

日期: 2015年05月07日

行业: 医药制造业



魏贇

021-53519888-1960

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

IPO 询价区间 RMB15.52-15.52 元  
上市合理估值 RMB22.80-27.36 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 40.00  
发行后总股本 (百万股) 160.00  
发行方式 网下询价  
上网定价  
保荐机构 平安证券

### 主要股东 (IPO 前)

张许科 44.64%  
孙进忠 21.14%  
李根龙 5.06%

### 收入结构 (Y2014)

兽用生物制品 81.34%  
兽用化学药品 18.66%

报告编号: WY15-NSP06

首次报告日期: 2015年05月06日

## 兽用生物制品和化学药的高科技企业

### ■ 投资要点

#### 公司简介

公司是一家从事兽用生物制品和化学药品研发、生产与销售的高新技术企业,可生产猪用疫苗、禽用疫苗与抗体等 36 个生物制品类产品和散剂、粉剂、注射剂等 10 类化学药品 355 个产品,生产质量管理体系已全面通过农业部组织的兽药 GMP 认证,生产能力居业界前列。

#### 盈利预测

我们预计 2015-2017 年归母公司的净利润将实现年递增 14.44%、6.85% 和 7.67%, 相应的稀释后每股收益为 1.00 元、1.07 元和 1.15 元。

#### 公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司 15 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 22.80-27.36 元,相对于 2014 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 26.01-31.21 倍。

#### 定价结论

本次发行数量为 4000 万股,占发行后公司总股本的 25%,发行后总股本不超过 16000 万股,每股发行价为 15.52 元,对应 14、15 年 PE17.70、15.47。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	472.08	475.69	502.15	543.70	588.83
年增长率	13.07%	0.76%	5.56%	8.27%	8.30%
归属于母公司的净利润	162.86	140.26	160.51	171.51	185.82
年增长率	26.04%	-13.88%	14.44%	6.85%	8.35%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.02	0.88	1.00	1.07	1.15

数据来源: 公司招股意向书上海证券研究所

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及其简况

公司是一家从事兽用生物制品和化学药品研发、生产与销售的高新技术企业，是国家火炬计划重点高新技术企业、河南省创新试点企业、河南省重点转型升级企业、中国兽用生物制品生产企业10强和国家农业部认定的高致病性猪蓝耳病灭活疫苗和活疫苗定点生产企业。截至2014年12月31日，公司可生产猪用疫苗、禽用疫苗与抗体等36个生物制品类产品和散剂、粉剂、注射剂等10类化学药品355个产品，生产质量管理体系已全面通过农业部组织的兽药GMP认证，生产能力居业界前列。

### 1.2 行业增长前景

#### 1) 国外兽药市场情况

国外兽药市场经过多年的发展，已经进入了稳步发展时期。除2009年受全球金融危机影响出现负增长以外，全球兽药市场保持稳定增长，从2004年137亿美元增长到2013年230亿美元的市场规模，复合增长率达5.93%。随着全球经济的复苏，2010年开始又呈现上升趋势。

就国外兽药市场区域分布来看，美洲市场规模较大，占接近一半的市场份额，除欧美以外的其他市场规模较小。

按照使用动物来分，食品动物和伴侣动物的使用量较大，分别占据59%、41%的市场份额。由于国外食品动物以牛为主且宠物兽药占了兽药市场40%以上份额，而这两类动物都是以防治寄生虫病为主要目标，因此，全球兽药市场中，使用最多的兽药产品是抗寄生虫类药物。随着兽用疫苗产品在疫情预防方面发挥着越来越重要的作用，兽用生物制品用量逐渐增多。

目前，国外兽药行业已经逐步集中于少数大型公司。大型公司通过并购、重组等方式，不断扩大自身的竞争优势和市场地位。随着2009年1月26日辉瑞制药（Pfizer）宣布以680亿美元收购惠氏公司（Wyth），美国制药业巨头默克公司（Merck）于同年3月9日宣布以411亿美元收购同行先灵葆雅（Schering Plough），全球兽药行业的集中度进一步提高，前五大厂商的市场占有率超过60%。

图 1 国外兽药市场规模

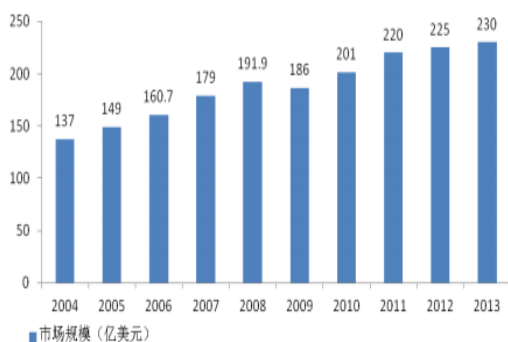
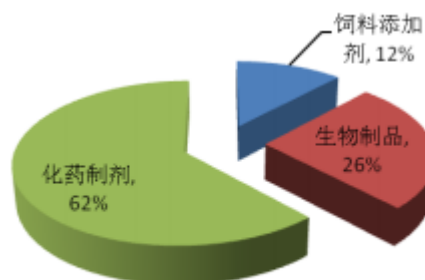


图 2 2013 年全球兽药市场分布图 (按产品类别)



数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

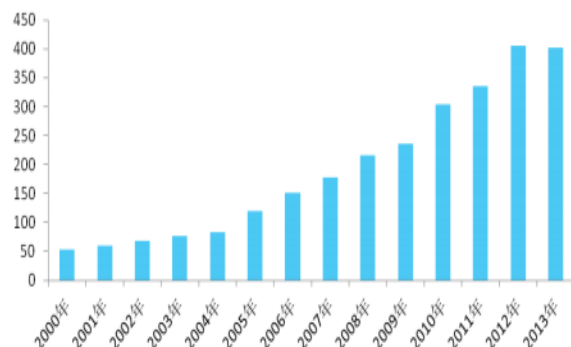
## 2) 国内兽药市场情况

较欧美等发达国家市场而言, 国内兽药行业起步较晚, 在整体行业技术水平和市场规模上仍与国外有较大差距。但随着国家对动物疫情防控和食品安全的逐步重视, 国内兽药行业发展迅速, 近几年一直保持高速增长态势。2005-2013 年, 国内兽用药品行业市场规模由 138 亿元增长到 402 亿元, 复合增长率达 14.30%。目前, 我国已成为继美国之后的第二大动物保健品消费国。整体上看, 我国兽药行业市场处于平稳的增长时期, 发展潜力巨大。

2013 年, 我国生物制品的市场规模约占兽药市场容量的 23.48%, 其中 90% 以上为疫苗类产品。就市场规模而言, 灭活疫苗占据了更大的市场。禽用疫苗中组织毒疫苗份额较大, 猪用疫苗中细胞毒疫苗份额较大。与国际市场不同, 目前国内绝大多数生物制品用于对猪、禽类动物的疫病防控。2013 年, 89.01% 的生物制品为禽用生物制品和猪用生物制品, 这主要和我国畜牧业养殖结构相关。出于食品安全的考虑, 国家对高危害、高爆发率的疫情实行国家强制免疫措施, 由政府部门统一采购调配资源, 为养殖户免费提供防疫产品, 主要包括高致病性猪蓝耳病活疫苗及灭活疫苗、口蹄疫灭活疫苗、猪瘟活疫苗、高致病性禽流感 (H5) 灭活疫苗等。目前, 国家强制免疫产品仍然占据了生药行业的绝大部分市场, 其中, 2013 年国家强制免疫产品占生药产品总量的 60.60%, 尤其是猪用生物制品 74.57% 为国家强制免疫产品。

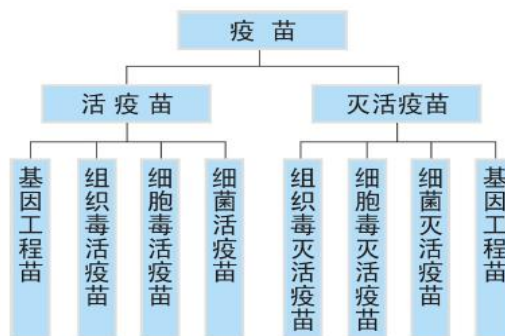
目前, 国内兽用化学药品主要用于动物疾病的治疗, 约 70% 的药物为抗菌素、抗生素等抗微生物药。兽用化学药品分为化药制剂、中兽药和原料药, 其中 60.1658.44% 为化药制剂产品。兽用化学药品市场规模较大, 产品数量多。

图3 国内兽药市场规模



数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

图4 疫苗的分类情况



数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

整体上看, 兽用生物药生产企业的规模较大, 大型企业占企业总数的比例占 25% 以上。从产业集中度的角度来看, 生药企业的 CR10 达 50.95%, 集中度较高, 竞争主要集中在大型企业之间。公司产品的主要细分市场猪用生物制品和禽用生物制品的 CR10 指标分别为 59.23% 和 70.98%, 较行业整体水平更高, 呈现垄断竞争的格局, 随着生物技术的不断发展, 拥有核心技术和产品优势的厂商将拥有更高的市场份额。

兽药的化药企业众多, 中小型企业占到厂商总数的 90% 左右, 2013 年化药制剂企业销售集中度指标 CR10 为 21.21%, 竞争程度较为充分。

表 1 不同规模企业数量占各类企业总数的比例

厂家	微型 (50 万以下)	小型 (50-500 万)	中型 (500 万-2 亿)	大型 (2 亿以上)
生物药企业	-	11.11%	63.89%	25.00%
化药企业	9.00%	37.89%	51.41%	1.70%

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

公司主要产品销量市场份额具体情况如下:

**表 2 公司主要产品销量市场份额**

序号	产品名	2013 年		2012 年		2011 年	
		市场 份额	市场 排名	市场 份额	市场 份额	市场 份额	市场 排名
1	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	12.13%	3	28.01%	1	37.21%	1
2	高致病性猪蓝耳病灭活疫苗	2.86%	12	4.37%	10	13.56%	2
3	高致病性猪蓝耳病活疫苗	12.24%	2	9.58%	4	9.49%	5
4	新支流三联灭活疫苗	19.51%	1	26.96%	1	44.34%	1
5	新支减流四联灭活疫苗	25.42%	1	44.60%	1	46.88%	1
6	鸡新支减三联灭活疫苗	9.26%	3	10.02%	3	18.11%	2
7	鸡法氏囊病精制蛋黄抗体	89.77%	1	95.40%	1	94.43%	1
8	鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体	91.30%	1	100.00%	1	94.01%	1

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

公司的主要竞争对手包括中牧股份、青岛易邦、大华农、瑞普生物、天康生物、金宇集团、哈尔滨维科等，主要竞争对手简要情况如下：

**表 3 公司主要产品销量市场份额**

企业名称	成立时间	地区	主要特点
中牧股份	1998 年	北京	国内最大的兽药生产企业，在国内兽用生物制品行业拥有绝对领先的市场地位。研发实力较强，其技术中心被国家发改委等五部委认定为“国家认定企业技术中心”。2013 年，兽药实现收入 14.23 亿元
青岛易邦	1999 年	山东	由中国动物卫生与流行病学中心控股、升华拜克参股，专业从事预防、诊断、治疗用兽用生物制品的研发、生产、销售的高新技术企业。2013 年，兽用生物制品实现收入 6.21 亿元
大华农	2004 年	广东	综合型兽药生产企业，营业收入仅次于中牧股份，依托于温氏集团，近几年成长迅速，2011 年上市。2013 年兽药实现收入 8.92 亿元
瑞普生物	2001 年	天津	近几年发展速度较快的兽药生产企业，拥有“国家认定企业技术中心”，2010 年上市。2013 年，兽药实现收入 7.51 亿元
天康生物	2000 年	新疆	主要从事饲料及兽用生物制品的生产与销售，开展良种繁育与胚胎移植技术服务，2006 年上市，2013 年兽药实现收入 5.42 亿元
金宇集团	1992 年	内蒙古	以生物制药为主营业务的多元化产业集团，目前共拥有两家生物制药企业金宇保灵生物药品有限公司和扬州优邦生物制药有限公司。2013 年，金宇集团生物制品收入 6.30 亿元
哈尔滨维科	1992 年	黑龙江	哈尔滨维科是中国农业科学院哈尔滨兽医研究所直属的国有企业。依托于哈兽研强大的研发实力，哈尔滨维科多个生物制品产品质量及技术水平居于国内领先或国际领先水平

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 1.4 公司的竞争优势

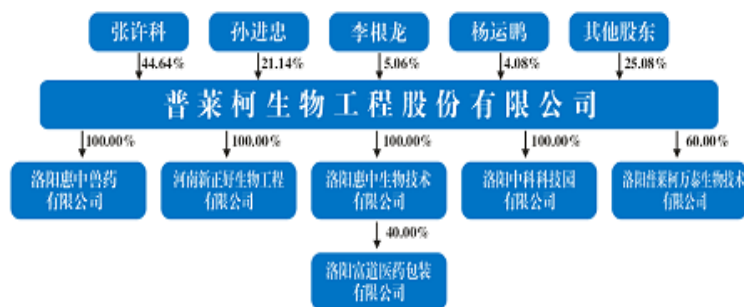
公司竞争优势包括：1) 技术优势：公司是国家科技部认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”，今年研发投入比重逐年增长，并有高素质研发队伍；2) 产品优势：多项产品为国际、国内首创，并有完整丰富的产品系列，参与研究创立的41项产品质量标准被农业部认定为兽药国家标准；5) 营销优势：公司采取以经销与直销相结合的模式，与内部技术服务团队，构成了完善的技术营销服务体系。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简介

公司由原洛阳普莱柯生物工程有限公司整体变更设立。张许科先生持有公司5,356.94万股，占本次发行前总股本的44.64%，为公司的控股股东和实际控制人。

图 5 发行前公司股权结构



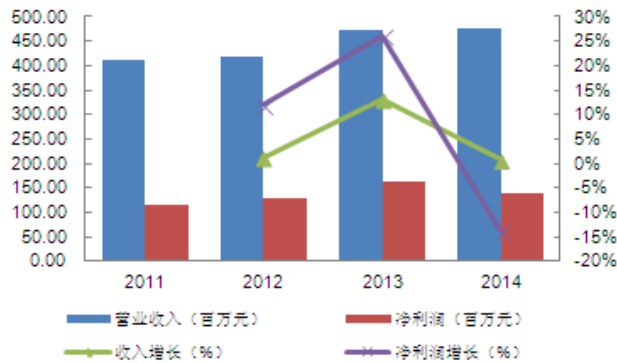
数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 2.2 公司主营业务突出 净利润稳定

报告期内，公司营业收入和利润均呈快速上升趋势。2012-2014年度，公司主营收入分别为41317.31万元、47123.32万元和47468.10万元，主营业务占全部营业收入的比重均在98%以上。

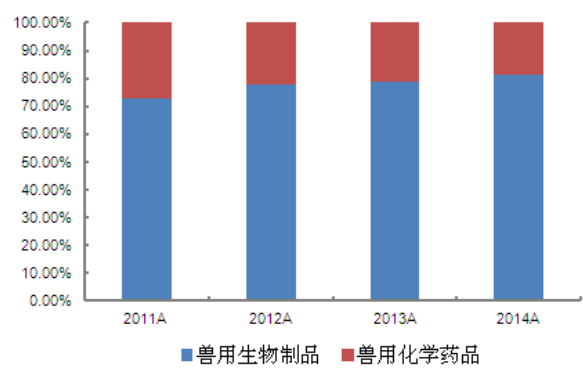
2012-2014年度，公司营业利润分别为14188.09万元、16904.17万元、15760.61万元，分别占利润总额的93.92%、88.01%、94.36%，显示公司利润主要来源于主营业务。2012-2014年度，公司净利润分别为12921.23万元、16286.21万元和14025.69万元，同比增长分别为26.04%、-13.88%。销售净利率分别为30.95%、34.50%、29.48%，盈利能力良好。

图6 公司近年来收入及净利润增长



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

图7 公司主营收入结构



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 2.3 主要产品毛利率相对稳定

2012年至2014年，公司综合毛利率分别为71.24%、73.57%和74.95%。公司综合毛利率稳中有升，公司兽用生物制品业务毛利占全部毛利的比重较高，分别达到81.47%、82.05%和84.39%，是公司利润最主要的来源。

### 2.4 募集资金投向

本次募集资金净额主要投入以下项目：

表4 募集资金投向（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投入额	募集资金运用进度	
				第一年	第二年
1	动物疫苗产业化建设项目	27562	27562	12000	15562
2	技术研发中心建设项目	6300	5221.87	2800	2421.87
3	营销服务体系升级与公司信息化建设项目	7255	7255	3222.30	4032.70
4	补充流动资金	16000	16000	16000	-
	合计	57117	56038.87	34022.30	22061.57

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

#### 动物疫苗产业化建设项目

项目总投资27,562万元，建设期两年，项目建设完成后设计产能达产销售收入为44,610万元，由于达到设计产能需要一定过渡期，预计可实现年平均销售收入41,933万元，年平均利润总额为

12,753 万元，所得税后的静态投资回收期为 4.65 年，所得税后的内部收益率为 36.86%。动物疫苗产业化建设项目已经开始投入建设，截至 2014 年 12 月 31 日，公司已投入项目资金 1,619.12 万元。

#### 企业技术研发中心建设项目

项目总投资 6,300 万元，该项目主体工程已经基本完工并开始投入使用，截至 2014 年 12 月 31 日，公司已投入项目资金 6,562.07 万元。

#### 营销服务体系升级与公司信息化建设项目

项目的总投资 7,255 万元，建设周期 2 年，其中，总部营销中心升级及营销技术服务网点建设投入 5,381 万元，信息化与智能化建设投入 1,874 万元。

#### 补充流动资金

公司拟利用 16,000 万元资金用于补充流动资金。

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

##### 期间费用率稳定

公司 2012 年至 2014 年期间费用率分别为 36.23%、36.46%、40.65%。其中，销售费用占营业收入的比例分别为 20.36%、20.49% 和 22.47%，管理费用占比分别为 15.08%、16.03% 和 18.49%。公司期间费用率基本稳定。报告期内，公司市场推广费分别为 3,805.01 万元、3,704.28 万元和 4,943.10 万元，占销售费用的比例分别为 44.77%、38.30% 和 46.25%，是销售费用的主要构成部分。

##### 主要资产周转能力指标良好

2012 年至 2014 年，公司应收账款周转次数分别是 7.63、6.92、6.10，存货周转次数分别是 2.82、2.53、2.25，报告期内公司存货周转率的变动趋势主要系受公司产品结构变化影响。

表 5 公司资产周转能力

项目	2014 年	2013 年	2012 年
应收账款周转次数	6.10	6.92	7.63
存货周转次数	2.25	2.53	2.82

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司销售结构保持稳定;
- 2) 公司产品毛利率保持稳定, 募投项目进展顺利。

基于以上假设, 我们预计 2015-2017 年归属于母公司的净利润将实现年递增 14.44%、6.85% 和 7.67%, 相应的稀释后每股收益为 1.00 元、1.07 元和 1.15 元。

## 四、风险因素

### 4.1 政府招标采购政策变动的风险

目前, 公司生产的国家强制免疫用生物制品的产品主要为高致病性猪蓝耳病灭活疫苗和活疫苗。报告期内, 公司来自政府招标采购的国家强制性免疫用生物制品销售收入分别为 11,935.80 万元、15,306.26 万元和 17,234.00 万元, 占公司主营业务收入的比重分别为 28.89%、32.48% 和 36.31%, 是公司收入及利润的主要来源之一。未来如果国家采购政策发生变化, 可能导致公司政府招标采购业务收入下降, 会引起业绩波动。

### 4.2 下游产业波动与动物疫情变化导致的业绩波动风险

受下游产业畜牧养殖业市场供求关系等因素影响导致的周期性或偶发性产业景气状态波动可能对兽药行业带来影响, 且兽药行业受动物疫情变动影响较大。两者会对公司业绩产生压力。

### 4.3 市场竞争风险

公司在非政府采购禽流感 (H9) 三联和四联灭活疫苗、鸡法氏囊精制蛋黄抗体等产品市场占有率行业领先, 并有多个品种产品填补国际、国内空白。但随着国内兽药厂商的不断增多, 以及国际知名品牌逐渐进军国内市场, 兽药行业的竞争程度将进一步加大, 公司存在因市场竞争而导致经营业绩下滑或被竞争对手超越的风险。

## 五、估值及定价分析

### 5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2014 年业绩和 2015 年预测业绩, 同行业可比上市公司 14 年、15 年平均静态、动态市盈率为 87.86 倍、32.12 倍,

14 年、15 年动物保健上市公司市盈率行业中值分别 37.93 倍、28.42 倍。

表 6 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
瑞普生物	300119	17.98	0.07	0.31	0.47	257.91	57.59	38.34
大华农	300186	13.95	0.21	0.85	1.57	67.23	16.38	8.88
天康生物	002100	19.12	0.48	0.68	0.88	39.98	28.10	21.62
中牧股份	600195	23.83	0.68	0.81	1.00	35.27	29.46	23.92
金宇集团	600201	54.89	1.41	1.89	2.42	38.88	29.07	22.66
平均						<b>87.86</b>	<b>32.12</b>	<b>23.08</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

本次公开发行股票数量为 4000 万股, 占发行后公司总股本的 25%, 发行后总股本不超过 16000 万股, 每股发行价为 15.52 元, 对应 14、15 年 PE17.70、15.47。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况, 我们认为给予公司 15 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 22.80-27.36 元, 相对于 2014 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 26.01-31.21 倍。

## 六、附表

附表1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业总收入</b>	<b>472.08</b>	<b>475.69</b>	<b>502.15</b>	<b>543.70</b>	<b>588.83</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>303.04</b>	<b>318.30</b>	<b>322.32</b>	<b>350.92</b>	<b>379.22</b>
营业成本	124.78	119.14	126.48	136.16	146.63
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	96.71	106.87	110.47	119.61	129.54
管理费用	75.69	87.95	90.39	97.87	105.99
财务费用	-0.27	-1.46	-5.02	-2.72	-2.94
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>169.04</b>	<b>157.61</b>	<b>179.84</b>	<b>192.77</b>	<b>209.61</b>
加: 营业外收入	23.12	9.64	9.00	9.00	9.00
减: 营业外支出	0.11	0.21			
<b>五、利润总额</b>	<b>192.06</b>	<b>167.03</b>	<b>188.84</b>	<b>201.77</b>	<b>218.61</b>
减: 所得税	29.20	26.78	28.33	30.27	32.79
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>162.86</b>	<b>140.26</b>	<b>160.51</b>	<b>171.51</b>	<b>185.82</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>162.86</b>	<b>140.26</b>	<b>160.51</b>	<b>171.51</b>	<b>185.82</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>1.02</b>	<b>0.88</b>	<b>1.00</b>	<b>1.07</b>	<b>1.15</b>

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

附表2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、兽用生物制品</b>	<b>37222.03</b>	<b>38609.61</b>	<b>40912.85</b>	<b>44415.80</b>	<b>48230.89</b>
禽用活疫苗	1740.33	1687.95	1687.95	1822.99	1968.82
禽用灭活疫苗	7650.47	7306.24	7525.43	8127.46	8777.66
猪用活疫苗	18454.14	20385.93	22016.80	24218.48	26640.33
猪用灭活疫苗	7153.84	7553.00	8006.18	8486.55	8995.74
抗体	2223.25	1676.49	1676.49	1760.31	1848.33
<b>二、兽用化学药品</b>	<b>9901.30</b>	<b>8858.49</b>	<b>9302.44</b>	<b>9953.72</b>	<b>10652.45</b>
原料药	20.41	-0.98	0.00	0.00	0.00
化药制剂	6499.35	5909.59	6205.07	6701.48	7237.59
中兽药	3381.54	2949.88	3097.37	3252.24	3414.85
<b>合计</b>	<b>47123.33</b>	<b>47468.10</b>	<b>50215.30</b>	<b>54369.52</b>	<b>58883.34</b>

分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、兽用生物制品</b>	<b>15.43%</b>	<b>3.73%</b>	<b>5.97%</b>	<b>8.56%</b>	<b>8.59%</b>
禽用活疫苗	17.66%	-3.01%	0.00%	8.00%	8.00%
禽用灭活疫苗	-9.74%	-4.50%	3.00%	8.00%	8.00%
猪用活疫苗	32.24%	10.47%	8.00%	10.00%	10.00%
猪用灭活疫苗	18.97%	5.58%	6.00%	6.00%	6.00%
抗体	-4.29%	-24.59%	0.00%	5.00%	5.00%
<b>二、兽用化学药品</b>	<b>9.15%</b>	<b>-10.53%</b>	<b>5.01%</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.02%</b>
原料药	-62.01%	-104.80%	0.00%	0.00%	0.00%
化药制剂	18.33%	-9.07%	5.00%	8.00%	8.00%
中兽药	-4.08%	-12.77%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	<b>14.05%</b>	<b>0.73%</b>	<b>5.79%</b>	<b>8.27%</b>	<b>8.30%</b>
分业务主营成本	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、兽用生物制品</b>	<b>8766.02</b>	<b>8575.61</b>	<b>9113.34</b>	<b>9843.73</b>	<b>10635.44</b>
禽用活疫苗	662.10	654.70	658.30	710.96	767.84
禽用灭活疫苗	2925.49	2803.46	2934.92	3169.71	3423.29
猪用活疫苗	2529.87	2767.18	3082.35	3390.59	3729.65
猪用灭活疫苗	1186.47	1198.26	1280.99	1357.85	1439.32
抗体	1462.09	1152.01	1156.78	1214.62	1275.35
<b>二、兽用化学药品</b>	<b>3675.02</b>	<b>3302.58</b>	<b>3534.41</b>	<b>3772.56</b>	<b>4027.54</b>
原料药	14.83	-0.53	0.00	0.00	0.00
化药制剂	2158.76	1894.80	2047.67	2211.49	2388.41
中兽药	1501.43	1408.31	1486.74	1561.08	1639.13
合计	<b>12441.04</b>	<b>11878.19</b>	<b>12647.75</b>	<b>13616.29</b>	<b>14662.98</b>
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、兽用生物制品</b>	<b>76.45%</b>	<b>77.79%</b>	<b>77.73%</b>	<b>77.84%</b>	<b>77.95%</b>
禽用活疫苗	61.96%	61.21%	61.00%	61.00%	61.00%
禽用灭活疫苗	61.76%	61.63%	61.00%	61.00%	61.00%
猪用活疫苗	86.29%	86.43%	86.00%	86.00%	86.00%
猪用灭活疫苗	83.41%	84.14%	84.00%	84.00%	84.00%
抗体	34.24%	31.28%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>二、兽用化学药品</b>	<b>62.88%</b>	<b>62.72%</b>	<b>62.01%</b>	<b>62.10%</b>	<b>62.19%</b>
原料药	27.34%	45.92%	45.00%	45.00%	45.00%
化药制剂	66.78%	67.94%	67.00%	67.00%	67.00%
中兽药	55.60%	52.26%	52.00%	52.00%	52.00%
合计	<b>73.60%</b>	<b>74.98%</b>	<b>74.81%</b>	<b>74.96%</b>	<b>75.10%</b>

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。