

投资评级：增持(首次)

汉鼎宇佑(300300)

目标价:11.8元

平台已成，静待拐点

市场数据 2019-09-19

收盘价(元)	10.33
一年内最低/最高(元)	9.05/15.35
市盈率	45.9
市净率	2.78

基础数据

净资产收益率(%)	5.55
资产负债率(%)	32.9
总股本(亿股)	6.8

最近12月股价走势



联系信息

赵成	分析师
SAC证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
蒋领	联系人
jiangling@ctsec.com	021-68592267

相关报告

● 公司战略进入到新阶段

历经17年的发展，汉鼎宇佑总体而言经历了三个发展阶段，分别是智慧城市建设阶段、“创新金融+智慧互联阶段”和“智慧城市+智慧医疗”阶段，目前正处于第三个发展阶段的初期。

每个发展阶段，公司都结合了自身资源禀赋，紧扣行业发展大趋势。2012年上市之初，公司正好赶上我国移动互联网的发展浪潮，公司积极布局移动互联网领域；目前公司已进入了智慧医疗行业，同时积极布局物联网领域。

● 医疗服务布局是核心

医疗服务是未来30年我国实业和资本市场上最重要的风口之一，目前我国医疗服务总市场空间为5万亿级别，多种因素推动行业空间稳步变大，我们判断未来总体卫生支出占GDP比重有望翻倍到10%的水平。

公司持有好医友40%的股权，参股美国健康计划管理公司，同时参股徐诺药业（生物制药公司、已上市）、鹧远基因（基因检测公司），充分利用17年来积累的国内外医疗资源的优势，打造诊断、支付、药品、器械等完整的医疗服务闭环。

● 积极布局物联网领域

2019年6月6日，工信部正式向三大运营商颁发了5G牌照，标志着我国进入到5G时代，公司早在2012年便参股了主营物联网产品和服务的蜂助手股份有限公司，目前仍持有20.73%股权。

蜂助手围绕“生活服务”领域，聚合多行业虚拟服务资源通道，同时致力于发展“流量+视频权益、物联网流量、物联网场景化解决方案、腾讯极光盒子”等业务，致力成为生活服务聚合运营和物联网应用领域的龙头企业。

● 投资建议

我们预计2019-2021年净利润分别为1.43亿、1.72亿、2.17亿元，对应EPS分别为0.21、0.25和0.32元，对应PE分别为49.3、40.9和32.3倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示:宏观经济下行超预期

公司财务及预测数据摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	404	603	742	882	1,076
增长率	-5.7%	49.1%	23.0%	18.9%	22.0%
归属母公司股东净利润(百万)	85	125	143	172	217
增长率	122.7%	46.4%	14.4%	20.4%	26.7%
每股收益(元)	0.13	0.18	0.21	0.25	0.32
市盈率(倍)	82.5	56.3	49.3	40.9	32.3

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

1、 公司简介	4
1.1 智慧城市是基本盘	4
1.2 前瞻布局金融和医疗业务	5
1.3 实际控制人稳定	6
2、 公司发展到新阶段	7
2.1 第一阶段专注于智慧城市建设	7
2.2 第二阶段专注于创新金融和智慧互联	8
2.3 第三阶段打造智慧医疗闭环	9
3、 医疗板块是核心布局	10
3.1 好医友科技	10
3.2 美国 MCAC 公司	12
3.3 参股生物科技公司	14
3.3.1 徐诺药业 (XYNO.00)	14
3.3.2 上海鹏远	17
4、 公司投资业务布局	19
4.1 投资版图逐步清晰	19
4.2 微贷网	21
4.3 蜂助手	22
5、 关键假设	23
6、 风险提示	24

图表目录

表 1: 前十大股东 (2019 中报)	7
表 2: 徐诺药业核心人物介绍	14
表 3: 鹏远集团核心人物介绍	17
表 4: 公司投资项目介绍	20
表 5: 收入和毛利率假设	23
图表 1 收入构成	4
图表 2 毛利构成	4
图表 3 公司智慧城市有优势	5
图表 4 公司历年业务增长	5
图表 5 达实智能智慧业务	6
图表 6 延华智能近 4 年经营状况	6
图表 7 公司对外投资额	6
图表 8 公司战略升级	7
图表 9 公司已成为全国性公司	8
图表 10 蜂助手快速发展	8
图表 11 微贷网净利润	8
图表 12 总体战略	9
图表 13 公司医疗布局	10
图表 14 构筑产融平台	10
图表 15 好医友主要业务	11
图表 16 我国出院病人历年数据	12

图表 17 我国总诊疗次数历年数据.....	12
图表 18 美国 MCAC 公司.....	13
图表 19 美国医疗体系.....	14
图表 20 徐诺药业产品线.....	16
图表 21 徐诺药业净利润.....	17
图表 22 上海鹏远发展历程.....	19
图表 23 微贷网业务概况.....	22
图表 24 微贷网营收净利情况.....	22
图表 25 蜂助手业务.....	23
图表 26 蜂助手营收净利情况.....	23

1、公司简介

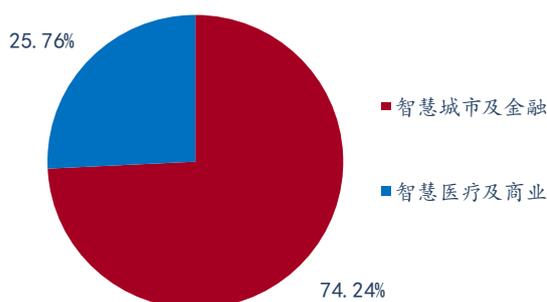
公司是赋能型平台企业，用多年聚合的强大 ToB 能力去赋能孵化培育出更多 ToC 业务，业务板块主要包括智慧城市及金融 (To B)、智慧医疗及商业 (To C) 两大领域。

1.1 智慧城市是基本盘

公司的收入结构来看，2018 年 74.24% 来自于智慧城市和金融业务，从毛利角度看智慧城市及金融占 80%，不难看出智慧城市业务是公司的基本盘，此业务自公司 2002 年成立以来就一直为其主业。

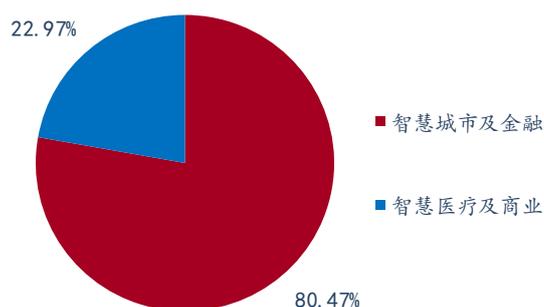
智慧医疗及商业业务是在最近 6 年内发展的业务，在公司 2014 年-2016 年的年报中并未有智慧医疗及商业的分类，说明业务体量较小，2018 年收入占比为 25.76%。

图表 1 收入构成



数据来源: Wind、财通证券研究所

图表 2 毛利构成



数据来源: Wind、财通证券研究所

在智慧城市领域，公司凭借工程领域“12 甲”资质和融资租赁的业务积淀，提供智慧城市规划、集成及运营的服务，深耕智慧城市领域 17 年，业务遍布我国 30 多个省份，智能化项目超过 1000 个，是我国十大 IT 服务商和系统集成商，全国智能行业的 10 大品牌。

公司研发机构健全，设立了三级研发技术体系，拥有强大的自主创新能力，具备快速研发系统产品和产业化推广的能力，同时将融资租赁等金融工具融入到智慧城市业务拓展中，形成特色的经营和竞争优势。

图表 3 公司智慧城市有优势

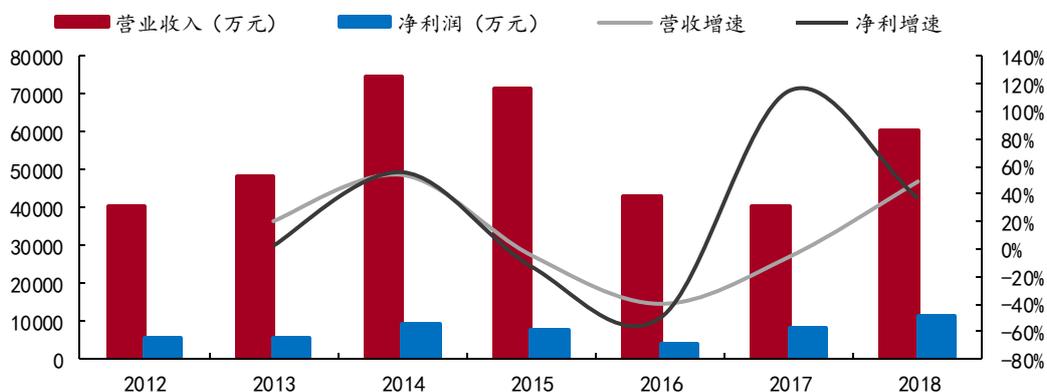


数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.2 前瞻布局金融和医疗业务

公司自上市以来，业务大体保持稳定，收入规模一直在 4-8 亿元之间，2014 年后公司收入呈现震荡态势，近年来有恢复的趋势；净利润一直维持在 1 亿元附近，公司的传统主业受到宏观环境影响有一定幅度的波动。

图表 4 公司历年业务增长



数据来源：Wind、财通证券研究所

上市公司中延华智能主业与公司智慧城市业务较为接近，我们发现该公司 2015 年开始也处下降态势，2015 年当年营业利润达 1 亿元，之后迅速减少，2018 年已为亏损 6000 万元（已扣除资产减值损失）；另达实智能的智能建筑与节能业务在 2017 年达到高点后，也有不同程度的下降。

延华智能、达实智能及本公司的主业表明行业弹性趋弱，因此转型是势在必行，而达实智能在 2015 年就并购了医疗相关业务，汉鼎宇佑在 2015 年前就进行前瞻

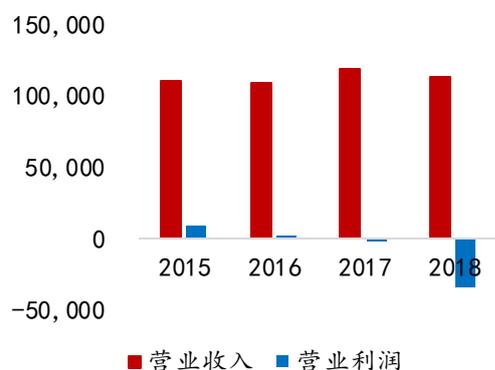
性布局，表明实际控制人及其管理团队对行业的趋势把握很精准。

图表 5 达实智能智慧业务



数据来源: Wind、财通证券研究所

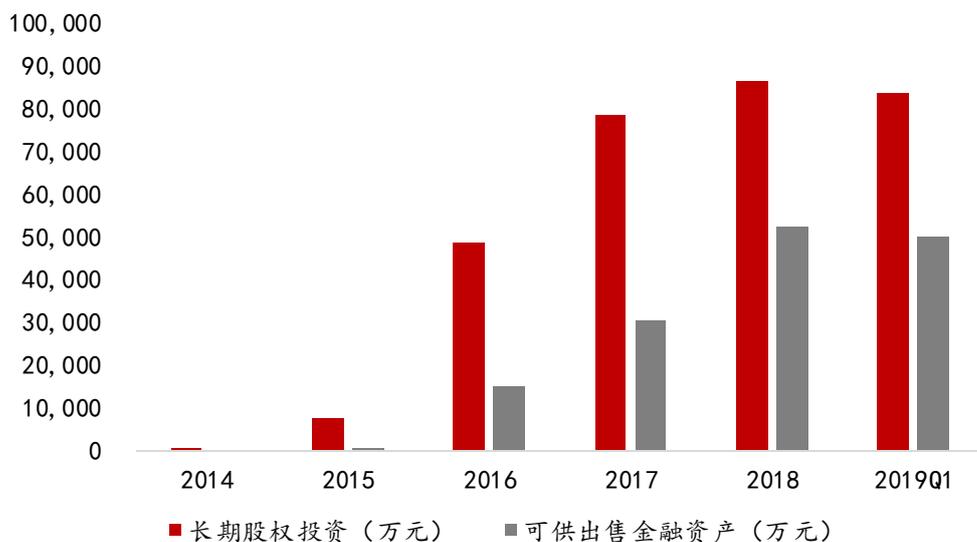
图表 6 延华智能近 4 年经营状况



数据来源: Wind、财通证券研究所

公司在 2013 年就开始布局投资业务，从财务报告中长期股权投资和可供出售金融资产两项科目上我们看到 2013 年开始发端，2016 年开始爆发，2018 年两者合计达到 13.37 亿元，约占总资产的 38.4%。主要分布在移动互联网、金融服务、医疗服务、创新药等领域，合计投入 26 个公司。

图表 7 公司对外投资额



数据来源: 公司年报、财通证券研究所

1.3 实际控制人稳定

公司中报显示，王麒诚和吴艳夫妇，合计持有 41.02% 的股权，为公司实际控制人。实际控制人股份在发行后一直到 2018 年上半年并未有减持，反而在 2016 年中的增发中拿下定增份额的 71.43% 的份额，说明控股股东极度看好公司的未来，所以我们看到公司控股股东在 2016 年和 2017 年持股比例上升，此后由于增发解禁及自身业务发展需要，才进行股权协议转让。

表 1：前十大股东（2019 中报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (股)	占总股本 比例(%)
1	吴艳	减少	230,972,724	33.81
2	汉鼎宇佑集团有限公司	不变	49,223,794	7.21
3	江苏联峰投资发展有限公司	不变	44,994,194	6.59
4	四川璞信产融投资有限责任公司	不变	34,222,424	5.01
5	国盛证券有限责任公司	增加	24,387,684	3.57
6	杭州雄健投资合伙企业(有限合伙)	减少	12,506,543	1.83
7	杭州新安实业投资有限公司	不变	11,423,140	1.67
8	华夏人寿保险股份有限公司-自有资金	不变	10,239,280	1.50
9	陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·沪秦 54 号证券投资集合资金信托计划	新进	8,095,700	1.19
10	浙江奥鑫控股集团有限公司	减少	8,095,670	1.19
	合计		434,161,153	63.57

数据来源：公司 2019 年半年报、财通证券研究所

2、公司发展到新阶段

公司实际控制人王麒诚和吴艳夫妇是极具创业精神的 80 后企业家，在上市公司中极为罕见，在大学阶段就开始了创业历程并取得了很大的成绩。

在公司成立之后，总体而言经历了三个发展阶段，分别是智慧城市建设阶段、创新金融+智慧互联阶段和智慧城市+智慧医疗阶段，目前正处于第三个发展阶段的初期。

图表 8 公司战略升级



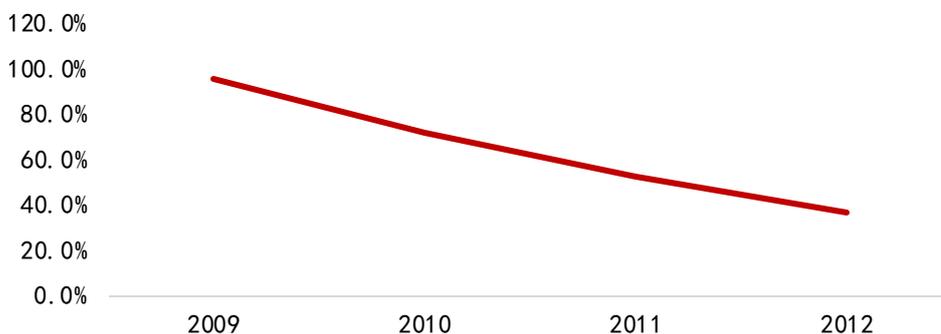
数据来源：公司历年年报、财通证券研究所

2.1 第一阶段专注于智慧城市建设。

2002 年王麒诚先生创办公司的前身——浙江汉鼎科技发展有限公司，专业从事建筑智能化，由此开启了第一阶段战略，当时，该行业市场集中度非常低，没有具有行业垄断地位的全国性的大公司，给了汉鼎科技极好的发展机遇，同时王麒诚先生和核心团队发展出独特的业务模式，将业务迅速扩展到全国。公司收入来源方面，在 2012 年时来自浙江省的收入在全国占比也逐步下降到 37.1%，公司成功发展为全国性的智慧城市建设厂商。

图表 9 公司已成为全国性公司

浙江省收入占比



数据来源：公司历年年报、财通证券研究所

2.2 第二阶段专注于创新金融和智慧互联。

汉鼎宇佑 2012 年 3 月登陆深交所创业板, 为公司第二阶段转型奠定坚实的基础;

2013 年投资广州蜂助手, 并对手机游戏、传媒领域有所布局;

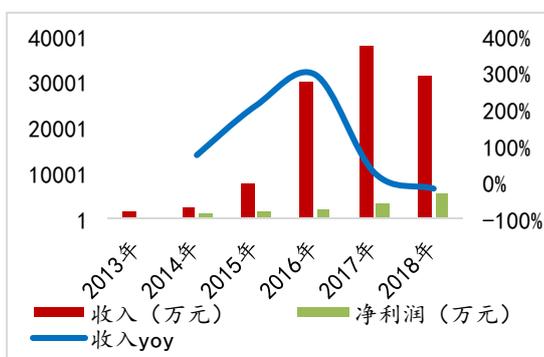
2014 年设立汉鼎国际发展有限公司, 从事境外投资;

2015 年设立浙江汉鼎宇佑金融服务有限公司、杭州鼎有财金融服务有限公司;

2016 年开始对杭州微贷金融信息服务有限公司 (简称微贷网) 合并损益, 公司持有其 17% 的股权。

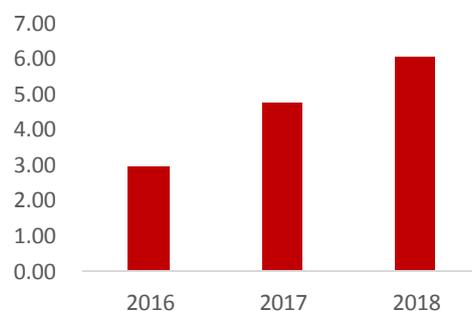
2012-2017 年的 5 年时间里是公司上市后在依托智慧城市业务基础上开辟了新方向, 其领域涉及移动互联网、金融、医疗等业务, 关键是其涉及的投资板块成功率比较高, 说明实际控制人及投资团队眼光精准。我们看到公司投资的蜂助手和微贷网的历史业绩表现都较好, 公司 2013 年开始投资蜂助手, 到 2018 年收入规模已到 3.1 亿元, 净利润达到 5400 万元, 成长性极好, 未来上市成功概率较高。

图表 10 蜂助手快速发展



数据来源：Wind、财通证券研究所

图表 11 微贷网净利润



数据来源：Wind、财通证券研究所

2.3 第三阶段打造智慧医疗闭环。

公司在实际控制人和管理团队的精心经营下，自 2012 年上市后开启了新的增长阶段，在智慧城市的业务基础上成功拓展了投资业务，业务领域虽然涉及较多，但我们从下图可以看出公司未来 5-10 年的战略方向和深层次逻辑。

智慧城市是公司的基本盘，涉及全国，是个非常好的入口，在此基础上通过公司投资的腾讯极光盒子、极光大数据等项目，打造全新的会员系统；公司投资了生物医药公司、美国健康计划公司，通过对接国内大量的三甲医院与美国的优质医疗资源，以“让您的健康更有保障”为己任，帮助国内患者以普惠的价格享受到优质的医疗服务。打造基于互联网和大数据驱动的跨境医疗闭环体系，搭建智慧医疗生态圈，为患者提供一流、快捷、全面的医疗服务，包括第二诊疗意见、用药咨询和转诊咨询等。

医疗服务市场是万亿级别的市场，且从我国未来 30 年老龄化率和卫生支出占比两个维度看，随着老龄化率逐步提升到 30% 左右，我国卫生总支出 GDP 占比也会逐步提升到 10% 以上，届时我国卫生总支出相较于目前 5 万亿级别的支出仍有 1-2 倍的增长，即会达到 10-15 万亿元的总支出，如此巨大的行业空间为公司的发展指明了方向，公司的布局紧跟行业趋势且根据自身的实际情况加以发展，最终升级到 3.0 战略—聚焦智慧城市和智慧医疗主业。

图表 12 总体战略



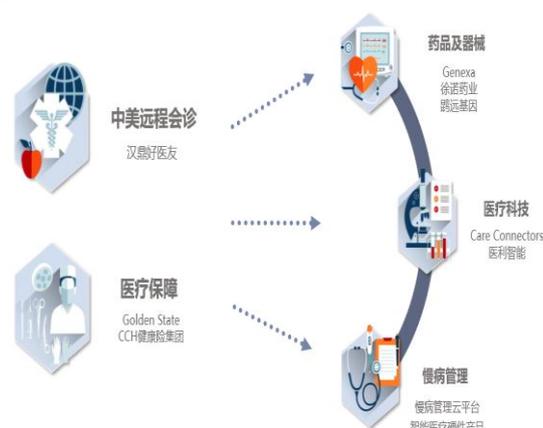
数据来源：财通证券研究所

3、医疗板块是核心布局

总体而言，公司极为看好医疗板块，并进行了全产业链和全球性的布局。

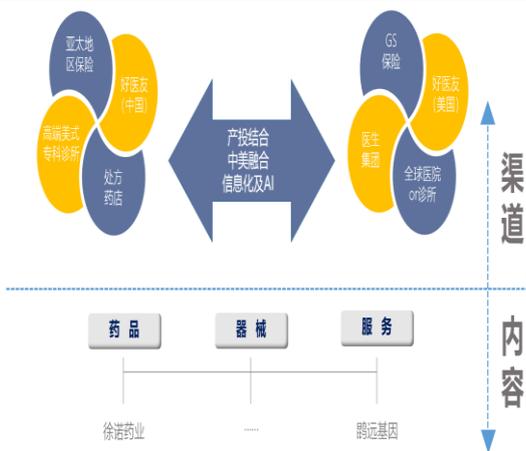
通过好医友布局医疗服务领域，盘活公司拥有的美国 and 国内医疗资源；通过 Genexa、徐诺药业、鹏远基因等布局生物制药；通过参股 MCAC 公司获取美国的医疗实体资源（健康险公司、医疗网），进而与美国优质医疗资源保持密切联系；其余还布局 Care Connectors、医利智能等医疗科技板块和慢病管理，通过此布局基本构建起药品、器械、服务体系，涵盖了内容和渠道。

图表 13 公司医疗布局



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图表 14 构筑产融平台



数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.1 好医友科技

好医友科技成立于 2017 年 11 月，由汉鼎宇佑及汉鼎宇佑集团分别持有 40% 和 10% 的股权，其余由曹鹭波、医盛（杭州）投资管理有限公司、好医友（厦门）投资管理有限公司分别持有 29%、11% 和 10% 的股权。

好医友前身加州（厦门）健康管理有限公司，现为好医友全资子公司，成立于 2012 年 3 月 31 日，至今已从事跨境医疗服务 7 年。

好医友及其子公司核心优势在于其通过智慧城市 17 年积累了大量的医院资源，累计签约 300+ 国内大型医疗机构，业务范围覆盖 26 个省（直辖市及自治区）；另一方面公司参股了美国 MCAC 公司，覆盖上万名美国医生，通过中美联合会诊、出国治疗、用药咨询等，将国内优质医院的病人准确推送给国外医生，公司从中收取相关费用，是典型的互联网运作模式。

同时利用渠道资源优势，拓展医疗器械及保健品代理业务，取得多个国内及国际领先的医疗器械等产品的代理权或总经销权，目前好医友与美国医药企业 Genexa 达成战略合作协议，向国内引入有机和非转基因非处方药品和保健品；获得美国精准医疗公司 Cellworks Group 研发的“肿瘤治疗应答指数检测 (TRI)”系统在中国

的独家代理权。

虽然好医友目前仍处于亏损状态，但我们看好公司所处行业地位以及行业整体将快速增长。

图表 15 好医友主要业务



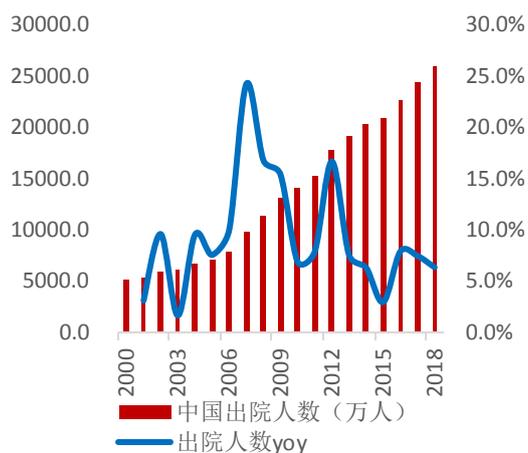
数据来源：公司官网、财通证券研究所

我国是世界上人口最多的国家，也是世界老龄人口最多的国家，根据我们的分析我国老龄化率在未来 30 年会呈现加速态势，到 2050 年可能到 30% 的比例，由此对我国医疗供给带来巨大的压力。从过去近 20 年的数据看出无论是我国的出院病人还是总诊疗次数都呈现增长态势，相对而言出院病人增长率更高。

我们假设在我们目前 5 万亿美元的卫生支出中有千分之一的机会会发生跨国费用，则对应市场空间为 50 亿元左右，美国是世界上医疗科技最为发达的国家，我们判断美国将占据国外总就诊量的 50%；根据好医友官网公布的数据推断，目前中美远程会诊的市场规模在一个亿左右。所以，我们综合推断目前中美远程问诊渗透率仍不足 4%。

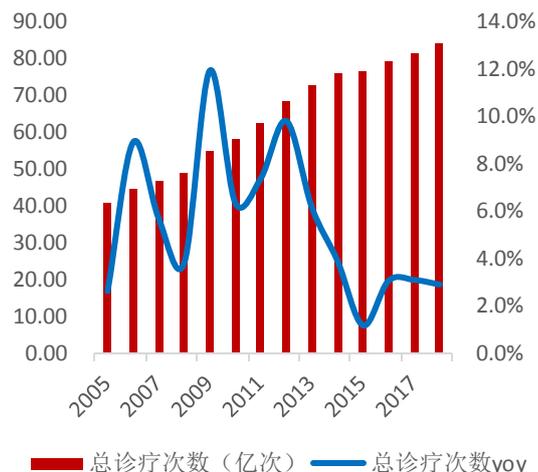
从动态的角度看，未来 30 年我国出院人数和总就诊次数仍将往上走（推动该趋势的核心原因是我国老龄化率将加速，且国人对医院的心理依赖、目前医疗资源的区域分布不平衡是另外两个推动因素），直接后果是医疗费用将持续提升，即意味着中美远程会诊的市场将继续变大。

图表 16 我国出院病人历年数据



数据来源: Wind、财通证券研究所

图表 17 我国总诊疗次数历年数据



数据来源: Wind、财通证券研究所

3.2 美国 MCAC 公司

2018 年 7 月 6 日，汉鼎宇佑董事会通过相关议案，同意全资子公司——汉鼎国际与麦克阿瑟收购公司签署《关于购买和出售 B 类普通股的协议》。

麦克阿瑟收购公司 (MCAC) 是一家于 2017 年 11 月 28 日在加利福尼亚州成立的一般股份公司，该公司仅用于收购美国加利福尼亚州医疗保健计划公司 (Golden State Medicare Health Plan) 的股权。目前，Dr Sanjay Patil 是该公司唯一的董事会成员，执行长以。

公告显示，鉴于麦克阿瑟收购公司将购买美国加利福尼亚州医疗保健计划公司 (Golden State Medicare Health Plan) 发行在外的所有普通股，汉鼎国际将以自筹资金 837.6 万美元 (折合人民币 5543.7 万元) 购买由麦克阿瑟收购公司发行的 837.6 万股 (占有已发行和未偿还的 B 类普通股的 12.75%) 的 B 类普通股。

美国加利福尼亚州医疗保健计划公司由加州医疗保健管理部 (“DMHC”) 根据加州州法的诺克斯基恩法案 (Knox-Keene Act) 颁发执照，为加州境内的 9 个郡县 (County) 内，65 岁以上人群提供联邦医疗保障优良计划。

MCAC 公司在美国加利福尼亚州医疗保健计划公司 (Golden State Medicare Health Plan) 基础上组建了 MCAC 集团，涵盖健康保险、医疗大数据、医疗科技和医疗保障网络四大块业务。

图表 18 美国 MCAC 公司



汉鼎宇佑集团收购并整合健康险公司 (Golden State, 现更名为 Excelera) 及旗下相关医疗保障体系, 组建了科技驱动型健康险集团 MCAC。

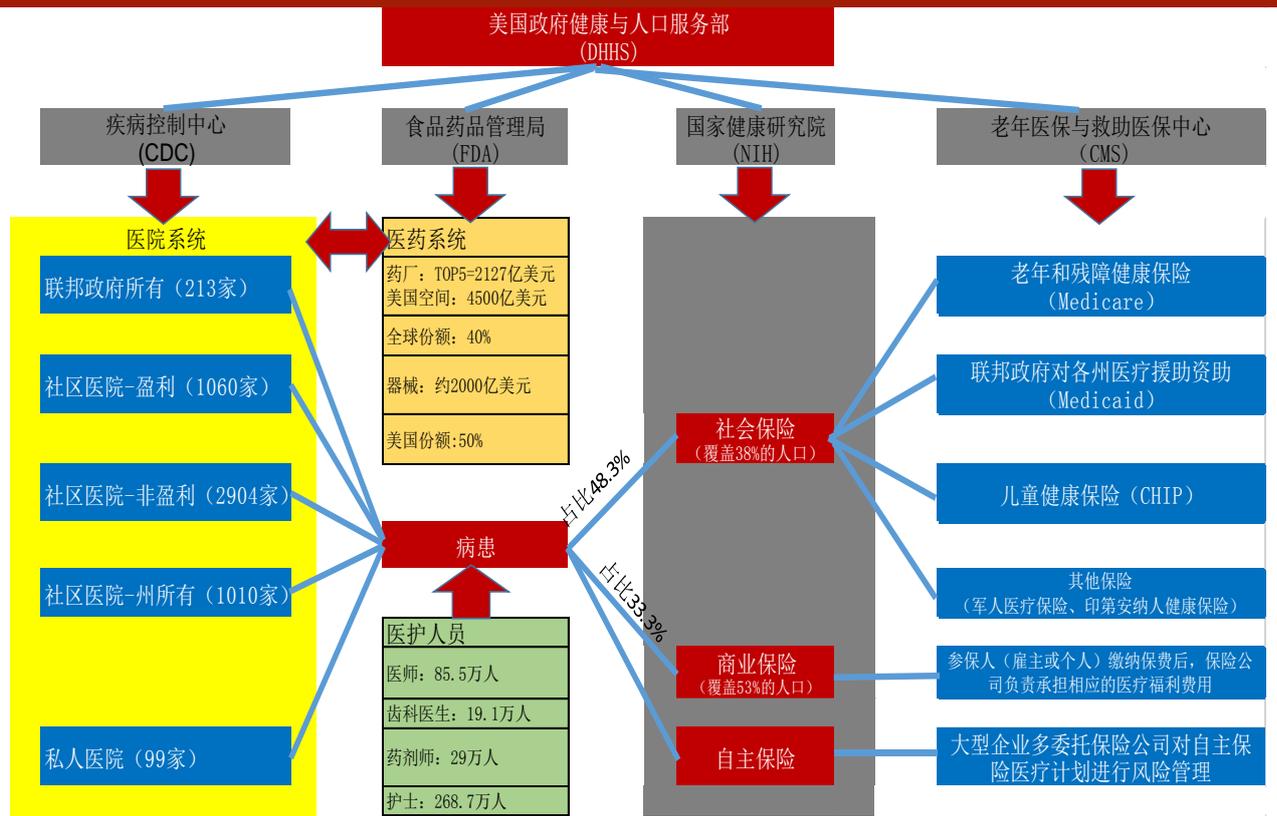
- **牌照含金量高:**
2009年, MCAC便获得由加州医保管理部(DMHC)颁发的Knox-Keene完整牌照。相较于新发牌照, 不仅拥有服务区域选择权优势, 同时可享受报销封顶线, 相当于有政策兜底, 可降低支出。
- **科技成本较低:**
将科技投入剥离, 由关联公司 Care Connectors 承担, 大大节省了科技投入成本。
- **渠道优势明显:**
凭借强大的保险代理团队, MCAC业务发展迅速, 显著降低了营销及获客的成本。

数据来源: 财通证券研究所

我们注意到好医友已于 2018 年 10 月, 与太平人寿保险公司达成合作协议, 成为太平人寿保险公司海外医疗增值卡及国内重疾医疗增值卡服务供应商, 海外医疗增值卡服务包括 1 次海外专家远程会诊、1 次海外就医服务、1 次回国后远程复诊、1 次海外新药咨询; 国内重疾医疗增值卡服务包括 1 次专家门诊预约, 1 次手术/住院预约, 1 次就医陪诊服务, 以及家庭医生及专科医生在线咨询等。有望通过与保险公司的合作快速导入大量高质量客户流量, 该合作能将国内和国外的保险和医疗资源进行全面深入整合。

美国和日本的医疗体系全球领先, 尤其是美国的医疗技术全球排名第一, 比如生物制药和医疗器械等大多数大公司都集中在美国, 因此美国医疗水平是全球风向标。美国的一大特点是保险业对医疗体系渗透较为明显, 因此打通美国医疗保险市场对公司医疗板块是非常关键的部分。

图表 19 美国医疗体系



数据来源：财通证券研究所

3.3 参股生物科技公司

3.3.1 徐诺药业 (XYNO.00)

徐诺药业成立于 2016 年 10 月，并于 2019 年 5 月登陆美国资本市场，股票代码为 XYNO.00。(B 轮融资的资金由北极光创投、中山贝森医疗产业投资和汉鼎宇佑领投)

公司专注于致力于中美及其他地区的肿瘤候选药物的许可、开发和商业化,该公司拥有艾贝司他 (Abexinostat) 和 XP102 (BI 882370) 的全球权益。

虽然成立时间并不长,但公司核心团队经营丰富,尤其创始人徐英霖先生曾任职于美国多家国际生物制药公司,曾在太平洋生物制药集团、博际实验室工作,具有连续创业成功的经验。

其他核心成员也均在国际生物制药企业担任重要职务,现在公司中担任生产、研发、医疗等关键职务,为公司研发成功增加极大概率。

表 2: 徐诺药业核心人物介绍

序号	姓名	职位	经历	教育经历
1	徐英霖 (Mark Xu)	董事长、首席执行官兼总	连续创业家,曾联合创办了两家美中生物制药公司,为公司股东	汉诺威大学化学学士、普渡

		裁	实现了 25 亿元人民币的成功退出。2005-2009 年期间徐英霖先生联合创办了博际医药研发有限公司和太平洋生物医药集团。2009-2016 年期间徐先生担任美国专注服务中小型生命科学企业的投行 Trout Group 的大中华区总经理。2005 年之前徐先生在美国工作，在先灵、麦凯迅等多家领先的跨国公司担任重要职位	大学化学硕士、斯坦福大学工商管理硕士
2	Jason Wu 博士	联合创始人	曾在美国礼来制药总部担任多年临床 III 期的管理工作，管理过几千人的国际多中心，是为数不多的拥有临床开发经验的海归科学家。	印第安纳大学工商管理硕士、普渡大学博士，中国医学科学院药物研究所客座教授
3	Dirk Reitsma 博士	首席医疗官	曾任职于 PPD 公司、阿斯利康、诺华公司	荷兰 Erasmus 大学医学博士
4	崔勇博士	联合创始人	化学和生产控制方面的专家，在基因泰克时主导过两个新药成功申报中的药剂方面的工作，2012 年回国后成为国家食药监总局的特聘专家。	中国药科大学学士及硕士、美国俄亥俄州立大学博士

数据来源：公开资料、财通证券研究所

公开资料显示，公司首个候选药物艾贝司他是一款极具前景的新型 HDAC 抑制剂，目前处于治疗非霍奇金淋巴瘤和肾细胞癌的全球关键 3 期临床试验阶段。

艾贝司他 (Abexinostat) 与帕唑帕尼 (Pazopanib) 联合治疗局部晚期或转移性肾细胞癌 (RCC) 患者 (全球关键，已进入美国 FDA 快速审评通道)。该产品为极具前景的新型 HDAC 抑制剂，目前处于治疗非霍奇金淋巴瘤和肾细胞癌的全球关键 3 期临床试验阶段。2019 年 3 月份中国、西班牙和波兰三国监管部门同时批准临床试验。

艾贝司他用于治疗 r/r 滤泡淋巴瘤的单药疗法 (全球关键，美国 FDA 已加速审批)；

艾贝司他针对中国 r/r 滤泡淋巴瘤患者的单药疗法 (关键试验)；

艾贝司他单药用于治疗中国 r / r 弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 患者的临床试验 (关键试验)；

艾贝司他联合依鲁替尼 (Imbruvica) 治疗 r/r DLBCL 和 r/r 肠壁细胞淋巴瘤的 1/2 期临床试验 (与美国强生子公司杨森研发公司和纪念斯隆-凯特琳癌症中心 (MSK 合作))；

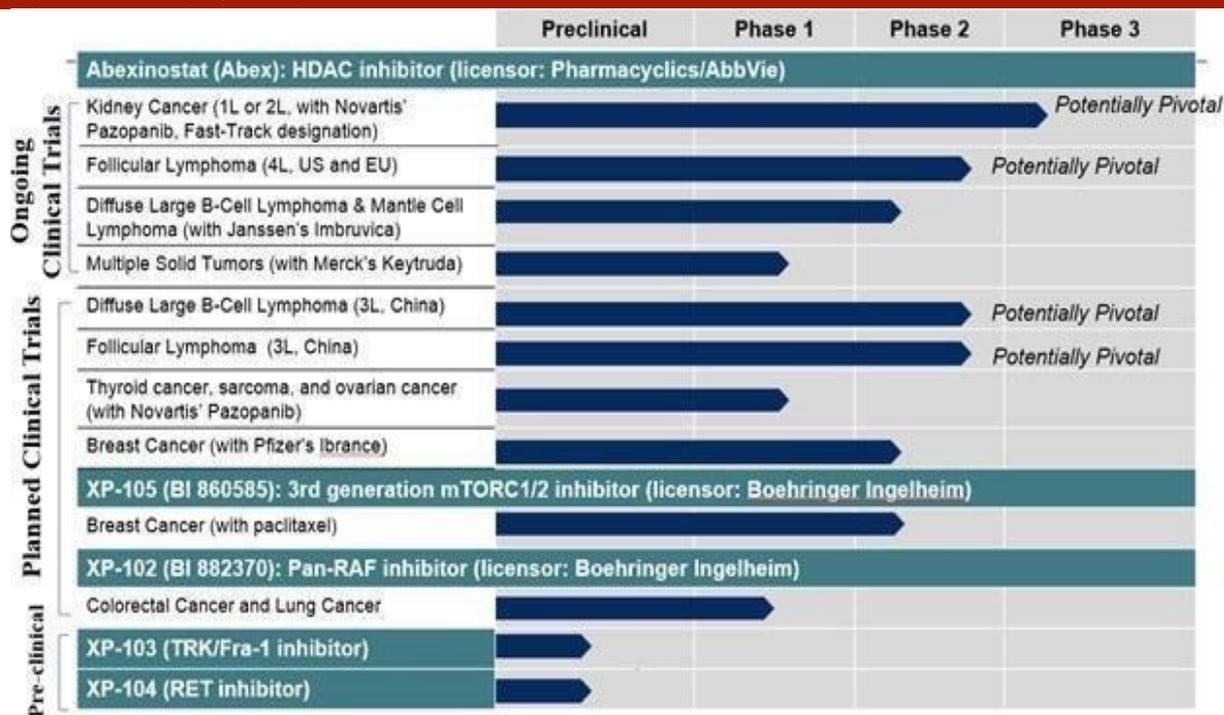
艾贝司他联合 Keytruda 用于治疗多种实体瘤的 1b 期临床 (与加州大学旧金山分

校合作)；

艾贝司他与一种乳腺癌治疗药物联合使用，用于治疗雌激素受体 (ER) + 乳腺癌的 1/2 期临床试验；

XP-102 (BI 882370) 针对结直肠癌和黑色素瘤的 1 期临床试验。(一款新型的二代广谱 RAF 抑制剂，于 2017 年 11 月以总价值 5.02 亿美元从德国勃林格殷格翰公司获得其全球权益，徐诺药业的 XP-102 有潜力成为治疗 RAF 突变癌症的最好的 RAF 抑制剂，包括结肠直肠癌、恶性黑色素瘤和非小细胞肺癌)

图表 20 徐诺药业产品线

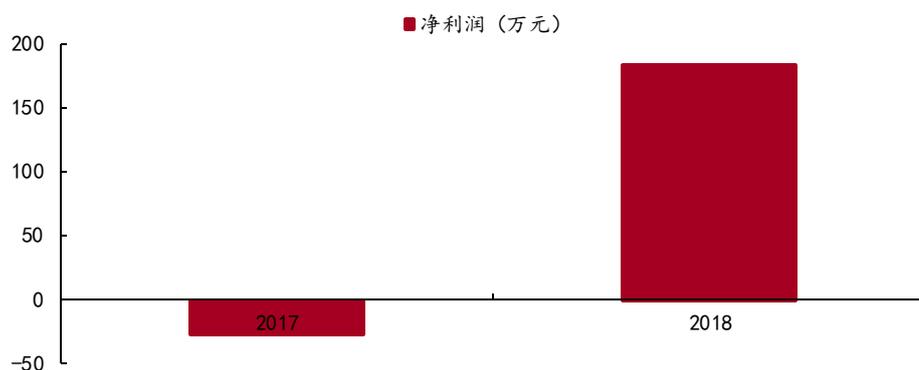


数据来源：徐诺药业 2018 年年报、财通证券研究所

根据 Grand View Research 的研究报告，仅肾癌单一癌症的药品市场预计，2019 年的全球肾癌药品市场规模将达到 46 亿美元。这意味着，如果徐诺药业的候选药物能够成功通过临床试验，尽快投入市场，将能够快速切入这个巨大的药品市场。

虽然徐诺药业目前并未大规模盈利，但鉴于多个“Best in the class”肿瘤创新药已处于 FDA 二、三期临床，未来爆发潜力巨大。

汉鼎宇佑控股子公司好医友作为众多三甲医院指定中美远程医疗平台，目前已服务各类恶性肿瘤、心脑血管、神经系统等疑难重症患者逾万例，通过投资如徐诺药业等创新药企，有利于打造会诊、治疗、用药、随访的闭环服务，为医疗业务增加了壁垒。

图表 21 徐诺药业净利润


数据来源: Wind、财通证券研究所

3.3.2 上海鹧远

2014 年, 高远教授 (约翰霍普金斯大学)、张鹧教授 (加州大学圣地亚哥分校) 联合其他创始人 CEO 张江立、COO 刘强、CTO 刘蕊博士等五位来自科研学术、医药企业、金融投资行业的专家在美国圣地亚哥创立, 2015 年初成立上海鹧远生物技术有限公司。

表 3: 鹧远集团核心人物介绍

序号	姓名	职位	经历	教育经历
1	高远	董事长	美国 John Hopkins 大学生物工程系副教授, 著名生物信息学和医学信息专家, 与香港 Dennis Lu 教授合作全球首次发明 NIPT 技术, 与张鹧级松手合作全球首次完成全基因组甲基化靶向测学。	
2	张鹧	科学顾问	美国 UCSD 生物工程系教授, 甲基化测学和单细胞测序全球专家, 核心期刊发表上百篇论文, 引用超过 9000	
3	张江立	CEO	曾担任 ThermoFisher 大中国区医疗业务副总裁/总经理曾任赛默飞世尔 (Thermo Fisher Scientific) 中国区医疗业务副总裁/总经理, 并因杰出表现获得年度全球 CEO。 曾服务于基因有限公司, 任职期间将多项国际领先的分子诊断技术引进中国, 包括 Dako 的免疫组化, Abbott 的 FISH, Qiagen	复旦大学生物化学学士与 MBA

			<p>的核酸检测, Affymatrix 的基因芯片等。</p> <p>2002 年至 2004 年间, 联合创立中国生命科学领域的领导网站生物通 (www.ebiotrad.com), 并任首任 COO。</p>	
4	刘强	COO	<p>长期从事生物医药行业的分析和投资工作, 有丰富的资本运作经验, 曾任职于多家投资银行如 JP Morgan, Bank of New York, Canadian Imperial Bank of Commerce 等。</p> <p>担任多家上市公司董事, 并成功帮助多家中国公司在美国和加拿大主板上市和融资。</p>	<p>吉林大学生物化学学士, 新南威尔士大学生物工程硕士, 约克大学 MBA</p>
5	刘蕊	CTO	<p>2012 年和哈佛大学张毅教授实验室合作, 深度测序生殖细胞的超低量全转录组全基因组表观遗传文库, 首次证明了去甲基化和有丝分裂的分子关联基础, 以共同第一作者的身份在 Nature 上发表了相关文章。2016 年做为主要参与者在 Science 上发表了关于单细胞测序的文章。</p>	<p>北京大学临床病医学学士, 宾州大学遗传学博士</p>

数据来源: 上海鹏远官网、财通证券研究所

鹏远集团现拥有“鹏远基因”和“鹏远健康”两个子品牌, 致力于开发基于高通量测序和甲基化技术的肿瘤早期筛查和诊断产品, 为每个人的生命健康保驾护航。

公司目前拥有圣地亚哥和上海两个研发中心, 六十余位高学历研发技术团队, 拥有授权国际专利 4 项, 自主申请国际专利 4 项, 国内专利 10 项。在上海的 GMP 车间已投产, 正在进行 NMPA 和 FDA 申报。在中美均拥有符合资质的独立医学检验机构, 并通过与国内上百家大中型三甲医院合作, 推出相应的检测服务。

鹏远健康是鹏远集团的高端健康管理品牌, 采用全球领先的组织和 cfDNA 甲基化靶向测序国际专利技术, 聚焦开发包括结直肠癌, 肺癌, 肝癌, 胃癌, 食道癌等常见癌症在内的癌症早期筛查和诊断产品, 并提供以受检者健康保障为核心的完整服务方案。

图表 22 上海鹧远发展历程



数据来源：上海鹧远官网、财通证券研究所

鹧远基因创立于 2015 年初，是一家基因测序技术服务提供商。鹧远基因已在肿瘤基因检测、NIPT、生殖健康、感染检测等四大领域进行布局。尤其在肿瘤基因检测领域，已经颇具规模。汉鼎宇佑通过旗下全资子公司汉鼎宇佑资本管理有限公司对鹧远基因直接持股，鹧远基因将全力冲刺科创板。

4、公司投资业务布局

经过多年的发展，公司投资业务逐步成为一块较为成熟的业务，投资的公司中先后有微贷网、麦克阿瑟收购公司及加利福尼亚医疗保健计划公司、徐诺药业、极光等公司上市，后续好医友、上海鹧远、蜂助手上市的可能性较大。

4.1 投资版图逐步清晰

公司合计投资 26 个公司，比如四川通普科技有限公司、深圳南洋码头网络科技有限公司、浙江大数据交易中心有限公司、北京数想科技有限公司、上海保险交易所股份有限公司、浙江搜道网络技术有限公司、浙江中城智慧城市规划咨询有限公司、蜂助手股份有限公司、Xynomic Pharmaceuticals Holdings, Inc.（徐诺药业），广东汉鼎蜂助手网络技术有限公司。

在看似繁杂的投资中，有一条清晰的主线就是公司对医疗服务行业的重视，一头将 17 年累积的智慧城市领域资源，尤其是高端医院资源盘活，另一头通过参股 MCAC、徐诺药业、上海鹧远等高端医疗资源、生物制药、医疗器械等嫁接到好医友平台上，打造智慧医疗的完整闭环。

公司对互联网金融、金融、移动互联网的投资，非常精准的抓住了行业红利。比如公司对微贷网的成功投资抓住了 2012-2015 年互联网金融崛起的趋势，与此同时我们在国内资本市场看到恒生电子、东方财富、同花顺也是在 2015 年左右实现井喷。比如公司对蜂助手的投资我们判断将大概率抓住未来 5G 时代的智能家

居、物联网等主旋律而能实现快速增长。

表 4：公司投资项目介绍

序号	投资项目	时间	股权	状态
1	微贷网		14.13%	持有
2	极光推送	2018.7.26	3.26%	持有
3	蜂助手		20.73%	持有
4	搜道网		19.21%	持有
5	京东金融	2018.7	0.0214%	战略投资
6	MCAC	2018.7	12.26%	战略投资
7	BIGFACE 株式会社	2016.11	9.09%	战略投资
8	Care Connectors	2018	7.50%	战略投资
9	上海鹏远生物技术有限公司	2018.03	0.57%	战略投资
10	徐诺药业	2018.05	0.91%	战略投资
11	浙江炬链科技有限公司		4.90%	持有
12	深圳南洋码头网络科技有限公司	2015	15.00%	持有
13	杭州火剧科技有限公司		5.00%	持有
15	浙江中城智慧城市规划咨询有限公司	2016.4	19.81%	战略投资
16	海润影视制作有限公司	2016.11	3.69%	战略投资
17	Creative X Co., Ltd 韩国	2016	2.10%	战略投资
18	浙江大数据交易中心有限公司	2016.11	5.00%	参与组建
19	上海保险交易所股份有限公司	2016	1.34%	参与组建

20	四川宇佑通普系统工程 有限公司	2012	14.29%	
21	深圳市云影易投资管理 有限责任公司	2017	20.00%	
22	杭州醍醐文化创意 有限公司	2016	20.00%	
23	上海宇佑船舶科技 有限公司	2018	5.00%	
24	浙江慧居智能家居 有限公司	2019.2.1	8.85%	参与组建
25	广东汉鼎蜂助手网 络技术有限公司	2019.03	40.00%	战略投资
26	上海朵洲教育科技 有限公司	2018.12	19.00%	投资

数据来源：公司历年年报、财通证券研究所

4.2 微贷网

2011年7月成立于杭州，从事以汽车抵押借贷为主的P2P业务，客户资金存管银行为新网银行，已获得ICP许可证。

公司目前持有微贷网14.13%的股权，2018年11月15日微贷网在纽约证券交易所挂牌上市，股票代码为“WEI”。

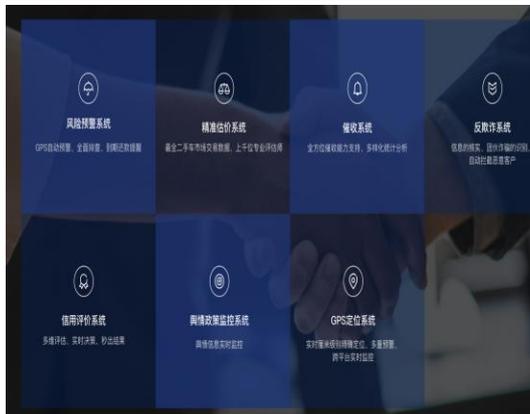
微贷网2016年至2018年，三年的时间里净利润持续上涨，公开数据显示：在非美国通用会计准则下（Non-GAAP），微贷网2016年、2017年、2018年净利分别为3.23亿、5.16亿、7.112亿元人民币，为车贷领域的龙头企业。

微贷网2019年第一季度财报显示：净营收为人民币9.497亿元（约合1.415亿美元），与去年同期的人民币9.349亿相比增长1.6%，与去年第四季度的人民币9.935亿元相比下滑4.4%。

截止到18年年底，我国汽车的保有量约为2.4亿辆，比2017年增加了2285万辆，同比增长了10.51%。按照目前这个增长水平及限迁等政策的进一步放宽，根据预测，2019年中国汽车保有量超过美国，美国在2018年汽车保有量达2.5亿辆，暂居世界第一，日本长期保持在世界第三的位置，2018年汽车保有量为0.74亿辆。中国汽车经销商协会透露，2019年上半年国内完成了686.2万辆二手车的交易，累计同比增长3.9%，交易金额为433.09亿元，预计2019年超越

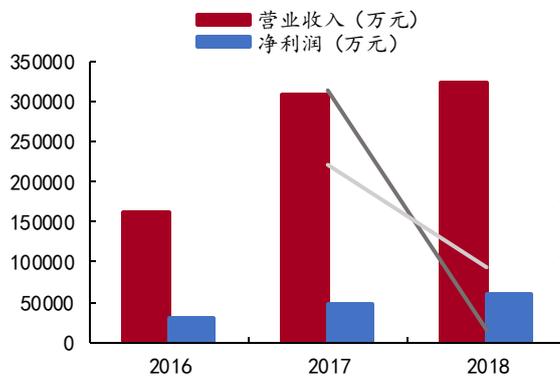
1400 万辆是大概率事件，因此我们判断微贷网继续发展的行业基础仍然具备。

图表 23 微贷网业务概况



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图表 24 微贷网营收净利情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

4.3 蜂助手

蜂助手股份有限公司成立于 2012 年 1 月，是一家专注于生活服务聚合运营和物联网应用的创新型移动互联网软件企业。

罗洪鹏董事长兼总经理，1999 年 7 月毕业于华中理工大学电子科学与技术专业，本科学历，高级软件工程师。1999 年 7 月到 2011 年 3 月，在中国移动通信集团广东有限公司工作，具有丰富的大型项目管理和组织经验，自有限公司成立起一直担任执行董事，总经理。

公司现有技术研发和运营团队近 400 人，拥有发明专利 17 项，软件著作权 31 项。公司总部位于广州，并在北京、武汉、郑州、成都、长沙、南京等全国 11 个城市设有分支机构。

公司围绕“生活服务”领域，聚合多行业虚拟服务资源，通过线上线下渠道分发，形成规模化的虚拟服务销售交易量，同时致力于发展“流量+视频权益、物联网流量、物联网场景化解决方案、腾讯极光盒子”等业务，多元化自成体系，协同发展，逐步建立蜂助手生活服务的小生态，努力成为生活服务聚合运营和物联网应用领域的龙头企业。

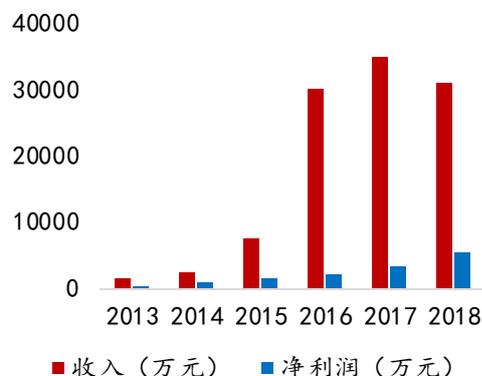
汉鼎宇佑 2013 年控股蜂助手，比例为 60%，目前已降低至 20.73%，汉鼎宇佑年报显示蜂助手 2018 年前收入规模一直保持稳定增长，2018 年收入略有下滑但净利润继续保持高增长。汉鼎宇佑 2019 年中报显示蜂助手的收入和净利润均为增长态势，分别为 1.575 亿元和 1758 万元，同比分别增长 14.87%和 13.76%。

图表 25 蜂助手业务



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图表 26 蜂助手营收净利情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

5、关键假设

由于行业发展向好，且未来国家大概率将进入到新一轮的智慧城市建设期，我们判断公司在智慧城市领域仍会保持平稳发展，初步预测未来三年此项业务增速为10%左右。

智慧商业和医疗业务我们认为这是公司未来发展重点，初步判断有40%的复合增长率，由于医疗业务告别前期大力投入期而逐步进入到收获期，我们判断公司的毛利率会提升到30%以上。

总体来看，公司收入未来三年将获得20%的复合增长率，总体毛利率将逐步呈现提升的态势。

表 5：收入和毛利率假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
智慧城市和金融收入 (万元)	31967	44765	49242	54166	59582
收入 YOY		40.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	21.15%	20%	20%	20%	20%
智慧商业和医疗 (万元)	8471	15534	24921	34042	48052
收入 YOY		83.40%	60.43%	36.60%	41.16%
毛利率	19.65%	16.35%	36%	39%	41%
收入合计 (万元)	40438	60299	74163	88208	107634
收入 YOY		49.10%	22.99%	18.94%	22.02%
总体毛利率	20.80%	19.00%	25.36%	27.21%	29.46%

数据来源：财通证券研究所

6、风险提示

- 1、宏观经济下行超预期导致公司智慧城市增速降低；
- 2、公司智慧医疗业务发展低于预期；
- 3、公司投资较多及公司质押比例太高带来的流动性风险；

公司财务报表及指标预测

公司财务报表						财务指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						成长性					
营业收入	404	603	742	882	1,076	营业收入增长率	-5.7%	49.1%	23.0%	18.9%	22.0%
减:营业成本	320	489	554	642	759	营业利润增长率	-1991.9%	33.3%	26.3%	19.7%	26.9%
营业税费	4	7	7	9	11	净利润增长率	122.7%	46.4%	14.4%	20.4%	26.7%
销售费用	19	57	67	71	75	EBITDA 增长率	312.7%	86.6%	8.1%	17.3%	21.4%
管理费用	93	60	119	132	151	EBIT 增长率	552.8%	95.8%	4.7%	18.3%	23.5%
财务费用	14	22	24	26	26	NOPLAT 增长率	696.8%	41.0%	19.5%	18.3%	23.5%
资产减值损失	52	26	21	22	26	投资资本增长率	21.1%	-1.2%	8.0%	7.4%	6.5%
加:公允价值变动收益	-	-	100	100	100	净资产增长率	-1.9%	8.6%	5.6%	6.0%	7.1%
投资和汇兑收益	169	200	100	100	100	利润率					
营业利润	89	119	150	180	228	毛利率	20.8%	19.0%	25.4%	27.2%	29.5%
加:营业外净收支	7	8	9	9	9	营业利润率	22.1%	19.7%	20.3%	20.4%	21.2%
利润总额	96	127	159	189	237	净利润率	21.1%	20.7%	19.2%	19.5%	20.2%
减:所得税	12	11	19	23	28	EBITDA/营业收入	25.8%	32.3%	28.4%	28.0%	27.9%
净利润	85	125	143	172	217	EBIT/营业收入	21.0%	27.6%	23.5%	23.4%	23.6%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	418	288	354	421	513	固定资产周转天数	194	183	114	88	66
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	448	217	178	142	95
应收帐款	405	217	401	334	443	流动资产周转天数	1,749	887	732	669	591
应收票据	1	1	3	2	4	应收帐款周转天数	397	186	150	150	130
预付帐款	14	23	23	30	33	存货周转天数	466	304	261	218	183
存货	501	516	560	510	587	总资产周转天数	3,076	2,048	1,754	1,523	1,280
其他流动资产	259	326	305	335	322	投资资本周转天数	1,245	909	764	692	607
可供出售金融资产	303	525	567	567	567	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.0%	5.3%	5.7%	6.5%	7.7%
长期股权投资	785	838	838	838	838	ROA	2.5%	3.3%	3.7%	4.5%	5.3%
投资性房地产	13	136	146	146	146	ROIC	7.2%	8.4%	10.1%	11.1%	12.7%
固定资产	365	249	222	209	188	费用率					
在建工程	9	1	1	1	1	销售费用率	4.7%	9.4%	9.0%	8.0%	7.0%
无形资产	2	1	1	0	-	管理费用率	23.1%	9.9%	16.0%	15.0%	14.0%
其他非流动资产	315	350	336	316	302	财务费用率	3.5%	3.6%	3.2%	2.9%	2.4%
资产总额	3,390	3,470	3,756	3,708	3,943	三费/营业收入	31.2%	22.9%	28.2%	25.9%	23.4%
短期债务	519	531	577	610	656	偿债能力					
应付帐款	492	322	539	460	721	资产负债率	36.7%	32.9%	37.8%	36.6%	38.6%
应付票据	1	4	2	5	4	负债权益比	58.1%	49.0%	60.9%	57.6%	62.8%
其他流动负债	158	284	260	302	293	流动比率	1.37	1.20	1.19	1.19	1.14
长期借款	-	-	41	47	-	速动比率	0.94	0.75	0.79	0.81	0.79
其他非流动负债	76	-	78	78	78	利息保障倍数	6.07	7.65	7.33	7.92	9.77
负债总额	1,245	1,142	1,497	1,502	1,752	分红指标					
少数股东权益	1	-20	-22	-27	-36	DPS(元)	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04
股本	459	684	680	680	680	分红比率	10.6%	11.0%	11.2%	10.9%	11.0%
留存收益	1,793	1,631	1,801	1,954	2,147	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
股东权益	2,145	2,329	2,459	2,606	2,791	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.13	0.18	0.21	0.25	0.32
净利润	85	125	143	172	217	BVPS(元)	3.15	3.45	3.65	3.87	4.16
加:折旧和摊销	24	41	36	41	45	PE(X)	82.5	56.3	49.3	40.9	32.3
资产减值准备	52	26	21	22	26	PB(X)	3.3	3.0	2.8	2.7	2.5
公允价值变动损失	-	-	-100	-100	-100	P/FCF	-17.2	49.0	23.7	23.3	23.6
财务费用	28	25	24	26	26	P/S	17.4	11.6	9.5	8.0	6.5
投资收益	-169	-200	-100	-100	-100	EV/EBITDA	39.6	32.0	29.3	24.9	20.2
少数股东损益	-0	-9	-2	-5	-9	CAGR(%)	25.2%	21.7%	52.7%	25.2%	21.7%
营运资金的变动	359	-62	65	85	78	PEG	3.3	2.6	0.9	1.6	1.5
经营活动产生现金流量	237	28	87	141	185	ROIC/WACC	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
投资活动产生现金流量	-577	14	-61	-80	-37	REP	3.7	4.9	3.7	3.1	2.5
融资活动产生现金流量	-271	-178	41	6	-55						

资料来源：贝格数据，财通证券研究所

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。