

保险II行业深度报告

低利率时代的重逢——中国分红险发展的前世今生

增持（维持）

2025 年 12 月 30 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锟

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

投资要点

■ **分红险是一种兼具保障与投资的浮动收益型产品。**1) **分红险运作机制：**分红险的分红来源主要为三差（利差、死差、费差）的正向盈余，按照不低于 70% 的比例分配给保单持有人，同时设立分红特别储备作为收益曲线平滑机制。红利分配可选现金红利和增额红利两种，不同分配方式影响账户投资风格与最终收益。2) **分红险收益衡量：**① 预定利率反映保证收益水平，当前分红险预定利率 1.75%，较传统险低 25bps。② 演示利率反映预期收益率水平，目前主流产品基本在 4% 以下，大公司多在 3.5%。③ 实际收益率反映最终收益水平，目前行业实际分红水平上限为 3.2%，部分经营较好的公司也可以突破限制。④ 红利实现率反映浮动收益部分的兑现程度，2024 年行业平均实现率同比提升 11pct 至 62%，历史上大部分年份超过 100%。3) **分红险资产配置：**分红账户的保证收益成本更低，整体风险偏好高于传统险，通常权益资产配置比例更高，且在新会计准则下倾向于通过 FVTPL 方式持有权益资产。

■ **前世今生：内地分红险发展经历较大起伏，主要受政策与市场因素影响。**1) **21 世纪初：**由于人身险预定利率大幅下调，险企推出新型人身保险产品以提升吸引力，分红险自 2000 年推向市场，很快成长为支柱型产品。2) **2008-2012 年：**金融危机后股市熊市压制了万能/投连业务，新会计准则调整提升了分红险对险企保费规模的价值，叠加银保渠道的快速发展，共同推动分红险迎来销售高峰，2010 年占行业保费高达 75%，形成“一险独大”格局。3) **2013-2023 年：**人身险利率市场化改革提升了产品定价利率，传统险、万能险接连迎来发展高峰，分红险产品优势被削弱，尽管在 2017 年后再次迎来阶段性复苏，但在 2020 年后受传统险销售热潮冲击，分红险保费出现连续四年下滑。4) **2024 年以来：**随着国内利率下行、行业利差损压力加大，监管政策持续引导浮动收益型业务发展，分红险转型已经成为寿险行业的共识。

■ **分红险转型与展望：预计 2026 年分红险占比继续提升。**1) 由于分红险具有刚性成本更低、新会计准则下对报表波动影响更小、有效负债久期更短等特性，因此被视为低利率环境下的破局之路。2) 2025 年开门红启动了行业向分红险转型的序幕，2025 年上半年转型成果显著，大部分险企新单中分红险占比超过 50%，转型最早的中国太平占比超过 90%。3) 2026 年上市险企开门红继续以分红型终寿和年金作为主打，在预定利率非对称下调背景下，预计分红险的相对优势进一步凸显，2026 年分红险在新单中的占比将进一步提升。4) 我们认为，分红险占比提升有助于缓解利差损压力，提升市场对寿险 EV 可靠性的信心，同时将带动保险资金权益配置比例的逐步提升，更充分受益于股市长期回报。

■ **海外经验：浮动收益型产品是成熟市场主流，中国香港分红险为主导。**1) **欧美市场：**作为分红险诞生和发展的源头，英国和美国市场的分红险占比并不高，其业务重心已经转向投资属性更加突出的万能和投连险业务上。而在欧洲其他国家市场，分红险仍然占有相当重要的位置。2) **中国香港：**分红险产品是中国香港寿险市场的绝对核心，2024 年新单保费和新单件数占比分别为 85% 和 60%。香港分红险保单通常支持多元化货币，以终身寿险为主，并且普遍采取低保证+高浮动的设计特点，与内地市场高保证+低浮动的特点迥异。3) 我们认为，参考海外经验，在低利率环境下浮动收益型产品普遍具有较大发展机遇，中国内地投资者的风险偏好与中国香港更加接近，分红险是目前的“较优解”。

■ **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

《保险行业 11 月保费：产寿单月保费增速均有改善，继续看好寿险开门红表现》

2025-12-27

《保险公司资产负债管理新规征求意见，拟进一步强化监管要求》

2025-12-19

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

- 1. 什么是分红险?5
 - 1.1. 分红险是一种兼具保障与投资的浮动收益型产品..... 5
 - 1.2. 看透分红险的运作机制..... 6
 - 1.2.1. 分红从哪里来、到哪里去? 6
 - 1.2.2. 从四项指标衡量分红险的收益水平..... 8
 - 1.2.3. 资产配置：分红险账户权益配置比例中枢更高..... 11
- 2. 前世今生：中国大陆分红险发展历程 12
 - 2.1. 21 世纪初：低预定利率环境催生分红险..... 13
 - 2.2. 2004-2007 年：分红险业务整体进入相对平稳发展期 14
 - 2.3. 2008-2012 年：分红险迎来销售高峰，形成“一险独大”格局 14
 - 2.4. 2013-2023：利率市场化改革降低分红险吸引力，销售持续降温 15
 - 2.5. 2024 年以来：监管政策持续鼓励，分红险转型成为行业共识..... 16
- 3. 当前分红险转型几何? 16
 - 3.1. 原因：缓解利差损压力、提升报表稳定性和久期匹配度..... 16
 - 3.2. 现状：25H1 分红险转型成效显著，预计 2026 年占比继续提升..... 20
 - 3.3. 影响：分红险转型将压实 EV 可靠性，提升权益配置中枢 23
- 4. 海外借鉴：浮动收益型业务是成熟市场主流 24
 - 4.1. 欧美地区：浮动收益产品是主流，更多以万能/投连为主 24
 - 4.2. 中国香港：以分红险为核心，特点为多元币种+高演示利率 27
 - 4.3. 借鉴：分红险并非“唯一解”，但应当是更符合国情的“较优解” 30
- 5. 风险提示 31

图表目录

图 1:	分红险红利运作方式.....	7
图 2:	不同保险产品预定利率趋势对比.....	8
图 3:	分红险红利实现率的具体计算方法.....	10
图 4:	2012-2024 年分红险产品分红实现率走势（款）.....	10
图 5:	2025H1 友邦保险分账户资产配置结构.....	11
图 6:	2025H1 保诚保险分账户资产配置结构.....	11
图 7:	2025H1 友邦保险分账户固收资产配置结构.....	11
图 8:	2025H1 保诚保险分账户固收资产配置结构.....	11
图 9:	2000-2024 年中国人身险保费结构变迁.....	12
图 10:	2000-2024 年分红险保费规模及同比增速情况.....	13
图 11:	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.....	13
图 12:	2004-2007 年分红险业务整体进入相对平稳发展期.....	14
图 13:	2008-2010 年分红险增速显著高于万能/投连险.....	15
图 14:	2010 年分红险和银保渠道保费占比均达到高峰.....	15
图 15:	2012-2023 年寿险行业主要类别产品保费同比增速情况.....	16
图 16:	2014 年以来国内长端利率中枢下行（%）.....	17
图 17:	上市险企净投资收益率持续下降.....	17
图 18:	保险产品预定利率与宏观利率对比.....	17
图 19:	VFA 模型下资本市场波动对净资产和净利润影响较小.....	18
图 20:	韩国三星人寿浮动利率保单负债久期明显低于固定利率保单（年）.....	20
图 21:	2022 年以来新华保险新单保费分险种结构.....	20
图 22:	上市险企分红险产品占总保费比重.....	21
图 23:	不同类型保险产品收益结构对比（2025 年 9 月后）.....	21
图 24:	上市险企 VIF 对投资收益率敏感性.....	23
图 25:	上市险企 NBV 对投资收益率敏感性.....	23
图 26:	2025 年寿险公司配置股票+基金比例显著提升.....	24
图 27:	英国市场分红险占比下降而投连险上升.....	25
图 28:	1998-2021 年英国经历了持续的利率下行（%）.....	25
图 29:	2024 年欧盟国家寿险市场浮动收益产品占比高.....	25
图 30:	2024 年欧盟部分国家寿险业务仍以分红险为主.....	25
图 31:	利率下行阶段美国寿险独立账户占比显著提升.....	26
图 32:	美国人身险保费中年金险占据半壁江山.....	26
图 33:	2025H1 美国个人寿险分产品增速及份额.....	27
图 34:	美国年金市场以指数年金和变额年金为主.....	27
图 35:	香港分红险新单保费及增速.....	28
图 36:	香港分红险占新单保费比重超过 80%.....	28
图 37:	香港分红险新单件数及增速.....	28
图 38:	香港分红险占新单件数比重约 60%.....	28
图 39:	香港分红险新单件数结构.....	29
图 40:	香港分红险新单保费规模结构.....	29
图 41:	2025H1 保诚保险分红险账户主权债券结构.....	30
图 42:	2025H1 友邦保险政府债券结构.....	30

图 43: 2014-2024 年香港主要险企平均红利实现率情况 30

表 1: 不同设计类型人身险产品的特征..... 5

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..... 5

表 3: 不同红利分配方式及特点..... 7

表 4: 分红险产品演示利率监管政策变化..... 9

表 5: 金监总局提出的六类需要审定后实施分红的情况..... 9

表 6: 不同类型的红利实现率指标..... 10

表 7: 不同账户新会计准则下战略资产配置倾向..... 12

表 8: 修正久期与有效久期指标的差异..... 19

表 9: 《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》对久期相关指标要求..... 19

表 10: 头部险企 2026 年开门红典型产品梳理..... 22

表 11: 中国香港与中国大陆典型分红险产品对比..... 29

1. 什么是分红险？

1.1. 分红险是一种兼具保障与投资的浮动收益型产品

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，保险公司不承担利率风险
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

	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
保户收益稳定性	高	中	中	低

数据来源：东吴证券研究所整理

当前分红险产品主要为个人寿险，未来分红型重疾险有望重回市场。分红型重疾险最早出现于 2001 年，2003 年原保监会发文叫停分红型重疾险产品，此后只能设计为传统险。因此在 2003 年以后分红险产品主要存在于个人寿险产品范围内（终身寿险、两全险、年金险）。2025 年 9 月国家金融监督管理总局印发《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，提出支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康险业务，分红型重疾险产品有望重回市场。

1.2. 看透分红险的运作机制

1.2.1. 分红从哪里来、到哪里去？

1. 分红从哪里来？

分红险的本质是保单持有人与保险公司的盈余分享和风险共担。分红险的盈余是分红险在经营过程当中产生的优于预期的、可以与保单持有人进行分享的经营利润。简化来讲，分红险的盈余分配主要分为①确定当年盈余、②当年盈余拆分和③可分配盈余分配三个步骤。

1) 保单分红来自于精算假设偏差的正向盈余。保险公司在厘定保费时，会基于相对保守的精算假设（预定利率、预定死亡率、预定费用率等）计算未来保单现金流。在经营中，若实际经营情况好于定价假设，则产生正向盈余，即利差益、死差益、费差益等，这部分盈余将以红利形式分配给保单持有人。在实际设计中，不同分红险产品盈余包含的红利来源并不相同，主要包括四类：①单差分红（利差）、②两差分红（利差+死差）、③三差分红（利差+死差+费差）、④全差分红（不区分具体来源）。

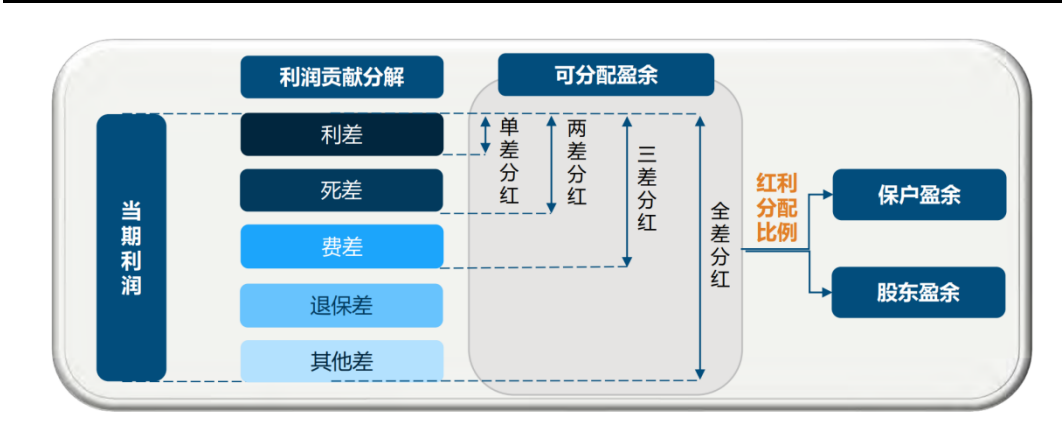
2) 分红特储是用于平滑收益曲线的“蓄水池”。监管规定，保险公司应对分红保险账户提取分红保险特别储备，用于平滑未来的分红水平，即在投资情况较好时从分红账户盈余中提取特别储备，在分红账户盈利状况欠佳时用以弥补红利支出。因此，当年盈余要拆分为“特别储备”和“可分配盈余”两部分，分红特储等于该账户共同属于保单持有人和股东双方的盈余的累积值减去该账户已分配盈余的累积值。

在分红特储的处理方面，监管要求：①本期分红后的分红账户分红保险特别储备的规模连续 2 年超过该账户准备金的 15% 的，超出的部分应作为当期可分配盈余予以释放。②在红利计算和红利分配时，分红保险特别储备可以为负。本期分红后的分红账户分红保险特别储备为负并且规模超过该账户准备金的 15% 的，当期保单红利水平不得超过上期保单红利分配水平。

3) 可分配盈余是实际分红分配的基础。可分配盈余是指分红险业务在扣除各项成本、准备金及法定要求后，可用于向股东和保单持有人分配的盈余额。根据原银保监会发布的《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》（保监发〔2015〕93 号），明确保险公司为各分红保险账户确定每一年度的可分配盈余时应当遵循普遍接受的精算原理，并符合可支撑性、可持续性原则，其中分配给保单持有人的比例不低于可分配盈余的 70%。

4) 从分红方案的时间安排上看，保险公司通常每年 6 月制定下一年的红利分配方案，红利分配方案一般适用于当年的 7 月 1 日至次年的 6 月 30 日。

图1：分红险红利运作方式



数据来源：SOA，东吴证券研究所

2、分红到哪里去？

红利分配方式决定了投保人获取红利收益的实际形式，目前我国分红险产品有现金红利（美式分红）和增额红利（英式分红）两类方式。

1) 现金红利。①现金领取：红利直接以现金形式发放给投保人，资金可自由支配。②累积生息：红利留存于保险公司账户，按约定利率复利计息，后续可一次性或分次支取本息。③抵交保费：用红利抵扣下一期应交保费，减轻缴费压力，适用于仍在缴费期内的保单。④交清增额：将红利作为趸交保费购买与原保单同类型的保险，增加保单保额或现金价值，新增保额一般不参与后续分红。

2) 增额红利。①年度红利：每年将红利以增加保额的形式分配，新增保额参与后续分红，形成复利增值效应。②终了红利：在保单满期、退保、身故或全残等特定情况下一次性分配，可进一步提升末期回报，但资金流动性较弱。

表3：不同红利分配方式及特点

	现金分红（美式分红）	保额分红（英式分红）	
红利类型	现金红利	增额红利	终了红利
分配形式	现金领取/累计生息/抵交保费/交清增额	增加保额	现金领取
红利宣告	宣告后金额固定	宣告后金额固定	宣告后金额可变
派发时点	每年	每年	合同终止时
流动性	高，可随时领取	中，可通过减退保领取	低，需退保/理赔/满期领取
投资策略	由于保单周期内有现金流出，投资风险偏好低，以固定收益类投资为主	保单周期内无现金流出，资产配置期限更长，通常权益类投资比例更高	

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

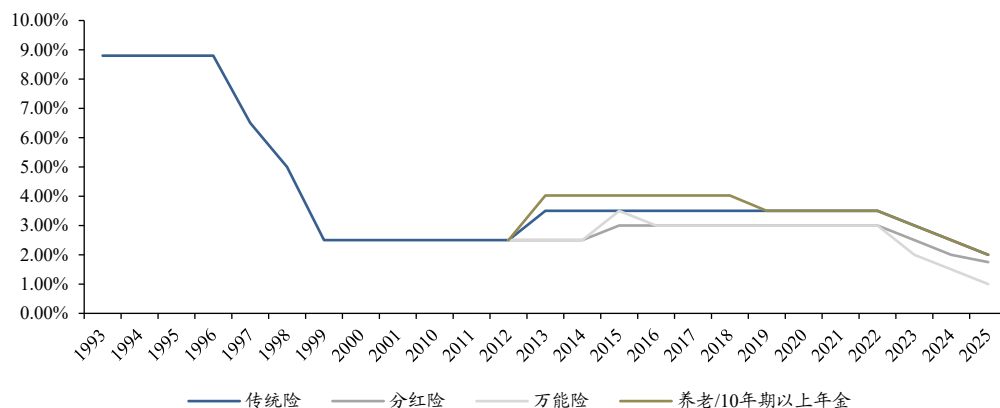
1.2.2. 从四项指标衡量分红险的收益水平

1、预定利率：反映保证收益水平

分红险产品的收益结构是保证收益+浮动收益，其中保证收益部分主要由预定利率影响。预定利率是保险产品定价时的关键假设之一，在产品定价后不再调整，可以视为保险产品的保证收益回报水平。在其他条件相同的情况下，一般预定利率越高，客户可以享受的保证收益也就越高。与传统险相比，分红险在定价上相对采用更加审慎的精算假设，其预定利率相对较低，以确保其在市场波动下也能维持保证收益，提高长期红利支付的稳定性和可持续性。

2025 年 1 月金监总局发布《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，正式明确预定利率动态调整机制的具体要求，以传统险预定利率为基础，并且提出要按照一定的差值，合理调整分红险和万能险预定利率最高值，但没有限制具体的差值区间。自 2025 年 9 月 1 日开始，传统险/分红险/万能险最新预定利率上限分别为 2.0%、1.75%、1.0%。

图2：不同保险产品预定利率趋势对比



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2、演示利率：反映预期收益水平

演示利率是保险公司对分红险账户长期投资回报水平的预期。分红险产品浮动收益具有不确定性，保险公司在销售环节向客户展示未来预期收益水平的假设就是演示利率，反映了保险公司对该账户长期投资收益中枢的预期。

为避免销售误导，监管曾多次出台政策规范险企销售时采用的演示利率要求。2022 年 12 月，原银保监会发布《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》，明确分红险用于利益演示的利差水平分别不得高于 0、4.5%减去产品预定利率。据精算老娄公众号，2024 年监管指导新备案产品的分红演示投资收益率上限下调至 4.0%及以下，规模较大的公司下调至 3.5%。目前市场上常见演示利率水平主要为 3.9%、3.75%和 3.5%等。

表4：分红险产品演示利率监管政策变化

时间	政策	内容
2015 年 9 月	《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	保险公司用于分红保险利益演示的低、中、高档的利差水平分别不得高于 0、4.5%减去产品预定利率、6%减去产品预定利率，允许全差演示（包括利差、费差等）。
2020 年 1 月	《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》	分红演示利率档次和上限不变，但演示方式调整为仅演示利差
2022 年 12 月	《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》	演示档次缩减为低、中两档，分红演示投资收益率上限统一为 4.5%，仅演示利差。
2024 年	-	监管指导新备案产品的分红演示投资收益率上限下调至 4.0%及以下，规模较大的公司下调至 3.5%。

数据来源：原保监会，原银保监会，精算老姜，东吴证券研究所

3、实际收益率：反映最终收益水平

当前分红险实际分红水平面临软性“限高”约束。2025 年 6 月，金监总局向人身保险公司下发《关于分红型分红水平监管意见的函》，就 2024 年分红保险分红水平提出监管意见，要求险企平衡好分红保险预定利率与浮动收益、演示利益与红利实现率的关系，根据每个账户的资产配置特点和实际投资收益率，审慎确定各产品年度分红水平，并提出了六类需审定后实施分红的情况。我们认为，在该框架下，行业整体分红险实际分红水平被限制在 3.2%以下，但是部分投资收益能力突出的公司可以突破限制，实现了更合理的差异化监管。

表5：金监总局提出的六类需要审定后实施分红的情况

存在下列情形之一的，应当充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，提交资产负债管理委员会审定后实施	(一)拟分红水平对应的投资收益率，超过公司分红保险账户过去 3 年平均财务投资收益率和综合投资收益率的较低者的；
	(二)分红保险账户特别储备为负值，或者当期分红实施后分红保险账户特别储备将为负值的；
	(三)设立时间不足三年的分红保险账户，拟分红水平(即客户收益率，含预定利率和浮动收益率，下同)超过人身保险业过去 3 年平均财务收益率(3.2%)的；
	(四)公司监管评级为 1-3 级，且分红保险账户拟分红水平超过人身保险业过去 3 年平均财务收益率(3.2%)的；
	(五)公司监管评级为 4-5 级，且分红保险账户拟分红水平超过产品预定利率的；
	(六)公司产品、精算、投资、财务等资产负债管理职能部门认为需要提交审议的其他情形。

数据来源：券商中国，金监总局，东吴证券研究所

4、红利实现率：反映浮动收益部分的兑现程度

红利实现率是衡量保险公司浮动收益兑现水平的关键指标。2022 年 12 月，原银保监会发布《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》（银保监规〔2022〕24 号），要求自 2023 年 6 月 30 日起，保险公司应当于每年分红方案宣告后 15 个工作日内，在公司官方网站上披露该分红期间各分红型保险产品的红利实现率。采用现金红利分配方式的，披露现金红利实现率。采用增额红利分配方式的，披露增额红利实现率和终了红利实现率。保险公司在计算各产品红利实现率时，以 4.5%减去产品预定利率为利益演示基础。

图3：分红险红利实现率的具体计算方法

红利实现率

=

分红期间实际派发的红利金额

销售利益演示红利

=

(分红结算投资收益率-预定利率)*实际分配比例

(销售演示利率-预定利率)*演示分配比例

=

客户收益率-预定利率

(销售演示利率-预定利率)*70%

数据来源：东吴证券研究所整理

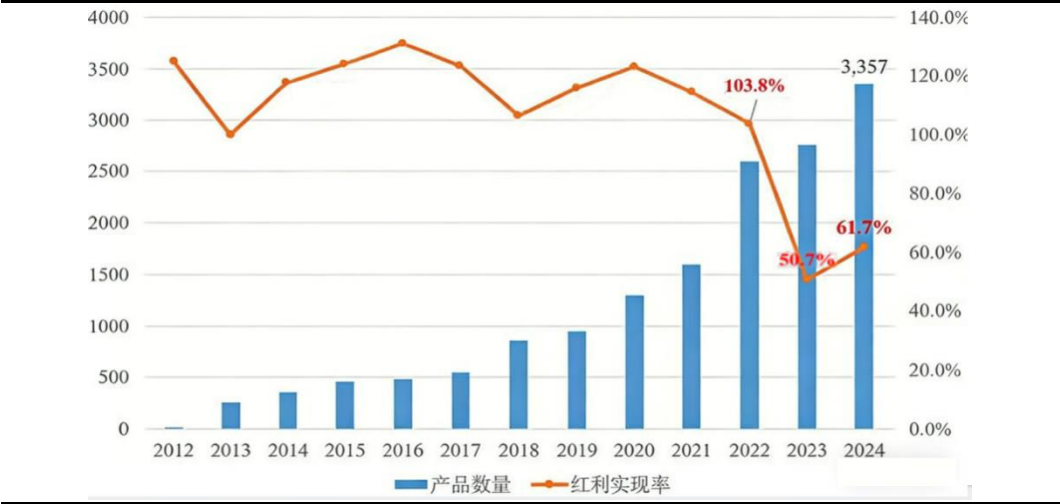
表6：不同类型的红利实现率指标

指标	计算方法
现金红利实现率	实际派发的现金红利金额/红利利益演示的现金红利金额
增额红利实现率	实际派发的红利保额/红利利益演示的红利保额
终了红利实现率	实际派发的终了红利金额/红利利益演示的终了红利金额

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2024 年行业红利实现率同比实现提升。根据 13 个精算师数据，2012-2022 年寿险行业红利实现率均值在绝大部分年份超过 100%，2023 年降至 50.7%，主要是由于监管对分红险实际分红水平“限高”的被动影响。2024 年同比提升 11pct 至 62%，反映出行业在分红险经营管理和预期引导方面正在逐步改善。

图4：2012-2024 年分红险产品分红实现率走势（款）



数据来源：13 个精算师公众号，东吴证券研究所

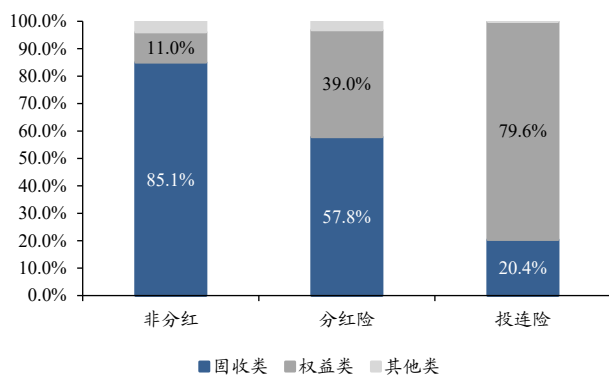
需要说明的是，红利实现率绝对值的高低只反映预期兑现情况，并不代表最终收益率的高低。举例来说，假设分红产品 A 和 B 均为预定利率 1.75%、红利分配比例 70%，

产品 A 演示利率 3.5%、红利实现率 100%，产品 B 演示利率 3.9%、红利实现率 90%，则产品 A、B 的实际收益率分别为 2.98%、3.10%，因此红利实现率更高的产品实际收益率可能是更低的。

1.2.3. 资产配置：分红险账户权益配置比例中枢更高

分红险账户权益配置比例中枢更高。从大类资产配置角度看，分红险账户由于保证收益要求更低，且需要通过更高的浮动收益提升产品竞争力，因此资产配置风险偏好高于传统险账户，配置权益资产的比例也会更高。以友邦保险和保诚保险数据看，2025H1 两家公司分红账户权益类投资比例分别为 39.0%和 44.9%，显著高于传统账户的 11.0%和 9.8%。而从固收类资产的配置结构看，友邦保险和保诚保险的分红账户都更倾向于加大信用债配置，以获取更高收益率。

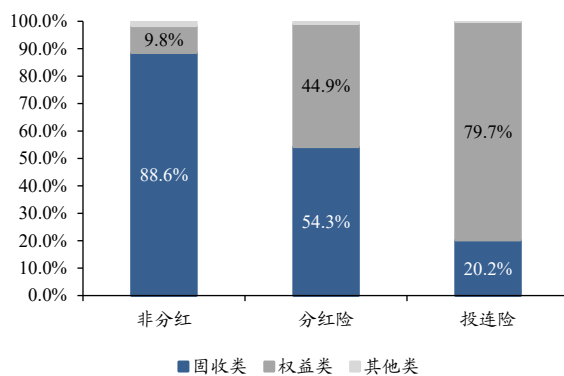
图5：2025H1 友邦保险分账户资产配置结构



数据来源：友邦保险财报，东吴证券研究所

注：固收类包括现金及现金等价物、债券、存款和贷款，权益类包括股权、投资基金的权益及可转换贷款票据，其他类包括房地产和衍生金融工具。

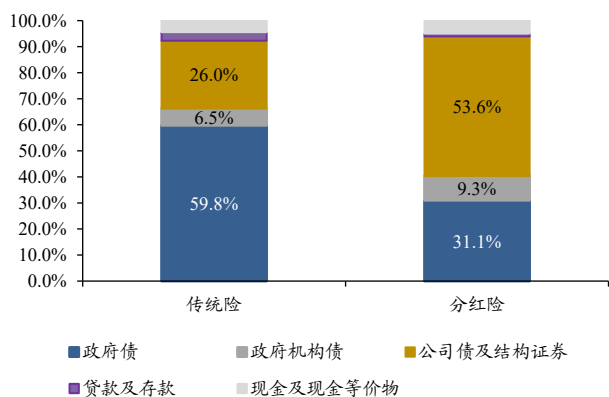
图6：2025H1 保诚保险分账户资产配置结构



数据来源：保诚保险财报，东吴证券研究所

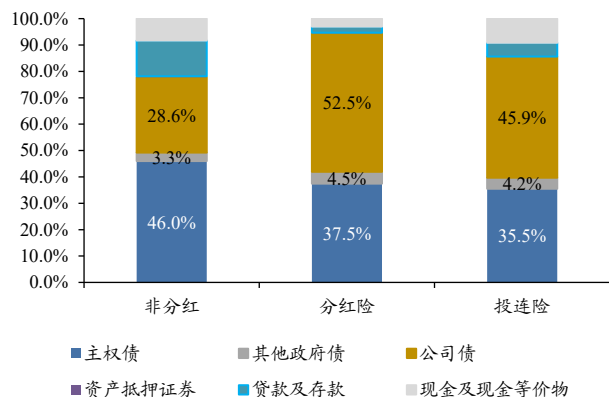
注：固收类包括现金及现金等价物、债券、存款和贷款，权益类包括股本证券及计提投资计划持仓，其他类包括投资物业和衍生金融工具。

图7：2025H1 友邦保险分账户固收资产配置结构



数据来源：友邦保险财报，东吴证券研究所

图8：2025H1 保诚保险分账户固收资产配置结构



数据来源：保诚保险财报，东吴证券研究所

新准则下分红账户偏好于 FVTPL 方式持有权益资产。新准则下分红险采用 VFA 模型计量，保险合同负债以基础资产的公允价值份额确定，资产和负债镜像反映，且 CSM 可以吸收投资波动影响，因此报表稳定性高，更倾向于以 FVTPL 方式持有权益投资。

表7：不同账户新会计准则下战略资产配置倾向

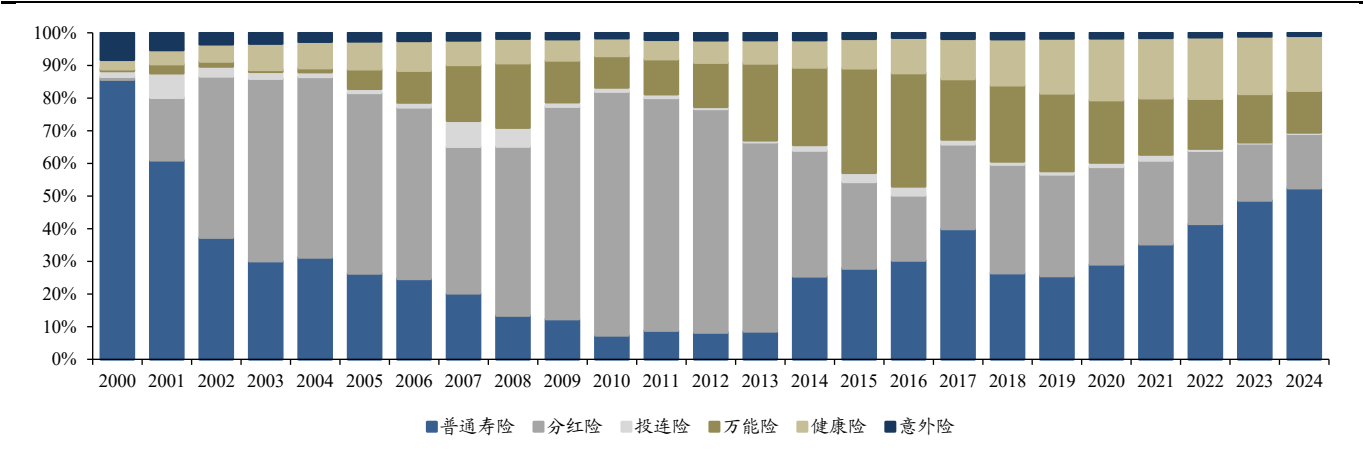
保险类型	产品类型	保证收益	负债久期	流动性要求	新会计准则下战略资产配置倾向
寿险	中期传统险（开门红）	2.0%	5 年左右	中	在保证投资收益的情况下降低权益配置比例，固收倾向于 FVOCI 计量
	长期传统险	2.0%	15-20 年	低	在保证投资收益的情况下降低权益配置比例，固收倾向于 FVOCI 计量
	分红险	1.75%	15-20 年	低	提升权益配置比例，权益倾向于以 FVTPL 计量
	万能险	1.0%	10 年左右	高	提升权益配置比例，权益倾向于以 FVTPL 计量
健康险	传统险（医疗险）	-	1 年	高	在保证投资收益的情况下降低权益配置比例，固收倾向于 FVOCI 计量
	传统险（重疾险）	2.0%	15-20 年	低	在保证投资收益的情况下降低权益配置比例，固收倾向于 FVOCI 计量
财险	财产险	-	1-2 年	高	在保证投资收益的情况下降低权益配置比例，固收倾向于 FVOCI 计量

数据来源：中国银行保险资产管理业协会，东吴证券研究所

2. 前世今生：中国大陆分红险发展历程

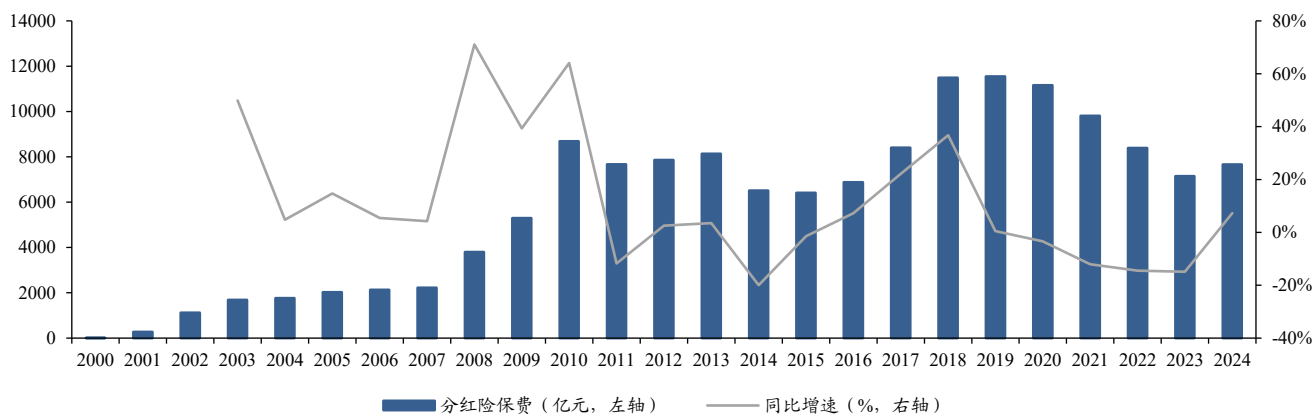
分红险业务在过去二十余年中经历了大起大落。从近二十余年人身险保费结构来看，传统、分红、万能险“风水轮流转”，分红险业务自 2000 年起步后快速成长，一度在 2010 年前后占据行业保费规模 70%以上，成为行业绝对核心。此后伴随利率市场化改革等因素影响，分红险销售逐步降温，但在 2024 年起再度回归行业视野，重新成为下一阶段发展的重心。

图9：2000-2024 年中国人身险保费结构变迁



数据来源：中国保险年鉴，金监总局，东吴证券研究所

图10: 2000-2024 年分红险保费规模及同比增速情况



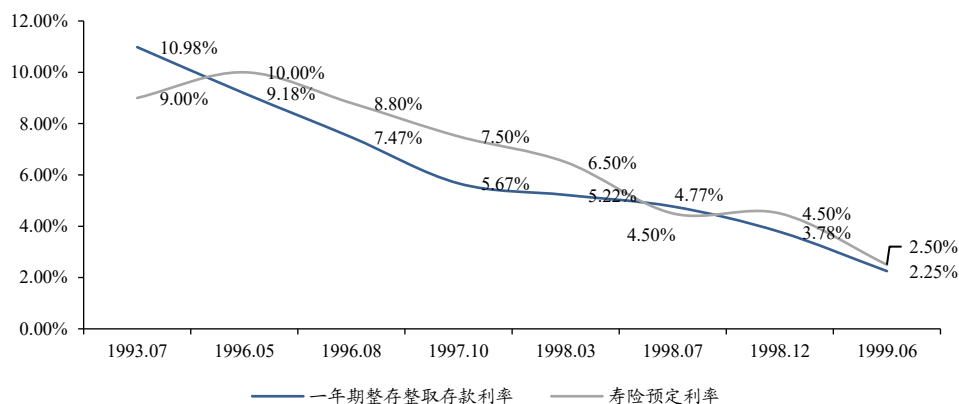
数据来源：中国保险年鉴，金监总局，东吴证券研究所

2.1. 21 世纪初：低预定利率环境催生分红险

低预定利率环境催生了新型人身险产品。受亚洲金融危机等多种因素的影响，1996-1999 年央行连续七次下调居民储蓄存款利率。为防范保险公司利差损风险，央行接连三次下调寿险保单的预定利率至不超过年复利 2.5%。为提高竞争力、抢占市场份额，寿险公司加大了产品创新力度，投连险、分红险、万能险等具备投资属性的新型产品纷纷上市且保费收入增长迅速。

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。

图11: 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

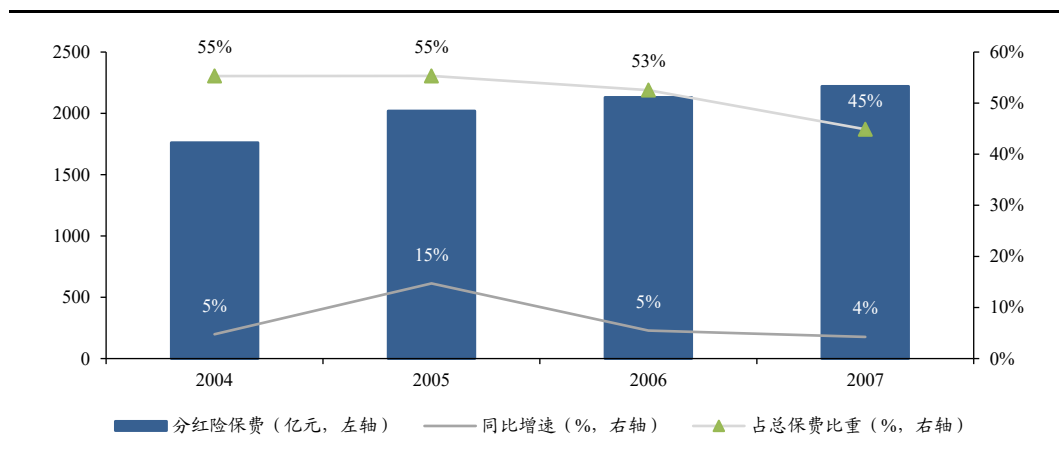
2001-2003 年分红型重疾险曾出现短期销售热潮，但很快被监管叫停。2001 年国内

市场创新推出了分红型重疾险，在原来保障重大疾病健康险的基础上又附加了分红功能，保障与增值功能兼备，快速成为市场主流，2002 年分红健康险就已经占据了人身险 49.8% 的市场份额。但这类产品在销售过程中其增值功能被夸大，掩盖了其保障功能，2003 年 5 月原保监会发布《关于印发人身保险新型产品精算规定的通知》（保监发〔2003〕67 号），明确要求“分红保险可以采取终身寿险、两全保险或年金保险的形式。保险公司不得将其他产品形式设计为分红保险”。同年 6 月，原保监会发布《关于〈人身保险新型产品精算规定〉实施若干问题的通知》（保监发〔2003〕77 号），分红健康险被要求在 2003 年 10 月前停售，正式退出国内市场。

2.2. 2004-2007 年：分红险业务整体进入相对平稳发展期

自分红健康险业务被叫停后，分红险保费增长开始显著放缓，进入一段相对平稳的发展期，但 2004-2006 年分红险保费在整体人身险保费中仍然保持 50% 以上占比。在 2007 年资本市场热潮中，收益与股市相关度更高的投连险和万能险受到热捧，尤其是投连险大放异彩，分红险吸引力下降，在总保费中占比降至 45%。

图12：2004-2007 年分红险业务整体进入相对平稳发展期

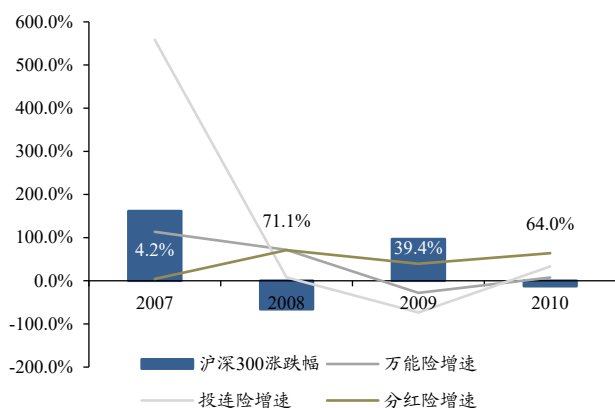


数据来源：中国保险年鉴，金监总局,东吴证券研究所

2.3. 2008-2012 年：分红险迎来销售高峰，形成“一险独大”格局

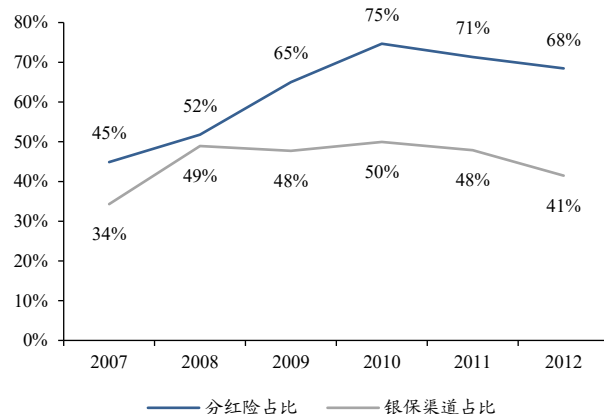
多重因素共振，推动分红险成为行业绝对主力品种。1) 股市由牛转熊，分红险对客户吸引力提升。在 2008 年全球金融危机发生后，股市由牛转熊，万能险和投连险跌入低谷。全球低利率环境下，国内利率降幅较窄，同时并且特储平滑机制，分红险产品自身竞争优势显现。2) 会计政策的调整提升了险企对分红险的重视度。2009 年保险业新会计准则实施，分红险保费全部计入保费，万能险和投连险保费只能计入保障部分。受到保费规模和市场份额的自趋性，人身险公司普遍调整产品结构，产品开发和销售资源重新向分红险集中。3) 销售渠道的快速扩张。伴随保险公司代理人规模持续增长和银保渠道加速成长，分红险销售搭上了渠道扩张的东风。特别是分红险的产品设计与银保渠道契合度高，该阶段分红险在银保业务中占比超过 90%，在渠道和产品共振的带动下，2010 年分红险业务占比 75%、银保渠道占比 50%，均达到历史顶峰。

图13: 2008-2010 年分红险增速显著高于万能/投连险



数据来源: wind, 中国保险年鉴, 东吴证券研究所

图14: 2010 年分红险和银保渠道保费占比均达到高峰



数据来源: 中国保险年鉴, 东吴证券研究所

顶峰过后，分红险营销乱象引发退保潮，银保新规亦带来销售压力。1) 在分红险快速增长并高位运行的同时，营销乱象也愈演愈烈，尤其在市场波动较为剧烈的时期，分红险的实际收益率远不及保险营销人员演示的最高利率，这使分红险的投诉量激增，各大保险公司开始出现集中退保潮。2) 2010 年 11 月原银监会发布《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》（即“90 号文”），提出限制保险公司销售人员派驻银行网点、规范销售流程、每家网点原则上只能与不超过 3 家保险公司开展合作等要求，为银保渠道增长“踩下刹车”，也对分红险销售产生了一定影响，2011 年后分红险与银保渠道占比均有所下降。

2.4. 2013-2023: 利率市场化改革降低分红险吸引力，销售持续降温

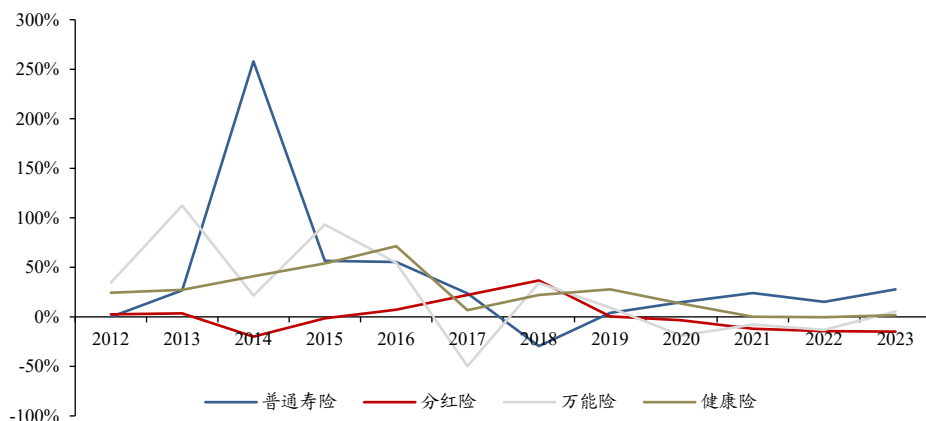
利率市场化改革削弱了分红险产品吸引力。2013 年 8 月，原保监会启动人身险费率市场化改革，传统险取消预定利率限制，责任准备金评估利率上限为 3.5%，养老年金和长期年金险的评估利率上限为 4.025%。2015 年 2 月、9 月原保监会分别取消万能险最低保证利率和分红险预定利率限制，责任准备金评估利率上限分别放宽至 3.5%、3.0%，分红险预定利率超过 3.5% 的须报送原保监会审批。自 2013 年利率市场化改革实施以来，传统险产品收益水平大幅提升，2014 年迎来跳跃式增长，同时万能险又凭借灵活缴费、高收益弹性快速做大规模，分红险业务收益吸引力被削弱，至 2016 年占比已经降至 20%。

2016 年监管引导行业回归保障，分红险经历了阶段性复苏。2016 年起监管开始规范寿险市场乱象，引导行业回归保障本源。2016 年 9 月监管发文限制中短存续期产品销售，万能险责任准备金评估利率上限下调为 3.0%。2017 年 5 月《关于规范人身保险产品开发设计行为的通知》（保监人身险〔2017〕134 号），明确两全险、年金险首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%，快返型产品被叫停。在此背景下，万能险业务快速退潮，分红险迎来阶段性复苏，保费规模于 2018-2019 年达到历史顶峰。

2020 年以来利率下行催生传统险销售热潮，分红险经历连续下滑。2020 年新冠疫

情对国内经济产生显著冲击，宏观利率承压、货币政策宽松，国内长端利率持续下行，股市经历了阶段性低迷。在资本市场表现不佳背景下，具有保本保息+终身储蓄特征的增额终身寿险受到市场热捧，迅速成为行业明星产品。2020-2023 年行业分红险保费规模经历 4 年连续下滑，保费占比进一步降至 17%。

图15：2012-2023 年寿险行业主要类别产品保费同比增速情况



数据来源：中国保险年鉴，金监总局,东吴证券研究所

2.5. 2024 年以来：监管政策持续鼓励，分红险转型成为行业共识

监管政策持续鼓励发展浮动收益型产品。1) 2024 年 8 月，金监总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》(金发〔2024〕18 号)，提出鼓励开发长期分红型保险产品，对于预定利率不高于上限的分红型保险产品，可以按普通型保险产品精算规定计算现金价值。2) 2024 年 9 月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》(即“保险国十条”3.0)，明确“支持浮动收益型保险发展”。3) 2025 年 9 月，金监总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》(金发〔2025〕34 号)，提出“支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康保险业务”。

2024 年下半年行业开启分红险转型。随着 2023-2024 年国内利率大幅下行，寿险公司高度关注低利率环境带来的利差损压力，开始逐步研究负债端结构转型。中国太平率先启动，2024 年公司将“调结构”确定为经营核心，较同业提前 6 个月布局分红险转型。上市险企 2025 年开门红产品普遍以分红险为主打，正式开启了本轮分红险转型的热潮。

3. 当前分红险转型几何？

3.1. 原因：缓解利差损压力、提升报表稳定性和久期匹配度

自 2024 年下半年起，行业已经开始形成分红险转型的共识，基于缓解利差损压力、提升报表稳定性和久期匹配度等考量，分红险已经成为未来寿险行业负债端结构调整中的大势所趋。

1、低利率环境下，分红险有助于缓解行业利差损风险。

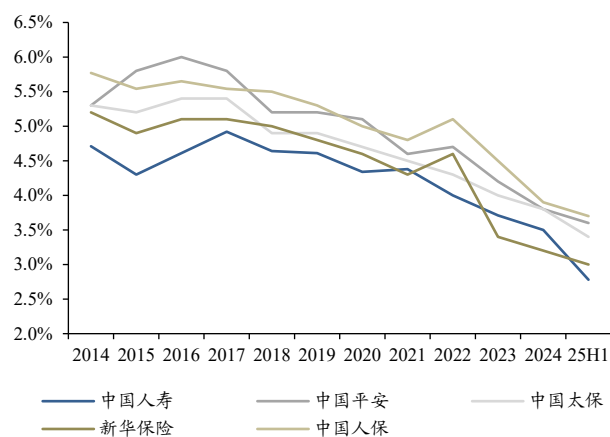
长端利率中枢下行带来寿险行业的利差损压力。近十年以来十年期国债收益率中枢持续下行，2023-2024 年降幅显著加速，其中 2024 全年下行 88bps。2025 年长端利率虽然受货币政策和资金面影响有所企稳回升，但是从长期看，利率中枢预计仍然会伴随经济潜在增速放缓而逐步下行。目前寿险行业经营利源中利差占比较高，利率下行对新增及再配置固收资产收益率形成压力，上市险企净投资收益率趋势性下降，也引发了市场对寿险行业长期利差损风险的担忧。

图16：2014 年以来国内长端利率中枢下行（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

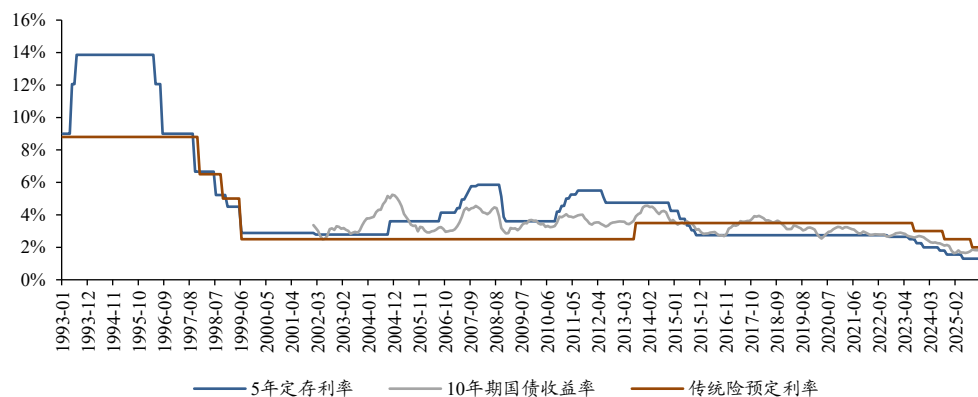
图17：上市险企净投资收益率持续下降



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

分红险产品刚性成本更低，有助于缓解利差损风险。解决利差损问题的关键举措之一一是降低险企刚性负债成本，近年来监管持续下调预定利率，传统险预定利率从 3.5%降至 2.0%。而当前分红险产品的预定利率（1.75%）低于传统险（2.0%），一方面更低的保证收益可以直接降低刚性成本，另一方面浮动收益设计有助于减轻预定利率下调对保险产品销售的影响，并且浮动收益部分由保单持有人和险企共担风险，拥有特别储备机制平滑投资波动影响，可以有效降低在未来低利率环境下保险公司的利差压力。

图18：保险产品预定利率与宏观利率对比



数据来源：wind，金监总局，东吴证券研究所

2、新会计准则下，分红险业务更有利于报表稳定。

新会计准则下 VFA 模型更有利于报表稳定。新保险合同准则（IFRS 17）提供了通用模型（BBA/GMM）、浮动收费法（VFA）和保费分摊法（PAA）三类模型，适用于不同类型业务的会计计量。寿险公司长险业务中，传统险主要以 BBA 模型计量，分红险/万能险主要以 VFA 模型计量。相比 BBA 模型，VFA 模型具有以下优势，从而实现净资产和净利润波动性更低：

1）资产负债镜像匹配。BBA 模型的资产与负债独立计量，保险公司需要在资产端通过对固收资产会计分类处理（如在负债端使用 OCI 指定权后，将足量债券分类为 FVOCI 实现对冲）进行主动管理。而 VFA 模型下保险合同负债以会计主体占基础项目公允价值的份额确定，属于资产与负债的镜像反映，具有天然的匹配优势。

2）CSM 可吸收折现率和投资收益波动。VFA 模型下，CSM 可以吸收基础项目公允价值变动中企业享有的部分和与未来服务相关的不随基础项目公允价值变动的履约现金流变动（含货币时间价值和金融风险）部分，也带来了报表更高的稳定性。

图19：VFA 模型下资本市场波动对净资产和净利润影响较小

资本市场情况	业务类型	资产端	负债端	当期损益
市场利率 ↓	以GMM计量的传统险业务	-	-	-
	以VFA计量的分红险等业务	-	承保财务损益不受影响 CSM上升并逐期摊销	影响较小
权益市场 ↑	以GMM计量的传统险业务	↑	-	↑
	以VFA计量的分红险等业务	↑	承保财务损益等额上升 CSM上升并逐期摊销	影响较小

资本市场情况	业务类型	久期	资产配置特点	资产	负债	净资产
市场利率 ↓	以GMM计量的传统险业务	资产<负债	债权资产配置规模适度 (例如不超过负债规模)	↑	↑	↓
	以VFA计量的分红险等业务	-	-	↑	↑	影响较小
权益市场 ↑	以GMM计量的传统险业务	-	-	↑	-	↑
	以VFA计量的分红险等业务	-	-	↑	↑	影响较小

数据来源：中国人寿官网，东吴证券研究所

注：上图利率下行对 GMM 模型当期损益无影响是在使用了 OCI 指定权的前提下。

3、资产负债管理新规下，分红险更有利于改善久期缺口表现。

保险业进入资产负债管理监管深化新阶段。久期匹配是保险公司资产负债管理的核心之一，较低的久期缺口可以防范利率波动造成经营风险。2025 年 12 月金监总局发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》并公开征求意见，对寿险公司提出了 4 项监管指标和 7 项监测指标，其中：1）监管指标中包括有效久期缺口，指标要求区间在[-5,5]

内，缺口低于-5年的寿险公司要求现金流流入有效久期不低于5年。2) 监测指标中包含修正久期缺口。

分红险有效久期更短，更有利于资产负债合理匹配。修正久期和有效久期是用于衡量保险公司资产和负债现金流特征的关键指标，其中有效久期考虑到了含权设计对现金流的影响，是目前监管的重点。分红险的负债有效久期显著短于传统险，主要是由于分红险具有“风险共担”机制，在利率下行、投资承压阶段可以通过下调分红水平从而调降现金流，相比传统险的固定现金流安排更加灵活。参考海外险企数据，韩国三星人寿2021年浮动利率保单负债久期仅7.4年，显著低于固定利率保单的13.6年，对降低公司整体资产负债久期有显著贡献。

表8：修正久期与有效久期指标的差异

指标	修正久期	有效久期
作用	衡量债券价格对利率变化的敏感度	
现金流假设	假设现金流安排固定，不受利率变动影响，即债券价格与利率变动是线性关系	考虑了可变利率或者包含嵌入期权的结构设计，假设现金流可能因隐含期权触发而调整（如提前赎回、回售等），即考虑了债券价格与利率变动的非线性关系。
适用范围	无期权债券	期权债券，现金流不稳定资产

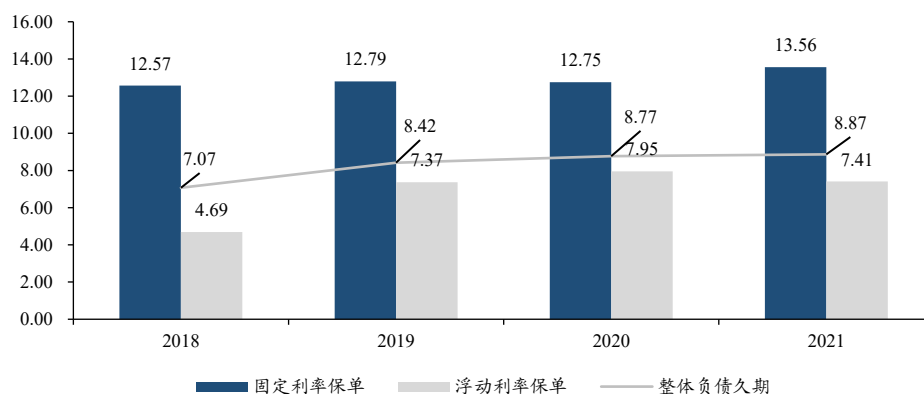
数据来源：东吴证券研究所

表9：《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》对久期相关指标要求

类型	指标	计算公式	最低监管标准
监管指标	有效久期缺口	规模调整后的有效久期缺口=(资产现金流有效久期×资产现金流的折现值+负债现金流流入有效久期×负债现金流流入的折现值+利率类衍生品买入合约的有效久期×利率类衍生品买入合约的合约价值之和-利率类衍生品卖出合约的有效久期×利率类衍生品卖出合约的合约价值之和)÷负债现金流流出的折现值-负债现金流流出有效久期	不高于5年或低于-5年；对于缺口低于-5年的人身保险公司，现金流流入有效久期不低于5年
监测指标	修正久期缺口	规模调整后的修正久期缺口=(资产现金流修正久期×资产现金流的折现值+负债现金流流入修正久期×负债现金流流入的折现值+利率类衍生品买入合约的修正久期×利率类衍生品买入合约的合约价值之和-利率类衍生品卖出合约的修正久期×利率类衍生品卖出合约的合约价值之和)÷负债现金流流出的折现值-负债现金流流出修正久期	-

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

图20：韩国三星人寿浮动利率保单负债久期明显低于固定利率保单（年）



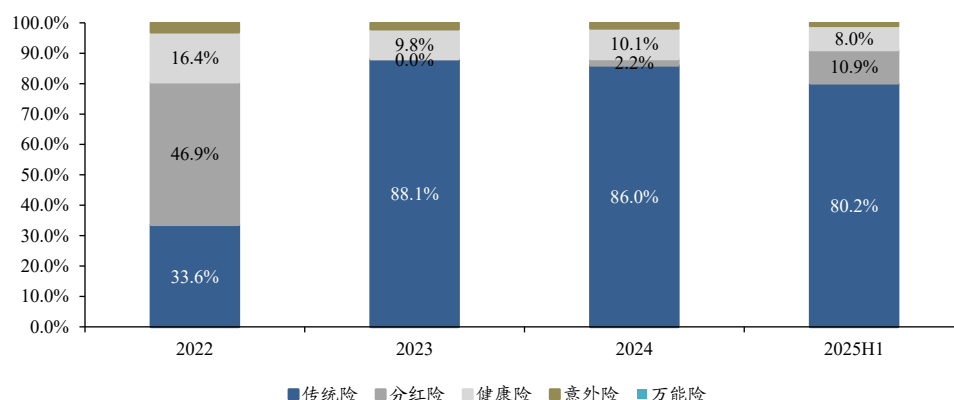
数据来源：韩国三星人寿历年财报，东吴证券研究所

3.2. 现状：25H1 分红险转型成效显著，预计 2026 年占比继续提升

1、2025H1 上市险企分红险销售成果显著，占新单比重显著提升。

1) 从新单保费结构看，2025H1 分红险占新单比重已经明显提升。①中国人寿上半年分红险等浮动收益产品占个险渠道首年期交保费比重超 50%，银保渠道占比亦有提升。②中国太保分红险新单期缴规模保费 101.3 亿元，同比大幅增长 13.8 倍，在整体新单期缴中占比 42.5%，在个险渠道新单期缴中占比 51%。③新华保险分红险新单期缴保费 46.3 亿元（上年同期仅为 200 万元），占新单期缴比重提升至 10.9%。④中国太平上半年新单长险结构中分红险占比 91.3%，其中个险、银保渠道占比分别为 97.5%、85.8%。⑤阳光保险个险新单保费中浮动收益型与保障型产品占比超 50%，银保新单期缴保费中浮动收益型占比 27.1%，同比提升 11pct。

图21：2022 年以来新华保险新单保费分险种结构

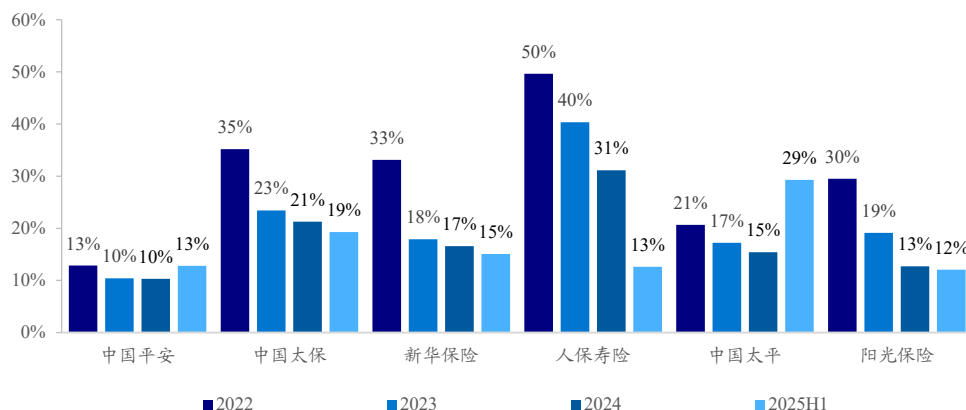


数据来源：新华保险财报，东吴证券研究所

2) 从总保费结构看，由于分红险转型时间不长，目前在总保费结构中的变化还不明显，上市险企分红险占当期总保费比重和提升幅度并不大，中国太平由于转型较早、

力度较大，2025 年上半年分红险占比居同业最高（29%），其他公司普遍占比在 20%以下。

图22：上市险企分红险产品占总保费比重

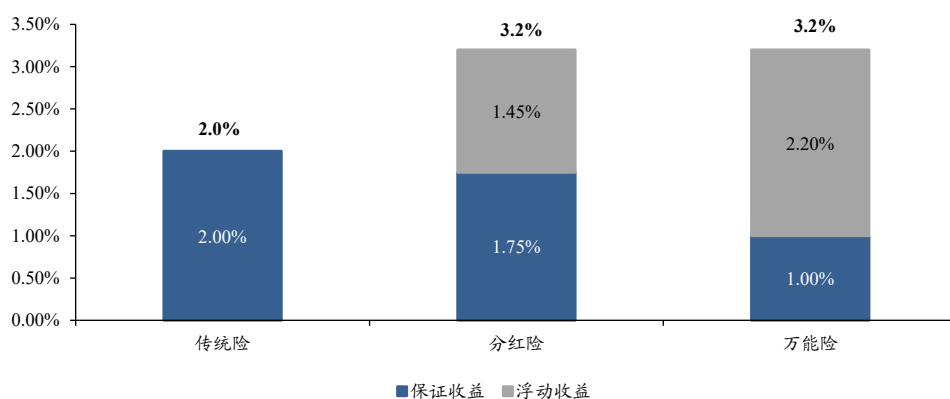


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2、我们预计 2026 年分红险保费占比将继续提升。

我们预计 2026 年分红险保费占比将继续提升。当前市场储蓄需求依然旺盛，银行存款利率接连下调、5 年期定存和大额存单纷纷下架，保险产品预定利率仍高于银行存款利率，预计“存款搬家”将继续利好保险产品销售。而在 2025 年 9 月保险产品预定利率非对称下调后，当前分红险预定利率仅比传统险低 25bps，且可以提供浮动收益，对客户吸引力明显提升。

图23：不同类型保险产品收益结构对比（2025 年 9 月后）



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

注：分红险和万能险浮动收益部分是不确定的，本图按照 3.2% 的预期收益率进行展示

2026 年开门红继续以分红险为主打。从上市险企 2026 年开门红主推产品看，设计类型均为分红险，主要以分红型终身寿险和分红型年金为主，预定利率均为 1.75%，演示利率主要为 3.5%、3.75% 和 3.9% 三档。

表10: 头部险企 2026 年开门红典型产品梳理

保险公司		中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平
产品名称		鑫鸿福养老年金（分红型）	御享金越终身寿险（分红型）	盛世鸿运终身寿险（分红型）	盛世荣耀庆典版终身寿险（分红型）	福禄满堂终身寿险（分红型）	国威一号终身寿险（分红型）
投保年龄		0-75 岁	0-72 岁	男性：0-64 岁 女性：0-68 岁	男性：0-66 岁 女性：0-70 岁	0-66 岁	男性：0-63 岁 女性：0-67 岁
缴费期限		趸交 3/5/6/8/10/20 年交	趸交 3/6/10 年交	趸交 3/6/10/20 年交	趸交 3/5/10/15/20 年交	趸交 3/6/10/15/20 年交	趸交 3/5/10/20 年交
领取年龄		男性 60 岁起 女性 55 岁起	-	-	-	-	-
保险期间		领取日起满 14/19 个保单年度后、至 85/100 岁	终身	终身	终身	终身	终身
预定利率		1.75%					
演示利率		3.5%	3.5%	3.75%	3.9%	3.5%	3.5%
保险责任		1.特别生存金 2.养老年金 3.满期金 4.身故保险金	身故保险金	1.身故或全残保险金 2.意外身故或意外全残豁免保险费	身故或全残保险金	身故或全残保险金	身故或全残保险金
分红方式		现金红利（现金领取/累积生息）	现金红利（累积生息/交清增额）	现金红利（累积生息/交清增额）	现金红利（现金领取/累积生息/交清增额）	现金红利（现金领取/累积生息/交清增额）	增额红利
红利来源		利差益、死差益等	利差益、死差益	利差益、死差益	利差益、死差益	利差益	利差益
利益演示		女性 40 岁，趸交 100 万保费，红利累积生息					女性 40 岁，趸交 100 万保费
保证收益 (IRR)	第 10 年	0.91%	0.32%	0.76%	0.65%	0.18%	0.38%
	第 20 年	1.33%	1.02%	1.24%	1.17%	0.93%	1.04%
	第 30 年	1.47%	1.26%	1.41%	1.37%	1.20%	1.27%
	第 40 年	1.54%	1.38%	1.49%	1.46%	1.34%	1.39%
	第 50 年	1.58%	1.46%	1.54%	1.52%	1.42%	1.46%
演示收益 (IRR)	第 10 年	2.06%	1.47%	1.92%	1.99%	1.33%	1.60%
	第 20 年	2.41%	2.12%	2.34%	2.47%	2.04%	2.26%
	第 30 年	2.45%	2.31%	2.46%	2.60%	2.25%	2.50%
	第 40 年	2.42%	2.39%	2.50%	2.64%	2.34%	2.62%
	第 50 年	2.38%	2.42%	2.51%	2.64%	2.38%	2.69%
总利益超 保费	1 倍	6 年	5 年	4 年	4 年	6 年	5 年
	2 倍	29 年	31 年	29 年	28 年	31 年	29 年

数据来源: 各公司官网, 保险师 APP, 东吴证券研究所

3.3. 影响：分红险转型将压实 EV 可靠性，提升权益配置中枢

分红险转型有助于缓解利差损风险，提振市场对寿险 EV 信心。由于此前销售的传统险面临较大利差损风险，市场普遍对寿险公司 EV 评估结果可靠性抱有一定质疑，也是上市险企估值低于 1 倍 PEV 的主要原因。而伴随分红险转型成效释放，寿险业长期利差损风险逐步缓解，EV/NBV 对投资收益率敏感性明显下降，EV 评估结果可靠性也将重获市场认可，利好险企估值重新向历史中枢回归。

图24：上市险企 VIF 对投资收益率敏感性

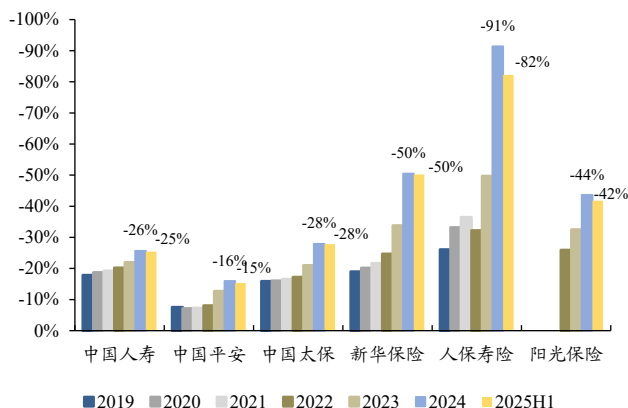
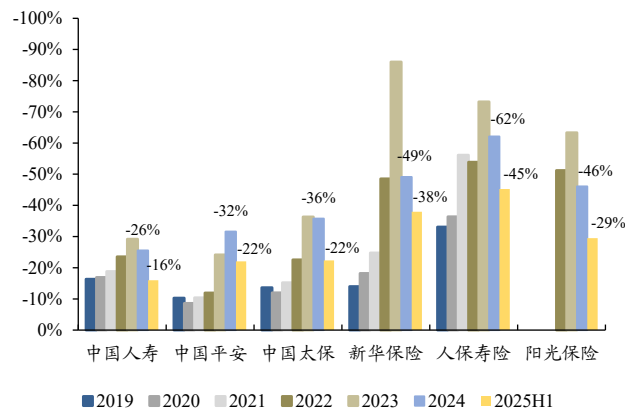


图25：上市险企 NBV 对投资收益率敏感性



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

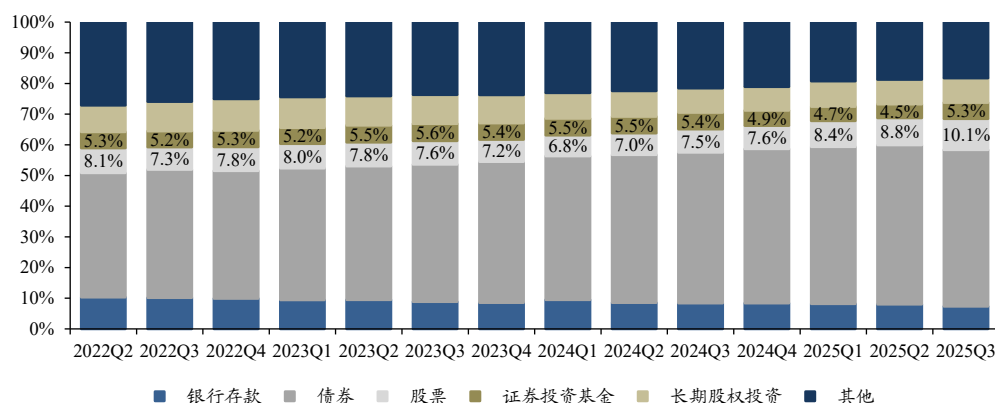
注：1）中国平安 2019-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿 2023 年以后为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太保 2020-2023 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024 年以后投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。2）中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1）中国平安 2019-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿 2023 年以后为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太保 2020-2023 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024 年以后投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。

我们预计伴随分红险成为负债端主流，资产端权益配置中枢将继续提升。如前文所述，分红险账户的资产配置风格偏好更加积极，权益配置比例高于传统险账户，且更加倾向于以 FVTPL 方式持有金融资产。2025 年寿险公司已经明显加仓公开市场权益投资，Q3 末股票+基金合计占比 15.4%，较年初/Q2 分别提升 2.9/2.0pct。其中，股票占比 10.1%，较年初/Q2 分别提升 2.5/1.3pct；基金占比 5.3%，较年初/Q2 分别提升 0.3/0.7pct。尽管当前寿险资金配置股票+基金比例已经处于历史最高点，但是我们认为随着分红险成长为负债端主流产品，长期来看权益配置比例中枢仍有继续提升的空间。

图26：2025 年寿险公司配置股票+基金比例显著提升



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

4. 海外借鉴：浮动收益型业务是成熟市场主流

4.1. 欧美地区：浮动收益产品是主流，更多以万能/投连为主

欧美寿险市场发展历史悠久，是现代分红险机制形成的起源，也是世界最成熟的寿险市场之一。当前欧美寿险市场以浮动收益型产品为主导，但是英国、美国等地区业务重心已经由分红险转向万能/投连险产品。

1、欧洲：分红险基本退出英国市场，但在欧盟仍是主流产品。

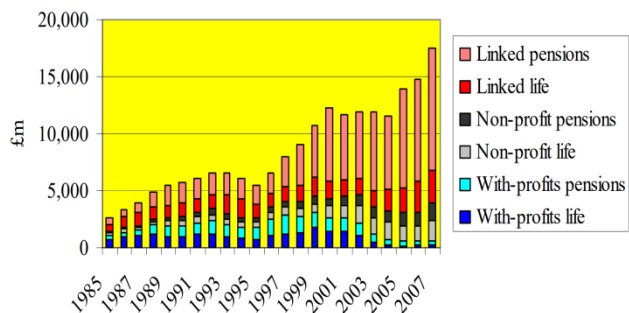
英国是分红险产品的发源地。世界上首份具备红利返还性质的人寿保单可追溯至 18 世纪中叶的英国，1762 年公平人寿开创了“精算定价+准备金+盈余返还”的寿险制度先河，标志着现代寿险与分红制度雏形正式确立。其初期采用的分红形式为复归红利（Reversionary Bonus），即将当期盈余以累积方式追加至保单基本保额之上，至保单终止时支付。至 19 世纪中叶，英国分红保险制度日趋成熟，复归红利成为核心分红方式，终了红利与递延机制相继确立，形成“复归为主、平滑调节、终了给付”的分红框架，也即“英式分红”形式。

自 20 世纪末起，英国分红险由盛转衰。2000 年公平人寿事件暴露合同解释、责任界定与治理透明度缺陷，引发信任危机，多家大型保险公司停售新单并封闭管理。行业曾推出累积型分红险（AWP），引入账户化展示，但盈余分配仍由公司裁量，未解决红利不确定性与理解障碍问题，市场颓势未改。目前分红险已退出英国市场主流，新单占比不足 1%。

英国寿险市场浮动收益型产品占比高，但重心已转为万能/投连业务。进入 21 世纪以来，老龄化加剧+利率下行，英国养老金产品需求扩张，并且养老金模式由“固定利益型计划”（Defined Benefit Plan）变为“固定贡献型计划”（Defined Contribution Plan），英

国人身险业开始创新变额年金产品，叠加英国国债利率持续下行，投连险市场份额不断攀升。2007 年英国寿险市场中浮动收益型产品占比超过 80%，其中投连型业务占比最高（Linked），接近 80%，而分红险（With-profits）份额已经大幅下降。

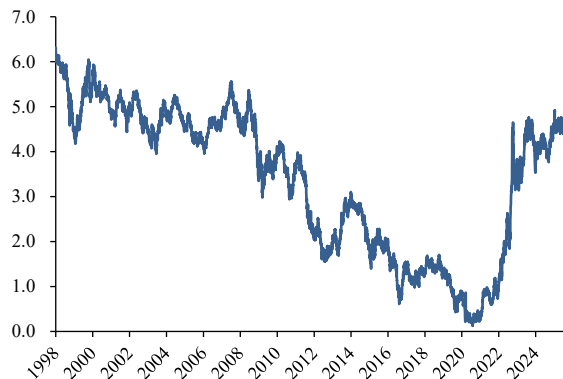
图27：英国市场分红险占比下降而投连险上升



数据来源：EIOPA，东吴证券研究所

注：上图数据为毛保费口径

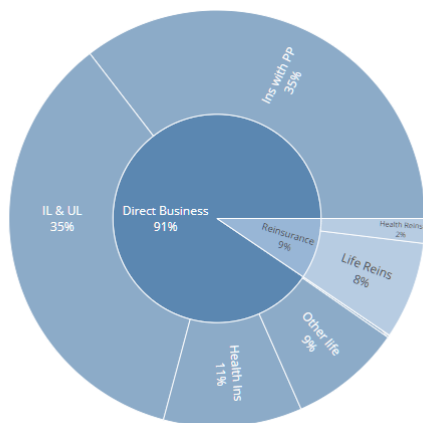
图28：1998-2021 年英国经历了持续的利率下行（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

在其他欧洲寿险市场，分红险仍占据一席之地，是浮动收益产品中的重要部分。根据欧洲保险和年金管理局（EIOPA）数据，2024 年欧盟国家寿险市场中分红险（Ins with Profit-Participating）和投连险（Index-linked & Unit-linked）合计占据 70%的保费份额，二者各自占比 35%。具体国别间差异非常明显，但在英国以外的许多欧洲国家的寿险市场，分红险仍然可以作为主导型的产品。

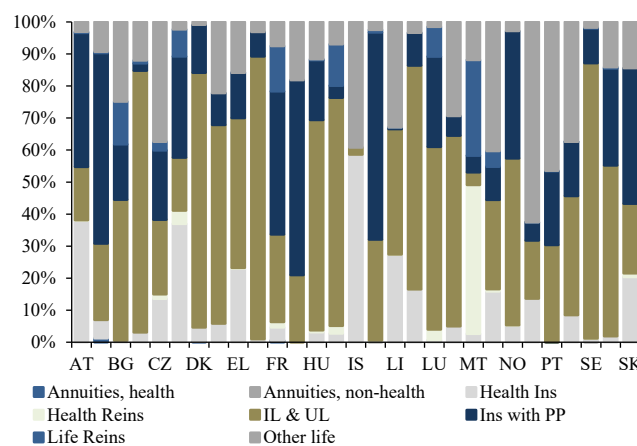
图29：2024 年欧盟国家寿险市场浮动收益产品占比高



数据来源：EIOPA，东吴证券研究所

注：上图数据为毛保费口径

图30：2024 年欧盟部分国家寿险业务仍以分红险为主



数据来源：EIOPA，东吴证券研究所

注：上图数据为毛保费口径

2、美国：浮动收益业务占主导，业务重心在于万能和投连险。

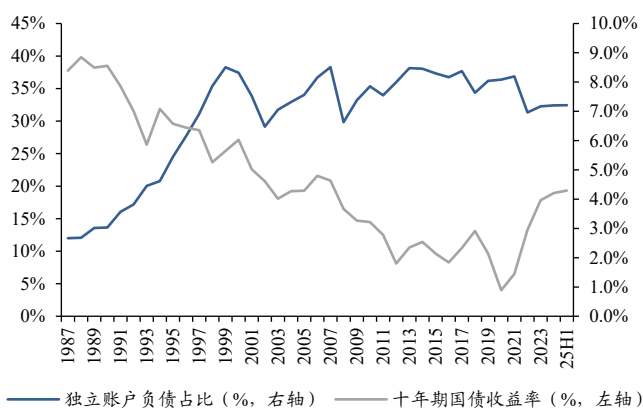
美国分红保险稍晚于英国，但形成了鲜明的本土特色。1843 年纽约相互人寿保险发行了首张具有分红条款的寿险保单，明确赋予保单持有人参与保险公司盈余分配的契约性权利，标志着美国分红制度正式确立。19 世纪中后期，多家相互制寿险公司相继推出

分红产品，普遍采用现金红利（Cash Dividend）分配，客户可选择将红利直接领取、抵交保费、累积生息等不同方式运用，也即“美式分红”形式。

美国寿险市场重心转向万能险和投连险，但分红险仍服务于高净值及保守客户。20世纪80年代，美国相互制寿险公司以稳定运营与红利再投资吸引中产及高净值客户，在高利率环境下被视为“类储蓄账户”。进入20世纪90年代，利率下行导致红利不足以覆盖保费，多家公司因继续沿用高红利假设而引发集体诉讼，被认定存在销售误导，促使行业启动赔偿并完善预期管理。1997年起，多家相互制寿险公司去相互化，转型股份制，盈余分配由“客户共享”转向“股东优先”，分红险边缘化，市场重心转向万能险与投连险并占据新单主导。在现存的相互制寿险公司中，分红终身寿险仍服务高净值与保守客户，虽非主流但凭“长期稳定”在多元化市场中仍保有价值。

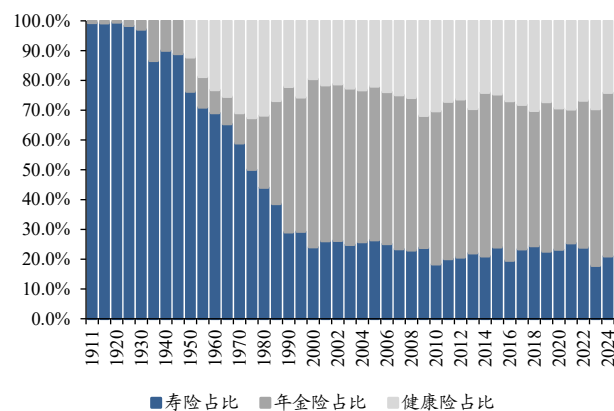
利率下行阶段浮动收益型负债占比提升明显。美国寿险资金主要包括一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由保险公司承担；独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等，利差风险或投资风险由保单持有人承担，独立账户更有助于保险公司防范利差损风险。在21世纪初利率快速下降的阶段，美国寿险行业存量负债结构中独立账户的占比由1987年的12%快速提高至1999年的38%，此后基本保持在30%以上的水平。

图31：利率下行阶段美国寿险独立账户占比显著提升



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

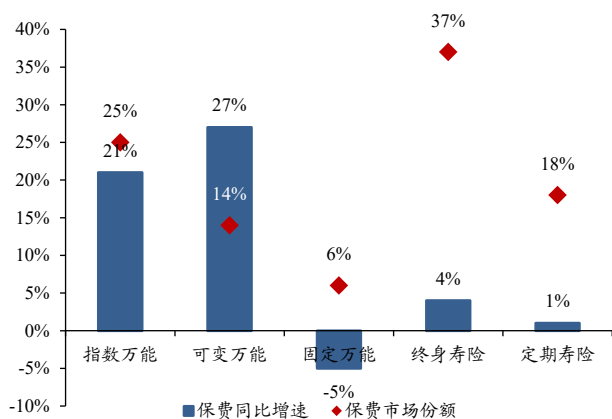
图32：美国人身险保费中年金险占据半壁江山



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

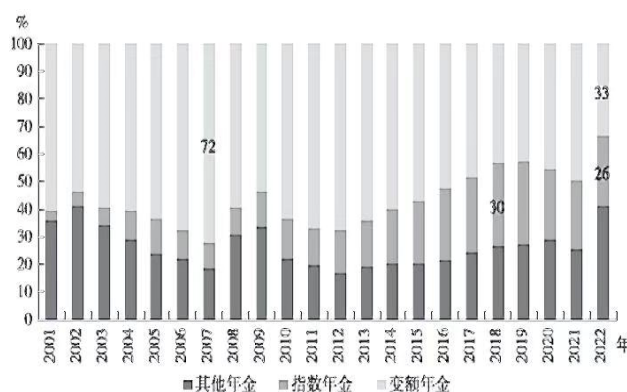
美国年金险保费占据半壁江山，以浮动收益年金为主。自1990s以来美国人身险市场保费结构整体保持稳定，年金险占据50%左右比重，主要是受益于个人养老金市场快速发展，寿险产品也占据20%以上比重。分险种来看：1）寿险业务中终身寿险仍然是占比最高的单一品种，2025H1保费份额达到37%，美国市场上分红险主要以终身寿险形态出现；指数型万能寿险和可变万能寿险份额分别为25%和14%，并且同比增速显著快于终身寿险。2）年金业务中指数年金和变额年金在大部分年份占据主流，特别是在股市涨幅较好的年份变额年金份额通常都有显著提升。

图33: 2025H1 美国个人寿险分产品增速及份额



数据来源: LIMRA, 东吴证券研究所

图34: 美国年金市场以指数年金和变额年金为主



数据来源: 中国保险学会, 东吴证券研究所

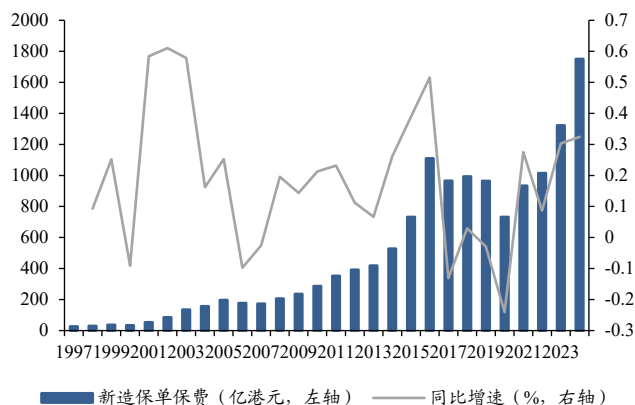
4.2. 中国香港: 以分红险为核心, 特点为多元币种+高演示利率

中国香港分红险发展较早, 分红储蓄险的成熟形态在 2010 年前后出现。1) 在上世纪 80 年代前香港保险业就已经存在带有分红性质的保单, 但是主要附加在具有保障杠杆的寿险和重疾险产品上, 预期收益率约在 3%-5%, 以美式分红为主。2) 1995 年保诚在香港推出第一款英式分红寿险, 预期收益率开始突破 5%, 逐渐受到市场关注。3) 2010 年保诚推出里程碑式的“隽升储蓄保障计划”系列, 以终寿形态+保本+预期收益率 7% 的设计风靡市场, 引发其他险企效仿, 也成为了目前最常见的香港分红储蓄保单的成熟形态。

随着分红险销售高歌猛进, 香港保监局也逐步加强业务监管。1) 2015 年香港保险业监理处 (香港保监局前身) 介入香港分红保单运作, 发布《承保长期保险业务 (类别 C 业务除外) 指引》(GN16), 要求香港保险公司须从 2017 年起披露 2010 年之后发出的含有非保证分红的保单实现率。2) 2019 年香港保监局发出《长期保险保单利益说明指引》(GN28), 要求香港分红保单必须披露乐观和悲观的情景演示。2023 年, GN16 修订, 扩大披露分红实现率的范围至全部有效保单。2025 年, 香港保监局再次对分红保单发出指引, 7 月 1 日起非港元保单投保预期演示利率不得高于 6.5%, 港元保单不得高于 6%。

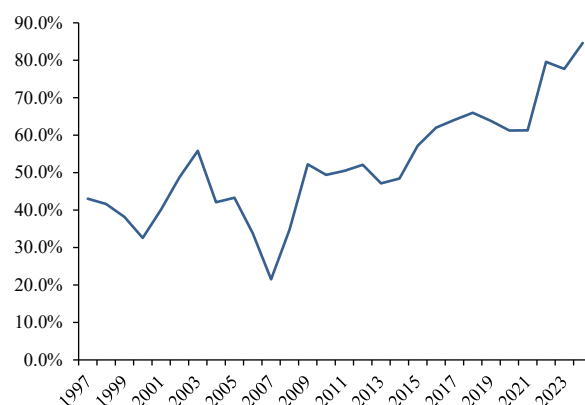
当前中国香港保险市场以分红险为绝对核心。1) 从保费规模看, 2024 年香港分红险新单保费收入达 1751 亿港元, 同比增长 32.4%, 创下历史新高, 2020-2024 年年均复合增速高达 24.3%。近年来分红险占新单保费比重持续提升, 2024 年占比已经高达 84.6%。2) 从保单件数看, 2024 年香港分红险新单件数为 59.3 万件, 同比增长 12.1%, 虽然尚未恢复到历史高峰, 但已经实现连续两年增长。近年来分红险占新单件数比重有所波动, 2024 年占比为 60.2%。

图35: 香港分红险新单保费及增速



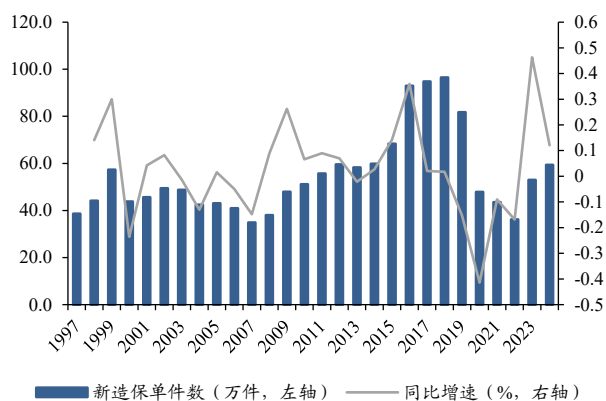
数据来源: 香港保险业监管局, 东吴证券研究所

图36: 香港分红险占新单保费比重超过 80%



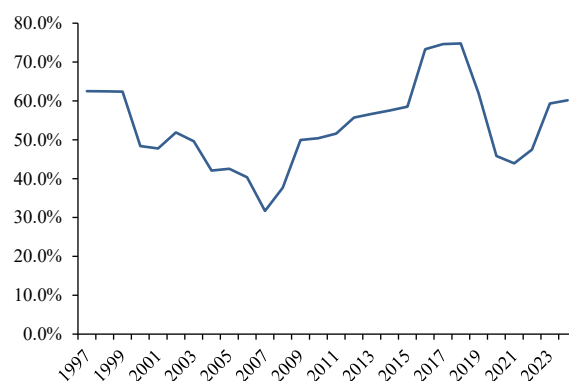
数据来源: 香港保险业监管局, 东吴证券研究所

图37: 香港分红险新单件数及增速



数据来源: 香港保险业监管局, 东吴证券研究所

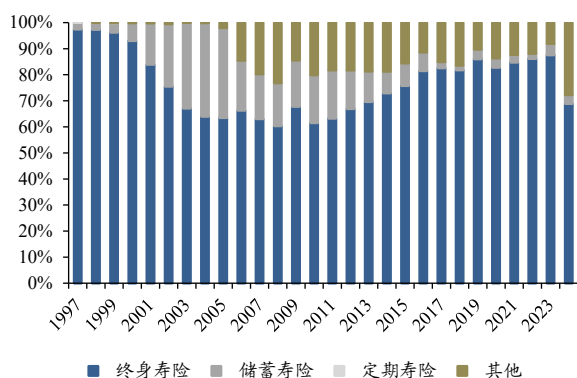
图38: 香港分红险占新单件数比重约 60%



数据来源: 香港保险业监管局, 东吴证券研究所

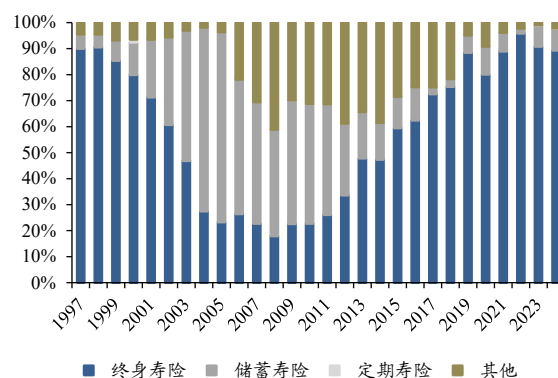
终身寿险是目前香港分红险的最主流形态。自1997年以来，香港分红险设计形态出现了终身-储蓄-终身的演变，其中1999-2007年香港资本市场繁荣带动了投连险的热销，分红型产品主要面向香港本地市场的短期储蓄功能为主。2008年金融危机之后市场风险偏好下降，2010年保诚隽升系列带动分红型终寿重回舞台中心，此后凭借多元资产配置+超长期高收益回报吸引大量本土和外来赴港客户，目前已经成为分红险的最主流形态，占比将近90%。

图39: 香港分红险新单件数结构



数据来源: 香港保险业监管局, 东吴证券研究所

图40: 香港分红险新单保费规模结构



数据来源: 香港保险业监管局, 东吴证券研究所

香港与大陆分红险形态的主要差异在于:

1) 香港保单通常支持多币种投保, 大多覆盖全球主流 9 种货币, 且通常支持“多币种转换”功能, 即允许在保单有效期内根据需求转换计价币种, 资产配置灵活性高。

2) 香港分红保单普遍采取低保证、高浮动的特点, 与大陆分红险高保障、低浮动的特点迥异。香港分红保单的保证收益率普遍在 0.5%-1%之间, 预期收益率高达 6.5%, 而大陆分红险保证收益率为 1.75%, 预期收益率由于监管严格, 普遍在 3.5%左右。这一特征也导致了香港分红险保证回本期(保证收益价值>已交保费)非常长, 大多在 15 年以上, 而大陆分红险则普遍在 10 年内, 但两者的预期回本期基本持平。

3) 香港分红保单主要为英式分红, 而大陆分红保单主要为美式分红。

4) 香港分红保单设计功能整体更加灵活多样, 可以实现分红锁定、提前领取、保单拆分等其他功能, 满足客户多元化需求。

表11: 中国香港与中国大陆典型分红险产品对比

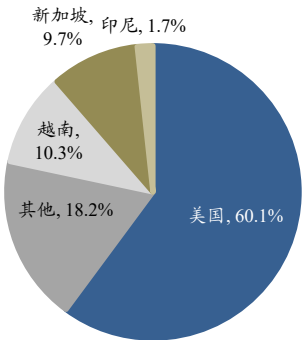
公司名		友邦	富卫	安盛	中意	中英	复星保德信
产品名		环宇盈活	盈聚天下 2	盛利 2-至尊	一生中意(福享版)	福满佳 C 款	星福家(朱雀版)
投保条件		香港：以 0 岁投保，10 万美金*5 年为例			内地：以 0 岁投保，10 万人民币*5 年为例		
保证回本期		18 年	17 年	25 年	9 年	9 年	10 年
保证收益 IRR	10 年	-	-	-	0.02%	0.35%	0.11%
	20 年	0.09%	0.02%	-	0.84%	0.99%	1.02%
	30 年	0.13%	0.13%	0.07%	1.07%	1.16%	1.27%
	40 年	0.23%	0.23%	0.14%	1.18%	1.25%	1.40%
	60 年	0.25%	0.25%	0.22%	1.29%	1.34%	1.52%
预期回本期		7 年	6 年	7 年	7 年	7 年	6 年
演示收益 IRR	10 年	3.51%	3.53%	3.52%	1.92%	2.25%	1.87%
	20 年	5.69%	6.00%	5.82%	2.75%	2.90%	2.84%
	30 年	6.50%	6.50%	6.50%	2.98%	3.08%	3.14%
	40 年	6.50%	6.50%	6.50%	3.10%	3.17%	3.30%

60 年	6.50%	6.50%	6.50%	3.21%	3.26%	3.50%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：新媒天成储蓄规划公众号，东吴证券研究所

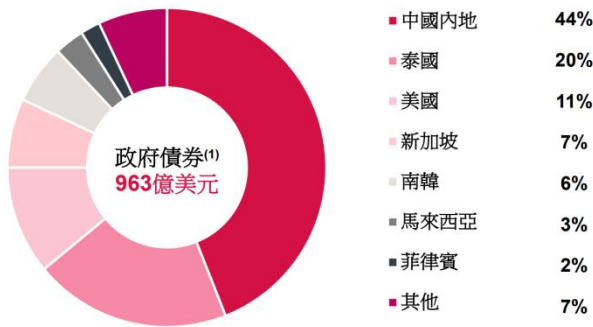
香港险企可以进行全球资产配置，是支持高红利回报的基础。凭借香港金融自由港的独特优势，香港险企可以实现资金的全球化配置，通过布局高收益的海外债券和权益投资，可以实现更高的投资回报，从而提升实际分红表现。以保诚保险为例，2025H1 末公司分红险账户的主权债券投资中有 60.1%为美国国债。

图41：2025H1 保诚保险分红险账户主权债券结构



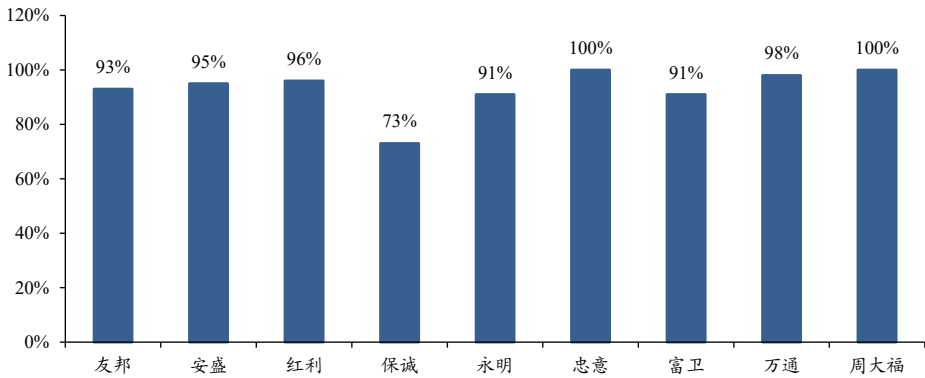
数据来源：保诚保险财报，东吴证券研究所

图42：2025H1 友邦保险政府债券结构



数据来源：友邦保险公告，东吴证券研究所

图43：2014-2024 年香港主要险企平均红利实现率情况



数据来源：HK 小好探险公众号，东吴证券研究所

4.3. 借鉴：分红险并非“唯一解”，但应当是更符合国情的“较优解”

从海外发达寿险市场经验来看，我们可以得出以下结论：

1) 伴随寿险市场的逐步成熟，浮动收益型产品普遍成为主流。不论是欧美地区还是中国香港市场，随着宏观利率下行、利差损风险凸显的阶段，都出现了大幅提升浮动收益型业务占比的变化。以 2024 年数据计算，中国大陆浮动收益型业务（分红+万能+

投连)占规模保费比重约30%，远低于欧洲、美国和中国香港地区，未来仍有相当大的增长空间。

2) 分红险并不是唯一选择，但是比较符合中国市场当前偏好。海外发达寿险市场的主流产品存在较大差异，英美寿险市场以万能险和投连险为主，而中国香港市场以分红险为主。我们认为，相比欧美地区强调自主投资、风险自担的习惯，中国市场投资者风险偏好更低，更加倾向于保本、长期稳健增值设计的分红险，因此现阶段分红险是更适合国内寿险市场的选择。并且，中国香港分红保单低保证、高预期以及灵活多变的产品功能设计，都可以成为中国大陆分红险产品创新的经验借鉴。

3) 未来其他类型产品仍然有发展的机会和价值。**① 万能险/投连险：**尽管分红险更加适合当前监管导向与市场偏好，但是随着未来国内利率中枢进一步下降趋势，内地储蓄类产品将不得不继续下调保证收益水平，市场风偏可能将提升。海外经验已经证明，保险产品可以在极低或无保底利率的情况下通过高收益弹性吸引客户，未来内地分红险可能逐步向香港分红险转型，或者逐步转移至万能/投连险等业务上。**② 保障型产品：**我们认为虽然近两年保障型业务销售承压，但是国内风险保障缺口依然较大，未来伴随宏观经济转暖，相关需求将得到释放，并且分红型长期健康险也将进一步激发市场增长潜力。保障型业务可以贡献稳定的死差益，也是在低利率环境下维系险企长期稳定经营的重要助力。**③ 传统型储蓄险：**一方面，传统险较高保本可以吸引低风险偏好客户，在市场上仍然存在客观需求；另一方面，虽然此前销售的较高成本的传统储蓄险存在利差损压力，但是经过监管多次下调预定利率，目前新增传统险业务的盈利性已经得到明显改善，并且在利率企稳甚至回升的阶段，传统险更高的名义NBV margin也会吸引险企在确保经营稳健的前提下阶段性增加相关业务供给，以实现更高的NBV增长。

5. 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。

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>