

保险 II

供需双端驱动，“优势产品”分红险正当时

2026年03月18日

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

张恩琦（联系人）

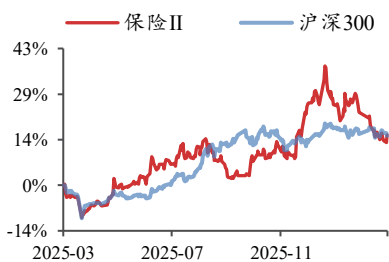
gaochao1@kysec.cn

zhangenqi@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790125080012

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《储蓄和保障双重优势，保险占居民理财比重有望持续提升——行业深度报告》-2026.1.6

《拓宽产品形态和功能，健康险有望迎来增长新机遇——“健康险高质量发展意见”点评》-2025.10.8

《财险和权益投资拉动业绩，分红险转型驱动投资端增配权益——保险行业深度报告》-2025.9.22

● “保底+浮动”双重收益吸引力提升，分红险成为2026年开门红主力产品

(1) 分红险产品的优势在于“保底+浮动”的双重收益机制，浮动部分取决于市场环境和保司的投资能力。分红险产品中，演示利率可以视为投资收益率假设的映射，保司历史分红实现率水平高低对未来分红能力有较强的指引意义。而对于不同产品（尤其是不同时期的产品）而言，分红实现率也会受演示利率水平高低以及监管政策等多方面因素影响。基于保证和分红利益演示表，可以估算分红险收益率和演示利率。监管政策持续引导分红险演示收益及实际结算利率降低。

(2) 2026年多家上市险企开门红产品均为分红险：产品形态多为终身寿，多数产品预定利率为1.75%，演示利率在3.3%-3.9%之间，加分红利益后的回本年限（现金价值大于等于累计保费）在7年左右，不加分红利益回本年限普遍在10年左右。部分险企在后续推出1.25%预定利率的“成长型”分红险。

● 分红险使用VFA计量，通常会降低财务指标波动，价值率或低于可比传统险

(1) 浮动收费法中CSM随基础项目公允价值变动，财报波动减弱：新会计准则下，一般传统险采用通用法计量，分红险采用浮动收费法计量，二者的主要差异在于保险合同的后续计量，VFA模型下，当基础项目公允价值因股市或利率波动而发生较大变动时，70%的损益会被负债中的履约现金流吸收，30%的“浮动收费”会被CSM吸收，净利润和净资产的增加值仅为CSM中“浮动收费”的摊销，波动大幅减弱。(2) 分红险占比提升，多数情况下，净利润和净资产更加稳定：股市波动，因损益会被CSM和履约现金流吸收，利润表和资产负债表的波动降低；利率波动时，利润表波动减弱原理和股市波动类似。(3) 分红险价值率一般低于同等假设下的传统险：分红险虽然保底收益更低，但是超过保底收益后的投资收益中70%要分给客户，使得险企的保单利益或略低于同等假设下的传统险。而险企通常会通过拉长缴费期、使用更谨慎的病死率假设以及更低的折现率，一定程度上降低了分红险与传统险价值率的差异。

● 分红险受资本市场环境和监管政策影响，供需两端驱动下占比有望持续提升

(1) 在股市震荡、利率低位时期分红险产品更具比较优势，监管政策影响亦是重要因素。历史复盘看，股市波动叠加低利率的市场环境（2008年和2018年）下分红险保费占比明显提升，监管政策影响也推动了产品销售（2009年和2018年）。高利率环境和单边牛市下，分红险产品比较优势弱于传统险和投连险。(2) 长趋势看，头部险企在分红险市场的集中度呈现波动下降趋势，2022年开始头部险企市占率持续提升。(3) 供需和政策端驱动分红险景气向好。低利率环境下，存款和传统险收益率比价优势下降，分红险兼具保底和浮动收益，产品吸引力明显提升，成为承接存款迁移的重要主力，慢牛+低利率的市场环境下，分红险产品占比有望持续提升，监管政策支持险企提升浮动型产品以应对长期利差损风险，同时重启分红型重疾险，为行业带来新机会。(4) 中期维度看，分红险转型见效、银保渠道高增和个险企稳成为险企负债端增长的重要基础，分红险占比提升利于降低险企利差损风险，降低报表指标波动，一定程度上利于PEV估值提升。头部险企在投资能力、渠道和品牌效应上具有更强优势，看好头部险企分红险增长，推荐中国平安、中国太保和中国人寿，受益标的新华保险。

● 风险提示：分红险转型进展不及预期，转型效果和速度可能落后于计划；资本市场波动对投资收益带来波动风险

目 录

1、“保底+浮动”双收益的分红险重新占领市场	3
1.1、 分红险起源：分享盈余、缓解利差损	3
1.2、 分红险客户收益：保底+浮动双重收益，投资能力是关键	4
1.3、 2026 年开门红主销产品中分红险占比较高	9
2、 分红险价值率偏低，但可减弱财报波动	11
2.1、 会计计量：浮动收费法下，财报更加稳定，存量 CSM 随市场波动	11
2.2、 新业务价值：分红险价值率一般低于同等假设下的传统险	13
2.3、 分红险占比提升，多数情况下，净利润、净资产波动变小	13
3、 供需两端驱动，分红险“正当时”，占比有望持续提升	14
3.1、 分红险在股市震荡、利率低位时更具优势，政策利好促发展	14
3.2、 需求端：分红险具备市场吸引力	16
3.3、 供给端：市场、监管环境同时推动	16
3.4、 分红险转型见效，利于估值抬升	17
4、 投资结论和推荐标的	17
5、 风险提示	17

图表目录

图 1： 香港长期寿险总保费中分红险占比呈上升趋势	3
图 2： 千禧年附近，寿险预定利率随市场利率快速调降	4
图 3： 根据分红险收益率和预定利率可以倒算演示利率	5
图 4： 御享分红 26 利率演示表中，生存总利益代表现金价值	6
图 5： 分红险收益率的保司计算逻辑、演示和实际达成	7
图 6： 在售分红险产品有终身寿险、两全险和年金保险形式	9
图 7： 截至 2026 年 1 月 31 日，在售分红险中，终身寿险产品数量占比最多	10
图 8： 2025Q3 下调预定利率后至年底，上新人寿保险、年金保险总数中有 47% 的分红险，分红终身寿占比最多	10
图 9： 分红险使用浮动收费法计量对资产负债表和利润表的影响均明显减弱	12
图 10： 如浮动收费比例固定，分红险 CSM 随基础项目公允价值变动而波动	12
图 11： 人身险行业分红险保费占比先升后降，头部市占率在 2022 年出现企稳回升	15
图 12： 如预定利率为 1.75%，当分红险账户投资收益超过 2.11% 时，分红险收益超过传统险	16
图 13： 如预定利率为 1.50%，当分红险账户投资收益超过 2.46% 时，分红险收益超过传统险	16
表 1： 分红险具备 4 个主要特征	3
表 2： 可分配盈余、演示利率和平滑机制是分红险特有概念	4
表 3： 据估算，御享分红 26 的预定利率为 1.75%，演示的收益率为 2.97%	6
表 4： 分红险演示利率监管要求演变	7
表 5： 2026 年各上市险企均为分红险，增额终身寿占比较大	10
表 6： 通用法与浮动收费法主要区别在合同服务边际的后续计量	11
表 7： 2025H1，部分险企对分红险设定了更加保守的贴现率	13
表 8： 相同投资收益率下，传统险利差贡献更大，分红险收益率仅约为传统险的 1/3	13
表 9： 中国分红险市场逐步完善，主要受利率、股市波动及分红险形态影响	15
表 10： 受益标的估值表-寿险	17

1、“保底+浮动”双收益的分红险重新占领市场

1.1、分红险起源：分享盈余、缓解利差损

分红保险是指保险公司将实际经营成果优于定价假设的盈余按一定比例向保单持有人进行分配的人寿保险产品。分红保险属于有理财性质的传统保险业务，保险公司会按照保险合同在向被保险人提供保障的同时，根据公司实际经营情况向客户分配一定比例的红利。分红保险产品从本质上说是一种保户享有保单盈余分配权的产品，即将寿险公司的盈余，如死差益、利差益、费差益等，按一定比例分配给保单持有人。

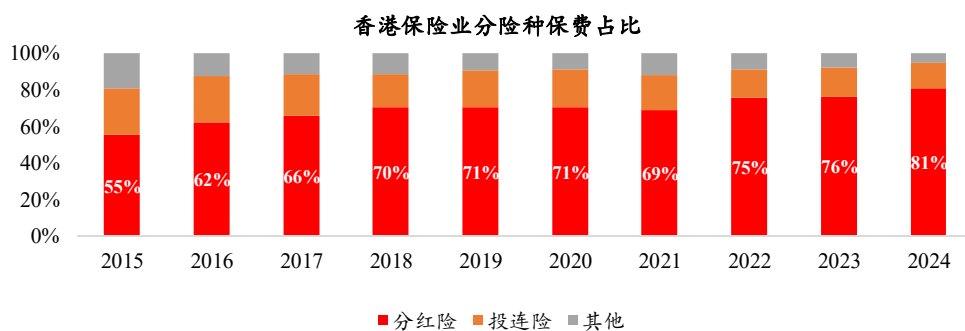
表1：分红险具备4个主要特征

序号	特征	具体表现
1	保单持有人享受经营成果	<ul style="list-style-type: none"> 金融监管总局规定保险公司应至少将分红保险业务当年度可分配盈余的70%分配给客户
2	客户承担一定的投资风险	<ul style="list-style-type: none"> 红利分配是不确定的，也没有固定的比率，分红水平主要取决于保险公司的实际经营成果，如果实际经营成果优于定价假设，保险公司会将部分盈余分配给投保人 保险公司的投资收益率并不等同于分红率，分红率的高低除受到投资收益率影响外，还与实际费用率、死亡率等因素密切相关
3	定价的精算假设比较保守	<ul style="list-style-type: none"> 分红险属于寿险，寿险产品在定价时主要依据预定死亡率、预定利率和预定费用率三个因素，这三个预定因素与实际情况的差距直接影响到寿险公司的经营成果 对于分红保险，由于寿险公司要将部分盈余以红利的形式分配给客户，所以在定价时对精算假设估计较为保守，即保单价格较高，以便在实际经营过程中产生更多的可分配盈余
4	保险给付退保金中含有红利	<ul style="list-style-type: none"> 分红保险的被保险人身故后，受益人在获得投保时约定保额的保险金和未领取的累积红利及利息 在满期给付时，被保险人获得保险金额和未领取的累积红利及利息 在退保时，被保险人得到的退保金也包括保单红利及其利息

资料来源：中国保险行业协会、国家金融监管总局、开源证券研究所

分红险始于回馈客户，内涵逐渐丰富，险种持续流行。在18世纪的英国，作为现代人寿保险奠基者的公平人寿保险社在实践中最先确立了将保险经营盈余返还给保单持有人的制度，被公认为是现代人寿保险分红模式的起源。随后的200余年，分红险内涵不断丰富，逐渐展现出抵御通货膨胀、利率波动及降低保险公司刚性负债成本等一系列功能，时至2025年，兼具保障和投资功能的这一险种仍然活跃在全球各地的保险市场中，对消费者保持着吸引力。

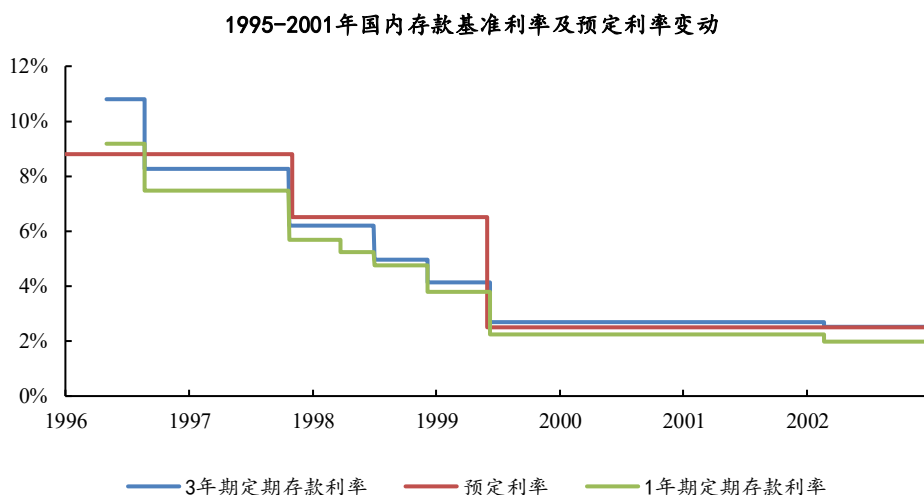
图1：香港长期寿险总保费中分红险占比呈上升趋势



数据来源：香港保险业监管局、开源证券研究所

1999年预定利率显著调降，分红险营运而生。千禧年附近，受1997年亚洲金融危机和国内通货紧缩等因素的影响，我国进入较为强劲的降息周期，为防范利差损风险，人身险的预定利率跟随银行定期存款利率显著调降，1999年人身险预定利率降至2.5%，与存款利率接近，难以体现竞争优势，分红险应运而生。同时，分红险的销售也可以为险企更好的管控利差损风险，丰富资金运用形式，除了分红险外，投连险和万能险等浮动收费型产品也成为当时行业探索的方向。2000年，中国人寿推出国内首款分红险——国寿千禧理财两全保险（分红型），标志着分红险正式进入中国。

图2：千禧年附近，寿险预定利率随市场利率快速调降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、分红险客户收益：保底+浮动双重收益，投资能力是关键

分红险保证收益一般低于传统险，浮动收益主要看公司投资能力。分红险的收益取决于预定利率（保底收益）和分红利益（浮动收益）两部分，一般预定利率即保底收益低于同时期传统险，保底收益保司必须固定支付，浮动收益取决于保险公司分红险账户经营情况、平滑机制处理等多重因素。分红险账户经营情况取决于外部资本市场大环境、公司投资能力，存在一定不确定性。分红险账户可以通过平滑机制一定程度上熨平收益波动。而根据监管要求，过多的盈余储备会被要求进行分红，过少的盈余储备会被限制红利分配水平，所以一款产品长期的浮动收益高低更多受长期投资能力影响。

表2：可分配盈余、演示利率和平滑机制是分红险特有概念

术语名称	释义
红利	<ul style="list-style-type: none"> 实质上是保险公司的盈余，盈余就是保单资产份额高于未来负债的那部分价值，盈余（或红利）的产生是由很多因素决定的，但最为主要的因素是利差益（损）、死差益（损）和费差益（损）。
“三差”利源	<ul style="list-style-type: none"> 对于以死亡作为保险责任的寿险，死差益/损是由于实际死亡率小于/大于预定死亡率而产生的利益/损失；
及利源	<ul style="list-style-type: none"> 当保险公司实际投资收益率高于/低于预定利率时，则产生利差益/损； 当公司的实际营业费用少于/大于预计营业费用所产生的利益/损失时，则产生费差益/损。
源	<ul style="list-style-type: none"> 保单终止时进行最终的核算，如果还有可分配盈余，就产生终了红利。一般用于增额分红的保单中。
可分配盈余	<ul style="list-style-type: none"> 指在分红保险合同中，保险公司根据分红保险业务实际经营情况确定的可以向保单持有人和保险人分配的盈余总和； 保险公司的精算等相关部门每年都要计算盈余中可作为红利分配的数额，并由公司基于商业判断予以决定

术语名称	释义
	分配的数额，此决定分配的数额称为可分配盈余。
现金分红 (美式分红)	<ul style="list-style-type: none"> • 红利以现金形式返还给投保人 • 投保人可以选择领取现金、抵缴保费、累积生息、购买保险，其中领取现金需要投保人到保险公司柜面办理领取手续，或者约定由保险公司自动转账划入投保人账户。
保额分红 (英式分红)	<ul style="list-style-type: none"> • 分红不以现金形式发放，而是作为一次性缴清的保险费，相应地增加原保险合同的保险金额 • 增加的保额作为红利一旦公布，则不得取消 • 采用增额红利分配方式的保险公司可在合同终止时以现金方式给付终了红利。
平滑机制	<ul style="list-style-type: none"> • 平滑机制通过设立“分红保险特别储备”（即平滑账户），在收益好的年份留存部分盈余，用于补贴收益不佳年份的分红 • 该储备的权益由保单持有人和股东共同享有，目的是减少市场波动对客户收益的影响，实现分红水平的长期稳定。
演示利率	<ul style="list-style-type: none"> • 演示分红险对应资产的未来年投资收益的假设利率 • 用于计算利率演示表中保单含分红利益演示值，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
评价指标 红利/分红实现率	<ul style="list-style-type: none"> • 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。各产品红利实现率计算方法： <ol style="list-style-type: none"> (1) 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 (2) 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 (3) 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 • 若同一产品对应不同账户，应当分别披露该产品不同账户下的红利实现率 • 除向投保人提供红利通知书和在公司官方网站披露红利实现率外，保险公司不得向公众披露或者宣传分红型保险产品的经营成果或者分红水平。

资料来源：国家金融监管总局、平安人寿官网、中国保险行业协会等、开源证券研究所

基于保证和分红利益演示表，可以估算分红险收益率和演示利率。根据金融监管总局发布的《一年期以上人身保险产品信息披露规则》要求：利益演示时，不得披露用于演示的分红型保险产品的投资回报率，即保险公司不会直接披露演示利率的数值。同时部分产品不会直接披露预定利率，我们可以根据利益演示表进行推算相关利率。《规则》要求保险公司以表格形式演示分红型保险产品各保单年度末的保单利益，包括保证利益和非保证利益。

计算预定利率可参考保证利益现金价值年增长率的最稳定值；计算分红险收益率可以参考保单含分红利益年增长率的最稳定值。**基于分红险收益率和预定利率和图3公式，可以倒算演示利率水平。**以“平安御享金越(2026)终身寿险(分红型)”为例，我们可以对分红险关键指标进行测算，对关键指标进行推测：御享分红26的演示利率为： $(2.97\%-1.75\%)/70\%+1.75\%=3.5\%$ 。

图3：根据分红险收益率和预定利率可以倒算演示利率

$$\begin{aligned} \text{分红险收益率} &= \text{预定利率} + (\text{演示利率} - \text{预定利率}) * 70\% \\ \text{演示利率} &= (\text{分红险收益率} - \text{预定利率}) / 70\% + \text{预定利率} \end{aligned}$$

资料来源：国家金融监管总局、开源证券研究所

图4：御享分红 26 利率演示表中，生存总利益代表现金价值
投保举例

王先生（40 周岁）为自己投保平安御享金越（2026）终身寿险（分红型），交费期 6 年，年交保费 10 万元，基本保险金额约为 50.89 万元，红利领取方式为购买交清增额保险。主要保单年度保单利益演示如下。

身故保险金：16 万元至 155.82 万元

利益演示表

单位：人民币元

保单年度	期交保费	累计保费	保单含分红利益演示				保证利益演示			
			生存总利益	身故总利益	当年交清增额保额	累积交清增额保额	生存总利益（现金价值/退保金）	身故总利益	当年交清增额保额	累积交清增额保额
1	100000	100000	17889	160383	882	882	17506	160000	0	0
2	100000	200000	46139	281304	2014	2896	44835	280000	0	0
3	100000	300000	86178	422820	3139	6035	83359	420000	0	0
4	100000	400000	144938	564989	4257	10292	139949	560000	0	0
5	100000	500000	210215	707874	5366	15658	202341	700000	0	0
6	100000	600000	282281	851543	6468	22126	270738	840000	0	0
7	0	600000	607665	872092	6538	28664	575573	840000	0	0
8	0	600000	625424	880182	6608	35272	585242	840000	0	0
9	0	600000	643689	888625	6679	41951	595064	840000	0	0
10	0	600000	662527	897438	6750	48701	605089	840000	0	0
20	0	600000	883128	1008726	7504	120278	714402	840000	0	0
30	0	600000	1183343	1183343	8437	200277	849160	849160	0	0
40	0	600000	1586454	1586454	9509	290436	1010025	1010025	0	0
50	0	600000	2126820	2126820	10718	392060	1201323	1201323	0	0
60	0	600000	2851143	2851143	12081	506603	1428804	1428804	0	0
65	0	600000	3301021	3301021	12826	569225	1558168	1558168	0	0

资料来源：平安人寿官网、开源证券研究所

表3：据估算，御享分红 26 的预定利率为 1.75%，演示的收益率为 2.97%

保单年度	保单含分红利益现		年增长率	保单含保证利益现	
	金价值	金价值		金价值	年增长率
1	17,889	17,506			
2	46,139	44,835	157.92%		156.11%
3	86,178	83,359	86.78%		85.92%
4	144,938	139,949	68.18%		67.89%
5	210,215	202,341	45.04%		44.58%
6	282,281	270,738	34.28%		33.80%
7	607,665	575,573	115.27%		112.59%
8	625,424	585,242	2.92%		1.68%
9	643,689	595,064	2.92%		1.68%
10	662,527	605,089	2.93%		1.68%
20	883,128	714,402	2.92%		1.67%
30	1,183,343	849,160	2.97%		1.74%
40	1,586,454	1,010,025	2.97%		1.75%
50	2,126,820	1,201,323	2.97%		1.75%
60	2,851,143	1,428,804	2.97%		1.75%
65	3,301,021	1,558,168	2.97%		1.75%

数据来源：平安人寿官网、开源证券研究所

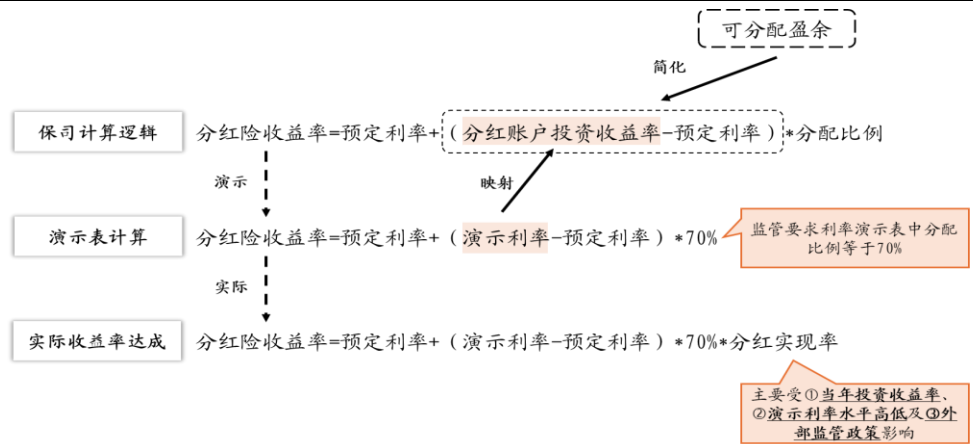
演示利率是投资收益率假设的映射，分红实现率高低受多重因素影响。我们根据图5对分红险产品收益率构成进行分析：

(1) 分红利益的核心来源是可分配盈余，可分配盈余主要源自利差、死差和费差三差利源，其中利差为主，是可分配盈余是三差利源的部分或全部，可分配盈余可用利差作为简化替代。平滑机制也会对可分配盈余的确定带来影响，险企承诺分配不低于可分配盈余 70% 的利益给保单持有人。

(2) 产品销售时可对产品分红利益进行演示，演示利益所表征的演示利率可作为险企对分红险产品未来投资收益率的映射，演示利率设置的高低一方面受历史投资业绩影响，另一方面，监管政策对演示利益有更严格的要求（见表 4），以防止销售误导。监管政策要求演示利益只能演示利差的 70%（不得超过 70%），同时不能包括死费差部分。

(3) 从每年实际收益达成看，除了上述指标外，还需考虑分红实现率。历史分红实现率表征保单持有人的分红利益达成比例，体现了险企的长期投资能力，一般而言，保司历史分红实现率水平高低对未来分红能力有较强的指引意义。而对于不同产品（尤其是不同时期的产品）而言，分红实现率也会受演示利率水平高低以及监管政策等多方面因素影响。

图5：分红险收益率的保司计算逻辑、演示和实际达成



资料来源：国家金融监管总局、开源证券研究所

监管政策持续引导分红险演示收益及实际结算利率降低。金监总局多次通过发文引导险企调降演示利益水平，或以窗口指导方式要求险企降低分红险产品实际结算利率水平，主要旨在防范利差损风险和防止销售误导。

表4：分红险演示利率监管要求演变

时间	政策	核心内容	影响简析
2015/9/25	《中国保监会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	<ul style="list-style-type: none"> • 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%减去预定利率、6%减去产品预定利率。 • 对于保险公司在售的分红保险产品，如果连续3年实际分红水平达不到中档红利演示水平的，保险公司必须下调相关产品的中、高档红利演示水平，下调后的中档红利演示水平不得高于公司近3年实际平均分红水平。 	<ul style="list-style-type: none"> • 分三档：低（限0）、高（限4.5%）、中（限6.5%） • 分配可分配盈余≥70% • 可演示利差、死差、费差等
2020/1/21	《中国银保监会办	<ul style="list-style-type: none"> • 保险公司用于分红保险利益演示的红利不得超过按以下公式 	<ul style="list-style-type: none"> • 只演示利差部分的70%，不得

时间	政策	核心内容	影响简析
	公厅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〕6号	计算的上限： $(V_0 + P) \times \text{利差水平} \times \text{红利分配比例}$ 其中： V_0 指本保单年度期初红利计算基础对应的准备金（不包括该时点的生存给付金额）； P 指按红利计算基础对应的准备金评估基础计算的本保单年度净保费。 • 红利分配比例统一为 70%。	超过 70%； • 不得演示死费差部分
2022/12/30	《中国银保监会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	• 保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下各分红型保险产品的红利实现率 • 保险公司对分红型保险产品演示保单利益时，应当采用保证利益演示和红利利益演示两档演示产品未来的利益给付，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 • 利益演示时，不得披露用于演示分红型保险产品的投资回报率	• 降低为两档：保证利益演示（限 0）和红利利益演示（限 4.5%） • 要求披露分红实现率
2024/3/25	监管窗口指导：结算利率限高	• 根据财联社报道：分红险的分红水平也要参照万能险：要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则，部分中小险企的万能险结算利率上限下调至 3.3%，而大型险企的结算利率上限进一步下调至 3.1%。 • 最终监管确定 2024 年公布的分红水平，要求大型寿险公司的分红水平不得超 3.0%，中小型寿险公司不得超 3.2% • 2024 年 9 月后报备的新分红险产品演示收益率不得高于 4%	• 应对利率下行，监管窗口指导降低分红险结算利率水平。 • 保司通过调降分红实现率达成窗口指导要求。 • 新报备分红险产品演示收益率不得超过 4%
2024/8/2	《国家金融监督管理总局关于健全人身保险产品定价机制的通知》 金发〔2024〕18号	• 各公司在演示保单利益时，应当突出产品的保险保障功能，强调账户的利率风险共担和投资收益分成机制。 • 要平衡好预定利率或最低保证利率与浮动收益、演示利益与红利实现率的关系，根据账户的资产配置特点和预期投资收益率，差异化设定演示利率，合理引导客户预期。 • 在披露红利实现率时，应当以产品销售时使用的演示利率为计算基础。	• 定性要求演示利率应根据自身情况差异化设定，且因合理引导客户预期
2025/6/18	《关于分红险分红水平监管意见的函》 金寿险函〔2025〕374号	• 各公司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： 1. 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； 2. 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； 3. 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(3.20%)的； 4. 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(3.20%)的； 5. 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； 6. 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。	• 人身险行业过去 3 年平均财务收益率 3.2% 成为重要参考指引。 • 投资能力、风控能力较强的险企在分红险分红水平确定上有望获得一定的自由度空间。 • 监管评级认定风险较高的保司的分红水平进一步调降。
2025/7	监管闭门会	• 未来分红险的演示利率，需要被设定为 3.9% 和保险公司 5 年财务投资收益率平均值的较小者	• 设定分红险演示利率上限为 3.9%

资料来源：国家金融监管总局、财联社等、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

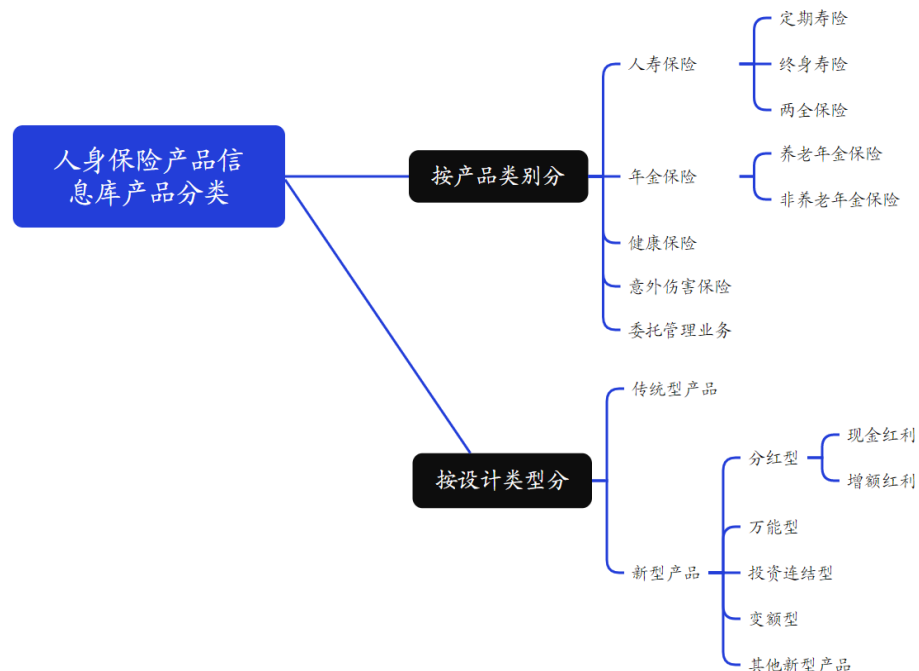
8 / 19

2023 年和 2024 年度分红险结算收益率受限高影响，整体平均在 3.2% 附近。(1) 2024 年 3 月，在利率下行背景下，监管层引导行业降低分红险和万能险结算利率，防范利差损风险，要求大型寿险公司的分红水平不得超 3.0%，中小型寿险公司不得超 3.2%，险企通过调降分红实现率以达成监管要求，这使得行业 2023 年度分红险分红实现率有较明显回落。(2) 2025 年 6 月，金监总局向寿险公司发文《关于分红险分红水平监管意见的函》金寿险函〔2025〕374 号，要求寿险公司应充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，其中人身险行业历史 3 年财务投资收益率平均值 3.2% 成为重要的市场参考水平。根据“13 个精算师”公众号测算，截至 2025 年 10 月中旬，基于已收录的 3364 款产品计算得到 2024 年寿险行业分红险产品的客户收益率平均为 3.2%，同比基本持平。

1.3、2026 年开门红主销产品中分红险占比较高

分红险属于新型、理财型人身保险，目前主要产品形态以终身寿、两全或年金保险为主。根据金监总局对分红险的定义和分类，分红险是一种人寿保险，和投资连结保险、万能保险同属于新型人寿保险，且一般合并称为理财型寿险。根据中保协产品分类，是否分红属于产品设计类型，根据产品类别来分，包括人寿保险、年金保险和健康险等。2025 年 9 月 30 日，金监总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，上述文件明确“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”，预计随着后续政策细则落地，分红型重疾险有望重回市场。

图6：在售分红险产品有终身寿险、两全险和年金保险形式

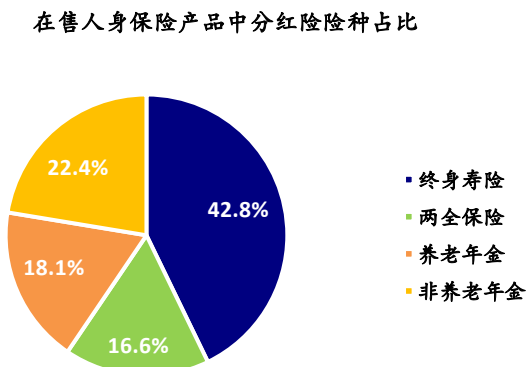


资料来源：中国保险行业协会、开源证券研究所

新备案产品数量看，分红终身寿险占比最高。根据中国保险行业协会人身保险产品信息库显示，截至 2026 年 1 月 31 日，监管规定分红险可采用的产品形式在保险市场上均有销售，分红终身寿产品数量最多。2025 年 7 月预定利率研究值公布后，触发预定利率下调机制，分红险预定利率调整截至期末，即 2025 年 9 月 1 日起，到年

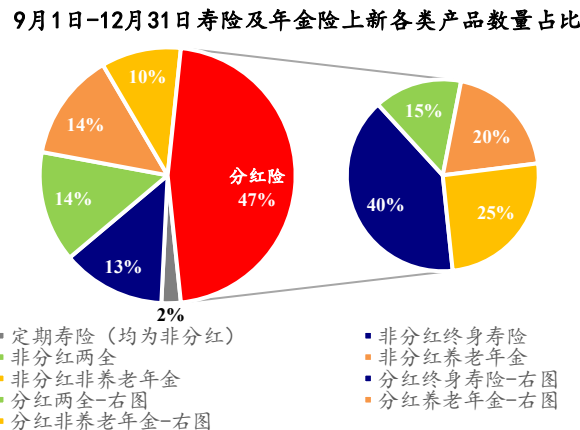
底 12 月 31 日，寿险公司上新产品中有 47% 为分红险，占比最多的是分红终身寿险，其次是分红养老金。

图7：截至 2026 年 1 月 31 日，在售分红险中，终身寿险产品数量占比最多



数据来源：中国保险行业协会、开源证券研究所

图8：2025Q3 下调预定利率后至年底，上新人寿保险、年金保险总数中有 47% 的分红险，分红终身寿占比最多



数据来源：中国保险行业协会、开源证券研究所

2026 年各上市险企主推分红险产品，产品形态以增额终身寿为主，演示利率在 3.3-3.9% 之间。我们汇总各上市险企 2026 年开门红主推产品，根据产品演示利益测算预定利率和演示利率，大部分产品预定利率在监管要求的最高值（1.75%），而演示利率整体在 3.3-3.9% 之间。加分红利益后的回本年限（现金价值大于等于累计保费）在 7 年左右，不加分红利益回本年限普遍在 10 年左右。

表5：2026 年各上市险企均为分红险，增额终身寿占比较大

公司	产品名称	产品类型	预定利率	演示利率	回本年限
中国平安	御享金越（2026）终身寿险（分红型）	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第 7 年 不+分红：第 10 年
	盈尊优享（A 款）终身寿险（分红型）	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第 6 年 不+分红：第 8 年
中国人寿	御享金越年金保险（分红型）	分红年金	1.75%	3.32%	+分红：第 7 年 不+分红：第 10 年
	鑫鸿福养老金保险（分红型）	分红养老金(1.75%+)	1.75%	3.36%	+分红：第 7 年 不+分红：第 10-15 年
中国太保	鑫福相伴(盛世版)终身寿险(分红型)	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第 9 年 不+分红：第 10 年
	鸿福添年年金保险（分红型）	分红年金	1.75%	3.37%	+分红：第 9 年 不+分红：第 9 年
新华保险	盛世荣耀庆典版终身寿险（分红型）	增额终身寿险+分红	1.75%	3.90%	+分红：第 4 年 不+分红：第 6 年
太平保险	国威一号终身寿险（分红型）	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第 7 年 不+分红：第 10 年
	至尊鸿赢 A 款终身寿险（分红型）	增额终身寿险+分红	1.75%	3.50%	+分红：第 5 年 不+分红：第 8 年

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

注：演示利率和预定利率根据产品说明书中利益演示表演示的保证和分红演示利益测算。

1.25%预定利率产品面世，“成长型”分红策略初实践。据中国保险行业协会人身保险产品信息库显示，2026年1月21日，中英人寿备案一款预定利率为1.25%的分红终身寿产品——福满佳C（悦享版）分红产品，随后中英人寿于2月召开该产品发布会。该产品与市面上普遍销售的预定利率为1.75%的产品保证收益低了50bp，降低险企负债成本的同时，也给了分红险账户权益投资占比更大的空间，中英人寿认为该产品“率先开启‘成长型’分红策略的探索，为保险行业高质量发展注入新动能”。

2、分红险价值率偏低，但可减弱财报波动

2.1、会计计量：浮动收费法下，财报更加稳定，存量CSM随市场波动

行业新会计准则切换接近尾声，分红险一般采用浮动收费法计量，与通用法的主要区别在于合同服务边际的后续计量。2020年12月，财政部下发《企业会计准则第25号——保险合同》（以下简称“新保险合同”），对保险合同的确认、计量和相关信息的列报做出了新的规定，在境外或在境内外同时上市的险企已于2023年1月1日完成新会计准则切换，其余险企将于2026年1月1日起执行该准则，全行业切换进程已经接近尾声。新会计准则将保险合同服务分为不具有直接参与分红特征和具有直接参与分红特征的保险合同，并对计量相应提出了一般规定和具有直接参与分红特征的保险合同组计量的特殊规定，两种计量方法一般简称通用法和浮动收费法。根据险种定义，传统险一般采用通用法计量，分红险一般采用浮动收费法计量。浮动收费法是通用法的特例，主要在合同服务边际的后续计量上提出了更适合参与分红的保险合同的计量方式。

表6：通用法与浮动收费法主要区别在合同服务边际的后续计量

计量方法	适用保险合同类型	保险合同负债初始计量	合同服务边际初始计量	合同服务边际后续计量
通用法	不具有直接参与分红特征的保险合同	保险合同负债=履约现金流量+合同服务边际=未来现金流量+非金融风险调整+合同服务边际	保险合同负债=0 时，根据其公式（见左侧）推导	期初合同服务边际+新加入合同带来的合同服务边际+① <u>合同服务边际的当期利息</u> +/-② <u>与未来服务相关的履约现金流量变动金额</u> +/-合同服务边际当期汇兑差额-合同服务边际当期摊销额=期末合同服务边际
浮动收费法	具有直接参与分红特征的保险合同	同上	同上	期初合同服务边际+新加入合同带来的合同服务边际+① <u>基础项目公允价值中企业享有份额的变动金额</u> +/-② <u>与未来服务相关且不随基础项目回报变动的履约现金流量变动金额</u> +/-合同服务边际当期汇兑差额-合同服务边际当期摊销额=期末合同服务边际

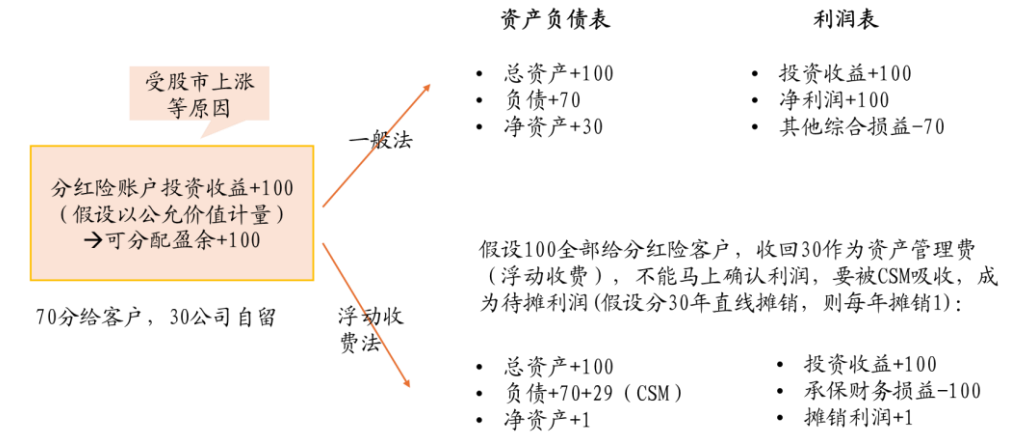
资料来源：《企业会计准则第25号——保险合同》、《IFRS17内在原理及新财务报告》、开源证券研究所

注：不考虑亏损合同、再保险等情况

浮动收费法可以减弱股市波动等短时大幅变动对财务报表的影响。根据通用法和浮

动收费法计量逻辑，我们建立一个简单的模型来分析当股市变动引起以公允价值计量的分红险账户资产发生变化时应用两种计量方法对资产负债表和利润表的影响，假设折现率为 0，保司可分配盈余全部为利差，分配比例为 70%，分红险账户中产生收益的资产被保司选择计入其他综合收益，当分红险账户受股市影响增加 100 个单位时，两种计量方法对资产负债表和利润表造成的影响进行分析：

图9：分红险使用浮动收费法计量对资产负债表和利润表的影响均明显减弱



资料来源：开源证券研究所

浮动收费法下保司可获得收益是浮动收费，即为后续计量中 CSM，主要受基础项目公允价值波动影响。根据浮动收费法的初始计量方法，可以认为浮动收费即为分红险的 CSM。同时，新保险会计准则第四十一条指出：企业应当按照基础项目公允价值扣除浮动收费的差额，估计具有直接参与分红特征的保险合同组的履约现金流量。其中，浮动收费是指企业因代保单持有人管理基础项目并提供投资相关服务而取得的对价，等于基础项目公允价值中企业享有份额减去不随基础项目回报变动的履约现金流量。根据以上准则和浮动收费法后续计量的方法，可以认为如果浮动收费比例固定，则企业分红险 CSM 的后续计量仅受基础项目公允价值变动影响。

图10：如浮动收费比例固定，分红险 CSM 随基础项目公允价值变动而波动

$$\text{履约现金流量} = \text{基础项目公允价值} - \text{浮动收费}$$

$$\text{浮动收费} = \text{基础项目公允价值中企业享有份额} - \text{不随基础项目回报变动的履约现金流量}$$



资料来源：《企业会计准则第 25 号——保险合同》、开源证券研究所

分红险占比提升，CSM 余额波动变大。分红险销售的初始计量方法与传统险一样，新单增长同样会带来 CSM₀ 增长。而在后续计量过程中，随着分红险占比的提升，

因为浮动收费法下，CSM 吸收基础项目的波动，其本身的波动也会变大。

2.2、新业务价值：分红险价值率一般低于同等假设下的传统险

分红险贴现率假设低于传统寿险，投资回报假设与传统险持平。根据分红险的特点，保司会对其设定更加保守的精算假设，根据各险企 2025 年中期报告显示，计算内含价值和新增业务价值时，部分险企对分红险的风险贴现率采取了更加保守的风险贴现率，但投资回报率基本采用的是相同的假设。

表7：2025H1，部分险企对分红险设定了更加保守的贴现率

保险公司	分红险相关假设	传统险相关假设
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：7.2% 投资回报率：4.0% 	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：8.0% 投资回报率：4.0%
中国平安	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：7.5% 投资回报率：4.0% 	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：8.5% 投资回报率：4.0%
中国人保	与传统险相同	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：8.5% 投资回报率：4.0%
中国太保	与传统险相同	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：8.5% 投资回报率：4.0%
新华保险	与传统险相同	<ul style="list-style-type: none"> 风险贴现率：8.5% 投资回报率：4.0%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

单纯对比利差水平，分红险利差低于其他假设相同下的传统险。参考各上市险企对投资收益率的假设，结合目前对分红险和传统险最高预定利率假设的设定（分红险 1.75%，传统险 2.0%），从利差角度计算保司对不同险种的收益率，分红险的收益率明显低于传统险。如果考虑到部分险企对分红险的风险贴现率假设低于传统险，收益率贴现后仍然比传统险低。但实际当中，分红险产品在死费差假设、缴费期等方面与传统险存在差异，实际价值率的下降或低于单纯考虑利差收窄的水平。

表8：相同投资收益率下，传统险利差贡献更大，分红险收益率仅约为传统险的 1/3

	预定利率	保司收益率计算公式	保司投资收益率		
			3.00%	4.00%	5.00%
分红险	1.75%	(投资收益率-预定利率)*30%	0.38%	0.68%	0.98%
传统险	2.00%	投资收益率-预定利率	1.00%	2.00%	3.00%
分红险收益率/传统险收益			37.5%	33.8%	32.5%

资料来源：开源证券研究所

2.3、分红险占比提升，多数情况下，净利润、净资产波动变小

分红险占比提升，股市波动，险企的净利润及净资产波动有望减小；利率波动，净利润波动有望减小，净资产波动或将增加。分红险采用浮动收费法进行计量，股市出现较大波动时，损益部分会被 CSM 和履约现金流吸收，进入资产负债表中的负债部分，进而减小利润表中净利润的波动；同时，资产和负债会同时发生变化，因此减弱了资产负债表中净资产的波动。同理，当分红险占比提升，利率波动对险企净

利润的影响也会减弱，例如利率短期快速下降，会带来 TPL 项下债券的升值，带来投资收益增加，VFA 模型下，投资收益的波动被 CSM 和履约现金流吸收，因此对当期损益的影响降低。

3、供需双端驱动，分红险“正当时”，占比有望持续提升

3.1、分红险在股市震荡、利率低位时更具优势，政策利好促发展

分红险保费及占比变化，主要受利率、股市、监管政策、竞品及产品形态等多方面影响。自 2000 年分红险引入国内，分红险保费收入及占比经历了 3 次较快速增长，分别是：

2001 年-2003 年：刚引入分红险后的 3 年，分红险在低利率环境下因其比传统险可能具备更高的收益，且部分更偏保障的健康险也被赋予了分红的特性，分红险得到了快速的发展，保费增速和占比均较为迅速提升，但行业发展规范度较低，在叫停分红型健康险后，保费增速放缓，险种保费占比下降；

2008 年-2010 年：分红险规模和占比均显著提升，资本市场和监管环境两方面影响：

(1) 资本市场牛市且震荡加大：2006-2007 年股市连续两年大幅上涨，带动分红险收益率大幅攀升，与其他金融产品对比优势突出。投连险和万能险在 2007 年牛市下收益率优势更加突出，分红险占比受到压制，而 2008 年全球金融危机下，分红险的稳健保值的优势凸显，带来 2008 年分红险销售规模和占比显著提升。

(2) 监管政策影响：2009 年保险业强调回归保障，分红险兼具收益和保障功能，险企持续主推分红险，2009 年股市反弹也带来正向作用。随后财政部于 2009 年 12 月 22 日发布《保险合同相关会计处理规定》，对保险混合合同分拆提出更高要求，要求投连险和万能险的部分销售收入不能计入保险公司的保费收入，而分红险则可以全部算入保费收入。新准则实施进一步巩固了分红险的地位，2010 年分红险占比进一步提升。

(3) 2018 年：2017 年 10 月保险行业“134 号文”《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》正式生效，“快返年金+万能险”的中短存续期产品受限，使得年金险占比明显回落，分红险再次成为行业重点推动的产品。此外，2018 年股市震荡，分红险稳健的优势再次凸显。

行业分红险保费占比经历过两次较明显的下降，分别是：

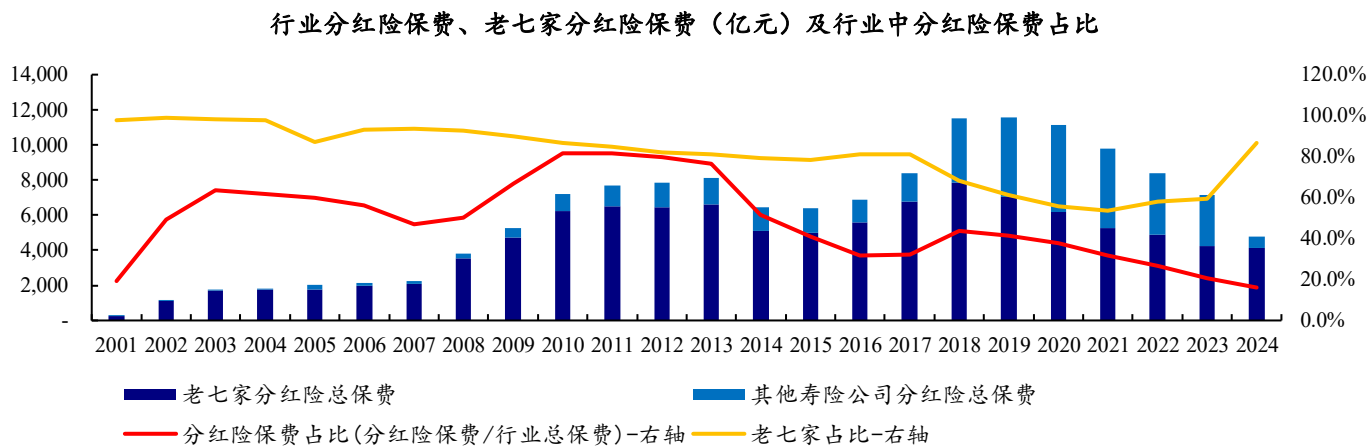
(1) 2013 年-2014 年：人身险费率市场化改革启动，传统险预定利率 3.5%，年金 4.025%，对比分红险的 2.5%，保底收益更具优势，且股市上涨形式较好，投资者如想赚取超额收益可以直接投资股市，而非购买股市有关的浮动收益保险。

(2) 2019 年-2024 年：利率下行环境下，预定利率为 3.5%、3.0%的增额终身寿因其较高的保底收益成为热销产品，挤占分红险市场。

总结：通过上面我们对人身险行业分红险保费规模和其占比的分析，可以发现，分红险产品占比提升在股市震荡、利率低位阶段更具优势，且政策利好带来发展机遇。而在单边牛市环境下投连险或其他偏股型产品的吸引力更高，在高利率环境下传统险的吸引力更高。

市场集中度波动下滑，2022年开始头部险企市占率持续提升。随着我国分红险市场的逐渐发展完善，其市场集中度整体呈波动下滑趋势，非头部险企的分红险也得到了进一步的发展，但2024年市场集中度有所回升，主要由于利差损风险持续凸显，国家出台《国务院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》等政策支持浮动收益型保险发展，促使头部险企从战略上重新重视分红险发展，另一方面，头部险企在品牌效应、投资实力等方面都具备明显的优势，发力发展分红险后使得市占率明显提升。

图11: 人身险行业分红险保费占比先升后降，头部市占率在2022年出现企稳回升



数据来源：中国保险年鉴、开源证券研究所

表9: 中国分红险市场逐步完善，主要受利率、股市波动及分红险形态影响

	2001-2003	2004-2007	2008-2011	2012-2017	2018-2024	
分红险发展特征	保费增速	迅速提升	缓速提升	达到峰值后保持平稳	先降至负增长后回升	一年上升后，持续下降，出现连续负增长
	险种占比 (总保费)	迅速提升	缓慢下降	上升达到峰值	持续下降	一年上升后，持续下降
	市场集中度 (老七家占比)	较高	较高	开始下降	保持稳定	持续下降，24年大幅提升
影响分红险发展因素						
宏观及行业环境	实际 GDP 增速	世纪初高速增长后趋缓	先上升后下降	增速逐渐上升至小高峰	2016年小高峰，其余年份增速缓慢放缓	2021年小高峰，整体趋于放缓
利率环境	较低	上升至历史高点后先下降再上升	波动小幅上升	上升至小高峰后下降，再上升	波动下降	
股市行情	整体波动下跌	熊市收尾转牛市，股市快速上涨，2007年达到高峰	2008年遇金融危机，后政策发力缓解熊市	先上升再下降再上升	2018年贸易战导致熊市，后股市回涨，2021年达到峰值后回落	
行业规模 (人身险保费)	保费高速增长，但增速放缓	2004年保费增速大幅下降，后续保费增速逐渐回温	2008年保费大幅增长，后波动下降	保费增速加快，2016年达到峰值，2017年有所回落	增速在较低水平波动	
关键监管政策	2003年后半年叫停			2013年起，各险种预定利率按监管要求出		

2001-2003	2004-2007	2008-2011	2012-2017	2018-2024
分红健康险				现分化，分红险进入更加规范的发展期。分红险预定利率一般不超过传统险，保证收益低于传统险

资料来源：Wind、中国保险年鉴、国家金融监管总局、开源证券研究所

注：利率环境参考中长期国债到期收益率；股市环境参考沪深300指数和恒生指数等

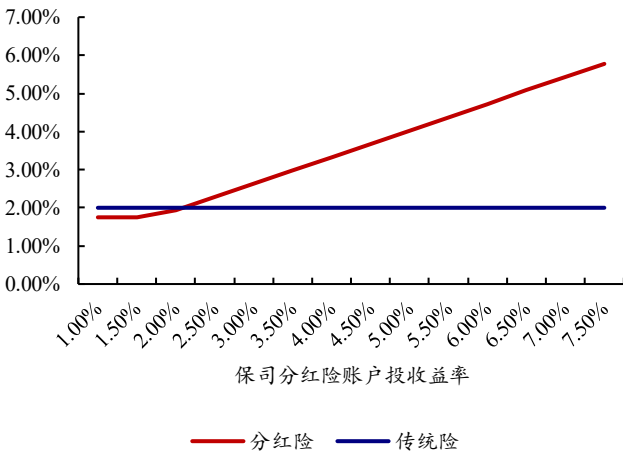
3.2、需求端：分红险具备市场吸引力

分红险兼具保障、投资功能，最高预定利率与传统险差距缩小，吸引力增加。2025年金融监管总局对保险预定利率实行了动态调整机制，最近一次调整在2025年8月末，传统险和分红险的最高预定利率分别下调了50bp和25bp至2.00%和1.75%，预定利率最高值差缩小25bp，即如果产品均将预定利率设定到最高，分红险的保证收益仅比传统险低0.25%。同时参考上市保司对投资收益的假设普遍在3.5%以上，可以理解为购买分红险仅承担了0.25%保证收益率的风险，有较大可能获得超出传统险的收益率，对于多数消费者是具备吸引力的。

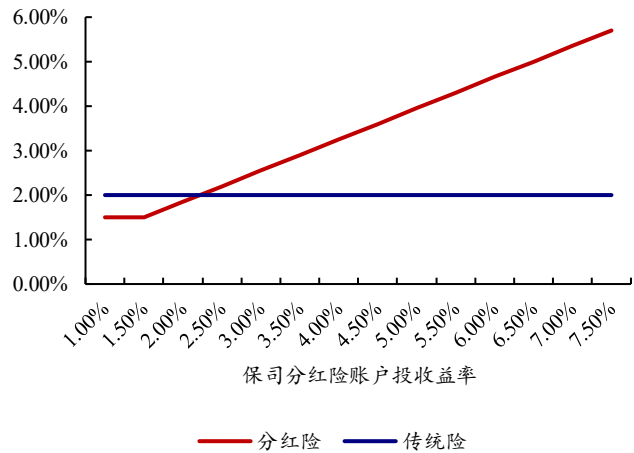
图12：如预定利率为1.75%，当分红险账户投资收益超过2.11%时，分红险收益超过传统险

图13：如预定利率为1.50%，当分红险账户投资收益超过2.46%时，分红险收益超过传统险

分红险(预定利率1.75%)和传统险收益率对比



分红险(预定利率1.5%)和传统险收益率对比



数据来源：开源证券研究所

注：假设保司将70%的可分配盈余分配给客户，分红险收益率=预定利率+(投资收益率-预定利率)*70%

数据来源：开源证券研究所

注：假设保司将70%的可分配盈余分配给客户，分红险收益率=预定利率+(投资收益率-预定利率)*70%

3.3、供给端：市场、监管环境同时推动

降低利差损风险和退保风险。分红险最高保证利率低于传统险，如保司调整产品结构，销售更多的分红险，其需要承担的刚性成本将降低，利差损风险将进一步降低。另一方面，分红险收益随保司投资情况波动，当市场环境整体投资收益率都较高时，预定利率较低的传统险相较分红险更有退保风险。

健康险新规或带来分红险发展机遇。2025年9月30日，金融监管总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，表示支持评级良好的保司开展分红型长期健康保险业务。根据中国分红险发展历史和分红型健康险为消费型保险带来投资价值的特性，新规对分红险的积极发展具有正面作用，随着行业规范度的进一步提升，未来分红型健康险的发展或得到进一步的促进。

3.4、分红险转型见效，利于估值抬升

分红险占比持续提升，利于险企 PEV 估值抬升。利差损风险是推动保险行业分红险转型的重要因素之一，中长期看，随着分红险占比的进一步提升，险企刚性负债成本降低，尤其是随着更低的保底利率的分红险产品受市场接受度提升的情景下，险企面对极端环境下的利差损风险明显下降，而这有利于当下险企 PEV 估值的改善。

4、投资结论和推荐标的

分红险受转型初见成效，供需两端双驱动下占比有望持续提升。(1) 负债端看，在居民存款搬家趋势下，分红险“保底确定+享受分红”的机制对客户具备较大的吸引力和比价优势，叠加牛市预期下性价比进一步凸显，使其成为承接存款迁移的主力军，带动 2026 年个险和银保渠道新单高增长，转型初见成效。(2) 资产端看，分红险占比提升利于险企管控利差损风险，一定程度上带来 PEV 估值的回升。我们认为，当下低利率+慢牛环境下，受险企供给和客户需求两端同步催化，分红险占比有望持续提升，后续分红型重疾产品值得关注。头部险企在投资能力、渠道和品牌效应上具有更强优势，看好头部险企分红险增长，推荐中国平安、中国太保和中国人寿，受益标的新华保险。

表10: 受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			归母净利润 (亿元)			YOY			PE			PB (静态)	PEV (静态)	评级
证券代码	证券简称	26/3/17 股价	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E			
601628.SH	中国人寿	42.73	1,069	1,787	1,516	108.9%	67.1%	-15.2%	11.3	6.3	5.4	2.0	0.82	买入
601318.SH	中国平安	61.84	1,266	1,389	1,512	47.8%	9.7%	8.8%	8.8	7.7	8.3	1.2	0.75	买入
601601.SH	中国太保	40.50	450	525	604	64.9%	16.7%	15.2%	8.7	5.5	6.3	1.4	0.66	买入
601336.SH	新华保险	72.03	262	384	389	201.1%	46.3%	1.3%	8.57	12.30	12.47	2.28	0.80	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 中国人寿、中国平安和中国太保盈利预测来源于开源证券研究所; 新华保险盈利预测来源于 Wind 一致性预测; 股价单位为元。

5、风险提示

- 分红险转型进展不及预期的风险。行业推动分红险转型的效果和速度可能落后于计划，导致对分红险占比、保费收入等不达预期。
- 资本市场波动对投资收益带来波动风险。未来资本市场走势或与当前预期不一致，导致保险资金投资收益不及预期，加剧公司盈利及估值等波动风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn