

投资评级 **优于大市** 维持

# 发布新一期股权激励计划，2023 年收入目标双位数增长

## 股票数据

06月07日收盘价(元)	311.37
52周股价波动(元)	220.00-718.50
总股本/流通 A 股(百万股)	94/94
总市值/流通市值(百万元)	29173/29173

## 相关研究

 《23Q1 收入利润双降, 净利率有望筑底回升》  
 2023.04.27

《2022 年稳健收官, 2023 年经营有待恢复, 新品类可期》2023.02.28

 《收入承压, 费用投放致利润率下行》  
 2022.11.01

## 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.5	-11.8	-14.4
相对涨幅 (%)	5.6	-4.8	-7.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈子仪

Tel: (021) 23219244

Email: chenzy@haitong.com

证书: S0850511010026

分析师: 刘璐

Tel: (021) 23185631

Email: ll11838@haitong.com

证书: S0850519100003

分析师: 李阳

Tel: (021) 23185618

Email: ly11194@haitong.com

证书: S0850518080005

## 投资要点:

- **石头科技发布 2023 年事业合伙人持股计划 (草案) 及限制性股票激励计划 (草案)。**
- **事业合伙人计划:** 参与本员工持股计划的总人数不超过 51 人, 计划拟持有的标的股票数量不超过 23.83 万股, 约占公司股本总额的 0.25%, 拟通过受让公司回购的股票形式, 计划购买标的股票价格为 166.04 元/股。存续期为 60 个月, 所获标的股票分四期 (即 4 年时间) 解锁。
- **持有人名单:** 谢濠键, 张瑞敏, 钱启杰, 全刚, 江海峰, 李琼, 孙佳, 王璇 8 人共占比 25.85%; 其余 43 人为核心技术及业务人员占比 74.15%。
- **股权激励计划:** 涉及的激励对象共计 206 人, 包括管理骨干人员、技术骨干和业务骨干人员, 计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 54.26 万股, 约占公司股本总额的 0.58%。激励计划限制性股票的授予价格为 166.04 元/股。分四期归属, 各期归属的比例分别为 25%、25%、25%、25%。
- **事业合伙人计划考核要求为:** 以 2022 年营业收入为基数, 2023-2026 年各年度营业收入增长为 10%/14%/18%/22%, 达到触发值, 解锁 80%。以 2022 年营业收入为基数, 2023-2026 年各年度营业收入增长为 12%/16%/20%/24%, 达到目标值, 解锁 100%。
- 股权激励计划公司层面的考核要求与事业合伙人的触发值相同, 即以 2022 年营业收入为基数, 2023-2026 年各年度营业收入增长为 10%/14%/18%/22%。
- **公司历来股权激励特点为价格低, 覆盖广, 达成目标设置低, 普惠性强。**可参考 2020 年 8 月公司首次员工股权激励, 及 2022 年 4 月第一期“事业合伙人”激励计划+2022 年限制性股票激励计划。我们认为, 本次激励计划是对公司此前年度股权激励的延续, 市场环境波动的情况下公司依旧维持了激励计划内容的稳定性。2023 年来看, 我们预计在行业  $\beta$  及公司自身  $\alpha$  的共同推动下, 公司国内有望继续提升市占率, 海外有待进一步恢复, 整体利润率实现触底回升。我们预计 2023 年 EPS 达 14.97 元, 给予 2023 年 PE 估值 25x-28x, 对应合理价值区间 374.25 元-419.16 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 行业竞争加剧, 海外需求波动。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5837	6629	7441	8689	10305
(+/-)YoY(%)	28.8%	13.6%	12.3%	16.8%	18.6%
净利润(百万元)	1402	1183	1403	1683	2032
(+/-)YoY(%)	2.4%	-15.6%	18.5%	20.0%	20.7%
全面摊薄 EPS(元)	14.97	12.63	14.97	17.97	21.69
毛利率(%)	48.1%	49.3%	49.5%	49.6%	49.7%
净资产收益率(%)	16.5%	12.4%	13.3%	14.4%	15.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2023/6/7		2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
002032.SZ	苏泊尔	46.12	372.09	2.41	2.56	2.83	19.1	18.0	16.3
002242.SZ	九阳股份	14.74	113.06	0.97	0.69	0.95	15.2	21.4	15.5
603486.SH	科沃斯	71.22	407.66	3.51	2.97	3.36	20.3	24.0	21.2

注：表中可比公司的 EPS、PE 均来自于万得一致预期  
资料来源：wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6629</b>	<b>7441</b>	<b>8689</b>	<b>10305</b>
每股收益	12.63	14.97	17.97	21.69	营业成本	3363	3761	4383	5188
每股净资产	102.00	112.65	125.07	139.82	毛利率%	49.3%	49.5%	49.6%	49.7%
每股经营现金流	11.96	16.88	17.71	21.96	营业税金及附加	33	38	43	52
每股股利	0.00	4.27	5.55	6.94	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1318	1511	1651	1958
P/E	24.79	20.92	17.43	14.44	营业费用率%	19.9%	20.3%	19.0%	19.0%
P/B	3.07	2.78	2.50	2.24	管理费用	141	175	182	206
P/S	4.43	3.94	3.38	2.85	管理费用率%	2.1%	2.4%	2.1%	2.0%
EV/EBITDA	15.37	18.35	14.01	11.10	EBIT	1284	1369	1760	2129
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.2%</b>	财务费用	-106	-106	-65	-88
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.6%	-1.4%	-0.8%	-0.9%
毛利率	49.3%	49.5%	49.6%	49.7%	资产减值损失	66	7	12	7
净利润率	17.9%	18.8%	19.4%	19.7%	投资收益	33	50	50	51
净资产收益率	12.4%	13.3%	14.4%	15.5%	<b>营业利润</b>	<b>1344</b>	<b>1598</b>	<b>1918</b>	<b>2316</b>
资产回报率	11.0%	11.7%	12.6%	13.5%	营业外收支	5	0	0	0
投资回报率	28.3%	24.3%	30.3%	36.5%	<b>利润总额</b>	<b>1349</b>	<b>1598</b>	<b>1918</b>	<b>2316</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1394	1503	1899	2276
营业收入增长率	13.6%	12.3%	16.8%	18.6%	所得税	166	195	235	284
EBIT 增长率	0.0%	6.6%	28.6%	20.9%	有效所得税率%	12.3%	12.2%	12.2%	12.2%
净利润增长率	-15.6%	18.5%	20.0%	20.7%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1183</b>	<b>1403</b>	<b>1683</b>	<b>2032</b>
资产负债率	11.2%	11.7%	12.1%	12.7%					
流动比率	6.1	5.3	5.4	5.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	5.5	4.8	4.8	4.9	货币资金	1804	1779	2753	4091
现金比率	1.5	1.3	1.7	2.2	应收账款及应收票据	328	230	279	326
<b>经营效率指标</b>					存货	694	683	810	953
应收账款周转天数	12.6	11.3	11.7	11.6	其它流动资产	4474	4678	4837	5000
存货周转天数	70.0	66.3	67.5	67.1	流动资产合计	7299	7369	8679	10371
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	长期股权投资	21	21	21	21
固定资产周转率	9.4	4.0	3.5	4.2	固定资产	1315	2419	2480	2433
					在建工程	0	10	25	45
					无形资产	7	12	12	12
					非流动资产合计	3463	4582	4658	4631
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>10764</b>	<b>11953</b>	<b>13339</b>	<b>15003</b>
净利润	1183	1403	1683	2032	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	702	815	964	1136
非现金支出	180	141	151	154	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-98	-110	-80	-81	其它流动负债	502	579	653	764
营运资金变动	-144	148	-95	-49	流动负债合计	1204	1395	1617	1899
<b>经营活动现金流</b>	<b>1120</b>	<b>1582</b>	<b>1659</b>	<b>2057</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-255	-1253	-215	-120	其它长期负债	3	3	3	3
投资	-384	-60	-30	-30	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	134	110	80	81	<b>负债总计</b>	<b>1207</b>	<b>1397</b>	<b>1620</b>	<b>1902</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-505</b>	<b>-1203</b>	<b>-165</b>	<b>-69</b>	实收资本	94	94	94	94
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	9556	10554	11718	13100
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-208	-405	-520	-650	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>10764</b>	<b>11953</b>	<b>13339</b>	<b>15003</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-202</b>	<b>-405</b>	<b>-520</b>	<b>-650</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>413</b>	<b>-26</b>	<b>974</b>	<b>1338</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

陈子仪 家电行业  
刘璐 家电行业  
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器,德业股份,萤石网络,美的集团,欧普照明,极米科技,苏泊尔,石头科技,大元泵业,小熊电器,富佳股份,三花智控,新宝股份,光峰科技,德昌股份,海尔智家,老板电器,浙江美大,科沃斯,九阳股份,飞科电器,赛特新材

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。