

股权激励加深董事长绑定，利好长期稳步复苏
买入（维持）

2021年07月23日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

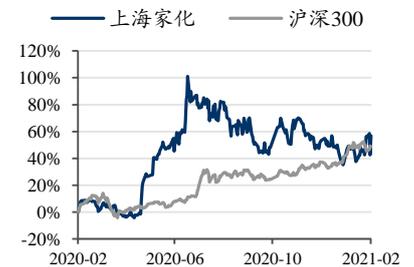
执业证号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,032	8,012	8,954	10,215
同比（%）	-7.4%	13.9%	11.8%	14.1%
归母净利润（百万元）	430	466	742	1,054
同比（%）	-22.8%	8.3%	59.4%	42.0%
每股收益（元/股）	0.63	0.68	1.09	1.55
P/E（倍）	79.81	73.72	46.26	32.57

投资要点

- **事件：**7月23日，上海家化发布股票期权激励计划草案，拟向董事长潘秋生授予的股票期权数量123万份，占公司股本总额的0.18%。股票期权的行权价格为50.72元/份。
- **股票期权激励计划加深核心管理人员绑定，利好长期稳步复苏：**此次股票期权激励计划授予对象为核心管理人员董事长潘秋生，激励针对性较强。自2020年5月上任以来，潘秋生确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的新经营方针，即以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为基本点，以流程、文化和数据化为助推器，品牌、渠道和组织的变革持续推进，2020年公司在疫情背景下仍实现业绩的同比增长。根据2020年10月公司的股权激励计划，潘秋生已获授限制性股票数量60万股，考虑到本次拟授予的股票期权数量123万股，董事长潘秋生获授的股票期权数量预计达183万股，占公司股本总额的0.27%。
- **本次股票期权激励计划激励目标略有提升：**本次股票期权激励计划设置梯度业绩考核目标，且激励条件较2020年10月略有提升。**（1）本次激励目标：**2021-2023年基础目标为营收不低于77.52/87.72/99.96亿元，且累积归母净利润不低于4.305/11.655/22.05亿元；高级营收目标为分别不低于84.66/95.88/108.12亿元，高级累积归母净利润目标为分别不低于5.04/13.755/25.935亿元。也就是说，基础目标下，以2019年为基年，2021-2023年营收增速不低于2.0%/15.5%/31.6%，归母净利润大致约为4.3/7.4/10.4亿元；高级目标下，以2019年为基年，2021-2023年营收增速不低于11.4%/26.2%/42.3%，归母净利润大致约为5.0/8.7/12.2亿元。**（2）2020年10月激励目标：**基础目标下，以2019年为基年，2021-2023年营收增速不低于0.04%/13.2%/29.0%，归母净利润大致约为4.1/7.1/9.9亿元；高级目标下，以2019年为基年，2021-2023年营收增速不低于9.3%/23.7%/39.5%，归母净利润大致约为4.8/8.3/11.6亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续聚焦核心SKU和爆款打造，并创新渠道和营销模式，改革优化效果持续显现。我们维持2021-2023年归母净利润预测4.66、7.42、10.54亿元，当前市值对应PE分别为74、46、33倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.52
一年最低/最高价	34.18/63.87
市净率(倍)	5.08
流通A股市值(百万元)	33911.47

基础数据

每股净资产(元)	9.90
资产负债率(%)	44.15
总股本(百万股)	680.86
流通A股(百万股)	671.25

相关研究

- 1、《上海家化（600315）：2021年1季报点评：扣非净利润同增超50%，改革提效稳步印证》2021-04-22
- 2、《上海家化（600315）：改革之年稳健收官，控费见效疫情下仍实现净利增长》2021-02-03
- 3、《上海家化（600315）：Q3业绩增速回正，电商投入结构改善》2020-10-26

上海家化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,155	7,579	7,309	9,058	营业收入	7,032	8,012	8,954	10,215
现金	1,287	1,836	2,068	2,768	减:营业成本	2,816	3,291	3,574	3,969
应收账款	1,090	1,581	1,262	1,834	营业税金及附加	57	65	67	80
存货	867	1,216	1,032	1,464	营业费用	2,924	3,312	3,635	4,086
其他流动资产	2,912	2,945	2,948	2,992	管理费用	721	801	806	817
非流动资产	5,140	5,191	5,642	6,160	研发费用	144	173	189	218
长期股权投资	476	526	591	666	财务费用	43	6	-2	-12
固定资产	1,019	1,014	1,309	1,669	资产减值损失	69	0	0	0
在建工程	24	99	240	352	加:投资净收益	171	137	152	162
无形资产	778	752	726	709	其他收益	94	50	55	60
其他非流动资产	2,844	2,801	2,778	2,765	资产处置收益	-1	0	0	0
资产总计	11,295	12,770	12,951	15,218	营业利润	534	579	922	1,309
流动负债	2,876	3,889	3,335	4,555	加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	534	578	921	1,308
应付账款	718	1,157	853	1,368	减:所得税费用	104	112	179	254
其他流动负债	2,157	2,732	2,481	3,187	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,920	1,913	1,906	1,899	归属母公司净利润	430	466	742	1,054
长期借款	1,062	1,055	1,048	1,041	EBIT	583	584	919	1,297
其他非流动负债	858	858	858	858	EBITDA	818	787	1,120	1,557
负债合计	4,796	5,802	5,241	6,454	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.68	1.09	1.55
归属母公司股东权益	6,499	6,968	7,710	8,764	每股净资产(元)	9.59	10.27	11.37	12.92
负债和股东权益	11,295	12,770	12,951	15,218	发行在外股份(百万股)	678	681	681	681
					ROIC(%)	14.8%	15.5%	21.3%	27.9%
					ROE(%)	6.6%	6.7%	9.6%	12.0%
					毛利率(%)	60.0%	58.9%	60.1%	61.1%
					销售净利率(%)	6.1%	5.8%	8.3%	10.3%
					资产负债率(%)	42.5%	45.4%	40.5%	42.4%
					收入增长率(%)	-7.4%	13.9%	11.8%	14.1%
					净利润增长率(%)	-22.8%	8.3%	59.4%	42.0%
					P/E	79.81	73.72	46.26	32.57
					P/B	4.72	4.41	3.98	3.50
					EV/EBITDA	35.00	35.68	24.85	17.42

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>