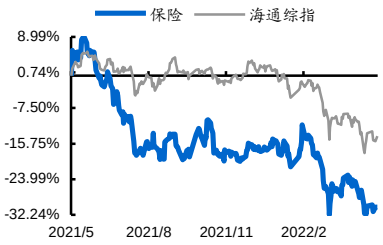
投资评级 优于大市 维持

草木蔓发，春山可望
——中国寿险业 40 年回顾与未来展望（中篇）

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《银保监会鼓励商业养老金融业务发展，保险公司“产品+服务”优势凸显》2022.05.11

《保险行业一季报回顾：寿险承压、产险复苏，投资收益大幅下滑拉低利润表现》2022.04.30

《个人养老金制度正式落地，商业养老保险有望分享第三支柱增长红利》2022.05.03

分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@htsec.com
证书:S0850515040002
联系人:曹锟
Tel:010-56760090
Email:ck14023@htsec.com

投资要点：

- **美国、日本、英国寿险市场均经历转型阶段，重点发展健康险与养老险及其闭环产业链是顺利转型的关键。**

美国寿险业在经历快速发展三阶段后，形成了三层次的社会保障体系，三支柱体系下商业医疗和养老保险缺口大，商业医疗养老保险需求旺盛，独立代理人为主要营销渠道。①美国寿险业经历寿险业自然增长、税优变额年金和健康险快速发展三阶段。②2020 年，美国保险密度 1918 美元。③2020 年，美国养老体系中二三支柱为主导，二支柱占养老金总资产 58%，三支柱占 35%。④**西北互助人寿**聚焦传统保障业务，注重长期服务，提供保险+投资综合性财富解决方案，以分红型终身寿险和定期寿险为主。⑤**大都会人寿**具有团体福利、退休和收入解决方案、财产和意外事故险等多元化业务，通过成立合营公司及赞助政府拓展团体保障业务。⑥**联合健康集团**经历了从医疗服务支付到医疗网络搭建方的角色升级，形成“保险+健康服务”双轮模式，未来方向为医疗科技提供方。

日本寿险业在利率下行中经历三个阶段，主流产品由传统寿险逐渐转型为健康险，营销员仍为主导渠道但数量逐渐下降。①1990 年前初经济恢复期，利率中高，寿险产品多元化，两全险占比高；1990-2001 年利率持续下行，寿险业低迷期终身寿险和医疗险占比提升；2001 年后低利率常态化，医疗险、癌症险占比稳定上升。②2020 年日本保险密度为 2329 美元，深度为 5.8%。③2020 年末日本寿险保费收入为 2945 亿美元，市场份额下降至 10%。④**明治安田**深耕健康领域，医疗险和护理险发展迅速，海外市场加速扩张，目前收入超 10%；重振计划与挑战计划使保费波动，2020 财年保费收入 2.35 万亿日元；银保渠道逐年增加；资产配置以现金、存款、短期贷款为主，投资收益率约 1.78%至 2.72%之间。⑤**第一生命**重视发展医疗险，加强销售队伍建设，提升客户粘性，制定全生命计划；资产配置以现金、存款和短期贷款为主，总投资收益率在 1.99%至 2.71%区间波动。

英国寿险业经历五个阶段，老龄化问题下年金险始终占据重要地位，中介市场由独立经纪人逐渐转型为高素质、服务全面的独立金融顾问。①18 世纪以互助险和年金险为主，19 世纪以团体险、简易险为主，20 世纪上半叶税优型年金险需求旺盛，20 世纪下半叶投连险、分红险应对通货膨胀和老龄化，21 世纪后变额年金产品出世以应对“固定贡献型计划”难以为养老金受益者提供保障的状况。②2020 年英国保险密度 3574 美元，深度 8.8%。③2020 年末英国寿险保费收入 2388.9 亿美元，全球份额从 13.14%下降为 8.54%。④**保诚集团**布局全世界，抓住新兴市场发展机会，投资结构始终由债券和股票占据 90%。 2020 年内含价值稳定增长至 428.08 亿美元，2021 年亚洲地区新业务利润上涨至 25.26 亿美元。⑤**法通保险**为客户提供综合金融服务：养老金计划与直接投资、资产管理、保险，金融投资占 95%，投资结构稳定。

- **风险提示：长端利率持续趋势性下行；保障型保费增长不及预期。**

目 录

1. 美国寿险业发展趋势与龙头企业战略模式 7
1.1 阶段一（1986 年以前）：大工业时代产品与业务自然增长 7
1.2 阶段二（1986 年-2000 年）：寿险业深度整合，年金险重塑格局 8
1.3 阶段三（2001-2008 年）：寿险市场饱和，“保险+健康管理”崛起 9
1.4 阶段四（2009 年-至今）：医疗与养老为新增长点，健康险发展迅速 12
1.5 西北互助人寿：聚焦传统保障业务的专业寿险公司 16
1.6 大都会人寿：多元化业务的大规模寿险公司 17
1.7 联合健康集团：差异化竞争的健康险龙头 19
2. 日本寿险业发展趋势与龙头企业战略模式 20
2.1 阶段一（1990 年以前）：经济恢复利率中高，寿险业崛起 20
2.2 阶段二（1990-2001）：利率持续下行，寿险业持续低迷期 23
2.3 阶段三（2001-至今）：低利率常态化谋求寿险业平稳发展 25
2.4 明治安田：深耕健康领域，拓展海外市场 28
2.5 第一生命：“全生命计划”带头人 30
3. 欧洲寿险业发展趋势与龙头企业战略模式 32
3.1 阶段一（18 世纪）：互助保与年金险为主，法律与精算初步引入 32
3.2 阶段二（19 世纪）：团体险和简易险成主流，寿险业迅速发展 32
3.3 阶段三（20 世纪上半叶）：宏观环境恶化，税优型年金险企稳 33
3.4 阶段四（20 世纪下半叶）：恶性通胀与老龄化加剧，新型寿险问世 33
3.5 阶段五（21 世纪-至今）：平均寿命延长，养老年金产品更新迭代 35
3.6 保诚集团：全球广布局，抓住新兴市场 36
3.7 法通保险：专注于综合金融业务的保险公司 38

图目录

图 1 1970-2020 年美国寿险保费收入及同比 8
图 2 1977-2000 年美国年金险保费收入及同比增速 9
图 3 1977-2000 年美国年金险分渠道收入占比（%） 9
图 4 美国 10 年期国债收益率（%） 10
图 5 美国 GDP 同比增速（%） 10
图 6 美国人口年龄中位数与 65 岁及以上人口比重 11
图 7 美国卫生费用 GDP 占比（%） 11
图 8 2000-2008 年美国寿险保费收入及同比增速 12
图 9 2000-2008 年美国健康险保费收入及同比增速 12
图 10 2001-2008 年美国年金险分渠道收入占比（%） 12
图 11 2021（Q1、Q2）美国三支柱体系资产占比（%） 13
图 12 美国三支柱体系介绍 13
图 13 1950-2020 年美国寿险市场险种结构 14
图 14 2011-2020 美国寿险保费收入占全球份额 14
图 15 2011-2020 美国、发达市场及全球寿险深度（%） 15
图 16 2011-2020 美国、发达市场及全球寿险密度（美元/人） 15
图 17 2020 年美国寿险公司保费收入（亿美元） 15
图 18 2020 年美国寿险公司市占率 top5（%） 15
图 19 西北互助人寿保费收入（百万美元） 17
图 20 西北互助人寿净投资收益（百万美元） 17
图 21 西北互助人寿 2021 年金融资产结构（%） 17
图 22 大都会人寿保费构成情况（%） 18
图 23 大都会人寿全球市场保费占比（%） 18
图 24 大都会人寿金融资产结构变化 19
图 25 2012-2021 年联合健康集团营收及同比增速 20
图 26 2012-2021 年联合健康集团分项目营收占比（%） 20
图 27 日本人均 GDP（美元）及增速 21
图 28 1980-1989 年日本寿险保费收入 22
图 29 1976-1989 年日本各险种保费收入（十亿日元） 22
图 30 日本 60 岁以上人口比重（%） 22

图 31 1985 年与 1989 年日本寿险保单结构比较.....23
图 32 1990-2000 年日本寿险保费收入及增速.....24
图 33 日本 15 岁以上失业率.....24
图 34 日本预期寿命（岁）.....24
图 35 1987 至 2001 年日本 10 年期国债利率与预定利率（%）.....24
图 36 日本寿险保单数量结构（百万件）.....26
图 37 日本保险销售渠道结构（人）.....26
图 38 2001-2020 日本寿险业市场份额.....27
图 39 2001-2020 日本、发达国家及全球寿险深度（%）.....27
图 40 2001-2020 日本、发达国家及全球寿险密度（美元/人）.....27
图 41 2020 财年日本寿险公司保费收入（亿日元）.....28
图 42 2020 财年日本寿险公司市占率 top5（%）.....28
图 43 明治安田寿险保费收入及同比增速.....29
图 44 明治安田总资产及同比增速.....29
图 45 明治安田海外投资比例（%）.....29
图 46 明治安田投资结构占比（%）.....30
图 47 明治安田总投资收益率（%）.....30
图 48 明治安田各类资产投资收益率.....30
图 49 第一生命保费收入及增速.....31
图 50 第一生命投资结构占比.....31
图 51 第一生命各类资产投资收益率.....32
图 52 第一生命总投资收益率.....32
图 53 1980-1999 英国寿险业市场份额.....34
图 54 1980-1999 英国、发达国家及全球保险深度（%）.....34
图 55 1980-1999 英国、发达国家及全球保险密度（美元/人）.....34
图 56 2000-2020 英国寿险业市场份额.....35
图 57 2000-2020 英国、发达国家及全球保险深度（%）.....35
图 58 2000-2020 英国、发达国家及全球保险密度（美元/人）.....35
图 59 2019 年末英国龙头险企总资产（10 亿美元）.....36
图 60 2022 年第一季度末英国龙头险企市值（10 亿英镑）.....36
图 61 2018-2021 英国保诚集团亚洲地区新业务利润及增速.....37
图 62 2018-2020 年英国保诚集团亚洲地区内含价值及增速.....37
图 63 2016-2021 英国保诚集团投资结构（%）.....38

图 64 2016-2021 英国保诚集团净利润及增速.....38
图 65 2016-2021 英国保诚集团 ROE（%）.....38
图 66 法通集团业务构架.....39
图 67 2016-2021 英国法通集团投资结构.....39
图 68 2016-2021 年英国法通集团偿付能力盈余及覆盖率.....40
图 69 2016-2021 英国法通集团 ROE（%）.....40

表目录

表 1 18 世纪-20 世纪初美国保险业发展大事记 7
表 2 美国寿险主要产品形态介绍 8
表 3 美国参加健康险税收激励政策分析 11
表 4 美国管理式医疗模式简介 12
表 5 2020 年美国寿险（不含年金）保费收入前 25 家公司保费收入及市场份额 16
表 6 大都会业务简介 18
表 7 联合健康“保险+医疗”双轮驱动模式简介 20
表 8 日本寿险业 4 次展业体制改革 21
表 9 女性市场细分情况示例 23
表 10 个人保险新契约保险种类构成比 25
表 11 日本商业保险投保渠道 25
表 12 日本各类营销渠道主销产品对比 27
表 13 18 世纪英国寿险业重大事件 32
表 14 19 世纪英国寿险业发展特征 33
表 15 20 世纪英国寿险业重大事件 34
表 16 英国保诚集团的历史事件 36
表 17 英国保诚集团的发展历程 37

1. 美国寿险业发展趋势与龙头企业战略模式

1.1 阶段一（1986 年以前）：大工业时代产品与业务自然增长

工业发展与保险意识提升刺激保险业需求，立法、监管、公司管理制度的完善奠定保险行业发展基础。1）美国保险业可以追溯至 1759 年。同年美国第一个保险实体：长老会部长基金会成立。当时受到社会经济发展水平及居民保险意识缺乏等影响，保险业发展缓慢。2）1837 年后长达 5 年的经济大萧条冲击国家经济，银行企业倒闭及高失业率推升保险需求。3）1875 年后，美国工业高速发展推动经济增长，由此带来的保险需求增长，加上立法、保险公司结构和营销实践的变化，为保险行业扩张奠定了基础。4）**行业快速增长下保险公司管理不善与欺诈频发，保险监管趋严。**1905 年，阿姆斯特朗调查揭示了美国保险行业存在的诸多弊端，包括市场扭曲、夸大回报、保费过高、偿付能力不足、政治胁迫等问题使保险公司被禁止持有普通股、承销证券和支付过高的代理佣金。尽管其中一些限制在该世纪后期有所放松，但直到 80 年代，金融改革才为保险公司重新从事这些金融活动打开了大门；1944 年，美国保险业形成了联邦政府与州政府双重管理的体制。

表 1 18 世纪-20 世纪初美国保险业发展大事记

1759 年	长老会部长基金会（The Presbyterian Ministers’ Fund），美国第一个人寿保险实体成立，为已故部长的遗孀和孤儿提供人寿保险。
1868 年	最高法院对保罗诉维吉尼亚案（Paul v. Virginia）的裁决，将保险业置于各州的监管之下。
1868 年	唐提式保险（Tontine）推出，使寿险公司在 20 世纪末主导美国金融市场。
1871 年	美国全国保险协会（全国保险监督官协会（NAIC）的前身）成立,其成员由各州保险监督官组成,旨在协调各州保险监管。
1905 年	阿姆斯特朗调查揭示行业弊端，保险公司被禁止持有普通股、承销证券和支付过高的代理佣金，保险公司销售额大幅下滑。
1944 年	美国最高法院重新认定保险是一个州际商业,应受联邦政府的管辖,至此,美国形成了保险由联邦政府和州政府双重管理的体制。

资料来源：NAIC《State of the Life Insurance Implications of Industry Trends》，小泰观保微信公众号，海通证券研究所

产品形态特征：产品创新层出不穷，从早期定期寿险和年金险扩展到面向大众的简易人身险，逐渐演变出满足多层次需求的终身寿险、变额年金、万能寿险、变额万能寿险。1）1759 年，**最基础的定期寿险与年金险**用以满足商人、官员、贵族等特权阶层需要，产品形态单一，居民缺乏保险的意愿和能力。2）1875 年，美国工业高速发展与英国保险公司进入美国市场挖掘劳动人民保险需求，**简易人身险**快速发展。3）通货膨胀与人口老龄化催生居民资产增值需求，1952 年变额年金险推出。4）1976 年**变额寿险**逐步发展。通过对冲当时的高通胀，保护投保人的利益。保险费由保险公司固定，存入单独账户。一般来说，具有变额回报的产品会作为单独账户管理，以限制保险公司的投资风险敞口。5）1979 年，为应对石油危机的高通胀问题，美国通货紧缩政策致使经济衰退，居民收入不确定性提高，**万能寿险**应运而生。该新型产品既包括传统的收入保护成分也包括基于市场收益率的长期投资成分，因其灵活性得以流行。20 世纪 80 年代中期，变额万能寿险出现，结合传统万能寿险灵活性和变额寿险投资可选择性。

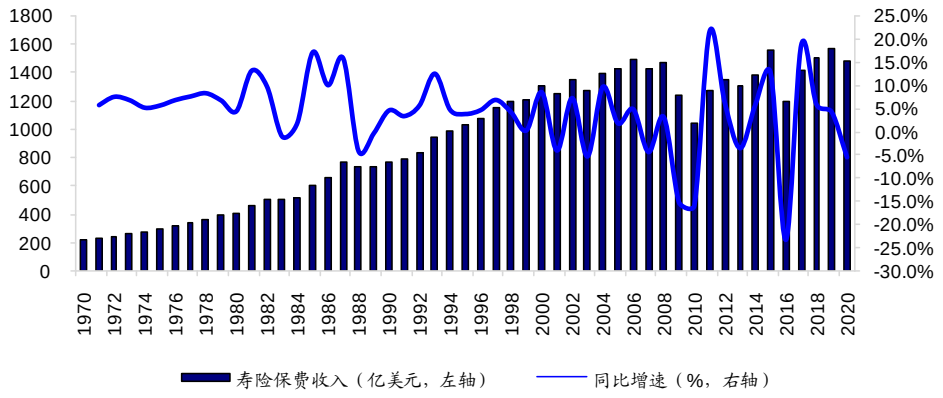
表 2 美国寿险主要产品形态介绍

寿险	定期寿险	以死亡为给付保险金条件且保险期限为固定期限的人寿保险
	终身寿险	以死亡为给付保险金条件且保险期限为终身期限的分红型人寿保险
	万能险	既包括传统的收入保护成分也包括基于市场收益率的长期投资成分，参保人可以灵活调整身故赔偿条款和保费条款。
	指数万能险	挂钩美国标普 500、中国香港恒生指数、欧洲斯托克指数等，投资收益和指数走势挂钩，现金价值保本，回报率有保底(floor)和封顶(cap)，收益水平通常好于仅投资债券市场类的万能险保险品种。
	变额万能险	变额万能寿险作为一种将传统万能寿险的灵活性与变额寿险提供的投资选择相结合的手段
年金	固定年金	固定年金是保险公司在特定的时间内，向购买者支付保证固定利率的年金保险合同。
	浮动年金	主要通过投资共同基金或投资组合来实现收益，随股市而波动。和投资股市一样，投资人需承担投资风险，不但本金没有保障，而且费用也较高，。
	指数年金	固定年金与浮动年金结合版：收益挂钩股票指数：指数年金的收益挂钩指数，保单的价值会随着股指的涨幅来计算收益，波幅稳定；

资料来源：NAIC《State of the Life Insurance Implications of Industry Trends》、太保个险微信公众号、凤凰美洲微信公众号、海通证券研究所

渠道结构：20 世纪中叶团体与政府为主要营销渠道，寿险公司为企业和政府销售定期寿险和终身寿险。1）1945 年二战结束后，美国寿险行业保持稳定增长。美国经济快速增长和战后婴儿潮造成的人口结构转变，带来寿险产品的总体需求的增长。2）雇主提供的团体人寿保险和政府资助的保险的出现及大萧条时期银行业的表现使消费者在定期寿险产品之外，开始关注长期投资型产品，终身寿险迎来快速发展。3）随着产品范围的扩大，保险行业开始对代理人和核保人员进行培训。同时为了应对战后的房地产繁荣，寿险公司也将资产从战时债券转移回房地产和抵押贷款。

图1 1970-2020 年美国寿险保费收入及同比

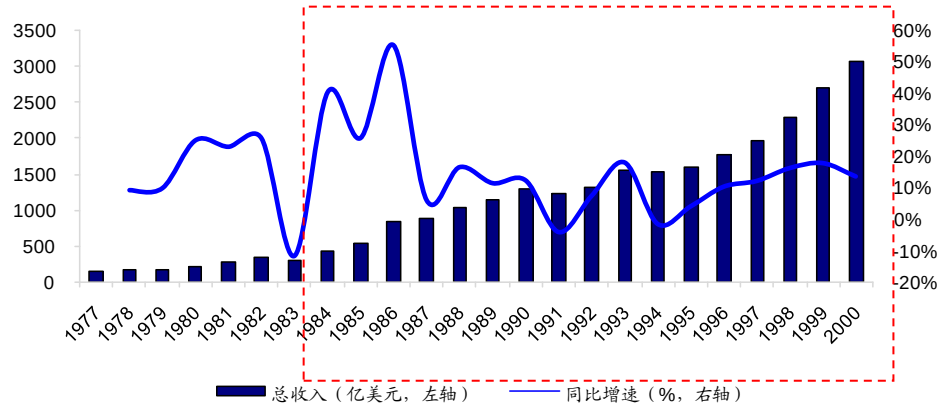


资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 阶段二（1986 年-2000 年）：寿险业深度整合，年金险重塑格局

产品形态特征：1986 年税改法案出台后，变额年金迅速发展。1）20 世纪 70 年代末，受到利率与股市上涨的影响，固定延期年金收入来源逐渐减少，变额年金销售增加，投资者更有能力对冲通胀上涨。2）1986 年税收改革法案降低了符合条件的退休计划的税收优惠后，年金的需求显著增加。1990 年，年金保费总体上已经超过了寿险保费，变额年金贡献了绝大部分的增长，保费收入 1291 亿美元，同比增速 12.23%。截止 2000 年年金险保费收入达到 3067 亿美元，同比增速 13.50%。

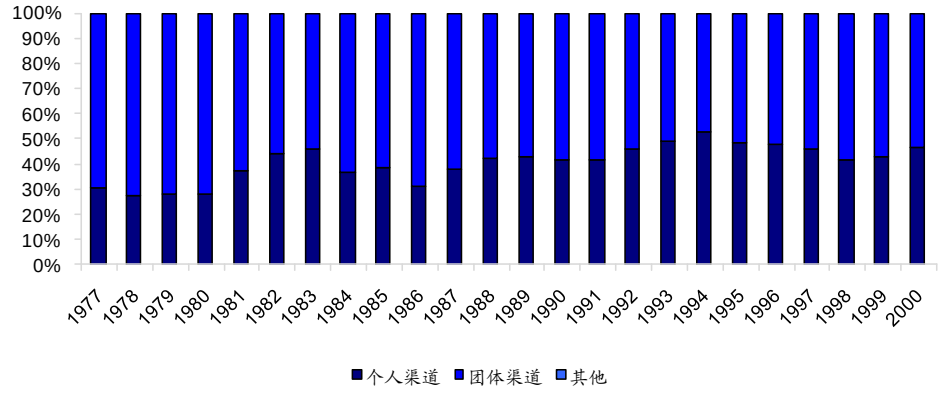
图2 1977-2000 年美国年金险保费收入及同比增速



资料来源：ACLI 援引 NAIC，海通证券研究所

渠道结构：年金险中团体渠道为主流，个险渠道占比提升，银保渠道出现。1）团体渠道于 1986 年实现保费收入 575.95 亿美元，占比 69%；到 2000 年占比有所下降为 53%，仍占主导。2）个险渠道快速增长，从 1986 年占比 30%提升至 2000 年 47%，实现个险渠道年金险保费收入复合增长率 12.92%。3）1999 年通过《金融服务现代化法案》后，银行和保险公司自由进行整合。跨行业合并使得保险公司和银行可以共享相同的客户群、营销和分销渠道。

图3 1977-2000 年美国年金险分渠道收入占比（%）

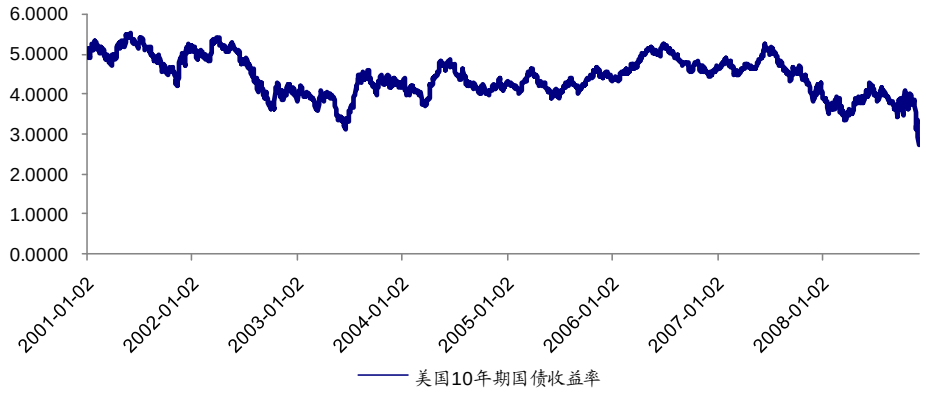


资料来源：ACLI 援引 NAIC，海通证券研究所

1.3 阶段三（2001-2008 年）：寿险市场饱和，“保险+健康管理”崛起

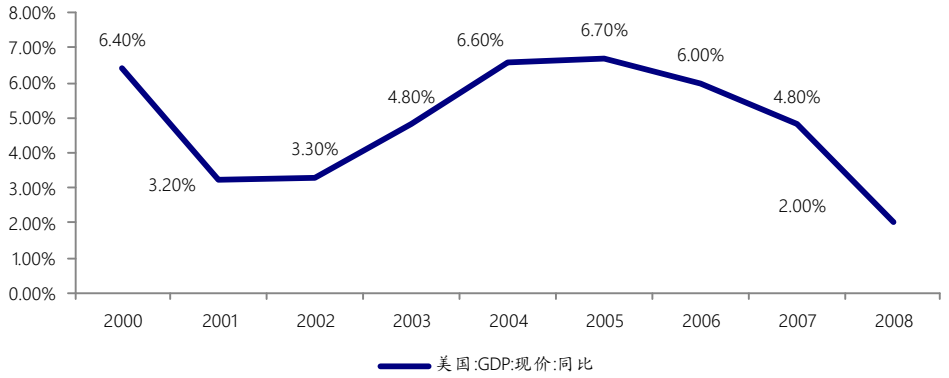
长端利率下行+资本市场波动+混业监管与 NAIC 成立后寿险业监管趋严+寿险及个人金融财务服务市场饱和，寿险保费增速降低。1）自 2001 年起，美国 10 年期国债收益率有所下降，自 2001 年 1 月 2 日的 4.92%下降到 2008 年 12 月 01 日的 2.72%。美国寿险投资资产中固收类资产仍占较大比重，我们预计因受长端利率下行影响，美国寿险业资产端投资收益有所下降。2）2000 年股市暴跌+2001 年 9 月 11 日世贸中心恐袭事件，美国宏观经济波动，美国 GDP 增速放缓，美国寿险公司快速增长戛然而止。3）1999 年 11 月，美国《金融服务现代化法案》颁布，保险业开始混业监管，消费者保护要求提升，美国保险监督官（NAIC）成立，为防范金融集团内部子公司风险传播，监管趋严，寿险公司各州设立的子公司转为分公司或合并，寿险公司数量从 1999 年 1347 家减少为 2008 年的 976 家。

图4 美国 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

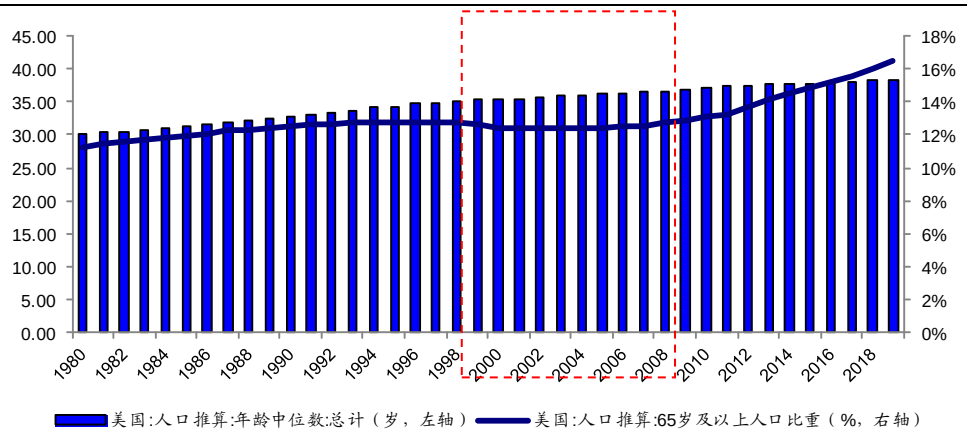
图5 美国 GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

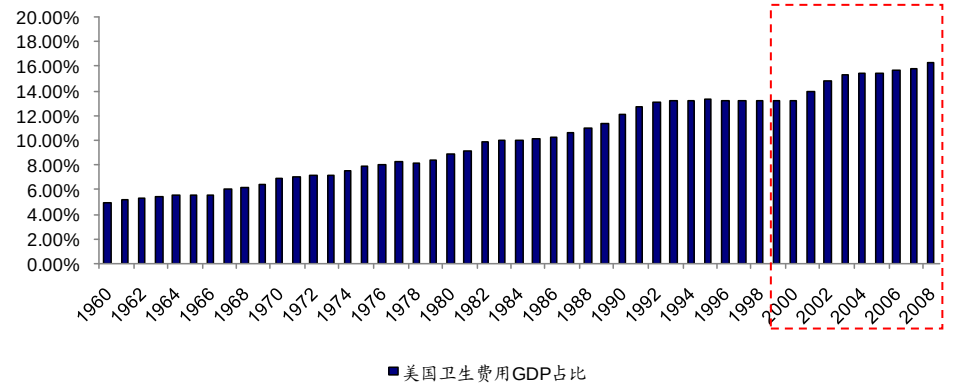
老龄化加剧+医疗费用支出快速增长，传统费用报销型健康险转型管理式医疗有效控制医疗费用上涨，专业健康险公司独领风骚，引领健康险保费收入超过寿险保费。1）21 世纪后，美国人口老龄化加剧，2001 年美国人口年龄中位数为 35.53 岁，65 岁及以上人口占 12.39%。人口老龄化促使美国养老和健康医疗需求增加，健康险需求旺盛。2）二战以来，美国人口卫生费用支出随经济发展与人口增长不断提高，从 1960 年占 GDP 比重 5.00%提高到 2001 年 14.00%。3）美国健康险的经营模式在 20 世纪 90 年代完成了由传统的费用报销型到管理式医疗的转型，传统的费用报销型健康保险产品市场占有率已不足 2%。管理式医疗重塑了医院的盈利模式，医院从过去的通过扩大医疗费用提升收入，转为降低医疗费用提升收入，有效控制了医疗费用上涨。4）健康险业务与寿险、年金险逐渐分离，专业健康险公司成立。如 2000 年安泰出售寿险及金融服务业务，从综合性保险金融集团转型为专业健康险公司。美国“双蓝”组织的许多成员也由原来的非营利性组织转变为专业健康保险公司。5）**经办政府医疗保障项目与税收优惠**为商业健康险市场发展提供有力空间与支持。美国政府将大量政府医疗保障项目交由健康险公司经办如 Medicare、MHS、TRICARE 计划及 FEHBP。安泰 2008 年保费收入中约有 15%来自 Medicare 保障服务。

图6 美国人口年龄中位数与 65 岁及以上人口比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 美国卫生费用 GDP 占比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

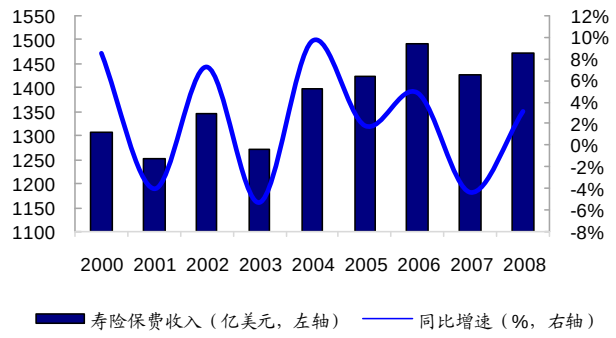
表 3 美国参加健康险税收激励政策分析

	对个人的税收激励	对公司的税收激励
个人购买商业健康险	所购买商业健康险保险产品的免赔额和 2700 美元（家庭 5400 美元）两者取较大值的金额可以税前列支	雇主为员工购买保险的费用可以税前列支，且没有上限。
自由职业者	2007 年之后，购买健康保险支出 100%免税	

资料来源：孙东雅《美国健康保险的发展启示》，海通证券研究所

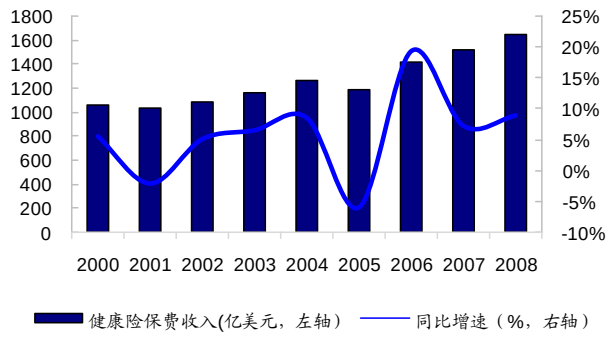
产品形态特征：寿险保费收入增速放缓，管理式医疗取代费用报销型，推动健康险快速发展。1）2001 年至 2008 年美国寿险保费收入从 1253.14 亿美元增长至 1471.82 亿美元，复合增长率 2.32%，其中 2001 年、2003 年、2007 年负增长，分别为-4.06%、-5.34%、-4.40%。2）2001 年至 2008 年美国健康险保费收入从 1034.13 亿美元增长至 1650.34 亿美元，复合增长率 6.91%，其中 2006 年 19.39%的增速最快。3）2007 年美国寿险保费收入 1426.61 亿美元，健康险保费收入 1514.62 亿美元，健康险保费收入超过寿险保费收入。20 世纪 90 年代起，管理式医疗模式逐步成为美国健康险市场核心内容。目前主要有五种管理式医疗模式：HMO、PPO、POS、EPO 及 HDHP。

图8 2000-2008 年美国寿险保费收入及同比增速



资料来源：ACLI 援引 NAIC，海通证券研究所

图9 2000-2008 年美国健康险保费收入及同比增速



资料来源：ACLI 援引 NACI，海通证券研究所

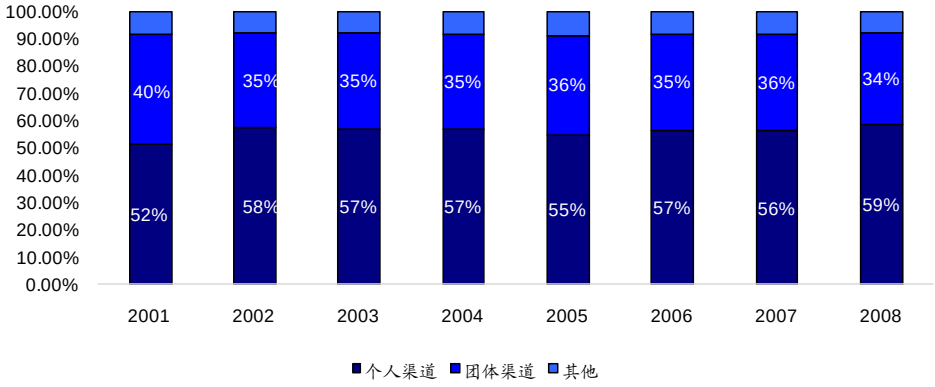
表 4 美国管理式医疗模式简介

模式	特点
HMO	门类繁多，有雇员型 HMO、诊所型 HMO、IPA 型 HMO、网络型 HMO 等。在限定的供给网络内提供服务，支付费用低，网络外费用高或自付所有费用。雇员型 HMO 由 HMO 雇佣通科医生，而与专科医生、医院和其他住院机构签订合同向投保者提供医疗服务，通科医生按工资付酬；诊所型 HMO 是与大型多专科诊所签订合同为其成员提供卫生服务的 HMO 形式，按人头或打折的项目付费给诊所。网络型 HMO 是与多个服务提供商签订合同，提供全方位医疗服务的 HMO。IPA 是自原产于协会的医师或诊所实行签订合同与保健功能的组织。
PPO	在补偿型健康保险基础上发展起来的新型管理保健型健康保险。服务网络广泛，按项目付费及对行医与就医行为的不加干预，保险费较低。
POS	HMO 与 PPO 的混合形式。向投保者提供两种保险覆盖：网络内服务覆盖范围广，自付比例低；网络外服务覆盖范围窄，自付比例高。POS 为每位投保者指定 1 名通科医生，所有供方网络内的服务利用都需要该医生核准，为投保者提供了更大的选择余地。。
EPO	要求会员必须在保险公司指定医疗服务网内就医，网外只能报销急救费用。可在网络内合作的医疗机构自由选择，无年度免赔额，无自付，但年度自付上限相比 HMO 更高。
HDHP	HDHP 保费较低，免赔额较高；通过创建 HSA（健康储蓄账户）支付医疗费用，并可用于免税投资 。

资料来源：陈文《美国管理保健的经验与启示》，美道生活邦微信公众号，海通证券研究所

渠道结构：银保渠道销售进一步扩大，互联网渠道起步发展。1）《金融服务现代化法案》通过后，银行和保险自由整合后，跨行业合并加速交叉销售即新的分销渠道：银行保险的发展。该渠道存在协同效应，保险公司和银行可以共享相同的客户群，且根据控股公司的特定所有权结构及战略，可以贡献营销和分销渠道。2）同时保险公司开始依靠独立的经纪公司分销产品，尤其是变额年金。在此期间，通过互联网的直接销售也开始起步，但这一领域的扩张速度较为缓慢。

图10 2001-2008 年美国年金险分渠道收入占比（%）



资料来源：ACLI 援引 NAIC，海通证券研究所

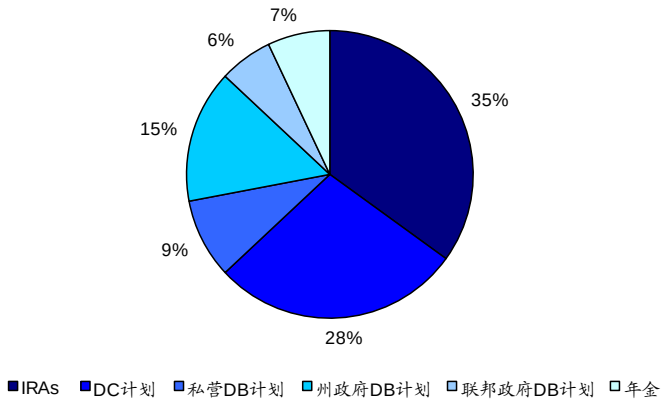
1.4 阶段四（2009 年-至今）：医疗与养老为新增长点，健康险发展迅速

美国形成了三层次的社会保障体系，商业医疗养老保险需求旺盛。美国现行养老保

险体系由三大支柱构成：1）第一支柱是由政府机构主导、强制实施的联邦退休金制度；2）第二支柱由企业主导、雇主和雇员共同出资的企业补充养老保险制度，即企业年金计划； 3）第三支柱由个人负责、自愿参加的个人储蓄养老保险制度，即个人退休金计划。

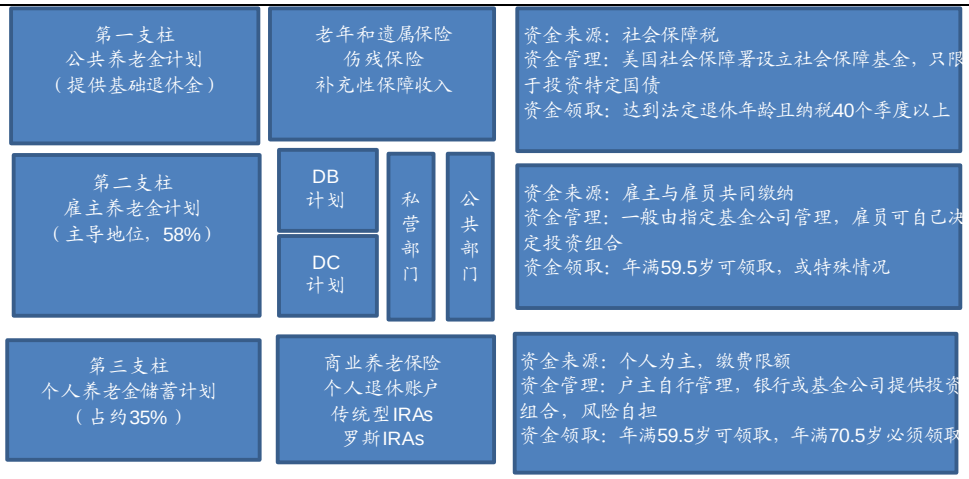
美国养老市场三支柱养老体系完善。美国第一支柱为强制性社会保障计划，第二支柱为雇主养老金计划，包括确定收益型 DB 计划和确定缴费型 DC 计划，**第三支柱**为个人养老金账户，包括个人退休账户 IRA 和商业养老保险。美国第一支柱社会保障计划，广义上包括：老年和遗属保险(OASI)、 伤残保险(DI)和补充性保障收入(SSI)。美国的第二支柱养老金主要指雇主发起的自愿性养老金计划，用以补充基本的社会保障收入。美国的雇主养老金计划总体上可以分为两大类：DB 计划（固定收益型）和 DC 计划（固定缴费型）两种模式。**美国第三支柱养老金制度**是个人储蓄和投资计划（IRAs），个人退休金计划已成长为美国养老金体系的最大支柱。美国第二和第三支柱养老金资产占据主导地位。截止 2020 年底，第二和第三支柱养老金资产占比达 93%，第二支柱 DB 和 DC 计划总资产达 20.1 万亿美元，占比 58%，第三支柱 IRAs 总资产达 12.2 万亿美元，占比 35%。

图11 2021（Q1、Q2）美国三支柱体系资产占比（%）



资料来源：普益标准微信公众号援引 ICI，海通证券研究所

图12 美国三支柱体系介绍

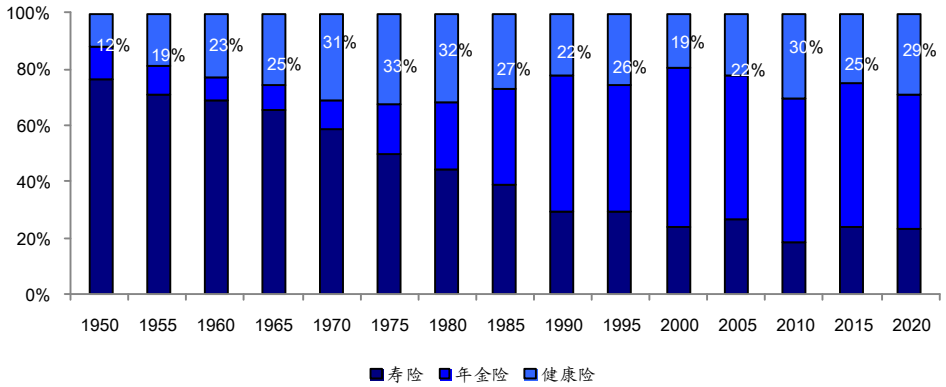


资料来源：养老金融 50 人论坛搜狐号，保险观察百度号，鄂少卿《美国养老保险三支柱体系分析及启示》，海通证券研究所

产品形态特征：医疗与养老加速健康险发展赛道。1）2007 年美国寿险公司的健康险保费收入首次超过寿险保费收入。2）美国国家卫生支出不断上涨，由 1960 年占经济总量的 5%提升至 2017 年占经济总量的 18%，医疗保险需求随之提升；管理式医疗发展：20 世纪 70 年代以前，美国联邦政府很少干预卫生服务体系的发展。随着 1973 年健康维护组织（HMO）法案出台，采用预付费用方式的 HMO 使医疗机构共担费用风

险，医保费用降低 10%-40%。3）人口老龄化、预期寿命延长加强了客户对管理长寿风险的产品需求。

图13 1950-2020 年美国寿险市场险种结构

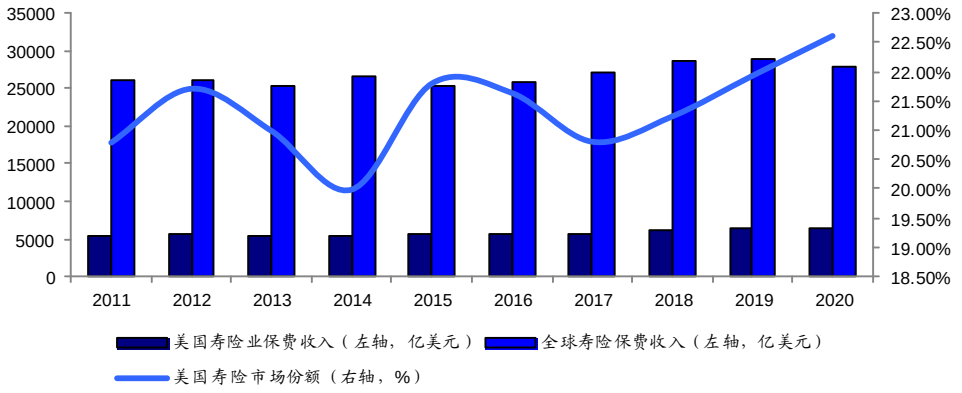


资料来源：ACLI 援引 NAIC，海通证券研究所

渠道结构：以年金险市场为例，个险渠道成主流，团体渠道占比较大，其他渠道尚待发展。1）2001 年以后，个险渠道成为美国寿险业主流营销渠道。2001 年个险渠道实现寿险保费收入占总寿险保费收入 52%，实现寿险收入 1416.56 亿美元。自此，个险渠道占比逐渐提升，至 2014 年达到顶峰 65%，实现收入 2474.26 亿美元；2020 年占比 46%，实现收入 1501 亿美元。2）团体渠道成为第二大营销渠道，2020 年占比 47%，实现收入 1512.55 亿美元。3）其他渠道自 2001 年出险后占比维持在 10%以下，尚待发展。

美国寿险业保费收入占全球份额较高，且持续提升。1）2011 年至 2020 年美国寿险业保费收入占全球份额 20%以上，2020 年达到 22.62%。2）2011 年至 2017 年，美国寿险保费占全球份额波动变化，2017 年以后持续提升。

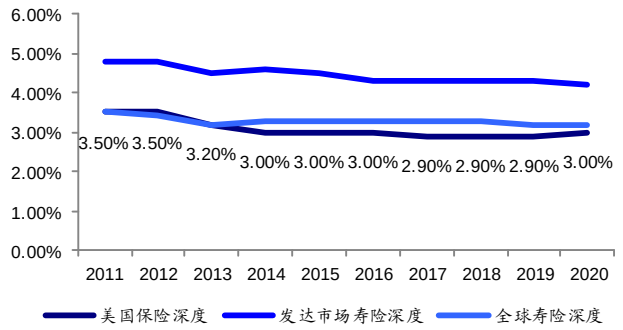
图14 2011-2020 美国寿险保费收入占全球份额



资料来源：Sigma，海通证券研究所

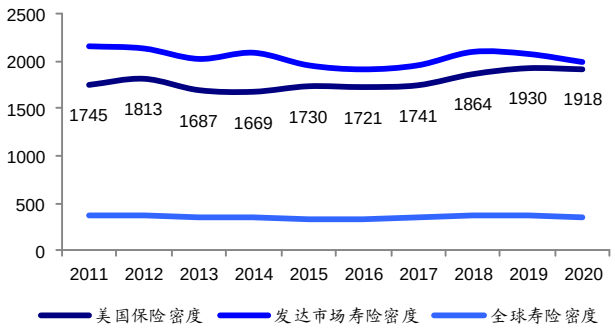
美国寿险业深度和密度领先全球市场但在发达市场平均水平以下。1）2011 年至 2020 年美国寿险深度保持在 3.5%以下，且逐年下降。自 2011 年的 3.50%下降至 2020 年 3.00%，与全球情况趋同。2）2011 年至 2020 年美国寿险密度基本保持在 1700 美元以上，且呈上升趋势。自 2011 年 1745 美元/人 提升至 1918 美元/人。

图15 2011-2020 美国、发达市场及全球寿险深度（%）



资料来源：Sigma，海通证券研究所

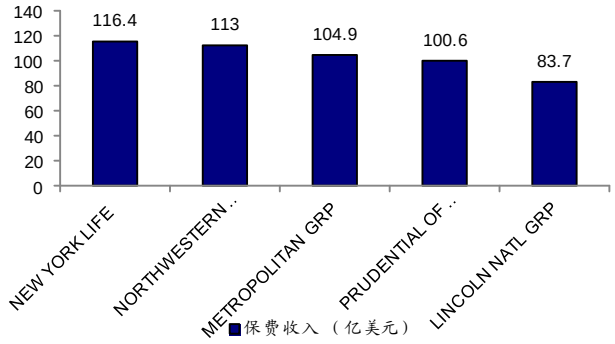
图16 2011-2020 美国、发达市场及全球寿险密度（美元/人）



资料来源：Sigma，海通证券研究所

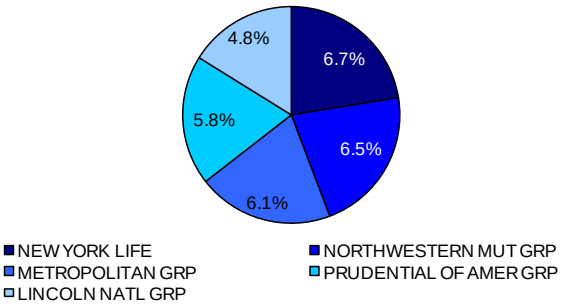
美国寿险业竞争格局：TOP 市场份额占 30%。1）虽然美国寿险企业的数量很多，但是具体来看市场份额，美国市场份额非常集中，企业相对具有较高的竞争力。2）前五大寿险公司分别为纽约人寿、西北人寿、大都会人寿、保德信、林肯国民金融，市场份额分别为 6.7%、6.5%、6.1%、5.8%、4.8%。

图17 2020 年美国寿险公司保费收入（亿美元）



资料来源：慧保天下，NAIC，海通证券研究所

图18 2020 年美国寿险公司市占率 top5（%）



资料来源：慧保天下，NAIC，海通证券研究所

表 5 2020 年美国寿险（不含年金）保费收入前 25 家公司保费收入及市场份额

排序	公司简称	保费收入（亿美元）	市场份额（%）	累计份额（%）
1	NEW YORK LIFE GRP	116.4	6.7%	6.7%
2	NORTHWESTERN MUT GRP	113.0	6.5%	13.3%
3	METROPOLITAN GRP	104.9	6.1%	19.3%
4	PRUDENTIAL OF AMER GRP	100.6	5.8%	25.2%
5	LINCOLN NATL GRP	83.7	4.8%	30.0%
6	MASS MUT LIFE INS GRP	79.2	4.6%	34.6%
7	STATE FARM GRP	49.7	2.9%	37.5%
8	AEGON US HOLDING GRP	48.6	2.8%	40.3%
9	JOHN HANCOCK GRP	47.3	2.7%	43.0%
10	MINNESOTA MUTGRP	46.9	2.7%	45.7%
11	GUARDIAN LIFE GRP	42.8	2.5%	48.2%
12	PACIFIC LIFE GRP	39.9	2.3%	50.5%
13	AMERICAN INTL GRP	35.8	2.1%	52.6%
14	NATIONWIDE CORP GRP	32.0	1.9%	54.4%
15	EQUITABLE HOLDING INC GRP	29.1	1.7%	56.1%
16	SAMMONS ENTERPRISES GRP	26.8	1.6%	57.7%
17	MUTUAL OF OMAHA GRP	26.7	1.5%	59.2%
18	GLOBE LIFE INC GRP	26.3	1.5%	60.7%
19	PRIMERICA GRP	25.8	1.5%	62.2%
20	VOYA FINANCIAL GRP	24.8	1.4%	63.7%
21	DAI-ICHI LIFE HOLDINGS INC GRP	24.8	1.4%	65.1%
22	UNUM GRP	23.9	1.4%	66.5%
23	PRINCIPAL FIN GRP	23.1	1.3%	67.8%
24	BRIGHTHOUSE HOLDINGS GRP	22.8	1.3%	69.1%
25	PENN MUT GRP	22.2	1.3%	70.4%

资料来源：慧保天下，NAIC，海通证券研究所

1.5 西北互助人寿：聚焦传统保障业务的专业寿险公司

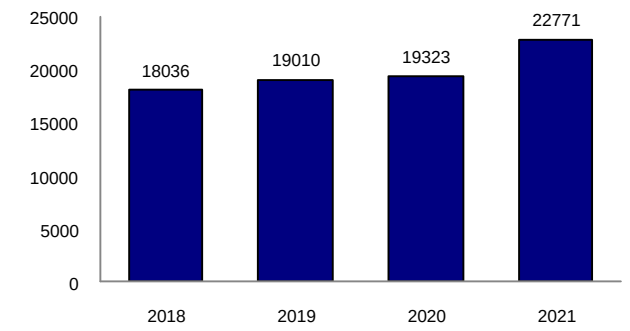
公司发展特征：个人寿险业务市占率长期排名第一。西北互助人寿保险公司（Northwestern Mutual Life Insurance）成立于 1857 年，持续多年被多个榜单评为美国最好的寿险企业。根据 ACLI 2021 Life Insurances Fact Book，西北互助人寿 2020 年个人寿险业务的市占率长期排名第一。在 U.S.News（2022 年）评选中终身寿险和万能险业务排名第一，定期寿险业务排名第三、综合评选为最佳寿险企业。

公司战略模式与业务板块：聚焦传统保障业务，持续赋能代理人队伍。1）西北互助人寿旗下拥有 5 家子公司，分别聚焦在人寿保险、长期护理保险、投资咨询、财务规划和信托服务等领域。2）据 NAIC 统计，西北人寿在美国寿险市场的占有率达 6.5%。西北互助人寿长期致力于打造独家代理模式，聚焦代理人建设，主要通过专属代理人销售产品。3）西北人寿没有上市，并且坚持每年向保单持有人分红，2021 年宣告分红总额 65 亿美金。4）以客户为中心始终是西北互助人寿奉行的准则，也是其特有的发展路径。

- **负债端：注重保障业务，聚焦高质量自营代理人模式**

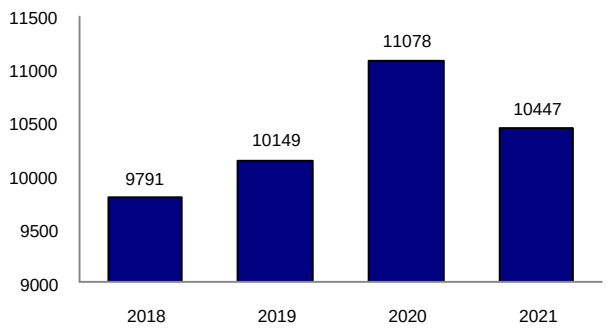
专注传统保障型寿险业务。1）主要经营分红型终身寿险、定期寿险、个人年金、失能保险、变额寿险和变额年金；同时大力发展第三方财务管理业务，为客户提供保险+投资综合性的财务解决方案。2）2021 年，西北互助人寿年化新单保费达到 16 亿美元，较 2020 年增长超过 50%。疫情冲击下，保费仍然保持稳定持续增长。3）业务质量高，保单持续率为 97%，保费稳定增长与保单持续率降低西北互助人寿保单成本，有利于在投资端选择回报更高的长期投资。

图19 西北互助人寿保费收入（百万美元）



资料来源：西北互助人寿公司官网，海通证券研究所

图20 西北互助人寿净投资收益（百万美元）



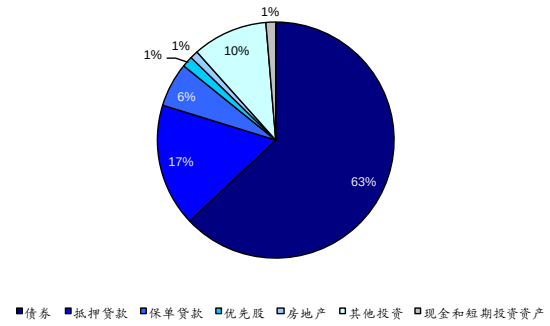
资料来源：西北互助人寿公司官网，海通证券研究所

西北互助人寿聚焦于自有代理人渠道，注重代理人长期服务。公司通过用不断完善的培训体系赋能代理人，使其代理人纷纷成为了商业保险、税收和财产规划方面的专家。西北人寿还通过系统培训、提升津贴、KPI 考核等方式提高代理人队伍质量。、

➢ **资产端：固收类金融资产为主**

固收类债券为主要金融资产。2021 西北互助人寿金融资产总计 2844.98 亿美元，其中债券 1791.21 美元，抵押贷款 478.44 亿美元。保单贷款与其他资产占比相对较高，分别为 172.08 亿美元和 291.84 亿美元。

图21 西北互助人寿 2021 年金融资产结构（%）



资料来源：2021 年西北互助人寿公司年报，海通证券研究所

风险提示：寿险保费收入下降，代理人队伍收缩。

1.6 大都会人寿：多元化业务的大规模寿险公司

公司发展特征：大都会人寿世界领先的金融服务公司之一，其业务涵盖保险、年金、员工保障和资产管理，公司在美国、日本、拉丁美洲等多个地区拥有领先的市场份额。同时也是美国最大的机构投资者之一，其一般账户投资组合主要投资于固定收益证券（公司、结构性产品、市政债券、政府和机构）和抵押贷款，以及房地产、房地产合资企业、其他有限合伙企业和股权证券。

公司战略模式与业务板块：多元化开展业务，大力发展直销渠道。1）大都会的具体业务分为三个部分：团体福利，退休和收入解决方案（RIS）以及财产和意外事故保险。剥离个人寿险业务后，团体保障业务（主要包括团体寿险、团体年金、团体意外及健康险等）成为大都会人寿的战略重心，公司的客户经理可以直接向公司或集团客户销售，也可以通过中间人销售。2）通过成立合营公司以及赞助政府等非盈利机构不断拓展其团体保障业务的规模和服务对象。资源与渠道的集中发力下，大都会团体业务迅速

扩张，市场份额行业居前。

表 6 大都会业务简介

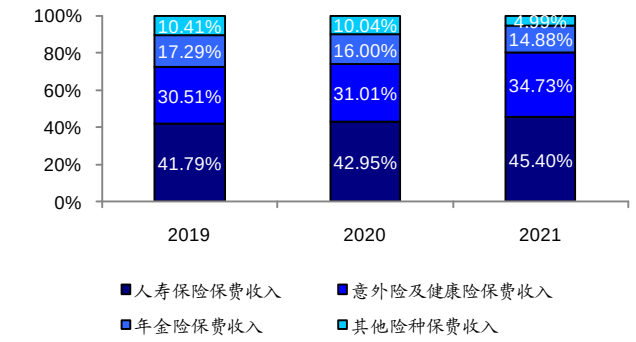
主要业务	收入占比	内容
美国市场部门	>50%	为员工群体提供寿险（定期，万能和变额）、残疾险、牙险、健康和意外险。其退休和收入解决方案包括机构收入年金、养老金风险转移、侵权结算、资本市场投资产品以及机构客户的稳定价值投资选择。它还向个人和企业提供财险及意外险（汽车和房主）。
亚洲市场	>25%	为亚洲约 10 个国家的个人和企业提供寿险、健康和意外险、养老保险和储蓄产品。
大都会人寿控股	>15%	包括不在美国积极推广的业务，包括变额人寿、万能险和定期人寿保险、终身寿险、变额年金、固定年金和指数年金以及长期护理保险。
拉丁美洲市场	>4%	为企业和个人提供各种寿险、意外及健康险、养老保险和储蓄以及信用保险。

资料来源：大都会 2021 年公司年报，海通证券研究所

➢ **负债端：寿险与健康险业务为主，以美国为主要业务的全球市场拓展**

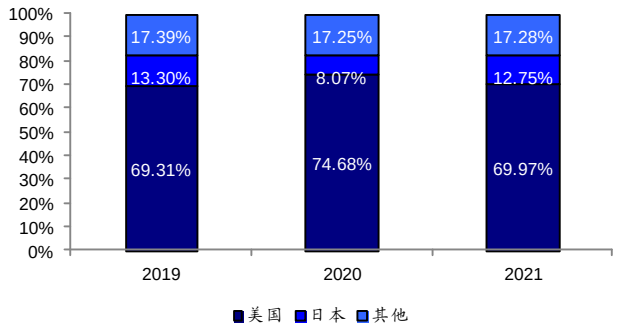
人寿保险、意外险和健康险保费收入占 40%以上和 30%以上，美国市场份额占主导约 70%。1）2021 年大都会人寿各险种保费占比为人寿保险 45.40%、意外险及健康险 34.73%、年金险 14.88%、其他险种 4.99%。2）2021 年大都会人寿各地收入占比分别为美国 69.97%、日本 12.75%、其他国家 17.28%。

图22 大都会人寿保费构成情况（%）



资料来源：大都会人寿公司历年年报，海通证券研究所

图23 大都会人寿全球市场保费占比（%）

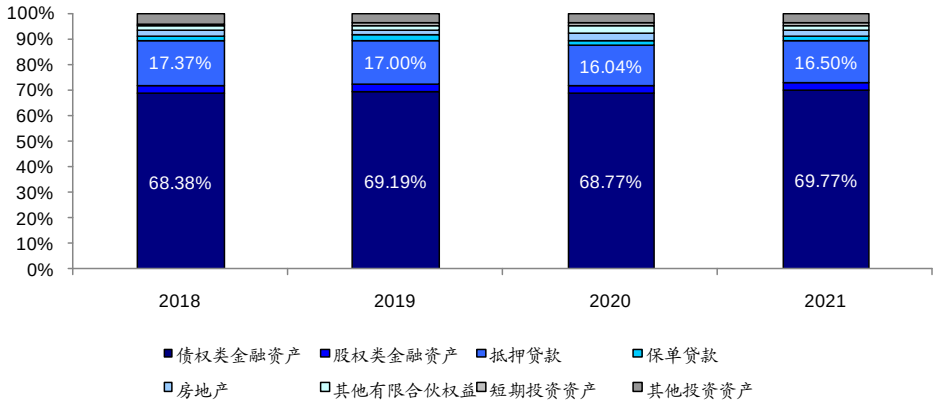


资料来源：大都会人寿公司历年年报，海通证券研究所

➢ **资产端 ：稳健型投资策略，固收类金融资产仍占主导**

债券类金融资产和抵押贷款占比较高，分别占据约 69%和 16%，权益类资产、房地产等投资资产占比较小。1）债券类金融资产自 2018 年 68.38%至 2021 年 68.79%，始终为主要投资资产。2)抵押贷款自 2018 年 17.37%至 2021 年 16.04%，为第二大投资资产，但占比逐渐缩小。3）股权类、房地产类投资资产占比较小，2021 年占比 2.83%和 2.35%。

图24 大都会人寿金融资产结构变化



资料来源：大都会人寿公司历年年报，海通证券研究所

风险提示：全球业务拓展受阻，投资收益下行。

1.7 联合健康集团：差异化竞争的健康险龙头

公司发展特征：联合健康集团公司致力提高健保体系的质量及效率。公司通过两个板块：UnitedHealthcare 和 Optum，在全美各州和国际间为个人消费者、雇主、政府、商业付款人和中介人等提供全面的健康保护服务。

公司战略模式与业务板块：保险+健康服务，健康险独占鳌头。1）目前联合健康形成了健康保险业务 UnitedHealthcare 和健康服务业务 Optum 两大业务板块。“保险+健康服务”的双轮模式打通了各种类型的健康险客户、医疗机构、药企、技术公司、政府等部门：UnitedHealthcare 板块负责“获客”，Optum 板块负责整合各类资源，提供健康服务，包括健康管理、药品、数据支持，由此形成规模效应。2）基于健康险的领先优势和现有的综合医疗护理网络，联合健康集团意外及健康险业务的发展十分迅速，其中团体意外及健康险的增长尤为稳健，2014 年至 2015 年间联合健康集团总收入复合增速达 10.8%，领先于其他同业，稳坐行业龙头地位。

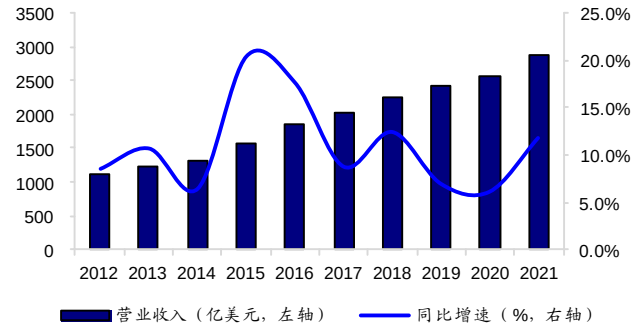
表 7 联合健康“保险+医疗”双轮驱动模式简介

保险业务板块 UnitedHealthcare	为个人、企业以及参与美国医保各项计划的会员提供全方位的健康保险计划，截至 2021 年底，UnitedHealthcare 的服务网络中包括 150 万名医生和其他医疗保健专业人员，以及 7000 多家医院和其他医疗机构。	UnitedHealthcare Employer & Individual	为美国全国范围内不同规模的企业雇主、公共部门雇主和个人消费者提供全面的健康保障计划和服务。
		UnitedHealthcare Medicare & Retirement	为 50 岁及以上的个人客户提供健康和保障服务，满足他们对预防性及急性医疗保障的需求。
		UnitedHealthcare Community & State	致力于为各州的保障计划服务，以照顾经济上处于不利地位、可获得的医疗服务不足的个人，以及没有企业提供的医疗保障的人。
		UnitedHealthcare Global	为国际市场的客户提供健康保险计划、护理交付服务、福利计划以及风险解决方案，同时也为当地的企业、政府等机构提供服务。
健康服务板块 Optum	联合健康旗下的健康服务业务板块，旨在实现医疗卫生系统现代化并改善整体人口健康状况。截止 2021 年，Optum 服务了 1.27 亿个人用户、美国 90%的医院、90%的财富 100 强企业、80%的健康保险公司、90 家生命科学公司以及美国 24 个州和特区政府。	OptumHealth	提供健康和保健服务，通过搭建医疗保健平台满足 1 亿消费者的身体、情感和健康相关的财务需求，帮助患者解决复杂病症、慢性病，管理其健康行为，提供客户所在地的初级、专科、外科和紧急护理，并通过先进的按需数字医疗技术（例如远程医疗和远程患者监控、创新的医疗保健金融服务等）为消费者提供服务
		OptumInsight	联合健康的信息系统与技术板块，它汇集了先进的分析技术和医疗保健专业知识，提供集成服务和解决方案，可以对来自内外部的健康险相关数据管理和分析，提供临床表现和质量改进、医疗机构收入管理、成本控制、合规等方便的技术解决方案。
		OptumRx	负责联合健康的药品福利管理业务（PBM），建立了一个涵盖 67000 多家零售药店、多个送货上门、专科和社区健康药店的网络。

资料来源：联合健康 2021 年年报，海通证券研究所

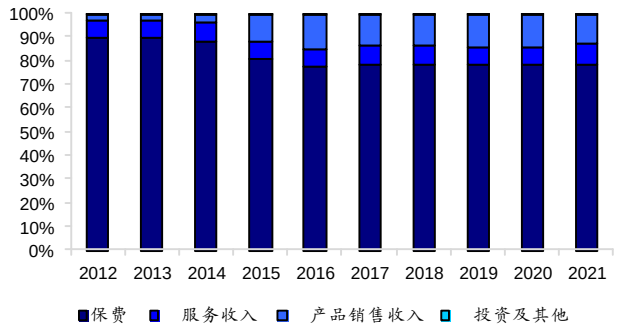
联合健康集团深耕已有业务，强化一体化生态。1）联合健康通过多年的内部发展和对外收购，打造了健康险计划、医疗/药品服务、医疗科技三块拼图，形成了一个相互促进的闭环。联合健康的增长一方面通过深耕已有业务，另一方面通过与自身已有业务关联最紧密的药房、医疗数据等方向切入，扩大公司生态。2）重视科技、数据的作用，调整自己在产业链中的定位。在四十多年的发展过程中，联合健康经历了从医疗服务支付到医疗网络搭建方的角色升级，还在持续向医疗科技提供商的方向迈进。近年来，联合健康管理的医疗保健支出规模持续增长，健康险作为核心业务保持稳步增长，但其所占营收比重呈下降趋势。

图25 2012-2021 年联合健康集团营收及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 2012-2021 年联合健康集团分项目营收占比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

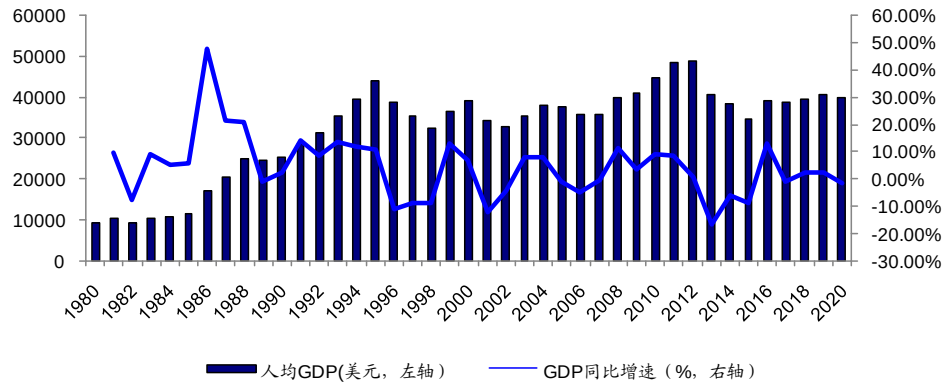
风险提示：健康生态圈建设放缓，营收下滑。

2. 日本寿险业发展趋势与龙头企业战略模式

2.1 阶段一（1990 年以前）：经济恢复利率中高，寿险业崛起

经济恢复与政策扶持推动寿险业崛起。1）经济增长+人口红利，战后日本经济恢复，刺激寿险需求增加。二战后日本政府制定“和平宪法”、实施三大民主改革，叠加美国大量投资，1955 年日本人均国民生产总值已恢复至战前水平。此后，日本人均国内生产总值从 1980 年的 9382.2 美元年增长至 1990 年的 25162 美元。得益于经济恢复、国民收入水平提高及行业整顿，日本寿险需求迅速增长，1970-1989 年总保费收入年平均增长率为 15.5%。2）政策扶持保险业，相互制公司激增。日本政府于 1946 年出台寿险公司新旧业务分离核算业务政策，对寿险公司旧账户进行评估，赤字部分由政府补偿。核算结束后寿险公司依托新账户成立新公司。相互制公司是由保单持有人所有并由持有人选举董事会领导的，不以盈利为目的的保险公司，公司道德风险较低。为了获取投保人信任及开拓保险市场、缓解经营困难，彼时日本寿险公司多采用相互制。到 1948 年 3 月，相互制寿险公司由战后的 3 家上升至 16 家。

图27 日本人均 GDP（美元）及增速



资料来源：Undata，海通证券研究所

寿险业增量竞争，产品多元化，营销员渠道快速扩充。1）团体保险比重上升，产品日趋多元化。此阶段日本经济景气，企业收入提高；60 年代税制合格退休年金制度、厚生年金基金制度等相继落实，企业年金制度开始普及。80 年代以前，由于经济高速发展，人口结构相对较年轻且劳动力较多，居民关注寿险对家庭经济支柱的保障功能，寿险以生死两全保险为主，70 至 80 年代在日本寿险产品中占比超过 20%；80 年代后终身寿险、医疗保险推进。**2）营销员渠道占绝对优势。**战后至 90 年代前是日本寿险业营销员队伍快速扩充时期，按保单数量计算，超过 90%的寿险保单通过营销员渠道售出。由于寿险业规模的扩大，营销员人数从 1960 年的 16 万人增至 90 年代初的 45 万人。

表 8 日本寿险业 4 次展业体制改革

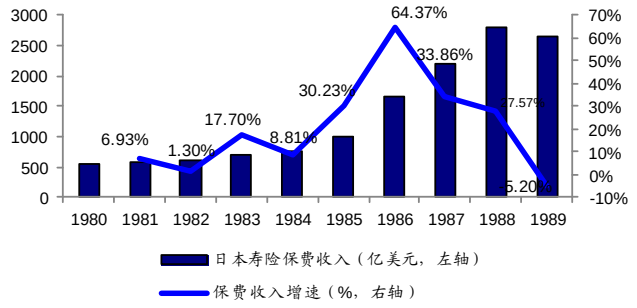
年份	第一次			第二次			第三次			第四次		
	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
营销员新注册人数	197	149	150	158	169	175	163	161	155	158	158	160
脱落人数	182	152	148	150	164	169	168	159	150	144	138	240
期末在册人数	329	327	327	335	341	347	343	343	348	361	380	340

资料来源：万峰《日本寿险业研究》，海通证券研究所

承保端呈现出两全险占比高。1）人口老龄化初现，目标客群细化。人口结构变化推动寿险市场细分。60 岁以上的老年人口在 1990 年占总人口的 17.41%，到 2000 年此比例上升至 23.29%。日本开始逐步进入“少子老龄化”社会。人口结构的变化对寿险行业有着直接、重要的影响，各寿险公司为适应个性化的市场需求开始细分市场，自 20 世纪 70 年代相继推出终身养老保险、医疗保险和护理保险等产品。**2）居民收入增加，寿险需求显著增加。**1970 年以来，日本寿险总保费收入呈指数型增加，1970-1989 年保费年平均增长 15.5%。由于经济高速发展，人口结构相对较年轻且劳动力较多，居民关注寿险对家庭经济支柱的保障功能，寿险以生死两全保险为主。**3）家庭结构变化促使寿险需求呈现多样化。**日本在 20 世纪 70 年代已步入高收入国家的行列，其在 1970-1980 年的经济增长率一直保持在 4%左右，

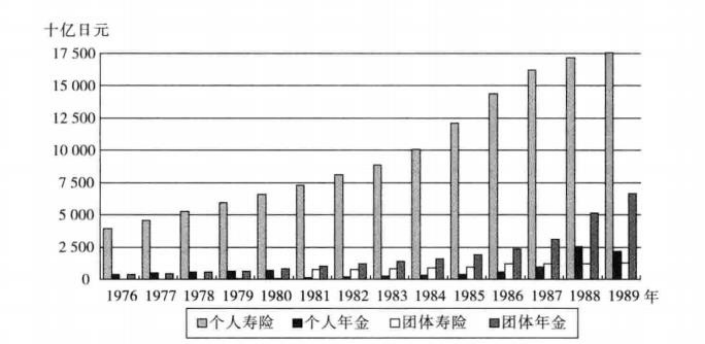
被政府称做“稳定增长”，而日本的家庭结构逐渐从大型家庭转向小规模核心家庭，国民理财意识逐步提高。寿险客户的需求在这一阶段由“为他人”变为“为自身”，由“为死后准备”变为“为活着准备”。寿险产品已不仅限于为本人或家庭在意外发生后得到经济补偿，而成为一种储蓄和投资的工具，使人们在日常生活中受益。

图28 1980-1989 年日本寿险保费收入



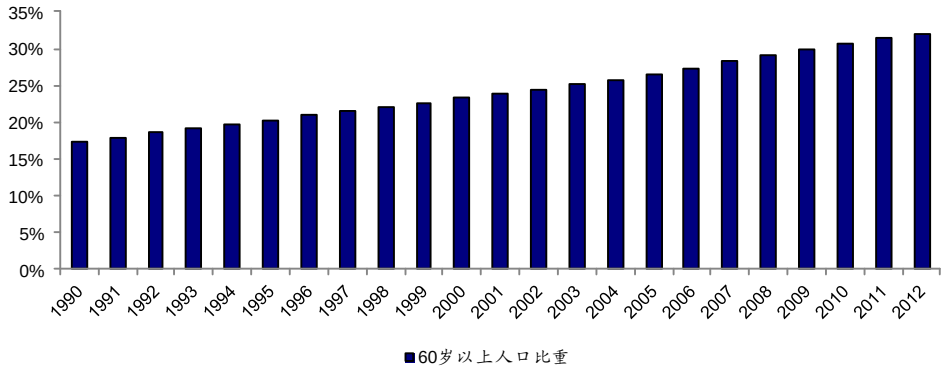
资料来源：sigma，海通证券研究所

图29 1976-1989 年日本各险种保费收入（十亿日元）



资料来源：万峰《日本寿险业研究》，海通证券研究所

图30 日本 60 岁以上人口比重（%）



资料来源：undata，海通证券研究所

产品形态特征：各家寿险公司将客户按年龄、性别、职业、收入细分，按照目标市场设计商品，力图在保险市场逐渐饱和的情况下促进新契约业务的增长。1）为应对国民医疗费用高涨和“少子老龄化”社会的到来，寿险公司在 20 世纪 70 年代中期开发了癌症保险、疾病住院附加险、成人病附加险等，以附加定期终身保险为主；2）针对日本职业女性的增加，在 1976 年开发了女性保险；为鼓励工薪者置业，开发了法律体系完备的置业储蓄保险、置业年金保险、置业住宅储蓄保险等；3）在 1986 年推出高风险、高回报的变额年金保险（投资连结保险）；4）1988 年寿险被允许销售国债业务；1989 年开始销售与国债配套的保险商品，日本寿险市场进入了商品多元化时代。在此阶段，日本寿险业的保费收入主要来自个人寿险、个人年金、团体保险和团体年金。个人寿险在 1980-1989 年的保费收入占比一直保持高于 60%的份额，成为寿险业务的核心。

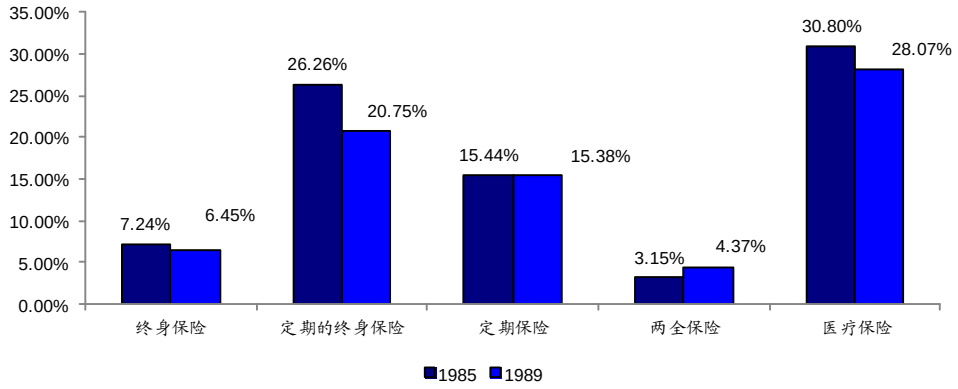
表 9 女性市场细分情况示例

目标分析	20 岁女性	30 岁女性	40 岁单亲妈妈
死亡保障需求	无抚养亲属，无保障需求	若无抚养亲属，即无保障需求	需要抚养孩子，有保障需求
投资理财	重点在于资金储蓄	今后的居住及养老	生活费、教育费
保障对象	自己	自己	孩子和自己
保障内容	女性特有疾病	女性特有疾病，保期最好终身	自身医疗;充当孩子教育费、生活费的死亡保障
今后发展	结婚:收入减少;继续单身	结婚:收入减少; 单身:养老资金储备	没有父母帮助;没有再婚打算
适合产品	女性特有疾病保险或女性保险(容易续保、减少保费负担的保险更受欢迎)	女性特有疾病保险或女性保险(应该尽量减少保费)	自身医疗保险+死亡保险(定期保险或递减型定期保险)

资料来源：万峰《日本寿险业研究》，海通证券研究所

渠道结构：日本寿险业在高速发展期的保费收入主要来自个人寿险、个人年金、团体保险和团体年金。1）个人寿险在 1980-1989 年的保费收入占比一直保持高于 60%的份额，成为寿险业务的核心种类。2）团体年金占比发展迅猛，由 1976 年的 7.6%增至 1989 年的 23.8%，尤其是:1986--1989 年以平均每年 42%的速度递增，成长为寿险业保费收入的第二大来源。个人年金和团体寿险也在 20 世纪 80 年代末发展成为新的业务增长点。

图31 1985 年与 1989 年日本寿险保单结构比较



资料来源：万峰《日本寿险业研究》，海通证券研究所

2.2 阶段二（1990-2001）：利率持续下行，寿险业持续低迷期

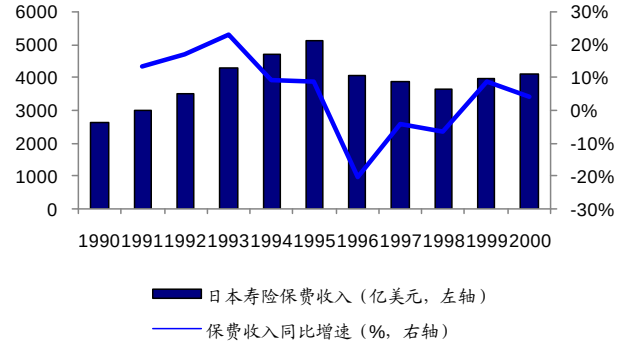
经济泡沫破裂，长端利率从 8%以上跌至 1%左右，寿险业经营环境恶化。日本出口导向型经济下，产品大量流入美国，日美贸易摩擦不断。80 年代末至 90 年代初，由于资产价格上升得不到实业支撑，且日本政府开始对土地金融进行总量控制，日本银行采取金融紧缩政策，日本房地产、股市由此进入下行通道，资产泡沫走向破裂。居民资产缩水及收入下降致使国内消费需求萎缩，进一步拉低 GDP 增速，1998 年 GDP 出现负增长。

终身寿险及医疗险占比提升，代理店渠道兴起。1）终身寿险及医疗险占比提升。1990 年后，日本出生时平均预期寿命持续增加，老龄化人口比重提升，老龄化趋势加重，因此日本民众对终身寿险和医疗险的需求增加从而促进供给方丰富保险产品形态。**2）代理店渠道兴起，营销员渠道占比下降，营销渠道多元化。**消费者逐步从“被动消费”转向“主动消费”，来店型销售增长（即开设保险门店，把保险当普通百货进行销

售，让消费者自由选购），促进代理店渠道发展；近年来日本寿险市场已趋于饱和，渠道多元化有助于进一步挖掘市场潜力；客户消费习惯改变，偏向于更便宜、便捷地购买产品，且科技创新为渠道创新提供技术支持，由此推动网络、电视等营销渠道发展。

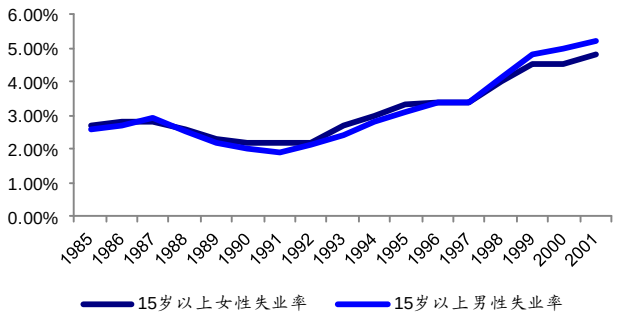
居民消费水平下降，寿险需求萎缩，人口老龄化延续提升养老保险需求。1）日本企业破产增加、失业率提高，居民消费水平下滑致使保险市场萎缩。经济泡沫破灭后，日本企业经营困难，破产企业数激增，并致使失业率由 1990 年的 2.2%上升至 2001 年的 4.8%。国民可支配总收入整体较为稳定，但寿险行业资产缩水，由此压制保费增长。日本寿险业保费从 1995 年后呈现下滑趋势，寿险新单件数及承保金额均出现负增长。1995-2000 年，日本寿险总保费收入从 5107.2 亿美元年下降至 4120.6 亿美元。**2）人口老龄化延续，预期寿命延长，养老保险需求增加。**1990-2000 年，日本出生时每五年平均预期寿命从 1990-1995 年的 79.42 年逐步延长至 1995-2000 年的 80.51 年；60 岁及以上人口占比从 17.41%持续提升至 23.29%，老龄化趋势加重，市场对医疗保险、养老保险需求增加。

图32 1990-2000 年日本寿险保费收入及增速



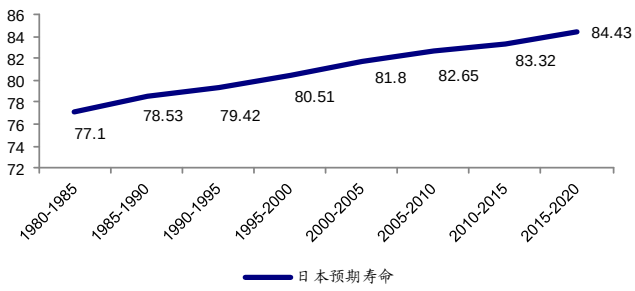
资料来源：sigma，海通证券研究所

图33 日本 15 岁以上失业率



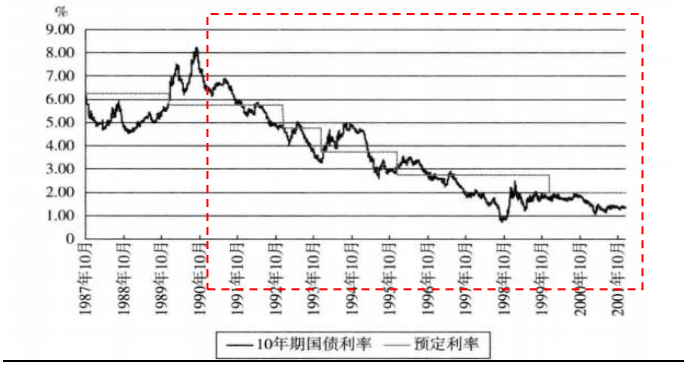
资料来源：undata，海通证券研究所

图34 日本预期寿命（岁）



资料来源：undata，海通证券研究所

图35 1987 至 2001 年日本 10 年期国债利率与预定利率（%）



资料来源：万峰《日本寿险业研究》，海通证券研究所

产品结构有所调整，终身寿险为主力，医疗保险规模快速增长。面对保险市场萎缩、业务拓展困难、利差损失严重以及寿险公司经营拮据的状况，日本对有上百年历史的保险业进行改革和重组，包括不断调整经营策略，开发适合国内“少子老龄化"需要的产品，同时更加注重增强抗风险能力、进行渠道创新和开拓海外市场，寿险业发展的基础更加健全。

附有定期的终身保险为主力险种，医疗保险产品受青睐。1）这一阶段，保费较低的附有定期的终身保险和以获得医疗保障为目的的医疗保险逐渐取代了附有定期的两全保险的市场份额。**2）**个人保险新契约的件数构成比中，医疗保险的市场占比由 1985 年的 15.44%攀升至 1998 年的 22. 48%，附有定期的终身保险的市场份额也由 1993 年的 18. 38%.上升为 1998 年的 20.70%。3）根据万峰《日本寿险业研究》援引日本生命文化中心，1996 年新契约承保金额的构成比中，附有定期的终身保险占 54.64%，已成为寿险市场的主要险种。**4）**在这一阶段，附有定期的终身保险的内容构成随着消

费者需求的多样化而日趋丰富，如定期保险的附加险种类增多，在保费付费期间结束后还可将终身保险的保障内容转换为养老年金保险、护理保险等。

表 10 个人保险新契约保险种类构成比

年份	终身保险	定期的终身保险	定期保险	两全保险	医疗保险	幼儿保险	其他
1985	16.90%	-	7.24%	26.26%	15.44%	3.15%	30.80%
1989	22.30%	-	6.45%	20.75%	15.38%	4.37%	28.07%
1991	26.50%	-	8.10%	17.60%	16.50%	5.20%	26.10%
1993	8.57%	18.38%	17.27%	15.17%	15.70%	3.99%	20.41%
1998	11.86%	20.70%	12.13%	12.40%	22.48%	3.57%	16.41%

资料来源：万峰《日本寿险业研究》援引日本寿险业协会，海通证券研究所

渠道结构：在日本寿险销售的一众渠道中，营销员渠道占据了绝对优势。1994 年，商业寿险投保渠道中，营销员渠道占据 88%，之后随着居民保险需求的进一步增加，保险销售渠道拓张，营销员渠道所占比重逐年下降至 2000 年 77.6%。与此同时，银行、证券公司和其他渠道随着银保渠道的解禁和渠道的拓展，其占比逐年增加。

表 11 日本商业保险投保渠道

商业寿险投保渠道	1994	1997	2000	2003	2006	2009
营销员	88.0%	88.5%	77.6%	71.8%	66.3%	68.1%
函售	0.7%	0.6%	3.3%	5.7%	9.1%	8.7%
保险代理店	2.9%	4.0%	8.8%	6.7%	7.0%	6.4%
银行、证券公司	1.9%	1.2%	1.3%	1.7%	3.3%	2.6%
其他	6.5%	5.7%	9.0%	14.1%	14.3%	14.2%

资料来源：万峰《日本寿险业研究》援引日本寿险业协会，海通证券研究所

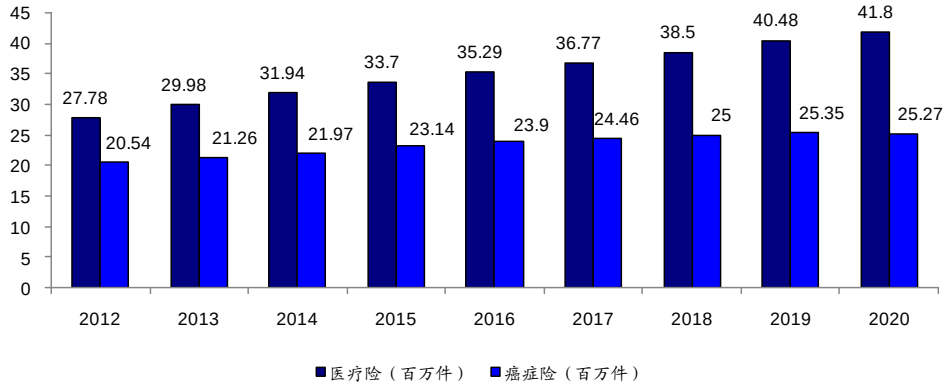
2.3 阶段三（2001-至今）：低利率常态化谋求寿险业平稳发展

GDP 增速 0%上下波动，长端利率 1%甚至负利率。1）日本经济低增长，处于长期低利率时期。经济有所恢复，但 GDP 增速维持低位。2001 年至 2020 年 GDP 增速围绕 0%上下波动，2002-2017 年，国民可支配总收入增速在-7%至 4%区间内波动。**2）根据宏观经济现状，实行阶段零利率政策。**长期低利率甚至负利率。日本 2001 年开始实行零利率政策；2006 年后由于宏观经济基本面向好，零利率政策暂时退出；2008 年金融危机后为刺激经济增长，零利率政策再次施行；2016 年日本政府宣布施行负利率政策。

终身寿险仍为主流，销售渠道多样化。1）终身寿险仍为主流，医疗险、癌症险占比稳定上升。老龄化和家庭规模缩小致使老人长期照护需求提升，保障类的终身寿险和医疗保险需求增长；老龄化伴随着重疾发病率提升，催生癌症保险需求。癌症发病率提升催生了相应保障需求，险企力推癌症保险。**2）销售渠道与时俱进，传统营销员渠道下降，机构代理增加。营销员渠道仍占主导，占比有所下降。**自 1994 年至 2012 年，营销员渠道占比从 88%降至 68%，2012 营销员占人口比重下降至 0.36%；银保渠道开启，银保业务在外资公司和大型寿险公司成长为主要营销渠道。2001 年开始，各类银保渠道解禁政策顺势出台，并于 2007 年获得全面解禁而销售各类寿险产品。第一生命保险公司银保渠道自 2002 年的 1.5%提升至 2009 年的 23.6%。

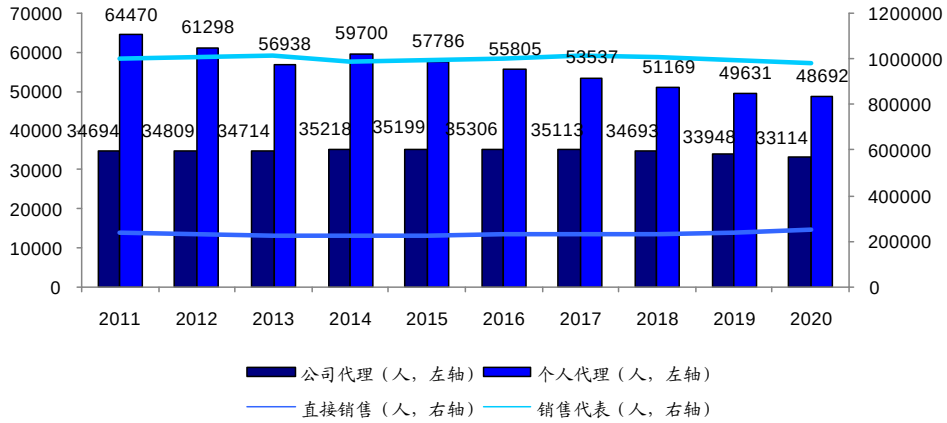
步入老龄社会，开发老年市场，老龄化日益严重，驱动日本个险结构变化。2001 至 2012 年，日本 60 岁及以上人口占比从 23.88%上升至 31.92%，出生率从 9.3‰下降到 8.2‰。因此，市场存在医疗、养老等中老年寿险市场发展机遇，终身寿险成主流，医疗险、癌症险占比稳定上升。GDP 增长维持低位，居民可支配收入和用于保费支出较少。2008 年以来，日本寿险保费收入波动下滑，我们认为主要原因是居民可支配收入的减少进一步影响了寿险保费支出。

图36 日本寿险保单数量结构（百万件）



资料来源：LIAJ，海通证券研究所

图37 日本保险销售渠道结构（人）



资料来源：LIAJ，海通证券研究所

产品形态特征：2000 年后，日本寿险业产品以健康险为主，积极开发医疗、护理、年金领域的寿险产品。1）日本平均寿命延长、“少子老龄化”社会加速、医疗技术水平提高，日本居民医疗保障需求提高。2）寿险公司积极开发医疗、护理相关产品。2005 年，商业寿险公司推出约 100 种新产品，其中 36 种有关医疗和护理保险、30 种有关年金产品。3）寿险公司保单数量中，2016 年至 2020 年健康险保单数量保持在 300 万件。4）外资公司通过银行、电话、网络等新渠道积极开拓第三领域的业务，健康保险快速发展。

渠道结构：营销员渠道仍占主导，但营销人数下降。寿险行业传统营销人员数量正逐年减少，出现明显萎缩态势，取而代之的是银行和证券公司以及直接营销店铺、新型网络销售等渠道。个人代理和公司代理的数量逐渐下降，而直接销售和销售代表的数量则平稳发展，甚至有逐渐增长的趋势。

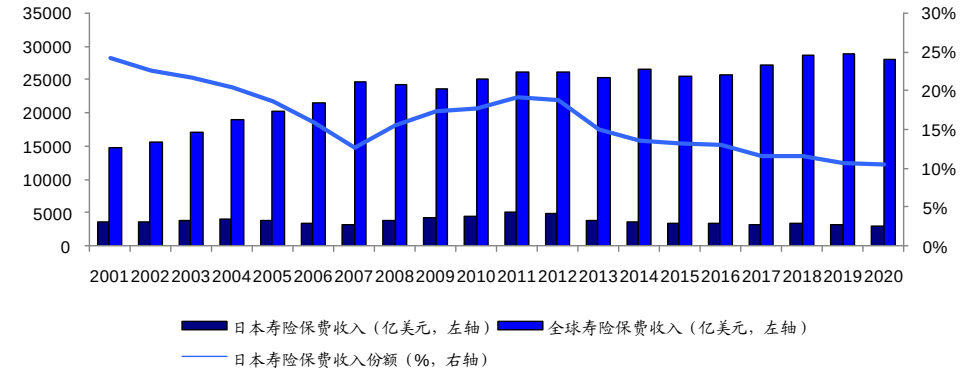
表 12 日本各类营销渠道主销产品对比

营销渠道	主销产品
个险营销员	长期期缴、定期险和终身险等传统险
银行保险	个人年金，第三领域产品、趸缴终身险
代理店	各类产品
来店型	医疗险、保障型产品和储蓄型产品
经纪人	各类产品
邮购	定期险、医疗和重疾险、小额死亡险
网销	死亡险、医疗和重疾险、年金险

资料来源：万峰《日本寿险业研究》，海通证券研究所

保费收入恢复增长态势，占全球市场份额持续下降。2001-2012 年，日本寿险业保费收入增速较快，保费收入从 2001 年的 3572.9 亿美元增加至 2012 年的 4936.1 亿美元，而后寿险保费收入一度出现负增长，保费收入持续下降至 2020 年的 2945 亿美元。此外，全球寿险保费收入正波动上升，使得日本寿险业在全球市场中所占份额进一步下滑至 10%左右。

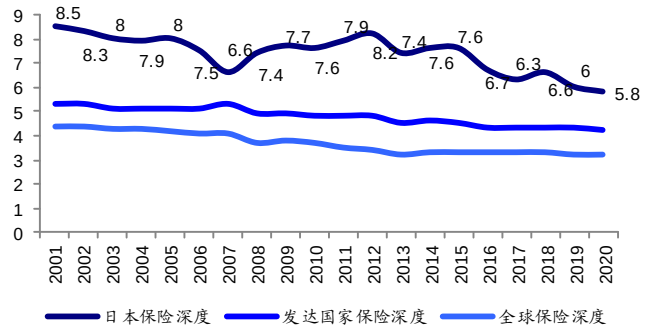
图38 2001-2020 日本寿险业市场份额



资料来源：sigma，海通证券研究所

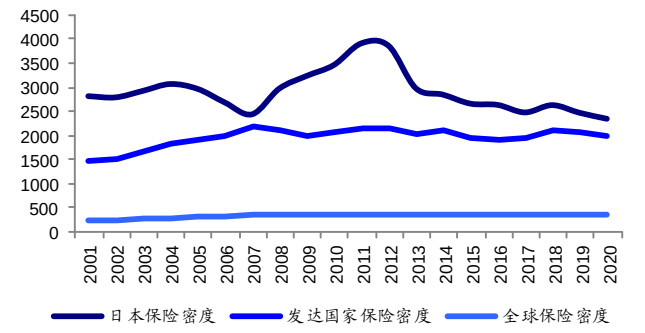
日本保险深度与密度仍大于发达国家和全球平均水平，但优势逐渐消失。2001 年以来，日本保险深度与密度始终大于发达国家和世界平均水平，分别为 2001 年 8.5%和 2001 年 2798 美元/人，却呈现波动下滑的趋势，在发达国家和世界平均水平保险深度和密度平稳发展的情况下，日本保险深度和密度的优势逐渐消失。

图39 2001-2020 日本、发达国家及全球寿险深度（%）



资料来源：Sigma，海通证券研究所

图40 2001-2020 日本、发达国家及全球寿险密度（美元/人）

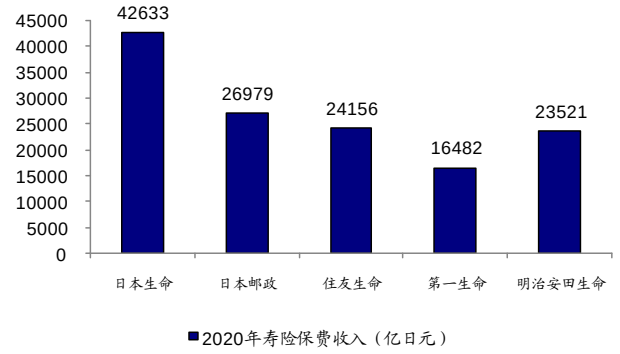


资料来源：Sigma，海通证券研究所

日本寿险业当前竞争格局：2020 年 TOP5 市场份额 43.01%，集中度分散。21 世纪以来，部分日本保险公司合并重组以提高产品开发和资产运用能力、应对严峻的市场环境，2004 年，明治生命和安田生命合并为明治安田生命。第一生命保险公司成立于 1902 年，是日本第一家相互制保险公司。2010 年 4 月，公司改组为股份制公司且在东

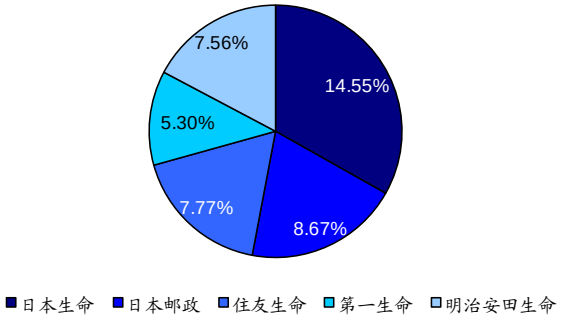
证一部挂牌上市。明治安田生命保险和第一生命保险保费市占率位居日本寿险公司前五位，2020 财年的市场份额各为 7.56%、5.30%，排名第四及第五。

图41 2020 财年日本寿险公司保费收入（亿日元）



资料来源：各公司 2020 财年年报，海通证券研究所

图42 2020 财年日本寿险公司市占率 top5（%）



资料来源：各公司 2020 财年年报，Wind，海通证券研究所

2.4 明治安田：深耕健康领域，拓展海外市场

公司发展特征：合并后产品开发和资产运用能力提升。合并之前，明治及安田两家公司的保费规模下降，两家公司固收资产占比有所提升，并投资海外。21 世纪以来，部分日本保险公司合并重组以提高产品开发和资产运用能力、应对严峻的市场环境，2004 年，明治生命和安田生命合并为明治安田生命。

战略模式与业务板块：注重中老年、青年、女性市场产品创新，快速拓展海外业务。合并后，公司在医疗险、护理险等产品的创新和开发上取得快速进展，不断深耕中老年、青少年、女性市场；同时加快海外扩张，海外收入占比已超过 10%；且截至 2019 财年末，公司的海外资产配置比例达 28.6%。两家公司合并后经营状况向好，在长期低利率环境下业绩呈现平稳态势。

- **负债端：公司管理模式持续优化，保费收入波动变化，产品创新迭代，银保渠道聚焦中老年市场。**

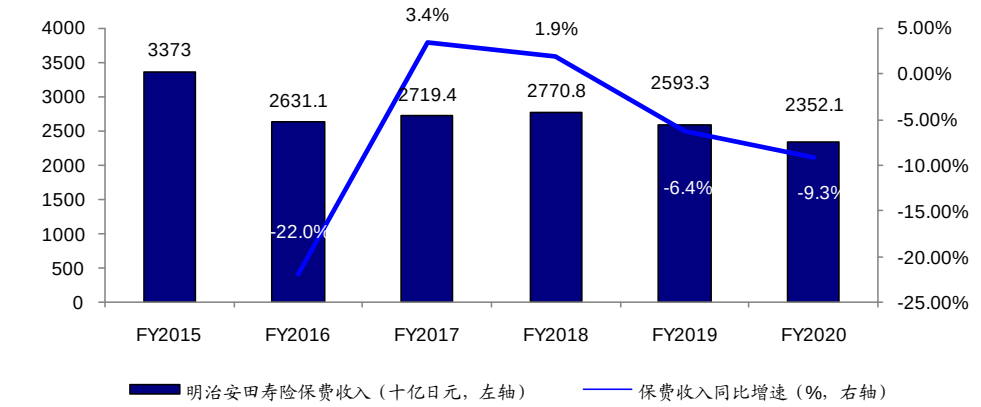
公司管理模式持续优化，保费波动变化。1）2006 年至 2008 年，明治安田执行重振计划（Revitalization Plan），主要在精简产品、提升客户服务质量和提高理赔流程的透明度方面做出努力；2008 年至 2011 年，明治安田提出挑战计划（Challenge Plan），此计划将重点聚焦于销售渠道的改革，具体措施有建立营销人员的培训制度，提高营销人员收入待遇，提升售后服务质量；2011 年至 2014 年，公司提出新发展计划（New Development plan），推动个人寿险营销模式的第二阶段改革，推进管理服务变革；2014 年至 2017 年，提出下一个挑战计划“Next Challenge Plan”，对公司各领域发起改革。2）2012 财年后，日本经济增速放缓，公司保费收入呈现下滑趋势，保费从 2015 财年 3.3578 万亿日元减少至 2020 财年 2.3521 万亿日元。

加强产品创新，拓宽产品种类。1）面临日益增长的养老、医疗、护理需求，明治安田加快**护理险、医疗险**尤其是癌症险的创新。2）公司对原明治生命的拳头产品 Life Account L.A.不断迭代升级，并推出针对 40 岁以上女性、50-90 岁人群等多个年龄段的医疗保险，部分产品同时为长期护理提供保障。癌症险保障进一步加强，在预计现有治疗方案对被保险人无效的情况下即赔付死亡保险金。3）针对寿险市场饱和状况，**公司开拓儿童、青少年及女性市场**。公司推出目标客户为 6-15 岁儿童、青少年的医疗保险；开发针对 0-6 岁儿童的综合保险；推出针对女性疾病的医疗险，并在其后几年不断强化保障。

个险渠道创新，团险渠道数字化转型，银保渠道进一步拓展。1）明治安田个人保险中，代理人分销为主要渠道。在现有的全民福利计划（Wellness for All Project）与社区振兴项目（Community Vitalization Project）营销模式基础上，发挥面对面服务与数字化优势，建立一种新型营销模式。为此，明治安田彻底变革代理队伍，提供稳定且具

吸引力的工资，提高营销员服务素质，协助客户改善健康状况，参与社区贡献活动，以提高公司在当地社区的声誉，建立高声誉营销模式。2）团险渠道通过“Min-na-no MY”账户为团体寿险客户高效确认保费、保险范围、申领保单及维护，提高团险用户便利度。3）明治安田通过银保渠道销售个人寿险、养老保险、长期护理保险、个人年金、增额终身寿险等产品，将渠道延伸至长期信贷银行、证券公司、劳工银行、信用社等。

图43 明治安田寿险保费收入及同比增速



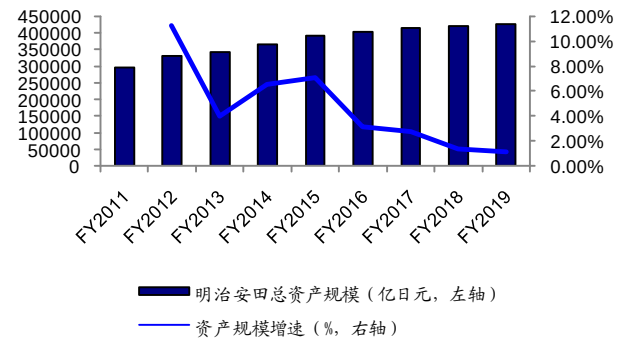
资料来源：明治安田历年年报，海通证券研究所

- **资产端：现金、存款、短期贷款占主导，总投资收益率稳定在 1.78%至 2.72%。**

总资产呈增长趋势，国内债券、海外资产占比逐年提升。1）2012 至 2019 财年，明治安田的总资产从 330007 亿日元增长到 426139 亿日元。2）资产配置方面，现金、存款和短期贷款仍然是主要投资。2012-2019 财年，明治安田的贷款投资占比呈下降趋势，从 17.58%逐步下降至 11.46%。国外债券占比从 2012 财年的 11.17%稳步提升至 2019 财年的 21.4%。海外投资比重逐年提升，从 2012 财年的 15.64%到 2019 财年的 28.6%。

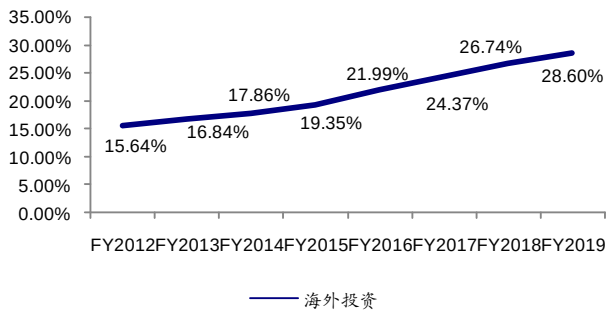
总投资收益率波动变化，国内股票投资回报率提升。1）2012 至 2019 财年，明治安田的总投资收益率在 1.78%至 2.72%区间内小幅波动。2）2012 财年至今，国内、国外股票的投资收益率一般高于整体，2012-2019 财年国内股票收益率在 4.90%至 6.91%之间，国外股票在 3.96%至 5.59%之间。

图44 明治安田总资产及同比增速



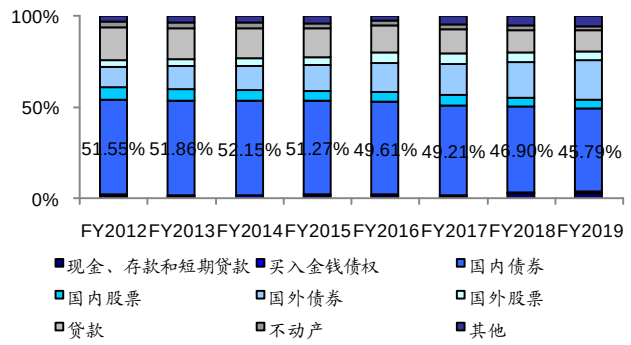
资料来源：明治安田历年年报，海通证券研究所

图45 明治安田海外投资比例（%）



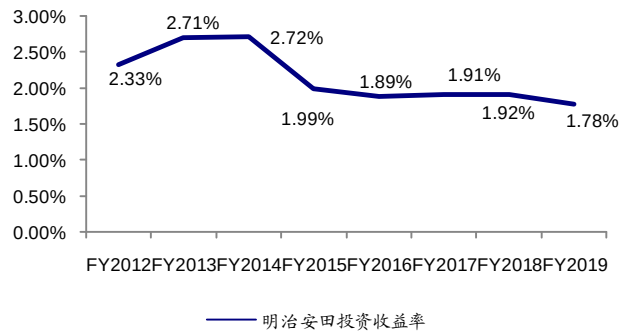
资料来源：明治安田历年年报，海通证券研究所

图46 明治安田投资结构占比（%）



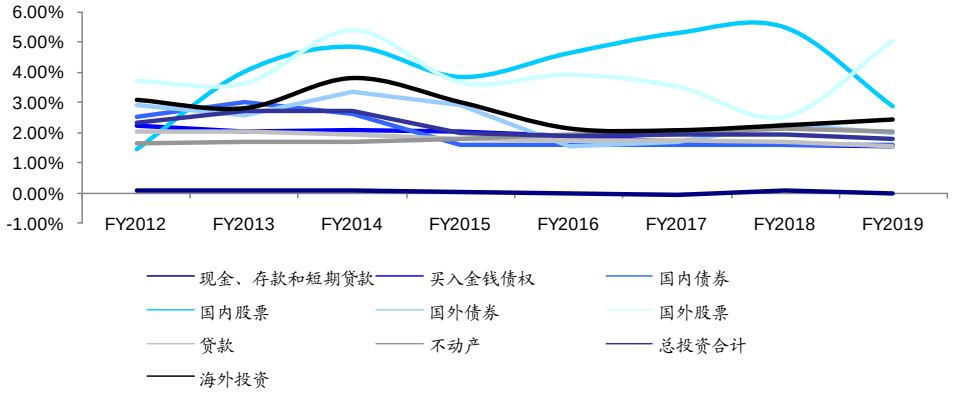
资料来源：明治安田历年年报，海通证券研究所

图47 明治安田总投资收益率（%）



资料来源：明治安田历年年报，海通证券研究所

图48 明治安田各类资产投资收益率



资料来源：明治安田历年年报，海通证券研究所

风险提示：保费收入下降，投资收益率下行。

2.5 第一生命：“全生命计划”带头人

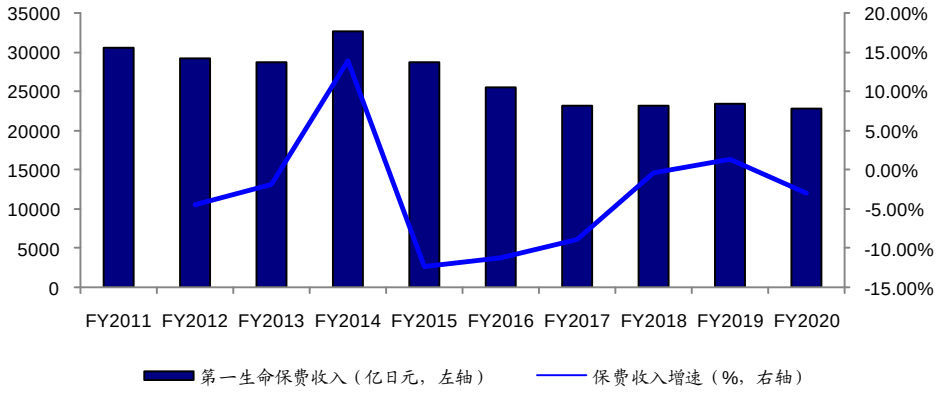
公司发展特征：日本第一家相互制保险公司，日本第五大寿险公司。第一生命保险公司成立于 1902 年，是日本第一家相互制保险公司。2010 年 4 月，公司改组为股份制公司且在东证一部挂牌上市。按 2020 财年日本保险公司市占率而言，第一生命保险公司目前是日本第五大寿险公司。公司通过旗下多家子公司将业务范围覆盖至日本、亚太地区和北美地区。

战略模式与业务板块：重视保障性产品的开发，以“生涯设计战略”为公司特色，灵活经营并积极开拓海外市场。在日本人口老龄化程度持续深化和癌症发病率居高不下的情况下，第一生命将开发重点转向保障性产品，同时专门招募并培训了销售该类产品的营销员，迅速确立了在销售保障性产品方面的优势。此外，第一生命的特有战略是针对每个客户的一生提供贯穿人生各个阶段的“优质方案”，在客户服务上独具特色。因看到了海外巨大的保险需求，第一生命积极拓展海外市场，极大地提升了自身的成长空间。

- **负债端：保费收入波动下滑，保障性产品积极发展。**

保费收入呈波动下滑态势。2011 至 2014 财年，第一生命的保费收入从 30553.24 亿日元先下降后上升至近十年来的峰值 32657.98 亿日元，之后呈现波动下降趋势，直到 2020 财年，保费收入降低到 22756.17 亿日元。

图49 第一生命保费收入及增速



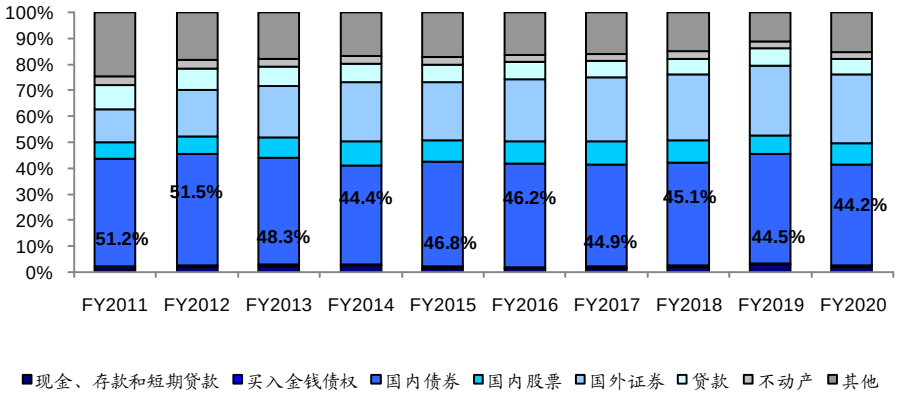
资料来源：第一生命历年年报，海通证券研究所

- **资产端：固收类占主导，总投资收益率稳定，股票和不动产投资拉升收益。**

资产配置稳定，国内债券、国外证券占比较高。2011-2020 财年，第一生命总投资资产从 303643 亿日元增长至 378510 亿日元。其中，以国内外证券、存款和短期贷款、现金为主的固定收益类投资始终占主导地位，占比从 2011 财年的 75.92%提升至 2020 财年的 85.81%；贷款投资占比从 2011 财年的 11.24%降至 2020 财年的 6.81%。

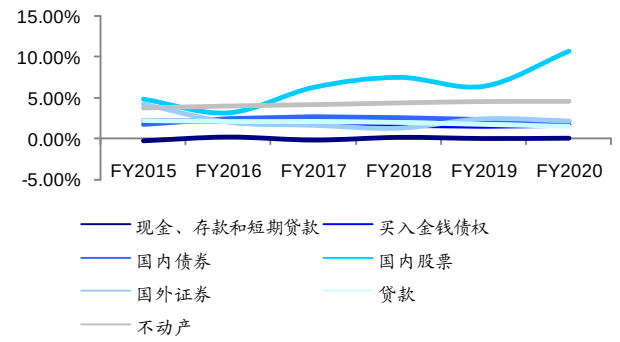
总投资收益率较稳定，国内股票投资收益率、不动产收益率回升。1）在国内外长端低利率环境下，第一生命总投资回报率长期维持低位平稳，总回报率在 1.99%至 2.71%区间内波动，长期高于十年期国债收益率。2）国内股票投资回报率波动大，在 1.35%和 10.66%之间剧烈波动。近年来国内外股票收益率走高，并拉升公司总投资收益率。3）受益于国内房地产业的稳健发展，2011 财年后第一生命的不动产投资收益率稳步提升，并长期高于总投资回报率。2011 至 2020 财年，不动产回报率在 3.13%至 4.59%区间内小幅波动，为重要的优质投资资产。

图50 第一生命投资结构占比



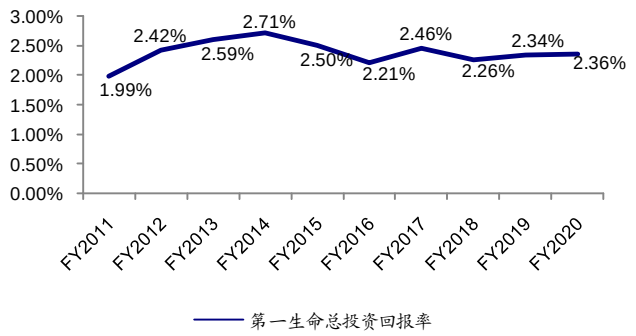
资料来源：第一生命历年年报，海通证券研究所

图51 第一生命各类资产投资收益率



资料来源：第一生命历年年报，海通证券研究所

图52 第一生命总投资收益率



资料来源：第一生命历年年报，海通证券研究所

风险提示：保障类产品销售不及预期，权益市场波动加大。

3. 欧洲寿险业发展趋势与龙头企业战略模式

3.1 阶段一（18 世纪）：互助保与年金险为主，法律与精算初步引入

海上贸易+居民收入提高孕育人寿保险产生。1）18 世纪，现代人寿保险业诞生于英国，互助保险和年金保险引领市场。18 世纪初期，英国大力发展海上贸易，海上保险产品应运而生，人寿保险则作为副产品存在。随着贸易的发展，商人间抵押和借贷行为日益频繁，人寿保险作为可靠的信用抵押物发展起来。**2）居民人均收入的提高是人寿保险产生的经济原因。**人寿保险作为新型的金融工具，能够将分散的私人财富聚集成可观的投资资本，并从证券市场上获利。

等级年金制度和死亡率统计表应用完善人寿保险科学性。18 世纪后期，英国主要的人寿保险企业普遍认可公平人寿保险公司的等级年金制度和死亡率统计表的应用，英国的人寿保险业逐渐步入现代化。科学人寿保险产品的诞生是英国现代人寿保险业形成的第一个标志。英国现代人寿保险业产生的第二个标志是专业化人寿保险销售机构的出现。18 世纪，英国人寿保险企业主要的销售机构分互助会和保险公司两种；**所销售的人寿保险产品主要有捐赠人寿保险、年金保险和互助保险。**

表 13　18 世纪英国寿险业重大事件

1718 年	法国著名数学家亚伯拉罕·摩尔的概率学著作《机会学说》出版，为数学和精算学原理融入人寿保险搭建起桥梁，使人寿保险具备了科学化的条件。
1756 年	皇家数学会的詹姆斯·多德森设计了一种全新的人寿保险产品。标志着人寿保险公司建立以年龄为基础的等级人寿保险，对各年龄阶层的保费进行分类计算，从而将精确的保险费计算方式引入人寿保险销售。
1769 年起	英国著名数学家理查德·普莱斯陆续出版了三部著作：《论预期寿命》《论生存率在继承支付中的正确计算方法》和《论继承支付》，这三部著作为英国现代人寿保险的产生打下了坚实的理论基础。
1786 年	公平人寿保险公司改用更为先进的南安普顿生命表，促使保费保险的科学性和准确性大大提升，投保人年均保费下降。

资料来源：郜峰《18 世纪英国现代人寿保险业成因初探》，海通证券研究所

3.2 阶段二（19 世纪）：团体险和简易险成主流，寿险业迅速发展

产品形态结构：寿险市场迅速发展，团体保险、简易保险成主流。1）19 世纪是英国寿险公司蓬勃发展的时期，一些新成立的保险公司都开始利用自家的姐妹公司所建立的代办处保险系统开展业务。2）1850 年代左右，普罗维登特相互寿险协会设计了一种旨在承保大量雇员的团体保险方案，**团体寿险产生**。团险通常为一年期，无需体检，保费低廉并直接从职工工资单中扣除部分薪资的方式收取。3）**简易人寿保险针对低储蓄率群体。**简易寿险的保费按周或月来缴纳，不必体检，保证如果参保者离世，则会提供

一份丧葬费和维持短期生活的费用。产品和渠道两方面的变革促使寿险市场迅速发展，19 世纪 50 年代的保费规模已经达到 19 世纪初的 15 倍，1870 年发展到 2.7 亿英镑，1922 年超过 11 亿英镑。

渠道结构：代理人制度出现，公司专业化与区域化。1）代理人制度由全英人寿保险协会于 1830 年在爱丁堡首次使用。发展到 19 世纪中期，各寿险公司委派的代理人主要是银行家、商人、店主、招揽人等，代理人身份的多样性使得人寿保险迅速渗透进了各个圈子。当时的保险代理人制度中保险代理人可以不止为一家保险公司服务，因此保险公司支付的佣金数额决定了获得代理人生意的数量。**2）1870 年代，寿险公司出现了专业分公司制和区域经理制**，寿险公司在全国其他地区的一切事务均由分公司代理，这种业务模式在全世界运行至今。除了销售渠道方面制度的创新，发展新的产品形态也是开拓市场必不可少的一部分。

表 14　19 世纪英国寿险业发展特征

特征	具体内容
多样化专业经营	专业化的出现产生了大量的、充满活力的保险人和经纪人机构。专业的、定制承保方式在风险多变和船东寻求富有竞争力的利率方面存在优势，传统承保方法得以传承。
竞争控制	两个早期的海上保险公司（皇家交易保险公司和伦敦保险公司）提供的业务为其他市场注入了活力，然而它们享有的特权却阻碍了劳合社等更富有冒险精神的公司之间的竞争。1824 年，当市场向所有公司开放时，起初这些公司的发展是缓慢的。直到该世纪中叶，一些公司依靠由劳合社和利用其实力承保新的、更大的蒸汽动力船舶形成的伦敦海上保险市场获得了成功。
海外扩张	从 1850 年开始，国际经济的增长给英国海外扩张提供了条件，随着在帝国、拉丁美洲和美国一些地区贸易和投资活动的展开，英国变成了世界最大的保险市场。同时关税控制催生了新的市场化的方法。
立法监管	低利率和收益使人身保险成为 19 世纪中产阶级的普遍需求，但是保险公司在管理庞大的人身保险资金时，却没有顾及企业道德的发展。尤其是公司立法自由化之后，企业欺诈倒闭威胁着市场的声誉，直到 1869 年著名的艾伯特倒台改变了这种状况，艾伯特立法要求提供包括精算报告在内的公开账户。在这种环境下，人身保险资金可以进行抵押，运行非常安全。

资料来源：赵燕妮等《英国保险业演化发展过程及对我国的启示》，海通证券研究所

3.3 阶段三（20 世纪上半叶）：宏观环境恶化，税优型年金险企稳

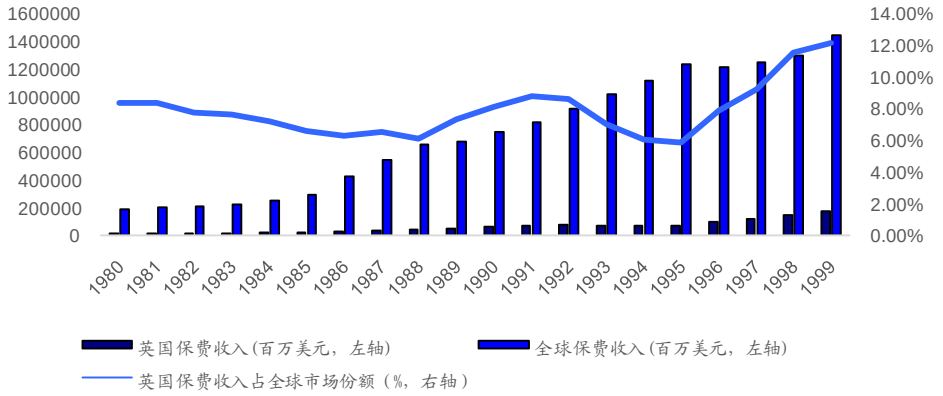
贫困问题和失业问题严重，中产阶级储蓄需求旺盛。1）20 世纪初，经济的周期性危机和两次世界大战引发了严重的贫困问题和失业问题。为了稳定社会环境，国家开始进行福利制度建设，因此限制了商业寿险发展。2）由于寿险的发展被限制，保险公司开始探寻具有较高利率的投资领域，进而将投资重点转向新的投资渠道，即海外投资。在 1870-1913 年期间，寿险公司基金用于投资的金额从 1.1 亿英镑增加到 5 亿多英镑，而人寿保险单抵押贷款金额在其中仅占很小的比重。

产品形态特征：税优型年金险快速增长。由于经济不景气，人们普遍缺乏安全保障，对人身保险也会产生很大的需求。因此，保险公司面向中产阶级设计推出了**年金保险**，政府还对其设置了**税收优惠**，促进了这个阶段年金险的发展。

3.4 阶段四（20 世纪下半叶）：恶性通胀与老龄化加剧，新型寿险问世

20 世纪下半叶，通货膨胀和人口老龄化加剧，新型寿险产品应运而生，监管体系进入新阶段。1）20 世纪 70 年代起，石油危机多次爆发导致通货膨胀加剧，同时英国人口老龄化程度加重。2）**英国寿险保费收入总体呈上升趋势**。1993-1994 年增速为负，增速转正后 1996 年达到了 31.49%，到 1999 年时保费收入已经达到 176000 百万美元。1980-1999 年英国保费收入占全球市场份额波动上升，由 8.37%上升到了 12.17%。

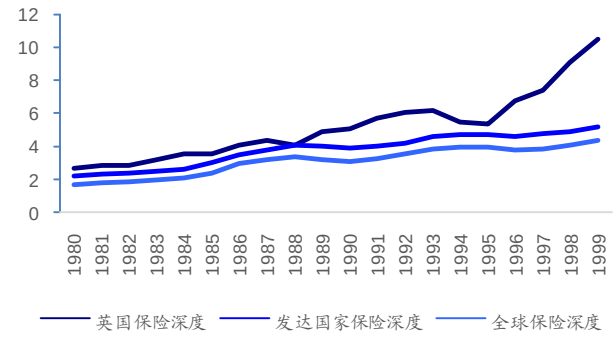
图53 1980-1999 英国寿险业市场份额



资料来源：Sigma，海通证券研究所

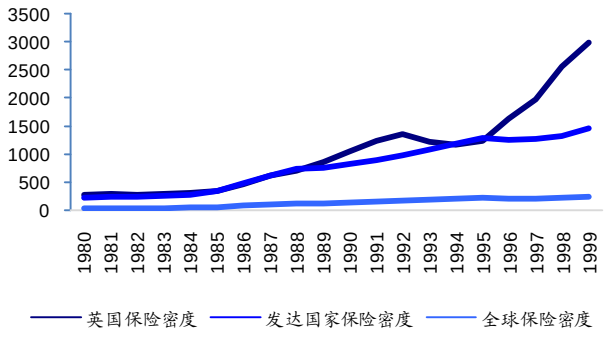
20 世纪 80 年代起英国的保险密度和保险深度都处于领先地位。20 世纪 80 年代初时英国的保险密度略高于发达国家，1980-1984 年增速较为平缓，1985-1992 年进入快速增长期，但始终没有与发达国家产生较大差距，1993-1994 年持续下跌，但 1995 年增长幅度较大，到 20 世纪末时已经是发达国家的 2 倍。英国保险深度的变化趋势与保险密度类似。

图54 1980-1999 英国、发达国家及全球保险深度（%）



资料来源：Sigma，海通证券研究所

图55 1980-1999 英国、发达国家及全球保险密度（美元/人）



资料来源：Sigma，海通证券研究所

产品形态特征：寿险业快速发展，创新型险种出现。20 世纪末英国寿险业的快速增长，投连险、寿险抵押贷款、累计式分红寿险以及政府税收优惠推动英国寿险业快速增长。

渠道结构：基本保险监管法建立，经纪人市场份额赶超代理人。基本保险监管法律制度基本建立。1986 年颁布的《金融服务法》标志着英国现行金融监管体制的建立，法案中将保险代理人和保险经纪人明确区分，推动了英国寿险营销渠道的去专属化，使得经纪人的市场份额逐渐超过代理人，以保险经纪为主的销售渠道从此成为英国保险业的特色之一。

表 15　20 世纪英国寿险业重大事件

时间	事件
1961 年	投连险出现
1967 年	寿险抵押贷款出现
1977 年	颁布《保险经纪人注册法》
1982 年	颁布《保险公司法》和《劳合社法案》
1983 年	累计式分红寿险出现
1986 年	颁布《金融服务法》

资料来源：高霄雁等《浅析发达保险市场寿险产品演进历程的启示》，海通证券研究所

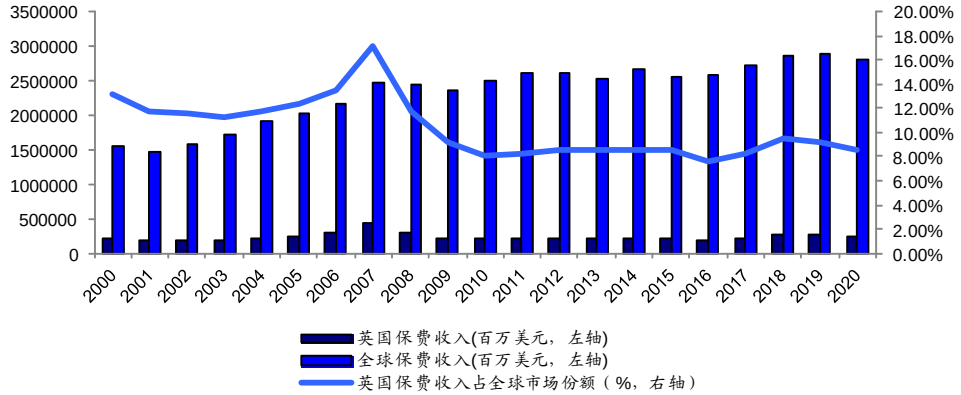
3.5 阶段五（21 世纪-至今）：平均寿命延长，养老年金产品更新迭代

产品形态特征：养老年金产品优化固定贡献型，保证收益确定性：1）英国老龄化程度不断加深，平均人口寿命大幅增加，传统年金险已经无法满足老年人生活需求。2）养老金模式由“固定利益型计划”变为“固定贡献型计划”。不再为养老金受益者提供最低保障，因此英国寿险行业开始尝试研究和设计变额年金产品。

渠道结构：独立经纪人和独立金融顾问分层，高素质独立金融顾问为主要渠道。1）2013 年起英国禁止经纪人在销售投资性产品过程中收取佣金、只可收取服务费的佣费。2）由于传统寿险销售疲软，个人养老金受捧，保险业独立经纪人增员停滞，职业素养更高、咨询服务全面的独立金融顾问是保险业中介发展的主要驱动力。

保费收入逐渐下滑，全球市场份额占比稳定在 8%。1）英国寿险业保费收入自 2000 年的 2040 亿美元快速增长至 2007 年的 4237.4 亿美元，随后于 2008 年下降为 2861 亿美元后逐年下降，截止 2020 年寿险保费收入 2388.90 亿美元。2）全球份额在 2000 年以来一直维持在 11%以上，2007 年达到高峰 17.22%，之后保持在 8%左右。

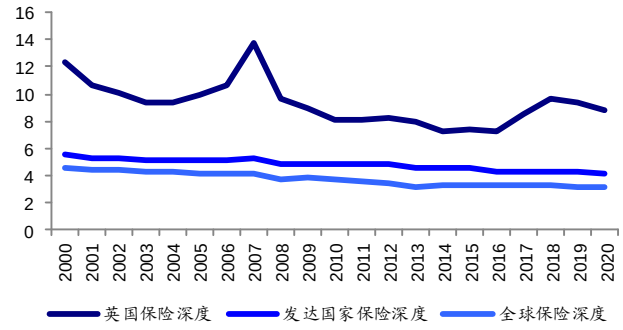
图56 2000-2020 英国寿险业市场份额



资料来源：Sigma，海通证券研究所

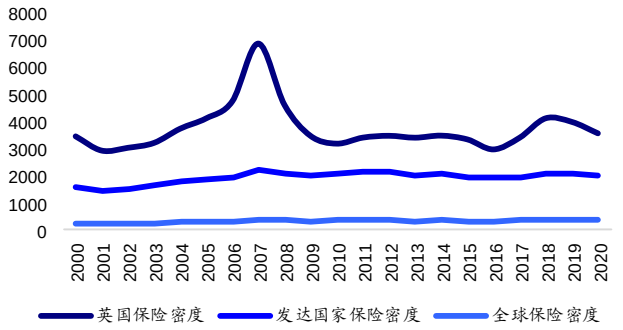
英国寿险深度与密度仍大于发达国家和全球平均水平，2016 年以后领先优势凸显。1）2000 年，日本寿险深度与密度始终高于发达国家和世界平均水平，分别为 12.3%，3463 美元。2）2000 年至 2020 年虽有波动但始终保持世界领先地位。2007 年寿险深度和密度分别为 13.7%和 6903 美元，达到最高点随后快速下滑。3）2016 年后，有所提升，2018 年达到 9.6%和 4132 美元。

图57 2000-2020 英国、发达国家及全球保险深度（%）



资料来源：Sigma，海通证券研究所

图58 2000-2020 英国、发达国家及全球保险密度（美元/人）

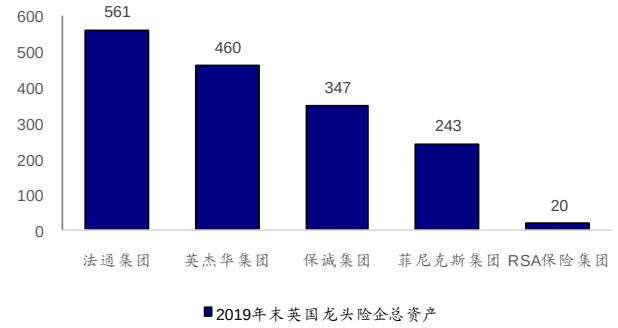


资料来源：Sigma，海通证券研究所

英国寿险业市场竞争格局： TOP5 占据 70.7%市场份额，集中度较高。英国是欧洲最大的保险市场，保费收入占全欧的五分之一多。2019 年末英国寿险行业总资产前三的三家险企分别是法通集团、英杰华集团和保诚集团，三家总资产总额超过 13000 亿美

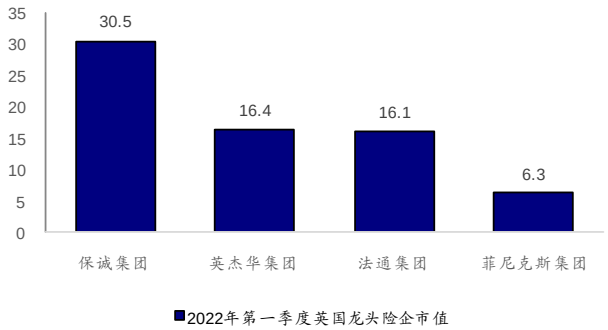
元。其中，2022 年第一季度末市值最高的是保诚集团，为 305 亿英镑。据 Insurance Europe 统计，2017 年寿险行业前五大巨头的保费收入占英国总保费收入的 70.7%，可以看出英国龙头险企占据了市场的绝大部分份额，市场竞争激烈。

图59 2019 年末英国龙头险企总资产（10 亿美元）



资料来源：Kieconomics，海通证券研究所

图60 2022 年第一季度末英国龙头险企市值（10 亿英镑）



资料来源：Advratings，海通证券研究所

3.6保诚集团：全球广布局，抓住新兴市场

公司发展特征：保诚集团是英国最大的保险公司，创立于 1848 年。英国保诚集团历史悠久，经历了第一、第二次世界大战战争理赔、泰坦尼克邮轮沉没事件理赔等重大历史事件，始终以良好的诚信和及时迅速的赔付享誉国际。2019 年时，英国保诚管理的资产已超过 4430 亿英镑，在全球拥有超过 2300 万名客户，并分别于伦敦、中国香港、新加坡及纽约股票交易所上市。

表 16　英国保诚集团的历史事件

时间	事件
1854 年	保诚推出“一便士保单”，劳工阶级以保费 1 便士即可拥有创新的“工人保险”。
1856 年	保诚抓住机会开创了婴儿保险。
1871 年	保诚成为伦敦第一家雇佣女性的保险公司。
1912 年	泰坦尼克邮轮沉没事件中共有 1500 余人罹难，保诚理赔了其中的 324 人。

资料来源：英国保诚集团官网，海通证券研究所

战略模式与业务板块：全球广布局，抓住新兴市场的发展机会稳步迈进。1）1923 年，印度成为英国保诚集团海外第一个据点，随后，保诚集团在加拿大、中国香港纷纷开拓市场。2）保诚集团于 2019 年末分拆英国及欧洲业务，逐步把重心转入亚洲和非洲，目前在这些市场中提供零售金融服务和基金管理服务。

保诚集团根据每个市场的特点开展不同的战略规划：1）在保险渗透率偏低的亚洲和非洲各地大力推动寿险和健康保障产品；2）在中国、印度、印尼及泰国这四个规模最大的经济体上挖掘增长潜力，推动渠道的规模化和业务模式数码化；3）保诚中国香港业务可以为中国香港本地居民提供危疾、医疗福利和寿险保障服务，保诚选择继续扩展产品系列，例如面向中端人群的“保诚自愿医保尚宾计划”医疗报销产品，以满足客户的保障需要。

表 17 英国保诚集团的发展历程

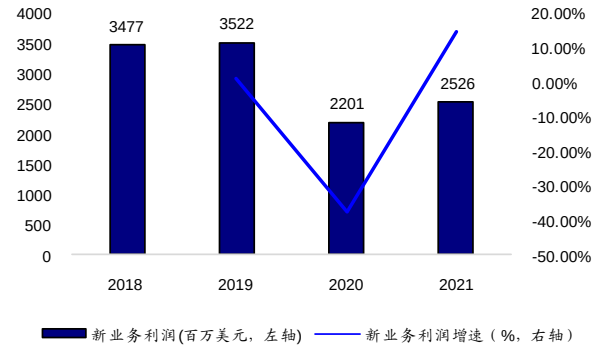
时间	事件
1923 年	印度成为英国保诚集团海外第一个据点。
1926 年	保诚建立公众部（Publicity Department），推出一系列保障家庭生活的新保单。
1929 年	基于内部员工养老计划的技术经验，保诚创立团体养老保险业务。
1986 年	保诚通过收购 Jackson National Life Insurance Company 在美国稳占市场。
1994 年	保诚集团亚洲公司成立，以拓展亚洲潜在的新业务。
1999 年	保诚收购 M&G（英国领先的单位信托投资公司）。

资料来源：英国保诚集团官网，海通证券研究所

➢ **负债端：新业务价值稳步增长**

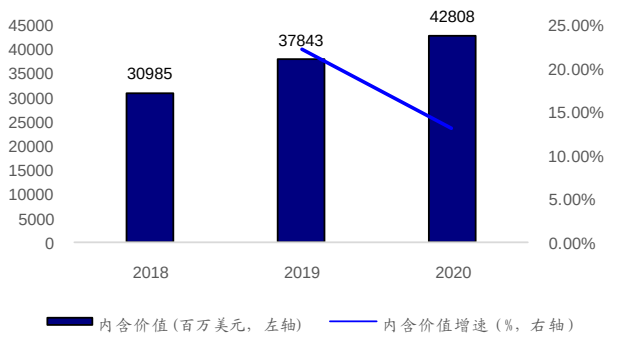
保诚集团综合实力强劲，盈利能力持续承压。1）英国保诚集团亚洲地区的**新业务利润**在 2019 年为 35.22 亿美元，同比 2018 年增长 1.29%，但在 2020 年下降至 22.01 亿美元，同比 2019 年下降 37.51%。2021 年亚洲地区的新业务利润增长至 25.26 亿美元，同比 2020 年增长 14.77%。2）2018-2020 年，英国保诚集团亚洲地区的**内含价值保持稳定增长**，由 309.85 亿美元增长到了 428.08 亿美元。3）英国保诚集团的净利润在 2016-2018 年保持稳定增长，但 2019 年下跌剧烈，2020 年略有回升但 2021 年净利润为负，ROE 的变化趋势与净利润一致。

图 61 2018-2021 英国保诚集团亚洲地区新业务利润及增速



资料来源：英国保诚集团历年年报，海通证券研究所

图 62 2018-2020 年英国保诚集团亚洲地区内含价值及增速

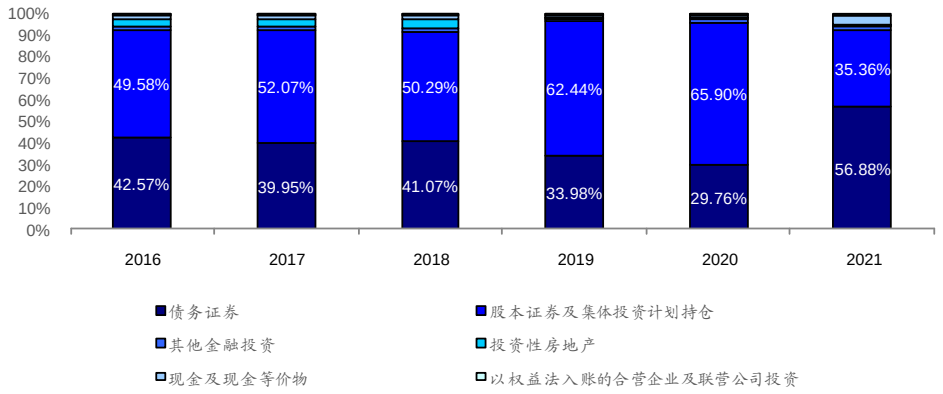


资料来源：英国保诚集团历年年报，海通证券研究所

➢ **资产端：投资结构相对稳定，投资性房地产业务转移**

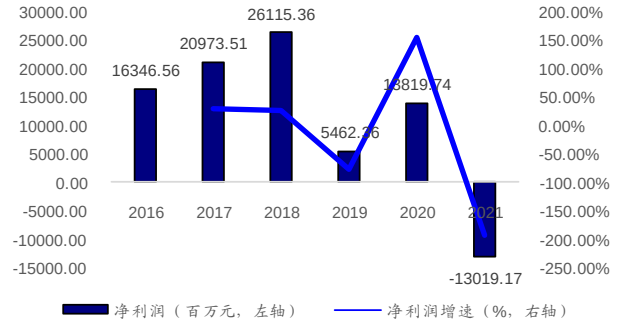
保诚集团近年来投资结构相对稳定，2021 年表现出了将投资重心由股本证券向债务证券转移的趋势。1）保诚集团的投资结构始终是以**债务证券和股本证券**占据超过 90%的比例，且股本证券的投资高于债务证券，但 2021 年发生了明显的转变，债务证券投资占比 56.88%，股本证券及集体投资计划持仓占比 35.36%。2）**投资性房地产**的投资主要集中在英国地区，由于 2019 年第四季度分拆了英国及欧洲业务，所以导致 2019 年后投资性房地产的规模大大萎缩。

图63 2016-2021 英国保诚集团投资结构（%）



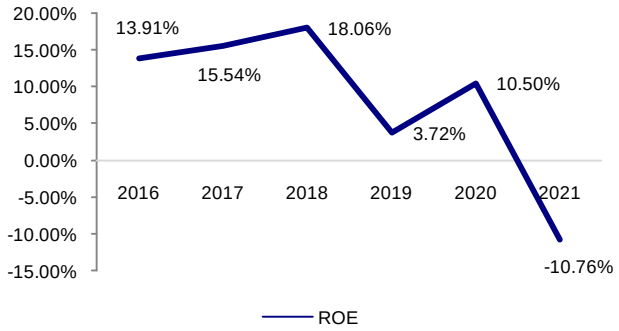
资料来源：英国保诚集团历年年报，海通证券研究所

图64 2016-2021 英国保诚集团净利润及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图65 2016-2021 英国保诚集团 ROE（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：新兴市场发展不及预期，长端利率下行。

3.7 法通保险：专注于综合金融业务的保险公司

公司发展特征：法通集团是英国著名的保险公司，专注于为客户提供综合金融服务。1）英国法通人寿保险协会（Legal & General Life Assurance Society）于 1836 年成立。2）1979 年 Legal & General Group Plc 建立，同年 7 月 2 日公司在伦敦证券交易所上市。3）法通集团的产品和服务涉及**保险业务、养老金计划、资产管理业务和投资管理**。

战略模式与业务板块：拥有独特的业务组合，相互补充，共同创造协同效应来创造价值。

法通集团采取多元化的商业模式，投资领域主要分为四块，分别为**养老金计划、直接投资、资产管理和保险。**

- **负债端：业务板块多元**

1）其中养老金计划包括针对公司的 L&G Retirement Institutional(LGRI)和针对个人的 L&G Retail(LGR)，旨在为退休职工提供保护和应有的权益。

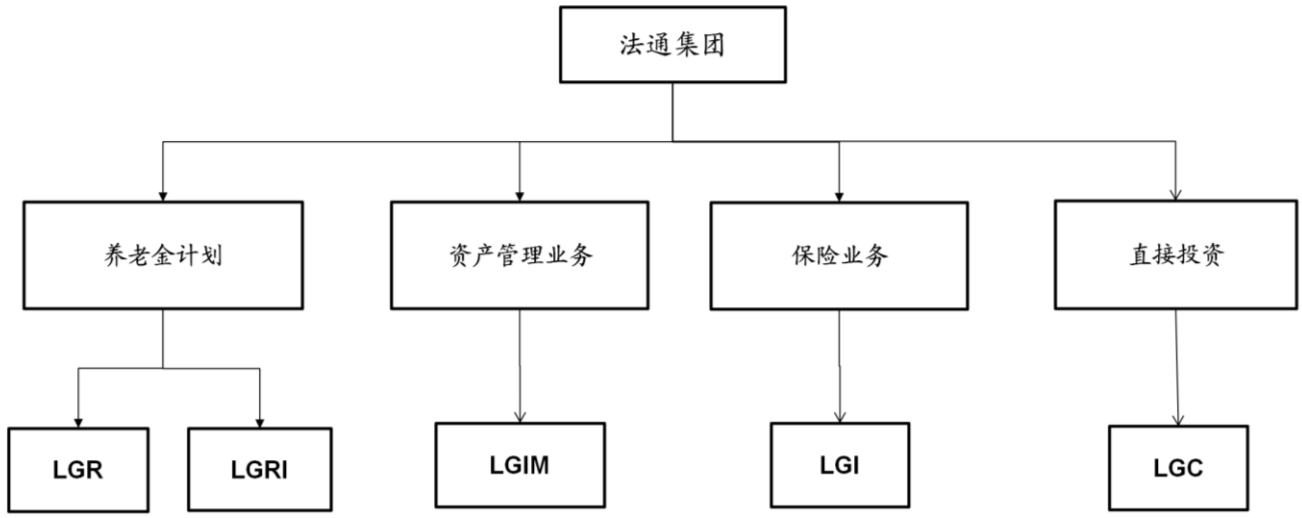
2）L&G Capital(LGC)通过直接投资实物资产和参与社区建设创造利润，体现了企业的社会责任感。

3）资管领域，Legal & General Investment Management（LGIM）是世界领先

的资产管理公司之一，管理第三方的养老金资产和内部养老金，投资策略丰富。

4）保险领域，包括 Legal & General Insurance America(LGIA)和 Legal & General Reinsurance(LGRi)，通过有效的承保、索赔管理和再保险创造利润。

图66 法通集团业务构架

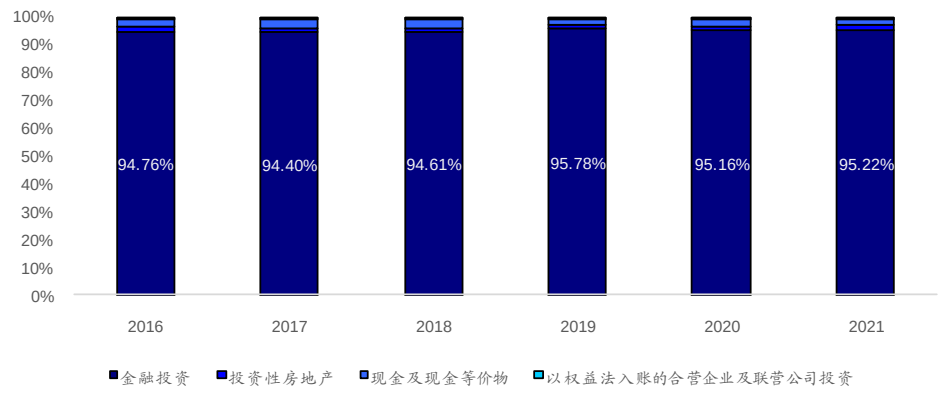


资料来源：英国法通集团官网，海通证券研究所.

- **资产端：投资结构稳定，资本状况强劲**

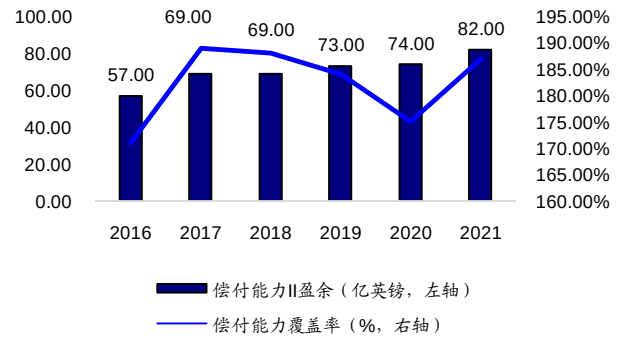
法通集团投资结构稳定，资本状况强劲。1）法通集团近年来的投资结构非常稳定，金融投资占比始终在 95%左右。2）法通集团的资本状况良好，偿付能力 II 盈余逐年上升，2021 年为 82 亿英镑，但 2017-2020 年偿付能力覆盖率不断下降，主要原因是利率下降和新的业务压力。2021 年偿付能力覆盖率有所改善。

图67 2016-2021 英国法通集团投资结构



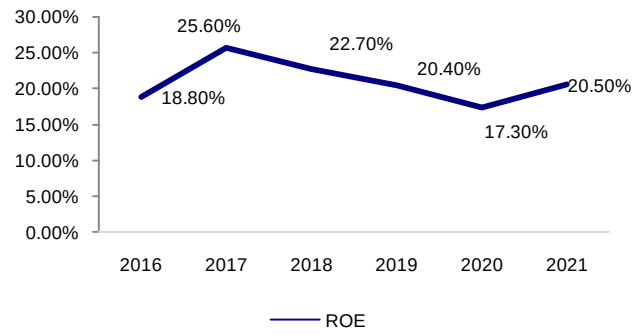
资料来源：英国法通集团历年年报，海通证券研究所

图68 2016-2021 年英国法通集团偿付能力盈余及覆盖率



资料来源：英国法通集团历年年报，海通证券研究所

图69 2016-2021 英国法通集团 ROE（%）



资料来源：英国法通集团历年年报，海通证券研究所

风险提示：综合金融服务发展受阻；金融投资收益率波动。

风险提示：长端利率持续趋势性下行；保障型保费增长不及预期。

信息披露

分析师声明

孙婷　　银行行业、非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：兴业银行,中信银行,第一创业,江苏银行,沪农商行,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中国人寿,汇丰控股,国泰君安,华兴资本控股,苏州银行,瑞达期货,上海银行,重庆银行,兴业证券,交通银行,中国银行,招商证券,东亚银行,大新银行集团,常熟银行,浙商证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；
2. 市场基准指数的比较标准：
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类　别	评　级	说　明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江 涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com

固定收益研究团队
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484 zzr13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨 锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李姝醒 02163411361 lsx11330@htsec.com
联系人
纪 尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
联系人
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭 娉(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玫翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康 璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com

电子行业
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
肖隽翀(021)23154139　xjc12802@htsec.com
华晋书 02123219748　hjs14155@htsec.com
联系人
文　灿(021)23154401　wc13799@htsec.com
薛逸民(021)23219963　xym13863@htsec.com
李　潇(010)58067830　lx13920@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
联系人
姚望洲(021)23154184　ywz13822@htsec.com
柳文韬(021)23219389　lwt13065@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙(021)23154174　ycl12224@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com
联系人
杨　蒙(0755)23617756　ym13254@htsec.com

通信行业
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com
联系人
夏　凡(021)23154128　xf13728@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com
联系人
曹　锟 010-56760090　ck14023@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
陈　宇(021)23219442　cy13115@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
赵玥炜(021)23219814　zyw13208@htsec.com
赵靖博(021)23154119　zjb13572@htsec.com
联系人
刘绮雯(021)23154659　lqw14384@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
联系人
曹有成(021)63411398　cyc13555@htsec.com

农林牧渔行业
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com

食品饮料行业
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129　lyf13079@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021) 23219356　ddl13206@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465　xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583　mhy13205@htsec.com
王祎婕(021)23219768　wyj13985@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
郭庆龙　gql13820@htsec.com
高翩然　gpr14257@htsec.com
联系人
王文杰　wwj14034@htsec.com
吕科佳　lkj14091@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
滕雪竹 0755 23963569　txz13189@htsec.com
张馨尹 0755-25597716　zxy14341@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
谭德康　tdk13548@htsec.com
王祎宁(021)23219281　wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com
张钧博　zjb13446@htsec.com
高　瑞　gr13547@htsec.com
上官灵芝　sglz14039@htsec.com
董晓梅　dxm10457@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com