

2022 年 10 月 17 日

政策助推多元化发展，股权激励长期驱动企业成长

中小盘研究团队

——中小盘策略专题

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

钱灵丰（联系人）

qianlingfeng@kysec.cn

证书编号：S0790122050018

● 政策助推多元化发展，股权激励再迎发行高峰

我国股权激励政策制度不断健全完善，2019 年以来在政策与市场驱动下，股权激励工具不断创新，股票来源向多样化发展，股权激励迎来新一轮发行高峰。2021 年股权激励预案数量 882 例，占年末上市公司总数的 19.11%，再创新高；2022 年 1-9 月，预案数量 677 例，同比增长 3.04%，延续增长态势。工具方面，第二类限制性股票激励兼具定价和出资优势迅速发展；股票来源方面，定向发行股票方式仍为主流，回购方式占比提升。

● 股权激励以人为核心，激励与考核并举助公司成长

股权激励方案的衡量一看激励力度，二看激励对象信心。激励总价值体现股权激励力度：价格层面，授予价/行权价越低，激励力度越大；数量层面，激励总量占比越高，激励力度越大；多种激励工具的应用或可提高股权激励实际价值。激励对象绑定深度与激励覆盖范围彰显对公司成长信心：激励有效期越长，激励对象与公司利益绑定越深；激励对象覆盖范围较大时，激励对象对公司业绩的信心较充足；多维度指标可对公司业绩与业务实现更全面的考核。

科技成长和高端制造行业更青睐实施股权激励。创业板、科创板股权激励方案数量和占比持续提升；计算机、电子、机械设备、医药生物等行业实施股权激励意愿更高，且此类行业股权激励数量增长态势依然明显。另外，激励有效期内十倍股多出于创业板与原中小板，体现了股权激励对基本面的长期改善作用。

● 股权激励全流程均存在显著正收益

股权激励重点关注预案、授予日、行权/解锁/归属日三个重要时间节点，预案日决定行权/授予价、授予日决定激励费用、行权/解禁日决定税额抵扣。股权激励全流程短期和长期均存在超额收益，从短期和长期看各阶段，短期预案日至股东大会阶段超额收益更优，长期授予后第一年超额收益最可观。

● 探究获得超额收益的关键性因素

关键因素一：（1）激励力度，激励总量占比越大，超额收益表现越优；（2）关键因素二：业绩维度，业绩目标高者、考核维度丰富者更易获超额收益；（3）关键因素三：行业维度，科技成长和高端制造行业超额收益表现优；（4）关键因素四：激励工具，短期股票期权激励、长期第一类限制性股票激励超额收益佳。

基于股权激励方案的策略可概括为：优选激励力度大，业绩目标较高、科技成长和高端制造行业公司；短期选股票期权激励，长期选第一类限制性股票激励。时点方面，长短线均布局越早收益越佳；激励方式方面，短线优选股票期权激励，中长线优选第一类限制性股票激励；业绩考核方面，首选增速目标高，考核维度丰富标的；激励力度方面，短线优选激励力度大于 4% 标的，中长线在授予后第一年和授予后第二年，优选激励力度在 [2-3%] 区间内标的；行业方面，长期看科技成长类 ≥ 高端制造类 > 消费类 > 周期类行业。

● 风险提示：市场环境变化；部分股权激励政策调整；筛选策略不构成投资建议。

相关研究报告

《次新股说：本批甬矽电子等值得重点跟踪（2022 批次 39、40）——中小盘 IPO 专题》-2022.10.16

《超充为主换电为辅，电动车补能体系日趋完善——中小盘周报》-2022.10.16

《三季度业绩加速向好，汽车电子龙头迎全面反转——中小盘信息更新》-2022.10.11

目 录

1、 政策助推多元化发展，股权激励再迎发行高峰	4
1.1、 我国股权激励政策不断健全完善	4
1.2、 方案日益多元，政策与市场驱动下股权激励发行再迎高峰	4
1.2.1、 激励工具：兼具定价和出资优势，第二类限制性股票激励迅速发展	5
1.2.2、 股票来源：定向发行股票方式仍为主流，回购方式占比提升	7
2、 股权激励以人为核心，激励与考核并举助公司成长	8
2.1、 股权激励以人为核心，以成长为目标	8
2.1.1、 激励总价值体现股权激励力度	8
2.1.2、 激励对象绑定深度与激励覆盖范围彰显对公司成长的信心	9
2.2、 科技成长和高端制造行业更青睐实施股权激励	10
2.2.1、 创业板、科创板股权激励方案数量与占比持续提升	10
2.2.2、 科技成长和高端制造行业股权激励方案增长态势明显	11
2.2.3、 股权激励与业绩共振，激励有效期内十倍股多出创业板与原中小板	12
3、 股权激励全流程均存在显著正收益	12
3.1、 股权激励各时间节点：重点关注预案日、授予日、行权/解锁/归属日	12
3.2、 股权激励全流程阶段：短期和长期均存在超额收益，中长期持有收益更佳	14
4、 探究获得超额收益的关键性因素	15
4.1、 超额收益的关键因素——激励力度	15
4.2、 超额收益的关键因素——业绩维度	16
4.3、 超额收益的关键因素——行业维度	17
4.4、 超额收益的关键因素——激励工具	18
4.5、 基于股权激励方案的操作策略及选股逻辑	19
5、 风险提示	20

图表目录

图 1： 2019 年起，股权激励发行再迎高峰（例）	5
图 2： 第二类限制性股票方案数量迅速提升	7
图 3： 科创板与创业板第二类限制性股票方案占比 66%	7
图 4： 定向发行股票仍为主流，回购方式占比提升	7
图 5： 回购方式占各年方案总数比提升至 15%以上	7
图 6： 行权价、决定授予价的交易均价整体略高于预案日前一年的股价中位数	8
图 7： 采用多种激励工具的股权激励中长期超额收益表现更佳	9
图 8： 4-6 年中长期方案较多（例）	9
图 9： 激励对象覆盖范围在 5%以上的方案占比整体提升	10
图 10： 科创板、创业板股权激励方案占比持续提升	10
图 11： 科创板与创业板股权激励方案绝对数大幅增长	10
图 12： 股权激励历史行业分布多集中计算机、电子、机械设备、医药生物等行业	11
图 13： 以“人”为本的行业预案数量持续提升	11
图 14： 人才缺口预计持续存在	11
图 15： 重点关注预案日、授予日、行权/解锁/归属日三大重要时间节点	13
图 16： 股权激励各个阶段都存在超额收益	14
图 17： 短期看，各阶段平均超额收益为正，预案至股东大会阶段最为显著	14

图 18: 长期看, 授予后第一年的超额收益最显著.....	15
图 19: 股权激励中长期驱动企业改善基本面, 业绩增速显著.....	15
图 20: 短期看, 激励总量占比越大超额收益表现越佳.....	16
图 21: 长期看, 激励总量占比在(0, 3%]区间时, 激励程度较大者超额收益表现较好.....	16
图 22: 科技成长和高端制造行业超额收益表现优异.....	18
图 23: 短期股票期权激励超额收益更优.....	18
图 24: 长期第一类限制性股票激励超额收益更佳.....	18
表 1: 我国股权激励政策经历三个重要的时间节点.....	4
表 2: 限制性股票激励力度大, 股票期权激励对象风险相对更小.....	6
表 3: 激励期内十倍股多出于创业板与原中小板.....	12
表 4: 长期区间超额收益高的公司大多业绩考核较高.....	17
表 5: 操作策略和选股逻辑梳理.....	19
表 6: 短期操作策略筛选标的.....	20
表 7: 长期操作策略筛选标的.....	20

1、政策助推多元化发展，股权激励再迎发行高峰

1.1、我国股权激励政策不断健全完善

我国股权激励政策经历三个重要时间节点，在探索中日益健全完善。2005 年末，证监会发布了《上市公司股权激励管理办法（试行）》，规定了上市公司实施股权激励计划的基本要求、实施程序和信息披露等内容。此后，根据股权激励监管的实际需要，证监会陆续发布 3 个股权激励相关事项备忘录，进一步完善并公开了股权激励备案标准。2016 年，在全面深化改革、促进资本市场健康发展背景下，证监会发布《上市公司股权激励管理办法》，以信息披露为中心，落实“宽进严管”理念，放松管制、加强监管，公司自主决定的、市场约束有效的上市公司股权激励制度逐步形成。2019 年，科创板首次创新性提出第二类限制性股票概念，后随着创业板注册制的实施被推广至创业板，激励工具的创新带动上市公司股权激励迎来新一轮发行高峰。

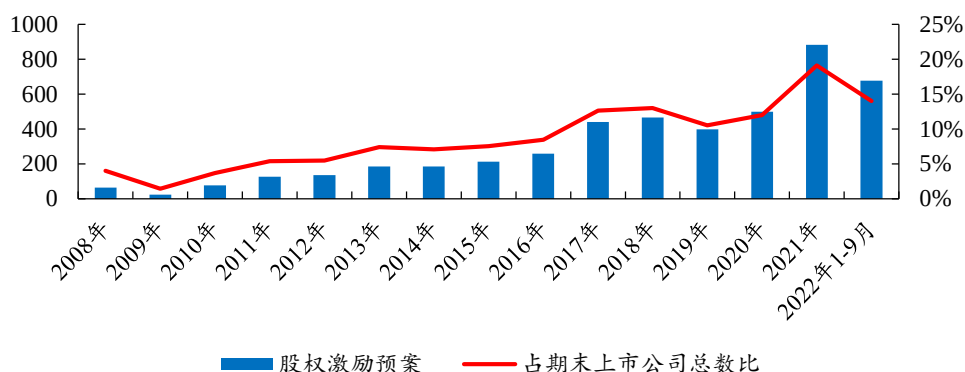
表1：我国股权激励政策经历三个重要的时间节点

日期	颁布机构	文件	文件内容
2005 年 12 月	证监会	《上市公司股权激励管理办法（试行）》	首个股权激励正式试行文件，对可施行激励的公司、授予对象、方式、流程及信息披露程序全方位严格化规定
2008 年 3-10 月	证监会	《股权激励有关事项备忘录 1 号、2 号、3 号》	从激励标的物来源、方案授予对象及数量、信息披露程序等上进行进一步规范
2014 年 6 月	证监会	《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》	首个员工持股计划政策，对参与对象、认购价格、限售期等进行规范
2015 年 12 月	证监会	《上市公司股权激励管理办法（征求意见稿）公开征求意见的通知》	强化 06 年试行文件相关信息披露政策，进一步明确进行激励的公司，激励对象、数量、条件
2016 年 7 月	证监会	《上市公司股权激励管理办法》	上市公司股权激励的首个法规建立，在定价标准、业绩考核条件、实施时间三个维度做三个维度进行完善
2018 年 8 月	证监会	修订《上市公司股权激励管理办法》	优化激励机制，将境外工作外籍员工纳入激励对象
2019 年 3 月	上交所	《上海证券交易所科创板股票上市规则》	首次提出第二类限制性股票的概念
2020 年 6 月	深交所	《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020 年）》	在创业板引入第二类限制性股票，在激励授予价格、激励额度、激励对象范围等方面放宽
2020 年 6 月	证监会	《创业板上市公司持续监控办法（试行）》	调整股权激励力度。授予人员对象范围，放松限制性股票价格和程序限制

资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

1.2、方案日益多元，政策与市场驱动下股权激励发行再迎高峰

政策与市场驱动下股权激励工具不断创新，股票来源向多样化发展，发行再迎高峰。2019 年，科创板、创业板陆续推出第二类限制性股票作为新激励工具，为方案的多元化发展提供政策基础；同时股权激励的股票来源逐渐向多样化发展。政策与市场驱动下股权激励发行于 2021 年创下新高：2019-2021 年，股权激励预案数量与占年末上市公司总数比持续增长，预案数量由 2019 年的 397 例跃升至 2022 年的 882 例，占年末上市公司总数比由 2019 年的 10.51% 跃升至 2022 年的 19.11%，发行迎来高峰。2022 年 1-9 月，股权激励公告预案数量 677 例，同比增长 3.04%，方案数量延续增长态势，有望再创新高。

图1：2019年起，股权激励发行再迎高峰（例）


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、激励工具：兼具定价和出资优势，第二类限制性股票激励迅速发展

目前 A 股市场股权激励工具（标的物）主要为股票期权、第一类限制性股票和第二类限制性股票三类，股票增值权、股票（直接授予）的形式应用较少。其中第二类限制性股票概念为科创板于 2019 年首次提出，后随创业板注册制的实施被推广至创业板。

限制性股票激励力度大，第一类限制性股票利益绑定深。定价层面，限制性股票授予价格可定为草案公布前 1/20/60/120 个交易日的公司股票交易均价的 50%，相比股票期权激励力度更大。**风险和收益层面**，第一类限制性股票在授予时激励对象即需出资认购，在锁定期内承担股价上行收益和下行风险，与公司利益绑定更深；而获授第二类限制性股票的激励对象在满足归属条件后，可选择出资认购或放弃相应股票，因此既可获得股价高于授予价的收益，又无需承担股价下行至低于授予价的风险。同时，获授第二类限制性股票的激励对象在满足归属条件认购股票时方需出资，锁定资金压力更小。

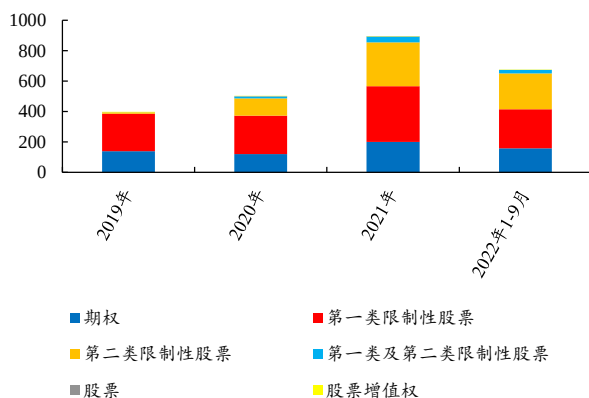
股票期权激励对象风险和锁定资金压力更小。定价层面，股票期权行权价可定为草案公布前 1/20/60/120 个交易日的公司股票交易均价，理论底价相比限制性股票更高。**风险和收益层面**，获得股票期权的激励对象，在满足可行权条件后可选择是否行权认购股票，可获得股价高于行权价的收益，不承担股价下行至低于行权价的风险。同时，获得股票期权的激励对象在行权认购股票时方需出资，锁定资金压力更小。

表2：限制性股票激励力度大，股票期权激励对象风险相对更小

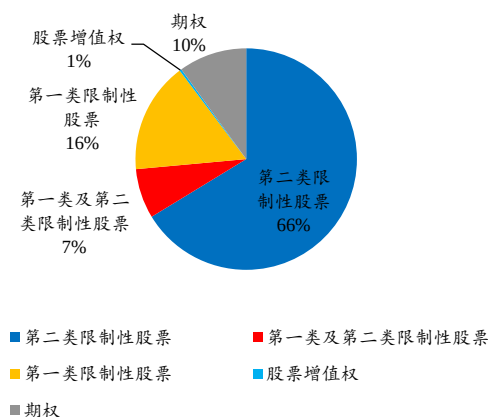
	限制性股票		股票期权
	第一类	第二类	
激励对象	1、可包括上市公司董事、高管、核心技术/业务人员及公司认为应激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工，独董和监事除外。 2、单独或合计持有上市公司 5%以上股份的股东、上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女以及上市公司外籍员工可以成为激励对象，公司应当充分说明成为激励对象的必要性、合理性。（科创板、创业板适用）		
定价方式	授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者： 1、股权激励计划草案公布前 1 个交易日的公司股票交易均价的 50%； 2、股权激励计划草案公布前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一的 50%	授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者： 1、股权激励计划草案公布前 1 个交易日的公司股票交易均价； 2、股权激励计划草案公布前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一	行权价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者： 1、股权激励计划草案公布前 1 个交易日的公司股票交易均价； 2、股权激励计划草案公布前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一
出资、获得股票	授予日：出资认购，取得并持有限制性股票	授予日：无需出资，名义上取得限制性股票，不持有	授权日：无需出资，取得期权
解锁时点	解锁日：满足解锁条件后，限制性股票	归属日：满足归属条件后，可出资认购	可行权日：满足行权条件后，可行权认购股票
票解锁	票解锁	购股票	
行权价和授予价格	有效期内分期解除限售，每期时限不得少于 12 个月，各期解除限售的比例不得超过激励对象获授限制性股票总额的 50%。	有效期内分期解除限售，每期时限不得少于 12 个月，各期解除限售的比例不得超过激励对象获授限制性股票总额的 50%。	授权日与获授股票期权首次可行权日之间的间隔不得少于 12 个月。有效期内分期行权，每期时限不得少于 12 个月，可行权的股票期权比例不得超过激励对象获授股票期权总额的 50%。
回购注销	当期解除限售的条件未成就时，公司需回购尚未解除限售的限制性股票	当期归属条件未成就的，授予的股份无需回购，直接作废失效。	当期行权条件未成就的，上市公司需注销对应的股票期权。
权利义务	权利义务对称，同时承担股价上行收益和下行风险	可获得股价高于授予价格的上行收益，但不承担股价下行至低于授予价的风险	可获得股价高于行权价格的上行收益，但不承担股价下行至低于行权价风险
出资时点	风险高，授予价折扣大	风险低，授予价折扣大	风险低，行权价折扣小

资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

兼具定价折扣和出资时点优势，第二类限制性股票激励迅速发展。相比于第一类限制性股票，第二类限制性股票在激励对象的风险更小、锁定资金压力更小，在回购、注销流程方面具有优势。而相比于股票期权，第二类限制性股票适用限制性股票的授予价确定规则，定价折扣上限更高。因此，第二类限制性股票一经推出即获广泛采用。2019 年-2022 年 9 月（2022 年数据统计截至 9 月 30 日，下同）公告的股权激励草案中，标的物采用第二类限制性股票的激励方案分别为 8 例、113 例、290 例和 236 例，方案数量迅速增长；2020 年-2022 年 9 月科创板与创业板第二类限制性股票方案占总方案数 66%。第二类限制性股票迅速成为创业板及科创板主流激励方式，带动股权激励方案数快速增长。

图2：第二类限制性股票方案数量迅速提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：科创板与创业板第二类限制性股票方案占比 66%


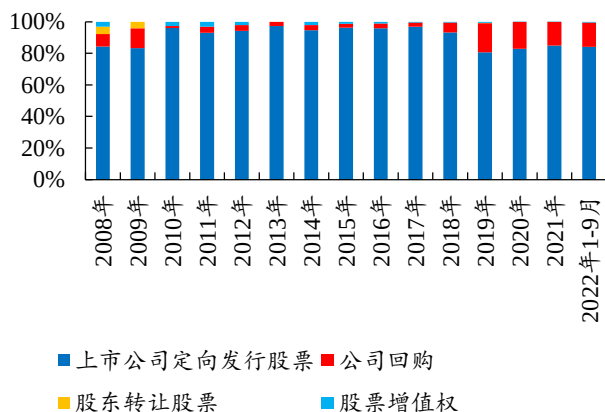
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、股票来源：定向发行股票方式仍为主流，回购方式占比提升

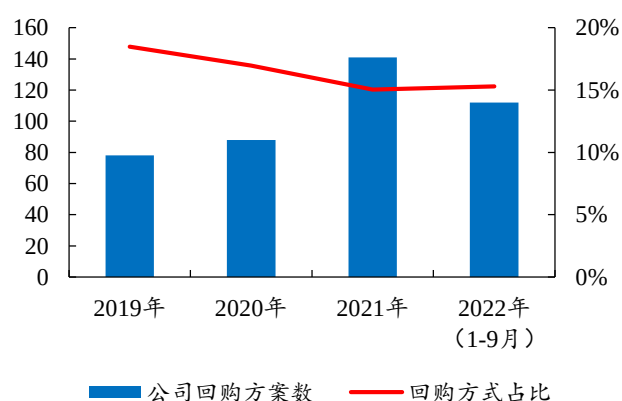
股权激励的股票来源主要包括公司向激励对象定向发行股票、回购本公司股份和大股东转让股份，其中向激励对象定向发行股票属于增量方式，实施后公司总股本将增加；回购本公司股份和大股东转让股份属存量方式，不增加公司总股本；股票增值权为现金支付，不涉及到实际股票。

结构上看，定向发行股票方式仍为主流，占A股2008年-2022年9月全部股权激励方案总数的88.67%。上市公司通过定向发行股票的方式授予激励对象股权，在实现激励的同时还可补充公司现金流，对成长期上市公司现金压力较小。

近年来选择回购本公司股份方式作为股票来源的激励方案有所提升，2019年-2022年9月分别公告78例、88例、141例和112例，占各年方案总数比提升至15%以上。上市公司将股权激励与回购相结合，通常可在二级市场对公司股价形成有力支撑。

图4：定向发行股票仍为主流，回购方式占比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：回购方式占各年方案总数比提升至15%以上


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、股权激励以人为核心，激励与考核并举助公司成长

2.1、股权激励以人为核心，以成长为目标

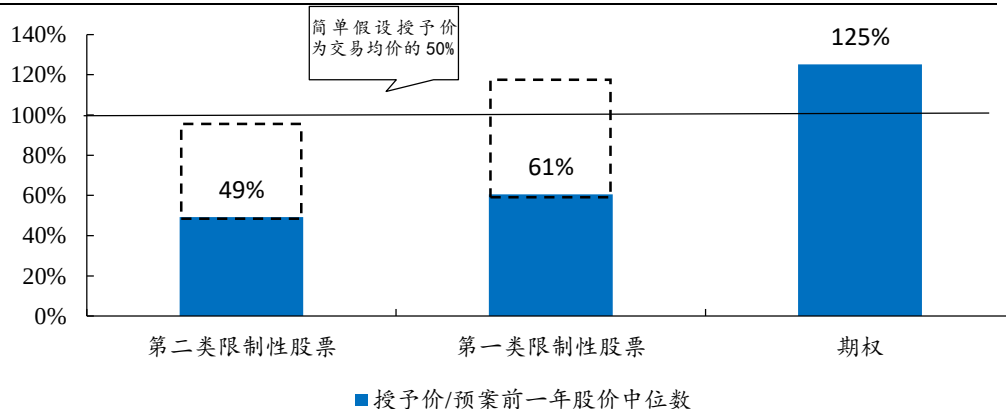
股权激励的初衷是为了解决代理问题，上市公司实施股权激励计划的出发点是通过股权激励将公司利益与管理层及核心员工相连，实现对管理层及核心员工的“激励”与“考核”，激励对象受到利益激励，进而有动力去实现业绩考核目标。因此，股权激励方案的作用，激励对象受到激励为其一，考核目标的实现为其二。

2.1.1、激励总价值体现股权激励力度

激励总价值主要取决于价和量两方面。价格层面，在股权激励方案公布之初，授予价/行权价越低，激励力度越大。授予价/行权价、解锁日/行权日股价、出售日股价决定激励对象在股权激励中获得的总价值；授予价/行权价决定获取股票的成本；解锁日/行权日股价决定按工资薪金所得的应纳税额；出售日股价决定最终股票售出的收益和按转让财产所得的应纳税额。数量层面，激励的股份数占总股本比例越高，激励力度越大。

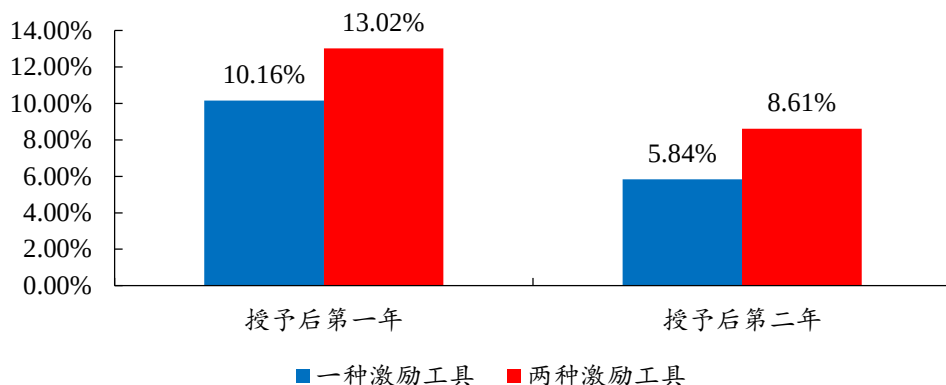
实际案例中，股权激励的行权价、决定授予价的交易均价整体接近或略高于预案日前一年的股价中位数，原因主要在于偏好实施股权激励的成长企业股价通常处于上行期。我们测算 2005 年-2022 年 9 月股权激励方案的授予价/行权价与预案前一年股价中位数的比值，发现期权激励方案平均比值为 125%；第一类限制性股票激励方案比值为 61%，若简单假设授予价为交易均价 50%，则对应决定授予价的交易均价约为 122%；第二类限制性股票比值为 49%，若简单假设授予价为交易均价 50%，则对应决定授予价的交易均价约为 98%。

图6：行权价、决定授予价的交易均价整体略高于预案日前一年的股价中位数



数据来源：Wind、开源证券研究所

多种激励工具的应用或可提高股权激励实际价值。不同激励对象存在风险偏好差异，使用单一的激励工具或许无法完全匹配激励对象需求，从而损害激励的有效性。因此，多种激励工具的应用可让激励对象选择符合风险偏好的激励工具，或可一定程度上提高股权激励实际价值，提升激励的有效性。我们统计 2008 年-2022 年 9 月数据发现，在授予后第一年和授予后第二年，采用多种激励工具的股权激励超额收益表现更佳，分别为 13.02%、8.61%，显著高于经采用一种激励工具的方案。

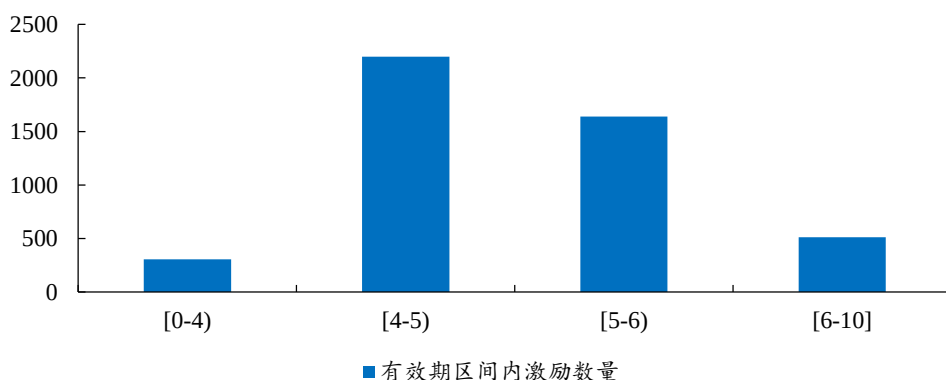
图7：采用多种激励工具的股权激励中长期超额收益表现更佳


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、激励对象绑定深度与激励覆盖范围彰显对公司成长的信心

激励有效期越长，激励对象与公司利益绑定越深。激励有效期代表股权激励预计总时长，由于股权激励通常都设置服务期限条件，激励对象只有在公司才可获得激励。因此，股权激励有效期长度代表了激励对象与公司绑定的深度。

实际案例中，上市公司的股权激励多采用 4-6 年有效期，中长期持续驱动激励生效。根据 2008 年至今数据，激励方案有效期区间在[4-5]年、[5-6]年的方案数量最多，占比分别为 47%、35%；激励有效期区间在[0-4]年的方案比重较低，占 6%；激励有效期区间在[6-10]年的方案比重也较低，占 12%。主要原因与业绩考核周期有关：（1）业绩考核时间过短（小于 4 年），容易引起激励对象投机取巧、急功近利行为，不利于公司经营业绩的中长期可持续发展；（2）激励有效期为 4-6 年则对应 2-4 年左右的业绩考核周期，周期长度适中，对经营业绩有可持续的激励刺激；（3）从激励有效期大于 6 年方案来看，业绩考核周期过长容易导致激励对象解禁困难，公司战略与目标脱节风险并加剧未来发展的不确定性，进而影响激励效果。

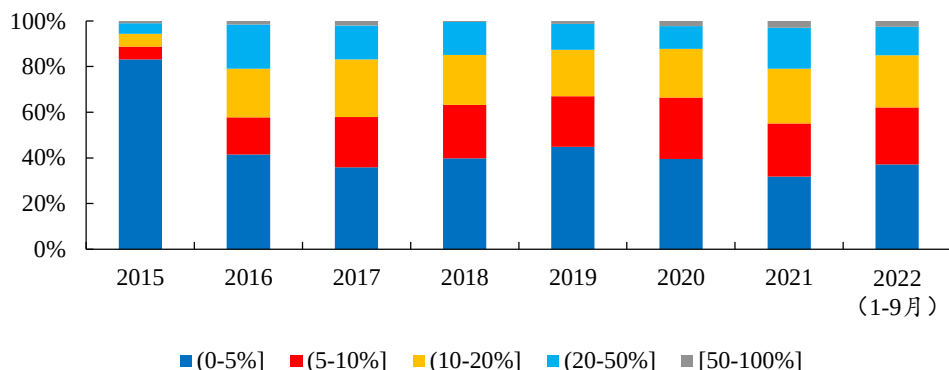
图8：4-6 年中长期方案较多（例）


数据来源：Wind、开源证券研究所

激励对象覆盖范围较大的股权激励既体现公司激励员工的决心和态度，也彰显员工对公司业绩的信心。实施股权激励的多为成长期公司或技术密集行业公司，人才对于公司发展至关重要。2008 年以来，股权激励覆盖的激励对象范围呈扩张趋势，我们统计了 2015 年-2022 年 9 月股权激励方案授予人数和公司上一年员工总数的比值，发现股权激励对象的覆盖范围迅速扩张，占比在 5% 以上的方案占比由 2015 年的 17%

迅速提升至 2021 年的 68%。原因在于：（1）部分公司多次推出股权激励，股权激励从高管、核心技术人员逐步向中高层管理人员、技术人员的扩散；（2）科技成长和高端制造行业上市公司实施股权激励的数量持续增长，此类企业研发人员占比较高。

图9：激励对象覆盖范围在 5% 以上的方案占比整体提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

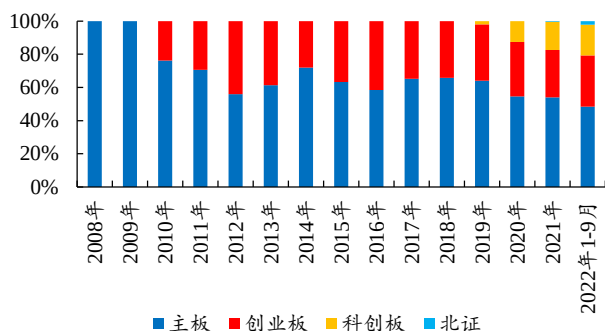
多维度指标可对公司业绩与业务实现更全面的考核。当前市场中激励方案仍以单一的营业收入或净利润考核条件为主，部分上市公司在激励方案中引入净资产收益率、净利润增长率等其他财务指标，对公司业绩进行更全面的考核；部分上市公司股权激励方案将创新性、产品产量等纳入考核体系，引导激励方向。多维度指标既是公司，又可对公司业绩与业务实现更全面的考核，体现了上市公司与员工对公司成长的信心。

2.2、科技成长和高端制造行业更青睐实施股权激励

2.2.1、创业板、科创板股权激励方案数量与占比持续提升

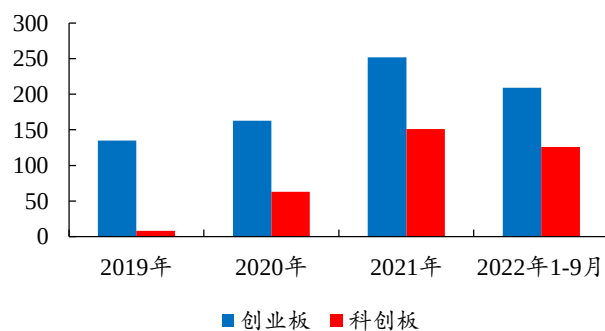
创业板、科创板股权激励方案数量和占比持续提升。创业板和科创板上市公司创新和科创属性较强，且多处于成长阶段，因此实施股权激励的动力更为充足。2019 年-2022 年 9 月，创业板与科创板的股权激励方案数占全市场方案比重持续提升。科创板上市公司股权激励方案数量由 2019 年的 8 例跃升至 2021 年的 151 例；创业板股权激励数量亦由 2019 年的 135 例跃升至 2021 年的 252 例。未来随着科技创新行业的发展以及创业板、科创板相关政策的进一步优化创新，股权激励数量有望迎来新增长。

图10：科创板、创业板股权激励方案占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：科创板与创业板股权激励方案绝对数大幅增长

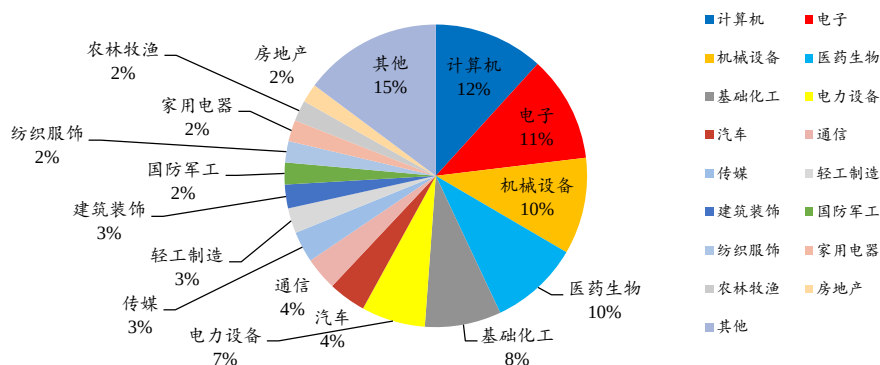


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2、科技成长和高端制造行业股权激励方案增长态势明显

计算机、电子、机械设备、医药生物等行业实施股权激励意愿更高。根据 Wind 统计 2005 年至今的股权激励预案数据，颁布草案数量 TOP4 行业分布分别为计算机、电子、医药生物、机械设备，占比分别为 11.75 %、11.34%、10.33%、9.58%。而传统周期性行业和公共事业板块公司发布的激励草案数量占比较少，如钢铁、石油石化、非银金融、煤炭、银行等行业板块历史草案数据均不超过 30 例。

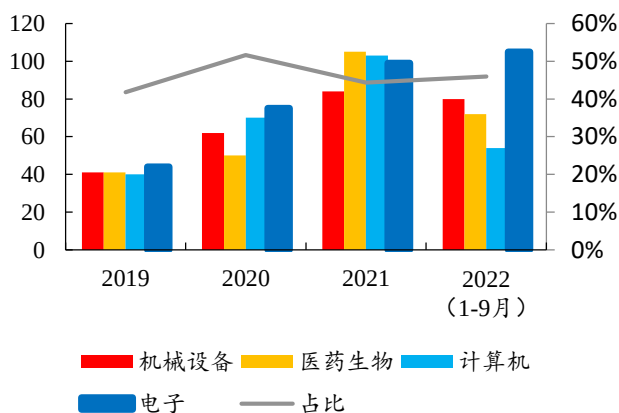
图12：股权激励历史行业分布多集中计算机、电子、机械设备、医药生物等行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

以“人”为本的科技成长和高端制造行业和发布实施股权激励的数量增长态势明显。电子、计算机、机械设备、医药生物行业板块发布股权激励方案数量总和占比不断增长，分别从 2017 年的 39% 增长至 2020 年的 52%。主要原因在于：（1）该类行业多以“人”为核心，对核心人才和科技研发的依附性较大，股权激励制度有效将核心人才和公司进行利益捆绑，长效托底公司未来发展。（2）受益于《中国制造 2025》宏观政策红利，如机械设备（农机、电力装备、海洋工程装备）、计算机（信息技术系统）、电子（数控系统、机器人芯片）、医药生物（生物医药、医疗设备）等领域都是政策重点扶持对象，人才缺口数量至 2025 年将持续扩大达千万人，短期内需求难以降温。

图13：以“人”为本的行业预案数量持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：人才缺口预计持续存在

制造业十大重点领域人才需求预测 (单位：万人)					
序号	十大重点领域	2015年 人才总量	2020年 人才总量 预测	2025年 人才总量 预测	2025年 人才缺口 预测
1	新一代信息技术产业	1050	1800	750	2000
2	高档数控机床和机器人	450	750	300	900
3	航空航天装备	49.1	68.9	19.8	96.6
4	海洋工程装备及高技术船舶	102.2	118.6	16.4	128.8
5	先进轨道交通装备	32.4	38.4	6	43
6	节能与新能源汽车	17	85	68	120
7	电力装备	822	1233	411	1731
8	农机装备	28.3	45.2	16.9	72.3
9	新材料	600	900	300	1000
10	生物医药及高性能医疗器械	55	80	25	100

资料来源：《制造业人才发展规划指南》

2.2.3、股权激励与业绩共振，激励有效期内十倍股多出创业板与原中小板

部分创业板、原中小板上市的公司通过发布股权激励，锁定未来业绩高增速，在激励期内实现市值十倍以上增长。根据 2005 年-2022 年 9 月数据，创业板、原中小板发布过股权激励的上市公司中，众多企业在激励有效期内实现了市值 10 倍以上增长，创业板上市公司如利亚德、东方财富、信维通信、亿纬锂能、爱尔眼科等（代码 300 开头），中小板上市公司如光启技术、赣锋锂业、千方科技等（代码 002 开头）。上市公司通过长期基本面改善驱动业绩高增长、凭借独特的商业模式、同业间强竞争力成为行业龙头。如隆基绿能、赣锋锂业、东方财富、亿纬锂能、爱尔眼科分别成为光伏、锂资源、非银金融、锂电池、眼科行业领域的绝对龙头。

表3：激励期内十倍股多出创业板与原中小板

股票代码	名称	激励有效期内 市值成长倍数	预案公告日	上市板	行业	年净利润 CAGR	上市时间
603501.SH	韦尔股份	28	2017/6/17	主板	电子	146.36%	2017-05-04
002625.SZ	光启技术	25	2013/12/20	原中小板	国防军工	22.56%	2011-11-03
300296.SZ	利亚德	20	2012/10/31	创业板	电子	113.56%	2012-03-15
601012.SH	隆基绿能	19	2016/9/29	主板	电力设备	42.37%	2012-04-11
002460.SZ	赣锋锂业	18	2012/6/27	原中小板	有色金属	84.88%	2010-08-10
002174.SZ	游族网络	17	2011/1/7	原中小板	传媒	410.91%	2007-09-25
300661.SZ	圣邦股份	17	2017/8/10	创业板	电子	64.59%	2017-06-06
002373.SZ	千方科技	15	2011/12/12	原中小板	计算机	140.58%	2010-03-18
600446.SH	金证股份	14	2011/5/14	主板	计算机	34.91%	2003-12-24
300017.SZ	网宿科技	14	2011/10/25	创业板	计算机	71.71%	2009-10-30
300166.SZ	东方国信	14	2012/12/14	创业板	计算机	49.62%	2011-01-25
000566.SZ	海南海药	13	2006/9/29	主板	医药生物	23.79%	1994-05-25
300059.SZ	东方财富	13	2014/9/18	创业板	非银金融	75.12%	2010-03-19
300136.SZ	信维通信	13	2013/1/8	创业板	电子	99.03%	2010-11-05
300014.SZ	亿纬锂能	13	2017/1/4	创业板	电子	64.22%	2009-10-30
300208.SZ	青岛中程	12	2011/6/30	创业板	综合	53.04%	2011-04-26
300015.SZ	爱尔眼科	12	2016/3/30	创业板	医药生物	34.22%	2009-10-30

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、股权激励全流程均存在显著正收益

3.1、股权激励各时间节点：重点关注预案日、授予日、行权/解锁/归属日

预案日决定行权/授予价、授予日决定激励费用、行权/解禁日决定税额抵扣。上市公司股权激励从制定—实施—售出主要经历以下 3 个关键时间节点：（1）**预案日**：董事会通过后发布公告，公告方案激励对象、时间、数量、行权价格/授予价格、业绩考核要求、预计成本摊销信息。行权/授予价格越低，激励对象获得股票的成本越低；行权/授予价格越高，上市公司待摊销的总激励费用越小。（2）**授予日**：公司授予并公示；授予日是激励对象实际获得权益之日，也是“等待期”、“行权期”的计时起算点。授予日股价越低，上市公司待摊销的总激励费用越小；在等待期/锁定期间的每个资产负债表日，将当期取得的服务计入当期费用或相关资产成本，同时计入其他资本

公积、负债等。(3) **行权/解锁/归属日**：一般有多个，时间在授予日后第1-3年；在股权激励计划可行权后，上市公司可根据行权/解禁日的股价与当年激励对象行权价的差额及数量，计算确定作为当年上市公司工资薪金支出，依照税法规定进行税前扣除；行权/解锁日的股价越高，上市公司可进行税前抵扣额度越大。

我们假设一种对上市公司最理想的情形，应当是：尽量提高授予价格、压低授予日股价，减少等待期待摊销的激励费用；尽量提高行权日股价，获得更高的税前抵扣额度。

图15：重点关注预案日、授予日、行权/解锁/归属日三大重要时间节点

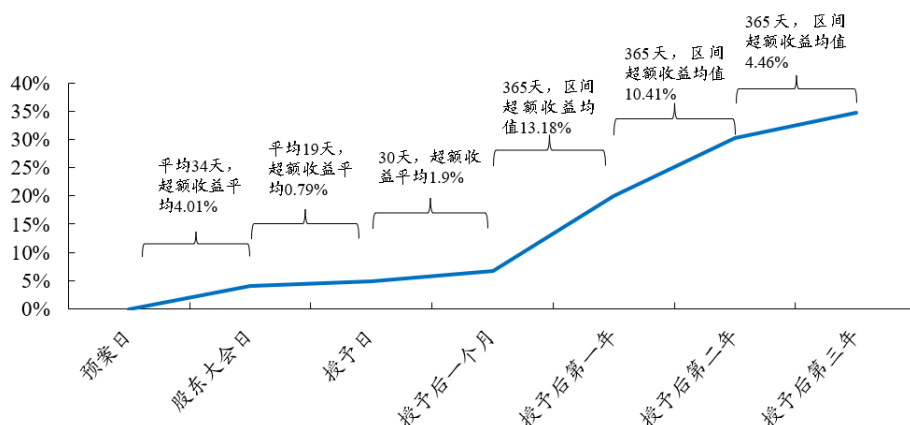
方案确定期			等待期/锁定期		行权有效期			
各时间节点	预案日	股东大会日	授予日	等待期 每个资产负债表日	可行权/解锁/归属日/行权日	行权日	出售日	失效日
内容	明确激励方案要素：公告激励对象、时间、数量、行权价格/授予价格、业绩考核要求等。	确定激励方案可行：公告预案通过与否	起算点：激励对象实际获得权益之日，“等待期”、“行权期”的计时起算点	授予后存在等待期/禁售期（12个月以上）	激励对象在可行权日/解锁日/归属日，达到行权条件/达到解锁条件解锁/确定归属后，股票的出售不再受到限制。（可分批解锁、行权、确定归属）	激励对象实际行权认购股票	激励对象将行权所得股票卖出	
会计影响	授予价 ：授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者： （1）草案公布前1个交易日的交易均价的50%；（2）草案公布前20个、60个或120个交易日的交易均价之一的50%。 行权价 ：行权价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者： （1）草案公布前1个交易日的交易均价；（2）股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。	-	当天不做会计处理；由授予日股价确定股份支付的授予日公允价值： （1）期权、第二类限制性股票：按期权定价模型估计； （2）第一类限制性股票：按市场价格计量，（授予日股价-授予价）*数量。	会计确认费用和成本 ：将当期取得的服务计入当期费用或相关资产成本，同时计入其他资本公积、负债等。 当期激励费用、成本 =预计可行权数量*授予日股价*分摊比例。 《企业会计准则第11号——股份支付				
税务影响	-	-	通常不需要纳税	所得税不得抵扣 ：上市公司等待期内会计上计算确认的相关成本费用，不得在对应年度计算缴纳企业所得税时扣除。	上市公司确认支出、确认税前扣除额 ：在股权激励计划可行权后，上市公司根据该股票实际行权时的公允价值（实际行权日收盘价）与当年激励对象实际行权支付价格的差额及数量，计算确定作为当年上市公司工资薪金支出，依照税法规定进行税前扣除。 公司可税前扣除额 =(实际行权的股份-行权价)*行权数量 《国家税务总局关于我国居民企业实行股权激励计划有关企业所得税处理问题的公告》 激励对象行权、缴税 ：个人因任职、受雇从上市公司取得的股票增值权所得和限制性股票所得，由上市公司或其境内机构按照“工资、薪金所得”项目和股票期权所得个人所得税计税方法，依法扣缴其个人所得税。 个人应纳税额 =股权激励收入×适用税率-速算扣除数 《国家税务总局关于股权激励有关个人所得税问题的通知》	激励对象将行权所得股票卖出 ，行权后的股票再转让时获得的高于购买日公平市场价的差额，是因个人在证券二级市场上转让股票等有价证券而获得的所得，应按照“财产转让所得”适用的征免规定（税率通常为20%）计算缴纳个人所得税。	有效截止	
关注事项	上市公司：行权/授予价越高，等待期每个资产负债表日分摊费用越少，股权激励成本越低。 激励对象：行权/授予价越低，激励对象获取权益的成本越低，获益越大。	通过后，方案成功实施的确定性增加。	上市公司：授予日股价越低，等待期每个资产负债表日分摊费用越少，股权激励成本越低。	-	上市公司：行权日股价越高，可抵扣税额越高 激励对象：行权日股价越低，按工资薪金所得缴纳的应纳税所得额越低			

资料来源：证监会、财政部、上交所、深交所、开源证券研究所

3.2、股权激励全流程阶段：短期和长期均存在超额收益，中长期持有收益更佳

股权激励全流程均存在显著的超额收益。根据 2008 年-2022 年 9 月已实施的 4251 份样本进行分析（下同），相较中证 500 指，收益表现显著。根据历史数据，**短线各阶段中**，预案至股东大会阶段超额收益最高，达 4.01%；股东大会至授予日超额收益较低，为 0.79%。**中长线各阶段中**，授予后第一年（通常授予后第一年末为首个行权/解禁日）超额收益最高，达 13.18%；授予后第二年（通常授予后第二年末为第二个行权/解禁日）、授予后第三年（通常授予后第三年末为第三个行权/解禁日）超额收益逐渐递减，分别为 10.41%、4.46%。

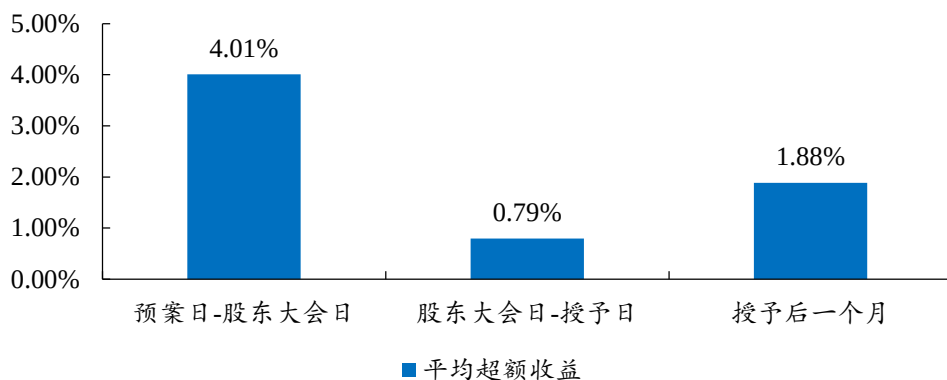
图16：股权激励各个阶段都存在超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

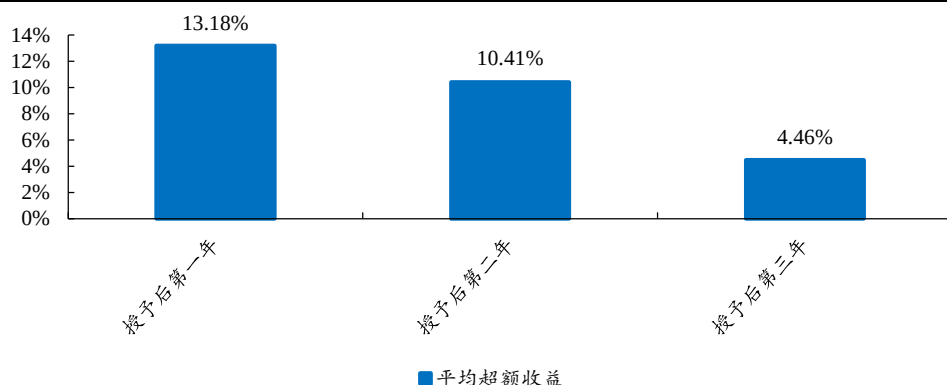
短线策略下，预案日至股东大会阶段收益更优。根据历史数据，短线策略下，第一阶段：预案日至股东大会日的平均周期为 34 天，区间平均超额收益达 4.01%，阶段收益最为可观；第二阶段：股东大会日-授予日平均周期为 19 天，超额收益较低，阶段平均超额收益 0.79%；第三阶段：授予日后一个月仍存在超额收益，平均超额收益为 1.88%。

图17：短期看，各阶段平均超额收益为正，预案至股东大会阶段最为显著



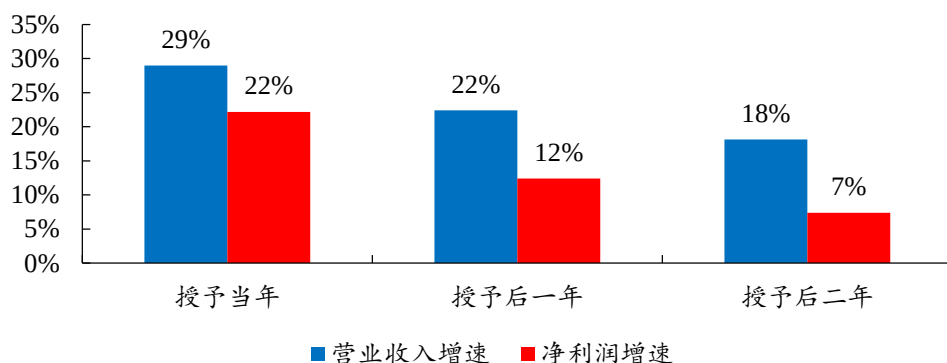
数据来源：Wind、开源证券研究所

长线策略下，授予后第一年收益最为可观。根据 2008-2021 年间 3387 例已成功实施股权激励满一年的样本分析（下同），授予后第一年的上市公司超额收益最高，达 13.18 %。而授予后第二年和第三年超额收益逐渐递减，分别为 10.41%、4.46%。

图18：长期看，授予后第一年的超额收益最显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

中长期看股权激励驱动上市公司基本面改善，业绩考核目标驱动下上市公司业绩高增，盈利表现明显向上。实施股权激励的上市公司将公司未来业绩与激励对象利益绑定，长期推动公司基本面改善。股权激励在中长期下与公司业绩水平呈正相关：从已实施股权激励公司的平均营业利润/营业收入增速看，在股权激励授予当年至授予后二年，上市公司营业收入和净利润均正增长；授予当年营业收入和净利润增速最高，分别达 29%、22%，授予后一年（营业收入增速 22%，净利润增速 12%）、授予后两年（营业收入增速 18%，净利润增速 7%）增速逐渐递减。

图19：股权激励中长期驱动企业改善基本面，业绩增速显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、探究获得超额收益的关键性因素

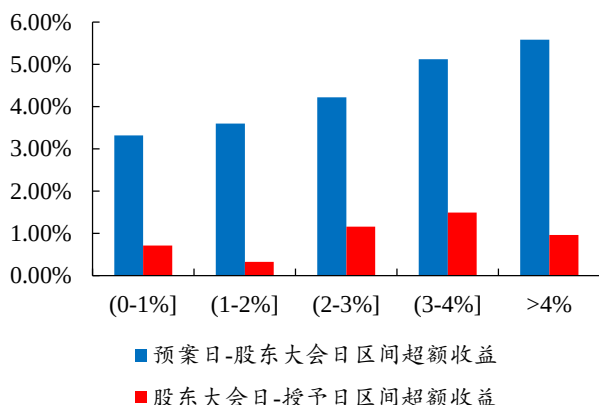
4.1、超额收益的关键因素——激励力度

不论长期还是短期，激励总量占比越大，超额收益表现越优。根据 2008 年-2022 年 9 月已实施的股权激励方案分析，超额收益表现与激励总量占比（较总股本）存在一定正相关性，激励总量占比越高，阶段中超额收益率越可观。

短期来看，在预案—股东大会日阶段，当激励总量占比大于 4% 时超额收益最大，达 5.55%。短期策略下，在预案—股东大会日阶段，激励总量占比越高较超额收益表现越好。

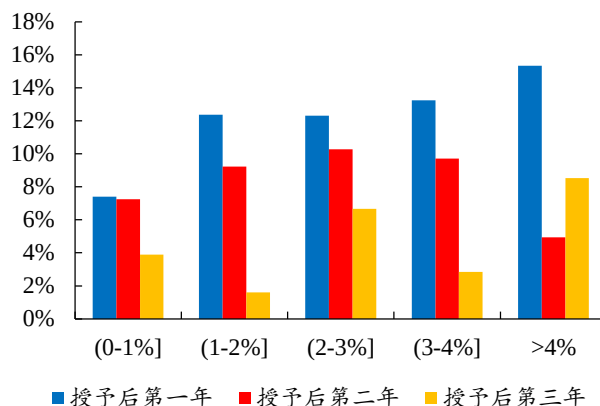
长期来看,在授予后第一年,激励总量占比从(0-1%]提升至>1%时超额收益提升最大;授予后第二年,在激励总量占比处于(0, 3%]区间时超额收益随占比提高增长,激励总量占比超过 3%时超额收益开始下滑;授予后第三年,激励总量占比与超额收益表现关系甚微,无显著规律,不具备参考价值。长期策略下,在授予后第一年和授予后第二年,激励总量占比在(0, 3%]区间内,激励程度较大者超额收益表现较好。

图20: 短期看, 激励总量占比越大超额收益表现越佳



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 长期看, 激励总量占比在(0, 3%]区间时, 激励程度较大者超额收益表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、超额收益的关键因素——业绩维度

业绩目标要求高、考核维度更丰富者更易获得超额收益。公司通过在多个行权阶段设定相关的业绩考核目标,绑定核心员工,驱动企业中长期业绩盈利能力持续向上,改善公司基本面。一般来说,业绩考核目标较低时,股权激励可存在福利性质;业绩考核目标较高且考核维度较多时,公司对未来管理信心较强且对股权激励重视程度较高,未来实现基本面改善从而获得超额收益的概率也更高。通过历史数据分析,授予日至授予后二年内表现最亮眼的 15 家公司(区间超额收益率 TOP15)中,目标业绩的考核目标都较高,业绩考核的复合增长率平均达 24%,仅德方纳米业绩考核要求的增长率低于 10%水平,主要由于首轮激励实施早于公司业绩快速增长期,公司此后两轮激励业绩要求相应提高;其中有 6 家上市公司应用了净资产收益率、对标企业分位、EVA 等灵活丰富的业绩考核维度。业绩考核目标的复合增长率与区间超额收益正相关,业绩目标要求高者更容易获得超额收益;考核维度更丰富者更容易获得超额收益。

表4：长期区间超额收益高的公司大多业绩考核较高

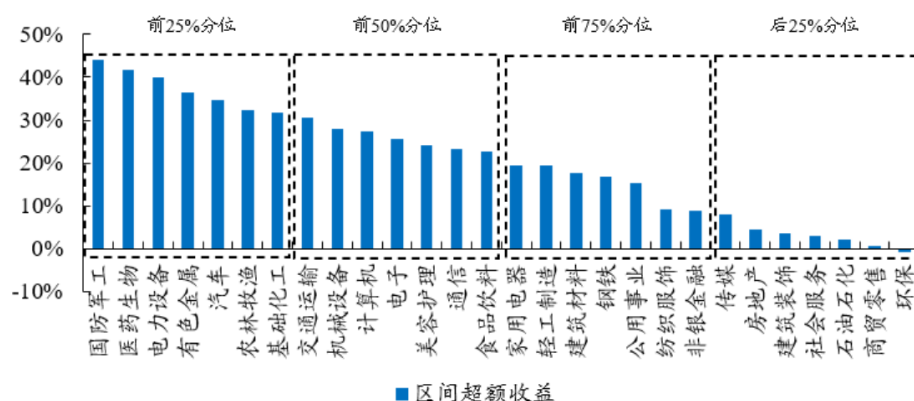
代码	名称	授予日	区间超额收益	行业	业绩考核CAGR	业绩考核维度
300677.SZ	英科医疗	2019/1/18	2240.80%	医药生物	35%	净利润、营业收入
300252.SZ	金信诺	2013/5/28	1680.99%	国防军工	15%	净利润、营业收入
300085.SZ	银之杰	2013/8/21	1335.66%	计算机	46%	净利润、营业收入
300763.SZ	锦浪科技	2020/2/14	1231.56%	电力设备	30%	母公司净利润
300769.SZ	德方纳米	2020/3/13	1036.55%	基础化工	8%	累计营业收入
002625.SZ	光启技术	2014/3/25	1016.04%	国防军工	20%	净利润、营业收入
600499.SH	科达制造	2008/2/5	996.57%	机械设备	10%	加权平均净资产收益率、扣非后加权平均净资产收益率、净利润
300363.SZ	博腾股份	2019/8/8	964.69%	医药生物	21%	营业收入
002631.SZ	德尔未来	2013/11/30	898.69%	轻工制造	20%	营业收入、净利润
300017.SZ	网宿科技	2012/8/21	808.09%	计算机	20%	净利润、净资产收益率
300274.SZ	阳光电源	2019/1/9	776.73%	电力设备	40%	营业收入、净利润
300244.SZ	迪安诊断	2013/5/2	767.05%	医药生物	20%	加权平均净资产收益率净利润
600809.SH	山西汾酒	2019/3/28	748.01%	食品饮料	30%	考核净资产收益率、营业收入增长率；且需不低于同行业对标企业 75 分位值水平
300166.SZ	东方国信	2013/3/20	725.02%	计算机	20%	净利润、加权平均净资产收益率
000733.SZ	振华科技	2019/10/12	721.61%	电子	25%	考核扣非净利润增长率和扣非加权平均净资产收益率，且需不低于对标企业 50 分位值；考核扣非后的 EVA

资料来源：Wind、开源证券研究所

4.3、超额收益的关键因素——行业维度

科技成长和高端制造（重研发投入、人才的）行业超额收益表现优异。如前文所述，科技成长和高端制造行业多以“人”为本，发布股权激励数量较多。中长线各行业超额收益（较中证 500）分化较大，但从实施股权激励的上市公司在授予日-授予后二年间的平均超额收益看，部分行业的超额收益表现有一定规律，我们将其分为四类。**第一类：**重研发的科技成长类行业，如医药生物、电力设备、计算机、电子等行业，超额收益均位于前 25%或前 50%分位，分别达 41.69%、40.03%、27.25%、25.59%；**第二类：**高端制造业如国防军工、汽车、机械设备行业，超额收益分别达 44.22%、34.84%、28.11%；**第三类：**消费类行业如美容护理、食品饮料、家用电器等表现其次，超额收益分别达 24.11%、22.72%、19.37%；**第四类：**周期行业中，有色金属位于前 25%分位，建筑建材、钢铁、石油石化等均处 50%分位之下，收益波动性较大。选股顺序可参照：科技成长类≥ 高端制造类>消费类>周期类。

图22：科技成长和高端制造行业超额收益表现优异

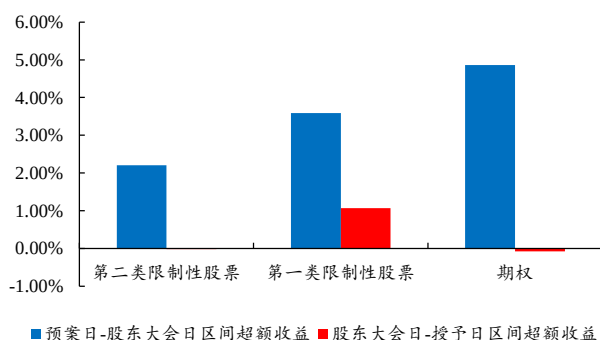


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、超额收益的关键因素——激励工具

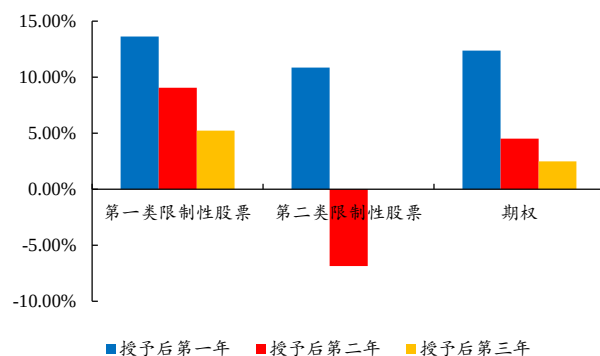
短期股票期权激励超额收益更优，长期第一类限制性股票激励超额收益更佳。我们统计了2019年-2022年9月的股权激励预案发现：（1）**短期内**，期权激励由于定价折扣少，对公司业绩影响较小，因此超额收益表现也较第一类和第二类限制性股票激励更优。在预案日-股东大会日期间，股票期权激励超额收益达4.86%，显著高于第一类限制性股票（超额收益3.59%）和第二类限制性股票（超额收益2.2%）。（2）**长期看**，第一类限制性股票的激励对象与公司利益绑定最深，股权激励对业绩的驱动作用更强，因此超额收益表现也较股票期权激励和第二类限制性股票激励更优。在授予后第1-3年（第二类限制性股票尚无授予后第三年的方案），第一类限制性股票的超额收益分别为13.62%、9.06%和5.23%。短期策略优先选择股票期权激励，长期策略优先选择第一类限制性股票激励。

图23：短期股票期权激励超额收益更优



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：长期第一类限制性股票激励超额收益更佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.5、基于股权激励方案的操作策略及选股逻辑

优选激励力度大、业绩目标较高的科技成长和高端制造行业公司；短期选股票期权激励，长期选第一类限制性股票激励。结合上述超额收益关键性因素并根据区间可操作性，探寻优质标的可参照以下逻辑：

(1) 不论长线还是短线，布局越早收益越佳。短线建议顺序：预案日至股东大会>授予日后一个月>股东大会日至授予日；中长线建议顺序：授予后第一年>授予第二年>其余阶段；

(2) 短线操作首选股票期权激励标的，中长线首选第一类限制性股票激励标的；

(3) 业绩增速目标高（一般业绩要求 CAGR 高于 20%，具体看行业及公司）、考核维度丰富的标的在未来更有可能驱动公司基本面改善；

(4) 短线优选激励力度较大者，关注激励总量占比和大于 4% 标的；中长线在授予后第一年和授予后第二年，优选激励总量占比在[2-3%]区间内的标的；

(5) 长期看重视研发的科技成长和高端制造行业公司，顺序：科技成长类≥高端制造类>消费类>周期类。

表5：操作策略和选股逻辑梳理

	时点	阶段	激励工具	行业	激励力度	业绩目标
短期	布局越早收益越佳	预案日-股东大会>授予日后一个月>股东大会日至授予日	股票期权激励	短线操作不具确定性	激励总量占比大于 4%（需综合考虑）	业绩要求符合增速相对较高者（短线存在不确定性）
中长期	布局越早收益越佳	授予后第一年>授予后第二年>其他	第一类限制性股票激励	科技成长类≥高端制造类>消费类>周期类	授予后第一年和授予后第二年，激励总量占比在[2-3%]区间内	优选高业绩增速目标（需结合行业及公司）、考核维度丰富者

资料来源：开源证券研究所

短期策略筛选标的：康恩贝（激励力度 2.72%，目标业绩增速 56%，医药生物行业）、科恒股份（激励力度 4.58%，目标业绩增速 24%，电力设备行业，两种激励工具）、佩蒂股份（激励力度 1.02%，目标业绩增速 63%）、科达利（激励力度 3.68%，目标业绩增速 20%，电力设备行业）、超讯通信（激励力度 6.87%，目标业绩增速 40%）等。

中长期策略筛选标的：海目星（激励力度 3.5%，目标业绩增速 30%，机械设备行业）、伯特利（第一类限制性股票，有效期 10 年，目标业绩增速 15%，汽车行业）、华阳集团（目标业绩增速 35%，汽车行业）、TCL 中环（目标业绩增速 30%，电力设备行业）、钧达股份（激励力度 2.02%，目标业绩增速 23%，有效期 6 年）等。

表6：短期操作策略筛选标的

公司代码	公司简称	预案公告	行业	激励标的	有效期 (年)	激励股数 (万股)	占总股本 比例 (%)	行权价/转让 价 (元)	业绩目标复 合增速
600572.SH	康恩贝	2022/9/16	医药生物	期权	6	7000	2.72	4.13	56%
300438.SZ	鹏辉能源	2022/9/7	电力设备	第二类限制性股票	5	400	0.87	41.03	50%
300340.SZ	科恒股份	2022/9/3	电力设备	期权, 第二类限制性股票	4	972	4.58	13.12	24%
002570.SZ	贝因美	2022/8/30	食品饮料	期权	4	2440	2.26	4.89	73%
300673.SZ	佩蒂股份	2022/7/12	农林牧渔	第二类限制性股票	4	258	1.02	8.83	63%
002850.SZ	科达利	2022-09-24	电力设备	期权	4	862.5	3.68	111.71	20%
300253.SZ	卫宁健康	2022-09-30	计算机	期权	5	16547.38	7.7	5.71	
603322.SH	超讯通信	2022-09-28	通信	期权	5	1100	6.87	12.6	40%
603665.SH	康隆达	2022-09-24	纺织服饰	期权, 第一类限制性股票	5	1272	7.91	35.35	57%
838924.BJ	广脉科技	2022-09-30	通信	期权	3	81	0.98	5.8	20%

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：长期操作策略筛选标的

公司代码	公司简称	预案公告	行业	激励标的	有效期 (年)	激励股数 (万股)	占总股本 比例 (%)	行权价/转让 价 (元)	业绩目标复 合增速
688559.SH	海目星	2021/7/13	机械设备	第二类限制性股票	5	700	3.50%	14.56	30%
300009.SZ	安科生物	2022-09-20	医药生物	第一类限制性股票	6	4000	2.44%	4.81	30%
600588.SH	用友网络	2022-06-16	计算机	第一类限制性股票	3	355.48	0.10%	12.56	19%
002865.SZ	钧达股份	2022-06-14	汽车	期权	6	285.3	2.02%	60.92	23%
603596.SH	伯特利	2022-05-31	汽车	第一类限制性股票	10	41.6	0.10%	27.89	15%
002906.SZ	华阳集团	2020/10/28	汽车	期权	5	600	1.27%	13.5	35%
002642.SZ	荣之联	2020/7/6	计算机	期权	4	2100	3.17%	6.46	40%
002129.SZ	TCL 中环	2021/7/7	电力设备	期权	3	485.68	0.16%	30.39	30%
300225.SZ	金力泰	2020/7/13	化工	第一类限制性股票	4	2117	4.50%	2.92	135%
300031.SZ	宝通科技	2020/6/3	传媒	期权	5	1750	4.41%	20	30%

资料来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

市场环境变化；部分股权激励政策调整；筛选策略不构成投资建议。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn