

发布股票激励计划，彰显新管理层发展信心

——上海家化（600315）事件点评

买入|维持
事件：

公司发布2020年限制性股票激励计划（草案），拟向139名激励对象授予限制性股票869万股，约占公司总股本的1.29%，其中首次授予700.30万股，约占本次授予总量的80.59%；预留168.70万股，约占本次授予总量的19.41%。首次授予的限制性股票授予价格为每股19.57元。

点评：

- 激励计划2021-2023年分三期兑现，彰显长期发展信心**

本激励计划的限售期为自授予登记完成之日起15/27/39个月，分别解除限售比例30%/30%/40%，首次授予部分对应A、B两档业绩考核目标为：A档目标为2021/2022/2023年营业收入不低于83/94/106亿，较2019年度基准增长率9%/24%/40%；累计归母净利润不低于4.8/13.1/24.7亿，单年较2019年度基准增长率-14%/49%/108%。B档目标为2021/2022/2023年营业收入不低于76/86/98亿，较2019年度基准增长率0%/13%/29%；累计归母净利润不低于4.1/11.1/21.0亿，单年较2019年度基准增长率-26%/26%/78%。达到A档目标可解锁全部股票，达到B档目标可解锁80%+超额部分比例。同时，激励对象个人层面考核评价分为B及以上、B-、C、D四个等级，对应解除限售系数分别为100%/80%/60%/0%。

- 激励对象以中高层管理人员为主，激励费用对利润影响有限**

本次计划激励对象共139人，约占公司2019年底员工总数的4.09%。其中，董事长潘秋生、副总经理叶伟敏、首席财务官韩敏三位高管分别获授股票60万股、20万股、20万股，占授予总量的6.90%、2.30%、2.30%；136位中层管理人员及骨干员工获授股票占本次授予总量的69.08%。激励计划费用分5年摊销，预计2020-2024年摊销费用835、5013、2791、1355、104万元，合计约1.01亿元，对公司利润影响有限。

- 投资建议与盈利预测**

上海家化作为国内日化用品龙头公司，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020年5月管理层换帅后，公司积极进行品牌、渠道、组织的梳理。此次股票激励计划对未来3年业绩增速目标较高，对中高层管理人员激励较大，彰显公司发展信心。我们预计2020/2021/2022年公司实现归母净利润4.56/5.54/6.43亿元，EPS 0.68/0.83/0.96元，对应PE 56x/46x/39x，维持“买入”评级。

- 风险提示**

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

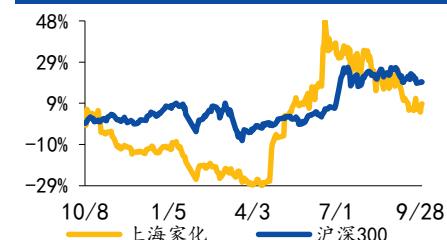
附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7137.95	7596.95	7606.80	8660.52	9698.17
收入同比(%)	10.01	6.43	0.13	13.85	11.98
归母净利润(百万元)	540.38	557.09	455.99	553.90	643.43
归母净利润同比(%)	38.63	3.09	-18.15	21.47	16.16
ROE(%)	9.30	8.86	6.90	7.89	8.59
每股收益(元)	0.81	0.83	0.68	0.83	0.96
市盈率(P/E)	46.83	45.43	55.50	45.69	39.33

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52周最高/最低价(元):	51.5 / 24.55
A股流通股(百万股):	671.25
A股总股本(百万股):	671.25
流通市值(百万元):	25306.07
总市值(百万元):	25306.07

过去一年股价走势


资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-上海家化(600315)2020半年报点评：疫情影响业绩有所承压，品牌梳理持续中》
2020.08.27

《国元证券公司研究-上海家化(600315)2020年一季度报点评：线上渠道高增长，疫情影响一季度整体业绩》
2020.04.23

报告作者

分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4777.45	5877.52	6709.26	7746.47	8738.25
现金	1105.49	1609.13	3207.18	3902.30	4513.29
应收账款	1030.31	1228.91	1227.23	1419.65	1612.38
其他应收款	34.77	66.32	50.43	65.62	71.20
预付账款	78.26	63.93	75.03	83.92	96.03
存货	874.82	925.17	988.42	1136.94	1289.81
其他流动资产	1653.79	1984.06	1160.98	1138.04	1155.54
非流动资产	5382.63	5269.98	4879.79	4610.25	4476.44
长期投资	276.18	391.36	352.97	365.76	361.50
固定资产	1188.93	1122.05	987.53	845.87	700.65
无形资产	816.34	820.65	771.64	720.69	670.40
其他非流动资产	3101.19	2935.92	2767.66	2677.92	2743.90
资产总计	10160.07	11147.49	11589.06	12356.72	13214.69
流动负债	2691.44	2865.02	2904.13	3083.99	3251.97
短期借款	0.00	0.00	3.09	1.54	1.80
应付账款	827.62	823.86	897.46	1027.83	1166.80
其他流动负债	1863.82	2041.16	2003.58	2054.62	2083.37
非流动负债	1655.57	1996.73	1878.27	1941.48	2031.79
长期借款	1072.54	1138.00	1184.52	1228.57	1277.02
其他非流动负债	583.03	858.73	693.75	712.91	754.77
负债合计	4347.01	4861.74	4782.40	5025.48	5283.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	671.25	671.25	671.25	671.25	671.25
资本公积	857.57	865.75	865.75	865.75	865.75
留存收益	4187.61	4708.33	5190.30	5720.18	6329.31
归属母公司股东权益	5813.06	6285.75	6806.66	7331.24	7930.92
负债和股东权益	10160.07	11147.49	11589.06	12356.72	13214.69

现金流量表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	894.67	748.76	17.77	578.60	594.67
净利润	540.38	557.09	481.98	579.77	649.14
折旧摊销	196.58	230.10	248.84	249.64	250.34
财务费用	60.91	31.42	34.55	34.76	39.74
投资损失	-129.93	-153.99	-131.82	-139.47	-139.13
营运资金变动	40.29	116.26	-703.55	-67.25	-98.55
其他经营现金流	186.45	-32.12	87.76	-78.85	-106.88
投资活动现金流	-841.77	-120.81	1526.37	163.93	56.83
资本支出	383.00	184.92	0.00	0.00	0.00
长期投资	511.72	129.74	197.43	-65.81	21.94
其他投资现金流	52.95	193.86	1723.80	98.12	78.76
筹资活动现金流	-220.34	-185.87	53.91	-47.41	-40.51
短期借款	-18.52	0.00	3.09	-1.54	0.26
长期借款	-6.15	65.46	46.52	44.06	48.44
普通股增加	-2.17	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-20.15	8.18	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-173.35	-259.51	4.30	-89.92	-89.21
现金净增加额	-169.89	438.49	1598.05	695.12	610.98

利润表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7137.95	7596.95	7484.02	8682.94	9869.51
营业成本	2655.91	2896.00	3057.54	3538.03	4002.56
营业税金及附加	55.60	53.58	60.22	69.87	79.42
营业费用	2901.39	3204.13	2758.61	3212.69	3651.72
管理费用	883.32	941.79	1010.34	1128.78	1283.04
研发费用	149.51	172.83	171.46	192.95	219.32
财务费用	60.91	31.42	34.55	34.76	39.74
资产减值损失	-60.31	-5.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-2.84	84.28	85.00	85.00	85.00
投资净收益	129.93	153.99	131.82	139.47	139.13
营业利润	646.31	700.22	608.12	730.32	817.84
营业外收入	2.25	2.75	2.58	2.64	2.62
营业外支出	2.32	0.97	3.35	2.39	2.47
利润总额	646.24	701.99	607.35	730.57	817.98
所得税	105.86	144.90	125.37	150.80	168.85
净利润	540.38	557.09	481.98	579.77	649.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	540.38	557.09	481.98	579.77	649.14
EBITDA	903.80	961.73	891.52	1014.72	1107.92
EPS(元)	0.81	0.83	0.72	0.86	0.97

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.01	6.43	-1.49	16.02	13.67
营业利润(%)	34.01	8.34	-13.15	20.09	11.98
归属母公司净利润(%)	38.63	3.09	-13.48	20.29	11.97
盈利能力					
毛利率(%)	62.79	61.88	59.15	59.25	59.45
净利率(%)	7.57	7.33	6.44	6.68	6.58
ROE(%)	9.30	8.86	7.08	7.91	8.18
ROIC(%)	11.42	15.83	12.33	15.50	18.22
偿债能力					
资产负债率(%)	42.79	43.61	41.27	40.67	39.98
净负债比率(%)	24.80	23.53	24.95	24.59	24.31
流动比率	1.78	2.05	2.31	2.51	2.69
速动比率	1.42	1.71	1.95	2.12	2.26
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.71	0.66	0.73	0.77
应收账款周转率	6.75	6.11	5.52	5.97	5.91
应付账款周转率	3.51	3.51	3.55	3.68	3.65
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.83	0.72	0.86	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.12	0.03	0.86	0.89
每股净资产(最新摊薄)	8.66	9.36	10.14	10.92	11.82
估值比率					
P/E	34.33	33.30	38.49	32.00	28.58
P/B	3.19	2.95	2.73	2.53	2.34
EV/EBITDA	17.38	16.33	17.62	15.48	14.18

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心
合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188