

上海家化(600315)

点评报告

行业公司研究——化学制品行业——

证券研究报告

加码股权激励，上调考核目标

——上海家化 2021 年股票期权激励计划点评

✍ 分析师：马莉 S1230520070002
☎ 联系人：汤秀洁、王长龙、詹陆雨、周明蕊
✉ 联系方式：mali@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2021 年股票期权激励计划，拟向公司董事长授予 123 万份股票期权，占公司公告日总股本 0.18%。同时，公司上调股权激励计划业绩考核目标，彰显百年龙头再起航信心。

投资要点

□ 事件：公司发布 2021 年股票期权激励计划

拟向董事长潘秋生授予 123 万份股权激励，占公司公告日总股本 0.18%。1) 激励对象：公司董事长潘总 1 人。2) 股票来源：向激励对象定向发行公司 A 股普通股。本次股票期权的行权价格为每份 50.72 元。3) 行权期限：股票期权的等待期分别为自授权之日起 12 个月、24 个月、36 个月，行权比例分别为 30%、30%、40%。

业绩考核：同时考虑公司层面业绩和个人层面绩效。其中，公司层面业绩考核目标 A 为 2021-2023 年收入分别为 84.66 亿、95.88 亿、108.12 亿，累计净利润 5.04 亿、13.755 亿、25.935 亿；业绩考核目标 B 为 2021-2023 年收入分别为 77.52 亿、87.72 亿、99.96 亿，累计净利润 4.305 亿、11.655 亿、22.05 亿。从公司层面来看，若收入和利润未能同时达到业绩下限（目标 B），则当期不可行权；若能达到业绩下限（目标 B），即可解锁 80% 的行权比例，剩余部分的解锁程度随业绩提高而提高，直至达到业绩目标 A 才可完全解锁。个人层面考评结果 B 及以上/B-/C-/D 分别对应个人层面解除限售比例 100%/80%/60%/0。综合来看，潘总当年实际可行权数量=公司层面实际行权比例×个人层面行权比例×个人当年计划行权额度。

□ 亮点：调高业绩考核目标，彰显百年家化再起航信心

相较于公司 2020 年的股权激励计划，业绩考核目标上下限均上调，目标上限再次略超市场预期。2020 年 10 月公司发布股权激励计划，拟向包括董事长潘秋生在内的 139 名激励对象授予的限制性股票数量为 869 万股。本次股权激励的业绩考核目标略高于去年。

1) 业绩考核目标下限看，两次股权激励未来 3 年累计净利润提高 1.05 亿元，由 21 亿元上调至 22.05 亿元。2020 年 10 月股权激励目标下限为 2021-2023 年收入分别为 76 亿元、86 亿元、98 亿元，累计净利润 4.1 亿元、11.1 亿元、21.0 亿元；2021 年 7 月本次股权激励目标下限为 2021-2023 年收入分别为 77.52 亿元、87.72 亿元、99.96 亿元，累计净利润 4.305 亿元、11.655 亿元、22.05 亿元。

2) 业绩考核目标上限看，两次股权激励未来 3 年累计净利润提高 1.235 亿元，由 24.7 亿元上调至 25.935 亿元。2020 年 10 月股权激励目标上限为 2021-2023 年收入分别为 83 亿元、94 亿元、106 亿元，累计净利润 4.8 亿元、13.1 亿元、24.7 亿元；2021 年 7 月本次股权激励目标上限为 2021-2023 年收入分别为 84.66 亿、95.88 亿、108.12 亿，累计净利润 5.04 亿、13.755 亿、25.935 亿。

我们认为，公司在 2020 年股权激励的业绩目标之上，再次调高业绩考核目标，既展现了董事会对公司管理层经营管理能力的认可，也展现了对企业未来发展前景的信心。

评级

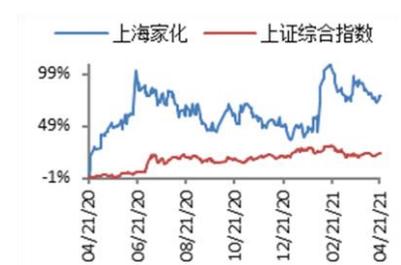
增持

上次评级	增持
当前价格	¥ 54.42

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.25
4Q/2020	0.17
3Q/2020	0.19
2Q/2020	0.10



相关报告

- 1《上海家化 2021 年一季报点评：Q1 业绩亮眼，2021 家化复兴已在路上》2021.04.22
- 2《上海家化 2020 年报点评：品牌创新+渠道进阶，期待 2021 年的尽善致美》2021.02.03
- 3《上海家化 2020 年三季报点评：Q3 电商调整逐步落地，期待多品牌创新效果》2020.10.27
- 4《上海家化：股权激励落地，多维考核张弛有度》2020.10.11

报告撰写人：马莉
汤秀洁、王长龙、詹陆雨、周明蕊
联系人：

□ 盈利预测及估值

百年国货龙头上海家化，在悠久的历史进程中沉淀文化底蕴、夯实研发壁垒并塑造极具代表性的国货形象，又在渠道加速变革的今天直面痛点、锐意进取。2021年是公司成立123年，公司坚持“123”战略，即以消费者为中心，以品牌创新+渠道进阶为基本点，以文化、系统流程、数字化为助推器赋能企业持续转型。本次上调股权激励考核目标，再度彰显公司发展信心。我们预计2021-2023年公司EPS为0.74、1.09、1.53元/股，同比增长16%、48%、41%，对应PE为74、50、36倍，维持增持评级。

□ 风险提示

1) 打造明星单品进展未达预期； 2) 渠道转型的风险，线下增速放缓、线上流量及营销方式迭代过快； 3) 高端外资品牌及本土新锐品牌带来的竞争加剧等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	7032	8000	9157	10584
(+/-)	-7.43%	13.75%	14.47%	15.58%
净利润	430	499	737	1038
(+/-)	-22.78%	16.09%	47.60%	40.87%
每股收益(元)	0.63	0.74	1.09	1.53
P/E	86	74	50	36

表 1：2021 年限制性股票激励计划的激励对象

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
1	潘秋生	董事长、首席执行官、总经理	123	100%	0.18%
合计			123	100.00%	0.18%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：2020 年与 2021 年公司限制性股票激励计划的考核指标
公司层面

2020 年公司股权激励计划业绩考核目标		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)
业绩考核目标 (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
业绩考核目标 (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
2021 年公司股权激励计划业绩考核目标		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)
业绩考核目标 (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
业绩考核目标 (B)	营业收入 (b2)	77.52 亿	87.72 亿	99.96 亿
	累计净利润 (b2)	4.305 亿	11.655 亿	22.05 亿

注：上述“累计净利润”是指第一个解除限售期考核 2021 年度净利润，第二个解除限售期考核 2021 年度与 2022 年度净利润之和，第三个解除限售期考核 2021 年度、2022 年度及 2023 年度净利润之和，且“净利润”指归属于上市公司股东的净利润。

个人层面

2020 年考评结果 (S)	B 及以上	B-	C	D
个人层面解除限售比例	100%	80%	60%	0
2021 年考评结果 (S)	B 及以上	B-	C	D
个人层面解除限售比例	100%	80%	60%	0

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6155	6669	7935	9476
现金	1287	1526	2479	3700
交易性金融资产	2732	2732	2732	2732
应收账款	1090	1209	1382	1528
其它应收款	87	63	81	102
预付账款	47	72	74	81
存货	867	1014	1133	1280
其他	46	53	55	52
非流动资产	5140	5174	5002	4865
金额资产类	0	236	79	105
长期投资	476	381	416	424
固定资产	1019	1193	1141	1116
无形资产	769	704	631	551
在建工程	24	20	16	13
其他	2853	2641	2719	2655
资产总计	11295	11844	12937	14341
流动负债	2876	3020	3451	3962
短期借款	0	0	0	0
应付款项	718	811	916	1040
预收账款	0	66	64	54
其他	2157	2143	2471	2868
非流动负债	1920	1829	1890	1880
长期借款	1062	1062	1062	1062
其他	858	767	828	817
负债合计	4796	4849	5341	5842
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	6499	6995	7596	8499
负债和股东权益	11295	11844	12937	14341
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	643	574	905	1306
净利润	430	499	737	1038
折旧摊销	236	176	183	187
财务费用	43	41	28	14
投资损失	(171)	(152)	(159)	(161)
营运资金变动	120	(81)	265	264
其它	(15)	91	(149)	(35)
投资活动现金流	(671)	(287)	211	63
资本支出	103	(241)	(24)	(54)
长期投资	(84)	(141)	122	(34)
其他	(690)	96	113	151
筹资活动现金流	(136)	(48)	(163)	(149)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(76)	0	0	0
其他	(61)	(48)	(163)	(149)
现金净增加额	(164)	240	953	1221

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7032	8000	9157	10584
营业成本	2816	3180	3592	4078
营业税金及附加	57	61	70	82
营业费用	2924	3320	3663	4128
管理费用	721	816	897	953
研发费用	144	168	197	233
财务费用	43	41	28	14
资产减值损失	86	58	83	99
公允价值变动损益	28	37	50	38
投资净收益	171	152	159	161
其他经营收益	93	70	80	90
营业利润	534	615	917	1287
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	534	615	917	1287
所得税	104	116	180	248
净利润	430	499	737	1038
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	430	499	737	1038
EBITDA	814	834	1135	1491
EPS (最新摊薄)	0.63	0.74	1.09	1.53
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-7.43%	13.75%	14.47%	15.58%
营业利润	-23.77%	15.22%	49.11%	40.29%
归属母公司净利润	-22.78%	16.09%	47.60%	40.87%
获利能力				
毛利率	59.95%	60.25%	60.78%	61.47%
净利率	6.12%	6.24%	8.05%	9.81%
ROE	6.73%	7.40%	10.10%	12.90%
ROIC	6.00%	6.51%	8.65%	10.81%
偿债能力				
资产负债率	42.46%	40.94%	41.28%	40.74%
净负债比率	22.36%	22.06%	20.04%	18.33%
流动比率	2.14	2.21	2.30	2.39
速动比率	1.84	1.87	1.97	2.07
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.69	0.74	0.78
应收帐款周转率	6.07	6.90	6.87	6.88
应付帐款周转率	3.65	4.16	4.16	4.17
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.74	1.09	1.53
每股经营现金	0.95	0.85	1.33	1.93
每股净资产	9.59	10.32	11.20	12.54
估值比率				
P/E	85.76	73.87	50.05	35.53
P/B	5.68	5.27	4.86	4.34
EV/EBITDA	25.55	40.60	29.02	21.26

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>