

聚焦主业，资产提质

核心观点

公司下属健康板块包括复星医药、复宏汉霖、复锐医疗科技等多家上市公司，医药产业全方位布局；快乐板块拥有豫园商城、老庙黄金、Club Med、三亚亚特兰蒂斯等多个优质资产和品牌；富足板块控股复星葡萄牙保险、鼎锐再保险、HAL、BFC等全球化布局的多元资产。现阶段公司积极实施聚焦主业，瘦身健体”的战略，公司资产质量有望持续回升，市净率处于低位，值得关注。

事件

2024 年公司实现营业收入 1923.22 亿元，同比减少 3.03%；实现净亏损 43.49 亿元，同比转亏，主要由于快乐和富足板块的部分项目亏损，但公司产业运营利润（包含公司下属产业运营附属公司及权益法核算的联营及合营企业的利润贡献）达到 49 亿元，较 2023 年同期基本稳定。

简评

健康板块全方位布局：复星医药直接运营的业务包括制药、医疗器械、医学诊断、医疗健康服务，并通过参股国药控股覆盖到医药商业领域。（1）核心制药板块涵盖创新药、成熟产品和疫苗三大领域：创新药聚焦肿瘤（实体瘤/血液瘤）与免疫炎症治疗；成熟产品通过首仿药、复杂制剂、改良型新药研发及产线整合实现降本增效；疫苗板块依托细菌性/病毒性技术平台推进自研与合作管线。重点产品包括：汉利康（首个国产利妥昔单抗，适应症覆盖淋巴瘤、白血病及类风湿关节炎，国内首个获批 RA 治疗）；汉曲优（中欧美三地获批曲妥珠单抗，全球 50 余国上市，适应症为 HER2 阳性乳腺癌及胃癌）；汉斯状（首个欧盟批准用于广泛期小细胞肺癌的 PD-1 单抗，覆盖肺癌、食管癌等癌种，获五大 CSCO 指南推荐）；奕凯达（国内首个 CAR-T 产品，适应症为复发/难治性大 B 细胞淋巴瘤，纳入 110+ 城市惠民保及 80+ 商业保险，治疗中心覆盖 28 省市）。（2）医疗器械板块形成医疗美容、呼吸健康与专业医疗三大产品矩阵，覆盖消费与专业医疗场景；医学诊断业务以生化诊断根基，向免疫/分子/微生物/病理诊断及居家检测延伸。（3）医疗健康服务业务包括以大湾区为重点的综合性医疗机构以及康复专科连锁。

复星国际(0656.HK)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

魏佳奥

SAC 编号:S1440524050001

沃昕宇

SAC 编号:S1440524070019

李梓豪

SAC 编号:S1440524070018

发布日期：2025 年 05 月 26 日

当前股价：4.23 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.75/-4.30	-2.98/-3.26	-14.20/-36.69
12 月最高/最低价 (港元)		6.18/3.83
总股本 (万股)		815,122.01
流通 H 股 (万股)		815,122.01
总市值 (亿港元)		346.11
流通市值 (亿港元)		346.11
近 3 月日均成交量 (万)		537.78
主要股东		
复星控股有限公司		72.76%

股价表现



快乐板块优化品牌布局，打造东方时尚：豫园股份积极退出非核心项目、优化财务结构的同时，对黄金珠宝门店进行升级改造，打造豫园商圈整体品牌形象，塑造多品牌的东方美学概念。复星旅文旗下 Club Med 深耕全包高端独家，收入再创新高，三亚亚特兰蒂斯逆势实现入住率新高，维持品牌竞争力。

富足板块资产质量稳步提升：保险业务主要包括复星葡萄牙保险（持股 84.9892%）、鼎睿再保险（持股 86.71%）、复星保德信人寿（持股 50%）、复星联合健康保险（持股 28.40%）。2024 年，复星集团保险业务实现收入 393.1 亿元，同比增长 5.0%，在集团收入中的占比同比提升 5.0 个百分点至 20.3%，主要受益于复星葡萄牙的保险收入上升；归母净利润 17.2 亿元，同比大幅增长 117.2%，主要受益于出售持有的二级市场投资项目获利同比增长。具体来看，复星葡萄牙保险 2024 年毛保费收入达约欧元 61.7 亿元，充分发挥复星“全球组织+本地运营”能力，通过海外拓展将国际业务占比由 2014 年的不足 5%提高至 29.8%；境内两家保险公司迎来关键发展机遇，其中复星保德信人寿的总保费收入从 2023 年的人民币 43.5 亿元大幅增长至 2024 年的人民币 92.5 亿元，复星联合健康保险的保费收入也稳步提升，并且两家公司均实现盈利。两家公司的不断成长有望为集团未来发展奠定坚实基础。

资管业务主要分为投资类资管和蜂巢类资管，截止 2024 年末，复星集团实现资管业务的收入 158.0 亿元，同比增长 10.3%，占集团总收入的 8.2%；归母净利润净亏损 43.7 亿元，主因持有的菜鸟项目账面价值调整导致一次性非现金亏损 51 亿元。从收入占比来看，复星集团资管业务收入占集团富足板块的 29%，其中投资类资管和蜂巢类资管分别约占集团富足板块总收入的 17%和 12%。从资产规模来看，复星集团资管业务总资产 2681.2 亿元，占集团总资产的 33%。从资管业务的产业布局来看，复星集团投资类资管平台主要包含 2 家股权投资平台（复星锐正、复星创富）；1 家证券牌照（复星财富）；以及全牌照的德国私人银行（HAL）、金融科技公司（Naga）和巴西另类资管平台（Rio Bravo）。投资类项目主要包括霸王茶姬、老铺黄金、网商银行和哈啰等，截止 2024 年末，按集团赋能口径，复星投资类资管规模达 22536 亿元。

投资建议：公司持续推动“聚焦主业，瘦身健体”的战略调整，加速非核心业务的退出，预计资产质量持续提升。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 12.21 亿元/19.51 亿元/25.03 亿元，公司目前 PB 低于 0.3 倍，资产质量的修复有待市场逐步认知，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1:公司财务数据及盈利预测

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	472,408.89	467,713.51	433,012.95	449,481.70	463,426.35
现金	85,358.83	102,309.17	103,569.20	111,573.07	118,619.00
应收票据及应收账款合计	14,414.17	12,830.56	13,113.87	13,552.03	13,922.56
其他应收款	18,015.07	19,255.04	17,464.95	18,432.50	19,348.12
预付账款	27,889.18	33,790.99	34,423.92	35,754.30	36,925.04
存货	89,608.20	70,179.31	66,716.83	64,011.74	60,472.32
其他流动资产	237,123.45	229,348.44	197,724.17	206,158.06	214,139.30
非流动资产	335,978.70	328,814.50	330,593.50	331,292.06	330,826.11
长期投资	82,799.09	83,910.63	83,910.63	83,910.63	83,910.63
固定资产	55,286.38	55,021.56	53,135.76	52,551.52	53,018.62
无形资产	65,193.78	63,709.51	61,949.03	61,538.56	60,978.08
其他非流动资产	132,699.45	126,172.81	131,598.08	133,291.35	132,918.79
资产总计	808,387.59	796,528.01	763,606.45	780,773.75	794,252.46
流动负债	577,868.51	579,438.46	543,587.17	556,808.38	566,029.82
短期借款	211,923.91	214,104.63	212,104.63	207,104.63	199,104.63
应付票据及应付账款合计	26,407.67	24,564.31	24,688.87	26,056.62	27,350.97
其他流动负债	339,536.93	340,769.53	306,793.67	323,647.12	339,574.22
非流动负债	21,944.25	19,550.63	19,550.63	19,550.63	19,550.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21,944.25	19,550.63	19,550.63	19,550.63	19,550.63
负债合计	599,812.75	598,989.10	563,137.80	576,359.01	585,580.45
少数股东权益	83,638.05	79,435.75	81,266.83	83,651.23	86,154.33
股本	37,286.88	37,372.53	38,372.53	39,372.53	40,372.53
资本公积	87,649.91	80,730.63	79,730.63	78,731.63	77,733.63
留存收益	0.00	0.00	1,098.65	2,659.35	4,411.51
归属母公司股东权益	124,936.79	118,103.16	119,201.81	120,763.51	122,517.68
负债和股东权益	808,387.59	796,528.01	763,606.45	780,773.75	794,252.46

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9824.459	26884.748	35958.09105	45572.82098	47978.30348
净利润	5,347.13	-2,212.73	3,051.80	4,335.27	5,006.19
折旧摊销	10,557.07	10,709.39	11,221.00	11,802.44	12,467.94
财务费用	12,393.56	13,165.50	12,425.99	12,199.78	11,783.44
其他经营现金流	-18,473.30	5,222.59	9,259.30	17,235.32	18,720.72
投资活动现金流	17,587.04	-126.97	-20,150.00	-19,979.00	-20,398.00
资本支出	122,656.22	15,279.23	13,000.00	12,501.00	12,002.00
其他投资现金流	-105,069.18	-15,406.20	-33,150.00	-32,480.00	-32,400.00
筹资活动现金流	-39,666.44	-14,269.05	-14,548.06	-17,589.95	-20,534.37
短期借款	105,644.88	2,180.72	-2,000.00	-5,000.00	-8,000.00
长期借款	-120,640.12	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-24,671.19	-16,449.77	-12,548.06	-12,589.95	-12,534.37
现金净增加额	-12,254.94	12,488.73	1,260.03	8,003.87	7,045.93

利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	198,200.31	192,142.00	199,440.17	210,489.04	220,944.93
营业成本	113,729.20	106,690.29	110,689.29	116,821.42	122,624.44
营业税金及附加	6,285.26	13,003.03	13,561.93	14,523.74	15,466.15
销售费用	20,872.76	19,287.67	19,944.02	21,048.90	22,094.49
管理费用	28,436.41	26,362.01	27,123.86	28,521.27	29,827.57
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	12,393.56	13,165.50	12,425.99	12,199.78	11,783.44
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1,113.88	-100.14	0.00	1.00	2.00
投资净收益	9,558.34	4,969.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	27,155.34	18,502.42	15,695.07	17,374.93	19,150.85
其他非经营损益	-19,283.64	-18,160.37	-11,000.00	-11,000.00	-12,000.00
利润总额	7,871.71	342.05	4,695.07	6,374.93	7,150.85
所得税	2,524.58	2,554.78	1,643.28	2,039.66	2,144.65
净利润	5,347.13	-2,212.73	3,051.80	4,335.27	5,006.19
少数股东损益	3,968.02	2,136.13	1,831.08	2,384.40	2,503.10
归属母公司净利润	1,379.10	-4,348.86	1,220.72	1,950.87	2,503.10
EBITDA	30,822.34	24,216.94	28,342.06	30,377.15	31,402.23
EPS (元)	0.17	-0.53	0.15	0.24	0.31

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.00	-3.06	3.80	5.54	4.97
净利润(%)	15.92	-141.38	237.92	42.06	15.48
获利能力					
毛利率(%)	42.62	44.47	44.50	44.50	44.50
净利率(%)	2.70	-1.15	1.53	2.06	2.27
ROE(%)	1.10	-3.68	1.02	1.62	2.04
ROIC(%)	10.76	-24.49	8.39	8.97	9.92
偿债能力					
资产负债率(%)	74.20	75.20	73.75	73.82	73.73
净负债比率(%)	60.68	56.59	54.14	46.73	38.57
流动比率	0.82	0.81	0.80	0.81	0.82
速动比率	0.34	0.37	0.39	0.40	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.24	0.26	0.27	0.28
应收账款周转率	13.75	14.98	15.21	15.53	15.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	-0.53	0.15	0.24	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	3.30	4.41	5.59	5.89
每股净资产(最新摊薄)	15.33	14.49	14.62	14.82	15.03
估值比率					
P/E	25.00	-7.93	28.25	17.67	13.77
P/B	0.28	0.29	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA	10.22	12.55	10.82	9.88	9.30

数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

1. 公司健康板块可能受到各类医疗行业政策影响，公司医药研发存在不确定性，新药的研发进度可能低于预期。
2. 公司快乐板块黄金珠宝业务可能继续受黄金价格波动影响销售情况，全球度假村业务可能受到欧美经济衰退需求不足的影响，地产项目可能受到市场持续低迷而导致去化进度不及预期，时尚品牌可能面临消费降级导致需求不足。
3. 公司富足板块保险业务可能面临全球业务拓展不确定性影响，资产管理业务在瘦身过程中可能存在部分项目的减计对整体业绩的拖累，亦可能存在投资类项目退出的不确定性。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

沃昕宇

中信建投证券非银金融&金融科技组

李梓豪

中信建投非银与前瞻研究分析师，南开大学学士，伦敦大学学院硕士，base 北京。
lizihaodcq@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 汇电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk