

伊马集团：处理及包装自动化设备的国际巨头

推荐

2015年04月24日

投资要点

- **伊马集团是全球处理、包装自动化行业的龙头企业。**伊马公司建于1961年，公司业务主要集中于两个领域：食品包装设备和制药装备。在食品包装领域，公司是茶叶过滤袋的行业巨头，占有超过70%的市场份额，并拓展到休闲食品、奶酪等其他食品包装领域。在制药装备领域，伊马集团占有全球大约25%-35%的市场份额。2005年公司营业收入3.98亿欧元，营业利润0.56亿欧元；至2014年，公司营业收入8.55亿欧元，年均复合增长率8.86%；净利润0.57亿欧元，年均复合增长率15.16%。
- **伊马集团是少数全产业链、全产品线的医药装备供应商。**公司是全球极少数能提供医药装备整体解决方案和“交钥匙”工程的提供商，提供包括水剂、粉剂、固体制剂从前段生产到后端包装的全产业链设备。由于医药装备行业的固有特性（对整条生产线配置和后续服务要求较高、客户黏性较高），而公司多数竞争对手在产品线和区域拓展方面远不如伊马集团，这使得伊马集团具有强大的定价权。
- **伊马集团商业模式成功，可为中国企业借鉴。**传统的医药装备及食品包装行业被认为是资本密集型的行业，需要大量的资本投入。然而伊马集团通过不断创新，形成了轻有形资产、重无形资产的商业模式，无形中提高了竞争壁垒，确保了公司的竞争优势。同时通过内生性发展和不断的外延式并购实现了快速扩张，终成为全球处理及包装自动化设备行业的巨头。
- **伊马集团二级市场表现亮眼，医药装备行业发展带动股价四年四倍。**受益于公司内生和持续外延带来的业绩增长和全球生物医药二级市场的投资热潮，伊马集团的股价自2012年3月27日至2015年3月四年里累计上涨超过400%。
- **投资建议与评级：**关注伊马集团目前在国内的对标公司——楚天科技的未来发展。目前国内的医药装备行业企业规模普遍较小，产品附加值不高。楚天科技目前是水剂类制药设备行业龙头企业，正在进行水剂类制药装备的全产业链布局，2016年水剂类制药装备系统整体解决方案业务将有可能实现快速增长；而未来公司将进一步向片剂、胶囊剂、丸剂等更大的横向市场布局，最终实现“一纵一横一平台”的布局，力争在2025年实现200亿的营业收入，成长为全球制药装备领军企业。制药装备智能化是未来趋势，公司早已经进行了布局，我们认为公司是医药工业4.0的龙头企业，建议强烈关注。
- **风险提示：**国内相关企业发展速度低于预期。

相关报告

分析师：

王俊

wangjyjs@xyzq.com.cn

S0190513080001

吴华

wuhua@xyzq.com.cn

S0190511040001

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅特别声明

目 录

1、伊马集团是全球处理和包装自动化设备的龙头企业.....	4
1.1 公司致力于处理、包装自动化设备.....	4
1.2 公司分为两大部门，下属多家分公司.....	5
1.3 全球化经营，出口比例达 90% 以上.....	6
2、伊马集团在食品加工及包装、医药装备业务居于领先地位.....	8
2.1 制药装备：全产业链拓展，提供“交钥匙”工程.....	8
2.2 食品包装设备：公司传统业务，市占率世界领先.....	11
3、伊马集团：轻资产、重研发、持续外延发展造就国际巨头.....	15
3.1 总部集中于研发、市场营销和售后服务，生产端大多外包.....	15
3.2 常年较高的研发投入使得公司在技术上保持领先地位.....	16
3.3 清晰的并购思路，明确的发展战略.....	18
4、伊马集团二级市场表现：四年四倍，估值业绩双升.....	19
4.1 2012 年至今，伊马集团股价上涨超过 400%.....	19
4.2 伊马集团估值：2012 年以来市盈率和市净率一路上扬.....	21
5、伊马集团的 A 股对标公司：楚天科技发展未来可期.....	22
5.1 楚天科技是水剂类制药装备领先企业.....	22
5.2 按照“一横一纵一平台”战略，楚天科技正快速发展.....	23
6、投资评级与建议.....	23
7、风险提示.....	24
图 1、伊马集团营收和净利润变化（单位：百万欧元）.....	4
图 2、伊马集团毛利率和净利率变化（%）.....	4
图 3、公司各业务收入占比.....	5
图 4、公司各业务营业利润占比.....	5
图 5、伊马集团公司结构图.....	5
图 6、伊马集团在各地区营收占比变化.....	7
图 7、伊马集团业务拓展图.....	7
图 8、伊马集团在欧盟（除意大利）营业收入变化（单位：百万欧元）.....	8
图 9、伊马集团在北美营业收入变化（单位：百万欧元）.....	8
图 10、伊马集团药用装备相关产品介绍.....	9
图 11、水剂类产品生产流程线.....	10
图 12、伊马集团食品包装业务产品线.....	11
图 13、全自动茶袋包装机器.....	12
图 14、全自动咖啡包装机.....	12
图 15、全自动管灌装机.....	13
图 16、茶叶过滤袋市场结构.....	13
图 17、牛奶和方便食品市场结构.....	14
图 18、雀巢在咖啡行业的销售量增长.....	14
图 19、2013 年利润来源拆分.....	16
图 20、伊马集团研发开支及占总营收比（单位：百万欧元）.....	16
图 21、食品包装业务研发支出及占总支出比（单位：百万欧元）.....	17
图 22、药用装备业务研发支出及占总支出比（单位：百万欧元）.....	17
图 23、伊马集团员工工作领域.....	17
图 24、伊马集团 2011 年 2 月至 2015 年 3 月股价走势图.....	20
图 25、美国医疗保健 ETF 基金（IYH）2011 年 2 月至 2015 年 3 月走势图.....	20

-

图 26、伊马集团与意大利富时 MIB 指数市盈率对比图	- 21 -
图 27、伊马集团与意大利富时 MIB 指数市净率对比图	- 21 -
图 28、2008~2014 年楚天科技营收和净利润变化	- 22 -
图 29、2008~2014 年楚天科技盈利能力变化（单位：%）	- 22 -
图 30、公司“一横一纵一平台”的战略	- 23 -
表 1、公司工业部下属分部	- 6 -
表 2、公司医药装备事业部下属分部	- 6 -
表 3、伊马集团并购路径示意图	- 18 -
表 4、并购活动对营业收入增长率的贡献.....	- 19 -

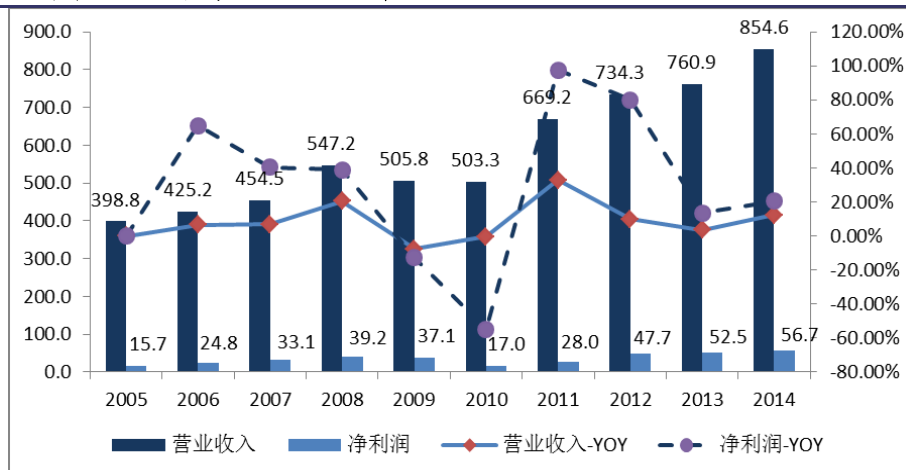
1、伊马集团是全球处理和包装自动化设备的龙头企业

1.1 公司致力于处理、包装自动化设备

伊马公司（IMA）建于1961年，如今是制药制剂工艺和茶叶过滤袋的处理及包装自动化设备领先的制造厂商。公司业务主要集中于两个领域：食品包装设备和制药装备。在食品包装领域，公司是茶叶过滤袋的行业巨头，占有超过70%的市场份额，并拓展到休闲食品、奶酪等其他食品包装领域。在制药装备领域，伊马集团占有全球大约25%-35%的市场份额。公司于1995年在米兰证券交易所上市，并于2001年进入STAR明星榜。

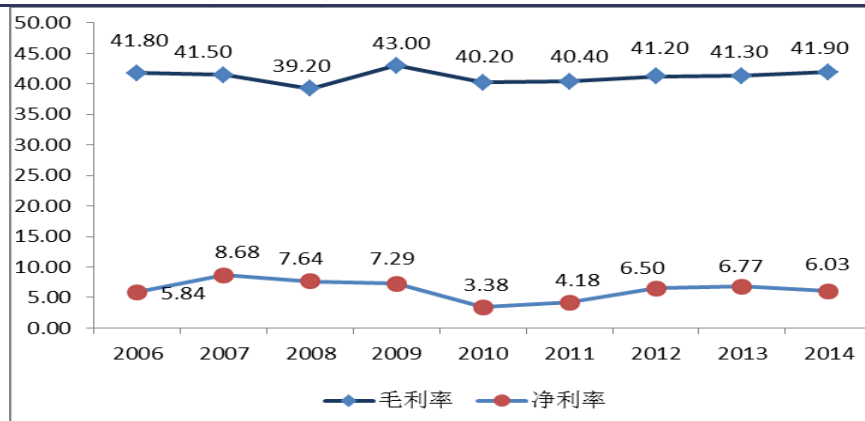
2005年公司营业收入3.99亿欧元，净利润0.16亿欧元；至2014年，公司营业收入8.55亿欧元，年均复合增长率8.86%；净利润0.57亿欧元，年均复合增长率15.16%。除2009、2010年公司遇到全球性金融危机造成营收下滑外，各年营收及利润均稳步增长。

图1、伊马集团营收和净利润变化（单位：百万欧元）



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

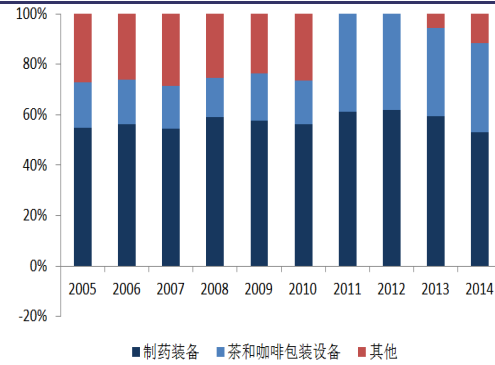
图2、伊马集团毛利率和净利率变化（%）



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

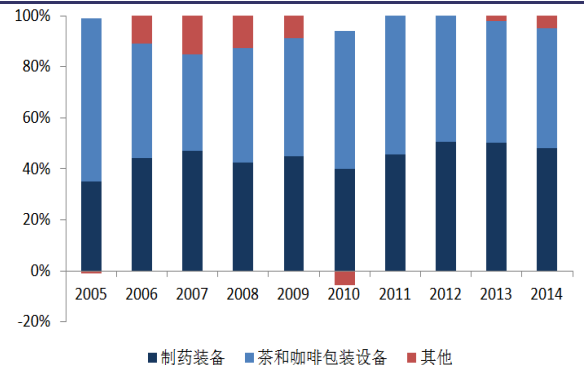
伊马集团成立之初便确立了食品和药品包装生产两条业务线发展的经营模式，并沿着这条轨迹不断强化在该行业的领导地位。至 2013 年，公司制药装备和茶、咖啡包装设备占总营收及营业利润的比重超过 90%，其中制药装备的营收占比近几年来都在 50% 以上。

图 3、公司各业务收入占比



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、公司各业务营业利润占比

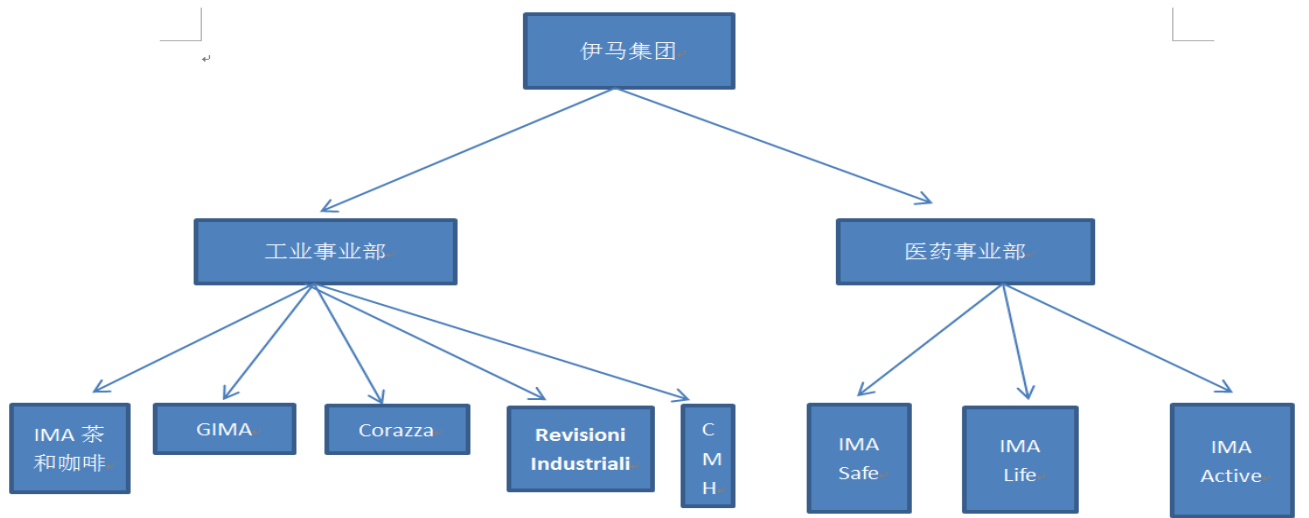


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2 公司分为两大部门，下属多家分公司

公司将业务分为两大部门，伊马工业事业部和伊马医药装备事业部，公司结构如下图所示：

图 5、伊马集团公司结构图



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

公司的工业事业部在 2013 年占公司总收入的 38%，公司净利润的 48%，其主要业务包括食品包装设备，如下表所示：

表 1、公司工业部下属分部

分部	成立时间	主要业务
IMA 茶和咖啡	1961 年	茶叶过滤袋、咖啡和药草过滤设备，是公司传统业务部门
Gima/GIMA TT	收购于 2010 年（公司成立于 1977 年）	咖啡包装袋、休闲食品和口香糖包装设备，向烟草包装业务拓展
Corazza	收购于 2011 年（成立于 1954 年）	奶酪包装设备
Revisioni Industriali	1974	翻修和出售包装设备
CMH（合资企业）	2011	巧克力包装设备

资料来源：兴业证券研究所

公司的医药装备事业部业务在 2013 年占公司总收入的 62%，公司净利润的 52%，其中医药包装是其主要业务，医药处理设备其次，如下表所示：

表 2、公司医药装备事业部下属分部

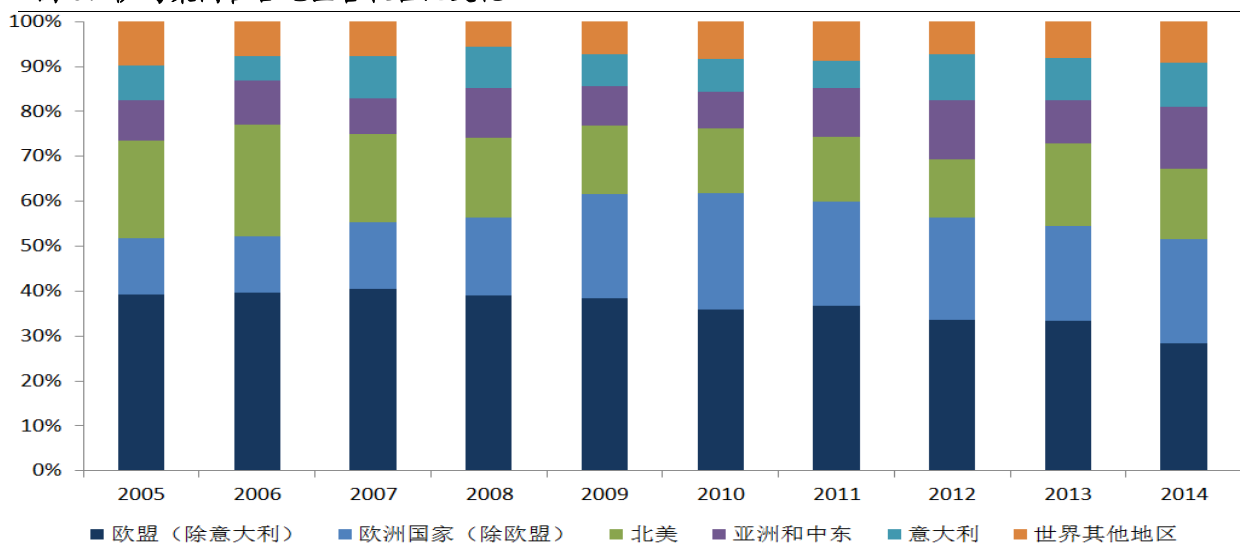
分部	成立时间	主营业务
IMA Safe	1976	通过控制下游一系列的分部，公司能够实现固体制剂的全产业链业务
IMA Life	-	水剂全产业链业务
IMA Active	-	粉剂全产业链业务

资料来源：兴业证券研究所

1.3 全球化经营，出口比例达 90%以上

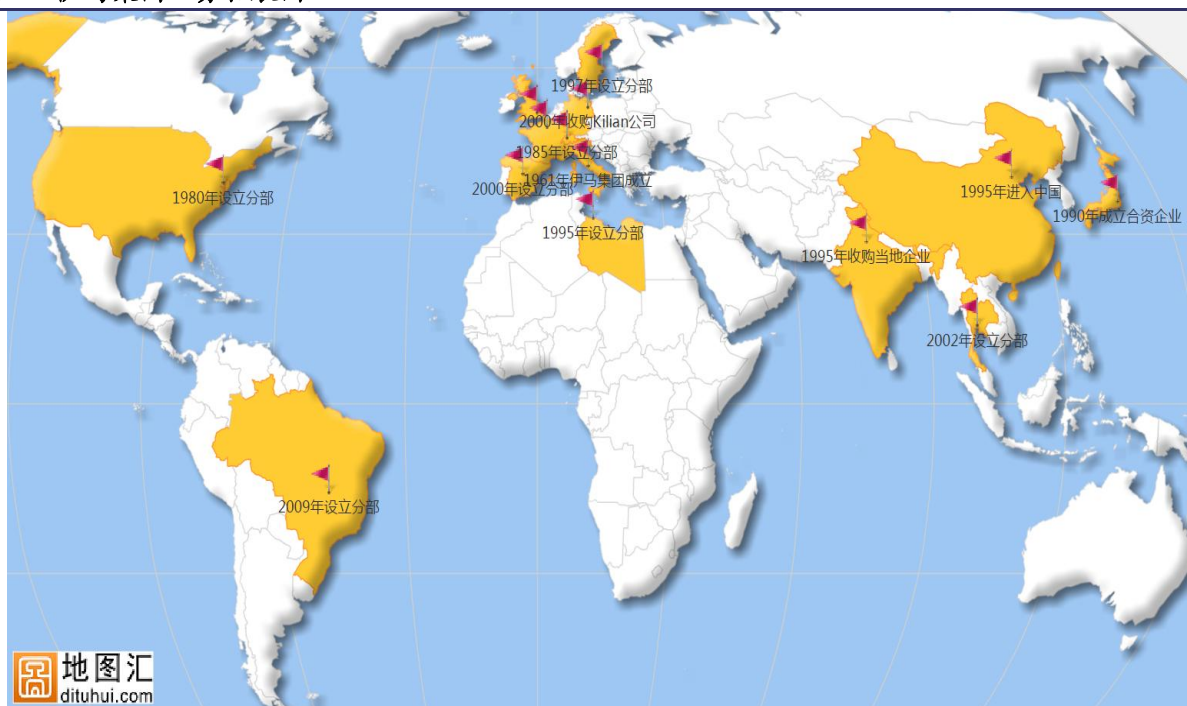
公司成立以来十分注重在世界各地开展业务，1980 年公司相继在欧洲和美国成立了分支，到目前为止，出口占公司营业收入的 90%以上。集团拥有 3000 多名员工，其中海外员工 1400 多名，销售网络分布在 70 多个国家，设有 11 家分公司（分布在西班牙、葡萄牙、法国、英国、德国、奥地利、美国、中国、泰国和巴西），欧洲中东部代表处，以及全球 50 多家代理商，并且在意大利、德国、英国、美国、印度及中国建有 23 座工厂。

图 6、伊马集团在各地区营收占比变化



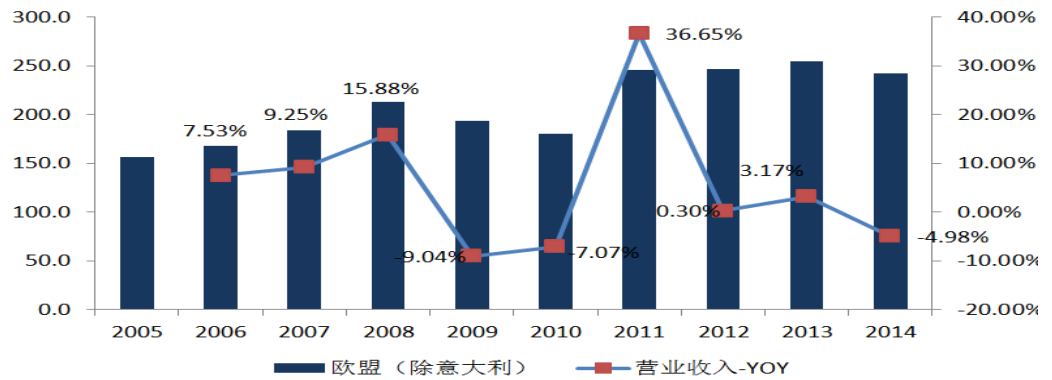
数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 7、伊马集团业务拓展图



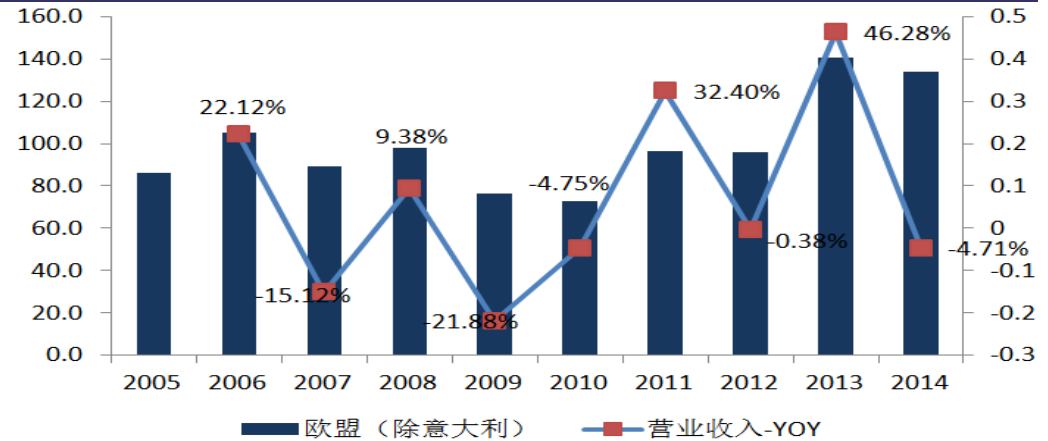
数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 8、伊马集团在欧盟（除意大利）营业收入变化（单位：百万欧元）



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 9、伊马集团在北美营业收入变化（单位：百万欧元）



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

2、伊马集团在食品加工及包装、医药装备业务居于领先地位

2.1 制药装备：全产业链拓展，提供“交钥匙”工程

● 公司产品线全面，全产业链已经打通

在制药装备制造领域，IMA 的业务结构如下：从产品来说，不仅包括水剂类制药装备制造，还包括粉剂以及固体制剂工艺设备和制造；从产业链来说，包括前端分装、中端灌装与密封设备、后端冻干、包装等全产业链，在全面的产品结构的基础上提供整合包装工艺生产线，并提供包括技术服务、备件在内的“交钥匙”工程。

(1) 固体制剂工艺设备及制造

固体制剂又包括粉剂、颗粒、片剂以及胶囊，因此固体制剂设备主要包括制粒，压片，胶囊充填，包衣，粉剂处理及清洗。公司在以上几方面都有很强的技术积累。

在粉剂方面，公司业务主要有提升机，物料周转容器、桶，物料分配、分装器

械及高隔离阀等。专攻粉剂制造的伊马固体制剂工程技术团队，使得伊马在物料处理的应用领域，可以提交从工艺起始到完整方案所需的各类机器及系统。

在颗粒方面，公司兼并了 Zanchetta，使得伊马在造粒领域的实践得到了更为深入的拓展。Zanchetta 早在 1984 年就将高剪切湿法摇摆式造粒系统引入了市场。公司生产的湿法造粒设备，均可根据物料活性等级要求、产品造粒形状及特性，实现在位清洗、高隔离及 PAT 技术应用等配置，满足不同生产需求。公司的产品主要包括干燥机、流化床、整粒机等。

在片剂方面，公司于 2000 年并购了德国著名品牌 Kilian，并开始了旋转式压工艺探索实践。目前伊马是唯一可以应用双进料理念（强力式进料及离心式进料）以及多方案清洗理念（Clean In Place, Wash In Place, Wetting）制造压片机的制造商。

在胶囊方面，伊马集团是当之无愧的行业龙头，为整个市场提供了 5000 多台胶囊填充机，市场份额占世界第一。公司主要产品包括：胶囊充填机、胶囊封口机和胶囊称重机。

图 10、伊马集团药用装备相关产品介绍



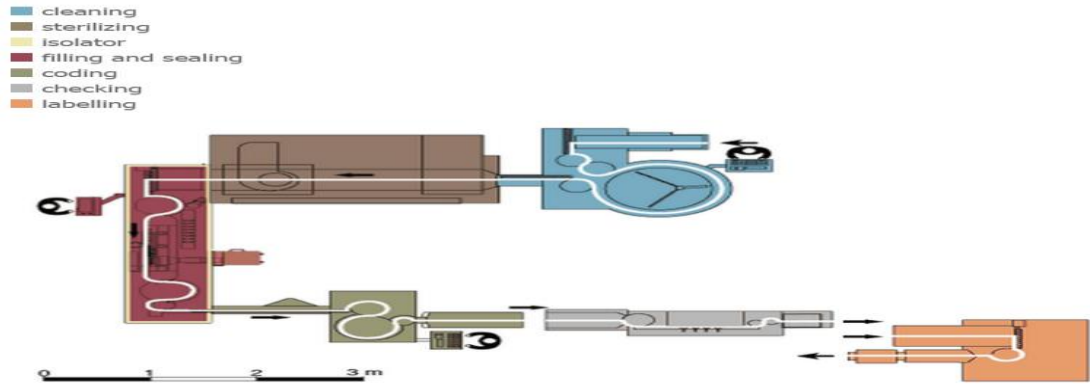
数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

(2) 水剂工艺设备及制造

安瓿瓶灌封生产线：可完成喷淋水、超声波清洗、机械手夹瓶、翻转瓶、冲水(瓶内、外)、冲气(瓶内、外)、预热、烘干灭菌、去热原、冷却、(前冲氮)、灌装、(后冲氮)、理塞、压塞、理盖、轧盖等二十多个工序。主要用于制药厂安瓿瓶水针剂的生产。

西林瓶、卡式瓶灌封生产线：可完成喷淋水、超声波清洗、机械手夹瓶、翻转瓶、冲水(瓶内、外)、冲气(瓶内、外)、预热、烘干灭菌、去热原、冷却、(前冲氮)、灌装、(后冲氮)、理塞、压塞、理盖、轧盖等二十多个工序，主要用于制药厂西林瓶、卡式瓶水针剂的生产。

图 11、水剂类产品生产流程线



数据来源：兴业证券研究所

一次性注射器灌封生产线：可完成超声波清洗、填充和密封、检测、贴牌和包装的生产，并提供数据记录等其他辅助服务。

(3) 整合包装工艺生产线

大多数制药装备公司的产品线截止到药品被封装完成，至多延伸到被打包装盒，而伊马集团的产品线延伸到装箱、码垛并可实现装箱码垛一体化。在此基础上，伊马集团推出了整合包装工艺线服务，使得产品由生产一直到装入集装箱均可由其提供服务，即实现“交钥匙”方案。

● 药用装备行业保持稳健发展，公司行业竞争优势明显

我们认为医药装备行业将继续保持中速发展。行业发展的驱动力，一方面在于行业内不断严格的生产规定，将部分不合规定的设备淘汰，另一方面在于新兴国家尤其是中国和印度等国内现代医药对传统医药的替代和中等收入群体的不断增长。

鉴于公司的全产业链布局，公司在医药装备行业的竞争优势明显。行业内竞争格局较为分散，在部分产品线公司主要的竞争对手来自于德国和意大利的公司。但由于医药装备行业的固有特性（对整条生产线配置和后续服务要求较高、客户黏性较高），而公司多数竞争对手在产品线和区域拓展方面远不如伊马集团，这给伊马集团更大的定价权。除此之外，公司的竞争优势还体现在：

- (1) 可靠性。伊马集团有着良好的产品运转历史，而这对于客户来说非常重要，因为某部分设备的故障将导致医药厂商的巨大损失，因而客户更倾向于行业里的龙头企业。
- (2) 安全因素。由于医药直接作用于人体，因此在剂量和污染物上的问题将

对企业的声誉造成巨大影响，因此客户会十分慎重选择设备提供商。

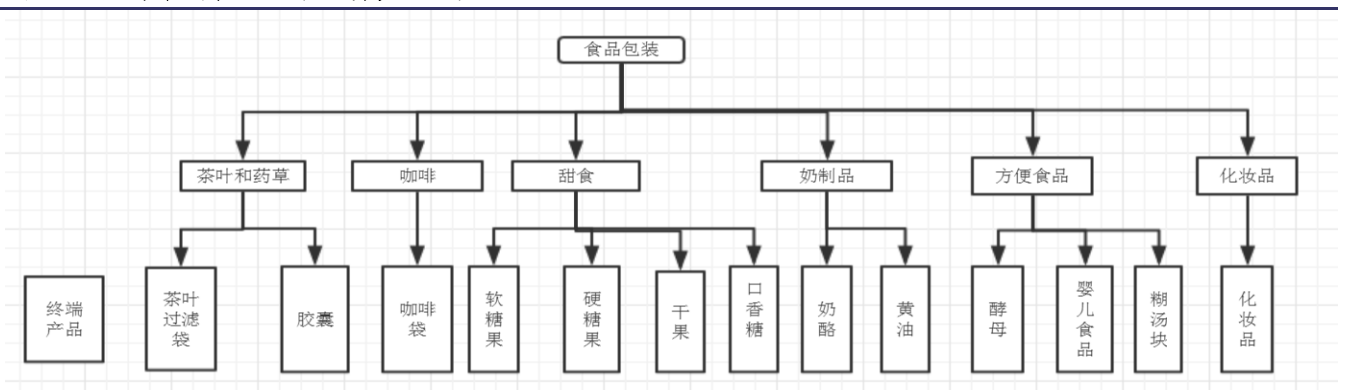
基于以上两点原因，医药设备的客户厂商具有很大的黏性和客户忠诚度，这也有利于伊马集团掌握更大的定价权。

2.2 食品包装设备：公司传统业务，市占率世界领先

● 技术先进，产品广泛

在食品包装领域，伊马集团在 1972 年进入茶叶过滤行业，在食品加工及包装领域具有深厚的积累。其食品业务部分按照最终产品分为茶叶过滤袋、胶囊、咖啡、糖果、奶酪等十多种常见食品，按照生产流程包括前包装、中间处理以及后端包装等，如下图所示：

图 12、伊马集团食品包装业务产品线



数据来源：兴业证券研究所

公司在食品包装领域的主要技术如下：

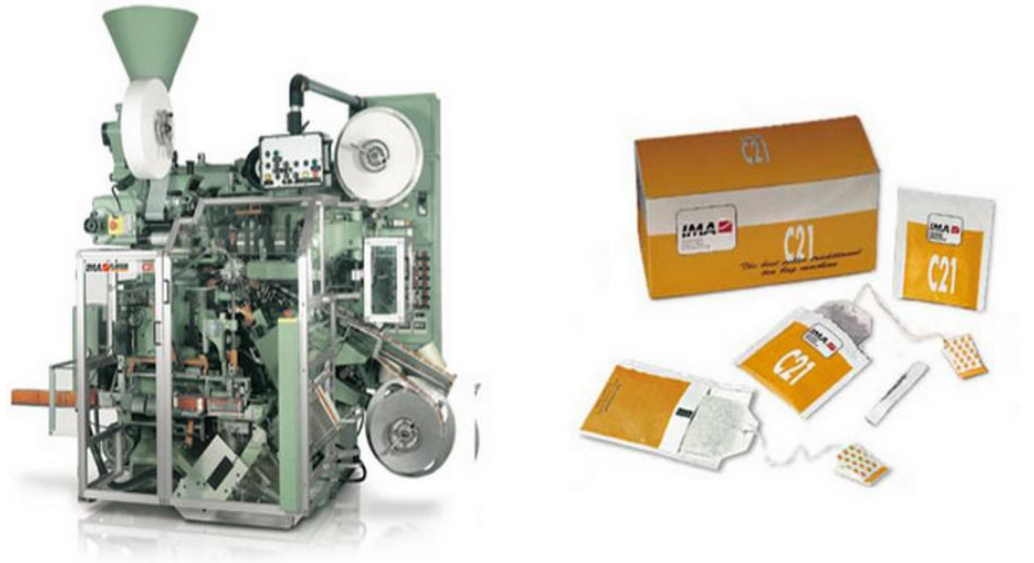
全自动茶袋包装机。适用于生产带有细绳、标签和铝钉的非热封双室滤袋。每台机器都能独立完成生产，操作简单、灵活，不需要很多人共同操作，高度自动化，同时兼顾可靠性和效率，这在很大程度上降低了成本，对产品的安全性也有很大提高，因此更能提高机械效率。伊马机器用途广泛、富有可选性，滤袋、外封袋及纸盒尺寸的转换，同时包装风格的转变，都能快速实现。

全自动咖啡包装机。将咖啡、药草、大麦粒在适宜的环境和温度下进行包装。由于其控制系统，使机器维持了独特的效率和稳定性。其最大优势在于为允许在不到 45 分钟的时间内使咖啡的容量从 7 克大小转换至 14 克，无须任何机械。经过研磨，咖啡混合进入设备进料漏斗。从这一阶段开始，所有的生产步骤，在可控的环境下进行，从而保持咖啡的香味。

全自动管灌装机。适用于制药，化妆品，化工产品和食品行业，最高速度可达 110 管/分钟。材质包括铝，复合材料，聚乙烯和聚乙烯箔管，速度取决于产品的粘度，灌装量。PLC 电路控制，彩色触摸式操作界面，采用伺服电机技术。封尾单元可以对铝管进行操作单次折叠，两次折叠或马鞍式折叠 折叠边光滑或压纹。热封夹

或热空气封尾装置可以密封复合材料，聚乙烯和聚乙烯箔管。折叠边光滑或压纹。

图 13、全自动茶袋包装机器



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 14、全自动咖啡包装机



数据来源：兴业证券研究所

图 15、全自动管灌装机



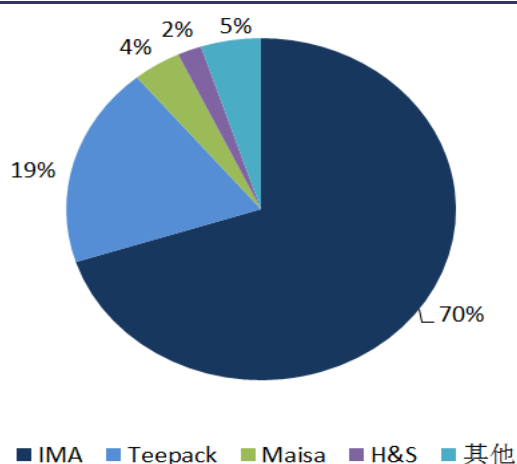
数据来源：兴业证券研究所

- 茶叶过滤袋为现金牛业务，咖啡和其他食品包装发展空间广阔

茶叶过滤袋包装设备市占率保持首位

茶叶过滤袋包装设备市场全球市场需求大约为 1.2 亿欧元，市场高度集中，仅 IMA 集团就占了大约 70% 的市场。市占率排名第二的 Teepack 占有大约 20% 的市场份额。前四家公司的市场占有率达到 95%，如下图所示：

图 16、茶叶过滤袋市场结构



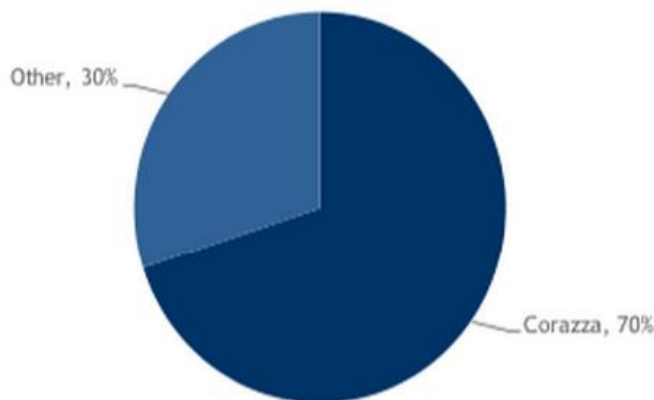
数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

未来几年茶叶过滤袋包装设备行业市场需求平稳，行业竞争格局有望保持，前几家企业继续拥有领先优势。伊马集团将凭借市场龙头地位取得较强的市场定价权，预计公司该业务将继续保持 20% 以上的营业利润率，是其现金牛业务。

牛奶和咖啡包装业务有望成为未来主要的盈利增长点

在牛奶和方便食品包装业务方面，公司通过其下属子公司 Corazza 进入奶酪、牛奶和黄油业务，其市场占有率达到 70% 以上，行业内的其他竞争者包括博世 Sapal、和 Oystar Benhill，市场结构如下图所示：

图 17、牛奶和方便食品市场结构

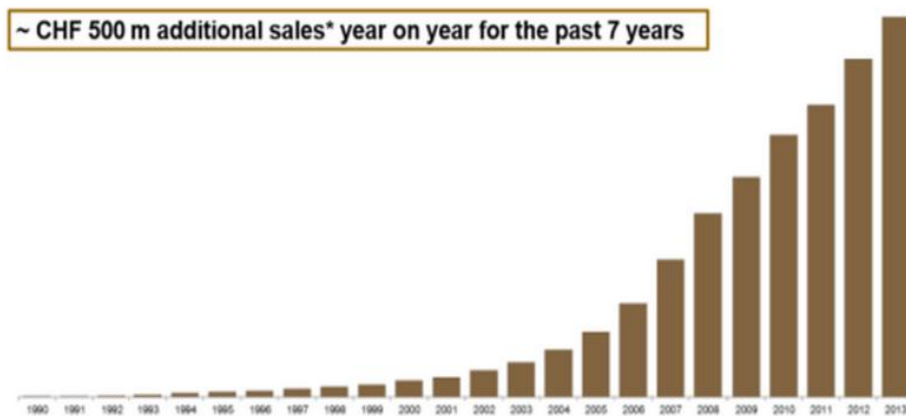


数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

在咖啡包装业务上，公司在 2014 年 2 季度与雀巢宣布了一项新的战略合作伙伴关系，我们预计这意味着公司进入了咖啡包装这个快速增长的行业部门。我们对咖啡包装业务的乐观估计主要基于以下逻辑：

- (1) 咖啡包装行业快速增长，2012-2017 年的年复合增长率有望达到 10%；
- (2) 在部分区域咖啡包装领域的市场渗透率较低，有着广阔的发展空间；
- (3) 雀巢是伊马集团的重要客户，而雀巢在咖啡领域保持着快速增长的态势。

图 18、雀巢在咖啡行业的销售量增长



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

3、伊马集团：轻资产、重研发、持续外延发展造就国际巨头

传统的医药装备及食品包装行业被认为是资本密集型的行业，需要大量的资本投入。然而伊马集团通过不断创新，形成了轻有形资产、重无形资产的商业模式，无形中提高了竞争壁垒，确保了公司的竞争优势。通过逻辑清晰、战略明确的并购活动，公司实现了业务的快速扩张。

3.1 总部集中于研发、市场营销和售后服务，生产端大多外包

伊马集团快速发展的核心动力在于研发、市场营销和售后服务。在开发一件新产品时，伊马集团的主要战略是将最重要的部分如研发集中于总部，而将生产端广泛地外包给国外的合作伙伴，从不算在 IMA 的资产负债表中。具体来说，伊马集团的生产流程主要是以下几个部分：

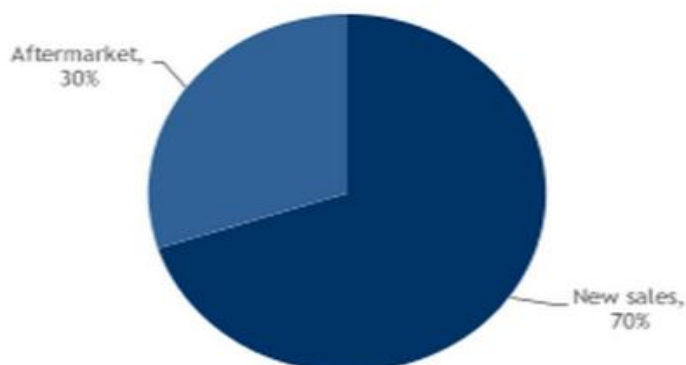
- (1) IMA 总部研发设计包装设备，并根据不同地区的顾客需求进行专门化设计。即将核心的研发端留在国内。
- (2) 大部分的零件制造和总机生产的过程外包给不同的承包商，这些承包商高度依赖于伊马集团的订单，有些承包商甚至由伊马集团掌握部分股份。这一方面增加了伊马集团对原材料和制造厂商的谈判优势，另一方面使得营运资金具有更大的灵活性。
- (3) 公司负责小部分核心零部件的生产和售后服务环节，并对生产的产品进行质量控制。

该战略主要给集团带来了两个优势：（1）具有更大的灵活性，减少固定开支从而降低了运营杠杆。（2）具有更低的资本密集度。

此外，伊马集团一个重要的创新点在于售后服务的提供。由于医药生产是高度自动化和大批量进行的，设备任何一个微小的故障可能导致生产商巨大的损失。因此伊马集团依托其强大的营销网络提供 24/7 的售后服务，以保证全球任何一个客户都能在数小时内得到满意的技术援助。在遇到当地分部无法解决的问题时，在意大利总部的专家能及时的提供专业的咨询服务。

完善的售后服务给公司带来了新的盈利点，占公司利润的 30% 以上。且我们预计该部分的毛利率远高于公司平均利润率。

图 19、2013 年利润来源拆分

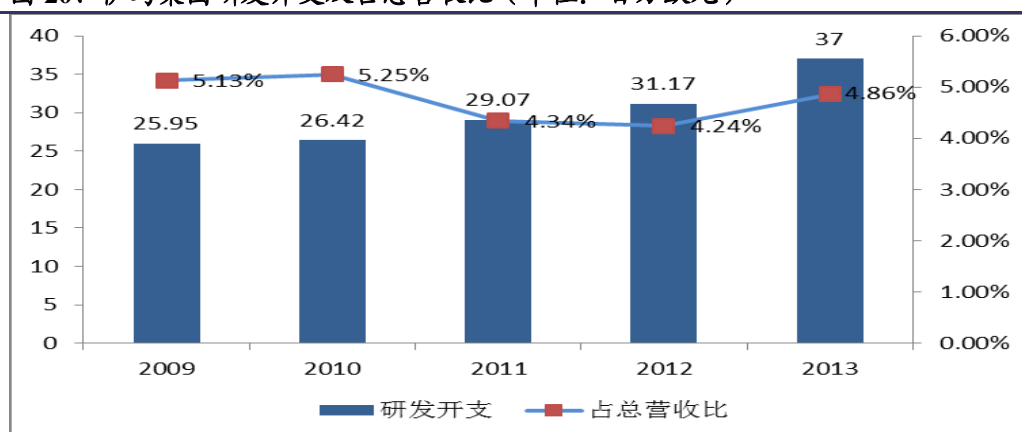


数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

3.2 常年较高的研发投入使得公司在技术上保持领先地位

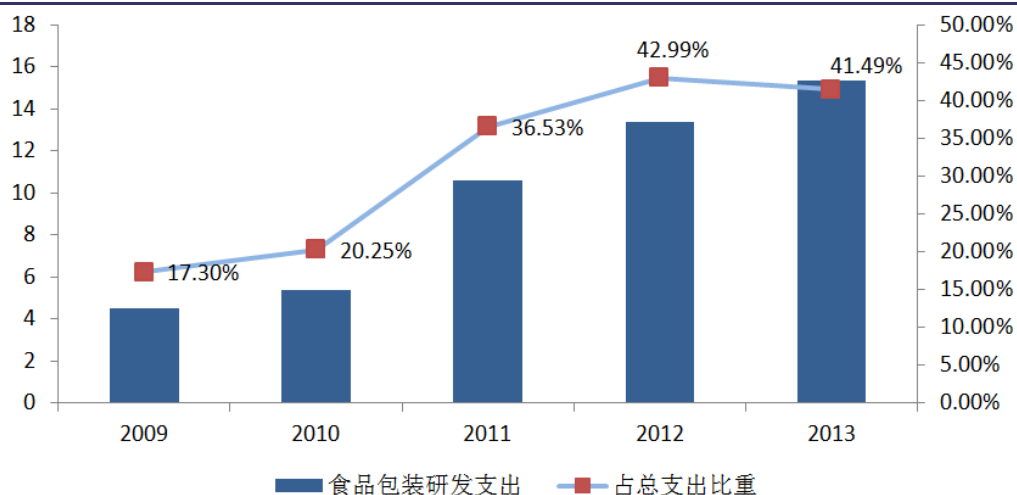
在研发端，由于医药行业的安全规章复杂而且要求极高，而且各国规章不尽相同，因此对公司产品的设计规范和标准都有非常高的要求。这促使如伊马集团的医药装备制造商投入更多的研发费用，而对研发的重大投资，与最终用户建立经常性对话以及拓展取得全球市场的能力铸就了伊马集团业内领先地位，也给伊马集团通过提供完整的解决方案，从而具有更高的定价权带来了机会。伊马在全球注册了超过 1000 项专利，在过去 5 年内发布了超过 30 种新机型。3500 多名雇员中超过 400 人专注从事技术与设计工作。

图 20、伊马集团研发开支及占总营收比（单位：百万欧元）



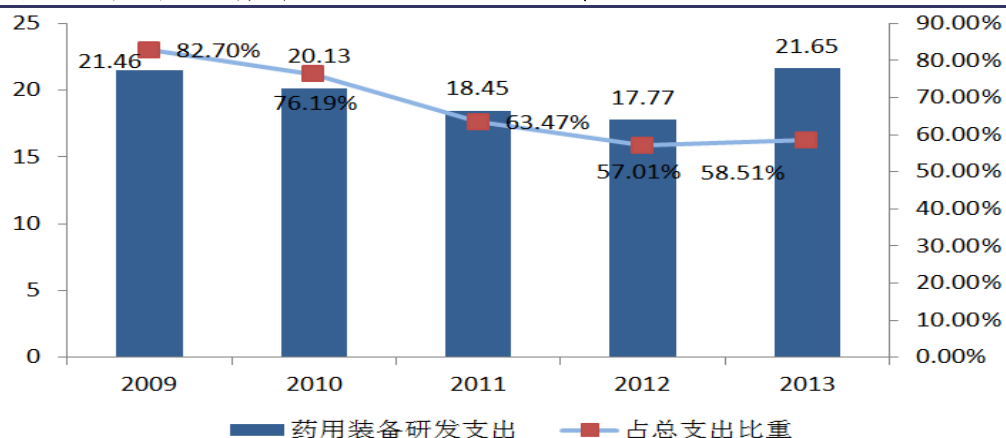
数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 21、食品包装业务研发支出及占总支出比（单位：百万欧元）



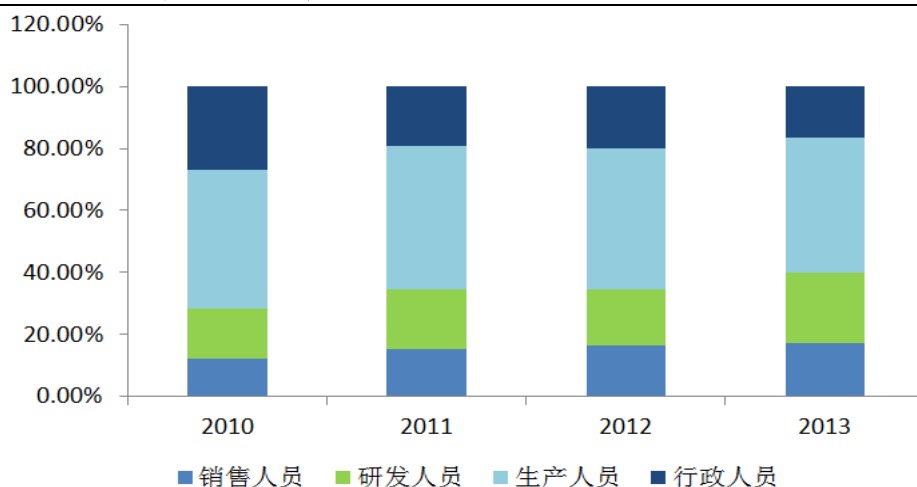
数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 22、药用装备业务研发支出及占总支出比（单位：百万欧元）



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 23、伊马集团员工工作领域



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

3.3 清晰的并购思路，明确的发展战略

伊马集团(IMA)创立于1961年,成立之初主要业务范围是茶叶袋过滤设备。1963年Vacchi集团收购其52%的股权后,公司便走上了快速扩张的道路。1960-1970年公司开拓了其在茶叶袋包装设备的业务。自70年代中期起,伊马集团开始快速拓展业务范围,通过内生发展和并购的方式进入医药包装行业。公司在1995年上市后展开了快速的扩张并购活动,将其医药包装技术进一步拓展到食品包装领域,相继开发了咖啡、巧克力、糖果等食品的包装设备。其业务拓展主要有三种方式:第一种是内生式增长,即利用自有技术优势自行研发新产品,第二种是外延式发展,即直接收购相关领域的企业,实现业务深度整合,第三种是与该行业的龙头企业组建合资公司共同经营。

通过上述途径,公司实现了快速发展,2005-2012年复合增长率为9%,其中内生性增长率为4%,通过并购实现的增长率为5%。

● 清晰的并购思路,给公司业绩增长带来广阔前景

自公司上市以来,进行了一系列的并购活动。在上述并购活动中其逻辑主线有如下两个:(1)药用装备行业:通过扩大药用装备的产品线,打通全产业链,为客户提供“交钥匙”工程。(2)食品包装装备行业:通过拓展其他食品包装业务实现从单一的茶叶过滤袋包装向多元化发展。公司具体的并购途径如下表所示:

表3、伊马集团并购路径示意图

收购公司	所属行业	年份	收购股权	市销率	收购理由
Kilian GmbH	压片机	2000	100%	0.9	压片机行业领导者,德国市占率较高
GS Coating	片剂包衣机	2000	100%	0.9	创新型的包衣机企业
Comadis	填充机	2001	100%	1.8	完成对填充和包装设备产业链的拓展
Packaging Systems	医药包装设备	2004	90%	0.5	公司是数粒机和药瓶填充机的领导者
JV Ima-Telstar	冻干机	2005	50%	0.8	为进入冻干机领域
Vima Impianti Srl	配料机	2006	100%	0.6	拓展配料机领域
Zanchetta Srl	造粒机	2007	100%	0.1	拓展造粒机领域
Boc Edwards	冻干机	2007	100%	0.8	公司是冻干机领域的领导者
GIMA	食品饮料包装设备	2010	65%	0.4	为进入多元化食品包装领域
Sympak Corazza	牛奶和快捷食品包装设备	2011	100%	0.7	公司是牛奶和快捷食品包装设备的领导者
Carle&Montanari Holding	巧克力处理和包装	2011	49%	-	为进入咖啡加工领域
Iiapak Group	食品填充和包装	2013	40%	0.2	公司是意大利面和奶酪包装加工

资料来源：兴业证券研究所

公司并购的标的公司的市销率为 0.7，低于公司目前的市销率 1.15 和 2005-2012 年的市销率 1.13，显示收购的并购公司具有广阔的市场前景，对业绩提升有较大作用。

表 4、并购活动对营业收入增长率的贡献

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
总营业收入增长率 (A)	7.2%	6.6%	6.9%	20.4%	-7.6%	-0.5%	33.0%	9.7%	3.6%
内生性业务收入增长率 (B)	0.1%	6.6%	5.3%	5.6%	-7.6%	-3.8%	12.2%	9.7%	9.5%
并购增加的营业收入增长率 (C)	7.1%	0.0%	1.6%	14.8%	0.0%	3.3%	20.8%	0.0%	-5.9%
除汇兑损益外的营业收入增长率	1.8%	6.4%	6.5%	7.3%	-8.5%	-5.0%	13.1%	8.5%	10.6%

注：A=B+C

资料来源：兴业证券研究所

● 并购分为两大阶段，战略意图明确

通过上述并购的路径，我们可以发现其清晰的分成两个阶段：

1、2000-2008 年，公司的并购大多在医药装备行业里。这一阶段公司发展的主要目标是打通医药装备全产业链、全产品线，实现公司提供医药装备“交钥匙”工程的能力。通过一系列并购和常年的高研发投入，公司成为医药装备行业的领导者，在不同的产品线上实现了 20%-35% 的市场占有率。公司还与世界重要大的医药巨头建立了长期的合作关系，客户忠诚度极高。

2、2010-2014 年。在完成医药装备行业的并购，并占据较高市场份额后，公司并购的重心转向食品包装行业。这阶段公司通过接连收购三家公司：GIMA(2010 年收购，公司主营咖啡袋、休闲食品包装设备，并向烟草包装行业拓展)、Corazza (2011 年收购，公司主营奶酪包装设备)、Iiapak (2013 年收购，公司主营柔软包装设备) 实现了食品行业业务的拓展。目前公司食品包装行业占营收最大的仍然是茶叶袋过滤设备，上述三家公司的并购在 2014 年公司带来了 11%-13% 的净利润，并带来了食品包装业务快速成长的空间。

4、伊马集团二级市场表现：四年四倍，估值业绩双升

4.1 2012 年至今，伊马集团股价上涨超过 400%

从 2012 年 2 月份至 2015 年 3 月份，伊马集团的股价累计上涨超过 400%。其中从 2012 年 2 月到 2013 年 6 月，公司股价从 10 欧元小幅上涨到 15 欧元。自 2013 年 6 月起，随着美国股市掀起一场生物医药股的热潮，相关美国上市公司股价短短几个月连番数倍，带动全球相关医药公司股价上涨，伊马集团也随之在 9 个月的时间内从 15 欧元上涨到最高 39 欧元，涨幅 160%。之后随着美国医药股的回调，

伊马集团的股价也在 2014 年 3 月震荡下跌至 2014 年 9 月初的 25 元左右。

此轮下跌后，随着伊马集团宣布收购 ilapak 以及公司业绩的走好，股价继续上涨并创出 47 元的历史新高，并达到 17.88 亿欧元的市值。

纵观伊马集团股价上涨的过程，我们发现其催化剂主要有两个因素：1、公司基本面的转暖，随着世界经济从金融危机中逐渐复苏，公司的营业收入和净利润均创出新高。2、公司相继并购了三家重要的食品包装设备公司，业务前景打开，未来营收利润有望双增长；3、全球生物医药热使得公司估值提升。预计随着公司收购 ilapak 后，业绩进一步改善，伊马集团的股价有进一步走高的可能。

图 24、伊马集团 2011 年 2 月至 2015 年 3 月股价走势图



数据来源：彭博终端 兴业证券研究所

图 25、美国医疗保健 ETF 基金 (IYH) 2011 年 2 月至 2015 年 3 月走势图

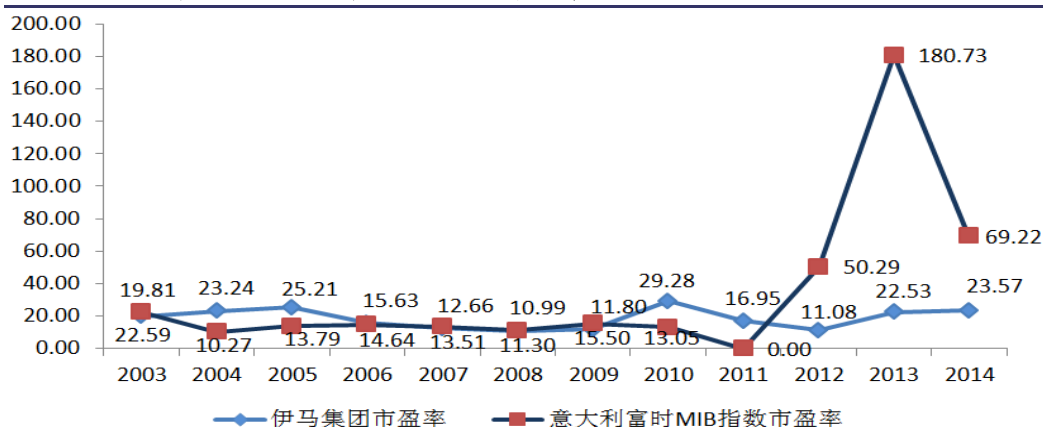


注：黄线为标普 500 指数，白线为医疗保健 ETF 基金
数据来源：Wind 兴业证券研究所

4.2 伊马集团估值：2012 年以来市盈率和市净率一路上扬

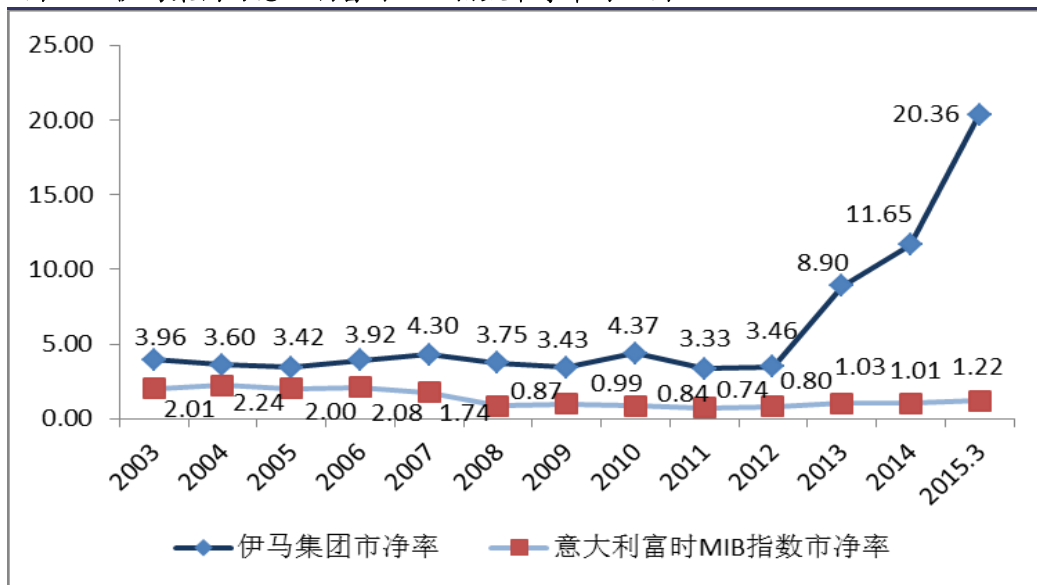
截至 2013 年 12 月，伊马集团 2014 年动态市盈率为 23.57 倍，市净率为 11.65 倍。从市盈率角度来看估值适中，并没有显著高估。从市净率角度来看公司估值已经较高，但是如前所述，公司的发展战略为轻有形资产、重无形资产，专利等无形资产在公司资产中占了很大比例，所以我们认为用市盈率估值比较合理。未来公司股价变动的主要催化因素是业绩的改善和并购的继续进行。

图 26、伊马集团与意大利富时 MIB 指数市盈率对比图



数据来源：兴业证券研究所

图 27、伊马集团与意大利富时 MIB 指数市净率对比图



数据来源：兴业证券研究所

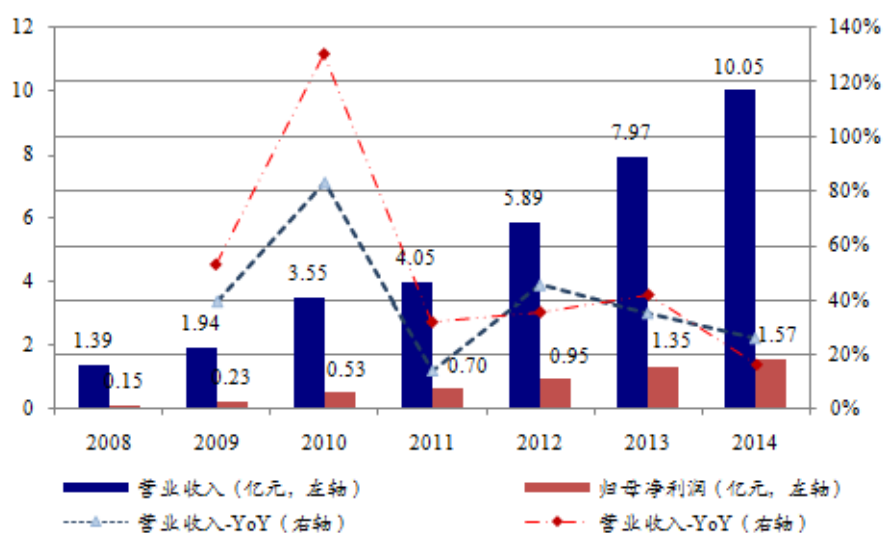
5、伊马集团的 A 股对标公司：楚天科技发展未来可期

5.1 楚天科技是水剂类制药装备领先企业

楚天科技主营业务为水剂类制药装备，成立以来一直致力于为制药企业提供专业化、个性化的制药装备解决方案。公司是国内领先的制药装备制造制造商，是我国替代进口制药装备产品的代表企业，目前水剂类制药装备产销量居国内行业前列。

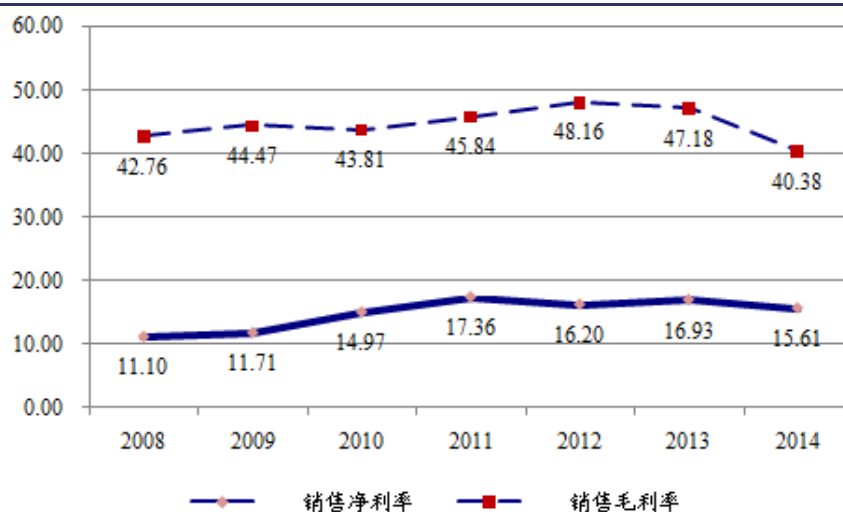
楚天科技主营产品包括安瓿瓶洗烘灌封联动线、西林瓶洗烘灌封联动线、口服液瓶洗烘灌封联动线、大输液联动线、冻干制剂生产整体解决方案和全自动灯检机等。2014 年公司实现营业收入 10.05 亿元，同比增 26%；归属于母公司净利润 1.57 亿元，同比增 16%。

图 28、2008~2014 年楚天科技营收和净利润变化



数据来源：兴业证券研究所

图 29、2008~2014 年楚天科技盈利能力变化（单位：%）

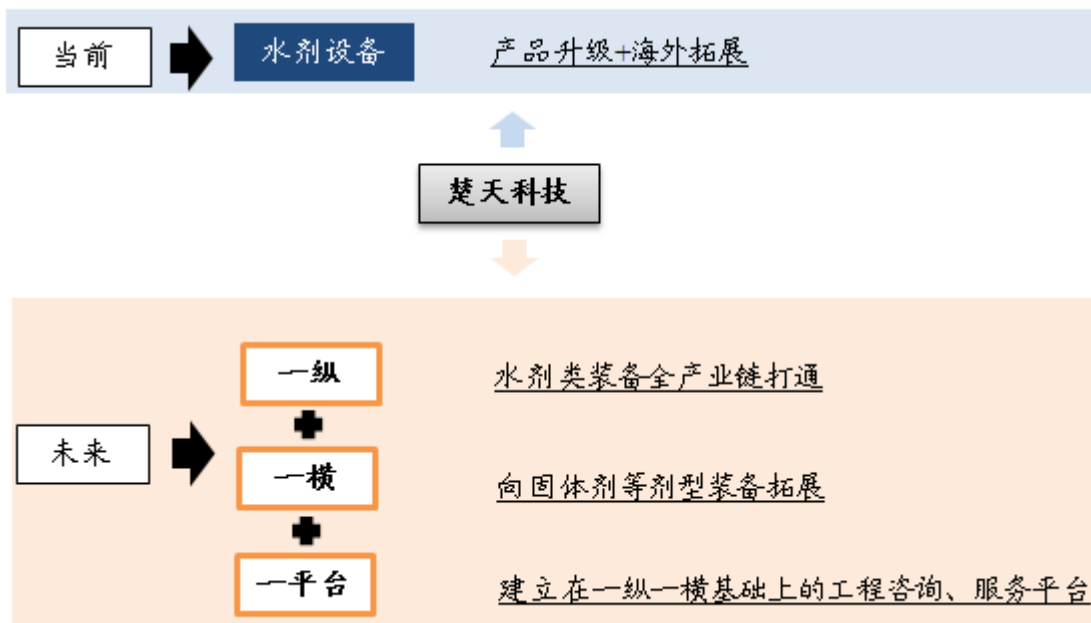


数据来源：兴业证券研究所

5.2 按照“一横一纵一平台”战略，楚天科技正快速发展

楚天科技已确立“一横一纵一平台”的战略，致力于成为全球医药装备行业的领军企业之一。公司规划在 2025 年前后，其全球销售规模达到 200 亿元。其中“一纵”是指纵向打通无菌制药领域全产品链，通过内生和外延两条路径同时走；“一横”则指要介入制药的四大板块（原料药、化学药、生物药、中成药）中的装备、设施、工艺领域；“一平台”指的是建立在一纵一横基础上的包括全球工程咨询、验证、设计、服务平台及制药工艺配套等整体解决方案。

图 30、公司“一横一纵一平台”的战略



数据来源：兴业证券研究所

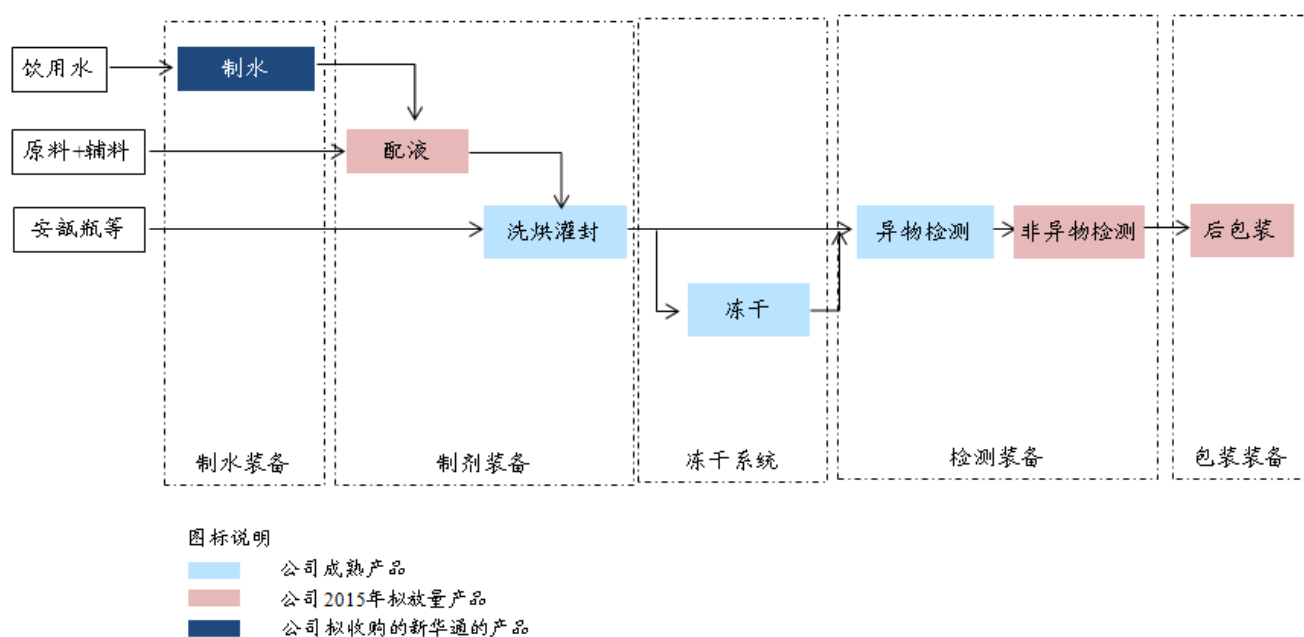
6、投资评级与建议

伊马集团的成功值得国内企业学习，我们建议关注伊马集团在国内的对标公司——楚天科技的未来发展。目前国内的医药装备行业企业规模普遍较小，产品附加值不高。楚天科技目前是水剂类制药设备行业龙头企业，正在进行水剂类制药装备的全产业链布局，2016 年水剂类制药装备系统整体解决方案业务将有可能实现快速增长；而未来公司将进一步向片剂、胶囊剂、丸剂等更大的横向市场布局，最终实现“一纵一横一平台”的布局，力争在 2025 年实现 200 亿的营业收入，成长为全球制药装备领军企业。

制药装备智能化是未来趋势，楚天科技早已经进行了布局，我们认为它是医药工业 4.0 的龙头企业。展望未来，公司首先打通整条水剂制药装备生产线（见图 31），为下游制药企业提供全套的生产线；然后进一步加入智能化，使得生产线可以对自我进行实时监测和优化，初步达到工业 4.0 的目标。公司已开始和相关高校院所协作研发医药机器人（主要用于医药生产）和医疗机器人（主要用于老年人服

务、手术治疗等等)，进行重点布局。

图 31、液剂产品生产流程及楚天科技业务布局



数据来源：兴业证券研究所

根据 wind 一致预测，公司 2015-2017 年的归属于母公司净利润分别为 2.06 亿元、2.59 亿元和 3.00 亿元，净利润增长率分别为 31%、25% 和 16%。我们建议强烈关注。

7、风险提示

国内相关企业发展速度低于预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135)			传真: 021-38565955		
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn	陈 杨	010-66290195	chenyangjg@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033)			传真: 010-66290200		
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035)			传真: 0755-23826017		
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135)			传真: 021-38565955		
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱

徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。未经授权的转

载，本公司不承担任何转载责任。