研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
证券分析师：李响 S0350513090002
联系人：朱芸 S0350115020010
微信公众平台订阅号：klfgongzhong

激励计划发布，坚定公司长期发展逻辑

—创业软件（300451）公告点评

事件：

本激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，其股票来源为公司向激励对象定向发行新股。本激励计划拟向激励对象授予权益总计343.20万份，约占本计划签署时公司股本总额6,800万股的5.05%。其中，首次授予308.95万份权益，占本计划签署时公司股本总额6,800万股的4.54%；预留34.25万份，占本计划签署时公司股本总额6,800万股的0.50%，占本计划授出权益总数的9.98%。本激励计划授予的股票期权的行权价格为124.17 元，限制性股票的授予价格为50.18元。

点评：

1. **激励方案发布，对内稳定团队、对外破除股价压制因素。**公司本次股权激励方案一直是公司近期工作和市场关注的重点。公司对内激励员工的意愿强烈，这对于处于行业景气度高，员工流动性强的行业尤为重要，此次股权激励有效稳定管理层和核心中层团队(512 人，占总员工 36%)，考核制度采用公司与个人连续四年双重考核，尽管 124.17 元的股票期权行权价格与 50.18 的限制性股票行权价格不存在相对的安全边际，但由于期权和股票考核机制一致，作为想留住人才的企业领导层不愿看到业绩考核不合格的情况，而考核合格的前提是公司业绩必然实现高速增长，而这也是市场最需要看到的情况。同时，市场前期一直担心公司员工激烈计划会形成短期限制股价的因素，该方案的出台基本上给了市场公司高速增长的信号。

2. **激励方案行权条件凸显公司信心，摊销费用大幅增加给公司运营提出高要求。**按照公司公告估算（扣非净利润增长要求+预估每年摊销成本），公司扣非后净利润 2015 年 5200 万元、2016 年 8320 万元、2017 年 7138 元，需实现 2015 年扣非净利润 YOY25%、2016 年扣非净利润 YOY61%、2017 年扣非净利润 YOY-14%。明年的业绩增长动力最强，这在很大程度上要求公司更好地思考公司发展战略，并且公司落地变现动力更大。尽管从数据上来看，2017 年公司行权条件相对容易，但如果公司明年能够在布局和变现能力得到提升，那么内生持续增长是可期的。由于短期摊销费用仍存在波动因素，不排除费用增加的可能性，我们认为，公司管理层对业绩有充分的思考，压力和动力共存，明年会成为公司至关重要的一年。

3. **公司在医疗信息化的卡位布局，能够有效实现内生增长，行业属性使得外延协同发展成为可能。**医疗信息化迎来最好时候，医疗信息化明确作为“医疗卫生十三五规划”最为核心的板块，分级诊疗等多项改革措施的必要前提是互联互通（即多方信息系统的标准化与有效对接），公司作为医院和区域信息化平台的龙头标的，最具备条件享受政策红利。公司一直以来强调向区域医疗卫生平台的转型战略，同样具备更加可观的市场空间，全国各省地市平台建设市场容量可达 600 亿，当前预计实现建设 25 亿。特别是，自我们深度覆盖公司以来，能够明确看到公司具备很强执行力。7 月 30 日，公司中标成为中山市区域卫生信息平台建设营运项目的供应商，这是国内卫生行业首个政府和社会资本（PPP）模式合作项目，突破区域医疗信息平台建设和运营。这个项目目前被中山《政府工作报告》列为中山市 10 多个 PPP 项目之一，作为医疗行业第一个 ppp 项目，并且国内同类模式中率先落地的项目，示范意义很大；建设标准制定参与者、获得平台互联互通最高级别认证，成为圈地重要砝码。公司积极参与各地区公共卫生信息化规划设

计，因地制宜地提供区域性的医疗卫生信息化解决方案，并在此基础上积极探索依托区域公共卫生信息平台数据入口的模式，为卫生行政部门、医疗机构、区域居民等提供以医疗大数据应用为核心的综合医疗信息化应用支持服务，主持和参与起草行业标准、地方标准10多项；公司承建的杭州市“区域卫生信息平台”通过卫生部专家审批，获得地市级平台通过国家4A级（四级甲等）认证，已属于地市级平台标准中最高级别。区域平台优势显著，一直被市场关注的变现能力也将加速提升，公司作为地区医疗资源的开放平台，公司会通过产业链资源合作或者外延的方式加快公司变现的进度。医疗信息化行业的低集中度、行业链条的多主体为公司外延提供了更好的条件。

维持增持评级。我们假设今年确定股权激励计划，2015年/2016年/2017年扣非净利润达到业绩要求，预计公司2015年-2017年的EPS分别为1.17元、1.57元、1.70元，对应PE分别为125.5倍、93倍、85.9倍。我们持续看好公司在行业内技术优势以及资源整合能力，战略转型落地也在持续不断推进，我们将持续关注公司转型落地进展，继续看好公司未来发展。维持“增持”评级。

风险提示：授予日价格对摊销费用的不确定性影响；创业板大幅下调风险；相关产业政策不明确风险、市场竞争加剧风险、项目实施进展不达预期风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	406	523	798	981
增长率(%)	7%	29%	53%	23%
净利润（百万元）	48	60	80	87
增长率(%)	4%	25%	35%	8%
摊薄每股收益（元）	0.93	1.17	1.57	1.70
ROE(%)	13.80%	14.31%	16.75%	15.88%

表 1、盈利预测

证券代码：	300451.sz	股票价格：146.41	投资评级：	增持	日期：	2015-10-13

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
ROE	13.8%	14.3%	16.8%	15.9%
毛利率	48.3%	50.3%	53.6%	54.8%
期间费率	38.9%	40.9%	44.9%	47.0%
销售净利率	11.7%	11.4%	10.1%	8.9%
成长能力				
收入增长率	7.3%	28.9%	52.6%	23.0%
利润增长率	4.0%	25.1%	34.9%	8.3%
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.91	1.05	1.13
应收账款周转率	2.03	2.03	1.92	1.92
存货周转率	8.10	8.10	5.61	5.61
偿债能力				
资产负债率	30.5%	27.4%	36.9%	36.9%
流动比	2.96	3.20	2.33	2.32
速动比	2.77	2.96	2.07	2.05

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	169	174	197	210
应收款项	200	237	344	404
存货净额	26	33	68	81
其他流动资产	3	4	5	7
流动资产合计	**398**	**448**	**614**	**703**
固定资产	74	79	89	103
在建工程	5	28	28	28
无形资产及其他	15	15	25	30
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	**496**	**573**	**760**	**867**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	65	67	117	140
预收帐款	38	40	83	83
其他流动负债	32	33	63	79
流动负债合计	**134**	**140**	**263**	**303**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
长期负债合计	**17**	**17**	**17**	**17**
负债合计	**151**	**157**	**281**	**320**
股本	51	51	51	51
股东权益	345	416	479	547
负债和股东权益总计	**496**	**573**	**760**	**867**

每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
摊薄EPS	0.93	1.17	1.57	1.70
BVPS（最新股本）	6.75	8.14	9.38	10.72
估值				
P/E	156.9	125.5	93.0	85.9
P/B	21.7	18.0	15.6	13.7
P/S	18.4	14.3	9.4	7.6

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**406**	**523**	**798**	**981**
营业成本	210	260	370	443
营业税金及附加	5	6	10	12
销售费用	49	63	96	119
管理费用	105	144	252	331
财务费用	(1)	0	0	0
其他费用/（-收入）	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	**28**	**39**	**60**	**66**
营业外净收支	28	29	29	29
利润总额	**56**	**68**	**89**	**95**
所得税费用	9	9	9	9
净利润	**48**	**60**	**80**	**87**
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**48**	**60**	**80**	**87**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**55**	**27**	**66**	**57**
净利润	48	60	80	87
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	6	5	6	6
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	1	(50)	(267)	(115)
投资活动现金流	**(16)**	**(28)**	**(20)**	**(19)**
资本支出	0	(28)	(10)	(14)
长期投资	(3)	0	0	0
其他	(13)	0	(10)	(5)
筹资活动现金流	**(34)**	**12**	**(17)**	**(19)**
债务融资	0	0	0	0
权益融资	0	24	0	0
其它	(34)	(13)	(17)	(19)
现金净增加额	**5**	**10**	**29**	**19**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

李响、孔令峰，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级
推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。
股票投资评级
买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。
若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。