

2021年04月20日

看好

相关研究

“保障更全面，定价更科学，新重疾产品吹响新单复苏号角——新版重大疾病保险定义及发生表解析”-2020年11月6日

“保障加码费率微降，竞争环境改善——上市险企新版重疾定义产品观察与分析”-2021年3月17日

证券分析师

葛玉翔 A0230519080010
geyx@swsresearch.com

联系人

葛玉翔
(8621)23297818x转
geyx@swsresearch.com

感谢实习生韦春泽和颜煜昌对成文的贡献

重疾产品“价格战”回眸与展望

——中小险企新重疾定义产品观察与分析

本期投资提示：

- 2015年以来具有代表性的重疾险产品“价格战”回顾。** 1.2016年后，中小险企将产品设计为更符合互联网渠道销售的特征，如将身故责任作为可选方案，产品费率下降约30%；将重疾产品保障期限从终身缩短为“至70/80周岁”，规避了重疾发生率最高的阶段。2.2018年行业面对原保监会[2017]134号文下首个“开门不红”，为了稳定队伍，老七家中太平人寿推出极致性价比产品福禄康瑞重疾，以8折不到的等同产品价格吸引大量年轻客群。3.2018年后，在行业加速回归保障，银保渠道保费贡献能力出现下降的背景下，中小公司通过增加保障范围提升产品竞争力。4.2019年后互联网平台与中小保险公司合作开发“爆款”重疾产品。例如小雨伞保险发布超级玛丽重疾险打造“网红”系列产品；慧择网旗下达尔文IP系列经过迭代升级赔付力度业内领先。总结来看，重疾产品价格战可以分为：价格战初期费率大幅下降、价格战中期保障范围进一步拓宽以及价格战后期赔付次数增加，赔付力度明显增强。
- 新重疾定义下中小险企典型重疾产品观察。** 我们选取了具有代表性的中小公司信泰人寿超级玛丽系列、达尔文系列，由慧择定制的多次赔付重疾守护者系列进行横向对比，主要产品迭代总结如下：1.特定保单年度或年龄前的重疾额外给付（最高可达80%）；2.重疾多次赔付的极致化设计（多次赔付不分组）；3.提高轻中症赔付比例和次数（新产品通过提高轻症赔付次数以符合新规要求轻症赔付比例不超过30%的限制）；4.特定疾病额外给付。在市场这只看不见的手的作用下，我们发现平安人寿不断迭代升级平安福，多次升级后产品条款、费率和形态逐步更加以客户为中心。虽然面临新业务价值率下降的潜在压力，但是只有更多站在客户的角度出发，才能迭代出更符合客户需求的产品，实现“客户、代理人 and 股东”的共赢局面。
- 2021年2月，新定义重疾产品上线，中小公司新产品略有提升，头部险企新产品销售难度下降，从长期来看，中小公司持续“价格战”的底气不足。** 从新定义重疾产品来看，以20年期缴、保至终身、附加身故责任产品为例，超级玛丽4号较3号max费率男性上升9.1%、女性上升15.5%；达尔文5号焕新版费率较达尔文3号费率男性上升4.2%，女性上升9.8%；康惠保旗舰版2.0费率男性上升13.0%，女性上升15.1%。我们以30岁男性、20年期缴为例进行测算，头部公司与中小公司主力重疾产品价差将由约23%收窄至14.5%，头部险企新重疾定义产品销售难度预计下降。我们认为从综合偿付能力压力、再保公司定价压力和长期资产配置收益率三方面来看，中小保险公司价格战持续性并不强。一方面，2019年以来随着中小公司加速回归保障本源，叠加权益市场波动加大，中小险企加大债券节奏，而高企票面利率在缓解偿付能力压力的同时，对资产端长久期资产收益率提出了更高的要求，但如果承保端成本不断上新则将双重挤压中小险企利润水平。另一方面，随着新版重疾发生率的更新，再保公司的再保定价水平也将水涨船高，中小公司过于激进的产品定价将受到再保公司的约束。
- 投资建议：我们预计头部险企新重疾定义产品销售难度略有下降。** 我们预计2H21是后疫情时代检验队伍产能恢复的时间点，关注队伍质态改善的持续性。3月以来新单复苏承压，股价已有一定反映，关注队伍质态改善持续性¹及有效人力增长情况，看好2H21新单复苏趋势。当前，平安、国寿、太保、新华和行业平均对应2021年P/EV分别为0.92X、0.73X、0.65X、0.56X和0.71X；分别处于2011年以来历史分位数的21.9%、3.1%、5.2%、1.6%和2.3%，推荐顺序：中国平安，中国太保和中国人保，港股关注友邦保险。
- 风险提示：新版重疾定义产品销售低于预期，中小公司通过互联网等中介渠道大打价格战，实际重疾发生率水平超出预期。**



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

2月以来，上市寿险公司新版重疾定义产品陆续上架，价格小幅下降保障范围再度升级，中小公司因偿付能力、再保压力和股东利润考核影响，新产品整体出现小幅涨价，我们预计头部险企新重疾定义产品销售难度略有下降。我们预计 2H21 是后疫情时代检验队伍产能恢复的时间点，关注队伍质态改善的持续性。3月以来新单复苏承压，股价已有一定反映，关注队伍质态改善持续性及有效人力增长情况，看好 2H21 新单复苏趋势。当前，平安、国寿、太保、新华和行业平均对应 2021 年 P/EV 分别为 0.92X、0.73X、0.65X、0.56X 和 0.71X；分别处于 2011 年以来历史分位数的 21.9%、3.1%、5.2%、1.6%和 2.3%，推荐顺序：中国平安，中国太保和中国人保，港股关注友邦保险。

原因及逻辑

我们认为中小公司在重疾险价格战中发力点随时间逐渐变化，初期聚焦于费率竞争，中期延伸至拓宽保障广度，后期发展至挖掘保障深度。产品形态变化通过先降价再加保的措施实现。随着价格战进入白热化，产品快速迭代，中小公司重疾险性价比和形态复杂度不断提高，产品保障向大而全发展。中小公司重疾产品的特征在于通过与互联网平台的合作吸引年轻客群并且通过极致性价比和产品形态设计均保额比传统渠道更高。

我们认为“价格战”在本轮新定义重疾产品发布后将趋于缓解。我们以 30 岁男性、20 年期缴进行测算头部公司与中小公司主力重疾产品价差将由约 23%收窄至 14.5%，头部险企新重疾定义产品销售难度明显下降。我们认为从综合偿付能力压力（中小保险公司综合偿付能力接近 120%黄线）、再保公司定价压力和长期资产配置收益率（近年来中小人身险公司加大债券发行节奏，发行利率普遍都在 4.5%-5%水平）三方面来看，中小保险公司价格战持续性并不强。

有别于大众的认识

当前市场对 2021 年下半年保障型业务复苏存在较大分歧。3 月单月上市险企平均新单降幅超过 20%，主要系 1 月提前消耗客户需求，新产品的保障和价格优势预计将于二季度逐步显现，虽然 2020 年因疫情扰动增员乏力或对 2021 年重疾险新单增长产生阻力，但考虑到 2H20 极低的基数，我们预计 2H21 健康险新单将实现同比 10%的增长，彰显较强复苏动能。

当前市场认为互联网渠道冲击不是昙花一现，而是持续不断加深，而我们认为两者发展并不矛盾。随着互联网渠道和保险科技技术的不断深化，那些标准化程度高，件均保费水平低的产品的主要销售渠道，将逐步被互联网渠道所取代。而代理人渠道将聚焦那些定制化程度高，件均保费更高，更需要展现代理人财富+保障规划综合能力的产品。

目录

1.引言：保障更全面，定价更科学，新重疾产品吹响新单复苏号角	6
2.重疾险产品“价格战”回顾	8
2.1 中小险企重疾产品爆款重疾产品回眸	8
2.2 中小险企重疾产品“价格战”总结	10
2.2.1 对年轻客群吸引力较强	10
2.2.2 件均保额较高	11
2.2.3 中介机构推动竞争愈发激烈	12
3.新重疾定义下中小险企典型重疾产品观察	13
3.1 信泰人寿：中介渠道助力做大发展	14
3.1.1 超级玛丽系列：小雨伞保险定制重疾，新产品费率略有上升	15
3.1.2 达尔文系列：慧择定制重疾，新产品费率略有上升	18
3.2 百年人寿：康惠保责任组合变化，费率略有上升	21
4.关键结论与投资建议	24
4.1 关键结论	24
4.1.1 中小公司新产品略有提升，头部险企新产品销售难度预计下降	24
4.1.2 中小公司持续“价格战”的底气不足	26
4.1.3 中介渠道议价能力日益提升使得产品费率易上难下	28
4.1.4 头部险企对应：产品更加以客户为中心，加大健康管理附加值	28
4.1.5 面对互联网渠道冲击更需传统代理人提升自身专业能力	29
4.2 投资建议	30

图表目录

图 1：新旧重疾定义下 28/25 病种经验发生率对比	6
图 2：价格战阶段化演变路径	10
图 3：慧择平台上 80 后，90 后理赔人数占比接近七成	11
图 4：中小险企产品吸引年轻客群推动产品更新	11
图 5：网络渠道的重疾险件均保额超 20 万元，高于传统个险渠道（单位：万元）	11
图 6：30 岁男性，保额 50 万元的终身寿险及终身重疾+中症+轻症责任产品组合新老产品定价构成（元）	12
图 7：慧择实现的保费收入结构（单位：百万元）	13
图 8：慧择经纪业务收入结构（单位：百万元）	13
图 9：信泰人寿各渠道保费收入占比	15
图 10：2019 年寿险中介渠道业务占比前十名	15
图 11：信泰人寿健康险保障主力体系	15
图 12：超级玛丽新旧产品费率对比（男性，保至终身）	17
图 13：超级玛丽新旧产品费率对比（女性，保至终身）	18
图 14：慧择寿险及长期健康险服务平台示意	18
图 15：达尔文新旧产品费率对比（男性，保至终身）	20
图 16：达尔文新旧产品费率对比（女性，保至终身）	21
图 17：康惠保新旧产品费率对比（男性，保至终身）	23
图 18：康惠保新旧产品费率对比（女性，保至终身）	24
图 19：新旧定义重疾产品费率对比（单位：元）	25
图 20：中小保险公司综合偿付能力接近 120%黄线	26
图 21：近年来人身险公司债券发行规模逐步提升	26
图 22：光大永明人寿健康险保费收入占比逐年提升（规模保费口径）业务结构逐步优化	27
图 23：光大永明人寿首年期缴佣金和手续费率中枢提升	27
图 24：光大永明人寿价值创造能力的持续性有待提升	27
图 25：光大永明人寿价值率水平仍有提升空间	27
图 26：保险产品与营销员金字塔示意图	30

表 1：新老产品定价基本假设及结果	7
表 2：新旧产品不同缴费期限下不同年份的附加费用率（假设）	7
表 3：价格战中标志性产品回眸	9
表 4：典型中小公司旧产品汇总	14
表 5：超级玛丽系列产品汇总	16
表 6：超级玛丽系列新旧定义对比	17
表 7：达尔文系列产品汇总	19
表 8：达尔文系列新旧定义对比	20
表 9：康惠保系列产品汇总	22
表 10：康惠保系列新旧定义对比	22
表 11：2021 中小公司新版重疾定义产品情况	25
表 12：近年来发行利率超过 5%的部分中小人身保险公司一览（期限均为 10 年）	26
表 13：平安福今年来产品升级一览	29
表 14：保险行业估值表（2021 年 4 月 19 日）	31

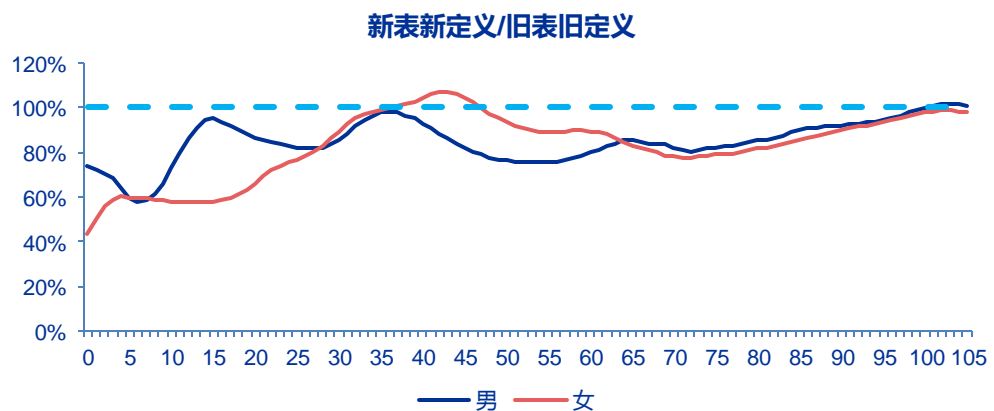
1.引言：保障更全面，定价更科学，新重疾产品吹响新单复苏号角

2020年11月《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020年修订版）》正式发布，重疾领域迎来重大变革。新重疾定义顺应医学诊疗技术和重疾产品市场的发展，规范市场行为，推动行业高质量发展。2021年2月以来，为响应监管新规并确保重大疾病保险新老规范平稳切换，行业各人身险公司立足客户需求逐步上线新版定义重疾产品。我们在《保障更全面，定价更科学，新重疾产品吹响新单复苏号角——新版重大疾病保险定义及发生表解析》报告中对新版重疾定义修正提出以下观点：

重疾定义表和发生率表主要修订成果总结如下：1.从定义来看，终版重疾定义较2007版变化主要集中在三方面：疾病数量扩大为28+3（将原有25种重疾定义完善扩展为28种重度疾病和3种轻度疾病，并适度扩展保障范围）；甲状腺癌按轻重程度进行分级（TNM分期为I期的甲状腺癌列入轻度恶性肿瘤）；轻症理赔不超保额30%（征求意见稿为20%）。**2.从发生率看**，对于原2007版重疾定义，终版经验发生率较旧版（男性18-43岁，女性18-57岁）略有提升，高龄阶段有所减少，预计主要受甲状腺检出率提升所致；对于新重疾经验发生率下，新版重疾定义下发生率较旧版在年轻阶段（男性18-56岁，女性13-60岁）略有减少，其余阶段略有增加，预计主要受甲状腺癌分级轻重症，总体赔付略有下降所致。**3.编制2020版定义规范下的恶性肿瘤——重度、较重急性心肌梗死、严重脑中风后遗症特定疾病等经验发生率表**，为保险公司提供创新数据支持。

为了更好地测算新旧产品定价差异，我们对比了新表新定义与旧表旧定义发生率差异。以28/25病种为例，新版定义下发生率较旧版重疾表平均下降15.9%（征求意见稿为23.3%），其中男性整体下降15%（征求意见稿为22.4%），女性整体下降16.7%（征求意见稿为24.2%）。

图1：新旧重疾定义下28/25病种经验发生率对比



资料来源：中国精算师协会，申万宏源研究

注：若高于100%表明新表新定义重疾发生率更高，低于100%表明旧表旧定义重疾发生率更高

对产品定价影响：我们以 30 岁男性，保额为 20 万元的终身寿险（主险）+终身重疾（附加险 1）+轻症责任（附加险 2）产品组合为例，“新产品”首年期交保费为 7172 元，较“老产品”的降价幅度约为 5.0%。

表 1：新老产品定价基本假设及结果

	老产品 (旧表旧定义)	新产品 (新表新定义)
重大疾病定义	2007 年版定义	2020 年版定义
重大疾病病种数量	25	28
重大疾病经验发生率表	25 病种 (2007 版定义) 经验发生率男表和女表 (CI3 和 CI4)	28 重度疾病病种 (2020 版定义) 经验发生率男女表 (CI4)
轻症赔付比例	额外 30%且不限次数	额外 30%且不限次数
轻症经验发生率表	3 病种轻度疾病 (2020 版定义) 经验发生率占比表	3 病种轻度疾病 (2020 版定义) 经验发生率占比表
死亡责任	100%保额	100%保额
生命表	非养老类业务一表	非养老类业务一表
定价利率	2.5%	2.5%
平均附加费用率	10 年及以下：14.0% 20 年及以上：12.0%	10 年及以下：13.5% 20 年及以上：11.5%
首年期交保费 (元) 30 岁男性，20 万保额	7552	7172

资料来源：中国精算师协会，申万宏源研究

表 2：新旧产品不同缴费期限下不同年份的附加费用率（假设）

缴费期限/保险期限	产品类型	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	均值
10 年及以下	新产品	35%	25%	25%	15%	15%	15%	13.0%
20 年及以上		50%	40%	40%	30%	30%	30%	11.0%
10 年及以下	旧产品	40%	25%	25%	15%	15%	15%	13.5%
20 年及以上		60%	40%	40%	30%	30%	30%	11.5%

资料来源：中国精算师协会，申万宏源研究；注：第 7 年之后均为零

市场竞争环境下头部险企主动降价基本符合预期，完善的保障责任范围和更具竞争力的费率水平将助力公司实现新旧产品的有序切换。在《保障加码费率微降，竞争环境改善——上市险企新重疾定义产品观察与分析》报告中，我们以 30 岁男性、20 年期缴进行测试，平均费率降幅约为 4.4%，其中平安、太保、友邦新产品费率降幅分别为 4.9%、4.2% 和 9.1%，新华新产品费率小幅上升 0.7%。与旧版重疾产品相比，新版重疾产品均增加了保障范围（如新增病种数、增加中症责任），而费率略有降低，我们认为主要系市场竞争影响。而本篇报告，我们重点分析新重疾定义下中小保险公司条款、费率和产品变化，以更好分析市场竞争格局的变化。对于小保险公司而言，受制于渠道能力较弱，为在传统银保渠道发展面临瓶颈的压力下提升保费规模，除了高佣金、大营销策略之外，降低产品价格和提升产品性价比是主要的手法。

2. 重疾险产品“价格战”回顾

2.1 中小险企重疾产品爆款重疾产品回眸

近年来我国重疾险产品“价格战”回眸。2013年原保监会发布，普通型人身保险预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定，不再执行2.5%的上限限制，随着定价利率从2.5%上调至3.5%，重疾险产品价格出现一轮明显下降。

2015年《互联网保险业务监管暂行办法》发布，文件鼓励创新全面激发互联网保险行业发展活力，适度放开经营区域限制。鼓励保险机构利用现代信息技术手段，探索建立线上、线下相结合的服务体系，提升服务效率和水平，对能够实现互联网全流程管理的产品，不设定经营区域限制。2015年后互联网保险的发展开始加速，为了迎合互联网高频低价的场景特征，互联网重疾产品对传统代理人渠道产品开启一系列改造，具体来看包括：

➤ **1. 将重疾产品的身故责任作为可选方案，产品费率下降约30%；将重疾产品保障期限从终身缩短为“至70/80周岁”，规避了重疾发生率最高的阶段，费率价格水平进一步下降。**

具体来看，2015年，华夏人寿推出的常青树比市场上主流产品价格下降近30%（同期健康无忧C可比首年保费为15550元，平安福2015版可比首年保费达15895元），低价的同时保障范围仍处于同期的领先水平（61种重症和15种轻症），上线后凭借其产品的高性价比销售火爆。2016年华夏人数推出升级版常青树，保障范围增加至77种重疾和33种轻症。2017年，弘康人寿推出不带身故责任的健康一生A+B重疾险，费率再次大幅下降，保障范围适中，保障50种重症和15种轻症2次30%保额（SA）的赔付。作为一款消费型重疾险，其产品结构简单，保障期限灵活，不含身故责任，其性价比提高到了新的水平。体现了其责任轻量化和费率极致化。

➤ **2. 2018年行业面对原保监会[2017]134号文（首次生存保险金给付应在保单生效满5年之后；每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的20%大幅拖累开门红储蓄型业务新单表现）下首个“开门红”，为了稳定队伍，太平人寿推出极致性价比产品“福禄康瑞”。**

具体来看，我们以30岁男性，20年交，保终身，50万保额为投保案例，产品价格为12100元，显著低于老七家主流重疾险（同期平安福2018可比首年保费为15516元，国寿福至尊版可比首年保费为14178元），该产品在低价的同时仍保持了100种重症1次赔付、50种轻症6次赔付的保障范围。公司通过推出该低费率产品提升了获客能力，产品客源以新客户为主，占比达77%，而老客户加保仅占23%。福禄康瑞2018通过优化初代版本重疾定义和上调费率和新业务价值率，件均保额达25万元，远高于过去产品。值得注意的是，这是老七家大型险企首次打出价格战，虽然结果来看后续平安、国寿、太保等大公司没有继续跟进降价，但说明在新单增长乏力背景下，稳住队伍的难度和重要性。

➤ **3.在行业加速回归保障，银保渠道保费贡献能力出现下降的背景下，中小公司通过增加保障范围提升产品竞争力**

2018 年，百年人寿在康惠保的基础上升级推出康惠保旗舰版，扩大保障范围，包含 100 种重疾 1 次赔付、20 种中症 2 次赔付、35 种轻症 3 次赔付，不含身故责任，首年保费进一步下降至 6573 元。康惠保旗舰版轻症及中症给付责任为多次无分组无间隔赔付，且可享保费豁免，可附加特定疾病额外赔付、等待期后身故全残退还保费，性价比在同类产品中较为出众（同期的达尔文 1 号可比首年保费为 7775 元）。

➤ **4.2019 年后占据流量优势的互联网平台与中小保险公司合作开发“爆款”重疾产品，在向中小保险公司承诺一定保费规模的基础上，进一步压低了产品费率。例如小雨伞保险发布超级玛丽重疾险打造“网红”系列产品；慧择网旗下达尔文 IP 系列经过迭代升级赔付力度业内领先**

2019 年，光大永明人寿推出了达尔文超越者，其可附加 3 年间隔期的癌症二次理赔，并且赔付 120% 基本保额（同期市场上类似产品只赔付 100% 基本保额）。此外，保障范围也进一步扩大，包含 110 种重疾 1 次赔付、25 种中症 2 次赔付、40 种轻症 3 次赔付，不包含身故责任，也可附加特定疾病额外赔付，附加癌症二次赔付后的费率较康惠保旗舰版的低点有一定升高。从该产品中可以看出，价格战竞争下，针对特定疾病的额外给付也开始成为中小险企重疾产品广泛采用的亮点，如心脑血管疾病、恶性肿瘤乃至原位癌等。

2020 年，信泰人寿推出达尔文 3 号，其各类疾病的赔付金额大幅增加，60 岁前重疾额外赔付 80% 基本保额，中症及轻症分别赔付 60% 基本保额、45% 基本保额。赔付比例基本上高于同类其它产品，投保也比较灵活，可选恶性肿瘤赔付达 150% 基本保额，作为不包含身故责任的消费性重疾险，费率虽有些许提升，但是高于同类产品的赔付比例显著提高了其性价比。此后，轻症赔付比例 40% 以上、中症赔付比例 60% 以上成为中小公司重疾产品的基本配置。

表 3：价格战中标志性产品回眸

公司名称	产品	升级变化	首年保费（30 岁男性，20 年交，保终身，50 万保额，单位元）
华夏人寿	常青树（2015 版）	比市场主流重疾险价格下降近 30%	11055 元 （含身故）
弘康人寿	健康一生 A+B	不带身故责任，价格再次大幅下降	7855 元 （不含身故）
太平人寿	福禄康瑞 2018	老七家中率先降价	12100 元 （含身故）
百年人寿	康惠保旗舰版	增加病种，保障 100 种重疾、20 种中症、35 种轻症	6573 元 （不含身故）
光大永明	达尔文超越者	增加 3 年间隔期的癌症二次理赔	7335 元 （不含身故）
信泰人寿	达尔文 3 号	赔付金额大幅增加，重疾 60 岁前额外 80% 保额，中症赔付 60% 保额，轻症赔付 45% 保额	7820 元 （不含身故）

资料来源：“保险师” app，申万宏源研究

2.2 中小险企重疾产品“价格战”总结

重疾产品价格战总结来看可以分为：**价格战初期费率大幅下降、价格战中期保障范围进一步拓宽以及价格战后期赔付次数增加，赔付力度明显增强。**我们认为中小公司在重疾险价格战中发力点随时间逐渐变化，初期聚焦于费率竞争，中期延伸至拓宽保障广度，后期发展至挖掘保障深度。产品形态变化通过先降价再加保的措施实现。随着价格战进入白热化，产品快速迭代，中小公司重疾险性价比和形态复杂度不断提高，产品保障向大而全发展。

图 2：价格战阶段化演变路径



资料来源：申万宏源研究；

注：**赔付次数**指的是一份保单中投保人符合重症或中症或轻症的赔付条件，保险公司可进行赔付的次数；**赔付力度**指的是一份保单中投保人符合重症或中症或轻症的赔付条件，保险公司进行赔付的保险金额比例。

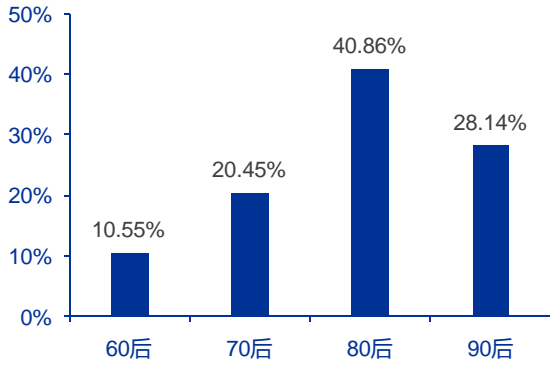
2.2.1 对年轻客群吸引力较强

从价格和条款来看，中小险企重疾险产品较头部险企重疾险产品来说更具性价比：**1. 提供低费率选择。**头部险企重疾险大多为储蓄型重疾险，而中小险企重疾险大多将身故责任设为附加责任，部分产品可选择保至 70 周岁/80 周岁，有助于资金不太宽裕的客户利用有限的保费获取较高的保额。**2. 基本责任不断提高保障范围。**头部险企旧定义产品基本责任大多仅含重疾、轻症保障，不含中症保障，而中小险企重疾险不仅包含重疾、中症、轻症保障，且在多次迭代升级中通过设置特定保单年度或年龄前的重疾额外给付、提高轻中症赔付比例和次数等方式，不断扩展保障范围。**3. 设置丰富的附加责任。**头部险企旧定义产品附加责任较为匮乏，而中小险企重疾险针对部分高发特定疾病设置附加保障，如心血管疾病、恶性肿瘤等，吸引特定群体关注。年轻客户群体进入职场时间较短，缺乏一定积蓄，价格敏感性较强，但长时间、高强度的工作致使其具有一定重疾风险，中小险企销售的高性价比重疾险成为其理想选择。

从渠道来看，中小险企的产品主要通过互联网渠道销售，更容易被年轻客群接受并自主选择。年轻客群消费习惯更加独立，并不需要过于前置的干预服务，也较抗拒传统线下代理人的推销模式，对保险需求有自己的见解。互联网平台提高了信息透明度，使年轻客群能通过自主网络比价选择性价比更高的产品，这也推动中小险企重疾险产品针对线上客户需求持续更新迭代。另外，年轻客群的长期线上消费习惯使其对于智能应用工具，比如

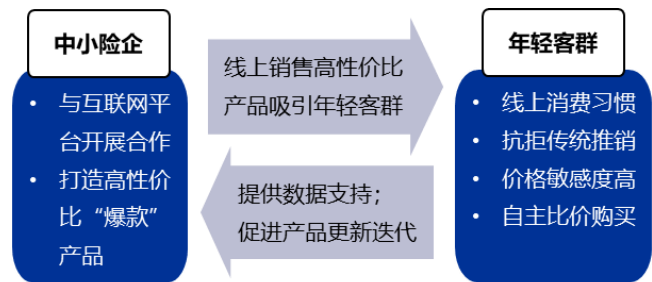
线上产品对比、智能核保等接受周期更短。因此，互联网保险平台投保人呈现年轻化趋势。慧择 2020 年年报披露，慧择的用户平均年龄仅为 32.7 岁。《慧择 2020 保险消费指数报告》数据显示，慧择平台上 80、90 后理赔人数占比接近 70%，其中 80 后理赔人数占比达 40.86%，90 后达 28.14%。

图 3：慧择平台上 80 后，90 后理赔人数占比接近七成



资料来源：《慧择保险消费指数报告》，申万宏源研究

图 4：中小险企产品吸引年轻客群推动产品更新

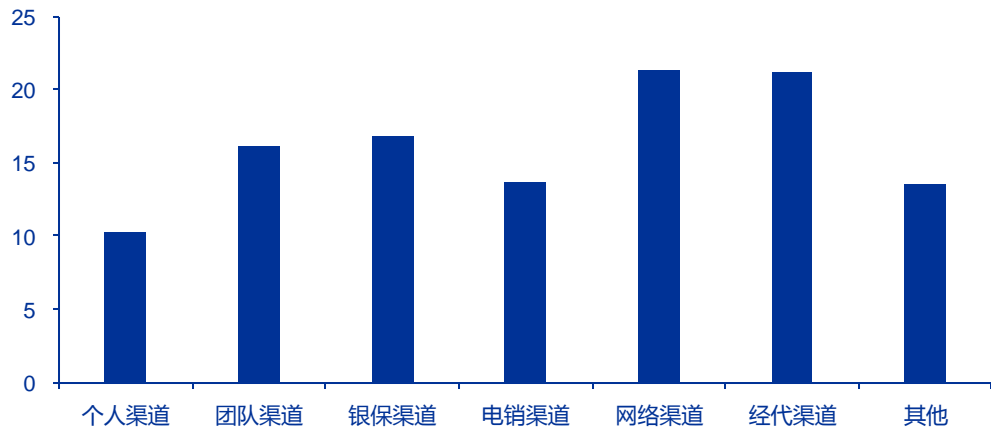


资料来源：申万宏源研究

2.2.2 件均保额较高

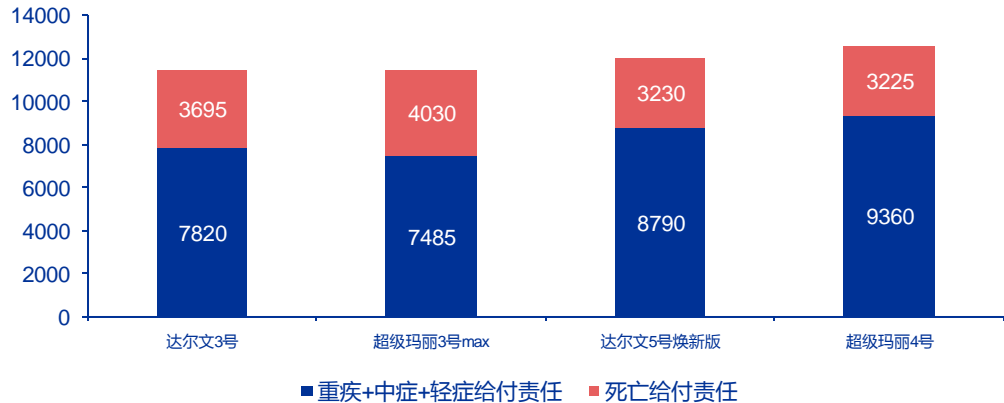
中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）行业研讨会数据显示，存量有效重疾险保单中，网络渠道和经代渠道的件均保额均超过 20 万元，而个险渠道件均保额仅为 10.3 万元。我们认为主要原因系：1.受市场竞争影响，中小险企需要以“高性价比”为卖点提高网络知名度，定价策略较为激进。2.网销渠道专属产品通过“轻量化”产品设计方案，取消身故责任等储蓄型业务在首年保费的占比，进而加大保费杠杆，以更好贴合互联网渠道年轻客群的需求。以 30 岁男性、50 万保额产品首年保费为例，若取消身故责任，仅包含重疾、中症、轻症给付责任，旧产品达尔文 3 号、超级玛丽 3 号 max 费率分别下降 32.1% 和 35%，新产品达尔文 5 号焕新版、超级玛丽 4 号分别下降 26.9% 和 25.6%。

图 5：网络渠道的重疾险件均保额超 20 万元，高于传统个险渠道（单位：万元）



资料来源：银保监会，申万宏源研究

图 6：30 岁男性，保额 50 万元的终身寿险及终身重疾+中症+轻症责任产品组合新老产品定价构成（元）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：达尔文 3 号、超级玛丽 3 号 max 为旧定义产品，达尔文 5 号焕新版、超级玛丽 4 号为新定义产品

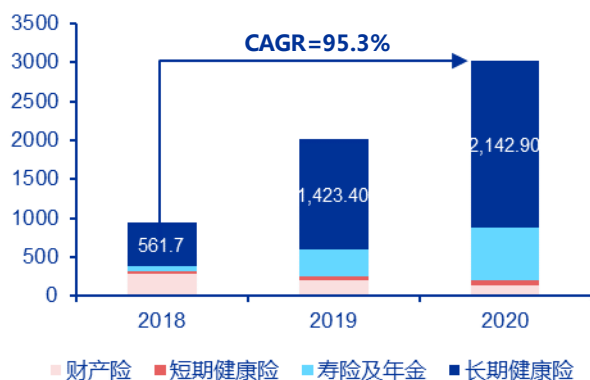
2.2.3 中介机构推动竞争愈发激烈

相较于大型险企，中小险企的代理人队伍较弱，其业务开展比较依赖中介公司，以期与大型险企线下代理人渠道竞争，因此中小险企成为保险中介最主要的产品来源。随着互联网保险的发展，部分以互联网渠道为主的保险中介以客户需求为导向进行定制化产品组合与创新。中小险企与此类保险中介的合作不再局限于过去简单的保险分销，而是展开了更为深入的合作。具体而言：**在产品端**，由平台根据自身积累的用户画像、风险数据，向合作中小险企提供定制产品思路及定价区间建议，中小险企开展产品进一步开发与承保；**在销售端**，保险中介一方面在自营平台对定制产品进行推广，另一方面对接众多深度合作保险自媒体开展产品推荐。此类定制化产品具有通俗易懂、易于传播的系列名，如小雨伞保险定制的超级玛丽系列重疾险、慧择定制的达尔文系列重疾险，且提前设计了“爆款”宣传亮点，如超级玛丽系列和达尔文系列均以“高性价比”为宣传重点。另外，由于网销重疾险市场竞争激烈，加之互联网平台宣发周期较短，定制化产品迭代速度快，如超级玛丽系列重疾险、达尔文系列重疾险分别已迭代 9 次、7 次，约 3-6 个月迭代一次，而传统大型人身险公司迭代时间一般需要 8-12 个月。

中小险企与互联网平台的合作取得了理想效果。对于中小保险公司而言，与互联网平台合作，不仅能实现“产销分离”，避免了招募和训练代理人的庞大成本，还可以通过保险中介的销售力量迅速打开局面，提高自身市场份额。对于互联网平台而言，与中小保险公司的合作有利于延展自身在保险业务价值链的业务范围，专属产品的定制更是有利于中介公司增加议价能力优势，提高业务佣金率。以头部互联网保险平台慧择为例，2018 年至 2020 年慧择与前五大合作保险公司的营业收入贡献占比达 59%、60.7%和 63%。**寿险与长期健康险产品的销售为慧择带来了主要营收（手续费收入）。**通过慧择实现的保费收入中，长期健康险数额及占比持续提升，由 2018 年的 5.62 亿元增加至 21.43 亿元，CAGR 达 95.3%，占比由 2018 年的 59.7%提升至 2020 年的 71%。慧择经纪业务收入结构中，

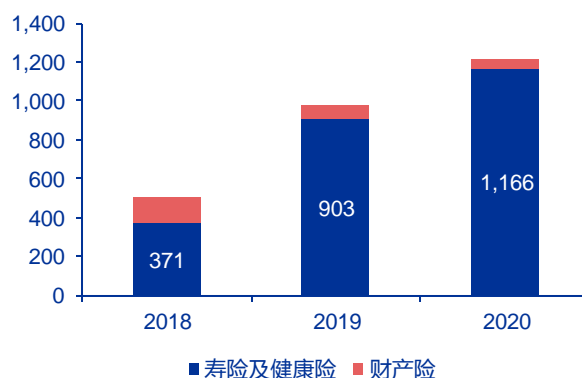
寿险及健康险为绝对主力，2020年寿险及健康险经纪业务收入为11.66亿元，在经纪收入的占比达95.9%。其中，慧择与中小险企共同打造的定制产品为推动平台实现保费和经纪业务增长的主力。2020年通过慧择促成的总承保保费（GWP）中，约有42.7%是由平台与保险公司合作开发的定制保险产品贡献。9M19旗舰定制产品达尔文1号重疾险、慧馨安系列少儿重疾险在慧择实现的寿险和健康险保费中占比分别为6.8%和3.0%。长期来看保险中介和中小险企将形成更紧密的合作生态。

图7：慧择实现的保费收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图8：慧择经纪业务收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 新重疾定义下中小险企典型重疾产品观察

中小险企旧定义重疾产品保障“大而全”，突破更为积极。2019-2020年，中小公司重疾产品竞争从价格延伸到保障的全面性和深度，形态复杂度不断提高，而大型险企的产品升级通常仅选取一到两个创新点，主要原因系中小公司与大型公司在主力渠道上的差异，大型险企以个险渠道为主，代理人对于复杂产品的驾驭能力较差，而中小险企尤其是在中介渠道销售的产品，目标客群多为价格敏感性较强、对于网络比价接受程度较高的年轻客群，产品则能将更多可能的升级点和突破点结合。下表为中小险企重疾险旧产品的典型代表，其中包含曾推出绝对低价的百年人寿康惠保系列，分别由小雨伞保险、慧择网定制，定位高性价比的信泰人寿超级玛丽系列、达尔文系列，由慧择网定制的多次赔付重疾守护者系列。

观察典型产品可以总结保障责任的迭代方向：**1. 特定保单年度或年龄前的重疾额外给付。**四款产品的重疾均设置了此类额外给付以提升保费杠杆，其中超级玛丽3号Max和达尔文3号的额外给付最高，达80%。**2. 重疾多次赔付的极致化设计。**一些产品通过多次赔付重疾、提高多次给付保额、将分组调整为不分组将多次给付极致化，如守护者3号重疾不分组，并设置了2次重疾赔付，且2次赔付均设置了提高保额的手段。**3. 提高轻中症赔付比例和次数。**如超级玛丽3号Max设置了60岁前增加15%中症保额和10%轻症保额，而达尔文3号设置了60岁前增加15%中症保额和特定疾病增加一次轻症赔付。**4. 特定疾病额外给付。**这一类责任能发挥加保作用，对于特定人群的吸引力较强，使中小公司通过

差异化竞争获得更多青睐。四款产品均增加了此类责任，特定疾病包括心脑血管疾病、恶性肿瘤等。

表 4：典型中小公司旧产品汇总

保险公司	百年人寿	信泰人寿	信泰人寿	昆仑健康
名称	康惠保 2.0	超级玛丽 3 号 Max	达尔文 3 号	守卫者 3 号
合作平台	开心保	小雨伞	慧择	慧择
产品形态	单次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾		多次赔付终身重疾
投保年龄	0-50	0-55		18-45
重疾种类	100 种	110 种	110 种	125 种
重疾责任	100%保额 (60 岁前额外 60%保额)	100%保额 (60 岁前额外 80%保额)		2 次,首次 max (100%保额, 保费, 现价), 前 15 年多 50% 保额; 第二次 120%保额
中症种类	25 种	25 种		20 种
中症责任	2 次*60%保额	2 次*60%保额 (60 岁前额外 15%保额)		2 次, 50%/60%保额
轻症种类	48 种	50 种		50 种
轻症责任	3 次, 40%/45%/50%保额	3 次*45%保额 (60 岁前额外 10%保额)	3 次*45%保额 (不典型心梗、微 创冠状动脉搭桥、 微创冠状动脉介入 可额外赔付 1 次)	3 次, 30%/40%/50%保额
身故 (身全残) 责任	(可选) 18 岁前给付已交保 费; 18 岁后 max (保额, 现 价)	(可选) 18 岁前给付已交保费; 18 岁后 保额		(可选) 18 岁前保费, 18 岁 后 max (保额, 保费, 现价)
其他责任	1.12 种前症保障, 1 次 15%保 额; 2. 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 120%保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾病二 次赔付, 间隔 180 天/1 年, 赔 付 120%保额	1.早期癌症二次赔付 45%保额; 2. (可 选) 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 150%保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾 病二次赔付, 间隔 180 天/1 年, 赔付 150%保额		1. 少儿特疾额外 50%保额; 2. (可选) 确诊恶性肿瘤后在 医院接受约定治疗, 每年给付 30%基本保额, 最高 3 次
首年保费 (单位元)	12075	11515	11515	11930

资料来源：公司官网，申万宏源研究

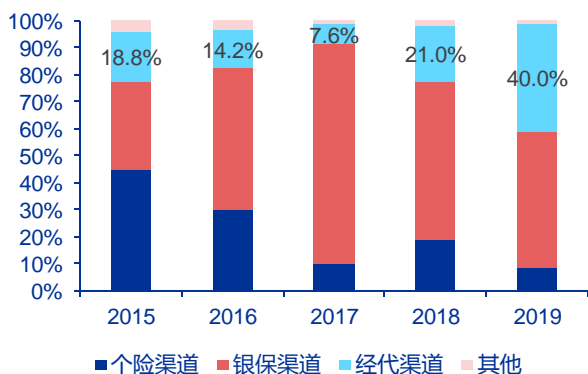
注：首年保费按照 30 岁男性 50 万，30 年交，保终身，含轻症、中症、身故责任

3.1 信泰人寿：中介渠道助力做大做强

信泰人寿作为国内寿险中介市场头部保险公司之一，近年来基于“中介做大，银保做强，个险做精”的渠道发展策略，以中介渠道为公司实现“弯道超车”的战略业务条线，提升中、后台服务支持能力，提高后援资源投入效率，持续挖掘并放大中介渠道价值。以产品和服务创新为核心驱动力，围绕差异化渠道经营思路，积极探索中介市场发展规律，构建可持续的中介发展模式。一方面，公司与传统线下中介头部公司如永达理、泛华、大童、明亚等紧密合作，另一方面，公司 2019 年末成立互联网保险业务部，加强与互联网保

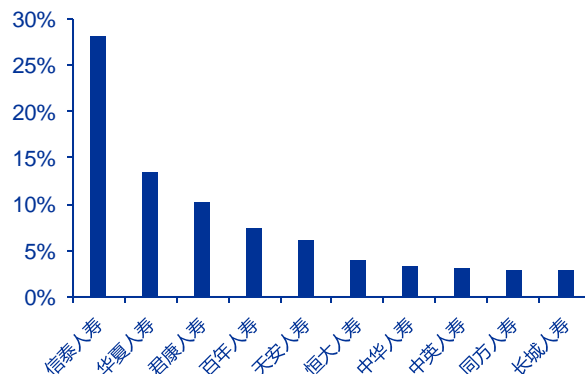
险销售平台的合作，如承保慧择网定制重疾险达尔文系列、小雨伞保险定制重疾险超级玛丽系列、梧桐树保险定制重疾险完美人生守护系列，利用网红重疾险增加公司知名度。2017-2019年，信泰人寿经代渠道保费收入占比持续上升，由7.6%上升至40%。2019年，信泰人寿中介渠道实现标准保费市场排名第一。

图 9：信泰人寿各渠道保费收入占比



资料来源：中国保险年鉴，申万宏源研究

图 10：2019 年寿险中介渠道业务占比前十名



资料来源：中国保险年鉴，申万宏源研究

信泰人寿不断丰富和多元化保障型产品体系。具体来看，全民 e 保 B 款医疗保险、如意保（锦鲤版）医疗保险两款百万医疗险帮助客户以低保费门槛获取保障，补充基本医保不足；中端系列旗舰产品达尔文系列、超级玛丽系列为网络爆款重疾险，保障全面，可选附加责任进一步配置保障，升级迭代迅速，价格实惠；高端系列百万守护系列、完美人生守护系列、如意人生守护系列打造分组多次赔付重疾产品，可附加两全保险及其他保障，满足高端客户多次保障需求。

图 11：信泰人寿健康险保障主力体系



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：目前未更新多次赔付终身重疾新定义产品

3.1.1 超级玛丽系列：小雨伞保险定制重疾，新产品费率略有上升

中小险企价格战进入中后期，多数重疾产品保费无法继续大幅下探，信泰人寿通过与互联网平台开发特色产品，探索差异化经营。其中，信泰人寿自 2020 年 1 月起参与小雨伞定制超级玛丽重疾险的联合开发与承保。超级玛丽为小雨伞保险经纪旗下的重疾险品牌，于 2019 年 3 月首次上线，至今已迭代至第九款产品超级玛丽 4 号。

持续升级的癌症二次赔的特色保障、较高的性价比为超级玛丽系列的主要特色。超级玛丽全民版引入 16 种癌症二次赔，超级玛丽旗舰版升级为所有癌症二次赔，超级玛丽 2020 将良性肿瘤纳入保障范围；超级玛丽 2020max 轻疾、中症赔付比例增加，附加癌症二次增加 20% 保额，超级玛丽 2020Pro 轻症中不同器官的原位癌最多赔 2 次，超级玛丽 2 号 max、超级玛丽 3 号 max 保障更为全面，成为互联网爆款重疾。2021 年 3 月，信泰人寿承保的超级玛丽 4 号上线，为该系列首款重疾新定义产品，新增恶性肿瘤-重度赔付 2 年*15% 基本保额。

表 5：超级玛丽系列产品汇总

上市时间	产品名	保险公司	产品特点
2019 年 3 月	超级玛丽全民版	瑞泰人寿	1.引入 16 种癌症二次赔；2.投保不限职业，健康告知不问身高体重
2019 年 5 月	超级玛丽旗舰版	光大永明	1.重疾种类增加，所有癌症二次赔；2.重疾可额外赔付 35% 基本保额（0-40 岁投保）；3.取消了无身故保障版本
2019 年 8 月	超级玛丽旗舰版 plus	光大永明	1.中症轻症各增加了 5 种，重疾的额外赔付年限增加 5 年；2.附加恶性肿瘤二次赔付保额增加 20%；3.加强可选特定恶性肿瘤和心脑血管疾病的额外赔付
2019 年 11 月	超级玛丽 2020	和泰人寿	1.附加肿瘤切除手术金，将良性肿瘤纳入保障范围；2.重疾可额外赔付 50% 基本保额（0-40 岁投保）
2020 年 1 月	超级玛丽 2020max	信泰人寿	1.轻疾、中症赔付比例增加；2.附加癌症二次增加 20% 保额，分类设置间隔期
2020 年 2 月	超级玛丽 2020Pro	和泰人寿	1.轻症中不同器官的原位癌最多赔 2 次；2.可选转移肿瘤提前赔付
2020 年 5 月	超级玛丽 2 号 max	信泰人寿	1.重疾赔付比例提高；2.保障更为全面
2020 年 6 月	超级玛丽 3 号 max	信泰人寿	1.61 岁前重疾赔付比例提高 20%；2.保障更为全面
2021 年 3 月	超级玛丽 4 号	信泰人寿	重疾新定义产品，保障上大致延续超级玛丽 3 号 max，新增恶性肿瘤-重度赔付 2 年*15% 基本保额

资料来源：公司官网，申万宏源研究

新产品费率略有上升，从投保年龄来看，提升幅度先升后降。信泰人寿承保的超级玛丽系列重疾险自 2020 年 1 月上线的超级玛丽 2020max（该产品全称为超级玛丽 2020max 全称信泰及时雨（2020）重大疾病保险），迭代至 2021 年 3 月上线的重疾新定义产品超级玛丽 4 号。迭代过程中，超级玛丽系列不断增加重疾、中症额外保额比例，丰富癌症二次赔付、心血管疾病二次赔付责任，而费率也在小幅提升。重疾新定义产品超级玛丽 4 号保障大致延续旧定义产品超级玛丽 3 号 max，新增一次轻症赔付及恶性肿瘤-重度赔付 2 年*15% 基本保额。我们关注到超级玛丽 4 号费率略有上升，各年龄段整体来看，以 20 年期缴、保至终身、附加身故责任产品为例，超级玛丽 4 号费率较超级玛丽 3 号 max 费率男性上升 9.1%，女性上升 15.5%。

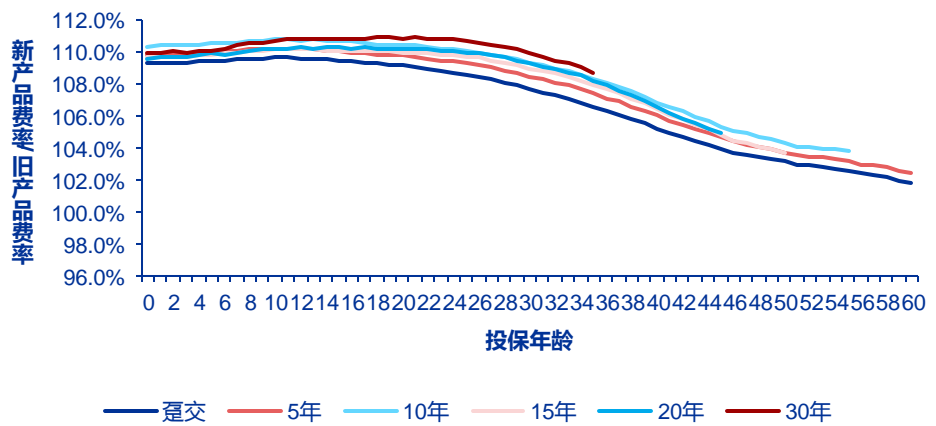
表 6：超级玛丽系列新旧定义对比

名称	超级玛丽 2020max	超级玛丽 2 号 max	超级玛丽 3 号 Max	超级玛丽 4 号
投保年龄	0-55			
重疾种类	110 种			
重疾责任	100%保额 (60 岁前额外 50%保额)	100%保额 (60 岁前额外 60%保额)	100%保额 (60 岁前额外 80%保额)	
中症种类	25 种			
中症责任	2 次*60%保额 (60 岁前额外 15%保额)			
轻症种类	50 种		55 种	
轻症责任	3 次*45%保额	3 次*45%保额 (原位癌额外赔付 1 次)	3 次*45%保额 (60 岁前额外 10%保额)	4 次*30%保额 (60 岁前额外 10%保额)
身故 (身全残) 责任	/	(可选) 18 岁前给付已交保费; 18 岁后保额		
其他责任	1. 癌症二次赔付 120%; 2. (可选) 2 种心血管疾病二次赔付 120%	1. 癌症二次赔付 120%; 2. (可选) 3 种心血管疾病二次赔付 120%	1. 早期癌症二次赔付 45% 保额; 2. (可选) 癌症二次赔付 150% 保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾病二次赔付 150% 保额	1. 恶性肿瘤-重度, 赔付 2 年*15%基本保额; 2. (可选) 癌症二次赔付 150% 保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾病二次赔付 150% 保额
首年保费 (单位元)	7015	10715	11150	12585

资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：首年保费按照 30 岁男性 50 万，30 年交，保终身，含轻症、中症、身故责任；超级玛丽 4 号保额最高为 45 万，以上为换算至 50 万保额计算的年交保费

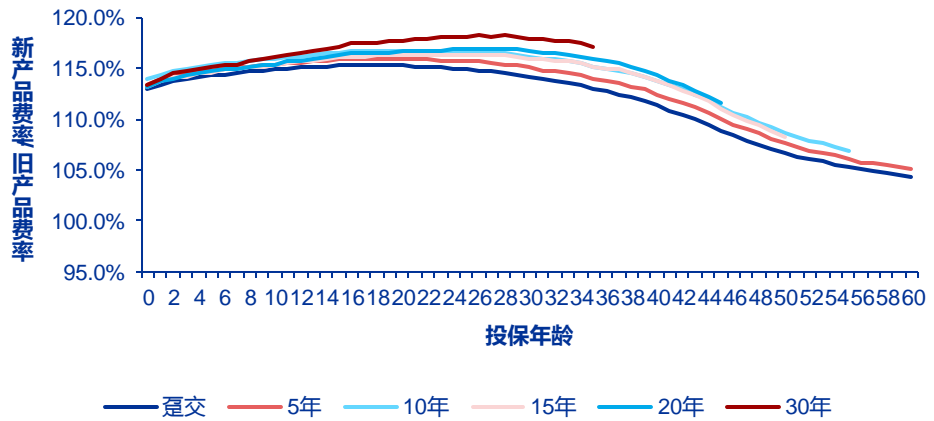
图 12：超级玛丽新旧产品费率对比 (男性，保至终身)



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：比较产品为超级玛丽 4 号与超级玛丽 3 号 Max。产品费率为主险，附加身故责任，不包含其他附加险 (附加癌症二次赔付、附加特定心脑血管疾病二次赔付等)

图 13：超级玛丽新旧产品费率对比（女性，保至终身）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

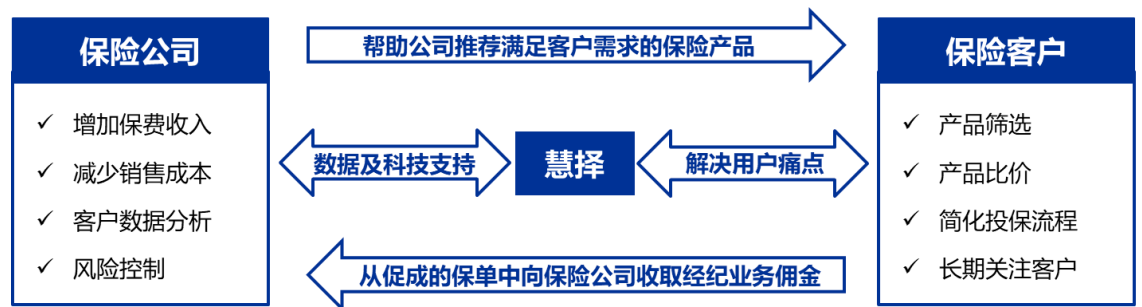
注：比较产品为超级玛丽 4 号与超级玛丽 3 号 Max。产品费率为主险，附加身故责任，不包含其他附加险（附加癌症二次赔付、附加特定心脑血管疾病二次赔付等）

3.1.2 达尔文系列：慧择定制重疾，新产品费率略有上升

达尔文系列重疾险为慧择网定制产品，信泰人寿自 2020 年 6 月起承保该系列产品。慧择网建立了寿险及长期健康险服务平台。**对于保险公司而言**，平台可以向客户推荐保险产品，帮助保险公司快速接触客户群，增加保费收入，同时，该平台利用科技整合保单分销过程中的关键步骤，如智能承保、保单信息管理等，有助于减少保险公司自建平台成本。**对于投保人而言**，慧择提供产品推荐、咨询服务、智能承保、理赔协助等服务，提高了客户交易体验。

慧择与部分保险公司合作，反向“定制”打造保险产品，为用户提供符合其风险缺口的保险解决方案。具体而言，由慧择根据平台积累的用户画像、理赔数据，向保险公司提出产品设计思路和定价区间建议，由保险公司进一步完善。产品上线后，慧择一方面通过自有平台销售，另一方面对接自媒体平台的大 V 进行推荐销售。典型产品系列有“达尔文”重疾险、“守护者”重疾险等。

图 14：慧择寿险及长期健康险服务平台示意



资料来源：公司官网，申万宏源研究

满足年轻用户的重疾保障需求为达尔文系列的主要特色。达尔文系列自达尔文 2 号起设置 60 岁前重疾险保障，在重疾年轻化趋势的背景下，实现针对罹患重疾的年轻人退休前的收入补偿保障。具体来看，达尔文 1 号轻症赔付后增加中症赔付额度，且现金价值持续增长；达尔文超越版重疾、中症、轻症均有所增加并可附加癌症二次；达尔文 2 号增加 60 岁前 50% 重疾额外给付；达尔文易核版主打投保门槛低，对非健康体更宽容；达尔文 3 号重症 60 岁前额外赔付比例上升 30%，新增多种类型二次赔付；达尔文 5 号焕新版为重疾新定义产品，新增一次轻症赔付。

表 7：达尔文系列产品汇总

上市时间	产品名	保险公司	产品特点
2018 年 8 月	达尔文 1 号	复星联合健康	1. 现金价值持续增长，一改同类产品先增后降的趋势；2. 轻症赔付后可增加中症赔付额度
2019 年 7 月	达尔文超越版	光大永明	1. 重疾病种增加 30 种，新增中症保障，轻症病种增加 5 种且赔付比例提高；2. 新增可附加癌症二次
2019 年 11 月	达尔文 2 号	三峡人寿	1. 重症病种增加 10 种，额外赔付保额上升，轻症、中症保额均上升 10%，中症病种增加 10 种；2. 附加癌症二次间隔时间缩短
2020 年 6 月	达尔文 3 号	信泰人寿	1. 保障范围全面，重症 60 岁前额外赔付比例上升 30%，中症增加脑中风二次赔付，轻症增加恶性肿瘤及心血管疾病二次赔付；2. 附加癌症二次赔保额上升 30%，新增附加心血管重疾二次赔
2020 年 8 月	达尔文易核版	光大永明	保障范围较达尔文 2 号有所下降，但产品主打特色为投保门槛低，对非健康体更宽容
2020 年 8 月	达尔文惠享版	信泰人寿	达尔文 3 号的减配版，保障上大致延续达尔文 3 号
2021 年 3 月	达尔文 5 号焕新版	信泰人寿	达尔文系列新定义产品，保障上大致延续达尔文 3 号，新增一次轻症赔付

资料来源：公司官网，申万宏源研究

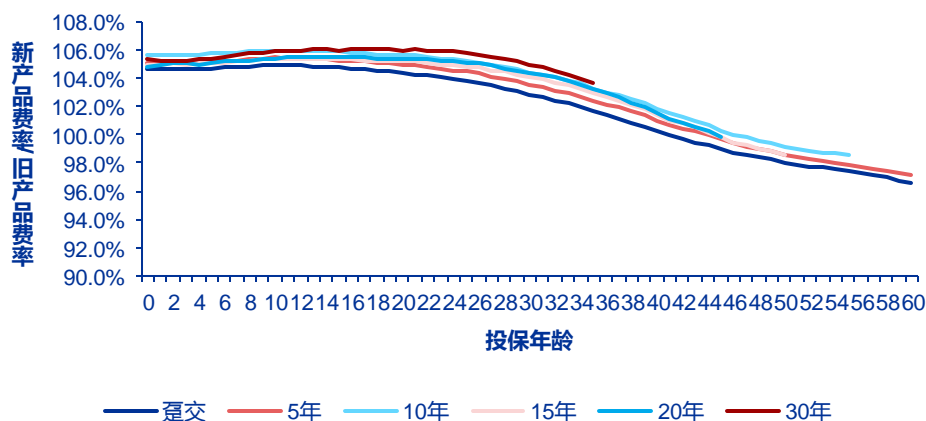
产品费率提升幅度前高后低，与超级玛丽系列相比提升幅度相对较小。信泰人寿承保的达尔文系列重疾险自 2020 年 6 月上线的达尔文 3 号（产品全称为信泰如意安和臻藏版重大疾病保险），迭代至 2021 年 3 月上线的重疾新定义产品达尔文 5 号焕新版。迭代过程中，达尔文系列提高重疾额外赔付保额，并增加特色疾病的二次赔付，如脑中风、恶性肿瘤、心血管疾病等，同时费率也有一定的提升。重疾新定义产品达尔文 5 号焕新版保障大致延续旧定义产品达尔文 3 号，新增一次轻症赔付，轻症种类增加 5 种，癌症二次额外保额改为癌症晚期额外保额。达尔文 5 号焕新版费率同样略有上升，各年龄段整体来看，以 20 年期缴、保至终身产品、附加身故责任为例，达尔文 5 号焕新版费率较达尔文 3 号费率男性上升 4.2%，女性上升 9.8%。

表 8：达尔文系列新旧定义对比

保险公司	信泰人寿	信泰人寿	信泰人寿
名称	达尔文惠享版	达尔文 3 号	达尔文 5 号焕新版
投保年龄		0-55	
重疾种类		110 种	
重疾责任	100%保额 (60 岁前额外 60%保额)	100%保额 (60 岁前额外 80%保额)	
中症种类		25 种	
中症责任	2 次*60%保额	2 次*60%保额 (中度脑中风可额外赔付 1 次)	2 次*60%保额 (60 岁前额外 15%保额)
轻症种类		50 种	55 种
轻症责任	3 次*45%保额 (原位癌额外赔付 1 次)	3 次*45%保额(不典型心梗、微创冠状动脉搭桥、微创冠状动脉介入可额外赔付 1 次)	4 次*30%保额 (60 岁前额外 10%保额)
身故(身全残)责任	(可选) 18 岁前给付已交保费; 18 岁后保额		
其他责任	1. 癌症二次赔付 120%; 2. (可选) 3 种心血管疾病二次赔付 120%	1. 早期癌症二次赔付 45%保额; 2. (可选) 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 150%保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾病二次赔付, 间隔 180 天/1 年, 赔付 150%保额	1. 首次癌症晚期额外 30%保额; 2. (可选) 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 150%保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾病二次赔付, 间隔 180 天/1 年, 赔付 150%保额
首年保费(单位元)	10715	11515	12020

资料来源：公司官网，申万宏源研究

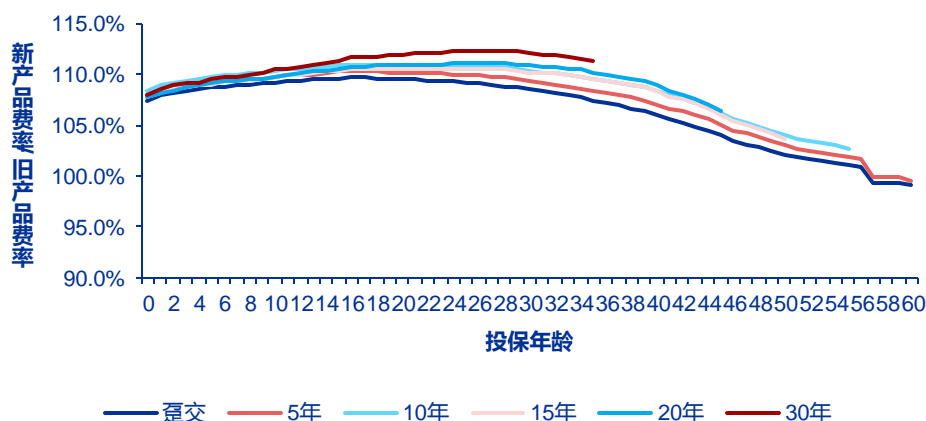
注：首年保费按照 30 岁男性 50 万，30 年交，保终身，含轻症、中症、身故责任；达尔文 5 号焕新版保额最高为 45 万，以上为换算至 50 万保额计算的年交保费

图 15：达尔文新旧产品费率对比（男性，保至终身）


资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：比较产品为达尔文 5 号焕新版与达尔文 3 号。产品费率为主险，不包含附加险（附加身故责任、附加癌症二次赔付、附加特定心脑血管疾病二次赔付等）

图 16：达尔文新旧产品费率对比（女性，保至终身）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：比较产品为达尔文 5 号焕新版与达尔文 3 号。产品费率为主险，不包含附加险（附加身故责任、附加癌症二次赔付、附加特定心脑血管疾病二次赔付等）

当前中小公司重疾产品仍未摆脱同质化竞争的现状，部分 IP 旗下重疾产品条款相似度极高。值得关注的是，信泰人寿承保的达尔文系列与超级玛丽系列重疾险均为主打性价比、目标客群为年轻人、在网络渠道销售的单次赔付重疾险，因此同时期销售的达尔文重疾险和超级玛丽重疾险基本保障差异不大，仅在部分特色保障（如恶性肿瘤额外赔付、癌症晚期额外赔付等）上具有差别。个别达尔文重疾险和超级玛丽重疾险产品甚至完全相同，如达尔文惠享版重疾险与超级玛丽 2 号 max 重疾险实际为同一产品，产品报备名称为信泰及时雨（2020）重大疾病保险，使用相同的保险条款及定价费率，只是在不同的互联网保险平台使用相应系列名称。

3.2 百年人寿：康惠保责任组合变化，费率略有上升

百年人寿实施差异化的产品策略，持续推进保险业务转型，加大对传统寿险和健康险业务的支持力度，2019 年健康险业务收入同比增长 87.9% 至 54.33 亿元，在保险业务收入占比提升 4.4pct. 至 11.9%。与此同时，百年人寿积极发展网销渠道，加强第三方线上销售渠道合作，并完善自营线上平台，与线下营销协同融合。公司深度挖掘用户画像和痛点，对产品设计、方案搭配、核保规则和理赔风控多环节进行创新，研发出满足客户需求的互联网保险产品，如畅销网络的互联网保险产品百年康惠保系列。

表 9：康惠保系列产品汇总

上市时间	产品名	保险公司	产品特点
2017年7月	康惠保	百年人寿	极简重疾险，轻症为可选责任，费率低
2018年11月	康惠保旗舰版	百年人寿	1.新增中症保障，增加轻症赔付次数；2.新增附加特定疾病额外给付
2019年6月	康惠保（尊享版）	百年人寿	1.轻症保额增加；2.新增癌症二次赔付
2019年7月	康惠保（超越版）	百年人寿	新增重疾额外保额
2019年9月	康惠保 2020	百年人寿	1.重疾额外保额增加，轻症、中症保额增加；2.理赔中症或轻症后，再确诊重疾，额外赔付 25%保额
2020年5月	康惠保 2.0	百年人寿	1.重疾额外保额继续增加，轻症、中症病种数量增加；2.新增 12 种前症保障，1 次 15%保额
2021年3月	康惠保旗舰版 2.0	百年人寿	重疾新定义产品，将旧产品基本责任的轻症、中症、癌症二次赔付列为可选责任，只保障纯重疾（含 20 种前症）

资料来源：公司官网，申万宏源研究

百年康惠保系列系互联网保险销售平台开心保与百年人寿联合定制产品，首款产品康惠保重疾险于 2017 年 7 月在开心保首发，产品责任仅含重疾和身故，重疾保障较为全面，轻症为可选责任，形式简单且不附加轻症时费率低廉，获得了消费者的青睐，同年 10 月康惠保重疾险销量破千万。此后，康惠保系列旧定义产品以保障大而全为方向进行了多次迭代。康惠保旗舰版新增附加中症保障，增加轻症赔付次数，并新增附加特定疾病额外给付；康惠保（尊享版）轻症保额增加，并新增癌症二次赔付；康惠保（超越版）新增重疾额外保额；康惠保 2020 全面提升各项保障，新增理赔中症或轻症后再确诊重疾，额外赔付 25% 保额；康惠保 2.0 增加 12 种前症保障，1 次 15% 保额。

新版重疾定义下的康惠保旗舰版 2.0 产品责任组合发生较大变化。康惠保旗舰版 2.0 延续了旧产品康惠保 2.0 的优势，基本责任中仍包含前症保障，且相较于旧产品康惠保 2.0 增加了 8 种前症。另外，为满足不同消费者的需求，增加消费者的选择空间，康惠保旗舰版 2.0 将旧产品基本责任的轻症、中症、癌症二次赔付列为可选责任，回归初始的康惠保，成为只保障纯重疾（含 20 种前症）的重疾险产品。

表 10：康惠保系列新旧定义对比

名称	康惠保	康惠保旗舰版	康惠保 2.0	康惠保旗舰版 2.0
投保年龄	0-55		0-50	
重疾种类	100 种			
重疾责任	100%保额		100%保额（60 岁前可增加 60%保额）	100%保额（60 岁前可增加 60%保额）
中症种类	/	（可选）20 种	25 种	20 种（可选）
中症责任	/	（可选）2 次*50%保额	2 次*60%保额	
轻症种类	（可选）30 种	（可选）35 种	48 种	35 种（可选）
轻症责任	（可选）1 次*25%	（可选）3 次*30%保额	3 次，40%/45%/50%保额	3 次*30%保额
身故（身全残）责任	/	（可选）已交保费	（可选）18 岁前给付已交保费；18 岁后 max（保额，现价）	（可选）18 岁前给付已交保费；18 岁后 100%保额
其他责任	/	1.（可选）男性 13 种/女性 7 种特定重疾，额外赔付 30%	1.12 种前症保障，1 次 15% 保额；2. 癌症二次，间隔 180	1.20 种前症保障，1 次 15% 保额；2.（可选）癌症二次，

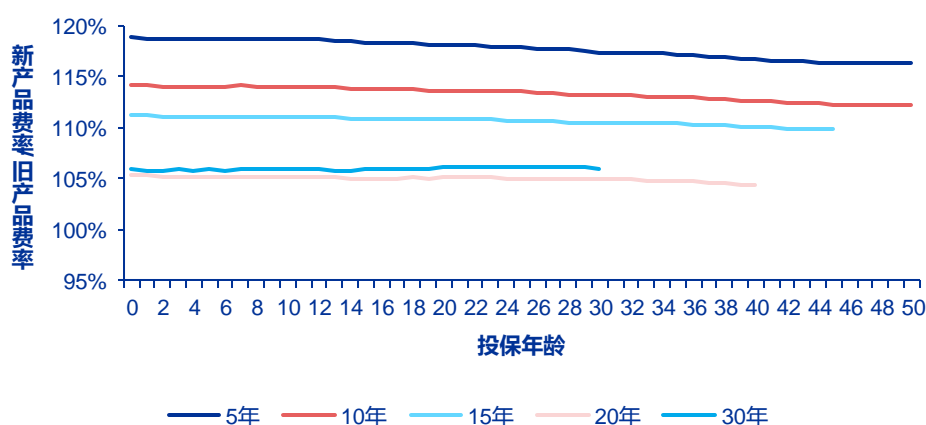
名称	康惠保	康惠保旗舰版	康惠保 2.0	康惠保旗舰版 2.0
		保额；2. (可选) 18 岁前，确诊 6 种少儿特定疾病，额外赔付 30% 基本保额	天/3 年，赔付 120% 保额；3. (可选) 特定心脑血管疾病二次赔付，间隔 180 天/1 年，赔付 120% 保额	间隔 180 天/3 年 赔付 120% 保额
首年保费 (单位元)	7650	9883	12075	12665

资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：首年保费按照 30 岁男性 50 万，30 年交，保终身，含轻症、中症、身故责任；康惠保不含身故责任，康惠保 2.0 含癌症二次责任

我们关注到将康惠保旗舰版 2.0 附加可选责任至与康惠保 2.0 基本责任相似后，费率略有上升。各年龄段来看，按照主流配置思路（重疾+轻症+中症+身故），我们将新产品基本责任（仅含重疾）附加轻症、中症及身故责任，与旧产品基本责任（含重疾、轻症、重症、癌症二次责任）附加身故责任比较后发现，新产品 20 年期缴男性平均费率上升 5.0%，女性平均费率上升 4.1%。**新产品在此基础上继续附加癌症二次赔付后，与旧产品附加身故责任范围基本相当，康惠保旗舰版 2.0 费率较旧产品上升幅度更大。**以 20 年期缴、保至终身、附加身故责任产品为例，康惠保旗舰版 2.0 费率男性上升 13.0%，女性上升 15.1%。

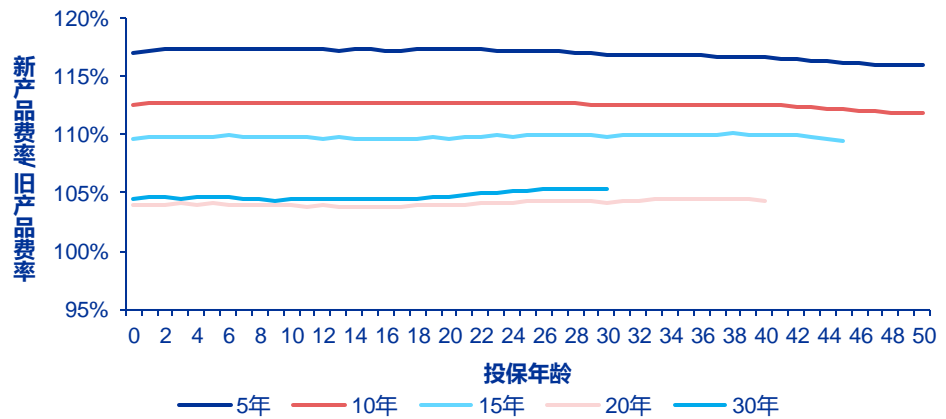
图 17：康惠保新旧产品费率对比（男性，保至终身）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：比较产品为康惠保旗舰版 2.0 与康惠保 2.0。康惠保旗舰版 2.0 产品费率为主险重疾责任并附加轻症责任、中症责任、身故责任，康惠保 2.0 产品费率为主险包含重疾责任、轻症责任、中症责任、癌症二次赔付，并附加身故责任

图 18：康惠保新旧产品费率对比（女性，保至终身）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：比较产品为康惠保旗舰版 2.0 与康惠保 2.0。康惠保旗舰版 2.0 产品费率为主险重疾责任并附加轻症责任、中症责任、身故责任，康惠保 2.0 产品费率为主险包含重疾责任、轻症责任、中症责任、癌症二次赔付，并附加身故责任

2021 年 4 月，泛华保险经纪携手百年人寿推出“华佰一号”重疾产品，该产品由泛华保险服务定制，百年人寿承保，是重疾新规之后第一款集前症、轻症、中症、重疾、二次恶性肿瘤、二次心脑血管疾病，叠加身故责任为一体的全覆盖新一代重大疾病保险。最高可给付 5 次（间隔期 180 天），病种分类中，病种分类 5 组，发生率最高的恶性肿瘤单列 1 组；轻症、中症不分组，没间隔期，赔付比例高达 30%、60%。确诊轻症、中症、重疾时未满 60 周岁，可分别获得额外赔付 15%、15%、50%基本保额，最高赔付最高可达到 45%、75%、150%的基本保额。

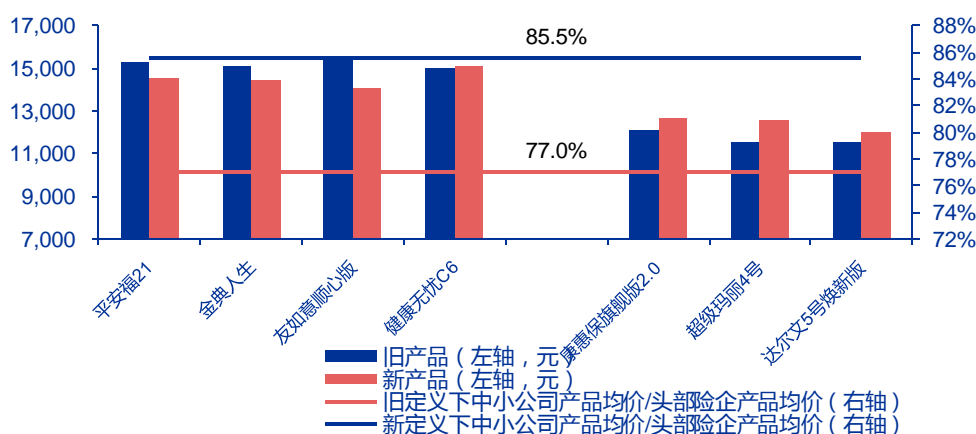
4．关键结论与投资建议

4.1 关键结论

4.1.1 中小公司新产品略有提升，头部险企新产品销售难度预计下降

我们以 30 岁男性、20 年期缴进行测算，三款典型中小公司新版重疾产品平均费率涨幅约为 7.4%，其中康惠保系列、超级玛丽系列、达尔文系列新产品费率涨幅分别为 4.9%、9.3%和 4.4%。与旧版重疾产品相比，超级玛丽系列、达尔文系列均增加了保障范围（如新增病种数、增加轻症赔付次数），而费率略有上升，我们认为主要系中小公司因偿付能力压力和股东利润考核影响，新产品整体出现小幅涨价。经测算，头部公司与中小公司主力重疾产品价差将由约 23%收窄至 14.5%，头部险企新重疾定义产品销售难度明显下降。

图 19：新旧定义重疾产品费率对比（单位：元）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 11：2021 中小公司新版重疾定义产品情况

保险公司	百年人寿	信泰人寿	信泰人寿
名称	康惠保旗舰版 2.0	超级玛丽 4 号	达尔文 5 号焕新版
投保年龄	0-50	0-55	0-55
重疾种类	100 种	110 种	110 种
重疾责任	100%保额 (60 岁前可增加 60%保额)	100%保额 (60 岁前可增加 80%保额)	100%保额 (60 岁前可增加 80%保额)
中症种类	25 种下降至 20 种, 由基本责任变为可选责任	25 种	25 种
中症责任	2 次*60%保额	2 次*60%保额 (60 岁前可增加 15%保额)	2 次*60%保额 (60 岁前可增加 15%保额)
轻症种类	48 种下降至 35 种, 由基本责任变为可选责任	50 种上升至 55 种	50 种上升至 55 种
轻症责任	由 3 次*40%/45%/50%保额下降为 3 次*30%保额	3 次*45%保额上升至 4 次*30%保额 (60 岁前可增加 10%保额)	3 次*45%保额上升至 4 次*30%保额 (60 岁前可增加 10%保额)
身故 (身全残) 责任	18 岁前给付已交保费, 18 岁后 max (保额, 现价) 改为 100% 保额, 身故责任由基本责任变为可选责任	(可选) 18 岁前给付已交保费; 18 岁后保额	(可选) 18 岁前给付已交保费; 18 岁后保额
其他责任	1.20 种前症保障, 1 次 15% 保额; 2. (可选) 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 120% 保额	1.恶性肿瘤-重度, 赔付 2 年*15%基本保额; 2. (可选) 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 150%保额; 3.(可选) 特定心脑血管疾病二次赔付, 间隔 180 天/1 年, 赔付 150% 保额	1.首次癌症晚期额外 30% 保额; 2. (可选) 癌症二次, 间隔 180 天/3 年, 赔付 150% 保额; 3. (可选) 特定心脑血管疾病二次赔付, 间隔 180 天/1 年, 赔付 150% 保额
首年保费 (单位元)	12665	12585	12020
费率变化幅度	+4.9%	+9.3%	+4.4%

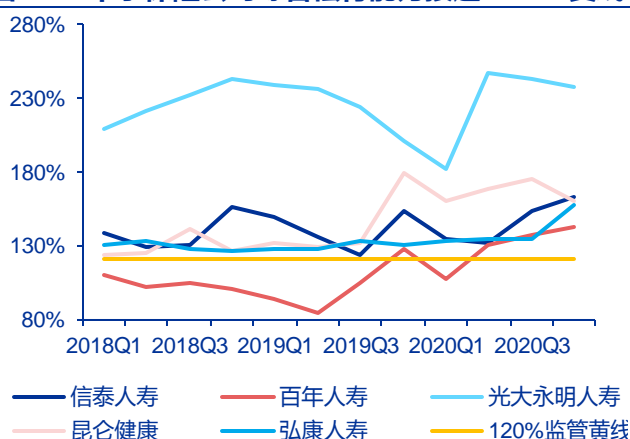
资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：首年保费按照 30 岁男性 50 万，30 年交，保终身，含轻症、中症、身故责任；超级玛丽 4 号、达尔文 5 号保额最高为 45 万，以上为换算至 50 万保额；百年康惠保系列旧产品含癌症二次责任，但新产品不含癌症二次责任

4.1.2 中小公司持续“价格战”的底气不足

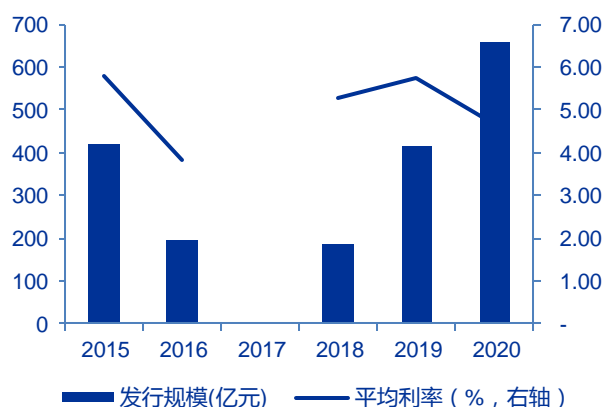
我们认为从综合偿付能力压力、再保公司定价压力和长期资产配置收益率三方面来看，中小保险公司价格战持续性并不强。一方面，2019年以来随着中小公司加速回归保险保障本源，叠加权益市场波动加大，中小险企加大债券节奏，而高企票面利率在缓解偿付能力压力的同时，对资产端长久期资产收益率提出了更高的要求，但如果承保端成本不断上新则将双重挤压中小险企利润水平。另一方面，随着新版重疾发生率的更新，再保公司的再保定价水平也将水涨船高，中小公司过于激进的产品定价将受到再保公司的约束。

图 20：中小保险公司综合偿付能力接近 120% 黄线



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：近年来人身险公司债券发行规模逐步提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 12：近年来发行利率超过 5% 的部分中小人身保险公司一览（期限均为 10 年）

发行起始日	证券简称	发行额(亿)	发行利率	发行起始日	证券简称	发行额(亿)	发行利率
2015/1/30	15 民生 02	4.6	6.7	2015/9/18	15 华夏人寿	80	6
2015/1/19	15 天安次级债	7.5	6.7	2018/3/1	18 农银人寿	35	5.55
2015/1/6	15 民生 01	12.9	6.7	2020/12/15	20 国华人寿 01	30	5.5
2015/12/25	15 天安人寿	20	6.25	2020/12/1	20 横琴人寿	11	5.5
2015/12/17	15 前海人寿 03	15	6.25	2015/12/28	15 中荷人寿	5	5.28
2015/11/17	15 前海人寿 02	18	6.25	2019/7/12	19 中英人寿 01	15	5.24
2015/9/29	15 前海人寿 01	25	6.25	2018/11/23	18 幸福人寿	30	5.2
2019/9/24	19 珠江人寿 03	5	6.25	2020/3/30	20 民生人寿 01	15	5.2
2019/6/21	19 珠江人寿 02	8.5	6.25	2020/9/22	20 吉祥人寿	15	5.18
2019/3/26	19 百年人寿	20	6.25	2020/4/24	20 长城人寿 01	10	5.15
2019/3/26	19 珠江人寿 01	18	6.25	2018/5/16	18 人民人寿	120	5.05
2020/3/23	20 珠江人寿 01	3.5	6.25	2020/12/23	20 中银三星人寿	10	5.05
2015/8/28	14 大东方	2.5	6.2	2020/5/29	20 中英人寿 01	10	5.05

资料来源：Wind，申万宏源研究

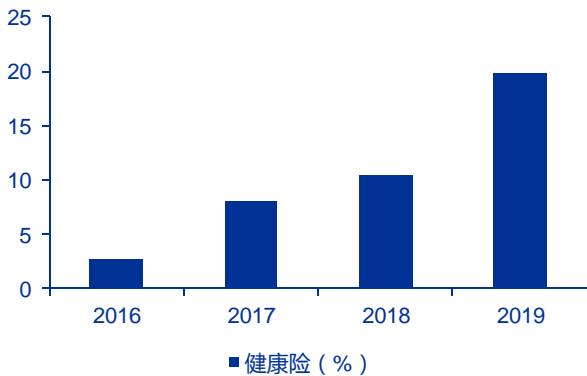
下面我们以光大永明人寿为例，该公司参与到小雨伞 IP 超级玛丽的产品定制中。光大永明人寿近年来普通寿险和健康险业务发展较快，带动原保险保费收入增长，个人寿险渠道建设加速，投连险降幅较大，规模保费收入收缩，期缴业务占比上升，业务结构持续优化，首年期缴保费比率从 2016 年的 3.23% 逐步提升至 2019 年的 34.37%。虽然随着保障

类业务发展，公司已赚保费收入保持增长，保险责任准备金提取及手续费及佣金支出同步上升，但是盈利能力和可持续增长能力仍然没有得到解决。具体来看：

1.从新业务价值率角度出发，公司2016年至2019年新业务价值率分别为0.46%、1.28%和1.59%。公司前期以网销投连险业务为主，转型压力较大，在个险营销等价值贡献度较高的业务存在较大差距，但随着2018年后回归保障，新业务价值率并没有看到明显的回升，2019年公司整体新业务价值率约为3.1%，较上市公司32%的平均水平仍有相当大的差距

2.2018年以来，光大永明人寿逐步调整业务结构，投连险等获得成本较低的趸交业务占比逐步下降，期缴及高价值业务发展较快，佣金及手续费率等相关支出持续上升。我们以新业务价值/手续费及佣金支出来表征经营效率（也即单位新业务价值的手续费及佣金支出消耗水平）。与此同时，公司2017年至2019年的首年期缴佣金和手续费率分别为23.29%、41.10%和31.12%。

图 22：光大永明人寿健康险保费收入占比逐年提升（规模保费口径）业务结构逐步优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：光大永明人寿首年期缴佣金和手续费率中枢提升



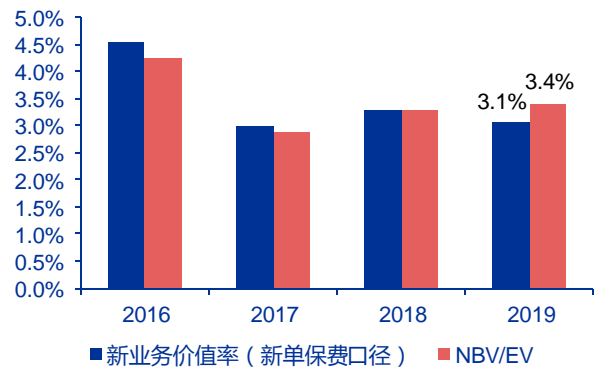
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：光大永明人寿价值创造能力的持续性有待提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：光大永明人寿价值率水平仍有提升空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.1.3 中介渠道议价能力日益提升使得产品费率易上难下

中小公司重疾险价值链中，大型保险中介往往具有更强的议价能力。中小险企由于缺乏足够的服务团队、科技资源、基础设施等资源，更期望大型保险中介从过往的保险产品渠道商，升级为一站式基础设施服务平台，进而弥补中小公司的不足。**从保险中介行业内看，大型互联网保险中介平台议价能力更强，进而使得中小保险公司营销费用易上难下。**

我们认为，大型保险中介在网销重疾险价值链的优势源于以下方面：

1.基础设施建设能力。目前部分大型保险中介开始在传统保险公司的价值链上进一步延展，参与保单的承保、保全、续期、回访、寄送等过程，和保险公司实现大量数据交互，为保险公司打造了一站式服务平台。而部分中小险企的业绩及竞争导致企业对于专业人才、信息科技投入长期不足，削弱了公司的竞争能力。

2.数据积累、产品开发能力和广泛而庞大的客户群将成为稳定的护城河。通过一站式平台的建设，大型中介得以积累用户风险特征数据及市面保险产品数据，并据此设计契合消费者需求的定制产品。大型保险中介由于优质的服务及贴近客户需求的产品，积累了庞大而广泛的保险客户，以慧择为例，截至 2020 年底平台已累计服务了 680 万用户，这是部分渠道发展羸弱的中小险企难以企及的。

3.强大的分销渠道和品牌认知度。中介渠道具有强大的产品分销能力，对于客户与销售端的掌控力更强。以慧择为例，其通过直接销售、间接销售两大渠道进行产品分销，直接销售即通过慧择网站、app 及微信公众号向客户提供产品销售、客户咨询等服务，间接销售即与广泛的自媒体 KOL 合作，通过产品对比、产品宣传等软文吸引客户并进一步转化为慧择自身用户，截至 9M19，与慧择开展合作的自媒体已达 1.65 万个。大型保险中介公司成立多年，经过长时间的品牌营销，具有一定的客户认知度。另外，部分大型保险中介将品牌营销理念进一步延伸至保险产品，C2B 定制保险产品业务中，保险中介作为爆款产品的商标持有人，选择适合的保险公司进行合作，这样的情境下，中小保险公司成为“贴牌方”。

4.1.4 头部险企对应：产品更加以客户为中心，加大健康管理附加值

近年来，随着中小公司重疾产品价格战愈演愈烈，我们关注到头部大型险企在产品设计上更加以客户为中心，加大健康管理服务，践行产品+服务+的理念，并适度降低费率以提升产品竞争力。

我们以平安人寿主力重疾产品平安福为例。平安福（成人版）产品于 2013 年 10 月正式上线，多年来历经多次升级换代和更新。平安福（2015）保障责任较为单一，产品性价比一般；2.平安福（2016）新增平安 RUN，吸引年轻客群（运动后涨保额 10%，前两个保单年度内至少 600 天每天运动量不少于 1 万步，平安福 2018 版后升级分档）；平安福（2017）轻症仅只有 1 次 与同业产品竞争力较差（保障范围和费率），于是平安福（2018）加入轻症责任，并患轻症后保额不降反升；因产品设计中不合理之处受到舆论压力，平安福（2019）开始修改等待期内发生保险事故从“退还现金价值”改为“退还保费”，并取

消强制绑定意外险 (超过 2000 元/年保费,是同期同类产品的近 10 倍);平安福(2019II),年内第二次升级,加大了轻症的种类;平安福(2020)调整了主附险的形态,重疾为主险责任,寿险作为涵盖的责任,与主险共用保额,拉平了寿险与重疾保额。2020 年因新冠肺炎疫情对长期保障型业务销售和居民收入预期及购买力均产生不同程度影响,公司加大守护福(两全主险+附加保障范围有限重疾)销售力度在件均略有降低的背景下加大储蓄返还的力度,以稳定客户购买力。但我们认为该产品为短期策略型产品,可比性不强。平安福(2021)为新版重疾定义产品,大幅增加轻症赔付责任,并新增 20 种中症,1 次*50%保额,保障范围大幅扩大。

我们认为,在市场这只看不见的手的作用下,平安福的条款、费率和形态逐步更加以客户为中心。虽然面临新业务价值率下降的潜在压力,但是只有更多站在客户的角度出发,才能迭代出更符合客户需求的产品,实现“客户、代理人和股东”的共赢局面。

表 13：平安福今年来产品升级一览

保险公司	平安福 15	平安福 16	平安福 17	平安福 18	平安福 19	平安福 19II	平安福 20	平安福 21
投保年龄	18-55							
重疾种类	80 种			100 种		100 种	100 种	120 种
重疾责任	100%保额 1 次							
轻症种类	20 种			30 种		50 种	50 种	40 种
轻症责任	1 次轻症*20%SA			3 次轻症*20%SA				6 次轻症*20%SA
身故(全残)责任	100%保额							
中症责任	无							新增 20 种中症, 1 次*50%保额
其他责任	无	运动后涨保额 10% (前两个保单年度内至少 600 天每天运动量不少于 1 万步)		运动后涨保额 (累计 18/24 个月每月 25 天运动量不低于 1 万步涨保额 5%/10%); 轻症后重疾/身故涨保额 20%, 至多 3 次				
年保费 (30 岁男性 50 万, 20 年交, 保终身)	16950	17550	17550	17850	15850	15600	15300	14550
备注说明	保障责任较为单一, 产品性价比一般	新增平安 RUN, 吸引年轻客群	彼时平安福轻症仅有 1 次, 与同业产品竞争力交叉	业内首创患轻症后保额不降反升	19 年版本开始修改等待期内发生保险事故从“退还现金价值”改为“退还保费”, 取消强制绑定意外险		20 版平安福的重新版重疾定义为重疾主险责任, 寿险作为涵盖的责任, 与主险共用保额。拉平寿险与重疾保额	

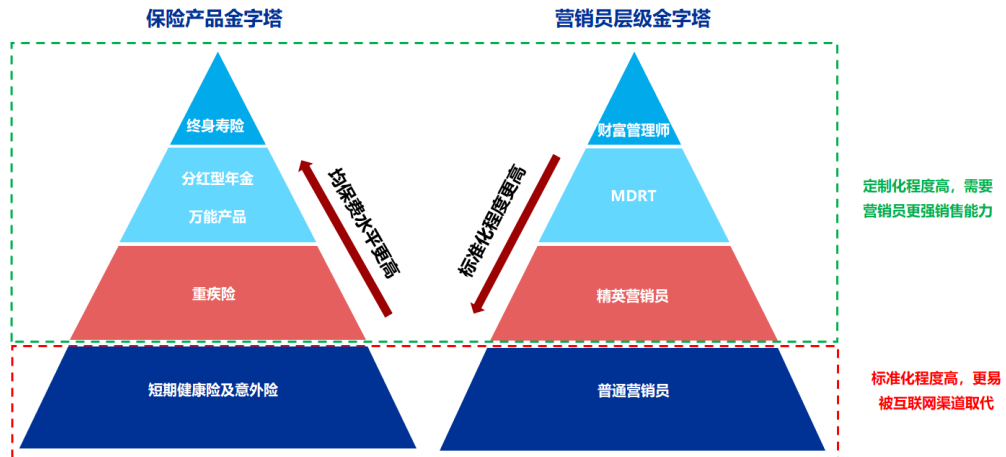
资料来源：公司官网，申万宏源研究

4.1.5 面对互联网渠道冲击更需传统代理人提升自身专业能力

面对互联网渠道的冲击，传统代理人渠道需要发挥更专业服务能力。正如我们下图所示，随着互联网渠道和保险科技技术的不断深化，那些标准化程度高，件均保费水平低的

产品的主要销售渠道，将逐步被互联网渠道所取代。而代理人渠道将聚焦那些定制化程度高，件均保费更高，更需要展现代理人财富+保障规划综合能力的产品。因此我们对未来传统保险代理人渠道发展并不悲观，主要系：1. 中高净值客群市场潜力巨大。2. 面对日益增长的新兴互联网渠道的竞争冲击，聚焦中高净值客群的代理人队伍将借助自身专业性和服务性优势，加固护城河。3. 聚焦保障型业务，充分发挥“保险姓保”的优势将更有效提升寿险公司的盈利能力和稳定性。

图 26：保险产品与营销员金字塔示意图



资料来源：申万宏源研究

4.2 投资建议

1 月受提前开门红+旧版重疾定义炒停叠加影响，新单和价值均呈现大两位增长，3 至 4 月受制于存量客户需求提前消耗、队伍仍在学习新定义重疾产品和接触新客户，新单表现再度低迷，预计行业 3 月单月个险新单降幅逾 20%。平安寿险 1 月至 3 月个人业务新单增速分别为 31.0%、23.7%和-17.1%，1Q21 累计增速为 19.1%。我们预计 1Q21 上市险企 NBV 同比增速分别为：中国平安为 12%、中国太保为 5%、新华保险为 5%和中国人寿为 -15%。国寿因同期业务和队伍基数较高，增速显著承压。我们认为 1Q21 新单增速前高后低主要系当前队伍质态仍未恢复到疫情前水平，疫情对业务品质和队伍管控的影响仍未完全消除。近期监管组织各地银保监会和人身保险公司开展人身保险市场乱象治理专项工作，集中治理虚列费用、虚增人力、虚假承保等典型问题和重点风险，我们预计或对 2Q21 队伍规模人力产生一定压力，但有利于夯实队伍基础聚焦有效人力增长。2 月以来，上市寿险公司新版重疾定义产品陆续上架，价格小幅下降保障范围再度升级，中小公司因偿付能力、再保压力和股东利润考核影响，新产品整体出现小幅涨价，我们预计头部险企新重疾定义产品销售难度略有下降。我们预计 2H21 是后疫情时代检验队伍产能恢复的时间点，关注队伍质态改善的持续性。

3 月以来新单复苏承压，股价已有一定反映，关注队伍质态改善持续性及有效人力增长情况，看好 2H21 新单复苏趋势。当前，平安、国寿、太保、新华和行业平均对应 2021 年 P/EV 分别为 0.92X、0.73X、0.65X、0.56X 和 0.71X；分别处于 2011 年以来历史分位

数的 21.9%、3.1%、5.2%、1.6%和 2.3%，推荐顺序：中国平安，中国太保和中国人保，港股关注友邦保险。

风险提示：新版重疾定义产品销售低于预期，中小公司通过互联网等中介渠道大打价格战，实际重疾发生率水平超出预期。

表 14：保险行业估值表 (2021 年 4 月 19 日)

EVPS	最新收盘价	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/EV	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
中国平安	76.18	65.67	72.65	82.66	92.50	100.39	中国平安	1.16	1.05	0.92	0.82	0.76
中国人寿	31.02	33.33	37.93	42.67	48.13	54.15	中国人寿	0.93	0.82	0.73	0.64	0.57
中国太保	34.76	43.70	47.75	53.48	59.78	66.21	中国太保	0.80	0.73	0.65	0.58	0.52
新华保险	47.41	65.72	77.12	84.67	95.02	106.53	新华保险	0.72	0.61	0.56	0.50	0.45
EPS	最新收盘价	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
中国平安	76.18	8.17	7.83	8.32	9.39	10.54	中国平安	9.32	9.73	9.16	8.11	7.22
中国人寿	31.02	2.06	1.78	1.70	1.99	2.07	中国人寿	15.04	17.44	18.25	15.62	15.01
中国太保	34.76	3.06	2.63	2.88	3.34	3.75	中国太保	11.35	13.21	12.07	10.41	9.27
新华保险	47.41	4.67	4.58	5.04	5.58	6.21	新华保险	10.16	10.35	9.41	8.49	7.63
中国人保	5.95	0.51	0.45	0.40	0.46	0.52	中国人保	11.75	13.11	14.74	12.86	11.55
BVPS	最新收盘价	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/B	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
中国平安	76.18	36.83	41.21	45.94	52.65	59.12	中国平安	2.07	1.85	1.66	1.45	1.29
中国人寿	31.02	14.28	15.92	17.20	18.81	20.43	中国人寿	2.17	1.95	1.80	1.65	1.52
中国太保	34.76	19.69	22.37	24.10	26.16	28.42	中国太保	1.77	1.55	1.44	1.33	1.22
新华保险	47.41	27.07	32.59	35.42	40.00	45.09	新华保险	1.75	1.45	1.34	1.19	1.05
中国人保	5.95	4.14	4.48	4.78	5.13	5.52	中国人保	1.44	1.33	1.25	1.16	1.08

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。