

非银金融行业深度报告

寿险行业竞争格局展望：资本与监管约束强化背景下，行业分层固化格局长期延续

增持（维持）

2026 年 07 月 30 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

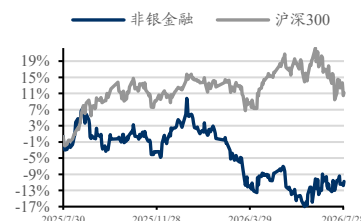
■ **历经多轮监管与产品改革，当前我国寿险行业头部分额稳固：1）1980-1996 年：寿险专业化竞争市场逐步形成。**1980 年国内保险业务恢复后，全国仅中国人保一家全国性保险经营主体。1985 年《保险企业管理暂行条例》出台，首次放开保险机构市场准入门槛，市场格局进入松动拐点。1995 年伴随产寿分业经营原则确立，寿险专业化竞争市场初步形成，彼时人保、平安、太保几乎包揽全部市场份额。**2）1997-2016 年：多元主体扩容，规模至上的增量竞争时代。**一方面，我国寿险市场参与者持续扩容：①入世后国内保险市场对外开放进程提速，人身险行业迎来合资公司集中设立的发展浪潮。②2004 年原保监会定调增加市场主体，放宽险企设立门槛，大批民营寿险集中批筹。③2009-2013 年银行系寿险批量落地，寿险行业新增渠道型竞争者。另一方面，我国寿险行业定价与产品规则持续迭代，2010 年代初万能险崛起进一步助推中小险企突围。在此背景下，寿险行业逐渐由高度垄断走向充分分散竞争。**3）2017 年至今：“资产驱动负债”彻底退场，竞争格局趋于固化。**一方面，监管驱动“资产驱动负债”彻底退场，倒逼全行业回归“保险姓保”，行业发展重心转向长期期交重疾、终身寿险、养老年金等长期保障储蓄产品，中小险企弯道超车捷径被拦断。另一方面，偿二代搭建起以风险为核心的精细化资本约束框架，显著抬升国内寿险行业准入与持续经营的资本门槛，进一步固化了寿险行业的竞争格局。2017 年之后，国内寿险行业竞争格局呈现梯队格局逐步固化的演化特征，人身险公司保费收入 CR5、CR10 在 2017 年后保持相对稳定，至 2025 年分别为 45%、60%，行业顶层优势牢固。

■ **从海外寿险市场看，头部集中趋势殊途同归：1）美国：多轮改革与周期出清，行业格局趋于集中。**1980 年代之前，美国寿险行业呈现分散、地域分割的竞争格局。1986 年税改法案在产品端层面大幅激发年金赛道活力，进一步推动市场分层加剧。此后 80 年代末美国寿险行业利差损风险持续暴露，行业迎来出清，并倒逼监管于 90 年代初落地统一的风险资本监管框架，从而进一步加固了头部机构的优势。2008 年金融危机后，美国寿险行业格局再次深度重构，寿险行业形成了分层清晰、赛道隔离、壁垒固化的稳态格局：互助制龙头垄断传统保障赛道，上市综合寿险集团分化聚焦企业福利与养老年金赛道，区域中小公司则逐步出清或转型细分领域。2025 年，美国寿险行业保费 CR5/CR10/CR20 分别为 31%/47%/67%，头部公司竞争优势突出。**2）日本：寡头壁垒贯穿始终，周期洗牌未颠覆头部竞争优势。**战后日本寿险行业实施“护送船团”的窗口指导监管体制，行业寡头稳态格局长期固化。20 世纪末日本泡沫经济带来的巨额利差损曾导致保险公司经营恶化，触发“破产潮”。历经泡沫经济破裂后续阵痛以及监管规则迭代调整之后，日本寿险行业基本出清完毕，再度步入稳定性极强的寡头竞争稳态。2024 年“大手中坚 9 社”凭借深厚渠道积淀与存量保单优势，新单保费收入、有效保单保费收入、保费等收入、总资产占行业比重分别达到 29%、44%、35%、56%，牢牢把控行业话语权。

■ **寿险行业未来竞争格局展望：分层固化格局将长期延续：**①头部公司的寡头壁垒将持续加固，行业集中度长期维持高位。②行业加速优胜劣汰，尾部中小险企持续出清，中小机构分化加剧，仅特色化玩家具备生存空间。③外资、合资寿险市场份额稳步提升，聚焦细分赛道错位竞争，但难以撼动本土头部基本盘。④产品与服务竞争取代规模竞争，养老、健康生态成为中长期核心胜负手，产服融合拉开企业差距。

■ **风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

行业走势



相关研究

《中国人寿银保渠道系列报告一：国内市场三十年演进历程复盘》

2026-07-27

《市场风格分化，均衡配置下推荐保险/券商》

2026-07-26

内容目录

1. 历经多轮监管与产品改革，当前我国寿险行业头部分额稳固	4
1.1. 1980-1996 年：寿险专业化竞争市场逐步形成	4
1.2. 1997-2016 年：多元主体扩容，规模至上的增量竞争时代	6
1.2.1. 牌照供给全面放开，市场参与者持续扩容	6
1.2.2. 定价与产品规则迭代，万能险崛起推动中小险企突围	8
1.3. 2017 年至今：“资产驱动负债”彻底退场，竞争格局趋于固化	12
1.3.1. “资产驱动负债”彻底退场，全行业转向长期价值保障赛道	12
1.3.2. 资本投资约束收紧，从制度层面固化分层竞争格局	14
2. 从海外寿险市场看，头部集中趋势殊途同归	15
2.1. 美国：多轮改革与周期出清，行业格局趋于集中	15
2.2. 日本：寡头壁垒贯穿始终，周期洗牌未颠覆头部竞争优势	19
3. 寿险行业未来竞争格局展望：分层固化格局将长期延续	21
4. 风险提示	22

图表目录

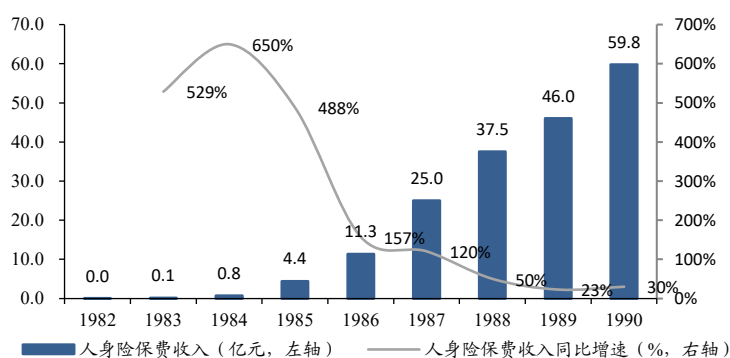
图 1:	1982-1990 年我国人身险保费收入及同比增速	4
图 2:	人寿保险保费与总保费收入及同比增速	6
图 3:	我国人寿险保费收入占总保费收入比重	6
图 4:	1997-2016 年人身险公司数量 (家)	8
图 5:	1993-1999 中国一年期整存整取存款利率与寿险预定利率变动情况	9
图 6:	2012-2016 年寿险各细分险种保费占比	10
图 7:	2001-2016 年人身险公司保费集中度	12
图 8:	2015-2019 年保险行业万能险保费占寿险比重	13
图 9:	2013-2025 年人身险公司保户投资款新增缴费	13
图 10:	2017-2024 年人身险公司数量 (家)	15
图 11:	2017-2025 年人身险公司保费集中度	15
图 12:	1940-1980 年美国寿险保费	16
图 13:	1950-1980 年美国寿险公司数量 (家)	16
图 14:	1970-2024 年美国寿险业收入结构	16
图 15:	美国有效联邦基金利率 (EFFR)	17
图 16:	1975-1995 年美国寿险行业资产配置情况	17
图 17:	1980-1995 年美国人身险公司破产数量 (家)	17
图 18:	1970-2024 年美国寿险公司数量 (家)	17
图 19:	2019-2025 年美国寿险公司保费收入集中度	18
图 20:	日本十年期国债收益率走势 (%)	20
图 21:	20 世纪 90 年代日本寿险业风险资产配置比例较高	20
图 22:	日本生命保险行业协会会员数量 (家)	21
表 1:	1996 年各保险公司及其市场份额	5
表 2:	入市初期合资人身险公司迎来设立潮	6
表 3:	2004 年保监会集中批复 18 家中资保险公司	7
表 4:	2012-2014 年险资投资持续松绑	9
表 5:	保险资金投资范围的历史变革	10
表 6:	2014-2016 年人身险公司保费收入 Top 10	11
表 7:	2016 年起监管持续退出针对万能险的监管政策	12
表 8:	偿一代和偿二代监管框架对比	14
表 9:	日本寿险市场集中度	19
表 10:	日本寿险公司破产情况	20
表 11:	2024 年日本寿险市场保费收入和总资产市场份额情况	21

1. 历经多轮监管与产品改革，当前我国寿险行业头部份额稳固

1.1. 1980-1996 年：寿险专业化竞争市场逐步形成

1980 年代国内保险业务恢复初期，中国人保是唯一的保险经营主体。1980 年国内保险业务恢复后，全国仅中国人保一家全国性保险经营主体。1982 年中国人保开始恢复办理人身保险业务，主力产品仅简易人身险、集体企业养老年金两类，全部依托机关、企事业单位工会、财务渠道做团体批量承保，没有面向个人的市场化销售模式，市场无任何竞争主体。人身险业务依附人保内部业务板块开展，不存在独立寿险经营机构，市场格局由中国人保独家垄断。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%。

图1：1982-1990 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

1985 年《保险企业管理暂行条例》出台，首次放开保险机构市场准入门槛，市场格局进入松动拐点。1985 年 3 月，国务院颁布《保险企业管理暂行条例》，允许经央行审批设立多元所有制保险经营主体，为区域性、股份制险企落地提供法规依据，直接改写寿险行业竞争底色，为后续多元主体诞生提供制度基础。自此，我国寿险市场从绝对垄断转向人保绝对主导、少量区域性/股份制新主体补充的弱竞争格局，寿险业务仍全部混业经营，未单独拆分寿险公司。1986 年新疆生产建设兵团农牧业保险公司成立，仅服务兵团区域，人身险业务体量微乎其微；1988 年国内首家股份制地方性保险公司平安保险在深圳成立，初期仅限深圳本地经营，人身险业务规模极小；1991 年交通银行发起设立中国太保，正式具备全国展业资质，由此形成人保、平安、太保三家中资全国性保险主体并存的雏形。

1992 年友邦携代理人制度入局，外资险企开始形成补充。1992 年 9 月友邦上海分公司正式开业，成为改革开放后首家进入内地市场的外资寿险机构。其首次将成熟的个人保险代理人制度引入内地，组建首批专业营销队伍，推行无底薪、高佣金的市场化激励模式，把保险销售从“坐商”变为主动上门拓客的“行商”，开辟个人寿险全新赛道。彼时本土险企仅依靠企事业单位渠道做团险，个人保障业务几乎空白；平安、太保、人保

迅速跟进复刻代理人体系，行业竞争核心从对公团体业务转向个人零售市场，代理人渠道此后数十年成为寿险保费增长核心支柱，直接催生行业人力规模快速扩张。

1995 年《保险法》确立产寿险严格分业经营制度，市场经营主体向专业化方向分化。1995 年《保险法》明确“同一保险人不得同时兼营财产保险业务和人身保险业务”的硬性约束，直接推动行业启动机构拆分改革，由此诞生一批专业化寿险经营主体，打破了混业时代业务捆绑带来的资源倾斜壁垒。同时，独立经营要求寿险企业建立专属精算、个险营销与长期资金管理体系，也推动形成了寿险领域的竞争秩序。

伴随产寿分业经营原则确立，寿险专业化竞争市场初步形成，人保、平安、太保几乎包揽全部市场份额。1996 年，原中国人民保险公司分拆为中保人寿（现中国人寿）与中保财产（现中国人保），平安、太保同步设立独立寿险子公司，新华、泰康两家全国性专营寿险公司获批设立，寿险专业化竞争市场初步成型。同年，央行要求所有保险机构分产险、寿险两套法人报表独立上报，首次完整统计每家寿险公司单独保费、人力、资产、区域业务。从 1996 年市场份额数据来看，人保寿险、平安寿险、太保寿险分别占据 63.95%、21.59%、11.60% 的寿险保费份额，三家合计市占率高达 97.14%，几乎包揽全部寿险市场业务，行业寡头垄断格局充分显现，而同期泰康、新华等新设专业寿险公司以及外资区域分支机构份额尚微，暂未对头部三强形成有效竞争冲击。

表1：1996 年各保险公司及其市场份额

公司名称	成立时间	营业区域	寿险保费 (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	1949.1	全国	212.87	63.95%	634	74.03%
新疆兵团	1986.7	新疆	0.15	0.05%	2.4	0.28%
香港民安保险海南和深圳分公司	1987	区域性			0.46	0.05%
中国平安	1988.3	全国	71.86	21.59%	105	12.26%
中国太保	1991.4	全国	38.62	11.60%	98.2	11.47%
美国友邦保险上海及广州分公司	1992.9、1996.1	区域性	5	1.50%	6	0.70%
日本东京海上保险上海分公司	1994.11	区域性			0.35	0.04%
天安保险	1994.12	区域性			2.8	0.33%
大众保险	1995.1	上海			2.2	0.26%
泰康人寿	1996.8	全国	1.47	0.44%	1.47	0.17%
新华人寿	1996.9	全国	2.6	0.78%	2.6	0.30%
华泰财险	1996.8	全国			0.41	0.05%
永安保险	1996.8	区域性			0.046	0.01%
华安财险	1996.1	区域性	0.28	0.08%	0.52	0.06%
中宏人寿	1996.11	区域性				
瑞士丰泰保险上海分公司	1996.12	区域性				
美国美亚保险广州分公司	1996.1	区域性				
总计			332.85	100%	856.46	100%

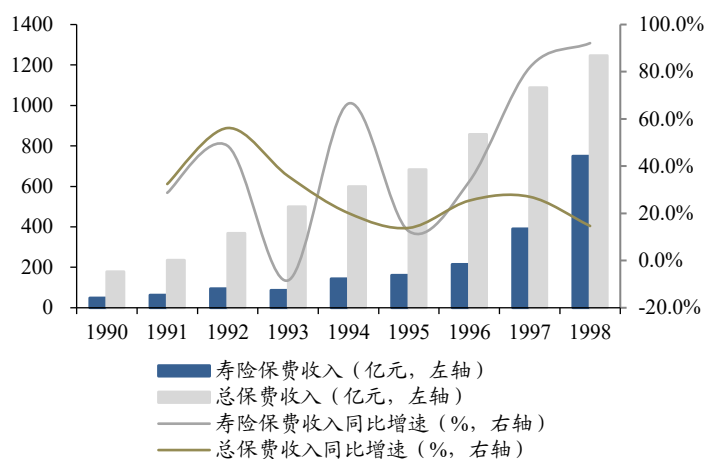
数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

1.2. 1997-2016 年：多元主体扩容，规模至上的增量竞争时代

1.2.1. 牌照供给全面放开，市场参与者持续扩容

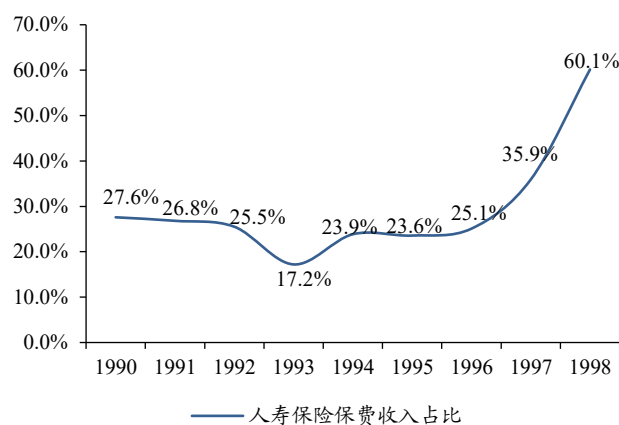
1998 年寿险保费占比首超产险，寿险成为保险业务中最主要的险种。1) 寿险保费收入自 1991 年 63.2 亿元迅速增长至 1998 年 750 亿元，年复合增长率达到 42.4%，超过总保费收入的 26.9%。1994 年，我国人寿保险保费收入首次超过 100 亿元，同比增速达到 66.5%。2) 人寿保险保费收入占比不断提升，1991-1996 年均在 25% 左右，1997 年后因高预定利率引发购买寿险热潮，开始提升到 35.9%，截止 1998 年占比为 60.1%。分业经营及混业经营的实施激发了人身险的活力，1998 年开始，寿险成为保险业务中最主要的险种。

图2：人寿保险保费与总保费收入及同比增速



数据来源：《中国保险业发展报告 2003 年》，东吴证券研究所

图3：我国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

入世后国内保险市场对外开放进程提速，人身险行业迎来合资公司集中设立的发展浪潮。2001 年中国正式加入 WTO，入世双边协议明确刚性约束，外资寿险主体不得设立独资机构，仅能以合资形式落地，外资持股上限 50%，且外方可自主挑选中方合作方，由此催生了大量中外合资人身险主体落地。彼时境外保险企业具备成熟的寿险运营体系、精细化精算技术、长期价值经营逻辑与丰富的个人代理渠道管理经验，而国内合作方拥有本土渠道资源、客群认知与本地经营资质，双方优势互补的合资模式成为外资入局的最优选择。大量中外资企业携手发起设立寿险公司，市场供给主体快速丰富，彻底打破了此前国内寿险市场主体偏少、竞争格局单一的局面。

表2：入市初期合资人身险公司迎来设立潮

公司名称	设立年份	设立主体
中信保诚人寿（原名信诚人寿）	2000 年	中信集团+英国保诚集团
交银人寿（原交银康联人寿）	2000 年	交通银行+ MS&AD 保险集团
光大永明人寿	2002 年	光大集团+加拿大永明金融
中意人寿	2002 年	中石油+意大利忠利保险
中荷人寿（原首创安泰人寿）	2002 年	首创集团+荷兰保险集团

北大方正人寿（原海尔纽约人寿）	2002 年	海尔集团+纽约人寿保险
中英人寿	2003 年	中粮资本+英国英杰华集团
同方全球人寿（原海康人寿）	2003 年	同方股份+荷兰全球人寿
恒安标准人寿	2003 年	天津泰达+英国标准人寿
长生人寿	2003 年	长城资管+日本生命保险
招商信诺人寿	2003 年	招商银行+美国信诺保险集团
陆家嘴国泰人寿	2004 年	陆家嘴金融发展有限公司+台湾国泰人寿
瑞泰人寿	2004 年	国家能源集团资本控股+南非耆卫集团
中美联泰大都会人寿（原大都会人寿）	2005 年	上海联和投资+美国大都会集团
中银三星人寿（原中航三星人寿）	2005 年	中航集团+韩国三星生命保险

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2004 年原保监会定调增加市场主体，放宽险企设立门槛，大批民营寿险集中批筹。

2004 年 2 月，原保监会主席吴定富在国新办记者招待会上明确表示，保监会将培育多层次的保险市场体系，完善保险公司市场准入机制，增加市场主体，为保险市场注入活力。同年，为对冲保险业全面对外开放带来的外资竞争压力，原保监会正式公布《保险公司管理规定》，将设立全国性保险公司时所需要的最低注册资本金由 5 亿元降低到 2 亿元，同时明确凡是符合《公司法》要求的投资者和股权结构合理的公司都可以向保监会提出投资设立保险公司的申请，从而大大降低保险公司市场准入门槛。在此监管基调下，2004 年保监会集中发放 18 张中资保险牌照，包括 8 家寿险公司、3 家健康险公司、7 家财险公司，以民营背景居多。

表3：2004 年保监会集中批复 18 家中资保险公司

寿险公司（8 家）	国民人寿、平泰人寿、昭德人寿、华夏人寿、联合人寿、国信人寿、国华人寿、颐和人寿
健康险公司（3 家）	阳光健康险、昆仑健康险、正华健康险
财险公司（7 家）	永诚产险、华农产险、安邦产险、安华农业险、万全汽车险、渤海产险、东安产险

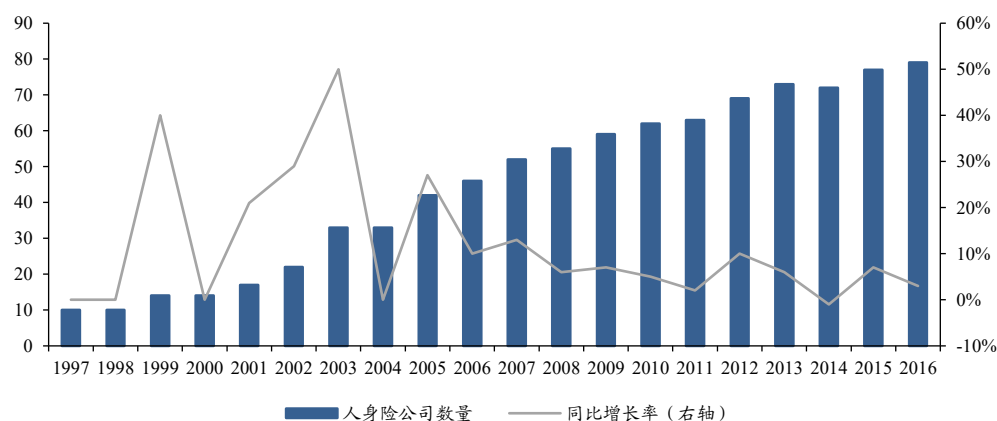
数据来源：经纪观察网，东吴证券研究所

2009-2013 年银行系寿险批量落地，寿险行业新增渠道型竞争者。2009 年印发《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》，放开银行控股寿险公司的准入路径。相较于传统寿险公司，银行系寿险坐拥母行独家网点渠道与海量存量储户资源，渠道获客成本更低、客户转化效率更高；同时，依托银行股东雄厚资本与综合金融协同优势，可联动存款、理财等场景批量销售储蓄型、年金类产品，起步阶段规模扩张速度更快，在银保赛道形成难以撼动的渠道壁垒。2009 至 2013 年间中邮人寿、交银康联、建信人寿、工银安盛、农银人寿、招商信诺等一批银行系寿险公司集中落地，为原本以传统中资头部、合资寿险为主体的人身险市场新增了具备天然渠道壁垒的竞争者，进一步改写了银保赛

道乃至全行业的竞争格局。

1997-2016 年，在对外开放与市场化改革双重驱动下，我国人身险行业经营主体持续扩容。1997 年全国人身险公司仅 10 家，市场供给主体稀缺、行业竞争格局单一。伴随入世保险准入放宽、银行系寿险试点落地等一系列改革举措推进，行业机构总量长期保持上行态势。2016 年，我国人身险公司数量已达 79 家，较 1997 年增长超 7 倍，直观印证二十年间行业供给主体不断丰富、市场参与力量持续壮大的发展轨迹。

图4：1997-2016 年人身险公司数量（家）

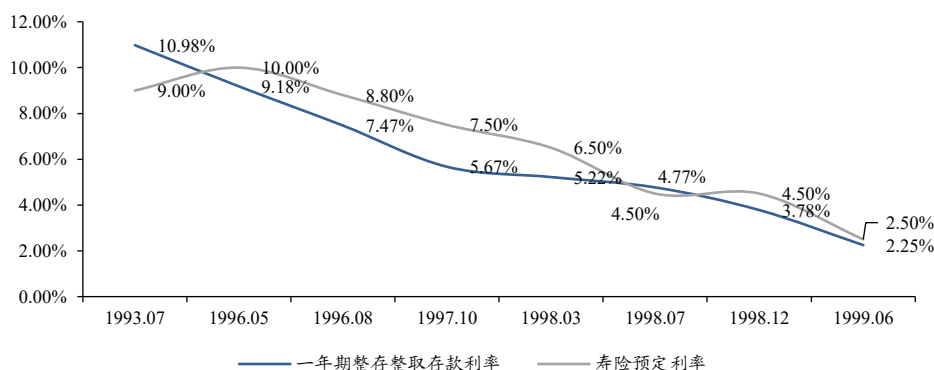


数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

1.2.2. 定价与产品规则迭代，万能险崛起推动中小险企突围

1997-1999 年央行连续下调传统寿险预定利率，倒逼新型理财产品创新，打破龙头单一产品垄断。20 世纪 90 年代初期，寿险产品预定利率挂钩银行存款利率。1996 年 5 月起央行开启降息周期，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，原保险监管机构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。在统一低预定利率压制传统寿险吸引力后，行业被动开启产品创新。1999-2000 年，投连、万能、分红险相继落地，行业竞争赛道从单一固定利率保障产品转向兼顾浮动收益的理财类寿险，为后续市场格局持续分散埋下底层制度伏笔。

图5: 1993-1999 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

2012 年起险资投资全面松绑, 打开高收益配置空间, 为万能险高结算利率提供底层支撑。2012 年保险投资新政 13 条、2014 年大类资产比例改革、2014 年保险业新“国十条”形成连续的松绑政策组合, 从渠道、比例、品类等方面拓宽保险资金投资边界。2012 年起监管开启险资投资全面松绑, 通过 13 条投资新政拓宽股权、不动产、信托非标、境外投资等高收益资产渠道, 2014 年大类资产比例改革取消各品种割裂限额、大幅放开权益与不动产配置空间, 叠加新“国十条”放开并购基金、基建投资计划等长期实体工具, 搭建起收益率显著高于传统存款、利率债的多元资产池, 持续抬升行业整体投资收益水平。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。

表4: 2012-2014 年险资投资持续松绑

时间	政策	主要内容
2012.06	保险投资新政 13 条	允许保险机构开展融资融券业务; 允许保险机构参与境内及境外金融衍生品交易; 拓宽保险资金境外投资品种和范围; 允许基金、券商受托管理保险资金; 允许保险机构投资券商发起设立的集合资产管理计划、信托公司的集合资金信托计划、商业银行发起的信贷资产支持证券及保证收益型理财产品等。
2014.01	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季末总资产的监管比例分别不高于 30%、30%、25%、15%。此前监管对股票、公募基金、未上市股权、不动产、信托、债权计划全部单独划定比例上限, 各品种额度池完全割裂, 一类用满不能挪用另一类额度。
2014.08	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(保险业“国十条”)	①定位险资长期资金属性, 鼓励投向基建、棚改、城镇化、战略新兴产业; ②拓宽股权投资工具: 明确允许并购基金、夹层基金、不动产基金、创投基金; ③机构创新: 设立基建、养老、不动产专业保险资管子公司; 试点保险系公募基金; ④创新标准化工具: 探索险资发起、投资 ABS 资产证券化; ⑤持续扩大境外投资范围。

数据来源: 原保监会, 每日经济新闻, 国务院, 东吴证券研究所

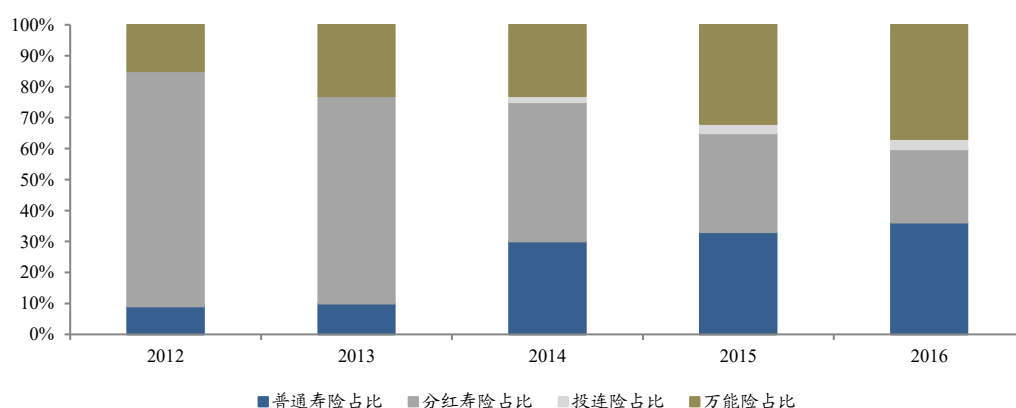
表5: 保险资金投资范围的历史变革

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

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。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。叠加前期险资投资松绑带来的高资产收益支撑，万能险保费规模迎来爆发式增长。2012-2016 年，万能险在寿险中的保费占比由 14% 提升至 37%。

图6: 2012-2016 年寿险各细分险种保费占比



数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

政策影响下，一批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。

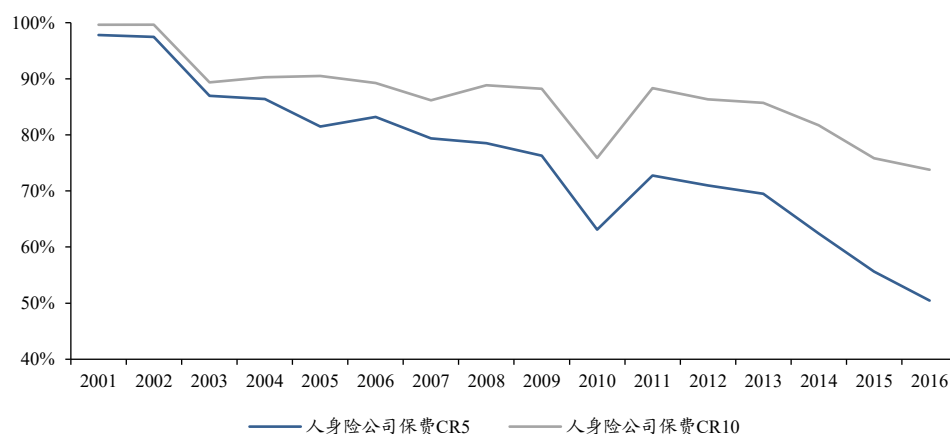
表6: 2014-2016 年人身险公司保费收入 Top 10

2014			2015			2016		
公司	保费收入 (亿元)	市场份额	公司	保费收入 (亿元)	市场份额	公司	保费收入 (亿元)	市场份额
国寿股份	3310	26%	国寿股份	3640	23%	国寿股份	4305	20%
平安寿险	1740	14%	平安寿险	2084	13%	平安寿险	2752	13%
新华人寿	1099	9%	新华人寿	1119	7%	太保寿险	1374	6%
太保寿险	987	8%	太保寿险	1086	7%	人保寿险	1374	6%
人保寿险	786	6%	人保寿险	894	6%	安邦人寿	1142	5%
泰康人寿	679	5%	太平人寿	799	5%	新华人寿	1126	5%
太平人寿	651	5%	富德生命	790	5%	和谐健康	1070	5%
安邦人寿	529	4%	泰康人寿	760	5%	富德生命	1022	5%
富德生命	367	3%	安邦人寿	545	3%	太平人寿	944	4%
中邮人寿	220	2%	阳光人寿	313	2%	泰康人寿	898	4%

数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

1997-2016 年，寿险行业逐渐由高度垄断走向充分分散竞争。1997-2016 年，伴随市场准入放开带来行业经营主体不断扩容，叠加多轮人身险定价市场化改革落地，中小寿险公司获得了可与头部老牌企业正面竞争的产品工具与发展路径。从集中度数据可见，人身险保费 CR5、CR10 自接近 100% 的高度垄断水平一路下行，CR5 由 2001 年的 98% 回落至 2016 年 50%、CR10 由 2001 年的 100% 降至 74%，完整反映出市场准入放宽、定价机制市场化共同推动行业竞争加剧的情况。在这一阶段，市场格局逐步走向分散，头部企业市场份额呈现逐年萎缩的长期趋势。

图7：2001-2016 年人身险公司保费集中度



数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

1.3. 2017 年至今：“资产驱动负债”彻底退场，竞争格局趋于固化

1.3.1. “资产驱动负债”彻底退场，全行业转向长期价值保障赛道

2017 年 5 月原保监会发布 134 号文，成为寿险行业竞争格局固化的起点。中小险企押注中短期万能险背景下，保险资金形成短钱长投的期限错配，叠加中小险企资本薄弱，行业流动性与利差损风险持续累积。同时，前海人寿举牌万科、安邦激进资本运作等事件进一步暴露短期理财型负债带来的资本市场扰动隐患。在此背景下，2016 年起监管连续下发多份文件约束中短存续期产品规模、比例与销售行为。2017 年 5 月，原保监会发布《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（134 号文），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，回归保障的本质。

表7：2016 年起监管持续退出针对万能险的监管政策

时间	政策	内容
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	明确针对万能险业务经营存在问题，并且整改不到

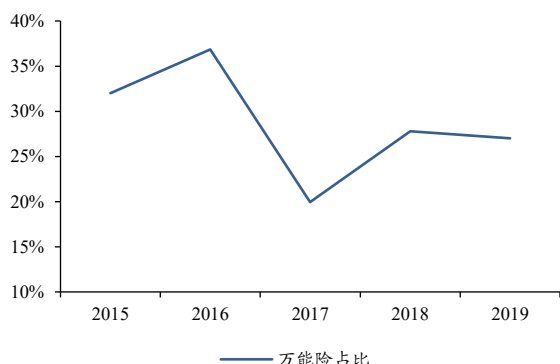
	险监管，坚决遏制违规行为》	位的前海人寿采取停止开展万能险新业务的监管措施。
2017年5月	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	明确禁止万能险、投连险以附加险形式存在，要求保险产品都要回归传统的设计理念。在政策上提出“保险姓保”，明确寿险产品降低投资性质，回归保障的本质。

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

2018年原保监会对安邦集团实施接管，成为资产驱动负债模式走向终结的又一里程碑。134号文发布背景下，安邦人寿存量万亿级短期保单兑付压力集中暴露，风险逐步显性化。2018年2月23日原保监会依法对安邦保险集团实施接管，同步对实控人吴小晖提起公诉。风险处置阶段，保险保障基金向安邦注资608.04亿元填补资本金缺口，2019年新设大家保险集团承接安邦人寿、养老、资管全部保险业务与存量保单，2020年2月监管正式结束接管、完成全部存量短期理财保单兑付，原安邦集团后续进入清算流程。此次事件成为资产驱动负债模式风险出清的标志性事件。

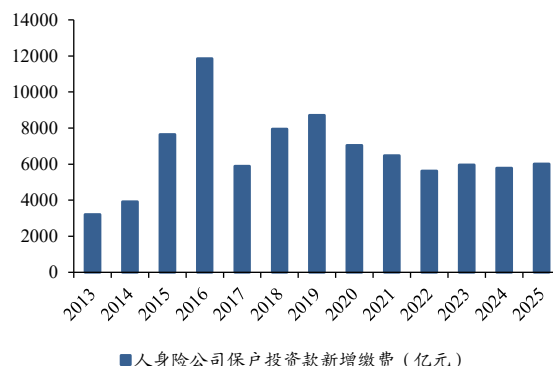
政策倒逼全行业回归“保险姓保”，行业发展重心转向长期期交重疾、终身寿险、养老年金等长期保障储蓄产品。政策推动下，万能险上涨势头被终止，2017年保户投资款新增缴费（以万能险保费为主）同比下降50%，行业产品端重心逐步重回保障功能。在业务转型过程中，头部险企与中小险企经营出现显著分化：国寿、平安、太保等头部险企早已搭建百万级成熟个险代理人队伍，线下网点覆盖全国，长期保障型业务占比本就处于行业高位，转型压力极小，稳定承接居民长期保障与储蓄需求，市场份额持续提升；中小险企缺乏成熟个人营销渠道，仅能依赖成本高昂的银保趸交业务，长期期交转型投入大、见效慢，保费规模持续萎缩，扩张能力大幅受限。行业产品端竞争逻辑由短期收益率比拼转为品牌、服务、长期客户经营能力比拼，寿险梯队分层、头部优势固化的趋势正式确立。

图8：2015-2019年保险行业万能险保费占寿险比重



数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

图9：2013-2025年人身险公司保户投资款新增缴费



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 资本投资约束收紧，从制度层面固化分层竞争格局

偿二代搭建起以风险为核心的精细化资本约束框架，显著抬升国内寿险行业准入与持续经营的资本门槛，进一步固化了寿险行业的竞争格局。2016 年之前我国保险行业实行“偿一代”监管体系，对于资本的要求相对简单粗放，保险公司资本需求只和保费、准备金规模挂钩，无法匹配 2010 年后寿险多元化、理财化、险资跨市场投资的行业环境，最终催生全行业系统性风险隐患。在此背景下，“偿二代”应运而生，于 2016 年开始实施，核心逻辑是风险导向资本约束（保险公司每做一笔业务、每一类资产都要计提对应最低资本；风险越高，消耗资本越多，资本不足会直接触发监管强制措施）。在偿二代监管体系下，资本实力雄厚、存量优质资产储备充足、风控体系完善的头部寿险公司能够从容适配不同业务线的最低资本计提要求，凭借规模效应压低运营边际成本持续扩大市场份额。相比之下，中小险企受制于内源资本补充空间狭窄、风控建模能力不足等短板，开展高风险业务将面临较重的资本消耗，业务拓展受到刚性约束，更偏向退守小众细分赛道寻求差异化生存，跨梯队突破的难度大幅提升。叠加“偿二代”配套的偿付能力动态监管、分级监管举措强化了对弱资质机构的约束调控，行业出清节奏趋于平缓有序，头部梯队的领先壁垒不断加厚，中长期推动寿险行业形成分层清晰、梯队切换放缓的稳态竞争格局。

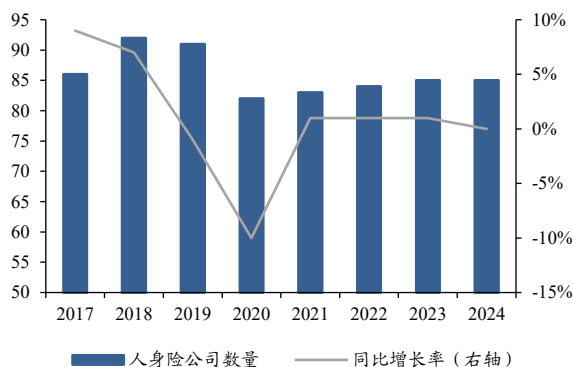
表8：偿一代和偿二代监管框架对比

	偿一代（C-CROSS I）	偿二代（C-CROSS II）
实施时间	2008 年	2016 年
核心导向	规模导向： 按保费 / 准备金固定比例算资本	风险导向： 资本与风险精准挂钩
监管框架	单一量要求	三支柱： 定量 + 定性 + 市场约束
监管指标	只有一项偿付能力充足率指标，要求不低于 100%，并且将满足监管要求的保险公司分为①充足 I 类公司（偿付能力充足率在 100% 到 150% 之间）和②充足 II 类公司（偿付能力充足率高于 150%）	要求同时满足以下三项标准： ①核心偿付能力充足率不低于 50%； ②综合偿付能力充足率不低于 100%； ③风险综合评级不低于 B 级
实际资本计量	对实际资本不分层，即全部视为核心资本，无核心/附属的区分	按照资本不同属性进行分层，划分为 核心资本 （核心一级、核心二级）和 附属资本 （附属一级、附属二级）
最低资本计量	采用较粗放的固定比例法，不区分业务风险。以长期人身险业务为例，最低资本=投连险期末寿险责任准备金*1%+其他产品期末寿险责任准备金*4%+保险期间在 < 3 年/3-5 年/> 5 年的定期死亡风险保额分别*0.1%/0.15%/0.3%。	采用“ 综合因子法 ”，将可量化风险纳入定量资本要求，主要包括保险风险、市场风险、信用风险三大类。
对保险业务发展的影响	对保险业务不做风险区分，重规模、轻质量，导致保险公司具备更强冲规模的积极性	将资本要求与业务风险挂钩，引导行业从“冲规模”转向“重保障、重风险”

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

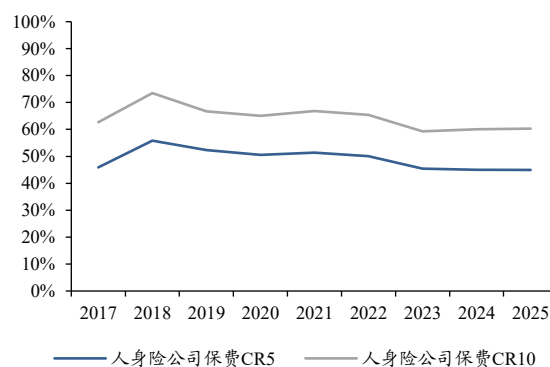
2017 年之后，国内寿险行业竞争格局呈现梯队格局逐步固化的演化特征。从市场主体维度来看，人身险公司数量在 2017-2020 年经历一轮明显缩减，2020 年行业主体数量相对固定，表明行业牌照扩张周期落幕。集中度层面，人身险公司保费收入 CR5、CR10 在 2017 年后保持相对稳定，至 2025 年分别为 45%、60%，行业顶层优势牢固。

图10: 2017-2024 年人身险公司数量(家)



数据来源: 中国保险年鉴, 东吴证券研究所

图11: 2017-2025 年人身险公司保费集中度



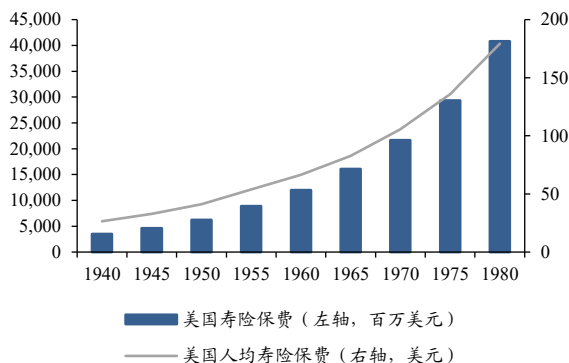
数据来源: 中国保险年鉴, 东吴证券研究所

2. 从海外寿险市场看，头部集中趋势殊途同归

2.1. 美国：多轮改革与周期出清，行业格局趋于集中

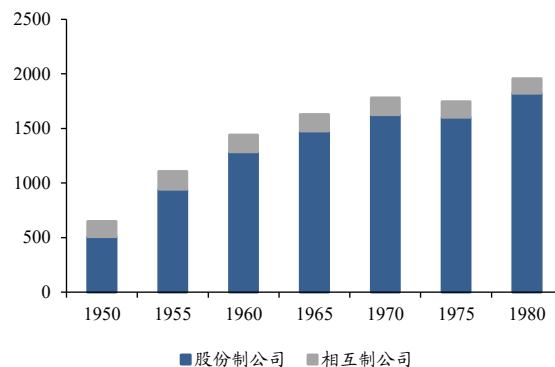
1980 年代之前，美国寿险行业呈现分散、地域分割的竞争格局。二战结束后，居民中产群体持续扩容，家庭死亡保障、企业员工抚恤的基础保险需求全面爆发（1940-1980 年，全美寿险保费由 35 亿美元增长至 408 亿美元，人均寿险保费由 26 美元增长至 179 美元），叠加各州差异化保险监管、准入门槛宽松，为行业大量新主体入场创造土壤。从供给主体看，全美寿险经营机构数量持续扩张，由 1950 年 649 家增至 1980 年 1958 家，大量区域性小型险企、细分特色机构长期共存。从渠道层面看，行业以险企专属代理人销售为主，跨区域拓客成本偏高，天然形成地域壁垒，进一步固化分散竞争格局。从产品层面看，市场供给以定期寿险、传统分红终身寿险等纯保障品类为主，尚未诞生万能险、变额年金等投资储蓄类创新产品，行业竞争聚焦分红稳定性、线下服务与本地渠道资源，赛道同质化特征显著。从业态结构来看，互助制寿险占据传统个人保障业务主流，1960 年代互助公司保费规模占行业个人寿险总量超 60%，西北互助、纽约人寿等互助企业依托专属代理人深耕区域家庭客群。

图12: 1940-1980 年美国寿险保费



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 1950-1980 年美国寿险公司数量 (家)

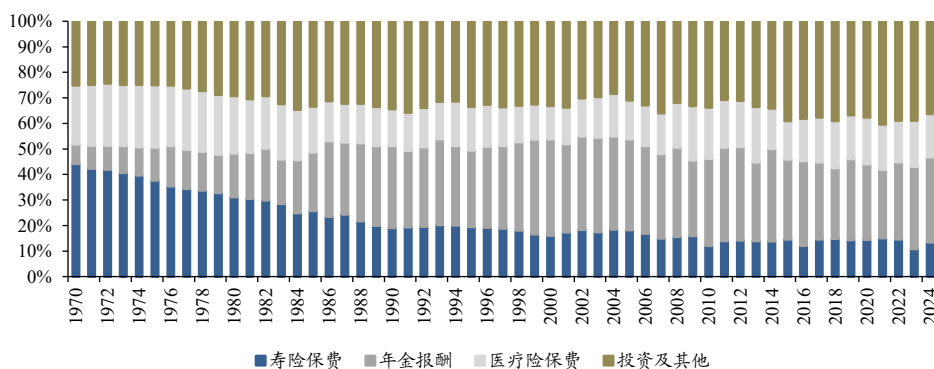


数据来源: NAIC, 东吴证券研究所

1986 年税改法案在产品端层面大幅激发年金赛道活力。20 世纪 80 年代初美国财政赤字高企，税制结构失衡，里根政府在税收流失压力下于 1986 年正式落地《税收改革法案》，从两大维度重构人身保险税收规则：①大幅压缩 IRA、401(k) 等合规退休账户税前抵扣额度，抬高提取约束门槛，削弱传统养老工具税优吸引力。②封堵趸缴终身寿险短期理财套利通道，对寿险保单提前支取、贷款收益全额按普通收入计税，仅保留年金长期养老属性对应的税收递延等核心优惠。法案落地后直接形成居民养老储蓄工具的供需转移，无法足额享受合规养老金税优的中高收入群体将零售商业年金作为替代养老载体，年金市场迎来爆发式扩容。1980-2000 年，年金报酬在寿险业收入中的占比由 17% 提升至 38%，而传统寿险保费占比则由 31% 下降至 16%。

从寿险行业竞争格局层面看，《税收改革法案》进一步推动市场分层加剧。税改法案落地背景下，寿险行业竞争主线由保障型终身寿险转向养老年金赛道，倒逼寿险公司产品体系重构。头部险企加大变额年金、指数年金研发与独立账户投研布局，依靠多元投资子账户、长期养老现金流优势拉开与中小险企的差距，中小机构因投研、渠道资源不足逐步退出年金市场，行业集中度持续提升。

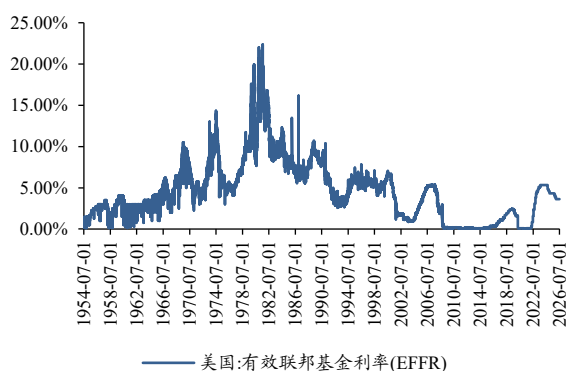
图14: 1970-2024 年美国寿险业收入结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

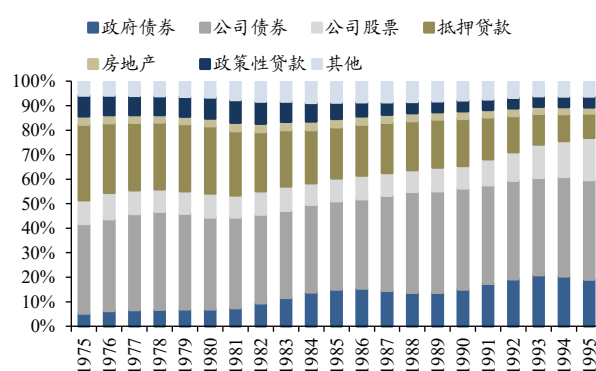
80 年代末美国寿险行业利差损风险持续暴露，推动行业出清。80 年代初美联储大幅加息对抗通胀，市场短期收益率显著高于寿险传统结算利率，行业为抢占客户推出大量高保底长期保单，锁定刚性负债成本并持续累积利差损；中小险企受渠道与资本约束，只能大规模配置垃圾债、商业地产抵押贷款等次级资产博取超额收益以覆盖负债成本，叠加各州保险监管对高风险资产投资限制宽松，行业信用风险持续堆积。1989 年垃圾债承销巨头德崇证券爆发财务丑闻，垃圾债市场价格暴跌，违约率大幅上行，重仓该类资产的寿险企业出现巨额资产减值，叠加 80 年代末房地产市场崩盘，险企被迫折价处置长久期资产，亏损持续放大，并从而引发破产潮。自 1988 年达到峰值后，美国寿险公司数量此后持续下降。

图15：美国有效联邦基金利率（EFFR）



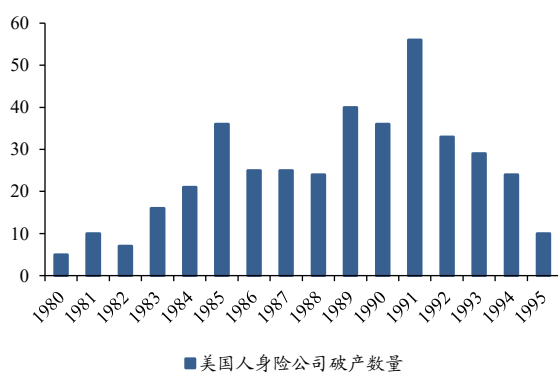
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：1975-1995 年美国寿险行业资产配置情况



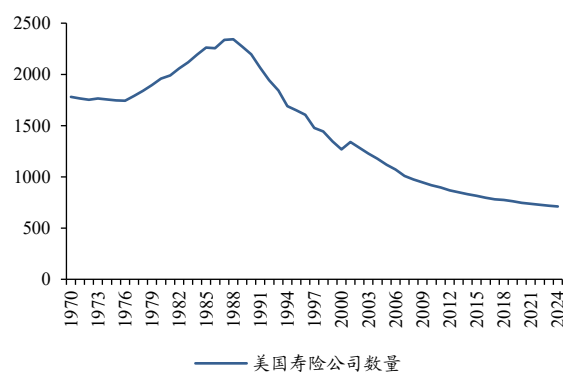
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：1980-1995 年美国人身险公司破产数量（家）



数据来源：《中国保险》，东吴证券研究所

图18：1970-2024 年美国寿险公司数量（家）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

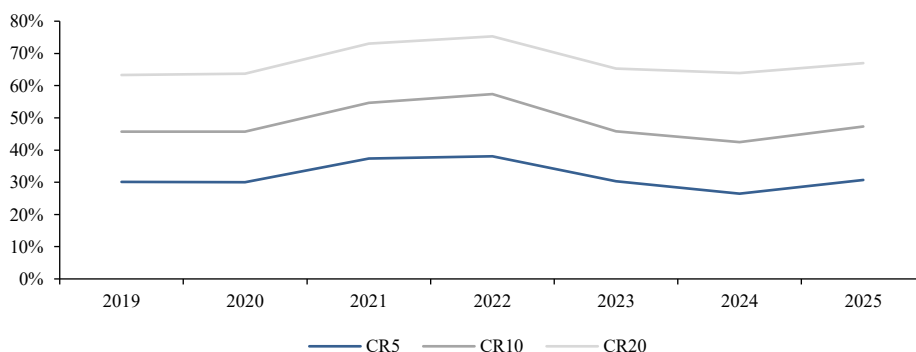
破产潮倒逼监管于 90 年代初落地统一的风险资本监管框架，头部机构资本优势进一步凸显。行业批量出清背景下，90 年代初全美保险监督官协会（NAIC）借鉴巴塞尔协议对商业银行的资本监管要求，建立了风险资本制度（RBC），并于 1992 年正式落地

实施。RBC 机制从最低资本等静态资本要求转变为根据保险公司投资组合的风险来要求保险公司的资本水平。RBC 大幅抬高高风险资产、高保证利率储蓄业务的资本消耗标准，行业经营门槛显著提升，均衡多元配置、资本雄厚的全国性头部集团竞争优势进一步提升，也进一步推动市场产品从刚性高保底储蓄险向客户自担风险的变额年金转型。

90 年代末，美国寿险行业迎来一轮跨主体、跨业态的大规模并购整合浪潮。一方面，行业前期破产潮出清为并购整合遗留了空间；另一方面，年金赛道的规模效应也进一步加剧中小保险公司的经营压力。此外，1999 年美国颁布《金融服务现代化法案》正式废除《格拉斯·斯蒂格尔法案》分业经营限制，允许银行、证券、保险通过金融控股集团一体化运营，彻底打开跨行业并购天花板，大型商业银行、跨国综合金融集团大举收购寿险主体，进一步加速了美国寿险行业的头部集中趋势。

2008 年金融危机后，美国寿险行业格局再次深度重构，行业巨头迎来瘦身分拆浪潮，行业逐步形成分层清晰、壁垒固化的稳态格局。金融危机中，原有头部公司 AIG 因衍生品业务爆雷而陨落，头部上市寿险集团依赖政府注资续命。危机后，《多德-弗兰克法案》等监管规则落地抬高行业合规门槛，叠加低利率环境的挤压，行业出清与整合进一步加速。面对变额年金担保责任带来的资本重负，大型金融集团纷纷选择战略瘦身，剥离或分拆传统个人寿险业务(如 MetLife 分拆旗下零售保险公司 Brighthouse Financial)，转而聚焦资本占用更低的团体保险、企业年金及资产管理赛道。这一过程中，纽约人寿、西北互助等相互制险企凭借无股东分红压力及稳健的资产负债表，在保障型市场构筑起护城河。由此，美国寿险公司的竞争逻辑也从激进产品博弈转向资本效率、资产配置与渠道管控的稳健能力比拼，寿险行业也逐步形成了分层清晰、赛道隔离、壁垒固化的稳态格局：互助制龙头垄断传统保障赛道，上市综合寿险集团分化聚焦企业福利与养老年金赛道，区域中小公司则逐步出清或转型细分领域。2025 年，美国寿险行业保费 CR5/CR10/CR20 分别为 31%/47%/67%，头部公司竞争优势突出。

图19：2019-2025 年美国寿险公司保费收入集中度



数据来源：NAIC，东吴证券研究所

2.2. 日本：寡头壁垒贯穿始终，周期洗牌未颠覆头部竞争优势

战后日本寿险行业实施“护送船团”的窗口指导监管体制，行业寡头稳态格局长期固化。二战后日本寿险行业重新恢复经营，彼时大藏省对于金融业实施“护送船团”的窗口指导模式，针对寿险行业统一限定产品预定利率、销售费率与业务范围，限制价格战与无序扩张，由此形成了六大相互寿险稳定寡头格局，日本生命、第一生命、明治与安田生命（明治安田前身）、住友生命、三井生命依靠庞大线下外勤代理人队伍垄断个人寿险市场。这一阶段人口红利持续释放，居民储蓄需求旺盛，行业主推高预定利率储蓄型两全、终身寿险，规模持续扩张。外资准入门槛极高，仅可经营小众健康险，无法参与主流储蓄业务，本土企业完全掌控市场。

表9：日本寿险市场集中度

时间	寿险公司保费收入 CR6	保费收入排名前 6 的公司
1950	66%	日本生命，第一生命，朝日生命，明治生命，千代田生命，中央生命
1960	67%	日本生命，第一生命，住友生命，明治生命，三井生命，朝日生命
1970	69%	日本生命，第一生命，住友生命，朝日生命，明治生命，太阳生命
1978	68%	日本生命，第一生命，住友生命，明治生命，朝日生命，太阳生命
1980	64%	日本生命，第一生命，住友生命，明治生命，朝日生命，三井生命
1990	66%	日本生命，第一生命，住友生命，明治生命，朝日生命，三井生命
2000	68%	日本生命，第一生命，住友生命，明治生命，安田生命，朝日生命
2010	69%	邮政保险，日本生命，明治安田生命，第一生命，住友生命，美国家庭生命
2012	63%	邮政保险，日本生命，明治安田生命，住友生命，第一生命，美国家庭生命

数据来源：万峰《日本寿险业研究》，东吴证券研究所

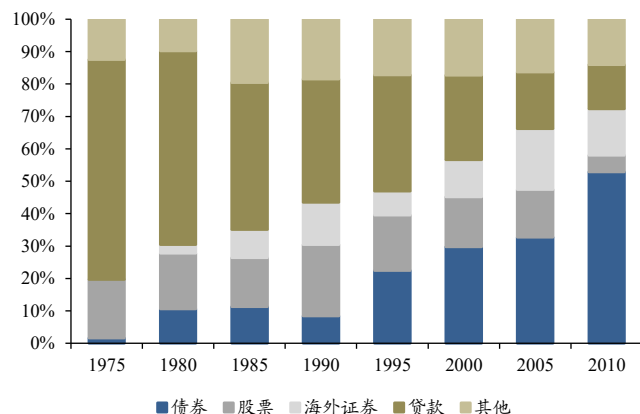
20世纪末日本泡沫经济带来的巨额的利差损导致保险公司经营恶化，触发“破产潮”。20世纪90年代初，日本经济泡沫破灭，股价和房地产价格暴跌，日本十年期国债收益率从1990年的8%左右快速下跌到2000年的1.7%左右，进入低利率时代。此外，90年代前日本寿险公司普遍采取激进的投资策略，大量保险资金投资有价证券等高风险、高收益资产，1990年以来日经指数不断下跌使得日本寿险公司重仓的大量股票资产出现巨额亏损。利率快速下行和资本市场下跌导致了日本寿险公司投资收益率迅速下降，带来的巨额利差损使得保险公司面临现金流难题、经营恶化，最终引发“破产潮”。1997年，日本出现了二战后破产的首家保险公司——日产生命保险公司；随后，东邦生命保险等多家寿险公司相继破产，引起了日本金融界强烈震动。这些寿险公司在破产前均已成立超过了80年。

图20: 日本十年期国债收益率走势 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 20 世纪 90 年代日本寿险业风险资产配置比例较高



数据来源: LIAJ, 东吴证券研究所

表10: 日本寿险公司破产情况

公司名称	日产生命	东邦生命	第百生命	大正生命	千代田生命	协荣生命	东京生命
成立时间	1909 年	1898 年	1915 年	1914 年	1904 年	1935 年	1895 年
倒闭时间	1997 年	1996 年	2000 年	2000 年	2000 年	2000 年	2000 年
破产前资产总额 (亿日元)	20609	28046	21885	2044	35019	46099	10150
破产后资不抵债额 (亿日元)	3000	6500	3200	365	5950	6895	325
破产前预定利率 (%)	5.5	4.79	4.46	4.05	3.7	4.0	4.2
破产后预定利率 (%)	2.7	1.5	1.0	1.0	1.5	1.75	2.6

数据来源: 周国端《避免寿险业危机在中国重现》, 东吴证券研究所

历经泡沫经济破裂后续阵痛以及监管规则迭代调整之后,日本寿险行业基本出清完毕,再度步入稳定性极强的寡头竞争稳态。2024 年日本共有 42 家寿险公司,其中 9 家具有较大市场影响力的寿险公司并称为“大手中坚 9 社”,分别为日本生命、明治安田、住友生命、第一生命、太阳生命、大树生命、大同生命、富国生命以及朝日生命。2024 年,传统生命保险公司占据了行业 50%以上的保费收入以及 60%以上的总资产,其中“大手中坚 9 社”凭借深厚渠道积淀与存量保单优势,新单保费收入、有效保单保费收入、保费等收入、总资产占行业比重分别达到 29%、44%、35%、56%,牢牢把控行业话语权。外资寿险、损害保险下设寿险子公司、跨行业寿险公司等依托自身差异化禀赋占据细分赛道,份额长期保持平稳整体而言,当前日本寿险行业中头部传统本土险企牢牢把控行业主导权,细分梯队层次固化、份额波动幅度偏小。

表11：2024 年日本寿险市场保费收入和总资产市场份额情况

公司形式	个人保险、个人年金 新保单年保费		个人保险、个人年金 有效保单年保费		保费等收入		总资产	
	保费收入 (亿日元)	市场份额 (%)	保费收入 (兆日元)	市场份额 (%)	保费收入 (兆日元)	市场份额 (%)	总资产 (兆日元)	市场份额 (%)
大手中坚(9 社)	7,495	29.22%	12.7	43.79%	15.16	35.23%	234.5	56.03%
传统生命保险(17 社)	13,628	53.12%	15.3	52.76%	21.71	50.45%	254.6	60.84%
外资生命保险(13 社)	5,795	22.59%	6.5	22.41%	12.37	28.75%	59.4	14.19%
损害保险下子公司(4 社)	2,255	8.79%	2.4	8.28%	3.07	7.13%	24.5	5.85%
跨行业生命保险(7 社)	2,225	8.67%	1.8	6.21%	2.71	6.30%	20.4	4.87%
日本邮政保险	1751	6.83%	3	10.34%	3.15	7.32%	59.6	14.24%
生命保险总计(42 社)	25,654	100.00%	29	100.00%	43.03	100.00%	418.5	100.00%

数据来源：NLI Research Institute，东吴证券研究所

图22：日本生命保险行业协会会员数量（家）



数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

3. 寿险行业未来竞争格局展望：分层固化格局将长期延续

1) 头部公司的寡头壁垒将持续加固，行业集中度长期维持高位。头部险企具备多层级代理人队伍、全国线下网点、养老健康服务闭环、大类资产配置等不可复制壁垒，在监管趋严背景下，资本补充、合规风控、长期负债经营门槛抬升，头部企业盈利稳定性、分红可持续性持续拉开差距，行业利润高度向头部集中。我们预计未来行业保费集中度预计稳步上行，形成具备长期稳定竞争力的本土综合寿险寡头梯队。

2) 行业加速优胜劣汰，尾部中小险企持续出清，中小机构分化加剧，仅特色化玩家具备生存空间。一方面，偿付能力硬约束、银保渠道报行合一、保险销售分级管理等政策持续压缩无特色中小险企生存空间，大量资本薄弱、渠道单一、资产负债管理能力不足的尾部机构将通过股权转让、股东增资、并购重组、监管接管等方式出清，亏损险企数量持续收窄，行业供给侧持续优化。另一方面，存活的中小寿险将彻底放弃全赛道

同质化竞争，走向差异化路线：①银行系寿险依托母行天然流量优势深耕银保年金赛道；②区域国资背景寿险聚焦地方惠民保障、企业团险、县域下沉市场，依托地方资源深耕本地化客群；③专业型中小险企聚焦单一细分赛道，深耕长期护理险、高端医疗、普惠定期寿险等垂直领域，依靠轻量化运营、精准产品创新实现高增速突围。单纯依靠趸交银保、高费用冲规模的粗放型中小机构将逐步退出主流市场。

3) 外资、合资寿险市场份额稳步提升，聚焦细分赛道错位竞争，但难以撼动本土头部基本盘。伴随金融对外开放深化、居民中高端财富管理需求释放，外资合资机构增速持续跑赢行业平均（2026年一季度，外资保险机构保费同比增速达到12.5%，超越保险行业整体的9.2%）。外资核心竞争优势集中在成熟健康管理、终身养老年金、高净值人群财富规划、国际化资产配置服务等方面，产品设计、代理人专业化培训体系成熟，但在线下网点、渠道、本土养老资源等方面存在天然短板，我们预计中长期将稳定占据10%-15%左右细分市场份额。

4) 产品与服务竞争取代规模竞争，养老、健康生态成为中长期核心胜负手，产服融合拉开企业差距。人口老龄化驱动长期年金、护理险、终身医疗保障成为行业核心增量，低利率环境下刚性储蓄险扩张空间受限，浮动收益分红险、与康养服务绑定的年金产品成为转型主线。头部险企依托自建养老社区、三甲医疗合作、健康管理平台构建闭环服务，实现保单+医疗+养老一体化交付；中小、外资机构则通过外部合作模式轻量化布局健康服务。未来单纯比拼产品收益的竞争模式失效，能否为客户提供全生命周期健康、养老现金流解决方案，将成为区分企业竞争力的关键，不具备服务配套能力、仅销售标准化保单的机构将陷入价格内卷，增长持续乏力。

4. 风险提示

1) 长端利率趋势性下行。利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。

2) 权益市场下行。新会计准则下保险公司二级权益投资大部分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），股市下跌会直接影响当期利润表现。

3) 新单保费增速明显放缓。新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

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>