

上海家化 (600315)

证券研究报告

2021年07月27日

加推期权激励高度认可董事长改革成效，提高考核目标更显信心

事件

公司发布 2021 年股票期权激励计划，拟授予董事长潘秋生股票期权 123 万份，占公司公告日总股本的 0.18%，行权价格为 50.72 元/份。等待期为自授权之日起 12 个月、24 个月、36 个月，每期行权比例分别为 30%/30%/40%。

点评

本期权激励计划公司层面业绩考核目标分 A 与 B 两个标准，分别对应当期最低可解锁比例 100%/80%。A 标准：2021-23 年营业收入分别为 84.66 亿/95.88 亿/108.12 亿，分别 yoy+20.4%/13.3%/12.8%；累计净利润分别为 5.04 亿/13.755 亿 /25.935 亿，净利润 yoy 分别为 17.2%/72.9%/39.8%，对应 2021-23 年利润率分别为 5.95%/9.09%/11.27%逐年提升。B 标准：2021-23 年营业收入分别为 77.52 亿/87.72 亿/99.96 亿，分别 yoy+10.24%/13.16%/13.95%；累计净利润分别为 4.305 亿/11.655 亿 /22.05 亿，净利润 yoy 分别为 0.12%/70.73%/41.43%，对应 2021-23 年利润率分别为 5.55%/8.38%/10.4%。本次股权激励计划是公司在 2020 年推出的限制性股票激励计划（授予董事长 60 万股）基础上加推的一项激励计划，计划考核年度与上期一致，考核目标较上期有所增长，其中收入指标增长 2%，利润指标增长 5%。董事长潘秋生上任以来，2020Q4 实现归母净利润 1.18 亿元，同增 608.7%，净利率 7.07%；2021Q1 实现营收 21.15 亿元，同增 27.04%，归母净利润 1.69 亿元，同增 41.92%，净利率 8%，预计 Q2 净利率改善趋势延续，降本增效效果显著，增强完成上述考核目标净利率逐年提升的信心。

投资建议与盈利预测

本次期权激励计划考核 A 的 21-23 年目标净利润分别为 5.04 亿/8.72 亿/12.18 亿，若目标完成当前市值对应 PE 分别为 69/40/29x。董事长潘秋生上任后改革效果显著，降本增效只是家化百年复兴改革第一步，未来公司将持续推动品牌创新和渠道进阶，以获客成本最优化和用户价值最大化为基本，以品牌全域化、运营数字化、数字资产化为三个助推器向数字化迈进。公司坚持 123 方针，以消费者为中心，构建多品牌矩阵，以专业性为产品背书促进品牌力沉淀，战略规划逐项落地效果初现，持续不断地为每个消费者打造至美的产品和服务，期待百年家化以终为始发力国际化美妆集团，预计 22-23 年 PE43/30X，看好长期可持续发展能力，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争激烈，原材料价格波动风险，战略执行未达预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,596.95	7,032.39	8,368.54	9,540.13	10,860.26
增长率(%)	6.43	(7.43)	19.00	14.00	13.84
EBITDA(百万元)	928.39	962.56	804.77	1,176.94	1,590.73
净利润(百万元)	557.09	430.20	509.91	805.06	1,142.19
增长率(%)	3.09	(22.78)	18.53	57.88	41.88
EPS(元/股)	0.82	0.63	0.75	1.18	1.68
市盈率(P/E)	62.23	80.59	67.99	43.06	30.35
市净率(P/B)	5.52	5.33	4.93	4.50	3.98
市销率(P/S)	4.56	4.93	4.14	3.63	3.19
EV/EBITDA	18.86	20.51	38.22	25.11	17.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	51.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	679.63
流通 A 股股本(百万股)	671.25
A 股总市值(百万元)	34,668.15
流通 A 股市值(百万元)	34,240.38
每股净资产(元)	9.90
资产负债率(%)	44.15
一年内最高/最低(元)	63.87/34.18

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《上海家化-季报点评:聚焦优化提升盈利水平，数字化战略赋能公司未来》2021-04-23
- 《上海家化-年报点评报告:潘帅改革效果立现，百年家化复兴拐点已至》2021-02-05
- 《上海家化-季报点评:Q3 业绩+33%环比改善明显，组织焕活重塑提效》2020-10-27

1. 事件

公司发布 2021 年股票期权激励计划，拟授予董事长潘秋生股票期权 123 万份，占公司公告日总股本的 0.18%，行权价格为 50.72 元/份。等待期为自授权之日起 12 个月、24 个月、36 个月，每期行权比例分别为 30%/30%/40%。

2. 点评

本期权激励计划公司层面业绩考核目标分 A 与 B 两个标准，分别对应当期最低可解锁比例 100%/80%。

表 1：股票期权激励计划考核目标

	A				B				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
营业收入 (亿元)	70.32	84.66	95.88	108.12	营业收入 (亿元)	70.32	77.52	87.72	99.96
		20.39%	13.25%	12.77%			10.24%	13.16%	13.95%
净利润 (亿元)	4.30	5.04	8.72	12.18	净利润 (亿元)	4.30	4.305	7.35	10.395
		17.21%	72.92%	39.76%			0.12%	70.73%	41.43%
净利率	6.11%	5.95%	9.09%	11.27%	净利率	6.11%	5.55%	8.38%	10.40%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

A 标准：2021-23 年营业收入分别为 84.66 亿 /95.88 亿 /108.12 亿，分别 yoy+20.4%/13.3%/12.8%；累计净利润分别为 5.04 亿 /13.755 亿 /25.935 亿，净利润 yoy 分别为 17.2%/72.9%/39.8%，对应 2021-23 年利润率分别为 5.95%/9.09%/11.27%逐年提升。

B 标准：2021-23 年营业收入分别为 77.52 亿 /87.72 亿 /99.96 亿，分别 yoy+10.24%/13.16%/13.95%；累计净利润分别为 4.305 亿 /11.655 亿 /22.05 亿，净利润 yoy 分别为 0.12%/70.73%/41.43%，对应 2021-23 年利润率分别为 5.55%/8.38%/10.4%。

本次股权激励计划是公司在 2020 年推出的限制性股票激励计划（授予董事长 60 万股）基础上加推的一项激励计划，计划考核年度与上期一致，考核目标较上期有所增长，其中收入指标增长 2%，利润指标增长 5%。董事长潘秋生上任以来，2020Q4 实现归母净利 1.18 亿元，同增 608.7%，净利率 7.07%；2021Q1 实现营收 21.15 亿元，同增 27.04%，归母净利润 1.69 亿元，同增 41.92%，净利率 8%，预计 Q2 净利率改善趋势延续，降本增效效果显著，增强完成上述考核目标净利率逐年提升的信心。

3. 投资建议与盈利预测

本次期权激励计划考核 A 的 21-23 年目标净利润分别为 5.04 亿 /8.72 亿 /12.18 亿，若目标完成当前市值对应 PE 分别为 70/44/31 x。董事长潘秋生上任后改革效果显著，降本增效只是家化百年复兴改革第一步，未来公司将持续推动品牌创新和渠道进阶，以获客成本最优化和用户价值最大化为基本，以品牌全域化、运营数字化、数字资产化为三个助推器向数字化迈进。公司坚持 123 方针，以消费者为中心，构建多品牌矩阵，以专业性为产品背书促进品牌力沉淀，战略规划逐项落地效果初现，持续不断地为每个消费者打造至美的产品和服务，期待百年家化以终为始发力国际化美妆集团，预计 22-23 年 PE43/30X，看好长期可持续发展能力，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,609.13	1,286.71	3,426.55	4,022.01	4,983.17	营业收入	7,596.95	7,032.39	8,368.54	9,540.13	10,860.26
应收票据及应收账款	1,228.91	1,089.57	1,429.28	992.46	1,764.39	营业成本	2,896.00	2,816.16	3,351.60	3,610.88	3,900.71
预付账款	63.93	46.97	111.44	51.94	119.55	营业税金及附加	53.58	56.90	63.97	72.47	84.46
存货	925.17	866.51	1,222.31	1,041.69	1,392.28	营业费用	3,204.13	2,924.33	3,396.27	3,871.75	4,407.50
其他	2,050.38	2,865.15	2,187.43	2,414.45	2,444.55	管理费用	941.79	720.61	773.84	799.46	901.40
流动资产合计	5,877.52	6,154.91	8,377.01	8,522.56	10,703.94	研发费用	172.83	144.27	171.69	190.80	217.21
长期股权投资	391.36	475.51	475.51	475.51	475.51	财务费用	31.42	43.30	66.04	70.14	61.92
固定资产	1,122.05	1,018.62	994.58	986.42	974.80	资产减值损失	(5.00)	(68.76)	50.00	20.00	20.00
在建工程	23.88	24.36	50.62	78.37	77.02	公允价值变动收益	84.28	28.09	56.18	42.13	49.16
无形资产	830.65	777.92	728.30	678.67	629.05	投资净收益	153.99	171.20	80.00	50.00	100.00
其他	2,902.03	2,844.00	2,625.21	2,714.91	2,703.75	其他	(636.28)	(337.47)	(272.37)	(184.27)	(298.32)
非流动资产合计	5,269.98	5,140.41	4,874.21	4,933.89	4,860.13	营业利润	700.22	533.75	631.32	996.77	1,416.22
资产总计	11,147.49	11,295.32	13,251.22	13,456.44	15,564.07	营业外收入	2.75	4.44	2.00	3.00	2.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.97	4.21	0.40	0.50	0.50
应付票据及应付账款	823.86	718.26	1,166.42	855.88	1,315.49	利润总额	701.99	533.98	632.92	999.27	1,417.72
其他	2,041.16	2,157.46	2,578.57	2,368.64	3,031.55	所得税	144.90	103.78	123.00	194.20	275.53
流动负债合计	2,865.02	2,875.72	3,744.99	3,224.52	4,347.03	净利润	557.09	430.20	509.91	805.06	1,142.19
长期借款	1,138.00	1,062.39	1,705.00	1,700.00	1,695.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	557.09	430.20	509.91	805.06	1,142.19
其他	858.73	857.99	766.58	827.77	817.45	每股收益(元)	0.82	0.63	0.75	1.18	1.68
非流动负债合计	1,996.73	1,920.38	2,471.58	2,527.77	2,512.45						
负债合计	4,861.74	4,796.10	6,216.57	5,752.29	6,859.48						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	671.25	677.97	679.63	679.63	679.63	成长能力					
资本公积	865.75	978.37	978.37	978.37	978.37	营业收入	6.43%	-7.43%	19.00%	14.00%	13.84%
留存收益	5,574.08	5,949.09	6,355.01	7,024.52	8,024.96	营业利润	8.34%	-23.77%	18.28%	57.89%	42.08%
其他	(825.33)	(1,106.20)	(978.37)	(978.37)	(978.37)	归属于母公司净利润	3.09%	-22.78%	18.53%	57.88%	41.88%
股东权益合计	6,285.75	6,499.22	7,034.65	7,704.15	8,704.59	获利能力					
负债和股东权益总计	11,147.49	11,295.32	13,251.22	13,456.44	15,564.07	毛利率	61.88%	59.95%	59.95%	62.15%	64.08%
						净利率	7.33%	6.12%	6.09%	8.44%	10.52%
						ROE	8.86%	6.62%	7.25%	10.45%	13.12%
						ROIC	12.44%	15.35%	20.85%	27.50%	46.03%
						偿债能力					
						资产负债率	43.61%	42.46%	46.91%	42.75%	44.07%
						净负债率	-7.40%	-3.29%	-24.37%	-30.04%	-37.68%
						流动比率	2.05	2.14	2.24	2.64	2.46
						速动比率	1.73	1.84	1.91	2.32	2.14
						营运能力					
						应收账款周转率	6.72	6.07	6.64	7.88	7.88
						存货周转率	8.44	7.85	8.01	8.43	8.92
						总资产周转率	0.71	0.63	0.68	0.71	0.75
						每股指标(元)					
						每股收益	0.82	0.63	0.75	1.18	1.68
						每股经营现金流	1.10	0.95	0.59	2.05	1.72
						每股净资产	9.25	9.56	10.35	11.34	12.81
						估值比率					
						市盈率	62.23	80.59	67.99	43.06	30.35
						市净率	5.52	5.33	4.93	4.50	3.98
						EV/EBITDA	18.86	20.51	38.22	25.11	17.98
						EV/EBIT	23.51	25.23	44.11	27.70	19.35

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	557.09	430.20	509.91	805.06	1,142.19
折旧摊销	230.10	235.55	107.41	110.03	112.59
财务费用	57.87	62.73	66.04	70.14	61.92
投资损失	(153.99)	(171.20)	(80.00)	(50.00)	(100.00)
营运资金变动	1,586.82	110.94	(259.49)	418.90	(97.51)
其它	(1,529.14)	(24.79)	56.18	42.13	49.16
经营活动现金流	748.76	643.43	400.05	1,396.26	1,168.34
资本支出	54.12	51.30	151.40	18.82	60.32
长期投资	115.19	84.15	0.00	0.00	0.00
其他	(290.11)	(806.41)	989.26	(609.44)	(59.48)
投资活动现金流	(120.81)	(670.95)	1,140.67	(590.63)	0.84
债权融资	1,143.83	1,072.57	1,712.21	1,707.74	1,703.37
股权融资	(76.94)	(89.71)	65.96	(67.64)	(59.41)
其他	(1,252.76)	(1,119.07)	(1,179.06)	(1,850.28)	(1,852.00)
筹资活动现金流	(185.87)	(136.21)	599.12	(210.17)	(208.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	442.08	(163.73)	2,139.84	595.47	961.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com