

老百姓 (603883.SH)

2022 年 08 月 01 日

拟股权激励健全长效激励机制，持续推动公司发展

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

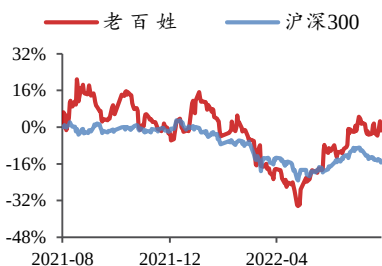
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/7/29
当前股价(元)	33.20
一年最高最低(元)	56.54/27.94
总市值(亿元)	193.34
流通市值(亿元)	176.11
总股本(亿股)	5.82
流通股本(亿股)	5.30
近 3 个月换手率(%)	32.07

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《经营趋势不断向好，“四驾马车”持续深耕下沉市场，成长空间大——公司信息更新报告》-2022.5.1

《定增落地全面优化公司业务运营，助力可持续发展——公司信息更新报告》-2022.2.12

《拟收购怀仁大健康 650 余家门店，夯实湖南大本营话语权——公司信息更新报告》-2021.12.13

● 拟股权激励充分调动员工积极性，健全长效激励机制，维持“买入”评级

2022 年 7 月 31 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向 321 名激励对象授予 310.54 万股公司限制性股票，占总股本的 0.533%。授予价格为 16.78 元/股。考核年度为 2022-2024 年。考虑到 2022 年上半年药店经营受到疫情一定影响，我们下调对公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 7.64(-0.62)/9.20(-1.07)/10.97(-1.74) 亿元，EPS 分别为 1.31/1.58/1.88 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 25.3/21.0/17.6 倍，老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，成长空间大，维持“买入”评级。

● 业绩考核指标有望推动业绩持续稳健增长，摊销费用对利润影响小

从业绩考核指标来看，本激励计划在 2022-2024 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以 2021 年归母净利润值为业绩基数，目标值为 2022-2024 年度归母净利润增长率分别不低于 15%、40%、65%，根据业绩考核目标计算，公司 2022-2024 年归母净利润（不含激励摊销费用）预计不低于约 7.69 亿元（+15%）、9.37 亿元（+21.7%）、11.04 亿元（+17.9%）。激励费用方面，激励计划预计摊销总费用约为 3,476.21 万元，于 2022-2025 年摊销金额预计分别约为 687.93 万元、1698.58 万元、793.51 万元、296.19 万元，我们预计本激励计划费用的摊销对有效期内各年净利润影响程度不大。

● “四驾马车”深耕下沉市场，全方位提升门店精细化管理及专业服务能力

公司坚持直营、星火、加盟、联盟的“四驾马车”立体深耕模式，双轮驱动高速拓展。怀仁大健康收购完成后老百姓门店总数将超过 9,200 家。将显著提升公司规模效应及竞争力，加强对上游供应商的议价能力，降低产品采购成本提升整体盈利能力。加盟业务成为增长的第二曲线，截至 2022Q1 已扩张至十余个省市加盟店 2,370 家。此外，公司全面提升组织效能，进一步强化门店精益化运营管理，有望提升门店产出。

● 风险提示：门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,967	15,696	18,156	22,048	26,522
YOY(%)	19.8	12.4	15.7	21.4	20.3
净利润(百万元)	621	669	764	920	1,097
YOY(%)	22.1	7.8	14.1	20.4	19.3
毛利率(%)	32.1	32.1	33.2	33.2	33.1
净利率(%)	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
ROE(%)	16.3	16.5	16.6	17.4	17.7
EPS(摊薄/元)	1.07	1.15	1.31	1.58	1.88
P/E(倍)	31.1	28.9	25.3	21.0	17.6
P/B(倍)	4.6	4.4	3.9	3.5	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 拟股权激励充分调动员工积极性，进一步健全公司长效激励机制	3
2、 业绩考核指标有望推动业绩持续稳健增长，摊销费用对利润影响小	3
3、 “四驾马车”深耕下沉市场，全方位提升门店精细化管理能力及专业服务能力，成长空间大	4
4、 盈利预测与投资建议	4
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 本次激励计划为公司上市以来第二次股权激励计划，有利于健全公司长效激励机制	3
表 2： 业绩考核指标有望推动业绩持续稳健增长	4
表 3： 老百姓盈利预测	5

1、拟股权激励充分调动员工积极性，进一步健全公司长效激励机制

公司 2022 年股票激励计划拟向 321 名激励对象（高管 7 名，核心骨干人员 314 名）授予 310.54 万股限制性股票，占激励计划草案公告日股本总额的比例为 0.533%，授予的限制性股票授予价格为 16.78 元/股。本次激励计划为公司上市以来第二次股权激励计划，2019 年股权激励公司已完成第一期、第二期业绩考核目标，实现限售解锁。本次股权激励计划有利于进一步完善公司治理结构，建立和完善公司的激励约束机制，形成良好均衡的价值分配体系，充分调动公司核心团队人员的积极性，保障公司业绩稳步提升，确保公司发展战略和经营目标的实现。

表1：本次激励计划为公司上市以来第二次股权激励计划，有利于健全公司长效激励机制

授予/过户日期		授予股票数量（万股）	授予人数（人）	授予价格（元/股）	解锁情况	业绩考核目标	
2019 年股权激励	首次授予	2019/3/28	161.11	207	30.12	2020、2021、2022 年 3 月分别实施第一（40%）、第二期（30%），第三期（30%）解锁	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率分别不低于 20%、45%、70%
	预留授予	2019/9/30	12.93	40	37.88	2020、2021、2022 年 9 月分别实施第一（40%）、第二期（30%），第三期（30%）解锁	
2022 股权激励计划（草案）	首次授予	-	267.27	321	16.78	2023、2024、2025 年分别实施第一（30%）、第二期（30%），第三期（40%）解锁	以 2021 年归母净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率分别不低于 15%、40%、65%
	预留授予	-	43.27	-	-	2023、2024、2025 年分别实施第一（30%）、第二期（30%），第三期（40%）解锁	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、业绩考核指标有望推动业绩持续稳健增长，摊销费用对利润影响小

从业绩考核指标来看，本激励计划在 2022-2024 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以 2021 年归母净利润值为业绩基数，目标值为 2022-2024 年度归母净利润增长率分别不低于 15%（根据公司 2022 年第一季度报告，公司归母净利润较 2021 年同期增长 6.26%，为达成上 2022 年年度增长目标，Q2-Q4 归母净利润较 2021 年同期增长率须不低于 19.50%）、40%、65%，根据业绩考核目标计算，公司 2022-2024 年归母净利润（不含激励摊销费用）预计不低于约 7.69 亿元（+15%）、9.37 亿元（+21.7%）、11.04 亿元（+17.9%）。

激励费用方面，激励计划预计摊销总费用约为 3,476.21 万元，于 2022-2025 年摊销金额预计分别约为 687.93 万元、1698.58 万元、793.51 万元、296.19 万元，我们预计本激励计划费用的摊销对有效期内各年净利润影响程度不大。

表2：业绩考核指标有望推动业绩持续稳健增长

	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润（百万元，未剔除摊销费用）	669.24	769.63	936.94	1104.25
业绩考核目标较 2021 年增长率		15%	40%	65%
YOY		15%	21.7%	17.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、“四驾马车”深耕下沉市场，全方位提升门店精细化管理能力及专业服务能力，成长空间大

公司坚持直营、星火、加盟、联盟的“四驾马车”立体深耕模式，双轮驱动高速拓展。截至 2021 年底，公司已通过“星火”模式发展超 2,500 家门店，遍布江苏、甘肃、内蒙古等 9 个省份。2022 年 3 月，公司以自有资金 16.37 亿元收购湖南怀仁大健康产业发展有限公司 71.96% 的股权。本次交易完成后，公司位于湖南地区的门店数将超过 3,000 家，成为了湖南省域门店数和销售额最多的连锁药店企业。本次收购完成后，老百姓门店总数将超过 9,200 家。将显著提升公司规模效应及竞争力，加强对上游供应商的议价能力，降低产品采购成本提升整体盈利能力。**加盟业务成为增长的第二曲线**，截至 2022Q1 已扩张至十余个省市加盟店 2,370 家。开创了线上全国直播招商、网推、线下城市集中招商会与地推模式创新店加盟店招商，截至 2021 年底累计实现配送收入近 13 亿元，同比提升增长 31.4%，覆盖药品零售市场份额超过 20 亿元，同比增长 36%。

精益管理门店经营提升门店产出。公司全面提升组织效能，进一步强化门店精益化运营管理。第一、搭建全国训战体系，人才传、帮、带机制落地，提高一线核心人才经营管理能力；第二、加强门店会员营销，截至 2022Q1 公司会员数达到 6,271 万，2022 年一季度新增会员数 168 万，活跃会员数 954 万，会员销售占比同比提升 4.2%、动销会员数同比增长 5.9%、会员毛利率同比下降 2.3%、会员来客占比同比提升 0.1%。

4、盈利预测与投资建议

考虑到 2022 年上半年药店经营受到疫情一定影响，我们下调对公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 7.64 (-0.62) / 9.20 (-1.07) / 10.97 (-1.74) 亿元，EPS 分别为 1.31/1.58/1.88 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 25.3/21.0/17.6 倍，老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，成长空间大，维持“买入”评级。

表3：老百姓盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,967	15,696	18,156	22,048	26,522
YOY(%)	19.8	12.4	15.7	21.4	20.3
净利润(百万元)	621	669	764	920	1,097
YOY(%)	22.1	7.8	14.1	20.4	19.3
毛利率(%)	32.1	32.1	33.2	33.2	33.1
净利率(%)	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
ROE(%)	16.3	16.5	16.6	17.4	17.7
EPS(摊薄/元)	1.07	1.15	1.31	1.58	1.88
P/E(倍)	31.1	28.9	25.3	21.0	17.6
P/B(倍)	4.6	4.4	3.9	3.5	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5302	6228	5166	6797	7562
现金	1372	1409	1630	1979	2381
应收票据及应收账款	1150	1421	0	0	0
其他应收款	81	363	151	474	277
预付账款	95	143	132	203	200
存货	2387	2730	3091	3980	4542
其他流动资产	217	162	162	162	162
非流动资产	9204	10730	10796	10926	11029
长期投资	64	63	63	63	62
固定资产	1000	1043	1123	1293	1488
无形资产	424	466	502	525	545
其他非流动资产	7717	9157	9108	9045	8934
资产总计	14507	16958	15962	17723	18591
流动负债	7047	8613	7077	8136	8085
短期借款	1158	1616	5787	6511	6473
应付票据及应付账款	4109	4915	0	0	0
其他流动负债	1780	2082	1291	1625	1612
非流动负债	2780	3566	3398	3232	3061
长期借款	118	875	707	540	370
其他非流动负债	2662	2691	2691	2691	2691
负债合计	9827	12179	10476	11367	11146
少数股东权益	500	421	569	754	973
股本	409	409	531	531	531
资本公积	1587	1139	1016	1016	1016
留存收益	2213	2739	3400	4216	5179
归属母公司股东权益	4180	4358	4917	5602	6472
负债和股东权益	14507	16958	15962	17723	18591

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1447	2298	-2244	869	1714
净利润	764	787	911	1105	1316
折旧摊销	245	247	295	340	390
财务费用	63	185	252	390	404
投资损失	-8	-23	-9	-11	-13
营运资金变动	378	130	-3691	-951	-378
其他经营现金流	6	973	-3	-4	-5
投资活动现金流	-1010	-2002	-349	-454	-475
资本支出	394	479	361	470	493
长期投资	-117	-272	0	0	0
其他投资现金流	-499	-1251	12	15	18
筹资活动现金流	-495	-413	-1357	-790	-800
短期借款	80	458	4171	724	-38
长期借款	-531	757	-168	-167	-170
普通股增加	122	-0	123	0	0
资本公积增加	214	-448	-123	0	0
其他筹资现金流	-381	-1180	-5359	-1347	-591
现金净增加额	-58	-118	-3950	-375	440

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13967	15696	18156	22048	26522
营业成本	9489	10653	12119	14723	17743
营业税金及附加	44	44	74	78	90
营业费用	2837	3267	3799	4564	5539
管理费用	658	723	855	1014	1220
研发费用	0	0	4	2	2
财务费用	63	185	252	390	404
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
其他收益	102	109	68	79	89
公允价值变动收益	0	10	3	3	4
投资净收益	8	23	9	11	13
资产处置收益	-1	5	0	1	1
营业利润	960	956	1132	1371	1632
营业外收入	13	18	14	14	15
营业外支出	16	13	10	11	12
利润总额	957	962	1136	1374	1634
所得税	192	175	225	269	317
净利润	764	787	911	1105	1316
少数股东损益	143	117	147	186	219
归属母公司净利润	621	669	764	920	1097
EBITDA	1239	1322	1638	2055	2368
EPS(元)	1.07	1.15	1.31	1.58	1.88

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.8	12.4	15.7	21.4	20.3
营业利润(%)	25.4	-0.3	18.4	21.1	19.0
归属于母公司净利润(%)	22.1	7.8	14.1	20.4	19.3
获利能力					
毛利率(%)	32.1	32.1	33.2	33.2	33.1
净利率(%)	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
ROE(%)	16.3	16.5	16.6	17.4	17.7
ROIC(%)	17.6	15.0	11.4	13.3	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	67.7	71.8	65.6	64.1	60.0
净负债比率(%)	17.2	42.1	92.3	83.0	62.7
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.5
应收账款周转率	12.6	12.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	6.4	13.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.15	1.31	1.58	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	3.95	-3.85	1.49	2.94
每股净资产(最新摊薄)	7.18	7.48	8.44	9.62	11.11
估值比率					
P/E	31.1	28.9	25.3	21.0	17.6
P/B	4.6	4.4	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	15.3	15.2	14.2	11.5	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn