

以保险+金融为本，打造成长型产业投资与运营平台

基础资产稳健，三大生态并驾齐驱

复星国际业务主要集中于健康、快乐、富足三大生态和产业独角兽。富足生态作为公司的基础资产，包含保险、银行、证券、资产管理等众多金融类业务，主要负责提供稳定的现金流。健康与快乐两大生态是公司践行 C2M 战略的核心资产。产业独角兽是复星“科技引领、创新驱动”战略的成果。

管理层眼光独到，C2M 战略帮助企业实现高速增长

郭广昌带领的管理层凭借独特的眼光、灵活的战略调整和对国内外经济发展趋势的准确把握，让复星保持着前进的动力，善于不断“进化”。对比 2007 年上市时，公司在资产分布、业务模式、行业利润等方面都发生了巨大改变。复星提出的 C2M 旨在通过人工智能、大数据、云计算等技术将客户和制造端连接，通过优化供应链和升级产品，充分满足客户的个性化需求，帮助旗下企业释放剩余产能，实现快速增长。

健康生态：以复星医药为核心的大健康全产业链

复星国际的健康生态板块是以复星医药为核心建立起的大健康全产业链，药品的制造与研发是集团“内生式增长”最核心的驱动因素，而在医疗服务领域，公司结合在健康保险、健康管理、高端养老和私人医疗领域的全面布局快速发展。复星还参股国药控股等上市公司，促进医药板块协同发展，同时积极布局健康消费品，切合需求升级。

快乐生态：旅游、时尚、休闲全方位布局

复星旅文深耕旅游和文化产业，随着国内旅游由观光向度假倾斜，人均消费有望进一步提升，Club Med 有望受益于复星资源整合。复星时尚集团于今年 2 月正式成立，专门负责公司时尚产业投资的运营旗下品牌包括 Lanvin、Wolford、St. John、Caruso、Tom Tailor 等，看好时尚品牌在复星的帮助下进军中国中高端消费市场。豫园股份地处上海中心商业区，集黄金珠宝、餐饮、百货、食品、旅游、地产等产业为一体，2018 年战略重组完成后复星国际持股比例大增，并向其注入蜂巢城市等优质地产项目。

估值与投资评级

我们按照 NAV 估值法给复星国际进行估值，其中上市公司资产以复星所持有权益对应市值计算，非上市公司以投资成本计算或者参考最新一轮融资估值，保险公司采用上市保险公司可比 P/B 进行计算，减去集团层面净债务，得出复星国际的 NAV 为 1727 亿元人民币，即 2016 亿港元，得出每股价值 23.59 港元。

我们看好公司产业投资布局的成长性，以及集团层面对于投后管理和资源整合赋能的强大能力。考虑到投资型业务较传统综合上市公司存在更大风险，我们给予公司 NAV 折价 30%，首次覆盖给予增持评级。

请参阅最后一页的重要声明

复星国际 (00656.HK)

首次评级
增持
陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

香港证监会中央编号：ASZ591

发布日期：2019 年 03 月 08 日

当前股价：12.68 港元

目标价格 6 个月：16.51 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
	7.28/4.46	1.05/-9.37	-26.75/-17.56
12 月最高/最低价 (元)			18.38/10.26
总股本 (万股)			854,692.9
流通 A 股 (万股)			854,692.9
总市值 (亿元)			1,083.75
流通市值 (亿元)			1,083.75
近 3 月日均成交量 (万)			1,003.15
主要股东			
复星控股			71.70%

股价表现



相关研究报告

目录

复星国际——基础资产稳健，C2M 战略推进三大生态前行	1
产业投资型平台，立足中国放眼全球	2
管理层眼光独到，C2M 战略高效整合旗下资源	3
健康生态：以复星医药为核心的大健康全产业链.....	5
复星医药：集团主要医药业务载体，覆盖制药、器械、医疗服务三大业务板块.....	5
制药板块：主要品种保持稳健增长，后续生物药和细胞治疗新药研发管线丰富.....	7
建立药品细分领域优势	7
创新领域子公司新药研发实力雄厚，后续研发管线充足.....	8
仿制药拓展国际业务，一致性评价顺利推进.....	9
医疗服务：全面布局，增速稳定	10
并购发展并行，业务稳步提升	10
旗下医院各有特色，医疗服务全面布局.....	10
医疗器械：聚焦高端，业内领先	12
参股国药控股等上市公司，业务多元，协同发展.....	14
结合复星集团健康保险、高端养老、私人医疗布局，实现全面发展.....	15
健康消费品：积极布局健康消费，切合需求升级.....	16
复星医药盈利预测	17
快乐生态：旅游、时尚、休闲全方位布局	19
复星旅文：快乐生态支柱，休闲度假全产业链布局.....	19
复星时尚：专注跨国品牌，战略引进中国市场可期.....	24
豫园股份：依托上海核心商圈，战略重组再度起航.....	27
黄金珠宝：好产品+品牌渠道+上下游整合，主体业务优势突出	28
文化商业：核心商圈+百年品牌，成功模式走向输出	29
时尚地标：重组注入优质地产，“快乐、时尚”业务战略升级	29
富足生态：以投资为立足之本，以保险为核心的全球化综合金融.....	30
投资资金来源途径丰富，债务结构优化	30
PE、VC 投资热度不减，政策调整行业前景可期	32
资产分类多途径实现价值、投退节奏更加平衡.....	36
以保险为核心的金融体系的形成	39
保险及金融板块为复星发展提供新的驱动力.....	44
盈利预测与估值	47
风险提示	50

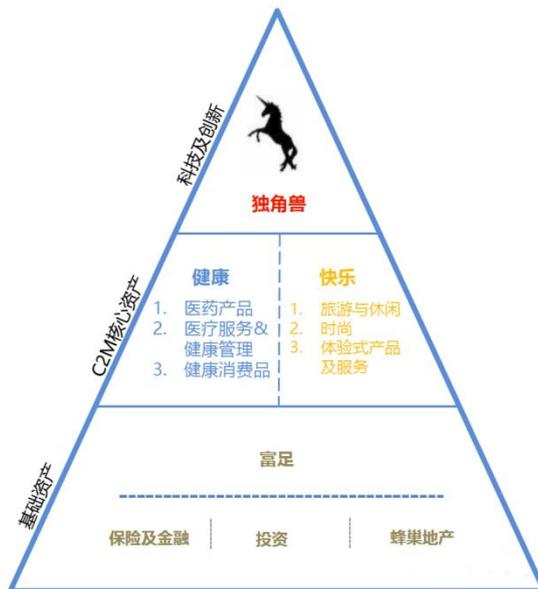
复星国际——基础资产稳健，C2M 战略推进三大生态前行

复星国际有限公司成立于 1992 年，2007 年在香港联交所主板上市。公司植根于中国，但业务遍布全球，主要集中于健康、快乐、富足三大生态和产业独角兽。其中，富足生态作为公司的基础资产，包含保险、银行、证券、资产管理等众多金融类业务，主要负责提供稳定的现金流。截至 2018 年上半年末，公司富足生态资产规模 4527 亿元（人民币，下同），其中保险及金融 2479 亿元、投资 875 亿元、蜂巢地产 1173 亿元。

公司的健康与快乐两大生态是其践行 C2M（Customer to Maker，顾客到智造端）战略的核心资产。其中健康生态以药品、医疗器械与服务、健康管理、健康消费品为主，快乐生态则主要以旅游休闲、时尚、体验式产品及服务为主。截至 2018 年上半年末，两大生态资产规模分别为 810 亿元和 456 亿元。

产业独角兽是复星“科技引领、创新驱动”战略的成果，与公司的三大生态有所重合。自创立以来，公司通过内部研发、孵化器、天使和 VC 投资、专利许可等多种方式，建立多元的科技及创新体系，其中医药大健康、金融科技是公司重点关注的创新领域。复星目前培育或投资的独角兽企业包括复宏汉霖、微医、浙江网商银行、菜鸟等十余家。

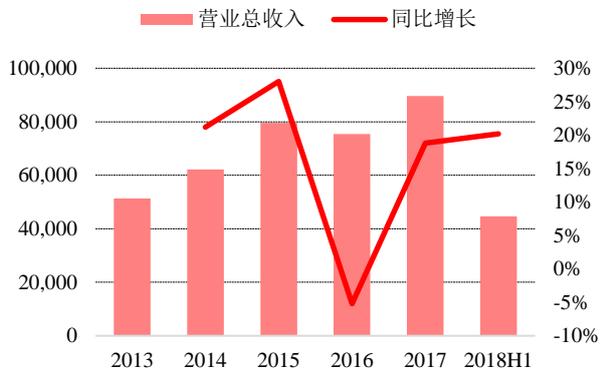
图表1：复星资产配置策略



资料来源：中信建投证券研究发展部

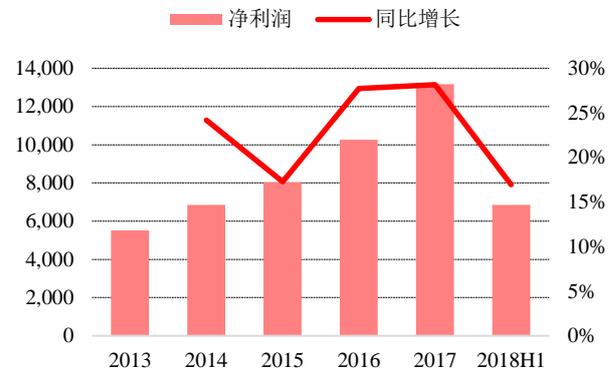
富足生态盈利稳定，健康、快乐生态具备充分成长性。2017 年复星国际实现营业收入 897 亿元，同比增长 18.8%，5 年复合增长率 15.0%；其中健康、快乐和富足生态分别占 25%、13%和 62%。2017 年公司实现净利润 132 亿元，同比增长 28.2%，5 年复合增长率 24.3%；其中健康、快乐和富足生态分别占 12%、12%和 76%。从收入和利润端来看，富足生态占比依然较大，但健康、快乐生态业务对于净利润的贡献之和已从 2015 年的 13.5% 提升到 24%，体现出旗下企业的高成长性，而公司未来的核心盈利能力也将来自于 C2M 核心资产和独角兽。

图表2：复星国际营收和同比增长（单位：百万元）



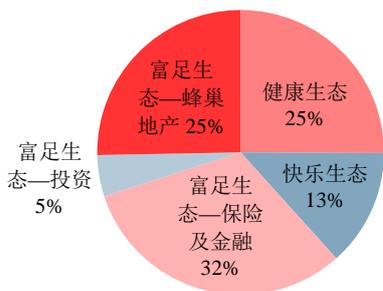
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表3：复星国际净利润和同比增长（单位：百万元）



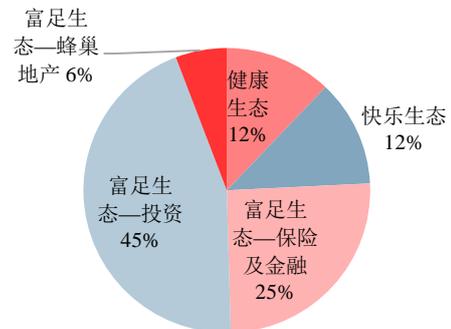
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4：复星国际 2017 年营收分业务占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5：复星国际 2017 年净利润分业务占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

产业投资型平台，立足中国放眼全球

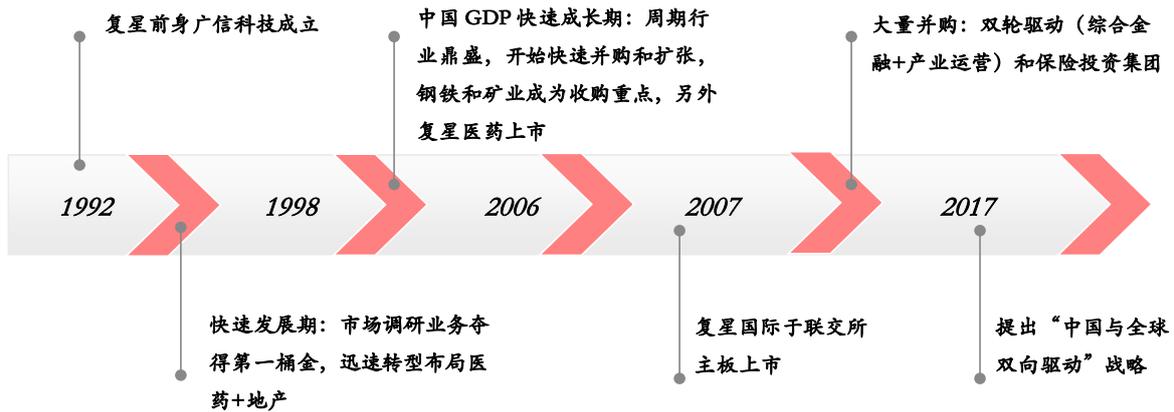
回顾历史发展，我们认为集团的成长主要经历了 4 个阶段。复星的前身广信科技是一家民营科技咨询公司，完成了 50 家企业调查后，转型与企业合作，主攻房地产和医疗行业，之后通过投资入股并逐渐控股，奠定了复星作为投资型平台的基础。1998 年后，复星进入并购扩张期，钢铁和矿业等周期行业成为了并购重点。截至 2006 年，复星参控股上市公司数就已经达到 11 家，其中包括建龙钢铁、宁波钢铁、招金矿业、豫园商城等。

2007 年，复星不仅完成了整体上市，而且大举并购扩张资源领域：投资 9 亿元入股 2.2 亿吨储量的中国第一大富铁矿企业——海南矿业；投资 2.7 亿元于全球第二大焦煤公司——山西焦煤集团。战略投资方面，集团投资了当时网络游戏公司前三的巨人网络，第七大财险公司永安保险等等。

2009 年是复星集团国际化的元年，正式踏入海外并购潮。集团提出“中国动力嫁接全球”的战略选择，学习巴菲特模式，匹配价值投资、长期投资的资金需求，开始“保险+投资”双轮驱动的发展战略，并逐渐向“富足、健康、快乐”转型。2010 年，美国前财长斯诺先生出任公司董事会顾问，随后复星又与凯雷集团成立“复星凯雷基金”，并参股地中海俱乐部（Club Med）。

2015 年开始，复星正式聚焦国内外中产家庭客户的“健康、快乐、富足”三大需求，将业务重新梳理，并在 2015、2016 年分别开启了“轻资产”和“独角兽”战略。管理层推进集团层面轻资产，更好地享受保险版块带来的自然高杠杆率，从而提高整体资产的回报率。在“独角兽”方面，包括内部科创平台孵化独角兽，通过 VC、PE 投资于独角兽企业，从头发展独角兽，在公开市场投资独角兽等；也包括积极参与国企重组打造独角兽，以及大力推动内部存量项目转型成长为“独角兽”等。

图表6：复星的历史沿革

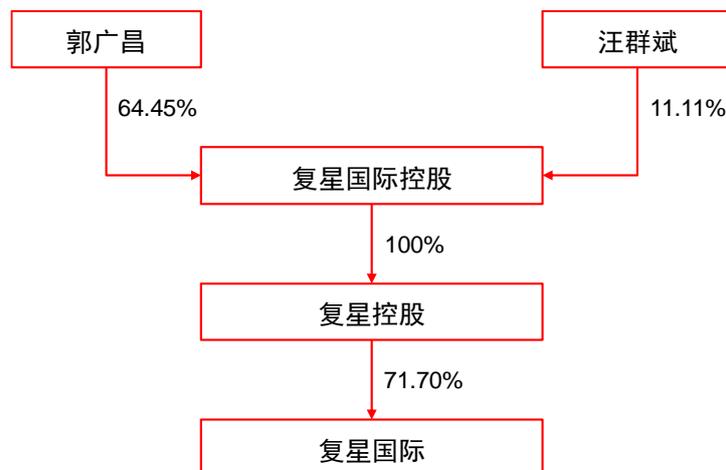


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

管理层眼光独到，C2M 战略高效整合旗下资源

复星国际的大股东是复星控股有限公司（简称“复星控股”），持有复星国际约 71.70% 股权。实际控制人、董事长郭广昌通过复星国际控股有限公司（简称“复星国际控股”）持有复星控股 64.45% 的股权，执行董事兼首席执行官汪群斌分别持有复星国际控股 11.1% 的股权。

图表7：复星国际股权架构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

管理层顺势而为的战略眼光，推动复星从重资产资源型企业成功转型。郭广昌带领的复星管理层凭借独特的眼光让复星保持着前进的动力，善于不断“进化”。对比 2007 年上市时，复星在资产分布、业务模式、行业利润等方面都发生了巨大的改变。复星集团凭借着灵活的战略调整和对国内外经济发展趋势的准确把握，踏准“中国动力”，实现了内生和外延的持续快速增长。

建立全球合伙人制度，重视培养年轻队伍。2016 年初，复星宣布建立全球合伙人制度，并公布了第一批 18 位全球合伙人，其中年龄小于 50 岁的有 12 位，最年轻的只有 37 岁，如今已发展到超过 50 位。复星要求每位合伙人始终处于企业家状态，不断地创新、创造、学习、思考新的商业模式，而且要有精力和能力去实现。此外，复星也已经建立了一只覆盖全球市场的专业化投资队伍，全球范围内的董事总经理（MD）人数超过 220 位，其中有一半专注于海外市场。

“复星版 C2M”有助于企业释放产能，实现高速增长。C2M 最早被提出时，指的是 Customer to Manufactory（顾客对工厂），通过互联网将不同的生产线与消费者连接在一起，减少库存、物流、总销、分销等中间环节，拼多多的崛起就是这一模式的最好案例。然而复星提出的 C2M 旨在通过人工智能、大数据、云计算等技术将客户和制造端连接，通过优化供应链和升级产品，充分满足客户的个性化需求。复星不一味追求消灭中间环节，而是帮助、引导顾客去参与产品的个性化设计。

图表8： C2M 模式与传统模式的比较

传统模式	VS	C2M 模式
做了再卖	需求	卖了再做
同质化	设计	个性化
高库存	库存	零成品库存
层层加价	渠道	客户直接对接工厂
综合成本高，利润空间小	成本	综合成本低，利润空间大
粘性低，维护成本高	客户	高粘性用户

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

One Fosun 是复星将旗下所有布局产业整合起来的战略，核心为“有叻”家庭会员体系。“有叻”幸福家庭会员计划是复星 C2M 战略的一站式服务入口，复星旗下医院、旅游都可以通过有叻账户登陆，复星可以通过汇聚到有叻中的会员消费信息，画出相应用户画像，通过权益和营销活动提高用户忠诚度。其次，复星把旗下其他产品也汇入有叻体系，实现交叉营销和客单价提升。最后，复星在了解客户之后，根据会员的需求提供新的定制化产品，用 C 端来引入新的 M 端，达到一定需求规模时还可衍生出新的 C2M 产品。

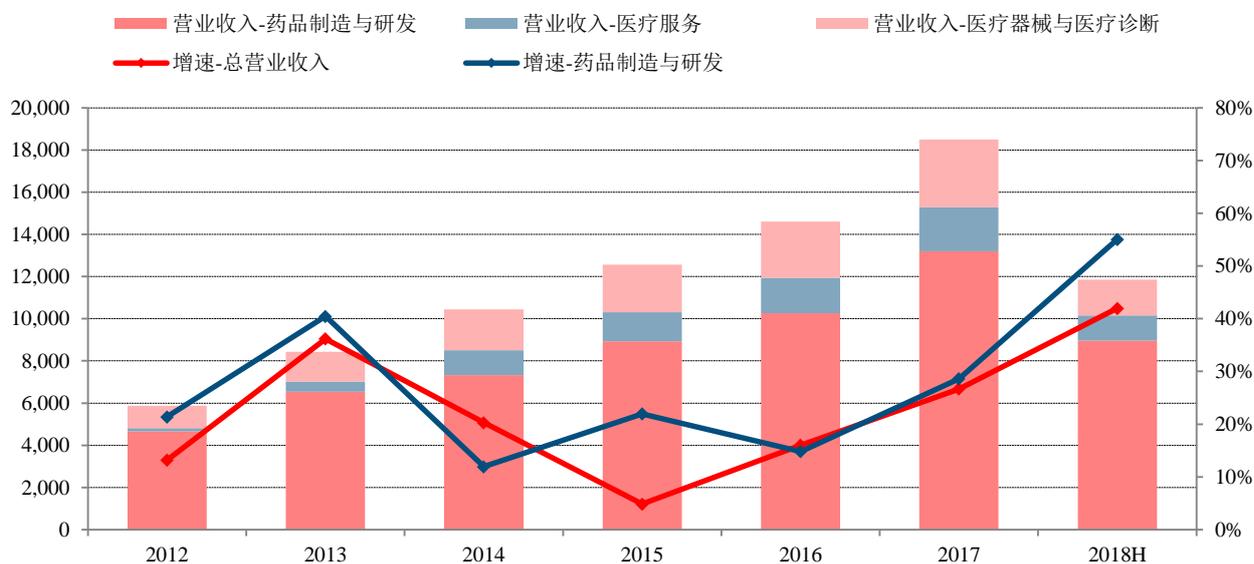
健康生态：以复星医药为核心的大健康全产业链

复星医药：集团主要医药业务载体，覆盖制药、器械、医疗服务三大业务板块

复星国际的健康生态板块是以复星医药为核心建立起的大健康全产业链。复星医药主要从事药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务，并通过投资国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）涉足医药商业流通领域；与此同时，复星通过运营医院、养老服务中心、健康管理公司等相关产业主体，力图在医疗服务领域进一步深耕。复星抓住健康消费品的发展机遇，入股包括健康食品、母婴消费品、个人健康护理、新零售等领域，形成对医药、健康管理、健康食品等大健康领域的广泛覆盖，通过业务板块之间的资源共享产生协同效应。

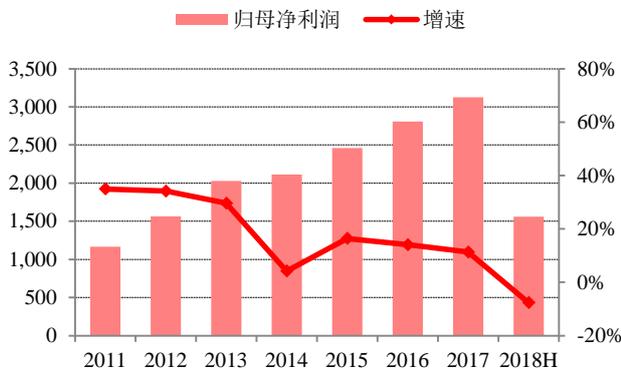
药品的制造与研发是集团“内生式增长”最核心的驱动因素。公司专注投资于优势产品的研发领域，坚持全链条研发和后期产业化开发能力。2018年上半年，复星医药实现营业收入118.59亿元，较上年同期增长41.97%，从收入结构上来看，药品制造与研发、医疗服务、医疗器械和医学诊断三大业务收入占比分别为75.52%、10.12%和14.24%，分别实现收入增长55.06%、18.62%和9.23%，药品制造与研发业务是复星医药收入规模扩大、增速提升的主要动力源。以上三项业务的毛利率分别为64.61%、27.19%、49.35%，其中药品制造与研发业务的毛利率相对最高且近年来有进一步提升趋势，是利润增长的主要来源。

图表9：复星医药业务板块收入及增速（单位：百万元）



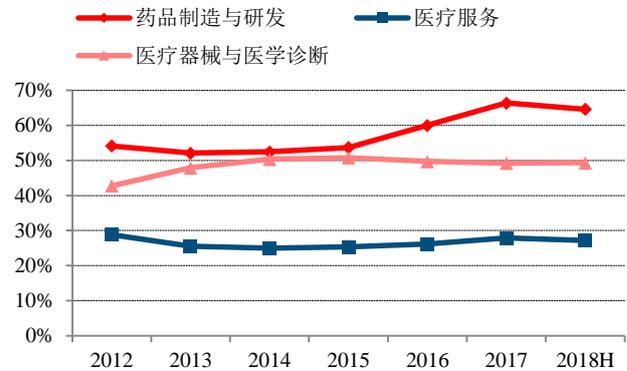
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表10： 归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表11： 三类业务毛利率



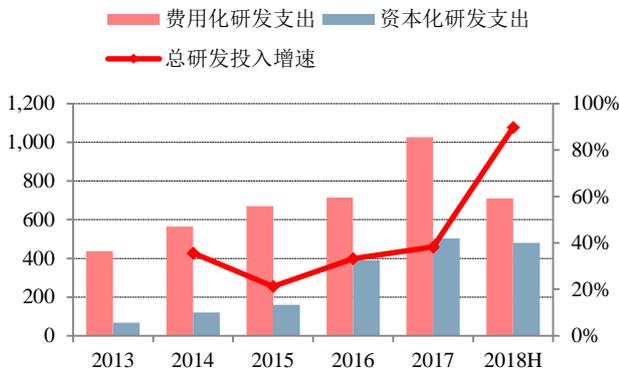
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

研发投入充分，新药研发和仿制药一致性评价顺利推进。2018年上半年，复星医药研发投入总计11.88亿元，较2017年同期增长89.82%，其中费用化支出与资本化支出分别为7.09亿元、4.79亿元，同比增长分别为53.69%、191.01%，研发投入的资本化比重持续提升，已达到40.34%，体现出公司不断强化的研发能力；研发投入占营业收入的比重也呈逐年提升趋势，目前占比已突破10%。截至2018年6月底，复星医药在研新药、仿制药、生物类似药及一致性评价等项目共240项，其中：小分子创新药13项、生物创新药10项、生物类似药17项、国际标准的仿制药131项、一致性评价项目55项、中药2项、外部引进项目12项。

以药品制造与研发为核心，布局国际化研发体系。2018年，中国医药制造行业整体处于变革期，在新一轮医改政策实施与推进的影响下，跨国制药企业和国内制药企业整体在2018年增速放缓，面对医保控费的全面升级和专利药品到期后仿制药的冲击，中国医药行业面临着前所未有的挑战，另一方面，恢复性增长的国际药品市场则为中国制药企业发展提供了巨大空间。复星医药持续推进国际化战略，加大力度布局国际化的研发、制造体系，并完善国际营销网络加强营销队伍建设。

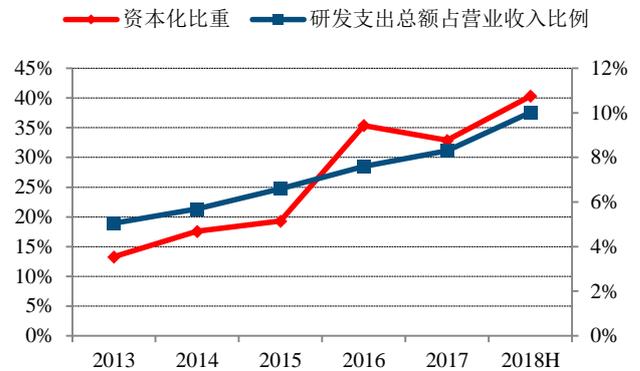
海外并购与研发并重，国际化发展路径逐渐清晰，未来有望打造成为一体化国际化医药企业。复星医药是国内较早启动国际化发展战略的医药企业，已在中国、美国、印度等地布局建立一体化的研发体系，并购的境外资产主要包括印度注射剂药品生产制造企业Gland Pharma、以色列医疗美容器械研发生产企业Sisram、瑞典呼吸器械企业Breas及法国药品分销公司Tridem Pharma，已形成国际化的研发布局和较强的研发能力。随着Gland Pharma并购的完成及整合的深入，公司在法规市场的药品注册能力和国际化制造能力将得到进一步强化，在提升现有制剂和原料药产品国际市场占有率的同时，持续推进药品制造业务的产业升级、进一步加速国际化。

图表12: 研发投入资金逐年增加(单位:百万元)



资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

图表13: 研发投入比例、资本化比重均上升



资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

制药板块: 主要品种保持稳健增长, 后续生物药和细胞治疗新药研发管线丰富 建立药品细分领域优势

药品制造是复星医药的核心业务, 在细分疾病领域优势明显。复星通过不同子公司之间的资源整合, 建立具有自身特色的药品细分管线, 主要覆盖心血管、中枢神经系统、血液系统、代谢及消化系统、抗感染等领域。2018 上半年, 分产品来看公司抗感染和消化代谢品种销售比例较大, 分别实现 19.21 亿和 15.40 亿的收入, 占药品板块总收入的 21.46% 和 17.19%, 较去年同口径增长 53.34% 和 31.67%, 主要得益于青蒿琥酯、阿拓莫兰、非布司他等品种放量的贡献。另外, 血液系统药物收入增长较多, 相较去年同期增长 59.77%, 增速迅猛。

图表14: 复星医药治疗领域核心产品销售收入情况(单位:万元)

药品制造与研发	核心产品	2018 年上半年 (1-6月)	2018 年上半年 同口径增长	2017 年	2017 年 同口径增长
心血管系统疾病	前列地尔干乳、肝素钠、注射用环磷腺苷葡胺、羟苯磺酸钙等	86,368.48	19.56%	129,260.19	7.7%
中枢神经系统疾病	小牛血清去蛋白注射液、富马酸喹硫平片、草酸艾司西酞普兰片	68,482.27	25.37%	154,558.57	43.66%
血液系统疾病	注射用白眉蛇毒血凝酶、注射用腺苷钴胺	30,827.30	59.77%	58,624.72	64.16%
代谢及消化系统疾病	还原型谷胱甘肽系列、非布司他片、格列美脲片、动物胰岛素及其制剂等	153,997.98	31.67%	245,122.06	26.73%
抗感染疾病	青蒿琥酯等抗疟系列、抗结核系列、头孢美唑制剂、注射用炎琥宁等	192,161.88	53.34%	227,367.53	22.07%
抗肿瘤	西黄胶囊、注射用培美曲塞二钠、比卡鲁胺、紫杉醇、卡铂、奥沙利铂和昂丹司琼	25,722.45	29.02%	32,330.20	6.16%
原料药和中间体核心产品	氨基酸系列、氨甲环酸、盐酸克林霉素、盐酸左旋咪唑	66,524.14	-4.89%	142,681.41	19.22%

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

创新领域子公司新药研发实力雄厚，后续研发管线充足

复宏汉霖是国内单抗药物研发的领先企业，在研单抗研发管线丰富，利妥昔单抗有望在近期获批。复宏汉霖在生物类似药、创新型单抗方面的研发实力处于国内领先地位。截至 2018 年 6 月 30 日，公司共有 11 个产品、17 项适应症申报临床试验，多个产品进入了 III 期临床。产品类型涵盖单抗类似药、创新型单抗以及联合治疗药物组合。其中 HLX01（利妥昔单抗，重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体）已经报产并进入优先审评，III 期数据良好，并已完成三合一审评，有望成为国内首个获批的生物类似药。随着研发管线不断推进，后续复宏汉霖的几大生物类似药有望逐渐相继获批，研发投入逐渐步入收获期，为公司带来业绩上的增量。2018 年公司终止在新三板上市并拟在港交所申请上市。

图表15：复宏汉霖产品线



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

复星凯特是复星与 Kite Pharma 的联营公司，主要在中国大陆、香港和澳门进行 CAR-T 疗法的研发和扩展，成熟产品 Yescarta 研发进度有望快速推进。CAR-T 疗法是目前肿瘤治疗方面研发最火热的领域之一，从目前获批的药物来看，CAR-T 对于血液瘤等特定肿瘤具有极好的治疗效果。目前国际上已经获批的 CAR-T 疗法包括诺华的 Kymriah 和 Kite 公司的 Yescarta。复星凯特重点推进 FDA 获批品种 FKC876 (Yescarta) 的技术转移、制备验证等工作，该产品的临床申请目前已获得国家药监局通过。FKC876 是海外已经获批的成熟品种，预计后续在临床研发和审评阶段具备优势，临床研发进度有望快速推进。除此之外，复星凯特的其他产品还包括 KITE-439 和 KITE-718，复星医药对其有商业优先选择权。

图表16： 复星凯特细胞治疗研发管线

靶点	药品名称	临床试验	适应症	临床阶段
CAR	Yescarta	ZUMA-1	淋巴瘤	II 期
		ZUMA-5	淋巴瘤	II 期
		ZUMA-6	淋巴瘤	I 期
		ZUMA-7	淋巴瘤二线	III 期
	KTE-C19	ZUMA-2	淋巴瘤	II 期
		ZUMA-3	白血病	I 期
		ZUMA-4	白血病	I 期
	KITE-585	-	骨髓瘤	I 期
TCR	KITE-718	-	实体瘤	I 期

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

重庆复创，主要进行小分子创新药研发，多个品种稳步推进。重庆复创于 2009 年成立，在重庆、上海及美国旧金山均有研发基地，可实现 24 小时不间断接力研发，主要进行癌症及代谢类疾病的靶向治疗小分子药物的研发。目前复创医药有 5 个产品获批 IND，其中糖尿病药物 FCN-005（靶向 DPP-4）进展最快，目前已进入 II/III 期临床阶段。

仿制药拓展国际业务，一致性评价顺利推进

收购 Gland Pharma，拓展国际化仿制药业务。Gland Pharma 是一家印度注射剂药品生产制造企业，其是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，业务收入主要来自于美国和欧洲。2017 年复星医药收购 Gland，其主要产品包括肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等，后续有望借助 Gland 进一步拓展国际化影响力。同时，Gland 的海外药物管线有望引进国内，反哺国内的药品业务。

旗下国内仿制药企业各有特色，品种一致性评价工作开展顺利。复星医药旗下其他仿制药企业主要包括万邦药业、药友制药、奥鸿制药、黄河药业等。江苏万邦生化医药股份有限公司拥有国内最大的胰岛素生产基地，其胰岛素系列部分产品的国内市场占有率在 50% 以上，2004 年复星医药对其实现间接控股。重庆药友制药主要开展药物制剂、API 的研发、生产、销售业务，2002 年复星医药以增资扩股的方式重新组建了公司，目前药友的阿法骨化醇片已经通过一致性评价，该产品 2017 年样本医院销售额为 1.18 千万，销售额占同类产品比例为 58.63%。奥鸿药业主要围绕中枢神经系统药品，其重要品种奥德金经过十几年的应用，在神经系统辅助用药方面具有独特的优势。黄河药业主要从事片剂、胶囊剂、颗粒剂和锭剂的生产与销售，目前有用国药批字批准文号 133 个。其中苯磺酸氨氯地平片通过仿制药一致性评价，黄河药业是同品种中首个通过一致性评价的企业。

医疗服务：全面布局，增速稳定

并购发展并行，业务稳步提升

医疗服务业务增长稳定，旗下参控股大型医院众多。2015-2017年，复星医药医疗服务业务收入持续增长，增速保持在16%-25%之间。截止2018年半年报公告披露，复星医药旗下拥有包括禅城医院、恒生医院、钟吾医院、温州老年病医院、广济医院、济民医院及珠海延年等在内的医疗机构，并且通过收购美中互利，控股其旗下“和睦家”连锁医院。截止2018年半年报披露，复星医药控股的禅城医院、恒生医院、钟吾医院、温州老年病医院、广济医院、济民医院及珠海延年等核定床位合计3818张。

图表17：复星医药主要医院持股情况

医院名称	持股比例	主要经营地	注册资本（万元）
广济医院	99%	岳阳	2,890
济民医院	69%	合肥	1,000
钟吾医院	54%	宿迁	1,750
禅城医院	85%	佛山	5,000
恒生医院	59%	深圳	6,000
山大齐鲁医院	49%	山东	80,000
美中互利：	43%		
北京和睦家		北京	8,631
上海和睦家		上海	2,868

资料来源：Wind，天眼查，中信建投证券研究发展部

旗下医院各有特色，医疗服务全面布局

医院布局覆盖沿海高端和二三线城市专科，打造区域性医疗中心。近年来，复星医药持续强化自己的医疗服务的布局，从沿海城市高端医疗，到二三线城市专科医院全面覆盖。同时也注重打造区域性医疗中心，例如收购深圳恒生医院、佛山禅城医院等，打造华南地区区域性医疗中心。同时，复星医药也在积极寻求与大型公立医院、附属医院合作，持续提升自己医疗服务业务的规模。

禅城医院规模领先，为全国首家通过第六版JCI标准的三甲综合医院。截止公司目前在年报中披露的持股公司中，规模较大的主要为位于佛山的禅城医院，和位于深圳的恒生医院。禅城医院，始创于1958年，是集医疗、科研、教学、康复于一体的国家三级甲等综合性医院。医院重点发展专科为“禅医三宝”：椎间盘、排石（泌尿科），妇儿中心以及“新三宝”：心脏、脑科和抗衰老医学中心。2013年加入复星集团，成为医疗服务领域的旗舰医院。2018年上半年，禅城医院高分通过国际医院JCI认证，成为全国首家通过第六版JCI标准的三甲综合医院。

恒生医院，深圳市规模最大的民营三级综合医院之一。恒生医院开办于2004年，地处深圳市核心区域，建筑面积近9.5万平方米，共计开设超过40个临床医技科室，核定床位数681张，拥有超过800名的专业医生、技术人员及运营管理团队。恒生医院在2017年加入复星医药，目前已经成为复星医药在华南地区医疗服务布局的重点医院。

图表18： 禅城医院示意图


资料来源：复星医药官网，中信建投证券研究发展部

图表19： 恒生医院示意图


资料来源：恒生医院官网，中信建投证券研究发展部

二三线城市布局充分，广济医院、钟吾医院、济民医院各具优势。广济医院位于岳阳，是一家集医疗、教学、科研与一体的二级甲等综合医院，可开设床位 500 多张。钟吾医院位于宿迁为二级甲等综合医院，同时也是宿迁国家级经济技术开发区内唯一的大型综合医院，成立于 2002 年，现有床位 550 张，职工 646 人。济民医院位于合肥，是一家三级肿瘤专科医院、国家级重点肿瘤医院，也是省、市医保和新农合的定点医院。现已发展成为全国最大的肿瘤专业股份制医院。有床位 700 张。

参股美中互利，旗下和睦家为高质量的全国性连锁医院。此外，复星医药通过 2014 年私有化收购和睦家系列医院的母公司美中互利（Chindex International），间接持有 43% 的权益。从此，复星医药积极支持并推动和睦家医疗在中国的布局和发展。现在，和睦家医疗已在北京、上海、天津、广州、无锡、蒙古乌兰巴托和青岛设立了医院及诊所，为当地居民提供高质量的医疗服务。此前，和睦家医院一直以高质量的妇产科服务著称，其位于北京和上海的医院分别于 2005 年和 2008 年获得了 JCI 认证。2011 年和睦家整个医疗网络获得了 JCI 的“质检金章”。据 2018 年公司半年报披露，青岛、上海新城的和睦家医院已经投入运营，广州和睦家也在筹备之中。

联合微医发展互联网医疗，拓展医药电商领域布局。微医（原挂号网）是目前国内最大的移动互联网医疗健康服务平台，复星医药在 2014 年和 2015 年先后参与微医集团两轮融资，持有其 9.73% 的股份。复星和挂号网达成战略合作，共同发展医药电商业务金象网，并引导其医疗资源中的医生加入挂号网，同时挂号网为复星医药医院资源中的专家组提供品牌塑造、匹配对症患者、实现对症转诊、患者管理以及病历管理等服务。两者的合作截图推动复星现有医疗健康服务体系效能提升，并在互联网医疗领域快速拓展。

医疗器械：聚焦高端，业内领先

公司医疗器械板块主要聚焦在医美、高值耗材及 IVD，同时代理达芬奇手术机器人的业务。公司医疗器械与医学诊断业务 2018 年上半年实现营收 16.88 亿元，同比增长 9.23%，毛利率为 49.35%，增长 0.54 个百分点，实现分部利润 2.53 亿元，同比增长 14.90%。公司现有医疗器械业务主要包括医疗美容器械、外科手术机器人与耗材（代理为主）、呼吸医学产品、手术/输血器械与耗材、牙科产品器械及耗材（自主产品和代理业务）。现有医学诊断业务主要包括分子诊断、免疫诊断、生化诊断、微生物诊断及 POCT 产品，以自主产品为主。

通过内生式经营和外延式的并购，近年来公司医疗器械与医学诊断业务实现了较快的增长，在细分行业生产性企业中排名靠前。

Sisram 在香港上市，业绩良好继续保持行业领先地位。公司控股子公司 Sisram 进一步加强医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展，上半年实现营收 5.01 亿元，同比增长 17.90%，净利润 7212 万元，同比增长 43.95%，各地区销售额同比增加 7.8% 到 40.3%。其医疗激光美容设备在全球及国内激光美容设备市场均已占有相当规模的市场份额，形成品牌效应，并逐步向治疗器械拓展，未来将进一步实现与集团医疗资源的协同，提升经营规模。

图表20： Sisram 公司按地域分部划分的收益（单位：千美元）

	2018 年上半年		2017 年上半年		同比增长
欧洲	22805	29.2%	19156	28.9%	19.0%
北美	17444	22.3%	15632	23.6%	11.6%
中国	13923	17.8%	12677	19.1%	9.8%
亚太（中国除外）	11596	14.8%	8267	12.5%	40.3%
拉丁美洲	8693	11.1%	7128	10.8%	22.0%
中东及非洲	3694	4.8%	3428	5.1%	7.8%
总计	78155	100.0%	66288	100.0%	17.9%

资料来源：Sisram 中报，中信建投证券研究发展部

代理“达芬奇机器人”，手术量维持较快增长。公司代理销售美国直观医疗公司的“达芬奇手术机器人”，并进一步成立合资公司直观复星发展该业务。“达芬奇手术机器人”目前是唯一一个已经获得美国 FDA 和国家药监局许可上市的微创腔镜外科手术机器人产品，其手术量继续保持快速增长，上半年在中国大陆及香港地区手术量超过 15000 台，同比增长约 24%，处于领先地位。但由于设备配额较预期延迟，销售数量有所下滑。近期卫健委已经公布了 2018 - 2020 年手术机器人的装机配额,后续有望快速放量。

图表21: “达芬奇手术机器人”系统



资料来源: 中国日报, 中信建投证券研究发展部

图表22: Butterfly iQ 产品



资料来源: 公司官网, 中信建投证券研究发展部

其他医械产品均位于行业前列, 参股手持超声厂商 **Butterfly**。公司控股子公司瑞典呼吸器械公司 Breas 产品不断丰富, 其生产的家庭护理通风和睡眠呼吸暂停设备等销量仍处于行业领先地位。公司血袋类三大产品占有率在国内市场名列前茅, 牙科产品器械及耗材在口腔治疗领域市场具有较大影响力, 有着完善的营销网络与临床技工资源, 其市场地位属行业前列。公司于今年 7 月通过旗下复星实业参与认购了美国器械公司 **Butterfly Network** 8.33% 的股份, 并获得其产品的国内商业化优先权。**Butterfly Network** 是全球领先的智能手持式超声成像仪研发企业之一, 其首个超声产品 **Butterfly iQ** 于去年获得 FDA 批准在美国上市, 可以通过智能手机实现便携式超声检测, 且价格相较 **Philips** 类似产品更为低廉, 具有较强的市场潜力。

医疗诊断服务覆盖面广, 销售额持续增长。公司医学诊断产品线布局较全面, 涵盖了整个生化诊断、免疫诊断、分子诊断和微生物诊断和 POCT, 营销网络遍及全国, 通过自身研发以及并购获得了新的技术和新的项目, 未来重磅产品的持续发掘将是重点方向。其中 HPV 诊断试剂及结核诊断产品 T-SPOT 试剂盒在国内具有较大的市场份额, 上半年 HPV 诊断试剂销售额同比增长 29.9%, T-SPOT 试剂盒销售额同比增长 19.1%, 通过完善的营销网络保持其领先的市场地位。目前自主研发的全自动化学发光仪器平台和配套试剂的研发进展顺利。同时, 公司还和国外企业开展多项合资合作业务, 不断拓展诊断服务覆盖范围。

图表23: 公司医疗诊断服务类合资合作项目

合资合作企业	主要业务
美国 Saladax Biomedical	世界领先检测技术及肿瘤化疗用药监测产品组合
韩国 SD Biosensor	增加快速诊断技术平台, 加快诊断业务的全面化发展
德国 miacom Diagnostics GmbH	多重细菌鉴定体外诊断试剂
英国 Genefirst Limited	专注于传染性疾病及癌症等分子诊断产品开发和生产
英国 Oxford Immunotec	基于牛津大学技术平台专业检测各类疾病特异性细胞反应并拥有最先进的结核感染检测试剂
美国 Astute	专业开发创新标志物用于高风险急性病检测

资料来源: 公司官网, 中信建投证券研究发展部

参股国药控股等上市公司，业务多元，协同发展

除了上述三大板块之外，复星医药同时参股了包括国药控股、山河药辅、汉森制药等上市公司。

图表24：复星医药医药板块控股情况



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

参股国内医药分销龙头，营销网络全国覆盖。公司通过国药产业投资有限公司间接持有国药控股股份有限公司 32.05%的股权，国药控股国内三大医药分销企业之首，是中国药品、医疗保健产品龙头分销商和零售商，同时也是国内领先的供应链服务提供商，其形成了医药健康领域产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务等多元业态协同发展的一体化产业链，拥有覆盖全国主要大中城市商业及终端客户的一体化营销网络的核心优势。国药控股 2018 年上半年实现营收 1475 亿元，同比增长 7.04%，净利润为 40.27 亿元。

国药控股拥有国内领先的药品配送网络覆盖，通过参股国药控股，复星医药在旗下药品分销配送领域占据优势。

图表25：国药控股近年营业收入及增长率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表26：国药控股近年净利润及增长率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

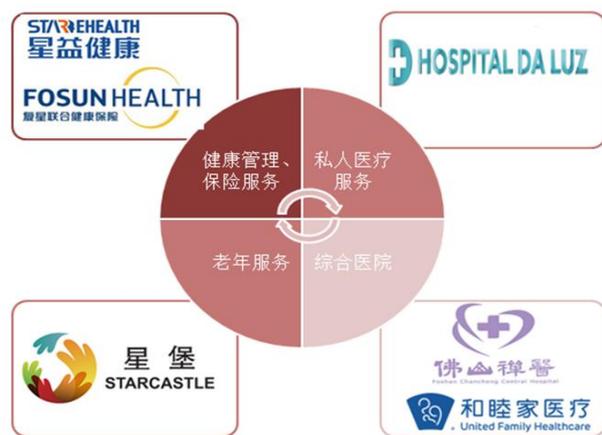
参股山河药辅，是国内领先的药用辅料生产龙头。公司作为第二大股东持有安徽山河药用辅料股份有限公司 15.00%的股权。山河药辅是国内专业药用辅料生产企业、新型药用辅料研究开发基地、国家高新技术企业、国内固体制剂药用辅料最大的生产供应商，两次获国家科技部“科技创新基金”资助，现为国际药用辅料协会中国会员，中国药用辅料专业委员会副主任会员单位。

参股汉森制药，覆盖中成药、化学药、医用制剂三大板块，正在进入大健康 and 医疗保健领域。复星医药作为第二大股东持有湖南汉森制药股份有限公司 5.32% 的股权。汉森制药是一家集科研、生产与销售于一体的药品生产企业，是湖南省高新技术企业和湖南省重点医药工业企业。公司以生产中西药制剂为主，主要剂型有大容量注射剂、小容量注射剂、口服液、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、糖浆剂、煎膏剂、酏剂、丸剂等；主要产品有四磨汤口服液、缩泉胶囊、银杏叶胶囊、天麻醒脑胶囊，其中四磨汤口服液单品年销量收入 2014 年已突破 4 亿元。子公司永孜堂天麻醒脑胶囊为国家发明专利，2017 版医保目录品种，云南省基药目录品种，治疗头痛头晕，失眠疗效显著。公司拥有颇具特色的“医院+OTC”销售模式，是具有成长性的中小市值公司。

结合复星集团健康保险、高端养老、私人医疗布局，实现全面发展

复星除了在医药领域有领先的全方位战略布局，同时也结合集团在健康保险、健康管理、高端养老和私人医疗领域的资产，在全产业链下形成资源协同优势。丰富的投资管理经验，奠定了复星国际在整体医疗服务行业快速发展的基础。

图表27：复星国际整体医疗服务布局



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表28：复星医药控股医院核定床位



资料来源：中信建投证券研究发展部

星益健康管理有限公司针对中高端会员客户和企业客户，为其提供一站式、全流程健康管理服务及第三方保险服务，包括针对企业客户员工的健康福利计划产品，针对保险客户提供的创新融合产品，以及针对母婴群体的健康服务产品。其在中国建立的直付网络已经覆盖 14 个城市的约 340 家合作医疗及体检机构，2018 年上半年营业收入为人民币 780 万元，同比增速达 446%，正处于高速发展阶段。复星联合健康保险为客户提供健康保障和健康服务，已推出 40 余款产品，其中长期健康险“康药”系列产品收入占公司总保费收入 59%，受到市场和客户认可。

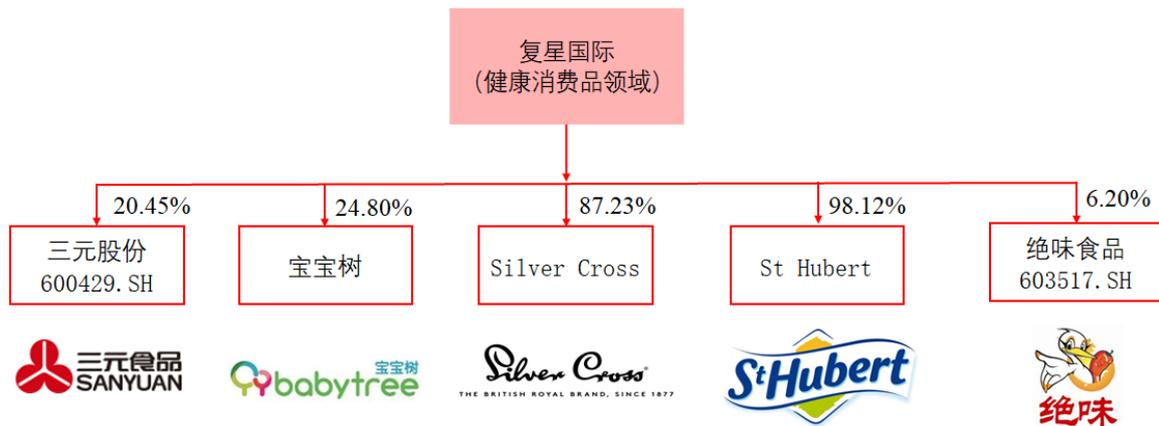
Luz Saúde 是一家位于葡萄牙的领先私人医疗服务集团，复星国际通过附属公司 Fidelidade 持有其 98.79% 的股权（有效权益 83.96%），Luz Saúde 拥有 12 家私人医院、1 家公司合营国家医疗服务医院、9 家私人门诊诊所以及 2 家长者居所，共拥有 1650 张病床，其旗下的葡萄牙最大的私人医院也在进行扩建，进一步提升服务能力，夯实市场领导地位。

星堡老年服务成立于 2012 年，为我国老年人量身定制高端养老项目，提供从自理到临终关怀的一站式全程养老服务，一期工程和浦江社区合计总套数 614 套，可容纳近 1200 位长者，其中一期目前入住率已达 97%，二期正在建设中，总套数为 900 套。

健康消费品：积极布局健康消费，切合需求升级

除了上述医药板块的业务以外，复星健康生态还包含健康消费品的业务，旗下主要参控股的企业包括三元股份、宝宝树、Silver Cross、St Hubert、绝味食品等。复星的健康消费品业务主要专注于世界领先的健康护理公司的运营和深度产业运营，从而提供优质创新的健康消费平台和服务。复星对健康消费品的投资和布局切合国内群体对健康消费品需求不断增高的趋势，在投资领域选择和资源整合上具备优势。

图表29：复星国际旗下主要健康消费品企业布局



资料来源：Wind，公开资料整理，中信建投证券研究发展部

参股三元股份，推动企业资本化运作。三元股份是国内乳制品的知名品牌之一，复星医药在2015年通过非公开发行注资三元股份20亿元人民币，持有三元股份20.45%的权益，是其第二大股东。三元主要业务涉及加工乳制品、冷食冷饮、饮料、食品等，产品品质出众，在北京及周边地区具有明显的销售优势。三元股份是乳制品界的老牌国企，复星进入三元股份后，对管理和战略的改进有一定的推动作用。目前国内乳制品消费市场仍在不断增长，三元作为业内老牌知名企业，未来有一定的增长空间。2018年6月14日，三元股份聘请复星健康消费产业集团总裁、三元食品副董事长张学庆为新任总经理，预计后续复星和三元在发展战略和产业协同性上将有进一步地提升。

联合三元收购法国知名食品公司 St Hubert，优势产品引入国内。St Hubert 是法国知名的健康食品公司，公司成立于1904年，目前年食品销售量达到3.5万吨，其主要产品包括植物型涂抹酱、植物优酪乳、植物饮料、甜品等，主打不含氢化脂肪、反式脂肪和转基因的成分。2017年 St Hubert 在法国植物型涂抹酱的市场占有率达到44%，领先于联合利华和莱特。2018年1月，复星联合三元股份收购了 St Hubert 98.12%的股份（复星持有有效权益50.04%），未来将逐渐把 St Hubert 海外的优势产品引入国内。

投资母婴社区平台宝宝树，成功登陆港股。宝宝树是国内最大、最活跃的母婴类社区平台。公司成立于2007年，业务涉及早期的母婴社区、互联网工具、社会化电商，再到后来伴随中国家庭消费升级的C2M、大健康等商业模块升级，在用户市场规模等多个指标维度上位列行业第一，2017年宝宝树月均活跃用户人数为1.39亿。复星在2016年对宝宝树进行投资，目前占其24.80%的股份，在复星进入之后，宝宝树迅速开展了C2M领域的合作尝试。2018年11月27日，宝宝树以每股6.80港币的发行价挂牌交易，目前总市值为127亿港元。

收购英国知名婴儿车品牌 Silver Cross，打造时尚生态圈。 Silver Cross 是英国知名的婴儿车品牌，其于 1877 年成立，是英国标志性的母婴品牌之一。Silver Cross 的产品在英国、美国、俄罗斯、中东、亚太地区都有广泛的销售。其在 2017 年收购另一家通车品牌 Micralite，并与阿斯顿马丁、Marie Chantal 等品牌进行积极合作。复星于 2015 年投资 Silver Cross，目前共持有其 87.23% 的权益。

参股国内卤制品龙头绝味食品，业务稳定拓展。 绝味食品是国内休闲卤制品的知名企业，2017 年登陆 A 股，目前收入和利润都呈稳步上升的趋势，2018 前三季度啊，绝味食品实现营收、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 32.66 亿、4.87 亿和 4.75 亿元，同比增长 13.03%、29.03% 和 30.21%。复星持有绝味食品 6.20% 的股份。

复星医药盈利预测

主要假设：

① 2018 年由于并表 Gland，药品制造板块增长较大，随着后续仿制药的引进和新药的获批，预计明后年的增速保持稳定；器械和医疗服务 2018 年增速放缓，预计今年逐步改善；

② 由于在研管线较多，研发投入较为集中，压力较大，负债较多，同时新品种获批需要同步的推广，预计明后年研发、销售等费用依旧维持在较高的比例；

③ 投资收益方面，2018 年国药控股业绩增幅较小，和睦家、微医等亏损影响较大，影响这块的收益；明后年国药控股及其他一些联合营企业业绩逐步改善，将有所提升。

图表30：复星医药盈利预测情况

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	14,628.8	18,533.6	25,557.1	31,149.0	38,217.8
营业收入增长率	16.0%	26.7%	37.9%	21.9%	22.7%
EBITDA（百万）	4,533.3	5,389.0	5,402.4	6,119.0	7,210.0
EBITDA 增长率	3.1%	18.9%	0.2%	13.3%	17.8%
净利润（百万）	2,805.8	3,124.5	2,855.7	3,424.2	4,008.1
净利润增长率	14.1%	11.4%	-8.6%	19.9%	17.1%
ROE	12.6%	12.3%	10.3%	11.3%	12.1%
EPS（元）	1.09	1.22	1.14	1.37	1.61
P/E	23.3	21.0	22.3	18.6	15.9
P/B	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.6	14.2	14.1	12.3	12.8

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表31： 复星医药未来业绩拆分与预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
药品制造与研发					
收入	10,259.54	13,195.47	19,793.21	24,741.51	30,926.89
YoY	14.83%	28.62%	50.00%	25.00%	25.00%
成本	4,102.54	4,431.07	6,927.62	8,659.53	10,515.14
毛利率	60.01%	66.42%	65.00%	65.00%	66.00%
医学诊断与医疗器械					
收入	2,663.91	3,214.05	3,535.46	3,959.71	4,553.67
YoY	18.17%	20.65%	10.00%	12.00%	15.00%
成本	1,338.75	1,631.10	1,803.08	1,999.65	2,276.83
毛利率	49.74%	49.25%	49.00%	49.50%	50.00%
医疗服务					
收入	1,677.56	2,088.47	2,192.89	2,412.18	2,701.65
YoY	21.67%	24.49%	5.00%	10.00%	12.00%
成本	1,238.74	1,506.07	1,578.88	1,712.65	1,891.15
毛利率	26.16%	27.89%	28.00%	29.00%	30.00%
其他业务					
收入	27.81	35.56	35.56	35.56	35.56
YoY	-31.70%	27.89%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	38.33	40.71	35.56	35.56	35.56
毛利率	-37.86%	-14.47%	0.00%	0.00%	0.00%
总体情况					
营业收入	14,628.82	18,533.56	25,557.12	31,148.97	38,217.76
YoY	16.02%	26.69%	37.90%	21.88%	22.69%
成本	6,718.36	7,608.95	10,345.15	12,431.52	15,537.40
毛利率	54.07%	58.94%	59.52%	60.09%	59.35%

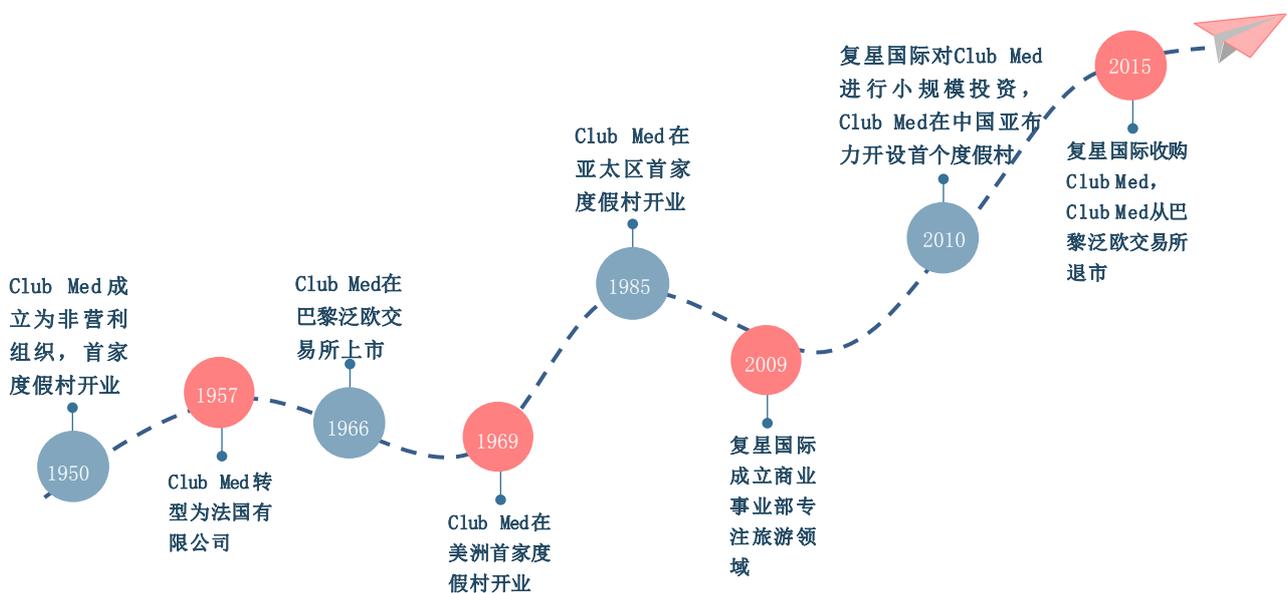
资料来源： 中信建投证券研究发展部

快乐生态：旅游、时尚、休闲全方位布局

复星旅文：快乐生态支柱，休闲度假全产业链布局

依托地中海俱乐部，深耕旅游和文化产业。复星国际的快乐生态业务包括旅游及休闲、时尚、体验式产品和服务三部分，目前该产业板块的收入及利润主要来源于地中海俱乐部（简称“Club Med”）。Club Med 成立于 1950 年，总部位于法国，是全球知名的以家庭为中心的一价全包休闲度假服务供应商。截至 2018 年 6 月 30 日，地中海俱乐部在 40 多个国家和地区开展业务，在 26 个国家和地区拥有 69 个度假村（含 1 艘游轮）。截至 2017 年 12 月 31 日，有 1104.6 万张床位。2015 年复星国际将地中海俱乐部私有化，截至 2018 年 6 月 30 日，持有地中海俱乐部的有效权益为 90.23%。

图表32： 地中海俱乐部的历史沿革



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

拥有山地、阳光、Joyview 三种度假村，提供一价全包度假村服务。公司的度假村分为三种，其中山地度假村位于滑雪场或附近，阳光度假村位于国家公园、雨林、海滩等景区附近，Joyview 度假村位于风景优美且离城市仅有两小时车程的地区。截至 2018 年 6 月 30 日，公司共有 69 家度假村，包括 23 家山地度假村、44 家阳光度假村和 2 家 Joyview 度假村。根据弗若斯特沙利文的数据，就度假村数量而言，地中海俱乐部是 2017 年欧洲最大的滑雪度假村。公司的一价全包服务包括住宿、体育及休闲运动、社交活动、马戏表演、儿童看护、餐饮等。按可售床位计算，2017 年山地度假村的接待能力为 184.51 万个床位，阳光度假村的接待能力为 920.10 万个床位。Joyview 度假村为 2018 年新开。可售床位数为床位数乘以度假村开放的天数。

图表33：山地度假村



资料来源：Club Med，中信建投证券研究发展部

图表34：阳光度假村



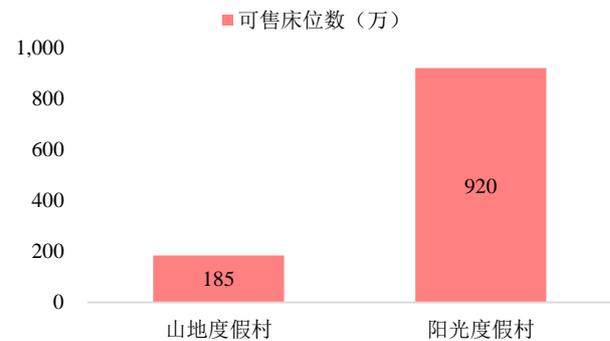
资料来源：Club Med，中信建投证券研究发展部

图表35：Joyview 黄金海岸度假村



资料来源：Club Med，中信建投证券研究发展部

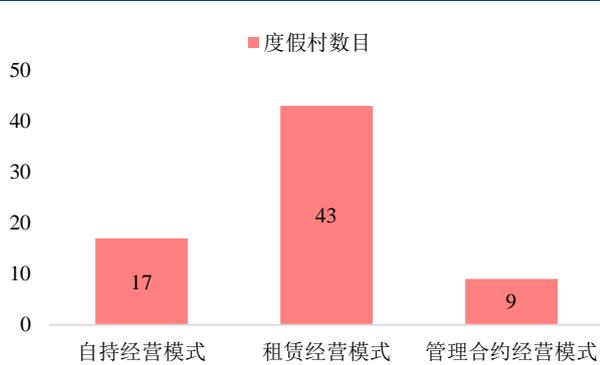
图表36：不同类型度假村的接待能力（2017年）



资料来源：Club Med，中信建投证券研究发展部

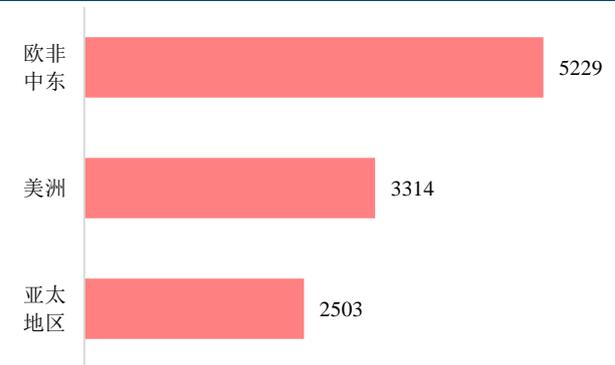
度假村经营模式以租赁为主。度假村分为三种经营模式：自持、租赁和管理合约，对应数量分别为 17 个、43 个和 9 个。自持模式下，公司拥有度假村的所有权，收入为客户支付的一价全包费用及其他费用。自持的度假村大部分位于美洲。租赁模式下，公司需向出租方定期缴纳租金，初始租赁期一般为 12 至 15 年，且通常可以续租。公司还会在部分出租人中持有股权，加深两者关系。租赁的度假村大部分位于欧非中东地区。管理合约模式下，公司受业主委托管理度假村。收入为按度假村收入按一定百分比收取基本管理费，以及业绩达到一定标准后还可以获得激励管理费。按可售床位数统计，公司度假村的接纳能力主要在欧非中东地区，可售床位数占比达 47.34%。

图表37: 度假村经营模式



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

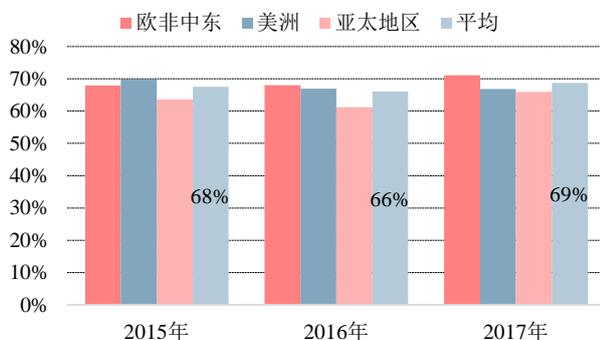
图表38: 2017年可售床位数按地区分布(单位:千)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

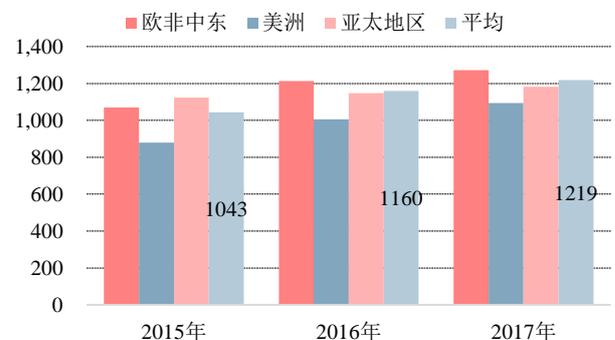
入住率维持稳定, 平均每日床位价格和床位收入逐渐上升。公司度假村的入住率保持稳定, 所有度假村的平均入住率在 67%左右。从地区上看, 欧非中东和亚太地区的入住率都在上升。欧非中东的入住率从 2015 年的 67.9% 上升到 2017 年的 71.1%。亚太地区的入住率从 2015 年的 63.6% 上升到 2017 年的 66.0%。平均每日床位价格呈上升趋势, 所有度假村的平均价格从 2015 年的 1042.9 元上升到 2017 年的 1218.9 元。地区分布上, 欧非中东的床位价格最贵, 2017 年为均价为 1272.3 元, 美洲的最便宜, 2017 年均价为 1094.4 元。每张床位的收入也逐渐上升, 所有度假村的平均每张床位的收入从 2015 年的 725.2 元, 上升到 2017 年的 845.5 元。客户方面, 度假村的客户大部分为家庭客户和情侣, 称为个人客户。团体客户指超过 15 人的预定客户。度假村的客户中个人客户占比达到 80%。

图表39: 不同地区的入住率



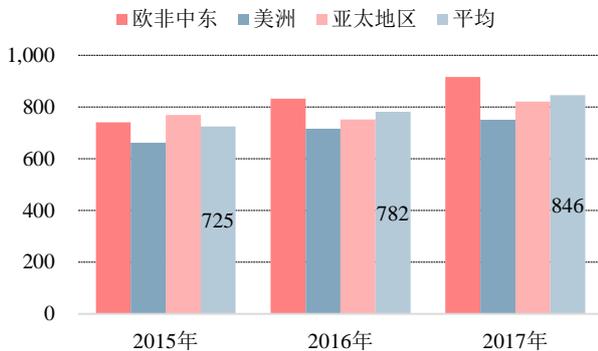
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表40: 平均每日床位价格按地区分布(单位:元)



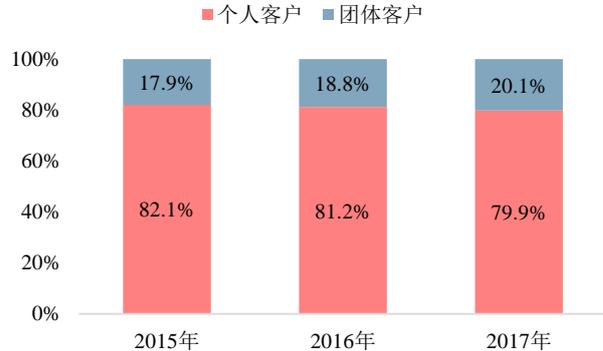
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表41： 每张床位的收入按地区分布（单位：元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表42： 度假村客户的构成



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

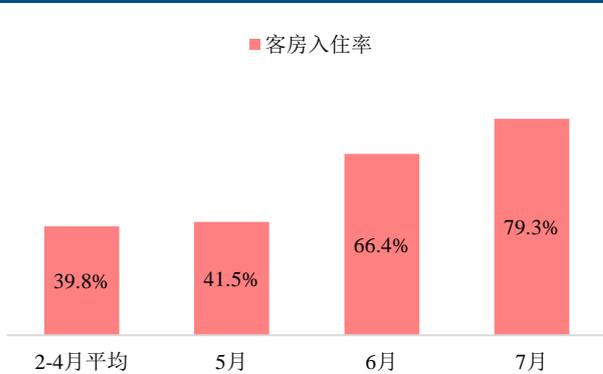
综合旅游项目三亚·亚特兰蒂斯开业，客房入住率迅速达到 80%，并拥有全球唯一可售物业。三亚·亚特兰蒂斯项目位于海南三亚，是一个综合型旅游目的地，包括 1314 间高级海景房，以及面积 200 万平方米的中国最大的天然海水水族馆。三亚·亚特兰蒂斯于 2018 年 2 月开始试运行，4 月 29 日正式开业，其客房入住率迅速上升，从试运营期间的 39.8% 上升到了 7 月份的 79.3%。我们认为自从 4 月国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》指出将海南发展成为国际旅游消费中心，三亚·亚特兰蒂斯项目将受益政策红利。全球三大亚特兰蒂斯酒店中，三亚亚特兰蒂斯酒店是唯一拥有可售物业的主题公园酒店，包括 807 套瞰海公寓和 197 套海洋别墅。2017 年第一季度，三亚亚特兰蒂斯可售物业“棠岸”仅用 120 天时间完成了 50 亿销售额。

图表43： 三亚·亚特兰蒂斯全景图



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

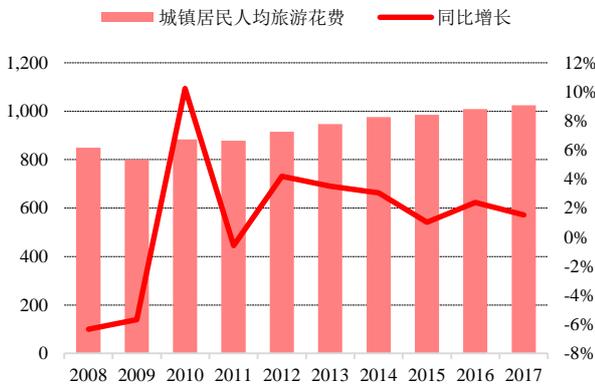
图表44： 三亚·亚特兰蒂斯客房入住率快速上升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

行业层面，旅游由观光向度假倾斜，人均花费有望进一步提升。根据国家旅游局统计，2017 年中国城镇居民人均旅游花费 1024.6 元，过去五年呈现平稳增长态势。而相比传统的观光游览，度假休闲逐渐成为了出行者的主要选择，2016 年城镇居民度假休闲人均花费 1024.7 元，同比增长 16.5%，体现出繁忙的城市生活让人们想在假期更多花在休闲放松，而非传统走马观花形式的跟团游等。

图表45： 中国城镇居民人均旅游花费（单位：元）



资料来源：国家旅游局，中信建投证券研究发展部

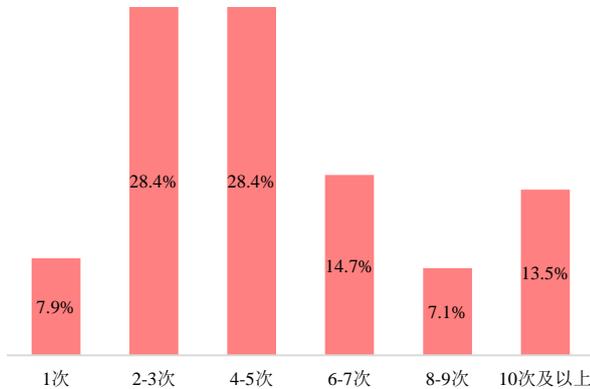
图表46： 观光游览与度假休闲花费对比（单位：元）



资料来源：国家旅游局，中信建投证券研究发展部

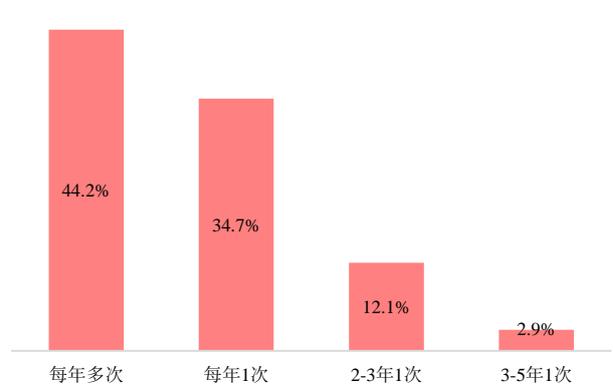
出境旅游成为风潮，Club Med 有望受益于复星资源整合。根据世界旅游城市联合会发布的《2017 - 2018 中国公民出境（城市）旅游消费市场调查报告》显示 2017 年中国出境游客达 1.305 亿人次，同比增长 7%，境外消费总额达 1.69 万亿元。出境旅游已是中国游客相对稳定的需求，88.7% 的出境游客认为旅游是其生活质量和幸福指数提升的重要手段。我们认为 Club Med 在中国开发本土化 Joyview 产品线的同时，将继续受益复星 Foliday 平台对于中国客户的整合和引导。

图表47： 中国出境游客境外旅游经历



资料来源：益普索，中信建投证券研究发展部

图表48： 中国出境游客境外旅游频次



资料来源：益普索，中信建投证券研究发展部

图表49：复星旅游文化 Foliday 生态系统



资料来源：复星旅游文化招股书，中信建投证券研究发展部

复星时尚：专注跨国品牌，战略引进中国市场可期

复星时尚集团于今年 2 月正式成立，专门负责公司时尚产业投资的运营，成为快乐生态的重要组成部分。旗下品牌以欧美高端品牌为主，包括法国高级时尚品牌 Lanvin、奥地利高端内衣和丝袜品牌 Wolford、美国高级时尚品牌 St. John、意大利高端男装品牌 Caruso 以及德国快时尚品牌 Tom Tailor 等。

Lanvin 是 1867 年成立于法国的高端时装品牌，是法国最老的时尚品牌之一，主要销售女装、男装、童装、鞋具和皮具等。由于近年来创意总监的频繁更替，导致品牌销量不大理想。复星国际于 2018 年 2 月完成对 Lanvin 的并购，成为其控股股东，持股 65.6%。目前在复星的帮助下，Lanvin 已经任命 Jean-Philippe Hecquet 为公司的新 CEO，Hecquet 此前在法国服饰品牌 Sandro 担任 CEO，也曾在 LVMH 集团任职。2019 年 1 月，新的创意总监 Bruno Sialelli 已到位，曾担任西班牙品牌 LOEWE 的男装设计总监，也曾就职于 Balenciaga、Acne Studios 和 Paco Rabanne 等品牌。

我们认为，复星将充分发挥自己强大的投后管理能力，帮助调整品牌战略，并结合集团资源打入中国等新兴市场。根据官方网站披露，目前 Lanvin 在全球共有 44 家门店，其中中国区共 17 家，在北京、上海、杭州、成都、沈阳、香港等城市均有开店。

图表50: Lanvin 女装 2018 - 2019 年部分春夏新款产品

产品图片				
名称	丝缎定制夹克	迷你深紫 Journee 手包	短款 Soleil 金项链	带环平底凉鞋
价格	2,390 美元	950 美元	1,655 美元	695 美元
约合人民币	16,582 元	6,591 元	11,482 元	4,822 元

资料来源: Lanvin 官网, 中信建投证券研究发展部

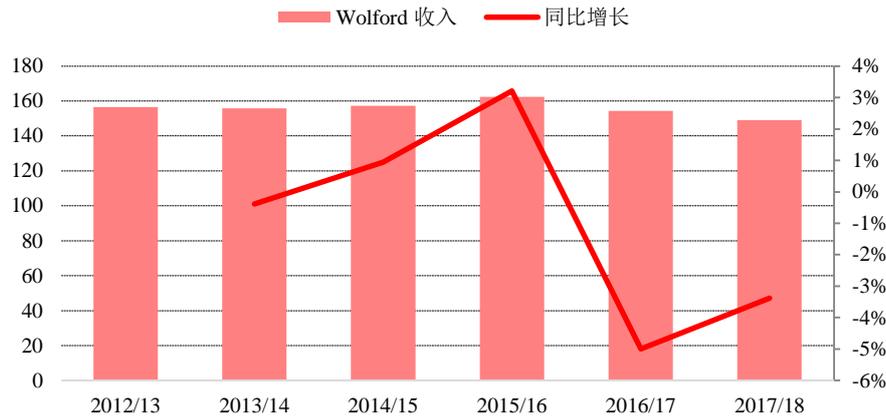
图表51: Lanvin 全球实体门店分布情况

区域	国家或地区	门店数量
中东	阿联酋	3
	科威特	1
	黎巴嫩	1
亚洲	日本	1
	中国台湾	5
	香港	3
	中国大陆	9
	印尼	1
	新加坡	1
	泰国	0
	马来西亚	1
	菲律宾	1
欧洲	法国	3
	摩纳哥	1
	意大利	2
	英国	2
	土耳其	1
	俄罗斯	2
美洲	美国	6
合计		44

资料来源: Lanvin 官网, 中信建投证券研究发展部

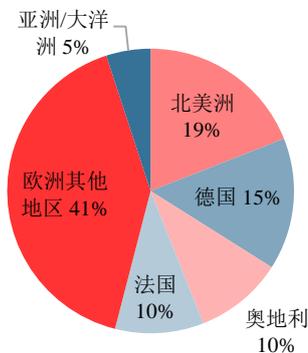
Wolford 是奥地利高级丝袜和内衣的领军企业，于 1950 年在布雷根茨成立，在奥地利和斯洛文尼亚独家设计和生产。公司在全球 60 多个国家拥有 267 个独家销售点，以及 3000 多家零售合作伙伴。2017/18 财年，Wolford 实现营业收入 1.49 亿欧元，同比下降 3.4%，其中丝袜产品营收占比达 51%，欧洲区域贡献 75% 的收入。营业收入同比小幅下降的主要原因为顾客偏好改变、设计总监空缺和新品亮点不足等。

图表52： Wolford 2012/13 至 2017/18 财年收入情况（单位：百万欧元）



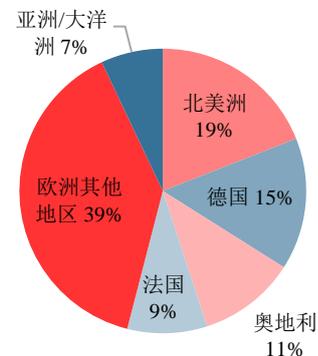
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表53： Wolford 2017/18 财年收入按地区分布



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表54： Wolford 2018/19 财年一季度收入按地区分布

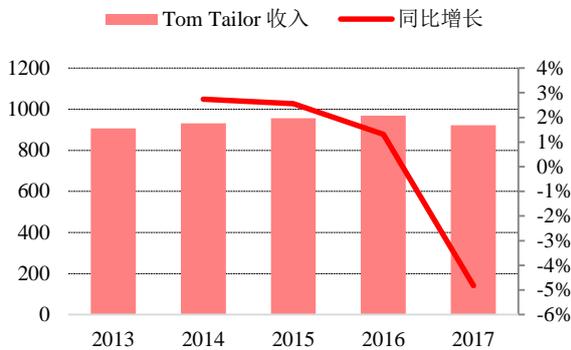


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

复星于 2018 年 5 月完成收购 Wolford 的股权，持股比例达到 58.05%，后者正式成为复星时尚集团的一部分。从财务报表上来看此次收购已经产生一定协同效应：2018/19 财年一季度 Wolford 亚洲/大洋洲地区贡献收入占比 7%，而往年亚洲/大洋洲大约只占 5%，并且一季度亚洲区收入同比增长了 13%。在复星的帮助下，Wolford 正在积极与中国线上线下渠道商建立合作关系，并在今年 6 月新聘用了在中国生活 20 余年、拥有广泛亚洲人脉的营销总监。我们认为，复星入股后能发挥产业资源和运营能力，帮助 Wolford 改善经营局势。

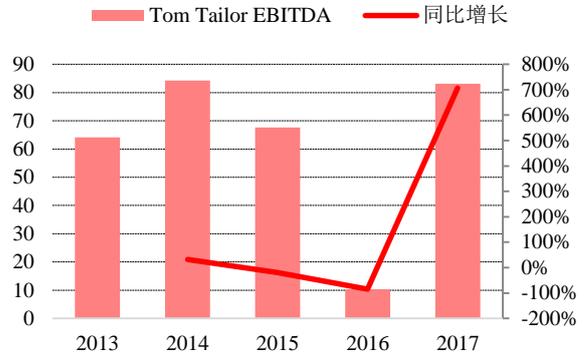
Tom Tailor 是 1962 年在德国汉堡成立的快时尚服饰集团，旗下有 Tom Tailor、BONITA 等品牌。2017 年 Tom Tailor 集团实现营业收入 9.22 亿欧元，同比下降 4.8%，EBITDA 8310 万欧元。公司目前追求可持续性的发展并提高核心竞争力，因此短期收入水平受到影响，而为了确保高效，公司在 2017 年已经退出美国、中国和南非市场。

图表55: Tom Tailor 历年营业收入 (单位: 百万欧元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表56: Tom Tailor 历年 EBITDA (单位: 百万欧元)

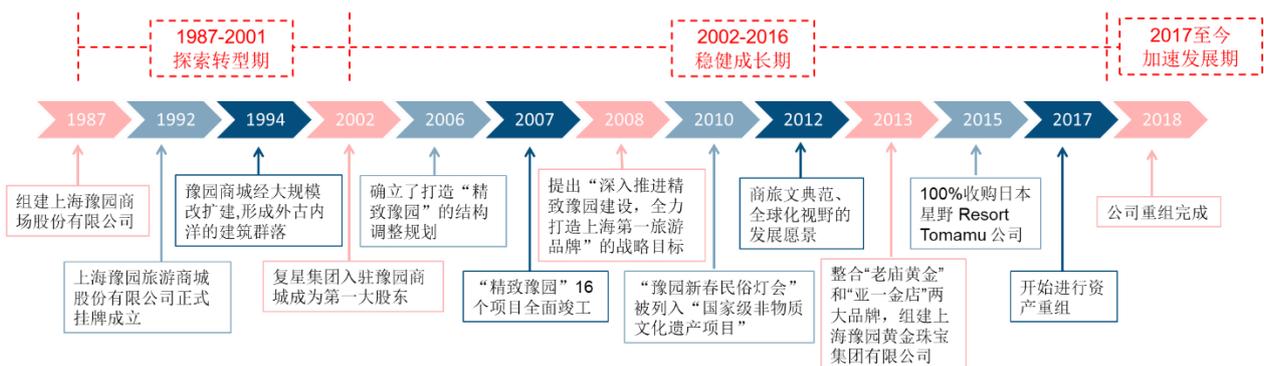


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

豫园股份: 依托上海核心商圈, 战略重组再度起航

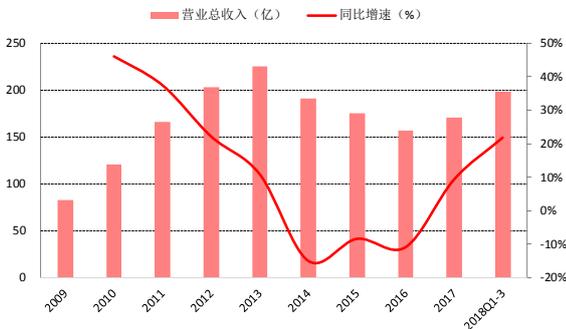
豫园股份地处上海中心商业区, 是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体, 多元化发展的国内一流的综合性商业集团。2018 年战略重组完成后, 复星国际持有豫园股份 68.52% 的股权。目前公司业务可分为三大板块: 1) **黄金珠宝主业**: 老庙黄金与亚一珠宝; 2) **依托豫园商城形成的文化商业板块**: 餐饮、中医药、旅游地标经营等; 3) **重组注入的“时尚地标”产业**: 蜂巢城市等优质地产项目。

图表57: 豫园股份发展历程



资料来源: 豫园股份官网, 中信建投证券研究发展部

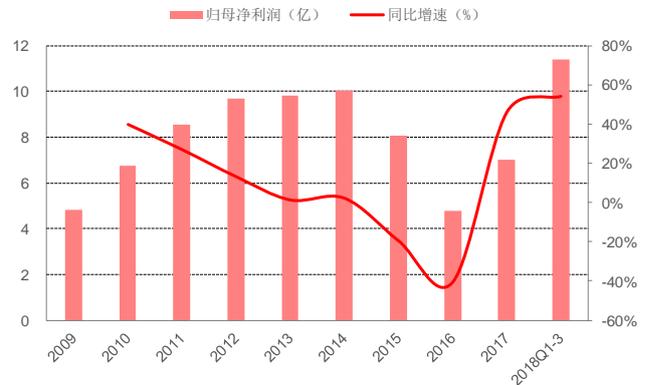
图表58： 豫园股份营收与同比增速（亿元）



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

注: 2018 年前三季度增速为比较报表口径

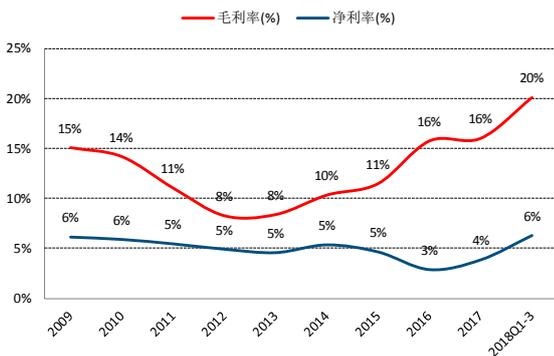
图表59： 豫园股份归母净利润与增速（亿元）



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

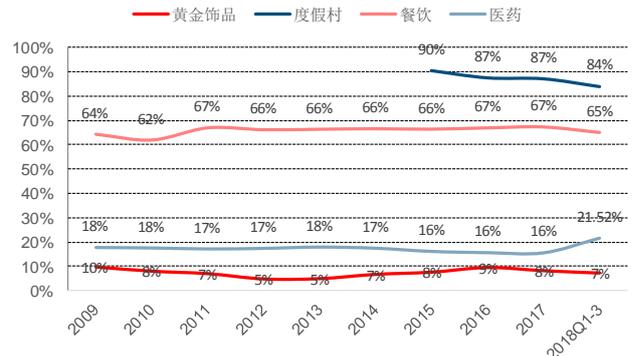
注: 2018 年前三季度增速为比较报表口径

图表60： 豫园股份毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

图表61： 豫园股份主要业务毛利率



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

黄金珠宝：好产品+品牌渠道+上下游整合，主体业务优势突出

老庙、亚一双轮驱动，差异化定位错位发展，产品迭代出新。2013年5月公司将“老庙黄金”与“亚一珠宝”两大品牌合并组建上海豫园黄金珠宝集团有限公司，实行一个集团下双品牌运作的模式，双品牌采取差异化定位与发展战略，分别由独立团队运营，形成了错位发展的良性局面：老庙采取升维战略，不断提升产品品质、提高品牌溢价，亚一采取降维战略，提升性价比迎合大众消费需求，加速渠道下沉抢占低线城市广阔市场。公司推出“好产品”战略，未来将通过产品力的不断提升推动市占率进一步提高。

渠道以批发为主，网点数近 2000 家，成长空间充足。公司渠道涉及直营、经销、加盟三种模式，其中上海地区以直营为主，外地以经销/加盟为主。分品牌看，2016-2018H1 老庙黄金从 1534 家增加至 1722 家，其中直营店 155 家，经销商 66 家，加盟店 1501 家。目前老庙黄金已开始启用全新品牌形象，并加速对现有门店升级改造，未来公司将进一步调整老庙渠道结构，优化渠道质量；亚一珠宝门店数从 294 家减少至 252 家，其中直营店 44 家，经销商 3 家，加盟店 205 家，未来亚一将采取竞争性定价策略，加速下沉低线城市空白市场，开店进程有望大大加快。

上下游投资加强协同效应，全产业链贯通竞争力有效增强。公司通过参与发起设立招金矿业、收购 IGI 从黄金开采冶炼、钻石彩宝鉴定与培训布局珠宝全产业链。招金矿业作为国内黄金生产龙头企业，拥有从勘探、开采、加工到冶炼为一体的完整的专业化黄金产业链。IGI 则拥有 40 余年历史，与 GIA、HRD 并列为三大钻石鉴定组织之一，钻石鉴定市占率约 35%。收购 IGI 后，公司将实现全球钻石产业链的战略布局，更好地获得钻石领域专业知识及行业资源，为公司在非黄金品类开拓奠定了坚实的基础并与老庙、亚一在镶嵌钻石领域具有较大协同效应。

文化商业：核心商圈+百年品牌，成功模式走向输出

公司的“豫园商城”商业旅游文化品牌已成为上海标志性的城市文化名片之一。2017 年“豫园商城”品牌以 450.52 亿的品牌价值荣登“中国 500 最具价值品牌排行榜”的第 77 位。目前公司依托豫园商城形成了独特的文化商业发展模式，餐饮、中医药等多业态协同发展，并将其旅游目的地经营的成功经验延伸至沈阳与海外，持续构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的三位一体战略。

餐饮方面，公司旗下有一批深受广大顾客信赖的百年老店和名店，且 2018 年 6 月公司以总价格 16.38 亿元收购松鹤楼资产包。松鹤楼与公司现有核心商圈运营、老字号餐饮集团以及线下地标资源产生具有良好协同效应，有利于公司进一步丰富、充实产业布局，打造中华传统文化及品牌发展业务集群。中医药方面，公司拥有著名中医药老字号“童涵春堂”品牌，该品牌在上海、江南地区具有广泛的知名度和市场认可度。旅游目的地经营方面，公司在深耕豫园商圈的同时，将其成功模式输出至沈阳，建造开发沈阳豫珑城，并放眼海外，收购日本北海道的滑雪度假村公司星野 Resort Tomamu，积极布局海外旅游地产。

时尚地标：重组注入优质地产，“快乐、时尚”业务战略升级

公司 2018 年 7 月完成战略重组，通过向交易对方（浙江复星、复地投资管理 16 名对象与黄房公司）发行股份的方式将其优质地产资源注入体内。本次交易标的为复星近年持续打造的“蜂巢城市”复合功能地产业务资产、黄浦区国资委拥有的豫园商圈毗邻核心物业。此次交易完成后，将为公司带来如下三个方面的影响：一是公司 2017 年资产总额从 241 亿元增至 651 亿元，营收从 171 亿元增至 315 亿元，归母净利润从 7 亿元增至 27 亿元，业务规模与持续经营能力得到加强；二是重组后复星系持股比例提升至 68.52%，绝对控股地位得到确立，意味着公司将正式融入复星集团“健康、快乐、富足”三大生态的布局之中，并将成为复星“快乐、时尚”领域的旗舰平台，复星集团相关的产业资源有望进一步整合并向公司倾斜；三是重组完成后，公司于 2018 年 11 月推出首期合伙人期权激励计划与股票激励计划，这一计划不仅彰显公司对长期发展的坚定信心，也体现了复星一以贯之的合伙人文化。

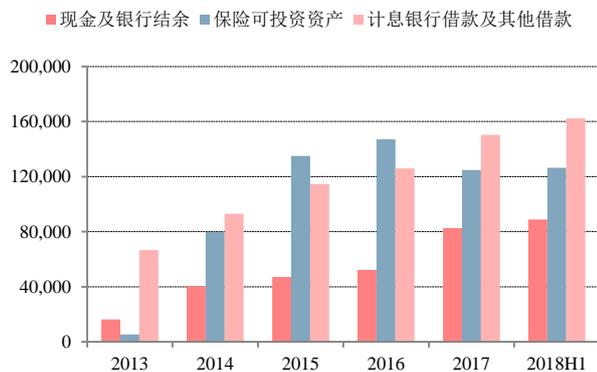
富足生态：以投资为立足之本，以保险为核心的全球化综合金融

投资资金来源途径丰富，债务结构优化

资金来源渠道日益丰富。依托 26 年的运营经验，复星打造的投资及投后管理机制可谓行业标杆，其在全球拥有 40 多支投资团队及超过 600 名专业人员。伴随着业务规模及投资范围的不断扩张，仅依靠产业经营产生的现金流不足以支撑公司日渐增长的资金需求，因此公司聚焦于“保险+投资”模式，早在 2007 年便开始进军保险行业，通过并购多家保险公司、证券及银行、资产管理公司，逐步搭建起以保险为核心的综合金融体系，为公司的发展提供了更加优质的资金，使资金渠道日益丰富。复星国际用于投资并购的资金来源主要包括产业经营产生的现金流、上市公司于公开市场募集的资金、银行借款等负债项目、保险可投资资产等多种途径。布局保险业务后，保险资金逐渐成为资金来源的重要途径，

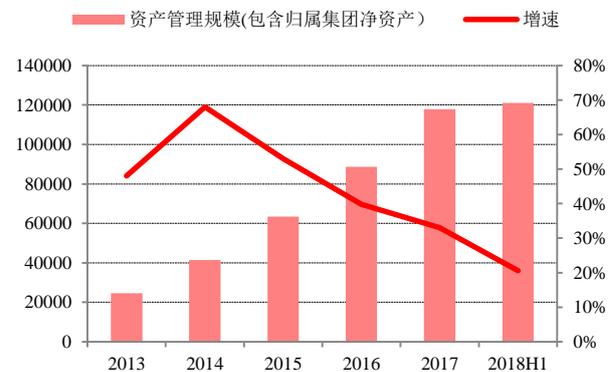
截至 2018 年 6 月 30 日，保险可投资资产达到 1263.8 亿元，相较 2013 年的 54.8 亿元复合增速高达 100%（包含并购 AmeriTrust、Ironshore 的影响），占总资金运用金额的比例超过 50%，计息银行借款及其它借款项保持平稳增长，其中银行借款、公司债及企业债、优先票据三个项目占比较高，分别为 54.45%、12.56%、14.98%。此外复星集团近年持续扩展资产管理业务，在有效管理自有资金的同时面向国内外高端大型机构客户和高净值个人客户，通过私募基金形式获取的现金流也逐渐成长为资金渠道的重要方面，公司资产管理规模逐年攀升，2013 年至 2018 年 6 月末复合增速为 42.41%，截至 6 月末集团资产管理规模总计为 1210.10 亿元。二级市场股票投资收益与快速变现也能够为集团资金运用提供动态现金流，截止 2018 年上半年末，公司前二十大持仓份额为 142 亿美元，其中 BCP、青岛啤酒，所持股份市值均超过 50 亿元人民币。

图表62： 主要资金来源对比（百万元）



资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

图表63： 资产管理规模快速扩张（百万元）



资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

图表64： 复星国际资金来源

资金来源	明细（截至 2018 年 6 月 30 日）
经营性现金流	健康、旅游、保险、地产等
公开市场	复星国际、复星高科、复星医药、豫园股份、南钢股份等
二级市场股票	前二十大持仓份额为 142 亿美元
现金及银行结余及定期存款	人民币 889 亿元
未使用银行授信额度	人民币 1730 亿元

资金来源	明细（截至 2018 年 6 月 30 日）
保险可投资资产	人民币 1264 亿元
第三方资金来源	私募基金（复星创富、中国动力基金、浙商成长基金等）
净负债	人民币 736 亿元

资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

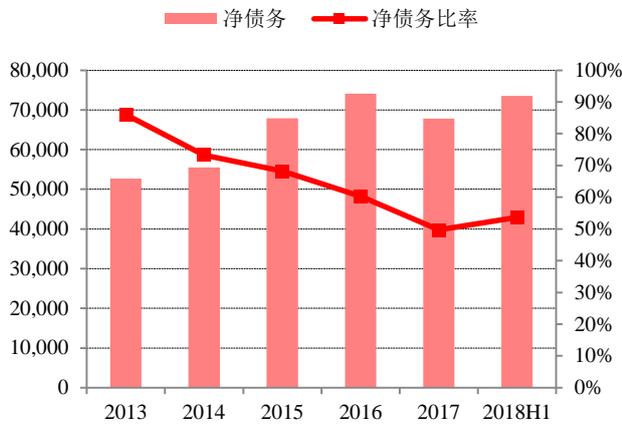
图表65：前 20 大二级市场持仓（截至 2018 年 6 月 30 日）

序号	股票名称	持股比例	持股市值 (人民币亿元)	市值 (美元亿元)
1	复星医药 (A+H)	37.94%	391.3	59.14
2	BCP	27.06%	80.5	12.17
3	青岛啤酒	14.29%	70.2	10.60
4	海南矿业	51.57%	55.2	8.35
5	南钢股份	26.02%	50.8	7.68
6	新华保险	4.58%	39.3	5.94
7	Luz Saúde	91.32%	37.0	5.60
8	豫园股份	26.45%	35.9	5.43
9	分众传媒	2.52%	35.5	5.36
10	Ageas	3.93%	26.4	3.99
11	Amneal Pharmaceuticals	5.51%	17.8	2.70
12	三元股份	18.08%	16.6	2.50
13	中山公用	12.35%	14.5	2.19
14	绝味食品	6.20%	10.8	1.63
15	广田集团	11.72%	10.8	1.63
16	韵达股份	1.49%	10.4	1.57
17	劲嘉股份	9.18%	10.3	1.55
18	Brookdale Senior Living	7.51%	8.5	1.28
19	都市丽人	10.61%	7.9	1.20
20	Thomas Cook	5.37%	7.7	1.16
合计			937.4	141.67

资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

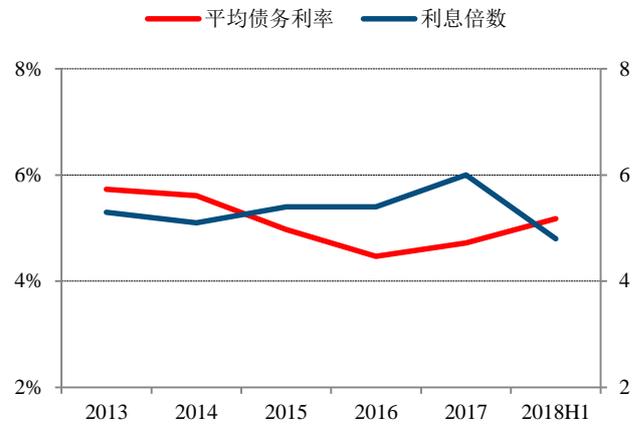
债务结构逐步优化。复星国际投资并购规模持续拓展致使资金需求不断提升，在产业经营性现金流支撑的基础上，随着险资可投资资产的快速增长、私募基金等第三方资金渠道的崛起等各种优化债务结构的措施下，复星国际债务结构逐年优化，净债务比率自 2013 年以来大幅下降，从 86% 下降至 53.6%（2018 年 6 月 30 日），长期来看，公司平均债务利率也在低成本资金可运用规模的扩张下出现下行趋势，从 2013 年的 5.73% 下降至 2018 年上半年的 5.18%，相对应的利息倍数增大，债务偿还能力不断加强，而 2018 年上半年利息倍数（EBITDA/利息开支净额）由 6 降至 4.8，利息开支净额增速大于 EBITDA 增速，一方面由于银行借款、公司债及企业债等计息借款规模增加，另一方面借贷利率有所升高，导致公司平均债务利率由 4.72% 上升至 5.18%，但净债务比率仍低于公司预定的 60% 上线。从债务结构来看，3 年期以上的债务占比有所提升，2016 年占比最高达到 47.3%，而 2014 年仅为 31.1%，提升约 16 个百分点，债务久期拉长。中长债的增加不但改善公司财务流动性，还为投资端获取更加优质资产提供了基础和保障。

图表66： 公司净债务比率大幅下降（单位：百万元）



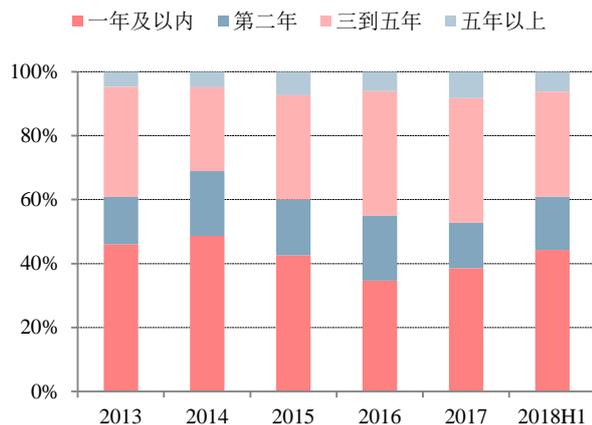
资料来源： 中信建投证券研究发展部

图表67： 公司平均债务利率下降，利息倍数上升



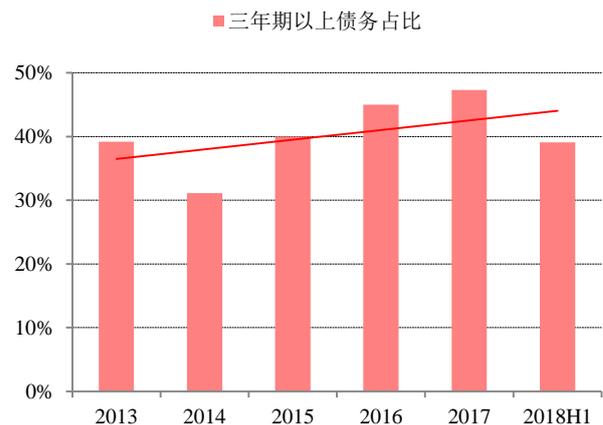
资料来源： 中信建投证券研究发展部

图表68： 债务结构优化，久期拉长



资料来源： 公司报告， 中信建投证券研究发展部

图表69： 中长期债务占比提升



资料来源： 公司报告， 中信建投证券研究发展部

PE、VC 投资热度不减，政策调整行业前景可期

PE、VC 投资培育优质项目。复星国际以“中国动力嫁接全球资源”模式在中国和世界市场上进行一系列投资，包括战略投资、私募股权投资、风险投资以及作为有限合伙人对集团资本管理业务的出资（PE/VC/LP 投资）、地产基金等多种类型。根据 IT 桔子数据统计，2018 年以复星集团为主体进行的一级市场投资项目数量约有 20 笔，投资金额达到 83.8 亿元，已到下一轮融资比例为 13.33%。

从投资阶段来看，A+轮及以前投资次数最多，历史投资次数高达 36 次，其中 Pre-A 至 A+轮为 26 次，结构占比最高为 33%，其次是 Pre-B 至 B+轮占比 18%，C 至 G 轮以及战略投资各占 11%，此外还有收购/并购、新三板定增、主板定增以及 IPO 等项目。

从投资领域来看，公司的投资涵盖金融、健康医疗、文娱、交通等多个领域，在电子商务、硬件以及企业服务领域投资项目最多，分别为 15 笔、12 笔、12 笔，但在本地生活领域投资金额最大为 91.5 亿元人民币，总共 3 笔，其中一笔系 2015 年对大众点评的 F 轮-上市前投资，金额达到 56.2 亿元人民币。复星国际通过其旗下

的股权投资平台——复星创富、以及风险投资平台——复星锐正资本（原名复星昆仲资本）和复星同浩资本，专注在互联网、大健康、TMT 等根植于集团产业的领域进行专业投资。

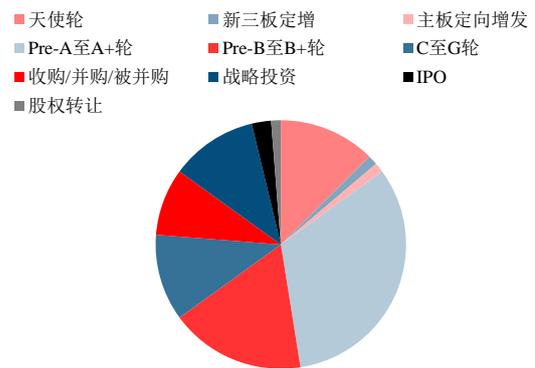
公司 PE、VC 投资项目及金额近年来快速攀升，2016 年 PE 投资存量项目 32 个，较 2015 年增加 8 个，存量投资金额 37.48 亿元，较 2015 年增长 136.31%，VC 存量项目 38 个，存量金额 13.67 亿元，截至 2018 年 10 月末，公司存量 PE、VC 投资项目共计 70 个，投资成本约为 40 亿人民币。2017 年至 2018 年 10 月期间，通过 IPO 方式实现投资价值的 PE、VC 投资项目多达 12 个，包括韵达股份、绝味食品、极光推送等明星项目。

图表70： 公司历年投资项目数量及金额



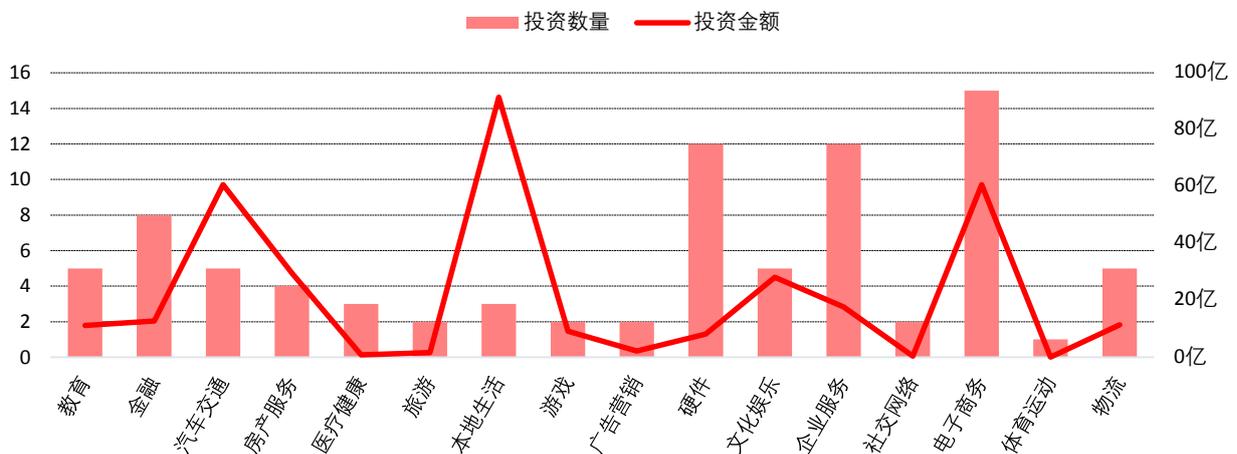
资料来源：IT 桔子、企查查网站，中信建投证券研究发展部

图表71： 公司历年各阶段投资数量



资料来源：IT 桔子、企查查网站，中信建投证券研究发展部

图表72： 公司历年各领域投资数量及金额



资料来源：IT 桔子、企查查网站

图表73： 2017 - 2018 年 10 月成功 IPO 项目

序号	证券代码	证券简称	持股比例	最新市值 (亿元)
1	002120.SZ	韵达股份	4.51%	680.48
2	603966.SH	法兰泰克	6.78%	22.72
3	603603.SH	博天环境	9.00%	87.50
4	002851.SZ	麦格米特	5.22%	91.70

序号	证券代码	证券简称	持股比例	最新市值（亿元）
5	603517.SH	绝味食品	6.20%	169.37
6	603113.SH	金能科技	4.65%	93.62
7	N4G.F	The Naga Group		0.00
8	1696.HK	Sisram Med	52.70%	18.92
9	BEST.N	百世集团		165.35
10	603359.SH	东珠生态	3.51%	60.48
11	JG.O	极光		69.76
12	2048.HK	易居企业控股	1.02%	153.22

资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

投资偏好科技创新领域，科创板带来直接利好。科创板制度渐行渐近，各项制度细则正在加速落地，首批上市企业按照行业拆分主要包含新一代信息技术、高端装备制造及新材料、新能源及节能环保、生物医药四大类，而复星恰好注重科技创新领域投资，将直接受益于科创板。复星国际将技术、创新以及 C2M 作为公司未来成长的驱动，2018 年上半年，集团下属科技项目的技术研发、投资及孵化总投入达 40 亿元人民币。在投资方面，公司通过复星锐正、星未来资本以及复星创富等 VC 平台，加大力度在电信业、TMT、健康医疗以及金融科技等领域进行投资，其中锐正资本专注于投资移动互联网相关的高潜能早期项目，包括创新金融、互联网健康、O2O、互联网教育、在线旅游等；同浩资本主要以种子、天使和 A 轮阶段为主，聚焦于大健康 and TMT 领域，以“医疗+新科学技术”和“金融、旅游、教育+新科学技术”的模式进行创新产业投资；复星创富是专业的股权投资管理公司，根植于集团产业深度，主要覆盖先进制造、能源环保、现代服务、时尚消费、大健康及信息技术等领域。

与集团健康生态板块的发展壮大相辅相成，在医疗科技方面，复星国际在生物药品、细胞免疫疗法、手术机器人以及人工智能领域均有进行优质项目的投资，例如复星医药孵化的国内生物仿制药领先企业复宏汉霖，HLX01 有望成为中国第一个生物类似药。在科技智能领域，有针对客户画像、精准营销的大数据公司，也有投资区块链、车联网保险定价公司，以及“有叻”客户忠诚度计划，用以为现有产业提供先进技术支持，并打通各业务板块之间的 C 端用户，实现精准及交叉营销。

图表74：复星在科技创新领域的知名投资

领域	投资公司	简介
生物药品	 Henlius	<ul style="list-style-type: none"> HLX01 有望成为中国第一个生物类似药 制造质高价优的药品，造福更多的病患
细胞免疫疗法	 FOSUNKite 复星凯特生物	<ul style="list-style-type: none"> 治疗 B 细胞淋巴瘤及白血病 大幅提升复发/难治性淋巴瘤患者的完全缓解率
手术机器人	 INTUITIVE FOSUN 直观复星	<ul style="list-style-type: none"> 全球最先进的微创外科手术系统 致力于研发下一代早期肺癌诊断治疗机器人 明显改善手术效果，缩短住院及恢复时间
人工智能	 Proxima 杏脉科技	<ul style="list-style-type: none"> 利用人工智能实现基于医学影像的各类疾病早筛与精确诊断 针对不同疾病领域搭建近百种人工智能模型，包括肺部、骨科、心血管、神经科等

领域	投资公司	简介
		<ul style="list-style-type: none"> • 两度刷新国际权威医疗影像大赛 LUNA 肺结节筛查排行榜，荣登世界排名首位
大数据	 FONOVA 星济大数据  JIGUANG 极光 数据改变世界	<ul style="list-style-type: none"> • 客户画像 • 精准营销 • 交叉营销
科技智能		<ul style="list-style-type: none"> • One Fosun 平台应用 • 融资、支付和清算 • 供应链管理 • 数字知识产权保护
物联网	 THE FLOOW	<ul style="list-style-type: none"> • 车载车联网设备 • 保险定价
客户忠诚度计划		<ul style="list-style-type: none"> • 打造家庭会员权益体系，提升客户体验 • 精准及交叉营销

资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

募资端短期受挫，投资端热情不减。2018 年在金融行业严监管、去杠杆的背景下，特别是资管新规发布以来，私募股权投资高增长的势头开始收敛，去资金池、去通道、消除多层嵌套等规定加大了私募基金的募资难度。据清科研究中心统计，2018 年上半年，中外创投机构共新募集 261 支基金，同比下降 38.0%，新增的可投资于中国大陆的资本量为 794.67 亿元，同比下降 44.1%；私募股权市场募资金额为 2967.34 亿元，同比下降 58.2%，基金数量为 1021 支，同比下降 8.8%。

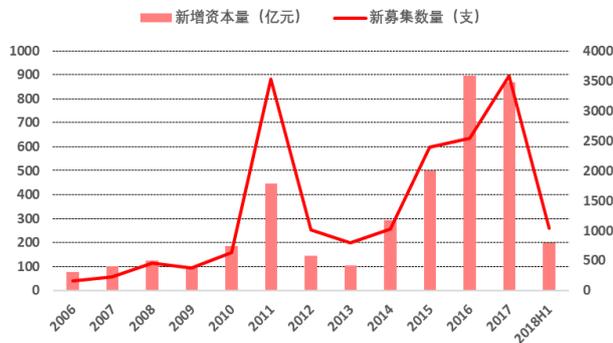
虽然融资端受挫，但反观投资端市场热情依旧不减，2018 年前半年，投资案例数量为 2154 个，同比下降 13.8%，披露金额的 1679 起投资事件共涉及 1173.97 亿元，同比上升 14.7%，平均投资规模为 6992.06 万人民币，同比上涨 56.7%。投资总金额出现显著提升，但投资案例减少的主要原因是众多独角兽在前半年大规模融资，拉高了总体投资金额与平均投资金额，如蚂蚁金服获得 140 亿美元融资、拼多多获得 10 亿美元融资等；私募股权市场投资金额为 4545.54 亿元，同比下降 15.6%，但投资案例数量为同比上升 17.5% 达到 1881 起，其中金融业、互联网及物流行业吸金能力十分显著。

国家政策多方面支持依然利好行业发展。2017 年以来，国家先后颁布了多部政策法规逐步完善天使投资、创业投资各项制度，以支持行业更加快速规范发展。首先是通过推进“双创”示范基地建设等途径鼓励大企业、高校和科研院所以及留学回国人员进行创新创业，并激励引导创投基金加大对新创办企业的投入比重，将使得创投企业可投资项目愈加丰富；其次，国家从税收层面给予创投企业以及天使投资个人优惠政策，满足条件的企业和个人“采取股权投资方式直接投资于初创科技型企业满 2 年的，可以按照投资额的 70% 在满 2 年的当年抵扣应纳税额，当年不足抵扣的以后可结转抵扣”，从而减轻了企业税收负担。

第三，2018 年国家将继续完善创投企业、创投管理企业及从业人员在第三方征信机构信用记录，实现创投领域信用记录全覆盖，投资能力卓著、信用记录良好的创投基金将更加受到社会资本青睐。第四，PE、VC 项目退出通道在多维度拓展，如港交所对“同股不同权”放开、纽交所允许“直接上市不融资”为优质项目海外上市提供便利，而境内监管放宽配套融资用途、缩短 IPO 被否企业筹划重组上市间隔期等举措也带来一定利好。此外最新提出的科创板计划，更为天使投资、风险投资、私募股权投资拓宽了上市的道路，注册制的推出大大

降低科技创新企业上市门槛、加快上市进程，也使得复星国际这种以科技创新投资为主的企业优势更加显著。

图表75： 历年创投市场募资规模与数量



资料来源：清科研究中心，中信建投证券研究发展部

图表76： 历年创投市场投资规模与数量



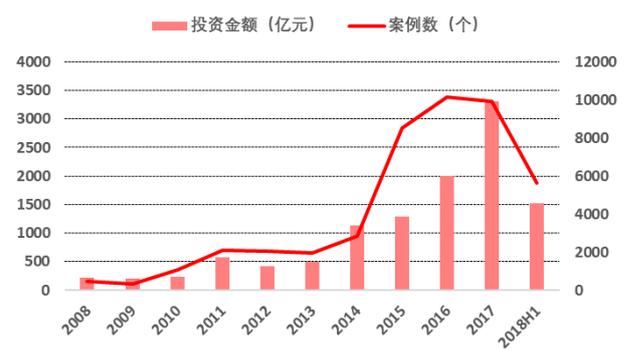
资料来源：清科研究中心，中信建投证券研究发展部

图表77： 历年私募股权市场募资规模与数量



资料来源：清科研究中心，中信建投证券研究发展部

图表78： 历年私募股权市场投资规模与数量

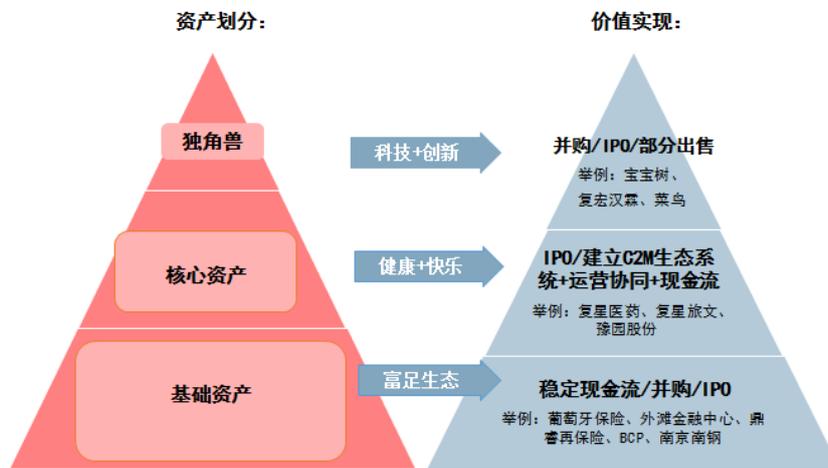


资料来源：清科研究中心，中信建投证券研究发展部

资产分类多途径实现价值、投退节奏更加平衡

复星国际在 2017 年、2018 年展现出了强劲的业绩发展态势，这不仅得益于公司持续提升产业运营能力，而且得益于公司持续优化资产配置、平衡把握投退节奏。公司秉承价值投资理念，围绕 C2M 战略，将资产进行分类，通过多途径实现投资价值，落实投资与退出的平衡，提升投资板块业绩。2017 年，复星国际新投资项目超过 100 个，成功退出超过 50 个项目，10 个项目成功上市（IPO）。复星对不同领域、不同阶段的投资资产进行划分，对不同类型资产采取不同的战略以实现价值，在资产配置的最基层，是以提供稳定现金流为主的、包含保险及金融、投资和蜂巢地产的富足板块，中间层为公司 C2M 核心资产，涵盖健康生态与快乐生态业务，例如复星医药、豫园股份、复星旅文等项目，顶层为所培育出的科技+创新领域的独角兽企业，投资较为成功的项目例如宝宝树、复宏汉霖、菜鸟等。通过对公司历年出售附属公司项目，以及出售附属公司、联营、合营企业所获收益进行梳理，复星每年都能在成功推出的项目中获取可观收益，2015-2017 连续三年超过百亿。在采用 IFRS9 会计准则之前，处置可供出售投资收益占比最高，2017 年为 73.11%，运用新会计准则核算之后，预计将会有大部分 PE、VC 投资项目重分类至 FVTPL，计量方式由成本法改为公允价值，在项目公司进入下一轮融资或者成功退出时，其所获取收益会在利润表中有所体现，因此在新准则下更多优质项目的价值实现有益于公司利润的增长以及估值的提升。

图表79：复星国际资本价值实现模式与举例



资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

图表80：复星国际历年出售附属公司梳理

年份	项目与地点
2013年	星浩投资
2014年	武汉复江房地产建设有限公司 浙江东阳
2015年	南钢股份
2016年	合肥星泓实业有限公司 上海证大外滩国际金融服务中心置业有限公司
2017年	Ironshore
2018年	武汉复智房地产开发有限公司

资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

图表81：复星国际历年出售收益（千元）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018上半年
出售附属公司之收益			7,180,957	559,558	2,323,121	11,185
视同出售联营企业之收益	473,111	728,288		328,640	56,307	265,871
出售联营企业之收益	666,092	59,081	361,587	4,790,497	419,091	166,053
出售合营企业之收益				191,508	280,594	
处置以公允价值计量且变动计入损益的投资收益 ¹		209,183	434,394	56,899		1,779,240
处置可供出售投资之收益	1,822,810	3,597,875	6,671,444	4,962,845	8,370,800	
合计	2,962,013	4,594,427	14,648,382	10,889,947	11,449,913	2,222,349

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

注1：2018年数据为新准则下重分类后的数据

基础资产（富足）外滩金融中心的成功处置。以富足生态相关公司为代表的基础资产，其价值的实现方式主要是为企业提供稳定的现金流，或者通过并购、IPO实现扩张与融资。“蜂巢城市”项目是中国地产领域全球化的领先者，BFC 外滩金融中心是复星地产“蜂巢城市”核心代表作之一，是外滩金融集聚带核心位置体验式复合型综合体。项目总建筑面积约为 420,000 平方米，汇聚金融、商业、旅游、文化、艺术等多种功能，涵盖

办公楼、购物中心、复星艺术中心、酒店四大业态。外滩金融中心是知名的上海外滩 8-1 地王项目，自 2010 年上海证大以 92.2 亿元拍下外滩 8-1 后的 6 年以来，股权争夺和转让就一直伴随着这个项目，上海证大拍下地块后，先后引入多位投资人，复星经过几次增持后持有 BFC 50% 的股权。此后，复星经过长达 4 年的诉讼获得了 BFC 股权的优先购买权。复星于 2015 年以 42.47 亿元的代价获得了项目另外一半的股权，自此，复星持有上海外滩金融中心这一著名地王项目 100% 的股权。

2016 年 12 月 12 日，复星国际发布公告称，其间接全资附属公司浙江复星商业发展有限公司作为卖方，出售上海证大外滩国际金融服务中心置业有限公司 50% 权益，根据交易代价 53.3 亿元及成本 42.47 亿元，基于股权转让协议项下的交易确认此次交易复星获得的未经审计税前收益约为 10.83 亿元。复星通过转让股权，短短一年内获得高达 10 亿元的收益，并且缓解了公司的资金流动性，是一次成功的退出案例。

核心资产（健康+快乐）复星旅文在港股上市。快乐生态和健康生态是复星集团 C2M 战略的核心资产，发挥两板块之间运营的协同作用，共同建立 C2M 战略生态系统，提升 C 端用户粘性的同时在 M 端打造更优质的产品，以此来实现此类资产在公司的内在价值，并通过 IPO 等方式进一步提升优质资产的市场价值。快乐生态方面，自 2010 年投资法国地中海俱乐部 Club Med 开始，复星秉承“中国动力嫁接全球资源”的理念，背靠中国市场的蓬勃动力，在旅游度假、时尚首饰、高端服装、演艺演出、电影制作等快乐领域接连发力，深度布局。今年 3 月，复星在三亚发布复星旅游文化集团品牌“复星旅文”，英文名称为 Foliday (Fosun Holiday 的缩写)。复星旅文是复星“健康、快乐、富足”三大业务中“快乐”板块的支柱，专注在全球家庭的休闲度假领域，提升休闲度假品质，其品牌口号 Everyday is Foliday，即“快乐每一天”。7 月 4 日复星国际发布公告拟将复星旅文及其附属公司，于香港联交所主板独立分拆上市，9 月 3 日复星旅文向港交所递交招股书，12 月 14 日正式上市。自此，复星国际拆分文旅板块上市迈出实质性一步。复星旅文招股说明书显示，其主营业务包括三部分，一是通过 Club Med 和 Club Med Joyview 运营度假村；二是开发、运营及管理旅游目的地；三是基于旅游和休闲场景的服务及解决方案。Club Med（即地中海俱乐部）总部位于法国，创立于 1950 年，截至 2018 年 6 月 30 日，其业务在全球的布局超过 40 个国家，在中国境内的度假村分布在桂林、三亚、吉林、哈尔滨等城市。而 Club Med Joyview 则是 Club Med 为现代中国旅行者推出的全新产品线，主打精致短途度假体验。2015 年 3 月，经过长达 20 个月，被称为“史上最难收购战”的争夺，复星国际以每股 24.6 欧元、总价 70 亿人民币的代价成功收购 Club Med。度假村业务为复星旅文的主要营收板块，常年占复星旅文所有收入的 95% 以上。2015-2017 年，度假村收入分别为 89.02 亿元、107.79 亿元、117.58 亿元，2018 年上半年则约为 63.7 亿元。而其旅游目的地业务中的三亚·亚特兰蒂斯已于今年 4 月开业，今年上半年营收约为 2.05 亿元，丽江及太仓的旅游目的地项目也已进入设计阶段。分拆上市的复星旅文是推动复星核心资产对接资本市场重要尝试，分拆上市后，复星旅文不仅可以获得资本市场输血，加快发展速度，对地产板块同样有一定助益，更能提升复星国际的整体价值和核心竞争力。

独角兽（科技+创新）复宏汉霖的融资之路。复星国际坚持推进“产业独角兽”战略，一方面将在互联网、智能科技等领域投资、发现、孵化独角兽，另一方面在财富、健康、快乐和创新制造等行业中，通过推动传统产业主动嫁接移动互联网及人工智能，通过成熟的产品或模式聚集闲散的、低价的资源，打造出一批极具竞争力的独角兽企业。在科技和创新领域，复星国际通过 IPO、并购、部分出售、使资金流向 C2M 核心资产等方式实现独角兽的价值。

上海复宏汉霖生物技术股份有限公司由复星医药与海外科学家团队于 2009 年 12 月合资组建，公司主要致力于应用前沿技术进行单克隆抗体生物类似药、生物改良药以及创新型单抗的研发及产业化，产品覆盖肿瘤、自身免疫性疾病等领域。经过 8 年的积累，复宏汉霖已发展为估值超过百亿人民币的独角兽企业。作为生物医药龙头企业，复宏汉霖共计已经完成 12 个产品、18 项适应症的临床试验申报，其中 9 个产品已在海内外开展

临床试验，4 个产品进入临床 3 期研究，领跑国内单抗生物药行业。公司首个产品 HLX01（利妥昔单抗注射液）非霍奇金淋巴瘤（NHL）临床 3 期试验已完成，第二个适应症类风湿性关节炎（RA）临床 3 期试验也于近期顺利启动，有望打破国产生物类似药市场的空白。根据公告披露，2017 年复宏汉霖实现收入 3957 万元，归母净利润为-2.54 亿元，截止 2017 年底公司总资产为 1.32 亿元。复宏汉霖在今年年初获得高特佳领投的约 1.9 亿美元融资，此后公司在不到一年的时间内于今年 7 月完成新一轮的融资，体现出投资者对于复宏汉霖新药研发实力的认可。2018 年 9 月 27 日，复星医药公告复宏汉霖撤回全国中小企业股份转让系统挂牌申请并拟在香港联交所主板上市，复宏汉霖本次发行所募集资金将用于产品的研发及临床试验、补充流动资金及技术许可引进，复星医药表示，预计于境外上市完成后，复宏汉霖仍将是公司合并报表范围内的控股子公司。复宏汉霖赴港上市获得融资能继续推动其在研管线的进度，复星医药作为控股公司，有望借由复宏汉霖上市获益。

图表82： 复星国际历年收购附属公司梳理

	健康生态	快乐生态	富足生态
2013	湖南洞庭药业股份有限公司 枣庄赛诺康生化股份有限公司 Alma Lasers Ltd 佛山市禅城区中心医院有限公司		第一大通曼哈顿广场
2014	Luz Saúde		葡萄牙保险集团 Marble Holding Co., Ltd. 成都鸿汇置业有限公司 花旗集团中心和品川物业 钢领项目
2015	Silver Cross Nurseries Limited	Club Med	MIG 武汉复江房地产开发有限公司
2016	Hospital da Luz — Guimarães, S.A.	W.W. (1990)	BFC、Ironshore Thomas More Square Holding GK Moana 和 GK Praia
2017	Breas Medical Holdings AB Gland 深圳恒生医院		Paris Reality Fund
2018		Wolford AG、Jeanne Lanvin SAS	

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

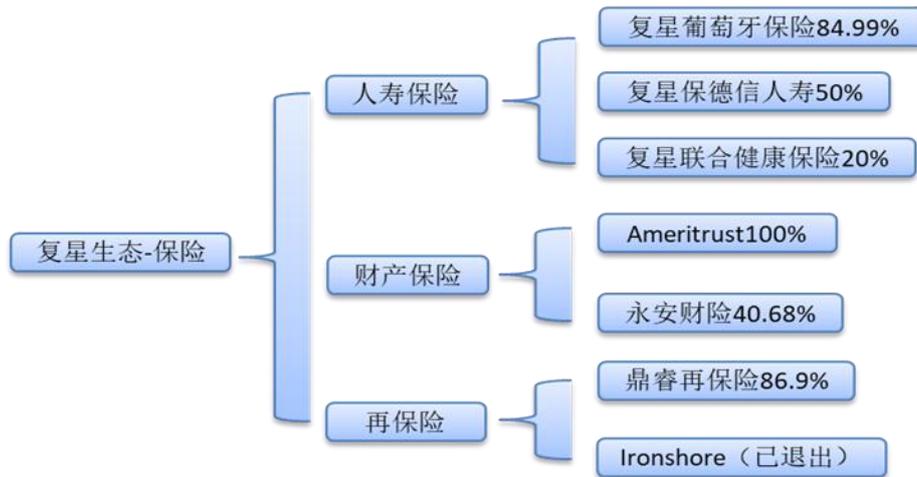
以保险为核心的金融体系的形成

通过并购覆盖保险全业务条线。复星国际自 2007 年起开始涉足保险领域，先后于 2007 年收购永安财险，2012 年收购复星保德信人寿，并合资成立鼎睿再保险。2014 年 1 月收购葡萄牙最大保险公司 Caixa Seguros 旗下三大全资附属核心保险资产组建成了复星葡萄牙保险，标志着复星国际以保险为核心的投资结构的基本形成。此后，复星加快对保险品种以及地区范围的渗透，2014 年 8 月至 2015 年 3 月成功收购了美国特种险 Ironshore，2015 年 7 月又成功收购美国财险公司 AmeriTrust。Ironshore 主要从事经营商业理财和意外伤害保险，公司已于 2017 年将其卖出，获利高达 5 亿美元；AmeriTrust 前身是美国财险公司 MIG，后更名为 AmeriTrust。

随后，在保障型保险发展红利以及健康险市场需求日益旺盛的推动下，复星国际获银保监会正式批复后于

2017年1月在广州市设立复星联合健康保险，复星集团持有20%的权益。至此，复星国际的保险版图已经成功覆盖寿险、产险、再保险以及健康险等全业务领域，且经营范围已拓展至亚非欧美等多个国家及地区。保险板块构建的完成，为复星集团早前的“保险+投资”双轮驱动的战略模式提供了核心动力，以保险为核心的综合金融能力将成为公司嫁接长期优质资本的主要融资手段，为投资并购业务以及其他板块业务协同发展贡献低成本的资金支持，为全球化战略以及海外版图的拓展奠定了基础。

图表83：复星国际保险板块结构图



资料来源：复星国际年报，中信建投证券研究发展部

图表84：保险板块子公司经营数据

	保费收入复合增速 (2016 - 2018H1)	净利润复合增速 (2016 - 2018H1)	可投资产复合增速 (2016 - 2018H1)	总投资收益率 (2018H1)	偿付能力充足率 (2018H1)	综合成本率 (2018H1)
复星保德信人寿	340.76%	-92.61%	56.03%	7.20%	552.6%	-
永安财险	7.43%	-57.27%	-2.57%	5.00%	247.0%	103.90%
AmeriTrust	-9.43%	54.60%	2.37%	4.40%	442.9%	100.60%
鼎睿再保险	54.62%	324.74%	21.72%	3.00%	521.6%	96.30%
复星葡萄牙保险	19.49%	33.10%	7.57%	5.60%	-	97.70%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

保险板块的核心-复星葡萄牙保险。复星葡萄牙保险的收购计划是作为欧盟和IMF救助葡萄牙的“经济和金融援助计划”的一部分而进行，复星在竞标中击败了包括美国阿波罗基金在内的多家竞争机构，以10亿欧元的低成本收购葡萄牙保险业的翘楚。复星葡萄牙保险包括葡萄牙储蓄总行保险公司（CSS）的三家附属公司，包括核心资产 Fidelidade 84.9%的权益、以及健康险公司 Multicare 和紧急支援及法律保护领域再保险公司 Cares 各自80%的股权及投票权。复星葡萄牙保险国际业务覆盖七个国家，分布于欧亚非三大洲，2013年上述三家公司的净利润合计1.14亿欧元，约占整个CSS全年利润的近90%，形成的保险集团所占市场份额总计约30%。

其中忠诚保险 Fidelidade 是葡萄牙保险的核心资产，葡萄牙500强企业之一，在寿险及非寿险领域均处于龙头地位，2015年获得巴西财经杂志《Exame》授予的“最佳寿险公司”和“最佳非寿险公司”荣誉称号，是首家同时获得两个称号的保险公司，充分肯定了忠诚保险的业绩水平。在保险产品方面，忠诚保险针对个人推出车险、住房保险、储蓄险、健康险、旅游与休闲险等品种，针对公司推出工伤险、黄金签证险、多重保障险以

及民事责任险等团体保险，根据 Basef 的保险基准研究，忠诚保险在各种保险指标榜单上都占据榜首位置，加之忠诚保险拥有全国最大的商业网络，8000 多家代理商分布全国各地，个性化且专业的服务水准使得公司被评为葡萄牙最佳客户服务水平保险公司，进一步拉开了与其它保险公司的差距。在品牌方面，Multicare 作为葡萄牙保险另一重要组成部分，其在健康险领域的深耕极大的丰富了忠诚保险的产品类型。如今 Multicare 还在医疗服务供应系统——“医疗网络”（Rede Médica）中扮演着重要的角色，通过个人和团体健康计划，为不同的客户群体提供多样化的解决方案，稳固健康险市场领头羊地位。此外忠诚保险旗下还拥有保险直销品牌 OK! teleseguros, 专注于科研和创新，为车险报价、网络销售和移动端销售提供了强有力的创新技术支撑。

图表85： 复星葡萄牙忠诚保险架构图

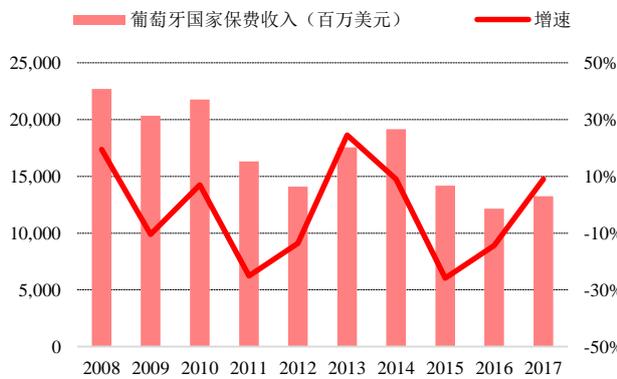
复星葡萄牙忠诚保险（Fidelidade）				
业务		品牌		
个人	公司	Multicare	OK! teleseguros	Fidelidade Property
汽车险	工伤保险			
住房保险	黄金签证险	健康险	保险直销品牌	不动产管理
储蓄险	多重保障险			
健康险	民事责任险			
旅游与休闲险				

资料来源：复星国际年报，中信建投证券研究发展部

复星葡萄牙保险成立后，坚持稳健经营的策略。在葡萄牙经历欧债危机的过程中，葡萄牙国家保险业务出现较大波动，2015 - 2016 年保费收入负增长，分别较上年下降 25.88%、14.38%，在此大背景下，复星葡萄牙保险保费收入亦出现下行走势，随着大环境改善 2017 年表现出复苏迹象，尽管如此，复星葡萄牙保险在葡萄牙地区保险市场地位不可撼动，在逆境中更能够凸显龙头优势，市占率反而始终保持正增长，截至 2018 年上半年末市占率为 35.6%。可投资资产保持逐年增长，且随着 2017 年以来保费收入与净利润的逐步回暖，可投资资产规模增速提升明显。2018 年上半年，复星葡萄牙保险实现规模保费收入 2436.5 百万欧元，净利润 170.3 百万欧元，均实现同比大幅增长，增速分别达到 57.45%、81.94%，可投资资产达到 15379 百万欧元，年化总投资收益率 5.6%。

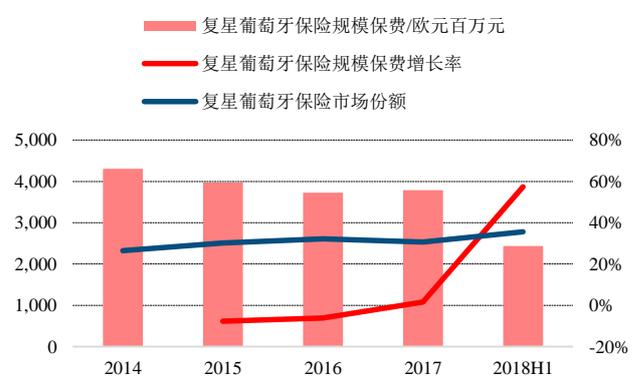
复星葡萄牙保险的国际业务绩效表现同样良好。2018 年上半年国际业务保费收入整体达 140.4 百万欧元，较同期增长 25.9%，寿险业务绩效表现良好，较同期增长 91.2%，主要的业务对象包括欧盟成员国以及亚洲和非洲的相关国家。不仅如此，2017 年数据显示，仅就非寿险业务而言，国际业务所占权重达到 11.1%。出色的国际业务有助于复星集团加强和欧洲保险公司的交流以及欧洲业务的开展，并以此为契机，在业务合作中，加深对欧洲市场的了解，实现互惠互利，进一步开拓欧洲保险市场。

图表86：葡萄牙国家保费收入 2015 年开始负增长



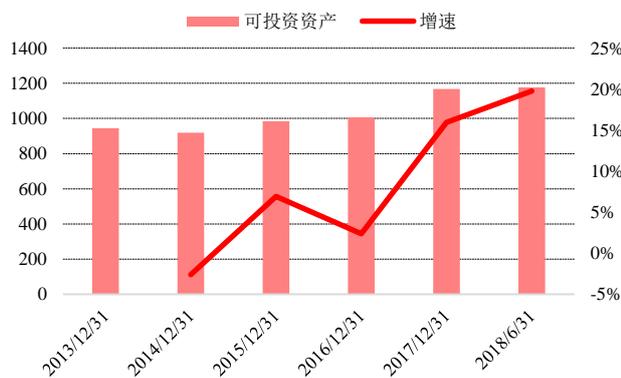
资料来源: Sigma, 中信建投证券研究发展部

图表87：复星葡萄牙保险保费收入



资料来源: 公司报告, 中信建投证券研究发展部

图表88：复星葡萄牙保险可投资资产逐年增加 (亿元人民币)



资料来源: 公司材料, 中信建投证券研究发展部

图表89：复星葡萄牙保险净利润增速回升

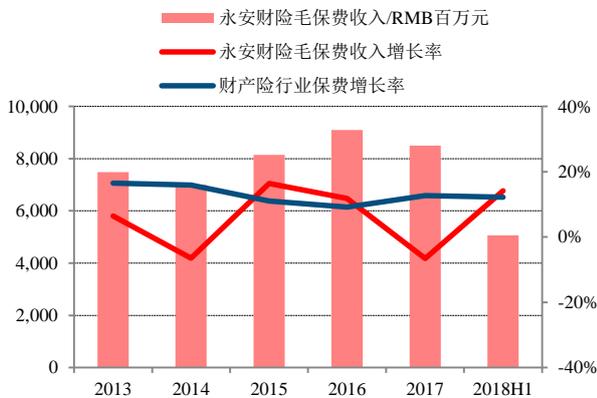


资料来源: 公司材料, 中信建投证券研究发展部

进军境内保险业务的基石—永安财险、复星保德信人寿。永安财险是复星集团在 2007 年率先投资的大陆第一家财产保险公司，目前持有其超 40% 的权益。永安财险总部位于西安，在全国开设了 27 家分公司，经营各类非寿险业务，包括车险、航运险等诸多品种，是一家全国性的综合财产保险保险公司。永安财险保费收入增速波动性较为明显，2017 年受内部管理层变动等因素影响，永安出现保费负增长的情况，2018 年上半年保费增速回升明显，为 14.11%，略高于行业增速 12.15%，净利润、净资产分别为 8980 万元、46.9 亿元，综合成本率 103.9%，高于平安财险 96%、中国财险 95.9%；可投资资产为人民币 10914.7 百万元，在复星保险板块总可投资资产中占比约为 7%，借助于复星集团雄厚的投资实力，永安财险总投资收益率近年来始终维持在 7% 以上的较高水平，2018 年上半年在低迷的市场环境下仍然达到年化 7.4%，高于 A 股上市险企平均 4.33%。

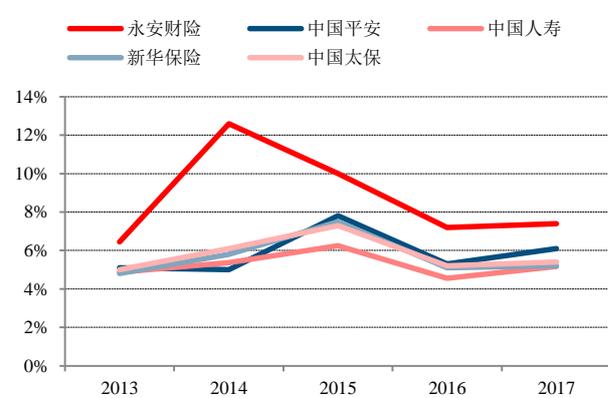
复星保德信人寿是复星在 2012 年与美国保德信人寿合资成立的，持有其 50% 权益，是复星集团下第一家大陆寿险公司，标志着复星集团首次进入国内寿险市场。复星保德信人寿通过代理人、银行等多种途径开展业务，2018 年上半年实现保费收入人民币 536.7 百万元，同比增长 106.1%，2013-2018 年中期保费复合增速达到 116.8%，远超人身险行业保费复合增速 9.18%，虽市场占有率较低，但公司稳扎稳打、发展势头强劲，亏损情况持续好转，计划于 2020 年实现盈利，可投资资产逐年稳步增长，截至 6 月底为 3944.4 百万元，偿付能力充足率为 552.6%，高于中国平安（217.3%）、中国人寿（262.25%）、新华保险（271.55%）、中国太保（292%），风险把控良好，评级为 A 类。

图表90：永安财险保费收入增速回升



资料来源：公司报告，银保监会网站，中信建投证券研究发展部

图表91：永安财险总投资收益率高于同业

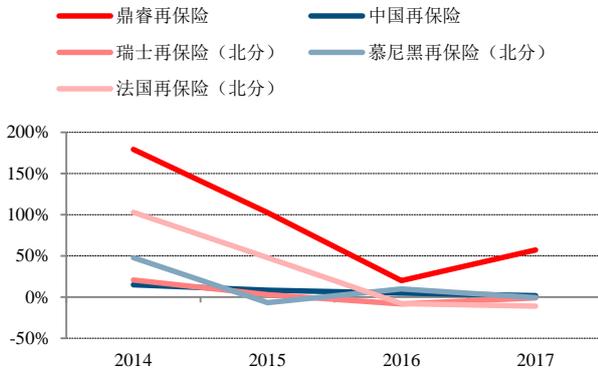


资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

国际业务持续发力——鼎睿再保险与 AmeriTrust。鼎睿再保险是与国际金融公司合资成立的，总部位于亚太地区枢纽——香港，并获得香港保险业监管局的授权进行承保业务，是亚太地区少数建立于本地而能够同时承保寿险与非寿险的再保险公司之一，目前复星集团共持有鼎睿再保险 86.9% 的股权。鼎睿再保险自成立以来，保费收入维持每年正增长，且从运营的第一年起便实现持续盈利，保费规模快速扩张，2014-2017 年复合增速高达 80.62%，明显高于中再、瑞再（北分）、慕尼黑再（北分）、法再（北分）等其他同业公司，呈现出优质成长型公司的特质。2018 年上半年度保费收入 671.2 百万元美元，净利润 30.2 百万元美元，超过 2017 年全年净利润，发展势头迅猛，可投资资产持续增长，达美元 1637.2 百万元，偿付能力充足率为 521.6%。鼎睿再保险自成立以来，发展势头良好，一直保持稳定可持续的回报，被业界广泛认可。在 2018 年，鼎睿再保险连续第三年获 Asian Banking and Finance 杂志“亚洲年度最佳保险公司”；根据 A.M.Best 排名，鼎睿再保险承保保费总额上升至全球再保险集团第 43 位。鼎睿再保险充分和复星保险体系下其他保险公司产生协同作用，构建业务联系，增加业务往来，实现互惠互利，协同发展，共同建设复星集团以保险为核心的全球化金融体系。

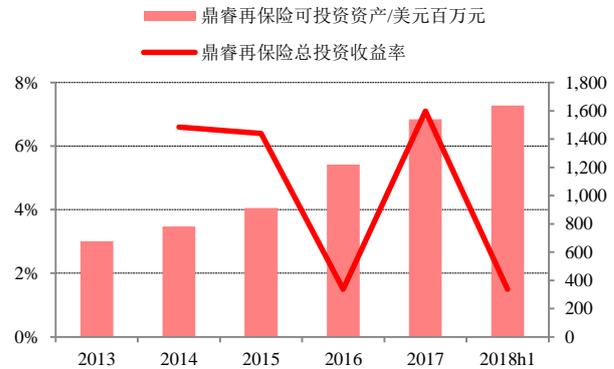
对 MIG 进行私有化是复星开拓欧美市场走出的关键第一步。复星集团于 2015 年 7 月完成收购 MIG 100% 的股权，总计交易额约 4.39 亿美元，后正式更名为 AmeriTrust。作为复星集团在北美拥有的第一家全资控股财险公司，AmeriTrust 是复星集团在北美财险市场建立的重要立足点，对于复星保险体系的下一步发展意义非凡。在 2018 年上半年，AmeriTrust 实现毛保费收入 309.7 百万美元，同比下降 11.86%，但净利润实现同比增长 11.9%；偿付能力充足率为 442.9%。AmeriTrust 是复星在北美财险市场的立足点，专注于细分市场的专业财险及保险管理服务。

图表92： 保费收入增速对比



资料来源：保险年鉴，公司报告，中信建投证券研究发展部

图表93： 鼎睿再保险可投资资产



资料来源：中信建投证券研究发展部

保险及金融板块为复星发展提供新的驱动力

保险业务贡献持续提升，重要性不断加强。自 2008 年金融危机以来，复星集团开始寻找新的发展模式，并主动寻求转变，从原来的以房地产为核心的发展体系逐渐转变为以保险为核心的金融发展体系。这种模式的转变为复星集团的发展提供了新的驱动力。

自复星集团年报开始披露保险板块数据以来，保险资产占总资产比例不断增加。从 2013 年以前保险资产所占比例不到 10%，到当前所占比例超过 40%，截至 2018 年 6 月 31 日，复星集团总资产已超过 550000 百万人民币，5 年复合增速为 26.9%，其中保险资产达到 2478.51 亿元，5 年复合增速高达 98.73%，是集团资产增长的重要驱动力。

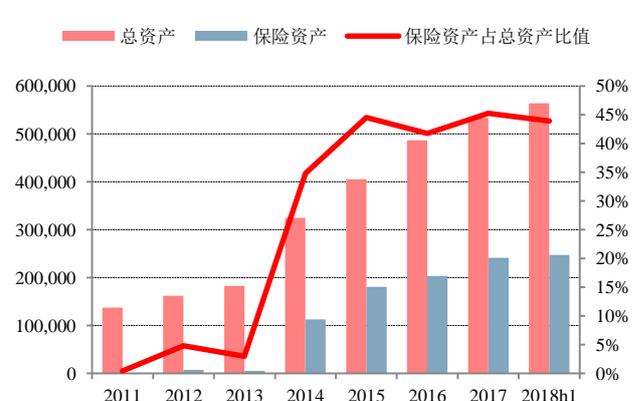
与总资产相对应，复星集团保险板块收入、归母净利润占总收入、总利润的比例也同步上升。根据年报数据，保险收入占总收入的比重在 2016 年达到近 40% 的峰值，保险板块归母净利润占复星国际总利润的比重在 2017 年达到 31.77%。截至 2018 年 6 月 30 日，复星集团保险板块实现收入人民币 126.45 亿元，实现利润人民币 17.37 亿元。

图表94： 复星集团保险利润及占比变化图（百万元）



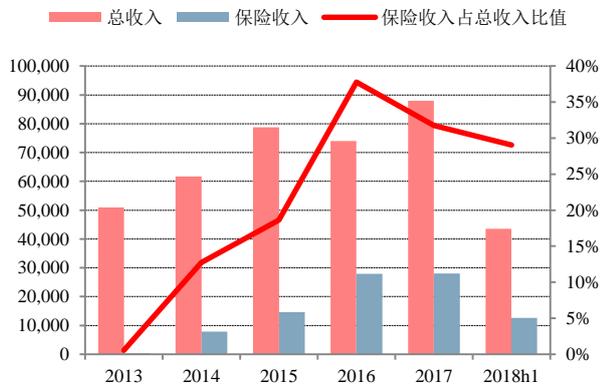
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表95： 复星集团保险资产及占比变化图（百万元）



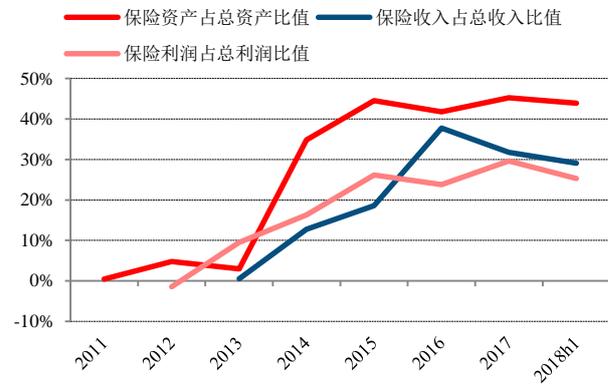
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表96：复星集团保险收入及占比变化图（百万元）



资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

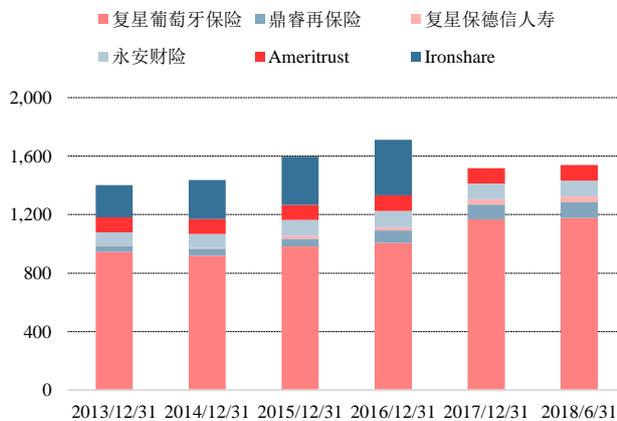
图表97：复星集团保险板块各指标变化图



资料来源：公司报告，中信建投证券研究发展部

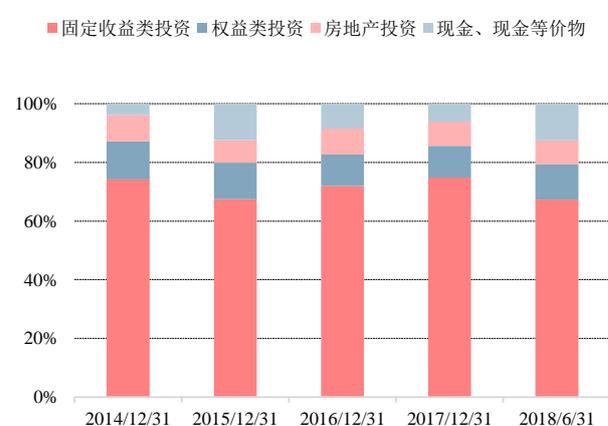
保险可投资资产稳步增长，大类配置在固收。 保险资产投资遵循审慎经营的原则，在投资的过程中兼顾投资收益与风险控制。固定收益类资产是保险资产配置的主要方向，复星集团保险资金投资以固定收益类为主，占总投资资产约 70%。权益类投资比例相对稳定，2018 年上半年末占比为 11.9%，房地产投资自 2016 年以来规模略有收缩，目前为 8.2%。此外，作为流动性因素的重要组成部分，现金及现金等价物与固定收益类资产根据发展形势此消彼长，以保证保险资金流动性以及寻求合适的投资机会。

图表98：复星集团各险企可投资资产占比图（亿元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表99：复星集团保险资产配置



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

证券、银行多牌照推动综合金融全球化。 2014 年以来，复星先后收购了恒利证券、葡萄牙商业银行 (BCP)、德国 Hauck & Aufhäuser (“H&A”) 私人银行，并作为主要发起人之一筹建了浙江网商银行，在证券、银行业务领域做出初步尝试，并进一步拓展海外投资版图，嫁接全球资源。复星恒利是复星在香港唯一的全资综合金融服务平台及投资主体，复星以此为支点对接“沪港通”，同时深耕以家庭为单位的海外资产配置产品与服务，在香港开展差异化的资产管理业务；BCP 是葡萄牙最大的上市银行，在快速增长的新兴市场具有良好的销售网络和高于市场平均水平的不良贷款拨备覆盖率，复星于 2016 年斥资 1.746 亿欧元购得其 16.67% 的股份，随后逐渐增加持股比例，截止 2018 年中期报告的持股比例为 27.06%，对 BCP 的投资使得复星在国际商业银行、投资银行及私人银行服务能力等方面有所增强，提升了国际综合金融服务能力，进一步强化了公司在葡萄牙的金融市场地位且为公司扩大国际网络、进入波兰、瑞士等欧洲国家金融市场打下基石；对德国 H&A 私人银行 99.91%

权益的收购为公司提供了通向欧洲主要经济体的投资渠道，H&A 银行专注于中小型机构客户，在托管银行服务、资本市场服务领域处于德语国家领先地位，其投资银行部是德国中小企业上市和增资的最大参与者；以复星和阿里作为主要发起人设立的浙江网商银行，主要采取“小存小贷”的业务模式，利用互联网的技术与数据能力，着眼于解决长尾的金融需求，重点服务于广大的小微网商、个人创业者和普通消费者，特别是农村消费群体，是复星布局普惠金融的重要举措，是拥抱互联网战略在金融领域的延伸。

盈利预测与估值

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 993、1148 和 1328 亿元，同比增长 10.7%、15.6% 和 15.7%，归母净利润分别为 106、124 和 146 亿元，其中由于 2017 年公司出售 Ironshore 产生非经常性收益，以及受 2018 年二级市场行情波动、Folli Follie 事件等因素影响，2018 年归母净利润同比有所下滑。我们认为未来公司仍然能够维持高双位数的收入及利润增长。

图表100：复星国际盈利预测（百万元人民币）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	75,481	89,679	99,288	114,817	132,812
YoY	-5.2%	18.8%	10.7%	15.6%	15.7%
健康生态	17,890	22,079	26,495	30,469	35,039
快乐生态	10,445	11,694	14,618	17,542	21,050
富足生态	45,632	54,252	56,273	64,714	74,421
其他营业收入	1,514	1,654	1,902	2,092	2,302
营业总支出	78,177	88,513	102,042	115,774	131,339
营业成本	48,094	55,875	62,327	72,144	83,527
毛利率	35.0%	36.5%	36.0%	36.0%	36.0%
营业开支	30,083	32,638	39,715	43,630	47,812
营业利润	-2,696	1,166	-2,754	-957	1,473
加：利息收入	515	704	794	919	1,062
减：利息支出	4,433	5,133	5,957	6,315	6,641
加：权益性投资损益	2,727	4,514	5,763	6,916	7,953
其他非经营性损益	5,064	4,058	4,270	4,484	4,708
非经常项目前利润	1,176	5,308	2,116	5,046	8,556
加：非经常项目损益	15,105	17,663	15,544	15,699	15,856
除税前利润	16,281	22,971	17,660	20,745	24,412
减：所得税	3,595	6,175	4,415	5,186	6,103
少数股东损益	2,418	3,635	2,649	3,112	3,662
净利润	10,268	13,161	10,596	12,447	14,647
YoY	27.7%	28.2%	-19.5%	17.5%	17.7%

资料来源：中信建投证券研究发展部

我们按照 NAV 估值法给复星国际进行估值，其中上市公司资产以复星所持有权益对应当前市值折算人民币计算，非上市公司以投资成本计算或者参考最新一轮融资估值，保险公司采用上市保险公司可比 P/B 进行计算，减去集团层面净债务，得出复星国际的 NAV 为 1727 亿元人民币，即 2016 亿港元，得出每股价值 23.59 港元。

我们看好公司产业投资布局的成长性，以及集团层面对于投后管理和资源整合赋能的强大能力。但由于公司投资项目较多，对盈利贡献存在一定不确定性，并考虑到复星历史 NAV 折价中枢为 30% 左右，因此我们给予 NAV 30% 的折价，首次覆盖给予增持评级。

图表101： 复星国际资产价值一览（亿元人民币）

资产	权益比例	估值方法	资产价值
健康生态			
复星医药（A股）	36.54%	持有市值	258.98
复星医药（H股）	0.57%	持有市值	4.04
三元股份	16.67%	持有市值	14.50
绝味食品	5.81%	持有市值	10.67
宝宝树集团	20.86%	持有市值	22.58
星益	100.00%	投资成本	0.50
星堡老年服务	50.00%	投资成本	0.10
Luz Saúde	49.00%	投资成本	19.73
Silver Cross	87.23%	投资成本	4.40
St Hubert	50.04%	投资成本	23.99
合计			359.50
快乐生态			
复星旅游文化	81.07%	持有市值	132.85
Thomas Cook	5.37%	持有市值	2.34
Wolford	58.05%	持有市值	3.30
Tom Tailor	35.35%	持有市值	2.43
Folli Follie	12.48%	持有市值	3.04
豫园股份	68.52%	持有市值	235.08
青岛啤酒（H股）	11.34%	持有市值	51.64
Studio 8	80.00%	投资成本	13.45
Caruso	73.90%	投资成本	0.61
AHAVA	84.26%	投资成本	4.17
酷特智能	16.13%	投资成本	1.35
合计			450.26
富足生态—保险与金融			
BCP	27.06%	持有市值	297.76
葡萄牙保险	100.00%	可比 P/B 估值	339.03
AmeriTrust	100.00%	可比 P/B 估值	39.59
鼎睿再保险	86.90%	可比 P/B 估值	49.24
复星保德信人寿	50.00%	可比 P/B 估值	12.00
永安财险	40.68%	可比 P/B 估值	24.53
复星联合健康保险	20.00%	投资成本	1.00
Run-off 资产包	100.00%	投资成本	30.00
复星恒利证券	100.00%	账面价值	10.00
H&A	100.00%	投资成本	15.81
浙江网商银行	25.00%	投资成本	10.00
富足生态—投资			
海南矿业	51.57%	持有市值	56.35

资产	权益比例	估值方法	资产价值
南钢股份	26.02%	持有市值	48.90
PE/VC 投资		投资成本	40.00
LP 投资		投资成本	73.00
菜鸟	6.75%	最新融资估值	44.55
Idera	100.00%	可比 P/B 估值	10.23
建龙钢铁	25.70%	投资成本	5.14
捷威动力	30.78%	投资成本	1.99
洛克石油	100.00%	投资成本	22.40
南京南钢	60.00%	投资成本	18.00
柏中环境	50.00%	投资成本	8.80
富足生态—蜂巢地产			
复地	100.00%	评估价值	241.60
外滩金融中心	50.00%	市场估值	190.00
Liberty 28	100.00%	投资成本	45.85
Estrella	99.60%	投资成本	4.00
俄罗斯斯大楼	90.00%	投资成本	13.00
合计			1652.77
2019E 公司净债务 (2018 中期报告数据)			-735.58
复星国际 NAV			1726.94
复星国际 NAV (亿港元)			2016.28
最新股本 (亿股)			85.47
每股价值			23.59
30%折价后每股价值			16.51

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

风险提示

1. 宏观经济下行、国际贸易政策等风险；
2. 投资标的、运营资产表现不达预期；
3. 医药研发无法回收投入成本的风险。

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究5年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015年“新财富”中小市值研究第三名、2016年“新财富”中小市值研究入围奖。

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

韩雪 18612109722 hanxuezs@csc.com.cn

朱瀚清 021-68821600-805 zhuhanqing@csc.com.cn

俞冰 18811778186 yubing@csc.com.cn

王欣 13720030047 wangxinyf@csc.com.cn

黄旭 13371984733 huangxu@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzs@csc.com.cn

高思雨 010-85130491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 010-85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(86755) 8252-1369
传真：(86755) 2395-3859