

食品饮料

行业研究/专题报告

股权激励等改革为企业高质量发展提供必要保障

——食品饮料高成长系列专题 20211210

专题研究报告/食品饮料

2021年12月10日

报告摘要:

● 股权激励等市场化改革是行业企业高质量发展的必要保障

以制度改革实现员工与企业利益深度捆绑，激发骨干员工积极性，从而为企业高质量发展提供必要保障：继2021年8月2日洋河股份、9月30日水井坊发布员工持股计划后，12月3日，泸州老窖激励方案获批，标志着激励制度市场化改革在白酒行业持续推进，梳理发现，行业内企业国企混改、员工持股计划、股权激励、现金激励等市场化激励改革亦不乏案例，如五粮液、山西汾酒、舍得酒业、青岛啤酒、伊利股份等等。

国改制度的顶层设计保障了行业企业混改、激励方案的落地：(1) 2020年6月30日中央深改委审议通过《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》，山西、安徽、四川、江西等地方迅速跟进出台“行动实施方案”，深化改革任务书、时间表、路线图。(2) 2020年7月20日四川《关于推动制造业高质量发展的意见》、2021年2月24日，四川省经信厅拟制了《推动四川白酒产业高质量发展的若干措施(征求意见稿)》。

加速推进供给侧改革以保障需求侧消费升级是“十四五”高质量发展的必然要求：据国家统计局数据显示：(1) 白酒销量稳中有降，2019年755.53万千升，同减11.6%，2020年下降2.5%至740.7万千升；(2) 规模以上白酒企业销售收入稳中有增，2019年5618亿元，同增8.24%，2020年同增4.61%至5836.39亿元；(3) 利润总额彰显“高质量”，2019年1404.1亿元，同增14.54%，2020年同增13.35%达到1585.41亿元。白酒行业高集中、强分化的结构性繁荣趋势不变，基于制度改革对企业经营效率改善的潜在预期，新一轮成长周期有望开启。

● 啤酒企业利润导向，顺应高端化趋势，食品企业股权激励紧扣增长目标展望高成长

我国啤酒行业已经从第一阶段的“量”的规模化竞争过渡到第二阶段“价格”的竞争，据国家统计局数据显示，2013年销量登顶4985.4万千升，至2020年下降到3411万千升，2013-2020年，吨价从3639元提升至4306元，行业高端化趋势显著，青岛啤酒股权激励以利润考核为导向；乳制品龙头伊利股份利润目标稳健，妙可蓝多力争快速扩大市场份额；调味品行业，中炬高新、恒顺醋业回购股份拟用于股权激励；休闲食品行业多家企业在2021年回购股份，拟实施员工持股、股权激励，对未来展望积极；速冻行业中，安井食品、千味央厨享行业发展红利，推进股权激励以期保持高增。

● 投资建议

体制机制变革及薪酬市场化制度的确立，利于管理效能的提升，基于“品牌”+“好生意”(盈利模式)+管理效能的基本框架，关注有改革势能释放的公司，推荐泸州老窖、舍得酒业、洋河股份、安井食品。

● 风险提示

宏观经济超预期波动导致需求端受损，疫情散点爆发超预期管控，食品安全问题，股权激励计划执行不顺利等。

盈利预测与财务指标

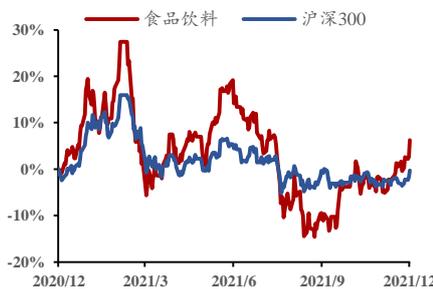
代码	重点公司	现价 12月8日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
000568	泸州老窖	252.87	5.31	6.70	8.39	48	38	30	推荐
600702	舍得酒业	243.47	3.67	5.24	6.89	66	46	35	推荐
002304	洋河股份	185.97	5.13	6.66	7.98	36	28	23	推荐
603345	安井食品	188.89	2.93	4.26	5.35	64	44	35	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

邮箱：xionghang@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理：姚启璠

执业证号：S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S0100121100003

邮箱：sunran@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 调味品系列深度报告(火锅调料篇): 沸腾的盛宴—寻找长期高景气度的方向
2. 民生食品饮料周专题 20211115: 龙头销售延续领先, “双十一”迎来“新常态”

目录

1	白酒：“混改”体制改革与“股权激励”等机制创新是企业“高质量”发展的必要保障	3
1.1.	五粮液“二次创业”与山西汾酒目标责任书是改革“高质量”发展样本	3
1.2.	薪酬市场化改革助力白酒企业“十四五”高质量发展	6
1.2.1	洋河股份：5100 名员工持股计划落地，开启经营新周期	8
1.2.2	水井坊：股权激励绑定，着力品牌高端化	9
1.2.3	泸州老窖：激励落地，国窖 1573+泸州老窖双品牌驱动高增	10
1.2.4	口子窖：完成回购，静待激励落地	11
2	啤酒：青岛啤酒利润考核导向，激励紧扣高端化趋势	12
3	调味品：考核目标彰显信心，2022 年基本面有望改善	14
3.1	加加食品：预计 21Q4 环比改善，未来 2 年或困境反转	14
3.2	日辰股份：预计 22 年延续改善趋势，B/C 双轮驱动提速成长	14
3.3	中炬高新：已回购股票 6 亿元，为股权激励作准备	15
3.4	恒顺醋业：回购用于股权激励，助力内部治理变革	16
4	乳制品：伊利注重利润成长，新乳业收入利润并重，妙可蓝多诉求规模	17
4.1	伊利股份：稳扎稳打，引领行业增长	17
4.2	新乳业：收入及利润同步考核，目标增速高于行业平均	17
4.3	妙可蓝多：收入端为核心考核目标，延续高成长	18
5	休闲食品：团结核心人员，共度行业低谷	19
5.1	股权激励：高激励目标，验证后续发展充分信心	19
5.1.1	考核目标：激励目标均高于历史平均水平，未来发展可期	19
5.1.2	激励对象：兼顾高管及核心业务人员，带动全员动力	21
5.2	员工持股计划：松鼠绑定核心人员利益，洽洽长期稳步推进	21
5.2.1	三只松鼠：发布员工持股计划，深度绑定核心高管及业务人员利益	22
5.2.2	洽洽食品：多期滚动员工持股计划，长期绑定员工利益	22
5.3	回购彰显未来信心，储备后续激励	23
6	速冻食品：千味央厨确立三年翻倍目标，安井超额完成目标	25
6.1	考核目标：股权激励加持，给予长期业绩发展信心	25
6.2	激励对象：同步覆盖高管及业务人员，全员激励绑定团队利益	26
7	附录	27
8	重点推荐及盈利预测	28
9	风险提示	29
	插图目录	30
	表格目录	31

1 白酒：“混改”体制改革与“股权激励”等机制创新是企业“高质量”发展的必要保障

1.1. 五粮液“二次创业”与山西汾酒目标责任书是改革“高质量”发展样本

白酒行业主流酒企以国企为主，通常也是当地纳税大户，以茅五为例，2020年五粮液集团利税超350亿元，2021年有望突破500亿元，茅台集团2020年利税达481亿元，政府有动力推动酒企持续高质量发展。

近年来，国改制度的顶层设计保障了行业企业混改、激励方案的落地：（1）2020年6月30日中央深改委审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，其中提到要聚焦八个重要任务，提到“要激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，也由此提高效率”，中央及地方国资部门也陆续推进专项行动部署，山西、安徽、四川、江西等地方迅速跟进出台“行动实施方案”，深化改革任务书、时间表、路线图。（2）2020年7月20日四川《关于推动制造业高质量发展的意见》（川委发〔2020〕13号）、2021年2月24日，四川省经信厅拟制了《推动四川白酒产业高质量发展的若干措施（征求意见稿）》提出“持续完善人才引进、选拔、培养、流动、激励机制，鼓励国有企业管理部门和产区政府探索给予国有白酒企业在股权、薪酬、分红等方面更大的自主权，调动优质人才参与川酒发展积极性”。

股权激励等市场化改革是推动酒企治理改善的重要手段之一。回顾近年白酒行业股权激励方案，从结果上看，股权激励计划直接推动以国企为代表的白酒企业治理改善，通过限制性股票激励或员工持股的方式，绑定核心管理层及业务骨干利益，辅以经营目标，带动企业业绩上行，也为股东带来丰厚投资回报。

表1：2014年至今酒企股权激励一览

酒企	老白干	五粮液	金徽酒	舍得酒业	山西汾酒	今世缘
方式	员工持股计划 (非公开发行股票)	员工持股计划 (非公开发行股票)	员工持股计划 (非公开发行股票)	限制性股票激励 计划	限制性股票激励 计划	股票期权激励 计划
公告时间	2014年12月1日	2015年10月31日	2018年6月11日	2018年11月30日	2019年1月3日	2020年4月24日
考核周期	48个月	48个月	48个月	4年	4年	72个月
授予价格	23.43元/股	21.64元/股	15.82元/股	10.51元/股	19.28元/股	29.06元/份
授予数量	3522万股	4310.77万股	2.48亿股	≤919.3万股	≤650万股	1250万份
授予人数	≤830人	≤3000人	≤691人	418人	395人	≤360人
核心高管	刘彦龙/王占刚/ 魏志民等13人	唐桥/刘中国/ 陈林等11人	周志刚/张志刚/ 王栋等11人	刘立/李强/张树 平等8人	宋青年/武世杰/ 李俊等8人	方志华/胡跃吾/ 李维群等5人
考核目标	—	—	19-23年：营收 目标依次为： 16.2/18.3/21.0/25. 0/30.0亿；扣非 归母净利目标依 次为 2.8/3.2/3.8/4.7/6.0	19-21年剔除激 励计划成本影响 后的归母净利， 分别同比17年 归母净利（1.44 亿）增长 260%/350%/460	19-21年：ROE 均需≥22%，年 营收增速（同比 17年）分别≥ 90%/120%/150%，且 ≥对标企业75 分位；主营收入	21年：营业收入 增长率≥75%， 净资产收益率≥ 20.5%，主营业 务收入占营业收 入比例≥95%； 22年：营业收入

亿 %/600% 占比均需≥90% 增长率≥115%，
净资产收益率≥
21.5%，主营业
务收入占营业收
入比例≥95%。

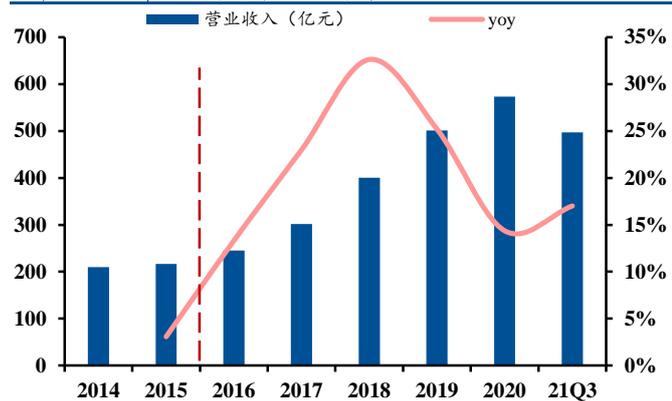
备注	—	—	—	—	—	尚未实施
----	---	---	---	---	---	------

资料来源：公司公告，民生证券研究院

实施股权激励后，激发企业活力，各项经营指标显著提升。以五粮液、山西汾酒、舍得酒业为例，股权激励落地后推动公司各项经营指标明显提升，营业收入及归母净利润提速增长，销售及管理费用率稳步下行，带动净利率上行，为利润端形成弹性（舍得酒业大股东更换后加速公司经营指标提升）。

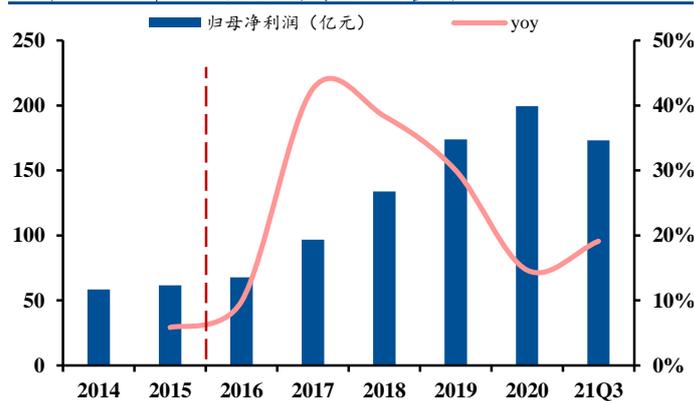
“十三五”期间，五粮液提出“二次创业”：“十三五”打造千亿集团目标，酒业贡献度达到60%。五粮液通过战略创新、品牌创新、营销创新，实现追赶型、跨越式发展，来力争重新回归品牌、市场和市值的龙头地位，推动营销改革，于2019年提前完成“十三五”目标。

图1: 2016年后五粮液营业加速增长



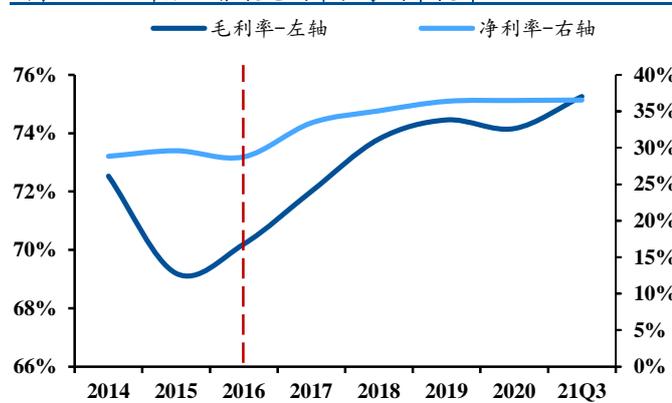
资料来源：wind，民生证券研究院

图2: 2016年后五粮液归母净利润稳步增长



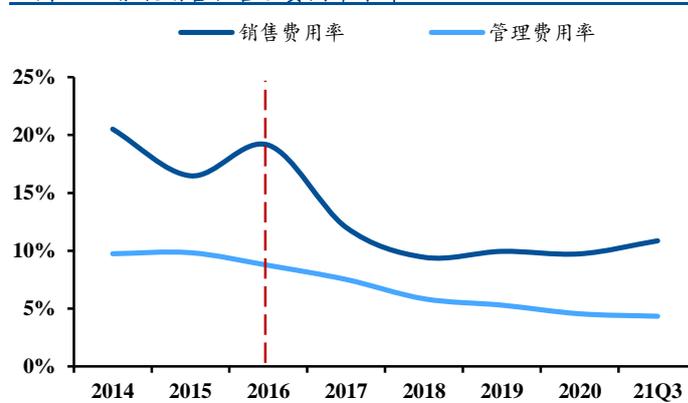
资料来源：wind，民生证券研究院

图3: 2016年后五粮液毛利率、净利率提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图4: 五粮液销售、管理费用率下降



资料来源：wind，民生证券研究院

2017年2月，汾酒集团董事长李秋喜与山西国资委签署汾酒《2017年度经营目标考核责任书》、《三年任期经营目标考核责任书》，着力从根上改、制上破、治上立。标志着山西省属企业目标责任考核改革试点正式启动，改革体现了以下原则：

权责利统一。按照国有资产保值增值和股东价值最大化要求，明确权利、义务、责任相统一，山西国资委对汾酒集团实行授权经营，经营业绩目标考核与奖惩挂钩。

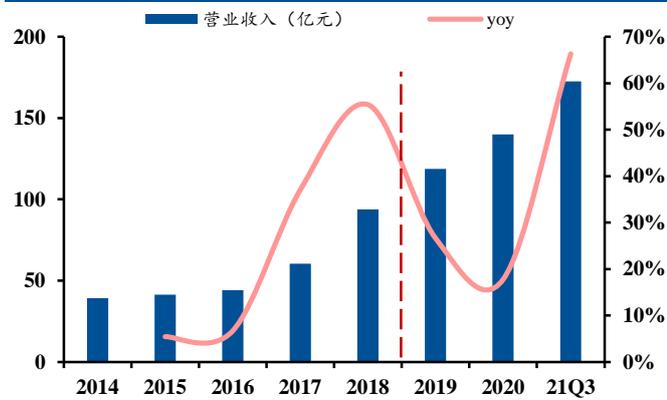
对标先进。根据汾酒集团所处行业、资产规模、经营难度等现状，对标行业先进水平，确定汾酒集团年度、任期考核目标，促进企业稳健快速发展。

正向激励。坚持市场化取向，考核目标与经营业绩相挂钩，与企业负责人选任相匹配。鼓励国资委任命干部转化身份，改市场化选聘。推行经理层成员与职业经理人转换身份，实行“契约化管理”。

从结果上看，国企改革极大的提升了汾酒竞争力，2017年-2020年营收从60.37亿元增长到139.9亿元，复合增速32.33%，归母净利润从9.44亿元增长到30.79元，复合增速40.80%，大幅超额完成业绩目标(汾酒集团2017、2018、2019年酒类收入增长目标为30%、30%和20%；三年酒类利润增长目标为25%、25%、25%)。

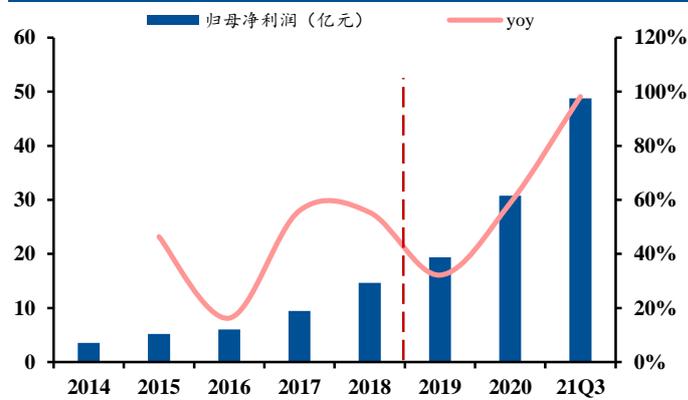
体制改革上，聚焦影响企业发展的股权结构问题，引进战略投资者华创鑫睿，改变上市公司一家独大、体制僵化问题，将酒类资产注入上市公司，实现整体上市；机制创新上，以“契约化管理”为抓手，2019年汾酒股份对关键岗位人员、核心技术人员和业务骨干在内395名人员实施股权激励，有效地将股东、公司与核心员工利益捆绑，进一步激发微观主体活力。

图5: 山西汾酒营业收入高速增长



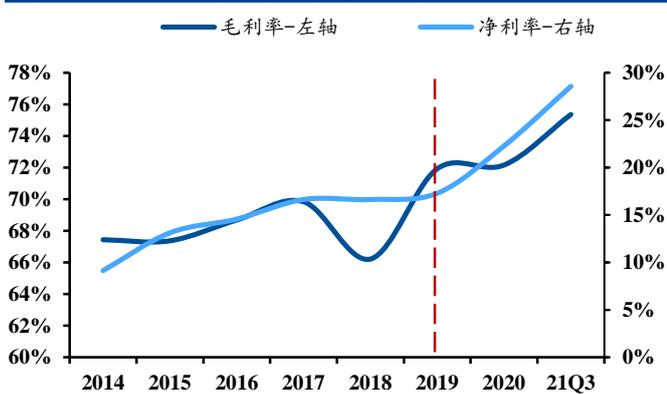
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 山西汾酒归母净利润高速增长



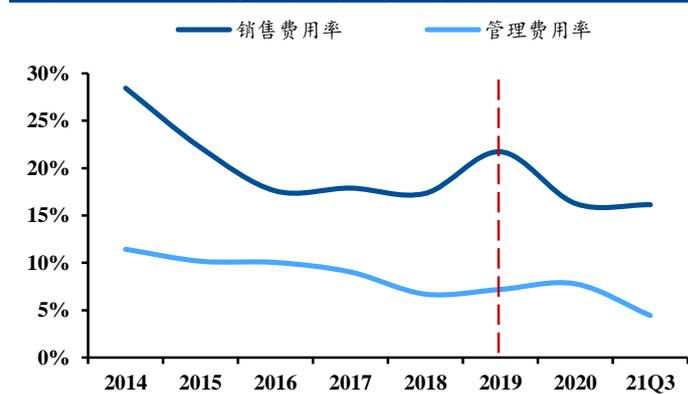
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 山西汾酒毛利率、净利率大幅提升



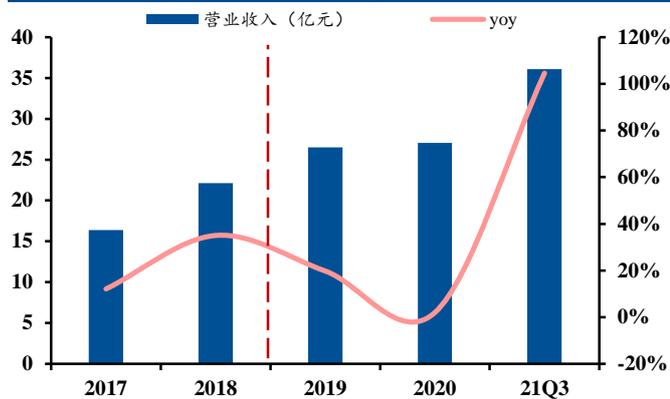
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 山西汾酒销售费用率、管理费用率下降



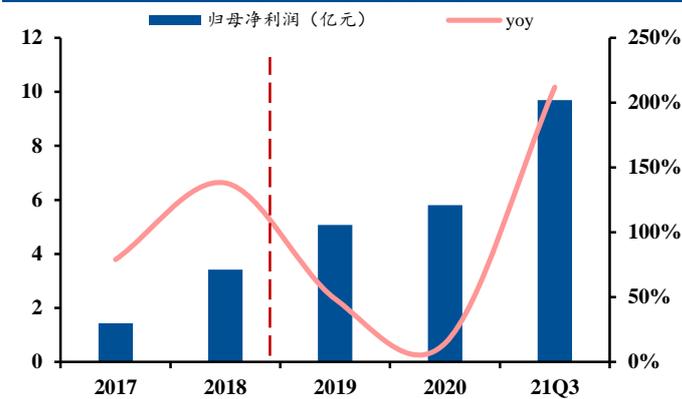
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2021 年舍得酒业营业收入增长



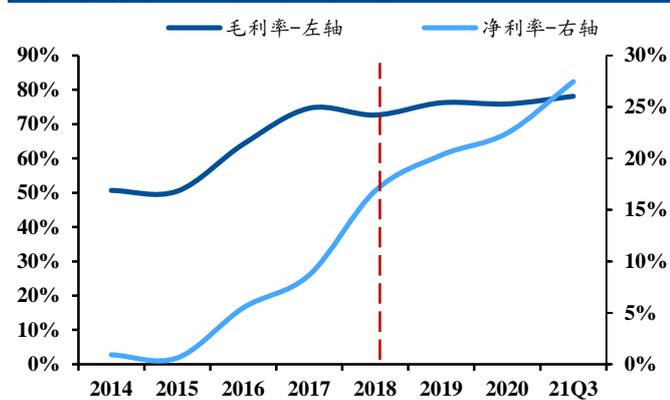
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2021 年舍得酒业归母净利润大幅增长



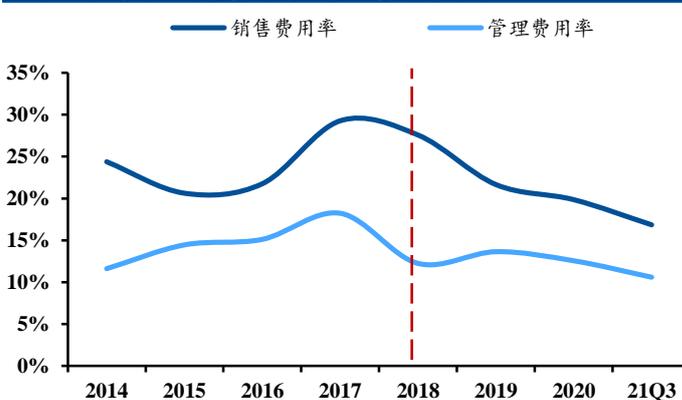
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 舍得酒业毛利率、净利率提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 舍得酒业销售费用率、管理费用率下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2. 薪酬市场化改革助力白酒企业“十四五”高质量发展

近几年来, 国家加大国企改革以实现高质量发展, 推动激励机制变革将是重要一环, 2021年是“十四五”开局之年, 主要白酒产区地方政府均制定了“十四五”期间酒业发展规划, 将引导酒业稳步发展。

表2: “十四五”期间白酒行业规划稳健增长

产区	“十四五”规划 (2021-2025 年)
中国酒业	<p>“十四五”末</p> <p>酿酒总产量 6690 万千升, 比“十三五”末增长 23.9%, 年均递增 4.4%</p> <p>销售收入达到 14180 亿元, 比“十三五”末增长 69.8%, 年均递增 11.2%</p> <p>实现利润 3340 亿元, 比“十三五”末增长 86.4%, 年均递增 13.3%</p> <p>白酒总产量 800 万千升, 增长 6.7%; 收入 8000 亿, 增长 60.3%; 利润 2000 亿, 增长 37.0%</p> <p>啤酒总产量 3900 万千升, 增长 11.4%; 收入 2100 亿, 增长 40%, 利润 300 亿, 增长 100%</p>
贵州产区	<p>2025 年贵州白酒产量计划达到 60 万千升, 白酒产业产值计划达到 2500 亿元。优质烟酒产业产值达到 3000 亿元; 打造世界级酱香型白酒产业基地核心区</p> <p>茅台集团成为省内首家“世界 500 强”企业、万亿级世界一流企业</p> <p>以“百亿产值、千亿市值”为目标, 培植提升习酒、国台、金沙、珍酒、董酒等一批全国具有较强影响力骨</p>

千企业，加快推动企业上市，培育一批国家级、区域性知名企业

将推进茅台 201 厂 3 万吨酱香系列酒技改工程及配套设施、习酒 1.9 万吨技改、国台酒庄 1 万吨优质酱香型白酒技改、鸭溪酒业年产 5 万吨白酒技改、岩博酒业 1 万吨人民小酒扩建及配套设施建设等项目建设

建设“世界酱香白酒核心产区，到 2025 年白酒产量达 60 万千升，产值达 2000 亿元

遵义产区

全力支持茅台集团加快发展，把最优质的土地资源用于最优质的酱酒生产，做强做响茅台镇核心产区支持现有酒企扩能技改，加大招商引资力度，推动习酒产区、土城产区、董公寺产区、鸭溪产区、赤水产区加速发展

四川产区

2022 年，四川全省产业规模达到 3800 亿元，主营业务收入占全国的比重稳定在 40% 以上，利润占全国的比重提高到 30% 以上，实现食品饮料万亿目标。

泸州产区

到 2025 年，泸州市白酒营业收入突破 1500 亿元、酒业园区实现营业收入 1500 亿元到 2035 年，泸州白酒行业营业收入达到 2500 亿元，利润实现 500 亿元。

宜宾产区

2025 年实现白酒产量突破 100 万千升，白酒营业收入突破 2000 亿元、利润总额翻番达到 600 亿元，产量、营业收入、利润年均增长率分别达到 8.0%、20.5%、16.9%

大力推进企业“千百十工程”，力争到 2025 年，五粮液股份公司实现营业收入翻倍、超过 1000 亿元，五粮液集团公司争创世界 500 强；四川酒茶集团公司实现营业收入 500 亿元；培育 5 户超 50 亿元企业、一批十亿元级、亿元级企业，形成该市白酒企业梯次化发展新格局

安徽产区

在 2025 年实现安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元

培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家

五年内实现白酒产能 50 万吨、产量 50 万千升、销售收入 500 亿元

汾阳产区

建设全国最大的清香型白酒产业核心区，培育壮大“十朵小金花”白酒企业，打造清香型白酒生产基地和酒文化旅游胜地。

宿迁产区

加快建设有实力的“中国酒都核心区”，支持洋河股份扩大产能，助推 10 万吨陶坛库建成投用

“十四五”期间培育年销售 10 亿元酒企 5 家、30 亿元酒企 3 家、50 亿元酒企 1 家。

资料来源：微酒，酒业家，茅台时空，贵州省发改委官网、四川省经济与信息化厅官网，民生证券研究院

2021 年，洋河股份、水井坊、泸州老窖陆续发布股权激励计划，基于股权激励对酒企经营效率改善的潜在预期，各家酒企有望开启新一轮经营周期。

表3: 2021 年酒企股权激励/员工持股计划一览

酒企	洋河股份	水井坊	泸州老窖
方式	员工持股计划（股票回购）	员工持股计划（股票回购）	限制性股票激励计划
公告时间	2021 年 8 月 2 日	2021 年 9 月 30 日	2021 年 9 月 27 日
考核周期	24 个月	3 年	36 个月
授予价格	103.73 元/股	55.00 元/股	92.71 元/股
授予数量	≤966.13 万股	723,700 股	≤883.46 万股
授予人数	≤5100 人	≤66 人	512 人
核心高管	张联东/钟雨/刘化霜等 15 人	范祥福/朱镇豪/蒋磊峰共 3 人	刘淼/林锋/王洪波等 9 人
考核目标	2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15% 且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%	21-23 年的营收增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5	21-23 年：净资产收益率 ≥ 22%，且 ≤ 对标企业 75 分位值；净利润增长率 ≥ 对标企业 75 分位值；成本费用占营业收入比例 ≤ 65%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2.1 洋河股份：5100 名员工持股计划落地，开启经营新周期

洋河股份于 2021 年实施员工持股计划，股票来源为公司此前回购股份，共计 9,661,310 股，占公司总股本约 0.64%，员工持股计划购买价格为公司回购均价 103.73 元/股。本次员工持股计划总计不超过 5,100 人，覆盖面广，约占公司 2020 年底总人数 15,831 人的 1/3。

表4: 2021 年洋河股份员工持股覆盖面广

持有人	职务	拟持有份额上限 (份)	拟持有份额占持股计划比例
张联东	董事长	10,000,000	1.00%
钟雨	副董事长、总裁	10,000,000	1.00%
刘化霜	董事、执行总裁	10,000,000	1.00%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	5,000,000	0.50%
陈太清	监事会主席	5,000,000	0.50%
陈福亚	监事	5,000,000	0.50%
陈太松	监事	5,000,000	0.50%
林青	副总裁	5,000,000	0.50%
郑步军	副总裁	5,000,000	0.50%
傅宏兵	副总裁	5,000,000	0.50%
尹秋明	副总裁、财务负责人	5,000,000	0.50%
李玉领	副总裁	5,000,000	0.50%
张学谦	总裁助理	3,000,000	0.30%
宋志敏	总裁助理	3,000,000	0.30%
陆红珍	董事会秘书	2,000,000	0.20%
其他核心骨干 (不超过 5,085 人)		919,167,686.30	91.72%
合计		1,002,167,686.30	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司业绩考核目标：2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15% 且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%。

经营机制理顺，梦之蓝已成就核心增长极

公司改革持续深化，历经主品换代、组织职能裂变及渠道端“一商为主，多商配称”模式改革，主导产品价值链重塑，渠道端信心恢复，营收端拐点向上。“梦之蓝”作为公司高端化载体，核心单品 M6+ 提前锁定次高端 700 元高线价格带，已成长为核心大单品，M3 升级新品梦之蓝·水晶版 400 元+价位段梯次承接，预计海、天基本盘经过 2020 年以来库存去化盘整，价格稳步恢复刚性。

“百日攻坚”激发活力，新管理层塑造新动能

2021 年 2 月 23 日，张联东出任洋河股份董事长，进一步明确表达了政府关于“做大做强”洋河的态度。6 月，张董事长全面分管销售工作，并推动“百日攻坚”销售行动。经过半年磨合，新管理层对已经成型的营销战略、战术做加法，坚持聚焦梦之蓝 M6+ 发展，亦激发企业内部活力，预计公司有望顺利完成 21 年 15% 收入增长股权激励目标。

新一轮干部任用，内部改革持续推进

7月16日，公司发布员工持股计划，覆盖约5100名员工，并设立2021/22年15%/15%营收增长考核要求，激发公司内部活力。11月22日，公司召开“干部任用大会”及大区经销商恳谈会议，提高省内南京大区站位，提升省外河南、江西等级别，任用85后少壮派接棒上海、安徽、浙江、黑龙江等大区，未来或进一步明确前后台职能分工，在人事、费用等层面“解绑”区域。当前公司主导产品M6+、梦之蓝水晶版、天之蓝价格体系改革明确了产品进货成本底价，减少了经销商资金占用、提升了资金使用效率，渠道经营利润率和厂商关系显著改善，预计2022年公司改革红利有望持续释放。

1.2.2 水井坊：股权激励绑定，着力品牌高端化

水井坊于2021年实施员工持股计划，股票来源为2019年回购的股份以及部分2021年回购的股份，合计723,700股，占总股本0.15%。员工持股计划受让价格为公司回购均价110.01元/股的50%，即55.00元/股。本次员工持股总人数不超过66人，其中董事、高管共3人，中基层管理人员及核心技术（业务）骨干不超过63人。

表5: 水井坊2021年员工持股计划覆盖不超66人

持有人	职务	拟持有份额上限 (万份)	拟持有份额占持股计划 比例
范祥福	董事长	185.93	4.67%
朱镇豪	副董事长、总经理	572.09	14.37%
蒋磊峰	董事、财务总监、代董秘	155.13	3.90%
中基层管理人员及核心技术（业务）骨干（63人）		3067.85	77.06%
合计（66人）		3981.00	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

本次员工持股计划存续期定为42个月，业绩考核年度为2021、2022、2023年，整体来看公司营收增长率的均值在9家对标企业排名前五（对标企业为除茅台外的前10大规模酒企）。

表6: 水井坊2021年员工持股业绩考核：增长目标行业前五

解锁安排	考核目标	对应解锁比例
第一个解锁期	公司2021、2022年度的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名前五	50%
第二个解锁期	公司2021、2022、2023年度的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名前五	50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

八号井台卡位次高端，典藏发力高端价位

公司核心产品臻酿八号与井台卡位次高端核心价位，有望受益于次高端白酒行业扩容红利，保持收入较快增长，2021年公司发力宴席、团购渠道，主导产品价格提升20元+。2021年，水井坊加速高端化战略，24个省份25家经销商出资成立“水井坊高端白酒销售公司”，聚焦典藏及以上产品，并对典藏进行全新升级（定价1399元），公司成立典藏事业部和消费者培育部，目前高端白酒销售公司拥有100多个经销商，在持续招商的同时开展制定团购、圈层营销工作，配合新酒体，逐步打开团购渠道，水井坊高端产品有望稳步增长。

八大市场持续开拓，渠道精细化管理

21 年前三季度，公司八大市场同比增长 84%，保持快速增长，三四线市场尚有较大开拓潜力，公司积极拓展新渠道下沉到三四线城市，持续加强与省代、T1 合作；公司推动精细化渠道管理，优化经销商布局，并加强品牌建设，包括深度参与成都糖酒会、赞助国家宝藏、2021 年三季度重新开启打造城市网球赛等。2021 年收入+43%/净利润+35%的增长目标将有望顺利完成。

1.2.3 泸州老窖：激励落地，国窖 1573+泸州老窖双品牌驱动高增

泸州老窖 2021 年 9 月 27 日公告股权激励计划，拟授予 883.46 万股，占当时总股本 0.60%，授予价格为 92.71 元/股，涉及激励对象不超过 521 人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员。

表7：泸州老窖股权激励覆盖不超 521 人

姓名	职务	授予数量（万股）	占总授予比例
刘森	董事长	9.59	1.09%
林峰	董事、总经理	9.59	1.09%
王洪波	董事、常务副总经理、董秘	7.67	0.87%
沈才洪	董事、副总经理	7.67	0.87%
谢红	财务总监	7.67	0.87%
何诚	副总经理、首席质量官	7.67	0.87%
张宿议	副总经理、安全环境保护总监	7.67	0.87%
熊婷婷	职工董事、副总经理	6.28	0.71%
李勇	副总经理	6.28	0.71%
	核心骨干人员（512 人）	725.37	82.11%
	预留	88.00	9.96%
	合计	883.46	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

泸州老窖业绩考核目标积极，对利润增长及净资产收益率要求均在行业前 25%，未来几年将是高端白酒中业绩增速较快的企业，同时也对成本控制提出了限制要求。

表8：泸州老窖股权激励考核条件目标行业前 75 分位

解锁安排	业绩考核目标
第一个解锁期	2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值 相较 2019 年，2021 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值 2021 年成本费用占营业收入比例不高于 65%
第二个解锁期	2022 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值 相较 2019 年，2022 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值 2022 年成本费用占营业收入比例不高于 65%
第三个解锁期	2023 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值 相较 2019 年，2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值 2023 年成本费用占营业收入比例不高于 65%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率历史最高水平，期间费用率仍低贡献利润弹性

2021Q3 毛利率 87.51%，同增 0.61pct，为历史单季度毛利率最高水平；Q2 税金率 11.34%，同降 2.68pct，此前 Q1 税金率同增 7.05pct，Q2 同降 3.53pct，前三季度综合看税金影响基本抹平；Q3 销售费用率同降 1.28pct，管理费用率同降 0.45pct，Q3 毛利率上行、期间费用率下行再次贡献利润弹性；Q3 净利率 42.21%，同增 2.73pct；Q3 销售现金回款 43.98 亿元，YoY-14.8%，或系短期经销商票据打款所致。

全国化渗透仍具空间，国窖构建“2358”发展战略

国窖呈现全国化品牌、区域化强势特点，薄弱市场提升空间仍大，根据国窖销售公司规划，“十四五”期间将推进“城市群样板市场打造”，制定“2358”区域发展战略，东进南下开启会战，选定包括上海、深圳、郑州、成都等在内的九大样板市场，预计 21 年华东、华南均较快增长。10 月 17 日，国窖公司发布新品“泸州老窖 1952”，定位为泸州老窖品系战略引领品牌，定价 899 元/瓶，有望为国窖专营公司提供销售增量。

1.2.4 口子窖：完成回购，静待激励落地

2021 年 4 月公司以 1.49 亿元完成回购 313.42 万股，占总股本 0.52%，回购均价 47.54 元/股，拟用于股权激励。2021 年以来，公司已进行了营销体系改革，在省内采取精细化管理模式，将原先的“一地一商、产销分离”转向“1+N、市场共建、利润共享”合作模式。加强对传统经销商的动态考核，要求成立新公司独立运营新品，并在各市场增设二级经销商，同一区域内分产品运营，盘活渠道积极性。未来股权激励或人事调整将进一步激发企业发展动能，值得期待。

2 啤酒：青岛啤酒利润考核导向，激励紧扣高端化趋势

2020年青岛啤酒推出股权激励计划，以21.73元/股的价格授予激励对象1350万股，占当时公司总股本约1%，激励对象合计661人，包含公司中层及以上核心管理人员，占公司2018年底在职员工总数3920人的1.68%。

表9：青岛啤酒股权激励覆盖中层及以上核心管理人员

姓名	职务	授予额度（万股）	占激励计划总量比例
黄克兴	董事长、党委书记	15	1.11%
于竹明	执行董事、财务总监	11	0.81%
王瑞永	执行董事、副总裁	11	0.81%
蔡志伟	营销总裁	13	0.96%
姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11	0.81%
徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11	0.81%
王少波	副总裁	11	0.81%
张瑞祥	董事会秘书	9	0.67%
其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员（合计619人）		1228	90.96%
二次授予人员（合计34人）		29.7	2.22%
合计		1350	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

从业绩考核目标来看，公司对利润指标考核占主导，除利润增长目标，还增加了净资产收益率指标，对企业发展质量提出目标要求，同时要求对标同行业企业，超过行业75分位水平。

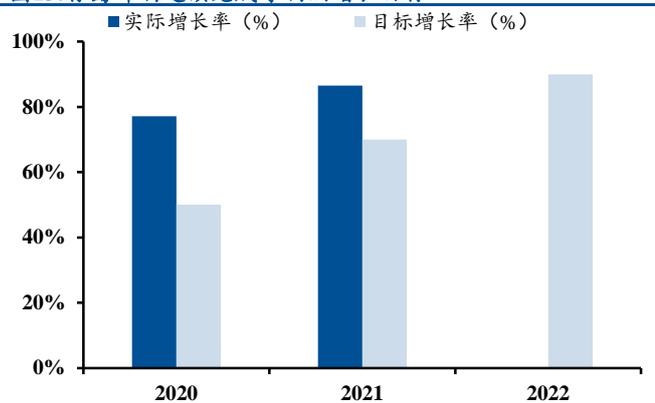
表10：青岛啤酒股权激励业绩考核目标以利润为导向

时期	业绩考核目标
授予期	2018年净利润增长率不低于10% 2018年加权平均净资产收益率不低于7.5%，且不低于对标企业50分位值 2018年主营业务收入占营收比重不低于90%
第一个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2020年净利润增长率不低于50%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2020年加权平均净资产收益率不低于8.1%，且不低于对标企业75分位值 2020年主营业务收入占营收比重不低于90%
第二个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2021年净利润增长率不低于70%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2021年加权平均净资产收益率不低于8.3%，且不低于对标企业75分位值 2021年主营业务收入占营收比重不低于90%
第三个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2022年净利润增长率不低于90%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2022年加权平均净资产收益率不低于8.5%，且不低于对标企业75分位值 2022年主营业务收入占营收比重不低于90%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2020年公司超额完成利润及净资产收益率目标，实际净利润增长77.12%，净资产收益率11.13%，同时根据2021年前三季度情况预测，公司2021年仍将超额完成激励目标，2022年展望积极。

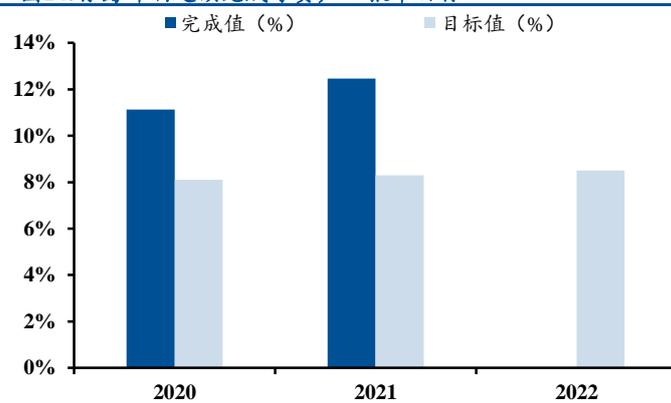
图13:青岛啤酒超额完成净利润增长目标



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2021 年数据为第三季度数据

图14:青岛啤酒超额完成净资产回报率目标



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2021 年数据来源于 wind 一致预期

3 调味品：考核目标彰显信心，2022 年基本面有望改善

3.1 加加食品：预计 21Q4 环比改善，未来 2 年或困境反转

2021 年 10 月推出股权激励计划，以 4.95 元/份的价格授予激励对象 4650 万份股票期权，占当时公司总股本约 4%，激励对象覆盖较多高管，包括董事长、副总（主管生产）、董事（主管运营）、财务总监、董秘 5 人，其中董事长期权数量占本次激励计划比例为 24.3%，同时兼顾核心技术与业务人员 126 人。

表11:加加食品股权激励对象涵盖 131 名核心人员

姓名	职务	期权数量 (万份)	占激励计划 比例	占总股本 比例
周建文	董事长兼总经理	1128	24.26%	0.98%
杨衡山	董事、副总经理	52	1.12%	0.05%
莫文科	董事	52	1.12%	0.05%
刘素娥	财务总监	52	1.12%	0.05%
杨亚梅	董秘	52	1.12%	0.05%
核心人员及其他 (126 人)		2385	51.3%	2.07%
合计		4650	100.00%	4.04%

资料来源：加加食品公告，民生证券研究院

考核目标，2021 年营收/净利润不低于 16/0.1 亿元，对应同比-23%/ -94%，折合 21Q4 营收/净利润 yoy 为 -18%/ -78%。2021 年前三季度公司基本面承压，但根据考核目标（10 月公布），四季度基本面或迎来环比改善。

2022-2023 年，营收不低于 20/25 亿元，对应同比+25%/25%，或者净利润不低于 2/2.5 亿元，对应同比+1900%/25%。业绩考核目标增速高于过去 3 年历史平均水平，反映公司对未来发展持有较高的信心，存在困境反转的预期。

随着终端需求回暖+渠道变革+内部治理改善，公司困境反转逻辑有望兑现，若完成业绩考核目标，则目前股价对应 2022/2023 年 PE 分别为 31/25X。

表12:加加食品股权激励考核目标未来两年收入增速为 25%

考核指标	2021E	2022E	2023E	2017-2020 年 CAGR
营收 (亿元)	16	20	25	-
yoy	-23%	25%	25%	3.1%
净利润 (亿元)	0.1	2	2.5	-
yoy	-94%	1900%	25%	3.4%

资料来源：加加食品公告，民生证券研究院

3.2 日辰股份：预计 22 年延续改善趋势，B/C 双轮驱动提速成长

2021 年 10 月推出股权激励计划，以 42.5 元/份的价格授予激励对象 138.63 万份股票期权，占当时公司总股本约 1.4%，激励总金额约 0.59 亿元，激励对象覆盖高管较少，仅有副总与财务总监 2 人，覆盖中层及骨干 33 人。

表13:日辰股份股权激励对象涵盖核心骨干共 35 人

姓名	职务	期权数量 (万份)	占激励计划 比例	占总股本 比例
崔正波	副总经理	15	10.82%	0.15%
周庆	财务总监	10	7.21%	0.10%
中层及骨干 (33 人)		114	82.0%	81.97%
合计		139	100.00%	1.41%

资料来源：日辰股份公告，民生证券研究院

考核目标，按照目标增长率考核，2022 年营收/净利润同比+30%/30%；按照触发增长率考核，2022 年营收/净利润同比+23%/23%。2021 年公司基本面同比改善，根据考核目标（10 月公布），2022 年有望进一步延续改善趋势。

2023 至 2024 年，按照目标增长率考核，营收或净利润每年 yoy 均为 30%；按照触发增长率考核，营收或净利润每年 yoy 均为 24%。随着复调行业高速发展叠加 B/C 端双轮驱动，公司有望步入成长提速期。

表14:日辰股份股权激励考核目标年复合增速约 24%

考核指标	2022E	2023E	2024E	2017-2020 年 CAGR
营收 yoy	23/30%	24/30%	24/30%	8.0%
净利润 yoy	23/30%	24/30%	24/30%	13.1%

资料来源：日辰股份公告，民生证券研究院

3.3 中炬高新：已回购股票 6 亿元，为股权激励作准备

第一次回购期间为 2021 年 4 月~7 月，共回购 1438.8 万股，对应金额为 6 亿元，均价为 41.69 元，比最新收盘价高 23.2%，全部用于股权激励，以此进一步完善治理结构，构建管理团队持股的长期激励与约束机制。

表15:中炬高新 2021 年股票已回购 6 亿元

公司	中炬高新 (第 2 次)	中炬高新 (第 1 次)
回购进度	实施	完成
回购目的	市值管理	股权激励
预计回购数量(股)	1000	1000
价格上限(元)	60	60
已回购数量(万股)	1126.12	1438.80
占总股本比例(%)	1.4%	1.8%
已回购金额(亿元)	3.84	6.00
回购均价 (元)	34.08	41.69
较最新收盘价涨跌幅(%)	0.7%	23.2%
占预计回购资金比例(%)	64.0%	100.0%
占预计回购股份比例(%)	112.6%	143.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.4 恒顺醋业：回购用于股权激励，助力内部治理变革

回购期间为 2021 年 6 月~8 月，共回购 1002.22 万股，对应金额为 1.73 亿元，均价为 17.29 元。2020 年以来公司加快内部变革，管理层引入董事、营销总监等较多外部人才，同时匹配股权激励，长期有望步入成长提速期。

表16:恒顺醋业 2021 年股票回购 1.73 亿元

公司	恒顺醋业
回购进度	完成
回购目的	股权激励
预计回购数量(股)	1,008.72
价格上限(元)	27.84
已回购数量(万股)	<u>1002.22</u>
占总股本比例(%)	1.0%
已回购金额(亿元)	<u>1.73</u>
回购均价(元)	<u>17.29</u>
较最新收盘价涨跌幅(%)	11.0%
占预计回购资金比例(%)	61.7%
占预计回购股份比例(%)	99.4%

资料来源：Wind，民生证券研究院

4 乳制品：伊利注重利润成长，新乳业收入利润并重，妙可蓝多诉求规模

4.1 伊利股份：稳扎稳打，引领行业增长

2019年，伊利股份推出限制性股票激励计划。激励股份总数为1.52亿股，其中董事长、总裁、副总裁、财务负责人、董秘等高管均有覆盖，剩余超过50%股份授予475名核心人员，覆盖面较广。

表17:伊利股份股权激励约480名核心人员

姓名	职务	限制性股票数量 (万股)	占激励计划 比例	占总股本比例
潘刚	董事长兼总裁	5,066.00	33.24%	0.83%
刘春海	董事、副总裁	833	5.46%	0.14%
赵成霞	董事、副总裁、财务负责人	833	5.46%	0.14%
闫俊荣	董事	41.7	0.27%	0.01%
邱向敏	董事会秘书	33	0.22%	0.01%
其他核心人员（共475人）		8,436.10	55.34%	1.38%
合计		15,242.80	100%	2.50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

净利润增速为核心考核目标，考核目标中归母扣非净利润年均增速定在高个位数，根据股权激励方案，公司2021~2023年的净利润较2018年分别增长不低于28%/38%/48%，折合为归母扣非净利润为75.24/81.12/86.99亿元。公司21年前三季度完成归母扣非净利润75.47亿元，已完成全年激励目标，我们预计Q4业绩仍将保持平稳增长，全年将超额完成激励目标。受益于乳制品行业整体景气度较高，公司22~23年利润端有望保持稳健增长。

表18:伊利股份股权激励考核目标保持稳健增长

考核指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019~2023 GAGR
净利润增长率/完成情况 (2018年为基数)	8%/8.93%	18%/20.78%	28.00%	38.00%	48.00%	8.16%
ROE目标/完成情况	20%/24.36%	20%/25.25%	20%	20%	20%	
现金分红比例/完成情况	70%/70.86%	70%/70.47%	70.00%	70.00%	70.00%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 新乳业：收入及利润同步考核，目标增速高于行业平均

2020年，新乳业推出限制性股票激励计划。激励股份总数为1378万股，其中董事长、总裁、副总裁董事会秘书等高管均有覆盖，其他核心管理人员36人共获配38.32%激励股份。

表19:新乳业股权激励覆盖41名核心骨干人员

姓名	职务	限制性股票数量 (万股)	占激励计划 比例	占总股本比例
席刚	董事长	500	36.28%	0.59%
朱川	总裁	200	14.51%	0.23%
张帅	副总裁	70	5.08%	0.08%

郑世锋	董事会秘书	40	2.90%	0.05%
褚雅楠	财务总监	40	2.90%	0.05%
核心管理人员及核心骨干人员以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有重要影响的其他员工（共 36 人）		528	38.32%	0.62%
合计		1378	100.00%	1.61%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

以 2020 年为基数，2021~2023 年，新乳业合并营业收入/归母净利润年均增速目标为 24.93%。高于乳制品行业整体 10% 左右增速，显示公司对未来高增长的信心

表20:新乳业股权激励业绩目标高于行业平均增速

考核指标	2021E	2022E	2023E	2019~2023GAGR
合并营业收入增长率 (2020 年为基数)	25%	56%	95%	24.93%
归母净利润增长率	25%	56%	95%	24.93%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3 妙可蓝多：收入端为核心考核目标，延续高成长

2020 年，妙可蓝多推出股票期权与限制性股票激励计划。激励股份总数为 600 万股，全部授予 196 名核心骨干成员。

表21:妙可蓝多股权激励 196 名核心骨干成员

公司	姓名	职务	限制性股票数量 (万股)	占激励计划 比例	占总股本比例
妙可蓝多	核心技术（业务）人员（共 196 人）		600	100.00%	1.47%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

妙可蓝多的考核目标全部集中于收入端，具体要求为 21~23 年实现营收不低于 40/60/80 亿元，同比年均增速为 41.28%。显示奶酪子行业景气度仍然高企，公司对收入及市场份额诉求较高。

表22:妙可蓝多股权激励考核目标专注收入，年复合增速约 41%

公司	考核指标	2020A	2021E	2022E	2023E	2019~2023GAGR
妙可蓝多	营业收入（亿元）	28.47	40.00	60.00	80.00	41.28%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 休闲食品：团结核心人员，共度行业低谷

目前休闲食品行业正在实行股权激励的公司包括盐津铺子、三只松鼠、有友食品，进行员工持股计划的公司包括洽洽食品、三只松鼠，进行股票回购的公司包括洽洽食品、三只松鼠、良品铺子、盐津铺子、甘源食品。

表23:三只松鼠、盐津铺子、有友食品推出股权激励

公司	发布日期	授予日期	有效期(年)	激励总数 (万股)	占当时总股本比例	授予价格 (元/股)
三只松鼠	2021/6/18	2021/7/5	4	111.58	0.28%	25.05
盐津铺子-2021年	2021/3/1	2021/4/30	4	223.67	1.73%	53.37
盐津铺子-2019年	2019/3/24	2019/5/9; 2020/3/27	4	550	4.44%	13.85; 26.47
有友食品	2021/2/26	2021/3/24; 2021/11/25	5	450	1.54%	8.64; 8.32

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表24:洽洽食品、三只松鼠进行员工持股

公司	发布日期	有效期(年)	激励总数 (万股)	占当时总股本比例	总人数
三只松鼠	2021/6/18	6	385.16	0.96%	22
洽洽食品-六期	2021/1/8	3	9.19	0.02%	44
洽洽食品-五期	2021/6/29	3	158.87	0.31%	213

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

5.1 股权激励：高激励目标，验证后续发展充分信心

5.1.1 考核目标：激励目标均高于历史平均水平，未来发展可期

从休闲食品各公司的股权激励目标均高于历史水平，反映了管理层对公司未来发展的信心和决心，在公司成长期绑定公司与团队利益，推动公司快速发展。

(1) 三只松鼠：制定两个考核目标，分别对应 100%/90% 归属系数，考核目标 A 以 2020 年为基础，3 年收入 CAGR 不低于 17.69%，利润 CAGR 不低于 37.68%；考核目标 B 以 2020 年为基础，3 年收入/利润 CAGR 分别不低于 12.92%/25.99%，对于利润的要求均高于收入，在过去快速扩张规模的背景下，近年也体现了一定利润诉求，可预期松鼠未来经营层面更加趋于良性发展。

(2) 盐津铺子：盐津铺子两期股权激励目标均制定高业绩目标，2019 年股权激励制定 3 年收入/利润 CAGR 分别不低于 16.96%/51.83%，2021 年股权激励收入/利润激励目标分别不低于 26.83%/41.95%，在深度绑定管理层积极性之后，也确实实现了公司的快速成长。盐津渠道高度集中于商超，今年受线下商超客流下滑影响格外明显，全年业绩目标面临一定困难，展望 2022 年，在需求修复，及公司主动求变，拓展定量装进驻流通渠道的情况下，预计明年达成目标是大概率事件。

(3) 有友食品：公司股权激励考核目标为未来 3 年收入 CAGR 达到 15.73%，对比有友 2019/2020 年收入增速分别为 -8.44%/+8.40%，此目标将公司发展带入了新的成长阶段。有友积

极研发新品，拓展产品矩阵，带来业绩新推力，有望稳步达成考核目标。

表25:休闲食品公司股权激励考核目标彰显未来信心

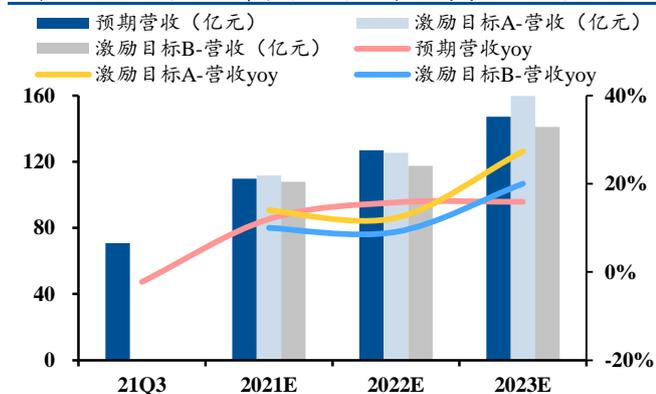
公司	考核指标	基准年份	N+1 E	N+2 E	N+3 E	3年目标 CAGR
三只松鼠	A 收入	2020	14%	28%	63%	17.69%
	A 利润		50%	80%	161%	37.68%
	B 收入		10%	20%	44%	12.92%
	B 利润		35%	49%	100%	25.99%
盐津铺子-2021年	收入	2020	28%	62%	104%	26.83%
	利润		42%	101%	186%	41.95%
盐津铺子-2019年	收入	2018	15%	25%	60%	16.96%
	利润		95%	160%	250%	51.83%
有友食品	收入	2020	15%	33%	55%	15.73%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：考核激励目标均为后续3年收入/利润在基准年份基础上的增速

2021年前三季度三只松鼠营收同比-2.23%，归母净利润同比+67.35%，受线上去中心化影响，营收增速稍有放缓，但公司新拓展线下分销渠道，以坚果礼进驻年货礼赠市场，预计有力推动四季度业绩高增，及全年收入目标的实现。同时公司加强供应链管理，优化物流体系，利润导向明确，预计2021年能超过50%的高位利润增速目标。展望2022年，随着需求恢复，以及子品牌的发展，线下分销渠道的扩张，预计将有力达成股权激励目标，实现更加快速的规模增长，利润方面随着效率持续提高，有望继续超过高位激励目标。

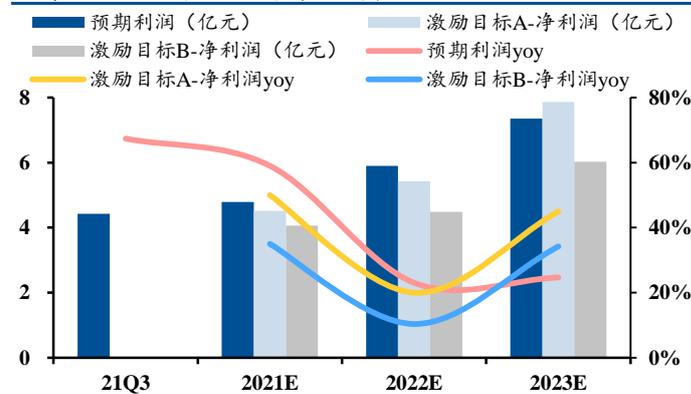
图15:三只松鼠2021年营收目标预计达成高激励目标



资料来源：Wind，三只松鼠公告，民生证券研究院

注：2021-2023年数据采用wind一致预期

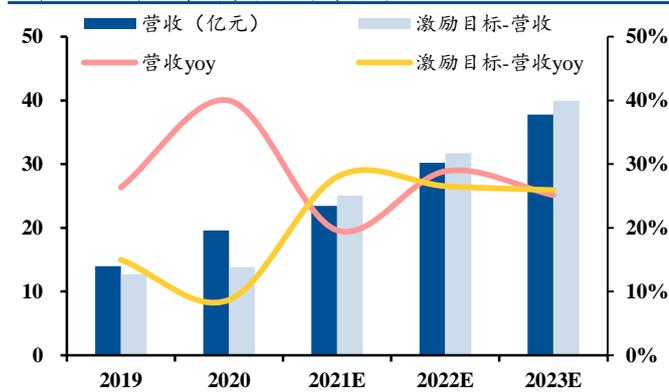
图16:三只松鼠利润目标将顺利实现



资料来源：Wind，三只松鼠公告，民生证券研究院

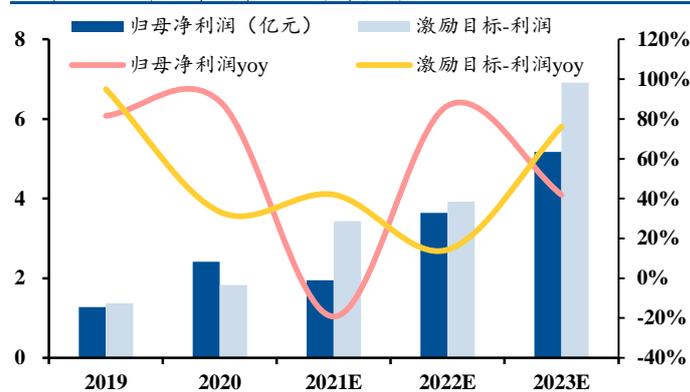
盐津铺子2019年股权激励目标发布后，深度激发员工积极性，持续推动公司业绩快速发展，2019-2020年均大幅超过激励目标。但2021年二季度KA客流大幅缩减，拖累整体业绩表现，三季度可观察到渠道端有边际改善，预计四季度将会延续改善趋势。展望明年，在线下客流恢复及拓展定量装布局流通渠道背景下，预计将持续向好发展。

图17:激励下盐津铺子营收将持续向好



资料来源: Wind, 盐津铺子公告, 民生证券研究院

图18:激励下盐津铺子利润将持续向好



资料来源: Wind, 盐津铺子公告, 民生证券研究院

注: 2021-2023年数据采用wind一致预期, 2021年营收及利润目标为2021年股权激励目标

有友食品2021年前三季度实现营收增速13.78%，辣卤零食本身需求较为稳定，且有友渠道以KA及流通为主，受渠道端影响较小，预计在新品推广的情况下，全年有望达成业绩目标。2022年在渠道改善、新品扩张逻辑下，增速将进一步加快，整体实现稳步向好发展。

5.1.2 激励对象：兼顾高管及核心业务人员，带动全员动力

三只松鼠和有友食品的股权激励对象主要覆盖核心业务骨干员工，三只松鼠股权激励覆盖208位核心骨干及高潜人才，核心高管不参与股权激励，仅参与“事业合伙人持股计划”。有友食品覆盖209位高管、中层管理人员及核心骨干员工，高管份额仅占比10%，给员工留出充足激励份额，有助于带动全公司积极性。盐津铺子的股权激励则以核心高管为主，2019年股权激励覆盖12人，核心高管占比67.64%，2021年股权激励覆盖范围扩大至32人，核心高管占比也下降至24.14%，更有助于带动业务人员动力。

表26:休闲食品公司股权激励对象覆盖多数核心人员

公司	覆盖人员	覆盖人数	股票数量 (万股)	占公告日总股本比例	核心高管占比
三只松鼠	核心骨干、高潜人才	208	111.58	0.28%	-
盐津铺子-2021年	董事、高管、核心技术及业务人员	32	223.67	1.73%	24.14%
盐津铺子2019年	董事、高管、核心技术及业务人员	12	550	4.44%	67.64%
有友食品	董事、高管、中层管理人员、核心骨干	209	450	1.54%	10.00%

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

5.2 员工持股计划：松鼠绑定核心人员利益，洽洽长期稳步推进

目前正在员工持股计划中的公司有三只松鼠、洽洽食品，但两者持股方案有所区别。三只松鼠是对高管及核心业务人员授予股票，洽洽食品是向高管及员工募集资金并集合运作，从2015年开始，目前已开展六期。

5.2.1 三只松鼠：发布员工持股计划，深度绑定核心高管及业务人员利益

三只松鼠于2021年6月18日发布“事业合伙人持股计划”，以0元价格，对22位董事、高管、核心管理层、核心技术及业务人员授予385.16万股股票，占公告日总股本的0.96%，分为四期归属，各期归属比例为34%/22%/22%/22%。以0元价格授予股票是充分考虑到松鼠员工平均年龄较小，仅为26.9岁，为“相信年轻人、善用年轻人”实现可持续发展，直接对核心管理层及业务人员授予股票，直接绑定核心员工利益，实现长远稳定发展。

表27:三只松鼠员工持股计划面向年轻人

公司	发布时间	归属方案	覆盖人员	股票数量	占公告日总股本比例	授予价格	核心高管占比
三只松鼠	2021/6/18	存续期为72个月，锁定期为24个月，锁定期后根据公司业务目标及个人绩效评估结果，分四期分配，每期归属比例为34%/22%/22%/22%；	董事、高管、核心管理层、核心技术人员、核心业务人员，共计22人，并预留5.99%份额	385.16	0.96%	0	29.16%

资料来源：三只松鼠公告，民生证券研究院

5.2.2 洽洽食品：多期滚动员工持股计划，长期绑定员工利益

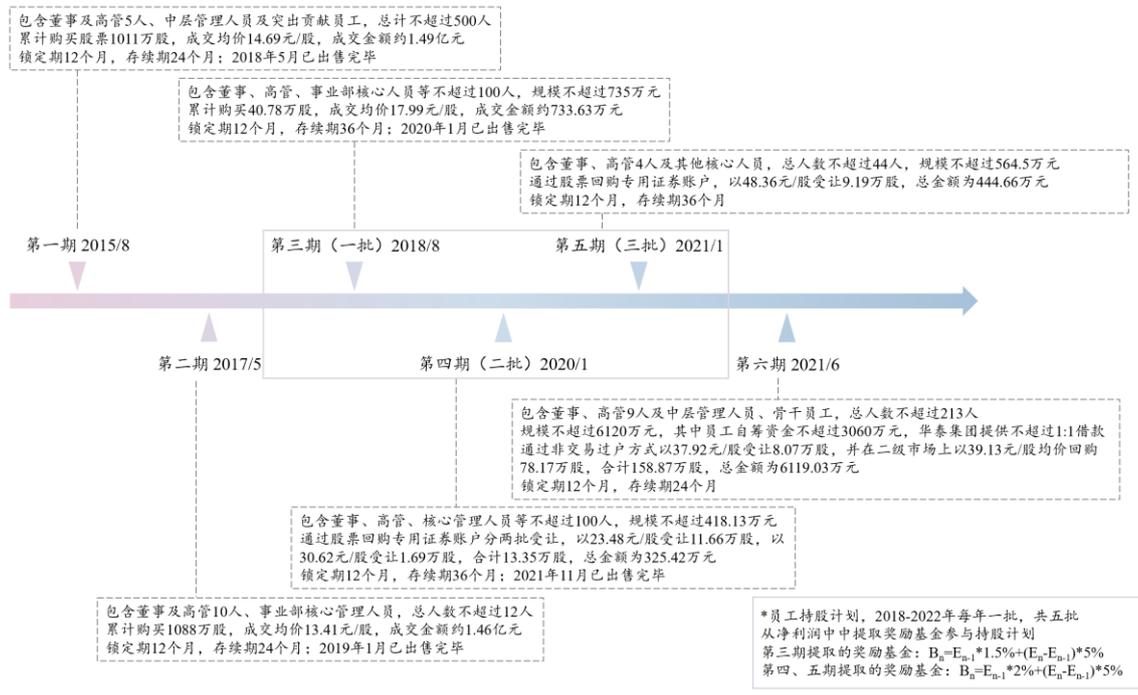
洽洽自2015年起陆续开展员工持股计划，目前已开展6期，洽洽是向员工募集资金，并以集合资产运作的模式，实现阶段性员工持股与退出计划。梳理洽洽过去6期持股计划，覆盖人数和总金额差异较大，部分计划仅涵盖核心高管，部分计划覆盖广泛员工，提供不同阶段不同范围的持股计划。总金额规模从325万到1.5亿元，根据覆盖范围及股份数量不同，变动较大。经过长期、稳步、持续性的员工持股计划，将长期绑定核心员工利益，带动整体积极性，共同推动公司更好更稳健发展。

表28:洽洽食品员工持股计划

持股计划期数	开始时间	包含人员	总人数	股份数量(万股)	总金额(万元)	结束时间
第一期	2015/08	包含董事及高管5人、中层管理人员及突出贡献员工	500	1011.88	14868.09	2018/05
第二期	2017/05	包含董事及高管10人、事业部核心管理人员	12	1088.02	14593.18	2019/01
第三期	2018/08	包含董事、高管、事业部核心人员	100	40.78	733.63	2020/01
第四期	2020/01	包含董事、高管、核心管理人员	100	13.346	325.42	2021/11
第五期	2021/01	包含董事、高管4人及其他核心人员	44	9.19	444.66	锁定期内
第六期	2021/06	包含董事、高管9人及中层管理人员、骨干员工	213	158.87	6119.03	锁定期内

资料来源：洽洽食品公告，民生证券研究院

图19:洽洽员工持股计划时间轴梳理



资料来源：洽洽食品公告，民生证券研究院

5.3 回购彰显未来信心，储备后续激励

目前已开展股票回购的公司有三只松鼠、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、良品铺子。目前三只松鼠、盐津铺子已回购完成，补充股权激励及员工持股计划所需股票；甘源食品、良品铺子正在回购进程中。洽洽食品2020年5月已完成回购，在2021年10月过户80.70万股至第六期员工持股计划后，公司回购专用证券账户还持有81.17万股；洽洽食品于2021年9月6日公告将使用3000-6000万元继续回购股票，用于股权激励或员工持股计划，目前已使用653.33万元，回购12.35万股。各公司均在今年开始回购，主因受下游需求不足及线上去中心化、线下商超客流下滑等诸多因素影响，经历戴维斯双杀后今年股价已处于历史低位水平。而展望后市，渠道端已出现边际改善，在需求修复情况下，预计将会有明显提振。低位回购为后续股权激励及员工持股计划做储备。

表29:多家休闲食品公司有回购预案(截至2021.12.04)

公司	回购目的	拟回购金额上下限 (万元)	拟回购价格	拟回购数量(万股)
三只松鼠	实施股权激励计划或员工持股计划	10000-20000	≤65	153.85-307.69
盐津铺子	实施股权激励	15000-25000	≤150	100.00-166.70
甘源食品	实施工员工持股计划或股权激励计划	6000-12000	≤85.09	70.51-141.02
良品铺子	实施工员工持股计划或股权激励计划	7500-15000	≤69.85	107.37-214.75
洽洽食品	公司股权激励计划或员工持股计划	5000-10000	≤30	167.00-333.00
	实施股权激励计划或员工持股计划	3000-6000	≤60.16	49.87-99.73

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表30:多家休闲食品公司开展回购(截至2021.12.04)

公司	起止日期	数量 (万股)	占总股本 比例	金额范围 (元/股)	均价 (元/股)	支付总金额 (万元)	目前进展	最新公告 日期
三只松鼠	2021/1/21-2021/5/31	385.16	0.96%	35.23-56.73	45.34	17461.56	已完成	2021/7/5
盐津铺子	2020/12/1-2021/2/3	224.00	1.73%	101.7-131.60	111.77	24999.16	已完成	2021/2/4
甘源食品	2021/8/19-至今	126.00	1.35%	45.22-49.90	47.78	5999.02	进行中	2021/12/2
良品铺子	2021/7/6-至今	301.66	0.75%	31.35-35.00	33.10	9983.44	进行中	2021/12/2
洽洽食品	2019/5/10-2020/5/10	184.41	0.36%	21.78-33.05	27.11	4999.71	已完成	2021/5/12
	2021/9/6-至今	12.35	0.02%	52.08-53.57	52.90	653.33	进行中	2021/12/2

资料来源:各公司公告,民生证券研究院

6 速冻食品：千味央厨确立三年翻倍目标，安井超额完成目标

目前速冻食品行业正在实行股权激励的公司包括千味央厨和安井食品。具体来看，1) **考核目标**：千味央厨制定三年翻倍目标，安井食品业绩目标稳中有进，验证公司对后续发展的信心和决心。2) **激励对象**：均覆盖高管及核心业务人员，全员激励绑定团队利益，有助于整体目标达成。3) **行权价格**：千味上市之初，但看好整体业绩发展，安井食品激励价格处于历史底部水平，后续经营状态向好发展。

表31:千味央厨、安井食品实施股权激励

公司	发布日期	授予日期	有效期(年)	激励总数(万股)	占当时总股本比例	授予价格(元/股)
千味央厨	2021/11/1	-	4	156.84	1.84%	31.01
安井食品	2019/10/27	2019/11/13; 2020/7/14	4	663	2.88%	26.97; 66.31

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

6.1 考核目标：股权激励加持，给予长期业绩发展信心

千味央厨和安井食品的股权激励目标均高于发布股权激励之前的历史平均水平，体现了管理层对未来发展规划的信心和决心。

(1) 千味央厨：由于进入第四季度，因此不考核 2021 当年业绩增速，直接考核 2022-2023 年业绩增速，公司规划收入三年翻倍，是基于长期深耕速冻米面餐饮赛道，已积累诸多生产经验，与百胜中国经过长期合作构建稳定合作关系，积极开拓其他大 B 与小 B 客户，以大 B 带小 B 稳步发展。以千味现有优势，在 B 端生意模式下有望稳步达成三年翻倍的业绩目标。

(2) 安井食品：公司 2019 年 10 月发布股权激励方案，目标为三年累计营收超 170.79 亿元，此前 2018 年实现营收 42.59 亿元，折合三年 CAGR 为 14.28%，在 2018 年营收同比+11.24% 的情况下，公司制定了稳中有进的发展目标。从目前发展情况来看，安井均超额完成目标，验证管理层出色管理实力及公司优秀质地。

表32:速冻食品公司股权激励以收入高增长为考核目标

公司	考核指标	基准年份	N+1 E	N+2 E	N+3 E	3 年目标 CAGR
千味央厨	收入 yoy	2020	-	67%	101%	26.20%
安井食品	累计收入	2018	50.26	107.75	170.79	-
	收入 yoy		19%	36%	49%	14.28%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

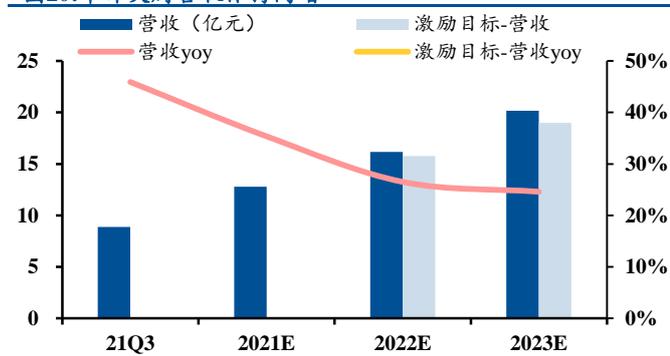
注：考核激励目标均为后续 3 年收入/利润在基准年份基础上的增速

千味央厨 2021 年前三季度营收同比+45.92%，预计全年收入将达成 35% 以上增长。展望 2022 年，千味央厨基于餐饮速冻米面经验优势，依托 B 端相对稳定的生意模式，达成业绩目标是大概率事件。

安井食品自 2019 年发布股权激励之后，高度绑定管理层利益，激发员工动力，业绩持续高速增长，持续超预期，2020 年前三季度公司收入同比大幅+35.92%，在逐年积累下，2021 年

业绩目标的达成具备充分保障。

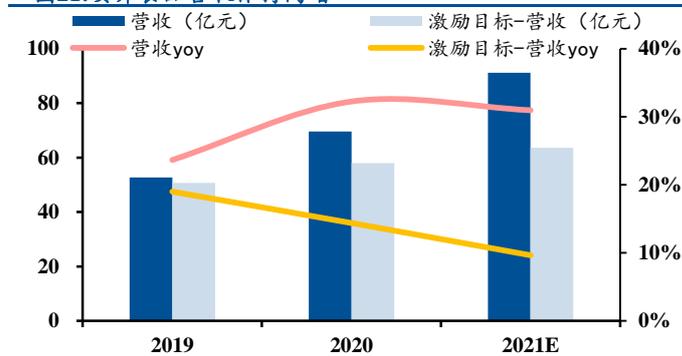
图20:千味央厨营收保持高增



资料来源: Wind, 千味央厨公告, 民生证券研究院

注: 2021-2023 年数据采用 wind 一致预期

图21:安井食品营收保持高增



资料来源: Wind, 安井食品公告, 民生证券研究院

6.2 激励对象：同步覆盖高管及业务人员，全员激励绑定团队利益

千味央厨和安井食品的激励范围均包含高管及核心业务骨干，并且核心高管占比都未突破 30%，给予核心业务人员充足激励，深度绑定员工利益，全员激励下更能保障整体组织活力，推动业绩目标达成。

表33:速冻食品公司股权激励对象面向多数核心管理层

公司	覆盖人员	覆盖人数	股票数量 (万股)	占公告日总股本比例	核心高管占比
千味央厨	董事、高管、核心研发及业务骨干	80	156.84	1.84%	28.37%
安井食品	董事、高管、中层管理人员、生产技术及营骨干	232	663	2.88%	12.67%

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

7 附录

表34:其他食品饮料企业股权激励/员工持股计划汇总一览

企业	类型	规模 (亿元)	激励对象	首次授予日期	业绩考核期	考核目标
绝味食品	限制性股权激励	2.52	高管、核心员工 124 人	2021 年 5 月 29 日	2021-2023 年	2021 年营收较 2020 年增长不低于 25% 2022 年营收较 2020 年增长不低于 50% 2023 年营收较 2020 年增长不低于 80%
汤臣倍健	限制性股权激励	1.596	中层管理人员、核心技术(业务)人员等 103 人	2020 年 1 月 16 日	2020-2022 年	2020 年营收较 2018 年增长不低于 45% 2021 年营收较 2018 年增长不低于 60% 2022 年营收较 2018 年增长不低于 75%
仙乐健康	限制性股权激励	0.26	高管、核心员工 49 人	2020 年 9 月 11 日	2020-2022 年	2020 年营收较 2019 年增长不低于 20% 2021 年营收较 2019 年增长不低于 45% 2022 年营收较 2019 年增长不低于 70%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

8 重点推荐及盈利预测

表35:重点推荐个股及盈利预测

行业	代码	公司	现价	EPS			PE			评级
			2021/12/08	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	2,043.00	41.48	47.15	51.52	49	43	40	推荐
	000858.SZ	五粮液	244.00	6.13	7.03	8.30	40	35	29	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	252.87	5.31	6.70	8.39	48	38	30	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	330.84	4.77	6.51	8.29	69	51	40	推荐
	002304.SZ	洋河股份	185.97	5.13	6.66	7.98	36	28	23	推荐
	600702.SH	舍得酒业	243.47	3.67	5.24	6.89	66	46	35	推荐
区域性白酒	000596.SZ	古井贡酒	268.54	4.69	6.19	7.38	57	43	36	推荐
	603369.SH	今世缘	57.85	1.57	1.97	2.38	37	29	24	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	75.46	1.73	2.14	2.55	44	35	30	推荐
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	105.70	2.07	2.44	2.96	51	43	36	推荐
	600132.SH	重庆啤酒	157.91	2.45	3.14	3.91	64	50	40	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	9.22	0.30	0.33	0.36	31	28	26	推荐
餐饮产业链	603288.SH	海天味业	112.80	1.62	1.98	2.31	70	57	49	推荐
	603345.SH	安井食品	188.89	2.93	4.26	5.35	64	44	35	推荐
	002507.SZ	涪陵榨菜	37.02	0.72	0.96	1.12	51	39	33	推荐
	600872.SH	中炬高新	34.78	0.70	0.86	1.01	50	40	34	推荐
	603027.SH	千禾味业	25.67	0.27	0.43	0.56	95	60	46	推荐
	603317.SH	天味食品	25.15	0.22	0.47	0.59	114	54	43	推荐
	600305.SH	恒顺醋业	15.73	0.22	0.29	0.34	72	54	46	推荐
乳制品	001215.SZ	千味央厨	63.42	1.08	1.45	1.83	59	44	35	推荐
	600887.SH	伊利股份	41.09	1.48	1.68	1.88	28	24	22	推荐
	600597.SH	光明乳业	14.51	0.55	0.63	0.71	26	23	20	推荐
	002946.SZ	新乳业	15.04	0.40	0.51	0.65	38	29	23	推荐
传统消费	002732.SZ	燕塘乳业	26.23	1.09	1.28	1.46	24	20	18	推荐
	000895.SZ	双汇发展	31.19	1.46	1.79	2.00	21	17	16	推荐
	605499.SH	东鹏饮料	190.60	2.79	3.70	4.55	68	52	42	推荐
	600298.SH	安琪酵母	60.04	1.71	2.10	2.37	35	29	25	推荐
	300146.SZ	汤臣倍健	26.09	1.03	1.30	1.54	25	20	17	推荐
	603517.SH	绝味食品	67.40	1.89	1.99	2.44	36	34	28	推荐
	002557.SZ	洽洽食品	58.09	1.82	2.09	2.43	32	28	24	推荐
	603866.SH	桃李面包	31.41	0.81	0.93	1.04	39	34	30	推荐
	603719.SH	良品铺子	42.54	1.03	1.24	1.44	41	34	30	推荐
	002847.SZ	盐津铺子	97.71	1.25	2.34	3.45	78	42	28	推荐
	605337.SH	李子园	42.20	1.33	1.74	2.13	32	24	20	推荐
	002695.SZ	煌上煌	14.60	0.46	0.64	0.82	32	23	18	推荐
	603711.SH	香飘飘	15.79	0.91	1.05	1.24	17	15	13	推荐
002991.SZ	甘源食品	57.08	1.61	2.17	2.71	35	26	21	推荐	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

9 风险提示

宏观经济超预期波动导致需求端受损：宏观经济受多重因素影响，存在一定不确定性。

疫情散点爆发超预期管控：国内疫情多点散发，若持续时间超预期，可能会影响食品饮料行业后续业绩表现。

食品安全问题等：食品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题，可能产生重大影响。

股权激励计划执行不顺利：由于股权激励计划考核时间较长，市场情况多变，可能出现执行不顺利的风险。

插图目录

图 1: 2016 年后五粮液营业加速增长	4
图 2: 2016 年后五粮液归母净利润稳步增长	4
图 3: 2016 年后五粮液毛利率、净利率提升走势	4
图 4: 五粮液销售、管理费用率下降	4
图 5: 山西汾酒营业收入高速增长	5
图 6: 山西汾酒归母净利润高速增长	5
图 7: 山西汾酒毛利率、净利率大幅提升	5
图 8: 山西汾酒销售费用率、管理费用率下降	5
图 9: 2021 年舍得酒业营业收入增长	6
图 10: 2021 年舍得酒业归母净利润大幅增长	6
图 11: 舍得酒业毛利率、净利率提升	6
图 12: 舍得酒业销售费用率、管理费用率下降	6
图 13: 青岛啤酒超额完成净利润增长目标	13
图 14: 青岛啤酒超额完成净资产回报率目标	13
图 15: 三只松鼠 2021 年营收目标预计达成高激励目标	20
图 16: 三只松鼠利润目标将顺利实现	20
图 17: 激励下盐津铺子营收将持续向好	21
图 18: 激励下盐津铺子利润将持续向好	21
图 19: 洽洽员工持股计划时间轴梳理	23
图 20: 千味央厨营收保持高增	26
图 21: 安井食品营收保持高增	26

表格目录

表 1: 2014 年至今酒企股权激励一览	3
表 2: “十四五”期间白酒行业规划稳健增长	6
表 3: 2021 年酒企股权激励/员工持股计划一览	7
表 4: 2021 年洋河股份员工持股覆盖面广	8
表 5: 水井坊 2021 年员工持股计划覆盖不超 66 人	9
表 6: 水井坊 2021 年员工持股业绩考核: 增长目标行业前五	9
表 7: 泸州老窖股权激励覆盖不超 521 人	10
表 8: 泸州老窖股权激励考核条件目标行业前 75 分位	10
表 9: 青岛啤酒股权激励覆盖中层及以上核心管理人员	12
表 10: 青岛啤酒股权激励业绩考核目标以利润为导向	12
表 11: 加加食品股权激励对象涵盖 131 名核心人员	14
表 12: 加加食品股权激励考核目标未来两年收入增速为 25%	14
表 13: 日辰股份股权激励对象涵盖核心骨干共 35 人	15
表 14: 日辰股份股权激励考核目标年复合增速约 24%	15
表 15: 中炬高新 2021 年股票已回购 6 亿元	15
表 16: 恒顺醋业 2021 年股票回购 1.73 亿元	16
表 17: 伊利股份股权激励约 480 名核心人员	17
表 18: 伊利股份股权激励考核目标保持稳健增长	17
表 19: 新乳业股权激励覆盖 41 名核心骨干人员	17
表 20: 新乳业股权激励业绩目标高于行业平均增速	18
表 21: 妙可蓝多股权激励 196 名核心骨干成员	18
表 22: 妙可蓝多股权激励考核目标专注收入, 年复合增速约 41%	18
表 23: 三只松鼠、盐津铺子、有友食品推出股权激励	19
表 24: 洽洽食品、三只松鼠进行员工持股	19
表 25: 休闲食品公司股权激励考核目标彰显未来信心	20
表 26: 休闲食品公司股权激励对象覆盖多数核心人员	21
表 27: 三只松鼠员工持股计划面向年轻人	22
表 28: 洽洽食品员工持股计划	22
表 29: 多家休闲食品公司有回购预案 (截至 2021.12.04)	23
表 30: 多家休闲食品公司开展回购 (截至 2021.12.04)	24
表 31: 千味央厨、安井食品实施股权激励	25
表 32: 速冻食品公司股权激励以收入高增长为考核目标	25
表 33: 速冻食品公司股权激励对象面向多数核心管理层	26
表 34: 其他食品饮料企业股权激励/员工持股计划汇总一览	27
表 35: 重点推荐个股及盈利预测	28

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

姚启璠，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年9月加入民生证券。

熊航，食品饮料行业分析师，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部，覆盖乳制品、肉制品等。2018年加入民生证券。

李啸，食品饮料行业分析师，3年证券从业经验，1年消费品研究经验。2021年9月加入民生证券。

孙冉，食品饮料研究助理，曾任新时代证券食品饮料研究助理，康涅狄格大学硕士，覆盖软饮料、部分白酒。2021年9月加入民生证券。

刘光意，食品饮料研究助理，武汉大学学士，经济学硕士，覆盖调味品、功能饮料、乳制品。2020年加入民生证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。