

2021年07月06日

聚焦 C2M 战略，赋能于实业的产业运营集团

复星国际 (0656. HK)

复星国际 (0656. HK) 作为中国第一家大型上市的产业运营集团，多元投资模式在疫情下抗风险能力显著。2020 年下半年财务状况已经基本恢复到疫情前水平，四大板块的持续发力为集团未来发展保驾护航。

► 健康-持续加大研发力度，打造健康全产业链。

医药研发投入首次超过人民币 40 亿元，得益于公司对于制药研发、医疗器械、养老服务、医药分销等全产业链布局以及疫情对于公司新冠病毒核酸检测试剂盒、负压救护车和呼吸机等需求增长，健康板块收入较 2019 年同比增长 5.8%。其中复星和 BioNTech 共同开发的新冠 mRNA 疫苗取得了全球瞩目的亮眼数据。

► 快乐-业绩恢复迅速，抢先布局后疫情时代。

快乐板块受 2020 年上半年疫情影响较大，但在此期间，集团通过一系列管理优化措施降低成本。豫园股份 (600655. SH) 线上销售和线下拓店同步推进营收占比 87.4% 的珠宝时尚业务。此外，通过外延品牌的收购使得珠宝产业链日益完善。由于国外疫情上半年反复，复星文旅业绩恢复速度仍有压力，但得益于国内疫情控制的良好态势、在疫情期间加速收购核心资产以及加快推动文旅项目进展，快乐板块业绩有望在下半年得到快速恢复。

► 富足-三大产业加持，财务状况稳中有进。

保险板块在疫情下经营稳定，其中复星葡萄牙完成了保险业务结构优化，而鼎睿再保险实现了疫情期间的逆势成长。蜂巢类资管营收同比增长 70.3%。投资类资管推进了数字化进程，2020 年 ROE 达到了 15.9%。以上三大产业在疫情背景下取得了亮眼的业绩，集团获得充足的现金流保证。

► 智造-多行业投资，传统和新兴行业双管齐下。

得益于疫情下全球宽松的货币政策，大宗商品价格上涨。集团旗下的南钢股份及海南矿业净利润均录得增长，考虑到疫情后全球的复工复产需求，传统能源行业经营数据有望持续向上。通过布局新能源以及汽车智造解决方案等新兴、高科技行业，公司智造板块未来有望发展迅速。

公司股价被低估，给予 16.22 元港币/股的目标价

通过估算，我们给予公司持有的非上市公司部分 0.6 倍 PB 的保守计算，折合 NAV 为 23.17 元港币/股，基于 2021 年 7 月 6 日的公司股价 11.14 元港币/股，隐含折价近 50%，处于低估区域。公司分拆业务越来越清晰，并坚持持续降低净负债情况，并且聚焦 C2M，并且复星的品牌力赋能产业运营，近两年复星系收购的公司在于行业内均跑出了超过行业的增长。我们认为公司的投资能力与投后管理具有持续性。考虑到公司投退平衡，未来公司整体净负债情况有望继续改善，给予其 70% 的合理折价，对应于目标价 16.22 元港币/股。

风险提示

疫情持续反复，导致快乐板块业绩持续承压。
二级市场波动导致用市值法计量的子公司估值下滑。
利率波动，导致公司增加负债成本。
钢铁等周期品进入下行周期，影响智造板块的成长性。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：16.22 港币
最新收盘价：11.14 港币

股票代码：0656
52 周最高价/最低价：13.42/8.29
总市值(亿)：936.75
自由流通市值(亿)：936.75
自由流通股数(百万)：8,378.77



分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003
联系电话：13520983701

分析师：曹杰
邮箱：caojie@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110003
联系电话：13761105953

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021	2022E	2023E
营业收入(百万元)	145,187	138,800	164,100	196,580	235,536
YoY (%)	30.41%	-4.40%	18.23%	19.79%	19.82%
归母净利润(百万元)	14,797	8,016	12,278	13,140	15,529
YoY (%)	10.40%	-45.83%	53.17%	7.02%	18.18%
毛利率 (%)	37.74%	37.01%	41.63%	41.32%	42.52%
每股收益 (元)	1.73	0.95	1.47	1.57	1.85
ROE	12.07%	6.27%	9.48%	9.87%	11.15%
市盈率	7.87	15.36	9.06	8.46	7.16

资料来源: Wind, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

正文目录

1. 聚焦 C2M 战略，C 端置顶的产业运营集团	4
1.1. 业绩受疫情影响逐渐减小，蓄势待复苏	6
1.2. 投退平衡，债务情况趋于健康	6
2. 四大板块齐发力，聚焦新时代尖端产业	8
2.1. 健康板块研发投入大，疫苗合作研发为世界贡献力量	8
2.2. 快乐板块逐步释放疫情期间的压力，布局白酒行业占优赛道	11
2.3. 富足板块形成生态闭环，为产业赋能	16
2.4. 智造板块布局行业上行企业，穿越周期发力新赛道	19
3. 复星国际 NAV 预测，目标价 16.22 元港币	21
4. 风险提示	23

图表目录

图 1 2020 福布斯全球企业 2000 强榜单节选	4
图 2 2011 至 2020 年复星国际中国 500 强排名	4
图 3 复星国际四大板块持股结构	5
图 4 复星国际 C2M 战略导图	5
图 5 复星国际四大板块业务与利润变动	6
图 6 复星国际四大板块 2020H1 与 2020H2 变化情况	6
图 7 复星国际四大板块 2020H1 与 2020H2 变化情况	7
图 8 财务管理指引：提升质量，加强风控，掌握战略选择权	7
图 9 复星医药业务布局	8
图 10 复星国际健康行业收入增速及占比	8
图 11 健康板块复星药业经营要点	9
图 12 复星国际制药研发投入以及投入结构	10
图 13 复星和 BioNTech 共同开发新冠 mRNA 疫苗的时间流程图	11
图 14 快乐板块收入结构	12
图 15 珠宝时尚业务经营要点	13
图 16 金徽酒业业务要点	14
图 17 舍得酒业财务摘要（单季）	14
图 20 复星旅游文化经营要点	15
图 21 度假村及酒店业务营业额	15
图 22 旅游目的地当地业务经营要点	16
图 23 富足板块产业布局	17
图 24 保险业务经营要点	17
图 25 富足板块经营要点	18
图 26 投资类资管业务经营要点	18
图 27 智造板块经营要点	19
图 28 南钢股份：低碳投资穿越周期，发力新产品与新赛道	20
图 29 海南矿业：地采与油气业务加持，穿越周期创新高	20
图 30 复星国际分部估值模型	21
图 31 复星国际估值区间计算	22
图 32 复星国际 2021 年营收与净利润预测	22

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1. 聚焦 C2M 战略，C 端置顶的产业运营集团

复星于 1992 年成立，2007 年复星国际有限公司（股份代号：00656）在香港联交所主板上市，截止至 2020 年 12 月 31 日的总资产超过人民币 7,600 亿元人民币（约合 1200 亿美元）。复星植根中国，深耕健康、快乐、富足、智造领域，通过科技引领、持续创新，智造 C2M（客户到智造端）幸福生态系统，为全球家庭客户提供高品质的产品和服务，位列 2020 福布斯全球上市公司 2000 强榜单第 371 位。从 2011 年以来，连续进入中国财富 500 强。至 2020 年底，因新冠疫情影响，复星国际净利润达 80.2 亿人民币。

复星国际是中国唯一一家上市的大型产业运营集团。涉及医疗医药、健康产品、旅文、时尚、金融、地产等多方面。在投资理念上，复星坚持扎根中国，投资于中国成长根本动力，积极把握中国经济向内需转型所带来的消费升级、工业化升级以及城市化等时代机遇，同时亦紧抓全球经济转型，探索实践「中国全球双向对接」的独特投资模式。其践行价值投资，努力成为具备全球能力的中国专家，持续为社会和股东创造价值。2018 年起，复星以“服务全球家庭客户，让世界因复星而不同”为指引，围绕“深耕健康、快乐、富足，科技引领、持续创新、智造 C2M 幸福生态系统”战略重点，不断夯实复星文化价值观土壤，持续强化具备 C2M 战略能力和产业深度的组织形态，结合管理创新与智慧科技创新，推动组织进化至更敏捷、更高效、更具活力。

图 1 2020 福布斯全球企业 2000 强榜单节选

368	加拿大国家铁路公司	加拿大
369	Booking Holdings	美国
370	NN Group	荷兰
371	复星国际	中国内地
372	丰益国际	新加坡
373	通用磨坊	美国

整理

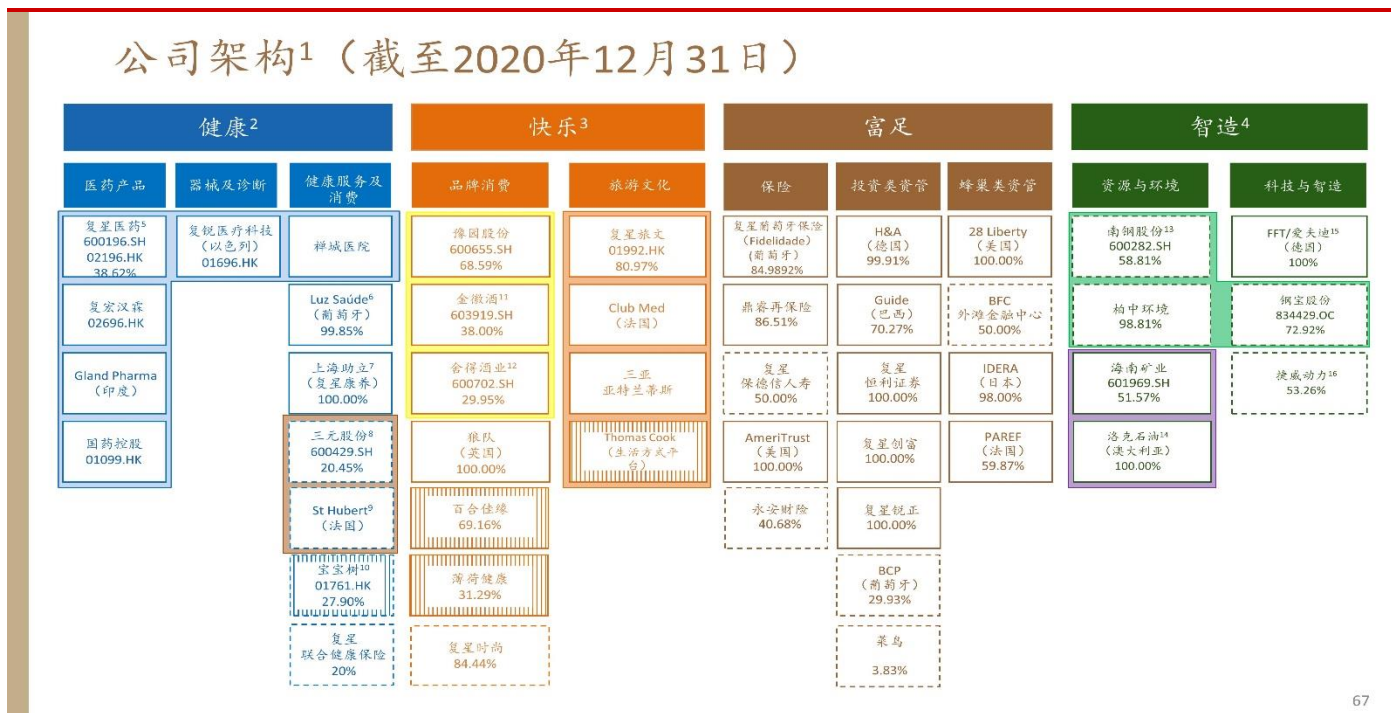
图 2 2011 至 2020 年复星国际中国 500 强排名

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
排名	81	112	100	115	96	73	89	89	81	73

整理

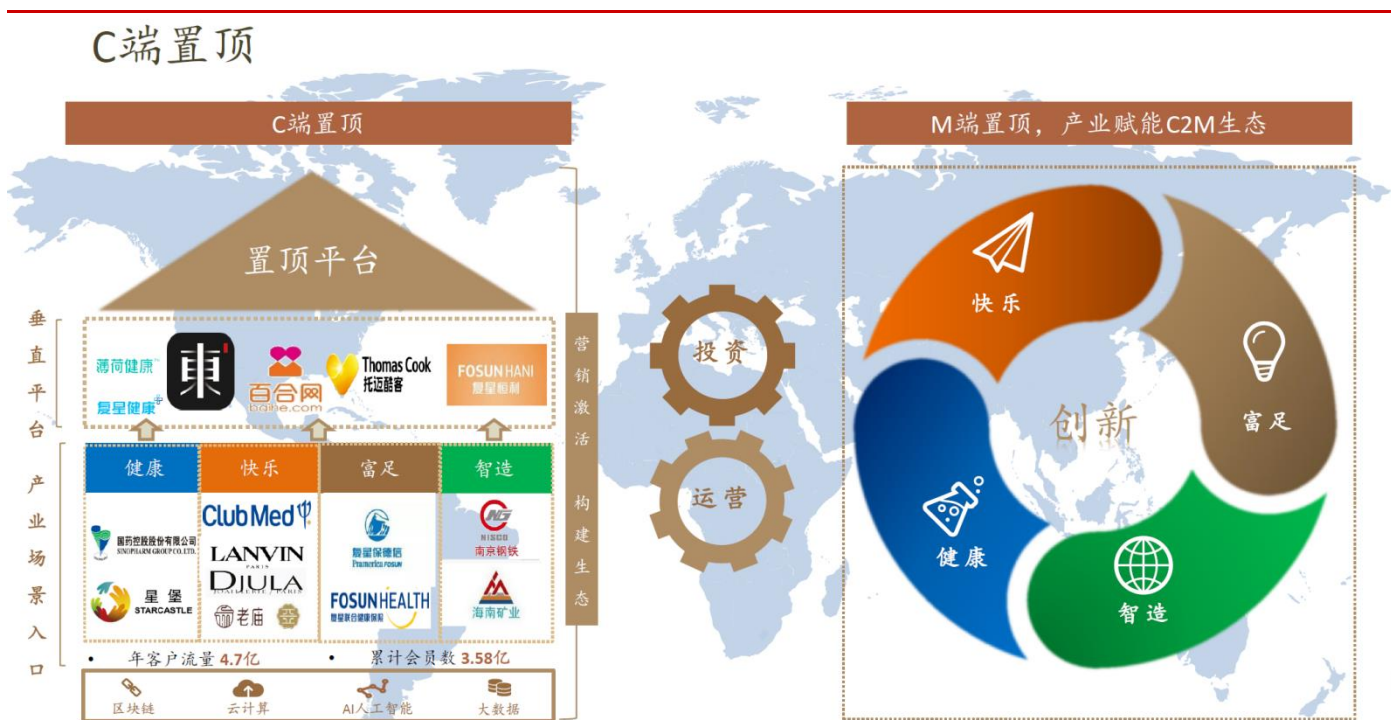
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 3 复星国际四大板块持股结构



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

图 4 复星国际 C2M 战略导图



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1.1. 业绩受疫情影响逐渐减小，蓄势待复苏

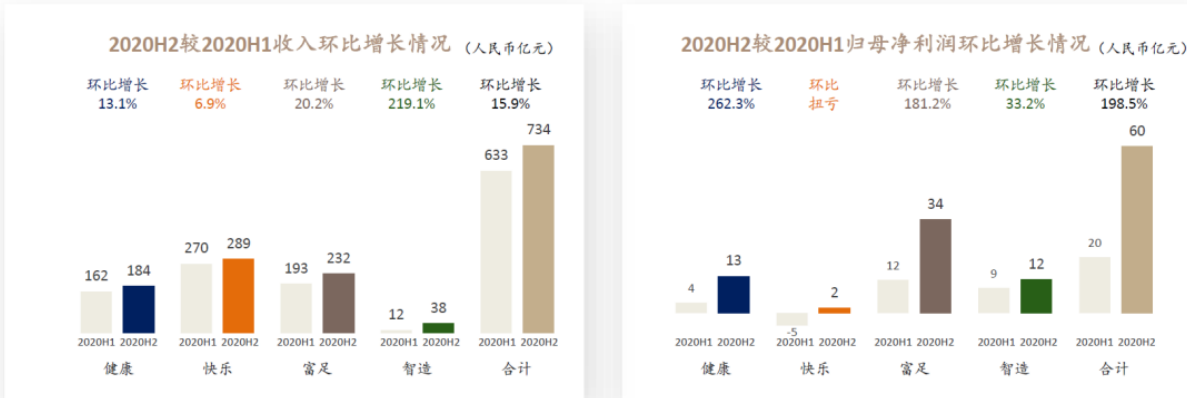
2020 年公司总收入为 1,366 亿元人民币，较 2019 年的 1,430 亿元有下滑。2020 年归母净利润为 80.2 亿元人民币，较 2019 年下滑 46.8%。但是受疫情的影响已逐步好转，2020 年分拆 H2 较 H1，收入环比增长 15.9%，净利润环比增长 198.5%，尤其快乐板块扭亏为盈，单 2020 年的下半年的财务状态基本已恢复到疫情前水平。预计未来疫情的好转后，公司将开启稳定增长的利润模式。

图 5 复星国际四大板块业务与利润变动



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所

图 6 复星国际四大板块 2020H1 与 2020H2 变化情况



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

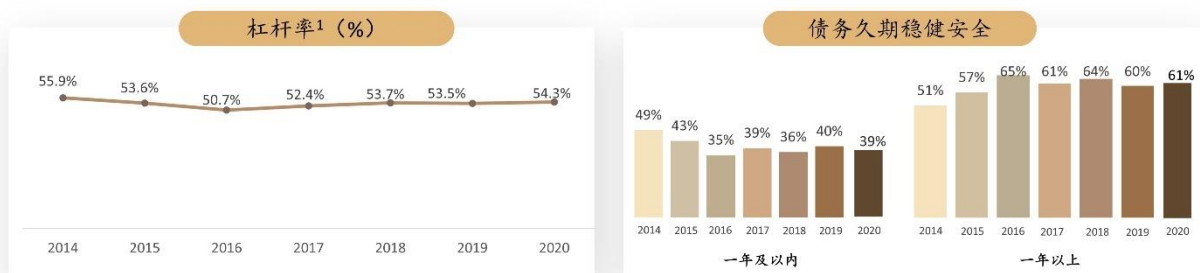
1.2. 投退平衡，债务情况趋于健康

公司认为投资有所坚持，也要有所变化。从 2019 年开始，国内消费等多个领域进入新一轮的密集整合期，在完成规模化拓展后，多个行业集中度明显开始提升。复星在完成各个产业 0 到 1 的布局之后，要快速完成 1 到 N 的发展。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图7 复星国际四大板块 2020H1 与 2020H2 变化情况

资产负债表：杠杆率平稳，债务久期拉长



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

图8 财务管理指引：提升质量，加强风控，掌握战略选择权

财务管理指引：提升质量，加强风控，掌握战略选择权

总体目标：深耕产业，赋能成长；提升债务评级、ESG 评级；投退平衡



16

资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

2020 年集团层面投出金额约 98 亿人民币，退出金额约 105 亿元人民币，投退比约 1:1.1。投退平衡，债务状态更趋于健康。2020 年末现金等价物为 1,068 亿人民币，较 2019 年同比增长 12.6%，平均债务成本 4.80%，较 2019 年下降 26BP。

公司的财务杠杆率总体保持平稳，负债成本降低，债务多币种抗风险能力强，负债久期趋于稳健，这对于坚持投资+产业运营的集团公司极其重要。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.四大板块齐发力，聚焦新时代尖端产业

2.1.健康板块研发投入大，疫苗合作研发为世界贡献力量

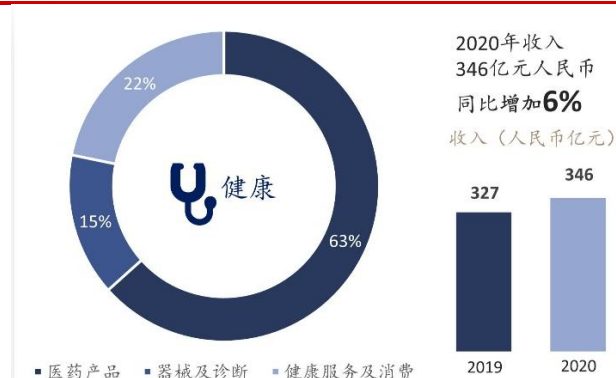
健康板块包含药品制造与研发、医疗服务、医疗器械与医学诊断、医药分销与零售、健康险与健康管理、健康消费品等。健康板块的医药产品、器械及诊断、以及健康服务及消费收入分别占本集团健康板块收入的 63%、15%、及 22%。其中，健康板块的医药研发投入首次超过人民币 40 亿元。健康业务重点在医药健康全产业链上，覆盖制药研发、医药诊断、医药分销、医疗分销、母婴、养老服务、健康产品消费品等领域，打造服务与家庭全生命周期的一站式生态服务生态体系。

图 9 复星医药业务布局



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

图 10 复星国际健康行业收入增速及占比



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

截止 2020 年 12 月 31 日，健康板块收入 346.07 亿元，较 2019 年同比增长 5.8%。其中，医药产品，器械及诊断和健康服务及消费分别占比 63%，15%，22%。归属于母公司净利润 16.83 亿元，较 2019 年同比增长 17%。健康板块收入增长主要是因为复星医药收入持续稳定的增长，归属于母公司股东的利润增长主要归功于复星医药的利润增长及健康业务投资的良好表现。

其中复星医药对公司收入贡献占比 22%，复星医药及其附属公司（「复星医药集团」）以「持续创新、乐享健康」为经营理念，致力于成为全球主流医疗健康市场的一流企业。2020 年，复星医药集团的营业收入为人民币 301.63 亿元，同比增长 6.25%。其中，制药业务实现营业收入人民币 217.48 亿元，同比增长 0.64%；医疗器械与医学诊断业务实现营业收入人民币 52.08 亿元，同比增长 39.7%；医药服务业务实现营业收入人民币 31.70 亿元，同比增长 4.34%。2020 年初复星药业受到疫情的负面因素影响，但 2020 年归母净利润为 37 亿，较 2019 年同比增长 10%，这主要由于：（1）第二季度成功地复工复产，第三季度新产品汉曲优、苏可欣分别上市以及新冠病毒核酸检测试剂盒、负压救护车及呼吸机等抗疫产品贡献增长，业务稳中有增；（2）“达芬奇手术机器人”装机量和手术量自二季度以来恢复速度极快；（3）伊诺肝素钠注射液、肝素钠等核心产品的稳定增长以及新产品米卡芬净上市的贡献，Gland Pharma 成功印度 IPO，业绩持续快速增长。

图 11 健康板块复星药业经营要点

健康板块复星医药经营要点



20

资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

同时，复星国际 2020 年制药研发投入为人民币 36.7 亿元，相比 2019 年增加 17%，研发投入持续高增长。其中，制药研发费用为人民币 24.68 亿元，同比增长 7.27 亿元，增长 42%，2020 年制药研发投入中，生物创新药、生物类似药、仿制药、小分子创新药、其他、进口创新药、一致性评价分别占比 37%、20%、12%、11%、10%、8%、2%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 12 复星国际制药研发投入以及投入结构



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

在研究里程碑中，复星国际连续三年获得 9 个第 1：

2018 第一个国际临床试验 - FN1501 (美国/澳洲)

2019 第一个首创创新药 (First-in-class) 获批临床 - ORIN1001

2019 第一个美国 FDA 快速通道认证 - ORIN1001

2019 第一个美国 FDA 孤儿药认证 - FN1501

2020 第一个获批上市的创新药 - 阿伐曲泊帕片

2020 第一个授权 MNC 药企的创新药 - FCN338 (Bcl-2)

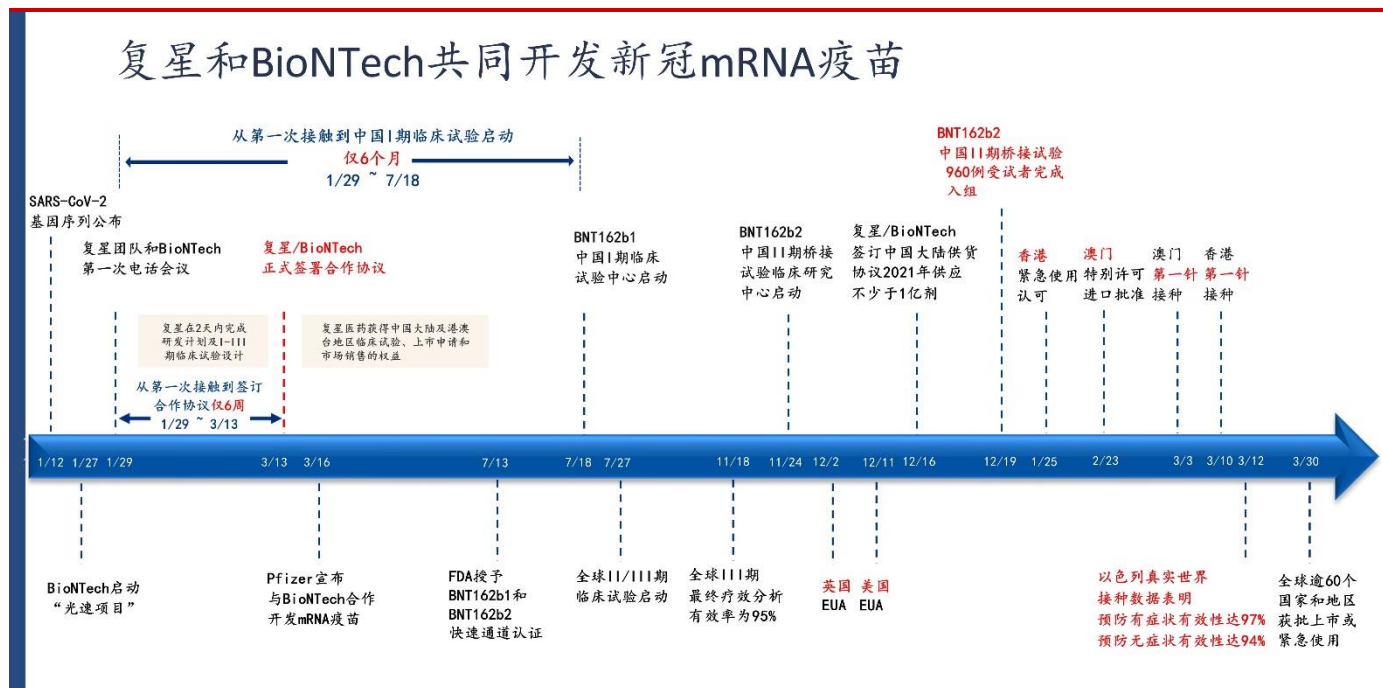
2020 第一个与 BioNTech 共同开发 mRNA 新冠疫苗 - BNT162b2 - 中国首例

2020 第一个中国和欧盟上市生物类似药 - HLX02 曲妥珠单抗 (汉曲优) - 中国首例

2020 第一个递交上市申请的 CAR-T - FKCB76 阿基仑赛注射液 (CD19-CAR-T) - 中国首例

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 13 复星和 BioNTech 共同开发新冠 mRNA 疫苗的时间流程图



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

复星健康消费产业集团专注于健康消费相关的全球战略投资和深度产业运营，致力于为全家庭客户提供安全、优质、创新的健康消费平台、产品和服务。包括健康食品、个人健康护理、养老用品、宠物消费品、新零售等领域。

复星康养集团致力于以家庭客户健康需求为核心，以高科技及顶尖学科技术为基础，提供全龄段、全方位的连续型健康服务，形成高端养老社区/机构、国际康复护理机构、健康管理中心、社区居家照护一体化服务等丰富的产品形态，持续构建“整合式健康服务”中国模式。

2.2.快乐板块逐步释放疫情期间的压力，布局白酒行业占优赛道

快乐板块受到疫情影响最大，但同时也是 2016 年以来成长最明显的板块，2016-2020 年收入复合增长率达到 51%。截止 2020 年 12 月 31 日收入 559.04 亿元，较 2019 年同比减少 17.6%，但 2020 年下半年已经明显转好。报告期内，归属于母公司股东净利润为-2.80 亿元，较 2019 年同期归属于母公司股东净利润减少 112.5%，主要由于金融市场的波动，快乐板块投资收益有所下滑。2020 年上半年面临疫情的重大考验，集团及时调整运营策略，加速线上化、数字化、家庭化平台升级。

快乐板块的核心公司为豫园股份、金徽酒、复星旅文。其中，豫园股份坚定践行（产业运营+产业投资）双轮驱动，秉承快乐时尚理念，持续构造（家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台）的（1+1+1）战略，逐步形成了面向新兴主力消费，具有独特优势的产业集群。豫园股份的业务主要包括文化商业和智慧零售、珠宝时尚、文化餐饮和食品饮料、国潮腕表、美丽健康、复合功能的地产等业务板块。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

报告期内，豫园股份实现营业收入 440.50 亿元，同比增长 0.27%；归属于上市公司股东的净利润 36.10 亿元，同比增加 12.82%。

图 14 快乐板块收入结构

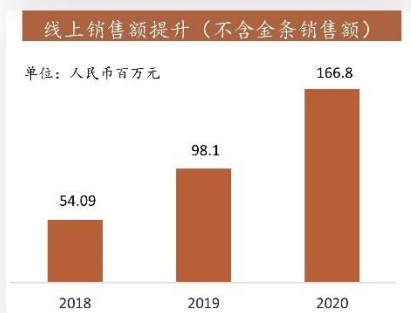


资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

豫园股份中有珠宝时尚、餐饮管理与服务。其他经营管理服务、化妆品、食品，百货及工业品、医药、时尚表业、酒业。其中，珠宝时尚占豫园股份 2020 年营收的 87.4%。2020 年珠宝时尚营收 222 亿元，同比增长 8%。2020 年新增门店 620 家，拓店速度行业领先。线上销售（不含金条）同比增长 69.4%，其中老庙天猫销售增长 140%，线上产品结构同时持续优化，饰品占比提升至 43.6%。2020 年珠宝时尚毛利率 8.3%，较上年减少 0.1%。毛利率下降主要由于 2020 年上半年受到“疫情+金价上涨”叠加因素影响，及销售品类中金条销量增加所致。2020 年 DJULA 毛利率为 37.5%，未来随收入占比提升，DAMIANI 等产品加入，毛利率将持续稳定上升。珠宝时尚业务一直稳定增长。自从 2018 年集团确立了战略目标之后，集团战略 1.0 布局已用三年时间完成。2019 年收购 IGI 及建立星豫珠宝后，2020 年外延品牌的加入补充了集团在行业细分市场上的空白，品牌金字塔初具雏形，珠宝生态产业链日趋完善。珠宝时尚的营业额稳定地增长，为豫园股份的持续发展提供了强大动力。

图 15 珠宝时尚业务经营要点

珠宝时尚业务经营要点



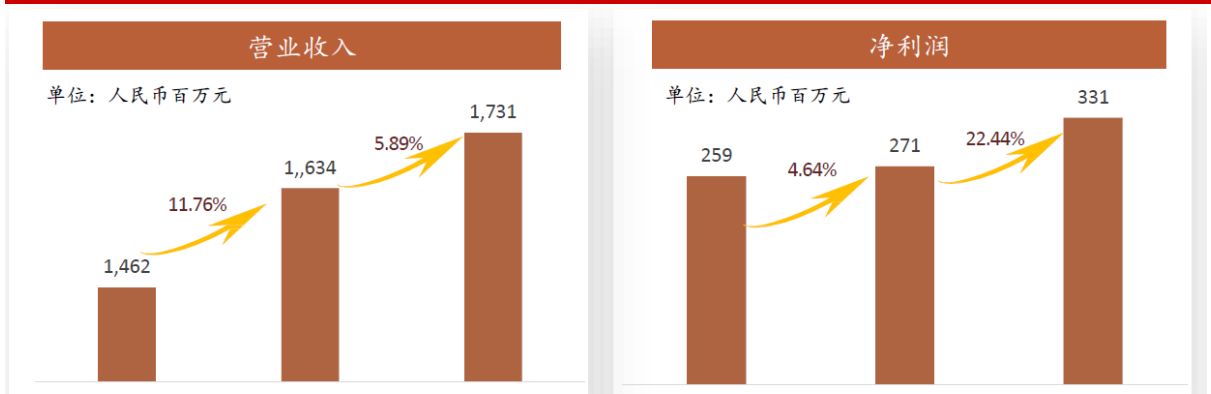
- ☑ 2020年珠宝时尚营收222亿元，同比增长8%
- ☑ 2020年净增店620家，其中老庙、亚一净开店608家，扩店速度行业领先
- ☑ 线上销售（不含金条）同比增长69.4%，其中老庙天猫销售增长超140%
- ☑ 线上产品结构同时持续优化，饰品占比提升至43.6%
- ☑ 2020年珠宝时尚毛利率8.3%，较上年减少0.1%。毛利率下降主要由于2020年上半年受到“疫情+金价上涨”叠加因素影响，及销售品类中金条销量增加所致
- ☑ 2020年Djula毛利率为37.5%，未来随收入占比提升，DAMIANI等产品加入，毛利率将持续稳定上升

资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

截止 2020 年底，豫园股份持有金徽酒 38%的权益。金徽酒实现营业收入人民币 17.30 亿元，同比增长 5.89%，实现归属于上市公司股东的净利润人民币 3.31 亿元，同比增长 22.44%。其中，2020 年下半年营业收入 10.19 亿元，同比增长 24.35%。从分地区数据看，2020 年甘肃省以外的全年销售收入增速达 38.46%，其中 2020 年下半年增速高达 51.98%。2020 年，金徽酒的白酒销量达到 15,213.95 千升，其中高档产品销售量达 4,307.22 千升，同比增长 26.64%。高档产品实现营业收入人民币 8.67 亿元，同比增长 29.08%，中低档产品实现营业收入人民币 8.37 亿元，同比下降 11.40%，产品结构不断优化。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 16 金徽酒业务要点



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

2020 年 12 月 31 日通过拍卖收购四川沱牌舍得集团有限公司 70% 的权益，该公司持有舍得酒业股份有限公司（“舍得酒业”）29.95% 的权益。收购之后，2021 年第一季度舍得酒业营业总收入为人民币 10.28 亿元，同比增长 154%，环比增长 9.36%。同时 2021 年第一季度舍得酒业归属母公司股东的净利润为人民币 3.02 亿元，同比增长 1031%，环比增长 11.85%。公司股价于 2021 年 6 月 7 日曾到达人民币 256.95 元，与被收购前相比增长 197%。在复星的管理赋能和品牌效应下，舍得具备了实现快速增长的能力，快速成长的持续时间或将超越预期，实现更高的营业额。

图 17 舍得酒业财务摘要（单季）



受到疫情影响，疫情期间出行人数急剧下降，截止 2020 年底，复星文旅营运营额 69.48 亿元人民币，减少 53.2%；经调整 EBITDA 为 1.94 亿元人民币，减少 94.8%；归属股东亏损 25.68 亿元人民币。同时，集团通过降低成本来增加效益，地中海俱乐部在 2020 年共减少 21.23 亿元人民币固定成本，较去年同期减少 31.9%，且固定成本在疫情爆发后的十个月里比去年同期减少了 41.1%；人力资本以及资本支出在 2020 年较去年同期分别减少 34.1% 和 35%；在三亚亚特兰蒂斯总运营成本同比减少 0.92 亿元人民币，人力成本和能源成本分别减少约 17% 和 17.8%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

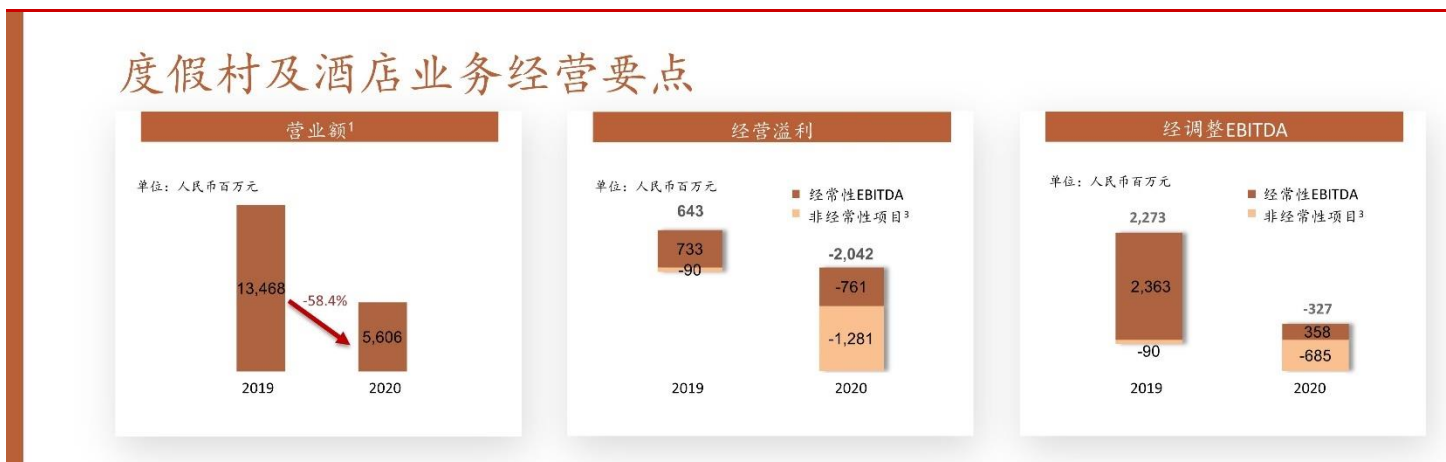
图 18 复星旅游文化经营要点



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

复星旅文是全球最大的休闲度假村集团（以 2019 年收入计算），截至 2020 年 12 月 31 日，在全球超过 40 个国家和地区运营着 65 个度假村，直销比率达 67%。截至 2020 年 12 月 31 日，全球有 23 家 Club Med 度假村在运营。度假村及酒店业务收入同比减少 58.4%；其中 2020 年上半年，容纳能力同比下降 50.9%，营业额仍下降 44.3%；2020 年下半年容纳能力同比下降 58.6%，营业额同比下降 58.1%。但是在 2020 年第四季度，由于中国疫情趋于稳定，中国区度假村业绩创造了新的高峰，营业额增长 35.3%。

图 19 度假村及酒店业务营业额



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

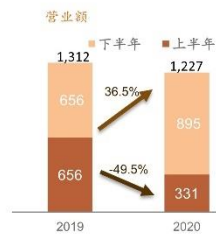
截至 2020 年 12 月 31 日止十二个月，营业额较去年同期下降 6.5%至人民币 12.3 亿元。2020 年全年到访三亚亚特兰蒂斯的游客较 2019 年全年的约 5.2 百万人次降至约 4.6 百万人。但是 2020 年下半年的营业额相比去年同期却出现了大幅度的增长，营业额约为人民币 895.4 百万元，较去年同期增加约 36.5%。2020 年下半年的客房收入比去年同期增长 41.3%，其他经营收入比去年同期增加 30.5%。下半年中国疫情趋于稳定，三亚亚特兰蒂斯的营业额实现了触底反弹。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 20 旅游目的地业务经营要点

旅游目的地业务经营要点

三亚亚特兰蒂斯



(人民币百万元)



丽江复游城

- 国际游客中心已于2020年开门迎客
- Club Med度假村将于2021年下半年开业运营
- 可售度假客栈和住宿工程预期2022年至2023年底全面竣工
- 2020年7月取得约28,000平方米建筑面积的可售度假客栈和住宿单位的预售许可证, 于2020年11月底开始预售活动

太仓复游城

- 预期于2024年至2025年底全面完工
- 2020年7月取得约100,000平方米建筑面积的销售许可
- 其中约51,000平方米建筑面积, 434套的可售物业单位已于2020年7月开始预售

资料来源: 2020 年公司业绩 PPT, 华西证券研究所整理

根据文化和旅游部数据中心测算, 2021 年“五一”假期, 全国国内旅游出游 2.3 亿人次, 同比增长 119.7%, 按可比口径恢复至疫前同期的 103.2%。(来源: 中国政府网) 这意味着“五一”假期旅游人次已经超过了疫前同期水平。目前国内疫情形势总体稳定, 国内节假日出行人数已经恢复到甚至超越疫情前水平, 有利于复星文旅营业额的恢复以及增长。

复星文旅仍保持着业务的拓展, 太仓和丽江复游城项目预售启动, 丽江 Club Med 和太仓阿尔卑斯雪世界预期分别于 2021 和 2023 年开业; 2023 年底前, 地中海俱乐部计划开出 16 个新度假村。其中丽江复游城 2020 年 7 月取得约占 28,000 平方米建筑面积的可售度假客栈和住宿单位的预售许可证, 于 2020 年 11 月底开始预售活动。太仓复游城其中约 51,000 平方米建筑面积, 434 套的可售物业单位已于 2020 年 7 月开始预售。后疫情时代旅游需求的增加为丽江和太仓复游城项目的发展提供了支持, 有利于复星文旅营业额的增加。

虽然我们看到国内疫苗接种率的提升, 未来旅游业全面恢复可期, 但是国外疫情的发展仍然具有不确定性, 尤其是上半年国外疫情反复, 但是可以预见的是等疫情完全恢复以后对于旅游的产业的热度会提升, 甚至出现报复性消费, 公司布局思路已经为将来可能的行业复苏做好了准备。

2.3. 富足板块形成生态闭环, 为产业赋能

复星的富足板块覆盖了保险、蜂巢产业和投资类产业。富足板块的保险、蜂巢类资管和投资类资管收入分别占本集团富足类产业收入的 70%、22%及 8%。富足板块依托以保险为主的金融基础资产, 充分利用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, 协助重点业务板块和产业集团去实现产业辅强。报告期内, 保险板块收入同比减少 4.6%, 主要由于复星葡萄牙保险业务结构优化期间收入有所下降, 部分被鼎睿再保险业务规模增长带来的收入增长所抵消。

复星葡萄牙保险作为葡萄牙保险市场的全球经营者。2020 年因受疫情的影响, 人们外出欲望减少, 使该年保险总体赔付额降低, 导致综合成本率显著下降。报告期内, 复星葡萄牙保险在产品结构优化的同时, 维持了领先的市场地位, 在葡萄牙的总市场份额达 27.2%, 非寿险业务综合成本率下降至 89.8%。在 2020 年上半年全球经济动荡的局势下, 复星葡萄牙保险的业绩及存量业务仍旧表现了相当程度的韧性, 2020

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

年 H1，复星葡保实现净利润欧元 0.47 亿欧元，非寿险业务的综合成本率同比下降 8.05%。

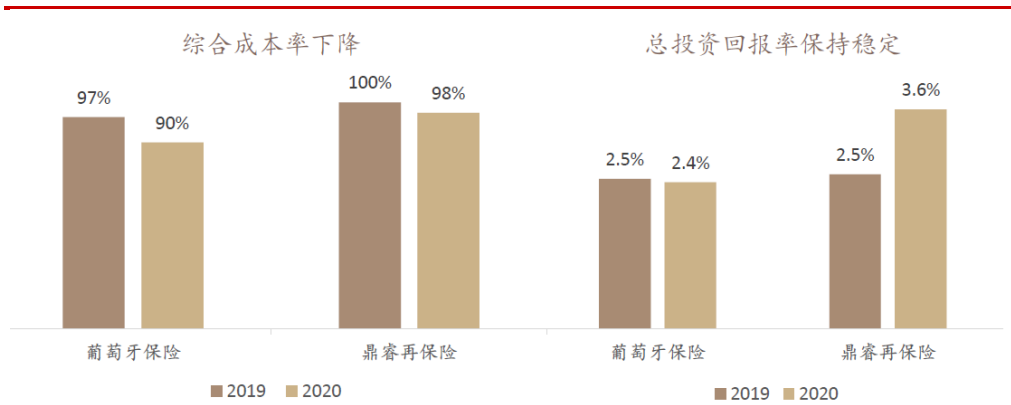
由于疫情期间保费收入的增加和赔付额的减少，鼎睿再保险在疫情期间逆势成长，保费收入较上年增长 18.1%，2020 承保年度承保利润率提高至 11.2%。2020 年上半年，公司实现收入 6.37 亿美元，同比 11.75%；实现净利润 0.26 亿美元，同比 85.71%。保险板块整体可投资资产及总投资收益率保持稳定，归属于母公司股东净利润保持增长。

图 21 富足板块产业布局



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

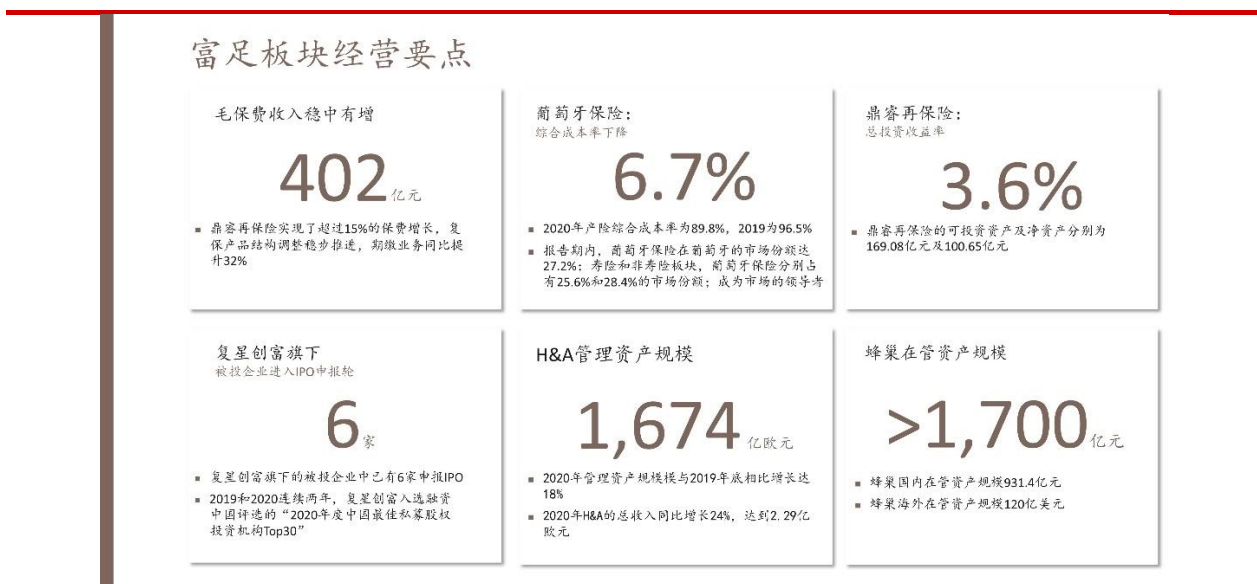
图 22 保险业务经营要点



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

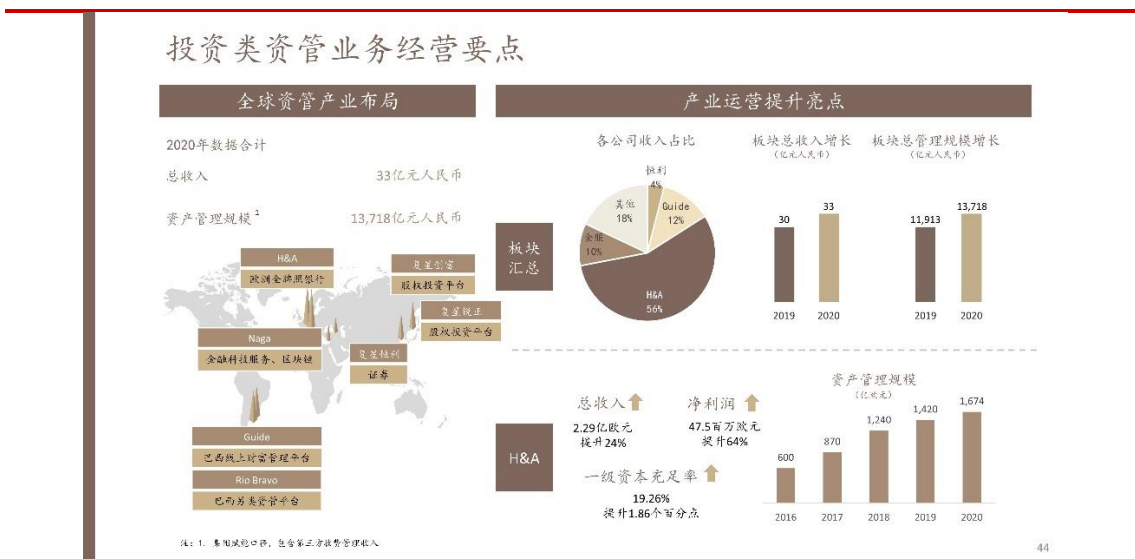
图 23 富足板块经营要点



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

资管业务中，收入占比 56%的德国私人银行 H&A 在 2020 年依然取得稳健增长。在取得增长的同时，为了应对疫情，H&A 进一步推动数字化进程，加速线上平台发展。此外，截至报告期末，本集团管理私募股权基金和风险资本基金共 21 支，资产管理规模超过人民币 200 亿元。被投企业中已有一家完成 A 股创业板 IPO，2 家完成美国资本市场 IPO，6 家正在申报 A 股 IPO。在全球经济停顿的状态下，截至报告期末，H&A 服务与管理的资产规模依旧达到欧元 1,674 亿元，与 2019 年相比增长达 18.1%。同时，报告期内 H&A 的总收入同比增长 24.3%，达到欧元 2.291 亿元。H&A 的净利润从 2019 年的欧元 27.9 百万元增长到 2020 年的欧元 45.7 百万元，总资产增至欧元 66.55 亿元。H&A 在疫情期间逆势增长并保持稳健经营，2020 年的净资产收益率（ROE）水平达到 15.9%，一级资本充足率提升至 19.3%。投行业务实现翻倍增长。

图 24 投资类资管业务经营要点



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.4. 智造板块布局行业上行企业，穿越周期发力新赛道

智造板块的资源与环境、科技与智造 分别占该板块收入的 52% 和 48%。截止 2020 年 12 月 31 日，智造板块实现收入 49.50 亿元，同比增长 38.1%（资料来源：复星集团企业年报）。2020 年 7 月合并上海爱夫迪自动化科技有限公司有重要贡献；归属于母公司净利润 21.02 亿元，同比下降 35.9%。归属于母公司的股东利润较上年同期减少是因为洛克石油油价下跌，导致业绩下滑。

2020 年上半年，由于钢铁行业逐渐摆脱疫情影响，复工复产有序推进，生产经营保持平稳运行态势。智造板块中钢铁与矿产资源业务实现了快速增长。而下半年以来，新造车成为资本市场大赢家，以汽车为代表的耐用消费品和以新能源为代表的科技行业均出现了全球性复苏甚至大幅增长，智造板块不同附属公司有望在未来 2-3 年分别实现成长。

智造板块的核心公司为南钢股份、海南矿业、FFT 等。

图 25 智造板块经营要点

经营要点：南钢股份、海南矿业、捷威动力

2020 年
南钢股份营业收入

531 亿/人民币

- 南钢股份营业收入同比+10.7%
- 归母净利润 28.5 亿元，同比增加 9.2%
- 下半年收入同比+20.5%，归母净利润同比+126.1%
- 加强 ESG 建设，电炉制钢、含氮/NOx 排放量分别降低 48% 和 47%，应对 2030 年碳达峰与碳中和的要求
- 代表高端产品的中厚板年销量和销售额占钢铁产品比重均接近 50%，站稳工程机械、船舶等市场
- 代表了南钢拓展工业互联网新赛道的两大公司：2020 年南钢股份营业收入 66.1 亿，同比+17.6%，净利润 8.132.7 万元，同比+23.7%；金源科技营业收入 2.58 亿元，净利润 2.893 万元

2020 年
海南矿业净利润

1.43 亿/人民币

- 同比+11.6%，其中下半年同比+49.53%
- 其中下半年铁矿石销售收入同比+71.19%，销量+29.5%
- 产品结构改善：铁精粉的销量比例不降反升；配矿业务：地采产能爬坡后有望快速达到 320 万吨年产能目标
- 在全球经济复苏和各国央行积极货币政策影响下，全球的铁矿石价格和油价，以及实际需求有望维持高位

2020 年
捷威动力的锂电池全年装机量*

0.61 GWh

- 全国排名第 12 名，欧洲排名第二
- 下半年装机量快速回升，较上半年增长 381%
- 主要客户包括长城、奇瑞、东风、现代等，积极开拓新客户
- 盐城二期产能建设开工，预计 2022 年投产

注* 锂电池装机量数据来自于中国新能源汽车动力电池行业协合动力电池应用分会

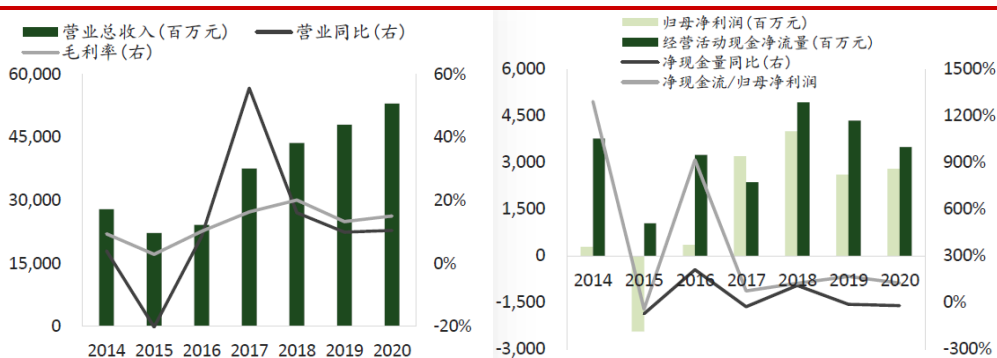
52

资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

南钢股份是行业领先的高效率、全流程钢铁联合企业，通过持续的科技创新提升生产效率和产品竞争力，形成了独具特色的竞争优势。集团通过南京南钢持有南钢股份 58.81% 的权益。2020 年面对疫情，南钢股份积极转型，围绕南钢双主业发展战略，全面挑战 2020 年 10 个亿的效益目标。报告期内，南钢股份的营业收入为人民币 531.22 亿元、同比增长 10.74%；归属于上市公司股东净利润人民币 28.45 亿元，同比增长 9.2%，其中下半年归属于上市公司股东净利润为人民币 17.30 亿元，较上半年环比增长 55.10%；2020 年研发方面投入合计人民币 21.25 亿元，同比增长 16.57%，占营业收入比例 4.00%，保持了行业领先的竞争力。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 26 南钢股份：低碳投资穿越周期，发力新产品与新赛道



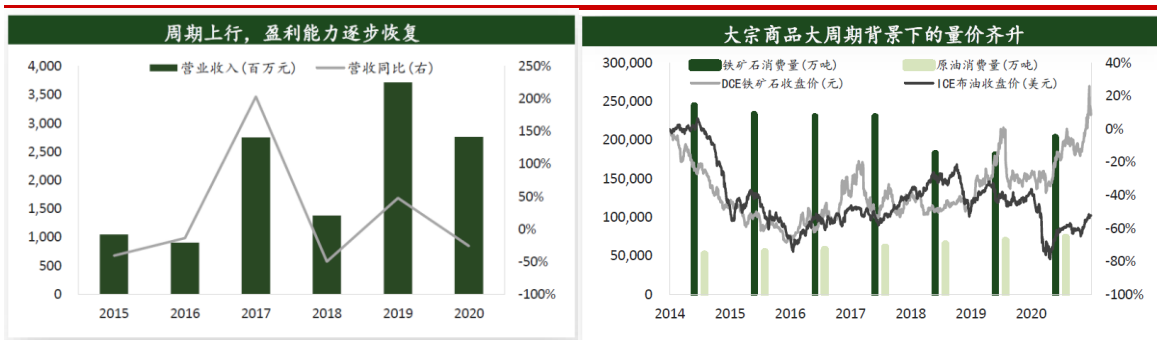
资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

2020 年，海南矿业实现营业收入 27.63 亿元，同比下降 25.67%；归属于上市公司股东的净利润为人民币 1.42 亿元，同比增长 11.60%。受全球经济整体形势及国家政策影响，两大主营产品铁矿石与原油均面临了上半年需求快速萎缩、价格快速下行和下半年量价高涨的情况，因此下半年的收入和营业利润得到快速恢复。铁矿石生产方面，海南矿业根据多年丰富的矿石采矿采选经验，不断调整地采设备，强化设备精细化管理，执行满井给矿制度，使地采产能得到大幅提升。

报告期内，地采产量约 421 万吨，同比增长 49.9%，原矿产量远约 613 万吨，同比增长 41.1%，成品矿产量远约 613 万吨，同比增长 41.1%，成品矿产量远约 312 万吨，同比增长 21.5%。

报告期内，洛克石油的石油销量 255.72 万桶重量，同比下增 1.88%，销量收入为人民币 6.457 亿元，同比减少 33.89%。油气的市场销售价格受原油价格波动影响较大，全年布伦特原油价格波动影响较大，全年布伦特原油价格均价美元 41.84 元/桶，较 2019 年同期美元 64.21 元/桶下降 53.47%，因此，报告期内洛克石油的销售收入降幅明显高于销量。

图 27 海南矿业：地采与油气业务加持，穿越周期创新高



资料来源：2020 年公司业绩 PPT，华西证券研究所整理

FFT 成立于 1974 年，是全球最大的智造解决方案提供商之一。2019 年 5 月，由复星国际投资的上海爱孚迪自动化科技有限公司收购 FFT 100% 的权益。FFT 未来十

年将持续致力于下游制造企业的生产技术型转型升级，成为全球一流的工业数字化、智能化解决方案提升商。

在柔性自动化生产线解决方案方面，FFT 将在巩固汽车行业近五十年的优势基础上持续扩大市场份额，凭借 2020 年下半年科技领域的快速发展，加速渗透新能源车领域，进一步扩大优势。与此同时，FFT 将设立一般工业附属公司，专注于服务汽车行业的自动化需求，将 FFT 在汽车行业积累的核心技术优势移植到一般工业，将业务进一步延伸至新能源电池，汽车等行业，打造全新业务增长点。

3. 复星国际 NAV 预测，目标价 16.22 元港币

由于复星国际母公司的子公司板块较多，所以采用分部估值法对公司进行 NAV 估值。

母公司市值估值=【(健康板块估值+快乐板块估值+富足板块估值+智造板块估值)-净负债】*折价率

图 28 复星国际分部估值模型

20210702 单位: HKD	健康板块	快乐板块	富足板块	智造板块
上市(亿 HKD)	846.35	494.60	480.15	240.08
非上市(亿 HKD)	62.71	118.32	1287.94	162.21
总估值(亿 HKD)	909.06	612.92	1768.09	402.29
净负债(亿 HKD)	1101.22			
流通股数(亿股)	83.66			
HK. 0656 股价	11.14			
隐含折让	36.0%			
NAV (HKD/股)	30.97			

在估值计算方面，对于非上市公司我们采用 PB 估值法和投资成本法。上表我们按照 1.0 倍 PB 中性估算，得到复星国际持有的上市公司的估值和非上市公司估值约为 1.2:1。由于上市公司部分估值的公允性，重点分析非上市公司的估值弹性。在非上市公司的估值计算中，富足板块占比较高，其中葡萄牙保险与复地（地产）估值为 221.9 亿元港币与 162.9 亿元港币（对应于 2020 年底 1.0 倍 PB）。但由于近两年金融股与地产股的上市公司估值较低，为 0.6~1.0 倍 PB 之间。所以我们认为公司的估值下限按照 0.6 倍 PB 计算整个非上市公司的市值，对应其 23.17 元港币/股的每股净资产，而中性预期为 0.8 倍 PB 计算非上市公司的市值，对应其 27.07 元港币/股的每股净资产。

图 29 复星国际估值区间计算

单位: HKD	悲观 0.6 倍 PB	中性 0.8 倍 PB	乐观 1.0 倍 PB
非上市公司 (亿)	978.71	1304.94	1631.18
上市公司 (亿)	2061.18		
NAV (HKD/股)	23.17	27.07	30.97

通过计算,即使是悲观预期,基于 2021 年 7 月 6 日的公司股价 11.14 元港币/股,隐含折价也在 50%以上,公司股价明显处于低估区域。

公司处于估值高折价的区域,主要的原因是传统概念上集团性公司由于其各个业务板块之间复杂的投资联营,业务之间产生的抵消效应。另一方面是集团性公司的财务模型过于模糊复杂,但是我们看到 2020 年复星国际独立分拆出智造板块,其财务方面更具透明化,便于投资者去看清其内部结构。

另外公司关于减少净负债方面也在做出积极的变化。公司表示未来将继续贯彻投退平衡的策略,进一步降低财务杠杆即资产负债率,将通过子公司(上市公司)进行投资收购,如复豫收购金徽酒与舍得集团等做法,其价值会反应在上市公司的估值内,便于更清晰的反应其公允价值。

减低净负债有利于提升公司的评级,若公司升级为 BBB 评级后,将进一步降低融资成本,财务状况往更健康的方向发展。

公司分拆业务比较清晰,聚焦 C2M,并且复星的品牌力赋能产业运营,近两年复星系收购的公司在子行业内均跑出了超过行业的增长。我们认为公司的投资能力与投后管理具有持续性。考虑到公司投退平衡,未来公司整体净负债情况有望继续改善,我们按照非上市公司 0.6 倍 PB 的悲观计算方法保守的估算其 NAV 为 23.17 元港币/股,再给予其 70%的合理折价,对应于目标价 16.22 元港币/股,目标空间 45%以上。

图 30 复星国际 2021 年营收与净利润预测

单位: 亿元	营收				净利润			
	2020H1	2020H2	2021H1E	2021H2E	2020H1	2020H2	2021H1E	2021H2E
健康板块	162	184	202	215	4	13	14	20
快乐板块	270	289	295	339	-5	2	-4	10
富足板块	193	232	234	237	12	34	20	32
智造板块	12	38	45	52	9	12	14	16
加总	637	743	776	843	20	61	44	78
同比增长			22%	14%			122%	26%

目前高隐含折价包含了对于疫情不确定性导致业绩慢复苏的悲观预期,但实际上根据营业收入与净利润的预测,我们预计 2021 上半年的业绩与 2020 年下半年基本持平,下半年随着疫苗接种率的慢慢提高,快乐板块将带动各板块进入复苏阶段。2021 全年业绩将显著好于 2020 年,疫情完全解除后海外业务真正得到解放,甚至出现报复性消费,所以目前股价具有非常高的安全边际。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4.风险提示

疫情持续反复，导致快乐板块业绩持续承压。由于快乐板块的复星文旅受海外疫情较大，海外疫苗接种率提升较缓慢增加了疫情再次爆发的可能性，使得文旅的经营继续受到影响。

二级市场波动导致用市值法计量的子公司估值下滑。由于公司在计算 NAV 使用的是分部估值法，其中子公司中上市公司的占比较高，若二级市场波动会直接影响母公司的估值，使得 NAV 下滑。

利率波动，导致公司增加负债成本。母公司债务率较高，利率波动与宏观经济等相当度较高，也有不可预测性，负债成本提升会压缩富足板块的利润空间。

钢铁等周期品进入下行周期，影响智造板块的成长性。智造板块依赖于行业的高景气度，原材料价格等因素具有周期性，对智造板块的盈利影响较大。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021	2022E	2023E
营业总收入	138,800	164,100	196,580	235,536	净利润	8,016	12,278	13,140	15,529
YoY (%)	-4.40%	18.23%	19.79%	19.82%	折旧和摊销	7,504	6,516	6,640	6,758
营业成本	86,059	94,500	114,000	134,000	营运资金变动	1,550	7,547	12,554	14,207
营业税金及附加					经营活动现金流	8,885	15,110	20,710	25,043
销售费用	20,601	25,362	29,945	35,869	资本开支	-9,185	-9,000	-9,000	-9,000
管理费用	22,573	26,079	31,034	37,770	投资	5,130	-17,281	-16,311	-15,792
财务费用	6,132	7,057	7,057	7,057	投资活动现金流	613	-3,859	-1,886	-686
资产减值损失					股权募资	-1,062	-	-	-
投资收益	5,273	6,422	6,425	6,107	债务募资	21,781	-	-	-
营业利润	1,725	7,427	9,095	13,474	筹资活动现金流	2,293	-17,602	-16,580	-16,444
营业外收支	16,108	16,000	17,000	18,000	现金净流量	11,791	-6,351	2,244	7,913
利润总额	16,974	22,792	25,463	30,524	主要财务指标				
所得税	5,873	6,380	7,579	9,397	成长能力				
净利润	11,100	16,413	17,884	21,127	营业收入增长率	-4.40%	18.23%	19.79%	19.82%
归属于母公司净利润	8,016	12,278	13,140	15,529	净利润增长率	-45.83%	53.17%	7.02%	18.18%
YoY (%)	-45.83%	53.17%	7.02%	18.18%	盈利能力				
每股收益	0.95	1.47	1.57	1.85	毛利率	37.01%	41.63%	41.32%	42.52%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.00%	10.00%	9.10%	8.97%
货币资金	93,767	87,417	89,661	97,574	总资产收益率 ROA	1.04%	1.55%	1.56%	1.71%
预付款项					净资产收益率 ROE	6.27%	9.48%	9.87%	11.15%
存货	66,389	65,600	78,172	95,825	偿债能力				
其他流动资产	8,417	9,444	11,281	13,833	流动比率	1.06	1.06	1.07	1.08
流动资产合计	313,437	333,291	383,733	446,283	速动比率	0.81	0.82	0.82	0.82
长期股权投资	117,817	118,951	119,541	120,146	现金比率	0.32	0.28	0.25	0.24
固定资产	60,693	63,509	66,183	68,724	资产负债率	74.85%	74.85%	75.45%	75.93%
无形资产	65,130	64,799	64,484	64,185	经营效率				
非流动资产合计	454,243	457,861	460,810	463,657	总资产周转率	0.18	0.21	0.23	0.26
资产合计	767,681	791,152	844,543	909,940	每股指标 (元)				
短期借款	89,339	89,339	89,339	89,339	每股收益	0.95	1.47	1.57	1.85
应付账款及票据	18,297	19,117	22,843	27,464	每股净资产	23.04	23.75	24.74	26.14
其他流动负债	169,361	182,947	219,536	263,444	每股经营现金流	1.06	1.80	2.47	2.99
流动负债合计	295,583	313,187	358,218	411,875	每股股利	0.22	0.29	0.26	0.26
长期借款	141,131	141,131	141,131	141,131	估值分析				
其他长期负债	137,880	137,880	137,880	137,880	PE	15.36	9.06	8.46	7.16
非流动负债合计	279,011	279,011	279,011	279,011	PB	0.64	0.56	0.54	0.51
负债合计	574,594	592,198	637,229	690,886					
股本	36,786	36,786	36,786	36,786					
少数股东权益	65,275	69,409	74,153	79,750					
股东权益合计	193,087	198,954	207,315	219,055					
负债和股东权益合计	767,681	791,152	844,543	909,940					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

曹杰：英国肯特大学精算学硕士，复旦大学学士，5年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、浙商证券研究所、普华永道精算服务部。致力于深耕保险行业贡献价值研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。