

2026 年 4 月 15 日

【公司评论】

罗凡环

+852 2632 1962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

行业 工业集团

股价 4.00HKD

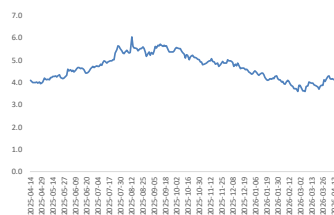
H 股市值 328 亿港元

已发行股本 81.8 亿股

52 周高/低 6.81HKD/3.42HKD

每股净现值 12.7HKD

股价表现



复星国际 (656.HK, 未评级): 减值大幅计提, 聚焦核心轻装上阵

业绩核心概要

复星国际 2025 年归母亏损 234 亿元, 约九成来自非现金资产减值 (地产、商誉、联营企业投资)。剥离减值影响后, 集团产业运营利润约 40 亿元, 同比持平, 核心四大子公司 (复星医药、豫园股份、复星旅文、复星葡萄牙保险) 收入合计 1,282 亿元, 占比提升至 74%, 结构集中度持续提升。保险板块 (复星葡萄牙保险/鼎睿/国内两家寿险) 利润稳健增长, 复星医药创新药收入同比+30%, 海外授权 7 笔首付款合计 2.61 亿美元。管理层明确中期目标: 集团层面降负债至 600 亿以下、力争恢复百亿利润, 并将 2026 财年派息率目标提升至 35%, 股息下限港币 15 亿元, 释放强烈股东回报信号。

减值落地, 利空出尽迎中期转机

2025 年公司归母净亏损 234 亿元, 主要源于一次性非现金减值计提: 地产相关约占 55% (约 129 亿元), 非核心资产约 45% (约 105 亿元)。此次减值均属非现金性质, 不影响核心业务运营及经营现金流; 集团现金储备 611 亿元, 叠加未动用银行信贷额度 1,446 亿元, 合计流动性缓冲超 2,000 亿元, 资金实力稳健。标普维持“BB-”评级及稳定展望, 充分认可本次减值的非现金性质及集团去杠杆进程。盈警发布至年报披露期间, 公司股价累计上涨逾 19%, 市场对“利空出尽”预期已予积极反映。

创新药驱动增长, 复星医药成为核心增长极

复星医药 2025 年归母净利润 33.7 亿元, 同比增长 21.7%, 成为支撑集团估值的关键支柱。创新药品收入 98.9 亿元, 同比增长 29.6%, 占制药业务收入比重提升至 33.2%。海外收入 130 亿元, 占比 31.3%, 同比增长 14.9%。斯鲁利单抗注射液 (汉斯状®) 累计超 40 个国家/地区获批, 成为欧盟首个获批用于小细胞肺癌的国产 PD-1 抑制剂。2025 年对外授权首付款超 2.6 亿美元, 潜在金额超 40 亿美元, 其中与美国跨国药企辉瑞公司达成 GLP-1 靶点项目首付款 1.5 亿美元, 创中国药企对外授权纪录。

保险业务稳定增长, 提供现金流压舱石

复星葡萄牙保险 (Fidelidade) 2025 年归母净利润 2.01 亿欧元, 同比增长 15.8%。总保费 65.3 亿欧元, 同比增长 5.8%; 国际业务占比提升至 30.2%, 有效分散单一市场风险。标普首次授予“A”级信用, 惠誉维持“A+”级, 为葡萄牙金融机构中的最高评级组合。鼎睿再保险 ROE 达 14.0%, 连续三年实现近 2 亿美元年净利润; 复星联合健康保险保费增长 50.1%, 连续五年盈利。保险资金的长期性、稳定性与医药、文旅等产业的资本需求形成良好匹配。

全球化 3.0 进入收获期, 海外收入占比首超 50%:

复星国际 2025 年海外收入 949 亿元, 占总收入比重 54.7%, 同比提升 5.4%, 首次超过国内收入。全球化经历三个阶段: 1.0 阶段“海外并购、资产获取”, 2.0 阶段

“整合运营、能力建设”，如今进入 3.0 阶段“全球运营、价值释放”。ClubMed 业绩创历史新高，营业额 179.7 亿元，入住率 75.8%；老庙黄金首次落地吉隆坡、澳门、金边。复宏汉霖 10 款产品已在约 40 个国家/地区获批，惠及超百万患者。

去杠杆稳步推进，财务结构持续优化：

有息债务从 2020 年峰 1166 亿元降至 899 亿元，幅度约 23%。中期目标将有息债务降至 600 亿元以下，力争达成“投资级”评级。2025 年完成 4 笔海外长期债券发行，融资成本从 5.6% 下降至 5.0%，债务久期同步拉长，中长期债务占比由 48.7% 提升至 53.5%。在股东回报层面，大股东及管理层拟在未来一年内增持不超 5 亿港元，公司同步启动不超 10 亿港元股份回购；2026 财年派息率目标由 20% 上调至 35%，股息绝对额下限 15 亿港元，三重举措共同彰显管理层对公司价值的信心。

管理层对未来业绩展望：

管理层于业绩发布会上给出明确的利润修复路径：2026 年扭亏为盈（归母净利润目标约 20-30 亿元），2027 年进一步提升至 50-70 亿元，并于 2028-2030 年间恢复至百亿量级。四大驱动力包括：（1）复星医药创新药管线加速放量，营收有望维持双位数增速；（2）Fidelidade 等保险业务持续贡献稳定现金流，利润增速有望保持 15% 以上；（3）豫园股份黄金珠宝主业趋于稳健，减值压力基本释放；（4）智能制造板块去除非经常减值后经营质量改善。

风险：（1）地产剩余敞口去化进度不及预期，或再度触发减值；（2）核心业务转型与执行进度存在不确定性；（3）外部融资环境收紧可能推高再融资成本，影响去杠杆节奏；（4）豫园股份零售业务若消费环境持续低迷，修复进度或慢于预期。

图表 1：盈利预测表

截止12月31日财报	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	192,322	173,425	193,873	201,750	196,037
变动（%）	-3.0%	-9.8%	11.8%	4.1%	-2.8%
净利润（百万元）	(4,348)	(23,396)	2,111	2,827	3,070
变动（%）	NA	438.1%	NA	33.9%	8.6%
每股派息（元）	0.03	0.02	0.12	0.13	0.23
息率（%）	1.0%	0.6%	3.4%	3.8%	6.6%

资料来源：彭博、第一上海整理

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: <http://www.myStockhk.com>