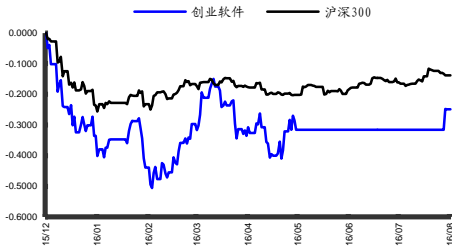


研究所

证券分析师： 孔令峰 S0350512090003
010-68366838 konglf@ghzq.com.cn
联系人： 朱芸 S0350115020010
010-88576686-801 zhuy03@ghzq.com.cn

摊销费用影响中报业绩，博泰服务协同性高 ——创业软件（300451）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
创业软件	9.9	9.9	-57.9
沪深 300	2.7	8.0	-1.1

市场数据

2016/08/29

当前价格（元）	48.80
52 周价格区间（元）	25.59 - 81.88
总市值（百万）	10296.97
流通市值（百万）	5694.42
总股本（万股）	21100.35
流通股（万股）	11668.89
日均成交额（百万）	145.82
近一月换手（%）	19.62

相关报告

《创业软件（300451）2015 年年报点评：业绩平稳增长，中山项目复制值得期待（增持）*计算机行业*孔令峰》——2016-03-30

《创业软件（300451）2015 年三季报&激励计划（草案）修改点评：业绩维持平稳增长，行权条件激励更强（增持）*计算机行业*孔令峰、李响》——2015-10-22

《创业软件（300451）事件点评：激励计划发布，坚定公司长期发展逻辑（增持）*计算机*孔令峰、李响》——2015-10-14

《创业软件（300451）2015 年中报点评：收入增速符合预期，战略转型布局稳步实施（增持）*计算机行业*孔令峰、李响》——2015-08-25

投资要点：

- **主业收入结构更为优质，实际净利润同比大幅增长：**上半年公司实现 1.96 亿收入，同比增长 15%；毛利率较高的软件产品同比增长 26.19%。尽管中报显示净利润为-309.55 万元，但上半年摊销费用较多，对公司半年净利润影响较大。区域医疗信息化平台作为分级诊疗的必然要求，全国各省地市平台建设市场容量可达 600 亿，公司去年落地 1.2 亿中山区域医疗信息化平台 PPP 项目，医疗信息化公司首家；目前公司已经在湖北、江西、浙江等多省布局，我们认为公司将有能力继续保持主营业务稳定增长，提升盈利水平。
- **收购博泰服务意在业务协同和产品协同，打造新利润增长点：**在本次交易中，创业软件将向交易对方发行股份 298 万股及支付现金 6190 万元购买博泰服务 100%的股权。博泰服务公司主业为 ATM 设备运维服务商，虽不是公司主业，但同为软件运维商，博泰服务可为公司提供近 30 个省的运维服务。同时，博泰后期可为公司提供医疗器械等硬件设备服务，协同效应会高于市场预期。博泰服务 2016 年度、2017 年度、2018 年度净利润分别不低于 8,650 万元、9,950 万元、11,400 万元，累计承诺净利润总和不低于 30,000 万元。与此同时，公司拟向葛航（董事长）、周建新发行股份募集配套资金，发行价格 39.37，锁定期三年。
- **维持增持评级** 公司医疗信息化平台持续落地，且外延布局和主业实现产品及业务协同。本次交易前公司的总股本为 2.11 亿股，本次交易将新增发行股份 3195 万股（考虑募集配套资金发行的股份），发行完毕后 2.42 亿股，对照业绩承诺，我们预计 2017-2018 年净利润 2 亿、2.4 亿，基于审慎原则，暂未考虑公司非公开发行因素的影响，预测公司 2016-2018 年净利润分别为 0.79、1.05、1.32 亿元，EPS 分别为 0.37、0.50、0.63 元，当前股价对应市盈率估值分别为 131、97、77 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**1) 市场竞争加剧风险；2) 收购效果不及预期风险；3) 公司非公开增发实施的不确定性风险；

《国海证券 * 公司研究 * 创业软件(300451)深度报告: 医疗信息化投资逻辑未变, 区域医疗信息化平台优先布局成亮点 (增持) * 计算机 * 孔令峰、李响》——2015-08-05

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	426	554	720	900
增长率 (%)	5%	30%	30%	25%
净利润 (百万元)	50	79	105	132
增长率 (%)	4%	58%	34%	26%
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.37	0.50	0.63
ROE (%)	8.29%	11.77%	13.87%	15.11%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

1、 主业收入结构更为优质，实际净利润同比大幅增长

公司半年报显示，2016年上半年公司实现1.96亿收入，同比增长15%，收入增长稳定；同时收入结构得到进一步优化，毛利率较高的软件产品同比增长26.19%。此外尽管中报显示净利润为-309.55万元，但公司公告显示2016年需要摊销5109.88万元股权激励成本，因此上半年摊销费用较多，对公司半年净利润影响较大。

表 1：公司 2016 上半年主营业务构成情况

	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率	营收同比增减	成本同比增减	毛利率同比增减
医疗卫生信息化应用软件	1.66	0.8	49.7%	26.19%	51.9%	-8.53%
系统集成业务	0.3	0.26	14.2%	-21.67%	-19.2%	-2.71%

资料来源：公司半年报、国海证券研究所

目前国内政策明确支持医疗信息化发展，推进分级诊疗，医疗信息化是“十三五”信息化发展重点，2015年9月，国务院办公厅推出推进分级诊疗制度建设的指导意见，提出了2020年全国内分级诊疗制度基本建立的目标。而区域医疗信息化平台作为分级诊疗的必然要求，全国各省地市平台建设市场容量可达600亿，

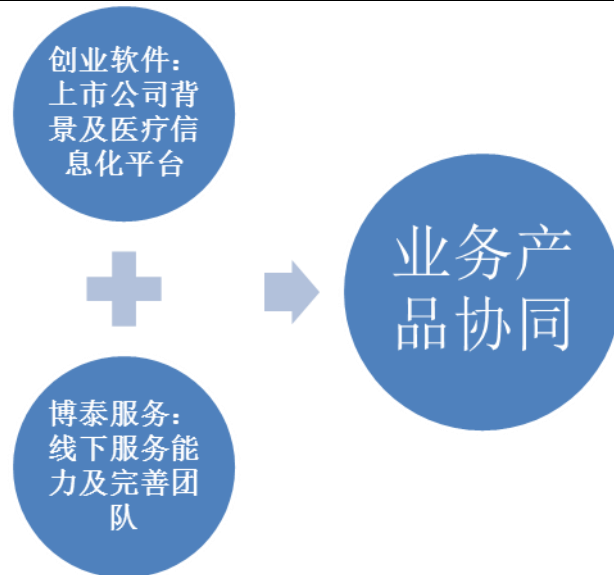
公司作为医疗卫生信息化的软件供应商，长期专注于医疗卫生信息化领域，公司先后参与了卫生部健康档案、电子病历等方面的架构及标准制定，在行业内技术具有领先优势。并且经过多年发展，公司已累计实施了4,000余个医疗卫生信息化建设项目，积累了丰富的项目建设经验，大幅提升了服务水平。目前公司一直朝区域医疗信息化平台发力，去年落地1.2亿中山区域医疗信息化平台PPP项目，是医疗信息化行业内第一个PPP项目；且公司已经在先后在北京、上海、成都、杭州等地实施多个医疗卫生信息化项目，并在湖北、江西、浙江等多省布局。因此我们认为公司将有能力继续保持主营业务稳定增长，提升盈利水平。

2、 收购博泰服务实现产品及业务协同，打造新利润增长点

公司2016年8月12日刊登公告显示，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买杭州博泰信息技术服务有限公司100%股权同时募集配套资金。且公司公告显示，公司拟向葛航(董事长)、周建新发行股份募集配套资金，发行价格39.37，锁定期三年。通过此次收购，公司实现公司网上医疗平台优势和博泰服务广泛的服务网络及本地化服务团队优势的互补，实现产品及业务协同，并有望打造新的利润增长点。

收购博泰服务，实现产品及业务协同：1.博泰服务线下运维优势补齐公司短板，博泰服务成立于 2000 年，是国内知名的专业 IT 运维服务商，目前博泰服务网络遍及全国 30 个省级行政区（含计划单列市），270 多个本地化服务网点，在本地化服务方面拥有完善的渠道，培养了一批能够迅速响应客户服务要求的运维服务团队，具有明显的线下运维优势。而创业软件本身作为主打社区公共卫生信息平台的软件公司缺乏线下运维及服务的经验及团队，本次收购有利于弥补公司这方面的不足，实现和博泰服务线下资源的共享，提升客户对公司平台的满意度。2.创业软件助力博泰服务实现业务拓展，做大做强：博泰服务被创业软件收购之后，其线下运维业务将顺利实现从金融自助设备向医疗信息平台的拓展，博泰服务业务范围及规模均能够实现有效增长，并且背靠上市公司，也有利于博泰服务获得更多的资金支持及更强的信誉背书，助其做大做强。

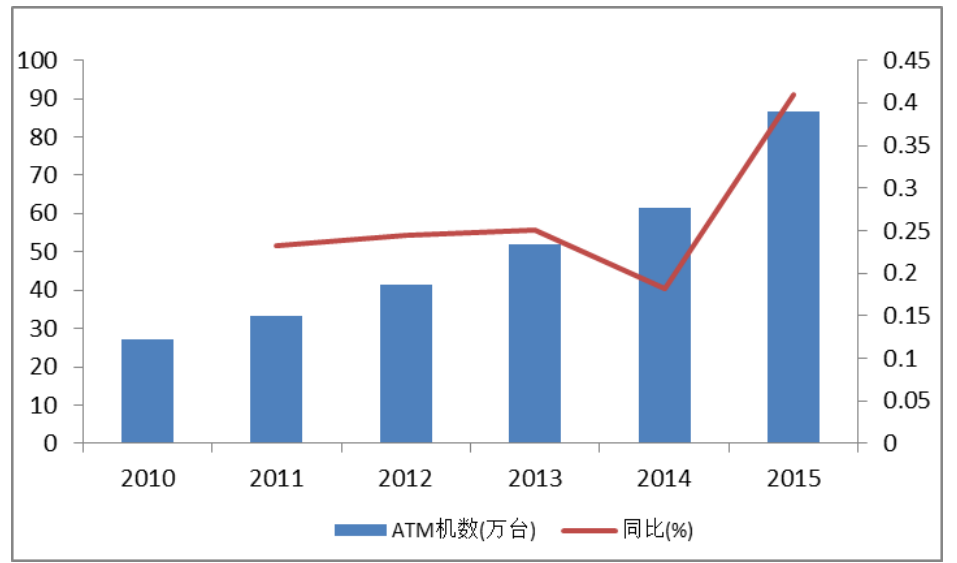
图 1：创业软件与博泰服务协同效果良好



资料来源：国海证券研究所

打造新的利润增长点：伴随国内银行经营压力增加及金融信息化自动化程度提升，以 ATM 机为代表的金融自助设备数量呈每年逐步增加的趋势，为了降低运营成本，银行相关自助设备的运维服务逐渐实现外包，据中国人民银行发布的《2015 年支付体系运行总体情况》显示，截至 2015 年底，全国联网 ATM 设备数量 86.67 万台，潜在市场巨大。博泰服务作为 IT 运维服务商进入此行业较早，目前已经具有一定知名度，成为中国工商银行、中国建设银行、中国银行、交通银行及众多城市商业银行、农村信用社等金融机构稳定的 ATM 维保服务商；此外博泰服务还获得众多金融自助设备厂商的授权，能够提供多品牌全方位的服务，在行业内占据领先地位，未来如果收购成功，博泰服务将获得创业软件大力支持，有能力实现盈利能力的进一步提升。此次收购博泰服务承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度净利润分别不低于 8,650 万元、9,950 万元、11,400 万元，累计承诺净利润总和不低于 30,000 万元，未来将成为公司新的利润增长点。

图 2: 2010-2015ATM 机数量



资料来源: 前瞻产业研究院、《2015 年支付体系运行总体情况》、国海证券研究所

3、盈利预测与评级

维持增持评级, 公司医疗信息化平台持续落地, 且外延布局和主业实现产品及业务协同。本次交易前公司的总股本为 2.11 亿股, 本次交易将新增发行股份 3195 万股 (考虑募集配套资金发行的股份), 发行完毕后 2.42 亿股, 对照业绩承诺, 我们预计 2017-2018 年净利润 2 亿、2.4 亿, 基于审慎原则, 暂未考虑公司非公开发行业务因素的影响, 预测公司 2016-2018 年净利润分别为 0.79、1.05、1.32 亿元, EPS 分别为 0.37、0.50、0.63 元, 当前股价对应市盈率估值分别为 131、97、77 倍, 维持增持评级。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	426	554	720	900
增长率 (%)	5%	30%	30%	25%
净利润 (百万元)	50	79	105	132
增长率 (%)	4%	58%	34%	26%
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.37	0.50	0.63
ROE (%)	8.29%	11.77%	13.87%	15.11%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 收购效果不及预期风险;
- 3) 公司非公开增发实施的不确定性风险;

表 1: 创业软件盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	300451.SZ				股价:	48.80				投资评级:	增持				日期:	2016/08/29			
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力										每股指标									
ROE	8%	12%	14%	15%	EPS	0.71	0.37	0.50	0.63										
毛利率	49%	51%	51%	51%	BVPS	8.54	3.16	3.60	4.14										
期间费率	38%	40%	38%	37%	估值														
销售净利率	12%	14%	15%	15%	P/E	68.82	130.97	97.69	77.84										
成长能力					P/B	5.71	15.44	13.57	11.77										
收入增长率	5%	30%	30%	25%	P/S	8.03	18.60	14.31	11.45										
利润增长率	4%	58%	34%	26%															
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E										
总资产周转率	0.48	0.56	0.62	0.67	营业收入	426	554	720	900										
应收账款周转率	1.64	1.64	1.57	1.57	营业成本	215	271	353	441										
存货周转率	6.61	6.61	4.85	4.85	营业税金及附加	6	7	10	12										
偿债能力					销售费用	47	66	86	99										
资产负债率	33%	33%	34%	34%	管理费用	114	150	180	225										
流动比	2.74	2.59	2.50	2.52	财务费用	(4)	(4)	(3)	(3)										
速动比	2.61	2.46	2.30	2.31	其他费用 / (-收入)	(14)	0	0	0										
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	33	63	95	126										
现金及现金等价物	335	279	232	216	营业外净收支	25	29	29	29										
应收款项	260	338	459	574	利润总额	58	92	124	155										
存货净额	33	42	75	93	所得税费用	9	14	18	23										
其他流动资产	106	137	178	223	净利润	50	79	105	132										
流动资产合计	733	796	944	1106	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	76	71	96	109	归属于母公司净利润	50	79	105	132										
在建工程	57	107	97	97	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E										
无形资产及其他	5	5	5	5	经营活动现金流	18	4	(13)	21										
长期股权投资	2	2	2	2	净利润	50	79	105	132										
资产总计	888	996	1159	1335	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	7	6	5	7										
应付款项	77	99	139	174	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	54	71	102	127	营运资金变动	(38)	(80)	(124)	(118)										
其他流动负债	137	137	137	137	投资活动现金流	(192)	(45)	(15)	(14)										
流动负债合计	268	307	378	438	资本支出	(54)	(45)	(15)	(14)										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	2	0	0	0										
其他长期负债	21	21	21	21	其他	(140)	0	0	0										
长期负债合计	21	21	21	21	筹资活动现金流	117	(10)	(13)	(17)										
负债合计	289	328	399	459	债务融资	0	0	0	0										
股本	70	211	211	211	权益融资	320	0	0	0										
股东权益	599	668	760	876	其它	(203)	(10)	(13)	(17)										
负债和股东权益总计	888	996	1159	1335	现金净增加额	(56)	(51)	(42)	(9)										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机组介绍】

孔令峰，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、客观地出具报告。

朱芸，北京大学经济社会学方向硕士，从事计算机行业研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

【分析师承诺】

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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

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均为无效。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。