仅供内部参考，请勿外传

分红与万能险收益“限高磨底”，平衡稳健经营与利差风险

——上市险企 2025 分红年度分红实现率和万能结算利率观察

保险 II

证券研究报告/行业深度报告

2026 年 08 月 12 日

评级： 增持（维持）

分析师：葛玉翔

执业证书编号：S0740525040002

Email：geyx01@zts.com.cn

分析师：蒋峤

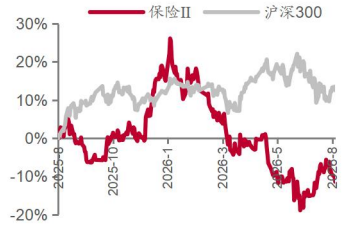
执业证书编号：S0740517090005

Email：jiangqiao@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(亿元)	27,863.86
行业流通市值(亿元)	27,863.86

行业-市场走势对比



相关报告

1、《内地居民购买香港保险缴纳个人所得税影响分析：执行标准待统一，保障型业务预计不受影响》2026-08-07

2、《买卖价差回撤不改年内浮盈；险资模拟总投资收益率回落至 3.77%，新钱收益率降至 2.58%》2026-08-05

3、《预定利率研究值连续两个季度回升，中期难现“炒停售”》2026-07-21

报告摘要

- **分红险转型已成为行业共识，提高分红型业务占比可以优化久期管理与综合负债成本管控。**近年来，监管引导压降存量万能险和分红险等人身险产品浮动收益卓有成效，根据《金融稳定报告》，2024 年末，全行业万能险结算利率由上年同期的 4.1%下降至 3.3%，平均下调 80 个基点，压降成本 270 亿元；将分红险分红水平降至 3.1%，平均下调 110 个基点，合计压降成本 910 亿元。我们认为，行业需要在产品收益的竞争力水平与综合负债成本之间作出平衡，这既考验险企经营哲学，亦体现监管智慧。

- **分红实现率是基于产品整体计算的衡量分红险实际分红水平与预期分红水平之间差异的指标。**分红保险产品可以采用现金红利方式或增额红利方式分配盈余，未来派发的红利及红利实现率是不确定的。2025 年年中，监管对持续低利率环境下“防内卷”式竞争的态度，并以人身保险业过去 3 年平均财务收益率（3.20%）为拟分红水平对应的投资收益率“指导线”，根据各公司披露情况来看，这一“限高”目前仍然延续。从红利实现率来看，最新一期头部险企新产品（对应演示利率为 3.5%，预定利率为 1.75%/2.0%）的现金红利实现率多为 100%以上，存量老产品（对应演示利率为 3.9%/4.5%，预定利率为 2.0%/2.5%）红利实现率多在 40%-50%区间。

- **我们选取国寿、平安、太保和新华四家已披露最新一期分红实现率的头部险企进行样本分析。**太保现金分红的客户实际收益率较为稳定，在“限高令”初期保单年分红对应客户收益率仍有 3.29%，在头部公司中处于领先。国寿最新一期新老产品的分红水平均达到了监管窗口指导上限 3.2%。平安同一保单生效区间内绝大多数产品分红实现率较为一致，并且在今年创新推出多款区分分红的账户的产品，打造“稳赢宝”、“汇赢宝”特色账户。新华在经历两年低谷期后，本期呈现企稳态势，正值新华成立 30 周年，其“分红专二账户”打造“固收压舱、权益增强、全球配置”的多维配置体系。太保和新华是四家中唯二经营保额分红产品的公司，“限高令”下各公司分红差异进一步收窄，终了红利成差异化手段。本期太保增额红利分红实现率均值为 70%；终了红利分红实现率均值 56%。新华增额红利实现率均值为 151.6%；终了红利均值 77.8%。

- **万能险结算利率先降后稳，当前仍在“磨底”。**2026 年 5 月单月全行业共计 1164 款万能险年结算利率平均值为 2.70%，相较 2025 年 5 月平均值（2.78%）下降约 8bps。老七家万能险结算利率水平横向比较来看，新华相对最高达 2.83%，太平人寿相对最低，整体差异并不大。根据最新一期数据显示（2026 年 5 月），重点公司万能险结算利率水平比非重点公司万能险结算利率的平均水平低 4bps。**头部公司保持相对“克制”，我们预计主要系：**1）监管与险企需要在产品竞争力与综合负债成本之间平衡，当前万能险结算利率水平已低于分红险限高后客户收益水平（3.2%）；2）2024 年 9·24 行情带来丰厚的价差与浮盈收益，一定程度上也支撑了结算利率底部水平。

- **投资建议：资金面再平衡有望延续，8 月板块有望延续 7 月相对与绝对收益贡献。**本文梳理了当前市场关注度较高的分红险实现率与万能结算利率水平，以此窥探行业负债成本与竞争力水平。近两年权益市场回暖带动险资投资收益明显改善，但上市险企红利实现率保持平稳严格“限高”，万能险结算利率底部走平，指向整体利差水平有望逐步走阔。近年来监管通过动态调整产品预定利率，新业务负债保证成本率下降，叠加择时配置固收资产，实现负债成本与资产收益的协同优化，有效缓解了低利率环境下的利差损压力，资产负债匹配能力显著增强，板块估值底部有望得到有力支撑。建议关注：中国太保、中国财险、中国平安、中国人寿、新华保险。

- **风险提示：**分红险转型低于预期。各公司不同时期、不同账户产品的预定利率、演示利率、分配比例对分红水平影响的测算存在偏差的风险。权益市场大幅波动会导致保险公司投资收益受到负面影响。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 引言：分红险转型业已成为行业共识 4
2.分红实现率：概念、提出、现状 6
2.1 分红险及保单盈余计算 6
2.2 分红实现率：概念及提出 7
2.3 两种机制下的红利派发特征：保单年预发放 VS 年终统一派发 9
2.4 太平洋人寿分红实现率：客户实际收益率较为稳定 10
2.5 中国人寿分红实现率：新老产品分红水平均达窗口指导上限 11
2.6 平安人寿分红实现率：打造“稳赢宝”、“汇赢宝”特色账户 12
2.7 新华保险分红实现率：分红实现率和实际收益率企稳 14
3. 万能险结算利率先降后稳，头部公司保持相对“克制” 15
3.1 结算利率和产品概览 15
3.2 当前结算利率现状：4Q23 后快速下行，3Q24 后基本企稳 16
3.3 头部险企万能险结算利率现状 17
4.主要结论与投资建议 18
4.1 主要结论：分红统一“限高”，新品普遍达标 18
4.2 投资建议：资金面再平衡有望延续，8 月板块有望延续 7 月相对与绝对收益贡献 19
5.风险提示 19

图表目录

图表 1： 2013-1H2026 分红险原保费收入占比变化图 4
图表 2： 新准则下上市险企 VFA 业务占比变化趋势 4
图表 3： 《意见函》明确若出现以下六项条款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 5
图表 4： 头部上市险企近三年平均投资收益率与平均综合投资收益率水平对比（VS 3.2%分红险限高收益率） 5
图表 5： 2025 年以来涉及分红险业务高质量发展的政策指导文件渐次落地 6
图表 6： 2025-2026 年预定利率研究值测算（假设后续国债收益率曲线、5 年定期存款利率和 5 年期 LPR 维持当前水平）(单位：%) 6
图表 7： 4 种红利分配方案 7
图表 8： 客户实际收益率演示公式（假设按照 100%的分红实现率） 8
图表 9： 客户实际收益率为 3.2%时所需要达到的分红实现率（分配比例均为 70%） 8
图表 10： 红利实现率的类型及基本概念 9
图表 11： 分红保险特储账户的平滑机制示意图 9
图表 12： 保单年预发放红利示意图 9
图表 13： 年终统一派发红利示意图 10
图表 14： 上市险企保单红利的领取方式略有差异 10
图表 15： 四家保司分红实现率对比情况 10
图表 16： 太平洋人寿 2026-2027 分红年度现金分红实现率与实际收益率统计分析 11
图表 17： 太平洋人寿现金分红实现率变化情况 11
图表 18： 太平洋人寿分红险实际收益率变化情况 11
图表 19： 中国人寿 2025 分红年度分红实现率与实际收益率统计分析 12
图表 20： 中国人寿分红实现率变化情况 12
图表 21： 中国人寿分红险实际收益率变化情况 12
图表 22： 平安人寿 2026-2027 保单年度分红实现率与实际收益率统计分析 13
图表 23： 平安人寿分红实现率变化情况 13

仅供内部参考，请勿外传

图表 24：平安人寿分红险实际收益率变化情况 13
图表 25：平安人寿“三仓”配置策略 14
图表 26：新华保险分红专二账户的多维配置体系 14
图表 27：新华保险 2025 分红年度现金分红实现率与实际收益率统计分析 14
图表 28：新华保险现金分红实现率变化情况 15
图表 29：新华保险现金分红实际收益率变化情况 15
图表 30：平安生财宝（2026）终身寿险（万能型）保单账户运作原理 16
图表 31：近期万能险年结算利率下行趋势（单位：%） 17
图表 32：截至 2026 年 5 月，万能险结算利率超过 3.3%的产品数 17
图表 33：重点公司万能险年结算利率平均值呈先降后稳趋势（单位：%） 17
图表 34：截至 2026 年 4 月，重点公司万能险平均结算利率一览（单位：%） 17
图表 35：重点公司和非重点公司万能险结算利率变化趋势对比（单位：左轴%，右轴 bps） 18
图表 36：样本寿险公司分红实现率平均值及对应客户投资收益率水平 19
图表 37：太平洋人寿和新华保险终了红利实现率对比 19

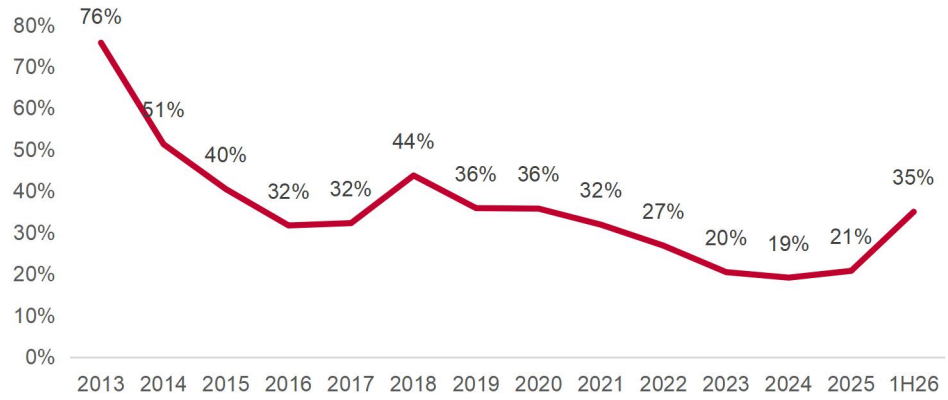
仅供内部参考，请勿外传

1. 引言：分红险转型业已成为行业共识

- **提高分红型业务占比可以优化久期管理与综合负债成本管控，监管引导压降存量万能险和分红险等人身险产品浮动收益卓有成效。**近年来在监管引导下，行业推进浮动收益型业务转型，提升分红险等非保证收益产品占比，降低负债刚性成本。根据央行《金融稳定报告》，2024 年末，全行业万能险结算利率由上年同期的 4.1%下降至 3.3%，平均下调 80 个基点，压降成本 270 亿元；将分红险分红水平降至 3.1%，平均下调 110 个基点，合计压降成本 910 亿元。

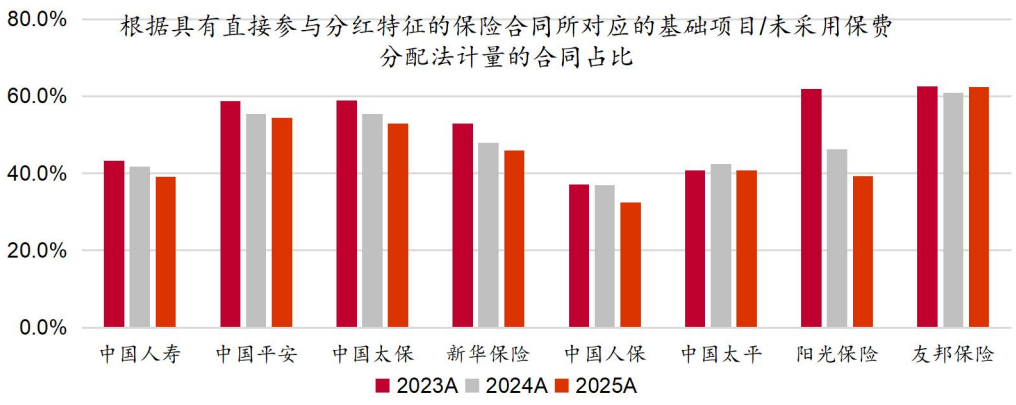
- **新准则下，上市险企浮动收费类业务(VFA)占比近半壁江山。从存量合同占比来看，**我们根据上市险企 2025 年年报，具有直接参与分红特征的保险合同所对应的基础项目占未采用保费分配法计量的合同比例作为分红/万能险业务规模占比，由高至低分别为友邦保险(62%)、中国平安(54%)、中国太保(53%)、新华保险(46%)、中国太平(41%)、阳光保险(39%)、中国人寿(39%)和中国人保(32%)。**从保费流量来看，**近年来人身险公司分红险业务占原保费收入比例先降后升，受疫后市场利率逐年走低叠加预定利率调整窗口期，收益确定性更强的传统险业务占比逐年攀升，2024 年最高至 60.3%，当年分红险业务占比仅为 19.1%，2025 年后分红险业务在监管引导以及新准则下更好的利差风险防范属性，成为行业新业务的主力产品，2026 年上半年分红险保费收入占比突破 35%。

图表 1：2013-1H2026 分红险原保费收入占比变化图



来源：中国金融稳定报告，保险行业协会，第一财经，中泰证券研究所

图表 2：新准则下上市险企 VFA 业务占比变化趋势



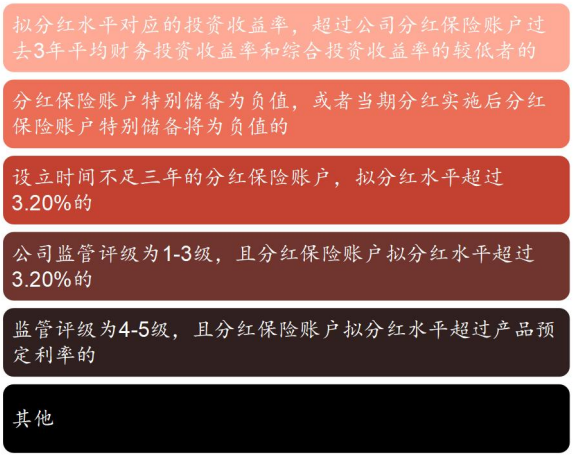
来源：公司公告，中泰证券研究所；注：2024-2025 年虽然分红险新单业务占比提升，但续期保费仍以传统险业务为主，使得存量合同负债中 VFA 业务占比仍在下降，我们预计 2026 年这一比值会有提升

仅供内部参考，请勿外传

- **政策思路一脉相承，支持分红险高质量发展。**2025 年年初金监总局下发《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》（以下简称《通知》），提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，引导公司强化资产负债联动，科学审慎定价。《通知》中明确提出“参考 5 年期 LPR、5 年定期存款基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险行业协会每季度发布。2Q26 预定利率研究值为 1.94%，距离在售普通型人身保险产品预定利率最高值（2.0%）差距仅为 6bps，无法触发此前监管约定的“连续 2 个季度高 25bps 及以上”阈值条件。根据我们的测算，若后续国债收益率曲线、5 年定期存款利率和 5 年期 LPR 维持当前水平，则 2026 年年末的预定利率研究值模拟测算值为 1.86%，中期来看新产品预定利率上限调整可能性并不高。不过，也不排除监管结合后续股债市场波动和险资自身经营情况做综合考虑。此前部分险企推出了预定利率为 1.25%的分红型产品，指向高质量发展阶段下，各险企差异化经营思路；6 月 30 日前分红险演示利率上限由 3.9%下调至 3.5%。我们预计，后续不排除各险企在分红险定价段，通过不同水平的预定利率匹配差异化演示利率水平，以更好实现“低保底+高浮动”的收益组合。特别需要注意的是，相较于预定利率调整，分红实现率和万能结算利率的上限控制对存量负债成本影响更为显著。

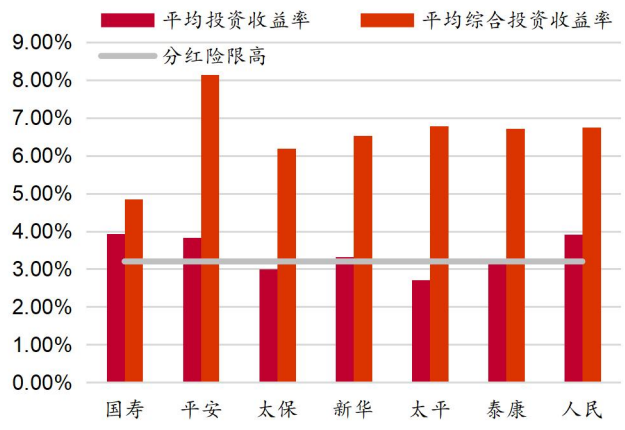
- **《意见函》体现了监管对持续低利率环境下“防内卷”式竞争的态度，并以人身保险业过去 3 年平均财务收益率（3.20%）为拟分红水平对应的投资收益率“指导线”。**2025 年 6 月，金监总局发布《关于分红险分红水平监管意见的函》（后文简称《意见函》）中，旨在审慎保险公司的拟分红水平对应的投资收益率。《意见函》明确若出现六项情况（详见下图 3）应当充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，提交资产负债管理委员会审定后实施。其中，前四款旨在提升拟分红水平对应的投资收益率和分红特储合理性，防止公司因行业内卷而被动提升拟分红水平对应的投资收益率至过高水平；第五款则是建议低监管评级公司将分红水平降至为零，仅提供预定利率所保障的收益率。《意见函》的整体定调思路还是以谨慎为主，主要体现了监管对持续低利率环境下“防内卷”式竞争的态度。我们认为具有较高分红保险账户平均投资收益率记录的高监管评级的头部公司有望通过合理较高的红利实现率提高分红产品销售竞争力。

图表 3：《意见函》明确若出现以下六项条款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



来源：金监总局，中泰证券研究所

图表 4：头部上市险企近三年平均投资收益率与平均综合投资收益率水平对比（VS 3.2%分红险限高收益率）



来源：保险行业协会，中泰证券研究所整理

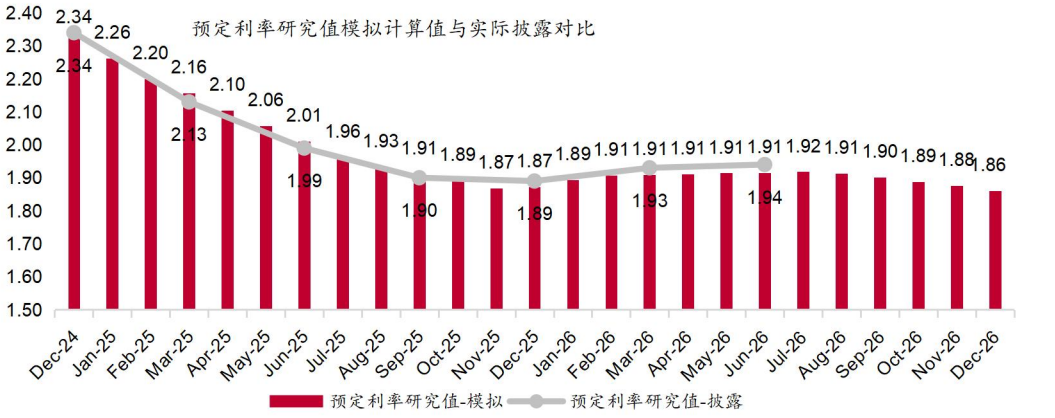
仅供内部参考，请勿外传

图表 5：2025 年以来涉及分红险业务高质量发展的政策指导文件渐次落地

时间	政策或监管事项	与分红险直接相关的内容	政策含义
2025 年 1 月 10 日	《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》	每季度发布预定利率研究值；普通型产品利率与研究值连续两个季度偏离达到 25BP 时触发调整，同时联动调整分红型和万能型产品利率	建立资产端市场利率向负债端定价传导的长效机制
2025 年 4 月 25 日	《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》	强化万能险期限、账户、结算利率和最低保证利率管理，允许符合条件的产品在保证期满后调整最低保证利率	收紧万能险替代路径，分红险在浮动收益产品中的相对地位上升
2025 年 6 月 18 日	《关于分红险分红水平监管意见的函》	分红水平须匹配账户投资收益、特别储备和公司监管评级；六类情形需提交资产负债管理委员会审定；禁止随意抬高分红搞“内卷式”竞争	从简单限高转向能力约束和分类监管，支持优质公司凭真实能力竞争
2025 年 7 月 25 日	预定利率研究值降至 1.99%，首次触发动态调整机制	普通型、分红型、万能型产品分别调整至 2.0%、1.75%、1.0%，8 月 31 日前完成产品切换	分红型仅下调 25BP，普通型和万能型下调 50BP，形成明显的相对政策倾斜
2025 年 9 月	《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》	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	扩大分红产品边界，分红机制由寿险和年金延伸至长期健康险
2025 年 10 月 15 日	《关于做好〈中国人身保险业经验生命表（2025）〉发布使用有关事项的通知》	使用法定责任准备金计算分红型保险产品盈余和红利时，应以第四套生命表为基础；自 2026 年 1 月 1 日起实施	提升分红盈余和红利计算的精算一致性、审慎性和可比性

来源：金监总局，保险行业协会，中泰证券研究所

图表 6：2025-2026 年预定利率研究值测算（假设后续国债收益率曲线、5 年定期存款利率和 5 年期 LPR 维持当前水平）(单位：%)



来源：Wind，金融监管总局，中泰证券研究所整理；当前指的是：2026 年 7 月 21 日

2.分红实现率：概念、提出、现状

2.1 分红险及保单盈余计算

- **分红险的相关定义的计算逻辑。**所谓分红险，是指保险公司将其实际经营成果产生的盈余，按一定比例向保单持有人进行分配的人身保险产品。分红险的红利，源于死差益、利差益和费差益所产生的可分配盈余，其中主要源于利差。保险公司确定和计算分红险保单红利分配方案，包括可分配盈余的确定和计算过程、保单红利分配比例的确定、分红险特别储备的计提、保单红利分配方案的宣告时间和分配对象等要素。

仅供内部参考，请勿外传

- **分红保险产品可以采用现金红利方式或增额红利方式分配盈余。**现金红利分配方式包括现金领取、抵交保费、累积生息以及购买交清保额等形式。增额红利分配方式指每年以增加保额的方式分配红利，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。根据原保监会 2009 年发布的《关于修订分红保险专题财务报告编报规则的通知》，红利分配方案的制定，大致有四种方法。

图表 7：4 种红利分配方案

方法	根据	过程
法 1	销售分红险时宣传的保单红利演示水平	确定向保户分配的“三差”分配因子，计算红利分配额和总额，并倒算出向公司分配的保单红利总额以及总的可分配盈余。
法 2	同期市场上同业的保单红利分配水平	确定自己的保单红利分配水平和分配比率，以分红保险期末责任准备金数额为基础，计算向保户分配的红利数额。
法 3	资产负债匹配方法	先确定一个反映公司未来展望及客户理性预期的“基础方案”（一般为“中等”档的演示红利），以后年度在基础方案上调整确定当年的大致水平。评估不同比例水平下的资产和负债，保证资产略大于负债且分红水平平稳，最终确定当年的分红方案。
法 4	红利利源分析结果	计算当年“三差”等实际盈余，综合考虑过去和未来的保单红利分配水平，计提分红险特别储备，确定实际可分配盈余，再确定向保户和公司的分配比例，计算相应的保单红利数额。

来源：原保监会，公司官网，中泰证券研究所

- **原保监会关于保单盈余的相关规定。**原保监会于 2015 年 9 月印发的《分红保险精算规定》（保监发〔2015〕93 号）中对于保单盈余的相关规定是指保险公司应在分红产品的产品说明书中明确其红利来源,并依据红利来源确定分红保险账户中权益共同属于保单持有人和股东双方的盈余。同一分红保险账户所采用的准备金基础应具有一致性，一经确立，不得随意变更。同时，对于上述盈余，保险公司应根据自身实际，采用盈余计算与分配表中某一张报表的方法和口径进行计算。方法一经确立，不得随意变更，并需披露盈余计算方法。保险公司应对分红保险账户提取分红保险特别储备。其中，分红保险特别储备是分红保险账户逐年累积的，其权益共同属于保单持有人和股东双方，用于平滑未来的分红水平。

2.2 分红实现率：概念及提出

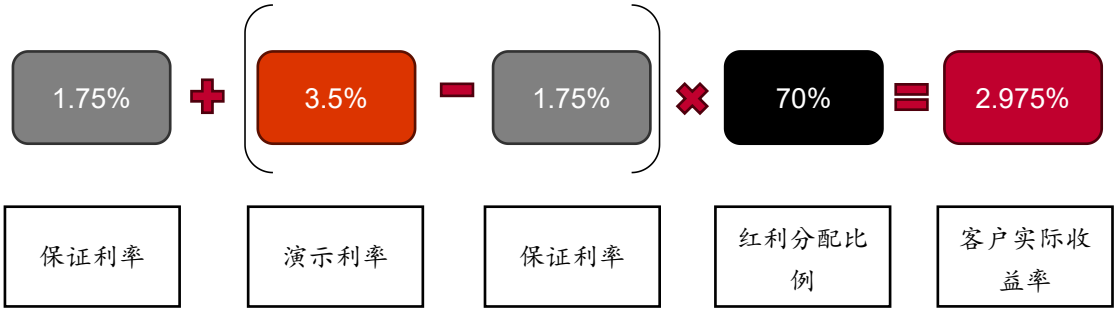
- **分红实现率是衡量分红保险实际分红水平与预期分红水平之间差异的指标。**分红实现率用于评估保险公司对客户承诺的分红实现程度。原银保监会于 2022 年 12 月发布的《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》中第十条明确要求：“保险公司应当于每年分红方案宣告后 15 个工作日内，在公司官方网站上披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率”。现金红利实现率基于产品整体计算，其计算公式为：实际派发的利差红利/红利利益演示的利差红利。其中红利利益演示的利差红利因子=（演示利率-预定利率）*红利分配比例，目前演示利率最高不超过 3.5%，红利分配比例为销售时演示所用比例且不低于 70%。按照实际派发的红利金额，主要包含死差红利和利差红利，历史产品销售时利益演示的利差红利所使用的演示利率往往高于 3.5%。

- **公司根据分红保险的业务经营状况，每年确定实际派发的红利，未来派发的红利及红利实现率是不确定的。**红利实现率可作为过往保单红利的参考，过往的保单红利并不代表公司对未来经营业绩的预期。实际保单红利根据本公司分红保险业务未来实际经营状况确定，保单红利是不保证的。分红产品的利益演示反映对长期市场经济环境的预期。实际分红水平受当前市场经济

仅供内部参考，请勿外传

环境变化及波动影响，可能与利益演示不同，红利实现率可能高于或低于100%。本章节，我们选取了中国人寿、平安人寿、太平洋人寿和新华保险四家已披露最新一期分红实现率的头部险企为例，进行样本分析。

图表 8：客户实际收益率演示公式（假设按照 100%的分红实现率）

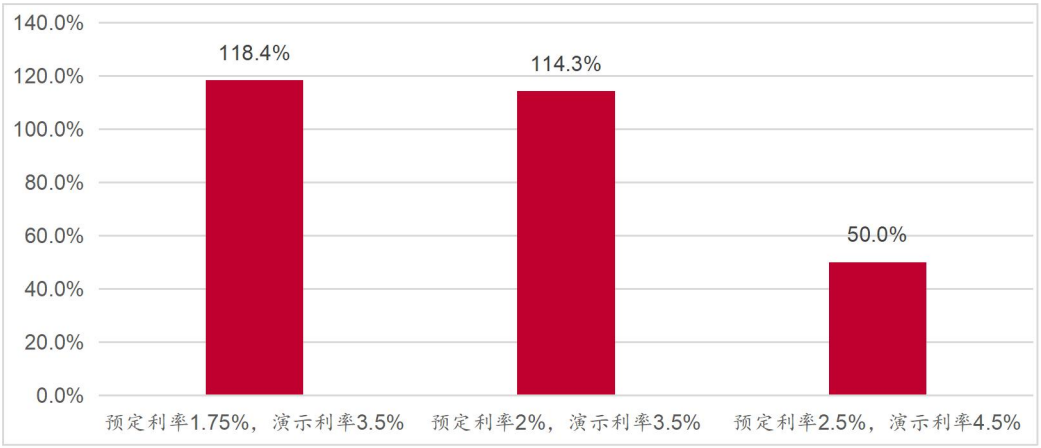


来源：公司公告，金监总局，中泰证券研究所

- **3.5%的演示利率对应客户的实际收益率约为 2.975%。**我们按照分红险3.5%的演示利率计算，提供给客户的利差分红（3.5%-1.75%）*70%=1.225%，再加上保证利率为 1.75%，得出在分红实现率为 100%时，客户实际投资收益率为 2.975%。

- **以分红水平对应的投资收益率“指导线”3.2%，反推分红险的分红实现率。**当前市场分红险存量产品组合有三种类型：**类型 1**为预定利率 1.75%，演示利率 3.5%，分配比例 70%，对应其分红实现率需达到 118.4%，才能达到客户实际收益率为 3.2%，这类产品主要为 2025 年新推出的产品。**类型 2**为预定利率 2%，演示利率 3.5%，分配比例 70%，对应其分红实现率需达到 114.3%。**类型 3**为预定利率 2.5%，演示利率 4.5%，分配比例 70%，其分红实现率需达到 50%，主要是 2023 年前的存量分红型产品。

图表 9：客户实际收益率为 3.2%时所需要达到的分红实现率（分配比例均为 70%）



来源：金监总局，公司官网，中泰证券研究所

- **分红特储账户是分红保险产品中的一个重要组成部分，用于储存保险公司根据经营状况分配给保单持有人的红利。**该账户通过平滑机制给予客户稳健的年度红利分配，对波动的经济环境起到缓冲和调节的作用，有助于建立合理的分红利益预期，通过以丰补歉的方式，使每年的分红比较稳定和平滑。

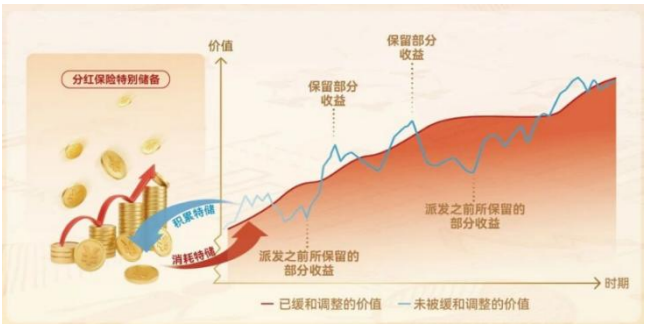
仅供内部参考，请勿外传

图表 10：红利实现率的类型及基本概念

类型	基本概念
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

来源：原银保监会，中泰证券研究所

图表 11：分红保险特储账户的平滑机制示意图

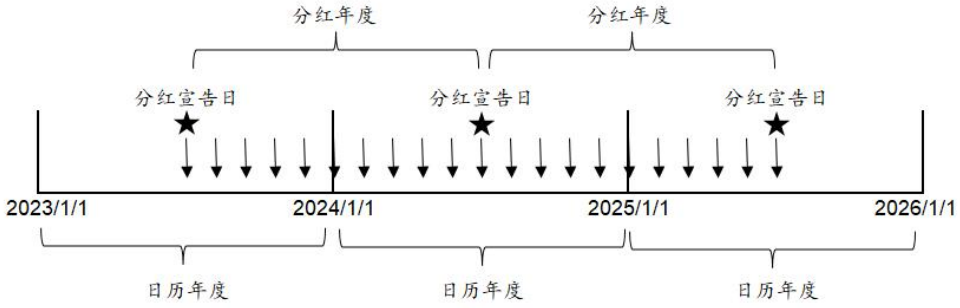


来源：太平洋寿险公众号，中泰证券研究所

2.3 两种机制下的红利派发特征：保单年预发放 VS 年终统一派发

- **保单年预发放即在保单年度开始时，根据上一年度的红利水平预先分配一定的比例给投保人，此种红利派发方式允许投保人较早地享受到红利收益，通常预发放的红利会在年终结算时根据实际经营情况进行调整。**样本寿险公司中，平安、太平洋人寿采用预发放机制，当确定保单有红利时，客户可以在保单周年日根据最近一期披露的分红实现率获得红利。这种红利派发机制对于投保人而言可以较早获得现金流，增加资金使用的灵活性，但是对于公司经营而言，如果公司实际经营未达到预期，可能会增加公司的财务压力。

图表 12：保单年预发放红利示意图

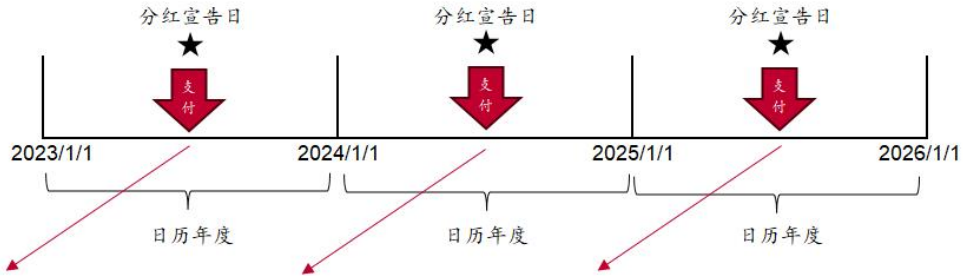


来源：中泰证券研究所绘制；注：↓代表支付保单周年红利

- **年终统一派发即在保单年度中期或年末，根据公司的实际经营情况统一派发红利，此种红利派发方式使得投保人获得的红利金额更加确定。**样本寿险公司中国寿采用年终统一派发红利的机制，公司每年根据上一会计年度分红保险业务的实际经营状况确定红利分配方案。这种红利派发机制对于投保人而言红利金额更为确定，但享受到红利收益的时间较晚，客户手中资金的流动性较低，但是对于公司而言，能够减少预发放带来的财务压力，增强公司经营的稳定性和灵活性。

仅供内部参考，请勿外传

图表 13：年终统一派发红利示意图



来源：中泰证券研究所绘制

图表 14：上市险企保单红利的领取方式略有差异

方案	公司名称	红利的确定
保单年预发放	平安人寿	若我们确定本合同有红利分配，则该红利将于保单周年日分配给您，会向您寄送每个保单年度的分红报告，告知您分红的具体情况。
	太保人寿	本合同保单红利派发日期为合同生效日对应日。本合同保险期间届满时，当年度的保单红利在保险期间届满时派发。在本合同有效期间内，我们每年根据分红保险业务的实际经营状况确定红利分配方案。
年终统一派发	中国人寿	在本合同保险期间内，本公司每年根据上一会计年度分红保险业务的实际经营状况确定红利分配方案。如果本公司确定本合同有红利分配，则该红利将分配给投保人。
	新华保险	我们每年对上一年度分红保险业务进行核算，如确定有红利分配，则根据分红保险业务的实际经营状况，确定分红水平并进行红利分配。

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 15：四家保司分红实现率对比情况

公司名称	已披露分红险产品数量与类型	红利实现水平	总体平均值	最新披露分红年度
太保人寿	157 款现金分红产品，20 款保额分红产品	近两年新产品现金分红实现率均值 107%，老产品均值 43%；增额红利均为 70%，终了红利 36%-96%	现金分红：69% 增额红利：70% 终了红利：56%	2026/7/1-2027/6/30
中国人寿	136 款现金分红产品	近两年新产品现金分红实现率均值 113%，老产品 45.3%	现金分红：63%	2025
平安人寿	85 款现金分红产品	近两年新产品现金分红实现率均值 103%，老产品均值 50.3%	现金分红：76% 稳利宝账户：104% 稳赢宝账户：118% 汇赢宝账户：113%	2026/7/1-2027/6/30
新华保险	38 款现金分红产品，60 款保额分红产品	近两年新产品现金分红实现率均值 110%，老产品均值 48.2%；增额红利 69%-233%，终了红利 15%-195%	现金分红：92% 增额红利：152% 终了红利：78%	2025

来源：公司官网，中泰证券研究所；注：平安人寿产品选取范围为在 2018 年 5 月 31 日之后生效的产品。保证利率、演示利率、分红分配比例数据来源于公众号研保说。

人在草木间
更多资料请加V

2.4 太平洋人寿分红实现率：客户实际收益率较为稳定

- **太平洋人寿根据现金分红和保额分红（具体分为增额红利和终了红利）分开披露分红实现率。**我们根据产品发行时间、保证利率演示利率等不同，将现金分红产品分为 11 个类型来分别计算客户的实际收益率。具体来看，有 114 款产品分红水平达到 3.2%，卡在监管限高水平线上。分红水平最低值为 3.06%，共 29 款产品，均为最新推出的产品。保额分红方面，自 2023 年调整以来，后续分红实现率均无变动，20 款增额红利型产品的分红实现率为 70%；终了红利分红实现率均值为 56%。

仅供内部参考，请勿外传

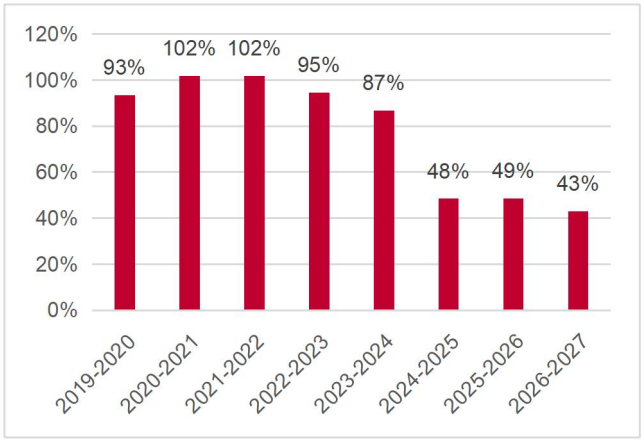
- **太平洋人寿分红实现率在头部险企中较为稳定。**从老产品的角度来看，太平洋人寿历年红利实现率呈现下降的趋势。从客户实际收益率层面看，在分红险限高令发布后，分红险市场整体实际收益率大幅下降的环境下，公司于 2024 和 2025 年的分红水平高于其他三家样本公司，虽然在 2026 年分红水平降至 3.17%，但与另外三家公司相比差距并不大。2001 年，公司即推出首款分红保险“太平盛世·长虹两全保险”，已经持续经营分红险业务超 25 年。截至 2025 年底，公司分红险业务总规模超 1.3 万亿，占同期保险合同负债的比例为 56.3%，分红险准备金已占公司总保险负债的半数以上，累计向客户发放红利超 1300 亿。

图表 16：太平洋人寿 2026-2027 分红年度现金分红实现率与实际收益率统计分析

类型	产品款数	保证利率	演示利率	分配比例	分红实现率	实际收益率
1	2	1.50%	4.00%	70%	97%	3.20%
2	29	1.75%	3.50%	70%	107%	3.06%
3	13	1.75%	3.75%	70%	104%	3.21%
4	9	2.00%	3.50%	70%	114%	3.20%
5	16	2.00%	3.50%	70%	109%	3.14%
6	2	2.00%	4.25%	70%	72%	3.13%
7	2	2.00%	4.50%	100%	46%	3.15%
8	8	2.00%	4.50%	70%	65%	3.14%
9	1	2.50%	4.25%	70%	57%	3.20%
10	35	2.50%	4.50%	70%	50%	3.20%
11	54	2.50%	4.50%	100%	35%	3.20%

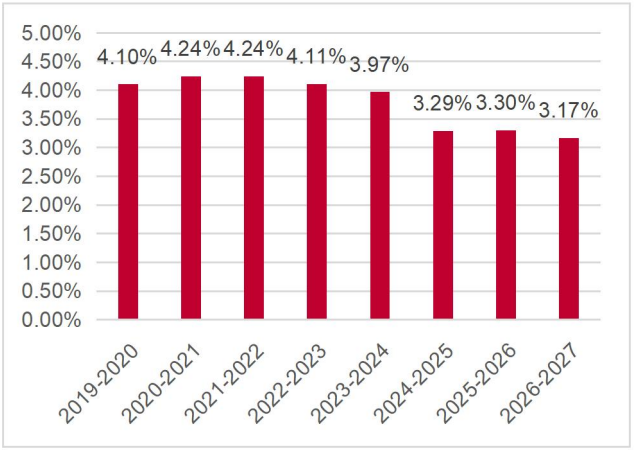
来源：公司官网，中泰证券研究所；注：此处将不同利率时期销售的同名产品视为不同款产品，故产品总数和大于前述的 157 款。

图表 17：太平洋人寿现金分红实现率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所；注：分红实现率采用均值对比，2025-2027 保单年度仅计算了 24 年 7 月以前生效的老产品的分红实现率。

图表 18：太平洋人寿分红险实际收益率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

2.5 中国人寿分红实现率：新老产品分红水平均达窗口指导上限

- **中国人寿于 2026 年 7 月披露 2025 年度分红实现。**公司采用前述年终统一派发分红模式，产品红利实现率每年年中公布。根据公司官网，分红产品某分红年度红利实现率=该产品该分红年度实际派发的红利金额/该产品该分红年度利益演示的红利金额。同时公司主动披露各个产品自 2013 年起累计红利实现率，也即该产品自 2013 年起（2013 年至 2025 年）累计实际派发

仅供内部参考，请勿外传

的红利金额/该产品自 2013 年起（2013 年至 2025 年）累计利益演示的红利金额。

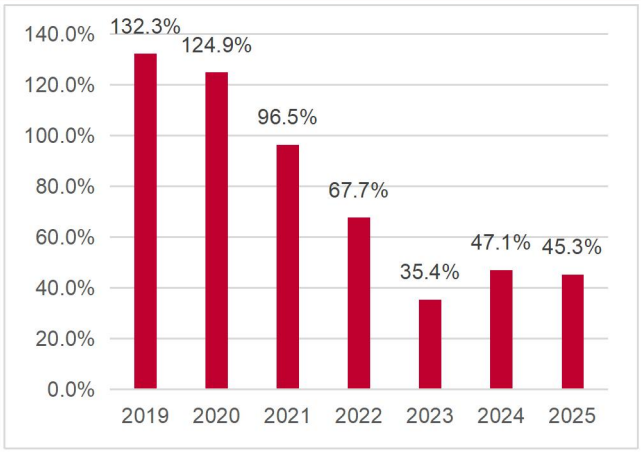
- **国寿分红险实现对应客户实际收益率均为 3.2%（窗口指导上限水平）。**2023 年监管首次对分红险实施限高窗口指导，国寿作为行业标杆带头执行，几乎所有老产品实现率被压至 25%-40%区间，此后两年进入修复期，老产品平稳回升至 40%-50% 区间，2025 年的新产品实现率普遍达 114%-118%，新老分化特征清晰。

图表 19：中国人寿 2025 分红年度分红实现率与实际收益率统计分析

类型	产品款数	保证利率	演示利率	分配比例	分红实现率	实际收益率
1	12	1.75%	3.50%	70%	118%	3.20%
2	21	2.00%	3.50%	70%	114%	3.20%
3	2	2.50%	3.75%	70%	80%	3.20%
4	4	1.50%	4.50%	70%	81%	3.20%
5	10	2.00%	4.50%	70%	68%	3.19%
6	50	2.50%	4.50%	100%	35%	3.20%
7	37	2.50%	4.50%	70%	50%	3.20%

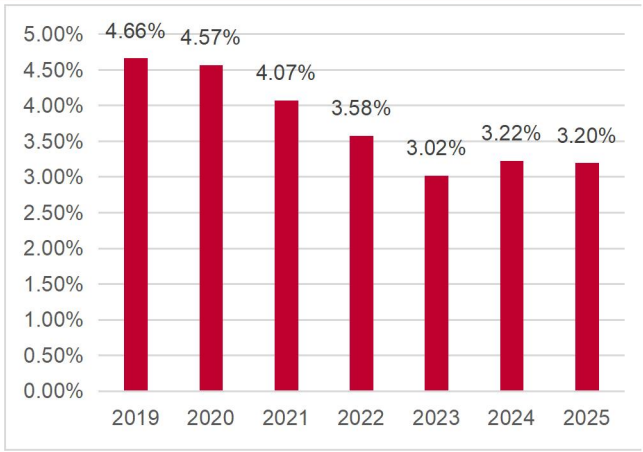
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 20：中国人寿分红实现率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所；注：分红实现率采用均值对比，2024、2025 年仅计算了 24 年以前生效的老产品的分红实现率。

图表 21：中国人寿分红险实际收益率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

2.6 平安人寿分红实现率：打造“稳赢宝”、“汇赢宝”特色账户

- **平安同一保单生效区间内绝大多数产品分红实现率保持一致。**平安人寿披露的各产品分红实现率的分红结算方案的适用期限是跨年度的，与其他同业不同的是，公司上一年度的分红实现率适用于当年的 7 月 1 日到次年 6 月 30 日期间达到保单周年日的保单（2024-2025 保单年度及之前适用于当年 6 月 1 日至次年 5 月 31 日）。我们根据原保监会的相关通知，统计了平安人寿今年披露的生效期在 2018 年 5 月 31 日后生效的 85 款分红险产品。[1]平安同一保单生效区间内绝大多数产品分红实现率是一样的，这一现象在 2025-2026 保单年度首次出现明显分化，但在 2026-2027 保单年度又回归之前传统。

[1] 原保监会于 2018 年 5 月发布《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》（19 号文）中明确对“分红险利益演示”进行明确规范（分红型产品分红演示中使用的股东、消费者之间分红比例，给予消费者的比例高于公司实际分红中给予消费者的分红比例，夸大分红利益，误导消费者），统一演示利率和分配比例，因此我们对平安人寿筛选了 2018 年保单年后的分红险产品进行同业比较。分红险的保单生效区间是指保单生效日所在时间区间；红利分配期间是指红利分配日所在的分红方案时段。

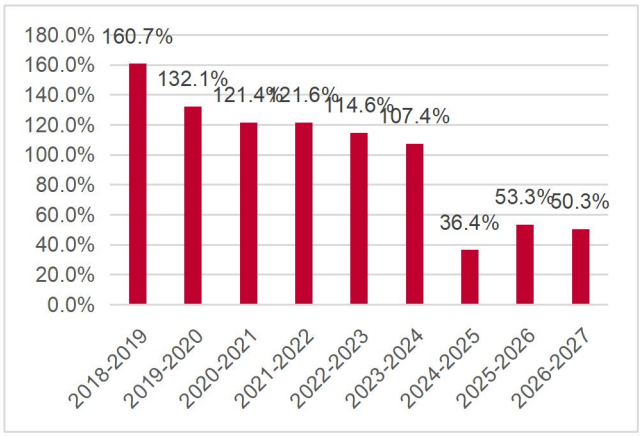
仅供内部参考，请勿外传

图表 22：平安人寿 2026-2027 保单年度分红实现率与实际收益率统计分析

类型	产品款数	保证利率	演示利率	分配比例	分红实现率	实际收益率
1	1	1.75%	3.50%	70%	112.50%	3.13%
2	1	1.75%	3.50%	70%	114.00%	3.15%
3	4	1.75%	3.50%	70%	118.40%	3.20%
4	25	1.75%	3.50%	70%	100.40%	2.98%
5	10	2.00%	3.50%	70%	100%	3.05%
6	44	2.50%	4.50%	70%	50%	3.20%

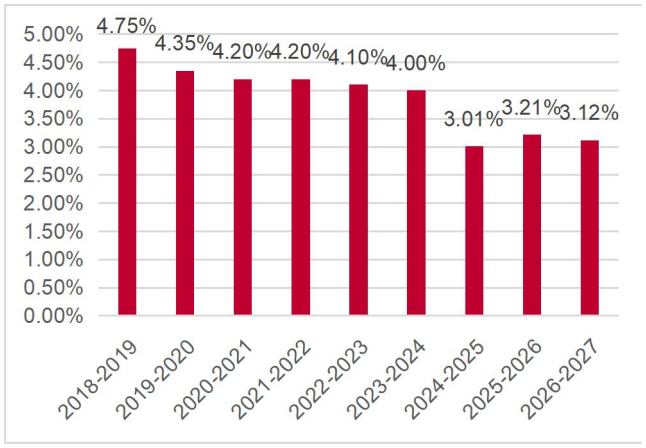
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 23：平安人寿分红实现率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所；注：分红实现率采用均值对比，2025-2027 保单年度仅计算了 24 年 7 月以前生效的老产品的分红实现率。

图表 24：平安人寿分红险实际收益率变化情况

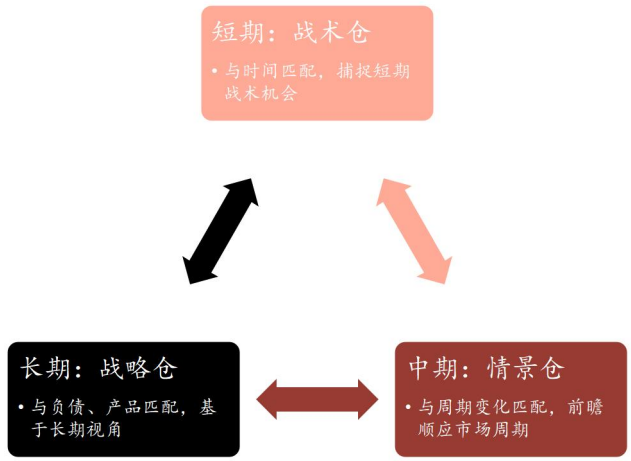


来源：公司官网，中泰证券研究所

近年来，平安人寿结合司庆与开门红试点打造差异化分红产品：稳利宝账户和**汇赢宝/稳赢宝账户。具**体来看，盛世金越系列的终身寿险与养老年金保险旗下包括了汇赢宝和稳利宝分红账户；御享金越系列的年金保险与终身寿险旗下包括了稳赢宝和稳利宝分红账户。**稳利宝分红账户**是传统主力账户，以境内固收、国内基建、国内权益为主，波动主要受国内利率、国内信用市场影响，风格偏稳健。该账户与同期新产品分红实现率一致，均为 100.4%，对应客户实际收益率为 2.98%。**稳赢宝分红账户**是境内多元资产账户，执行“三仓配置策略”（战略底仓+情景仓+战术仓），境内股债、另类资产均衡布局。本期，该账户分红实现率为同期产品最大值，达 118%，对应客户实际收益率为 3.2%。**汇赢宝分红账户**是专属 QDII 全球配置账户，在境内资产底仓之外，还可以合规投资海外基建、海外能源、海外私募股权，受海外市场、汇率双重影响。本期，该账户的分红实现率包括 112.5%和 114%两档，分别对应客户收益率 3.13%和 3.15%。稳赢宝与汇赢宝分红账户实现率在公司内部具备一定相对优势。

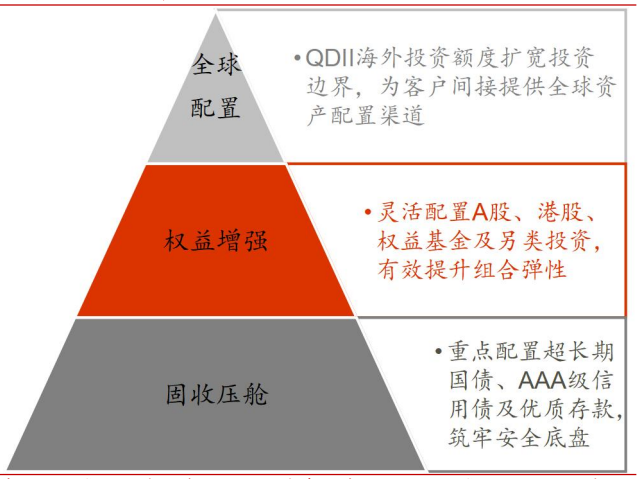
仅供内部参考，请勿外传

图表 25：平安人寿“三仓”配置策略



来源：平安人寿微信公众号，中泰证券研究所；平安人寿宣传材料，不代表笔者的观点

图表 26：新华保险分红专二账户的多维配置体系



来源：新华保险直通车公众号，中泰证券研究所；新华保险宣传材料，不代表笔者的观点

2.7 新华保险分红实现率：分红实现率和实际收益率企稳

- **新华同样根据现金分红和保额分红分别披露分红险实现率。**本期 97 款产品中，有 38 款采用现金分红，其余均采用增额红利和终了红利的形式。新华 2025 年上线的新品现金分红实现率全线达 118%，各时期销售的现金分红产品，除了一款两全险外都达到了窗口指导上限 3.20%。与同样披露保额分红的太平洋人寿相比，新华保险保额分红的实现率更高，上下限差异也更大，增额红利（59 款）平均值为 151.6%，区间 81%-233%；终了红利（59 款）平均值 77.8%，区间 15%-195%。

- **新华现金红利实现率整体呈先降后企稳态势。**2022 和 2023 年度新华的现金分红实现率大降，分红水平远低于其他三家样本公司。2024 年分红水平得到大幅改善，到了 2025 年老产品的分红实现率均值达 48.2%，分红实际收益率均值 3.19%，与同业公司均值基本持平。

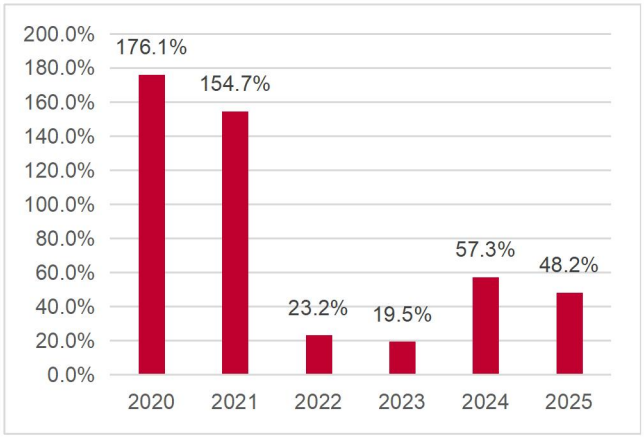
图表 27：新华保险 2025 分红年度现金分红实现率与实际收益率统计分析

类型	产品款数	保证利率	演示利率	分配比例	分红实现率	实际收益率
1	14	1.75%	3.50%	70%	118%	3.20%
2	10	2.00%	3.50%	70%	114%	3.20%
3	1	2.50%	4%	70%	67%	3.20%
4	1	2.50%	4.50%	70%	30%	2.92%
4	12	2.50%	4.50%	70%	50%	3.20%

来源：公司官网，中泰证券研究所

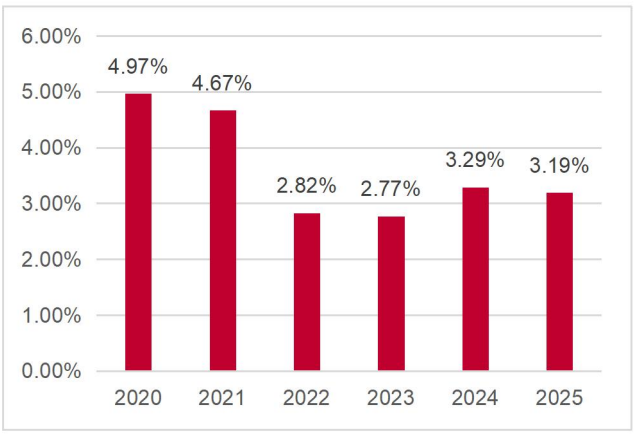
仅供内部参考，请勿外传

图表 28：新华保险现金分红实现率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所；注：分红实现率采用均值对比，2024、2025 年仅计算了 24 年以前生效的老产品的分红实现率。

图表 29：新华保险现金分红实际收益率变化情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **新华保险的分红专二账户打造多维配置体系，即“固收压舱、权益增强、全球配置”**。在固收方面，重点配置超长期国债、AAA 高等级信用债、银行优质存款。在权益投资方面，负责提升组合长期增长弹性，灵活动态配置 A 股、港股、各类权益基金，并根据市场变化动态调整，把握结构性反弹、优质企业估值修复机遇。在全球配置方面，公司通过 QDII 投资额度，能够布局全球优质资产，拓宽收益来源。

3. 万能险结算利率先降后稳，头部公司保持相对“克制”

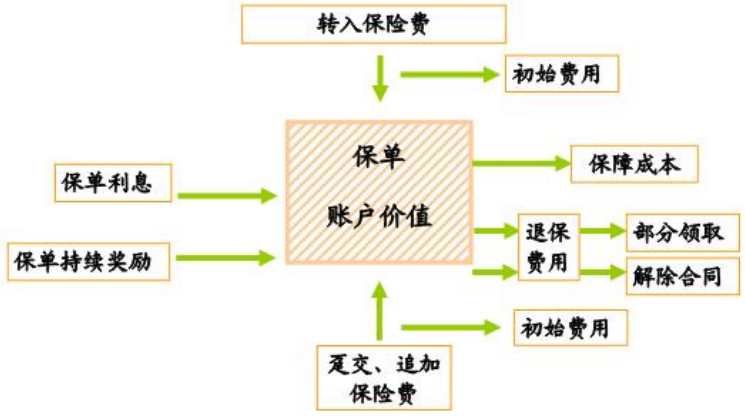
3.1 结算利率和产品概览

- **万能险是一款兼具保险保障和投资增值的综合保险产品，结算利率体现了保单账户的投资累计功能。**万能险的保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性，作为舶来品，透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。万能险保险合同中会约定最低利率，也就是保证利率，结算利率不低于保证利率，但结算利率超过最低保证利率的部分是不确定的。

- **监管规范万能险市场秩序。**2025 年 4 月金监总局发布《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》引导保险公司拉长万能险保障期限，禁止开发五年期以下（不含五年）的万能险，鼓励通过合理调整退保费用、保单持续奖金等产品设计要素延长保单实际存续期限。同时，政策亦聚焦少数万能险承诺保证收益、投资激进等突出问题，重点完善账户运作、资金运用等相关规定。2025 年 9 月起，行业万能型保险产品最低保证利率最高值为 1.0%。

仅供内部参考，请勿外传

图表 30：平安生财宝（2026）终身寿险（万能型）保单账户运作原理



来源：平安人寿万能险产品说明书，中泰证券研究所

- **以平安生财宝（2026）终身寿险（万能型）为例展示万能险保单账户运作原理。**如上图所示，保单账户价值随着扣除初始费用后的保险费、保单持续奖励、保单利息计入保单账户而增加；随着保障成本的收取、本主险保单账户价值的部分领取及相应退保费用的收取而减少。该产品的主要特色有：1）万能账户资金，按月结算利息。趸交保险费、追加保险费或转入保险费均可进入生财宝 26 保单账户，扣除初始费用后按月享受结算利息。2）结算保底，上有浮动。生财宝 26 保单账户年化最低保证利率 1%，如果结算利率高于最低保证利率，将按实际结算利率结算给付。3）灵活领取，应急有保障。生财宝 26 保单账户拥有灵活的领取功能，在保单犹豫期后投保人可按照合同约定申请部分领取保单账户价值。

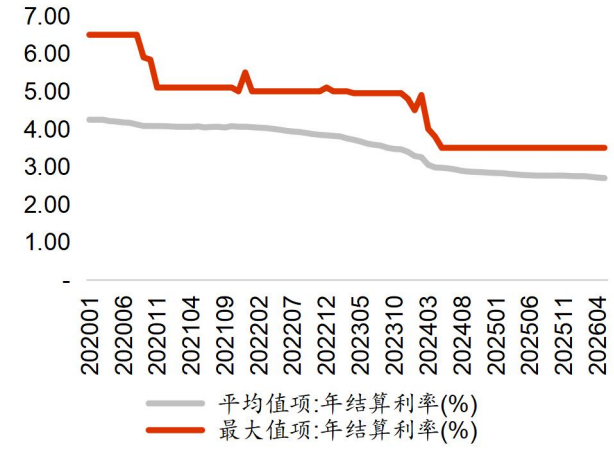
3.2 当前结算利率现状：4Q23 后快速下行，3Q24 后基本企稳

- **万能险结算利率下调有助于压降全年负债成本。**根据 Wind 统计，2026 年 5 月单月全行业共计 1164 款万能险年结算利率平均值为 2.70%，相较 2025 年 5 月平均值（2.78%）下降约 8bps。2024 年行业万能险平均阶段利率均值下降最大，达 55bps，而 2025 年的压降比例收窄至 9bps，我们预计主要系：1）监管与险企需要在产品竞争力与综合负债成本之间平衡，当前万能险结算利率水平已低于分红险限高后客户收益水平（3.2%）；2）2024 年的 9·24 行情带来权益市场慢牛，给保险行业带来丰厚的买卖价差与浮盈收益，一定程度上也支撑了结算利率底部水平。

- **当前较高的万能险结算利率产品主要集中在部分问题险企。**截至 2026 年 5 月，万能险结算利率超过 3.3%的产品数共计 37 款，最高结算利率为 3.5%，包括安联人寿（10 款）、和谐健康（7 款）、上海人寿（5 款）、百年人寿（4 款）等。具体来看，和谐健康结算利率 3.5%的产品主要包括：康赢二号、和谐一号、财富一号、和谐康赢五号等产品，均为护理险。

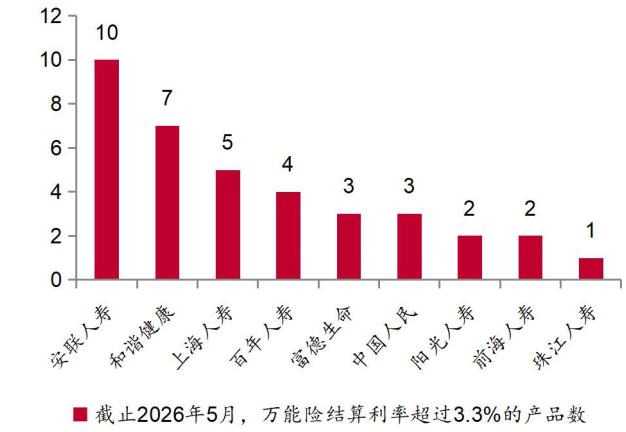
仅供内部参考，请勿外传

图表 31：近期万能险年结算利率下行趋势（单位：%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 32：截至 2026 年 5 月，万能险结算利率超过 3.3%的产品数

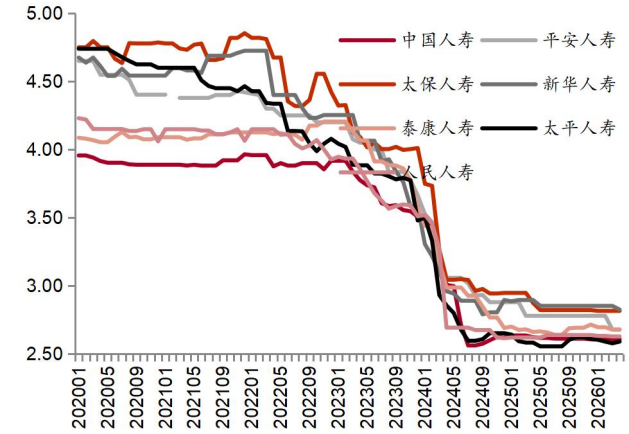


来源：WIND，中泰证券研究所

3.3 头部险企万能险结算利率现状

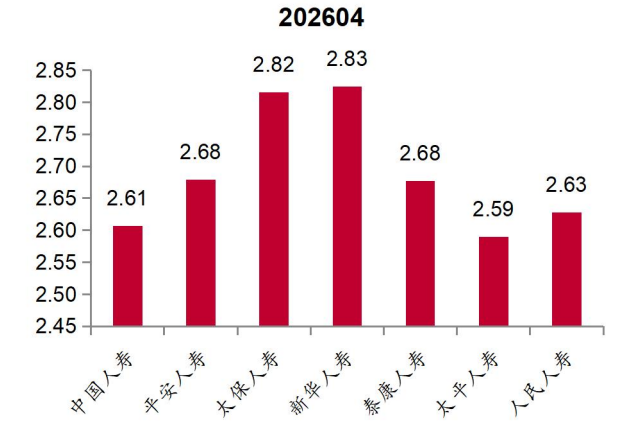
- **当期老七家万能险结算利率水平横向比较来看，新华相对最高达 2.83%，太平人寿相对最低，整体差异并不大。**2026 年 4 月，国寿、平安、太保、新华、泰康、太平和人民人寿的万能险年结算利率平均值分别为 2.61%、2.68%、2.82%、2.83%、2.68%、2.59%和 2.63%，相较 2025 年的月均水平差异并不大，但相较 2022 年末水平的降幅均值达-145.5%。整体来看，头部公司主动控制万能险结算利率的平均水平的最高值上限，起到了行业表率作用，积极发挥头雁效应。

图表 33：重点公司万能险年结算利率平均值呈先降后稳趋势（单位：%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 34：截至 2026 年 4 月，重点公司万能险平均结算利率一览（单位：%）

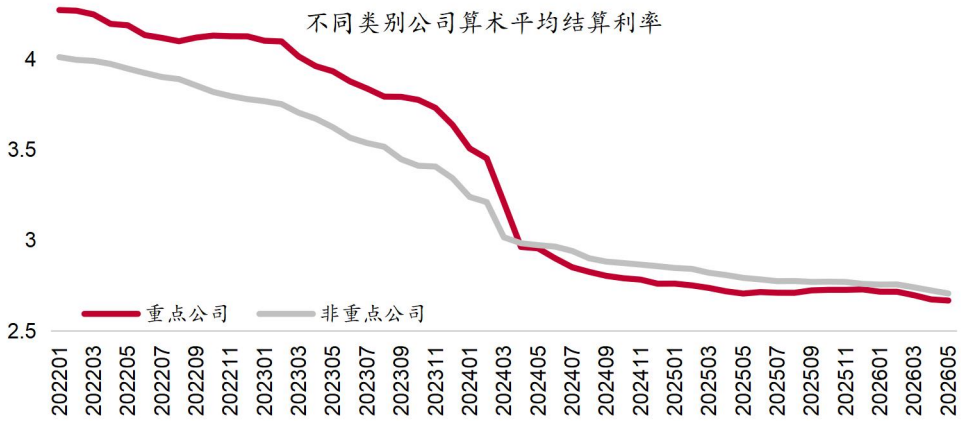


来源：WIND，中泰证券研究所

- **2024 年年初以来重点公司和非重点公司平均万能险结算利率降幅均较为明显。**2024 年之前，头部险企虽然不通过畸高的万能险结算利率吸引客户，但整体平均结算利率水平得益于更完善的投资研究和资产负债管理能力仍优于行业，2023 年 10 月，重点公司平均万能险结算利率高于非重点公司逾 36bps，但此后逐月收窄降低，体现了头部公司积极响应监管的号召，主动降低综合负债成本。根据最新一期数据显示（2026 年 5 月），重点公司万能险结算利率水平比非重点公司万能险结算利率的平均水平低 4bps。

仅供内部参考，请勿外传

图表 35：重点公司和非重点公司万能险结算利率变化趋势对比（单位：左轴%，右轴 bps）



来源：WIND，中泰证券研究所，注：重点公司包括中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华人寿、泰康人寿、太平人寿、人民人寿

4.主要结论与投资建议

4.1 主要结论：分红统一“限高”，新品普遍达标

- **1）股债双牛改善行业资产端收益水平，但分红实现率与万能险结算利率仍较保守。**近两年权益市场回暖带动险资投资收益明显改善，但上市险企红利实现率仍在监管“限高”下保持相对克制，万能险结算利率底部走平，头部公司未因投资收益向好而大幅提升红利实现率。客户实际收益率保持相对稳定，样本公司实际收益率均值降至 3.17%，国寿、新华分红水平卡在监管限高线 3.2%上，太保和平安略低一点。总体来看，头部公司分红水平仍保持审慎的态度。

- **2）“限高令”下差异收窄，终了红利成为分红险差异化竞争手段。**头部公司当期分红水平趋同，差异较此前进一步收窄。四家公司中，只有太保和新华经营增额红利和终了红利产品。本期太保终了红利维持了实现率，虽然均值略低于新华，但下限较高；本期新华终了红利实现率均值上升了 10 个百分点，但各账户差异较大，分红实现率超过 100%的产品达 3 成。终了红利因不受限高约束，成为差异化竞争工具，但其释放受制于分红特储积累及未来投资收益的持续性。

- **3）新产品分红实现率基本达 100%。**随着演示利率上限从 4.5%，调整至 3.9%，再到现今的 3.5%，各公司也随之调整了不同时期推出产品的分红实现率。最新一期来看，老产品的分红实现率基本在 40%-50%这一区间，近两年推出的新产品实现率普遍在 100%以上。新产品因演示利率和预定利率较低，在相同分红水平下更容易达到高分红实现率，故新产品的高分红实现率并不意味客户的实际收益率就远高于老产品，新老产品实际分红水平均在 3.2%左右。

仅供内部参考，请勿外传

图表 36：样本寿险公司分红实现率平均值及对应客户投资收益率水平

平均值	现金红利实现率		对应投资收益率	
公司/年份	2026	2025	2026	2025
太平洋人寿	43.00%	49.00%	3.17%	3.30%
中国人寿	45.30%	47.10%	3.20%	3.22%
平安人寿	50.30%	53.30%	3.12%	3.21%
新华保险	48.20%	57.30%	3.19%	3.29%
算数平均值	**45.10%**	**49.10%**	**3.17%**	**3.26%**

来源：公司官网，中泰证券研究所，此处指日历年；注：2025、2026 年仅计算了 24 年以前生效的老产品的分红实现率。

图表 37：太平洋人寿和新华保险终了红利实现率对比

	太平洋人寿		新华保险	
终了红利	2026	2025	2026	2025
平均值	56%	56%	78%	68%
最大值	96%	96%	195%	199%
最小值	36%	36%	15%	5%
分红实现率小于100%产品占比	100%	100%	68%	76%

来源：公司官网，中泰证券研究所，此处指日历年

4.2 投资建议：资金面再平衡有望延续，8 月板块有望延续 7 月相对与绝对收益贡献

- **本报告梳理了当前市场关注度较高的分红险实现率与万能结算利率水平，以此窥探行业负债成本与竞争力水平。**近年来监管通过动态调整产品预定利率，新业务负债保证成本率下降，叠加择时配置固收资产，实现负债成本与资产收益的协同优化，有效缓解了低利率环境下的利差损压力，资产负债匹配能力显著增强，板块估值底部有望得到有力支撑。6 月下旬以来，板块整体“进三退二”呈现底部中枢抬升的趋势。市场动荡加剧背景下，金融板块被赋予稳盘核心职能，资金筹码从压制转变为托底，看好板块继续演绎“先跑相对，再有绝对”的走势。当前保险股估值极具吸引力，2Q26 基本面与股价的持续背离有望获得强修复。我们认为板块“短期看资金面抛压缓解，中期看“存款搬家&慢牛持续”提振价值与利润增速，长期看顺周期兑现告别利差损隐忧”的大逻辑框架演绎未变。负债端存款搬家与资产端持续慢牛是保险板块长逻辑基础。**建议关注：中国太保、中国财险、中国平安、中国人寿、新华保险。**

5.风险提示

- 分红险转型低于预期。演示利率下调，分红险转型可能会影响保险公司的分红险占比、保费收入。
- 各公司不同时期、不同账户产品的预定利率、演示利率、分配比例对分红水平影响的测算存在偏差的风险。
- 权益市场大幅波动会导致保险公司投资收益受到负面影响，影响分红水平。

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。