



## 聚焦主业资产优化，公司估值存在改善空间

### —— 复星国际 (0656.HK) 首次覆盖

2024年12月19日

#### 核心观点

- 事件：**复星国际控股子公司复星旅游文化 (1992.HK) 发布公告，计划以协议安排方式回购公司股份，每股现金价 7.8 港元，较停牌前收报溢价 95%。计划生效后，复星旅游文化集团将撤销上市公司地位，届时复星国际将持有公司约 98.44% 权益，此外复星控股将持有 1.56% 权益。
- “健康、快乐、富足、智造” 四足鼎立，业绩保持稳健增长。**复星国际是一家以创新驱动的综合性产业集团，依托复星生态圈，通过内生+外延方式，目前已形成健康、快乐、富足、智造四大业务板块。1H24，公司实现营业收入 978.38 亿元/同比+0.8%；产业运营利润 34.7 亿元，同比+3.0%。其中，1H24 海外收入 458.7 亿人民币/同比+4%，海外收入占比 47%，同比提升约 2 个百分点，国际化战略持续推进
- 战略聚焦重点业务和轻资产运营，分红比例逐步提升。**2020 年以来公司聚焦发展具备核心竞争力的战略业务，大幅退出非战略、非核心资产，回笼资金优化资产结构及财务状况。伴随当前整体现金流和财务结构改善，公司计划将有息债务进一步降至 600 亿人民币，并逐步加强对股东利益的重视，未来分红率计划有序提升。
- 投资建议：**短期而言，近年公司加速执行业务聚焦和优化资产结构战略，整体资产结构已得到显著优化，可有效应对债务及流动性压力。中期看，公司作为一家创新驱动的全球家庭消费产业集团，旗下四大板块业务增长稳健，未来随着公司进一步强化全球化+创新发展战略，业绩增长仍有空间。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 18 亿元/28 亿元/36 亿元，当前股价对应 PE 各为 21X/14X/11X。结合分部估值及 PB 估值方法，当前公司市值仍处于合理水平，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动的风险；汇率波动的风险，产品研发和业务拓展不及预期的风险。

#### 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	198200	214453	231694	251098
(+/-)(%)	13%	8%	8%	8%
归母净利润 (百万元)	1379	1771	2798	3619
(+/-)(%)	156%	28%	58%	29%
EPS (元)	0.17	0.22	0.34	0.44
P/E	27.00	21.48	13.60	10.51

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 复星国际 (0656.HK)

**推荐** 首次评级

#### 分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

#### 市场数据

2024-12-18

股票代码	0656
H 股收盘价(港元)	4.65
恒生指数	19700.48
总股本(亿股)	81.83
实际流通 H 股(亿股)	21.82
流通 H 股市值(亿港元)	101.46

#### 相对恒生指数表现图

2024-12-18



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

## 目录

### Catalog

一、 30 余年深耕，复星铸造全球家庭消费产业集团.....	3
二、 聚焦四大板块，实现多元化布局.....	6
(一) 健康板块：复星医药贡献主要业绩，创新药持续增长.....	6
(二) 快乐板块：消费文旅双驱动，业绩稳健 .....	6
(三) 富足板块：保险业务为公司提供稳定资金来源 .....	8
(四) 智造板块：智能制造与能源产业并行 .....	10
三、 公司估值.....	12
四、 投资建议.....	15
五、 风险提示.....	16

## 一、30 余年深耕，复星铸造全球家庭消费产业集团

**复星国际深耕多元领域 30 余年，布局全球家庭消费。**复星国际有限公司成立于 1992 年，早年以房地产和医药起家，旗下子公司复星医药于 1998 年登陆 A 股市场，后公司陆续参与豫园、国药控股等公司国企混改，与 2007 年在港交所上市。复星国际历经 30 余年的发展，不断拓展至全新的行业与区域，现已发展成为一家创新驱动的全球家庭消费产业集团。目前公司在全球五个大洲超 35 个国家有深度布局，主要业务可分为健康、快乐、富足、智造四大板块。

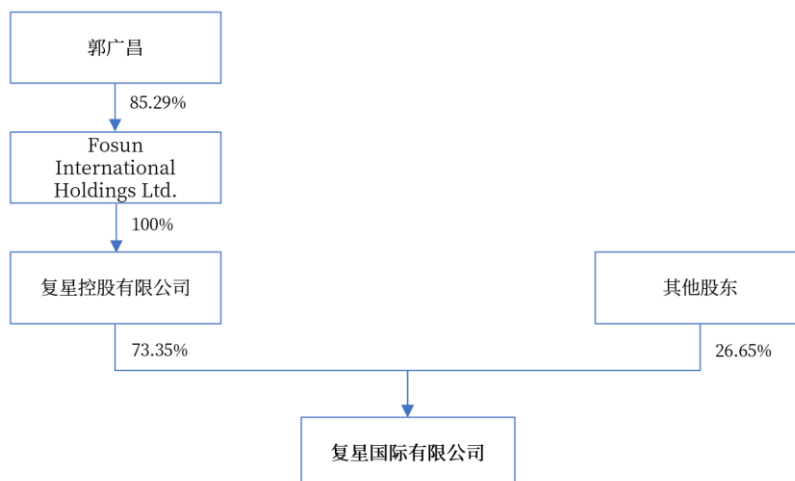
图1：复星国际公司架构图（截至 2024 年 6 月 30 日）

健康			快乐		富足			智造	
医药产品	器械及诊断	健康服务及消费	品牌消费	旅游文化	保险	投资类资管	蜂巢类资管	资源与环境	科技与制造
复星医药 600196.SH 02196.HK 36.04%	复锐医疗科技（以色列） 01696.HK	复星健康* Luz Saude（葡萄牙） 84.87%	豫园股份 600655.SH 61.85%	复星旅文 01992.HK 78.15%	复星葡萄牙保险（葡萄牙） 84.9892%	HAL（德国） 99.74%	28 Liberty（美国） 100%	海南矿业 601969.SH 46.61%	翌耀科技 79.76%
复宏汉霖 02696.HK		上海助立（复星康养） 90.91%	舍得酒业 600702.SH	Club Med（法国）	鼎瑞再保险 86.71%	复星财富控股 100%	BFC（外滩金融中心） 100%	洛克石油（澳大利亚）	万盛股份 603010.SH 29.56%
Gland Pharma（印度） GLAND		三元股份 600429.SH 18.28%	金徽酒 603919.SH	三亚亚特兰蒂斯	复星保德人寿 50%	复星创富 100%	IDERA（日本） 98%		捷威动力 49.95%
国药控股 01099.HK		宝宝树* 01761.HK 29.90%	复星体育（卢森堡） 92.01%	复游会*	永安财险 14.69%	上海智盈（复星锐正） 100%	PAREF（法国） PARPA 59.878%		
			百合佳缘* 72.36%		复星联合健康保险 28.40%	BCP（葡萄牙） BCP.LS 20.03%			
			薄荷健康* 72.36%			菜鸟 3.67%			
			复朗集团 LANV.NYS E						
			St Hubert（法国）						

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院；实线框内公司是集团并表企业，虚线框内公司是集团非并表企业。\*公司是集团 C 端置顶渠道

**公司股权结构高度集中。**从股权结构上来看，复星国际有限公司由复星控股有限公司持股 73.35%。创始人郭广昌则持有复星国际控股（Fosun International Holdings Ltd.）85.29%的股权，并通过复星国际控股 100%控股复星控股有限公司。公司股权结构高度集中，创始人公司战略方向掌控力强，决策效率较高。

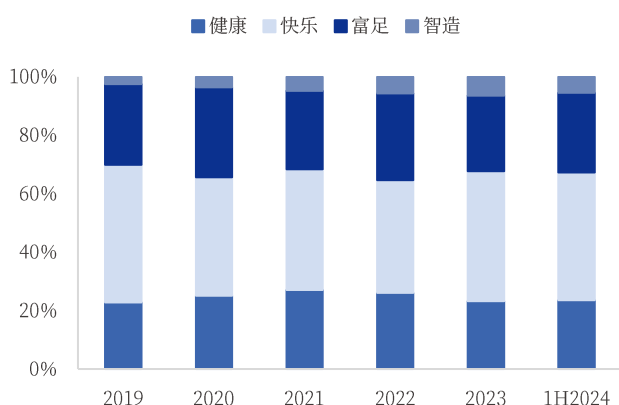
图2: 复星国际股权穿透图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

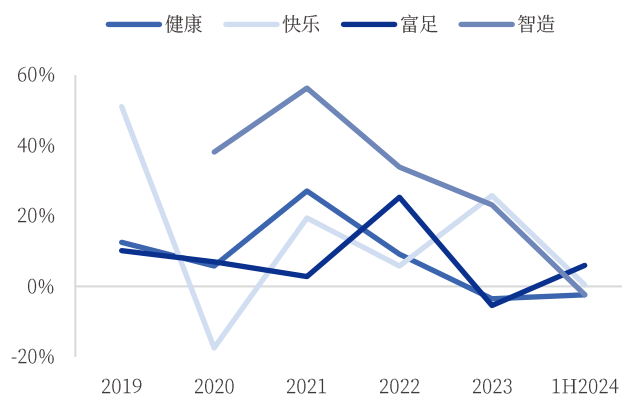
**快乐板块稳居营收主力, 智造板块增速领跑。**从营收情况来看, 四大业务板块中快乐板块为公司收入的主要来源, 在历年营收占比中基本保持在 40%以上, 截至 1H24, 公司健康/快乐/富足/智造板块营收占比分别为 23.6%/43.7%/27.3%/5.4%。增速方面, 智造板块自 2020 年单列以来增速显著优于其他板块, 2019-2023 CAGR 达 37.4%

图3: 四大业务板块营收占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

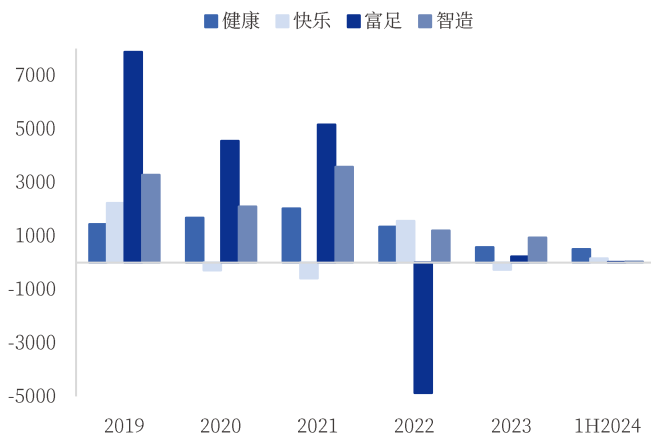
图4: 复星国际各业务板块营收增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

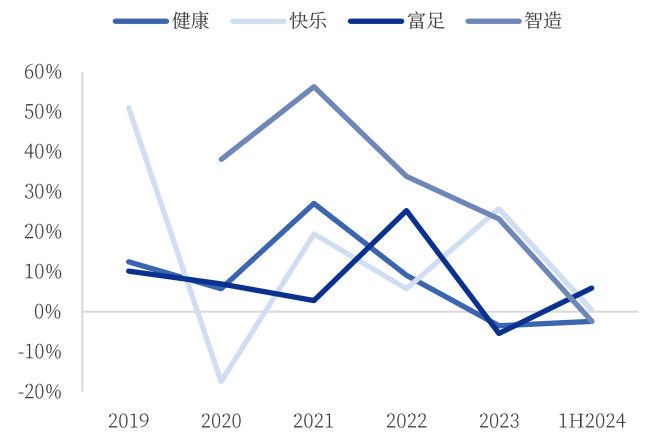
**各板块完成扭亏, 盈利格局重塑。**盈利能力方面, 疫情以来公司各板块的盈利规模和盈利能力均受到显著影响, 整体格局有所调整。2019-2021 年期间, 富足板块是公司的主要盈利来源, 归母净利占比稳定在 50%以上, 但受资本市场波动影响, 盈利能力随后大幅下滑。截至 2024 年上半年 (1H24), 各板块均实现扭亏, 其中健康板块表现突出, 以 68.3%的归母净利占比成为公司最主要的利润贡献来源, 归母净利率达 2.19%。相较之下, 快乐、富足和智造板块盈利能力较弱, 归母净利率分别为 0.4%、0.1%和 0.9%。

图5: 四大业务板块归母净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图6: 四大板块归母净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

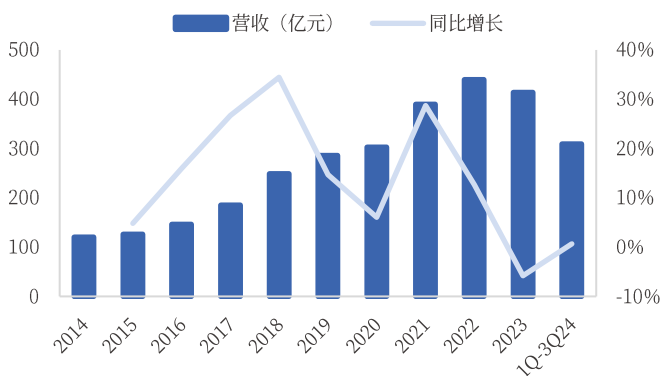
## 二、 聚焦四大板块， 实现多元化布局

### (一) 健康板块：复星医药贡献主要业绩， 创新药持续增长

**医药板块创新引领， 构筑全面健康生态。**医药板块是复星国际最早布局的业务领域之一， 旗下复星医药自 1998 年上市以来， 公司不断通过收购和战略合作来完善医药产业链。目前， 公司的健康板块细分为三个主要领域： 生物制药、 医疗器械与诊断、 以及健康服务， 成功构建了医疗级的一站式、 全场景的健康生态系统。截至 1H24， 健康板块营收 232.6 亿元， 同比-2.4%， 归母净利 5.1 亿元， 同比+43.0%， 利润大幅增长主要由于去年同期投资类资产录得一次性处置亏损导致。

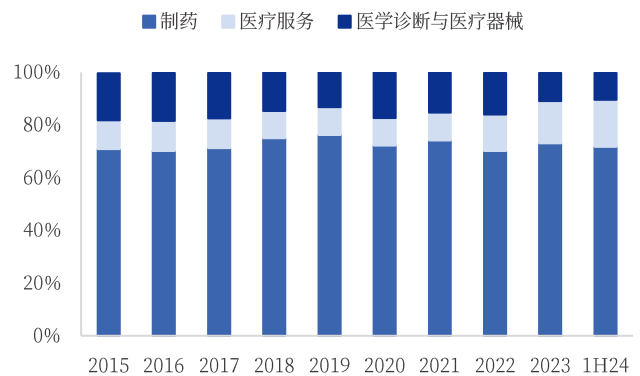
**复星医药： 健康板块核心， 不断调整业务结构以适应市场变化。**复星医药是复星国际健康板块的核心企业， 其直接经营的业务涵盖制药、 医疗器械、 医学诊断和医疗健康服务， 并通过持股国药控股扩展到医药商业领域。从行业分布来看， 复星医药的主要收入来源仍是制药板块， 截至 2024 年上半年， 制药板块、 医疗服务、 医学诊断与医疗器械的营收占比分别达到了 71.7%、 17.9% 和 10.1%。新冠疫情期间相关产品需求的大幅下降导致医学诊断与医疗器械的收入占比持续下降， 而医疗服务的占比则显示出增长趋势。

图7： 复星医药营收及及同比增速



资料来源： 公司公告， 中国银河证券研究院

图8： 复星医药营收构成



资料来源： 公司公告， 中国银河证券研究院

**制药业务聚焦三大核心领域， 以研发创新驱动成长。**制药业务作为公司核心业务， 可细分为创新药业务、 成熟产品及制造业务以及疫苗业务。其中， 创新药产品上市带来的产品结构优化和销售增长为公司近期业绩表现的主要驱动因素。公司专注于符合现代医学和临床需求的疾病与技术领域， 通过自研、 合作开发、 引进许可及深度孵化等方式， 推动创新技术和产品的开发与应用。2024 年上半年， 公司自主研发及许可引进的 4 个创新药/生物类似药共 9 项适应症于境内外获批、 4 个创新药/生物类似药共 9 项适应症 进入上市前审批/关键临床阶段， 同时公司还有 38 个仿制药品种于境内外获批（其中境内获批 24 个、 海外获批 14 个）。在创新药的驱动下， 公司业绩稳步提升。

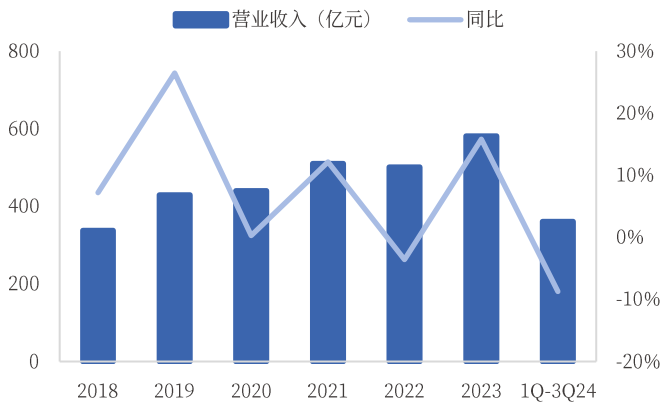
### (二) 快乐板块： 消费文旅双驱动， 业绩稳健

**快乐板块围绕家庭消费及文旅产业展开， 打造全产业快乐生态系统。**快乐板块布局广泛， 以深度产业运营和产业投资驱动， 现以构造起了全球化、 全产业链的生态系统。品牌消费以豫园股份、 复朗集团、 复星体育等为平台， 覆盖了珠宝时尚、 白酒、 C 端平台、 时尚品牌、 食品、 餐饮、 美丽健康、 体育、 文化商业、 宠物等细分赛道。文旅产业则以复星旅文作为平台， 包含 Club Med 及其他、 三亚亚特兰蒂斯、 度假资产管理公司、 和复游会相关业务四大业务板块。

**豫园股份收入稳健， 资产处置致使盈利能力承压。**成立于 1987 年， 于 1990 年以“豫园商场”

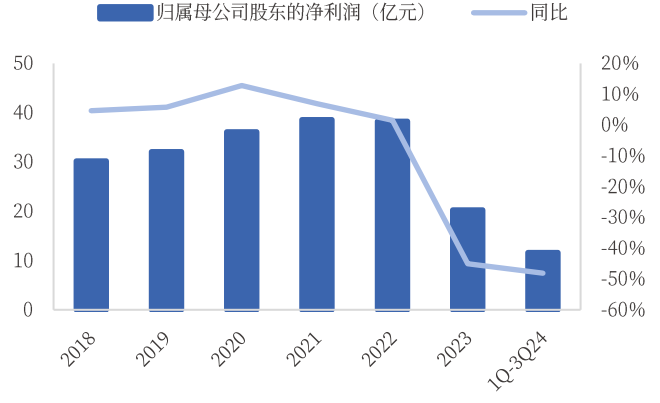
的名称在上交所挂牌上市，被称为“中华商业第一股”，2018年资产重组后复星持股比例上升至接近70%，复星成为公司实控人。豫园股份近年来营收情况稳健，但今年前三季度营收情况略有下滑，主要归因于黄金珠宝终端消费承压。同时，公司2023年起归母净利大幅下滑，主要由于公司处置非核心资产项目产生的投资收益减少导致。

图9：豫园股份营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

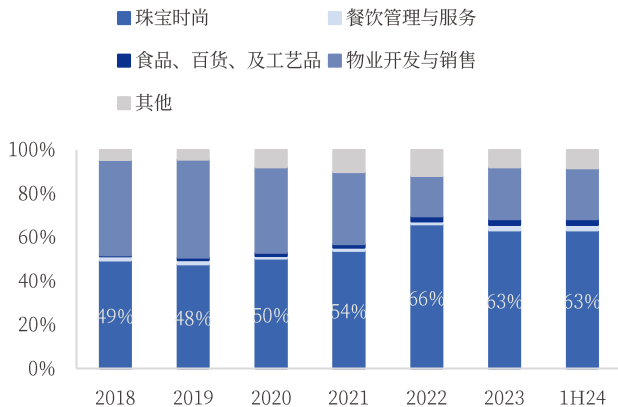
图10：豫园股份归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

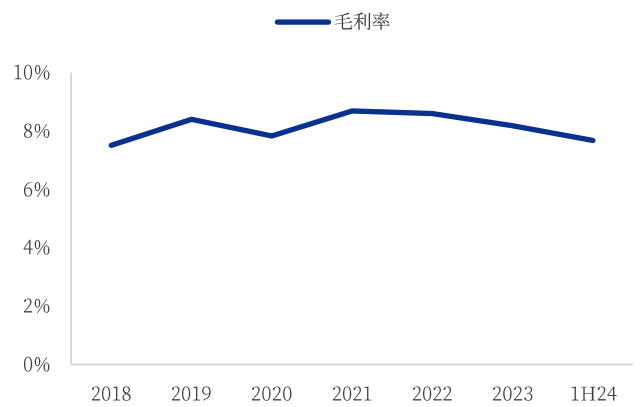
**豫园股份珠宝板块展新动能，门店扩张与品牌升级并进。**豫园股份的珠宝时尚板块是其主要收入来源，稳定占据60%以上的收入比例，毛利率虽在2024年上半年因金价波动小幅下滑至7.7%，但总体表现稳健。该板块主要由“老庙”和“亚一”两大黄金品牌支撑，上半年两品牌门店净增103家，总数达到5097家。为应对金价波动并进一步扩展业务，豫园股份积极升级其发展模式，强化产品力、渠道力和运营力。公司着力增强东方生活美学的内涵，开发差异化产品，并调整商业模式，推出新模式智能门店。截至第三季度，老庙智能门店数量已达558家，预计到年底将增至800家，显示出其在市场中的活跃布局和适应能力。

图11：豫园股份业务板块营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：珠宝时尚板块毛利率



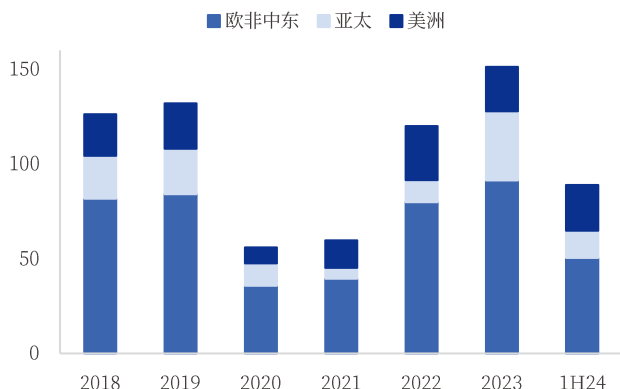
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**复星旅游文化集团：塑造全球旅游度假产业新典范。**复星旅游文化集团成立于2009年，于2015年完成对Club Med的收购，并于2018年开启三亚亚特兰蒂斯的运营，现为全球领先的综合性旅游休闲度假集团之一。集团旗下品牌及产品包括在全球运营60余座度假村的精致“一价全包”度假的全球领导者地中海俱乐部，一站式海洋主题的高端综合度假目的地三亚·亚特兰蒂斯，一站式国际旅游休闲度假目的地太仓阿尔卑斯国际度假区与丽江地中海国际度假区、复星旅文全球会员平台复游会等。

**公司疫后营收情况快速回升，增速稳定。**2023年以来，随着疫情防控措施的全面放松，居民旅

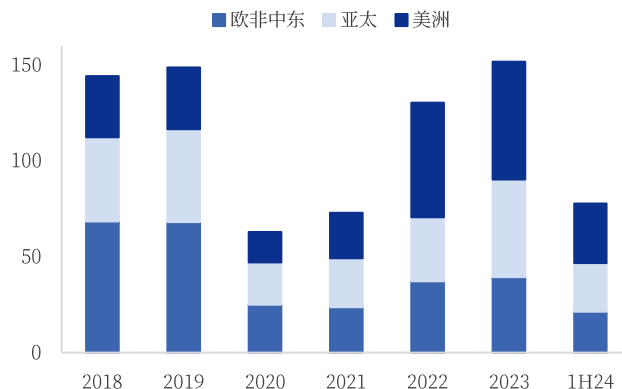
游需求显著复苏，显著提振了 Club Med 和三亚亚特兰蒂斯的运营情况。据公司 2023 年的数据分析显示，Club Med 及三亚亚特兰蒂斯的营收已恢复至疫情前的水平，此外，旅游人次和入住率的增长也验证了复苏的持续性趋势。进入 2024 年上半年，两个核心业务的表现继续显示出稳定的增长势头，未来增量空间可期。

图13: Club Med 营业额 (亿元) 拆分



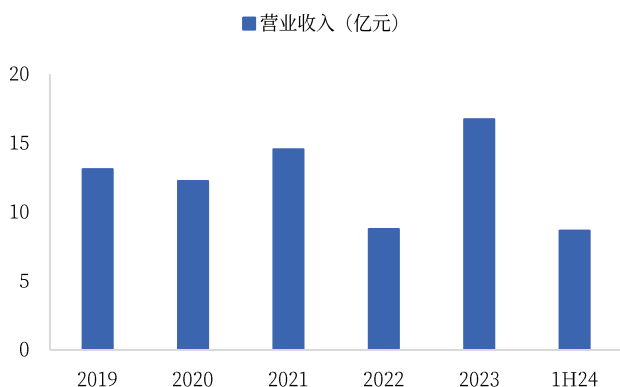
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图14: Club Med 客户人次 (万人) 拆分



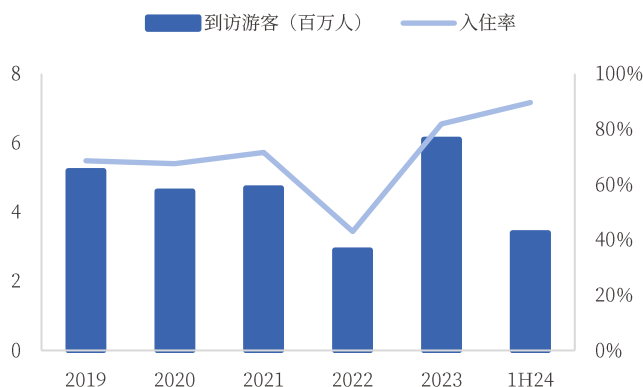
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: 三亚亚特兰蒂斯营收



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 三亚亚特兰蒂斯到访游客和入住率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 富足板块: 保险业务为公司提供稳定资金来源

**建立全球资产管理生态, 支持产业增长与资产协同。**富足板块依托保险为主的金融基础资产, 在实现保险与产业资产配置协同的基础上, 利用集团深度产业运营能力和全球投资能力, 搭建全球资产管理生态体系, 以支持公司四大板块的产业增强。板块主要由保险业务和资管业务组成, 保险设计境内外保险操作, 涵盖寿险、财产保险、再保险等多种产品, 为集团提供稳定的资金来源和风险管理; 资管业务则分为投资类资管和蜂巢类资管, 前者聚集资本高效运作, 后者则涵盖分布在中国、亚太区、欧洲以及美洲的综合性地产类项目, 资产种类包括住宅、办公、商业、酒店、基础设施及物流等产业。



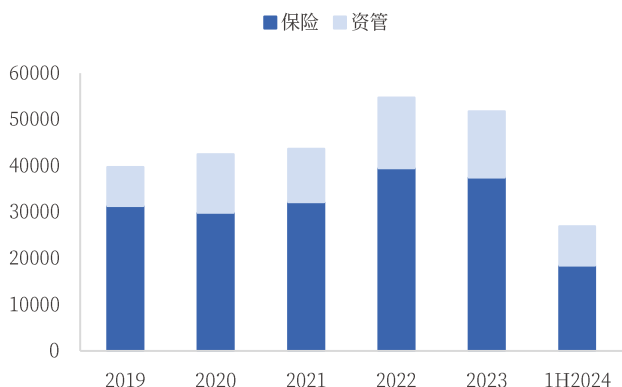
表1: 富足板块业务梳理

细分板块	公司名称	持有权益	业务情况
保险	复星葡萄牙保险	85%	1H24 众星葡萄牙保险在葡萄牙市场市占率约为 27.4%，报告期内，公司毛保费总额为 28.1 亿欧元/同比+5.9%，其中，非寿险保费和合并寿险保费分别为 15.9 亿欧元/12.2 亿欧元，同比+8.3%/+2.9%。
	鼎睿再保险	86.7%	2023 年，鼎睿再保险实现毛保费收入 17.61 亿美元（2022 年：美元 22.95 亿美元），再保险收入 15.56 亿美元（2022 年：18.22 亿美元）。2023 年，鼎睿再保险获得贝氏授予 A-（优秀）评级。
	复星保德信人寿	50%	2023 年公司总保费收入为人民币 443.46 亿元，同比增长 77.45%；代理人渠道、银邮代理渠道与专业经代渠道新单保费同比分别增长 23%、161%、222%。
	复星联合健康保险	20%	2023 年公司实现保险业务收入 41.25 亿人民币。同比+6%，累计服务客户数超 684 万人次，同比+2.9%，官方用户端应用「康有唯」新增注册会员数超过 26.8 万人，累计注册会员数达到 59.5 万人。
投资类资管	复星创富	100%	自成立起，复星创富已投资过百家企业，超过 50 家企业已成功通过国内或海外上市、股权转让等多种途径实现退出。截至 2023 年年末，复星创富旗下累计管理 24 只基金，资产管理规模超过人民币 200 亿元。2023 年，复星创富投资企业中有 14 家申报 IPO，其中一家已成功上市，三家已获相关交易所发行批文，四家已获相关交易所上市审核委员会通过。
	复星锐正（上海智盈股权投资管理有限公司）	100%	复星锐正长期聚焦于全球主要经济增长区域中高成长、高科技企业的投资，打造出具有影响力的全球化产业创新生态。截至 2023 年年末，复星锐正总管理规模近人民币 100 亿元，已投资百余家优质企业。报告期内，复星锐正已投资 12 家科技新技术、新能源、新出海领域优质企业，已投资项目超 20 个实现退出。
	BCP	26%	2023 年 BCP 合并口径核心净收入（净利息收入加上净费用和佣金收入扣除运营成本，剔除一次性因素影响）为欧元 2,434.8 百万元，较去年同比+31.7%。
	BFC 外滩金融中心	100%	BFC 主要业务包括：1) 办公：超甲级办公楼租赁业务，截至 2023 年年末出租率 90%；2) 零售：入驻 200 余家商户品牌，其中各类首店约 30 家；3) 餐饮，汇聚超四家米其林星级餐厅及国际化高品质餐厅，包含蝉联米其林二星的意大利传奇餐厅「DA VITTORIO SHANGHAI」等；4) 健康，包括 BFC FITNESS 健身会馆及高端医疗诊所「卓尔荟」等；5) 艺术，上海复星艺术中心。
蜂巢类资管	BFC 外滩金融中心	100%	BFC 主要业务包括：1) 办公：超甲级办公楼租赁业务，截至 2023 年年末出租率 90%；2) 零售：入驻 200 余家商户品牌，其中各类首店约 30 家；3) 餐饮，汇聚超四家米其林星级餐厅及国际化高品质餐厅，包含蝉联米其林二星的意大利传奇餐厅「DA VITTORIO SHANGHAI」等；4) 健康，包括 BFC FITNESS 健身会馆及高端医疗诊所「卓尔荟」等；5) 艺术，上海复星艺术中心。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

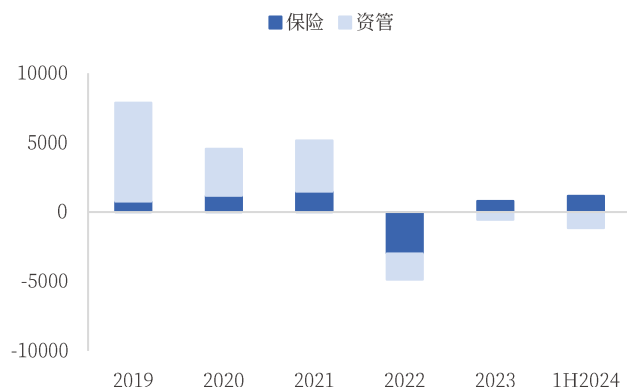
**保险板块成功扭亏，资管仍承压。**从往年情况来看，保险业务为富足板块的主要营收贡献来源，资管业务则为主要利润贡献来源。疫情期间资本市场波动导致保险公司持有的投资资产价格下跌，同时 2022 年期间多次重大自然灾害导致了巨额保险赔付，致使 2022 年保险和资管板块利润均承压，保险板块现阶段已成功扭亏，增势较为乐观。而资管板块及时调整投资组合，在 2023 年时成功将亏损程度收窄，1H24 公司资管板块归母净利润为-11.4 亿元，主要系出售联营企业 BCP 部分股权导致本集团分占其利润下降及一次性处置亏损所致。

图17: 富足板块营业收入 (百万元) 拆分



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图18: 富足板块归母净利润 (百万元) 拆分



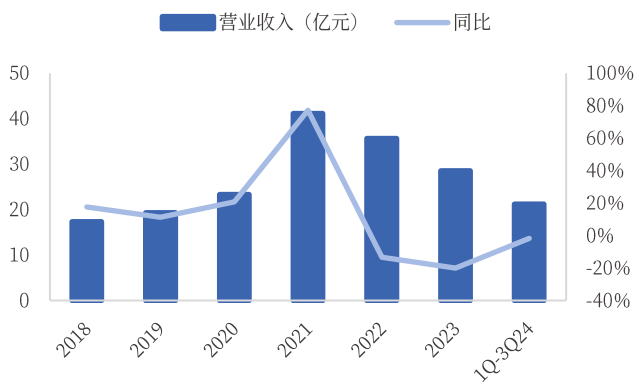
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

#### (四) 智造板块: 智能制造与能源产业并行

智造板块主要以战略性资源、功能性新材料、和智能制造产业为主题, 赋能产业高端化、智能化、绿色化转型。公司业务可细分为智造科技与绿色资源。智造科技主要由万盛股份和翌耀科技组成, 前者专攻先进材料核心技术和服务制造业高端化升级, 后者则作为智造系统引领者, 助力制造业完成智能化转型。绿色资源板块核心公司为海南矿业, 公司业务布局包括铁矿石、石油、天然气和新能源产业。

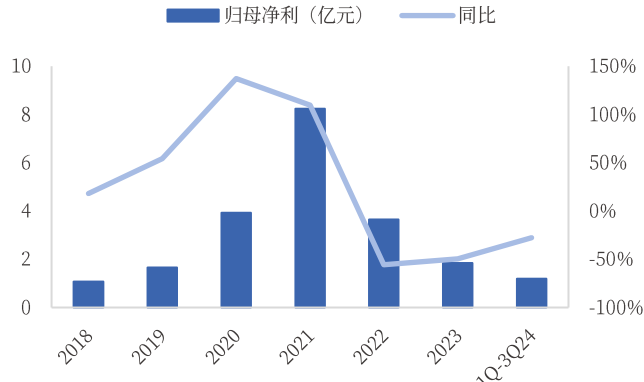
公司为全球磷系阻燃剂巨头, 受行业景气度影响业绩承压。万盛股份为全球最主要的磷系阻燃剂生产、供应商, 深耕行业 20 余年, 公司已形成了多元化的业务板块, 目前旗下拥有四大生产基地、2 个研究院, 阻燃剂、家庭及个人护理品、胶助剂、催化剂、涂料助剂五大事业部。同时公司在欧洲、英国、美国、和香港均设有子公司, 其产品销售布局涵盖美国、欧洲、南美、含国、日本、东南亚等 40 余个国家和地区。目前, 由于行业景气度较低需求减弱, 主要产品单吨毛利下降, 导致公司营收和盈利能力承压。

图19: 万盛股份营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图20: 万盛股份归母净利润及增速

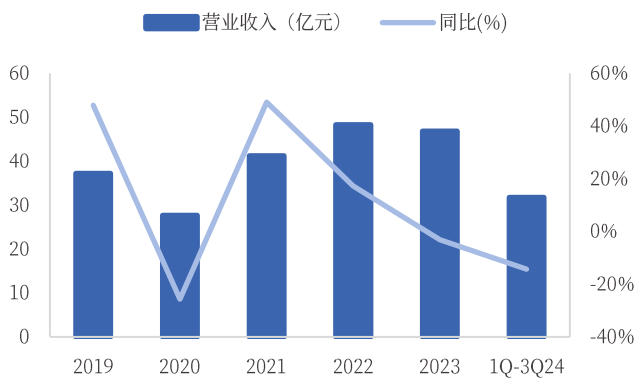


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

从单一铁矿业务到多元化产业战略, 公司迈向新能源赛道。海南矿业成立于 2007 年, 2014 年于上交所上市, 2019 年收购洛克石油 51% 股权, 自此公司摆脱了铁矿石单一业务, 开始以双主业运行, 当前公司细分业务主要包括铁矿石采选、加工及销售、石油、天然气勘探开发及销售、大宗商品贸易及加工、砂石料生产与销售。同时, 公司积极扩大产业布局, 坚持可持续、高质量发展战略, 2023 年, 公司获得位于非洲马里的 Bougouni 锂矿控股权, 公司正式进入以锂资源为主的新能源

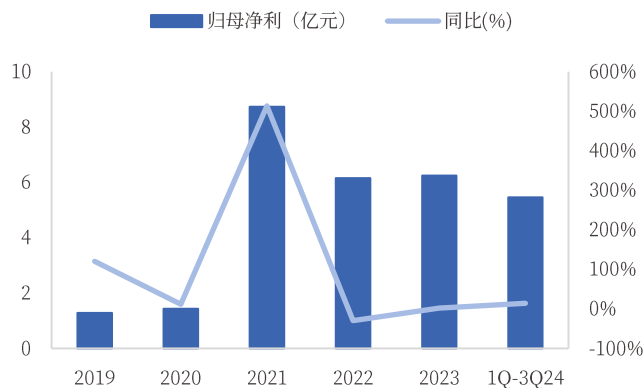
赛道。2024 年 12 月，海南矿业发布公告称公司拟通过向海南域宁发行股份购买其持有的 ATZ Mining 47.63%股权以及 Felston 36.06%股权，并通过海南矿业拟为本次交易设立的境外全资子公司以支付现金的方式购买 ATZ Investment 持有的 ATZ Mining 20.41%股权以及 Felston 15.46%股权，从而合计收购取得 ATZ Mining 68.04%股权以及 Felston 51.52%股权，标的公司主营业务为重矿砂精矿采选，包含对锆钛矿原矿的开采、初步分选、运输出口等流程。受铁矿石和大宗商品贸易及加工业务市场需求和价格波动，公司今年来营收和盈利端均承压，但公司不断探索新赛道，完善产业布局，在新能源板块发展带动下公司有望构建更加优质和平衡的产业结构。

图21: 海南矿业营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图22: 海南矿业归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 三、公司估值

公司涉及行业和板块较多，因此我们决定使用分部估值法，通过分别给予复星国际四大核心子公司估值（复星医药、豫园股份、复星旅文、葡萄牙保险）以求得集团总估值。

**1.复星医药：**据 Wind 一致预测，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 31.2 亿元/37.8 亿元/44.6 亿元，对应 PE 估值 22.3X/18.3X/15.6X，公司主要经营内容包括制药、医疗器械、医疗服务等，因而选取恒瑞医药、瀚森制药、华东医药、和中国生物制药作为可比公司。可比公司 2024 年预估 PE 均值为 28X，由于复星医药相对可比公司规模较小，给予复星医药 PE 为 25X，对应市值为 779 亿元。

表2: 复星医药及可比公司

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
600276.SH	恒瑞医药	46.59	0.73	0.94	1.05	1.26	64.17	49.72	44.21	36.94
3692.HK	翰森制药	18.48	0.52	0.68	0.63	0.73	35.54	27.07	29.16	25.44
000963.SZ	华东医药	35.99	1.66	1.90	2.19	2.51	21.72	18.90	16.40	14.32
1177.HK	中国生物制药	3.01	0.13	0.19	0.17	0.21	23.15	15.44	17.25	14.46
	平均数						36.15	27.78	26.75	22.79
600196.SH	复星医药	25.96	1.10	1.17	1.42	1.67	23.56	22.25	18.33	15.55

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

**2.豫园股份：**据 wind 一致预测，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.5 亿元/22.2 亿元/25.4 亿元，对应 PE 估值为 13.9X/11.7X/10.2X，公司主营业务为珠宝时尚，另外对餐饮、百货、酒业等多个领域均有覆盖，因此挑选老凤祥、周大生、潮宏基、和中国黄金作为可比公司，可比公司 2024 年 PE 均值为 14X。由于豫园股份业务更加多元化，且其他重点业务近年来增速可观，给予公司 PE 估值为 15X，对应市值为 278 亿元。

表3: 豫园股份及可比公司

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
600612.SH	老凤祥	54.20	4.46	4.03	4.46	4.90	12.16	13.44	12.15	11.06
002867.SZ	周大生	14.23	1.26	1.05	1.20	1.35	11.26	13.59	11.90	10.58
002345.SZ	潮宏基	5.51	0.44	0.41	0.49	0.56	12.52	13.29	11.30	9.78
600916.SH	中国黄金	8.92	0.60	0.62	0.71	0.80	14.79	14.40	12.61	11.21
	平均数						12.68	13.68	11.99	10.66
600655.SH	豫园股份	6.63	0.78	0.48	0.57	0.65	8.49	13.93	11.65	10.18

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

**3.复星旅文：**据 wind 一致预测，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.5 亿元/4.1 亿元/4.8 亿元，对应 PE 估值为 24.4X/20.6X/17.8X，公司主营业务覆盖全包围度假酒店和景区业务，因此选取宋城演艺、中青旅、锦江酒店、和首旅酒店作为可比公司，可比公司 2024 年 PE 均值为 26X，给予复星旅文同样估值，对应市值为 90 亿元。

表4: 复星旅文及可比公司

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
300144.SZ	宋城演艺	9.96	0.13	0.43	0.51	0.57	77.57	23.28	19.69	17.47
600138.SH	中青旅	10.74	0.33	0.29	0.38	0.46	32.39	37.10	28.06	23.31
600754.SH	锦江酒店	26.81	1.07	1.19	1.32	1.54	25.06	22.53	20.37	17.42
600258.SH	首旅酒店	15.36	0.72	0.76	0.86	0.98	21.48	20.27	17.83	15.65
	平均数						39.12	25.80	21.49	18.46
1992.HK	复星旅文	6.95	0.25	0.28	0.33	0.39	27.79	24.71	20.86	18.00

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

**4.复星葡萄牙保险:** 公司 2024 年预计净资产为 225 亿元, 业务分布境内外各类保险产品, 因此选取中国平安、中国人寿、及中国太保为可比公司, 可比公司 2024 年 PB 平均值为 1.4X, 由于公司规模较可比公司相比较小, 因此给予 PB 值 1X, 对应市值为 225 亿元。

表5: 复星葡萄牙保险可比公司

股票代码	公司简称	收盘价	BPS (元)				PB			
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
601318.SH	中国平安	52.94	49.37	52.92	57.11	61.01	1.07	1.00	0.93	0.87
601628.SH	中国人寿	41.64	16.28	20.03	21.94	24.51	2.56	2.08	1.90	1.70
601601.SH	中国太保	33.88	25.94	29.77	33.60	37.94	1.31	1.14	1.01	0.89
	平均数						1.65	1.41	1.28	1.15

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

**公司股价较目标价仍有差距, 未来上涨潜力可观。** 总结来看, 四大核心子公司对复星国际的股权价值合计为 738 亿元, 我们认为公司资产负债表较为稳定, 因此以 1H24 中报为准, 我们预计 2024 年其他净资产和集团层面净负债分别为 1045 亿元/750 亿元。考虑到当前市场不确定性较大, 我们决定给予 0.8X PB 估值倍数, 同时考虑 15%流动性折价, 集团目标市值为 507 亿元, 对应目标价为 7.5 港元, 相比 12 月 18 日收盘价的 4.7 港元, 我们认为公司股价仍被低估, 未来增长潜力较大。

表6: 众星国际 SOTP 估值表

	2024 年归母净利润/净资产预测 (亿元)	2024 年 PE/PB 估值	目标市值 (亿元)	持股比例	股权价值 (亿元)	股权价值 (亿港元)
复星医药	31	27X PE	779	36%	281	299
豫园股份	19	15X PE	278	62%	172	183
复星旅文	3	26X PE	91	78%	71	76
复星葡萄牙保险	225	1X PB	225	85%	191	204
合计			1373		715	763
复星其他资产	1,330	0.8X PB	1,063.68		1,064	1,134
合计价值					1,779	1,897
折价后价值					1,423	1,518
集团层面净负债					750	800
SOTP 估值					673	718
流动性折价					15%	15%

目标市值					572	610
总股本					82	87
对应目标价					7.0	7.5

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 四、投资建议

---

短期而言，近年公司加速执行业务聚焦和优化资产结构战略，整体资产结构已得到显著优化，可有效应对债务及流动性压力。中期看，公司作为一家创新驱动的全球家庭消费产业集团，旗下四大板块业务增长稳健，未来随着公司进一步强化全球化+创新发展战略，业绩增长仍有空间。我们预计2024-2026年公司归母净利分别为18亿元/28亿元/36亿元，当前股价对应PE各为21X/14X/11X。结合分部估值及PB估值方法，当前公司市值仍处于合理水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 五、风险提示

---

- 1) 宏观经济波动的风险；
- 2) 汇率波动的风险；
- 3) 产品研发和业务拓展不及预期的风险。



## 图表目录

图 1: 复星国际公司架构图 (截至 2024 年 6 月 30 日)	3
图 2: 复星国际股权穿透图	4
图 3: 四大业务板块营收占比	4
图 4: 复星国际各业务板块营收增速	4
图 5: 四大业务板块归母净利润 (百万元)	5
图 6: 四大板块归母净利率	5
图 7: 复星医药营收及及同比增速	6
图 8: 复星医药营收构成	6
图 9: 豫园股份营收及及同比增速	7
图 10: 豫园股份归母净利及同比增速	7
图 11: 豫园股份业务板块营收占比	7
图 12: 珠宝时尚板块毛利率	7
图 13: Club Med 营业额 (亿元) 拆分	8
图 14: Club Med 客户人次 (万人) 拆分	8
图 15: 三亚亚特兰蒂斯营收	8
图 16: 三亚亚特兰蒂斯到访游客和入住率	8
图 17: 富足板块营业收入 (百万元) 拆分	10
图 18: 富足板块归母净利润 (百万元) 拆分	10
图 19: 万盛股份营业收入及增速	10
图 20: 万盛股份归母净利及增速	10
图 21: 海南矿业营业收入及增速	11
图 22: 海南矿业归母净利及增速	11
表 1: 富足板块业务梳理	9
表 2: 复星医药及可比公司	12
表 3: 豫园股份及可比公司	12
表 4: 复星旅文及可比公司	13
表 5: 复星葡萄牙保险可比公司	13
表 6: 众星国际 SOTP 估值表	13

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	296,032	284,195	276,543	272,519
现金	73,218	-18,953	-107,261	-192,642
应收账款及票据	14,414	15,596	16,850	18,261
存货	0	0	0	0
其他	208,400	287,552	366,953	446,900
非流动资产	228,110	230,450	232,790	235,130
固定资产	55,227	55,227	55,227	55,227
无形资产	87,092	87,092	87,092	87,092
其他	85,791	88,131	90,471	92,811
资产总计	524,142	514,645	509,333	507,649
流动负债	134,014	117,648	101,486	85,770
短期借款	82,216	58,153	34,090	10,027
应付账款及票据	26,408	28,573	30,870	33,456
其他	25,390	30,922	36,526	42,287
非流动负债	211,924	211,924	211,924	211,924
长期债务	211,924	211,924	211,924	211,924
其他	0	0	0	0
负债合计	345,938	329,572	313,410	297,694
普通股股本	37,287	37,287	37,287	37,287
储备	90,054	91,825	94,624	98,243
归属母公司股东权益	124,937	126,708	129,507	133,126
少数股东权益	83,638	88,735	96,787	107,200
股东权益合计	208,575	215,443	226,293	240,326
负债和股东权益	554,512	545,015	539,703	538,020

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9,824	-5,936	-3,985	-3,057
净利润	1,379	1,771	2,798	3,619
少数股东权益	3,968	5,097	8,052	10,413
折旧摊销	10,557	0	0	0
营运资金变动及其他	-6,080	-12,804	-14,835	-17,090
投资活动现金流	17,587	-48,769	-47,818	-46,783
资本支出	-13,172	0	0	0
其他投资	30,760	-48,769	-47,818	-46,783
筹资活动现金流	-39,666	-37,467	-36,504	-35,541
借款增加	-18,143	-24,063	-24,063	-24,063
普通股增加	-180	0	0	0
已付股利	-36	-13,404	-12,441	-11,479
其他	-21,307	0	0	0
现金净增加额	-12,255	-92,172	-88,307	-85,381

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	198,200	214,453	231,694	251,098
其他收入	2,026	0	0	0
营业成本	113,729	123,055	132,948	144,082
销售费用	20,873	21,445	22,011	22,599
管理费用	28,436	30,023	27,803	27,621
研发费用	0	0	0	0
财务费用	9,460	11,207	13,010	14,696
除税前溢利	7,872	10,111	15,973	20,658
所得税	2,525	3,243	5,123	6,625
净利润	5,347	6,869	10,850	14,033
少数股东损益	3,968	5,097	8,052	10,413
归属母公司净利润	1,379	1,771	2,798	3,619
EBIT	17,331	21,318	28,982	35,354
EBITDA	27,888	21,318	28,982	35,354
EPS (元)	0.17	0.22	0.34	0.44

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13.00%	8.20%	8.04%	8.37%
归属母公司净利润	156.00%	28.45%	57.97%	29.33%
毛利率	42.62%	42.62%	42.62%	42.62%
销售净利率	0.70%	0.83%	1.21%	1.44%
ROE	1.10%	1.40%	2.16%	2.72%
ROIC	2.34%	2.98%	4.17%	5.20%
资产负债率	66.00%	64.04%	61.53%	58.64%
净负债比率	105.92%	134.16%	156.11%	172.51%
流动比率	2.21	2.42	2.72	3.18
速动比率	2.21	2.42	2.72	3.18
总资产周转率	0.29	0.41	0.45	0.49
应收账款周转率	14.35	14.29	14.28	14.30
应付账款周转率	4.48	4.48	4.47	4.48
每股收益	0.17	0.22	0.34	0.44
每股经营现金流	1.20	-0.73	-0.49	-0.37
每股净资产	15.23	15.48	15.83	16.27
P/E	27.00	21.48	13.60	10.51
P/B	0.30	0.30	0.29	0.29
EV/EBITDA	9.27	15.34	13.50	12.80
EV/EBITDA	2.78	1.43	0.33	-0.65
PS	0.30	0.26	0.22	0.20

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾熹闻** 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn