

幸福人寿保险股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5809号

联合资信评估股份有限公司通过对幸福人寿保险股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“15 幸福人寿”信用等级为 AAA，维持“18 幸福人寿”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月二十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

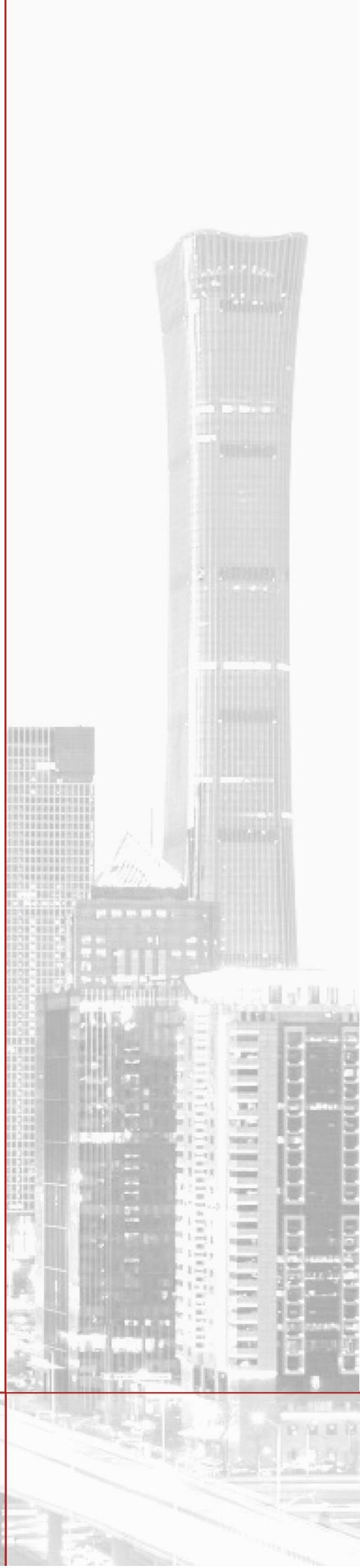
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



幸福人寿保险股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
幸福人寿保险股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	
18 幸福人寿	A+/稳定	A+/稳定	2025/06/28
15 幸福人寿	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”或“公司”）资产规模及保险业务收入保持增长，但股权质押及冻结比例仍较高，股权稳定性情况仍需关注，公司治理水平有待进一步提升；业务经营方面，幸福人寿原保险保费收入及规模保费增速有所放缓，且市场份额有所下滑，幸福人寿产品结构有所优化，其中传统寿险规模保持增长，同时提升分红险期交规模；保险销售渠道仍以银保渠道为主，业务渠道相对单一，且新单业务展业受阻导致期缴业务首期保费规模有所下降；投资策略无重大调整，权益类投资占比高，易受资本市场波动影响，非标投资规模虽有压降但仍占有一定比重，投资项目违约规模大，需关注资本市场波动等因素对其投资资产质量的不利影响；财务表现方面，幸福人寿投资收益增长推动营业收入同比有所提升，但由于准备金大幅增提等因素影响，公司出现营业亏损，净利润实现主要来自于营业外收入的大幅增长，整体盈利能力仍然较弱，其盈利情况易受单笔投资业务会计科目调整影响，需关注未来盈利增长及盈利稳定性情况；整体流动性风险可控，偿付能力面临一定补充压力。

幸福人寿已发行“15 幸福人寿”的担保人为中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）。中国信达是由国务院批准成立的首家金融资产管理公司，综合实力强，盈利能力稳定。经联合资信评定，中国信达主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，对“15 幸福人寿”有极强的担保能力。

个体调整：无。

外部支持调整：人身险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大，通过政府支持因素上调 2 个子级。

评级展望

未来，幸福人寿将继续推动业务价值转型，推动中长期产品销售，开拓业务销售渠道，优化保险业务结构，促进业务持续发展；持续优化投资资产结构，增厚投资收益的同时控制投资资产所面临的信用风险。另一方面，股权质押/冻结比例较高对公司股权稳定性以及声誉风险管理带来一定压力；盈利内驱力不足，外部环境日趋复杂和保险市场竞争的加剧对幸福人寿未来业务发展、风险控制以及财务指标等方面或将带来一定负面影响。

可能引致评级上调的敏感性因素：通过吸收合并或兼并重组等方式导致市场地位和竞争力显著提升；盈利水平大幅提升；偿付能力明显增强等。

可能引致评级下调的敏感性因素：宏观经济形势恶化；股东支持意愿下降；竞争加剧导致市场地位下降；财务状况恶化，如资产质量大幅下降、偿付能力严重不足等。

优势

- **新业务价值及新业务价值率有所增长。**2024 年以来，得益于业务结构优化，幸福人寿新业务价值及新业务价值率有所提升。
- **获得政府直接或间接支持的可能性大。**寿险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

关注

- **股权质押及冻结比例高，需关注其股权结构稳定性情况。**幸福人寿股权质押比例较高，且部分出质股权处于冻结状态，需关注上述事项对公司股权结构稳定性的影响。

- **业务销售渠道多元化程度较低，且银保渠道业务开展受“报行合一”政策影响大。**2024年，幸福人寿保险业务销售渠道仍依赖于银保渠道，渠道多元化程度较低，且自“报行合一”政策实施后，产品结构不断调整，新单业务受阻，银保渠道保险业务收入下降，导致公司整体保险业务收入增速放缓。
- **权益类投资占比高，易受资本市场波动影响；存量违约非标投资规模大，需关注相关投资资产质量变化情况。**公司权益投资规模大，资本市场波动情况下公允价值或将产生较大波动；存量非标投资违约规模仍较大且风险逐步暴露，在当前信用事件频发的市场背景下，需关注相关资产未来收回进展以及存量投资资产质量变化情况。
- **盈利能力弱且稳定性一般。**2024年，幸福人寿营业收入增长多依靠投资收益拉动，受保险责任准备金大幅增提影响，公司出现营业亏损，净利润实现主要来自营业外收入的大幅增长，整体盈利能力弱；另外值得注意的是，其盈利状况易受单笔投资业务会计科目调整影响，盈利稳定性一般。
- **偿付能力面临一定补充压力。**公司外源性资本补充渠道有限，所发行的资本补充债券均因未行使提前赎回权资本补充效用持续递减，加之未弥补亏损规模较大，一定程度上拖累了内源性资本累积，随着业务的不断开展，偿付能力仍面临一定补充压力。
- **外部环境变化可能对其业务造成影响。**宏观经济、监管趋严及行业市场竞争加剧、资本市场波动等因素对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 保险公司信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 保险公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	公司治理	3
			未来发展	3
			业务经营分析	4
			风险管理水平	4
财务风险	F3	偿付能力	资本充足性	3
			保险风险	2
			盈利能力	5
		流动性	4	
指示评级				a
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AA⁻

个体信用状况变动说明：不适用。

外部支持变动说明：不适用。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

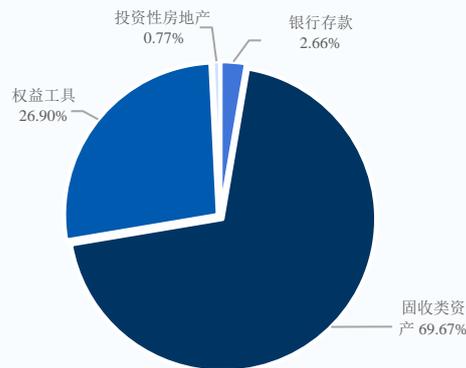
主要财务数据

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
资产总额（亿元）	849.40	986.41	1316.62	1425.33
负债总额（亿元）	794.83	940.53	1229.64	1351.45
所有者权益（亿元）	54.57	45.89	86.97	73.88
核心偿付能力充足率（%）	74.98	75.33	88.43	86.98
综合偿付能力充足率（%）	127.39	134.60	129.14	133.34
未来 3 个月 LCR ₁ （%）	110.05	112.71	117.37	110.05
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业收入（亿元）	238.78	264.08	296.41	105.14
已赚保费（亿元）	198.15	224.76	229.60	82.03
投资收益（亿元）	40.09	39.07	65.94	23.28
净利润（亿元）	1.71	-1.41	1.95	2.36
综合退保率（%）	6.70	9.45	3.98	--
综合费用率（%）	23.15	15.81	10.64	--
平均资产收益率（%）	0.22	--	0.17	--
平均净资产收益率（%）	2.97	--	2.94	--

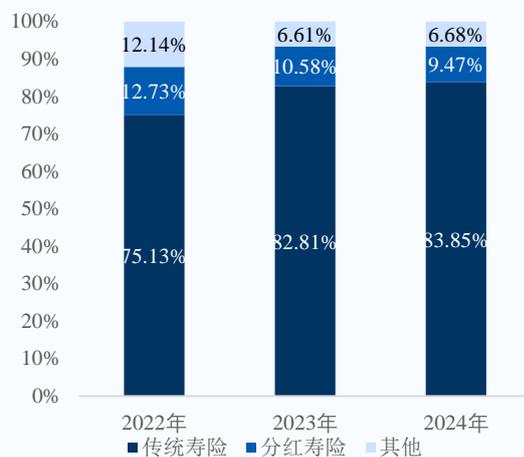
注：2025 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告、财务报表、偿付能力报告以及提供资料整理

2024 年末公司投资资产构成



2022—2024 年公司规模保费构成



2022—2024 年公司营业收入构成



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	票面利率	兑付日	特殊条款
18 幸福人寿	30.00 亿元	5.20%	2028/11/27	在第 5 年末附有前提条件的发行人赎回权
15 幸福人寿	30.00 亿元	4.00%	2025/12/29	在第 5 年末附有前提条件的发行人赎回权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 幸福人寿 15 幸福人寿	A ⁺ /稳定 AAA/稳定	AA ⁺ /稳定	2025/03/28	马鸣娇 周雅琦	《保险公司信用评级方法（V4.0.202208） 保险公司主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）》	阅读原文
18 幸福人寿 15 幸福人寿	A ⁺ /稳定 AAA/稳定	AA ⁺ /稳定	2024/06/28	马鸣娇 周雅琦	《保险公司信用评级方法（V4.0.202208） 保险公司主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）》	阅读原文
18 幸福人寿 15 幸福人寿	AA ⁺ /稳定 AAA/稳定	AA ⁺ /稳定	2021/07/05	朗朗 吴宇峰	《保险公司信用评级方法（V3.1.202011） 保险公司主体信用评级模型（打分表） （V3.1.202011）》	阅读原文
18 幸福人寿 15 幸福人寿	AA ⁺ /稳定 AAA/稳定	AA ⁺ /稳定	2019/07/24	朗朗 刘莫欣 凌子	《保险行业企业评级方法（2018 年 12 月）》	阅读原文
18 幸福人寿	AA ⁺ /稳定	AAA/稳定	2018/10/17	陈绪童 陈龙泰 付郑兵	《联合资信保险公司信用评级方法（2016 年修订版）》	阅读原文
15 幸福人寿	AAA/稳定	AAA/稳定	2017/05/31	秦永庆 陈龙泰	《联合资信保险公司信用评级方法（2016 年修订版）》	阅读原文
15 幸福人寿	AAA/稳定	AA ⁺ /稳定	2015/12/16	秦永庆 朗朗	《联合资信保险公司信用评级方法（2015 年修订版）》	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2020 年 11 月 9 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：马鸣娇 mami@lhratings.com

项目组成员：周雅琦 zhouyq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

幸福人寿是于 2007 年 11 月成立的全国性股份制人寿保险公司，初始注册资本 11.59 亿元。2019 年 12 月，公司临时股东大会同意原控股股东中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）将其所持有的 50.995% 股份转让给诚泰财产保险股份有限公司（以下简称“诚泰保险”）和东莞市交通投资集团有限公司（以下简称“东莞交投”）。2020 年 7 月，上述股权转让事项获得原中国银行保险监督管理委员会（以下简称“原中国银保监会”）批准并完成股权转让登记。股权转让后，中国信达不再持有公司股份，诚泰保险和东莞交投分别持有公司 30.00% 和 20.995% 的股份。2024 年以来，公司未进行增资扩股；截至 2025 年 3 月末，公司注册资本为 101.30 亿元，无控股股东或实际控制人，前五大股东持股情况见图表 1。

图表 1 • 2025 年 3 月末前五大股东及持股情况

序号	股东名称	持股比例
1	诚泰财产保险股份有限公司	30.00%
2	东莞市交通投资集团有限公司	21.00%
3	三胞集团有限公司	14.18%
4	深圳市亿辉特科技发展有限公司	9.27%
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	8.19%
合计		82.64%

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

幸福人寿的经营范围：人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）。按照联合资信行业分类标准划分为保险业。

截至 2025 年 3 月末，幸福人寿已在北京、上海、陕西等 22 个省市开设独立分支机构，三级机构（中心支公司）79 家，四级机构 152 家，开业机构合计 253 家。

公司注册地址：北京市西城区文兴街 1 号院 1 号楼北矿金融科技大厦写字楼 A 座；法定代表人：王慧轩。

三、债券概况

截至本报告出具日，公司存续期内且经联合资信评级的债券为 2015 年 12 月发行的 30 亿元资本补充债券及 2018 年 11 月发行的 30 亿元资本补充债券（见图表 2）。2024 年以来，公司根据债券发行条款的规定，在债券付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

图表 2 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	起息日	期限
18 幸福人寿	30.00	2018/11/27	5+5 年
15 幸福人寿	30.00	2015/12/29	5+5 年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债

资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下一阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024年以来，在预定利率进一步调整的背景下，人身险公司保费收入保持增长，保费收入增长主要靠寿险业务拉动，但集中进入满期给付高峰使得赔付支出明显增加。人身险行业市场集中度仍处于较高水平，头部险企排名相对稳定，市场竞争格局变化不大。资金运用方面，2024年人身险公司资金运用余额持续增长，仍以固定收益类资产为最主要投资类别；受部分险企提前切换新准则及资本市场回暖影响，行业综合投资收益率水平较上年同期明显提升。考虑到目前处于低利率的环境，资本市场或将持续震荡，部分险企投资业务信用风险、市场风险等仍持续暴露，未来投资收益实现仍面临一定压力。偿付能力方面，2024年人身险公司内源性和外源性资本补充能力有所增强，行业偿付能力保持充足水平。

2024年，监管机构继续保持审慎的监管态度，防范化解风险、保持保险业稳健运行持续作为监管工作的重要主题，已发布的监管政策中涉及保险行业的比重明显加大，既体现了监管机构对保险业风险防控力度持续加大，亦反映出金融业改革发展重心将逐步向保险业转移；随着保险业监管制度体系的不断完善，保险业有望实现可持续高质量发展。完整版行业分析详见[《2025年人身保险行业分析》](#)。

六、跟踪期内主要变化

（一）管理与发展

2024年，幸福人寿不断完善公司治理架构，并提升内控水平，但另一方面，需关注董事长缺位对其公司治理产生的影响；股权质押及冻结比例较高；未发生需要合并披露的关联交易，且未发生重大关联交易；风险综合评级未发生变化。

从股权结构来看，2024年以来，幸福人寿未进行增资扩股；截至2025年3月末，公司注册资本为101.30亿元。截至2025年3月末，诚泰保险和东莞交投为公司第一、二大股東，分别持有公司30.00%和20.995%的股份。诚泰保险第一大股東为新紫光集团有限公司，其持有诚泰保险33.00%股份，诚泰保险其余股東以云南省国资、昆明市国资背景股東为主，截至2025年3月末，诚泰保险注册资本为59.70亿元，无控制类股東。公司第二大股東东莞交投为东莞国资委旗下的市属国有独资集团企业。根据公司2025年第一季度偿付能力季度报告摘要披露信息显示，公司无控股東或实际控制人。股权质押方面，截至2025年3月末，幸福人寿全部股東中共有4家股東将其股份对外质押，被质押股权占全部股本的比例为24.97%；全部股東中共有5家股東所持股份被冻结，被冻结股份占全部股本的比例为26.59%。此外，2024年11月，幸福人寿收到监管部门关于第四大股東深圳市亿辉特科技发展有限公司拟将其持有公司的4.66亿股股份(占比4.60%)以抵债方式转让给存款保险基金管理有限责任公司的事项备案完成的通知，并于2025年4月末完成转让股权的解冻结及解质押的工商备案工作，但工商变更手续仍未完成；深圳市亿辉特科技发展有限公司剩余股权仍处于质押和冻结状态。

公司治理方面，截至2025年3月末，幸福人寿董事会由13位董事组成，通过监管部门任职资格核准并正式就任的董事有9名，包括股权董事6名（其中东莞交投提名董事2名，诚泰保险、三胞集团有限公司、深圳市亿辉特科技发展有限公司、陕西煤化工集团有限责任公司各提名董事1名）和独立董事3名。截至2025年3月末，幸福人寿董事长一职仍然空缺，由总裁廖定进先生代为履行董事长职责，未来其董事长到任情况仍值得关注。

从关联交易情况来看，2024年，幸福人寿未发生需要合并披露的关联交易，且未发生重大关联交易。2024年四季度，幸福人寿风险综合评级（分类监管）为B类。

（二）经营分析

1 保险业务分析

2024年，幸福人寿持续坚持价值导向，进一步优化产品结构，原保险保费收入及规模保费保持增长，但受产品结构调整、“报行合一”政策执行影响，公司原保险保费收入及规模保费增速有所放缓，市场份额有所下滑，需关注未来保险业务发展情况。

幸福人寿通过保险营销员团队、团险销售队伍、银行保险渠道以及专业/兼业代理机构构建的分销网络，持续为客户提供传统寿险、分红寿险等多元化保险产品与服务。2024年，幸福人寿坚持价值转型，同时，为防范长期利率风险，控制资本消耗，幸福人寿将投放重点逐步由传统增额类产品转向期交分红险，同时压降趸交分红险规模，分红险产品结构有所优化有所优化，然而，受产品策略调整及行业转型影响，幸福人寿保费增速较上年有所放缓，市场份额有所下滑（见图表3）。

图表3·业务经营及市场排名

项目	规模（亿元）				较上年度变动情况（%）	
	2022年	2023年	2024年	2025年1-3月	2023年	2024年
原保险保费收入（亿元）	198.31	224.88	229.55	83.01	13.40	2.08
原保险保费收入市场份额（%）	0.62	0.64	0.57	0.50	/	/
规模保费（亿元）	211.95	227.40	232.76	83.84	7.29	2.36
原保险保费收入/规模保费（%）	93.56	98.89	98.62	99.01	/	/

资料来源：联合资信根据幸福人寿资料整理

2024年，幸福人寿持续优化分红险产品结构，推动产品结构向期交分红险转型，传统寿险规模保持增长，受趸交分红险规模下降影响，分红险规模略有下降，同时健康险及万能险业务规模及占比基本稳定。

幸福人寿产品体系覆盖传统寿险、分红寿险、健康险、意外伤害险等多种产品体系。从保费结构来看，2024年以来，公司持续优化业务结构及产品布局，向长期型和价值型方向持续转型，推动产品结构向期交分红险转型。具体来看，2024年，幸福人寿传统寿险业务规模及占比有所增长，持续引导期交分红险产品销售，同时压降趸交分红险产品，分红寿险整体保费规模略有下降，万能险、健康险及意外伤害险保费收入规模相对稳定（见图表4）。

图表4·规模保费结构

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1-3月
传统寿险（亿元）	159.23	188.31	195.16	69.18
分红寿险（亿元）	26.99	24.05	22.05	9.09
健康险（亿元）	10.64	11.16	10.98	4.25
意外伤害险（亿元）	1.22	1.15	1.16	0.45
万能险（亿元）	13.87	2.72	3.41	0.87
规模保费（亿元）	211.95	227.40	232.76	83.84

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

2024年，幸福人寿业务拓展渠道以银保渠道为主，业务拓展渠道较为单一，且自“报行合一”政策实施后，产品结构不断调整，新单业务受阻，银保渠道保险业务收入下降，导致公司整体保险业务收入增速放缓；代理人渠道持续推进转型升级，代理人渠道保险业务收入贡献度有所提升；其他业务拓展渠道占比不高且变动不大。

幸福人寿主要通过银行、个人代理及保险经纪等渠道开拓保险业务，其中银保渠道为最主要的业务销售渠道。2024年，幸福人寿继续深化与中国建设银行股份有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司的业务合作，上述两大业务渠道占银保渠道的比重近90%，同时由分公司积极拓展地方性商业银行合作机会，银保渠道合作银行较2023年无重大变化，银保渠道保费收入有所增长，但受“报行合一”政策影响，银保渠道业务保费收入下降且占比有所下滑，考虑到银保渠道仍为公司主要销售渠道，且公司相较于银行系保险公司，银保渠道协同优势较为薄弱，在当前“报行合一”政策执行背景下，其渠道多元化程度有待加强。个人代理渠道

方面，2024年，幸福人寿在册人力进一步下降，但得益于代理人优增优选、人均产能提升，个险渠道保费收入增势较好且对整体保险业务收入增长贡献度提升，实现保费收入占全部保费收入的比例为17.56%，占比较2023年有所提升。2024年，幸福人寿经代渠道、团险渠道等其他渠道保费收入规模较小，业务占比保持较低水平（见图表5）。

图表5· 保险业务营销渠道结构

项目	规模（亿元）				占比（%）			
	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
银保渠道	176.51	186.92	181.32	63.52	83.28	82.20	77.90	75.76
个人代理	27.45	32.65	40.88	16.69	12.95	14.36	17.56	19.91
经代渠道	5.04	3.64	5.60	2.29	2.38	1.60	2.41	2.73
团险渠道	2.90	4.13	4.93	1.32	1.37	1.82	2.12	1.57
其他渠道	0.02	0.06	0.03	0.02	0.01	0.03	0.01	0.02
合计	211.95	227.40	232.76	83.84	100.00	100.00	100.00	100.00

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差
 资料来源：联合资信根据幸福人寿提供数据整理

幸福人寿持续推进长期价值型产品拓展力度，期缴业务续期保费收入规模有所增长，然而受“报行合一”政策及产品结构调整影响，期缴业务首年保费收入规模及趸交保费收入规模有所下降。从保费期限结构来看，2024年，幸福人寿持续推动价值转型，以价值型业务为负债端主要发展目标，续期保费收入规模持续增长；然而，受“报行合一”政策落实后银保渠道新单业务开展受阻，期交业务首年保费收入有所下降，同时以分红险为主的趸交业务有所压降，使得当年趸交保费收入有所下降，占保险业务收入比重亦有所下滑（见图表6）。

图表6· 原保险保费期限结构

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
趸缴保费收入（亿元）	27.22	25.56	13.51	2.58
期缴业务首年保费收入（亿元）	78.78	55.95	48.43	14.99
期缴业务续期保费收入（亿元）	92.30	143.38	167.62	65.44
合计	198.31	224.88	229.55	83.01

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

2024年，得益于期限结构持续优化，期缴保费规模的持续增长，公司内含价值、新业务价值及新业务价值率持续提升。2024年，考虑到十年期国债收益率下降等因素，幸福人寿将风险贴现率假设由2023年的10.5%调低至10%，投资收益率假设调低至4.5%，对于提升内含价值产生一定贡献，同时由于2024年其他综合收益明显增长带动净资产规模随之增加，幸福人寿内含价值进一步提升。得益于压降价值贡献相对较低的趸交分红险产品以及“报行合一”政策执行、预定利率下调背景下费用开支减少等因素，公司新业务价值及新业务价值率有所提升；截至2024年末，公司新业务价值率为19.82%，较上年末显著增长。

图表7· 内含价值情况

项目	2022年末	2023年末	2024年末	2025年3月末
公司内含价值（亿元）	103.90	118.28	162.92	162.09
新业务价值（亿元）	6.29	6.44	12.75	6.23
新业务价值率（%）	5.93	7.74	19.82	34.38

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

保单品质方面，2024年，幸福人寿不断加强期缴保障型产品的推广能力，保单期限结构持续调整，25个月保单继续率有所提升；13个月继续率保持较高水平。随着保单期限结构的持续调整，新保业务的中长期产品占比持续提升，未来保险风险相对可控。

图表8· 继续率情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
13个月继续率（%）	90.50	95.01	94.87	94.73
25个月继续率（%）	96.60	96.32	97.69	96.36

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

2025年一季度，幸福人寿持续推动产品结构转型升级，加大分红险业务拓展力度，但受制于银保渠道拓展压力仍存，其原保险保费收入及规模保费均有所下降。2025年1—3月，公司实现原保险保费收入83.01亿元，同比下降7.14%；实现规模保费83.84亿元，同比下降7.34%。2025年一季度，幸福人寿保费结构仍以传统寿险和分红寿险为主。从渠道结构来看，2025年一季度，银保渠道仍是公司主要的业务渠道；保单13个月继续率和25个月继续率保持在较好水平。从业务价值来看，2025年一季度，在预定利率下调背景下，公司加大浮动收益型分红产品占比，同时个险渠道开始执行“报行合一”推动费用下降，公司新业务价值率进一步明显提升。

2 投资业务分析

2024年，得益于可运用保险资金规模的增长，幸福人寿投资资产规模进一步上升，投资资产配置以固定收益类投资和权益工具为主，部分投资资产已发生违约且风险敞口较大，相关资产未来回收情况以及存量投资资产质量变化情况需保持关注。

幸福人寿投资资产业务均为自营业务开展，未有委外投资业务。2024年，随着保险业务持续发展，幸福人寿可运用保险资金规模进一步扩大，投资资产规模进一步上升。截至2024年末，幸福人寿投资资产净额1286.39亿元，较上年末增长33.74%。目前幸福人寿形成了以优质固定和类固定收益投资配置为主，择机配置权益资产的投资体系，投资风格无重大变化。

从投资资产标的来看，幸福人寿投资资产中固收类资产占比相对较高。2024年，随着可用资金增加，同时伴随着债券市场利率下行趋势延续，幸福人寿大幅加大债券配置力度，固收类资产配置力度有所加大。截至2024年末，幸福人寿固收类资产投资余额918.52亿元，占投资资产总额的69.67%，以债券、信托计划等为主。其中，债券投资余额667.71亿元，多为利率债、金融债以及外部评级为AAA的企业债券，企业债发行人主要涉及基础设施建设、交通运输、能源、货币金融等行业的中央及地方国有企业。

幸福人寿信托计划和其他债务融资工具底层融资人主要为外部信用评级为AA+及以上的央企、大型国企以及优质省级城投，行业多涉及能源、基础设施建设等，区域多集中于北京市、上海市、广州市、福建省、浙江省等，考虑到非标投资风险与收益匹配度下降以及部分问题资产出清，2024年信托计划投资规模有所压降；2024年，出于收益稳定及优化资产配置的考量，幸福人寿增配了部分债务融资工具，主要为保险资管公司发行的产品，涉及基础设施、不动产等行业。幸福人寿权益工具资产主要为股票、基金、类基金资产管理产品以及部分非上市企业股权。从具体投资策略上看，股票投资方面，幸福人寿股票配置坚持价值投资，选取现金流稳健、久期长、高股息资产，选取核心资产、估值较好、高分红的行业龙头企业，同时配置指数型ETF用于波段操作或对冲风险，持仓策略未发生重大变化，持仓行业涉及通信、医药和消费等；股权投资方面，幸福人寿主要倾向于投资符合国家产业政策导向的战略性行业；类基金资管产品中以货币型基金和债券型基金为主，权益工具投资策略未进行重大调整。2024年，出于风险和收益等方面考量，幸福人寿显著减少了类基金资产管理产品投资。此外，2024年12月，国家金融监督管理总局江苏监管局批准了幸福人寿派驻南京银行股份有限公司（以下简称“南京银行”）董事任职资格，该董事兼任南京银行战略与ESG委员会委员，幸福人寿可以对南京银行施加重大影响，因此该笔股权投资业务会计科目由可供出售金融资产转为长期股权投资，导致2024年末幸福人寿股权投资规模增幅明显。综合来看，2024年，公司权益工具资产规模有所下降。

从投资资产质量情况来看，跟踪期内，幸福人寿新增两笔违约投资资产，为一笔信托投资和一笔不动产投资，2025年3月末上述两笔违约投资账面余额合计为5.03亿元，计提减值准备为4.24亿元，上述两笔违约投资资产整体减值准备计提较为充分。总体来看，2025年3月末，幸福人寿投资资产涉及违约的账面余额为51.01亿元，大部分为幸福人寿投资的信托计划，融资主体涉及医药行业、房地产行业 and 基础设施建筑业等。跟踪期内，幸福人寿通过现金回收累计处置约7.3亿元违约投资资产，其余部分违约投资资产正在进行诉讼程序，部分违约资产具有较为足额的抵押，另有部分违约投资资产涉及融资主体债务重组，将按照重组进程进行债权清偿。针对违约投资，幸福人寿合计计提减值准备28.09亿元，考虑到公司非标投资违约规模较大以及当前信用事件频发的市场背景，需关注相关资产未来收回以及存量投资资产质量变化情况。

从投资收益情况来看，2024年，得益于资金运用环境好转及投资资产规模进一步扩大，幸福人寿投资收益同比提升，同时计入利润表科目的公允价值变动由负转正，财务投资收益率有所提升。2024年，幸福人寿实现投资收益65.94亿元，公允价值变动收益0.25亿元，资产减值损失5.63亿元；计入其他综合收益税后净额的可供出售金融资产公允价值变动收益为39.13亿元，较上年同期大幅增长。根据偿付能力报告披露，2024年公司财务投资收益率为5.49%，综合投资收益率为10.93%；其中综合投资收益率大幅提升，主要得益于可供出售金融资产中股票及债券公允价值提升。

2025年一季度，随着保险业务的拓展，幸福人寿可运用保险资金规模进一步扩大，投资资产结构基本保持稳定。2025年1—3月，公司实现投资收益23.28亿元，公允价值变动收益-0.28亿元。2025年1—3月，公司投资资产未有新增违约事件发生。

图表 9 • 投资资产结构

项目	规模 (亿元)			占比 (%)		
	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年末
银行存款	41.76	30.70	35.06	4.90	3.11	2.66
固收类资产	386.00	466.57	918.52	45.29	47.20	69.67
债券	153.03	264.48	667.71	17.96	26.76	50.65
信托计划	139.69	117.07	93.95	16.39	11.84	7.13
固收类资产管理产品	8.04	--	--	0.94	--	--
其他债务融资工具	85.24	85.03	156.86	10.00	8.60	11.90
权益工具	410.92	481.81	354.62	48.22	48.74	26.90
基金及银行理财产品	86.13	67.20	94.86	10.11	6.80	7.20
类基金资产管理产品	177.40	305.05	89.43	20.82	30.86	6.78
股权投资	87.44	31.71	81.64	10.26	3.21	6.19
股票	59.95	77.84	88.69	7.03	7.88	6.73
投资性房地产	13.51	9.40	10.18	1.59	0.95	0.77
投资资产总额	852.19	988.48	1318.37	100.00	100.00	100.00
减：减值准备	29.38	26.60	31.98	/	/	/
投资资产净额	822.81	961.88	1286.39	/	/	/
投资收益率 (财务口径)	/	/	/	4.63	4.20	5.49
投资收益率 (综合口径)	/	/	/	3.31	3.52	10.93

注：上表投资资产计算口径：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项+保户质押贷款+长期股权投资+投资性房地产+存出资本保证金
资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告及偿付能力报告整理

(三) 财务分析

幸福人寿提供了 2024 年及 2025 年第一季度合并财务报表及偿付能力报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报表及偿付能力报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见；2025 年第一季度合并财务报表未经审计。2024 年，幸福人寿财务报表合并范围较上年无变化，包括嘉兴久福股权投资合伙企业（有限合伙）、上海寰品实业有限公司及结构化主体。

1 盈利能力

2024 年，幸福人寿投资收益增长推动营业收入同比有所提升，但由于大幅增提准备金等因素影响，公司出现营业亏损，但部分投资业务会计科目调整产生较大规模的营业外收入弥补了营业亏损，净利润扭亏为盈；单笔投资会计科目划转对盈利状况影响大，未来其盈利实现及增长稳定性仍待进一步观察。

幸福人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。已赚保费收入方面，公司已赚保费以保险业务收入为主，公司分出保费规模占比较小。2024 年，幸福人寿保险业务收入有所增长，但受产品结构的调整以及“报行合一”政策对业务开展规范化引导，保险业务收入增速较 2023 年有所放缓。投资收益方面，幸福人寿投资收益以投资资产利息收入及买卖价差收入为主，2024 年，一方面，得益于利率下行趋势下固收类资产交易产生的资本利得实现情况良好，另一方面，2024 年上半年股票市场高股息行情良好，下半年在政策支持下股票市场大幅反弹，权益工具投资收益实现情况亦较好，公司紧跟市场机会，当年总投资收益¹明显上升，带动公司营业收入同比增长。公司其他业务收入主要包括投资性房地产租金收入等（见图表 10）。

图表 10 • 保险业务盈利情况表

项目	金额 (亿元)				较上年增长率 (%)	
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2023 年	2024 年
营业收入	238.78	264.08	296.41	105.14	10.60	12.24
其中：已赚保费	198.15	224.76	229.60	82.03	13.43	2.15

¹ 总投资收益=投资收益+公允价值变动损益

保险业务收入	198.31	224.88	229.55	83.01	13.40	2.08
减：分出保费	0.19	0.08	0.04	0.05	-57.77	-50.24
提取未到期责任准备金	-0.03	0.04	-0.08	0.93	-232.75	-324.40
投资收益	40.09	39.07	65.94	23.28	-2.55	68.78
公允价值变动损益	-0.27	-0.30	0.25	-0.28	12.43	-183.84
其他业务收入	0.74	0.51	0.55	0.10	-32.11	8.44

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告及季度报告整理

幸福人寿营业支出主要包括赔付支出、退保金、提取保险责任准备金、手续费及佣金支出以及业务及管理费为主。公司赔付支出主要为年金给付，其余还包括赔款支出、死伤医疗给付和满期给付。2024年，得益于产品期限结构调整，承保业务期限拉长，导致整体满期给付压力减少，幸福人寿赔付支出规模有所下降，赔付率随之下滑。2024年，退保金规模明显回落，主要是由于2023年，部分之前年度产品预期收益达成后退保，使得2023年公司退保支出高企，2024年上述现象减缓，故退保金规模下降。受其保险规模的增长以及国债收益率曲线下行等因素影响，幸福人寿提取保险责任准备金规模有所增长；受银保渠道“报行合一”政策实施等因素影响，手续费及佣金支出明显下降；由于新增个别投资项目违约，2024年计提资产减值损失5.63亿元，较上年增幅较大；公司业务及管理费支出略有下降。在上述因素综合作用下，公司年度营业支出规模有所上升。从成本管控方面来看，由于手续费及佣金支出下降等因素影响，综合费用率下降，成本控制能力进一步提升（见图表11）。

图表 11 • 费用及退保情况表

项目	金额（亿元）				较上年增长率（%）	
	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月	2023年	2024年
营业支出	236.96	265.54	306.23	101.85	12.06	15.32
其中：退保金（亿元）	49.82	76.75	34.90	12.02	54.06	-54.53
赔付支出（亿元）	33.28	27.22	17.79	7.91	-18.19	-34.67
提取保险责任准备金（亿元）	89.93	116.44	215.87	73.68	29.48	85.39
手续费及佣金支出（亿元）	34.51	24.05	12.92	4.15	-30.29	-46.29
业务及管理费（亿元）	11.30	11.28	11.20	2.43	-0.19	-0.70
资产减值损失（亿元）	7.82	0.50	5.63	-0.88	-93.63	1029.79
综合退保率（%）	6.70	9.45	3.98	/	/	/
赔付率（%）	16.74	12.12	7.77	/	/	/
综合费用率（%）	23.15	15.81	10.64	/	/	/

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告、季度报告及提供资料整理

从盈利情况来看，2024年，公司营业收入较上年有所增长，但受大规模的保险责任准备金计提力度影响，公司营业支出呈现大幅增长，营业利润呈现亏损状态，但另一方面，对于南京银行的股权投资由可供出售金融资产转为长期股权投资初始计量时，根据长投转入成本与可辨认净资产公允价值差额确认营业外收入，故2024年公司营业外收入大幅增长，弥补营业亏损，使其2024年净利润扭亏为盈，2024年实现净利润1.95亿元，但整体盈利能力仍低于行业平均水平；考虑到公司盈利水平易受单笔投资会计科目划转影响，盈利波动性较大。

2025年1—3月，幸福人寿营业收入105.14亿元，其中保险业务收入83.01亿元，投资收益23.28亿元，公允价值变动收益-0.28亿元；营业支出101.85亿元，其中提取保险责任准备金73.68亿元；实现净利润2.36亿元，仍需关注未来盈利水平变动情况。

图表 12 • 盈利水平

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
营业利润（亿元）	1.82	-1.45	-9.82	3.29
净利润（亿元）	1.71	-1.41	1.95	2.36
平均资产收益率（%）	0.22	--	0.17	0.17
平均净资产收益率（%）	2.97	--	2.94	2.93

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告及季度报告整理

2 流动性

2024年，幸福人寿加大中长期产品投放，负债端久期呈增长态势，同时配置长久期投资资产适度拉长资产久期，但资产负债期限仍存在一定程度错配；流动性风险整体可控。

幸福人寿持有的流动性较高的可快速变现资产主要包括货币资金、定期存款及高流动性债券等。2024年，公司可快速变现资产规模稳步增长，占资产总额的进一步提升。短期来看，公司整体流动性状况较为稳定。

从资产负债期限匹配管理来看，幸福人寿保险产品以中长期产品为主，负债端久期较长，且随着2024年中长期产品新增较多，负债久期较2023年有所拉长；在资产端方面，尽管公司加大长久期资产配置力度，但受制于长久期资产供给有限，资产端久期上升不及负债久期，仍面临一定的久期期限缺口，截至2024年末，幸福人寿规模调整后的久期缺口大概在-13年左右，资产负债久期缺口有所加大。同时，联合资信注意到，随着公司长期险保险产品的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司将面临一定的资产负债期限错配风险，需持续关注公司的资产负债期限错配情况。

2024年以来，幸福人寿在规则II流动性监管规则下，按照相关制度要求进行流动性风险监管指标监测，全年各项监管指标均满足监管要求。截至2025年3月末，从指标结果显示，公司经营活动净现金流回溯不利偏差率指标亦满足监管要求；流动性覆盖率方面，公司基本情景和压力情景下未来3个月和12个月的流动性覆盖率LCR₁、LCR₂和LCR₃结果均满足监管指标，流动性资产储备较为充足；在经营活动净现金流回溯不利偏差率指标方面，公司采取审慎的原则预测未来经营活动现金流，过去两个季度的经营活动净现金流回溯不利偏差率均高于-30%。此外，幸福人寿2025年一季度累计净现金流为14.11亿元。整体来看，幸福人寿流动性风险可控。

图表 13 • 主要流动性指标

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
可快速变现资产（亿元）	126.37	219.13	318.99
可快速变现资产/资产总额（%）	14.88	22.22	24.23
未来3个月 LCR ₁ （%）	110.05	112.71	117.37
未来12个月 LCR ₁ （%）	105.50	108.96	108.64

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告及偿付能力报告整理

3 资本充足性

跟踪期内，幸福人寿核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率指标呈现一定程度的波动，考虑到未来业务的持续发展、资本补充债券资本补充效用逐年递减、缺乏外源性资本补充等因素，公司偿付能力变化情况需保持关注。

2024年，幸福人寿未进行增资扩股及股利分配。得益于可供出售金融资产公允价值变动产生的其他综合收益增长，幸福人寿所有者权益规模有所增长，截至2024年末，幸福人寿所有者权益合计86.97亿元，较上年末上升89.53%。但另一方面，公司未弥补亏损规模仍然较大，对其资本水平形成一定的扣减。截至2024年末，幸福人寿股本101.30亿元，资本公积45.41亿元，其他综合收益35.59亿元，未弥补亏损93.32亿元。

2024年以来，在资本市场回暖、相关资产公允价值回升下，幸福人寿其他综合收益明显增长，净资产规模随之增长，且得益于保单未来盈余增加，核心资本有所增长，推动核心偿付能力充足率上升；另一方面，由于幸福人寿所发行的2笔资本补充债未行使提前赎回权，资本补充效力逐年递减，附属资本有所减少，同时受资产配置结构调整、南京银行股权投资会计科目划转等因素影响，最低资本有所增长，故综合偿付能力充足率有所下降。截至2024年末，公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为88.43%和129.14%。

2025年一季度，受资本市场波动影响，幸福人寿其他综合收益规模有所下降，导致其所有者权益规模下降，加之保单盈余下降，其核心资本较2024年末有所下降；同时，计入附属一级资本的保单未来盈余规模上升，附属资本规模有所增长。另一方面，受资产配置结构调整等因素所致，公司最低资本有所下降。在上述多重因素综合作用下，公司核心偿付能力充足率有所下降，而综合偿付能力充足率有所上升，截至2025年3月末，公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为86.98%和133.34%，偿付能力虽高于监管的最低要求，但随着业务规模的扩张，公司资本仍面临较大的补充压力。

此外，需注意的是，幸福人寿所发行的两支资本补充债券“15幸福人寿”和“18幸福人寿”均未行使提前赎回权，上述资本补充债券的资本补充效力持续递减，同时考虑到2024年以来幸福人寿并未通过增资扩股等方式补充外源性资本，未来偿付能力变动情况值得关注。2025年12月29日，“15幸福人寿”将到达兑付日，需关注资本补充债券赎回后偿付能力变动情况。

图表 14 • 偿付能力情况

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
资产总额 (亿元)	849.40	986.41	1316.62	1425.33
负债总额 (亿元)	794.83	940.53	1229.64	1351.45
实收资本 (亿元)	101.30	101.30	101.30	101.30
所有者权益 (亿元)	54.57	45.89	86.97	73.88
认可资产 (亿元)	847.01	983.59	1232.00	1299.25
认可负债 (亿元)	708.39	857.39	1068.60	1142.86
实际资本 (亿元)	138.61	126.20	163.39	156.39
其中: 核心一级资本 (亿元)	80.86	69.77	111.89	102.02
最低资本 (亿元)	108.81	93.77	126.52	117.29
认可资产负债率 (%)	83.64	87.17	86.74	87.96
核心偿付能力充足率 (%)	74.98	75.33	88.43	86.98
综合偿付能力充足率 (%)	127.39	134.60	129.14	133.34

资料来源: 联合资信根据幸福人寿偿付能力报告及审计报告整理

七、外部支持

人身保险公司承担一定社会养老及社会公共职能, 当出现经营困难时, 获得政府直接或间接支持的可能性大。

人身险公司承担一定的社会养老及社会公共职能, 其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用, 在金融体系中具有较为重要的地位, 当出现经营困难时, 获得政府直接或间接支持的可能性大。

八、债券偿还风险分析

1 债券偿还能力

截至本报告出具日, 幸福人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 60.00 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后, 股权资本等核心资本工具之前; 假若幸福人寿无法如约支付本息时, 该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿; 存续期内的资本补充债券均未如期行使提前赎回权。

以 2024 年末的财务数据为基础, 公司净利润、可快速变现资产、股东权益对公司存续期内的资本补充债券本金的保障倍数见图 15。

图表 15 • 本期债券保障情况

项目	2024 年末
存续期内资本补充债券本金 (亿元)	60.00
净利润/资本补充债券本金 (倍)	0.03
可快速变现资产/资本补充债券本金 (倍)	5.32
股东权益/资本补充债券本金 (倍)	1.45

资料来源: 联合资信根据公开披露信息整理

2 债项条款及增信措施

担保方中国信达作为国有控股的资产管理公司, 除不良资产经营主业外, 亦涵盖银行、证券、信托、期货等金融领域, 经营实力强, 为本期债券偿还提供有力保障。

“15 幸福人寿”由中国信达资产管理股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 担保范围包括该债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

中国信达前身为成立于1999年4月的中国信达资产管理公司，是经国务院批准，为化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和企业改革发展而成立的首家金融资产管理公司，初始注册资本100.00亿元。2010年6月，中国信达资产管理公司股份改制并更名为现名。2012年4月，中国信达引入全国社会保障基金理事会、UBS AG、Standard Chartered Bank、中信资本控股有限公司四家战略投资者，注册资本增至301.40亿元。2013年12月，中国信达在香港联合交易所主板上市，募集资金28亿美元，成为五大金融资产管理公司中率先完成改制并实现上市的公司。截至2024年末，中国信达股本为2231.55亿元，其中中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）持有中国信达58.00%的股权。

不良资产经营业务是中国信达的核心业务，主要由公司本部负责开展。目前，中国信达不良资产经营业务布局主要涵盖不良债权资产收购处置业务、债转股资产管理处置、其他不良资产业务以及受托经营与其他业务。截至2024年末，中国信达不良债权资产净额为2948.44亿元。此外，中国信达已建立了涵盖银行、证券、期货、公募基金、信托、租赁等领域的协同金融服务平台，为客户提供综合金融服务。中国信达确立了以不良资产经营为核心，以投资及资产管理与金融服务为发展重点的整体经营策略，经营状况较好，金融牌照健全，有助于业务协同发展。

2024年，中国信达实现营业收入779.39亿元，其中不良资产处置净收益114.01亿元，投资收益156.99亿元，利息收入329.61亿元；营业支出为740.91亿元，其中利息支出429.26元，信用减值损失107.31亿元，业务及管理费105.14亿元；实现净利润35.08亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为0.22%和1.59%。

总体看，中国信达作为国有控股的资产管理公司，拥有极强的筹资能力和资产变现能力，不良资产经营业务继续保持行业竞争优势，资本实力雄厚，整体抗风险能力极强。经联合资信评定，中国信达主体长期信用等级为AAA（个体信用等级为aa⁺，通过外部支持因素上调1个子级），评级展望为稳定。

图表 16 • 中国信达主要财务数据

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
资产总额 (亿元)	16159.89	15943.57	16389.60
股东权益 (亿元)	2079.95	2171.56	2231.55
资产负债率 (%)	87.13	86.38	86.38
*资本充足率 (%)	17.25	18.02	16.75
*一级资本充足率 (%)	15.48	16.49	15.63
*核心一级资本充足率 (%)	10.98	11.78	11.07
项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入 (亿元)	899.81	829.94	779.39
营业支出 (亿元)	802.24	755.79	740.91
净利润 (亿元)	72.31	69.93	35.08
平均资产收益率 (%)	0.45	0.44	0.22
平均净资产收益率 (%)	3.53	3.29	1.59

注：标*数据为母公司数据

资料来源：联合资信根据中国信达审计报告整理

综合考虑幸福人寿资本实力、业务经营及流动性等情况以及债券增信措施，公司存续期内的“15 幸福人寿”违约概率极低，“18 幸福人寿”违约概率较低。

九、跟踪评级结论

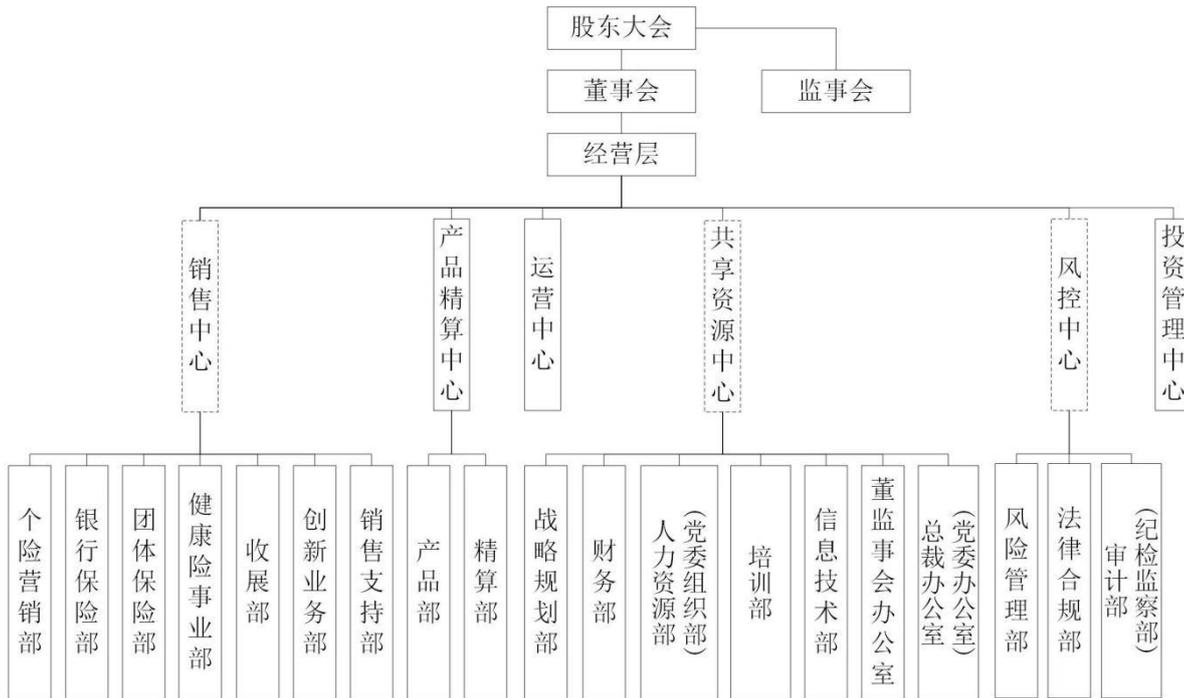
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债券偿还能力等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“15 幸福人寿”信用等级为AAA，维持“18 幸福人寿”信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司主要股东持股情况表（截至 2025 年 3 月末）

股东名称	股份类别	持股金额（亿元）	持股比例（%）
诚泰财产保险股份有限公司	国有股	30.39	30.00
东莞市交通投资集团有限公司	国有股	21.27	21.00
三胞集团有限公司	社团法人股	14.37	14.18
深圳市亿辉特科技发展有限公司	社团法人股	9.39	9.27
陕西煤业化工集团有限责任公司	国有股	8.29	8.19
深圳市拓天投资管理有限公司	社团法人股	7.20	7.10

资料来源：联合资信根据幸福人寿偿付能力报告整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资类资产	拆出资金+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+归入贷款及应收款的投资+长期股权投资+存出资本保证金+投资性房地产+保户质押贷款+其他可计入部分
投资类资产*	拆出资金+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+长期股权投资+存出资本保证金+投资性房地产+其他可计入部分
投资收益率（财务报表计算口径）	$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑收益} + \text{其他业务收入中应计入部分} - \text{其他业务支出中应计入部分}) / [(\text{期初投资类资产余额} + \text{期末投资类资产余额}) / 2] \times 100\%$
投资收益率（财务报表计算口径）*	$(\text{投资收益} + \text{利息收入} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑收益} + \text{其他业务收入中应计入部分} - \text{其他业务支出中应计入部分}) / [(\text{期初投资类资产余额} + \text{期末投资类资产余额}) / 2] \times 100\%$
综合退保率	$\text{本期退保金} / (\text{期初寿险责任准备金} + \text{期初长期健康险责任准备金} + \text{本期期缴保费收入}) \times 100\%$
赔付率	$(\text{赔付支出} - \text{摊回赔付支出}) / \text{已赚保费} \times 100\%$
手续费及佣金率	$\text{手续费及佣金支出} / \text{保险业务收入} \times 100\%$
手续费及佣金率*	$\text{手续费及佣金支出} / \text{保险服务收入} \times 100\%$
综合费用率	$(\text{分保费用} + \text{税金及附加} + \text{手续费及佣金支出} + \text{业务及管理费} - \text{摊回分保费用}) / \text{已赚保费} \times 100\%$
综合费用率*	$(\text{税金及附加} + \text{手续费及佣金支出} + \text{业务及管理费}) / \text{保险服务收入} \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] \times 100\%$
平均净资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) / 2] \times 100\%$
可快速变现资产	货币资金+定期存款+国债+政府债
保险合同准备金	未到期责任准备金+未决赔款准备金+寿险责任准备金+长期健康险责任准备金
准备金赔付倍数	$\text{年末保险合同准备金余额} / (\text{当年赔付支出} + \text{当年退保金})$
实际资本	认可资产-认可负债
认可资产负债率	$\text{认可负债} / \text{认可资产} \times 100\%$
核心偿付能力充足率	$\text{核心资本} / \text{最低资本} \times 100\%$
综合偿付能力充足率	$\text{实际资本} / \text{最低资本} \times 100\%$

注：标*公式适用于执行《企业会计准则第 25 号—保险合同》（财会[2020]20 号，简称“新保险合同会计准则”）以及《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》（财会[2017]8 号）、《企业会计准则第 24 号—套期会计》（财会[2017]9 号）和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会[2017]14 号）（简称“新金融工具会计准则”）的保险企业

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 3-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持