行业观点

● 化妆品

上海家化（600315）事件点评：发布股票激励计划，彰显新管理层发展信心

公司发布 2020 年限制性股票激励计划（草案），拟向 139 名激励对象授予限制性股票 869 万股，约占公司总股本的 1.29%，其中首次授予 700.30 万股，约占本次授予总量的 80.59%；预留 168.70 万股，约占本次授予总量的 19.41%。首次授予的限制性股票授予价格为每股 19.57 元。

*激励计划 2021-2023 年分三期兑现，彰显长期发展信心

本激励计划的限售期为自授予登记完成之日起 15/27/39 个月，分别解除限售比例 30%/30%/40%，首次授予部分对应 A、B 两档业绩考核目标为：A 档目标为 2021/2022/2023 年营业收入不低于 83/94/106 亿，较 2019 年度基准增长率 9%/24%/40%；累计归母净利润不低于 4.8/13.1/24.7 亿，单年较 2019 年度基准增长率-14%/49%/108%。B 档目标为 2021/2022/2023 年营业收入不低于 76/86/98 亿，较 2019 年度基准增长率 0%/13%/29%；累计归母净利润不低于 4.1/11.1/21.0 亿，单年较 2019 年度基准增长率-26%/26%/78%。达到 A 档目标可解锁全部股票，达到 B 档目标可解锁 80%+超额部分比例。同时，激励对象个人层面考核评价分为 B 及以上、B-、C、D 四个等级，对应解除限售系数分别为 100%/80%/60%/0%。

*激励对象以中高层管理人员为主，激励费用对利润影响有限

本次计划激励对象共 139 人，约占公司 2019 年底员工总数的 4.09%。其中，董事长潘秋生、副总经理叶伟敏、首席财务管韩敏三位高管分别获授股票 60 万股、20 万股、20 万股，占授予总量的 6.90%、2.30%、2.30%；136 位中层管理人员及骨干员工获授股票占本次授予总量的 69.08%。激励计划费用分 5 年摊销，预计 2020-2024 年摊销费用 835、5013、2791、1355、104 万元，合计约 1.01 亿元，对公司利润影响有限。

*投资建议与盈利预测

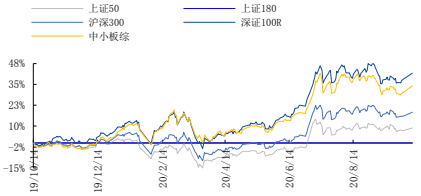
上海家化作为国内日化用品龙头公司，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020 年 5 月管理层换帅后，公司积极进行品牌、渠道、组织的梳理。此次股票激励计划对未来 3 年业绩增速目标较高，对中高层管理人员激励较大，彰显公司发展信心。我们预计 2020/2021/2022 年公司实现归母净利润 4.56/5.54/6.43 亿元，EPS 0.68/0.83/0.96 元，对应 PE 56x/46x/39x，维持“买入”评级。

*风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
新强联	83.56	40.01	37.71	159.18
青岛中程	18.70	39.97	37.30	161.54
上能电气	81.29	32.46	31.16	129.05
珈伟新能	8.38	31.76	31.35	74.95
阳光电源	35.95	30.77	29.41	244.08

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
光线传媒	12.75	-23.47	-24.29	8.73
国城矿业	13.41	-20.04	-10.06	-1.76
国元证券	10.44	-12.93	-14.36	15.45
暴风退	0.32	-11.11	-3.03	-91.18
*ST 永泰	1.17	-10.69	-5.65	-17.61

医美深度-美容大王 2.0：当轻医美进入大众化时代

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

报告摘要：中国即将成为医美第一大国，三千亿市场值得期待。2019 年中国医疗美容市场规模达到 1769 亿元，增长率为 22.2%；2019 年中国医美用户 1367.2 万人，预测 2023 年医美用户达 2548.3 万人。中国在 2017 年已经成为全球第二大医美市场，亦是全球增速最快的国家之一。有望在 2021 年超越美国，成为医美第一大市场，于 2023 年市场规模达到 3115 亿元。

中国医美项目渗透率仍有较大的可提升空间。中国医美行业起步较晚，2014 年，医美在中国大陆渗透率仅为 2.4%，而同期，医美在中国香港渗透率为 3.8%，在日本渗透率为 10.3%，在美国渗透率为 15.7%，韩国医美项目渗透率高达 18.2%。过去五年，中国医美项目渗透率有了显著提升，从 2014 年的 2.4%上升到 2019 年的 3.6%。

医美新趋势，轻医美消费进入大众化时代
90 后已经成医美消费的主力军，占比过半。年轻医美不再以揭露自己做医美项目为“耻”，而是更远在社交平台发布自己的心路历程、研究对比及前后效果，成为医美被广泛传播和“安利”的主要方式。
渠道下沉，低线城市有望发力。根据新氧预测，未来 5 年二线城市消费用户占比将反超新一线城市。一二线城市消费者更成熟，对医美知识了解较多，消费转化率高。三四线城市目前仍然处于市场教育阶段，用户问的多，消费的少。
轻医美趋势明显，非手术类医美占比提升。2018-2023 年，中国手术类市场增速预计为 22.7%，而非手术类则有望达到 26.3%

医美产业价值链：从注射用透明质酸单品产业链利润分配来看：在原材料和终端产品生产阶段，由于出厂价较低，单品利润水平并不算高，而在终端销售阶段，尽管获客成本较高，高终端价形势下，利润水平处于整个产业链最高位。但由于中游的服务企业较多，竞争分散+经营能力+获客能力很大程度上打散了利润空间，单体获利能力层次不齐，乱象丛生。上游生产企业相对集中，单个企业反而处于医美产业链利润高地。

重要新闻

- 广东省提前超额完成全年 5G 建设任务，下一步将更大力度推动 5G 网络建设，年内实现珠三角地区所有乡镇、粤东粤西粤北地区县城 5G 网络覆盖，将珠三角地区建设成为全国首个 5G 城市群。
- 北斗三号全球卫星导航系统首次应用于高铁轨道精测。据介绍，北斗惯导小车可实现铁路轨道平顺性指标毫米级、里程厘米级测量精度，能够满足铁路有砟轨道数字化捣固要求。
- 四川等八省区省际联盟药品集中带量采购公告出炉，纳入采购的药品共计 17 种，囊括曲克芦丁注射剂

等多种常见病的常用药品。未来这 17 种药品有望以更低的价格，减轻患者负担。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188