

证券研究报告

公司研究

事项点评

上海家化(600315.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

联系电话: +86 18516582264

邮箱: liyuanyuan1@cindasc.com

相关研究

《上海家化(600615.SH):迎接新机遇,百年国货日化龙头再起航》2020.7

《上海家化(600615):佰草集复兴见效,毛利率提升带来盈利改善》2021.4

《上海家化(600615):降本增效驱动业绩超预期,复兴佰草集可期》2021.2

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

股权激励上调业绩考核目标,彰显管理层信心

2021年7月22日

事件: 公司公布 2021 年股权激励计划, 本计划是在 2020 年推出限制性股权激励计划基础上, 加推对公司董事长、CEO、总经理潘秋生先生个人的激励, 授予公司股票期权 123 万股, 约占公司总股本的 0.18%, 授予价格为 50.72 元/股。

点评:

- **收入业绩考核目标较上期略微上升, 且业绩提升幅度更高, 彰显管理层对公司未来经营信心。** 根据此次股权激励计划, 公司对 2021-2023 年收入业绩考核目标分为两档: 1) 完成 A 档可 100%解除限售, 要求 2021-2023 年收入不低于 84.66/95.88/108.22 亿元 (2020 年限制性股权激励计划要求分别为 83/94/106 亿元, 上调幅度约 2%), 累计净利润不低于 5.04/13.76/25.94 亿元 (2020 年限制性股权激励计划要求分别为 4.8/13.1/24.7 亿元, 上调幅度约 5%, 净利率目标提升); 2) 完成 B 档可部分解除限售, 要求 2021-2023 年收入不低于 77.52/87.72/99.96 亿元 (2020 年限制性股权激励计划要求分别为 76/86/98 亿元, 上调幅度约 2%), 累计净利润不低于 4.31/11.66/22.05 亿元 (2020 年限制性股权激励计划要求分别为 4.1/11.1/21.0 亿元, 上调幅度约 5%, 净利率目标提升), 公司设置更高收入业绩考核目标, 彰显管理层复兴家化的信心。
- **高股权份额彰显董事会对公司改革认可, 较长限售期体现管理层对公司持续改善信心。** 此次股权激励计划授予潘秋生股权激励 123 万股, 高于 2020 年期限限制性股权激励授予 60 万股, 表现出董事会对潘秋生改革成效的高度认可; 同时, 本次股权激励计划分三期行权, 分别为授予日 12 个月后首个交易日至 24 个月最后一个交易日 (30%)、授予日 24 个月后首个交易日至 36 个月最后一个交易日 (30%)、授予日 36 个月后首个交易日至 48 个月最后一个交易日 (40%), 较长限售期彰显管理层对公司持续改善信心。
- **持续推进品牌创新及渠道进阶, 佰草集、高夫开始复兴, 未来可期。** 自潘总上任以来, 公司改革成绩逐步体现, 未来将围绕 123 战略稳步推进: 1) 品牌创新, 围绕 HIT 战略, 与天猫创新中心合作, 赋能新品开发及爆款打造, 聚焦 TOP SKU; 2) 渠道进阶, 积极扩展渠道, 与拼多多、丝芙兰、好医生等合作, 开始私域流量运营, 开设抖音旗舰店、新零售赋能传统 CS 等; 3) 运营创新, 优化营销效率投放指标, 新增小红书等搜索指标, 优化费用投放效率。伴随品牌调整节奏, 21Q1 佰草集、高夫等开始复兴, 伴毛利提升、数据化赋能等重点项目推进, 有望实现多品牌共同发展, 未来可期。
- **盈利预测与投资评级:** 公司新一轮股权激励彰显管理层对长期发展信心, 我们看好佰草集、高夫等品牌调整后未来有望复苏, 玉泽二季度将迎来新产品及新营销动作有望继续保持高增长。根据此次股权激励, 我

们上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 84.67 亿、95.92 亿、108.29 亿元，归母净利润分别为 5.09 亿元、8.12 亿元、12.19 亿元，摊薄每股收益分别为 0.75 元（原 0.74 元）、1.20 元（原 1.16 元）、1.80 元（原 1.60 元），对应估值为 67.3 倍、42.2 倍、28.1 倍，维持买入评级。

➤ **风险因素：**玉泽等品牌收入不达预期；组织架构及品牌调整等不达预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	7,597	7,032	8,467	9,592	10,829
增长率 YoY %	6.4%	-7.4%	20.4%	13.3%	12.9%
归属母公司净利润 (百万元)	557	430	509	812	1,219
增长率 YoY%	3.1%	-22.8%	18.3%	59.5%	50.2%
毛利率%	61.9%	60.0%	60.9%	61.5%	62.0%
净资产收益率ROE%	8.9%	6.6%	7.3%	10.4%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.75	1.20	1.80
市盈率 P/E(倍)	37.65	54.73	67.32	42.21	28.09
市净率 P/B(倍)	3.34	3.62	4.89	4.38	3.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 7 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	5,878	6,155	7,162	8,374	10,031	
货币资金	1,609	1,287	1,886	2,784	4,096	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,229	1,090	1,322	1,498	1,691	
预付账款	64	47	56	63	70	
存货	925	867	1,015	1,133	1,262	
其他	2,050	2,865	2,882	2,896	2,911	
非流动资产	5,270	5,140	5,117	5,102	5,087	
长期股权投资	391	476	476	476	476	
固定资产(合)	1,122	1,019	969	919	869	
无形资产	821	769	804	839	874	
其他	2,936	2,877	2,868	2,868	2,868	
资产总计	11,147	11,295	12,279	13,476	15,118	
流动负债	2,865	2,876	3,350	3,736	4,159	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	824	718	842	941	1,048	
其他	2,041	2,157	2,508	2,795	3,111	
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	
其他	859	858	858	858	858	
负债合计	4,862	4,796	5,271	5,656	6,079	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	6,286	6,499	7,008	7,820	9,039	
负债和股东权益	11,147	11,295	12,279	13,476	15,118	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,597	7,032	8,467	9,592	10,829	
同比 (%)	6.4%	-7.4%	20.4%	13.3%	12.9%	
归属母公司净利润	557	430	509	812	1,219	
同比 (%)	3.1%	-22.8%	18.3%	59.5%	50.2%	
毛利率 (%)	61.9%	60.0%	60.9%	61.5%	62.0%	
ROE%	8.9%	6.6%	7.3%	10.4%	13.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.63	0.75	1.20	1.80	
P/E	37.65	54.73	67.32	42.21	28.09	
P/B	3.34	3.62	4.89	4.38	3.79	
EV/EBITDA	36.34	38.52	47.86	31.66	20.98	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,597	7,032	8,467	9,592	10,829	
营业成本	2,896	2,816	3,306	3,692	4,113	
营业税金及	54	57	69	78	88	
销售费用	3,204	2,924	3,522	3,846	4,126	
管理费用	942	721	830	882	920	
研发费用	173	144	186	211	238	
财务费用	31	43	16	1	-19	
减值损失合	-5	-69	-68	-68	-68	
投资净收益	154	171	102	115	130	
其他	254	104	65	86	99	
营业利润	700	534	636	1,014	1,524	
营业外收支	2	0	0	0	0	
利润总额	702	534	636	1,014	1,524	
所得税	145	104	127	203	305	
净利润	557	430	509	812	1,219	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	557	430	509	812	1,219	
EBITDA	559	606	699	1,028	1,488	
EPS(当	0.82	0.63	0.75	1.20	1.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现	749	643	667	960	1,359	
金流						
净利润	557	430	509	812	1,219	
折旧摊销	230	236	145	145	145	
财务费用	58	63	48	48	48	
投资损失	-154	-171	-102	-115	-130	
营运资金变	186	38	-1	3	10	
其它	-128	48	68	68	68	
投资活动现	-121	-671	-20	-15	0	
资本支出	-30	-105	-121	-130	-130	
长期投资	-130	-673	0	0	0	
其他	39	107	102	115	130	
筹资活动现	-186	-136	-48	-48	-48	
吸收投资	0	132	0	0	0	
借款	0	-62	0	0	0	
支付利息或	-221	-205	-48	-48	-48	
现金流净增	438	-222	600	898	1,312	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/18/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。