

## 公司研究

## 对核心人物董事长实施激励、上调激励目标，彰显未来发展信心

## ——上海家化（600315.SH）2021年股票期权激励计划草案点评

## 要点

## 事件：

公司发布2021年股票期权激励计划，拟向公司董事长兼CEO兼总经理潘秋生先生授予123万份股票期权、占总股本0.18%，行权价格为50.72元/份，分三期按30%、30%、40%分别行权，估计相应产生期权费用合计869.36万元，2021~2024年分别摊销149/389/232/99万元。

本次股票期权考核目标分为最低（行权80%）和全部行权两档，营业收入目标分别为2021年77.52~84.66亿（同比增10~20%，较前次20年限制性股票激励计划目标8~18%上调），2022年87.72~95.88亿（同比增13%左右），2023年99.96~108.12亿（同比增13~14%）；归母净利润目标为2021年4.31~5.04亿（同比增0~17%，较前次20年激励计划-5~12%上调），2021~2022年累计归母净利润11.66~13.76亿、2021~2023年累计归母净利润22.05~25.94亿，简单按两档目标增速计算22年、23年的利润同比增速分别为71~73%、40~41%。

2021~2023年收入和利润目标总额均较前次激励计划有所上调，其中2022~2023年的当年收入和利润目标同比增速与前次激励计划相当。同时，公司净利率目标逐年提升，自2019~2020年的6~7%预计逐步提升到2023年的10%左右。

## 点评：

我们认为：1) 本次相比于2020年的限制性股票激励计划（当时激励对象包括3名高管及136名中高层管理人员及骨干员工）上调考核目标增速，彰显公司业务增长乐观、好于预期；从近期线上数据和618公司主要品牌表现来看均较突出；2) 针对主导实施公司业务改革的核心人物董事长潘秋生先生实施股权激励，有利于从上到下绑定管理层利益与员工，增强公司凝聚力、提升所有员工积极性。我们继续看好公司多品牌、多业务、全渠道经营向好、收入持续良性增长，并期待经营管理提效促整体净利率提升。上调2021~2023年EPS为0.75、1.17、1.54元（较前次盈利预测上调4%、15%、21%），21年PE67倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品推广和销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；控费不当或者投放效果不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,597	7,032	8,471	9,404	10,325
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	20.46%	11.01%	9.79%
净利润（百万元）	557	430	508	793	1,047
净利润增长率	3.09%	-22.78%	18.09%	56.01%	32.11%
EPS（元）	0.83	0.63	0.75	1.17	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.86%	6.62%	7.39%	10.56%	12.60%
P/E	61	80	67	43	33
P/B	5.4	5.3	5.0	4.6	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-22

## 买入（维持）

当前价：50.52元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

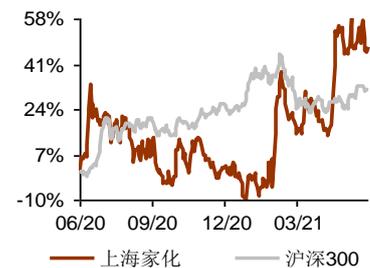
021-52523672

sunww@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.80
总市值(亿元)	343.35
一年最低/最高(元)	34.39/64.27
近3月换手率	63.75%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.30	-6.06	0.08
绝对	-9.22	-5.75	10.08

资料来源：Wind

## 相关研报

业务靓丽复苏，期待新品新气象——上海家化（600315.SH）2021年一季报点评（2021-04-21）

三年规划稳步推进，多品牌发展亮点丰富——上海家化（600315.SH）2020年年报点评（2021-02-03）

2020年为变革元年，期待本土化妆品多品牌集团业绩触底回升——上海家化（600315.SH）2020年三季报点评（2020-10-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,597	7,032	8,471	9,404	10,325
营业成本	2,896	2,816	3,342	3,615	3,899
折旧和摊销	184	180	143	148	153
税金及附加	54	57	68	66	72
销售费用	3,204	2,924	3,558	3,762	4,027
管理费用	942	721	868	959	981
研发费用	173	144	169	235	258
财务费用	31	43	49	42	33
投资收益	154	171	150	150	150
营业利润	700	534	632	985	1,304
利润总额	702	534	635	988	1,307
所得税	145	104	127	195	260
净利润	557	430	508	793	1,047
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	557	430	508	793	1,047
EPS(按最新股本计, 元)	0.83	0.63	0.75	1.17	1.54

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	749	643	626	814	986
净利润	557	430	508	793	1,047
折旧摊销	184	180	143	148	153
净营运资金增加	-1,428	-306	163	166	243
其他	1,436	339	-189	-292	-458
投资活动产生现金流	-121	-671	20	20	20
净资本支出	-30	-105	-150	-150	-150
长期投资变化	391	476	0	0	0
其他资产变化	-482	-1,041	170	170	170
融资活动现金流	-186	-136	-185	-198	-280
股本变化	0	7	0	0	0
债务净变化	66	-71	0	0	0
无息负债变化	449	6	298	151	122
净现金流	438	-222	461	636	726

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	61.9%	60.0%	60.6%	61.6%	62.2%
EBITDA 率	9.5%	10.9%	9.0%	11.4%	13.7%
EBIT 率	6.4%	7.6%	7.3%	9.8%	12.2%
税前净利润率	9.2%	7.6%	7.5%	10.5%	12.7%
归母净利润率	7.3%	6.1%	6.0%	8.4%	10.1%
ROA	5.0%	3.8%	4.2%	6.2%	7.7%
ROE (摊薄)	8.9%	6.6%	7.4%	10.6%	12.6%
经营性 ROIC	8.1%	12.1%	12.1%	17.5%	22.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	42%	43%	41%	39%
流动比率	2.05	2.14	2.15	2.29	2.47
速动比率	1.73	1.84	1.84	1.98	2.17
归母权益/有息债务	5.50	6.06	6.41	7.00	7.75
有形资产/有息债务	7.04	7.77	8.37	9.07	9.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,147	11,295	11,966	12,753	13,675
货币资金	1,609	1,287	1,748	2,384	3,110
交易性金融资产	1,934	2,732	2,732	2,732	2,732
应收帐款	1,229	1,090	1,169	1,270	1,394
应收票据	0	0	4	1	1
其他应收款 (合计)	66	87	70	79	98
存货	925	867	970	1,009	1,064
其他流动资产	50	46	46	46	46
流动资产合计	5,878	6,155	6,819	7,604	8,528
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	391	476	476	476	476
固定资产	1,122	1,019	935	859	787
在建工程	24	24	71	106	132
无形资产	821	769	803	837	870
商誉	2,044	1,986	1,986	1,986	1,986
其他非流动资产	53	220	220	220	220
非流动资产合计	5,270	5,140	5,147	5,150	5,147
总负债	4,862	4,796	5,094	5,245	5,367
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	824	718	869	976	1,053
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	96	0	81	81	80
其他流动负债	0	59	59	59	59
流动负债合计	2,865	2,876	3,174	3,325	3,447
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	765	759	759	759	759
非流动负债合计	1,997	1,920	1,920	1,920	1,920
股东权益	6,286	6,499	6,872	7,508	8,308
股本	671	678	678	678	678
公积金	1,258	1,371	1,371	1,371	1,371
未分配利润	4,316	4,578	4,951	5,587	6,387
归属母公司权益	6,286	6,499	6,872	7,508	8,308
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	42.18%	41.58%	42.00%	40.00%	39.00%
管理费用率	12.40%	10.25%	10.25%	10.20%	9.50%
财务费用率	0.41%	0.62%	0.58%	0.45%	0.32%
研发费用率	2.27%	2.05%	2.00%	2.50%	2.50%
所得税率	21%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.20	0.23	0.36	0.48
每股经营现金流	1.12	0.95	0.92	1.20	1.45
每股净资产	9.36	9.59	10.14	11.07	12.25
每股销售收入	11.32	10.37	12.49	13.87	15.23

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	61	80	67	43	33
PB	5.4	5.3	5.0	4.6	4.1
EV/EBITDA	48.3	45.0	42.0	29.3	21.8
股息率	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE