上海家化（600315）

股权激励终出台，全面提效或可期

买入（首次）

2020 年 10 月 09 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,597	7,536	8,128	9,139
同比（%）	6.4%	-0.8%	7.8%	12.4%
归母净利润（百万元）	557	373	445	706
同比（%）	3.1%	-33.0%	19.2%	58.7%
每股收益（元/股）	0.83	0.56	0.66	1.05
P/E（倍）	45.43	67.78	56.86	35.83

投资要点

- **事件：**10 月 9 日，上海家化发布限制性股权激励计划，拟向 139 名董事、高管、中高层管理人员、骨干员工授予限制性股票数量 869 万股，占总股本的 1.29%，授予价格为 19.57 元/股。
- **股权激励计划稳定核心团队，为家化复苏注入强心剂：**公司此次股权激励计划涉及董事、高管、中高层管理人员、骨干员工共 139 名，其中董事长、副总经理、首席财务官授予比例共 11.5%，中层管理人员及骨干授予比例高达 69.08%，授予对象覆盖范围较为广泛，有利于深度绑定公司上下利益，激发企业内在活力，为家化的稳步复苏形成良好支撑，彰显公司对长期发展的信心。
- **设置梯度营收及业绩考核目标，公司与个人指标相结合，具有较大合理性：**本次股权激励业绩设置梯度业绩考核目标，具有较大合理性，主要包括三方面：**（1）公司层面**，2021-2023 年基础目标为营收不低于 76/86/98 亿元，且累积归母净利润不低于 4.1/11.1/21.0 亿元；高级营收目标为分别不低于 83/94/106 亿元，高级累积归母净利润目标为分别不低于 4.8/13.1/24.7 亿元。也就是说，基础目标下，以 2019 年为基年，2021-2023 年营收增速不低于 0.04%/13.2%/29.0%，归母净利润大致约为 4.1/7.1/9.9 亿元；高级目标下，以 2019 年为基年，2021-2023 年营收增速不低于 9.3%/23.7%/39.5%，归母净利润大致约为 4.8/8.3/11.6 亿元。股权激励参与者至少须同时达到基础收入及业绩目标，才能解锁当年限售股份，达到高级目标解锁限售比例也更高；**（2）个人层面**，个人解除限售比例与考评指标直接挂钩，B 级以上、B-、C、D 的考核结果解除限售比例分别为 100%/80%/60%/0%；**（3）时间跨度层面**，在第一个、第二个、第三个解除限售期分别解锁 30%/30%/40%。总体来看，本次考核目标设置**存在较大合理性**，一是将营收与业绩考核指标相结合，体现公司在深层变革阶段仍兼顾收入与业绩均衡发展的思路，有望通过品牌重新定位、产品及渠道结构调整，重新实现收入稳步较快增长，同时通过变革提效降低历史偏高的销售、管理费用率；二是公司与个人考核指标相结合，既考虑整体目标又考虑个人表现，结合不断改善的组织结构，有望实现对组织文化的重新焕活，逐步形成公平、公正、公开的制度。
- **盈利预测与投资评级：**疫情影响下公司积极采取应对措施，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，期待新管理层上任后持续变革提效，本次股权激励政策的推出利于绑定公司上下的利益，为家化的复苏进程提供良好支承。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 3.73、4.45、7.06 亿元，当前市值对应 PE 分别为 68、57、36 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情影响消费，行业竞争加剧，新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
021-60199793
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.70
一年最低/最高价	24.29/51.87
市净率(倍)	4.07
流通 A 股市值(百万元)	25306.07

基础数据

每股净资产(元)	9.27
资产负债率(%)	45.39
总股本(百万股)	671.25
流通 A 股(百万股)	671.25

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上海家化三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,878**	**5,898**	**6,350**	**6,609**
现金	1,609	1,622	1,892	1,921
应收账款	1,229	1,284	1,297	1,474
存货	925	897	1,027	1,087
其他流动资产	2,114	2,095	2,133	2,128
非流动资产	**5,270**	**5,293**	**5,734**	**6,220**
长期股权投资	391	441	491	551
固定资产	1,122	1,105	1,387	1,735
在建工程	24	99	239	351
无形资产	831	802	774	754
其他非流动资产	2,902	2,845	2,842	2,828
资产总计	**11,147**	**11,191**	**12,084**	**12,829**
流动负债	**2,865**	**2,710**	**3,166**	**3,213**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	824	816	927	990
其他流动负债	2,041	1,894	2,239	2,223
非流动负债	**1,997**	**1,989**	**1,982**	**1,974**
长期借款	1,138	1,130	1,123	1,115
其他非流动负债	859	859	859	859
负债合计	**4,862**	**4,700**	**5,148**	**5,187**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,286	6,491	6,936	7,643
负债和股东权益	**11,147**	**11,191**	**12,084**	**12,829**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	749	297	779	617
投资活动现金流	-121	-119	-510	-591
筹资活动现金流	-186	-165	1	2
现金净增加额	438	13	270	28
折旧和摊销	230	244	222	281
资本开支	185	-27	391	426
营运资本变动	116	-164	274	-184

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7,597**	**7,536**	**8,128**	**9,139**
减:营业成本	2,896	2,879	3,059	3,362
营业税金及附加	54	53	57	64
营业费用	3,204	3,195	3,430	3,792
管理费用	1,115	1,106	1,199	1,243
财务费用	31	-8	-8	-10
资产减值损失	-5	0	0	0
加:投资净收益	154	89	89	99
其他收益	100	0	0	0
营业利润	**700**	**459**	**544**	**863**
加:营业外净收支	2	-3	-0	-1
利润总额	**702**	**456**	**543**	**862**
减:所得税费用	145	83	98	156
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**557**	**373**	**445**	**706**
EBIT	749	463	548	863
EBITDA	980	707	769	1,145

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.83	0.56	0.66	1.05
每股净资产(元)	9.36	9.67	10.33	11.39
发行在外股份(百万股)	671	671	671	671
ROIC(%)	16.4%	10.1%	11.6%	15.8%
ROE(%)	8.9%	5.8%	6.4%	9.2%
毛利率(%)	61.9%	61.8%	62.4%	63.2%
销售净利率(%)	7.3%	5.0%	5.5%	7.7%
资产负债率(%)	43.6%	42.0%	42.6%	40.4%
收入增长率(%)	6.4%	-0.8%	7.8%	12.4%
净利润增长率(%)	3.1%	-33.0%	19.2%	58.7%
P/E	45.43	67.78	56.86	35.83
P/B	4.03	3.90	3.65	3.31
EV/EBITDA	24.17	33.45	30.38	20.39

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn