消费升级与娱乐研究中心

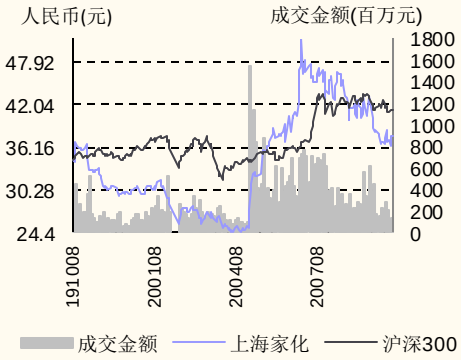
上海家化 (600315.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：37.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.71
已上市流通 A 股(亿股)	6.71
总市值(亿元)	253.06
年内股价最高最低(元)	39.70/36.38
沪深 300 指数	4587
上证指数	3218



相关报告

1.《Q2 收入增速转正，继续优化产品&渠道提效-上海家化 1H20 点...》，2020.8.27

2.《换帅焕新，各业务线现积极改善-换帅焕新，各业务线现积极改善》，2020.4.23

3.《19 营销加大拖累业绩，期待品牌建设长期效果-19 营销加大拖累...》，2020.3.1

4.《3Q 单季增速放缓，佰草集复苏稳步推进，太极精华上市表现值得期...》，2019.10.25

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

发布股权激励计划，利于核心队伍建设

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.81	0.83	0.81	0.95	1.14
每股净资产(元)	8.66	9.36	9.92	10.63	11.52
每股经营性现金流(元)	1.33	1.01	0.59	1.55	1.62
市盈率(倍)	33.91	37.28	46.60	39.61	32.99
净利润增长率(%)	38.63%	3.09%	-2.51%	17.65%	20.07%
净资产收益率(%)	9.30%	8.86%	8.15%	8.96%	9.92%
总股本(百万股)	671.25	671.25	671.25	671.25	671.25

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- **2020 年 10 月 8 日，公司发布 2020 年限制性股票激励计划（草案）：**公司拟向包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、骨干员工（不包括独立董事、监事）在内的激励对象授予限制性股票 869 万股，占公告时公司股本总额的 1.29%。其中首次授予 700.3 万股，占本次授予权益总额的 80.59%。预留 168.7 万股，占 19.41%。本激励计划授予的激励对象共计 139 人，授予价格为每股 19.57 元，股票来源为公司向激励对象定向发行上海家化 A 股普通股。

点评

- **本激励计划首次授予的限制性股票限售期分别为首次授予的限制性股票登记完成之日起 15 个月、27 个月、39 个月。**三个解除限售期所对应解除限售比例分别为 30%，30%和 40%。激励计划首次授予的激励对象共计 139 人，涵盖范围广泛，包括：①公司董事、高级管理人员 3 位；②公司高层管理人员 4 位；③公司中层管理人员 66 位；④公司骨干员工 66 位。
- **公司本次激励计划考核分两个层面（公司层面和个人层面），考核年度为 2021-2023 年三个会计年度。**公司层面业绩考核指标为营收和累计净利，业绩考核目标分为 A、B 两挡：A 目标的营收分别为 83 亿、94 亿和 106 亿，对应营收增速为 13.3%和 12.8%，净利分别为 4.8 亿、8.3 亿和 11.6 亿，对应净利增速为 72.9%和 39.8%；B 目标的营收分别为 76 亿、86 亿和 98 亿，对应营收增速为 13.2%和 14%，净利分别为 4.1 亿、7 亿和 9.9 亿，对应净利增速为 70.7%和 41.4%；若低于目标 B，当期实际解除限售比例为 0，若低于目标 A，当期实际解除限售比例会按公式计算比例相应降低。个人层面的考核按照公司现行薪酬与考核的相关规定组织实施。
- **本次股权激励计划有望充分调动核心骨干积极性，彰显公司未来发展信心：**一方面，股权激励计划对象覆盖面广，方案落实有望有效绑定公司核心骨干利益，充分调动员工积极性，也有助于增加公司对业内人才的吸引力，为公司核心队伍的建设起到积极的促进作用；另一方面，公司对公司层面及个人层面都设置考核目标，在一定程度上体现了管理层对公司未来发展的信心。
- **投资建议：**公司积极采取措施应对疫情，玉泽等品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，新 CEO 上任后公司经营的持续改善值得期待，股权激励计划有望绑定利益，彰显信心。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 5.43、6.39、7.67 亿元，对应 PE 分别为 47、40、33 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情影响消费、新产品推广不及预期、渠道结构变革等

发布限制性股票激励计划，有望充分调动管理层及核心骨干积极性

- **2020 年 10 月 8 日，公司发布 2020 限制性股票激励计划（草案）：**为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司经营管理人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，在充分保障股东利益的前提下，按照收益与贡献对等的原则，公司拟定了《2020 年限制性股票激励计划（草案）》。

- **本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 869 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 67124.85 万股的 1.29%，授予价格为每股 19.57 元。**其中首次授予 700.3 万股，占公告时公司股本总额的 1.04%，占本次授予权益总额的 80.59%；预留 168.7 万股，占公告时公司股本总额的 0.25%，占本次授予权益总额的 19.41%。本激励计划首次授予的激励对象共计 139 人，其中包括公司董事和高级管理人员 3 人，占授予限制性股票总数的比例 11.5%，中高层管理人员和骨干员工 136 人，占比 69.08%。

图表 1：激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职位	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
潘秋生	董事长、首席执行官、总经理	60	6.90%	0.09%
叶伟敏	副总经理	20	2.30%	0.03%
韩敏	首席财务官、董事会秘书	20	2.30%	0.03%
中高层管理人员及骨干员工（136 人）		600.30	69.08%	0.89%
预留		168.70	19.41%	0.25%
合计		869.00	100.00%	1.29%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **本激励计划首次授予的限制性股票限售期分别为首次授予的限制性股票登记完成之日起 15 个月、27 个月、39 个月。**三个解除限售期所对应解除限售比例分别为 30%，30%和 40%。激励计划首次授予的激励对象共计 139 人，包括：①公司董事、高级管理人员 3 位；②公司高层管理人员 4 位；③公司中层管理人员 66 位；④公司骨干员工 66 位。

图表 2：本激励计划首次授予限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
首次授予限制性股票第一个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 15 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 27 个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予限制性股票第二个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 27 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 39 个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予限制性股票第三个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 39 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 51 个月内的最后一个交易日当日止	40%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：首次授予激励对象名单

职务	人数
董事及高级管理人员	3
高层管理人员	4
中层管理人员	66
骨干员工	66

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司本次激励计划考核分两个层面（公司层面和个人层面），考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。**公司层面业绩考核指标为营业收入和累计净利润，业绩考核目标分为 A、B 两挡。A 目标的营业收入分别为 83 亿、94 亿和 106 亿，2022-2023 年对应营业收入增速为 13.3%和 12.8%。净利润分别为 4.8 亿、8.3 亿和 11.6 亿，2022-2023 年对应净利润增速为 72.9%和 39.8%。B 目标的营业收入分别为 76 亿、86 亿和 98 亿，2022-2023 年对应营业收入增速为 13.2%和 14%。净利润分别为 4.1 亿、7 亿和 9.9 亿，2022-2023 年对应净利润增速为 70.7%和 41.4%。若低于目标 B，当期实际解除限售比例为 0，若低于目标 A，当期实际解除限售比例会按公式计算比例相应降低。

图表 4：公司层面业绩考核要求

业绩考核目标		解除限售期		
		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

来源：公司公告，国金证券研究所；备注：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。

- **除公司层面的业绩考核外，公司对个人还设置了严密的绩效考核体系：**个人层面的考核按照公司现行薪酬与考核的相关规定组织实施。公司将根据激励对象前一年度绩效考评结果，确定激励对象个人是否达到解除限售的条件，并对不同等级的考核结果设置了差异化的解除限售比例。激励对象个人当年实际解除限售额度＝当期实际解除限售比例×个人当年计划解除限售的额度×个人层面解除限售比例。

图表 5：个人层面绩效考核要求

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

来源：公司公告，国金证券研究所

- **本次股权激励计划有望充分调动核心骨干积极性，彰显公司未来发展信心：**一方面，本次股权激励计划目标对象覆盖面广，方案的落实有望有效绑定公司核心骨干利益，充分调动员工积极性，也有助于增加公司对行业内人才的吸引力，为公司核心队伍的建设起到积极的促进作用；另一方面，公司对公司层面及个人层面都设置考核目标，在一定程度上体现了管理层对公司未来发展的信心。

投资建议

- 公司积极采取措施应对疫情，玉泽等品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，新 CEO 上任后公司经营的持续改善值得期待，股权激励计划有望绑定利益，彰显信心。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 5.43、6.39、7.67 亿元，对应 PE 分别为 47、40、33 倍，维持买入评级。

风险提示

- 疫情影响、新产品推广不及预期、渠道结构变革等。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,488**	**7,138**	**7,597**	**7,830**	**8,773**	**9,848**
增长率		*10.0%*	*6.4%*	*3.1%*	*12.0%*	*12.2%*
主营业务成本	-2,276	-2,656	-2,896	-2,955	-3,260	-3,615
%销售收入	*35.1%*	*37.2%*	*38.1%*	*37.7%*	*37.2%*	*36.7%*
毛利	4,213	4,482	4,701	4,875	5,513	6,232
%销售收入	*64.9%*	*62.8%*	*61.9%*	*62.3%*	*62.8%*	*63.3%*
营业税金及附加	-58	-56	-54	-56	-62	-70
%销售收入	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-2,778	-2,901	-3,204	-3,210	-3,580	-3,998
%销售收入	*42.8%*	*40.6%*	*42.2%*	*41.0%*	*40.8%*	*40.6%*
管理费用	-1,004	-1,033	-1,115	-1,096	-1,228	-1,379
%销售收入	*15.5%*	*14.5%*	*14.7%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*
息税前利润（EBIT）	373	492	329	513	643	786
%销售收入	*5.8%*	*6.9%*	*4.3%*	*6.6%*	*7.3%*	*8.0%*
财务费用	-30	-61	-31	-72	-86	-74
%销售收入	*0.5%*	*0.9%*	*0.4%*	*0.9%*	*1.0%*	*0.8%*
资产减值损失	-49	-60	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-3	84	0	0	0
投资收益	146	130	154	153	153	153
%税前利润	*30.9%*	*20.1%*	*21.9%*	*23.4%*	*19.9%*	*16.6%*
营业利润	482	646	700	654	770	924
营业利润率	*7.4%*	*9.1%*	*9.2%*	*8.4%*	*8.8%*	*9.4%*
营业外收支	-11	0	2	0	0	0
税前利润	**471**	**646**	**702**	**654**	**770**	**924**
利润率	*7.3%*	*9.1%*	*9.2%*	*8.4%*	*8.8%*	*9.4%*
所得税	-81	-106	-145	-111	-131	-157
所得税率	*17.3%*	*16.4%*	*20.6%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
净利润	390	540	557	543	639	767
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**390**	**540**	**557**	**543**	**639**	**767**
净利率	*6.0%*	*7.6%*	*7.3%*	*6.9%*	*7.3%*	*7.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	390	540	557	543	639	767
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	234	257	235	191	227	287
非经营收益	-145	10	-298	-70	-31	-42
营运资金变动	383	87	186	-268	208	76
经营活动现金净流	**862**	**895**	**680**	**397**	**1,043**	**1,088**
资本开支	-524	-382	-30	-270	-660	-770
投资	904	-513	-130	0	0	0
其他	152	54	39	153	153	153
投资活动现金净流	**532**	**-842**	**-121**	**-117**	**-507**	**-617**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-12	-19	0	212	-335	2
其他	-2,099	-204	-189	-274	-290	-279
筹资活动现金净流	**-2,111**	**-223**	**-189**	**-61**	**-625**	**-277**
现金净流量	**-717**	**-170**	**370**	**218**	**-89**	**194**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,331	1,105	1,609	1,827	1,739	1,933
应收款项	1,000	1,066	1,276	1,338	1,379	1,548
存货	750	875	925	931	983	1,090
其他流动资产	1,288	1,731	2,067	2,061	2,069	2,077
流动资产	4,370	4,777	5,877	6,157	6,169	6,648
%总资产	45.5%	47.0%	52.7%	53.4%	51.5%	51.4%
长期投资	756	984	981	981	981	981
固定资产	1,226	1,206	1,146	1,201	1,624	2,092
%总资产	12.8%	11.9%	10.3%	10.4%	13.6%	16.2%
无形资产	2,906	2,885	2,970	2,994	3,004	3,019
非流动资产	5,234	5,383	5,270	5,368	5,801	6,284
%总资产	54.5%	53.0%	47.3%	46.6%	48.5%	48.6%
资产总计	9,604	10,160	11,147	11,525	11,969	12,932
短期借款	22	6	6	823	488	490
应付款项	2,160	2,336	2,462	2,396	2,657	2,957
其他流动负债	325	350	397	325	373	434
流动负债	2,508	2,691	2,865	3,544	3,518	3,881
长期贷款	1,079	1,073	1,138	1,138	1,138	1,138
其他长期负债	641	583	859	181	181	181
负债	4,227	4,347	4,862	4,864	4,837	5,200
普通股股东权益	5,377	5,813	6,286	6,661	7,132	7,732
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,604	10,160	11,147	11,525	11,969	12,932

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.579	0.805	0.830	0.809	0.952	1.143
每股净资产	7.984	8.660	9.364	9.923	10.625	11.518
每股经营现金净流	1.280	1.333	1.013	0.591	1.554	1.621
每股股利	0.990	0.100	0.180	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	7.25%	9.30%	8.86%	8.15%	8.96%	9.92%
总资产收益率	4.06%	5.32%	5.00%	4.71%	5.34%	5.93%
投入资本收益率	4.70%	5.90%	3.47%	4.89%	6.03%	6.90%
增长率						
主营业务收入增长率	21.93%	10.01%	6.43%	3.07%	12.05%	12.24%
EBIT增长率	115.13%	31.86%	-33.24%	56.09%	25.37%	22.16%
净利润增长率	80.45%	38.63%	3.09%	-2.51%	17.65%	20.07%
总资产增长率	25.83%	5.79%	9.72%	3.39%	3.86%	8.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.7	50.0	54.3	60.0	55.0	55.0
存货周转天数	107.8	111.7	113.4	115.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	93.7	103.9	104.1	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	16.7	60.8	53.9	50.2	54.1	58.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.27%	-0.47%	-38.17%	-27.03%	-28.70%	-28.97%
EBIT利息保障倍数	12.5	8.1	10.5	7.2	7.5	10.6
资产负债率	44.02%	42.79%	43.61%	42.20%	40.41%	40.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-30	增持	23.78	N/A
2	2019-03-13	增持	31.46	N/A
3	2019-04-28	增持	28.91	N/A
4	2019-08-16	增持	34.78	N/A
5	2019-10-25	增持	35.18	N/A
6	2020-03-01	增持	25.74	N/A
7	2020-04-23	买入	27.80	N/A
8	2020-08-27	买入	40.20	52.00～52.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH