

2022 股权激励方案彰显长期发展信心，静待公司盈利能力修复

买入（维持）

2022 年 03 月 20 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,493	2,518	4,450	8,081
同比（%）	13.7%	68.6%	76.8%	81.6%
归母净利润（百万元）	372	256	789	1,813
同比（%）	27.7%	-31.3%	208.7%	129.8%
每股收益（元/股）	0.93	0.63	1.96	4.50
P/E（倍）	65.64	96.00	31.10	13.53

事件：2022 年 3 月 18 日公司公告 2022 年股权激励草案。

投资要点

■ 限制性股票激励计划凝聚核心人才，彰显长期发展信心

此次拟向激励对象授予 400 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 4 亿股的 0.99%，授予价格（含预留授予）为 28 元/股，激励对象 245 人，占员工总数 2534 人的 9.67%。其中首次授予 320 万股，占本次授予权益总额的 80%；预留 80 万股，占本次授予权益总额的 20%。首次授予的限制性股票四个归属期的归属比例分别为 25%。若预留部分在 2022 年授予，则预留授予限制性股票归属安排同首次授予；若预留部分在 2023 年授予，则预留授予的限制性股票三个归属期内分别归属三分之一。

■ 相较 2021 年股权激励，此次方案下 2022-2023 年业绩目标未变、新增 2024-2025 年业绩目标

公司以营业收入和剔除股份支付费用的归母净利润为考核指标，行权条件为或。（1）营业收入：以 2020 年营业收入为基数，2022-2025 年营业收入增长率分别不低于 165%/300%/365%/430%，我们测算得到 2022-2025 年营业收入分别为 39.56/59.72/69.42/79.13 亿元，同比+57%/51%/16%/14%。

或（2）剔除股份支付费用影响的归母净利润：以 2020 年剔除股份支付费用影响的归母净利润为基数，2022-2025 年净利润增长率分别不低于 100%/280%/295%/340%，我们测算 2022-2025 年剔除股份支付费用影响的归母净利润分别为 8.7/16.53/17.18/19.14 亿元，同比+149%/90%/4%/11%。若营业收入和剔除股份支付费用影响的归母净利润两个业绩目标刚好达成，则 2022-2025 年净利润率（剔除股份支付费用影响的归母净利润口径）分别为 22%/28%/25%/24%。相较 2021 股权激励方案，此次股权激励 2022-2023 年业绩目标未变、新增了 2024-2025 年业绩目标。

■ 公司 2021 年达成股权激励方案营收目标，未达成净利润目标主要系短期影响不具备可持续性

根据 2021 年股权激励方案的业绩目标，2021 年营业收入保底目标为 24.63 亿元或剔除股份支付费用影响的归母净利润为 5.66 亿元。公司 2021 年实际实现营业收入 25.18 亿元，剔除股份支付费用影响的归母净利润 3.5 亿元，达成了营业收入业绩目标，未达成剔除股份支付费用影响的归母净利润目标，主要系（1）收入端：从严审核收入确认，部分外资客户订单滞后到 2022 Q1 确认收入；（2）毛利率角度：外资客户订单滞后确认收入且内资客户订单中低毛利的物流线较多，我们判断 2022 年毛利率将回升至 35%-38%；（3）费用端：我们判断 2021 年期间费用达 4.68 亿元，其中 Q4 期间费用 1.83 亿元，较 Q3 增加 7500 万元。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.56（下调 32%）/7.89/18.13 亿元，对应当前股价动态 PE 为 96/31/14 倍，考虑公司身处全球电池厂产业链，充分受益于后续海外一线电池厂扩产，维持“买入”评级。

■ 风险提示：下游扩产低于市场预期，竞争格局发生变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	60.88
一年最低/最高价	55.35/136.36
市净率(倍)	8.87
流通 A 股市值(百万元)	6751.96

基础数据

每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	48.40
总股本(百万股)	403.09
流通 A 股(百万股)	110.91

相关研究

- 1、《杭可科技（688006）：拟定增 23 亿元扩产&加码信息化&海外布局，迎来业绩高速增长期》2021-12-31
- 2、《杭可科技（688006）：2021 年三季报点评：盈利能力企稳回升，产能扩张释放业绩弹性》2021-10-28
- 3、《杭可科技（688006）：限制性股票激励计划覆盖面广，凝聚人才助力长期发展》2021-09-12

事件：2022 年 3 月 18 日公司公告 2022 年股权激励草案。

1. 限制性股票激励计划凝聚核心人才，彰显长期发展信心

此次激励计划拟向激励对象授予 400 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时股本总额 4 亿股的 0.99%，授予价格（含预留授予）为 28 元/股，激励对象 245 人，占员工总数 2534 人的 9.67%。其中首次授予 320 万股，占本次授予权益总额的 80%；预留 80 万股，占本次授予权益总额的 20%。

本激励计划首次授予的限制性股票四个归属期的归属比例分别为 25%。若预留部分在 2022 年授予，则预留授予的限制性股票的归属安排同首次授予部分；若预留部分在 2023 年授予，则预留授予的限制性股票三个归属期内分别归属三分之一。

2. 相较 2021 年股权激励，此次方案下 2022-2023 年业绩目标未变、新增 2024-2025 年业绩目标

公司以营业收入和剔除股份支付费用的归母净利润为考核指标，行权条件为或。

（1）营业收入：以 2020 年营业收入为基数，2022-2025 年营业收入增长率分别不低于 165%/300%/365%/430%，我们测算得到 2022-2025 年营业收入分别为 39.56/59.72/69.42/79.13 亿元，同比+57%/51%/16%/14%。

或（2）剔除股份支付费用影响的归母净利润：以 2020 年剔除股份支付费用影响的归母净利润为基数，2022-2025 年净利润增长率分别不低于 100%/280%/295%/340%，我们测算得到 2022-2025 年剔除股份支付费用影响的归母净利润分别为 8.7/16.53/17.18/19.14 亿元，同比+149%/90%/4%/11%。

若营业收入和剔除股份支付费用影响的归母净利润两个业绩目标刚好达成，则 2022-2025 年净利润率（剔除股份支付费用影响的归母净利润口径）分别为 22%/28%/25%/24%。

相较 2021 股权激励方案，此次股权激励方案 2022-2023 年业绩目标未变、新增了 2024-2025 年业绩目标。

图 1: 若两个业绩目标刚好达成, 则 2022-2025 年净利率 (剔除股份支付费用影响的归母净利润口径) 分别为 22%/28%/25%/24%

杭可科技		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
2021年股权激励	营业收入 (亿元)	14.93	25.18	39.56	59.72	-	
	营业收入YOY		69%	57%	51%		
	剔除股份支付费用影响的归母净利润 (亿元)	4.35	3.50	8.70	16.53		
	剔除股份支付费用影响的归母净利润YOY		-20%	149%	90%		
	剔除股份支付费用影响的归母净利润PE(2022.3.18)		70	28	15		
	净利率 (剔除股份支付费用影响的归母净利润口径)	29%	14%	22%	28%		
	2020股权激励股份支付费用 (亿元)	0.63	0.94	0.08			
	2021股权激励股份支付费用 (亿元)			1.04	0.47		
	2022股权激励股份支付费用 (亿元)			0.43	0.37		
	归母净利润 (亿元)	3.72	2.56	7.15	15.69		
	归母净利润YOY		-31%	179%	119%		
	归母净利润PE(2022.3.18)		96	34	16		
2022年股权激励	营业收入 (亿元)	14.93	25.18	39.56	59.72	69.42	79.13
	营业收入YOY		69%	57%	51%	16%	14%
	剔除股份支付费用影响的归母净利润 (亿元)	4.35	3.50	8.70	16.53	17.18	19.14
	剔除股份支付费用影响的归母净利润YOY		-20%	149%	90%	4%	11%
	剔除股份支付费用影响的归母净利润PE(2022.3.18)		70	28	15	14	13
	净利率 (剔除股份支付费用影响的归母净利润口径)	29%	14%	22%	28%	25%	24%
	2020股权激励股份支付费用 (亿元)	0.63	0.94	0.08			
	2021股权激励股份支付费用 (亿元)			1.04	0.47	0.17	
	2022股权激励股份支付费用 (亿元)			0.43	0.37	0.20	0.09
	归母净利润 (亿元)	3.72	2.56	7.15	15.69	16.81	19.05
	归母净利润YOY		-31%	179%	119%	7%	13%
	归母净利润PE(2022.3.18)		96	34	16	15	13

数据来源: 杭可科技公告, 东吴证券研究所测算

3. 公司 2021 年达成股权激励方案营收目标, 未达成净利润目标主要系短期影响不具备可持续性

根据 2021 年股权激励方案的业绩目标, 2021 年营业收入保底目标为 24.63 亿元或剔除股份支付费用影响的归母净利润为 5.66 亿元。公司 2021 年实际实现营业收入 25.18 亿元, 剔除股份支付费用影响的归母净利润 3.5 亿元, 达成了营业收入业绩目标, 未达成剔除股份支付费用影响的归母净利润目标, 主要系:

(1) 收入端: 2021 年实际营业收入为 25.18 亿元, 略低于此前市场预期, 主要系从严审核收入确认, 滞后到 2022 年 Q1 确认收入的以三星 (马来西亚)、LG、远景的订单为主 (合计 2 亿左右, 高毛利订单), 但该部分订单的费用确认到 2021 年, 对 2021 年归母净利润造成一定影响, 收入确认滞后对 2022Q1 业绩有一定积极影响。

(2) 毛利率角度: ①2021Q4 毛利率环比下滑, 主要系外资客户订单滞后确认收入, 2021Q4 外资比例为 17%, 较前三季度的 25%下降 8pct。内资客户中, 2021 年前三季度物流线的占比为 10+%, Q4 为 28%, 而物流线的毛利率较低 (10%左右), 拖累了 Q4 毛利率水平。后续公司将进一步降低物流线接单比例, 低毛利物流线影响将逐步消化。②2020 年的低毛利订单基本消化完成, 2022 年需要消化的毛利率较低订单仅为 2021 年

3月与宁德时代签订的1+亿元订单，我们判断2022年毛利率将回升至35%-38%。

(3)费用端:我们判断2021年期间费用达4.68亿元,其中Q4期间费用1.83亿元,较Q3增加7500万元,主要系:①此前预计全年股份支付费用8000万元,此次使用BS模型测算后全年股份支付约为9400万,较此前多1400万元(多出部分全部体现在Q4单季度)。②销售费用较此前预计增加了1000多万元,主要系年终奖、交付加大带来的差旅费等影响。③财务费用中,2021全年汇兑损失5500多万,较2020年增加4000万。

4. 13亿元加码扩产，看好后段设备龙头高业绩弹性

2021年12月公司拟定增募资不超过23亿元,其中13亿元加码扩产,对应公司于10月21日公告投资扩产的14.5万平方米(10万平方米生产车间&4.5万平方米辅助楼),对应年产值25-30亿元,目前扩产项目如期进行中,我们预计2022年底全部投产。

(1)产能角度来看,我们判断公司2021年初公司产能30亿元左右,2021年底产能达40亿元+,2022年底定增扩产项目达产后产能约70亿元。

(2)出货量角度来看,我们预计公司2021年出货量35-40亿元,2022年出货量为50-70亿元。

锂电设备为卖方市场,供不应求下我们预计:(1)公司加速扩产释放业绩弹性;(2)2022年公司订单结构发生变化,高毛利的海外订单占比提高,我们预计公司2022年新签订单70亿元以上,其中海外占比50%,国内占比50%。由于海外订单毛利率(毛利率约60%,数据来源是2020年年报)显著高于国内订单(毛利率约40%),2022年订单质量加速好转。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.56(下调32%)/7.89/18.13亿元,对应当前股价动态PE为96/31/14倍,考虑公司身处全球电池厂产业链,充分受益于后续海外一线电池厂扩产,维持“买入”评级。

6. 风险提示

下游扩产低于市场预期,竞争格局发生变化的风险。

杭可科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3198	5908	8424	13197	营业收入	1493	2518	4450	8081
现金	1754	1866	1809	2216	减:营业成本	770	1751	2863	4675
应收账款	397	1379	2195	3985	营业税金及附加	11	18	32	57
存货	797	2159	3530	5379	营业费用	66	88	97	158
其他流动资产	251	504	890	1616	管理费用	147	419	493	811
非流动资产	677	883	1070	1248	财务费用	-10	-54	-54	-58
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	18	30	30	30
固定资产	361	604	805	989	加:投资净收益	8	0	0	0
在建工程	135	101	90	87	其他收益	-74	103	103	103
无形资产	97	93	90	87	营业利润	425	369	1092	2511
其他非流动资产	85	85	85	85	加:营业外净收支	-0	-15	0	0
资产总计	3876	6791	9494	14445	利润总额	425	354	1092	2511
流动负债	1290	3953	5880	9045	减:所得税费用	53	46	142	326
短期借款	0	20	30	50	少数股东损益	0	52	162	371
应付账款	599	1679	2746	4483	归属母公司净利润	372	256	789	1813
其他流动负债	692	2254	3105	4513	EBIT	504	245	969	2383
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	537	307	1041	2475
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	18	18	18					
负债合计	1309	3972	5899	9064	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	52	214	585	每股收益(元)	0.93	0.63	1.96	4.50
归属母公司股东权益	2567	2767	3382	4796	每股净资产(元)	6.40	6.87	8.39	11.90
负债和股东权益	3876	6791	9494	14445	发行在外股份(百万股)	401	403	403	403
					ROIC(%)	18.3%	9.3%	32.5%	52.9%
					ROE(%)	14.5%	9.2%	23.3%	37.8%
					毛利率(%)	48.4%	30.4%	35.7%	42.1%
					销售净利率(%)	24.9%	10.2%	17.7%	22.4%
					资产负债率(%)	33.8%	58.5%	62.1%	62.7%
					收入增长率(%)	13.7%	68.6%	76.8%	81.6%
					净利润增长率(%)	27.7%	-31.3%	208.7%	129.8%
					P/E	65.64	96.00	31.10	13.53
					P/B	9.51	8.87	7.25	5.12
					EV/EBITDA	47.86	92.71	29.23	13.57
现金流量表(百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	292	368	337	1026					
投资活动现金流	-75	-219	-230	-240					
筹资活动现金流	-88	-36	-164	-379					
现金净增加额	112	113	-57	407					
折旧和摊销	33	62	72	92					
资本开支	-163	-219	-230	-240					
营运资本变动	-271	28	-656	-1221					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>