



上海证券

SHANGHAI SECURITIES

百联集团成员企业

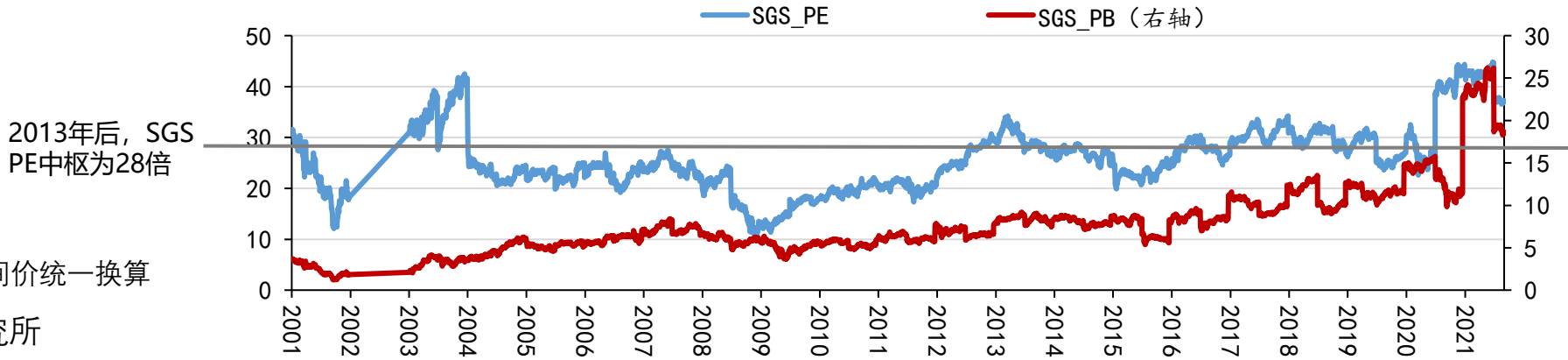
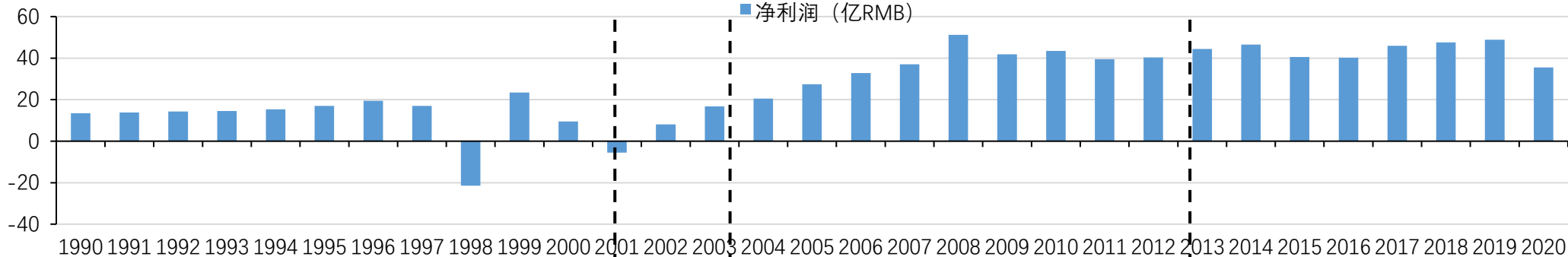
行业专题报告
机械设备行业
2021年11月12日

全球TIC巨头启示录之SGS：

内生成长的行业标杆，把握时代红利下的厚积薄发期

分析师：开文明

执业证书编号：S0870521090002



注: 净利润采用2020.12.31瑞郎兑人民币中间价统一换算

资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所

① 管理优化带来的利润率底部向上拐点期超额收益率最显著，其本质为高管变更带来的管理能力的提升。

- 检测企业管理能力竞争的本质是高管的竞争。SGS超额收益集中出现在2001-2012年，在公司利润率快速增长以及估值提升的戴维斯双击下，股价11年上涨10.4倍，年化收益率23.7%。2002年，公司完成管理架构的改革，引入职业经理人翹楚，利润率底部反弹向上，股价2年上涨4.4倍，超额收益率330%。复盘SGS 1998年以来的每一波利润率提升，均伴随着董事会主席或CEO等高管的更迭。

② 持续前瞻布局卡位优势赛道、具有极强公信力优势的企业能够在行业红利期持续取得超额收益。

- 2004-2012年，SGS持续取得超额收益率的源泉为：2000年初以来全球TIC行业快速发展，SGS在百年发展过程中持续前瞻布局卡位优质赛道，在早期布局的TIC主要赛道中享有极高的公信力，因而其业绩能在行业红利来临时厚积薄发。

③ 以内生成长为主要发展模式的TIC企业，注定了其在行业红利过后成为类债券股。

- SGS以内生成长为主的发展模式，注定了其在行业红利期过后，业绩增速放缓，成为类债券股。2013年以来，由于亚洲经济增速放缓以及全球大宗商品周期下行，全球TIC行业增速放缓，SGS内生收入增速下台阶，保持在0-5%。而SGS的成长模式为“内生成长为主、外延并购为辅”，其并购贡献的收入增速长期保持在0-4%。
- 2011年以来，SGS人力成本占收入比重持续提升，但管理优化带来的利润率提升只能基本覆盖人力成本的提升。在行业增速放缓期，头部TIC企业的业务线布局相似，公信力均处于第一梯队，产品相对同质化，提价权有限，难以通过提价转嫁提升的人力成本。

④ 优选处于利润率底部拐点向上期，或在国内主要高成长赛道前瞻布局、且迎来行业红利的综合TIC企业。

- 建议关注国内内生成长标杆&第三方检测龙头**华测检测**、管理优化逐步深入的**广电计量**、多元化布局加速的**谱尼测试**、向综合型检测企业进军的国内建工建材检测龙头**国检集团**、外延切入半导体检测的环境与可靠性试验领导者**苏试试验**、高低压电器检测行业龙头**电科院**、积极整合机动车检测站的**安车检测**等。

- **风险提示：** 并购整合风险，实验室质量控制风险，核心管理层变动风险，行业发展低预期



1 当之无愧的百年国际TIC巨头.....	5
1.1 集团稳定经营长达140余年，为内生成长的行业标杆.....	6
1.1.1 聚焦地域性业务，业务属性决定公司的扩张策略以并购为主.....	6
1.1.2 业务布局：八大业务线，消费品业务贡献超3成利润.....	9
1.1.3 地理布局：欧洲和亚洲贡献近9成利润.....	10
1.2 利润和市值2020年前长期位居全球第一.....	11
1.3 净利率中枢10%长期位居行业第一，或与其业务结构有关.....	12
2 2002-2012年年化收益率24%：前瞻布局铸就公信力优势，高管优势推波助澜.....	15
2.1 2002-2003年利润率底部向上拐点的超额收益最显著.....	16
2.2 收入：数十年前瞻布局铸就公信力优势，风至而厚积薄发.....	18
2.2.1 全球TIC行业开始快速发展：2000年初全球行业标准统一+亚太经济崛起.....	18
2.2.2 SGS前瞻布局卡位优质赛道，时间铸就公信力优势，只需等风来.....	20
2.3 利润率：引入职业经理人翘楚，管理能力持续上台阶.....	22
2.3.1 行业属性决定了检测企业须拥有较强的管理能力.....	22
2.3.2 公司利润率每次向上拐点的背后均是高管的更迭.....	23
3 为何2013年以来无显著超额收益？.....	27
3.1 收入：内生成长的发展模式注定行业红利过后成为类债券股.....	28
3.1.1 内生成长为主：行业红利已过，内生增速放缓.....	28
3.1.2 并购成长为辅：并购收入增速长期保持在0-4%.....	30
3.2 利润率：管理优化基本覆盖人力成本的增长,行业下行期提价能力有限.....	32
3.2.1 管理优化带来的利润率提升基本覆盖人力成本的增长.....	32
3.2.2 提价能力有限：头部企业产品相对同质化，下游需求低速增长.....	33
4 对中国检测企业投资借鉴意义.....	34
5 风险提示.....	36



一、当之无愧的百年国际TIC巨头

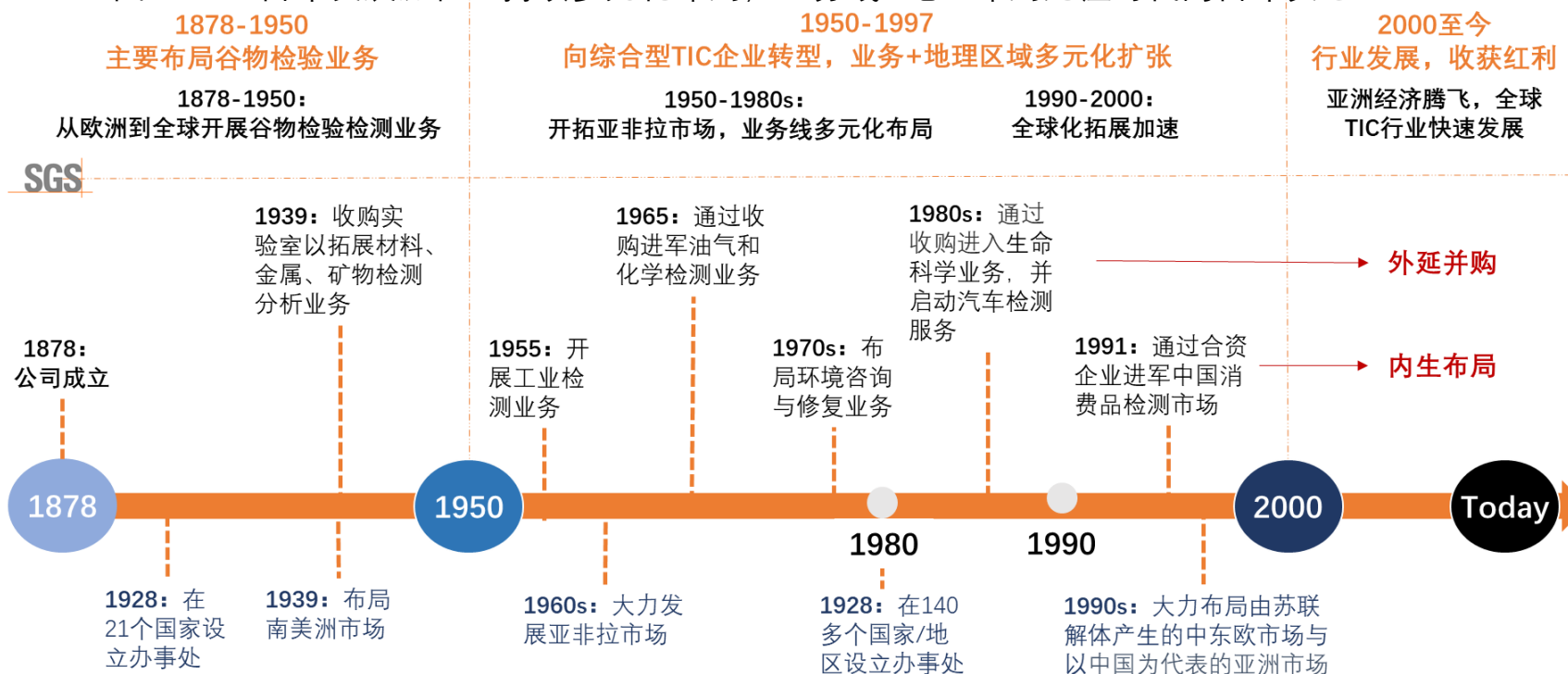


1.1 集团稳定经营长达140余年，为内生成长的行业标杆

1.1.1 成立140余年持续前瞻性布局多元化业务，内生成长贡献主要收入

- SGS自1878年成立至今已143年，其发展模式以内生成长为主，并在下游行业发展初期布局：
 - ① **单一赛道布局期（1878-1950年）**：欧洲TIC行业处于萌芽期，SGS谷物检验业务贡献80%以上收入；
 - ② **向综合TIC企业进军，业务线+地理区域综合布局（1951-1997年）**：SGS抓住亚非拉非殖民化、苏联解体、亚洲经济快速发展的机会，以内生成长为主的模式持续卡位优质赛道（如1991年进入中国布局消费品检测）。
 - ③ **稳健发展期（2000年至今）**：全球TIC行业快速发展，SGS的前瞻性布局进入收获期，稳步成长为国际TIC巨头。

图1: SGS百年发展历程: 持续多元化布局, 业务线+地理布局见证时代的百年变迁



资料来源: SGS官网, 上海证券研究所



1.1 集团稳定经营长达140余年，为内生成长的行业标杆

1.1.1 成立140余年持续前瞻性布局多元化业务，内生成长贡献主要收入

- SGS的业务发展模式以内生增长为主，其收入主要由内生增长贡献，2002-2013年内生收入增速保持在5%-15%，并购收入增速基本保持在0-4%，内生收入增速长期高于并购收入增速。
- 对比来看，2003-2020年，SGS内生收入增速整体略高于BV和Intertek，特别是在2012-2019年。

图2：SGS收入主要由内生成长贡献

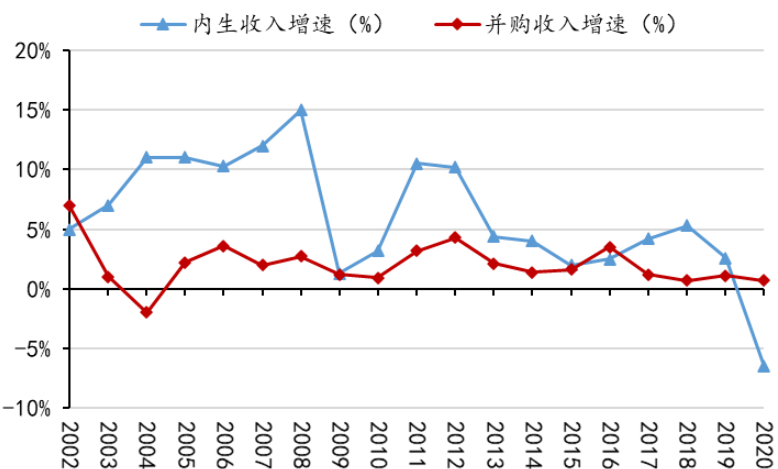


图3：Intertek并购收入对总收入贡献度高于SGS

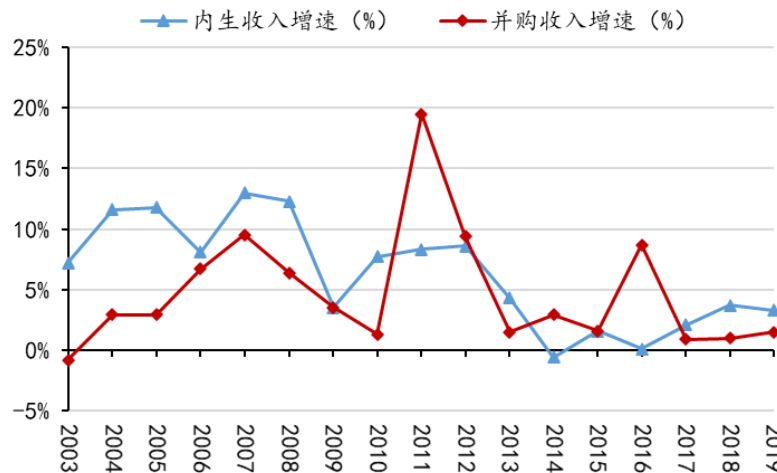


图5：SGS内生收入增速整体略高于BV和Intertek

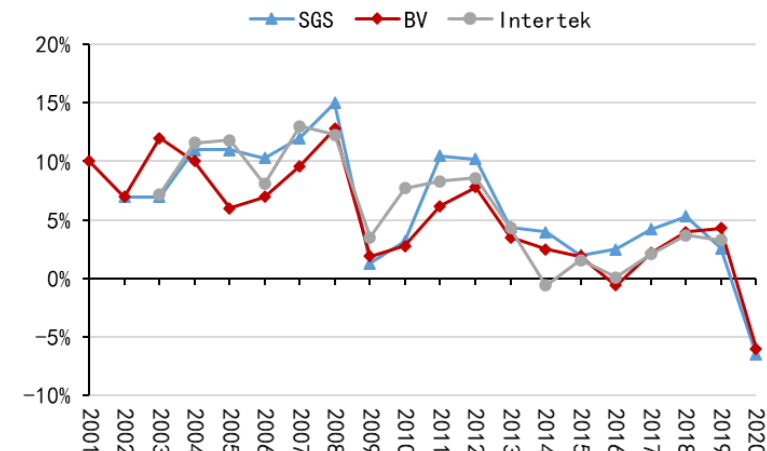
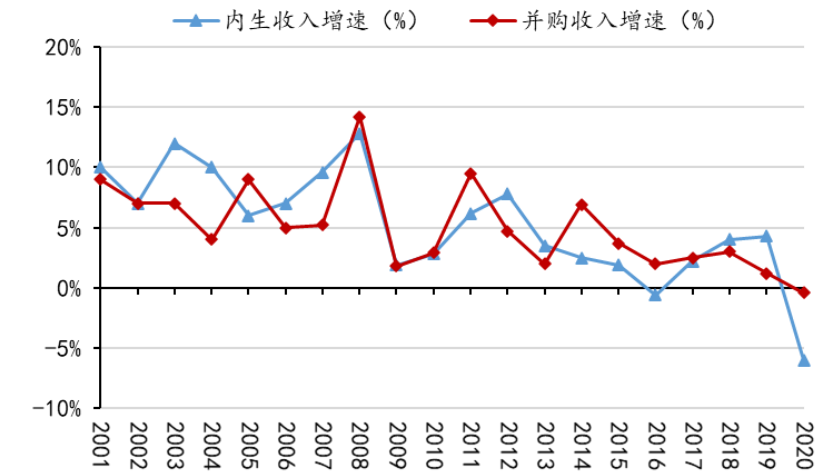


图4：BV内生收入增速与并购收入增速相对平衡



注：上述三个公司的收入增速均不考虑汇率变动的影响，Intertek并购收入增速包括子公司处置的影响，但该影响相对较小。

1.1 集团稳定经营长达140余年，为内生成长的行业标杆

1.1.2 业务布局：八大业务线，消费品业务贡献超3成利润

- SGS共有八大业务线，基本涵盖经济生活的主要方面，其优势业务包括消费品检测、农产品服务、油气&化工服务、矿产服务、政府和机构服务等。
- 从收入来看，各业务线发展齐头并进，收入占比相对均衡。随着2000年以来全球TIC行业的快速发展，SGS前瞻布局的业务线迎来收获期，各业务线齐头并进，收入占比均不超过20%。
- 从利润率来看，消费品业务营业利润率最高，近年来保持在25%左右，2020年贡献营业利润占比达32.5%。

图6：SGS八大业务线



图7：SGS业务布局均衡：各业务线收入占比均不超过20%

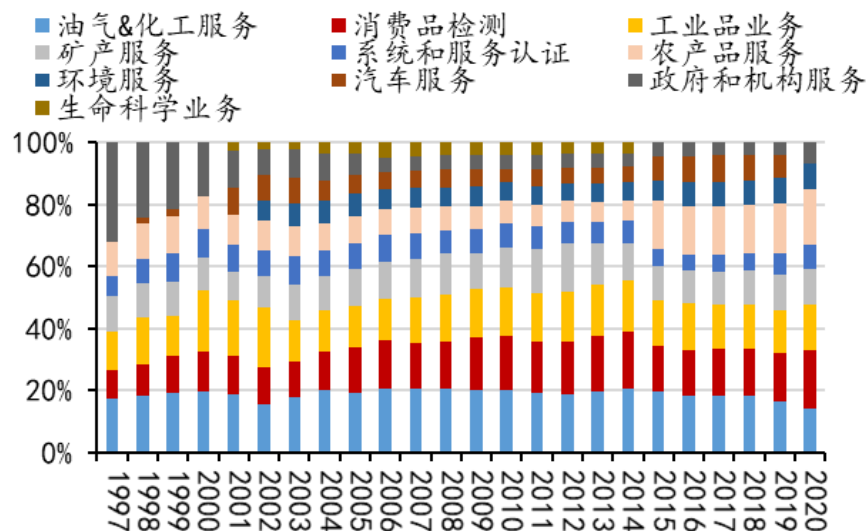
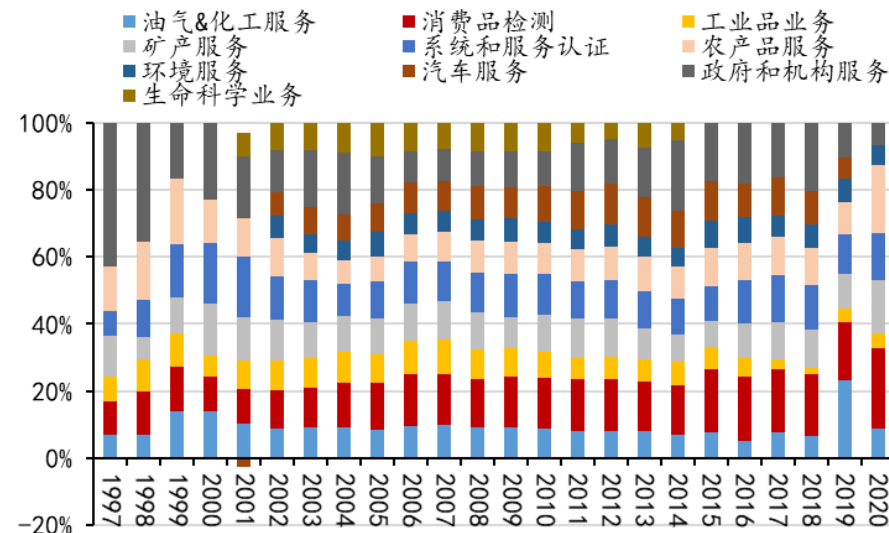


图8：消费品业务营业利润占比达32%



1.1 集团稳定经营长达140余年，为内生成长的行业标杆

1.1.3 地理布局：欧洲和亚洲是主要利润来源

- 欧洲收入占比最高，2020年为45%，其次为亚洲（36%）、美洲（20%）。
- 欧洲和亚洲是SGS营业利润主要来源，合计占公司2009年营业利润的90.1%。

图9：欧洲和亚洲收入占比合计超70%

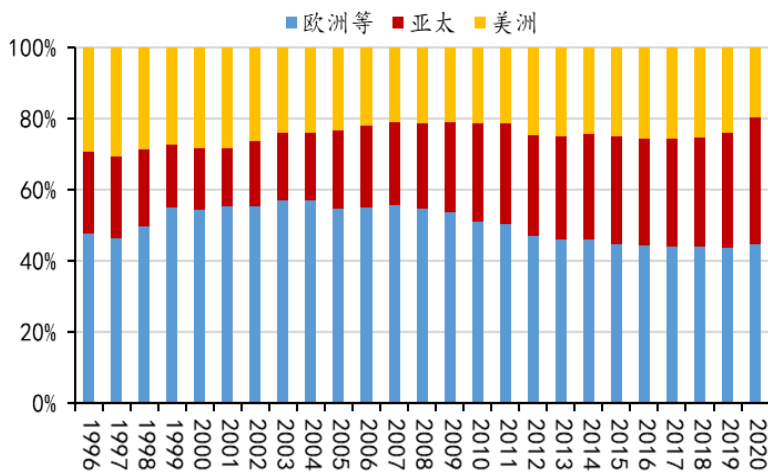


图10：2009年欧洲和亚洲营业利润占比合计超90%

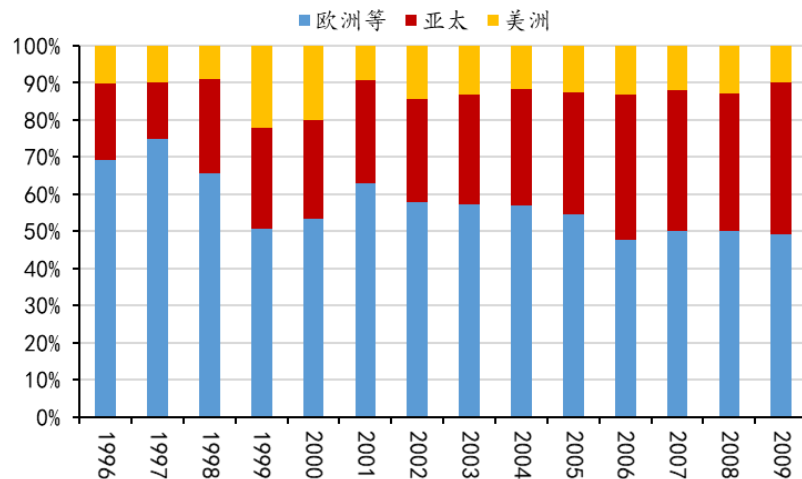
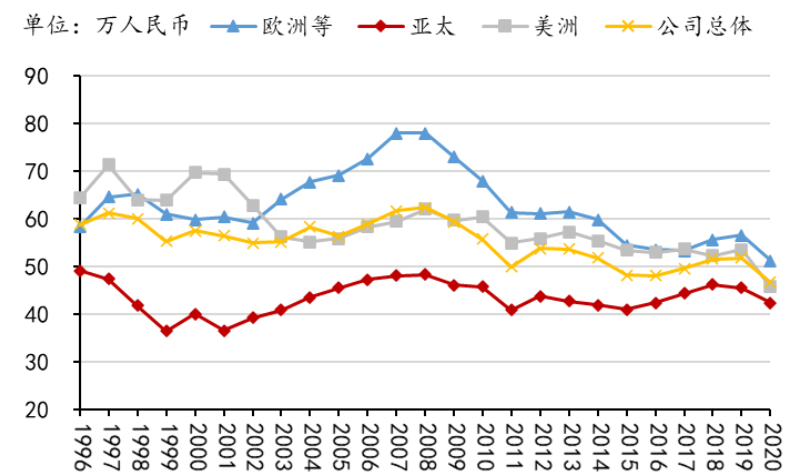


图11：人均产值欧洲 > 美洲 > 亚洲



注：人均产值采用2020.12.31瑞郎兑人民币中间价统一换算



1.2 利润和市值2020年前长期位居全球第一

- 从市值来看，**SGS市值约1549亿RMB**（2021.10.25数据），在**2021H1前长期位居全球第一**，是当之无愧的百年国际TIC巨头。2021H1后，被并购激进的Eurofins超越。
- 从净利润来看，2020年，**SGS净利润38.19亿RMB**，长期领先于BV和Intertek。2020年被Eurofins超越。

图12: SGS市值于2021年前长期位居全球第一

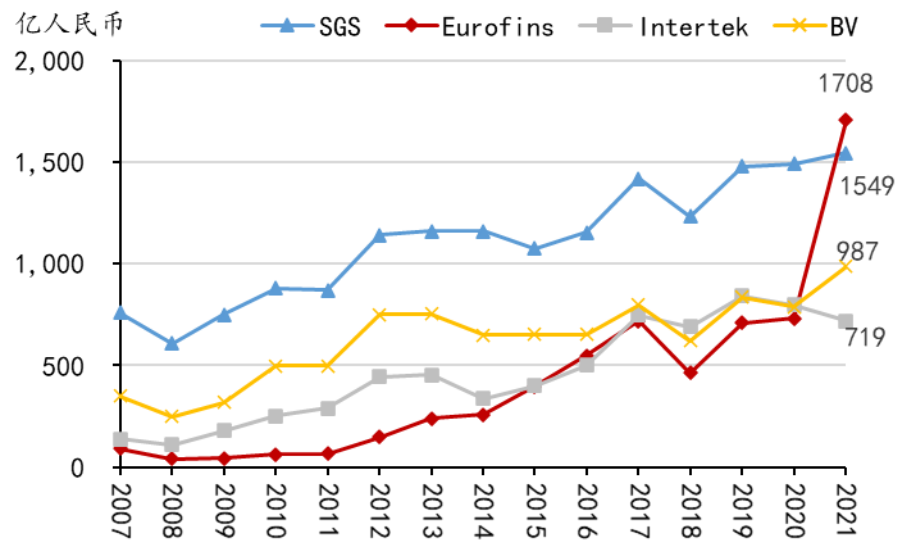
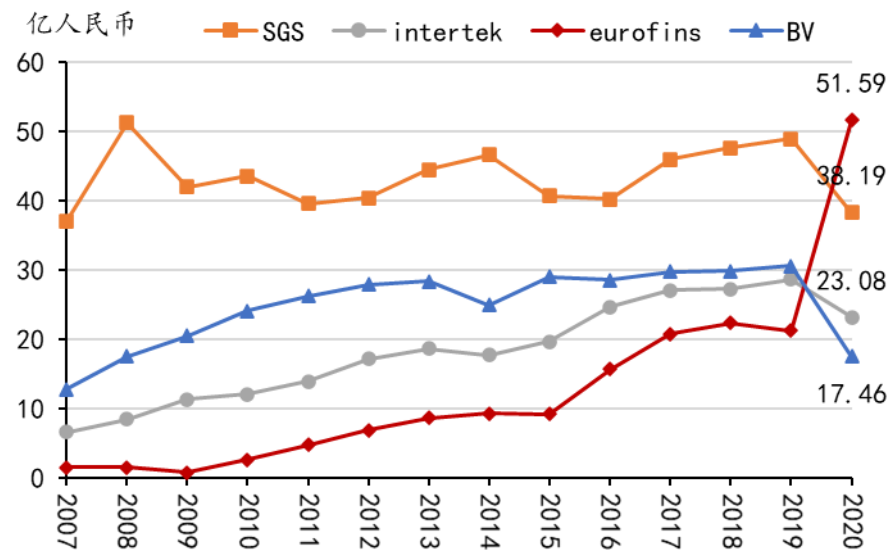


图13: SGS净利润于2020年前长期位居全球第一



注：净利润和市值采用2020.12.31汇率统一换算为人民币，2021年市值为2021.10.25数据

资料来源：Bloomberg，上海证券研究所



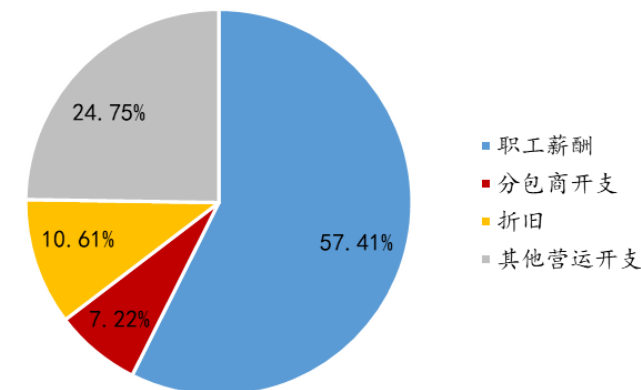
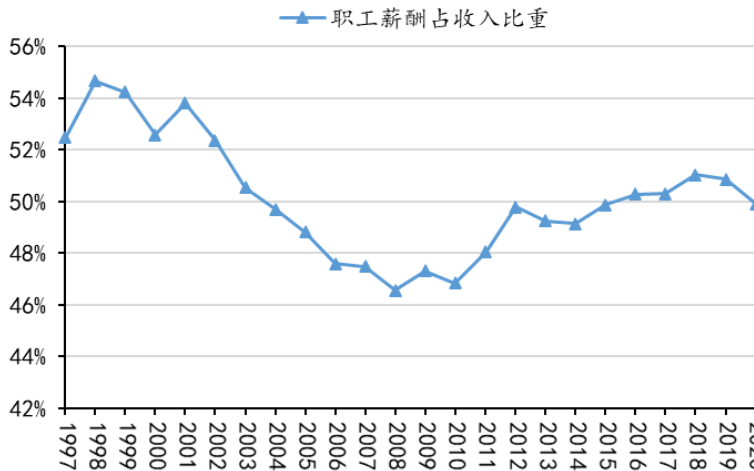
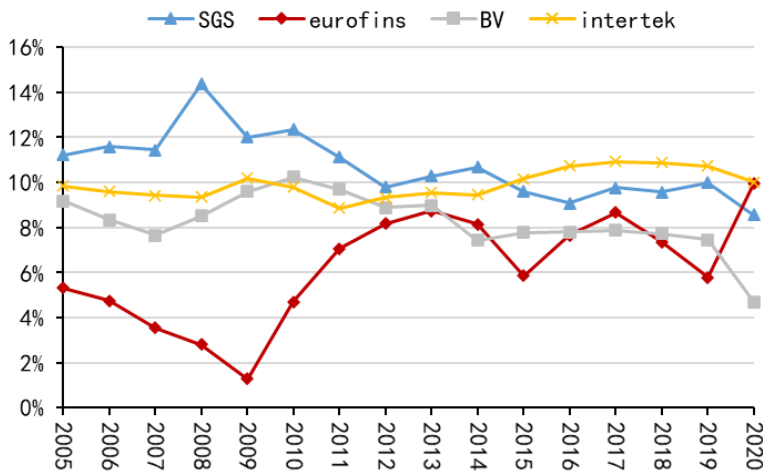
1.3 净利率中枢10%长期位居行业第一，或与其业务结构有关

- **SGS稳定经营期（2013年至今）的净利率中枢为10%**。自公司2002年完成管理体系改革、建立市场化的管理体系（如引入职业经理人制度）以来，2002-2010年，公司**净利率提升7.8pct至12.4pct**。此后随着人力成本的持续提升，公司净利率略有下降，并稳定在10%左右的水平，且长期高于同行0-2pct。净利率的差距可能与TIC巨头的业务结构差异有关。

图14：2005-2015年，SGS净利率高于同行

图15：SGS人力成本占收入比重约50%，且自2011年来持续提升

图16：2020年SGS成本结构



1.3 净利率中枢10%长期位居行业第一，或与其业务结构有关

- 相较于BV侧重于检验业务、Intertek侧重于检测业务，SGS的业务结构相对均衡，**2018年收入检验：检测：认证≈4：4：2。**
- **检测相对检验业务资产更重，人工需求更小。**从人力成本占收入比重来看，检测收入占比过半的Intertek低于检测收入占比仅23%的BV 6-9pct。从固定资产占总资产比重来看，BV的比例仅为SGS和Intertek的一半。

表1：第三方检验、检测、认证业务区别

	检验	检测	认证
目的	检查产品的外观规格、工艺和功能或安装是否符合要求和规范	确认产品是否符合相关标准或法规，如有有害物质含量检测	由第三方认证机构证明产品、服务、管理体系、人员符合相关标准和技术规范的合格评定活动
设备与人力侧重点的区别	人力密集型， 依靠检验员的判断，以及简单的设备仪器	重资产+人力密集型， 专业的人员依据技术标准和规范，使用仪器设备	
业务发生地点	制造产品的工厂	一般在经过认证的第三方实验室	
业务发生时间	在任意生产阶段或装运前	预生产或批产期间	

图17：SGS净利率更高可能与其业务结构有关

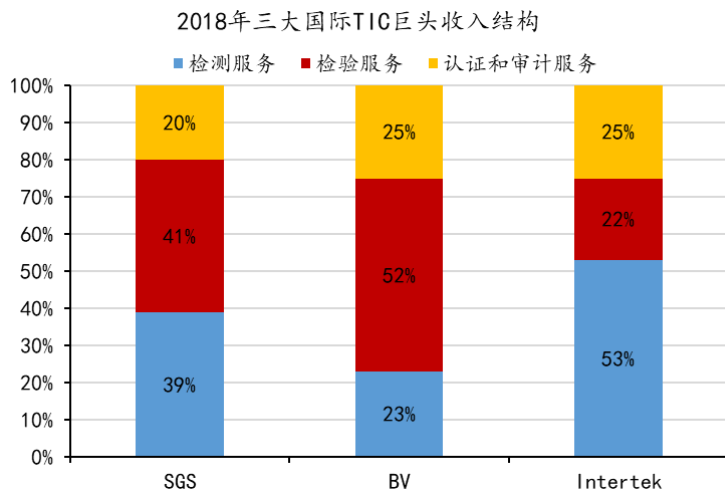


图18：相对检验，检测行业人工需求更小

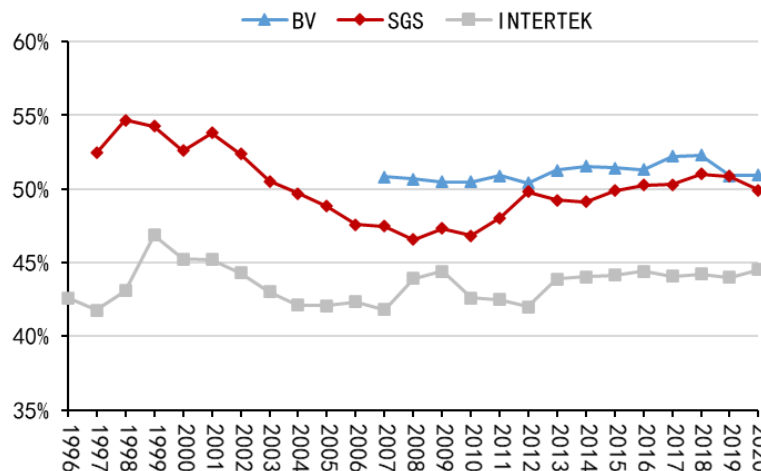
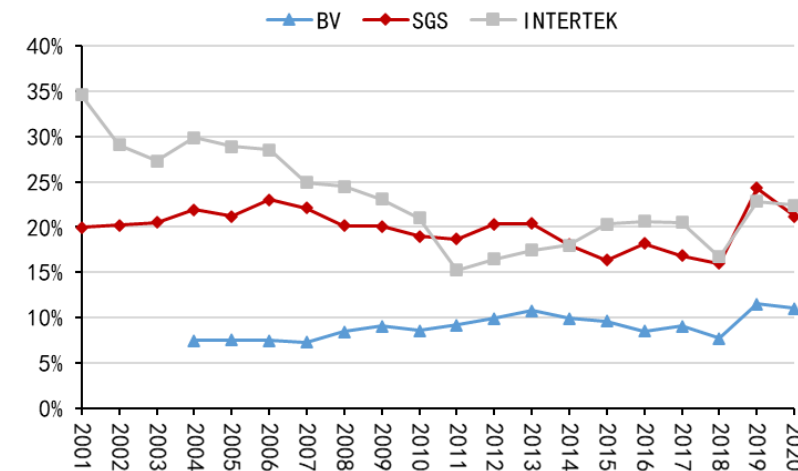


图19：相对检验，检测行业资产更重



1.3 净利率中枢10%长期位居行业第一，或与其业务结构有关

- 不同的业务结构，可能会导致外包费用、差旅费等成本的差别。如业务结构相对均衡的SGS，其外包费用和差旅费均显著低于检验业务收入占比过半的BV。

图20：2012年来，SGS外包费用低于BV

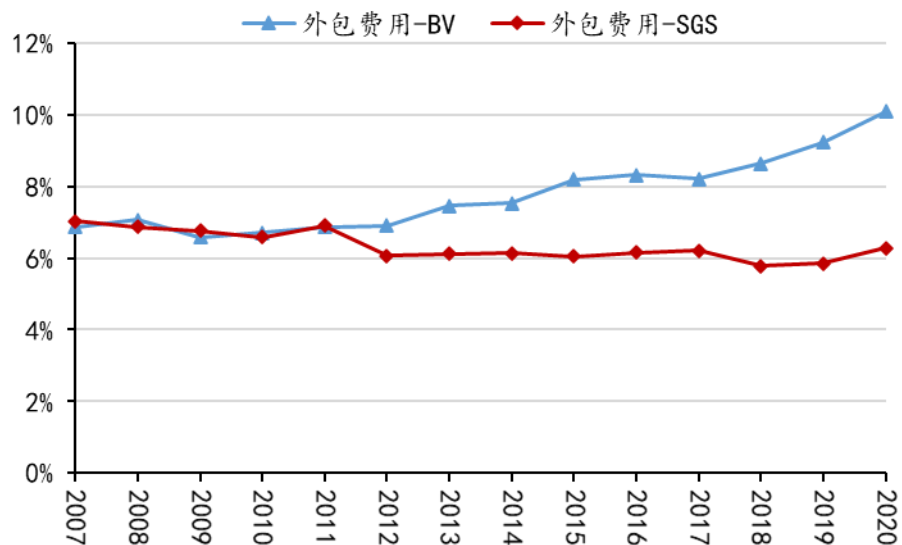
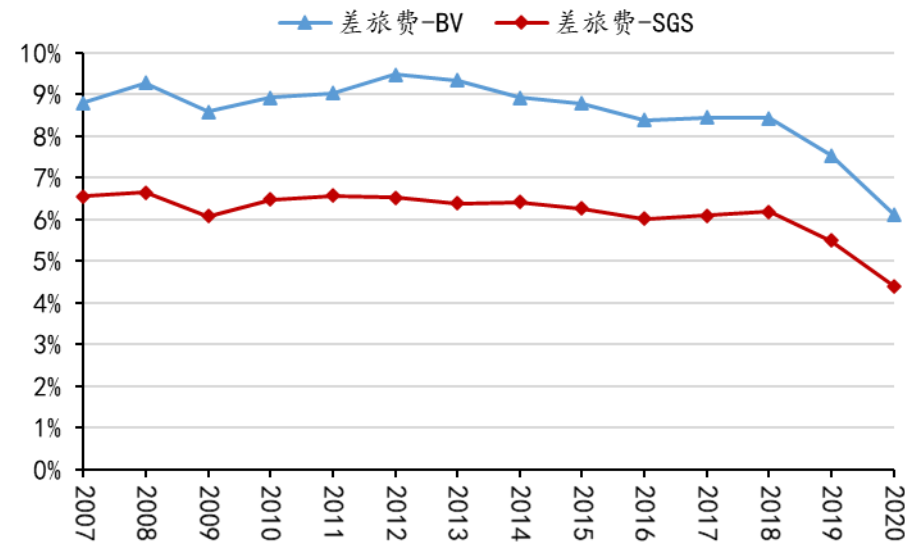


图21：SGS差旅费低于BV近2pct



资料来源：各公司年报，上海证券研究所

二、2002-2012年年化收益率24%：前瞻布局铸就公信力优势，高管优势推波助澜



2.1 2002-2003年利润率底部向上拐点的超额收益最显著

图22：2002-2003年利润率底部向上拐点的超额收益最显著

利润率底部向上拐点的超额收益最显著。SGS取得超额收益的时期主要集中于两个阶段：

■ 2001.9.21-2012年底：

① 整体：股价上涨10.4倍，年化收益率23.7%，总超额收益率1008%。

② 2001-2003年：公司处于利润率底部向上拐点时期，超额收益率最显著，从最低点2001.9.21至2003年底，股价上涨4.4倍，总超额收益率330%。

■ 2016-2020年：股价上涨1.4倍，总超额收益率20%，年化收益率7.6%。

为何SGS股价在2002-2012年11年上涨10.4倍，但2016-2020年无显著超额收益？

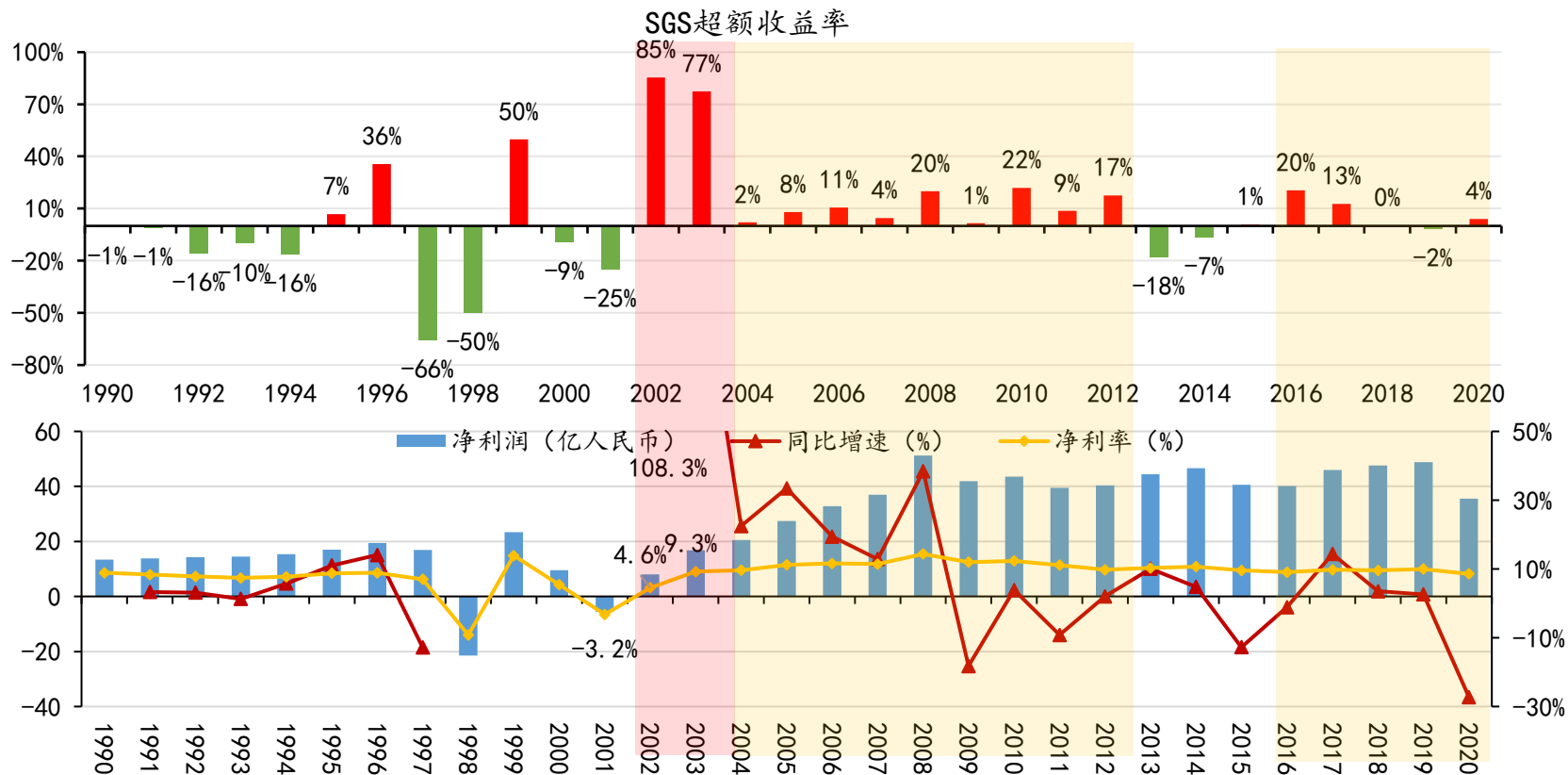


表2：利润率底部向上拐点的超额收益最显著

	2001.9.21-2003年底	2004-2012	2001.9.21-2012年底	2016-2020
超额收益率	329.8%	133.0%	1007.9%	20.0%
总收益率	337.2%	155.2%	1041.4%	43.6%
年化收益率	83.6%	5.0%	23.7%	7.6%

2.1 2002-2003年利润率底部向上拐点的超额收益最显著

- 2002-2012年：估值提升+净利润快速增长带来的戴维斯双击是SGS取得超额收益率的主要原因。
- 2016-2020年：SGS PE基本稳定在30倍，净利润低速增长，SGS超额收益率不显著。

图23：SGS估值与净利润变化情况

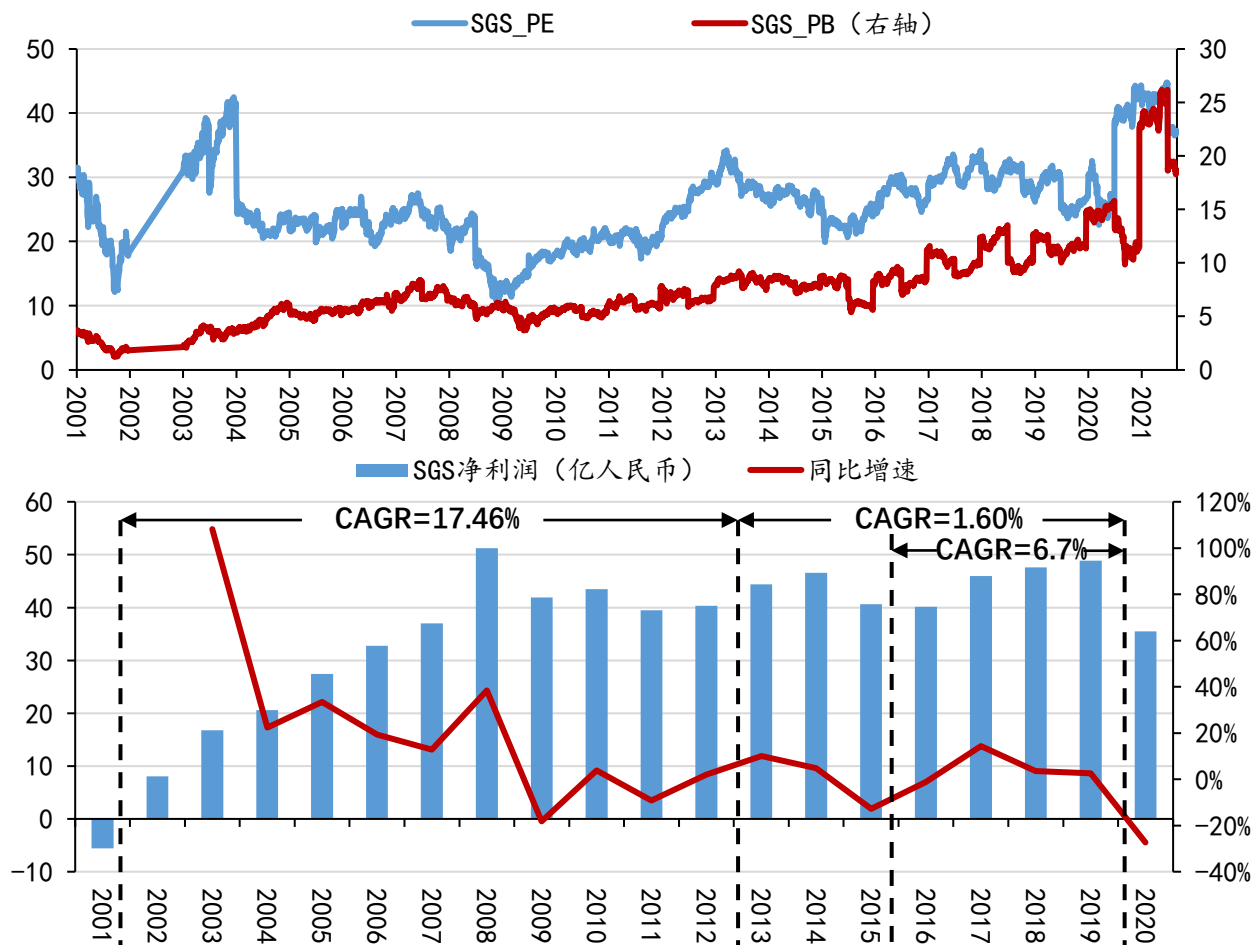
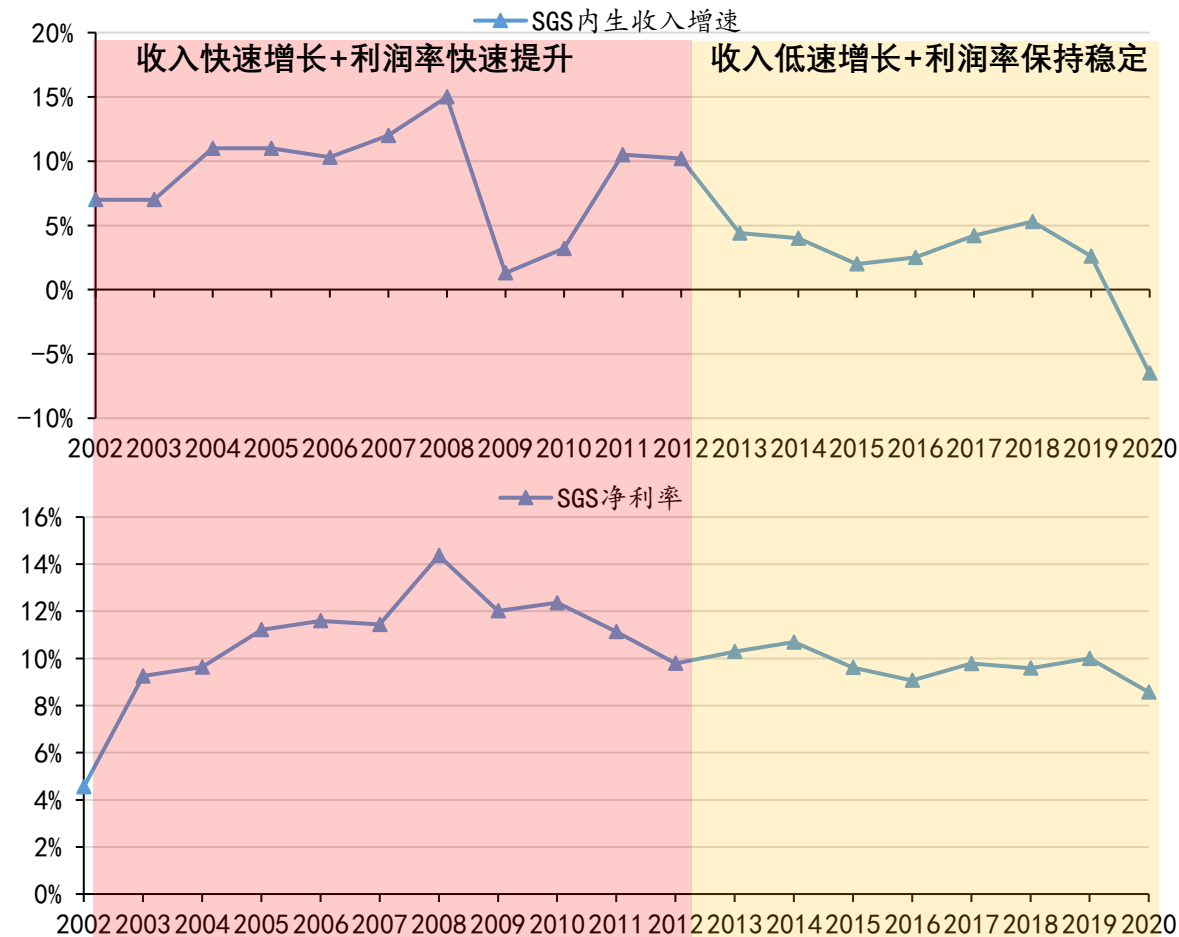


图24：2002-2012年净利润快速提升主要系收入快速增长+净利率提升



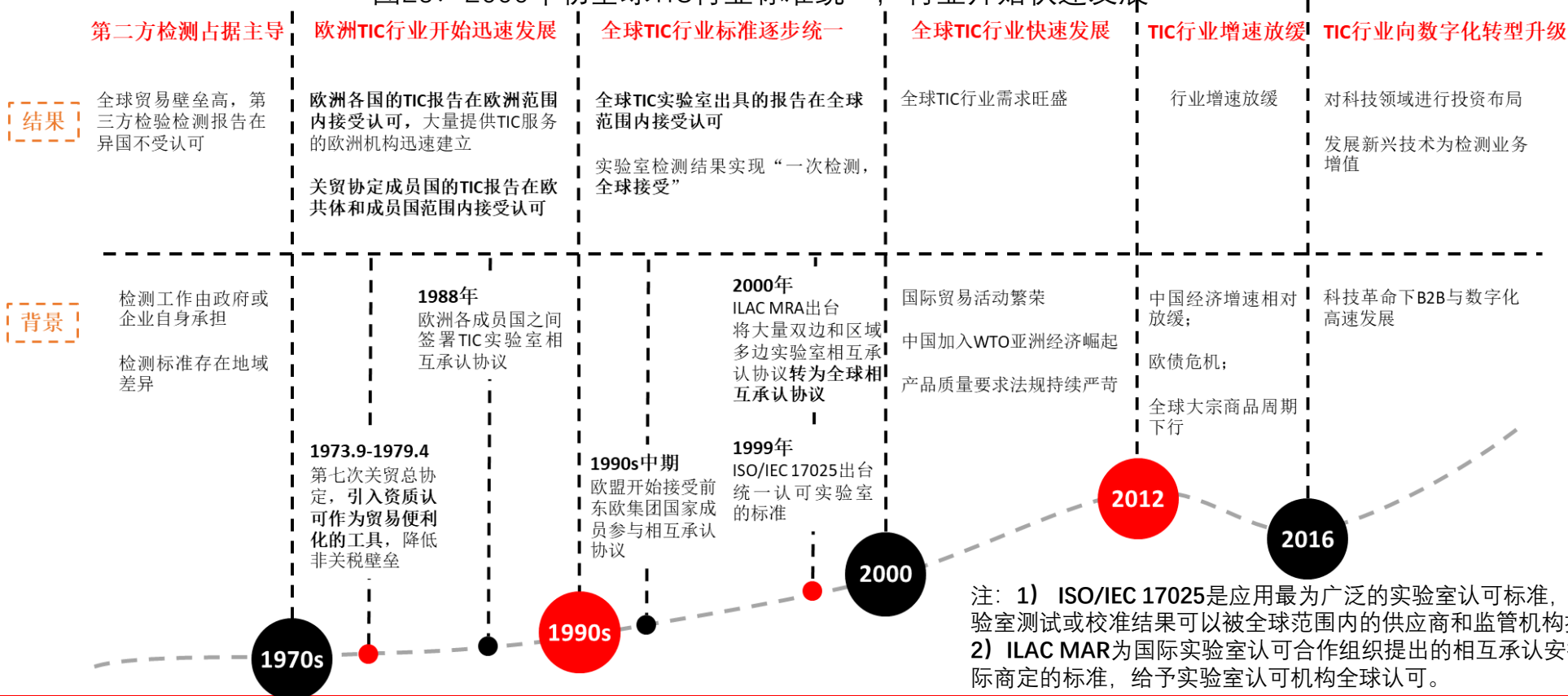
资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所

2.2 收入：数十年前瞻布局铸就公信力优势，风至而厚积薄发

2.2.1 全球TIC行业开始快速发展：2000年初全球行业标准统一+亚太经济崛起

- 2000年初全球TIC行业标准统一，推动行业渗透率提升，行业开始快速发展。1970s以来，随着全球非关税壁垒的降低，全球各区域/各国的TIC行业标准逐渐统一。2000年，随着ILAC MRA出台，全球各地区实验室实现“一经检测、全球接受”，增强了企业外包检验检测业务的动力，全球TIC行业开始快速发展。

图25：2000年初全球TIC行业标准统一，行业开始快速发展



资料来源：UNIDO/ILAC, ISO/IEC, Mergers Alliance, OC&C, BCG, 上海证券研究所

2.2 收入：数十年前瞻布局铸就公信力优势，风至而厚积薄发

2.2.1 全球TIC行业开始快速发展：2000年初全球行业标准统一+亚太经济崛起

- 亚太地区经济崛起，TIC行业需求快速提升。2001年，随着中国加入WTO，全球贸易额快速增长，以中国为代表的亚洲经济快速增长，拉动亚洲TIC行业需求快速提升。

图26：2000-2012年亚洲经济快速发展

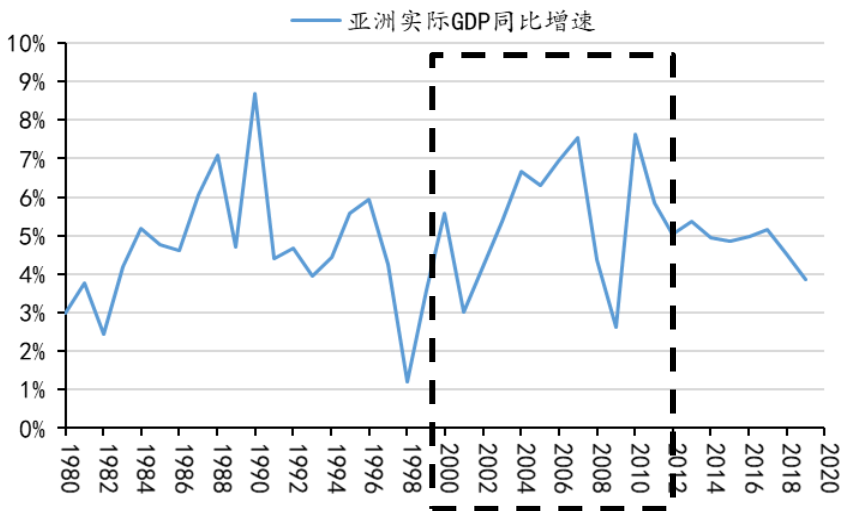


图27：2000-2012年全球贸易额快速增长

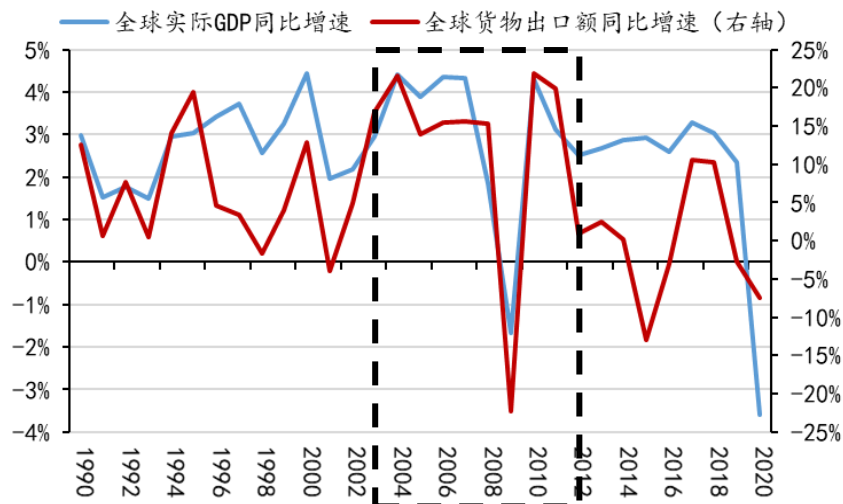
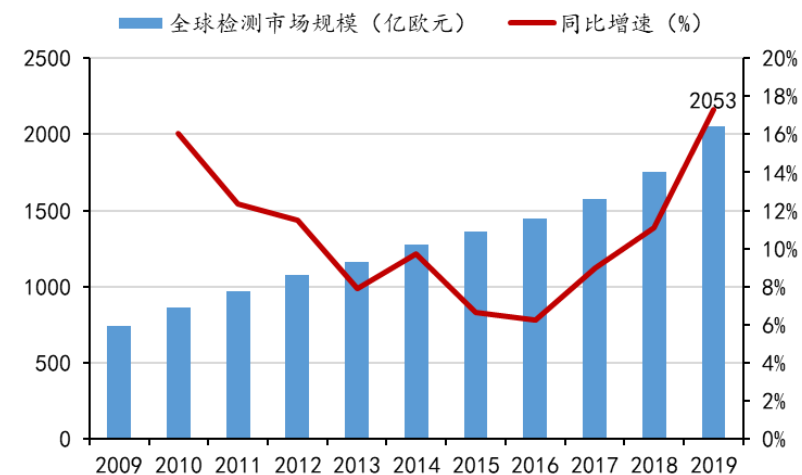


图28：2009-2020年全球检测行业CAGR=10.73%



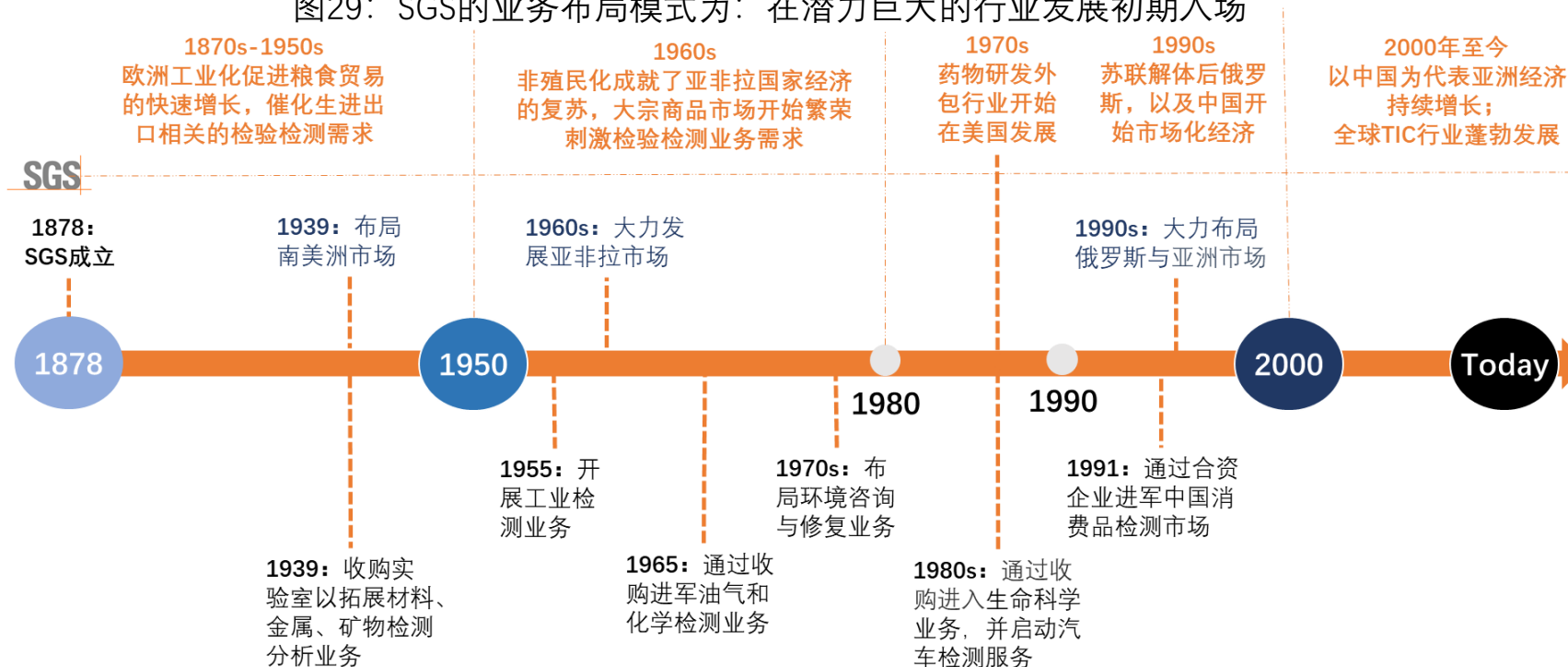
资料来源：WIND，CNAS，上海证券研究所

2.2 收入：数十年前瞻布局铸就公信力优势，风至而厚积薄发

2.2.2 SGS前瞻布局卡位优质赛道，时间铸就公信力优势，只需等风来

- 前瞻布局持续卡位优质赛道，极大受益于2000年以来爆发的行业红利。
 - ① SGS业务布局模式以内生成长为主：在（优质）下游行业发展的初期进行业务布局，伴随着行业成长逐步铺设实验室网络，待行业起量时，厚积薄发，快速树立行业公信力。
 - ② SGS极具战略眼光，前瞻布局卡位优质赛道，抓住了全球经济变迁带来的行业需求，在2000年前基本完成了农产品&食品、生命科学、工业品、矿物、消费品等10大业务线的布局，充分受益于2000年以来的行业红利。

图29：SGS的业务布局模式为：在潜力巨大的行业发展初期入场

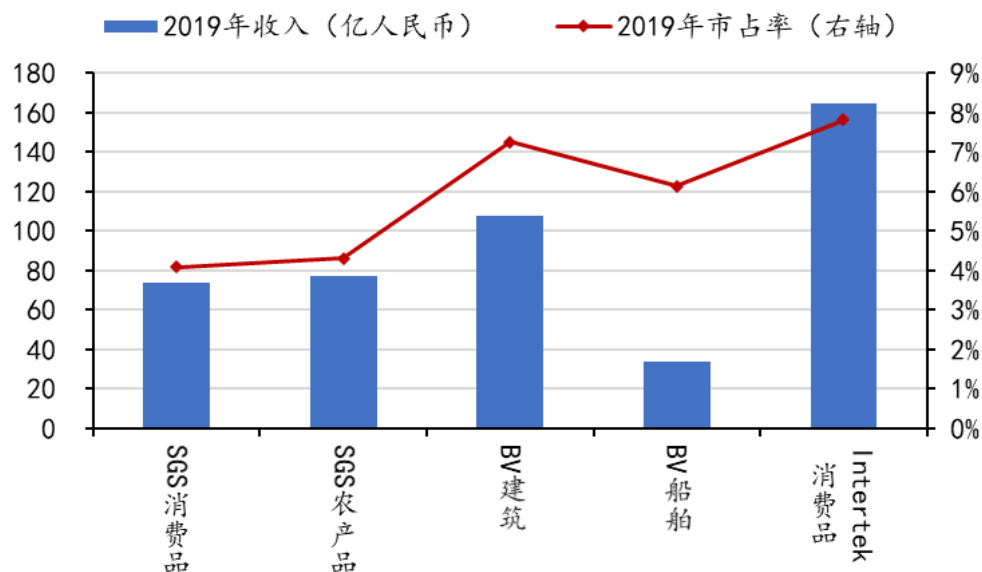


2.2 收入：数十年前瞻布局铸就公信力优势，风至而厚积薄发

2.2.2 SGS前瞻布局卡位优质赛道，时间铸就公信力优势，只需等风来

- SGS早期布局的业务，均成为了公司的优势业务。而这主要是因为SGS与相应布局的赛道共同成长，由时间的积淀铸就的公信力优势难以在短时间内被超越。对于BV和Intertek来说亦是如此，如BV起家于船舶与建筑行业，其在上述两个赛道中的市占率居于全球领先地位。

图30：SGS、BV、Intertek前瞻布局的业务，均享有极强的公信力优势



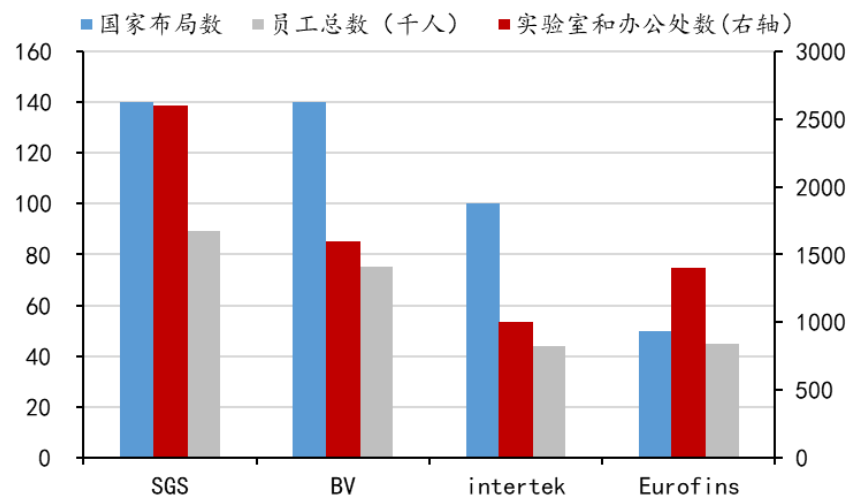
资料来源：BV年报，Bloomberg，上海证券研究所

2.3 利润率：引入职业经理人翘楚，管理能力持续上台阶

2.3.1 行业属性决定了检测企业须拥有较强的管理能力

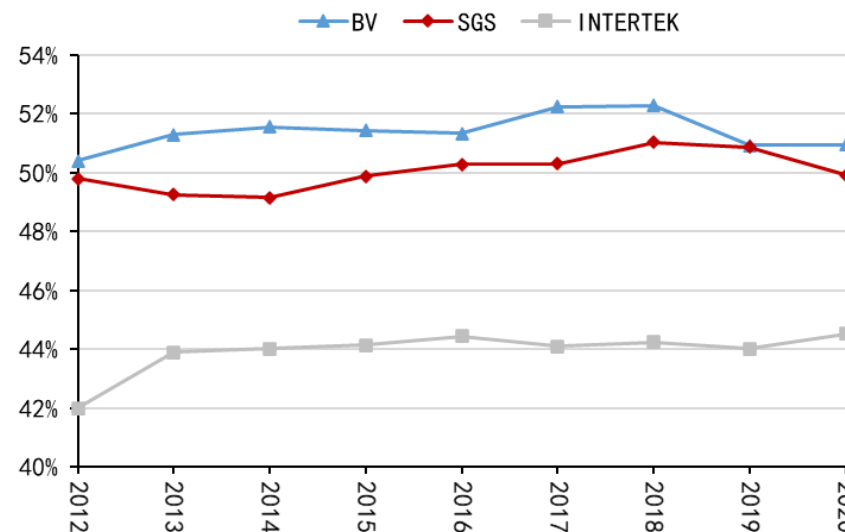
- 检测行业重资产且资产分散、人力密集型的行业属性，决定了拥有较强管理能力的检测企业才能走的更远。
 - ① **重资产且资产分散**：行业服务半径小的特点决定了检测企业一般都是全国或全球布局，因此资产较为分散，且行业设备资产较重、人力密集，因此，要求检测企业盘活资产和盘活人员，提高设备资产和人员的利用率。
 - ② **人力密集型且人力成本持续提升，须持续提高管理能力控成本**：人力成本占检验/检测企业收入的50%以上，且近年来国际TIC巨头的人力成本持续上升。因此，检测企业须持续提高管理能力，管控其他成本，才能抵消人力成本持续提升对利润率的侵蚀。

图31：检测行业属性：资产分散、人力密集型



注：eurofins实验室和办公处数量包含抽血点和仓库

图32：2012年以来，SGS、BV、Intertek的人力成本占收入比重持续上升

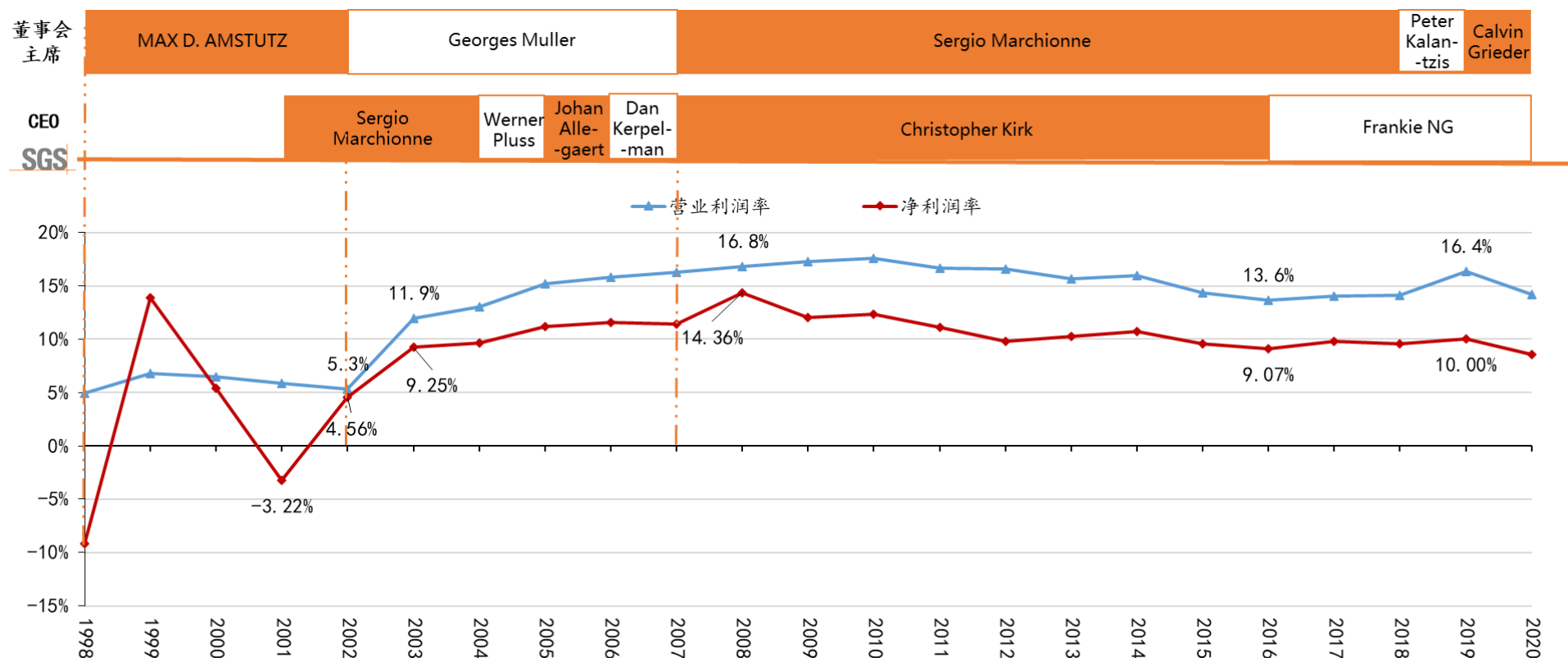


2.3 利润率：引入职业经理人翘楚，管理能力持续上台阶

2.3.2 公司利润率每次向上拐点的背后均是高管的更迭

- 管理能力竞争的实质是高管的竞争。复盘SGS每一波管理优化或利润率的提升，均对应着董事会主席或CEO的更迭。

图33：公司利润率每次向上拐点的背后均是董事会主席和CEO的更迭



资料来源：各公司年报，Bloomberg，上海证券研究所

2.3 利润率：引入职业经理人翘楚，管理能力持续上台阶

2.3.2 公司利润率每次向上拐点的背后均是高管的更迭

- 而公司历次管理优化或利润率提升均聘请职业经理人翘楚或任用伴随公司共同成长20年以上的高管担任CEO或总裁（2007年后）。如公司在1998-2002年重大改革期间聘请Max D. Amstutz担任公司董事会主席，其在重塑企业组织和战略方面拥有丰富的经验，曾担任瑞士工业集团丰罗(Von Roll)的总裁，成功重组了陷入困境的公司。

表3：2001年至今，公司关键董事会主席和CEO均是职业经理人/检测行业翘楚

姓名	于SGS任职时间	于SGS任职	履历
Max D. Amstutz	1998-2002	董事会主席	<ul style="list-style-type: none"> 1970年起担任瑞士建材集团霍尔希姆Holcim的行政委员会代表和COO，帮助塑造了集团的组织和战略。 1986-1999年，担任瑞士铝业集团Alusuisse（现Algroup集团）的副总裁和后来的董事会主席。 1993年起担任丰罗(Von Roll)集团总裁，负责重组陷入困境的公司，并取得了成功。
Georges Muller	2003-2006	董事会主席	<ul style="list-style-type: none"> 1988年起担任瑞士保险董事会主席、瑞士Bertarelli & Cie基金董事会副主席； 1995年起担任瑞士人寿董事会成员； 1999年起担任瑞士升降机与电梯企业迅达集团Schindler董事会成员。
Sergio Marchionne	2002-2003	CEO	<ul style="list-style-type: none"> 1985-1994年，先后在加拿大包装集团Lawson Mardon（1994年被Algroup收购）担任发展副总裁、CFO等； 1994-2000年，在瑞士铝工业集团Algroup公司担任CEO等职位； 2000-2002年，先后担任Lonza集团CEO、董事长； 2002年，担任SGS CEO，2007-2018年担任董事长；
“他那一代最勇敢的商业领袖之一”—— 英国金融时报	2007-2018	董事会主席	<ul style="list-style-type: none"> 2003年，进入菲亚特董事会，2009年成为克莱斯勒集团CEO，使菲亚特集团扭亏为盈并转变为汽车行业增长最快的公司之一，2011年起兼任菲亚特集团CEO和董事长。 2008-2010年，担任瑞士银行非执行副董事长等。
Christopher Kirk	2007-2015	CEO	<ul style="list-style-type: none"> 1981年加入SGS，1981-1987年，先后担任SGS新西兰的运营经理、业务发展经理和总经理； 1987-1999年，先后在泰国、加纳、新加坡和澳大利亚担任过多个高管职位； 2002年被任命为东南亚/太平洋地区的COO、矿产和环境服务副总裁。
Frankie NG	2016年至今	CEO	<ul style="list-style-type: none"> 1994年作为管培生加入SGS；1997-2000年，担任运营部中国消费者检测经理；2000-2002年，担任中国和全球Hardlines消费者检测业务总监； 2012-2015年担任SGS工业品业务执行副总裁； 2005-2011年担任公司消费者检测业务的执行副总裁。

资料来源：SGS年报，OMICS，维基百科，Wallmine金融终端，上海证券研究所

2.3 利润率：引入职业经理人翘楚，管理能力持续上台阶

2.3.2 公司利润率每次向上拐点的背后均是高管的更迭

- 以1998-2002年为例，该时期是公司历史上的关键转折点。以创始人家族管理团队下台、引入职业经理人制度为标志，公司重建管理架构，同时**确立了加强收购力度、聚焦高成长高利润率业务、减少对政府装运前检验业务依赖的发展战略**；此次改革也奠定了公司后续管理优化的根基。

图34：1998-2002年SGS改革主要措施



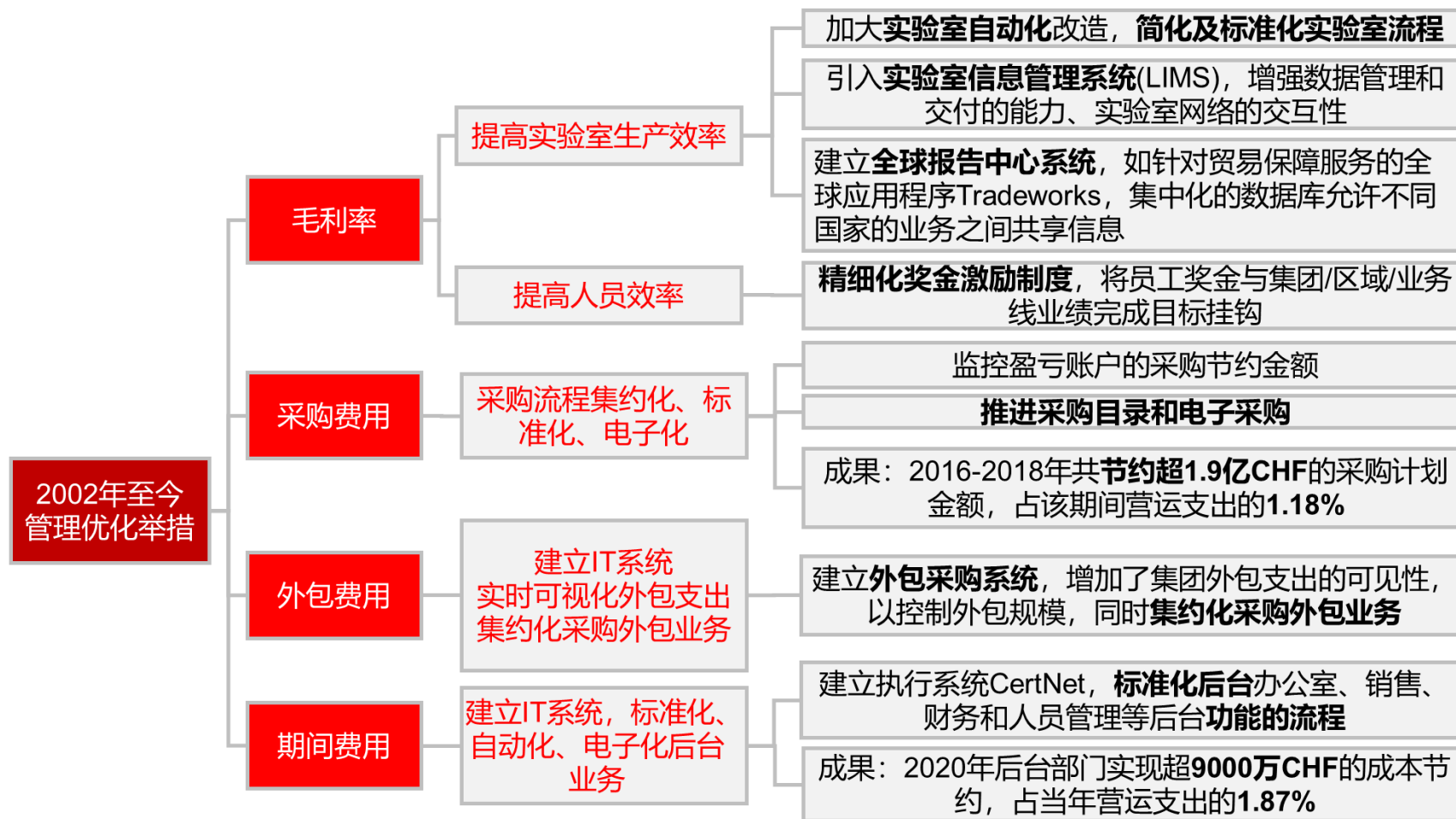
资料来源：公司年报，上海证券研究所



2.3 利润率：引入职业经理人翘楚，管理能力持续上台阶

2.3.2 公司利润率每次向上拐点的背后均是高管的更迭

图35：2002年改革以来，公司一直持续改进但延续当时采取的管理优化政策



三、为何2013年以来无显著超额收益？



3.1 收入：内生成长的发展模式注定行业红利过后成为类债券股

3.1.1 内生成长为主：行业红利已过，内生增速放缓

- 从内生增速来看，2013年至今，SGS内生收入增速放缓至0-5%，而这主要是因为全球TIC行业增速下台阶。2000年以来，由行业渗透率提升+全球经济快速发展带来的TIC行业红利逐渐消退，行业增速放缓。
- 具体来看，一方面是因为，增速最快且占据国际TIC头部企业主要收入来源的亚洲市场的经济增速下台阶。

图36：2013-2020年，SGS内生收入增速放缓

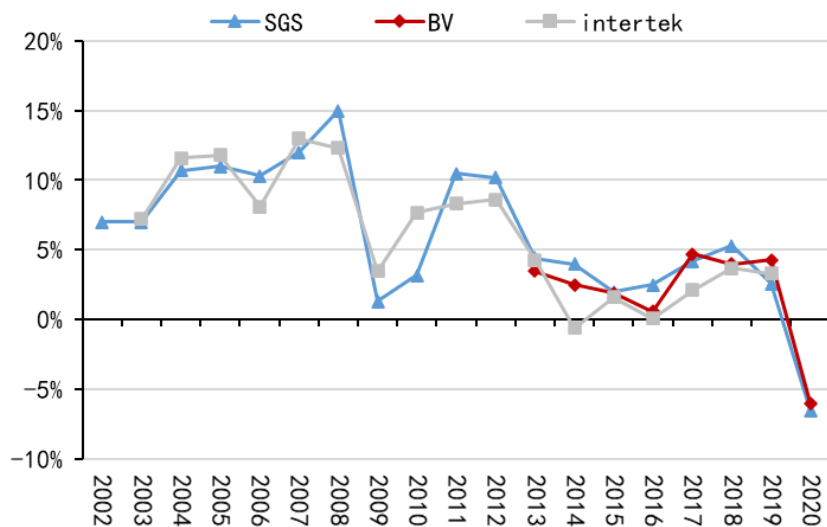
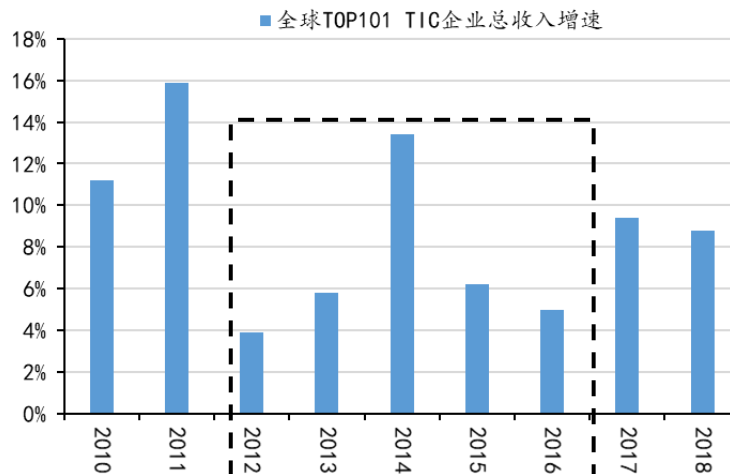


图37：2012-2016年全球TIC行业增速下台阶



注：2014年，剔除并购贡献13%的增速，内生增速仅0.4%

图38：三大国际TIC巨头在亚洲的收入均超过30%

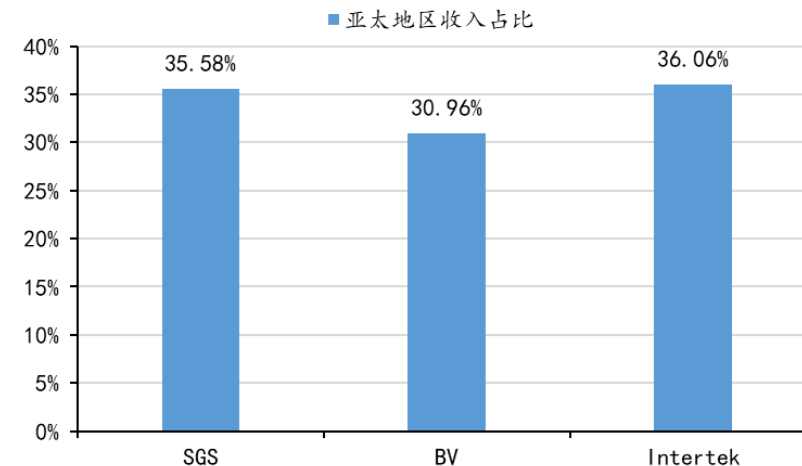
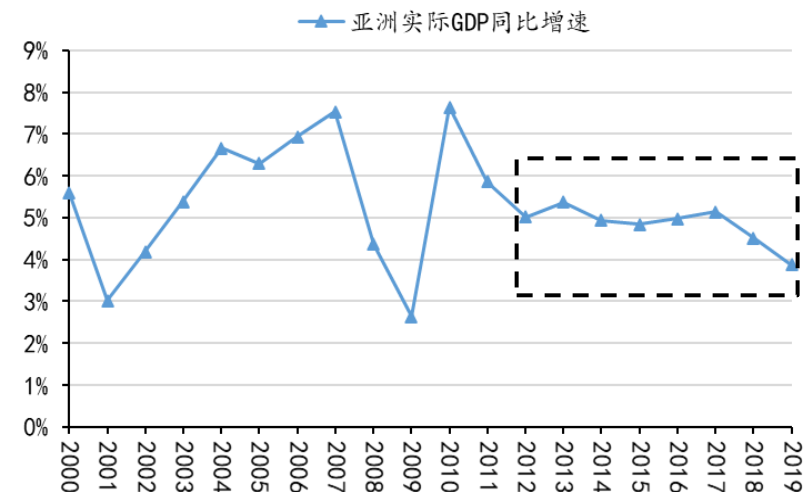


图39：2012年来亚洲经济增速下台阶



3.1 收入：内生成长的发展模式注定行业红利过后成为类债券股

3.1.1 内生成长为主：行业红利已过，内生增速放缓

- 另一方面是因为，全球大宗商品周期下行，占据头部TIC企业15%以上收入的大宗商品赛道行业增速负增长，且为仅有的两个负增长的TIC赛道。

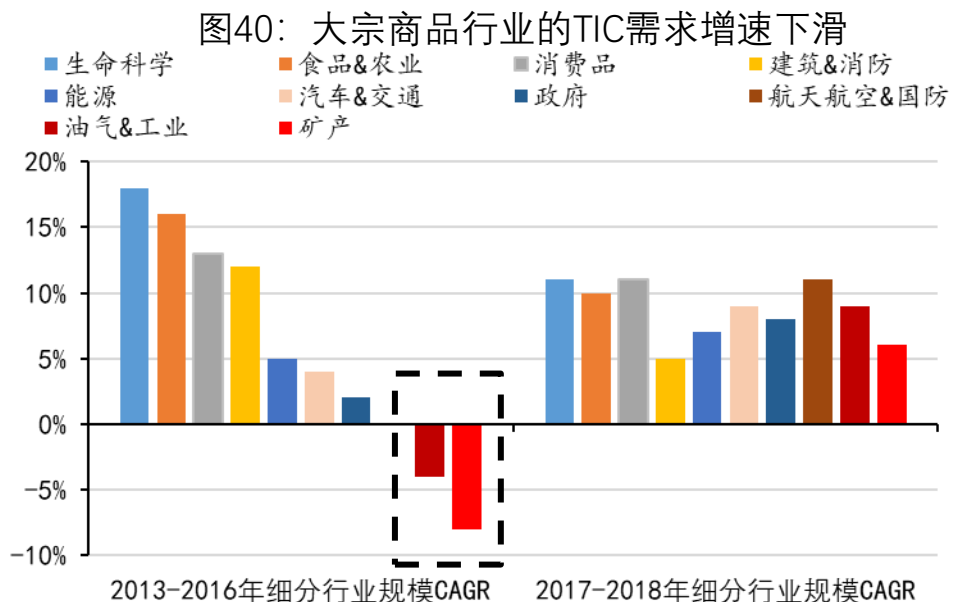
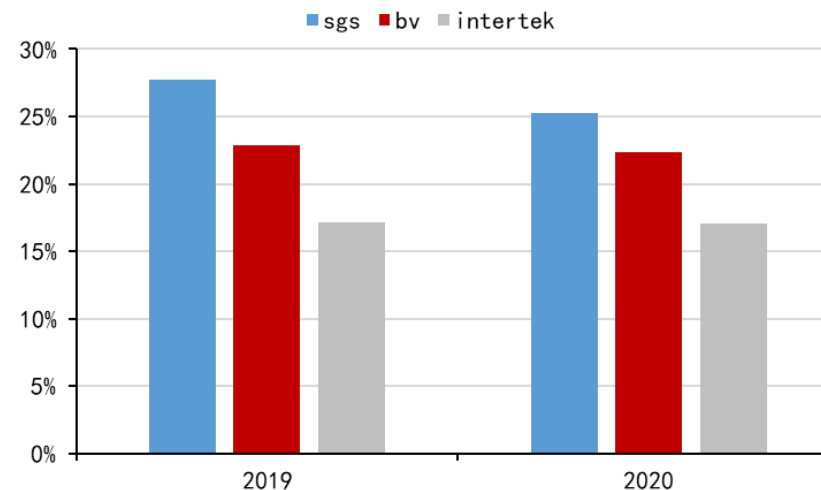


图41：SGS、BV、Intertek大宗商品业务的收入占比均超过15%



注：未统计工业品和政府服务中的大宗商品业务

3.1 收入：内生成长的发展模式注定行业红利过后成为类债券股

3.1.2 并购成长为辅：并购收入增速长期保持在0-4%

- 从并购增速来看，SGS由并购贡献的收入增速长期保持在0-4%，2017-2020年仅为1%左右。
- ① **公司层面的核心原因**为：SGS自成立以来，以“内生成长为主、并购为辅”的发展模式成长至今，并购的主要目的为开拓业务线或补强业务。
- ② **从行业来看**，2013年以来全球TIC行业增速放缓，市场上适合的并购资产变少，**并购溢价上升带动标的估值大幅提升**，套利并购不再具备性价比，检测行业并购逻辑从财务套利逻辑转为赋能型并购逻辑。

图42：SGS并购增速基本保持在0-4%

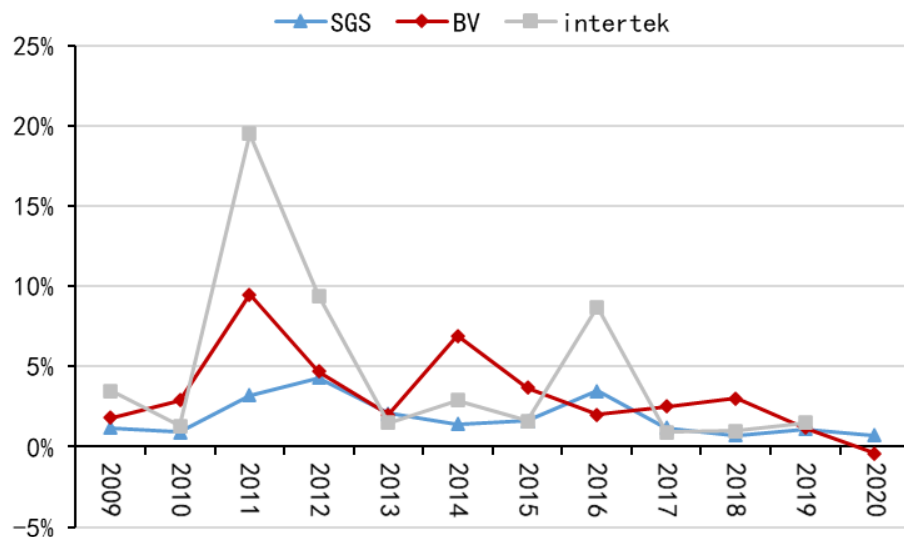
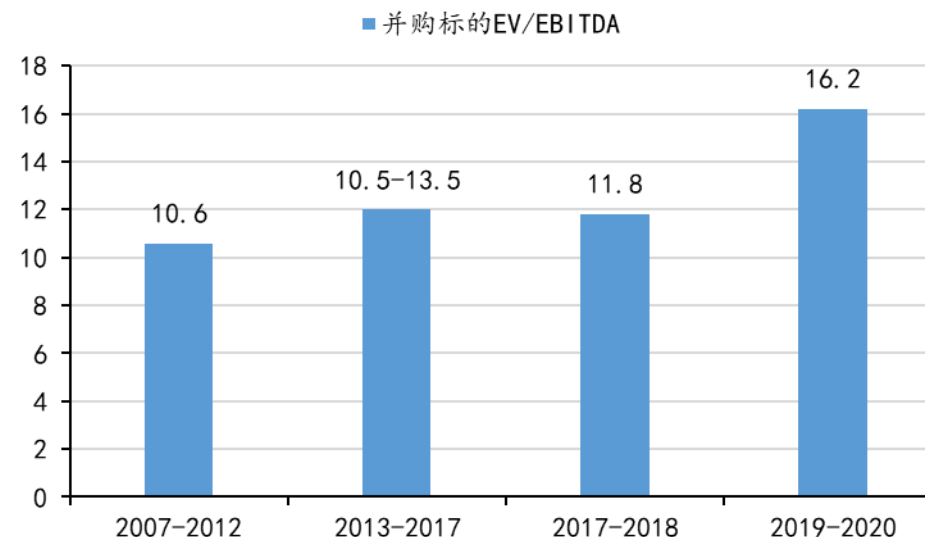


图43：2013年以来，并购标的估值水平提升



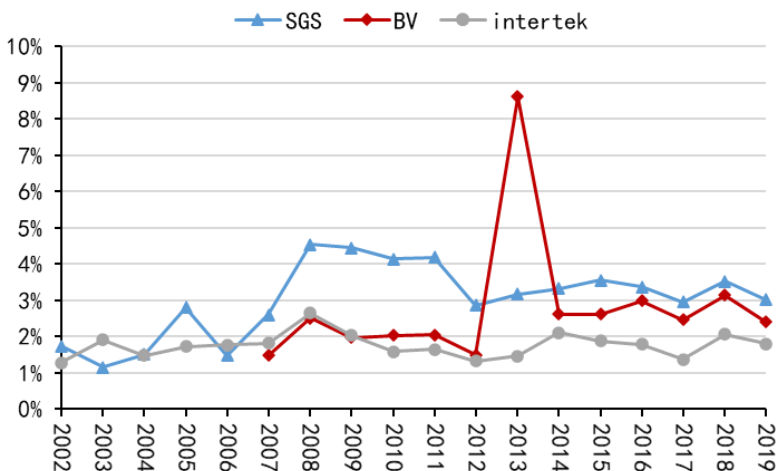
注：2013-2017年的并购标的为大型TIC企业，其他数据均未区分并购标的规模



3.1 收入：内生成长的发展模式注定行业红利过后成为类债券股

- **利润低速稳健增长，SGS具备类债券股属性。**内生成长的发展模式决定了在行业红利消退期，SGS将成为类债券股，分红和回购是其为股东创造价值的重要形式。SGS的股利支付率持续提升，且2011年以来长期高于80%，股息率2012年以来保持在3%-3.5%，高于BV和Intertek。
- SGS强大的公信力护城河保障其ROIC保持在15%以上，稳定的ROIC使得SGS能够持续为股东创造价值。

图44：2013年后，SGS股息率保持在3%-3.5%



注：股息率使用每年年末股价计算而得。

图45：SGS分红额稳健增长

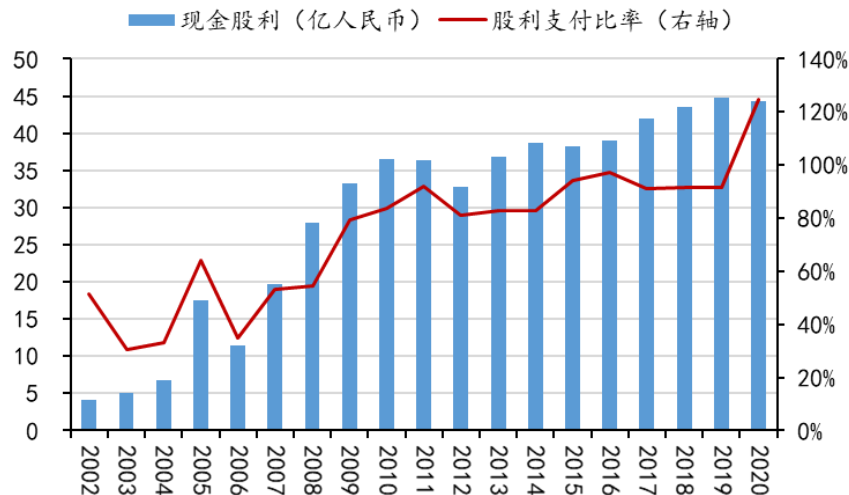
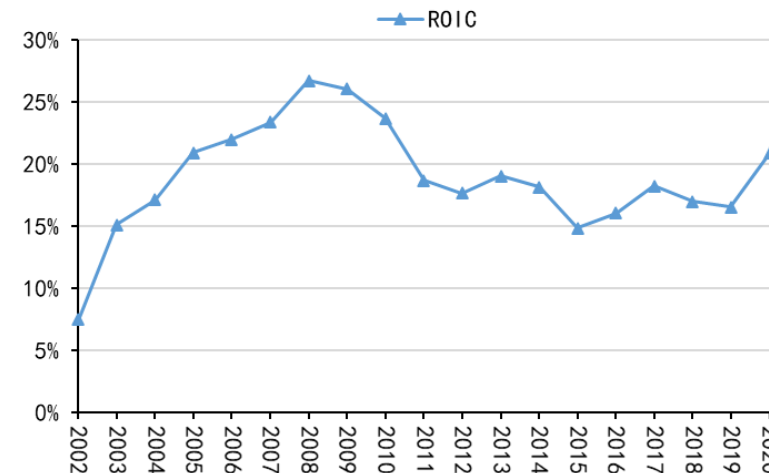


图46：2003年以来SGS ROIC保持在15%以上



3.2 利润率：管理优化基本覆盖人力成本的增长, 行业下行期提价能力有限

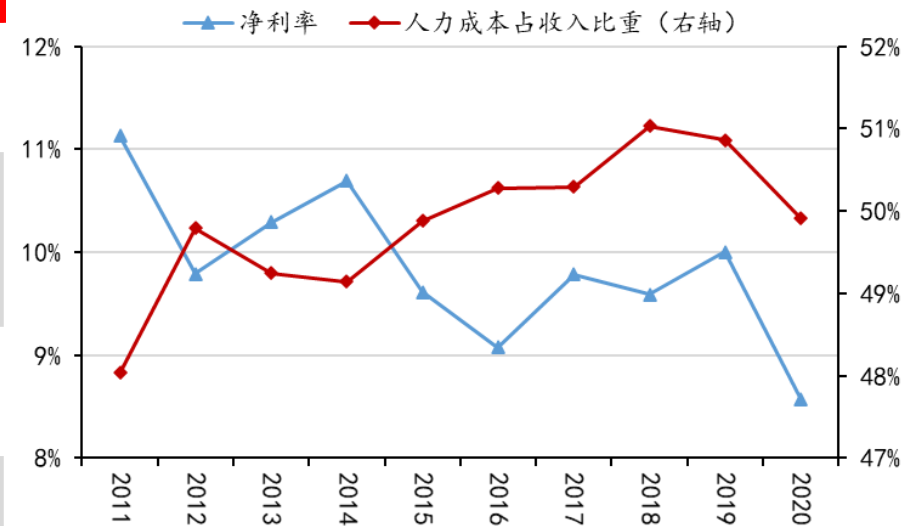
3.2.1 管理优化带来的利润率提升基本覆盖人力成本的增长

- 2015年以来，SGS强化管理优化，但利润率仍略有下滑，核心原因为管理优化带来的利润率提升只能基本覆盖人力成本的持续提升。TIC行业人力密集型的属性决定了TIC企业必须持续进行管理优化管控成本，以抵消人力成本提升对利润率的侵蚀。2011年以来，SGS人力成本占收入比重持续提升，最高点已达51.03%（2018年），较2011年48.03%提升3.0pct，同期净利率下滑1.54pct。

表4：2016-2020年，SGS强化管理优化的举措

管理优化举措	具体内容	成果
采购流程集约化、标准化、电子化	<ul style="list-style-type: none"> 监控盈亏账户的采购节约金额 推进采购目录的使用和电子采购 优化相关IT系统 	2016-2018年共节约超1.9亿CHF的采购计划金额，占该期间营运支出的1.18%；电子采购工具的使用达9个国家在线协商支出的23%
后台部门工作自动化、数字化、智能化	<ul style="list-style-type: none"> 建立全球共享服务中心与线上服务平台 推出AI相关创新业务 使用新技术和设备进行软件自动化 云计算追踪产品来源、实施远程与检查人员交互 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年实现超9000万CHF的成本节约，占当年营运支出的1.87%； 建立全球共享服务中心每年节约2000-2500万CHF；实验室转自动化智能化居行业第一
财务流程标准化	<ul style="list-style-type: none"> 重设财务标准与相关流程 推出支持电子发票的供应商门户网站和电子采购工具 	<ul style="list-style-type: none"> 支付周期从10个不同的周期变为2-3个标准周期； 缩短了OTC周期并节省了人员成本
加强客户关系管理	<ul style="list-style-type: none"> 部署客户关系管理系统销售管道，建立专门的大客户管理团队 SGS Enable计划：即时响应客户、在线协作 	加快协作响应时间，促进工作流程

图47：2011年至今，SGS净利率相对持平，但人力成本占收入比重持续提升



3.2 利润率：管理优化基本覆盖人力成本的增长, 行业下行期提价能力有限

3.2.2 提价能力有限：头部企业产品相对同质化，下游需求低速增长

- 行业需求放缓背景下，TIC企业提价能力有限，难以通过提价转嫁提升的人力成本。以SGS、BV和Intertek为首的国际TIC巨头的业务线布局相似，且提供的TIC服务在第一梯队中相对同质化，因此在2013年行业增速放缓背景下，TIC企业提价能力有限，难以通过提价转嫁提升的人力成本。

图48：三家巨头业务线布局相似



资料来源：公司年报，上海证券研究所



四、对中国检测企业投资借鉴意义



① 管理优化带来的利润率底部向上拐点期超额收益率最显著，其本质为高管变更带来的管理能力的提升。

- SGS超额收益集中出现在2001-2012年，在公司利润率快速增长以及估值提升的戴维斯双击下，股价11年上涨10.4倍，年化收益率23.7%。2002年，公司完成管理架构的改革，引入职业经理人翹楚，利润率底部反弹向上，股价2年上涨4.4倍，超额收益率330%。复盘SGS 1998年以来的每一波利润率提升，均伴随着董事会主席或CEO等高管的更迭。检测企业管理能力竞争的本质是高管的竞争。

② 持续前瞻布局卡位优势赛道、具有极强公信力优势的企业能够在行业红利期持续取得超额收益。

- 2004-2012年，SGS持续取得超额收益率的源泉为：2000年初以来全球TIC行业快速发展，SGS在百年发展过程中持续前瞻布局卡位优质赛道，在早期布局的TIC主要赛道中享有极高的公信力，因而其业绩在行业红利来临时厚积薄发。

③ 以内生成长为主要发展模式的TIC企业，注定了其在行业红利过后成为类债券股。

- SGS内生长为主的发展模式，注定了其在行业红利期过后，面临收入增速放缓的宿命。2013年以来，由于亚洲经济增速放缓以及全球大宗商品周期下行，全球TIC行业增速放缓，SGS内生收入增速下台阶，保持在0-5%。而SGS的成长模式为“内生长为主、外延并购为辅”，其并购贡献的收入增速长期保持在0-4%。
- 2011年以来，SGS人力成本占收入比重持续提升，但管理优化带来的利润率提升只能基本覆盖人力成本的提升。在行业增速放缓期，头部TIC企业的业务线布局相似，公信力均处于第一梯队，产品相对同质化，提价权有限，难以通过提价转嫁提升的人力成本。

④ 优选处于利润率底部拐点向上期，或在国内主要高成长赛道前瞻布局、且迎来行业红利的综合TIC企业。

- 建议关注国内内生长标杆&第三方检测龙头华测检测、管理优化逐步深入的广电计量、多元化布局加速的谱尼测试、向综合型检测企业进军的国内建工建材龙头国检集团、外延并购半导体检测龙头的环境与可靠性试验领导者苏试试验、高低压电器检测行业龙头电科院、积极整合机动车检测站的安车检测等。



五、风险提示



- **核心管理层变动风险。**复盘SGS 1998年以来的每一波利润率提升，均伴随着董事会主席或CEO等高管的更迭。检测企业管理能力竞争的本质是高管的竞争，同时也是TIC企业的核心竞争力之一，警惕管理层变动风险。
- **并购整合风险。**①收购失误风险：兼并收购是检测企业发展的必经之路，警惕公司并购标的筛选失误，并购价格过高的风险；②并购标的业务整合不及预期：并购标的的检测业务与公司原有业务的协同发展不及预期，以及并购标的在经营控制权转移过程中，财务、管理、人事、组织架构可能与公司原本架构产生冲突。
- **实验室质量控制风险。**TIC企业资本密集且资产分散，综合性TIC企业一般为全国性或国际性布局，实验室分布广泛。随着公司的发展壮大，实验室必然会持续增加，实验室的质量控制是保证公司公信力的关键。
- **行业发展低预期。**对于以内生成长为主要发展模式的TIC企业，其次优的最佳投资时期是行业红利爆发时期，行业增速与公司业绩直接相关，警惕扰动行业增长的不利因素。



免责声明

分析师声明

开文明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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

本公司具备证券投资咨询业务资格。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

