

上海家化 (600315.SH)

发布 21 年股票期权激励计划进一步绑定核心高管

核心观点:

- **事件:** 公司发布公告, 拟向董事长兼 CEO 潘秋生先生授予股票期权 123 万份, 占公告日公司股本总额的 0.18%, 本次激励计划股票期权的行权价格为 50.72 元/份。限制性股票业绩考核最低目标为 2021-2023 年收入分别为 78/88/100 亿元, 累计净利润分别为 4.3/11.7/22.1 亿元, 最高目标为 2021-2023 年收入分别为 85/96/108 亿元, 累计净利润分别为 5.0/13.8/25.9 亿元。
- **此次激励具有以下特征:** (1) **此次期权激励计划主要针对潘秋生先生个人。** 自潘秋生先生接任上海家化以来, 改革措施执行坚决, 治理改善效果明显, 公司发展进入正向循环。2020 年限制性股票激励计划只授予了潘秋生先生 60 万股, 此次加大个人激励, 表现出公司对其管理能力的认可, 也有利于进一步调动工作的主动性和创造性; (2) **考核目标上调约 5%。** 与 2020 年限制性股票激励计划相比, 此次考核目标均有不同程度上调, 整体收入和利润目标与之前相比提高近 5%, 一定程度上提高了挑战难度, 鼓励潘秋生先生带领管理层冲刺更高增长; (3) **此次采用股票期权激励方式, 行权价 50.72 元/份。** 2020 年采用限制性股票激励方式, 行权价格 19.57 元/股, 此次期权激励行权价更高, 表现出了股东及潘秋生先生对未来增长的信心。
- **盈利预测及投资建议:** 通过本次激励计划, 市场对于新管理层信心将进一步增强, 公司治理改善逐步落实, 预计公司 21-23 年归母净利润分别为 5.2、7.9、10.6 亿元, 同比增长 21.1%、51.8%、33.8%。参考可比公司, 给予 21 年 70×PE 估值, 对应合理价值 53.90 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 可选消费景气度下降导致行业增速下滑; 外资品牌进入行业竞争加剧; 新品牌、新品类孵化有待观察。

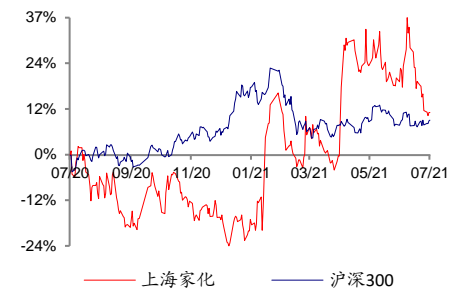
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,597	7,032	8,297	9,354	10,527
增长率 (%)	6.4	-7.4	18.0	12.7	12.5
EBITDA (百万元)	559	606	792	1,080	1,399
归母净利润 (百万元)	557	430	521	791	1,058
增长率 (%)	3.1	-22.8	21.1	51.8	33.8
EPS (元/股)	0.83	0.63	0.77	1.16	1.56
市盈率 (P/E)	37.28	54.73	65.85	43.37	32.42
ROE (%)	8.9	6.6	7.4	10.1	11.9
EV/EBITDA	36.34	38.52	42.07	30.11	22.51

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	50.52 元
合理价值	53.90 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-23

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

上海家化 (600315.SH): 改革措施执行坚决, 经营效率持续改善? 2021-04-22

上海家化 (600315.SH): 各品牌持续恢复, 经营效率明显改善 2021-02-03

上海家化 (600315.SH): 玉泽双妹高速增长, 可持续发展直播业务? 2020-10-27

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,878	6,155	7,307	8,610	10,202
货币资金	1,609	1,287	2,081	2,862	3,900
应收及预付	1,293	1,137	1,353	1,608	1,807
存货	925	867	1,021	1,277	1,618
其他流动资产	2,050	2,865	2,851	2,864	2,876
非流动资产	5,270	5,140	4,960	4,794	4,628
长期股权投资	391	476	476	476	476
固定资产	1,122	1,019	886	771	653
在建工程	24	24	24	24	24
无形资产	821	769	718	669	621
其他长期资产	2,912	2,853	2,856	2,855	2,855
资产总计	11,147	11,295	12,267	13,404	14,830
流动负债	2,865	2,876	3,325	3,671	4,038
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	920	718	962	1,047	1,144
其他流动负债	1,945	2,157	2,363	2,624	2,894
非流动负债	1,997	1,920	1,920	1,920	1,920
长期借款	1,138	1,062	1,062	1,062	1,062
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	859	858	858	858	858
负债合计	4,862	4,796	5,246	5,591	5,959
股本	671	678	679	679	679
资本公积	866	978	978	978	978
留存收益	4,708	4,971	5,492	6,283	7,341
归属母公司股东权益	6,286	6,499	7,022	7,813	8,871
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	11,147	11,295	12,267	13,404	14,830

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	749	643	851	822	1,085
净利润	557	430	521	791	1,058
折旧摊销	230	236	216	185	189
营运资金变动	186	38	92	-176	-186
其它	-224	-60	22	23	24
投资活动现金流	-121	-671	6	22	17
资本支出	-30	-105	-41	-26	-31
投资变动	-130	-673	0	0	0
其他	39	107	47	48	47
筹资活动现金流	-186	-136	-63	-64	-64
银行借款	0	1,068	0	0	0
股权融资	0	132	1	0	0
其他	-186	-1,336	-64	-64	-64
现金净增加额	438	-222	795	781	1,038
期初现金余额	1,061	1,499	1,287	2,081	2,862
期末现金余额	1,499	1,277	2,081	2,862	3,900

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	6.4%	-7.4%	18.0%	12.7%	12.5%
营业利润增长	8.3%	-23.8%	21.2%	51.8%	33.8%
归母净利润增长	3.1%	-22.8%	21.1%	51.8%	33.8%
获利能力					
毛利率	61.9%	60.0%	60.7%	61.7%	62.6%
净利率	7.3%	6.1%	6.3%	8.5%	10.1%
ROE	8.9%	6.6%	7.4%	10.1%	11.9%
ROIC	3.5%	3.9%	5.7%	8.1%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	42.5%	42.8%	41.7%	40.2%
净负债比率	77.3%	73.8%	74.7%	71.6%	67.2%
流动比率	2.05	2.14	2.20	2.35	2.53
速动比率	1.71	1.82	1.87	1.98	2.11
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.62	0.68	0.70	0.71
应收账款周转率	6.18	6.45	—	—	—
存货周转率	8.21	8.12	8.12	7.33	6.51
每股指标 (元)					
每股收益	0.83	0.63	0.77	1.16	1.56
每股经营现金流	1.12	0.95	1.25	1.21	1.60
每股净资产	9.36	9.59	10.34	11.50	13.06
估值比率					
P/E	37.28	54.73	65.85	43.37	32.42
P/B	3.30	3.62	4.89	4.39	3.87
EV/EBITDA	36.34	38.52	42.07	30.11	22.51

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,597	7,032	8,297	9,354	10,527
营业成本	2,896	2,816	3,257	3,584	3,937
营业税金及附加	54	57	67	76	85
销售费用	3,204	2,924	3,402	3,695	4,106
管理费用	942	721	805	889	947
研发费用	173	144	191	215	242
财务费用	31	43	30	14	-4
资产减值损失	-5	-69	-6	-7	-7
公允价值变动收益	84	28	0	0	0
投资净收益	154	171	47	48	47
营业利润	700	534	647	982	1,314
营业外收支	2	0	0	0	0
利润总额	702	534	647	982	1,314
所得税	145	104	126	191	255
净利润	557	430	521	791	1,058
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	557	430	521	791	1,058
EBITDA	559	606	792	1,080	1,399
EPS (元)	0.83	0.63	0.77	1.16	1.56

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：研究助理，美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究助理，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。