

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

上海家化（600315）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年07月25日

新一期股权激励加深核心人物绑定，日化龙头强化长期成长信心

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

联系人：

柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

事项：

7月22日晚间，公司发布新一期股票期权激励计划草案，拟向董事长兼CEO潘秋生先生授予股票期权123万份，占公司总股本0.18%，行权价格为50.72元。

国信零售观点：整体来看，本次股权激励方案在去年的激励方案基础上，针对董事长潘秋生先生进行了进一步的股权绑定，同时提出了更高的业绩增长要求，展现出公司对新任管理层上任后业务调整效果的认可，以及对未来业绩持续发展的信心。如能顺利完成三年营收和净利润考核目标，公司未来净利润率有望回升至同行平均以及自身历史良好水平，这也是我们此前一直强调的公司主要推荐逻辑的体现：即通过管理机制变革改善，解决多年来由于机制不畅导致的发展桎梏，一方面将通过内部的提质增效，实现中短期内公司盈利水平的有效提升，另一方面也将在机制理顺后激活公司的品牌资产，实现中长期规模持续成长。综合来看，公司将继续坚持以品牌创新和渠道进阶为基本点，对品类结构进行优化调整，并结合市场需求加大新兴品牌推广力度，同时在渠道上提升线上运营能力并继续加大线下新零售变革。随着新任管理层机制调整后带来的经营改善红利释放，公司未来仍具备较大业绩弹性。我们维持公司21-23年EPS预测0.83/1.21/1.65元/股，对应PE为66/45/33倍，维持中长期“买入”评级。

评论：

■ 股票期权激励方案绑定核心高管，针对性激励方针利好公司长期经营

公司发布2021年限制性股票激励计划，拟向董事长潘秋生先生授予股票期权123万份，约占公司股本总额的0.18%，行权价格为50.72元/份，满足行权条件后分三期行权，行权比例分别为30%/30%/40%。整体来看，本次股票期权激励方案进一步深度绑定公司管理层核心人物，同时本次激励的业绩考核目标相比2020年10月激励目标有所提升，且行权价格也相对较高，一定程度上显示对公司未来的业绩持续成长信心加强。

➤ 加强对公司核心高管股权绑定，助力公司长期稳定发展

此次股票期权激励对象为董事长兼CEO潘秋生，而在2020年10月的公司股权激励计划中，潘总已获授限制性股票数量60万股，授予价格为19.57元/股，加上本次获授123万份股票期权，总获授股票期权数量达183万股，合计占公司总股本0.27%。

董事长潘总于5月上任，曾任欧莱雅中国区商务总经理，在化妆品领域的实操经验丰富。上任后潘总为上市公司确立了“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，对产品和渠道进行梳理。这一战略方针下，公司在产品端，加强了通过聚焦数据导向的消费者洞察进行市场预判，规范品牌定位，并创新建立研发、营销等方面精确的方法论和模型以打造爆品；渠道端，线下聚焦头部门店并试点新零售，线上提升传统电商运营能力并探索新电商平台；并通过简化内部流程、

加强文化建设、提升数据化能力助力经营。而潘总上任至今，上海家化基本面也呈现了持续复苏态势，一定程度上体现了新董事长的战略方针卓有成效。本次股权激励计划进一步在股权层面加深了新任董事长与上市公司的绑定，也将有利于公司未来持续健康发展。

表 1：本激励计划拟授予的股票期权的分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期 权总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
潘秋生	董事长、首席 执行官、总经 理	123	100%	0.18%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

► 业绩目标有所提升，体现企业基本面加速增长信心

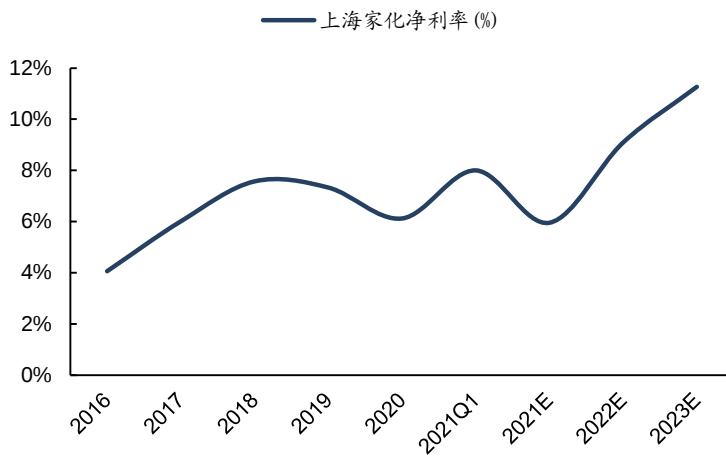
从业绩考核要求来看，本次股票期权激励计划相比 2020 年 10 月股权激励方案目标有所提升，展现出公司对于企业业绩加速成长的信心。本激励计划的行权考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。本次考核目标包括 A（全行权目标，可行权 100%）和 B（最低行权目标，可行权 80%）两个方案，其中最低行权目标为：2021-2023 年每年度营收不低于 77.52/87.72/99.96 亿元，且累计净利润不低于 4.305/11.655/22.05 亿元；全行权目标为：2021-2023 年每年度营收分别不低于 84.66/95.88/108.12 亿元，且累计归母净利润分别不低于 5.04/13.755/25.935 亿元。对比 2020 年 10 月的股权激励计划，其业绩考核目标均有所提升，一定程度上体现公司在内部管理机制梳理完善后，对于业绩加速成长信心的进一步增强。

表 2：两次股票股权激励计划各年度业绩考核目标比较

2021 年股权激励计划各年度业绩考核目标				
业绩考核目标		第一个解除限售 期（2021 年度）	第二个解除限售期 （2022 年度）	第三个解除限售期 （2023 年度）
全行权目标（A）	营业收入（a1）	84.66 亿	95.88 亿	108.12 亿
	累计净利润（a2）	5.04 亿	13.755 亿	25.935 亿
最低行权目标（B）	营业收入（b1）	77.52 亿	87.72 亿	99.96 亿
	累计净利润（b2）	4.305 亿	11.655 亿	22.05 亿
2020 年股权激励计划各年度业绩考核目标				
业绩考核目标		第一个解除限售 期（2021 年度）	第二个解除限售期 （2022 年度）	第三个解除限售期 （2023 年度）
全行权目标（A）	营业收入（X1）	83 亿	94 亿	106 亿
	累计净利润（Y1）	4.8 亿	13.1 亿	24.7 亿
最低行权目标（B）	营业收入（X2）	76 亿	86 亿	98 亿
	累计净利润（Y2）	4.1 亿	11.1 亿	21.0 亿

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

整体从考核目标方案来看，其节奏设置较为合理，能够给予管理层充分时间实现品牌运营的优化调整，有助于公司的长期健康持久发展。而如能顺利完成考核，**预计其 2023 年净利率将达到 11% 以上的同行平均以及自身历史良好水平。而这也是我们此前一直强调的公司推荐逻辑的体现：**我们认为，上海家化近几年主要由于品牌投入期（佰草集、高夫复苏期费用投放较大，玉泽、启初等品牌高速成长期的品牌投放费用也较大）、汤美星品牌的收购消化等短期因素影响，以及前期管理层变动磨合带来业绩波动下，导致同期净利率明显低于同行平均水平。而这一局面随着公司新管理层的锐意革新后，有望得到扭转：一方面在管理机制的提质增效上，通过内部经营岗位精简优化以及营销投放的合理规划，有望带来费用端的明显改善；另一方面在中长期品牌迭代发展上，随着玉泽、启初的不断成长壮大，以及佰草集的复苏，高毛利率的护肤品业务有望推动公司整体毛利率的提升，且费用率随着规模效应的显现也有望不断下降，从而在未来为公司盈利能力的回升提供重要支撑。

图 1：公司净利率变化情况


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

注：2021-2023 年选取最新股权激励方案中全行权业绩考核目标数据测算

■ 投资建议：日化龙头稳步复苏，机制改善促长期发展，维持“买入”评级

综合来看，作为传统日化龙头，上海家化旗下品牌底蕴丰厚且矩阵完善，随着新任管理层上任后的管理改善优化，有望解决多年来由于机制不畅导致的发展桎梏：一方面将通过内部提质增效提升公司盈利水平，另一方面也将在机制理顺后激活公司的品牌资产，实现中长期规模持续成长。

整体来看，本次新一轮股权激励进一步加深了上市公司与核心管理层的利益绑定，也彰显了业绩持续发展的信心。且从公司逐季业绩表现来看，公司整体业务也确实在实现稳步复苏，盈利能力持续优化趋势明朗。全年看，公司将继续坚持以品牌创新和渠道进阶为基本点，对品类结构进行优化调整，同时在渠道上提升线上运营能力并继续加大线下新零售变革。随着公司机制改善下，收入端多品牌协同迭代成长趋势的演进，以及利润端管理提效带来的费用优化，公司未来业绩依旧具备较大弹性空间。维持公司 21-23 年预测归母净利润 5.61 亿元/8.18 亿元/11.18 亿元，EPS 分别为 0.83/1.21/1.65，对应 PE 分别为 66/45/33 倍，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2020
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600315	上海家化	买入	54.42	0.63	0.83	1.21	86.38	65.57	44.98	5.68
603605	珀莱雅	买入	172.21	2.37	3.04	3.80	72.66	56.65	45.32	13.95
603983	丸美股份	增持	40.54	1.16	1.39	1.76	34.95	29.17	23.03	5.42
688363	华熙生物	增持	277.00	1.35	1.77	2.27	205.19	156.50	122.03	26.50

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1287	2010	3242	4001	营业收入	7032	8054	9413	10847
应收款项	1177	1324	1367	1575	营业成本	2816	3164	3648	4146
存货净额	867	1022	1083	1121	营业税金及附加	57	56	66	76
其他流动资产	93	733	382	524	销售费用	2924	3130	3541	4027
流动资产合计	6155	6645	7629	8776	管理费用	721	1092	1245	1347
固定资产	1043	1003	1063	1101	财务费用	43	16	(9)	(34)
无形资产及其他	769	739	708	677	投资收益	171	50	70	75
投资性房地产	2853	2853	2853	2853	资产减值及公允价值变动	97	20	(20)	(30)
长期股权投资	476	496	516	536	其他收入	(205)	0	0	0
资产总计	11295	11735	12768	13942	营业利润	534	666	972	1329
短期借款及交易性金融负债	10	10	10	10	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	718	852	985	1121	利润总额	534	668	974	1331
其他流动负债	2147	2044	2338	2642	所得税费用	104	107	156	213
流动负债合计	2876	2906	3333	3773	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1062	1062	1062	1062	归属于母公司净利润	430	561	818	1118
其他长期负债	858	930	1046	1109					
长期负债合计	1920	1993	2109	2171					
负债合计	4796	4899	5441	5944	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	430	561	818	1118
股东权益	6499	6836	7327	7998	资产减值准备	(5)	(1)	1	2
负债和股东权益总计	11295	11735	12768	13942	折旧摊销	180	142	150	161
					公允价值变动损失	(97)	(20)	20	30
					财务费用	43	16	(9)	(34)
					营运资本变动	259	(842)	791	117
					其它	5	1	(1)	(2)
					经营活动现金流	772	(159)	1779	1426
					资本开支	(118)	(50)	(200)	(200)
					其它投资现金流	(798)	1177	0	0
					投资活动现金流	(1000)	1107	(220)	(220)
					权益性融资	132	0	0	0
					负债净变化	(76)	0	0	0
					支付股利、利息	(205)	(225)	(327)	(447)
					其它融资现金流	336	(0)	0	0
					融资活动现金流	(94)	(225)	(327)	(447)
					现金净变动	(322)	723	1232	759
					货币资金的期初余额	1609	1287	2010	3242
					货币资金的期末余额	1287	2010	3242	4001
					企业自由现金流	735	(236)	1508	1128
					权益自由现金流	996	(250)	1516	1157

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《上海家化-600315-2020 年一季报点评：Q1 业绩表现亮眼，机制改善效应持续显现》——2021-04-22
 《上海家化-600315-2020 年年报点评：Q4 净利润实现超预期增长，盈利能力有望持续改善》——2021-02-03
 《上海家化-600315-2020 年三季报点评：Q3 利润端表现亮眼，电商调整优化推动良性发展》——2020-10-27
 《上海家化-600315-重大事件快评：新一期股权激励彰显信心，日化龙头复苏进行时》——2020-10-09
 《上海家化-600315-2020 年中报点评：收入端改善显著，非经常因素影响利润表现》——2020-08-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032