保险II行业深度报告

中国人身险产品变迁历史与未来展望系列报告（一）

2025 年 04 月 23 日

增持（维持）

证券分析师 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn

投资要点

- **按照不同分类方法，人身险可以分为以下种类：**1）按保障责任划分：人寿保险、健康保险、意外伤害保险、年金保险；2）按设计类型划分：普通型、分红型、投资连结型、万能型。
- **40 年间中国人身险产品历经多次变迁，从单一保障到多元保障+长期储蓄。**

1）简单寿险产品时期（1980-1998）：自 1980 年国内恢复保险业务至上世纪末，中国保险业经历了三个发展阶段：一是恢复初期的独家经营阶段，二是随后的三足鼎立阶段，三是初步形成保险市场阶段。1982 年行业复业初期以简易人身险和企业养老保险为主。随着 1992 年代理人模式被引入中国大陆市场，个人产品开始出现。该阶段的人身险产品形态相对简单，主要是由于保险消费能力和消费意识有限，且保险公司产品开发和管理能力较低所致。1996-1999 年期间，受存款利率连续下调影响，寿险预定利率上限由 6.5%降至 2.5%。我们认为，预定利率的连续下调，虽然在一定程度上有助于防范后续寿险保单利差损的不断扩大，但是也产生了新的问题：在低预定利率的背景下，简单人身险产品费率较之前有了大幅提高，价格提升从而降低了产品对消费者的吸引力。

2）新型人身险产品时期（1999-2012）：受低预定利率影响，传统保障型寿险产品价格高企难以吸引客户，保险公司为了应对销售困难的局面，先后开发投连型、分红型、万能型等具备投资属性的新型产品以提高人身险产品吸引力。在此期间，人身险市场上新型险种赶超传统险种，成为人身险保费增长主要动力。截至 2007 年，新型人身险产品保费收入占寿险公司保费收入比例已高达 69%。2008 年经济危机叠加 2009 年保险新会计准则实施，使新型产品销售结构发生改变，导致分红险“一险独大”。与此同时，健康险得到快速发展，2009 年至 2013 年健康险保费收入自 574 亿元增长至 1124 亿元，复合增长率 18.3%。

3）健康险和万能险更迭时期（2013-2019）：①经济发展带来健康险刚需提升，加之 2013 年普通型人身险预定利率提升至 3.5%，使得健康险产品定价出现下降空间。环境变化+政策支持导致在 2013-2019 年间健康险年复合增长率达 35.9%。②多项政策助力重疾险蓬勃发展，2014 至 2018 年重疾险保费收入快速增长，重疾险年度新单保费收入由 313 亿元增长到 1062 亿元，年复合增长率达 35.7%，但 2019 年重疾险新单保费同比增速-5.9%，首次出现负数，重疾险销售出现了疲态。③结合线上渠道，抓住市场空缺，2016 年众安保险推出的百万医疗险—“尊享 e 生”代表了百万医疗险火爆的开端，此后百万医疗险产品又多次迭代、升级以满足消费者多样化需求。④政策与资本市场表现促进万能险迸发生机，但随后宝能系利用万能险资金对万科股权大额举牌的事件，加之政府出台“保险姓保，监管姓监”限制中短存续产品，监管层面再次回归严控风险的要义，使万能险产品由盛转衰。

4）疫情后健康险、养老险、增额终身寿险、分红险等产品争相发展时期（2020 年至今）：①重疾险遭遇滑坡，面临转型升级挑战。②惠民保产品横纵向开花，目前已在多个城市覆盖落地并迭代升级，但有诸多痛点亟需解决。③百万医疗险产品仍是医疗险主流产品，但增长缓慢。2019-2023 年，商业健康险保费从 7066 亿元增至 9035 亿元，而在增速上，则从 2019 年的 29.7%降至 2023 年的 4.4%。④个人养老金制度正式落地，拉开第三支柱加速发展序幕。2022 年 4 月，国务院办公厅正式下发《关于推动个人养老金发展的意见》，明确了个人养老金制度的基础框架：个人账户制+税收优惠政策。⑤资管新规重塑理财环境，监管屡次下调传统险预定利率，增额终身寿险在进入国内多年后迎来发展机遇。2014 年，增额终身寿险在中介渠道出现；2015 年增额终身寿出现升级产品，但仍不作为市场主流形态；直至 2021 年后，在多重因素的催化下，增额终身寿成为人身险市场主销资产类产品。⑥为了应对逐步加大的利差损风险，保险公司开始积极从产品层面转型，试图通过转型分红险等浮动收益型产品来进一步压降负债成本。分红险发展开始迎来春天。

- **风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。**

行业走势



相关研究

《深化寿险代理人体制改革，佣金递延与报行合一规范渠道发展》

2025-04-18

《保险资金权益投资比例上调，进一步拓宽权益投资空间》

2025-04-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 人身险是什么？ 5
1.1. 按保障责任分类：寿险、健康险、意外伤害险、年金险 5
1.2. 按设计类型分类：普通型、分红型、投资连结型、万能型 6
2. 40 余年来我国人身险产品形式经历多次演变，从单一保障到多元保障+长期储蓄 7
2.1. 简单人身险产品时期（1980-1998） 8
2.1.1. 独家经营阶段：尚未形成完整保险产品体系 9
2.1.2. 三足鼎立阶段：渠道拓宽，险种丰富，健康保障功能受到一定重视 10
2.1.3. 保险市场初步形成阶段：高预定利率寿险引领风潮，利差损阴影逐渐扩大 11
2.2. 新型人身险产品时期（1999-2012） 13
2.2.1. 产品结构创新阶段：新型人身险产品出现，投资属性初显 14
2.2.2. 产品结构创新阶段：健康养老保障需求尚待开发 15
2.2.3. 产品结构变化阶段：健康险快速发展，分红险“一险独大”，销售渠道多元化 16
2.3. 健康险与万能险更迭时期（2013-2019） 17
2.3.1. 产品创新阶段：投资渠道拓宽+人身险费改，万能险迎来新一轮崛起 18
2.3.2. 产品创新阶段：费率市场化改革+渠道扩张，重疾险带动健康险快速增长 20
2.3.3. 产品回归保障本源阶段：监管趋严，万能险回归保障本源 24
2.3.4. 产品回归保障本源阶段：整改理财型护理险，百万医疗成为健康险明星产品 25
2.4. 后疫情时代，健康险、养老险、增额终身寿险、分红险等产品争相发展时期（2020-至今） 28
2.4.1. 健康险：重疾险迎来新挑战，转型已迫在眉睫 28
2.4.2. 健康险：以惠民保为代表的政府牵头医疗险产品快速兴起，但有诸多痛点亟需解决 29
2.4.3. 健康险：百万医疗险持续迭代升级仍为主流产品 30
2.4.4. 养老险：个人养老金制度正式落地，多类养老保险产品有序推向市场 31
2.4.5. 储蓄产品：多因素叠加，增额终身寿险成为新的人身险增长引擎 33
2.4.6. 分红险：利差损阴影下保险公司寻求主动转型 34
3. 风险提示 36

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 人身险按保障责任分类.....5
图 2: 中国人身险业四十年产品变化趋势.....7
图 3: 简单人身险产品时期的发展阶段.....8
图 4: 1980-1995 年我国总保费收入.....9
图 5: 1980-1995 年我国保险密度及保险深度.....9
图 6: 1982-1990 年我国人身险保费收入及同比增速.....9
图 7: 人寿保险保费与总保费收入及同比增速.....11
图 8: 我国人寿险保费收入占总保费收入比重.....12
图 9: 1990-1998 年我国一年期存款利率.....13
图 10: 1990-1998 年我国消费者物价指数.....13
图 11: 1980-1999 中国一年期整存整取存款利率与寿险预定利率变动情况.....13
图 12: 1996-2002 年我国三年期存款利率与寿险预定利率变动情况.....14
图 13: 2000-2007 年人身险各险种保费占比.....15
图 14: 新型产品带动人身险市场高速增长.....15
图 15: 2000 至 2007 年人身保险各险种保费收入（亿元）.....16
图 16: 2009-2012 年人身险各险种保费收入.....16
图 17: 2009-2012 年人身险各险种保费收入同比增速.....16
图 18: 2012 年人身险业务各渠道占比.....17
图 19: 2009-2019 年万能险在寿险中占比变化.....18
图 20: 2013-2019 年万能险产品折合年化结算利率.....20
图 21: 2009-2021 年保险行业代理人规模及同比增速.....21
图 22: 2014-2020 年重疾险新单保费收入.....21
图 23: 2009-2019 年基本医疗保险收支及同比增速.....22
图 24: 2009-2019 年城乡居民基本医疗保险收支结余率.....22
图 25: 健康险保费收入及同比增速.....22
图 26: 健康险保费收入占人身险总保费比重.....22
图 27: 2015-2021 年重疾险保费收入及同比增速.....29
图 28: 长端利率持续下行（%）.....34
图 29: 定价利率持续下调.....35
图 30: 各险企分红结算率下降明显.....36

表 1: 不同设计类型人身险产品的特征.....6
表 2: 不同类型人身险产品的客户与保险公司利益分配对比.....6
表 3: 1996 年各保险公司及其市场份额一览表.....10
表 4: 不同类型人身险产品特征.....14
表 5: 保险资金投资范围的历史变革.....18
表 6: 2013-2016 年部分险企推出的主要万能险产品.....19
表 7: 2013-2016 年规范、鼓励健康险发展的政策.....20
表 8: 不同给付形态重疾险产品对比.....23
表 9: 2014-2017 年部分险企主推重疾险产品.....23
表 10: 2016 年前后对万能险的监管政策.....24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 11: 2017-2020 年规范、鼓励健康险发展的政策 25
表 12: 百万医疗保险与重疾险的对比 27
表 13: 2019 年上市公司部分百万医疗险产品 27
表 14: 各地区惠民保梳理 29
表 15: 众安尊享 e 生产品迭代 30
表 16: 专属商业养老保险业务方案 32
表 17: 市场典型增额终身寿险产品梳理 33

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 人身险是什么？

人身险是以人的寿命和身体为保险标的的保险，是商业保险体系的重要组成部分。根据原保监会《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法（2015 年修订）》，**按保障责任类型划分，人身险分为人寿保险、健康保险、意外伤害保险、年金保险；按产品设计形态划分，人身险分为普通型、分红型、投资连结型、万能型。**

1.1. 按保障责任分类：寿险、健康险、意外伤害险、年金险

人身保险分为人寿保险、健康保险、意外伤害保险、年金保险。其中：

人寿保险是指以人的寿命为保险标的的人身保险。人寿保险分为定期寿险、终身寿险、两全保险等。1）定期寿险是指以被保险人死亡为给付保险金条件，且保险期间为固定年限的人寿保险。2）终身寿险是指以被保险人死亡为给付保险金条件，且保险期间为终身的人寿保险。定期寿险与终身寿险的主要区别在于其保险期间不同。3）两全保险是指既包含以被保险人死亡为给付保险金条件，又包含以被保险人生存为给付保险金条件的人寿保险。

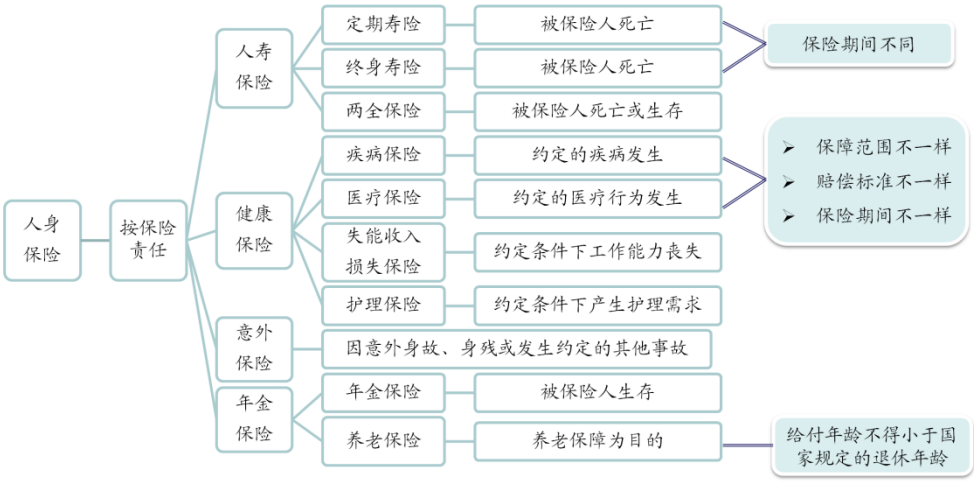
健康保险是指以因健康原因导致损失为给付保险金条件的人身保险。健康保险分为疾病保险、医疗保险、失能收入损失保险、护理保险等。1）疾病保险是指以保险合同约定的疾病发生为给付保险金条件的健康保险。2）医疗保险是指以保险合同约定的医疗行为发生为给付保险金条件，按约定对被保险人接受诊疗期间的医疗费用支出提供保障的健康保险。3）失能收入损失保险是指以因保险合同约定的疾病或者意外伤害导致工作能力丧失为给付保险金条件，按约定对被保险人在一定时期内收入减少或者中断提供保障的健康保险。4）护理保险是指以因保险合同约定的日常生活能力障碍引发护理需要为给付保险金条件，按约定对被保险人的护理支出提供保障的健康保险。

意外伤害保险是指以被保险人因意外事故而导致身故、残疾或者发生保险合同约定的其他事故为给付保险金条件的人身保险。

年金保险是指以被保险人生存为给付保险金条件，并按约定的时间间隔分期给付生存保险金的人身保险。其中，养老年金保险是指以养老保障为目的的年金保险。养老年金保险应当符合下列条件：1）保险合同约定给付被保险人生存保险金的年龄不得小于国家规定的退休年龄；2）相邻两次给付的时间间隔不得超过一年。

图1：人身险按保障责任分类

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：东吴证券研究所整理

1.2. 按设计类型分类：普通型、分红型、投资连结型、万能型

人身保险的设计类型分为普通型、分红型、投资连结型、万能型等。1）普通型人身保险又称传统险，是指无论保险公司经营情况如何，保险利益、保费在投保时刻就已经确定的人身保险。2）分红险是指保险公司将其实际经营成果优于评估假设的盈余部分，按照一定比例向保单持有人进行分配的人身保险。3）投资连结险是指具有保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值，而不保证最低收益的人身保险。4）万能险是指具有保险保障功能并设立有单独保单账户，且保单账户价值提供最低收益保证的人身保险。5）分红险、投连险、万能险属于人身保险新型产品，是在普通寿险产品仅提供保险功能的基础上衍生而来，兼具保险功能和投资功能。

表1：不同设计类型人身险产品的特征

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不承提利率风险
利益来源	固定	固定部分+三差	最低保证+投资运作	投资运作
资金运作	统筹帐户	专门账户	专门账户	专门账户
投资风险	保险公司承担	客户与保险公司承担	客户与保险公司承担	客户自己承担
投资收益	按固定的预定利率计算保单利益	按公司产生的盈余进行红利分配	大多有保证的回报率，收益与专门账户收益相关	无最低保障，实际收益由专门账户的投资收益决定

数据来源：东吴证券研究所整理

表2：不同类型人身险产品的客户与保险公司利益分配对比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单持有人利益	锁定固定利率	70%超额收益分红	超额收益归客户	超额收益归客户
保险公司利益	全部超额收益	30%超额收益分红	资产管理费	资产管理费
投资组合决定权	保险公司	保险公司	保险公司	客户
盈利能力对比	100%	70%	60%	50%
保户权益稳定性	高	中	中	低

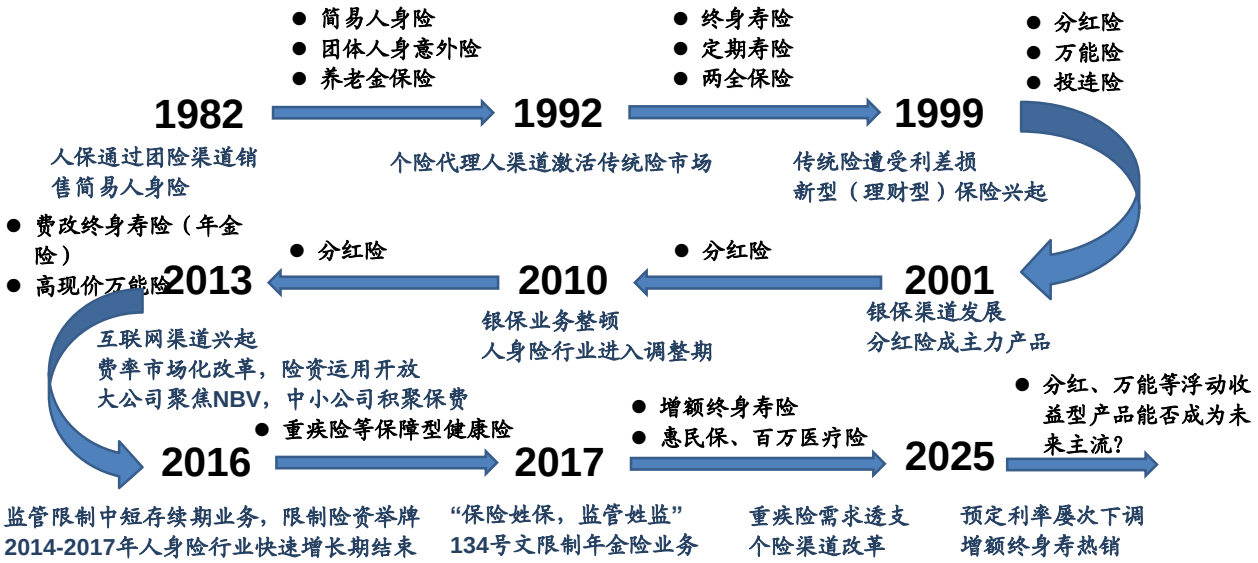
数据来源：东吴证券研究所整理

2. 40 余年来我国人身险产品形式经历多次演变，从单一保障到多元保障+长期储蓄

我国人身险主流产品从保障型的传统寿险演化为具备理财功能的投资型产品及其他多元保障型产品，从单一死亡风险保障到多元风险覆盖。1）1980 年恢复保险业以来，我国人身险业产品从保障程度较低的简易人身险逐渐拓展为保障程度更高的定期寿险、终身寿险和两全保险。2）1999 年后，为应对利差损及满足客户更多元的理财需求，分红险、万能险、投连险等投资型寿险产品诞生。3）2013 年后，健康险和万能险进入快速更迭时期。产品迭代和创新+政策支持，重疾险初期得到了较快发展，但由于其覆盖面的快速提高，随后销售出现疲态；百万医疗险紧抓市场空缺，多次升级以满足消费者的需求。万能险在初期由于政策、资本市场、产品创新等因素得到发展，但由于 2015 年宝能系利用万能险资金对万科股权大额举牌的事件以及政策影响等，随后市场份额占比被分红险、传统险反超。4）2020 年后，惠民保、年金险等产品迎来争相发展时期。横向来看，惠民保在多个城市落地覆盖。纵向来看，其在保障范围、模式等方面不断创新发展。由于惠民保的冲击以及重疾险自身高覆盖率的影响，重疾险在 2021 年迎来首次保费负增长；百万医疗险及商业养老险不断创新发展，满足多样化需求；随着个人养老金制度的正式落地，个人账户制+税收优惠政策的基本框架得以确立。5）随着资管新规等政策落地，保本型理财产品逐渐稀缺，但受经济环境影响，居民储蓄需求大增。2023-2024 年定价利率持续下调，增额终身寿险、年金险等储蓄产品开始受到市场追捧。

图2：中国人身险业四十年产品变化趋势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

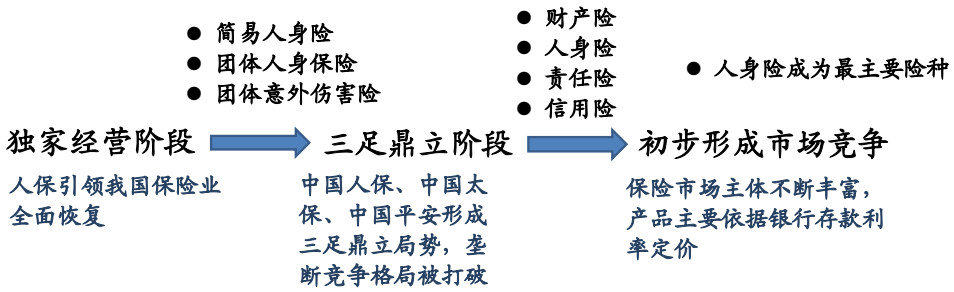


数据来源：东吴证券研究所整理

2.1. 简单人身险产品时期（1980-1998）

从保险市场竞争格局来看，自 1980 年恢复国内保险业务至上世纪末，中国保险市场经历了三个发展阶段：一是恢复初期的独家经营阶段，二是随后的三足鼎立阶段，三是初步形成保险市场阶段。1）自 1980 年至 1990 年，全国范围内经营保险业务的只有中国人民保险公司，我国保险事业基本上处于人保独家经营阶段。该时期寿险产品形式相对简单，保障程度低。2）1991 年中国太平洋保险公司成立后，我国保险市场步入中国人民保险公司、中国平安保险公司和中国太平洋保险公司的“三足鼎立”时期，产寿险分业经营原则的确立，激发了各险种创新的活跃性，产品保障范围不断扩大。个人代理人制度的引进，使得针对个人的商业人身险开始走上发展快车道。3）截至 1996 年底，我国保险竞争市场初步形成，寿险自 1997 年起成为保险业务中最主要的险种。扩张的保险代理人队伍、高企的预定利率，助推了国内人身险业的第一个发展高潮。

图3：简单人身险产品时期的发展阶段

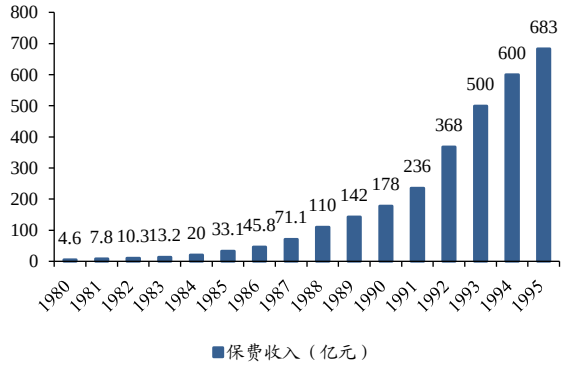


数据来源：《中国保险业四十年嬗变》，东吴证券研究所

中国保险市场规模在近 20 年发展中不断扩大。1）从保费收入看，1980 年全国保费

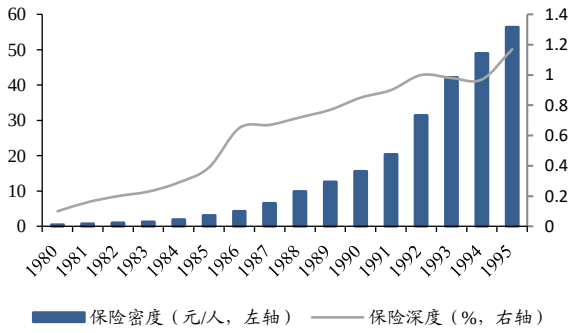
收入仅为 4.6 亿元，1995 年则已达到 683 亿元，年均复合增长率达 39.6%。2）1980-1995 年，全国保险密度及保险深度均有明显提升。据《中国保险年鉴》统计，1980 年的保险密度为 0.47 元/人，保险深度为 0.1%；而 1995 年时保险密度已达到 56.39 元/人，保险深度为 1.17%。可以看出此时国内保险市场正处于快速发展阶段。

图4：1980-1995 年我国总保费收入



数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

图5：1980-1995 年我国保险密度及保险深度

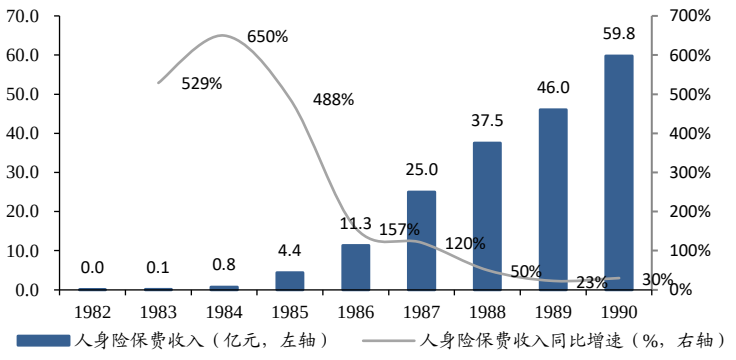


数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

2.1.1. 独家经营阶段：尚未形成完整保险产品体系

政策利好+人员扩充，中国人保引领我国保险业全面恢复。1）1979 年 4 月，国务院批准《中国人民银行分行行长会议纪要》，作出了“通过试点，逐步恢复国内保险业务”的重要指示。同年 11 月，中国人民银行召开全国保险工作会议，决定从 1980 年起，恢复停办了 20 余年的国内保险业务。2）1980 年底，中国人保已在全国范围内设立各级机构 810 多个，专职保险干部人数也取得一定发展。3）1981 年人保开始修订人身保险条款，次年开始恢复办理简易人身保险、团体人身保险、人身意外伤害保险等保障程度较低的寿险产品。4）1982-1990 年，人身保险保费收入从 159 万元高速增长至 59.8 亿元，复合增长率为 180%，投保人数达到 2.19 亿人。

图6：1982-1990 年我国人身险保费收入及同比增速



数据来源：《中国保险史》,东吴证券研究所

复业初期尚未形成完整的保险产品体系，整体社会保障功能有限，人身保险业务取

请务必阅读正文之后的免责声明部分

得初步发展。1）1982 年开始恢复办理人身保险业务，当时人身险仅有两种简单产品：简易人身险和集体企业养老金保险。同年，上海、四川、吉林、陕西等省市试办了简易人身保险。同年亦制定并试办了团体人身保险、团体人身意外伤害保险和旅客意外伤害保险条款。2)在试点基础上，中国人保从 1983 年开始面向全国推广简易人身保险产品，其本质是一种类似于提供生死两全和意外保障的银行存单。3）1983 年制订和试办城镇集体经济组织职工养老保险，次年开始城镇个人交费的养老保险。在政府支持的基础上，集体养老保险的发展一度赶超简易人身保险。4）1989 年，人身保险险种多达 50 多个，次年已超过 70 个。

在此时期人身保险相比财产险处于次要地位，大多数险种定位于储蓄类型。1）保险公司仅在向企业销售财产保险的同时销售简易人身保险、团体人寿保险、团体人身意外伤害保险。据《中国保险业发展报告》统计，1990 年人寿保险保费收入占比为 27.6%。2）人身险以销售传统产品为主，产品种类少，结构简单，同时宣传力度低。大多数定位于储蓄的险种与银行存款出现冲突。3）1989 年在银行因通货膨胀而推出保值储蓄时，保险公司随即推出了利差返还型团体寿险产品，该类设计使得保险与银行存款的职能几乎没什么区别。

2.1.2. 三足鼎立阶段：渠道拓宽，险种丰富，健康保障功能受到一定重视

保险企业管理条例颁布，中国人保、中国太保及中国平安形成三足鼎立局势，其余区域性公司及外资企业对全国保险市场影响较小。1）1985 年 3 月国务院制定《保险企业管理暂行条例》，中国太保（1991 年成立，前身为 1987 年成立的交通银行保险业务部）、中国平安（1992 年成立，前身为 1988 年位于深圳经济特区的平安保险公司）顺应成立。2）同时期的新疆兵团、民安、天安等区域性国内保险公司和美国友邦、日本东京海上等外资保险公司业务量较小，对全国保险市场份额影响不大。3）1996 年，中国人保、中国太保及中国平安的寿险市场占有率和总保费市场占有率均超过 97%，市场份额较为集中。4）垄断竞争格局被打破，保险业进入恢复发展时期。开办的险种逐渐丰富，由单一的财产保险，扩展到包括财产险、人身险、责任险和信用险四大类上百个险种。

表3：1996 年各保险公司及其市场份额一览表

公司名称	营业区域	寿险（亿元）	寿险市场占有率	总保费（亿元）	总保费市场占有率
中国人保	全国	212.87	63.95%	634	74.03%
中国太保	全国	38.62	11.60%	98.2	11.47%
中国平安	全国	71.86	21.59%	105	12.26%
新疆兵团	新疆	0.15	0.045%	2.4	0.28%
中国香港民安保险海南和深圳分公司	区域性	-	-	0.46	0.054%
天安保险	区域性	-	-	2.8	0.33%
美国友邦保险上海及广州分公司	区域性	5	1.5%	6	0.70%
日本东京海上保险	区域性	-	-	0.35	0.04%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上海分公司					

数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

个人代理渠道+产寿险分业经营加强了传统寿险市场的活力。1）1992 年美国友邦保险上海分公司开创了寿险代理人制度，彻底改变了以往仅通过团险和门店“等保费上门”的销售模型，国内险企争相效仿，带动了个人寿险产品及服务的创新，促进了人身保险业务的进一步发展。2）1995 年《中华人民共和国保险法》颁布，产寿险分业经营原则的确立不仅有利于市场监管和风险控制，而且有利于促进各类险种的活力。针对个人的商业人身险开始走上发展快车道。

人身险公司逐渐从团体展业向个险业务转移，该阶段产品功能以死亡及养老保障为主，健康保障功能也逐渐受到重视。1）出现寿险产品创新浪潮，涌现出大量终身型产品及定期返还两全保险，提供周期性生存给付与终身身故保障。2）受该阶段计划生育制度及独生子女政策的影响，少儿两全保险受到青睐。1994 年 9 月，中国平安率先推出“少儿终身平安保险”险种。少儿保险是专门为少年儿童设计，用于解决其成长过程中所需要的教育、创业、婚嫁费用，以应付儿童可能面临的伤残、死亡等风险的保险产品。其生存给付涵盖教育金、创业金、婚嫁金及养老金，保障范围较为全面。3）储蓄型保险以两全寿险、养老金等为主要产品形态。受中国传统文化影响，此类产品一般被看做养老的保障或储蓄的替代。1994 年中国平安在全国范围内率先推进个人寿险营销业务，“平安长寿”作为个人寿险的第一个产品正式推出。1995 年中国太保推出一款“老来福终身寿险”的养老险产品。4）1995 年，大陆引入重大疾病保险，健康保障功能逐渐受到关注。同年中国平安率先推出“医疗事故责任险”险种。

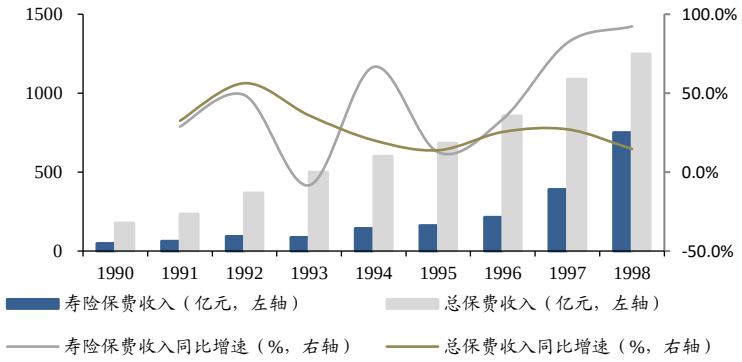
2.1.3. 保险市场初步形成阶段：高预定利率寿险引领风潮，利差损阴影逐渐扩大

截止 1996 年底，中国的保险市场已初步形成。1）根据《中华人民共和国保险法》关于产寿险分业经营的规定，中国人保按照国务院的部署改建为集团公司，下辖三个独立法人性质的子公司。2）1996 年初成立了 3 家全国性股份制保险公司：华泰财险、泰康人寿、新华人寿。3）截止 1996 年底，中国保险市场上共有 8 家全国性保险公司，13 家区域性保险公司（内资 5 家，合资 1 家，外资分公司 7 家）。保险市场主体不断丰富，保险竞争市场已初步形成。

寿险保费收入增速超过总保费收入增速，寿险险保费占比超过产险。1）寿险保费收入自 1991 年 63.2 亿元迅速增长至 1998 年 750 亿元，年复合增长率达到 42.4%，超过总保费收入的 26.9%。1994 年，我国人寿保险保费收入首次超过 100 亿元，同比增速达到 66.5%。2）人寿保险保费收入占比不断提升，1991-1996 年均在 25%左右，1997 年后因高预定利率引发购买寿险热潮，开始提升到 35.9%，截止 1998 年占比为 60.1%。分业经营及混业经营的实施激发了人身险的活力，1997 年开始，寿险成为保险业务中最主要的险种。

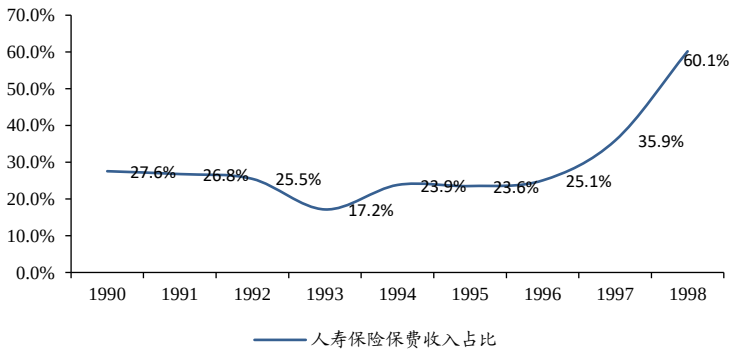
图7：人寿保险保费与总保费收入及同比增速

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：《中国保险业发展报告 2003 年》,东吴证券研究所

图8：我国人寿险保费收入占总保费收入比重



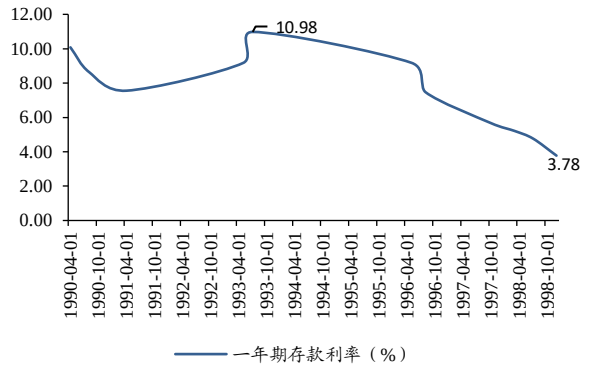
数据来源：《中国保险业发展报告 2003 年》,东吴证券研究所

这一时期保险产品主要依据银行存款利率定价，银行存款利率数次下调使得寿险行业陷入利差损泥淖，寿险公司不得不以下调预定利率为手段应对。1）1993-1995 年，我国出现较为严重的通货膨胀。受此影响，银行一年期存款利率上下波动幅度较大，1993 年出现峰值即高达 10.98%。2）由于投资渠道单一，普通型寿险产品保单利率很大程度取决于银行利率，预定利率普遍达到 7%-8%之间，个别甚至达到 9%。该时期寿险公司一味追求保费增长，忽视了长远利益，将降息后寿险产品偏高的收益率视为推广业务的好时机，致使全国各地出现了抢购寿险的风潮。3）高保费酝酿了高利差损。受亚洲金融风暴等事件影响，为拉动内需提振经济，从 1996 年 5 月起到 1999 年 6 月，央行连续七次下调居民储蓄存款利率，一年期存款利率从 10.98%下调至 2.25%。寿险公司陷入利差损困境，据统计 1999 年前中国寿险的利差损达 500 多亿元。4）为防范保险公司利差损风险，原保险监管机构中国人民银行接连三次下调寿险保单的预定利率：①1997 年 11 月 7 日,原保险监管机关中国人民银行出台了《关于调整保险公司预定利率的紧急通知》（银发[1997]465 号），将人寿保险产品的预定利率上下限调整为年复利 6.5％和 4％。②1998 年 9 月 20 日，中国人民银行进一步出台了《关于进一步调整预定利率的通知》（银

请务必阅读正文之后的免责声明部分

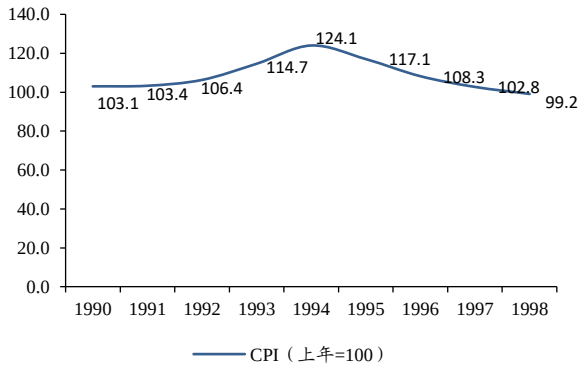
发[1998]466 号），规定人寿保险产品的预定利率上限不超过年复利 5％。③1999 年 6 月原保监会出台了《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》（保监发[1999]93 号），规定寿险产品的预定利率不得超过年复利 2.5%。自 1997 年 10 月起，各保险公司重新设计和调整所销售的保单。为避免新利差损的产生，各保险公司降低保单的预定利率。

图9：1990-1998 年我国一年期存款利率



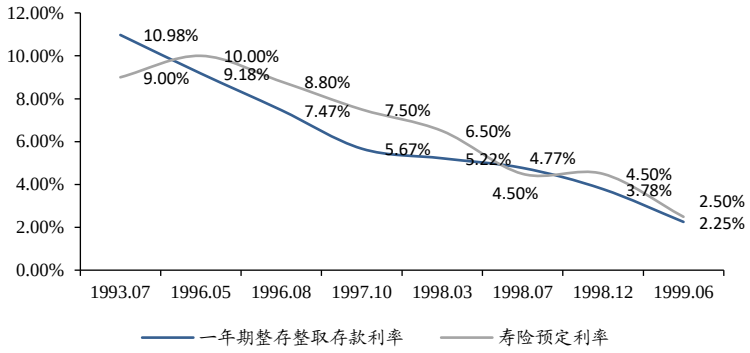
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：1990-1998 年我国消费者物价指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：1980-1999 中国一年期整存整取存款利率与寿险预定利率变动情况



数据来源：《中国寿险业当前面临的利率困境及策略选择》,东吴证券研究所

我们认为，预定利率的连续三次下调，虽然在一定程度上有助于防范后续寿险保单利差损的不断扩大，但是也产生了新的问题：在低预定利率的背景下，寿险保单费率较之前有了大幅提高，价格的提升从而降低了产品对消费者的吸引力。寿险产品预定利率的调整通常滞后于市场利率的变动，假如未来利率上升，在一定时期内投保人会倾向于退保或购买其他金融资产，从而为寿险公司保费收入的长期稳定性带来压力。

2.2. 新型人身险产品时期（1999-2012）

新型人身险产品出现以来，一共历经了两个阶段：一是产品结构创新阶段；二是产品结构变化阶段。1）1999 年，寿险公司遭受巨额利差损+监管规定预定利率上限，为提高竞争力、抢占市场份额，加大了产品创新力度，投连险、分红险、万能险等具备投资

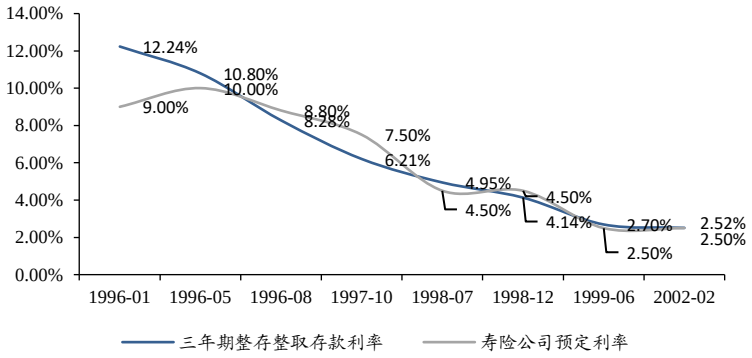
请务必阅读正文之后的免责声明部分

属性的新型产品纷纷上市且保费收入增长迅速。2）2008 年世界金融危机的打击导致投连险和万能险的保费收入跌入谷底。加上《企业会计准则解释第 2 号》对投连险和万能险的新规定，导致各寿险公司普遍收缩投连险和万能险业务发展战线，纷纷将销售和发展的重点转到分红险产品上来，产品结构开始变化。

2.2.1. 产品结构创新阶段：新型人身险产品出现，投资属性初显

费率管制下普通型人身险对于客户吸引力大幅下降，可提供额外利益分配的新型人身险迎来发展良机。1）1999 年 6 月原保监会出台了《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》（保监发[1999]93 号），规定寿险产品的预定利率不得超过年复利 2.5%。2）1999 年，预定利率与存款利率基本持平，普通型人身保险销售难度陡然增加。3）为应对普通型产品销售困境，保险行业开启新一轮变革，80 年代中期在欧美开始盛行的分红、万能、投连设计类别上属于新型寿险的产品引入国内。在利率下行、产品竞争力下降的市场环境下，新型人身保险兼具保险与投资功能，客户可以共享保险公司的专业投资成果，投资型保险业务兴起迅速掀起新的销售热潮。

图12：1996-2002 年我国三年期存款利率与寿险预定利率变动情况



数据来源：《中国寿险业当前面临的利率困境及策略选择》,Wind，东吴证券研究所

各主流保险公司积极推出投资型人身保险产品，销售火爆。1）中国平安于 1999 年推出国内首款投资连结保险——平安世纪理财投资连结保险，结合寿险和资本市场收益，无保底收益。新华人寿于 2000 年推出了“创世之约”投资连结型个人终身寿险。2）中国人寿于 2000 年推出国内首款分红险——国寿千禧理财。同期，友邦保险、中宏人寿、泰康人寿相继推出各自的分红保险。2002 年初，中国人寿推出国寿鸿泰两全分红保险，该产品以保本、免交利息税、红利回报上不封顶、提供死亡风险保障等卖点，迎合当时市场，使该公司 2002 年一季度保费收入同比上升 223%，在寿险市场份额由 2001 年末的 57%迅速攀升至 68%，并在全国引发了贯穿全年的分红保险带动人身险保费收入大幅度增长的局面。3）中国太平洋保险公司于 2000 年推出国内首款万能寿险——太平盛世·长发两全保险，该产品以其缴费方便、保障灵活、投资保底等卖点，切中市场的需求，仅四个多月，保费收入就达 5.3 亿元。

表4：不同类型人身险产品特征

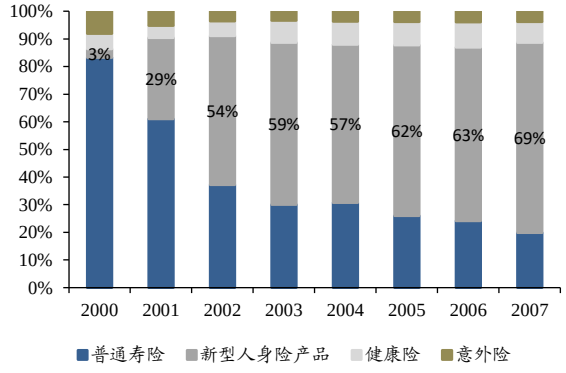
请务必阅读正文之后的免责声明部分

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单功能	保障为主，辅以储蓄	储蓄为主，分红为辅	投资为主，保障为辅	保障兼具投资理财
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不承提利率风险
资金运作	统筹账户	专门账户	专门账户	专门账户
投资风险	保险公司承担	客户与保险公司承担	客户与保险公司承担	客户承担
投资收益	按固定的预定利率计算保单收益	按公司产生的盈余进行红利分配	大多有保证的回报率，收益与专门账户收益相关	无最低保障，实际收益由专门账户的投资收益决定
客户偏好	保费较低，适合收入低者的保障需求	红利的安排提高客户的购买兴趣	最低保障利益和高回报可能，对客户吸引力较大	相对高风险、高收益，适合具有承受能力的风险爱好者

数据来源：《我国寿险产品结构优化研究》，东吴证券研究所

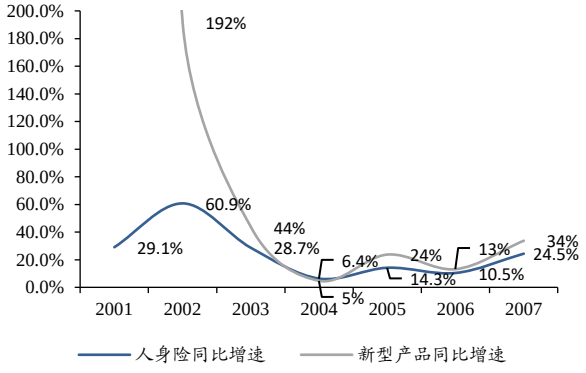
银保渠道主推产品结构简单，风险保额小的分红型中短期两全保险，投资属性强。1）2000 年平安人寿推出了首款银行保险产品，标志着银保业务的正式启动。2）以银保、邮政为主的兼业代理机构主推分红型两全保险。银保分红产品作为投资型分红险代表，具有一次缴费、保险期为 5 年或 10 年的特点，保障功能较弱，多数只提供全残或者死亡保障。3）在此期间，人身险市场上新型险种赶超传统险种，成为寿险保费增长主要动力。截至 2007 年，新型人身险产品保费收入占寿险公司保费收入比例已高达 69%。新型产品保费收入增速均高于人身险保费收入增速，新型人身保险产品增长带动了人身险市场的快速增长。

图13：2000-2007 年人身险各险种保费占比



数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

图14：新型产品带动人身险市场高速增长

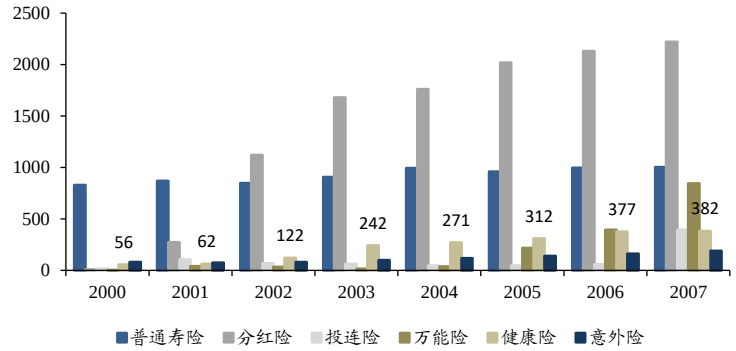


数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

2.2.2. 产品结构创新阶段：健康养老保障需求尚待开发

健康险与养老保险方兴未艾。1）新华人寿于 2001 年开创重大疾病分红型保险。由于“非典”疫情激发的民众对自身生命和疾病的保障需求，以及寿险公司已经开始将健康保险单纯提供保险的费用补偿类业务向预防和事后服务延伸，健康保险增势加快；2）随着社会保障体系改革，商业保险机构逐步承担养老保险需求。健康险保费收入由 2000 年的 56.1 亿元增长至 2007 年的 382 亿元，年均复合增长率约为 31.5%。3）团体养老保险种类丰富，包括补充养老保险型、分红型和万能险；保险责任以到期给付养老金，退休前身故按个人账户累计金额支付；领取方式多样，保证利率在 2%-2.5%。

图15：2000 至 2007 年人身保险各险种保费收入（亿元）

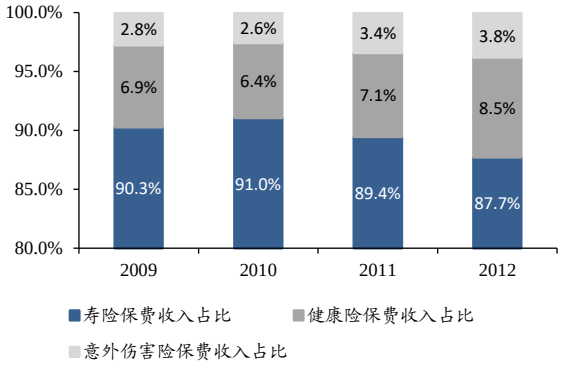


数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

2.2.3. 产品结构变化阶段：健康险快速发展，分红险“一险独大”，销售渠道多元化

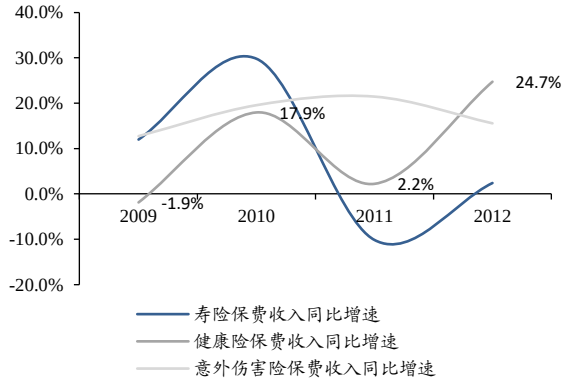
普通型人身保险复苏，健康险和意外险快速发展。1）普通型人身险费率市场化改革带来新动力，人身保险业务企稳，减缓银保渠道整顿负面影响。2009 年至 2013 年人身险保费收入自 8261 亿元增长至 11010 亿元，复合增长率 7.4%。2）健康险、人身意外险快速发展。2009 年至 2013 年健康险保费收入自 574 亿元增长至 1124 亿元，复合增长率 18.3%；意外险自 2009 年 230 亿元至 2013 年 461 亿元，复合增长率 19.0%，规模尚待发展。

图16：2009-2012 年人身险各险种保费收入



数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

图17：2009-2012 年人身险各险种保费收入同比增速

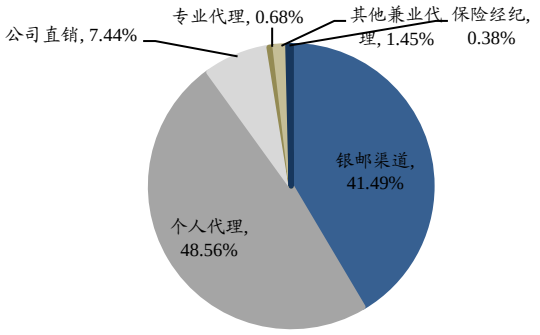


数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

资本市场波动叠加新会计准则实施，产品结构发生改变，分红险“一险独大”。1）全球金融危机发生后，资本市场波动，投资受限的保险公司开发的万能险和投连险跌入低谷。全球低利率环境下，国内利率降幅较窄，分红险产品自身竞争优势显现；2）2009年保险业新会计准则实施，分红险保费全部计入保费，万能险和投连险保费只能计入保障部份。3）受到保费规模和市场份额的自趋性，人身险公司普遍调整产品结构，产品开发和销售资源重新向分红险集中。4）投连险保费收入从 2008 年的 424.8 亿元下降至 2012 年的 4.4 亿元，年均复合增长率约为-68.2%；投连险在人身险保费中的占比从 2008 年的 6.4%，下降至 2012 年的 0.05%。万能险保费收入从 2008 年的 1451 亿元下降至 2012 年的 98.6 亿元，年均复合增长率约为-48.9%；万能险在人身险保费收入中的占比从 2008 年的 21.8%下降至 2012 年的 1.1%。分红险保费收入从 2008 年的 3799 亿元增长至 2012 年的 7859 亿元，年均复合增长率约为 19.9%；分红险在人身险保费中的占比从 2008 年的 57.1%，增长至 2012 年的 88.2%。5）虽然费率市场化改革提高普通寿险吸引力，但分红险仍在人身险产品中占主导地位。

银邮代理业务收缩，个险代理业务和公司直销业务增幅较大。1）销售渠道多元化，银保业务整顿，银邮渠道收缩，个险代理人业务和公司直销业务快速发展，专业代理、其他兼业代理、保险经纪等渠道业务保费收入增长。2）销售渠道均衡化，银邮代理业务收缩，2012 年实现保费收入 4131 亿元，占业务份额 41.8%；个险代理人业务和公司直销业务快速增长，分别实现保费收入 4835 亿元、740 亿元，占业务份额 48.6%和 7.4%。

图18：2012 年人身险业务各渠道占比



数据来源：《中国保险业发展报告 2013》，东吴证券研究所

2.3. 健康险与万能险更迭时期（2013-2019）

随着 2008 年金融危机的影响逐渐消退，人身险行业明显复苏，开启了健康险与万能险不断更迭的时期。我们认为该时期大致可以分为两个阶段：产品创新阶段、产品回归保障本源阶段。1）2013 年，普通型人身保险费率改革正式启动。在“放开前端”的监管思路下，保险公司可以相对自主决定人身险产品的预定利率，提高了保险公司创新动力，各类产品如雨后春笋般纷纷推向市场，人身险市场规模在设计类型为万能险、保障责任为健康险的产品带领下迅速扩展。2）2016 年底后，在“保险姓保”的监管思路

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下，保险产品回归保障本源，短期万能险从巅峰逐渐走向下坡路。

2.3.1. 产品创新阶段：投资渠道拓宽+人身险费改，万能险迎来新一轮崛起

保险资金运用放开，显著提升了保险公司投资收益率。叠加万能险费率市场化改革，降低了保险公司定价限制，万能险迎来新一轮崛起。1）2012 年，保监会陆续发布 10 余项保险资金运用新政策，进一步放开不动产和股权的投资行业和领域，允许投资银行理财、信托等金融产品，增加债券投资品种，允许保险资金以对冲风险为目的参与金融衍生品。2013-2015 年，保监会又陆续放开投资创业板、优先股、创业投资基金、支持历史存量保单投资蓝筹股，增加境外投资范围等。保险资金投资收益从 2012 年的 3.39%，提升至 2014 年的 6.3%，创 5 年最好水平。2）2013 年保监会确定了“普通型、万能型、分红型人身险”分三步走的改革路线，2015 年，万能险费改取消了最低保证利率不得超过 2.5%的限制，最低保证利率由保险公司根据产品特性、风险程度自主确定。

表5：保险资金投资范围的历史变革

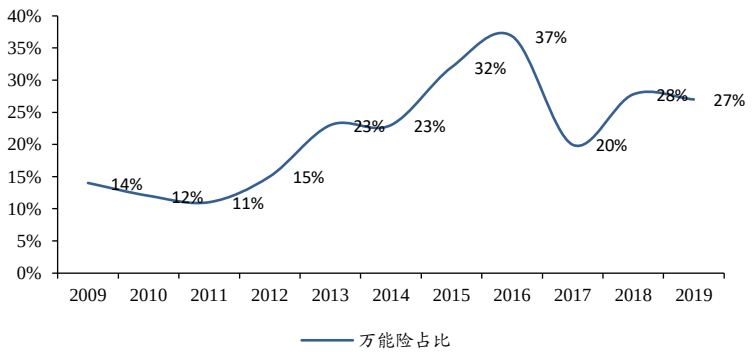
时间	投资范围
1984-1988	贷款、金融债券
1988-1990	贷款、金融债券、银行间同业拆借
1991-1995	贷款、金融债券、各类证券投资
1995-1999	银行存款、国债、金融债券
1999-2004	银行存款、国债、金融债券、基金
2004-2006	银行存款、国债、金融债券、基金、股票
2006-2010	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、国家基础设施建设项目（间接）、不动产
2010-2012	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、国家基础设施建设项目（间接）、不动产、PE
2012 年以来	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、国家基础设施建设项目（直接或间接）、不动产、股指期货、金融衍生品、海外投资、银行理财产品、银行业信贷资产支持证券、信托公司集合信托计划、券商专项资产管理计划、保险资产管理基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资金支持计划、保险私募股权基金等

数据来源：中国保险资产管理业协会，中国银行保险监督管理委员会，东吴证券研究所

政策放松限制，以万能险为代表的中短期存续产品引领保费盛宴如期而至。1）2012 年中国人身险保费不足万亿元，2016 年底，人身险规模保费已达 3.45 万亿元，以万能险为主的“保户投资款新增交费”五年累积超过 2.5 万亿元。2）大两位数的保费增幅再现，一别此前保费个位数增长，甚至负增长的尴尬。3）万能险在寿险保费收入中的占比逐渐提高，从 2013 年的 23%，迅速增长至 2016 年的 37%。万能险增长带动寿险保费快速增长。

图19：2009-2019 年万能险在寿险中占比变化

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：《中国保险年鉴》，东吴证券研究所

产品创新注重投资属性，理财型保险产品迎来黄金发展期，中小型保险公司利用高现价万能险迅速做大。1）一些保险公司推出短期内退保免费功能，即用户可以在特定期限之前选择“赎回”产品，只享受其投资属性，而放弃其保障账户的保险功能。蚂蚁金服针对万能险推出“招财宝”平台，可以将一年期的万能险“变现”，进一步缩短了投资期，成为了一种极其灵活的理财形式。2）高现价策略型万能险主要由“平台类”公司通过网销和银保渠道销售。高现价万能险具有购买金额起点低、初始费用低、预期收益率高、存续期间短、保障功能极低等特点，从而成为“平台类”公司“低成本”融资工具。3）一批中小公司如安邦系险企、华夏人寿、天安人寿、生命人寿、前海人寿、国华人寿等系列资产驱动负债型险企借助万能险迅速做大，安邦在 2016 年曾一度升至寿险行业总保费收入第三名。按规模保费计，华夏、生命等公司也跻身寿险排名前十。这些公司利用万能险保费开始投资大量知名上市公司，如招商银行、金融街、金地集团、大商股份、同仁堂、金风科技、万科 A、格力电器、伊利股份等等。

表6：2013-2016 年部分险企推出的主要万能险产品

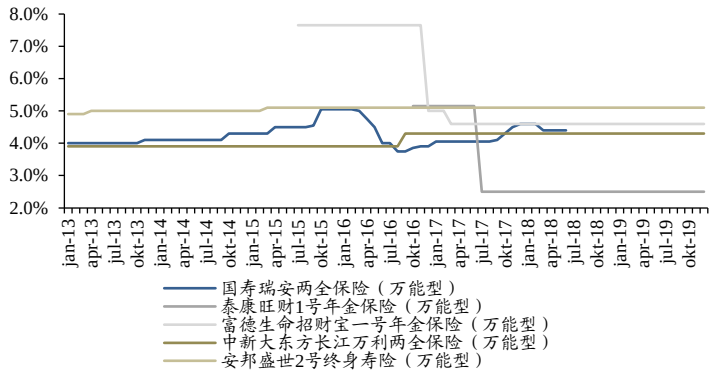
公司	泰康人寿	富德生命人寿	恒大人寿	安邦人寿
产品名称	泰康旺财 1 号年金保险(万能型)	富德生命招财宝一号年金保险（万能型）	中新大东方长江万利两全保险（万能型）	安邦盛世 2 号终身寿险(万能型)
保险责任	年金;身故保险金;满期保险金	身故保险金;年金	身故保险金;永久完全残疾保险金;满期保险金	身故保险金
保障期限	5 年	终身	8 年	终身
交费方式	趸交	趸交	趸交	趸交
最低保证年利率	3%	3%	2%	2.5%
折合年化结算利率	2.50%~5.15%	4.60%~7.65%	3.90%~4.30%	4.90%~5.10%
退保费期间及费用	第 1 保单年度，退保费用比例	第 1 保单年度，退保费用比例	-	第 1 保单年度，退保费用比例

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	5%；剩余保单年度均为 0%。	5%；剩余保单年度均为 0%。		3%；第 2 保单年度，退保费用比例 2%；剩余保单年度均为 0%。

数据来源：中国保险行业协会，各公司官网，东吴证券研究所

图20：2013-2019 年万能险产品折合年化结算利率



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

2.3.2. 产品创新阶段：费率市场化改革+渠道扩张，重疾险带动健康险快速增长

人身险费率市场化改革，降低了包括重疾险在内的人身险保费定价；叠加代理人渠道扩张，使得重疾险进入高速增长时期。2014 年到 2018 年，我国重疾险年度新单保费收入由 313 亿元增长到 1062 亿元，年复合增长率达 35.7%。1）2013 年 8 月，原保监会宣布普通型人身保险费率改革正式启动，将普通型人身险预定利率提升至 3.5%，由此重疾险产品的预定利率由 2.5%提升至 3.5%，大大降低了重疾险的定价水平，为保费降低提供了空间。重疾险产品性价比迎来更加利民的时代。2）2013 年 11 月，原保监会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2006-2010）》，为国内重疾险定价和准备金评估的准确性、科学性和适用性提供了标准，有效地夯实了行业发展基础，促进了重疾险产品的创新和发展。3）2015 年 4 月，原保监会下发通知，取消了保险代理人资格考试，随后全国人身险业营销员人数激增，而重疾险因兼具高件均保费与高佣金率的特性，受到险企与代理人追捧，因此人力规模增长将会推动重疾险覆盖市场。4）2016 年“偿二代”实施导致重疾险资本占用下降，间接促进了重疾险的销售。5）医保承压，居民健康保障需求激发。2013-2016 年间，我国各险种基金支出年增长速度均高于基金收入年增长速度，其中基本医疗保险收入、支出年均增长速度相差最大。同时，随着基本医疗保险基金收入、支出规模均持续扩大，基金当期结余稳步增加，但结余率呈下降趋势，其中城乡居民医保基金当期结余受政策影响较大，2016 年结余率仅为 11.6%。

表7：2013-2016 年规范、鼓励健康险发展的政策

时间	政策	内容

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2013 年 9 月	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	提出发展目标：到 2020 年，基本建立覆盖全生命周期、内涵丰富、结构合理的健康服务业体系，打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群，并形成一定的国际竞争力，基本满足广大人民群众的健康服务需求。
2014 年 8 月	新“国十条”：《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	把商业保险建成社会保障体系的重要支柱；充分发挥商业保险对基本养老、医疗保险的补充作用；适时开展个人税收递延型商业养老保险试点。
2014 年 10 月	《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	是国家层面部署商业健康保险发展的纲领性文件，对商业健康保险的发展路径给予了全面指导，要求到 2020 年，基本建立市场体系完备、产品形态丰富、经营诚信规范的现代商业健康保险服务业。
2015 年 5 月	《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》	标志着我国开始试点税收优惠型健康保险产品，这也是我国首个税收政策支持的商业保险产品，具有里程碑的意义。
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	指出：到 2030 年，现代商业健康保险服务业进一步发展，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高。
2016 年 12 月	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	把“推动商业健康保险发展”作为建立高效运行的五大举措之一被写入文件之中，其中包括：“医保经办服务多元化、多方竞争”“委托具有资质的商业保险机构等社会力量参与基本医保的经办服务”、“鼓励保险公司开发中医药养生保健等各类商业健康保险产品”等措施。

数据来源：国家金融监督管理总局，国家卫健委官网，国务院官网，东吴证券研究所

图21：2009-2021 年保险行业代理人规模及同比增速

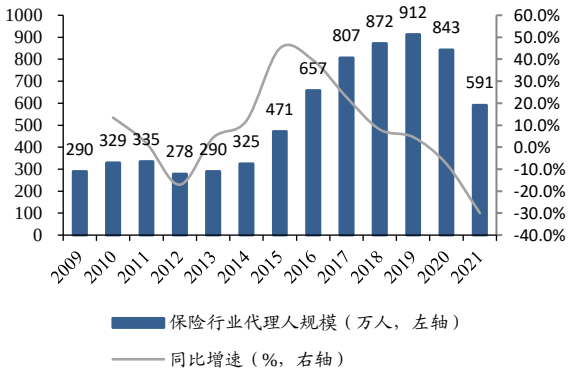


图22：2014-2020 年重疾险新单保费收入



请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：《2021 中国保险代理人洞察报告》，东吴证券研究所

数据来源：慧保天下公众号，东吴证券研究所

图23：2009-2019 年基本医疗保险收支及同比增速

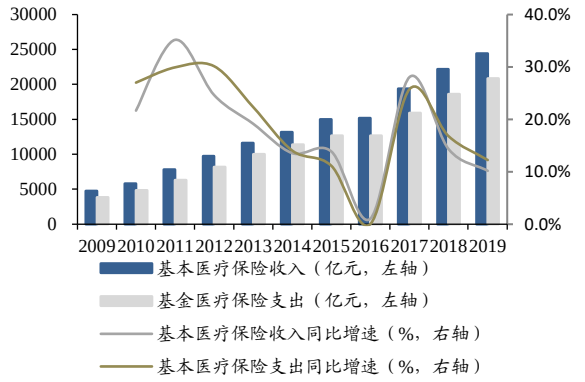
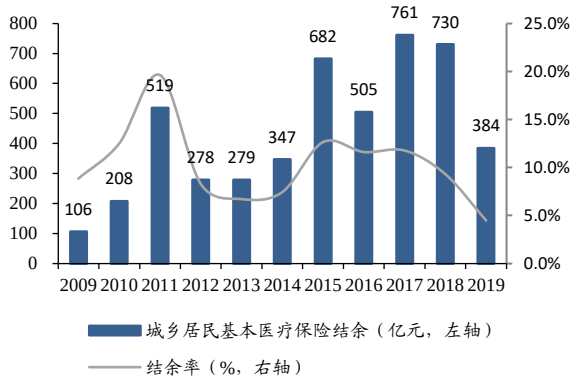


图24：2009-2019 年城乡居民基本医疗保险收支结余率



数据来源：中国劳动统计年鉴，中国卫生健康统计年鉴，全国医疗保障事业发展统计公报，东吴证券研究所

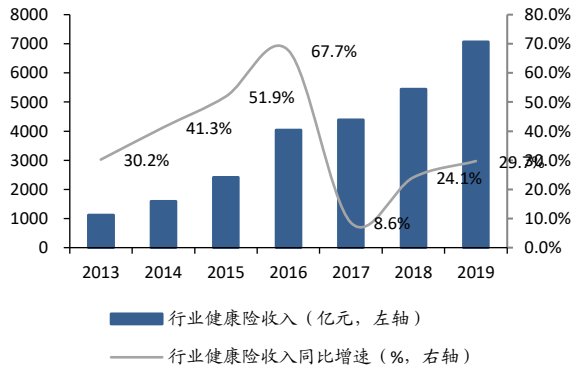
数据来源：中国劳动统计年鉴，中国卫生健康统计年鉴，全国医疗保障事业发展统计公报，东吴证券研究所

随着经济发展，健康险中的重疾险与医疗险需求与日俱增。但随着重疾险覆盖面不断提高，销售随之出现疲态。1）随着人们生活水平改善，对健康险需求提高。2013 年开始健康险受重疾险带动迎来了高增长的窗口。健康险收入同比增速在 2013-2016 年间由 30.2%一路上扬至 67.7%，而后几年又开始下降，最终在 2019 年降至 29.7%；行业健康险的保费收入由 2013 年的 1123 亿元增长至 2019 年的 7066 亿元，年复合增长率达到 35.9%，在行业整体的保费收入占比由 10.2%增加至 22.8%。我们认为，健康险在 2013-2016 年间处于快速发展时期，但在 2016-2019 年间，随着监管趋严，健康险短期的发展势头受挫，因此健康险保费收入出现小幅波动，但健康险的刚性需求仍在，加之互联网渠道扩张的助力，其保费增速在 2019 年重新回到 29.7%的水平。2）随着消费需求的升级，重疾险产品供给不平衡不充分与人民群众日益增长、不断升级的需求矛盾越来越突出，到 2019 年重疾险新单保费收入仅有 999 亿元，同比增速首次出现负数，为-5.9%，这说明此时重疾险销售已经出现一定疲态。

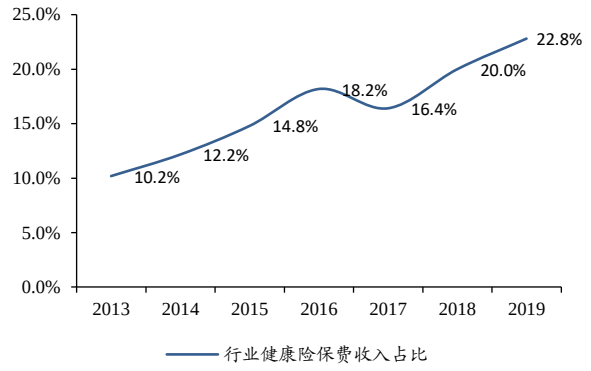
图25：健康险保费收入及同比增速

图26：健康险保费收入占人身险总保费比重

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所



数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

市场竞争带来重疾险产品迭代和创新热潮。1）从给付形态划分，重疾产品分为针对重大疾病提供保障不包含死亡保障的独立型（也称消费型）、作为寿险附加险的附加给付型、包含重大疾病和死亡责任的提前给付型。从产品期限划分，重疾产品可以划分为定期产品和终身产品。2）创新型寿险产品包括：针对少儿/女性/老年/癌症的特定疾病额外给付重疾产品、可提供两次甚至多次重疾保障的多次给付重疾产品、按疾病严重程度的分级给付重疾产品。

表8：不同给付形态重疾险产品对比

	独立型	附加给付型	提前给付型
保险责任	重大疾病；不含死亡责任	重大疾病；死亡责任	重大疾病；死亡责任
给付保险金条件	罹患约定重大疾病	罹患约定重疾：重疾保险金 身故：死亡保险金	罹患约定重疾：提前领取部分保险金 身故：剩余保险金
责任期	保险期间死亡或未发生责任，责任终止	主险寿险	终身
其他信息	责任终止后一些产品退还客户缴纳的所有保费	死亡保障不因重疾给付减少	未发生重大疾病，全部为身故保险金

数据来源：《重疾险产品的现状及展望》，东吴证券研究所

市场上代表性重疾产品为消费型重疾险和终身保障型产品。1）消费型重疾险最初由弘康人寿、和谐健康保险公司设计产品抢滩登陆，迅速打开市场局面，百年人寿、昆仑健康等公司紧随其后推出各自主打产品。随着一个个产品保障提升、功能不断丰富、投保流程更加人性化，这些产品凭借自身优势，在市场上具有了较大的影响力。2）该时期市场主流终身重疾险产品为多次赔付，大部分为重疾+中症+轻症的组合，不同公司在保障内容上力争做到差异化、功能日益裂变、责任趋于多元化。

表9：2014-2017 年部分险企主推重疾险产品

寿险公司	产品	主要特点	类型
弘康人寿	弘康健康一生	覆盖 50 种重疾、15 种轻症，轻症 2	消费型

请务必阅读正文之后的免责声明部分

		次赔付。支持以现金价值形式退保	
百年人寿	百年安康一生重大疾病保险	覆盖 40 种重疾、10 种特定疾病。附加身故保障。重疾保险金与身故保险金仅给付一项，并以一次为限	终身保障型
复星联合	复星联合康乐一生重大疾病保险（C 款）	覆盖 80 种重疾、35 种轻症，轻症 3 次给付。附加投保人豁免责任	消费型

数据来源：弘康人寿、百年人寿、复星联合公司官网，东吴证券研究所

2.3.3. 产品回归保障本源阶段：监管趋严，万能险回归保障本源

部分公司利用万能险带来的保险资金在二级市场频频举牌，引来争议，原保监会陆续出台政策对万能险产品进行严监管。“保险姓保”监管思路要求产品回归保障本源。1）“宝万之争”中，2015 年 8 月，宝能系控制的“前海人寿保险股份有限公司-海利年年”账户成为万科的第四大股东，该账户的资金来自于前海人寿销售的“海利年年两全保险(万能型)”、“海利年年 2 号年金保险（万能型）”产品。而该产品退保手续费低导致短期内若有大量退保将会带来现金流压力。2）原保监会连发数文对“资产驱动负债”型险企、产品严加监管。监管控制的产品从“高现价产品”到“中短存续期产品”。针对个别在万能险方面表现激进的险企，原保监会采取一系列包括暂停业务等监管措施。3）2017 年 5 月,《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》(134 号文）出台，明确禁止万能险、投连险以附加险形式存在，要求保险产品都要回归传统的设计理念。在政策上提出“保险姓保”，明确寿险产品降低投资性质，回归保障的本职。

表10：2016 年前后对万能险的监管政策

时间	政策	内容
2015 年 12 月	《关于进一步规范高现金价值产品有关事项的通知（征求意见稿）》	拟对高现价产品监管规则进行了进一步的修订。
2016 年 3 月	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	存续期限不满 1 年的中短存续期产品应立即要求停售，存续期限在 1 年以上且不满 3 年的中短存续期产品的销售规模逐年递减。
2016 年 9 月	《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	从产品的设计、监管上限制中短存续期产品，但还是给出 5 年过渡期。
2016 年 12 月	《关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知》	过渡期不再，明确保险公司自 2017 年开始，中短存续期产品季度规模收入占当季总规模保费收入比例必须控制在 50%以内，原保险保费收入占当季规模保费收入比例不得低于 30%，否则一年内将不得新设分支机构。
2016 年 12 月	《保监会持续强化万能险监管，坚决遏	明确针对万能险业务经营存在问题，并且整改不到位的前海人寿采取停止开展万能险新

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	制违规行为》	业务的监管措施。

数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

万能险上涨势头被终止，占比被分红险、传统险反超。2019 年保户投资款新增交费（以万能险保费为主）增速同比-34.77pct。万能险占比有所下降，上涨势头被终止，而分红险、传统寿险仍然保持较大比例。2019 年万能险、分红险、传统寿险占比分别为 27%、39%、32%，且万能险占比较 2018 年下降 1pct，万能险市场进入一个衰退期。

2.3.4. 产品回归保障本源阶段：整改理财型护理险，百万医疗成为健康险明星产品

原保监会要求护理保险产品不得短存续期，对现有护理保险产品进行整改。2019 年开始，银保监会密集出台政策引导健康险市场规范发展。1）2016 年 9 月 76 号文和 2017 年 5 月 134 号文实施之后，监管部门要求护理保险产品不得短存续期，在保险期间届满给付的生存保险金，应当以被保险人因保险合同约定的日常生活功能障碍引发护理需求为给附条件，并要求各保险公司对现有护理保险产品进行整改。监管政策趋紧使得商业护理保险逐渐回归保障。2）2019 年 11 月银保监会颁布《健康保险管理办法》，将商业健康险定位为多层次医疗保障体系的重要组成部分和行业服务民生的重要领域，并规定保险公司可以在保险产品中约定对长期医疗保险产品进行费率调整。此后，《互联网保险业务监管办法（征求意见稿）》、《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》、《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》等一系列政策文件先后发布，分别针对长期和短期健康险的发展进行规范，力图引导健康险市场走向规范化发展道路。

表11：2017-2020 年规范、鼓励健康险发展的政策

时间	政策	内容
2017 年 5 月	《关于将商业健康保险个人所得税试点政策推广到全国范围实施的通知》	2017 年 7 月 1 日起，个人购买符合规定的商业健康保险产品，可以按照 2400 元/年(200 元/月)的标准在税前扣除。单位统一为员工购买的，视同个人购买，按照单位为每一员工购买的保险金额分别计入其工资金，并在 2400 元/年(200 元/月)的标准内按月税前扣除。
2018 年 1 月	《健康保险管理办法(征求意见稿)》	此次修改包括长期健康险的犹豫期延长，向贫困人口倾斜，鼓励对创新药品、创新器械及诊疗办法的支付保障，简化理赔流程，以及首次提及健康管理服务与医保合作，叠加前期抵税政策，国家规范和鼓励商业健康险发展大趋势明朗。
2018 年 5 月	《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》	人身保险产品开发设计负面清单： 1.费用补偿型医疗保险，为追求营销噱头，在严重缺乏经验数据、定价基础的情况下，盲目设定高额给付限额； 2.短期健康保险中引入“终身给付限额”“连续投保”等长期保险概念

请务必阅读正文之后的免责声明部分

		3.短期个人健康产品，费率浮动范围超过基准费率 30%的限额
2018 年 6 月	《中国银保监会关于互联网渠道短期健康保险续保问题的消费提示》	明确“连续投保”不等同保证续保；短期健康保险不含有保证续保条款
2019 年 11 月	《健康保险管理办法》	1）将健康保险定位为国家多层次医疗保障体系的重要组成部分，完善健康保险的定义和业务分类，将医疗意外保险纳入健康保险； 2）在产品规范和经营销售方面，明确经营健康保险应当具备的条件，推进提升经营专业化水平；坚持健康保险保障属性，明确各类健康保险产品的产品特点和要求； 3）在消费者权益保护方面，对保险公司销售健康保险产品提出不得强制搭配其他产品销售、不得诱导重复购买保障功能相同或者类似的费用补偿型医疗保险产品等禁止性规定。
2020 年 1 月	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	完善健康保险产品和服务，鼓励保险机构适应消费者需求，提供综合性健康保险产品和服务。力争到 2025 年，商业健康保险市场规模超过 2 万亿元。
2020 年 4 月	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	鼓励发展长期医疗保险产品，为消费者提供保障期限更长、保险责任更加全面的保险产品。
2020 年 12 月	《互联网保险业务监管办法》	1）厘清互联网保险业务本质，明确制度适用和衔接政策。 2）规定互联网保险业务经营要求，强化持牌经营原则，定义持牌机构自营网络平台，规定持牌机构经营条件，明确非持牌机构禁止行为。 3）规范互联网保险营销宣传，规定管理要求和业务行为标准。 4）创新完善监管政策和制度措施，做好政策实施过渡安排。

数据来源：国家金融监督管理总局，国家卫健委官网，国家发改委官网，中国政府网，税务总局，东吴证券研究所

结合线上渠道，抓住市场空缺，百万医疗险应运而生。1）百万医疗是一种保额较高、保费较低、保障范围较广的中低端商业医疗保险，填补了基本医疗和高端医疗险之间的空缺，优化了健康保险的结构，有效改善了我国医疗保险覆盖广而不深的局面。2）2016 年众安保险推出百万医疗险——“尊享 e 生”，一经推出就成为了业内热门产品，代表了百万医疗险火爆的开端，使百万医疗一跃成为健康险市场的网红产品。3）2016 年众安保险“尊享 e 生”上线后仅四个月就吸引了超过 20 万个家庭投保，并且保持了

请务必阅读正文之后的免责声明部分

快速增长趋势。根据艾瑞咨询《中国百万医疗险行业发展白皮书》统计显示，2016 年至 2019 年期间，百万医疗险保费收入由 10 亿增长至 345 亿，复合增长率达 226%。

表12：百万医疗保险与重疾险的对比

	百万医疗保险	重疾险
保障范围	对医疗费用支出进行补偿	发生疾病后进行给付，解决医疗及康复费用和收入损失
保障期限	短期	长期
保障人群	年轻群体	壮年群体
社会角色	连接保险行业与医疗行业、医改管理方	医疗体系外单纯财务风险成本分摊

数据来源：《百万医疗保险的发展历程与未来展望》，东吴证券研究所

百万医疗险产品多次迭代升级满足消费者多样化需求。在百万医疗险产品创新发展中，很多保险公司通过提升保障额度、降低免赔金额、推出长期医疗保险、拓展适用人群、拓展增值服务等方面进行迭代来提升百万医疗保险的竞争力、满足消费者多样化的需求。

表13：2019 年上市公司部分百万医疗险产品

公司		中国平安	中国太平	中国人保	新华保险	中国人寿
产品名称		平安 e 生保（保证续保版）	太平医保无忧百万医疗险（2019 版）	人保寿险关爱百万 2019 医疗保险	康健华尊医疗保险	国寿如 E 康悦百万医疗保险（C 款）
保险额度	**一般医疗保额（万）**	200	最高 300	200	最高 200	保险额度
	重症医疗保额（万）	400	最高 300	200	最高 400	
	免赔额（万）	1	1	1	1	
保障责任	**住院医疗**	✓	✓	✓	✓	保障责任
	住院前后门诊/急诊费用	✓	✓	✓	✓	
	特殊门诊	✓	✓	✓	✓	
	门诊手术	✓	✓	✓	×	
增值服务		就医绿通（不限疾病）	院外靶向药直付/就医绿通/第二诊疗意见/押	-	快易理赔/住院垫付	恶性肿瘤住院津贴 200 元/天

请务必阅读正文之后的免责声明部分

		金结算直付			
续保条款	6 年内保证续保；被保险人超过 99 周岁或产品停售时将不再接受续保	被保险人超过 100 周岁或产品停售时将不再接受续保	首两次续保需审核；被保险人超过 106 周岁或产品停售时将不再接受续保	每 10 个保险期间为保证续保期间；被保险人超过 85 周岁或产品停售时将不再接受续保	首年续保需审核；被保险人超过 80 周岁或产品停售时将不再接受续保

数据来源：中国保险行业协会，各公司官网，东吴证券研究所

2.4. 后疫情时代，健康险、养老险、增额终身寿险、分红险等产品争相发展时期（2020-至今）

2020 年疫情发生后，人身险业面临增长困境，以增额终身寿险为代表的储蓄型产品支撑起了行业增长大旗。1）疫情之下，健康保障需求得到最大程度刺激，健康险各类产品发展迎来新结构。健康险中重疾险亟需转型、惠民保快速兴起、百万医疗仍为主流产品。2）疫情给生产生活带来的冲击，也让相当一部分人群的收入及现金流遭受重大影响。同时在全球经济下行，低利率将长期存在的情况下，为了养老而产生的资产保值增值需求也在急剧增长。政策密集出台助力多层次养老体系建设，多项产品在全国范围内设置试点进行探索，以增额终身寿险为代表的储蓄型产品应时而变成为明星产品。

2.4.1. 健康险：重疾险迎来新挑战，转型已迫在眉睫

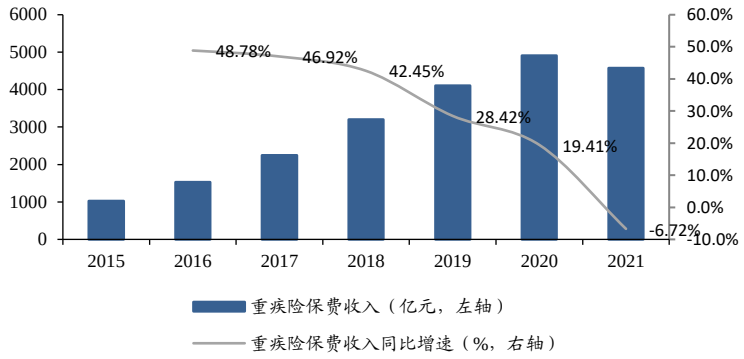
短期内重疾定义切换下的销售热潮透支部分市场需求，推动重疾险市场短期火爆。2020 年 11 月 5 日，中国保险业协会与中国医师协会正式发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）》。根据修订内容显示，近期重大疾病修订的内容主要包括优化分类，增加病种数量，扩展疾病定义范围等三大方面。在新旧重疾定义切换的最后一月，健康险的销售数据明显上升，但随后就快速回落甚至出现负增长。但是我们认为，重疾险未来仍将是健康险板块中的一类核心产品。原因在于：1）对消费者来说，市场上尚无其他险种可以替代重疾险的收入补偿、定额给付等功能；2）对保险公司来说，同样无其他险种可以具备重疾险的高件均、高价值率的特征。

重疾险遭遇滑坡，整体面临转型。1）重疾险保费增速已经连续 5 年出现“滑坡”。具体来看，2016—2021 年，重疾险保费收入分别为 1528 亿元、2245 亿元、3198 亿元、4107 亿元、4904 亿元、4574.6 亿元，同比增速分别为 48.8%、46.9%、42.5%、28.4%、19.41%、-6.7%。2021 年是重疾险保费近年来首次负增长。2）惠民保这类低价城市定制型的百万医疗保险，对重疾险这类高保费产品的替代性和冲击性很大。随着居民收入上涨的速度下降，居民总体的支付能力下降，而重疾险这类标准的商业性保险，价格相对比较昂贵。且 2020 年重疾险定义的修订，提前透支了大量重疾险需求，短时期内还无法得到缓解。3）重疾险的高覆盖率使其发展面临一定挑战。截至 2021 年，商业健康保险有效保单件数 11.43 亿件，覆盖 7.48 亿人。其中，疾病险有效保单件数 6.36 亿件，覆

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盖人数 3.91 亿人；医疗险有效保单件数 6.52 亿件，覆盖人数 6.6 亿人。我们认为在重疾险已经如此高覆盖率的环境下，要想再次发展必定需要迎来转型。

图27：2015-2021 年重疾险保费收入及同比增速



数据来源：原银保监会、中再寿险，东吴证券研究所

2.4.2. 健康险：以惠民保为代表的政府牵头医疗险产品快速兴起，但有诸多痛点亟需解决

2020 年后，惠民保快速兴起并全国范围内迅速开花。1）惠民保本质是一种医疗险，是对医疗保险的补充，主要报销的是被保险人患病、特别是患重大疾病后的医疗费用。被保险人一旦患有重大疾病，基本医疗保险和大病保险才是最先接受考验的保障防线。“惠民保”保费普遍较低，投保环节往往不需要核保，对患有既往症的被保险人非常友好。2）惠民保于 2015 年开始萌芽，在 2021-2023 年短短三年内，总参保人数超过 3 亿人次，保费规模达到近 400 亿。3）从实践来看，多地的惠民保推出了具备一定借鉴价值的新模式。险企通过提升用户获得感，助力在用户端的可持续发展，同时通过开展“疾病管理”打造“服务+控费”双循环，为破解惠民保可持续难题提供了宝贵经验。除保险机构发力外，政府部门的“站台”与“背书”也会直接影响市民对产品的信任度与参与度。医保主管部门也可以与保险监管机构合作，建立惠民保价值评估指标体系。

惠民保吸引了居民极高的关注度，但产品依然有诸多痛点亟需解决。1）目前各地上线的“惠民保”主要为保障期限为一年期的短期产品。一旦赔付风险持续上升，保险公司可以通过调整费率、提高免赔额、限制赔付比例等方式降低风险，但也可以在未来停售相关产品。未来惠民保是否会在保障期限方面做出调整还有待观察。2）产品停售率提升，截至 2024 年 10 月，298 款产品中有 99 款惠民保停售，占比三分之一。3）惠民保投保门槛低意味着理赔门槛高，投保人普遍反映“小病不报销，大病报销门槛高”，导致实际赔付不及预期。

表14：各地区惠民保梳理

地区	北京	上海	深圳	四川
产品名称	北京普惠健康保（2025 版）	沪惠保（2025 版）	深圳惠民保（2025 版）	东坡惠民保（2025 版）

投保年龄	不受限制	不受限制	不受限制	不受限制
保险期间	1 年	1 年	1 年	1 年
交费期间	趸交	趸交	趸交	趸交
保障项目	1. 医保内自付费用（100 万） 2. 医保外自费费用（100 万） 3. 106 种特药（含 65 种海外药） 4. 免费健康管理服务，即在免费享受 5 次基础健康管理服务外，参保人可再从口腔健康、中医调理、健康检查、家庭急救包、小药箱、线上健康课程六项专属服务中，任选一项免费体验	特定住院自费医疗费用保险金、国内特定高额药品费用保险金、质子及重离子医疗保险金、海外特殊药品费用保险金、CAR 一 T 治疗药品费用保险金	质子及重离子医疗保险金、罕见疾病保险金、港澳药械通扩充至 17 个药械	医保内、外住院保险金、特定药品费用保障、健康增值服务（口腔健康服务、9 折优惠购药、阿尔兹海默症早筛、在线健康测评）

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

2.4.3. 健康险：百万医疗险持续迭代升级仍为主流产品

百万医疗险产品仍是健康险主流产品，多次迭代升级满足消费者多样化需求，但近年来增长乏力。1）在百万医疗险即将进入第九个年头之际，很多保险公司在提升保障额度、降低免赔金额、推出长期医疗保险、拓展适用人群、拓展增值服务等方面进行迭代来提升百万医疗保险的竞争力、满足消费者多样化的需求。如众安保险的众安尊享 e 生系列产品，通过多次迭代升级来更加全方位的满足投保者的需求，所覆盖的保险范围也逐渐变大。2）2019-2023 年，商业健康险保费从 7066 亿元增至 9035 亿元，而在增速上，则从 2019 年的 29.7%降至 2022 年的 2.4%，在 2023 年略有回升，增幅为 4.4%。这与艾瑞咨询《中国百万医疗险行业发展白皮书》中提到的 2025 年百万医疗险市场保费规模将超过 2000 亿元的预测相去甚远。我们认为百万医疗险近年来增长承压与产品同质化、客户保障需求无法得到满足等因素有关。

表15：众安尊享 e 生产品迭代

保险产品	众安尊享 e 生 2021	众安尊享 e 生 2022	众安尊享 e 生 2023	众安尊享 e 生 2024	众安尊享 e 生 2025
保险公司	众安保险				
投保年龄	0-70 岁	0-70 岁	0-70 岁	0-70 岁	0-70 岁
保险期间	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年
一般医疗	300 万，1 万元免赔额	300 万，1 万元免赔额	300 万，1 万元免赔额	300 万，1 万元免赔额	300 万，1 万元免赔额，含外购药械

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重疾医疗	600 万元，100 种重疾+121 种罕见病	600 万元，100 种重疾	600 万元，100 种重疾	300 万元，100 种重疾	300 万，1 万元免赔额，含外购药械
住院前后门急诊	前 30 天后 30 天	前 30 天后 30 天	前 30 天后 30 天	前 30 天后 30 天	前 30 天后 30 天
癌症特定器械耗材（成年女性）	/	100 万	100 万	100 万	100 万
未成年人罕见病特定药品费用	/	13 种罕见病，30 种药品	13 种罕见病，30 种药品	13 种罕见病，162 种特药	13 种罕见病，312 种特药
未成年人罕见病特定药品费用	/	1 型糖尿病 100 万	1 型糖尿病 100 万	1 型糖尿病 100 万	1 型糖尿病 100 万
保险责任	一般医疗保险金、重大疾病保险金、重疾住院津贴、轻度疾病保险金、互联网急诊医疗、中老年特定疾病、恶性肿瘤海外医疗保险金	重疾关爱加油包、恶性肿瘤特别医疗加油包、重疾扩展特需医疗加油包、住院津贴加油包、家庭共享保额加油包、住院医疗费用补偿加油包、互联网医疗加油包	重疾关爱加油包、恶性肿瘤特别医疗加油包、重疾扩展特需医疗加油包、住院津贴加油包、家庭共享保额加油包、住院医疗费用补偿加油包、互联网医疗加油包	恶性肿瘤先进疗法加油包、指定药品费用加油包、重大疾病异地转诊交通加油包、住院护工加油包、术后护理加油包、海南特药服务包、重疾绿通服务	恶性肿瘤先进疗法加油包、指定药品费用加油包、重大疾病异地转诊交通及住宿加油包、住院护工加油包、住院津贴加油包、门急诊医疗加油包、互联网药品费用加油包、家财加油包等

数据来源：众安保险官网，东吴证券研究所

2.4.4. 养老险：个人养老金制度正式落地，多类养老保险产品有序推向市场

个人养老金制度正式落地，拉开第三支柱加速发展序幕。2022 年 4 月 21 日，国务院办公厅正式下发《关于推动个人养老金发展的意见》，提出推动发展政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，根据文件要求，个人养老金制度将选择部分城市试行 1 年，再逐步推开。1）参加范围及缴费水平：在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，可以参加个人养老金制度。参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元。人力资源社会保障部、财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费上限。2）投资范围：个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。参与个人养老金运行的金融机构和金融产品由相关金融监管部门确定，并通过信息平台和金融行业平台向社会发布。3）领取要求：参加人达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居，或者具有其他符合国家规定的情形，经信息平台核验领取条件后，可以按月、分次或者一次性领取个人养老金，领取方式一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

经确定不得更改。领取时，应将个人养老金由个人养老金资金账户转入本人社会保障卡银行账户。参加人死亡后，其个人养老金资金账户中的资产可以继承。

第三支柱包含多类型金融产品，涉及银行、保险、公募基金等金融机构。养老保险产品的突出优势在于风险水平低，具备更高安全性，但持有期更长、流动性较差。保险公司主要以传统商业养老保险、税延型养老保险和专属商业养老保险产品为主，各类产品均经历了由试点区域扩大到全国范围的过程。1）传统商业养老保险发展时间较长，整体已经相对成熟。目前市场上保险公司提供的具有养老保障功能的产品相对有限，主要是养老年金保险。2）个人税收递延型养老保险，指投保人在税前列支保费，同时该缴费的投资收益免税，在领取保险金时再缴纳税款。自 2008 年开始，国务院开始在相关政策中提出通过给予投保人延迟纳税的税收优惠，推动个人养老保险产品发展。自 2018 年 5 月开始，先后有 5 批共计 23 家保险公司获批开展个人税收递延型商业养老保险业务。3）2021 年 5 月，原银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，规定自 2021 年 6 月 1 日起在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，销售区域不受试点区域限制。期限暂定一年。人保寿险、中国人寿、太平人寿、太保寿险、泰康人寿和新华保险六家头部险企成为试点公司。2022 年 2 月，原银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》，规定自 2022 年 3 月 1 日起，将专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围。在原有 6 家试点公司基础上，允许养老保险公司参加专属商业养老保险试点。2023 年 10 月，国家金融管理总局发布《关于促进专属商业养老保险发展有关事项的通知》，明确相关业务要求，进一步扩大经营专属商业养老保险业务的机构范围。

表16：专属商业养老保险业务方案

产品目的			资金长期锁定用于养老保障
领取年龄			达到法定退休年龄或年满 60 周岁
管理方式			账户式管理
交费方式			可以采取包括趸交、期交、灵活交费在内的多种保费交纳方式。保险公司可以收取保单初始费用，消费者交纳保费在扣除初始费用后全部进入个人账户。保险公司可以根据交费金额、账户累积金额、销售渠道等设定差异化的公平合理的费用标准，并在保险合同中列明。
产品设计	积累期		积累期采取“保证+浮动”的收益模式。保险公司应当为消费者提供一个以上的投资组合，不同投资组合保证利率可以不同。投资组合保证利率一经确定，不得调整。。
	领取期		保险公司应当提供定期、终身等多种养老金领取方式，除另有规定外，专属商业养老保险领取期限不得短于 10 年。养老金领取安排可衔接养老、护理等服务，但应当另行签订相关服务合同。
保险责任			括身故责任、年金领取责任，保险公司可以适当方式提供重大疾病、护理、意外等其他保险责任。
退保规则	积累期	前 5 个保单年度内退保	退保现金价值不得高于累计已交保费

请务必阅读正文之后的免责声明部分

		第 6—10 个保单年度内退保	退保现金价值不得高于累计已交保费和 75%账户累计收益部分之和
		第 10 个保单年度后退保	退保现金价值不得高于累计已交保费和 90%账户累计收益部分之和
	领取期		退保现金价值为 0
其他			保险公司及接受其委托的商业银行通过官方线上平台宣传和销售专属商业养老保险的，应当符合《中国银保监会办公厅关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》（银保监办发〔2021〕108 号）关于经营互联网人身保险业务的在线运营能力和在线服务体系要求，并采取有效措施和技术手段，完整、客观记录在销售页面上呈现的营销推介、关键信息提示和投保人确认等重点环节，满足互联网保险销售行为可回溯管理要求。

数据来源：国家金融管理监督总局，东吴证券研究所

2.4.5. 储蓄产品：多因素叠加，增额终身寿险成为新的人身险增长引擎

资管新规重塑理财环境，监管调整预定利率水平，增额终身寿险在进入国内多年后迎来发展机遇。1）2018 年 3 月，中央深化改革委员会通过《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，要求银行打破刚性兑付。从此除保险产品外，银行再无保本保息的理财产品销售。2）2019 年 8 月，银保监会将长期年金产品的预定利率上限由之前的 4.025%降低为 3.5%，随后约谈多家拥有 4.025%在售产品的保司。3）2014 年，增额终身寿险在中介渠道出现，2015 年增额终身寿出现升级产品，但仍不作为市场主流形态。2019 年增额终身寿蓄势待发。直至 2021 年，增额终身寿成为主销储蓄类产品。4）随着市场长端利率快速下行，传统险预定利率先后于 2023 年、2024 年分别下调至 3.0%、2.5%，预定利率下调造成市场连续经历两波“炒停”热，增额终身寿一跃成为人身险市场最受欢迎的储蓄型产品。

增额终身寿险提供生命安全的保障、稳定保底的收益，具有财富安全、身价保障、退休安排、传承的四大作用。1）长期复利，收益稳健。增额终身寿险收益写入合同内，可以做到刚性兑付。增额寿险结束交费期后可锁定长期收益率，可以应对利率下行风险。合同一经成立终身有效，复利有利于长期持有增值。2）保费固定，保障终身。增额终身寿险，本质是一款终身寿险。作为保障类资产，产品的身故保障和现金价值均在合同载明，缴纳固定的费用不变，保障终身。3）规划灵活，周转方便。提供灵活现金流。可以通过减少保额，退出部分现金价值，也可以申请保单贷款，实现资金融通。4）由于增额终身寿险有安全、复利增值、中途可部分领取的特点，十分适合用来规划养老金。适逢资管新规、个人养老金制度、连续下调预定利率等政策落地，当前增额终身寿险受到市场追捧。

表17：市场典型增额终身寿险产品梳理

公司	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中英人寿	中意人寿

产品名称	“国寿鑫益传家”（分红型）终身寿险	“御享金越2025”（分红型）终身寿险	“蛮好人生传世版”（分红型）终身寿险	“荣耀鑫享智赢版”终身寿险	“福满佳2.0”（分红型）终身寿险	“一生中意尊享版”（分红型）终身寿险
投保年龄	男出生满 28 天-63 岁 女出生满 28 天-67 岁	出生满 28 天-75 周岁	男出生满 5 天-64 岁 女出生满 5 天-68 岁	出生满 30 天-74 周岁	出生满 28 天-65 周岁	出生满 7 天-65 周岁
交费期限	趸交/3 年/5 年/10 年	3 年/6 年	-	趸交/3 年/5 年/10 年交	趸交/3 年/5 年/6 年 8 年/10 年	趸交/3 年/5 年/10 年交
保额增长系数	保底 2.0%复利+浮动分红	保底 2.0%复利+浮动分红	保底 2.0%复利+浮动分红	2.5%	保底 2.0%复利+浮动分红	保底 2.0%复利+浮动分红
身故/全残金	18 周岁前身故/高度残疾：MAX（已交保费，现金价值）	18 周岁前身故：MAX（已交保费，现金价值）	18 周岁前身故/确定全残：MAX（已交保费，现金价值）	18 周岁前身故/高度残疾：MAX（已交保费，现金价值）	18 周岁前身故/高度残疾：MAX（已交保费，现金价值）	18 周岁前身故/高度残疾：MAX（已交保费，现金价值）
	18 岁后身故：MAX（所交保费比例，现价，当年度保额）；18-40 岁/41-60 岁/61 岁以上为所交保费的 1.6/1.4/1.2 倍	18 岁后身故：MAX（所交保费比例，现价，当年度保额）；18-40 岁/41-60 岁/61 岁以上为所交保费的 1.6/1.4/1.2 倍	18 岁后身故：MAX（所交保费比例，现价，当年度保额）；	18 岁后身故：MAX（所交保费比例，现价，当年度保额）；18-40 岁/41-60 岁/61 岁以上为所交保费的 1.6/1.4/1.2 倍	18 岁后身故：MAX（所交保费比例，现价，当年度保额）；18-40 岁/41-60 岁/61 岁以上为所交保费的 1.6/1.4/1.2 倍；	18 岁后身故：MAX（所交保费比例，现价，当年度保额）；18-40 岁/41-60 岁/61 岁以上为所交保费的 1.6/1.4/1.2 倍；
其他保障	保单贷款、减保（每年不超过基本保额 20%）减额交清	减保、保单贷款、自动垫交、减额交清	减保、意外豁免、年金转换	减保、搭配万能账户	保单贷款、减保、减额交清、年金转换、	减保、保单贷款、年金转换

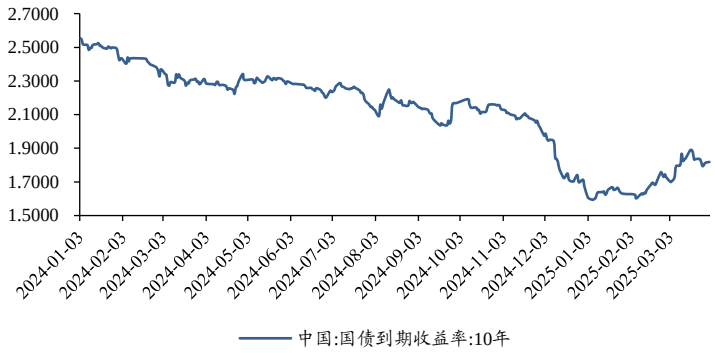
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

2.4.6. 分红险：利差损阴影下保险公司寻求主动转型

国内长端利率中枢呈下行趋势。近二十年以来，我国十年期国债收益率水平在一个逐渐收敛的区间内震荡向下，特别是近十年以来十年期国债收益率的阶段性最高点持续显著下降，并且最低点水平也在逐步向下突破，2024 年一度降至 1.6%以下。

图28：长端利率持续下行（%）

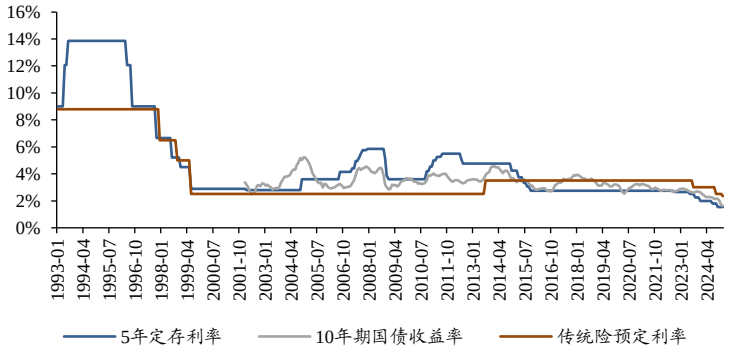
请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

利率下行最直接的影响在于投资收益率承压，进而导致利差损风险。因此，下调产品预定利率、降低负债端整体成本水平，是最直接也是最关键的负债端举措。从历史上看，在典型的利率下行阶段，监管部门通常都会采取下调预定利率的方式来防范利差损，例如：①1996-1999 年行业出现高利差损，监管设定预定利率上限 2.5%；②2016 年规范万能险结算利率，由 2013 年以来的 3.5%下调至 3.0%；③2019 年寿险预定利率进一步下调，将普通型养老/长期年金预定利率由 4.025%调整为 3.5%；④2023 年传统险预定利率下调至 3.0%；⑤2024 年传统险、分红险、万能险预定利率分别下调至 2.5%、2.0%、1.5%。

图29：定价利率持续下调



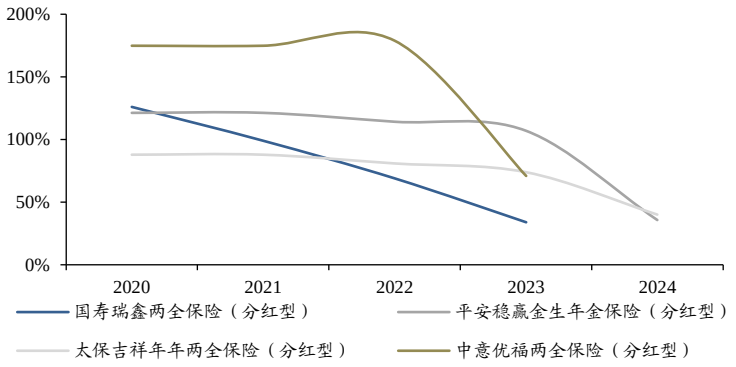
数据来源：国家金融管理监督总局，Wind，东吴证券研究所

为了应对利差损风险，保险公司也开始积极从产品层面转型，试图通过转型分红险等浮动收益型产品来进一步压降负债成本。1）低利率下，险企投资端严重承压，发展浮动收益类产品，有助于缓解利差损。多家险企高管曾在业绩会上表示，未来要将分红险产品占比提高至 50%。2）对于客户而言，分红险同样具备很高的吸引力。在低利率环境下，传统险因预定利率不断下调，保本收益率也随之降低，其吸引力大幅减弱；而兼具“保证收益+潜在分红”的分红险，既能给予客户保证收益，又能分享潜在高额分红，因此成为了当前客户资产配置的优选。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

现阶段分红险销售依然存在很多痛点，最终市场能否顺利接受分红险仍有待观察。1）2024 年全年分红型寿险保费 7659 亿元，同比仅增 4.1%，低于人身险业整体 5.9%的增速。2）受投资收益承压及监管政策影响，红利实现率下降明显，整体收益率上对客户吸引力仍然不足。3）相较传统险，分红险销售难度更高，销售误导现象频发，仍需解决规范销售流程等问题。

图30：各险企分红结算率下降明显



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3. 风险提示

1）长端利率趋势性下行：受经济环境承压影响，长端利率可能长期位于下行通道中，保险公司利差损风险增大。

2）权益市场波动：权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响。

3）新单保费承压：预定利率下调，分红险转型可能会影响保险公司新单保费收入。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn