

寻找中国保险的 Alpha 系列之三 分红险：低利率环境下产品体系重构

优于大市

核心观点

分红险成为保险行业应对利率下行周期的关键产品。分红险是指保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例分配给客户的一种人寿保险。因其“低保底+高浮动”的特点，险企与客户共担收益风险，有效降低险企的刚性兑付成本，因此在利率下行时期，分红险具有较大的发展潜力。我国分红险经历了多轮发展周期，产品形态趋于完善。2024年以来，寿险公司开启新一轮分红险销售周期。

分红险核心价值在于重构负债成本结构，化解长期利差损风险。在传统寿险模式下，预定利率形成刚性兑付义务，当投资端收益持续下行时，险企需以自有资本弥补缺口。而分红险通过将大部分收益设置为“非保证红利”，显著降低保证利率水平，使险企在低利率环境中获得更大缓冲空间。当前监管对于分红险预定利率保底上限要求为2.0%，2025年中期以来，部分险企陆续下调至1.5%，以更好地应对当前资产负债匹配压力。

从美国及中国香港市场的发展经验来看，分红险繁荣是低利率环境、监管创新与居民财富管理需求升级共振的结果。2020年以来，在我国长端利率快速下行及权益市场收益承压等背景下，我国保险行业正处于从“刚兑型储蓄”向“风险共担型保障”转型的关键阶段。参照海外及中国香港地区的经验，我们认为唯有在产品设计灵活性、投资能力专业性及销售人员专业性上实现突破，我国寿险行业方能在分红险的新周期中构建可持续竞争力。

从增量资金视角来看，资本市场尤其红利类资产与分红型保险的分红机制形成良好匹配。红利类资产“价格波动+分红”独特结构与分红型保险“固定收益+浮动收益”的结构相匹配：银行、能源等红利类股票的股息收入能够提供稳定的现金流，覆盖分红型保险的保底收益；资产价格变化则为保险公司带来了一定的浮动收益。因此我们预计随着近年来负债端分红险规模的持续扩张，将持续利好险企在银行、交运、公用事业等红利类板块的配置诉求。

投资建议：本轮分红险发展本质是保险业在低利率环境中构建“负债结构优化-投资能力提升-资本市场稳定”的正向循环。从行业视角看，其核心价值在于系统性降低利差损风险，同时通过浮动收益特性维持产品吸引力，为险企在低息周期内赢得转型时间窗口。对资本市场而言，分红险资金有望成为高股息资产价值重估的长期催化。在产品价值转型背景下，建议关注具有一定产品销售壁垒及资产收益相对稳健的中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险等。

风险提示：保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行；渠道转型导致保费增速放缓等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		P/EV	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601628.SH	中国人寿	优于大市	39.85	11408	3.83	3.88	0.69	0.64
601336.SH	新华保险	优于大市	61.02	1926	8.28	8.93	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	优于大市	36.97	3601	4.77	4.90	0.46	0.40
601318.SH	中国平安	优于大市	56.95	10429	7.72	8.57	0.60	0.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《2025年三季度人身险预定利率下调点评-利差风险缓释，产品结构调整》——2025-07-25

《关于引导保险资金长期投资的点评-拉长资产端考核周期，险资入市提速》——2025-07-13

《非车险“报行合一”点评-重塑非车险生态，利好承保利润提升》——2025-07-09

《保险业2025年5月保费收入点评与后续展望-结构优化与存款搬家，保费增速持续改善》——2025-07-02

《寻找中国保险的Alpha系列之二-成本下行，利差改善与价值重估》——2025-06-25

内容目录

认识分红险：产品本质、核心指标与市场价值	5
配置分红险：引入资本市场增量资金	9
开拓分红险：海外经验借鉴	12
美国：养老需求与产品创新驱动分红险为主导	12
中国香港：产品灵活，全球配置	15
发展分红险：国内机构实践	19
我国分红险发展复盘：“萌芽—高潮—式微”的演进历程	19
国内分红险发展启示：产品、渠道及人员的多重共振	23
投资建议	26
风险提示	26

图表目录

图 1: 传统险及分红险收益率构成	5
图 2: 分红险分红实现率计算公式	6
图 3: 分红实现率敏感性对比	7
图 4: 分红险红利运作方式	8
图 5: 分红险收益平滑机制示例	9
图 6: IFRS9 及 IFRS17 联动分析	10
图 7: 保险资金运用余额及权益资产配置占比（单位：亿元）	10
图 8: 分红型账户前 10 大重仓流通股行业及持仓市值（单位：万元）	11
图 9: 美国、日本、中国保险行业发展脉络对比	12
图 10: 美国人身险保费规模及年金险占比（单位：亿美元，%）	12
图 11: 美国人身险各险种保费占比	12
图 12: 美国长债利率走势	13
图 13: 美国 IUL 运作模式	14
图 14: 美国三大指数走势	14
图 15: 中国香港分红险发展脉络	15
图 16: 香港寿险保费收入结构（单位：百万港元）	16
图 17: 香港非投资相连型保费收入构成（单位：百万港元）	16
图 18: 香港投资相连型保费收入构成（单位：百万港元）	16
图 19: 保诚保险资产配置结构（单位：%）	17
图 20: 友邦保险资产配置结构（单位：%）	18
图 21: 友邦保险所持有的政府债券结构（按地区分类）	18
图 22: 2024 年友邦所持各地政府债券结构（按会计计量方式）	18
图 23: 我国分红险发展周期	20
图 24: 1989-2025 中国 1 年期定期存款利率与人身险预定利率走势图	21
图 25: 中国太保分红险保费占比与增速走势图	21
图 26: 中国平安分红险保费占比与增速走势图	21
图 27: 2000-2020 年我国分红险保费收入及占比	22
图 28: 现行预定利率水平	23
图 29: 我国分红险保费收入及增速（单位：亿元，%）	24
图 30: 平安知鸟平台功能概览	26

表1: 某中小人身险公司分红型终身寿险示例	6
表2: 中国人寿及中国平安部分分红型产品分红实现率	7
表3: 分红实现率分类及公示	8
表4: 分红险红利分配方式及特点	8
表5: 分红险预定利率及演示利率水平	9
表6: 新准则下险资资产配置偏好	11
表7: 美国寿险行业主流险种的综合对比	13
表8: 美国年金转换功能主要类型	15
表9: 香港投连险及分红险对比	17
表10: 中国内地及中国香港分红险对比	19
表11: 两轮热潮核心异同	19
表12: 2009 年保险监管成效	21
表13: 传统寿险与分红险对比	23
表14: 部分头部险企分红险产品对比	24
表15: 部分中小险企分红险产品对比	25

2025年7月25日，中国保险行业协会发布最新一期的普通型人身保险产品预定利率的研究值为1.99%。这不仅较上一期的2.13%再次下调，而且伴随存款利率的走势开启利率“1”开头。更直接的影响是，根据预定利率动态调整规则，人身险产品预定利率将再次下调已板上钉钉，自2025年9月起，整个寿险行业将全面进入预定利率2.0%的时代，这也是我国人身险复业以来，人身险产品预定利率的最低水平。

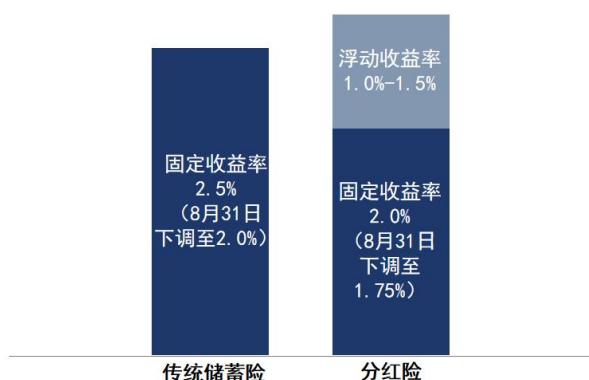
保险产品预定利率的下降，一方面要激发客户需求的营销行动，包括“炒停售”等营销活动，另一方面，保险公司普遍表示加大分红险的切换与经营，很多险企把分红险的增长和份额的提升，作为自身高质量转型的重要成果。从海外发展经验来看，分红险似乎是更适合低利率环境的产品，尤其随着利率的走低，分红险既保底又有浮动收益的特质能实现保险公司与客户之间的利益平衡，更有助于行业的健康可持续发展。但同时，分红险保底收益责任已经和固收产品相差无几，产品理解难度和传统保险产品又明显不在一个档次。本文抽丝剥茧，意在打开分红险创设、投资和销售的“盲盒”。

认识分红险：产品本质、核心指标与市场价值

分红保险是一种兼具保障与投资属性的寿险产品，其核心在于投保人有权通过保单形式分享保险公司投资业务所产生的盈余分配。这类盈余分配机制为“保单红利”。从本质上来看，分红险通过构建保险公司与投保人之间“风险共担、利益共享”的独特机制，将保单利益划分为“固定收益部分”与“浮动收益部分”，使投保人在获得基本保障基础上实现财富增值。

如下图所示，以当前我国分红险现行收益率为例，保底收益率上限为2.0%，浮动收益率部分约为1.0%至1.5%，因此对应的实际结算收益率约为3.0%至3.5%，远高于增额终身寿险这类固定收益型产品的2.5%。在原保监会的统计口径中，分红寿险、分红养老险、分红两全险及其他有分红功能的险种都被列入分红险范围。分红险因其“低保底+高浮动”的特点，满足险企与客户共担风险的要求，有效降低险企的刚性兑付成本，因此在利率下行时期，分红险具有较大发展潜力。

图1：传统险及分红险收益率构成



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

理解分红险的关键在于了解其产品设计的核心逻辑。保险公司在厘定保费时，会基于保守的精算假设（例如预定死亡率、预定利率、预定费用率等）计算整个周期的保单现金流。在实际经营中，若“三差”（既死差益、利差益、费差益）产

生正向盈余，即实际死亡率低于预期、实际投资收益率高于预定利率、实际运营费用低于预期，可将部分可分配盈余以红利形式分配给保单持有人。因此，这种设计赋予了分红险重要的经济功能。对于保险公司而言，红利分配的灵活性有助于缓解利率下行环境下的利差损风险，避免传统固定利率产品因投资收益率下降而导致的刚性兑付压力；对于投保人而言，则提供了在保证利益基础上获取潜在超额收益的机会，尤其在低利率时代，成为对抗通胀的潜在金融工具。

表1: 某中小人身险公司分红型终身寿险示例

保单年度	年龄	当期所交保费	保证利率现金价值	身故保险金	保证年化复利	红利利益身故保险金	预期年化复利
1	41	150,000	30,600	210,000		210,833	
2	42	150,000	79,050	420,000		423,429	
3	43	150,000	147,900	630,000		638,705	
4	44	150,000	315,000	840,000		857,584	
5	45	150,000	550,200	1,050,000		1,080,987	
6	46		657,450	1,050,000		1,092,348	
7	47		765,150	1,050,000	0.4%	1,104,295	1.8%
8	48		780,150	1,050,000	0.7%	1,116,853	2.0%
9	49		795,300	1,050,000	0.8%	1,130,047	2.2%
10	50		810,750	1,050,000	1.0%	1,143,907	2.4%
15	55		892,800	1,050,000	1.3%	1,224,058	2.7%
20	60	不再缴费	983,700	1,050,000	1.5%	1,325,211	2.9%
25	65		1,085,850	1,085,850	1.6%	1,487,755	3.0%
30	70		1,198,800	1,198,800	1.7%	1,758,372	3.1%
40	80		1,461,300	1,461,300	1.8%	2,456,479	3.2%
50	90		1,781,250	1,781,250	1.8%	3,431,588	3.2%
60	100		2,169,900	2,169,900	1.8%	4,790,862	3.2%
65	105		2,373,750	2,373,750	1.8%	5,611,577	3.2%

资料来源：保险师 APP，国信证券经济研究所整理。（注：以上案例为 40 岁女性，每年缴费 15 万元，缴费期限为 5 年）

评估分红险的核心在于一系列专业指标。首先，分红实现率是反应保单收益及兑现水平的核心指标，它指实际派发红利金额与投保时利益演示书中对应年度演示红利金额的比值。该指标通常按产品类别、销售年度等维度披露，清晰反映保险公司对非保证利益的兑现能力。

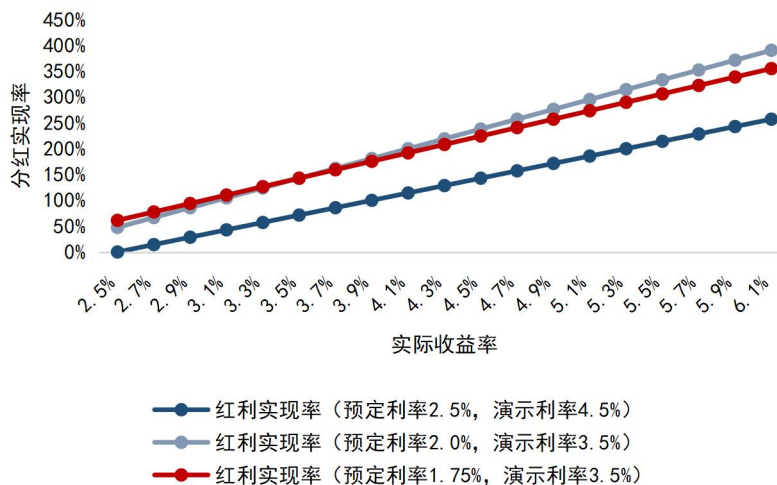
图2: 分红险分红实现率计算公式

$$\begin{aligned}
 \text{红利（分红）实现率} &= \frac{\text{实际分红水平}}{\text{演示分红水平}} \\
 &= \frac{(\text{红利派发的投资收益率} - \text{预定利率}) \times \text{实际分配比例}}{(\text{销售演示利率} - \text{预定利率}) \times \text{演示分配比例}} \\
 &= \frac{\text{实际收益率} - \text{预定利率}}{(\text{销售演示利率} - \text{预定利率}) \times 70\%}
 \end{aligned}$$

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

以下图为例，我们主要对比了不同预定利率及演示利率下，分红实现率受实际收益率走势的影响。整体来看，分红险的实际收益情况与分红实现率为正相关关系，既分红实现率较高的产品对应相对较好的浮动收益兑现能力，因此成为衡量分红险收益兑现水平的专业指标之一。

图3: 分红实现率敏感性对比



资料来源：原银保监会，金管局，国信证券经济研究所整理

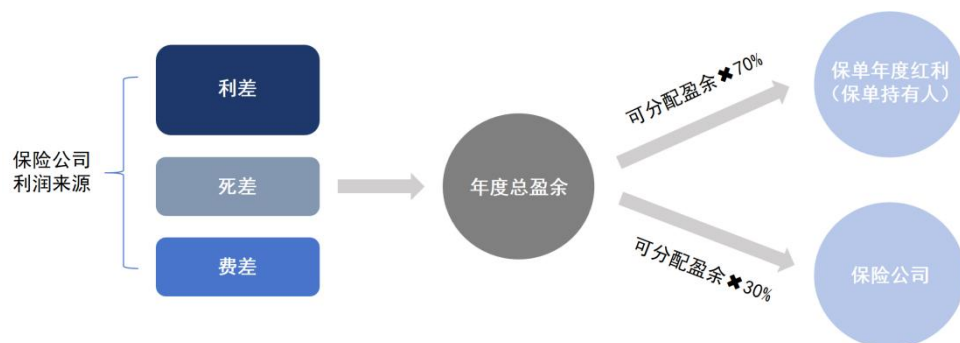
表2: 中国人寿及中国平安部分分红型产品分红实现率

产品名称		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
中国人寿	国寿鑫鸿宝两全保险（分红型）	-	-	-	-	104%
	国寿臻耀传家终身寿险（分红型）（2024 版）	-	-	-	-	138%
	国寿安欣无忧两全保险（分红型）（2015 版）（已停售）	99%	78%	54%	26%	36%
	国寿鸿祥两全保险（分红型）（2003 版）（已停售）	125%	103%	77%	48%	58%
	国寿个人养老年金保险（分红型）（已停售）	136%	107%	73%	34%	49%
	平安盛世逸生（2024）终身寿险（分红型）	-	-	-	-	36%
中国平安	平安稳赢金生年金保险（分红型）	121%	121%	114%	107%	36%
	平安财富天玺（成人版）年金保险（分红型）	85%	85%	80%	75%	25%
	平安鑫盛终身寿险（分红型，2017）	121%	121%	114%	107%	36%
	平安悦享无忧两全保险（分红型）	85%	85%	80%	75%	25%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

其次，可分配盈余是红利分配的基础，指分红险业务在满足各项责任准备金提取、风险边际覆盖后，经审计可用于股东和保单持有人分配的盈余总额。2020 年 2 月 21 日，原银保监会布《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕7 号），明确保险公司为分红保险账户确定可分配盈余时，分配给保单持有人的比例必须统一为 70%（既保险公司自留收益为 30%），旨在规范分红险利益演示机制，防止保险公司通过夸大分红承诺进行恶性竞争或销售误导，同时防范利差损风险，确保分红水平的可持续性。

图4: 分红险红利运作方式



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

红利分配方式则决定了投保人获取收益的形式。目前我国红利分配包括金红利（周年红利，可直接领取）、增额红利（增加保额，提升保障或未来红利基数）、终期红利（保单终止时一次性给付，常与增额红利结合）等。投保人通常可根据自身需求选择或转换红利领取方式。

表3: 分红实现率分类及公示

类型	公式
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

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

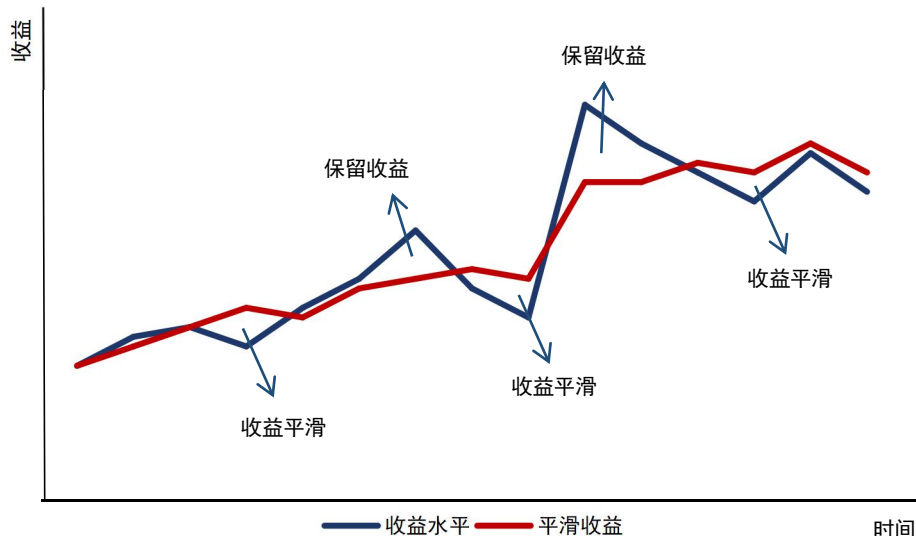
表4: 分红险红利分配方式及特点

	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
红利来源	可分配盈余（三差）	可分配盈余（所有差）	特别储备金的盈余
红利宣告	宣告后金额即确定		宣告后金额可变化
派发时点	每年		合同终止时给付
流动性	强，随时可取	一般，可部分退保提取	差，退保/理赔/满期领取
投资策略	以固定收益类投资为主，权益类投资比例一般不超过 20% 主要是权益类投资，且投资期限较长		

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

分红险具备分红特别储备机制以平滑收益曲线。分红险账户通常独立运作，具备较高的风险容忍度，并且设有特别储备。特别储备是指将分红险账户中实际投资回报大于演示利率的部分单独储备，用于跨周期调节分红水平，避免由于短期市场波动影响客户收益。险企在特别储备为负时限制分红，避免透支未来收益，确保长期稳健经营。在收益较差年份，险企可通过释放特别储备资金平滑分红险实际分红水平，确保相对稳定的分红。

图5：分红险收益平滑机制示例



资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

配置分红险：引入资本市场增量资金

从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。新准则下，因分红险采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。从投资角度看，在 IFRS9（以下简称“19”）实施之后，针对相对高波动的权益资产，保险公司倾向于加强配置高股息资产，股息收益很大程度上可以满足分红险的收益需求。预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于权益类资产配置需求。

表5：分红险预定利率及演示利率水平

时间	监管规定	预定利率上限	演示利率
2018-2023 年中	无统一上限，三档演示（高/中/低）	未统一	4.5%-6.0%
2023 年 7 月	取消三档演示，改为两档	未统一	4.50%
2024 年 9 月前	预定利率 2.5%，演示利率 4.5%	2.50%	4.50%
2024 年 10 月后	预定利率降至 2.0%，演示利率分化为 3.5%或 4.0%	2.00%	3.5%-4.0%

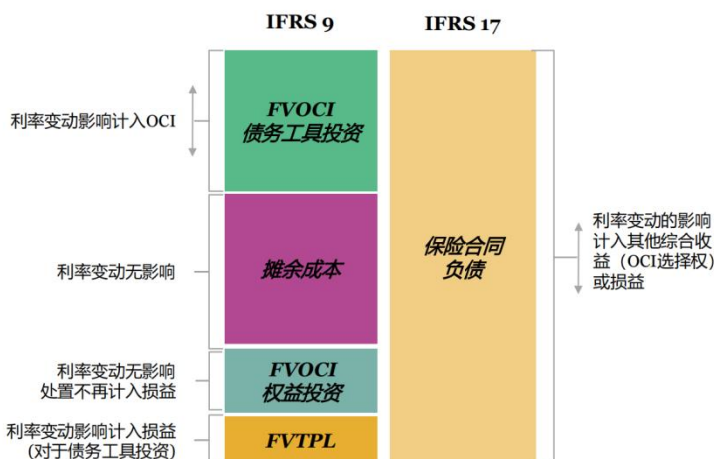
资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

负债端方面，在保险新准则 IFRS17（以下简称“117”）框架下，分红险的会计处理优势凸显。在 117 下，分红险适用可变收费法（VFA），其责任准备金计量与底层资产表现直接挂钩。当资产端投资收益波动时，负债端可通过调整分红水平同步变动，形成自然对冲。该准则要求保险公司按当前市场利率等假设计量保险合同负债。分红险因含有非保证利益，其负债中的“合同服务边际”（CSM）受市场利率波动的影响小于传统固定利率产品。当市场利率下行时，传统险的负债现值会显著上升，侵蚀利润和净资产；而分红险可通过未来红利分配的灵活调整来吸收部分冲击，使财务报表更趋稳定。同时，其 CSM 的释放模式也更平滑，为

保险公司提供更可持续的利润来源。

资产端方面，19 对权益资产进行重分类，取消原准则下的可供出售类金融资产（AFS），导致保险公司通过兑现可供出售类的权益资产浮盈平滑利润波动的空间不复存在。为匹配 VFA 要求，保险公司倾向于将分红账户资产配置至 FVOCI 类金融资产。此类资产的公允价值波动计入所有者权益（OCI）而非利润表，避免利润表大幅震荡。

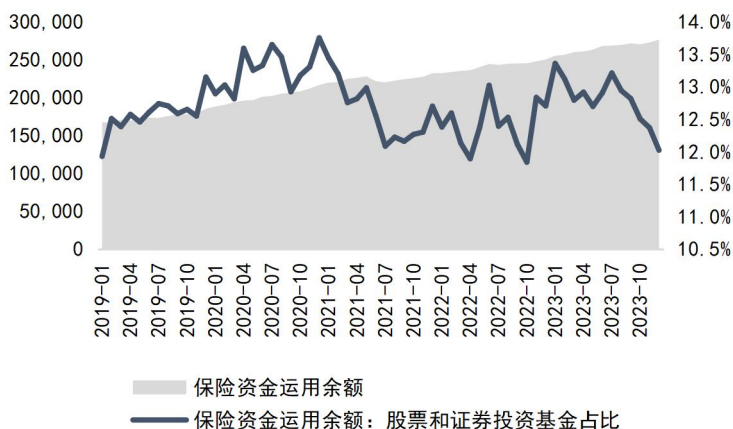
图6: IFRS9 及 IFRS17 联动分析



资料来源：阳光资产，国信证券经济研究所整理

从增量资金视角来看，红利类资产结构性行情与分红型保险的分红机制形成良好匹配。红利类资产“价格波动+分红”独特结构与分红型保险“固定收益+浮动收益”的结构相匹配：银行、能源等红利类股票的股息收入能够提供稳定的现金流，覆盖分红型保险的保底收益；资产价格变化则为保险公司带来了一定的浮动收益。此外，保险公司风险偏好相对较低，呈现出较为明显的底部加仓意愿。当前资本市场股债性价比较高时，保险公司加仓意愿较强，因此成为市场底部时增量资金的主要来源之一。

图7: 保险资金运用余额及权益资产配置占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人身险公司通常将保险资金分为传统（普通寿险）账户、分红险账户、万能险账户进行投资管理运作。不同类型保险账户之间的资产配置存在一定差异。传统账户因会计分类方式变化降低对权益类资产的配置偏好以控制利润表波动，而分红、万能账户的风险偏好在新准则后可能提升，有利于加大权益资产配置，稳定相应保险产品长期回报水平。

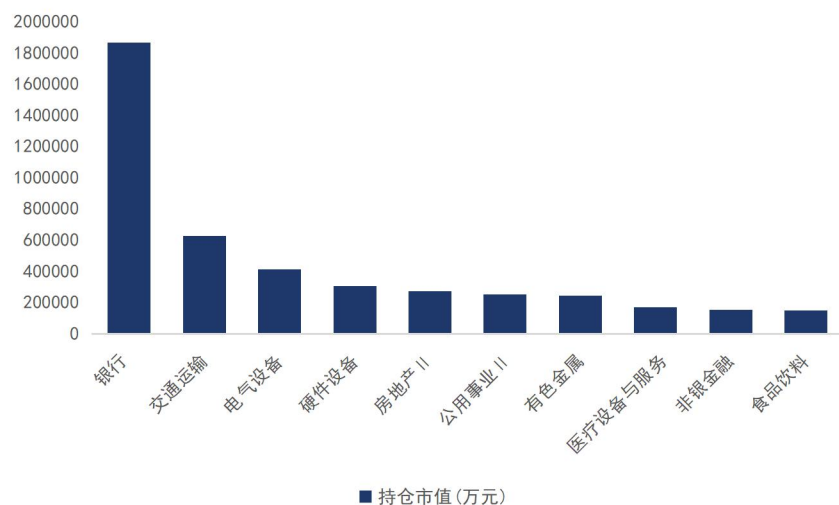
表6: 新准则下险资资产配置偏好

产品大类	产品类型	产品收益率	负债久期	流动性需求	配置偏好
寿险	中期传统险	3.50%	5 年左右	中	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	长期传统险	3.50%	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	分红险	2.5%-3.0%	15-20 年左右	低	倾向于 FVTPL 权益类资产，提升投资收益
	万能险	2.5%-3.0%	10 年左右	高	倾向于 FVTPL 权益类资产，提升投资收益
健康险	医疗险	不涉及	1 年	高	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	重疾险	不涉及	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
财产险	财险	不涉及	1 年左右	高	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益

资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理。*注：“产品收益率”为预估存量产品平均值，具体应以各公司实际情况为准。

我们主要分析了目前保险公司重仓流通股数据，并基于不同产品账户类型进行了分析。根据 Wind 披露数据，截至 2025 年一季度末，保险公司共计重仓 A 股流通股总市值 7140 亿元，约占险资股票类投资的 25.3%。主要投向分别为银行业、公用事业、交通运输、电信服务、硬件设备、当地产、有色金属等。对于分红型账户来说，分红险通过与客户共担投资风险的方式降低负债端刚性成本。因此相较于传统账户，分红型账户在权益投资方面更为灵活。此外，分红险具有收益平滑机制，通过在投资收益较好的年份将一部分盈余“储存”起来，放在“分红特别储备”的账户中，以供在未来投资收益下滑的年份提取。截至一季度末，分红型账户共计重仓 A 股流通股市值 560 亿元，主要投向集中在银行、运输、房地产、货本货物等领域。其中，前十大行业占比为 79.6%。**预计随着近年来负债端分红险规模的持续扩张，未来将持续利好银行、交运、公用事业等红利类板块的配置诉求。假设年均新增保费规模为 5.8 万亿元，预计 40%源于分红险，对应 12%的股票投资比例，则预计分红险每年将贡献 2700 亿元左右的增量资金。**

图8: 分红型账户前 10 大重仓流通股行业及持仓市值（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

开拓分红险：海外经验借鉴

从全球人身险市场发展经验来看，分红险的繁荣并非单一市场偶然现象，而是低利率环境、监管创新与居民财富管理需求升级共振的结果。2020 年以来，在我国长端利率快速下行及权益市场收益承压等背景下，我国保险行业正处于从“刚兑型储蓄”向“风险共担型保障”转型的关键阶段。参照海外及中国香港地区的发展经验，我们认为唯有在产品设计灵活性、投资能力专业性及监管透明度上实现突破，我国寿险行业方能在分红险的新周期中构建可持续竞争力。

图9：美国、日本、中国保险行业发展脉络对比

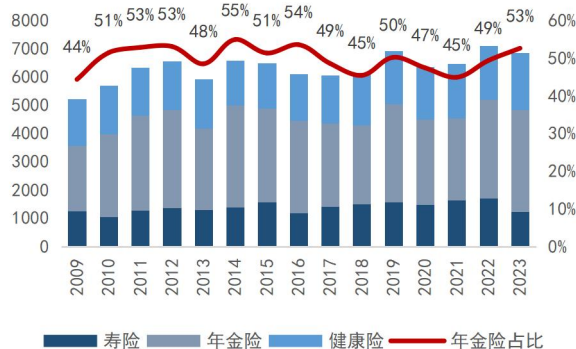
	主流保险产品 及销售渠道	利源分析	发展阶段	资产配置特点
美国	年金险占比较高，约为50%，其次为健康险，占比约为27%；经代为主要销售渠道	受年金险占比较高等因素影响，“利差”为主要利润来源	市场趋于成熟阶段，保险深度及保险密度较高，近十年保费复合增速约为1.5%	以权益类资产配置为主，资产弹性较大
日本	在人口老龄化加剧及低利率环境等背景下，日本健康险占比较高；经代占比提升明显	健康险占比位于高位，因此“死差”为主要利润来源	市场趋于成熟阶段，保险深度及保险密度较高，保费增速有所放缓	权益类资产及海外资产占比较高
中国	存量理财型产品占比较高，且期限偏中短期，健康险占比偏低，约为17%；个险、银保为主	受存量产品结构等影响，利差为主要利润来源，死差及费差贡献度偏低	处于上升发展期，保费收入、产品种类等实现较高增速，保费近十年实现两位数复合增速	以固收类资产为主，辅以权益类及另类资产

资料来源：《中国保险》杂志，国信证券经济研究所整理

美国：养老需求与产品创新驱动分红险为主导

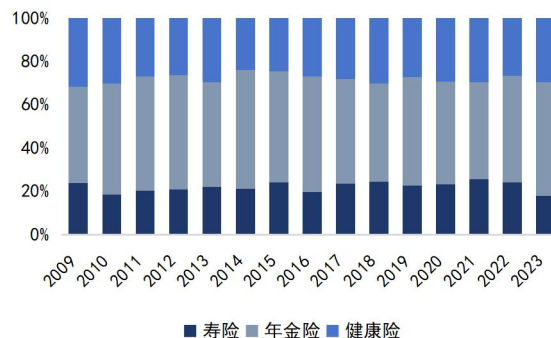
经过多年的发展，美国保险市场逐渐形成了以年金险为核心支柱的产品体系，产品形态高度多元化。其中，固定年金、变额年金及指数型年金共同构建了多层次产品体系，精准匹配不同风险偏好客户的储蓄需求。当前，美国分红险和变额险的市场份额已超过 59%，年金险在退休家庭中的渗透率超过 60%，成为覆盖医疗、长期护理等刚性支出的核心工具。

图10：美国人身险保费规模及年金险占比（单位：亿美元，%）



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图11：美国人身险各险种保费占比



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

具体来看，受益于权益市场持续走高等因素催化，美国寿险市场逐步形成了以多元化储蓄型产品为核心的产品矩阵。其中主要分为两大类：红利型终身寿险（Whole Life）和指数型万能寿险（IUL）。红利型终身寿险提供终身保障与储蓄功能，以“保证收益率+非保证分红”复利累积，占个人寿险市场份额约 36%。上述产品与我国目前推行的分红型增额终身寿险类似，具备基础的终身保障及储蓄功能。指数型万能寿险作为主流创新产品，其账户收益直接挂钩几大股指（如标普 500、道琼斯指数、纳斯达克等），提供“收益保底+封顶”机制，同时支持灵活缴费和附加长期护理等条款，近年增速显著。

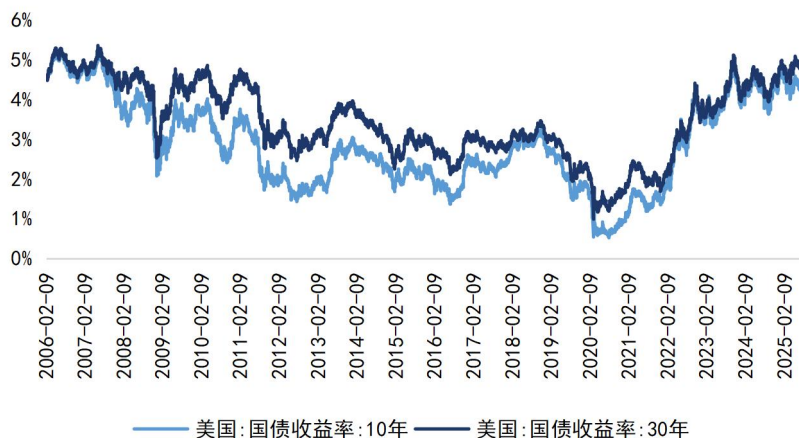
表7：美国寿险行业主流险种的综合对比

	保障期限	主要功能	收益构成	投资风险
定期寿险 (Term Life)	固定期限（10-30 年）	纯身故保障，无储蓄功能	无现金价值，主要提供身故保障	低
终身寿险 (Whole Life)	终身保障（至被保人身故）	身故保障 + 强制储蓄	固定利率 2%-4%	无市场风险，收益稳定但偏低
万能寿险 (Universal Life)	终身保障（可设定至 100 岁）	身故保障 + 灵活储蓄	最低保证收益 1%-2%+浮动收益	利率波动风险（收益挂钩市场利率）
指数型万能险 (IUL)	终身保障（与指数表现挂钩）	身故保障 + 收益封顶托底	保底收益（0%-2%）+ 指数收益分成（年封顶约 12%）	市场风险可控（下行保底、上行封顶）
投资型万能险 (VUL)	终身保障（依赖账户表现）	身故保障 + 主动投资	现金账户投资共同基金（无保底）	高风险（收益无封顶，亏损需追加保费）

资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

美国产品结构格局本质是利率环境、养老需求、制度创新与税优政策的多维共振：
1. 次贷危机后，美国长期利率中枢下行，传统固定收益保险面临利差损压力。2008 年金融危机期间，美国投连险因净值波动遭客户大量投诉。而分红险凭借“保证收益+浮动分红”机制缓冲市场波动，成为更稳健的选择。与此同时，产品结构的转型有效缓解美国人身险公司利差损风险。

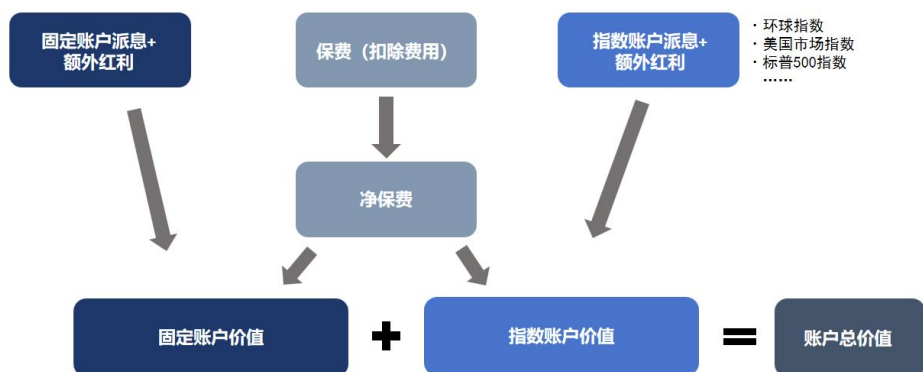
图12：美国长债利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

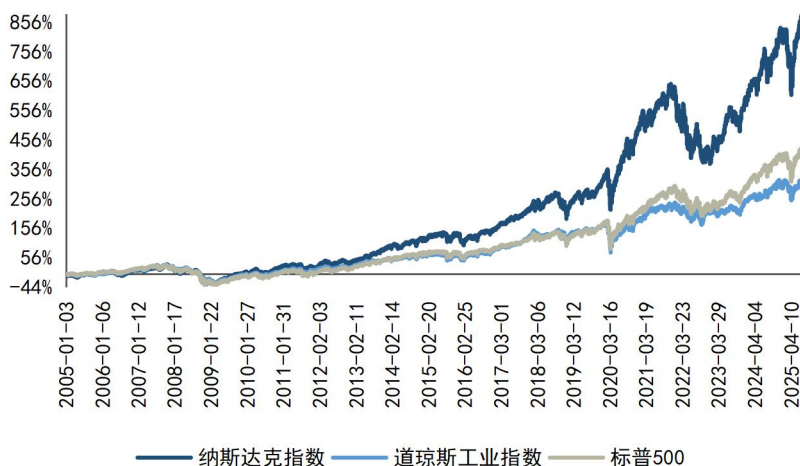
2. 美国监管机构也积极引导行业转向利率敏感性产品，避免重蹈日本保险业因利率调整滞后导致的系统性利差损危机。监管引导行业转向利率敏感性产品，以 IUL 为代表的创新产品，通过挂钩指数提供保底收益（通常 0%-2%），同时设定年收益上限（约 8%-12%），实现风险在保险公司与投保人之间的合理分担。

图13: 美国 IUL 运作模式



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图14: 美国三大指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 美国私人养老金体系的扩张，推动家庭将保险纳入养老财富管理框架。分红险的税务递延优势成为核心吸引力：保单现金价值积累阶段免征所得税，仅在提取时征税，显著提升长期复利效应。以一款年化5%的分红险为例，20年后税后收益较应税账户高约15%。此外，美国分红险可附加年金转换条款，提供终身收入流，契合退休规划需求。美国领先保险公司在产品设计中创新性地加入了年金转换条款，进一步增强了分红险的养老功能。该设计有效解决了长寿风险问题，使分红险成为贯穿积累期和领取期的全周期养老解决方案。

表8: 美国年金转换功能主要类型

年金转换类型	定义	优势	限制
1035 转换	基于美国国税局的 1035 条款, 允许客户在无税务负担的情况下, 将旧的年金更换为新的年金。	客户可以避免因年金增值而触发资本增值税, 从而灵活调整年金产品, 以满足当前的财务需求和目标。比如, 随着市场的变化, 客户能够换到收益率更高或保障范围更广的年金产品, 提升整体的财务健康。	年金产品无法转换为寿险, 只能转换为新的年金。
Roth 转换	将传统 IRA 或 401(k)、403(b) 等传统退休账户中的资金完税后转移到 Roth IRA 中。	转换到 Roth IRA 中的资金将税后增长, 并且符合条件的取款也是免税的。Roth IRA 在生前没有强制性最低取款额 RMD 的要求, 而传统 IRA 则有这一要求。	转换金额会被加入当年的应税收入中, 可能会导致税率提高, 还可能使长期资本利得税率跳级, 触动 3.8% 的 NIIT (net investment income tax), 并且可能会失去各种税收抵免的资格。
年金内部账户转换	部分年金产品有合同账户和收入账户等不同账户, 客户可以根据自身需求在这些账户之间进行转换。	为了提高竞争力, 保险公司通常会对收入账户提供各种奖励, 如本金红利、利息红利等, 而这些奖励不适用于合同账户。客户可以根据年金账户的余额差价来做 Roth 转换, 无形中成为很有效的省税工具。	需要了解不同账户的计算方法和规则, 以及转换可能带来的税务影响和费用变化等。

资料来源: 美国国税局, 保险公司官网, 国信证券经济研究所整理

美国经验表明, 利率下行周期是保险产品结构向分红型转型的关键窗口期。其成功经验凸显了四大核心要素: 产品设计上“保证收益+浮动分红”的风险共担机制; 资产配置中灵活高效的权益投资能力; 监管框架下透明度与市场化的平衡; 以及税制设计中长期储蓄的激励导向。当前我国监管政策已明确释放引导信号, 通过建立预定利率动态调整机制等举措进一步推动行业从“刚兑型储蓄”向“风险共担型保障”转型。以头部险企为代表的机构也陆续加大分红险产品转型力度, 加速推进分红险产品创新与能力建设。我们认为未来三年将是中国分红险市场发展的黄金窗口期, 能否把握这一机遇, 取决于险企能否在产品创新灵活性、投资能力专业性及客户服务生态上实现同步突破。**我们认为, 未来我国分红险发展机遇主要在于以下两个方面。其一, 通过承接银行储蓄转移, 成为“存款搬家”下的核心载体; 其二, 通过提升权益投资比例, 增强资本市场稳定性; 同时, 为人口老龄化背景下的养老保障体系提供重要支撑。**

中国香港: 产品灵活, 全球配置

中国香港保险市场以储蓄型分红险为绝对核心, 形成鲜明的“分红主导”特征。2025 年一季度, 全港新单保费共计实现 934.13 亿港元, 占去年新单总保费的 42.5%, 同比增长 43.4%, 创历史新高, 其中分红险保费收入为 817.44 亿, 占比 87.5%。

图15: 中国香港分红险发展脉络

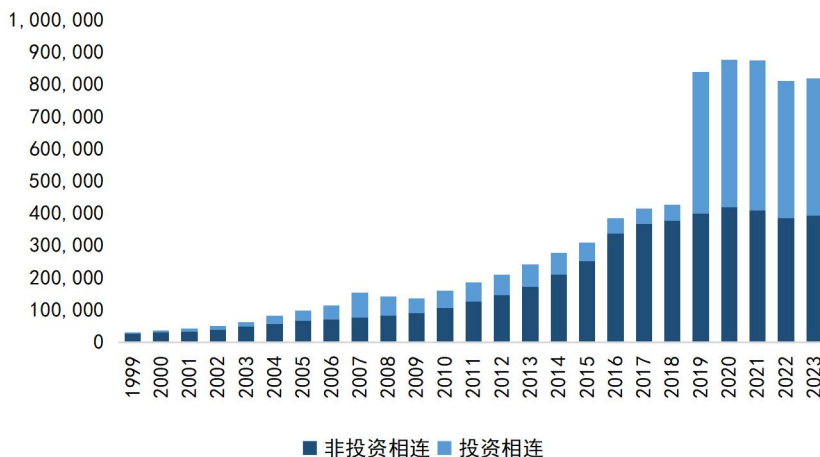


资料来源: 香港保监局, 国信证券经济研究所整理

从保费收入结构来看, 近年来受全球市场利率波动加剧叠加香港地区传统储蓄型保险保证收益较低等因素影响, 投资相连型保险占比快速提升, 由 2017 年的 11.5%

提升至 2023 年的 52.0%。投连险的灵活性及定制化优势帮助其持续拓展市场份额，客户可以自主选择基金组合（如美股 ETF、亚太 REITs），并允许随时调整配置。同时，部分投连险提供多种货币转换功能，满足客户跨境资产灵活调配需求。

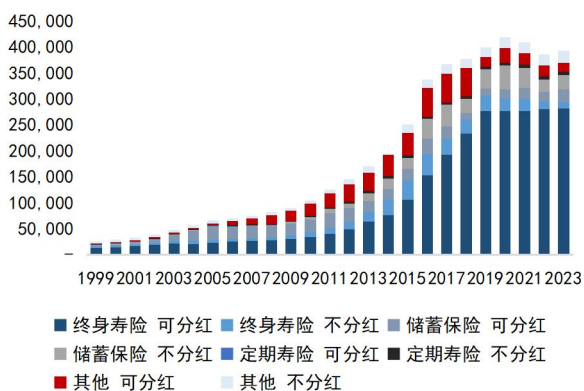
图16: 香港寿险保费收入结构（单位：百万港元）



资料来源：香港保险业监管局，国信证券经济研究所整理

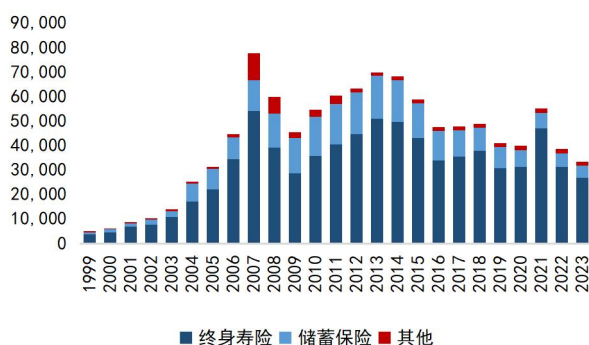
此外，终身寿险凭借其“保障+储蓄”的双重功能，多年来占据中国香港市场的主流地位。（1）财富传承刚性需求：产品设计支持“无限次更换投保人”及保单拆分，实现跨代财富转移，契合高净值客户资产传承需求。（2）税务优化与资产隔离：身故赔偿金免征所得税，且通过离岸信托架构可实现债务隔离，尤其吸引内地客户规避税务压力。（3）多场景功能扩展：主流产品可附加危疾保障、长期护理预约，覆盖养老、医疗等全生命周期需求。

图17: 香港非投资相连型保费收入构成（单位：百万港元）



资料来源：香港保险业监管局，国信证券经济研究所整理

图18: 香港投资相连型保费收入构成（单位：百万港元）



资料来源：香港保险业监管局，国信证券经济研究所整理

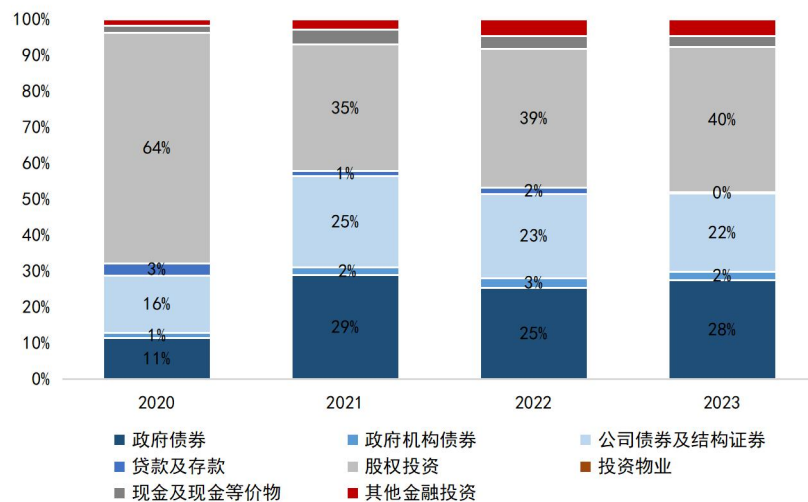
表9: 香港投连险及分红险对比

	投连险	分红险
产品定位	投资主导，保障为辅	储蓄为主，兼顾保障与财富传承
收益机制	无保证收益，收益完全挂钩投资账户（如美股、基金），波动大	“保证收益（0.2%-0.5%）+浮动分红”，预期收益 6%-6.5%
风险承担	投保人承担全部投资风险，可能亏损本金	险企承担保证收益风险，投保人分担浮动收益风险
信息披露	高频披露：每月公布净值、持仓及费用明细	年度分红报告，披露实现率
适用人群	高风险偏好、熟悉资本市场、需灵活配置全球资产者	追求稳健增值、养老规划或跨境财富传承需求者

资料来源：香港保险业监管局，国信证券经济研究所整理

从资产端来看，香港作为国际金融中心，保险公司的投资渠道广泛，可在全球范围内进行资产配置，且投资策略自由度更高，不同保险公司可根据自身投资策略偏好、负债端资金特性、资产类别选择符合自身需求的资产配置结构。以保诚为例，其投资组合中权益类资产占比较高，截至 2023 年末股权投资占比高达 40%，通过全球化权益投资实现较好的资产收益率，相较于我国内地保险公司约 12% 的权益配置权重则具备更高的灵活性。

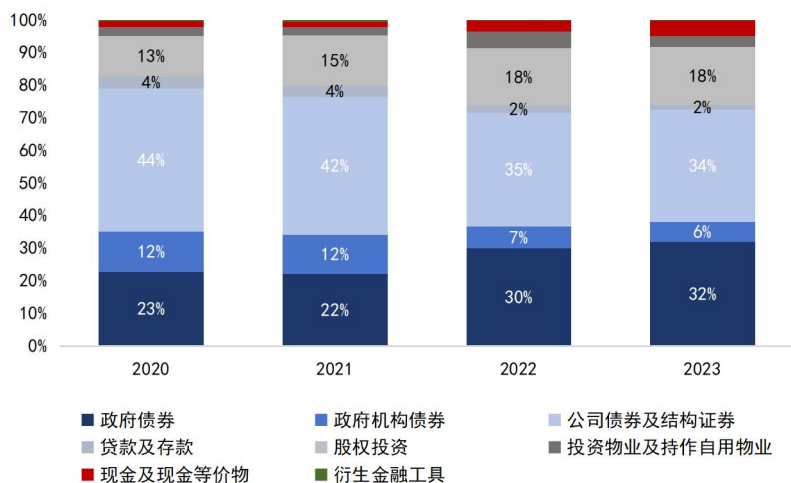
图19: 保诚保险资产配置结构（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

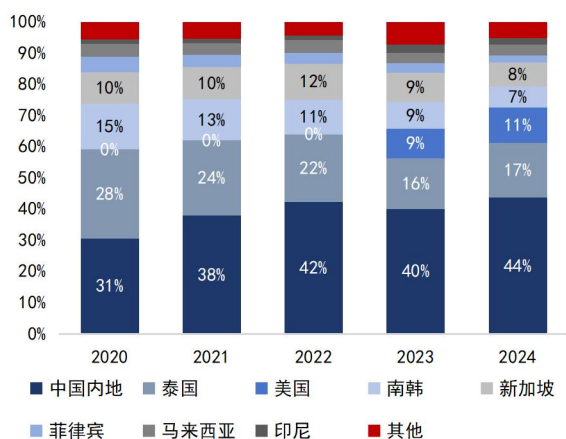
友邦保险则具有相对较高的固收类资产配置占比。截至 2023 年末，友邦持有的固收类资产占比达 74%。以友邦所持有的政府债券来看，截至 2024 年末，公司所持有地政府债券规模达 900.95 亿美元，其中中国内地、泰国、美国债券占比达 72.5%，且会计计量类型主要以长期持有的 FVOCI 为主且 70% 以上久期在 10 年以上，交易型债券占比较低，从而更好地匹配公司负债端中长期资金匹配需求，拉长资产久期。此外，公司在新加坡、印尼等地区布局交易型政府债券，以捕捉不同市场固收类资产浮盈收益，分散单一市场投资风险。同时，近年来美元进入加息周期，美元国债收益率持续上涨，为香港保险公司提升产品的保证收益部分提供有利条件。

图20: 友邦保险资产配置结构（单位：%）



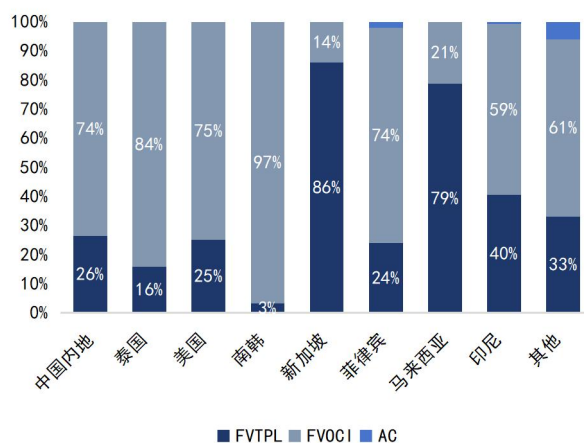
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图21: 友邦保险所持有的政府债券结构（按地区分类）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图22: 2024 年友邦所持各地政府债券结构（按会计计量方式）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

从中国香港的发展经验来看，负债端降低保证收益，资产端扩大全球投资规是行业实现从“刚兑型”向“风险共担型”转型的关键。负债端方面，中国香港分红险采用“低保底（0.2%-0.5%）+高浮动（预期6%-7%）”模式，通过非保证收益分担险企利差损风险。相比之下，中国内地传统险现行的预定利率（2.5%）和分红险保底收益（2.0%）仍偏高，在利率下行周期仍面临一定的利差损压力。因此，我们认为分红险保底收益率仍有进一步下调空间。资产端方面，香港险企权益资产占比偏高，主要投向美股、全球高收益债等，依托全球资产配置机会报支撑高资产收益。而内地险资固收类占比超60%，且大部分寿险公司权益投资监管上限为30%左右，导致收益弹性不足。因此，持续扩大QDII额度、探索多元化海外投资策略等仍是我国保险行业未来仍需持续探索的路径。

表10：中国内地及中国香港分红险对比

	中国香港	中国内地	核心差异
收益结构	低保底+高浮动： • 保证收益 0.2%-0.5% • 预期收益 6%-6.5%	高保底+低浮动： • 保证收益 1.5%-2.0%（9月开始下调至 1.75%） • 预期收益 3.0%-3.2%	香港通过降低保证收益扩大浮动空间，对冲险企利差损风险；内地保底收益偏高
资产配置	权益类占比较高： • 美股、全球高收益债为主 • 依托标普 500 指数 10.75%年化回报	固收类占比较高： • 国债、地方债为主 • 权益投资上限 30%	香港全球化配置支撑高收益，内地受“资产荒”及投资范围限制，收益潜力受限
产品功能	多元场景适配： • 9 种货币自由转换 • 保单拆分/无限次更换投保人	基础功能为主： • 人民币单币种计价 • 退保或保单贷款获取流动性	香港功能聚焦跨境财富管理与传承，内地创新刚起步，流动性工具单一

资料来源：金管局、香港保险业监局，国信证券经济研究所整理

发展分红险：国内机构实践

我国分红险发展复盘：“萌芽—高潮—式微”的演进历程

我国分红险的发展经历明显的两轮大周期，第一周期是从 2000 年到 2012 年，第二次周期是从 2023 年至今。其热潮的催化因素既有相似之处，也有显著差异，本质上映射了保险行业从“规模扩张”到“价值经营”的转型。

核心差异：从核心因素来看，第一轮热潮主要源自规模驱动，利差损倒逼险企推出分红险缓解负债端压力后，叠加渠道扩张实现野蛮增长，迅速成为各家险企主推产品。2024 年以来，利率中枢持续下移，寿险负债端集体承压，在利差损危机之下，分红险再度成为破局关键。纵观两次热潮，核心催化因素均为利差损风险，但两轮增长的驱动逻辑与内涵已发生显著变化。第一轮热潮以“量”为先，追求保费规模的快速扩张，依托个险、银保等渠道的粗放式增长，产品形态相对单一，价值贡献有限。而本轮热潮则更注重“量价齐升”与业务质量，在监管政策引导下，险企更倾向于通过个险、经代等价值渠道深耕细作，并着力提升产品的保障属性和客户黏性，推动分红险从单纯的规模工具向可持续的价值增长新引擎转变。2025 年《分红险分红水平监管意见的函》设立六大约束条件（如分红率不得超账户三年收益率、低评级公司不得超额分红等），要求险企经资产负债委员会专项论证方可执行。同时，“报行合一”压缩佣金空间，倒逼渠道专业化转型。

表11：两轮热潮核心异同

维度	第一轮(2000-2012)	第二轮(2024 至今)	进化逻辑
核心驱动	利差损+渠道扩张	利差损+政策引导	从机会主义到风险适配
产品本质	短期理财工具（5 年期趸交）	长期储蓄载体	回归保障本质
销售渠道	银保主导	个险/银保并重，专业化销售	渠道能力重构
监管角色	事后纠偏	事前引导（定价新规+分红披露+抵制内卷）	从被动灭火到主动规划

资料来源：保险行业协会，各公司官网，国信证券经济研究所整理

2010 年的分红险热潮以规模扩张掩盖了利差依赖与销售隐患；而 2024 年的复兴则是利率深度下行与严监管下的生存选择，更注重风险分散、客户分群与生态协同。

图23：我国分红险发展周期



资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

具体来看，我国分红险发展周期可分为四个阶段：

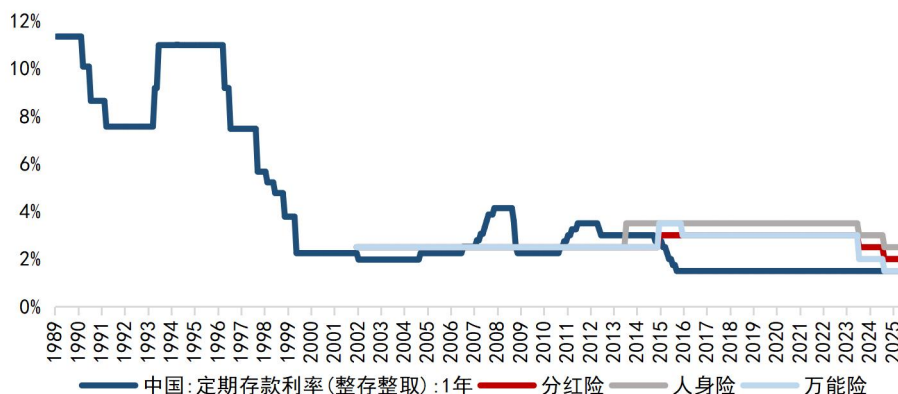
第一阶段（1999-2000 年）——产品萌芽：利差损危机下的供给侧结构性改革。

上世纪 90 年代末，中国金融体系经历了深刻的利率市场化变革。一年期存款利率从 1996 年的 11% 骤降至 1999 年的 2.25%，这一陡峭的下行曲线使保险行业面临前所未有的利差损危机。此前销售的高预定利率保单（部分高达 9%）与新投资收益率严重倒挂。在此背景下，三大保险公司相继推出新型浮动收益产品。1999 年，中国平安率先推出中国大陆首款投连险——“世纪理财”；2000 年中国太保推出首款万能险——“太平盛世·两全保险”；而作为行业“头雁”的中国人寿则于 2000 年 4 月在深圳地区推出首款分红险产品“千禧理财两全保险（分红型）”。与投连险的高风险属性和万能险的透明结算机制不同，分红险通过“保底+分红”的结构设计，既保留了传统保险的安全边际，又为投保人提供了分享超额收益的可能性，更契合当时相对保守的市场偏好。

第二阶段（2001-2010 年）——规模扩张：进入 21 世纪后，我国分红险迎来爆发式增长。

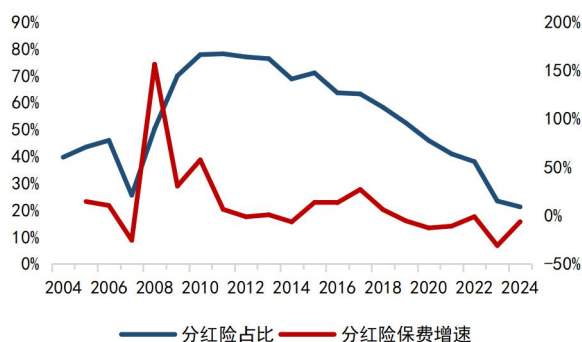
分红险保费由 2000 年的 8.63 亿元增长至 2007 年的 2221.23 亿元，市场份额从不足 20% 攀升至 2011 年的 90% 以上，形成“一险独大”的市场格局。这一黄金增长期的驱动因素可归结为三方面。**第一，资本市场红利：**2006-2007 年 A 股牛市，上证指数涨幅超 130%，保险资金投资收益率随之水涨船高。以中国人寿为例，其分红险账户在 2007 年实现近 10% 的投资回报，显著高于保证收益部分，投保人实际获得的分红远超预期。即便在 2008 年金融危机后，分红险凭借平滑机制（通过特别储备金调剂丰歉年度）仍维持了相对稳健的收益表现，对比投连险净值暴跌引发的群体性退保事件，分红险的抗周期特性赢得市场青睐。**第二，会计准则激励：**2009 年财政部颁布《保险合同相关会计处理规定》，要求投连险和万能险的投资账户收入不再计入保费统计。这一规则变更使分红险成为唯一保留全口径保费确认资格的新型产品。出于“保费规模排名”的市场竞争考量，保险公司纷纷将资源倾斜至分红险领域，产品开发数量激增。到 2010 年，市场在售分红险产品已超 400 款，覆盖两全、年金、终身寿等多种形态。**第三，渠道扩张红利：**个险代理人队伍在此阶段迅猛扩张，从 2001 年的 30 万人增至 2010 年的 300 万人。金字塔式的销售组织通过“话术营销+利益演示”将分红险塑造成稳健增值的理想理财工具。

图24: 1989-2025 中国 1 年期定期存款利率与人身险预定利率走势图



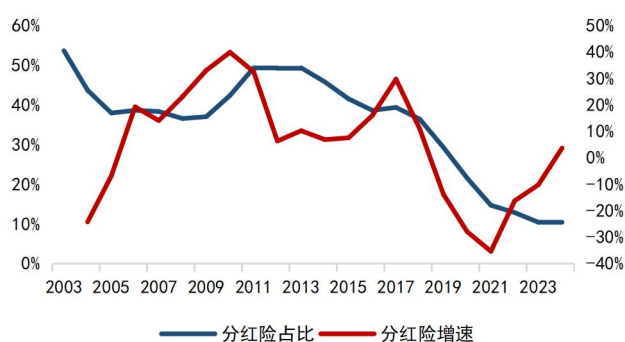
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 中国太保分红险保费占比与增速走势图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 中国平安分红险保费占比与增速走势图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

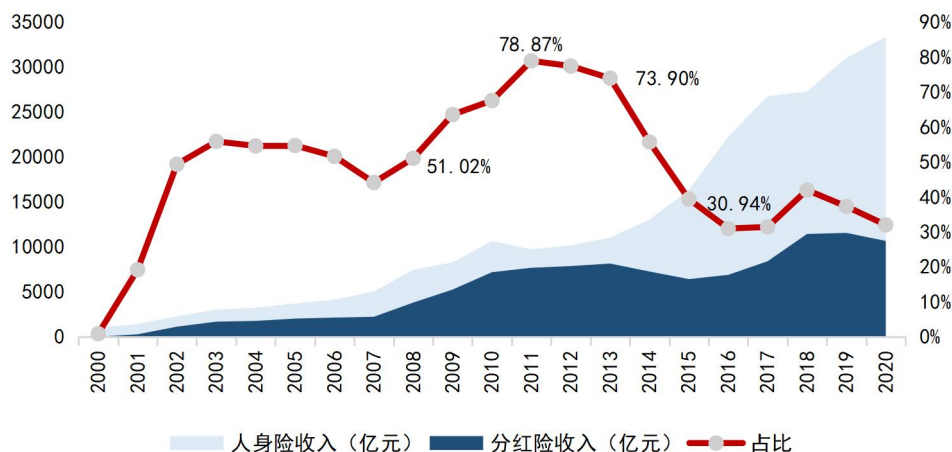
2008 年金融危机爆发以后, 投连险因挂钩资本市场导致收益缩水。原保监会为防控风险, 推动行业回归保障功能, 立即开启寿险业结构调整。2009 年, 原保监会发布《关于进一步加强投资连结保险销售管理的通知》、《关于加快业务结构调整进一步发挥保险保障功能的指导意见》以及《关于进一步加强结构调整转变发展方式的通知》等文件, 分别从销售限制、结构转型等方面规范行业发展。此番政策引导各险企将销售重心放回传统寿险, 回归保险保障功能, 投连险、万能险等险种凸显颓势, 分红险开始走俏。

表12: 2009 年保险监管成效

领域	措施	效果
投连险市场	限制销售场景+风险测评	2009 年投连险银保渠道基本消失
业务结构	强制发展保障型产品	传统寿险/健康险占比上升, 万能/投连险占比下降
行业风险	叫停短期趸交产品+资产负债要求	缓解利差损风险, 引导险企聚焦长期期缴业务

资料来源: 原银保监会, 国信证券经济研究所整理

图27：2000-2020 年我国分红险保费收入及占比



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

第三阶段（2011-2017 年）——份额下滑：2011 年分红险市场份额触顶，引发监管层高度关注。行业过度依赖分红险导致产品同质化严重，保障功能弱化；且资产端持续承压，10 年期国债收益率从 2011 年的 4.1% 震荡下行至 2017 年的 3.6%，使保险公司维持高分红水平的难度加大。2013 年 8 月，原保监会发布《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，结束为期 14 年之久的 2.5% 预定利率上限。由此，普通型人身险预定利率最高可上浮至 3.5%，养老年金等产品更可达 4.025%，高预定利率的年金险和保障型产品快速崛起。受此冲击，分红险保费占比从 2011 年的 78.9% 降至 2016 年的 30.9%。在此背景下，行业转向“传统险为主、分红险为辅”的多元产品结构，降低对于单一产品的过度依赖。

1. 收益脱节：2013 年，普通型人身保险产品预定利率放开，养老金可上浮至 4.025%，明确“普通型、万能型、分红型人身险”分三步走的改革路径。2015 年分红型人身保险费率政策改革的完成标志着人身险“三步走”费率改革的完成。与此同时，央行也逐步放开金融机构存贷款利率，助推利率市场化改革。分红险相对收益优势消失，消费者更倾向于选择短期高收益的银行理财产品或者以增额终身寿为代表的长期收益高且稳定的固收类险种。定期寿险、终身寿险、两全保险、重大疾病保险等具有固定回报的普通型人身险产品的需求逐步爆发，普通型人身险迎来快速增长。

2. 认知脱节：分红险“野蛮生长”时期存在较为严重的信息不对称问题。早期分红险在监管层面并不严格，险企并无披露分红实现率等关键指标的义务，导致分红险产品收益透明度较差。加之产品较为复杂，代理人缺乏专业培训，展业过程专业化程度低，失去客户信任。

3. 定位脱节：分红险作为保险产品，其长期保障属性在银保销售渠道中被异化为短期理财工具，监管纠偏后保费增速放缓。

第四阶段（2018 年以来）——产品结构转向：2018 年后，十年期国债收益率跌破 3.5%，银行理财打破刚性兑付，资管新规实施推动无风险收益率持续下行。市场环境变化使 4.025% 年金险的利差损风险急剧凸显，监管窗口指导叫停此类产品备案。增额终身寿虽维持 3.5% 预定利率，利差风险提高。2023 年 8 月，国家金融监管总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，标志着人身险行业预定利率进入动态调整时代。2024 年 9 月起，普通型产品预定利率上限为 2.5%；分红

型上限 2.0%；万能险保证利率上限 1.5%。2025 年初，行业进一步建立预定利率与市场利率挂钩的季度调整机制。近期，二季度预定利率研究值公布，普通寿险、分红险、万能险预定利率分别下调至 2.0%、1.75%、1.0%，降幅分别为 50bp、25bp、50bp。

图28：现行预定利率水平

	现行预定利率	实际结算利率构成	实际结算利率水平
普通寿险	2.5% (8月31日后降至2.0%)	固定利率 (预定利率)	2.5%
分红险	2.0% (8月31日后降至1.75%)	浮动利率 (保底收益率+浮动利率)	3.0%-3.2%
万能险	1.5% (8月31日后降至1.5%)	浮动利率 (保底收益率+浮动利率)	3.1%-3.3%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

国内分红险发展启示：产品、渠道及人员的多重共振

为何分红险能够“扛起”本轮负债端销售周期的大旗？与传统保障型寿险相比，分红险在产品结构、风险分担和资金运作上存在根本差异，这些差异恰恰构成其推动行业转型的深层动力。**从产品功能看**，传统寿险仅有固定保障功能，保额恒定不变；而分红险在提供预定保底收益基础上，增加基于险企投资表现的分红收益，形成“保证+浮动”双层次收益结构。这种设计既保留保障属性，又通过红利分配使保额具备抗通胀潜力，更贴合长期储蓄和养老规划需求。**从风险分担机制看**，传统寿险的利差损风险完全由险企承担，在低利率环境下极易侵蚀资本金；而分红险通过将可分配盈余的 70% 分配给客户（监管强制要求），实现收益共享，但投资风险仍由险企承担——若投资不佳，客户仅无法获得分红，基本保障不受影响。这种模式显著降低险企的刚性负债成本，缓解利差损压力。根据我们的测算，过去 10 年 A 股 5 家上市险企平均打平收益率为 2.4%，低于当前投资收益率水平。**从资金运作方式看**，分红险的透明度与灵活性更具优势。传统寿险的投资运作和费用分摊完全不向客户公开，而分红险要求险企每年披露红利实现率，且资金在独立账户运作，虽不及投连险的每日公布，但透明度已显著提升。同时，红利领取方式更灵活，客户可选择现金领取、累积生息或抵缴保费等，增强资金使用效率。以上分红险结构性优势使分红险成为行业应对“资产荒”和利率下行的关键措施。

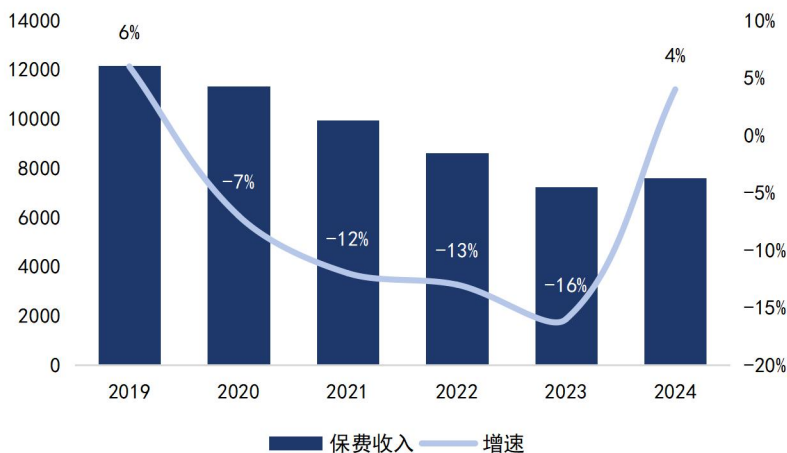
表13：传统寿险与分红险对比

	传统寿险	分红险	差异影响
预定利率上限	2.50%	2.0%（保底部分）	降低险企刚性成本
收益结构	固定保证收益率	保底+浮动收益率	与客户共享投资收益
风险承担主体	保险公司	保险公司+客户	降低利差损风险
资本占用	需计提更多准备金	准本金计提压力偏小	提升险企偿付能力
久期匹配	长负债久期（>20 年）	相对中短负债久期（10-15 年左右）	环节资产负债久期错配风险

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

目前，我国保险行业在分红险销售策略上正经历系统性重构，各公司通过深度产品创新、全渠道融合、专业化队伍锻造及投资能力支撑，构建差异化竞争壁垒。2023 年以来，以头部人身险公司为代表的机构明确“分红险+”为核心销售策略，通过推出“终身寿险（分红型）”及“年金险（分红型）”等产品快速抢占市场份额。据中国保险行业协会的统计数据，2023 年 10 月至 12 月期间，人身险板块共上新 454 款产品，其中分红型终身寿险 165 款，占比为 36.34%；年金保险共上新 267 款，其中分红型年金保险 88 款，占比为 32.96%。

图29：我国分红险保费收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：13 精数据，国信证券经济研究所整理

在产品设计上，人身险企精准切分客群需求，通过功能组合提升产品竞争力。险企依据客群风险偏好分层设计产品结构：针对保守型客户采用“较高保底（1.75%）+低浮动分红”模式，确保基础收益稳定性；面向进取型客户则降低保底利率（1.5%）扩大浮动空间，部分产品挂钩权益指数获取超额收益。同时深度嵌入场景功能，将养老需求主导的产品融合社区入住权及 VIP 医疗服务等附加服务中。

表14：部分头部险企分红险产品对比

公司	产品名称	投保规则	核心保障责任	分红机制
平安寿险	护身福终身寿险（分红型）	18-55 周岁；缴费：10/15/20 年	身故保险金：100%基本保额； 可附加重疾险（赔付后主险保额等额减少）	累积生息/抵交保费/ 增额购险
	鑫利两全保险（分红型）	0-60 周岁；保障期至约定年龄	生存金：每年 7%基本保额； 满期金：200%基本保额； 身故金：200%基本保额	年度盈余分配，可现 金领取或累积
泰康人寿	幸福人生 2025 年金保险（分红型）	0-75 周岁；缴费：趸/3/5/10/15/20 年	生存金：第 6 年起每年给付基本保额（≤ 59 岁投保）； 养老金：65 岁起每年给付基本保额； 祝寿金：75 岁给付 200%基本保额	红利可累积或现金领 取
	鑫瑞人生两全保险（分红型）	28 天-65 周岁；保障终身/至 80 岁	生存金：生效 3 年后每年 30%基本保额； 祝寿金：80 岁给付 120%累计保费； 身故金：80 岁前 max（保费 120%，现金价值）	红利默认进入万能账 户
中国人寿	盛世尊享年金保险（分红型）	0-70 周岁；缴费：3/5/10 年	特别生存金：第 5-6 年返还首年保费 48%-60%； 年金：第 7 年起每年 100%基本保额； 满期金：100%已交保费	浮动分配
	鑫多宝两全保险（分红型）	28 天-70 周岁；保障：6/10/15/20 年	满期金：100%基本保额+累计红利； 身故金：max（已交保费×系数，现金价值）	双账户模式：保底分 红+超额红利
	瑞鑫两全保险（分红型）	28 天-60 周岁；缴费：3/5/10/20 年	生存金：第 5 年起每年 10%基本保额； 满期金：800%基本保额（80 岁）； 重疾附加险：12 种重疾赔 300%保额	保底分红+超额红利， 可增额购险

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

渠道端销售策略的核心在于打通流量入口与转化闭环。线上渠道通过构建智能化销售工具矩阵，提高销售及运营效率。部分公司通过开发分红收益动态演示系统，输入客户年龄、保费等参数后实时生成多情景现金流预测，并与银行存款、理财等替代品可视化对比，辅助客户决策效率的提升。银保渠道则通过定制短期缴费产品，期满支持年金转换适配银行客群理财周期。线下渠道强化生态引流，例如将养老社区、医疗服务、健康管理服务接入代理人展业终端，通过服务附加值降低纯价格竞争。

表 15：部分中小险企分红险产品对比

	中意人寿	中英人寿	中邮人寿	恒安标准人寿
	一生中意尊享版（分红型）	福满佳 2.0（分红型）	悦享盈佳 2.0（分红型）	传世瑞盈 B 款（分红型）
投保年龄	0-65 周岁	0-65 周岁	0-67 周岁	0-63 周岁
保障期限	终身	终身	终身	终身
缴费方式	趸交、3/5/10 年交	3/5/6/8 年交	趸交、3/5/6/10 年交	趸交、3/5/7/10 年交
起投金额	1 万元起	3 年交：7 万元起 5 年交：4 万元起 6 年交：3 万元起 8 年交：1 万元起	5000 元起	趸交：5 万元起 3/5/7 年交：2 万元起 10 年交：1 万元起
身故/全残/高残	支持	支持	支持	支持
增额比例	2%	2%	2%	1.50%
分红方式	保额分红	现金领取、累积生息 交清增额、抵交保费	交清增额	保额分红
减保	支持	支持	支持	支持
保单贷款	最高可贷保单现金价值的 80%，不超过 6 个月			
特色保障	1. 第二投保人 2. 中意人寿 VIP 服务 3. 意管家 4. 悦养老居家康养 5. 信托	1. 有机会对接养老社区 2. 重大自然灾害意外身故保障 3. VIP 服务 4. 第二投保人 5. 信托	1. 第二投保人 2. 中邮人寿 VIP 服务 3. 养康社区 4. 信托	多元化增值服务

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

为解决销售误导风险，人身险公司通过建立全链条培训与风控体系，提高代理人综合能力。例如，部分公司实践高级代理人强制要求持有 AFP/CFP 等理财规划资质。同时，培训形式融合 VR 模拟沙盘，还原客户高频场景，系统实时评分并生成改进方案。在过程管控中，险企同时部署 AI 话术监测系统，自动识别“保本保息”“演示收益即承诺”等违规表述并中断交易，同步触发合规再培训。例如中国平安推出的平安知鸟企业培训平台，通过智能陪练目前已在平安集团大规模推广应用，全面覆盖百万级代理人。通过不断升级创新，智能陪练全方位满足代理人线上学习需求，平台累计使用近 8557 万次，已成为代理人职业发展必备的 AI 工具。此外，绩效体系方面，通过提高分红险考核权重鼓励行业产品结构转型，引导资源聚焦长期价值业务。

图30: 平安知鸟平台功能概览



投资建议

本轮分红险发展本质是保险业在低利率环境中构建“负债结构优化-投资能力提升-资本市场稳定”的正向循环。从行业视角看，其核心价值在于系统性降低利差损风险，同时通过浮动收益特性维持产品吸引力，为险企在低息周期内赢得转型时间窗口。我们认为，未来我国分红险发展机遇主要在于以下两个方面。其一，通过承接银行储蓄转移，成为“存款搬家”下的核心载体；其二，通过提升权益投资比例，增强资本市场稳定性；同时，为人口老龄化背景下的养老保障体系提供重要支撑。在产品价值转型背景下，建议关注具有一定产品销售壁垒及资产收益相对稳健的中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		P/EV	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601628.SH	中国人寿	优于大市	42.43	11993	3.83	3.88	0.69	0.64
601336.SH	新华保险	优于大市	60.62	1891	8.28	8.93	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	优于大市	38.04	3660	4.77	4.90	0.46	0.40
601318.SH	中国平安	优于大市	57.88	10540	7.72	8.57	0.60	0.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行；渠道转型导致保费增速放缓等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032