



牵手支付宝，拉开互联网序幕

- **事件:** 公司公告称与支付宝签订战略合作框架协议，就双方在服务窗、当面付、商圈生态建设、农村医疗市场开发、公益合作、金融创新、保险合作等方面达成如下战略合作框架协议。
- **支付宝引流作用强大，精准营销+金融创新+村淘计划延伸公司服务触角。** 目前支付宝实名支付用户已超过3亿，为公司客户提供了非常重要的流量入口。我们认为支付宝强大的引流作用将有助于延伸公司服务触角，主要体现在以下三个方面：1) 精准营销。通过支付宝开发的接口，公司可通过医疗健康信息推送和会员管理的精准营销，大幅度提高营销和服务的精准度。2) 金融创新。公司与支付宝合作开展多样化的创新支付方式，如花呗分期付款、芝麻信用先诊疗后付费等，将进一步激发广大客户潜在需求的现实转化。3) 村淘计划。支付宝目前推出的“千县万村”等村淘计划与公司今后几年重心下沉、重点布局地级市、县域城乡的战略规划高度契合，村淘的渠道优势将有利于各家医院特别是新建基层医院加快成长。
- **开创互联网在眼科医疗领域的全新服务模式，践行互联网 O2O。** 1) 公司将通过支付宝诊单/自助机扫码支付以及医院的 APP 系统实现移动支付和门诊全流程业务线上化，践行互联网 O2O，缩短患者就诊时间，提高医疗服务效率，增强客户粘性。2) 公司将以本次合作为契机，联合支付宝战略股东、合作伙伴在移动医疗的战略规划，如“未来医院”、阿里健康等，共同开创互联网在眼科医疗领域的全新服务模式，发挥公司线下连锁医院遍布全国的巨大潜能。3) 我们认为与 BAT 的合作为公司在互联网领域布局的第一步，公司目前正在着力布局社区、乡村眼健康 e 站、视光门诊，开发大数据和云服务，在互联网医疗领域的后续布局值得期待。
- **业绩预测与估值:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.66 元、1.02 元，对应 PE 分别为 64 倍、44 倍、28 倍。次新医院放量将带来 40% 左右的内生增长，2017-2018 迎来并购基金项目并表高峰，业绩速将更上一层楼，互联网医疗有望成为公司新的增长点，国际化布局将打开新的增长空间。目前估值回落，未来成长性依然强劲，为布局的好时机，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购效益或不达预期、核心业务增速或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2402.05	3311.46	4513.89	6373.82
增长率	21.01%	37.86%	36.31%	41.20%
归属母公司净利润(百万元)	309.19	443.91	652.60	997.26
增长率	38.34%	43.58%	47.01%	52.81%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.45	0.66	1.02
净资产收益率 ROE	14.92%	18.29%	22.10%	26.51%
PE	92	64	44	28
PB	13.54	11.56	9.50	7.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

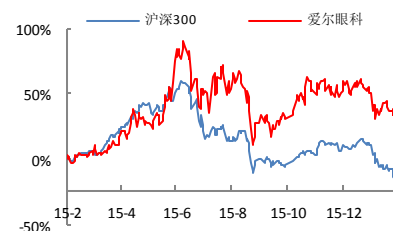
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	9.82
流通 A 股(亿股)	7.79
52 周内股价区间(元)	20.35-40.96
总市值(亿元)	283.92
总资产(亿元)	30.56
每股净资产(元)	2.37

相关研究

1. 爱尔眼科(300015): 进军香港市场, 树立国际化里程碑 (2015-12-02)
2. 爱尔眼科(300015): 匠心经营, 驰骋眼科 (2015-10-25)
3. 爱尔眼科(300015): 环比增长格外靓丽, 业绩高速爆发前夜 (2015-10-22)
4. 爱尔眼科(300015): 业绩超预期, 将持续规模效益双增长 (2015-08-20)
5. 爱尔眼科(300015): 再设并购基金, 加码外延成长 (2015-08-03)
6. 爱尔眼科(300015): 扩张战略持续推进, 业绩维持高速增长 (2015-06-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2402.05	3311.46	4513.89	6373.82	净利润	312.88	449.22	660.40	1009.18
营业成本	1323.21	1792.22	2427.46	3395.28	折旧与摊销	176.13	141.89	145.95	149.83
营业税金及附加	3.30	4.27	6.03	8.45	财务费用	-3.88	2.50	2.75	3.33
销售费用	272.78	430.49	564.24	764.86	资产减值损失	13.28	18.31	24.96	35.25
管理费用	380.62	463.60	609.38	828.60	经营营运资本变动	-217.28	-16.22	-52.10	-85.44
财务费用	-3.88	2.50	2.75	3.33	其他	172.55	-32.57	-36.30	-44.52
资产减值损失	13.28	18.31	24.96	35.25	经营活动现金流净额	453.68	563.14	745.66	1067.64
投资收益	16.62	18.45	20.47	22.73	资本支出	30.87	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-411.16	-21.55	20.47	22.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-380.29	-61.55	-19.53	-17.27
营业利润	429.35	618.50	899.56	1360.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-22.26	-17.30	-18.66	-18.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	407.09	601.20	880.90	1341.98	股权融资	114.28	0.00	0.00	0.00
所得税	94.20	151.98	220.50	332.79	支付股利	-64.99	-89.91	-129.09	-189.77
净利润	312.88	449.22	660.40	1009.18	其他	-21.99	-2.50	-2.75	-3.33
少数股东损益	3.70	5.31	7.80	11.93	筹资活动现金流净额	27.30	-92.41	-131.84	-193.10
归属母公司股东净利润	309.19	443.91	652.60	997.26	现金流量净额	100.70	409.17	594.30	857.26
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	720.40	1129.57	1723.87	2581.13	成长能力				
应收和预付款项	296.93	386.17	529.34	752.53	销售收入增长率	21.01%	37.86%	36.31%	41.20%
存货	141.28	191.44	259.40	362.89	营业利润增长率	34.00%	44.05%	45.44%	51.27%
其他流动资产	101.50	139.93	190.74	269.33	净利润增长率	42.66%	43.58%	47.01%	52.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.77%	26.81%	37.41%	44.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	585.31	511.77	434.16	352.68	毛利率	44.91%	45.88%	46.22%	46.73%
无形资产和开发支出	274.83	274.40	273.98	273.55	三费率	27.04%	27.08%	26.06%	25.05%
其他非流动资产	430.18	442.26	414.34	386.42	净利率	13.03%	13.57%	14.63%	15.83%
资产总计	2550.43	3075.54	3825.83	4978.54	ROE	14.92%	18.29%	22.10%	26.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.27%	14.61%	17.26%	20.27%
应付和预收款项	410.20	561.50	760.87	1064.26	ROIC	24.14%	31.34%	43.99%	61.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.05%	23.04%	23.22%	23.75%
其他负债	42.86	57.34	76.96	106.85	营运能力				
负债合计	453.05	618.84	837.83	1171.12	总资产周转率	1.03	1.18	1.31	1.45
股本	654.31	982.43	982.43	982.43	固定资产周转率	4.20	6.13	9.66	16.39
资本公积	424.52	96.41	96.41	96.41	应收账款周转率	18.33	19.26	19.39	19.58
留存收益	945.67	1299.67	1823.18	2630.67	存货周转率	10.26	10.76	10.76	10.91
归属母公司股东权益	2024.50	2378.51	2902.01	3709.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.90%	—	—	—
少数股东权益	72.88	78.19	85.99	97.92	资本结构				
股东权益合计	2097.38	2456.69	2988.01	3807.42	资产负债率	17.76%	20.12%	21.90%	23.52%
负债和股东权益合计	2550.43	3075.54	3825.83	4978.54	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	2.99	3.23	3.39
					速动比率	2.48	2.68	2.92	3.08
					股利支付率	21.02%	20.25%	19.78%	19.03%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	601.60	762.89	1048.26	1513.94	每股收益	0.31	0.45	0.66	1.02
PE	91.83	63.96	43.51	28.47	每股净资产	2.13	2.50	3.04	3.88
PB	13.54	11.56	9.50	7.46	每股经营现金	0.46	0.57	0.76	1.09
PS	11.82	8.57	6.29	4.45	每股股利	0.07	0.09	0.13	0.19
EV/EBITDA	29.98	35.49	25.26	16.92					
股息率	0.23%	0.32%	0.45%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn