

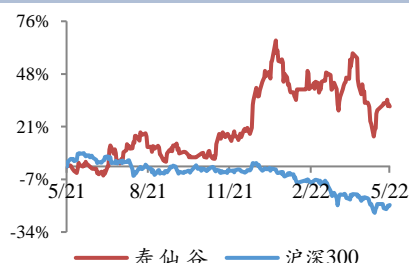
进军有机国药第一品牌，渠道外拓带来新增量

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-13

收盘价（元）	49.13
近 12 个月最高/最低（元）	62.03/35.65
总股本（百万股）	153
流通股本（百万股）	153
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	75
流通市值（亿元）	75

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 公司向有机国药第一品牌持续迈进

公司为百年老字号品牌，使用现代化科技传承，拥有独家育种技术，其培育的品种优势突出，主要产品灵芝孢子粉中药饮片、灵芝孢子粉保健食品产品及铁皮石斛类产品具有消费者基础，产品质量好，有效含量高于市场同类产品，极具发展优势。公司具有杰出的管理团队和科研团队，已形成公司人才优势，为未来公司的发展筑基。公司业绩高速增长，盈利能力突出，2021 年收入达到 7.67 亿元，同比增长 21%。利润端更是 2019 年以来增速保持上行，2021 年归母净利润为 2.01 亿元，增速达到 32%。

● 核心产品“一芝一斛”竞争优势显著

公司有两大核心产品：灵芝孢子粉和铁皮石斛。

灵芝孢子粉具有产品工艺保障：先进育种技术+仿野生有机栽培+超音速气流破壁技术三大壁垒。可持续育种为基，同时发展仿野生有机栽培，又具备超音速气流破壁技术灵芝孢子粉的有力加持，可以公司产品的质量提供有力的保障。并且公司核心产品灵芝孢子粉的产品剂型及规格丰富，有效成分下具备高性价比。自 2016 年至今，灵芝孢子粉销售收入占公司主营业务的比重一直在 65% 以上，2021 年度占比为 70.51%，并且同比增长率一直维持在 10% 以上。

另一核心品类铁皮石斛具备种植区位优势显著，产品营收稳定增长。寿仙谷作为目前唯一一个同时主导承担制定两项中药材国际标准的企业，通过灵芝孢子粉和铁皮石斛国际标准的制定，公司有望进一步夯实在行业中的领先地位，为企业的持续发展奠定坚实的技术基础。自 2016 年至今，铁皮石斛销售收入呈现增长趋势，虽然 2020 年受新冠疫情影响稍有下滑，但是下滑幅度较小。2021 年铁皮石斛营收已恢复增长，同比增长率达到了 34.67%。

● 多销售模式助力公司增长，新渠道新市场打开空间

公司销售分为直销和经销，其中经销模式分为买断式销售和代销式销售。2021 年底公司大力开拓省外渠道，通过开辟新的加盟商（城市代理商）的模式。截至 2022Q1 公司省外加盟商已经达到 14 家。实现快速拓张预计 2022 年目标新增 30 家城市代理商。2021 年省外销售为 9236 万元，同比增长 16.4%，省外市场收入有望快速提升。

直销模式分为零售和互联网销售，其中互联网快速增长。近几年来，随着人们健康意识的增强和对中药饮片认识的加深，结合近年来蓬勃发展的互联网，公司 2021 年度互联网销售达到 1.85 亿元，互联网销售收入的快速增长已成为公司传统销售渠道的重要补充。

● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 9.7/12.2/15.3 亿元，分别同比增长 25.8%/25.9%/25.8%，归母净利润分别为 2.6/3.4/4.4 亿元，分别

同比增长 30.3%/29.7%/28.9%，对应 EPS 为 1.72/2.22/2.87 元，对应估值为 29X/22X/17X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

自然灾害风险、毛利率波动风险、种源流失风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	767	965	1215	1528
收入同比 (%)	20.6%	25.8%	25.9%	25.8%
归属母公司净利润	201	262	339	437
净利润同比 (%)	32.4%	30.3%	29.7%	28.9%
毛利率 (%)	83.5%	83.6%	84.5%	85.4%
ROE (%)	12.4%	13.9%	15.3%	16.5%
每股收益 (元)	1.34	1.72	2.22	2.87
P/E	43.28	28.64	22.08	17.13
P/B	5.46	3.98	3.37	2.82
EV/EBITDA	31.25	17.89	12.86	9.26

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 始于清朝、扎根当代的百年老字号	5
2.核心产品介绍：“一芝一斛”为主的产品具备工艺保障和产品壁垒.....	10
2.1.产品工艺保障:先进育种技术+仿野生有机栽培+超音速气流破壁技术	10
2.2.灵芝孢子粉：产品剂型及规格丰富，有效成分下具备高性价比	13
2.3.铁皮石斛：种植区位优势显著，产品营收呈增长趋势.....	17
3.销售渠道外拓带来新的业务增量.....	18
4.盈利预测及投资建议.....	20
4.1 盈利预测	20
4.2.投资建议	21
风险提示：	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 寿仙谷药业主要品种	5
图表 2 灵芝孢子粉相关研究及结论	5
图表 3 公司发展历程	7
图表 4 公司股权结构图	7
图表 5 公司管理层经验丰富	7
图表 6 公司营业总收入及同比增长率	9
图表 7 公司净利润及同比增长率	9
图表 8 毛利率及净利率	9
图表 9 公司各项费用率	9
图表 10 公司主营业务收入销售占比	10
图表 11 2021 年公司主营业务收入销售占比	10
图表 12 生产环节质量控制体系	10
图表 13 公司仙斛、仙芝系列育种	11
图表 14 各铁皮石斛种源有效成分粗多糖含量	11
图表 15 各铁皮石斛种源有效成分粗多糖、总三萜含量	11
图表 16 公司种植基地	12
图表 17 不同处理方法优缺点	12
图表 18 不同状态下的灵芝孢子粉	13
图表 19 不同处理方法对比图	13
图表 20 灵芝孢子粉类产品营业收入及同比增长率	14
图表 21 各灵芝孢子粉类产品介绍	14
图表 22 灵芝孢子粉类产品销售收入（亿元）	15
图表 23 2022 年灵芝孢子粉十大品牌	15
图表 24 各品牌灵芝孢子粉类产品介绍	16
图表 25 铁皮石斛及铁皮枫斗图片	17
图表 26 铁皮石斛类产品营业收入及同比增长率	18
图表 27 公司不同地区销售情况	18
图表 28 公司不同模式销售量	19
图表 29 公司不同渠道销售占比	19
图表 30 互联网营业收入及同比增长率	19
图表 31 业绩拆分（百万元）	20
图表 32 可比公司对比	21

1 始于清朝、扎根当代的百年老字号

品牌历史底蕴丰富，科技发展快速。寿仙谷药号始建于1909年（清宣统元年），1997年成立浙江寿仙谷医药股份有限公司，主要从事食药两用菌和名贵珍稀中药材的品种选育、栽培、加工和销售。公司长期坚持铁皮石斛、灵芝、西红花等珍稀名贵中药材的优良品种选育、生态有机栽培、中药炮制技艺和新产品的研发。公司的产品主要分为中药饮片类和保健食品类产品，具体按照原料细分，又分为灵芝孢子粉系列和铁皮石斛系列。2016年公司推出保健食品系列的灵芝孢子粉，保健食品系列产品是在中药饮片基础上的进一步深加工，有效成分含量更高，产品效果更佳，产品定位更加高端、价格更高的特点。

图表 1 寿仙谷药业主要品种



资料来源：公司官网，华安证券研究所

主要产品功效显著。寿仙谷公司主要生产灵芝孢子粉中药饮片及灵芝孢子粉保健食品产品。灵芝孢子粉是灵芝孢子制作而成的。灵芝孢子是灵芝在生长成熟期，从灵芝菌褶中弹射出来的，极其微小的卵形生殖细胞，其作用包括：免疫调节、保肝、抗癌、降血脂、降血压、治疗神经衰弱，另外，灵芝孢子对糖尿病也有一定的效果，它能够改善胰脏的血液循环，提高胰脏的生理功能，达到降低血糖，同时改善糖尿病症状的功效。

浙江省中药炮制规范将灵芝孢子粉的功效描述为“补气安神，健脾益肺，用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘”，近年来也有文献认为灵芝孢子粉具有对肿瘤和辐射危害有辅助保护功能”及“增强免疫力”，适宜接触辐射者、免疫力低下者。寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏也是其主要产品之一，其主要原料为铁皮石斛、破壁灵芝孢子粉、西洋参、水，主要功效为增强免疫力。

图表 2 灵芝孢子粉相关研究及结论

灵芝孢子粉相关研究	研究结论
《灵芝孢子粉改善肺癌晚期生存质量的临床观察》	灵芝孢子粉改善肺癌晚期生存质量的效果较好，值得临床广泛应用

《基于 CiteSpace 的灵芝孢子粉研究知识图谱分析》	灵芝孢子粉在抗肿瘤、免疫调节、抗癫痫等方面的药理作用研究广泛,具有良好的应用前景,但物质基础和质​​量控制研究较为薄弱,有待进一步深化
《破壁灵芝孢子粉对非小细胞肺癌患者化疗前后免疫功能影响的临床观察》	破壁灵芝孢子粉可改善非小细胞肺癌化疗患者的 T 细胞亚群指标,提升患者的细胞免疫功能,值得临床上进一步推广应用
《灵芝孢子粉在免疫调节中的作用及机制研究进展》	灵芝孢子粉具有显著的免疫调节活性,能有效提高临床肿瘤患者和小鼠的免疫能力
《不同制备工艺灵芝孢子粉抗血栓、改善心脏功能作用研究》	破壁灵芝孢子粉与去壁灵芝孢子粉均具有显著的抗血栓及抗心衰作用,而 RGLSP 的药效作用更明显,可能与其较高的有效成分含量有关
《破壁灵芝孢子粉联合希罗达联合奥沙利铂方案化疗治疗晚期结直肠癌的临床观察》	破壁灵芝孢子粉联合 XELOX 方案化疗治疗晚期结直肠癌可提高疾病控制率,降低化疗不良反应,改善患者生活质量

资料来源:公司官网,华安证券研究所

始于清朝,贴合现代。寿仙谷药号始建于清宣统元年(1909年),寿仙谷药号创立于浙江武义。

- 1997 年,成立浙江寿仙谷医药股份有限公司。
- 2001 年,灵芝新品种“仙芝 1 号”通过了中国科学院微生物研究所的检测鉴定,成为首个自主培育的灵芝新品种。
- 2008 年,铁皮石斛新品种“仙斛 1 号”通过浙江省农作物品种审定委员会审定,达到国内领先水平。
- 2011 年,国家商务部认定为“中华老字号企业”。
- 2012 年,国家农业部首个“铁皮石斛农 1 产品地理标志”落户寿仙谷。
- 2014 年,“武义寿仙谷中药炮制技艺”被国务院列入国家非物质文化遗产代表性项目名录。
- 2016 年,铁皮石斛、灵芝第四次搭载航天飞船进入太空育种。
- 2016 年 8 月,寿仙谷基地被中国中药协会评为灵芝道地药材保护与规范化种植示范基地。
- 2017 年,寿仙谷在上交所主板上市,成为灵芝、石斛行业国内第一股,代码 603896。
- 2018 年,《寿仙谷第三代去壁灵芝孢子粉对恶性肿瘤患者干预治疗的临床疗效研究》项目荣获第 46 届日内瓦国际发明金奖。
- 2019 年,由寿仙谷主导制定的《中医药-灵芝》、《中医药-铁皮石斛》两项 ISO 国际标准正式发布实施。
- 2020 年,寿仙谷公司试点中药零食化商业新模式。

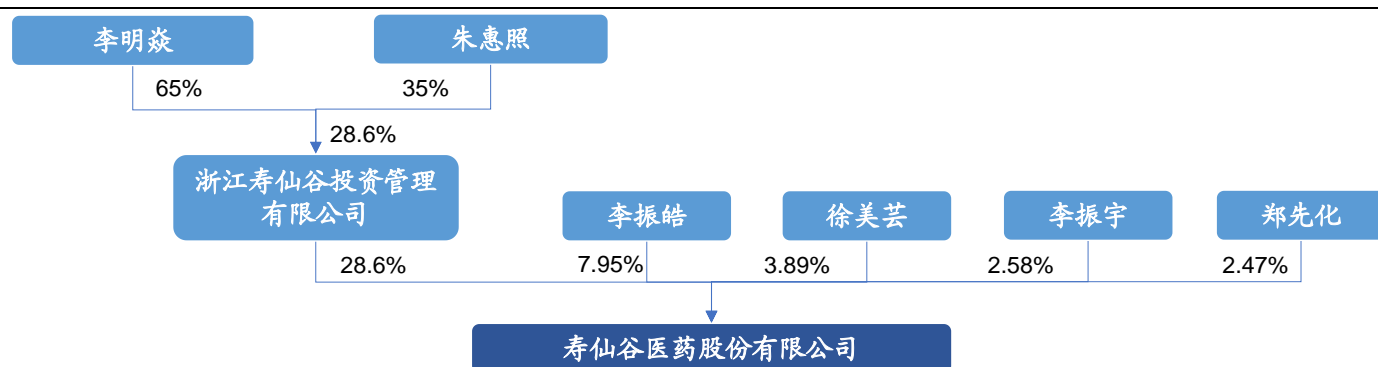
图表 3 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的股权结构清晰。控股股东为寿仙谷投资管理有限公司，实际控制人为李明焱家族。寿仙谷投资持有公司 28.6% 股权，李明焱家族（父亲李明焱、母亲朱惠照、儿子李振皓、儿子李振宇）合计控制公司约 39% 的股份。其中，李明焱和朱惠照两位股东是通过浙江寿仙谷投资管理有限公司对浙江寿仙谷医药股份有限公司进行间接控股。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

管理团队经验丰富、产业认知深入。现任公司董事长兼总经理李明焱先生是高级农艺师，是国务院特殊贡献津贴专家。李明焱先生三十多年来潜心钻研珍稀食药菌和道地名贵中药材的品种选育、栽培及新产品的研究开发，主持实施了国家生物育种高新技术产业化项目完成的十多项科技成果填补了国内外空白，并曾获国家科技进步二等奖 1 项。兼任多家医药及其他产业公司董事，行业认知领先，从业经验十分丰富。

图表 5 公司管理层经验丰富

姓名	职务	简介
李明焱	董事长	现任公司董事长兼总经理,兼任金华庆余寿仙谷国药有限公司执行董事,杭州方回春堂寿仙谷中医门诊部有限公司董事,杭州方回春堂大药房寿仙谷馆有限公司董事,浙江武义农村商业银行股份有限公司董事,浙江老字号新信息科技有限公司监事,浙江寿仙谷投资管理有限公司执行董事,武义寿仙谷生态观光园有限公司执行董事,和静县科克乌苏水电开发有限责

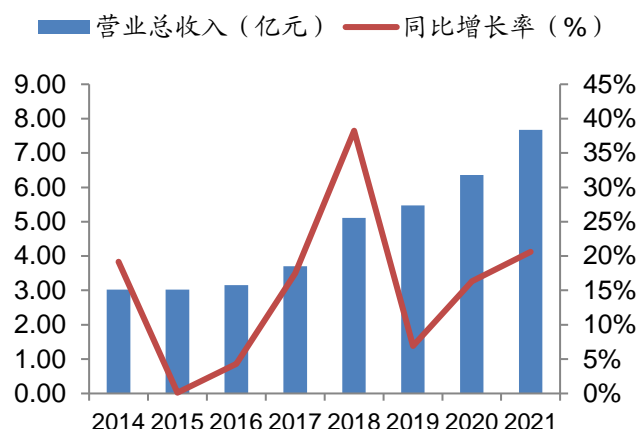
任公司执行董事。

李振皓	副董事长	浙江大学药学博士，现任公司董事，浙江寿仙谷植物药研究院有限公司执行董事兼总经理。
李振宇	总经理	英国伯明翰城市大学国际商务与管理硕士，现任公司董事兼总经理，金华市寿仙谷网络科技有限公司经理，金华寿仙谷药业有限公司执行董事，浙江寿仙谷济世健康发展有限公司执行董事兼总经理，浙江寿仙谷智慧健康发展有限公司执行董事，杭州好经网络科技有限公司执行董事兼总经理。
刘国芳	副总经理、董秘	中国注册会计师。历任武义县王宅镇要巨小学教师，武义县城关城市信用社信贷科副科长，天安财产保险股份有限公司金华中心支公司总经理助理。2013年12月至今任浙江寿仙谷医药股份有限公司副总经理，董事会秘书。
徐靖	副总经理	2008年加入寿仙谷，曾任公司监事会主席，现任公司董事，副总经理。
黄杭峰	副总经理	浙江工业大学食品科学与工程本科，现任公司董事兼营销中心总经理，浙江寿仙谷康养管理有限公司执行董事，杭州盘铭科技有限公司监事，南京寿仙谷健康科技有限公司执行董事，上海寿仙谷健康科技有限公司执行董事，杭州寿仙谷健康科技有限公司监事，北京寿仙谷健康科技有限公司总经理兼执行董事，苏州寿仙谷健康科技有限公司执行董事。
王汉波	副总经理	中国药科大学中药制药本科。历任广东汕头万年青制药集团公司技术员，浙江康裕制药有效公司研究所副所长，浙江普洛康裕天然药物有限公司技术总监/总经理，现任金华市康寿制药有限公司总经理。
祝彪	财务总监	高级会计师。1993年8月参加工作，历任浙江武义柳城联营丝厂财务科长，浙江武义工力电器有限公司财务经理，浙江驰江工贸有限公司财务部长。2013年2月入职浙江寿仙谷医药股份有限公司，历任公司财务部经理，审计部经理。

资料来源：wind，华安证券研究所

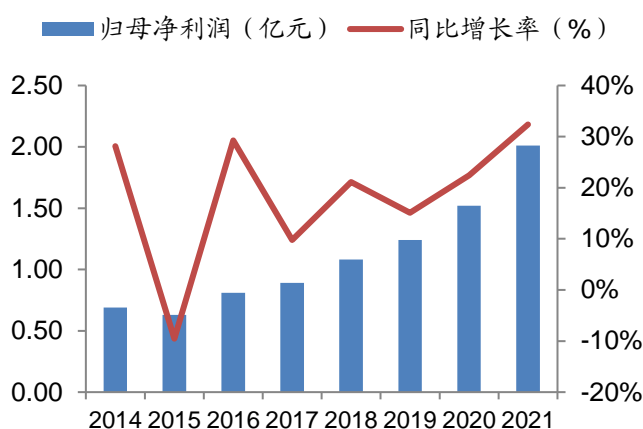
公司营业总收入及归母净利润稳步上升。公司营业总收入呈稳健上升趋势，其中2018年同比增长率达到峰值，较上年同期增长38.00%，主要原因系公司在完善原有销售网络的基础上拓展了新的营销渠道，在持续提高产品品质的同时加大了营销宣传力度。效果也十分显著，随后收入端开启稳健增长，2021年收入为7.67亿元，同比增长21%。利润端更是2019年以来增速保持上行，2021年归母净利润为2.01亿元，增速达到32%。

图表 6 公司营业总收入及同比增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司净利润及同比增长率

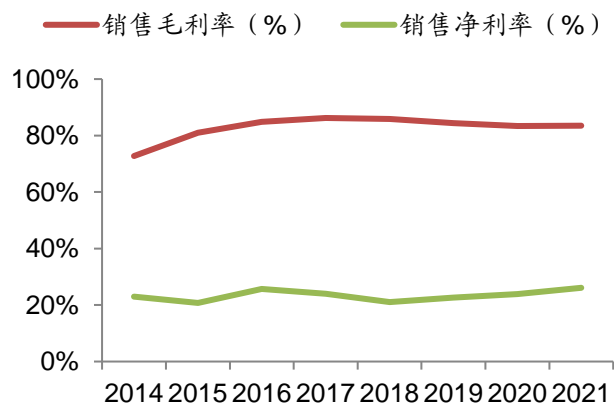


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司净利润和毛利率水平整体较高，呈稳健增长趋势。公司主营产品灵芝孢子粉和铁皮石斛类产品市场份额稳定，具有消费者较多的基础，公司毛利率大体维持在 80%以上，归母净利润率保持在 20%上下虽然逐年波动，但是波动范围很小，公司收入较稳定。

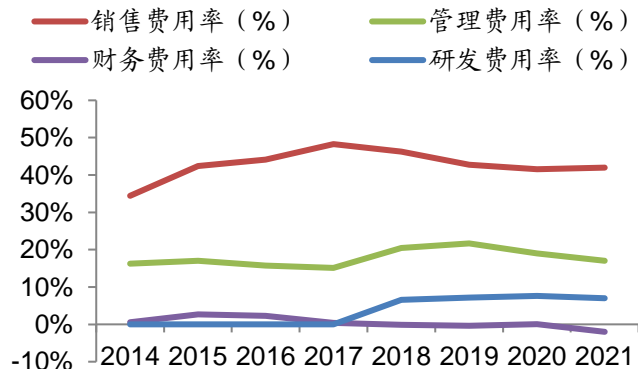
公司各项费用率管控严格。各项费用率相对稳定，公司坚持以研发为核心，研发费用占比持续上升，自 2019 年起，研发费用的占比都高于 7%。公司发展也以保持净利润率 20%以上为核心目标，费用投放相对收入增长保持平稳增长。

图表 8 毛利率及净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

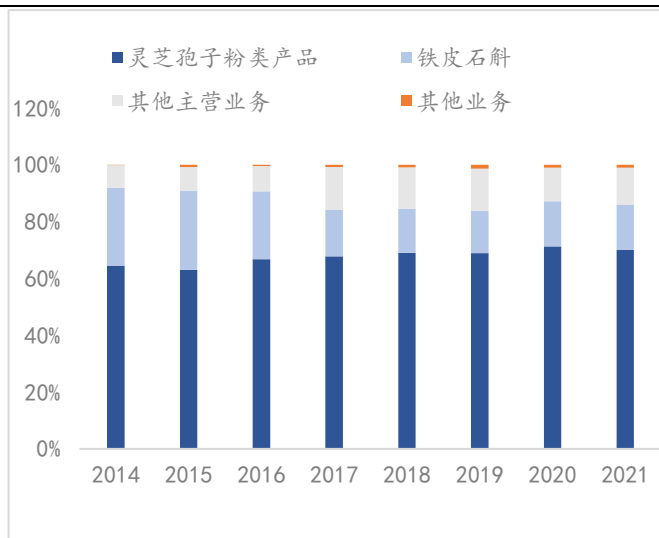
图表 9 公司各项费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

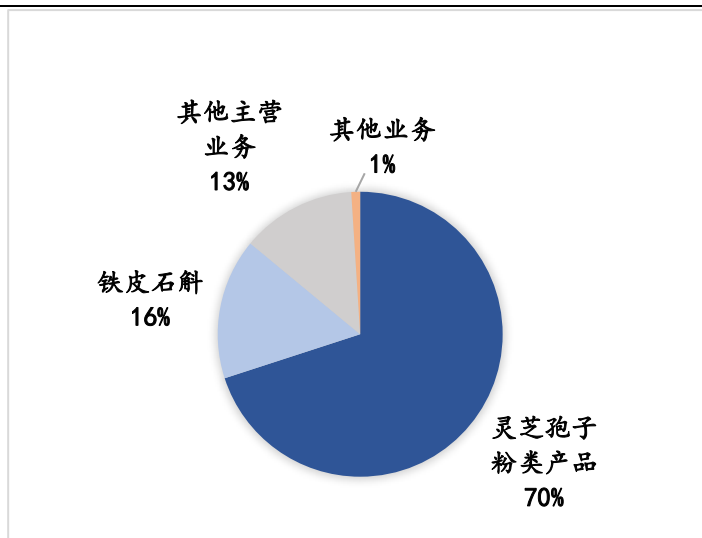
收入结构持续优化，灵芝孢子和铁皮石斛类产品地位突出。公司三大主要的营收来源：灵芝孢子粉类、铁皮石斛类和其他类。其中，灵芝孢子粉类产品主要有灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒。铁皮石斛类产品主要包括铁皮枫斗颗粒、铁皮枫斗灵芝浸膏、鲜铁皮石斛、铁皮石斛超细粉、铁皮枫斗。其它主营业务的主要品种包括南方红豆杉、红芪和西红花等品种。在公司产品系列中，灵芝孢子粉类产品是核心产品。2019 年度、2020 年度和 2021 年度，灵芝孢子粉类产品销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 72.98%、71.96%和 70.51%。

图表 10 公司主营业务收入销售占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2021 年公司主营业务收入销售占比



资料来源：wind，华安证券研究所

2.“一芝一斛”，产品工艺保障打造坚实壁垒

2.1.产品工艺保障：先进育种技术+仿野生有机栽培+超音速气流破壁技术

完善的产业链为产品质量保驾护航。寿仙谷药业李明焱带领科研团队，在育种、栽培、深加工、质量控制等方面开展科研攻关，通过建立“中医中药基础科学研究——优良品种选育——仿野生有机栽培——现代中药精深加工——经销环节——标准制定”等完善的中药全产业链，确保寿仙谷产品安全高效、稳定可控。

寿仙谷是目前唯一一个同时主导承担制定两项中药材国际标准的企业。2011 年，寿仙谷启动中医药国际标准项目。为制定科学、客观且具有全球相关性的国际标准，项目组做了大量的基础工作，从中国、日本、韩国、美国、加拿大等灵芝及铁皮石斛产区收集了 1000 多个批次样品，进行了上万次检测和验证。寿仙谷于 2015 年正式向 ISO/TC249 提交了《中医药-灵芝》以及《中医药-铁皮石斛》ISO 国际标准提案。通过 30 多轮的严苛评审，终于分别于 2018 年 12 月和 2019 年 2 月，迎来了灵芝和铁皮石斛两项 ISO 国际标准的正式发布。

图表 12 生产环节质量控制体系

生产环节	管理措施
高水平基础研究和 高技术应用研究	以“寿仙谷张伯礼智慧健康创新实验室”和“寿仙谷院士专家工作站”为核心，组建了“一室一站二联盟二院六中心”等多个科研创新平台
种苗培养环节	注重空气、水等环境要素的选择，严格保证培养液/基、培养瓶、水源等的洁净，防止污染源产生
栽培和种植环节	严格按照中药材 GAP 认证及有机产品认证、ISO14001 的要求进行作业，不使用化学合成的农药和肥料

中药饮片炮制环节 按高于《中国药典》和《浙江炮规》的要求进行炮制

保健食品深加工环节 根据《保健食品良好生产规范》的要求进行操作

经销环节 与实力雄厚、声誉良好的老字号药店及高端商超进行合作，使产品的安全管理得以有效贯彻

资料来源：公司公告，华安证券研究所

优良品种是道地中药的关键，品种优劣直接关系到中药材的产量、质量和药效。公司建有珍稀中药材种质资源库，收集铁皮石斛、灵芝、西红花等珍稀中药材种质资源，熟练掌握了野生驯化、系统选育、诱变、杂交、航天搭载等育种方法和良种繁育技术手段，建有 15,000 平方米铁皮石斛等珍稀药用植物组培繁育中心，掌握了配套的标准化组培快繁技术体系，建立了一套完善的中药材优良新品种繁育技术平台，为濒危名贵中药材优良品种选育、快繁及标准化、产业化生产开创了可持续开发利用的新模式。

图表 13 公司仙斛、仙芝系列育种



资料来源：公司公告，华安证券研究所

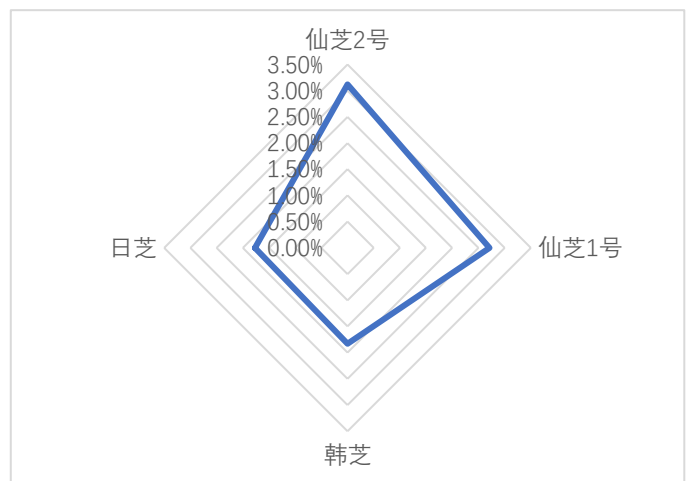
公司自主选育的“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”、“仙芝 3 号”灵芝通过浙江省非主要农作物品种审定，具抗逆性强、高产、高活性成分等特点。公司收集了 117 个铁皮石斛种质资源，运用现代分子生物学技术，自主选育出适合于浙江省栽培，具有“高成活率、强抗逆、高产量”特点的“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”铁皮石斛，并通过了浙江省非主要农作物品种审定委员会审定。

图表 14 各铁皮石斛种源有效成分粗多糖含量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 各铁皮石斛种源有效成分粗多糖、总三萜含量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

栽培技术：仿野生有机栽培+绿色高效栽培模式

一方面，公司通过研究灵芝和铁皮石斛的生长规律，模拟灵芝和铁皮石斛的野生生长环境，按照国家有机产品标准及国家中药材 GAP 标准进行栽培和管理。在整个种植过程中，采用高效、可循环利用的种植基质，不使用化学合成的农药与激素，采用“预防为主，防治结合”的物理及生物综合方法防治病虫害，确保中药材无污染、高纯度和高品质。武义“寿仙谷”灵芝、灵芝孢子粉及制品与武义“寿仙谷”铁皮石斛及制品被国家质检总局批准为生态原产地保护产品，并且同时通过中国、欧盟、美国、日本有机产品认证。

另一方面，公司创新了循环经济型、有机栽培新模式，研究开发“灵芝废料→加工配制→铁皮石斛基质”综合利用新技术。该技术以灵芝栽培后菌渣、树皮配方经堆置发酵处理而制成铁皮石斛种植基质，不仅成本低廉，免除食药菌栽培废渣对环境造成污染，更重要的是解决了行业传统采用砂石为基质栽培铁皮石斛造成大田砂石化、复耕难的环境问题，体现了良好的生态效益。

图表 16 公司种植基地



资料来源：公司公告，华安证券研究所

破壁技术：独占鳌头的超音速气流破壁技术

加工技术好，独家去壁技术获得独家专利，无重金属污染，有效避免氧化灵芝孢子继承了灵芝的全部遗传物质，具有很高的药用价值。但灵芝孢子具有双层壁结构，其主要由几丁质构成，在人体内难以分解，从而限制了人体对其营养物质和生物活性成分的吸收和利用。因此，破壁和去壁技术是灵芝孢子产品的关键工艺，对产品的安全性、有效性和质量有着极其重要的作用。目前孢子粉的破壁技术有生物酶解法、化学法、物理法等，其中物理破壁法应用较多。寿仙谷自主研发的低温超音速气流破壁技术，避免了传统振动磨破壁工艺容易造成的重金属污染和易氧化的问题，提升了产品的安全性和药效；寿仙谷独创的灵芝孢子粉去壁技术，更是革命性地将没有药用价值的孢子壁壳与药用成分成功分离，去除壁壳，留精华，大幅度提高了灵芝孢子粉产品有效成分的纯度，提高了人体的吸收利用成效。

图表 17 不同处理方法优缺点

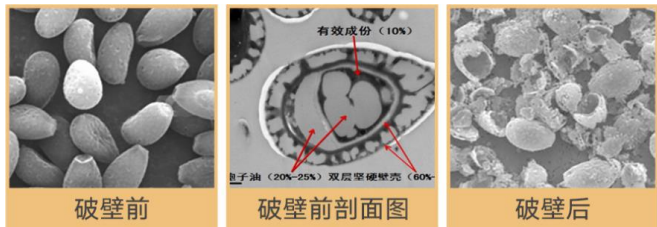
处理方法	原理	优点	缺点
物理破壁法	机械作用力破坏孢壁，常见方法有挤压、碾压和撞击，分别对应振动磨法、球磨法和超音速气流法。	处理简单，影响因素少，破壁程度易控制，各地炮规要求饮片孢子粉只能采用物理法破壁。	传统物理法普遍存在高温引起孢子油氧化反应以及镍铬等重金属超标等问题。

生物酶破壁法	利用生物酶，包括纤维素酶、溶壁酶和果胶酶等溶解灵芝孢子壁。	能耗少，方法温和，不产生有毒物质。	工艺复杂，作用时间长，不饱和脂肪酸遇水加速氧化酸败，有效成份被酶消耗分解。
化学破壁法	利用酸碱作用破坏孢壁，溶剂浸泡、酸碱降解。	能耗少，方法温和	有害成份难以去除，容易污染产品，破坏有效成份，消费者难以接受化学试剂处理工艺。
去壁精制技术	超音速气流破壁，萃取、提取、去壁、浓缩。	有效成份含量高，解决易氧化、重金属超标问题	工艺复杂，成本高。

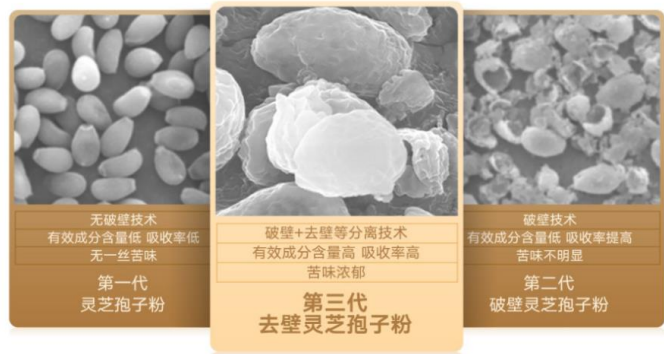
资料来源：， 华安证券研究所

三代灵芝孢子粉的技术改良带来显著效果。第一代灵芝孢子粉没有对灵芝孢子进行破壁，成品很难被人体吸收，第二代破壁灵芝孢子粉采用破壁工艺，较第一代易于吸收，但是壁壳与活性成分混杂，活性成分含量较低，会加重肠道负担，第三代去壁灵芝孢子粉在第二代破壁的基础上采用去壁技术，活性成分含量更高更易于吸收。破壁后残留的壁壳与主要成分难以分离，去壁技术有较高的技术壁垒，属于尖端技术。寿仙谷在破壁技术上不同于传统振动磨破壁方法，而是使用超音速气流粉碎进行破壁，实现安全无污染破壁，解决重金属超标和易氧化的问题，同时去壁技术获得国家发明专利，第三代去壁灵芝孢子粉的灵芝多糖与灵芝三萜等有效成分 是其他普通破壁灵芝孢子粉的 10 倍。灵芝孢子粉片剂解决去壁带来的口感较苦的问题满足了高端保健人群的需求。

图表 18 不同状态下的灵芝孢子粉



图表 19 不同处理方法对比图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

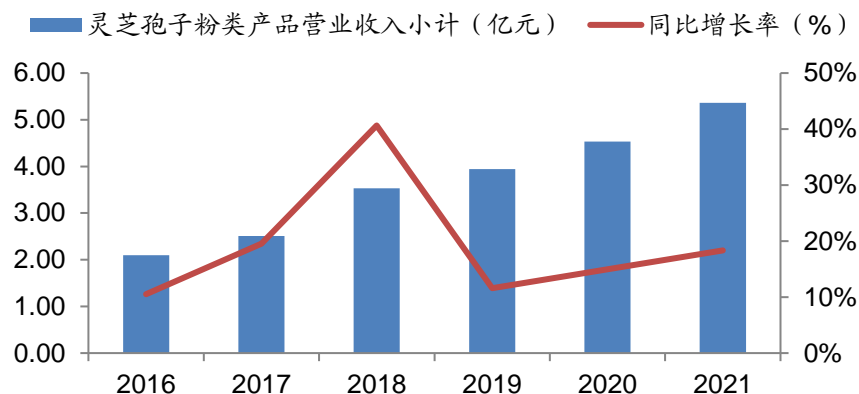
资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2.灵芝孢子粉：产品剂型及规格丰富，有效成分下具备高性价比

核心产品灵芝孢子粉功能突出，应用场景广阔。灵芝孢子粉，即灵芝的种子。是灵芝在生长成熟期，从菌褶中弹射出来的极其微小的卵形生殖细胞。灵芝孢子粉具有灵芝的全部遗传物质和保健作用，是其精华集大成之所在。现代药理研究证明，灵芝的营养成分非常丰富，其中主要的药理活性成分是灵芝多糖和灵芝三萜。现代医学研究证明，灵芝孢子粉具有抗肿瘤、抗炎症、保护肝脏、降低胆固醇、降血糖、抗辐射、增强免疫力和抗病毒作用。针对灵芝孢子粉进行的现代医学研究已有 50 多年历史，涵盖了对其在免疫调节、抗肿瘤、高血压、高脂血症、肝病、睡眠、慢性支气管炎等多种疾病的治疗及调理作用，其中免疫调节和抗肿瘤是灵芝孢子粉药理研究重点。

灵芝孢子粉对公司主营业务收入具有很大影响力。自 2016 年至今，灵芝孢子粉销售收入占公司主营业务的比重一直在 65%以上，2019 年度、2020 年度和 2021 年度，灵芝孢子粉类产品销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 72.98%、71.96% 和 70.51%，同比增长率一直维持在 10%以上，18 年同比增长率高达 40.64%。从整体情况分析，虽然灵芝孢子粉销售收入同比增长率稍有起伏，但其销售收入一直处于增长态势，未来预期良好。

图表 20 灵芝孢子粉类产品营业收入及同比增长率



资料来源：wind，华安证券研究所

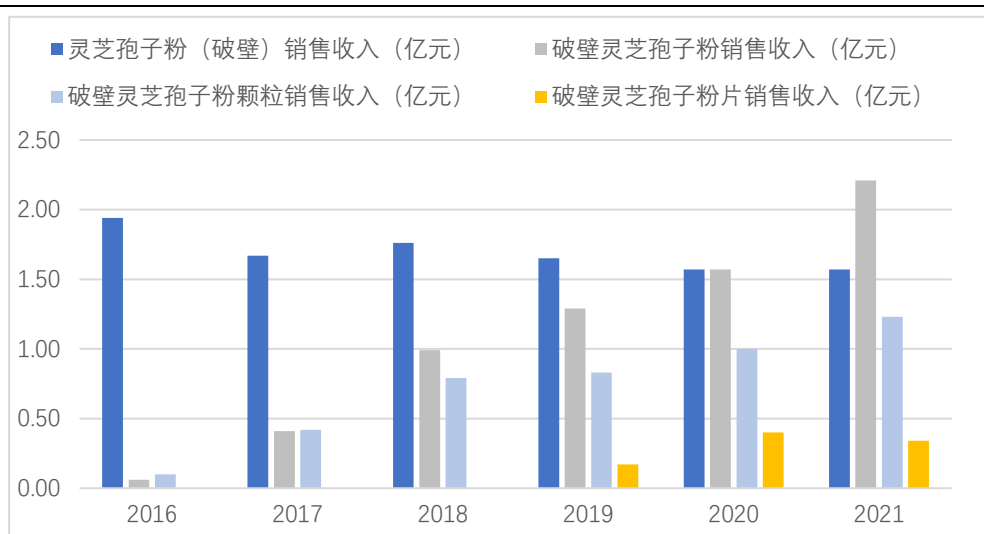
产品剂型及规格丰富。灵芝孢子粉类产品包含灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉片 4 大类，其作用、原料种类和加工方式等情况有所差异，这有助于公司灵芝孢子粉类产品满足不同人群使用需求，提高灵芝孢子粉类产品销售量。四种产品中，灵芝孢子粉（破壁）销售收入大体呈下降趋势，但降幅较小，其余三类产品销售收入呈上升趋势。灵芝孢子粉（破壁）销售收入下降原因包括其原料品种为仙芝 1 号，在效果上和仙芝 2 号存在差距；公司销售渠道拓宽的影响等。

图表 21 各灵芝孢子粉类产品介绍

产品	类别	原料	加工方式	销售渠道	优势
灵芝孢子粉(破壁)	中药饮片	仙芝 1 号	超音速气流破壁	医院、药店 (省内主推)	基础疾病患者消费为主
破壁灵芝孢子粉	保健品	仙芝 2 号	第三代去壁	药店、商超 (省内主推)	亚健康人群保健消费
破壁灵芝孢子粉颗粒	保健品	仙芝 2 号	第三代去壁	线上专供	解决粉剂粘袋问题
破壁灵芝孢子粉片	保健品	仙芝 2 号	第三代去壁	药店、商超 (经销商、省外主推)	高消费人群，主攻省外市场

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 灵芝孢子粉类产品销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

寿仙谷灵芝孢子粉品牌认可度高，有效成分下具备高性价比。在由 CN10 排排榜技术研究部门和 CNPP 品牌数据研究部门通过资料收集整理，并基于大数据统计及人为根据市场和参数条件变化的分析研究专业测评而得出的 2022 年灵芝孢子粉十大品牌排行中，寿仙谷居于榜首。与市场其他灵芝孢子粉相比，寿仙谷公司的灵芝孢子粉在价格相对低廉的前提下，有效成分含量的表现也十分突出，在同种产品中的竞争力不容小觑。

图表 23 2022 年灵芝孢子粉十大品牌



资料来源：CN10 排排榜技术研究部门和 CNPP 品牌数据研究部门，华安证券研究所

图表 24 各品牌灵芝孢子粉类产品介绍

品牌	加工方式	规格	售价（元）	单价（元/克）	有效成分含量	有效成分单价（元/克）
寿仙谷	第三代去壁技术	2g/袋*90 袋/盒*2 盒	4860	27	粗多糖 4.00g/100g; 总三 萜 8.00g/100g	112.5
仙芝楼	低温物理破壁	1g/袋*30 袋/盒*6 盒	1850	10.28	粗多糖 1.35g/100g; 总三 萜 4.00g/100g	192
南京同仁堂	破壁技术	1g/袋*30 袋/盒*3 盒	302	3.33	粗多糖 1.00g/100g	336
修正	低温物理破壁	0.99g/袋*60 袋	129	2.17	粗多糖 0.45g/100g	483
雷允上	低温物理破壁	1g/袋*100 袋	1280	12.8	粗多糖 0.704g/100g	1818
北京同仁堂	低温物理破壁	0.35g/粒*90 粒	980	31.11	总三萜 2.00g/100g	1556
中科 ZK	常温物理破壁	0.35g/粒*100 粒	456	15.2	粗多糖 0.9g/100g; 总三 萜 1.5g/100g	543
教东	低温物理破壁	0.9g/袋*60 袋	119	2.2	粗多糖 0.5g/100g; 总三 萜 1.0g/100g	147
粤微 YUEWEI	生物酶法	2g/袋*30 袋	298	4.97	粗多糖 2.00g/100g	248
胡庆余堂	低温物理破壁	1.5g/袋*48 袋	498	6.92	粗多糖 1.5g/100g; 总三 萜 0.5g/100g	345.8

资料来源：天猫，京东，华安证券研究所

与多个权威机构合作研发。为解决中药产品“有效成分不清，作用机制不明”的问题，寿仙谷近年来与美国梅奥医学中心、法国让•多塞诺奖实验室、北京大学、浙江大学等国内外一流科研机构合作，深入开展去壁灵芝孢子粉的药理药效和临床研究，并启动国内首个去壁灵芝孢子粉真实世界研究项目，为灵芝孢子粉的临床合理用药提供循证医学证据。

国际标准化组织中医药技术委员会（ISO/TC249）官方网站上，正式发布了由寿仙谷主导制定的灵芝国际标准。这是 ISO/TC249 发布的第三个中药材质量标准，也是全球首个灵芝国际标准。该标准主要规范了灵芝产品的质量标准、检测指标、检测方法、包装、存储、运输要求等，为灵芝行业的国际贸易提供了统一的标准。这不仅为中国灵芝产业走向世界奠定了坚实的基础，也是中药国际化的一大突破。

2.3.铁皮石斛：种植区位优势显著，产品营收呈增长趋势

石斛是兰科石斛属多年生附生草本植物，其中铁皮石斛是药用价值最高的一种。因表皮呈铁绿色，而得名铁皮石斛，其植株形体比较矮小，茎肉比较粗壮，质地柔软又富含粘液。生活中人们多以铁皮石斛干品作为药材使用，即取铁皮石斛之嫩茎，经过多道工序加工而成的天然中药，呈螺旋状，称之为铁皮枫斗。铁皮石斛作用包括：生津，主要表现为促进腺体分泌和脏器运动；降血糖，诱导降低链脲霉素诱发糖尿血糖值；增强免疫力，可促进荷瘤动物巨噬细胞的吞噬作用，增强T淋巴细胞的增殖和分化及NK细胞的活性，并能显著提高荷瘤动物的血清溶血素值。

公司铁皮石斛种植区位优势显著。铁皮石斛种植的地域性明显，浙江一直以来是我国铁皮石斛的重要原产地之一，而且浙江省的冬季气温较低，铁皮石斛处于休眠期，对铁皮石斛有效成分的代谢积累十分有利，因而浙江省种植的铁皮石斛中的多糖含量较高，药用价值显著。公司总部所在地武义县的气候、水质、空气等环境条件非常适合铁皮石斛的生长，是铁皮石斛的道地产区，“武义铁皮石斛”于2012年成为首个农业部批准的铁皮石斛国家地理保护标志农产品。公司在铁皮石斛种植的区位优势明显。

图表 25 铁皮石斛及铁皮枫斗图片



铁皮石斛

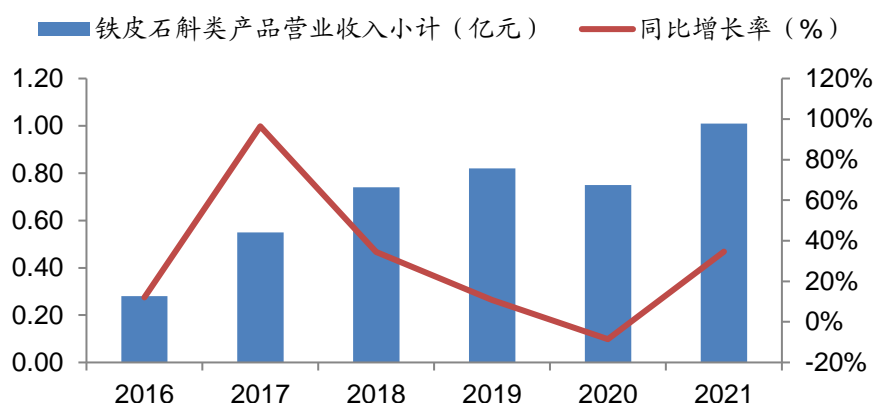
铁皮枫斗

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2019年2月13日晚间，灵芝、铁皮石斛行业第一股寿仙谷发布公告，由其主持制定的《中医药—铁皮石斛》ISO 国际标准已正式出版。根据公告，寿仙谷已收到国际标准化组织(International Organization for Standardization, ISO)中央秘书处通知，由其主持制定的《中医药—铁皮石斛》(Traditional Chinese medicine - Dendrobium officinale stem)ISO 国际标准已正式出版。本次《中医药—铁皮石斛》ISO 国际标准的正式出版不会对公司近期的生产经营产生重大影响，但有利于公司进一步夯实在行业中的领先地位，为企业的持续发展奠定坚实的技术基础。

铁皮石斛类产品营收呈增长趋势。自2016年至今，铁皮石斛产品销售收入大致呈现增长趋势，虽然2020年受新冠疫情影响稍有下滑，但是下滑幅度较小。同比增长率除2020年以外均为正值，17年同比增长率高达96.43%，2021年铁皮石斛营收已恢复增长，同比增长率达到34.67%。从整体情况分析，虽然铁皮石斛类产品销售收入同比增长率存在起伏，但其营业收入大致呈增长态势。

图表 26 铁皮石斛类产品营业收入及同比增长率

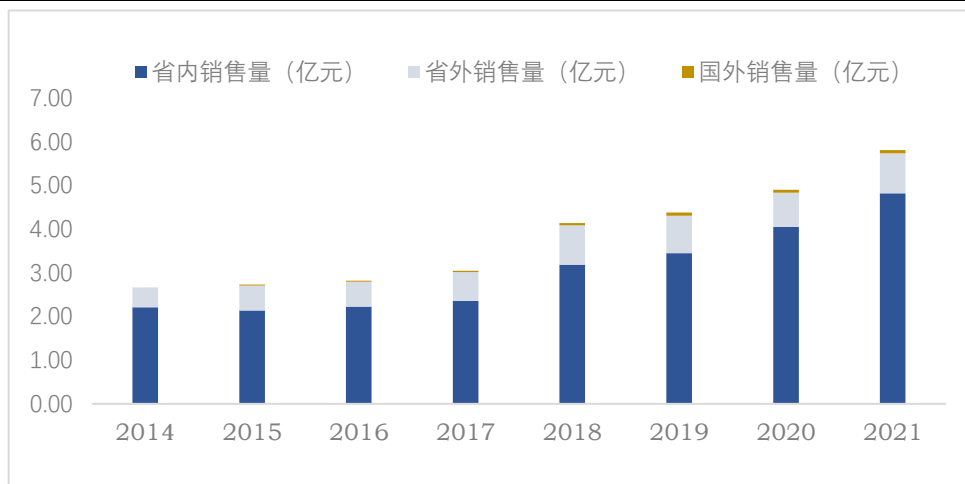


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.销售渠道外拓带来新的业务增量

产品销售向省外扩张的速度加快。2021 年底公司大力开拓省外渠道, 开辟新的加盟商 (城市代理商) 的模式。2021 年省外销售为 9236 万元, 同比增长 16.4%。截至 2022Q1 公司省外加盟商已经达到 14 家, Q1 新增 4 家, 实现快速拓张预计 2022 年目标新增 30 家城市代理商, 省外市场收入有望快速提升。并且省外市场重点推广高端新剂型孢子粉片剂, 片剂一年的服用费用为 3.4-6.8 万元, 粉剂和颗粒剂根据服用情况分别为 1.9-3.9 万元, 预计将进一步改善产品结构提升毛利率水平。

图表 27 公司不同地区销售情况

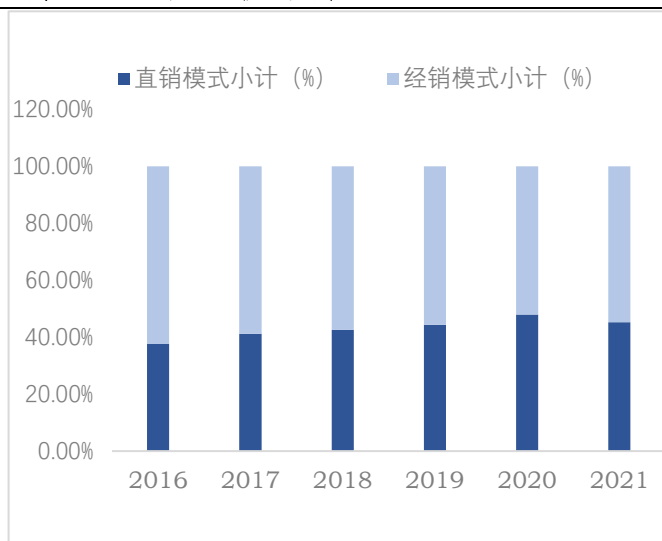


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

多销售模式助力公司增长。公司经销模式分为买断式销售和代销式销售。买断式经销商主要包括杭州胡庆余堂、杭州方回春堂以及浙江九欣医药有限公司等大型医药流通企业; 代销式经销商主要包括杭州联华华商集团、杭州大厦等商场超市。公司直销模式分为零售和互联网销售, 并以零售为主。公司互联网销售主要通过天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络渠道。在持续提高产品品质的基础上, 逐步加大了营销宣传力度, 产品功效及质量逐渐获得消费者的认可, 且公司产品具有规格较少、价格透明、便于运输、不易损坏变质等特

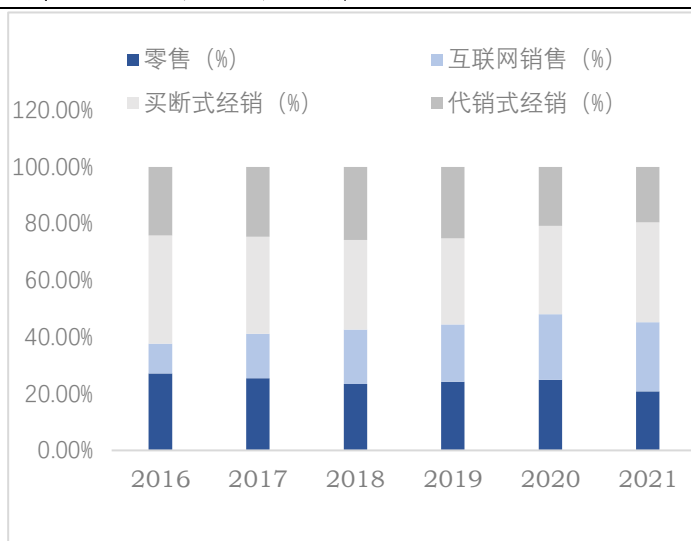
点，公司互联网销售收入快速增长。2019 年度、2020 年度和 2021 年度占主营业务收入的比重分别为 20.22%、23.12%、24.40%，已成为传统销售渠道的重要补充。

图表 28 公司不同模式销售量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

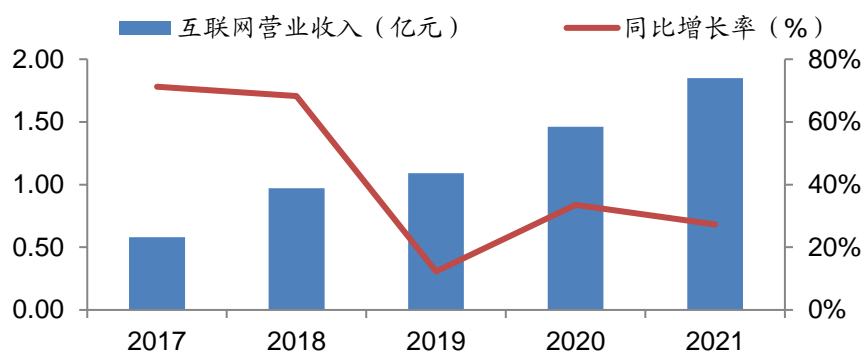
图表 29 公司不同渠道销售占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

互联网渠道增速可观。2020 年度和 2021 年度，公司互联网销售收入分别是 1.46 和 1.85 亿元。公司互联网销售主要通过天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络渠道，公司互联网销售收入快速增长，已成为传统销售渠道的重要补充。未来随着人们健康意识的增强和对中药饮片认识的加深，中药饮片的需求将不断增长。受益于中医养生意识普及，老龄化速度加快，居民健康意识增强，对中医药的需求将呈现逐年上升趋势，这给公司拓展线上业务带来强劲动力。

图表 30 互联网营业收入及同比增长率



资料来源：wind，华安证券研究所

4.盈利预测及投资建议

4.1.盈利预测

关键假设

- 核心产品灵芝孢子粉类、铁皮石斛类在渠道改革的激励下保持 25-30%增速;
- 毛利率上由于公司产品核心技术壁垒和品牌价值,未来可以持续高毛利模式。

图表 31 业绩拆分 (百万元)

		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		767	965	1,215	1,528
	(+/-%)	20.6%	25.8%	25.9%	25.8%
营业成本		126	158	188	223
	毛利率	83.5%	83.6%	84.5%	85.4%
一、 灵芝孢子粉类产品		536	678	861	1,090
	YOY	18.2%	26.5%	27.0%	26.7%
	占公司收入百分比	69.9%	70.2%	70.8%	71.3%
	成本	63	81	95	109
	毛利	472	596.4	766.0	981.4
	YOY	17.4%	26.2%	28.4%	28.1%
	毛利率	88.2%	88.0%	89.0%	90.0%
二、 铁皮石斛类产品		123	158	200	253
	YOY	21.0%	28.6%	26.6%	26.7%
	占公司收入百分比	16.0%	16.4%	16.5%	16.6%
	成本	27.6	34.7	44.0	55.7
	毛利	95.2	123.1	155.9	197.5
	YOY	23.5%	29.4%	26.6%	26.7%
	毛利率	77.5%	78.0%	78.0%	78.0%
三、 其他主营业务 (红豆杉、红芪等)		101	122	146	175
	YOY	34.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	占公司收入百分比	13.2%	12.6%	12.0%	11.5%
	成本	25.2	30.4	36.5	43.8
	毛利	76.2	91.3	109.5	131.4
	YOY	39.0%	19.8%	20.0%	20.0%
	毛利率	75.2%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 可比公司对比

	股票	股票	总市值	净利润（亿元）				PE			
	代码	名称	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	600085.SH	同仁堂	575	12.27	14.92	17.44	20.34	50	39	33	28
	600436.SH	片仔癀	1,841	24.31	29.64	36.31	44.43	108	62	51	41
	300181.SZ	佐力药业	54	1.79	2.77	3.70	4.94	40	20	15	11
	平均值							66	40	33	27
公司	603896.SH	寿仙谷	75	2.01	2.62	3.39	4.37	44	29	22	17

资料来源：wind（一致预期），华安证券研究所

4.2.投资建议

公司向有机国药第一品牌持续迈进。

公司为百年老字号品牌，使用现代化科技传承，拥有独家育种技术，其培育的品种优势突出，主要产品灵芝孢子粉中药饮片、灵芝孢子粉保健食品产品及铁皮石斛类产品具有消费者基础，产品质量好，有效含量高于市场同类产品，极具发展优势。公司具有杰出的管理团队和科研团队，已形成公司人才优势，为未来公司的发展筑基。公司业绩高速增长，盈利能力突出，2021 年收入达到 7.67 亿元，同比增长 21%。利润端更是 2019 年以来增速保持上行，2021 年归母净利润为 2.01 亿元，增速达到 32%。

核心产品“一芝一斛”竞争优势显著。

公司有两大核心产品灵芝孢子粉和铁皮石斛。灵芝孢子粉具有产品工艺保障：先进育种技术+仿野生有机栽培+超音速气流破壁技术三大壁垒。可持续育种为基，同时发展仿野生有机栽培，又具备超音速气流破壁技术灵芝孢子粉的有力加持，可以公司产品的质量提供有力的保障。并且公司核心产品灵芝孢子粉的产品剂型及规格丰富，有效成分下具备高性价比。自 2016 年至今，灵芝孢子粉销售收入占公司主营业务的比重一直在 65%以上，2021 年度占比为 70.51%，并且同比增长率一直维持在 10%以上

另一核心品类铁皮石斛具备种植区位优势显著，产品营收稳定增长。寿仙谷作为目前唯一一个同时主导承担制定两项中药材国际标准的企业，通过灵芝孢子粉和铁皮石斛国际标准的制定，公司有望进一步夯实在行业中的领先地位，为企业的持续发展奠定坚实的技术基础。自 2016 年至今，铁皮石斛销售收入呈现增长趋势，虽然 2020 年受新冠疫情影响稍有下滑，但是下滑幅度较小。2021 年铁皮石斛营收已恢复增长，同比增长率达到 34.67%。

多销售模式助力公司增长，新渠道新市场打开空间。

公司销售分为直销和经销，其中经销模式分为买断式销售和代销式销售。2021 年底公司大力开拓省外渠道，通过开辟新的加盟商（城市代理商）的模式。截至 2022Q1 公司省外加盟商已经达到 14 家。实现快速拓张预计 2022 年目标新增 30 家城市代理商。2021 年省外销售为 9236 万元，同比增长 16.4%，省外市场收入有

望快速提升。

直销模式分为零售和互联网销售，其中互联网快速增长。近几年来，随着人们健康意识的增强和对中药饮片认识的加深，结合近年来蓬勃发展的互联网，公司 2021 年度互联网销售达到 1.85 亿元互联网销售收入的快速增长，已成为公司传统销售渠道的重要补充。

盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 9.7/12.2/15.3 亿元，分别同比增长 25.8%/25.9%/25.8%，归母净利润分别为 2.6/3.4/4.4 亿元，分别同比增长 30.3%/29.7%/28.9%，对应 EPS 为 1.72/2.22/2.87 元，对应估值为 29X/22X/17X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

● **自然灾害风险。**公司生产所需原料主要为灵芝、灵芝孢子粉（原料）和铁皮石斛等中药材，其产地分布具有明显的地域性，其生长受到气候、土壤、日照等自然因素的影响，如在灵芝和铁皮石斛生长期出现干旱、洪灾、虫灾、异常气温等自然灾害，将引起灵芝、铁皮石斛减产或有效药用成分降低，从而使公司面临无法获得充足优质原料的风险。另外，公司在浙江省武义县建有自有基地用于种植灵芝、铁皮石斛等中药材。浙江省武义县属亚热带季风气候。时空差异较大，不同地区偶尔也会发生低温、旱涝、冰雹和台风等自然灾害。如果公司自有基地突遇严重自然灾害或重大病虫害，将影响该等中药材的产量和质量，对公司的生产经营带来不利影响。

● **毛利率波动风险。**2019 年度、2020 年度和 2021 年度，公司主营业务毛利率分别为 86.10%、84.83%和 84.72%。公司主营产品的终端零售价格体系由公司自主决定，且未进行大幅调整，若未来受到市场竞争、自然灾害等因素影响，公司主营产品销售价格发生不利调整，或者原料供应成本上升、生产工艺改进对降低成本的作用减弱，则公司主营业务毛利率水平将可能出现一定幅度下降，从而导致公司经营业绩下滑。

● **种源流失风险。**育种行业属于高科技行业，育种优势是公司核心竞争优势之一。一个新品种从选育到通过审定并推向市场需经历 8-10 年，且新品种是否具有推广价值，能否适应特定环境，必须经过田间栽培和生产试验，因此新品种选育具有一定的不确定性。目前公司自主选育的“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”、“仙芝 3 号”、“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”具有抗逆性强、有效成分高的特点，使得公司在竞争中处于有利地位。但如果育种技术被竞争对手掌握或超越，或种源经由公司合作的农户或农民专业合作社流出，将可能削弱公司的竞争优势，从而对公司的盈利能力造成不利影响。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。