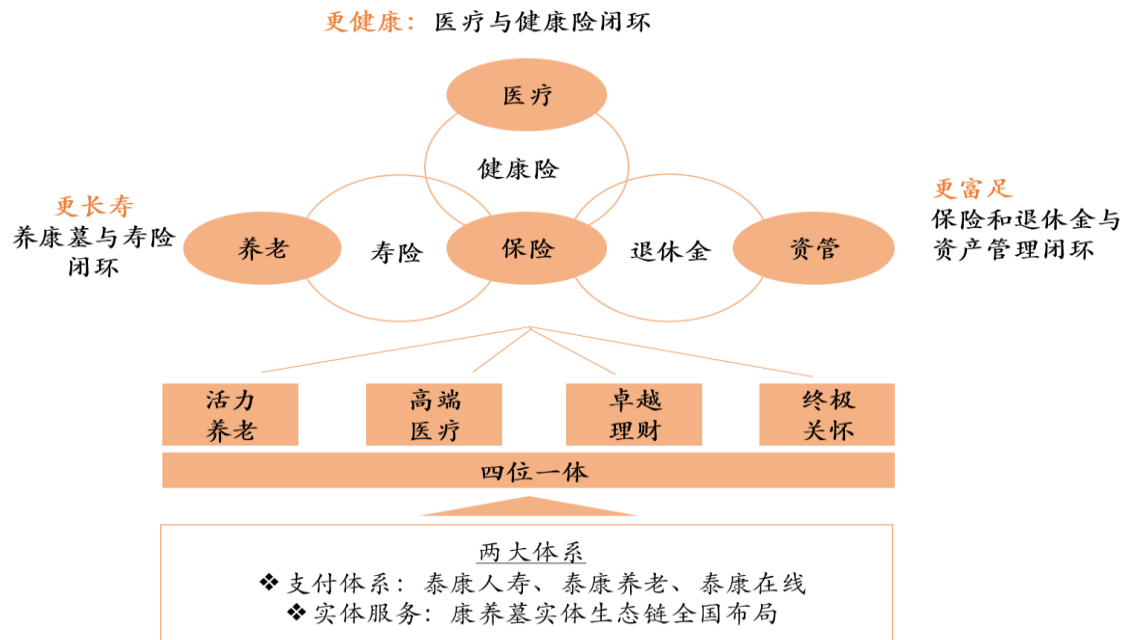
三、保险公司服务生态布局

四、投资建议

三、保险公司服务生态布局

- 获取产业资源，延展产业链，进行“保险+服务”布局是大型公司相对于中小公司的独特优势，未来有望形成以服务驱动销售的模式，将是大型公司的重要竞争壁垒。
- 泰康在产业布局方面领先于其他公司，是其他公司的学习标杆。进行全产业链布局即围绕客户为中心，通过整合资源，建立全生命周期、宽服务领域、面向中产及以上的客户的生态圈。相较于过去产品供给，将产品与服务进行深度的融合，或者以服务先导的模式，对于客户核心关切的与保险相关的服务需求点更深入的精准把握。未来生态圈的营造将会成为客户需求转换以及客户需求经营核心的模式和场景的来源。建立服务生态圈需要：1) 完整的体系化运营；2) 有足够的资源配置；3) 有一批专业人才。

图22：泰康大健康产业生态体系



三、保险公司服务生态布局

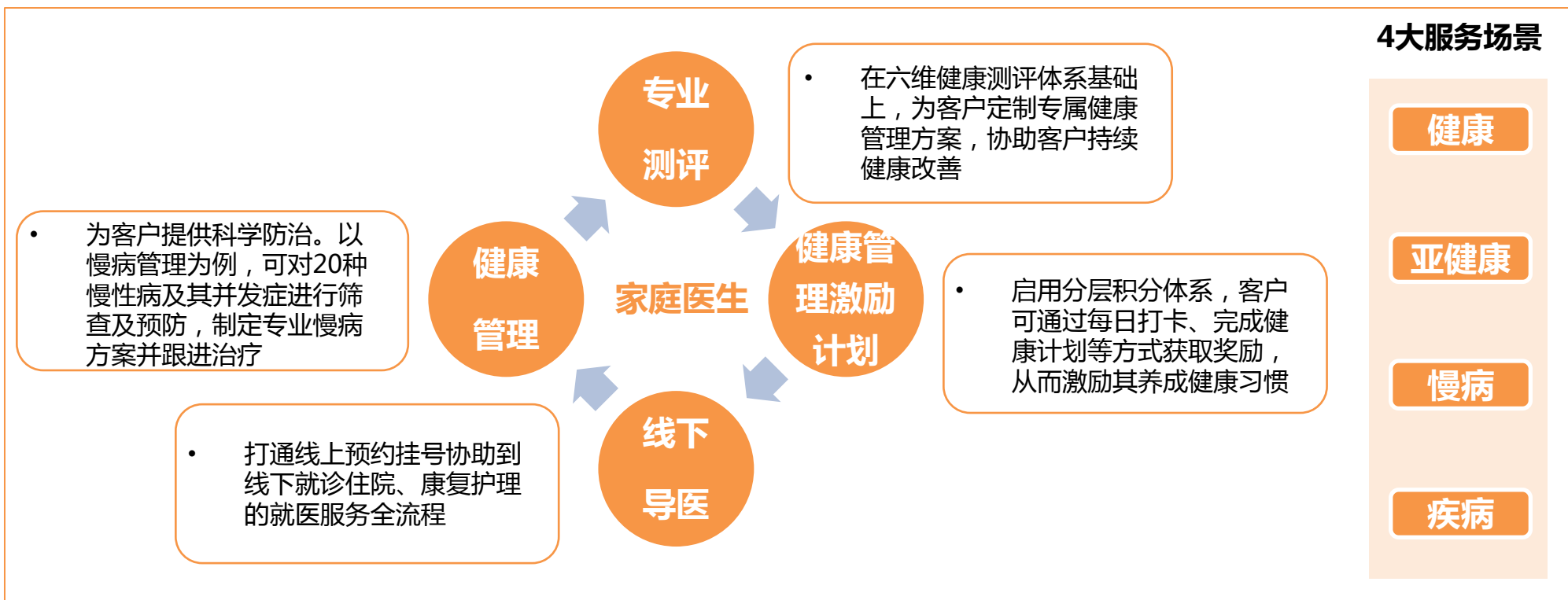
- 国内保险公司的服务产业链布局以养老和医疗服务为主。

	健康生态布局	养老生态布局	服务+产品的融合
太保	<ul style="list-style-type: none"> 布局互联网医疗：中国太保和上海瑞金医院、红杉中国共同打造广慈太保互联网医院，推出首款产品“太医管家”，满足全家人的一站式个性化医疗健康需求，打通“医、药、险”闭环生态。 布局实体医疗：1) 推进与三级甲等实体医院的线下合作，打通保险支付与客户医院的就诊体验；2) 规划建设康复医院 设立产业投资基金：成立了太保私募基金管理有限公司，并以管理人和GP身份发起设立太保大健康产业股权投资基金；作为LP与红杉共同发起设立健康产业股权投资基金。 	<ul style="list-style-type: none"> 全国7城落地8个养老社区项目，形成太保家园“颐养、乐养、康养”三位一体的全龄覆盖的服务体系，今年将开业2家 	<p>太保蓝本服务体系</p> <ul style="list-style-type: none"> 普惠版：重疾“三专”、120急救补贴、视频医生卡、陪诊服务（后两项邀请好友解锁） 专业版：“三专”、120急救补贴、视频医生、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等 尊享版：增加高端医疗服务 <p>年金险+养老社区入住资格</p>
平安	<ul style="list-style-type: none"> 平安好医生（互联网医疗服务平台）：在线诊疗、120家互联网医院、“医、药、险”生态闭环 平安智慧医疗：通过提供公共卫生管理、临床辅助决策、智能影像、慢病管理等方案服务监管部门、赋能医疗机构 收购方正集团，将拥有线下医疗资源 	<ul style="list-style-type: none"> “平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城” 探索搭建居家养老服务平台 	<p>臻享run服务体系</p> <ul style="list-style-type: none"> 乐享run：日常健康管理、小病门诊协助、大病住院安排、重疾专案管理 尊享run：增加运动达标奖励、音视频问诊 尊享run plus：增加私人教练、私人营养师、特色体检、陪诊、术后护理等服务 <p>年金险+养老社区入住资格</p>
友邦中国	<ul style="list-style-type: none"> 自建医疗团队，对接医疗资源 和微医合作，提供在线问诊等服务 	/	<p>高端医疗险+高端医疗服务、重疾险+愈从容服务、健康险+健康友行健康管理服务</p>
泰康	<ul style="list-style-type: none"> 线下医疗资源：布泰康仙林鼓楼医院、泰康同济（武汉）医院、泰康西南医学中心、泰康前海国际医院、泰康宁波国际医院五大医学中心，战略控股了拜博口腔，投资了知名的神经专科连锁医疗集团三博脑科医院及冬雷脑科医院 线上医疗资源：互联网保险企业泰康在线宣布与互联网医疗平台“好大夫在线”达成合作。双方联合打造的医、患、药、险服务体系。 	<p>CCRC养老社区+康复医院目前布局24个核心城市；7地养老社区已经开业，今年内预计还会有4家开业</p>	<ul style="list-style-type: none"> 泰康就医绿通服务 年金险+养老社区入住资格

三、保险公司服务生态布局

- “平安臻享RUN”为重疾险客户享受的健康管理服务，以专业家庭医生和专业健康档案为基础，提供覆盖健康、亚健康、慢病和疾病四大健康服务场景的管理方案。为客户配备一名专业家庭医生，家庭医生通过使用涵盖身体、运动、睡眠、营养、情绪、精神管理的六维健康专业测评体系，适配客户实际健康情况定制专属健康档案，对客户进行持续健康管理。“平安臻享RUN”包括专业测评、健康管理激励计划、线下导医和健康管理为核心的四大专业服务。

图23：“平安臻享RUN”服务体系



三、保险公司服务生态布局

- 平安依托于医疗生态圈丰富的医疗资源，“保险+服务”将不断丰富。

图24：平安保险+健康管理“1+4+10”服务体系展望



三、保险公司服务生态布局

- 养老布局方面，平安晚于泰康、太保。今年平安发布“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”，整合公司金融、医疗与科技领域的优势资源，布局高端康养产业。首个养老社区落地深圳蛇口。
- 平安的养老社区主打“地点一流、服务一流、设备一流、内容一流、保障一流”的亮点。稀缺资源加持下获得入住资格的保费门槛也远高于市场价格（市场现有康养社区保费门槛多为100万到300万）。

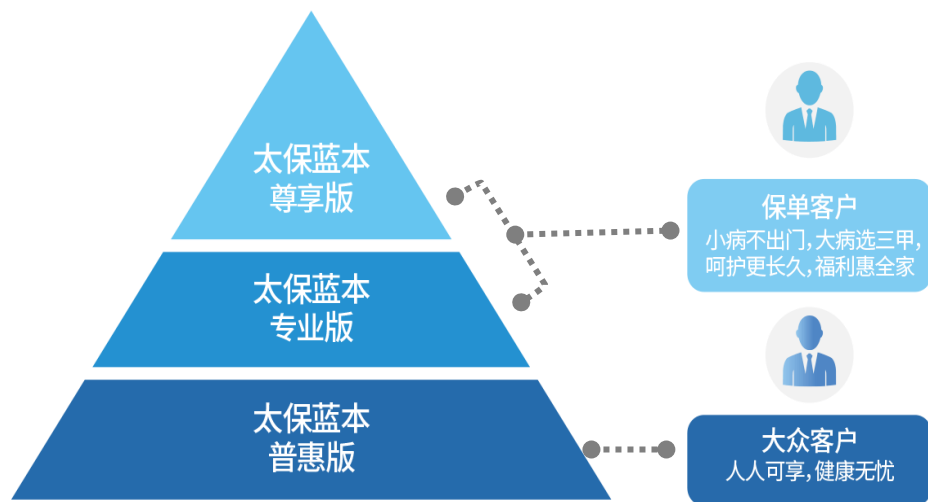
图25：平安高端养老社区特点



三、保险公司服务生态布局

- “太保蓝本”是太保寿险整合内外部优质资源，为客户打造的“健康服务+保险产品”一体化解决方案，内容覆盖诊前、诊中、诊后的健康管理、就医绿色通道和高端医疗服务。

图26：太保蓝本服务体系



太保蓝本享受标准

条件1：持有有效健康险保单且作为被保险人

条件2：单件长险保单期交保费达到指定标准且作为被保险人

专业版：【3500元，10000元）

尊享版（1档）：【10000元，30000元）

尊享版（2档）：【30000元，60000元）

尊享版（3档）：【60000元，∞）

普惠版：注册客户本人及添加家人可享受1年医疗服务

三、保险公司服务生态布局

- “太保蓝本”打造“小病不出门、大病选三甲、呵护更长久、福利惠全家”的全生命周期“健康服务+保险产品”模式，涵盖了三甲专家预约、三甲专家病房、三甲专家手术、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等10项服务。截至2021H，“太保蓝本”覆盖客户数超1,600万。

表9：太保蓝本服务内容

服务亮点	服务项目	普惠版	专业版	尊享版		
小病不出门	健康咨询	可解锁	不限次/年	不限次/年		
	视频医生专业版	可解锁月卡或季卡	不限次仅首年	不限次仅首年		
大病选三甲	三甲专家预约	重疾；1次/年	1次/年	不限次/年		
	三甲专家病房	重疾；1次/年	1次/年	不限次/年		
	三甲专家手术	重疾；1次/年	1次/年	不限次/年		
	陪诊服务	可解锁	1次/年	不限次/年		
	二次诊疗		1次/年	不限次/年		
	多学科会诊		1次/年	不限次/年		
	海外就医协助		1次/年	不限次/年		
	120急救补贴	1次/年	1次/年	不限次/年		
呵护更长久	服务期限	1年	保单交费期	保单交费期	被保险人：保单交费期	被保险人：保单交费期
					直系亲属：3年	直系亲属：3年
福利惠全家	服务对象	1年	仅被保险人	仅被保险人	被保险人+指定3名直系亲属	被保险人+指定5名直系亲属
					直系亲属所有服务1次/年	直系亲属所有服务不限次

三、保险公司服务生态布局

- 目前“太保家园”养老社区已在成都、大理、杭州、上海、厦门、南京、武汉7个城市落地8个项目，已全部进入工程建设阶段。太保家园已投资社区计划开工面积93.8万平方米，储备房间7500套、总储备床位超过1.1万张，跃居保险行业第二。
- 截至今年上半年，中国太保已向客户累计发放“太保家园”养老社区入住资格函逾14000份。成都项目和大理项目将于2021年开业完工，届时对于大单销售的提振作用将更显著。

表10：太保养老社区布局情况

太保家园	进度	投资规模（亿元）	户数/床位
成都国际颐养社区（CCRC型）	在建，预计2021年开业	40	787套/1161张
杭州国际颐养社区（CCRC型）	在建，预计2022年开业	30	820套/1260张
大理国际乐养社区（度假型）	在建，预计2021年开业	2.4	1027张
上海东滩国际颐养中心（CCRC型）	在建，预计2023年开业	/	800+套
上海普陀国际康养社区（康养型）	在建，预计2022年开业	/	300个床位
厦门国际颐养社区（CCRC型）	在建，预计2023年开业	16	近800套+护理床位500余张
南京国际颐养社区（CCRC型）	在建，预计2022年开业	/	/
武汉国际颐养社区（CCRC型）	在建，预计2024年开业	/	700+套/1300张

三、保险公司服务生态布局

友邦创新推出模块定制化重疾系列“友如意”，通过“核心保障+个性化配置”组合形式，实现专属保障方案的灵活定制。友邦的健康友行+愈从容配合“友如意”系列新产品而升级，打造“健康+重疾险+医疗”的保障闭环。1) 达成运动目标，最高可增加50%额外保障保险金；2) “愈从容”重疾专案管理服务，提供健康咨询、专家门诊、专家住院、专家手术、术后指导等重疾全诊疗过程服务。

图27：友邦新重疾体系

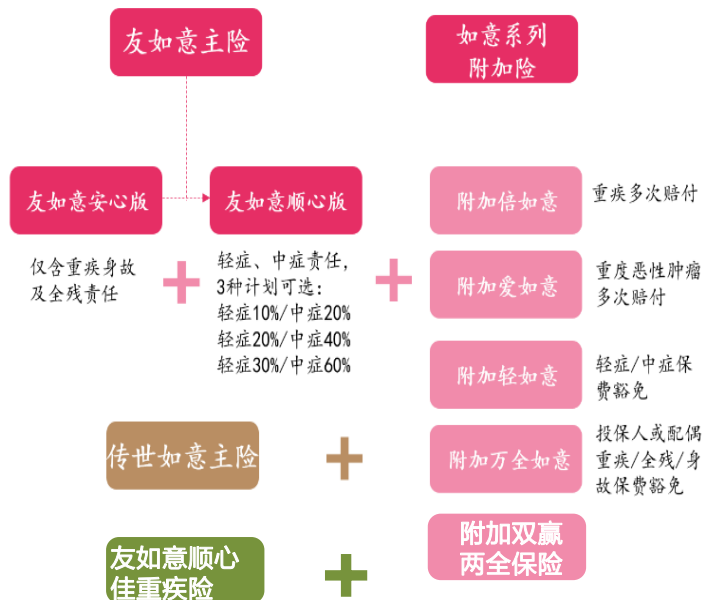
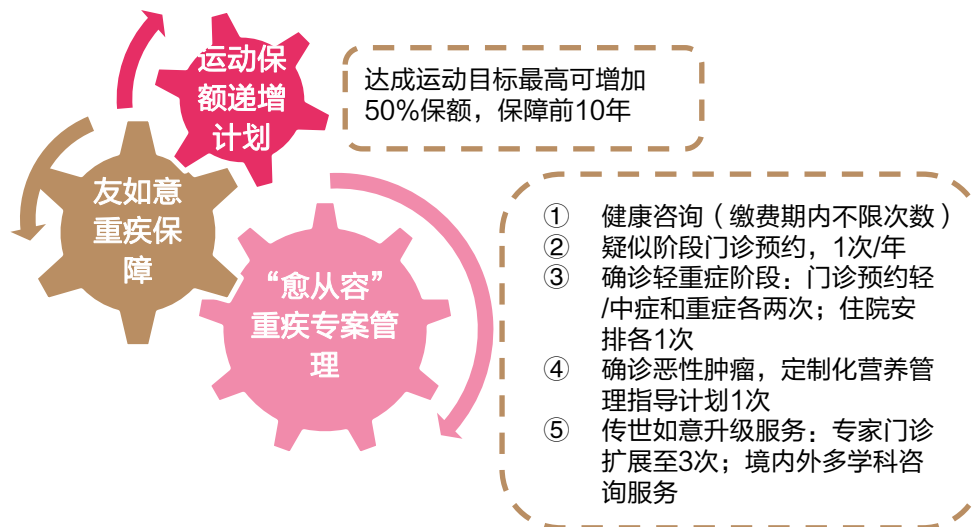


图28：友邦新重疾产品+服务



三、保险公司服务生态布局

友邦于今年下半年开始进军养老市场，推出了“友自在”养老综合解决方案，瞄准养老财富管理、健康管理的巨大保障缺口，匹配全套养老服务。

表11：“友自在”养老计划

	产品名称	产品特点
养老储蓄账户	友自在年金保险	覆盖身故，全残，年金，满期金利益；缴费期间趸交/3/6/10/15年，保险期间12/20年；投保年龄覆盖35-70岁
	自在宝终身寿险（万能型）	连生账户实现家庭投保，最低保证利率达2%；覆盖0-70岁年龄范围
养老健康账户	智选康惠慢病医疗保险	三高、乳腺疾病、甲状腺结节、脂肪肝等非标人群可投保，配套健康管理服务
	康爱无忧防癌医疗保险	最高投保年龄80岁，200万保额，0免赔，全程爱从容专案管理
	长期护理保险	可选保障至80/90岁；涵盖特定重疾和意外所致的护理保障；长期护理金最长给付10年
	传世无忧安心版高端医疗保险	涵盖公立医院特需部及国际部、基本医保定点中的民营和私立医院；6大保障利益，600万保额；“愈无忧”精英就医服务

表12：配套全套养老服务

养老方式	90%居家养老	7%社区养老	3%机构养老
康养生态圈	健康资讯、健康促进、老年体检、就医协助、护理上门、慢病管理	社区养老资源协调、定期回访	康复机构资源协调、定期回访
资金储备	养老储蓄账户		养老健康账户
专业规划与支持	专业养老规划		数字化平台

目录

一、分产品视角下寿险发展的长期逻辑

- 1.健康险（医疗险）
- 2.重疾险、终身寿险
- 3.理财险

二、代理人渠道“去产能”

三、保险公司服务生态布局

四、投资建议

四、投资建议

- 我们判断短期负债端的低迷将持续。我们预计2021年全年平安、国寿、太保、新华、太平、友邦的NBV同比增速为-13.1%、-18.8%、-18.6%、-20.4%、+20.8%、+6.4%。
- 在代理人同比大幅下降以及高基数之下，2022年保险公司的开门红NBV增长仍然承压，我们预计2022Q1各公司（除友邦）NBV同比增速预计为-20%左右。由于今年3月开始，代理人规模及NBV大幅下滑，基数显著降低，因此在2022年3月有望看到负债端同比增速企稳。

表13：2021-2022年NBV预估（单位：亿元）

2021年预估	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2021Q1同比	2022Q1同比	2020Q2-4	2021Q2-4	2022Q2-4	2021Q2-4 同比	2022Q2-4 同比	2020	2021	2022	2021同比	2022同比
中国平安	165	190	148	15.4%	-22.0%	331	241	253	-27.3%	5.0%	496	431	401	-13.1%	-6.9%
中国人寿	177	154	131	-13.2%	-15.0%	406	320	320	-19.1%	0.0%	584	474	451	-18.8%	-4.9%
中国太保	65	67	55	1.7%	-18.0%	113	79	87	-30.3%	10.0%	178	145	141	-18.6%	-2.8%
新华保险	26	26	19	0.3%	-25.0%	66	47	48	-28.4%	2.0%	92	73	68	-20.4%	-7.5%
友邦保险（美元）	8	11	12	25.1%	15.0%	19	23	25	18.9%	10.0%	28	33	37	20.8%	11.6%
中国太平（港元）	7	24	19	259.4%	-20.0%	81	70	73	-13.9%	5.0%	88	93	92	6.4%	-1.3%

四、投资建议

- 寿险负债端的至暗时刻或将过去，保险需求的长期空间，我们依然看好负债端的数据拐点预期将发生在明年3月。
- 资产端有好转，地产风险与利率两大因素均在向好。刘鹤近日表示“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。宽信用背景下，叠加海外因素，利率亦将摆脱前期的下行局面。
- 截至11月3日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股2021PEV分别为0.69、0.63、0.53、0.45倍，友邦保险、中国太平H股2021PEV分别为1.87倍、0.19倍，分别处于历史估值分位的2%、1%、2%、0%、64%、1%。当前估值已充分反映负债端悲观预期，短期资产端利好叠加估值切换，有望驱动Q4保险股行情。重点推荐：友邦保险、中国太保。

表14：保险公司2021PEV

		最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	分位数
A股	中国人寿A	2.11	0.60	1.10	0.99	0.69	2%
	中国平安A	1.74	0.60	1.05	1.06	0.63	1%
	中国太保A	1.69	0.48	0.99	0.97	0.53	2%
	新华保险A	2.12	0.45	1.02	0.94	0.45	0%
H股	中国人寿H	1.82	0.25	0.87	0.78	0.26	2%
	中国平安H	1.62	0.55	1.09	1.10	0.58	0%
	中国太保H	1.64	0.33	0.92	0.89	0.37	2%
	新华保险H	1.63	0.21	0.71	0.69	0.21	0%
	友邦保险H	2.38	1.18	1.77	1.79	1.87	64%
	中国太平H	1.40	0.18	0.61	0.57	0.19	1%

备注：从2012年1月4日开始计算

四、投资建议

重点推荐中国太保、友邦保险。

- 对友邦和太保而言，我们预计走出低谷的时间将先于行业。
- 太保寿险的转型方向非常明确，1是绩优队伍与绩优文化建设，2是养老和健康等差异化服务建设。
 - 1) 专注绩优队伍建设，搭建了一套完整绩优推动的体系。通过考核体系和荣誉体系来牵引、追踪体系来跟进、培训体系来供能，把整个绩优体系运作的流程标准化，以更好的进行绩优队伍建设。进行北斗工程试点，聚焦重点城市，通过深化城区业务发展赋能平台，搭建专属的增募系统、培训体系和客户服务体系，匹配现代化多功能的职场等全方位的支持，吸引、培育精英优质人才。
 - 2) 服务体系聚焦，已形成产品化，深入业务前线及中后台。健康医疗服务聚焦“太保蓝本”，养老服务聚焦“太保家园”。同时，开启“客户需求导向”的组织架构和渠道调整。
- 友邦在中国大陆的经营区域拓展加速，四川、湖北分公司以开业经营，以及“定制化的产品+优质的健康医疗服务+专业代理人”的差异化发展策略将使其把握住中国寿险高端市场的高成长性，同时亦通过与中邮保险的合作把握下沉市场机会，多渠道发力，将更好的支撑友邦中国NBV的增长。

风险提示

- 1) 资本市场大幅波动：非银股的 β 属性较强，受市场波动的影响较大。
- 2) 长端利率下行超预期：如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。
- 3) 保险公司负债端改善慢于预期：如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS