

证券研究报告
环保&专精特新
2022年11月19日



国际巨头巡礼系列专题报告之三

BV：百年巨轮，破浪笃行

国海证券研究所

王宁(证券分析师)

S0350522010001

wangn02@ghzq.com.cn

张婉姝(证券分析师)

S0350522010003

zhangws@ghzq.com.cn

一、194年历史成就国际检测行业巨头

Bureau Veritas是全球领先的检测、检验和认证公司，公司名称本意为“真理办公室”，成立至今已有194年历史，市场份额位居全球检测行业第二。BV总部位于法国巴黎，截至2021年底，公司共有船舶和海洋工程&农产品、食品和大宗商品&工业&建筑和基础设施&认证&消费品六大业务板块，服务网络遍布全球近140个国家，拥有1,600多个办事处和实验室，约80,000名员工，为全球不同领域的约400,000名客户提供服务。

二、工业& 建筑和基础设施 & 农产品、食品与大宗商品为主要营收来源，2015年后营收增速放缓，并购为重要战略

公司共拥有六大业务板块，其中，工业& 建筑和基础设施 & 农产品、食品与大宗商品三大板块营收占比最高，2021年达71%。2004-2008年为公司营收高速增长期，CAGR达15.72%，2008年（上市后首年）实现了23.34%的最高增速；2015年以后，公司营收增速放缓。公司将并购作为外部增长的重要战略，上市前通过收购已跻身行业前列；2007-2008年间收购了31家公司，并购支出高达5.5亿欧元；金融危机后公司继续加快并购步伐，2010-2014年间收购了48家公司，并购支出达17.84亿欧元；此后，并购节奏趋缓；2018年以后，并购数量明显下降。受此影响，虽然公司经营性净现金流持续增长，但资产负债率一直处于较高水平。

三、多次整合调整形成六大业务板块，产品结构不断优化

2005年，公司将工业与设施业务拆分为五个业务部门，此后又经过两次整合，由原本的九大业务板块变更成目前的六大业务板块：

船舶与海洋工程：船舶信息起家，不断扩展完善形成法国船级社；监管法规更新和能源变革推动行业发展，公司把握趋势完善布局；前瞻发展数字化、清洁能源领域与高附加值服务，打造新的营收增长点；

消费品：营收、利润持续增长，不断完善服务品类和全球服务网络；制造业迁移和消费升级带来商机，向新兴市场和智能互联布局；

农产品、食品与大宗商品：积极并购整合全球市场，建立领先地位；矿产品和石油石化产品检测受经济周期影响较大，农产品食品检测需求旺盛；

工业：持续开展并购整合，活跃于全球工业市场；新兴国家工业投资需求旺盛，服务范围覆盖工业设施全生命周期；

建筑与基础设施：早期发展平缓，2013年后新兴市场发展带动业绩提升；退出不良业务和市场，不断调整业务结构；

认证：2012年之前增长较快，2012年之后营收、利润率较为稳定；新领域认证和标准更新带动业务增长，新兴国家需求较高。

四、上市前公司营收高速增长，上市后在经济危机时期仍保持增长，两任CEO通过制定清晰的目标引领公司发展

1996年，Frank Piedelière加入BV之后，不断提升公司盈利能力，内生外延并重，注重精细化管理。1996-2006年，公司营收增长了四倍，CAGR达15%；同期利润增长了七倍，CAGR达22%；利润率由7.8%提升到14.5%，员工数量增长超过三倍，为公司上市奠定了良好的基础。2007年上市时管理层提出2011年营收翻倍、净利润年均增长15%-20%的规划，即使经历了2008年的金融危机，仍如期完成了计划，甚至在金融危机期间营收也没有下滑。2011年，公司根据各板块不同的发展阶段，提出2015计划，并推出新的业务核心指导模型，力图改善运营效率。

2012年，Didier Michaud-Daniel接任CEO职位，由于公司约2/3营收来源于农产品、食品和大宗商品 & 设备检验和运行验证 & 工业 & 建筑与基础设施四个业务板块，受外部因素和公司自身问题影响，未能完成2015年计划目标。2015年，管理层提出新发展理念，包括五支柱战略，八大增长引擎，两大关键国家，四大举措。由于外部扰动因素较多（大宗商品下游疲软，疫情影响等因素），公司未能完成2020年营收相对2015年提高1500百万欧元的规划目标；但公司自由现金流得到较大提升，完成了规划目标。2021年，公司顺应行业发展潮流，发布2025年战略规划，旨在引领TIC行业走向可持续发展。

五、风格稳健，不断调整，外向扩张

BV从船舶信息提供商起家，从事船舶和设备状况信息评估82年，才开始拓展第二条业务线——材料检测；此后的70年间，公司在原有业务基础上，稳扎稳打；1980年（成立152年）后才开始快速扩张，建立了认证业务和政府服务业务，并在非洲、中国、美国开设了办事处；20世纪90年代持续开展收购，加强原有业务实力并扩展消费品、矿业等业务，形成八大业务板块；2007年在巴黎泛欧交易所（EUF）上市；2010年收购Inspectorate进军大宗商品业务，整合HSE业务形成新的八大业务板块；整体风格偏稳健。2015年以后，传统领域遇发展瓶颈，公司不断调整产品结构，挖掘行业新需求。服务网络布局方面，公司以中国和美国市场为重心，持续强化亚太和北美区域布局。

六、风险提示

1) 下游需求增速不及预期；2) 上市公司订单增速不及预期；3) 市场竞争激烈导致毛利率下滑风险；4) 并购进度不及预期；5) 中国与国际企业并不具有完全可比性，国外企业发展历程仅供参考；6) 上市公司业绩不及预期；7) 上市公司新板块拓展进度不及预期；8) 应收账款减值风险。

一、业务基础稳固，广受全球信赖，国际检测行业巨头	05
公司简介：成立近二百年，全球检测行业巨头	
发展历程：船舶信息提供商起家，近200年沉淀成就国际检测巨头	
主营业务：六大业务板块，全球布局	
营收结构：营收集集中于工业、BI与AFC	
财务分析：2004-2008为营收高速增长期，CAGR达15.72%；2015年后营收增速放缓	
收购进程：2007年上市初期并购力度最高，2018年后并购数量明显下降	
二、紧随潮流，夯实基础，六大业务并驾齐驱.....	17
船舶与海洋工程：船舶信息起家，不断扩展完善形成法国船级社	
消费品：营收、利润持续增长，不断完善服务品类和全球服务网络；制造业迁移和消费升级带来商机，向新兴市场和智能互联布局	
农产品、食品与大宗商品：积极并购整合全球市场，建立领先地位；矿产品和石油石化产品检测受经济周期影响较大，农产品食品检测需求旺盛	
工业：持续开展并购整合，活跃于全球工业市场；新兴国家工业投资需求旺盛，服务范围覆盖工业设施全生命周期	
建筑与基础设施：早期发展平缓，2013年后新兴市场发展带动业绩提升；退出不良业务和市场，不断调整业务结构	
三、目标清晰，路径鲜明，两任CEO引领公司前行.....	50
1996年-2011年：Frank Piedelièvre引领公司战略，为公司上市奠定基础；先后提出2011、2015计划，提升运营效率，保持增长	
2012年至今：内生增长乏力；提出五支柱战略，八大增长引擎，两大关键国家，四大举措；宣布实施2025战略	
四、风格稳健，不断调整，积极扩张.....	64
五、风险提示	70

业务基础稳固，广受全球信赖，国际检测行业巨头

公司简介：成立近二百年，全球检测行业巨头



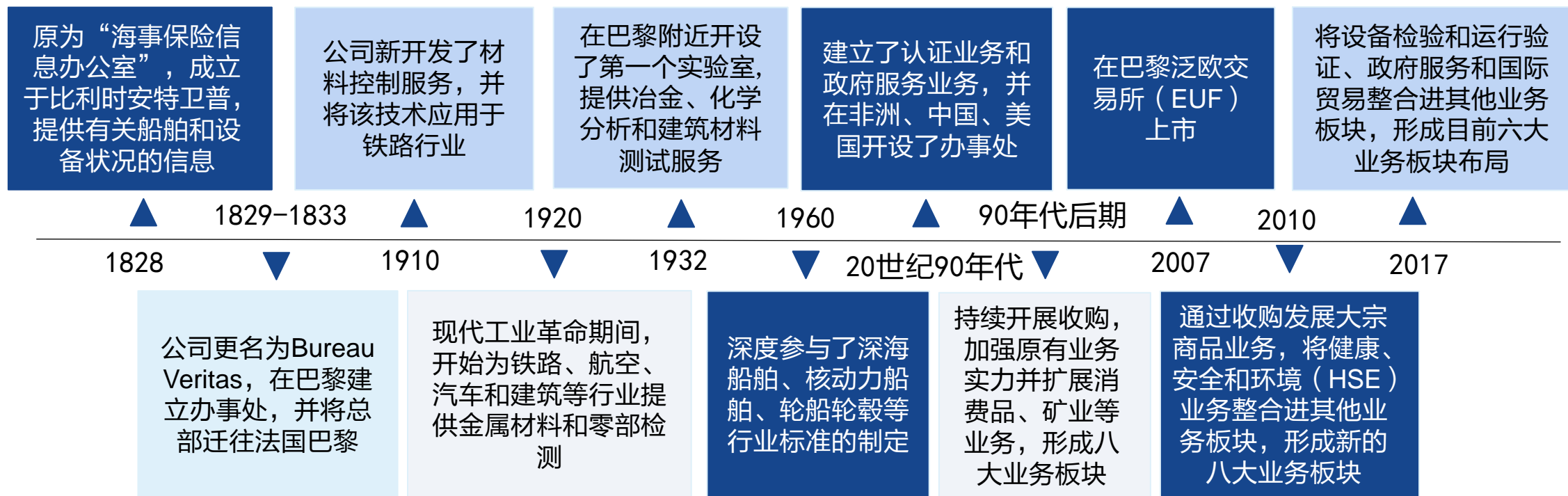
- Bureau Veritas是全球领先的检测、检验和认证公司，公司名称本意为“真理办公室”，成立至今已有194年的历史，市场份额位居全球检测行业前三。BV总部位于法国巴黎，截至2021年底，公司服务网络遍布全球近140个国家，拥有1,600多个办事处和实验室，约80,000名员工，为全球不同领域的约400,000名客户提供服务。
- 核心使命：作为“第一方”帮助客户确保他们生产或销售的资产、产品、系统或服务符合必要的标准；作为“第二方”帮助客户更好地管理供应链；作为“第三方”发布对产品、系统、服务或组织的报告和合格证书。致力于建立公司、公共权力机构和消费者之间的信任。
- 公司拥有六大业务板块：船舶和海洋工程；农产品、食品和大宗商品；工业；建筑和基础设施；认证；消费品。业务范围覆盖：运输和造船，石油和天然气、建筑和土木工程、电力和公用事业、消费品和零售、航空和铁路、金属和矿业、农产品和食品、政府服务、汽车和化学品。



发展历程：船舶信息提供商起家，近200年沉淀成就国际检测巨头

- BV前身“海事保险信息办公室”于1828年在比利时安特卫普成立，提供船舶及设备状况信息。
- 20世纪中前期，BV开始在不同领域扩展技术应用，将服务领域扩展至铁路、航空、汽车、工业、化学品、建筑等领域。
- 2000年前后，BV开始迅速扩张，通过新设或收购进一步加强原有领域的地位并扩展业务范围。
- 2007，BV于巴黎泛欧交易所（EUF）上市。
- 最近十年，BV进行了72场并购，并最终将业务重整简化成六个业务板块。如今，BV已经在全球市场占据了领导地位，并在质量、健康、安全和环境（QHSE）领域具备了全面的、领先的专业优势。

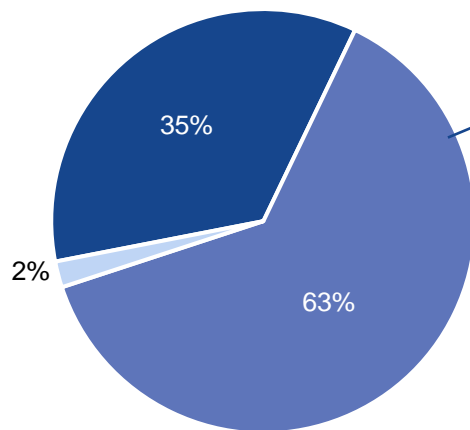
图表1：公司发展历程



- BV股东包括Wendel集团和众多知名投资机构。
- BV第一大股东为Wendel集团，最早成立于1704年，1970年以前一直专注于钢铁冶炼领域的并购，而后向其他领域发展，成为知名投资机构。截止2021年底，Wendel拥有近100亿欧元的管理资产，专注于细分领域的长期投资，致力于促进公司成长和盈利以保持领先市场地位。
- 2004年，Wendel集团和Poincare Investissements各持有BV 33.8%和32.1%的股权和表决权，Poincare Investissements向Wendel集团出售了其持有的所有BV股权。
- 多家知名资产管理公司和投资机构均为BV股东，包括Vanguard集团、挪威央行、贝莱德、牛顿资产等。

图表2：2021年公司股权结构

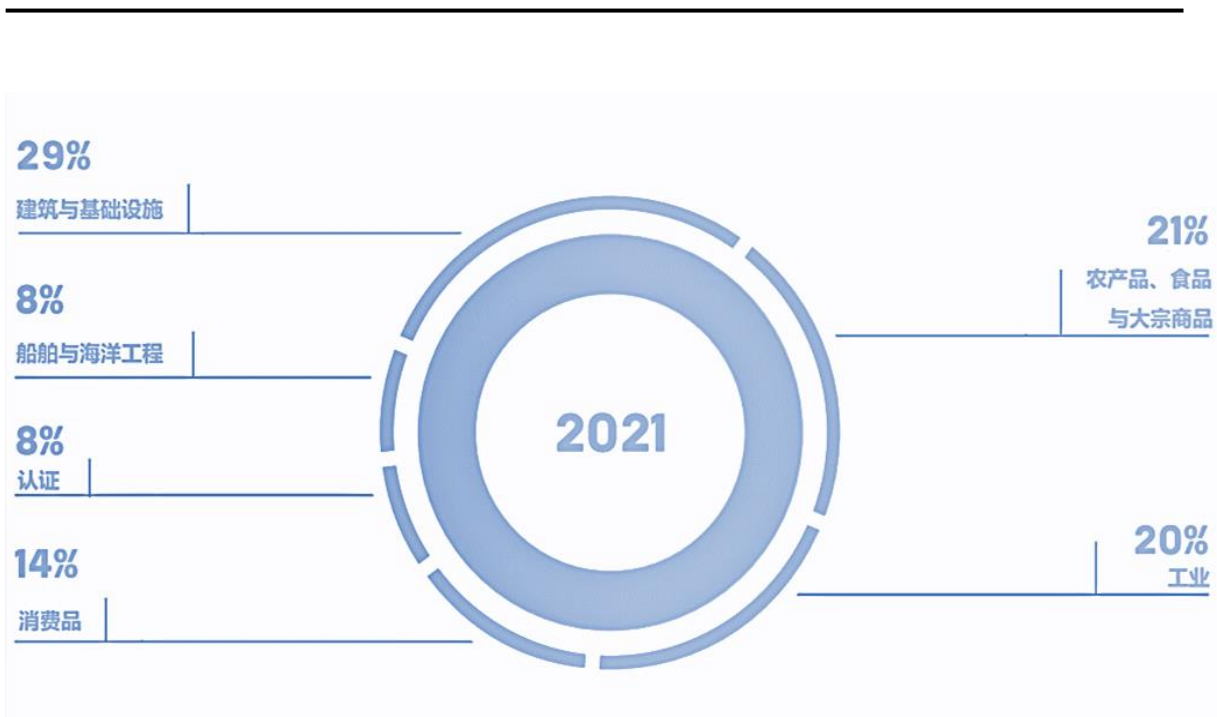
■ Wendel集团 ■ 自由流通股 ■ 其他



前十机构投资者

◆ 威灵顿管理公司	6.87%
◆ Vanguard集团	1.63%
◆ Capital International	1.52%
◆ 挪威中央银行	1.30%
◆ Union Investment Privatfonds	1.16%
◆ 贝莱德基金	0.96%
◆ Newton投资	0.93%
◆ Black Creek投资	0.84%
◆ DWS投资	0.84%
◆ Evenlode投资	0.63%
◆ 合计	16.67%

图表3：2021年六大业务板块收入占比



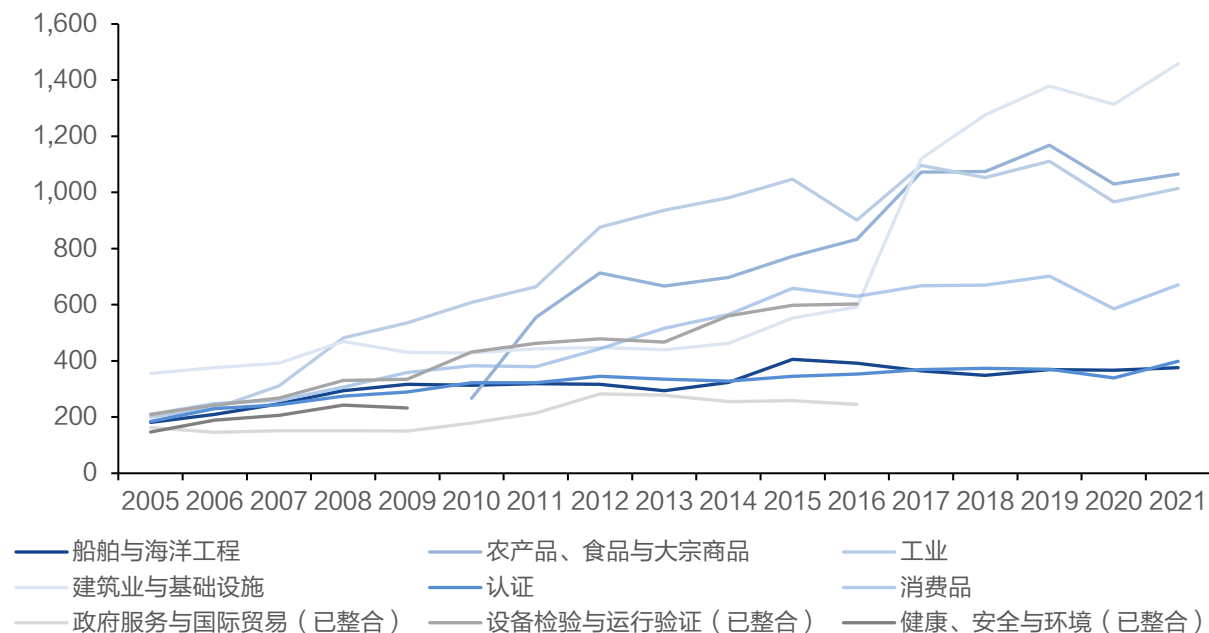
图表4：2021年营收区域分布



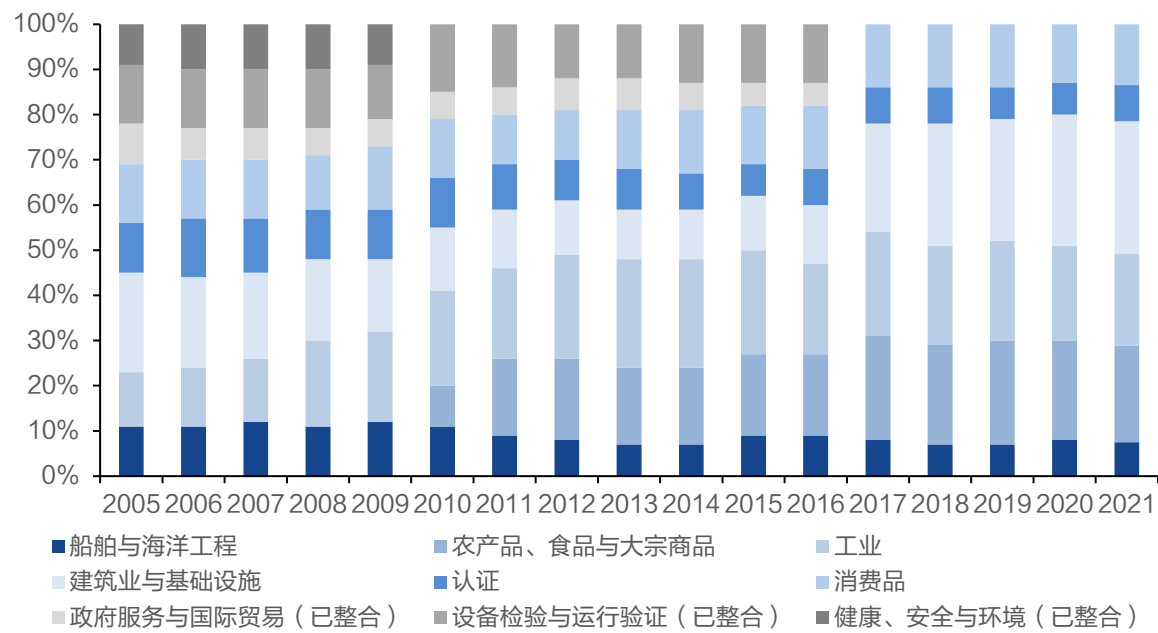
营收结构：营收集中于工业、BI与AFC；船舶业务收入较为平稳

- 2021年，公司工业 & 建筑和基础设施 & 农产品、食品与大宗商品三大板块营收占比合计71%：2005-2009年，工业 & 建筑 & 设备检验与运行验证（IVS）在公司营收中占比最高，是公司的传统优势领域。2010年，公司将HSE业务分拆进工业、建筑和IVS业务，同时收购Inspectorate开展大宗商品业务；2017年，公司将政府服务与国际贸易（GSIT）分拆进大宗商品和工业板块，将IVS分拆进工业和建筑板块，最终形成了工业 & 建筑和基础设施（BI） & 农产品、食品与大宗商品（AFC）三大业务板块。
- 2005-2019年，消费品板块收入持续增长，营收占比较为稳定。2005年以来，船舶与海洋工程板块收入基本保持平稳。
- 2020年，受疫情影响，除船舶和认证业务外，其他业务板块营收均出现了较为明显的下滑。2021年，各板块营收均有所回升。

图表5：2005-2021各业务板块营业收入（百万欧元）



图表6：2005-2021各业务板块营收占比（%）

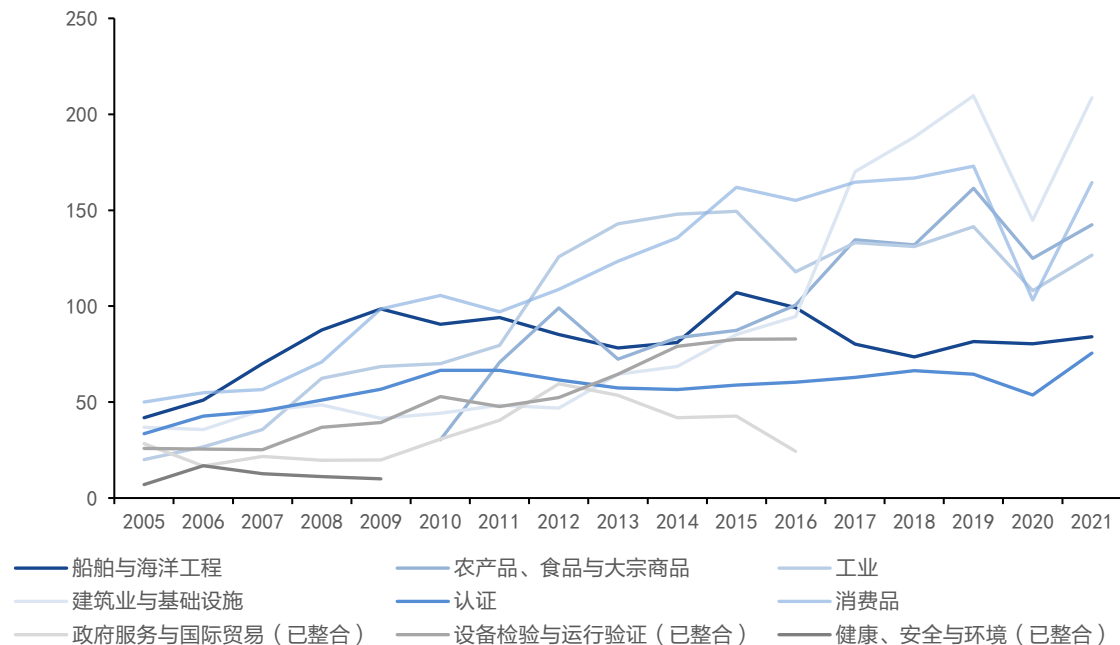


注：BI：建筑和基础设施；AFC：农产品、食品与大宗商品；IVS：设备检验与运行验证；GSIT：政府服务与国际贸易；HSE：健康、安全与环境

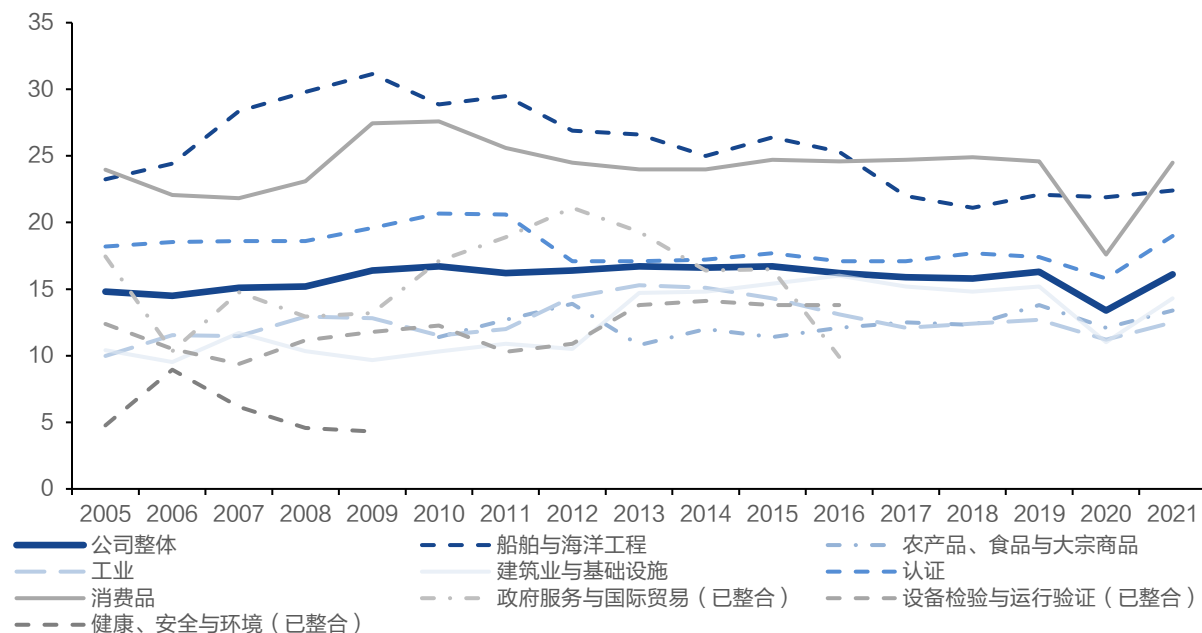
利润结构：消费品、AFC和BI业务利润贡献大，工业业务波动大

- 2020年以前，建筑与基础设施（BI）& 消费品 & 农产品、食品及大宗商品业务（AFC）的利润均保持了增长态势；2017年整合以来，三个板块的利润占比一直保持在60%以上。船舶与海洋工程 & 认证业务板块的利润较为稳定；2016年，石油和天然气部门业务量减少，工业业务板块利润同比下滑21%；2020年，除船舶和海洋工程外，其余业务板块利润均出现了明显下滑；2021年，所有板块利润水平平均同比提升。
- 公司整体营业利润率长期保持在16%左右，2020年下滑至13.4%，2021年回升至16.1%。新冠疫情前，消费品业务营业利润率最高，约25%；认证 & 工业 & 建筑与基础设施 & 农产品、食品与大宗商品板块利润较稳定，分别约为18%、13%、13%和12%；船舶与海洋工程营业利润率自2009年31%高点以来，持续下滑至2018年21%；政府服务与国际贸易业务波动较大。

图表7：2005-2021各业务板块调整后营业利润（百万欧元）



图表8：2005-2021各业务板块调整后营业利润率（%）

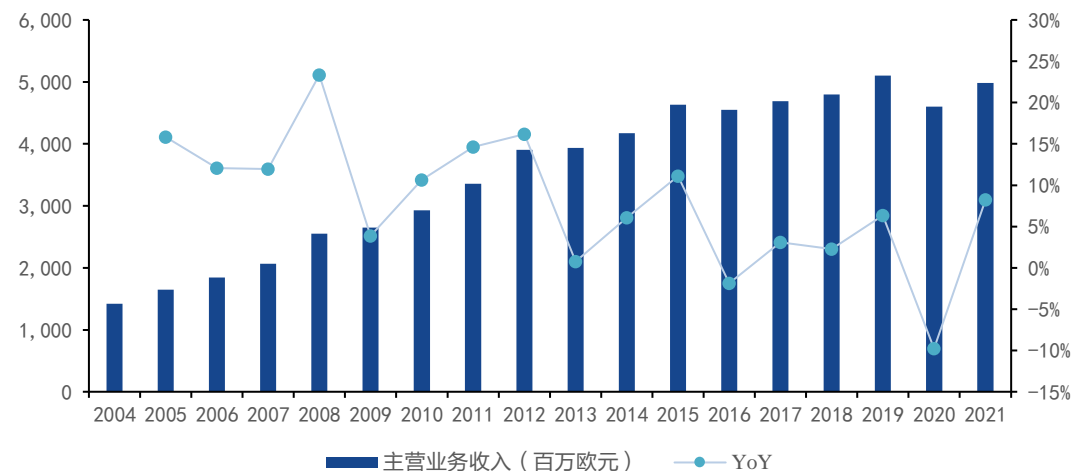


注：BI：建筑和基础设施；AFC：农产品、食品与大宗商品；IVS：设备检验与运行验证；GSIT：政府服务与国际贸易；HSE：健康、安全与环境

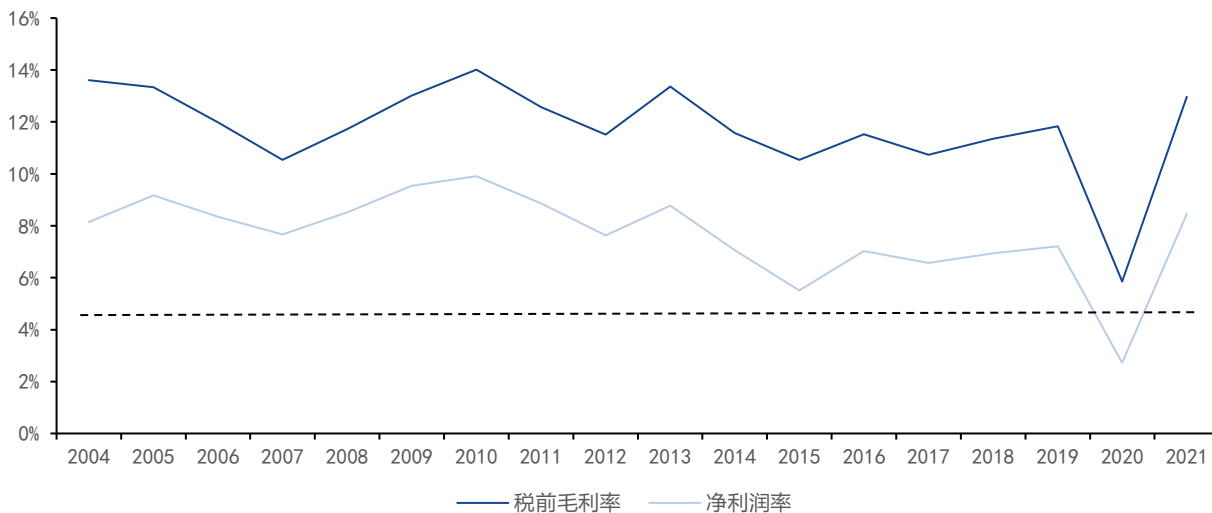
盈利情况：2015年以后营收增速放缓，毛利率/净利率有所下滑

- 2004-2008年为公司营收高速增长期，CAGR达15.72%，2008年（上市后首年）实现了23.34%的最高增速；2009年受金融危机影响、2013年受矿业部门需求减少影响、2016年受全球贸易增速变缓影响，营收增速均出现大幅下滑，但都分别在之后的3年内快速恢复；2020年受新冠疫情影响，营收同比下滑9.78%，但在2021年营收增速转正，恢复至8.26%。
- 2004-2013年，公司毛利率和净利率均较稳定，分别保持在13%和8%的水平附近；2014-2019年相比之前有所下降；2020年受新冠疫情影响，毛利率和净利率分别大幅下滑至5.86%和2.72%。
- 2010年之后净利润较为稳定，在3亿欧元上下波动，2020年受疫情影响下滑明显，但在2021年迅速恢复至4.2亿欧元，创历史新高。

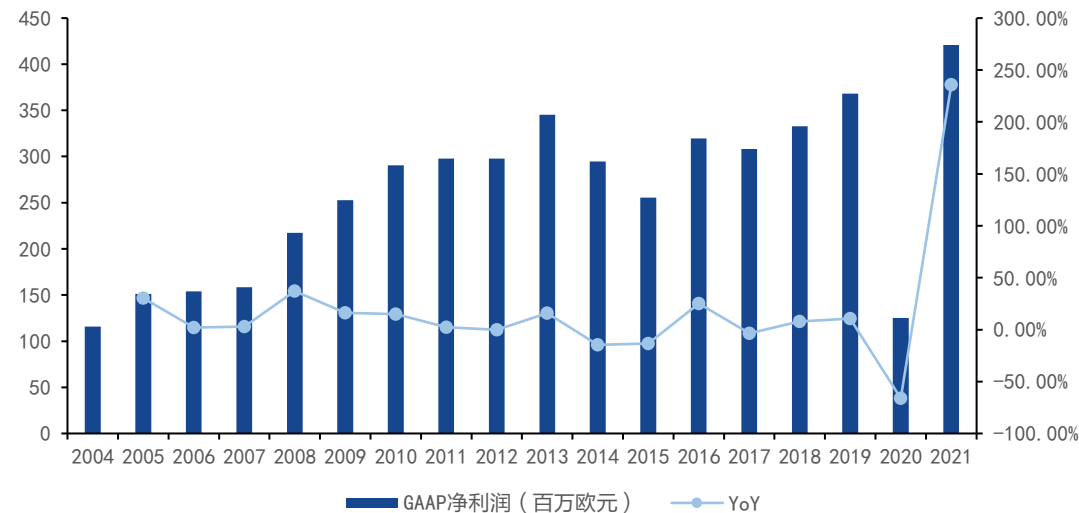
图表9：2004-2021主营业务收入及变化



图表10：2004-2021毛利率、净利率

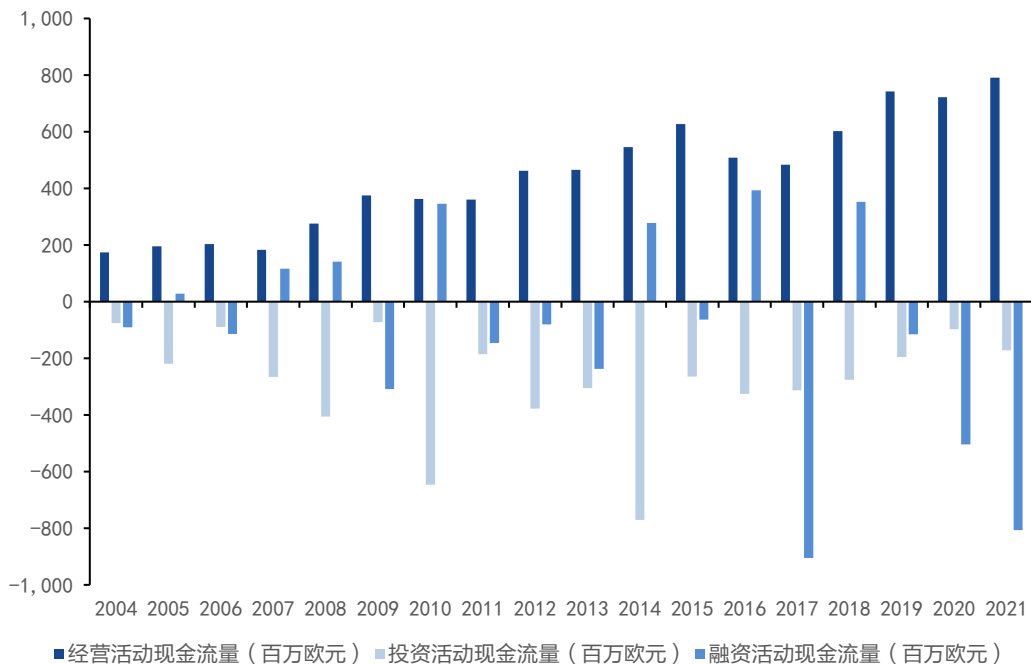


图表11：2004-2021净利润及增速

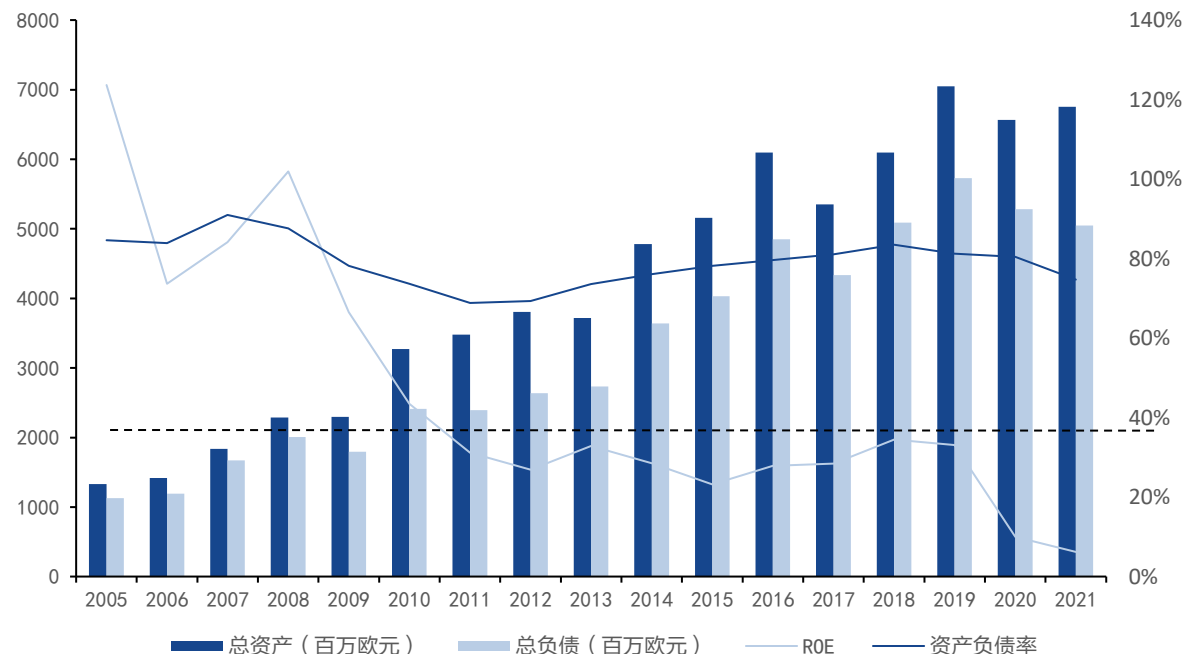


- **现金流优异**：2007年以来，公司经营性净现金流持续改善。随着经营性净现金的增加与上市后融资渠道的畅通，公司投资性支出也明显增加。
- **资产负债率高**：公司上市(2007年)前，资产负债率超过80%；上市初期，公司资产负债率逐渐下降至2011年的69%，此后随着并购项目与内部投资需求的增加，债务融资逐渐增多，资产负债率逐渐回升，2021年为75%。
- **上市后，ROE逐渐下降**：2005-2008年，公司ROE均在70%以上（个别年份超过100%）；2008年以后，随着公司资产负债率下降，ROE逐渐下滑；2011年之后降到40%以下，2020年受新冠疫情影响下滑至10%，2021年为6%。

图表12：2004-2021年经营、投资、融资活动现金净流量



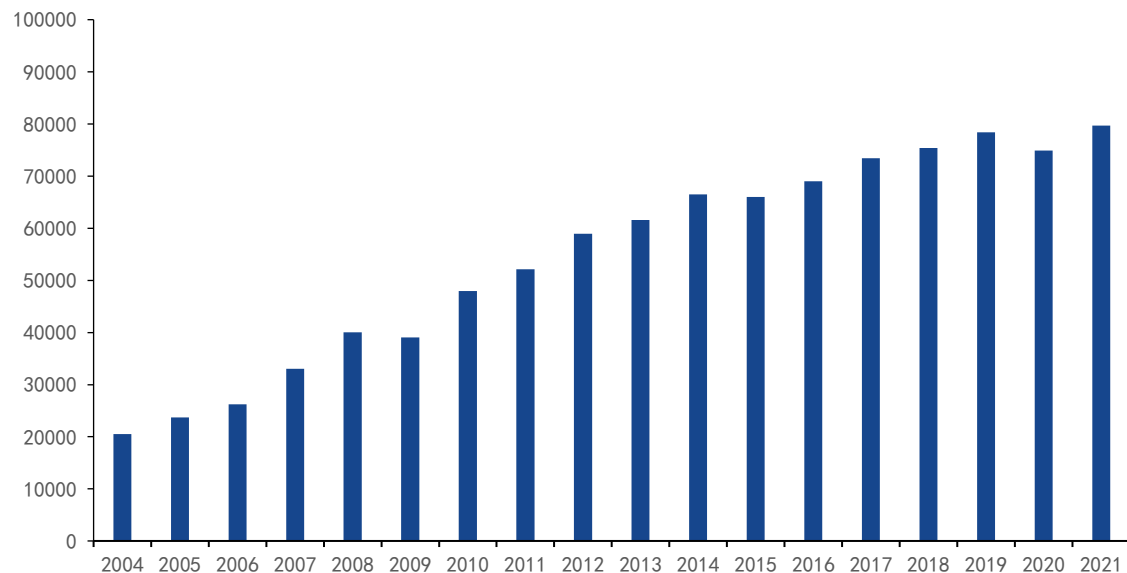
图表13：2005-2021年总资产、总负债、ROE及资产负债率



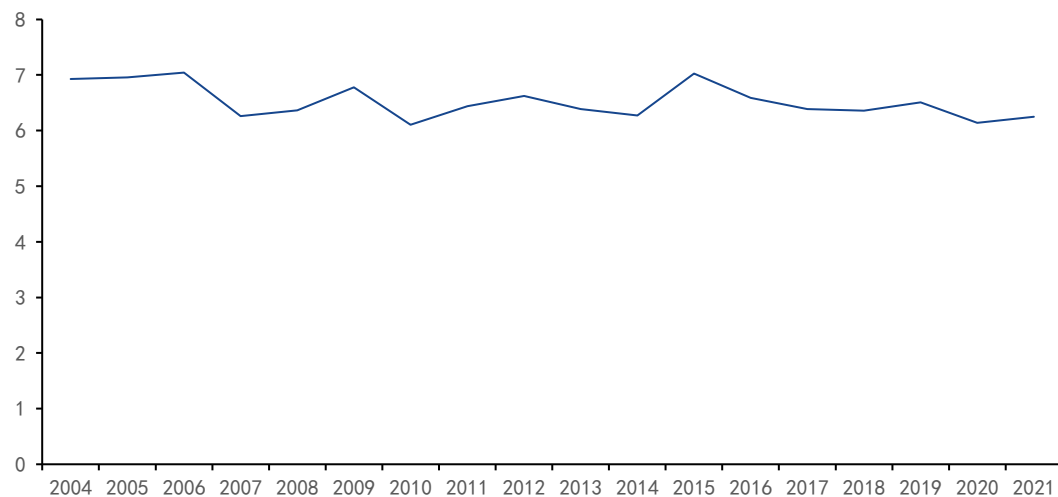
人均指标：人均创收保持稳定，人均创利有所下滑

- **员工人数整体保持增长趋势**：2004年以来，公司员工数量持续上升（仅在2009年金融危机和2020年新冠疫情出现明显下降），截止2021年底，员工人数7.97万人，为历史最高。
- **人均创收保持稳定，人均创利2010年后趋于下降**：公司人均创收长期维持在6.5万欧元上下；人均创利2010年之前保持在较高水平，2009年达到最高的0.65万欧元；此后，开始波动下滑，2014起跌破0.5万欧元；2020年受新冠疫情影响又大幅降至0.17万欧元，2021年恢复至0.53万欧元。

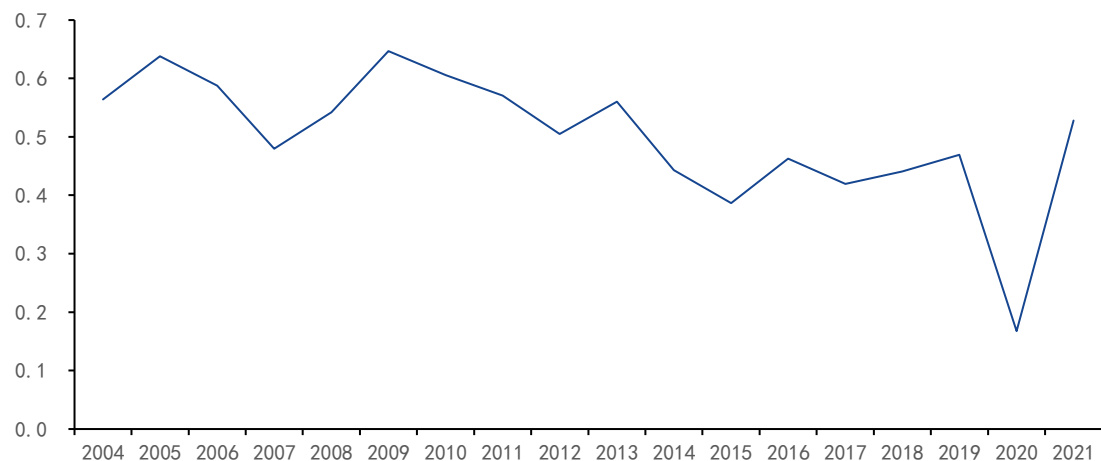
图表14：2004-2021年员工人数（人）



图表15：2004-2021年人均创收（万欧元）



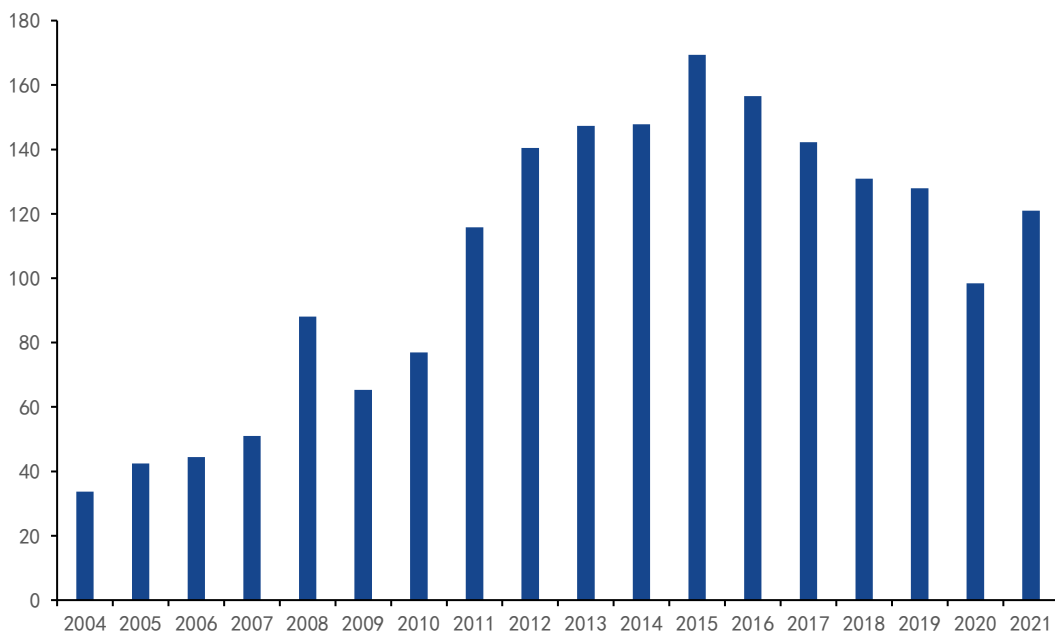
图表16：2004-2021年人均创利（万欧元）



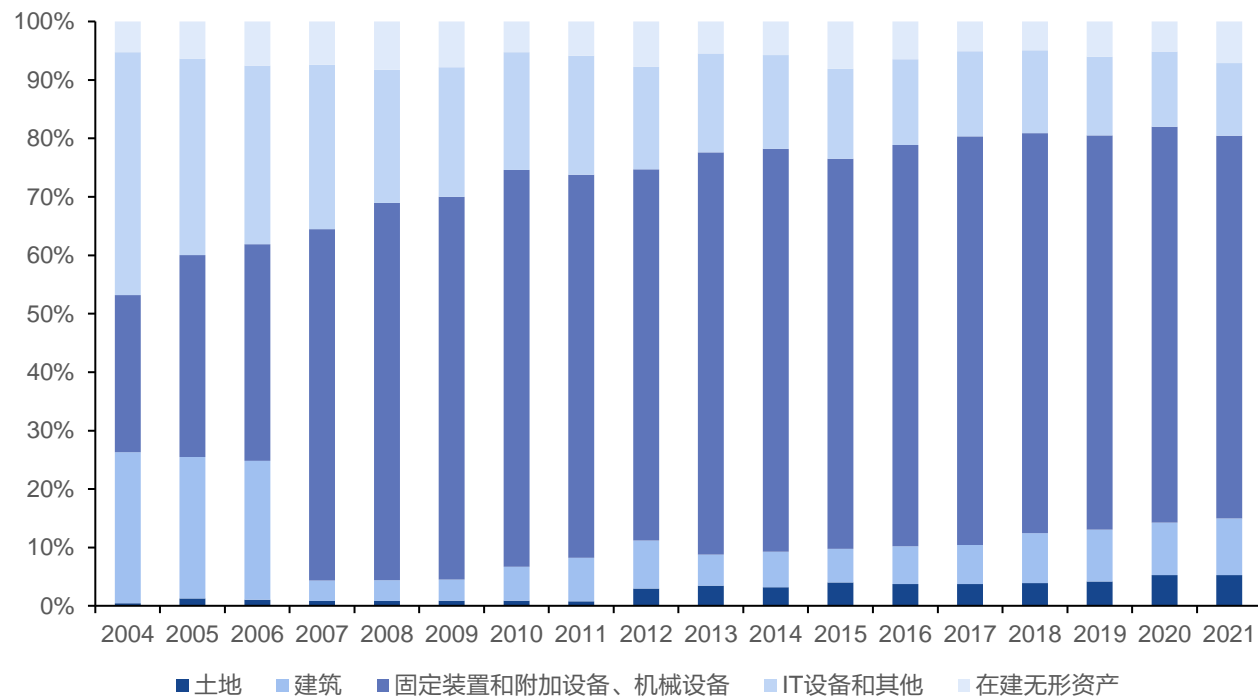
资本开支：2015年为历史最高峰，主要用于AFC和消费品业务板块

- **资本开支总额先升后降：**2004-2007年，公司资本开支总额缓慢上升，2008年达到阶段性峰值，此后迅速回落；2011-2015年，公司资本开支呈现快速上升趋势，2015年达到1.69亿欧元，为历史最高；2016-2019年逐渐回落至1.28亿欧元；2020年，受新冠疫情影响，公司资本开支大幅降至0.98亿欧元，2021年回升至1.21亿欧元。
- **资本开支主要用于AFC和消费品业务板块：**公司检验和认证服务相对来说不属于资本密集型，实验室检测和分析服务则需要较多的设备投资，设备投资主要涉及农产品、食品与大宗商品（AFC）和消费品业务以及一些海关查验服务（GSIT已包含于AFC）；公司资本开支主要用于购买实验室设备，以2021年地产、厂房和设备（PP&E）净额为例，固定装置和附加设备以及机械设备投资占比达到65%；IT设备及其他（办公室用品）占比第二，为12%。

图表17：2004-2021年资本开支总额（百万欧元）



图表18：2004年-2021年PP&E净额构成



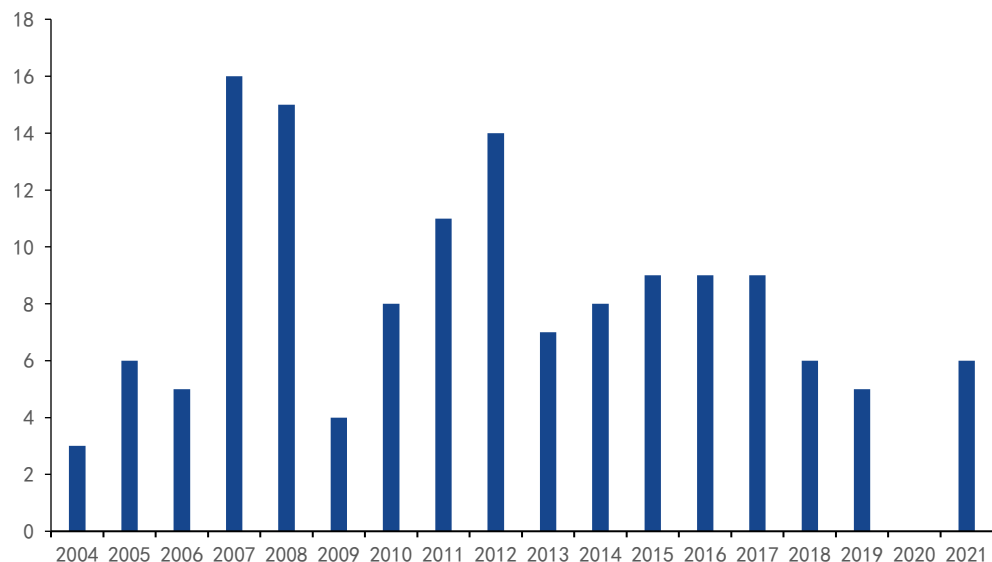
外延并购：2007年上市初期并购力度最高，2018年后并购数量明显下降

➤ **2007年上市后加快并购步伐：**公司长久以来将并购作为外部增长的重要战略，上市前通过收购已跻身行业前列；2007-2008年间收购了31家公司，并购支出高达5.5亿欧元；金融危机后公司继续加快并购步伐，2010-2014年间收购了48家公司，并购支出达17.84亿欧元；此后，并购节奏趋缓；2018年以后，并购数量明显下降。

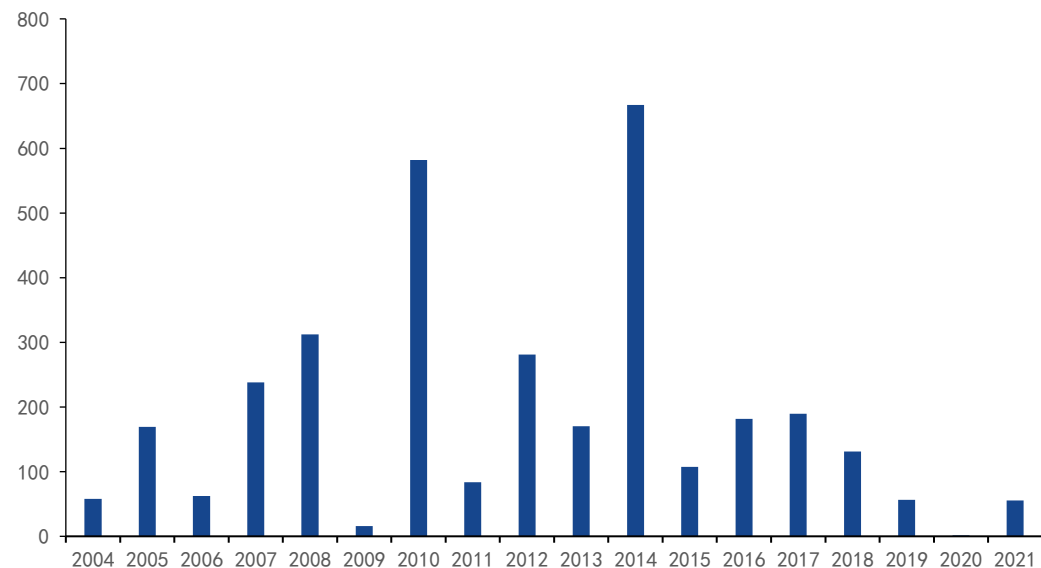
➤ 收购策略：

- 发展新的业务平台。过去20年只收购了四家营收超1亿欧元的公司，如收购Inspectorate开展大宗商品业务。
- 补强型收购。主要收购中小型公司，完善原有区域业务组合增强影响力；进入新区域扩张版图；扩大业务专业性范围。
- 收购方向：业务上，注重农产品、食品、建筑与基础设施和网络安全板块公司的收购；地理上，重点在北美和亚洲（特别是中国）布局。

图表19：2004-2021年BV并购数量情况

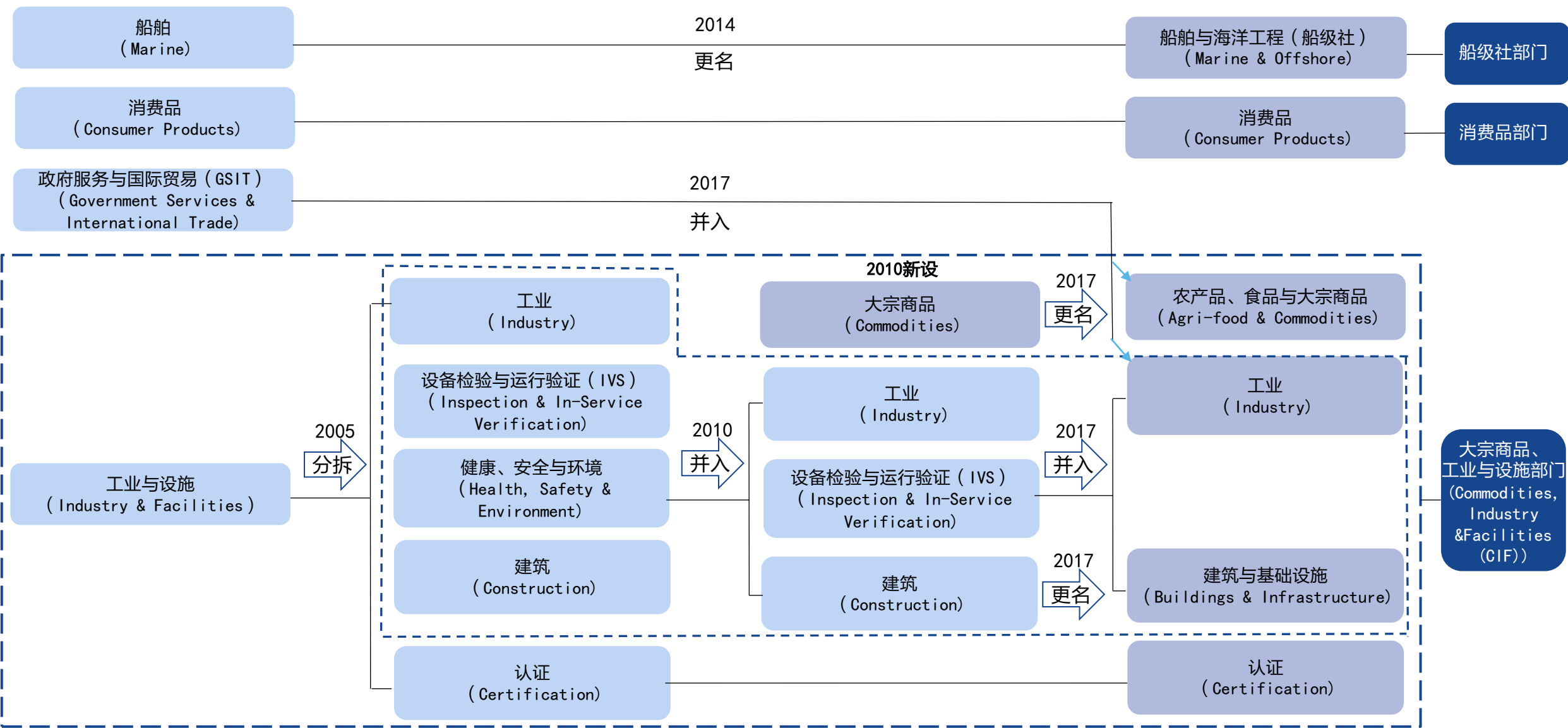


图表20：2004-2021年BV并购支出（百万欧元）



紧随潮流，夯实基础，六大业务并驾齐驱

2004年以来业务板块调整形成三大部门六大业务



注：公司于2010年收购Inspectorate开设大宗商品业务；GSIT大部分并入农产品、食品与大宗商品，汽车部分并入工业；IVS大部分并入建筑与基础设施，剩余并入工业，取决于终端市场。

图表21：2020年BV六大板块业务概况

	船舶与海洋工程	消费品	农产品、食品与大宗商品	工业	建筑与基础设施	认证
市场地位	船舶数量世界第一	世界第三	世界第三	世界领先	世界领先	世界第二
业务描述	通过船舶和海上平台分类服务，确保海上安全。提供技术专长，以评估和管理风险，并提高性能	测试和验证消费品是否符合标准及其质量、安全性和性能。检查、验证其符合性，提高供应链的效率、可追溯性和可靠性	提高透明度，检查整个价值链中商品的组成、质量和数量，从提取到销售，从农场到分叉。促进国际贸易，通过验证进口一致性来保护公民免受劣质产品的影响	确保工业资产在其整个生命周期中的安全、安全性、可靠性和完整性，并评估其是否符合国家、国际和自愿的QHSE标准。控制质量，并提供汽车行业的供应链优化协助	从规划和设计到施工和运营，都要保证财产资产和基础设施满足为质量、安全、合规性和性能所定义的目标。通过评估在职设施的安全和效率，以及分析所有环境数据，包括空气和水质，以确保业务的连续性和环境保护	证明质量、健康、安全和环境管理系统符合适用的国际、国家或行业标准，或专门针对大公司的标准，以改善风险管理和绩效
业务细分	<ul style="list-style-type: none"> ● 新建船舶 ● 在役船舶 ● 海洋设施 ● 辅助服务 	<ul style="list-style-type: none"> ● 纺织品和软百货 ● 玩具和硬百货 ● 电气和电子设备 	<ul style="list-style-type: none"> ● 农产品与食品 ● 金属与矿产品 ● 石油与石化产品 ● 政府服务 	<ul style="list-style-type: none"> ● 从设计、采购到建设的工业项目的CAPEX服务 ● 生产连续性和资产完整性的OPEX服 ● 设备、设施和项目的第三方法规和标准认证服务 ● 质量、健康、安全和环境（QHSE） ● 客户特定要求（如技术和规格要求）服务 	<ul style="list-style-type: none"> ● 现有资产运行阶段 ● 新建资产投资阶段 	<ul style="list-style-type: none"> ● QHSE ● 供应链和可持续发展 ● 定制解决方案和培训

图表21：2020年BV六大板块业务概况（续）

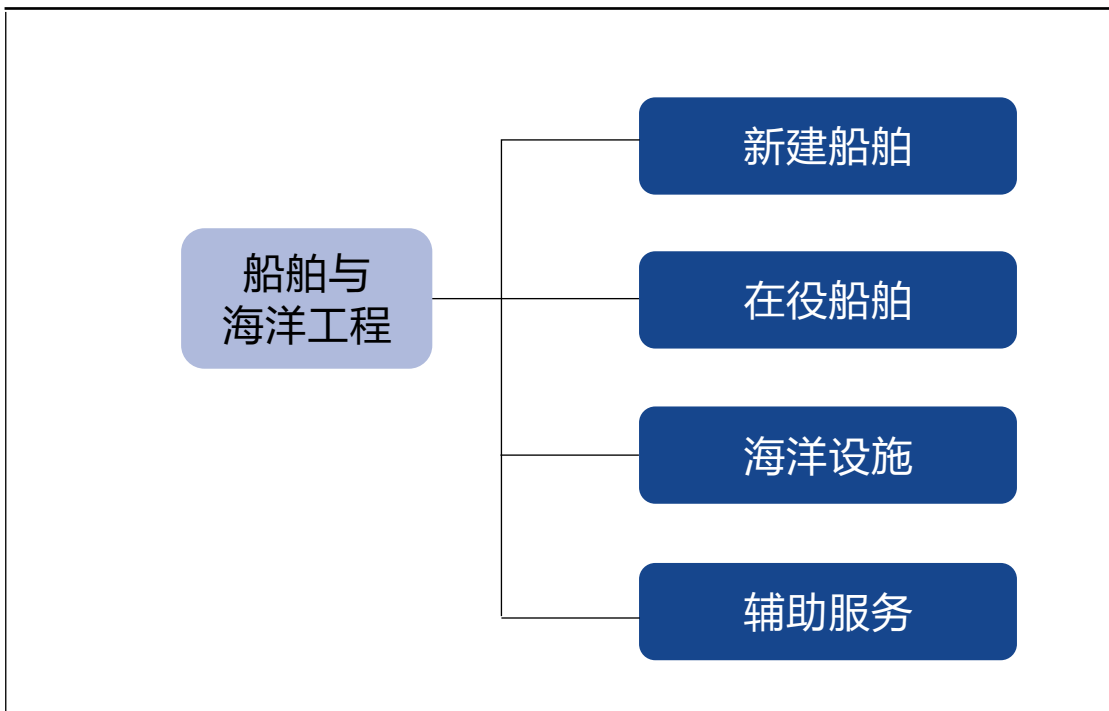
	船舶与海洋工程	消费品	农产品、食品与大宗商品		工业	建筑与基础设施	认证
竞争环境	国际船级社协会(IACS)的12名成员对全球超过90%的航运船队进行了分类	玩具、纺织品和硬百货检测市场集中度较高；电气产品、电子产品检测市场集中度较低。	农产品、食品	国际化机构较少；本地化机构多	少数欧洲或全球性的大型同行；大量的高度专业化的本地同行	区域性公司较少；本地化机构较多	少数世界级同行和国有认证机构；大量的本地机构
		大宗商品	国际化机构较少；少量的区域性公司及细分领域的专业化检测机构				
		政府服务	政府服务的四大主要参与者				
重点客户	<ul style="list-style-type: none"> 世界各地的造船厂和造船商 设备和部件制造商；船主 参与海上生产单元的建设和运营的石油公司和工程、采购、安装和调试(EPIC)承包商 保险公司、仪表俱乐部和律师。 	为世界各地的零售商、制造商和品牌提供服务，但主要是在美国和欧洲提供其来自亚洲的产品。中国、印度和拉丁美洲新兴国家的零售商也在快速增长。在过去的几年里，该板块客户更多样化，在大众市场中合并了更多的中小型企业客户。大部分由大约100个关键客户带来，排名前20的客户占该业务收入的25%-30%	与石油、采矿、农业食品加工和零售行业的领先运营商以及领先的大宗商品贸易公司有着长期的合作关系，被认为是政府服务的全球领导者		为整个价值链中广泛的工业公司提供服务：资产所有者和运营商、工程公司(EPC承包商)、建筑公司和设备制造商。BV作为独立的第三方参与者、乙方检查员、技术顾问或外部承包商，负责管理给定项目的QHSE和代码合规方面。	众多国际客户，例如在中国市场为全球大型客户发展志愿服务，在巴西的购物中心进行消防安全检查，以及在印度和东南亚为大型国际零售商的分包商进行工厂检查	<ul style="list-style-type: none"> 大型国际公司，最常见的是其管理系统的外部认证分配，覆盖其全球所有网站 大型全国性公司试图通过认证其管理系统来提高其业绩和提高其声誉 中小型公司，其管理系统认证可能是进入出口、公共采购和大量市场的条件

- 目前国际船级社协会（IACS）有12个船级社成员，覆盖了全球90%的船舶分级业务。BV是国际船级社协会的认可创始成员，也是“欧洲船级社条例”和“欧洲海洋设备法规”下的认证机构，目前拥有各国家海事局的150多项授权。
- BV船级社主要负责评估船舶和海洋设施（如海上油气田）的结构稳健性和可靠性，还可代表相关行政部门提供船舶认证，应用场景包括海事保险合同要求、港口当局要求和海上设施监管需求等，客户覆盖船坞和造船厂、设备和部件制造商、服役中船只的船主、石油公司和海上生产设施的承建商及保险商。

- **船舶与海洋工程业务2021年营收40%来自新建船舶分级，45%来自在役船舶的长期合同，剩余为海上设施和辅助服务。**2005-2008年全球经济增长，带动海运需求增长，公司营收和利润率快速增长，营收CAGR达17.64%；2009年后由于全球运力过剩，船舶分级市场饱和，新建船舶数量受全球经济和海运周期影响，公司船舶业务营收呈周期性波动，业务利润率持续下降；未来公司计划依靠清洁能源船舶和高附加值服务实现营收和利润率双增长，进一步提升市场份额。



图表22：船舶与海洋工程业务板块结构图



不断升级的监管环境

- 2004年国际海事组织（IMO）通过了压载水管理公约，2009年香港提出了船舶循环再造公约，2015年欧盟提出了船舶二氧化碳排放的监管要求，2016年IACS提出了关于船载计算机系统的要求，2017年IMO提出了极地水域的船舶准则，2018年欧盟提出了船舶回收条例，2019年IMO提出了燃料消耗的强制信息收集要求，2020年防污公约将燃料最大含硫量从3.5%降至0.5%，2021年欧盟将船舶纳入排污权交易制度（EU ETS）。
- 公司迅速响应监管要求，提供新服务，并帮助船主降低能源成本，客户数量持续增长。

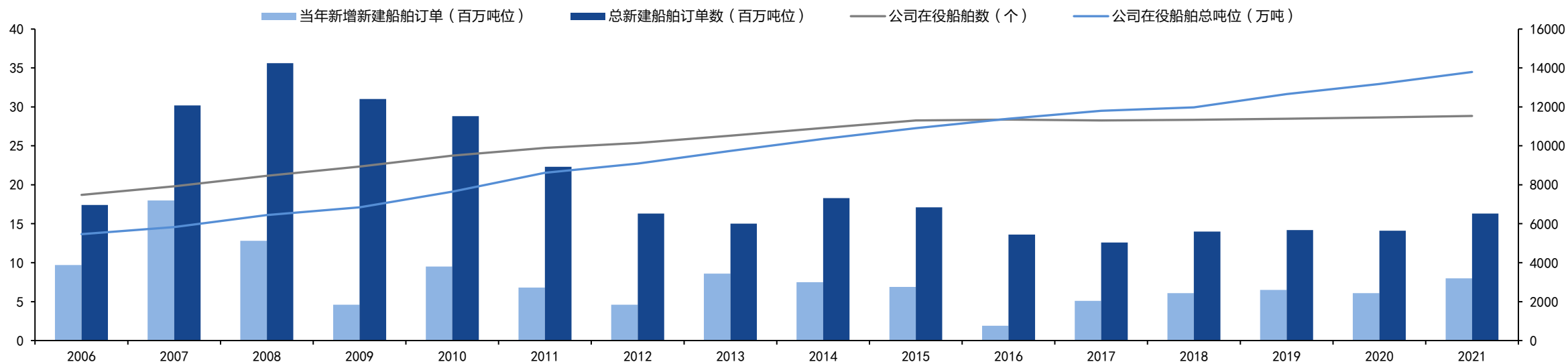
海运周期性和清洁能源替代趋势

- 海运具有周期性，在役船只和新建船只数量随经济周期波动，从而影响公司收入情况。
- 未来清洁能源将逐渐替代传统能源。出于成本或环保考虑，目前船主和石油公司都将液化天然气（LNG）作为清洁能源的最佳过渡，新建LNG驱动船舶和LNG运输船舶增多；由于油价波动剧烈，全球浮式生产系统（FPSO）和钻机订单减少，而海上风电场项目大幅增加。
- 公司在液化天然气船舶分级领域具有领先地位，在全球海运减少的情况下，2020年仍能保持船舶客户增长，通过提高市占率以平滑周期影响。

数字化和高附加值服务

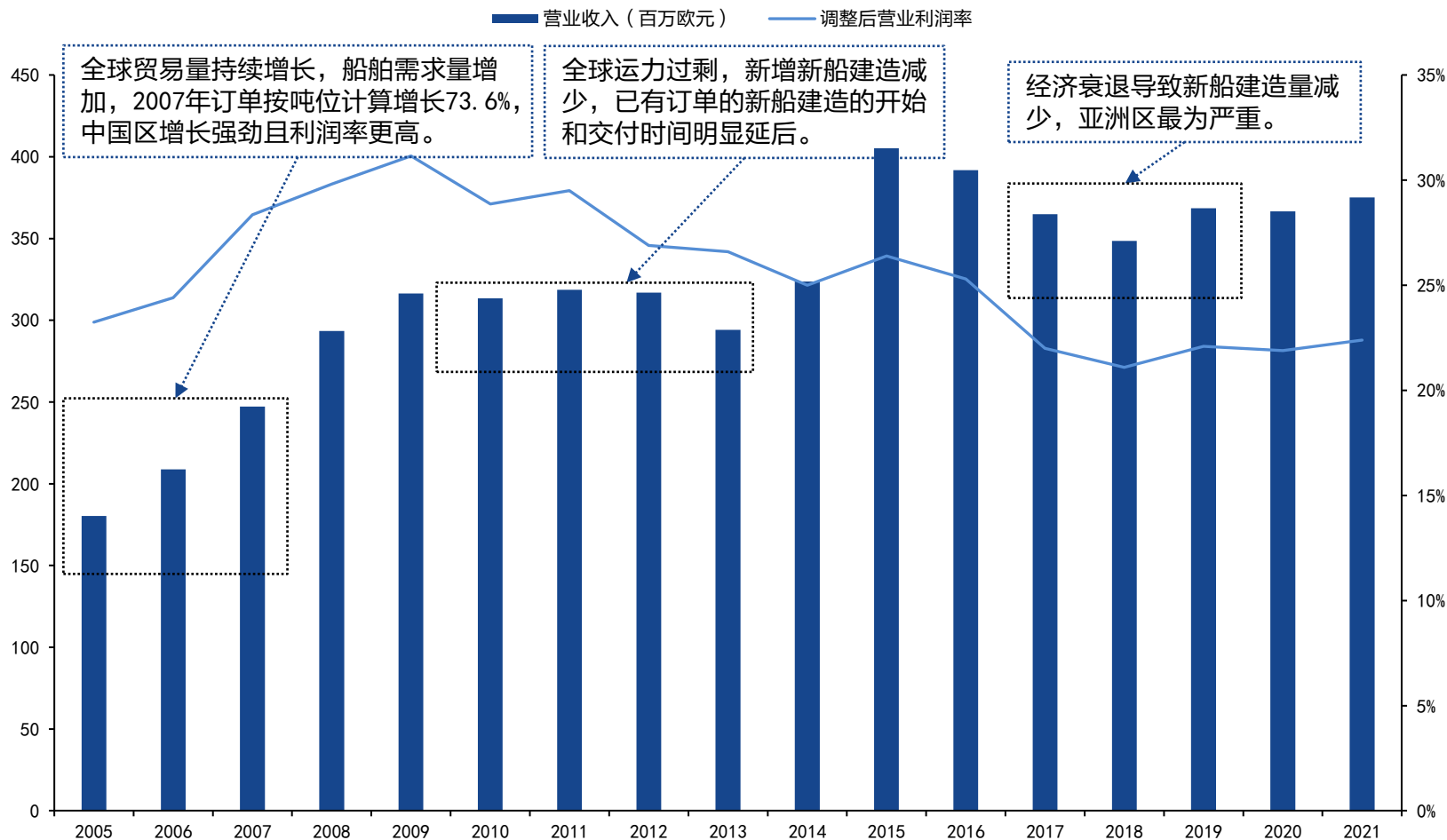
- 公司将发展重点放在数字化和高附加值服务来应对现有的发展瓶颈。
- 公司在2020年推出船舶分级服务的数字化服务流程，通过无人机、远程虚拟访问、人工智能和云平台提供更安全、更有效的数字驱动决策。
- 公司通过收购提供除监管和合规领域外多种高附加值服务，包括海洋行业风险评估（Matthews Danie），海上事故调查（TMC Marine），海上作业和项目风险管理（MAC）等，同时还自行研发了多种辅助服务。

图表23：2006年-2021年公司客户数量相关指标



- 2008-2009年：金融危机后经济衰退，公司凭借其专业性抢占了更多市场份额。按吨位计算：从8%提高至14.2%；按船舶数计算：从15%提高至20.6%。
- 2014年：收购Matthews Daniel（海上设施的损失调整和风险评估），业务板块更名为Marine & Offshore。
- 2015年：船舶与海洋工程业务板块反弹，按恒定汇率营收增长20%，其中内生增速10.2%，外生增速9.8%（收购辅助服务相关标的所致）。
- 2016年：收购TMC（救援咨询和船舶再浮）和MAC（海上作业和项目风险管理），公司重点发展数字化和高附加值服务以应对行业衰退。
- 2019-2020年：船舶与海洋工程业务反弹后再遭疫情打击，公司依靠液化天然气船舶和海上风电场相关服务保持了2.2%的内生增速。

图表24：2005-2021年船舶与海洋工程业务板块营业收入（百万欧元）及利润率

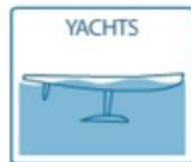
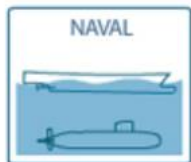


图表25：2014-2021年船舶与海洋工程业务板块并购情况（部分）

时间	公司名称	地区	收购详情
2014	Matthews Daniel	英国	<ul style="list-style-type: none"> 通过此次收购，Bureau Veritas增加了海上设施的损失调整和风险评服务，成为船舶与海洋行业中损失调整和风险评服务的全球领先供应商
2015	HydrOcean	法国	<ul style="list-style-type: none"> HydrOcean是一家专门从事海洋工业水动力数字模拟的工程公司 HydrOcean给Bureau Veritas增加了数字水动力模拟服务
2016	TMC Marine Ltd.	英国	<ul style="list-style-type: none"> TMC是一家总部位于英国的咨询公司，为海洋工业提供咨询和支持，专门提供海洋索赔和事故调查、打捞工作以及沉船清除咨询和海洋专业服务 通过此次收购，Bureau Veritas增加了海上事故调查、打捞前和打捞后的咨询及船舶重浮服务
	MAC	英国	<ul style="list-style-type: none"> MAC是一家为海洋和海上行业提供高增值服务的公司 通过此次收购，Bureau Veritas增加了在海上作业和项目风险管理服务



HYDROCEAN



MatthewsDaniel
a Bureau Veritas Group Company

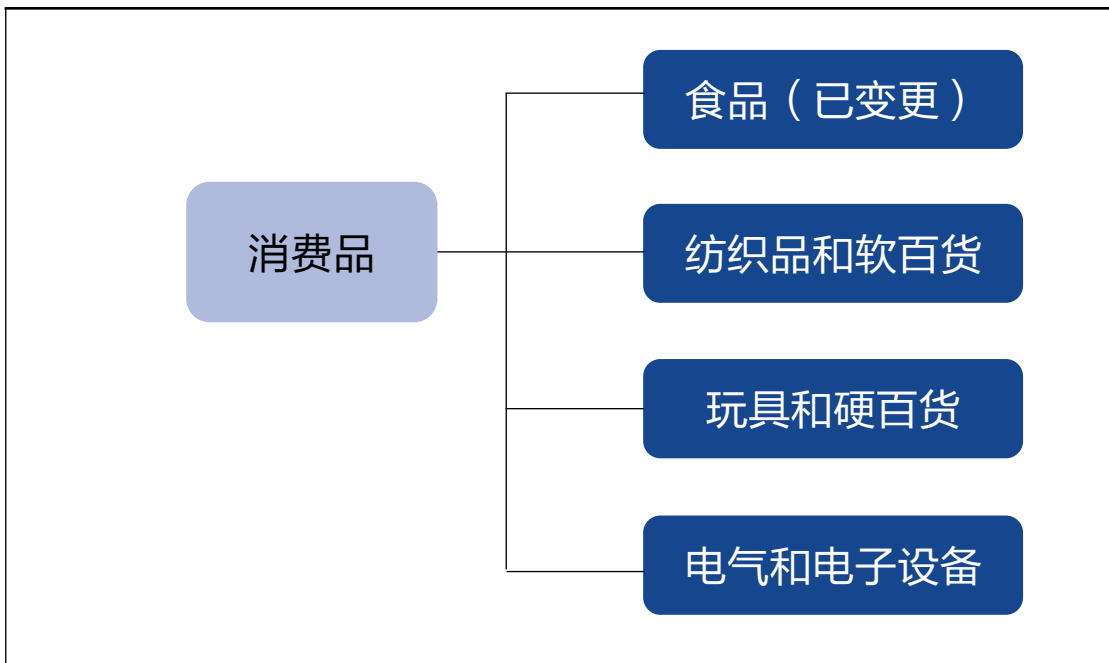
TMC MARINE
A BUREAU VERITAS GROUP COMPANY



- 目前消费品检测市场整体较为分散；其中，软百货和硬百货市场相对集中，电气和电子产品市场相对分散。通常零售商和品牌客户会确认两家或三家合格供应商，客户可自由选择为其提供检测服务的公司。
- 公司为全球的制造商、销售商、零售商和知名品牌提供覆盖产品设计和研发阶段、材料和零部件采购阶段、制造阶段以及分销阶段的全产业链服务，以确保消费品符合法规、质量和性能要求。目前消费品制造主要在亚洲，终端市场主要在欧美，但新兴国家的零售商和品牌正迅速崛起，公司近年来持续发展亚洲客户，与更多中小型企业建立了客户关系，形成了更加多元化的客户群体。
- **消费品业务2021年营收35%来自软百货，31%来自硬百货，34%来自电气和电子产品。**公司在原有欧美区域纺织品和玩具业务的基础上，不断通过并购进入新的消费品领域和新兴国家市场，业务整体营收呈持续上升趋势，2005-2015年CAGR达12.15%。2016年食品板块（约50百万欧元）从该板块剥离，按调整后营收计算2015-2019年CAGR为3.88%。2020年受疫情影响，公司消费品板块营收和利润率大幅下降。未来消费品板块的增长驱动力可能来自于智能互联和新兴国家市场的增长。



图表26：消费品业务板块结构图

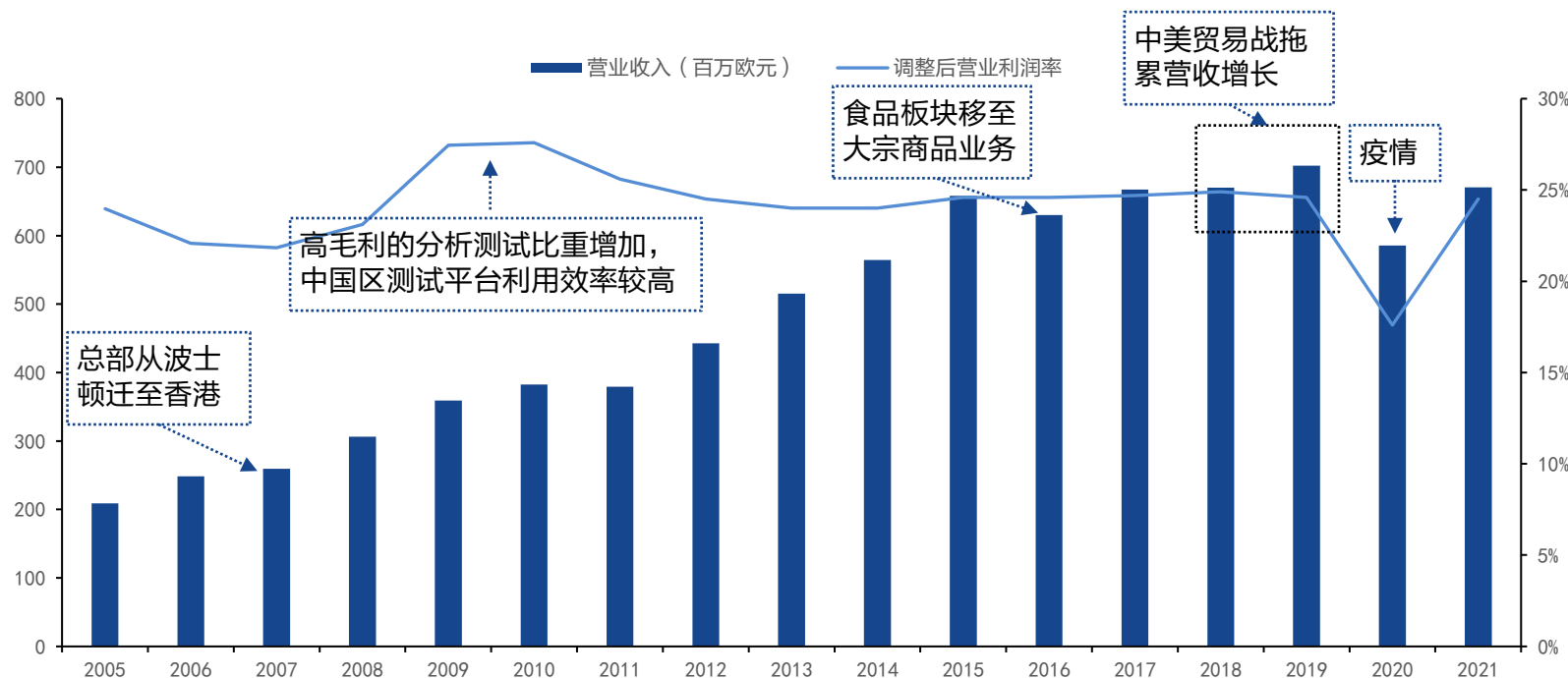


注：软百货：衣服、皮革制品、鞋类等；硬百货：家具、体育用品、办公室用品、玩具、化妆品等；电气与电子产品：家用电器、无线和智能设备、汽车传感器和车载系统等；食品板块约占8%营收。

- **玩具和硬百货：**1998年收购的美国儿童玩具和产品检测巨头ACTS奠定了公司在玩具领域的龙头地位；2008年8月美国推出《消费者产品安全改进法案》(CPSIA)，带动玩具和其他硬百货检测需求；2011年失去多家美国零售商的独家玩具检测提供商地位；此后玩具业务除2013年受益于电动玩具的兴起略微反弹，整体持续衰退，2020年营收占比仅7%。
- **纺织品和软百货：**2001年收购的美国面料和服装检测龙头MTL使公司在纺织品领域的竞争力仅次于Intertek；2011年获得了软百货领域美国最大连锁百货商店JC PENNY的外包合同；公司不断在亚洲和欧洲展开收购，完善供应链布局，纺织品业务保持了稳固的增长。
- **电气和电子设备：**2005年收购中国台湾ADT和美国Curtis Straus获得在该领域的立足之本；2013年收购德国7layers，公司成为了该领域的领先企业之一；2015年开始布局智慧世界和智能汽车；2017年收购美国主要电信测试和认证机构之一Siemic，巩固了其在该领域的地位；2019年加大5G领域投资；2020年公司在亚洲的物联网和智能汽车测试平台已投入运行。

图表27：2005-2021年消费品业务板块营业收入（百万欧元）及利润率

- 公司在玩具和纺织品的基础上不断完善硬百货和软百货品类并扩展质量/标准审核业务。
- 持续发展亚洲市场，随着新兴市场中产阶级消费需求的增加，涌现了一批销售商和新兴品牌，公司获得了新的中小型客户。
- 2018年受贸易战关税和中国转型升级影响，制造业大量从中国转移至东南亚地区，得益于全球的网络布局，公司继续在消费品检测中发挥重要作用。
- 公司紧跟WIFI-移动通信-5G-万物互联/智慧世界的发展潮流，电气和电子设备领域营收高速增长，占比从2007年的21%提高到2020年的35%。



图表28：2007-2021年消费品业务板块并购情况（部分）

时间	公司名称	地区	收购详情
2009	SPD	中国	<ul style="list-style-type: none"> 加强了BV在德国电气和电子领域的影响力
2010	NS Technology	中国	<ul style="list-style-type: none"> NS Technology是一家专门从事电气和电子设备的分析测试和认证的公司，2010年的年收入约为400万欧元 加强了BV在大中华区电磁兼容室的业务范围和在电子领域的地位
2011	Sargam	印度	<ul style="list-style-type: none"> 两个专门从事食品检测的实验室
	Kontrollab	土耳其	
2013	7layers	德国	<ul style="list-style-type: none"> 通过收购7layers，BV集团成为世界无线/智能世界技术的领导者之一，与各行业的广泛合作促进了无线通信技术、设备、服务和应用的持续改进和使用。
2015	Certest	意大利	<ul style="list-style-type: none"> Certest是一家奢侈品检测实验室 通过此次收购，Bureau Veritas扩展了其在意大利的影响力 Certest利用其在全球奢侈品牌中的领先地位，还有助于促进国际品牌进入亚洲新兴市场的增长
2016	VEO	中国	<ul style="list-style-type: none"> VEO是一家总部位于中国的汽车合格性评估机构，提供对车辆、汽车系统和零部件的认证和技术支持服务，以验证它们符合全球市场的适用要求

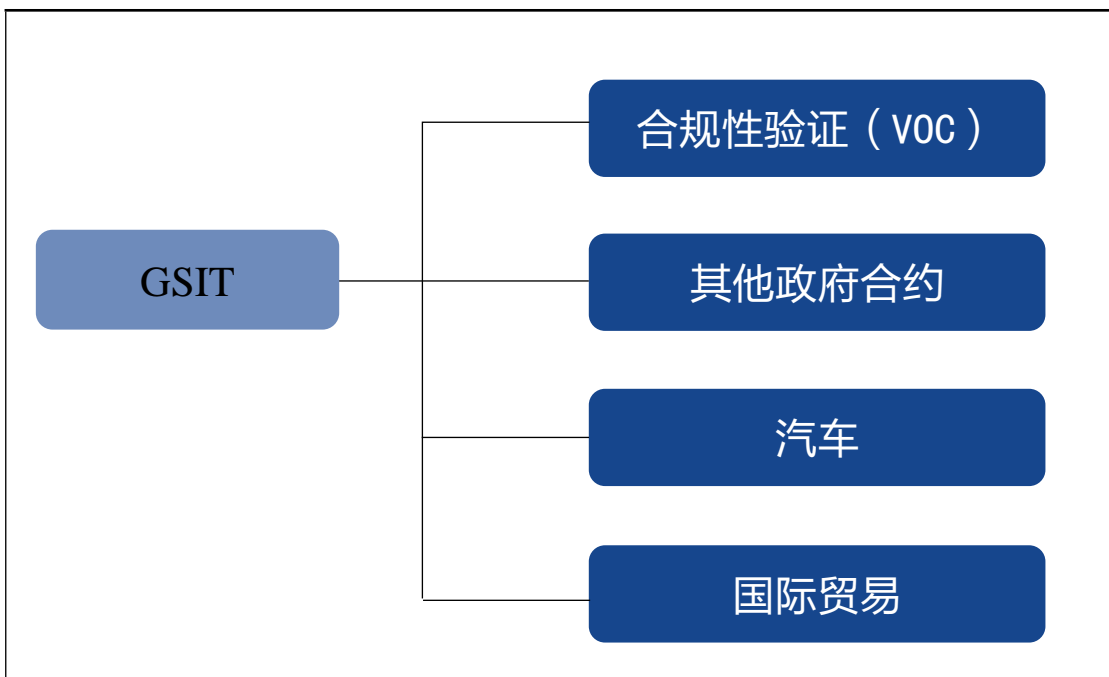
图表28：2007–2021年消费品业务板块并购情况（部分）（续）

时间	公司名称	地区	收购详情
2017	Siemic	美国	<ul style="list-style-type: none"> • Siemic美国主要的电信测试和认证机构之一 • 此次收购加深了Bureau Veritas在智能世界服务的领先地位，并巩固了其在硅谷的战略地位
	ICTK	韩国	<ul style="list-style-type: none"> • 通过此次收购，BV集团进入了不断增长的智能支付测试和认证服务市场。
	IPS Tokai Corporation	日本	<ul style="list-style-type: none"> • 此次收购为Bureau Veritas提供了在日本技术测试市场的第一个实验室，使BV集团能够帮助设备制造商满足其对当前和未来的电动和联网车辆的合规和性能要求
2021	AET France	法国	<ul style="list-style-type: none"> • AET France为消费品市场提供产品开发、项目管理和用户体验测试服务。 • 此次收购强化了BV集团在欧洲消费品零售市场的地位。
	Zhejiang Jianchuang Testing Technology Services Company Limited	中国	<ul style="list-style-type: none"> • 此次收购加快了BV消费品业务在中国国内市场和向网络品牌的多元化活动。

- 目前政府服务与国际贸易（GSIT）领域全球仅有四家主要参与者，分别为BV、SGS、Intertek和Cotecna。BV在该领域深耕20多年，已积累了公认的技术和专业基础，形成了由检查员、实验室和测试中心构成的全球网络，政府合约从2007年约17份提高到2016年约50份。
- 公司为政府部门和外贸运营商提供与国际贸易有关的商品检验服务，通过Verigates客户端实现了证书流程的全天候在线跟踪；此外还为汽车行业提供从汽车制造商到终端消费者的全产业链检测服务；汽车板块营收从2007年的不到20%提高到2016年的27%。
- GSIT业务与其他业务如消费品业务和大宗商品业务共享公司的全球实验室网络，形成了显著的协同效应。
- **GSIT业务2016年营收26%来自合规性验证（VOC），33%来自除合规性验证外的其他政府合约，27%来自汽车，14%来自国际贸易，政府合约主要来自非洲国家。2005-2009年业务营收维持在1.5亿欧元左右，利润率维持在13%左右；2010-2012年营收和利润率大幅增长，最高分别达到2.8亿欧元和21.1%，三年营收CAGR达25.58%；随后营收和利润率开始下滑，2016年利润率大幅下降至9.9%。**



图表29：政府服务与国际贸易（GSIT）业务板块结构图

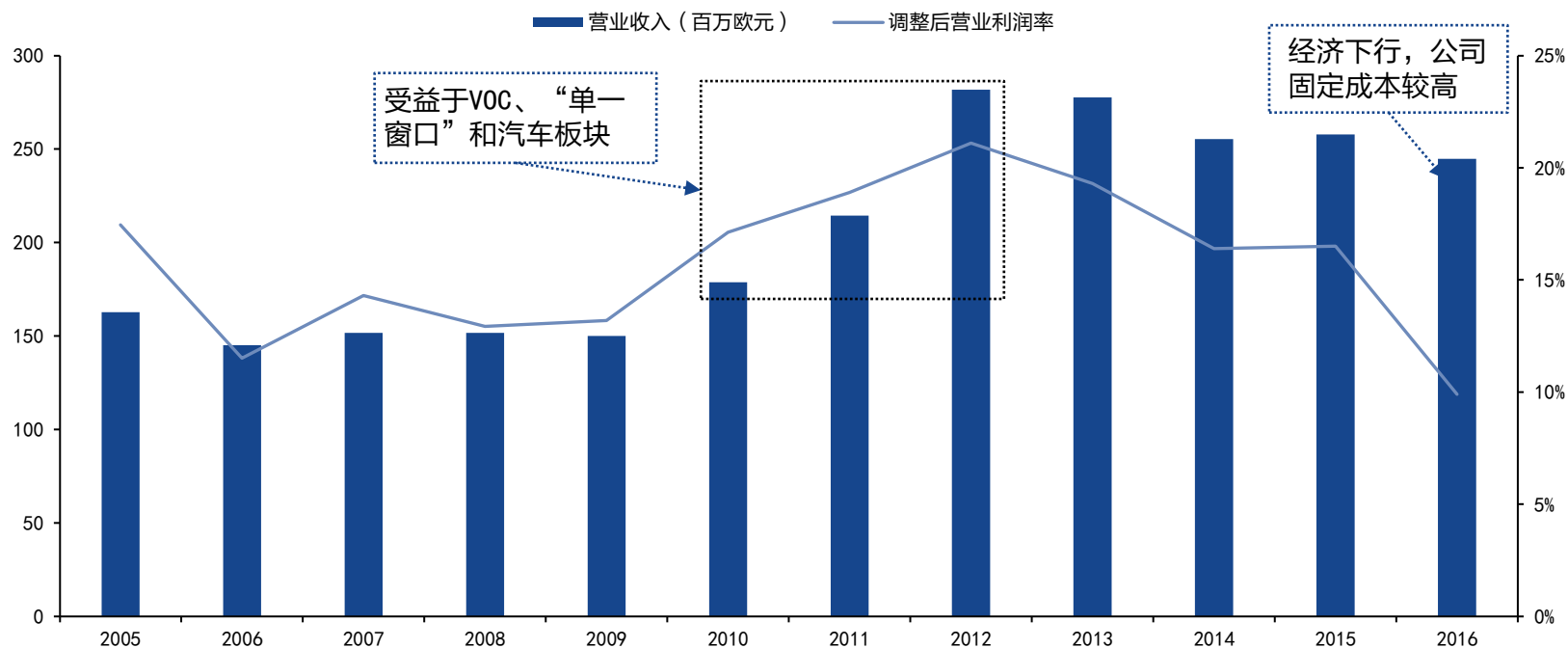


注：2017年后政府服务和国际贸易板块并入农产品、食品与大宗商品，汽车板块并入工业。

- 2006年：肯尼亚和委内瑞拉的合同终止，2005年合同金额分别为3.6百万欧元和24.6百万欧元，合计占2005年营收的17.3%。
- 2007年：航空认证活动2006年营收约为24百万欧元，约占GSIT业务的15%，2007年被移至认证业务，调整后GSIT营收增长为26.5%，高速增长源于新政府合约的签订和全球贸易量的增加，同时全球网络的重组精简也使得检测服务效率和利润率提高。
- 2008年：CCI的煤炭检测活动2007年营收约为11.5百万欧元，约占GSIT业务的7.6%，2008年被移至工业业务，调整后GSIT营收增长为8.1%。
- 2011年：大宗商品业务被移至新组建的大宗商品业务板块，金额为1.4百万欧元，影响较小；合规性验证（VOC）和“单一窗口”业务开始发力，毛利更高的合规性验证（VOC）逐渐替代装船前检验（PSI）；收购巴西Auto Reg，在非洲新建了汽车检验站，此后还收购多家汽车检测公司（2012年法国Unicar；2014年美国Quiktrak）。
- 2014年：合规性验证（VOC）和单一窗口合约增长被装船前检验（PSI）合约减少抵消，政府合约量达到58份的最高点，随后开始下滑。

- 政府合约一般为1-3年，且存在单边终止的风险。
- 2009-2012年在世贸组织的倡议下，政府海关放权并建立更高效的进出口管理模式，公司抓住机遇发展VOC和单一窗口，政府合约量大幅增加2008-2012年分别为18-37-40-40-48，但2020年回落至约30份。
- 汽车板块稳定增长，汽车板块从2007年的占比不到20%提高到2016年的27%。受益于全球网络布局和消费品业务中智能和通信的技术积累，公司在智能/联网汽车发展趋势中具有显著竞争优势。

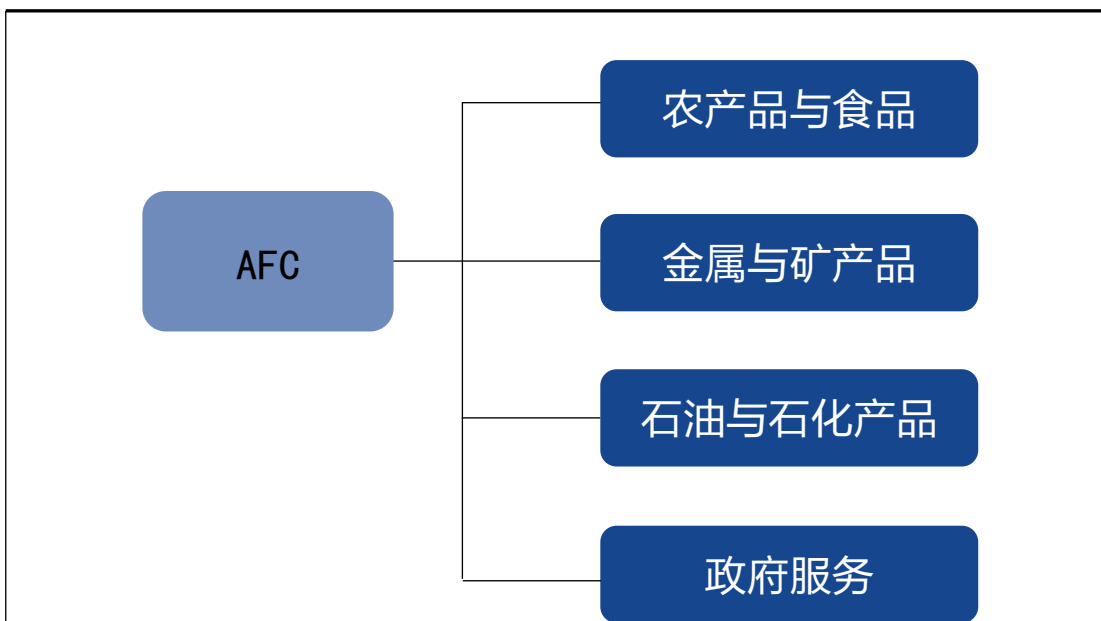
图表30：2005-2016年政府服务与国际贸易业务板块营业收入（百万欧元）及利润率



- 目前农产品、食品与大宗商品（AFC）检测市场存在少量的全球性检测提供商以及较多的区域或本地检测提供商。BV2010年通过收购全球领先的大宗商品检测提供商Inspectorate，整合其他业务板块已有的大宗商品相关检测业务，组建了大宗商品业务板块；随后不断开展并购，在关键地理位置、高潜力经济体以及各商品生产环节扩大了影响力。
- 公司为农产品与食品、金属与矿产品以及石油与石化产品提供广泛的检验和实验室测试服务，覆盖了商品生产周期的各个环节，从勘探、生产到运输、精炼加工和回收，从农场到餐桌，通过全球供应链网络实现端到端的可追溯性；向各国政府提供单一窗口检查服务，促进国际贸易。均衡的业务组合使公司能够平滑周期性波动的影响，最大化实验室网络的协同效应。
- AFC业务2021年营收23%来自农产品与食品，32%来自金属与矿产品，31%来自石油与石化产品，14%来自政府服务。2010年业务营收为266.6百万欧元（仅合并Inspectorate最后四个月的营收）；2011-2019年业务营收从544.9百万欧元增长至1168.2百万欧元，CAGR为9.75%，增长主要由业务整合和并购驱动；2020年受疫情影响营收下降至1029.6百万欧元。利润率一直以来较为稳定，维持在12%左右。



图表31：农产品、食品与大宗商品（AFC）业务板块结构图

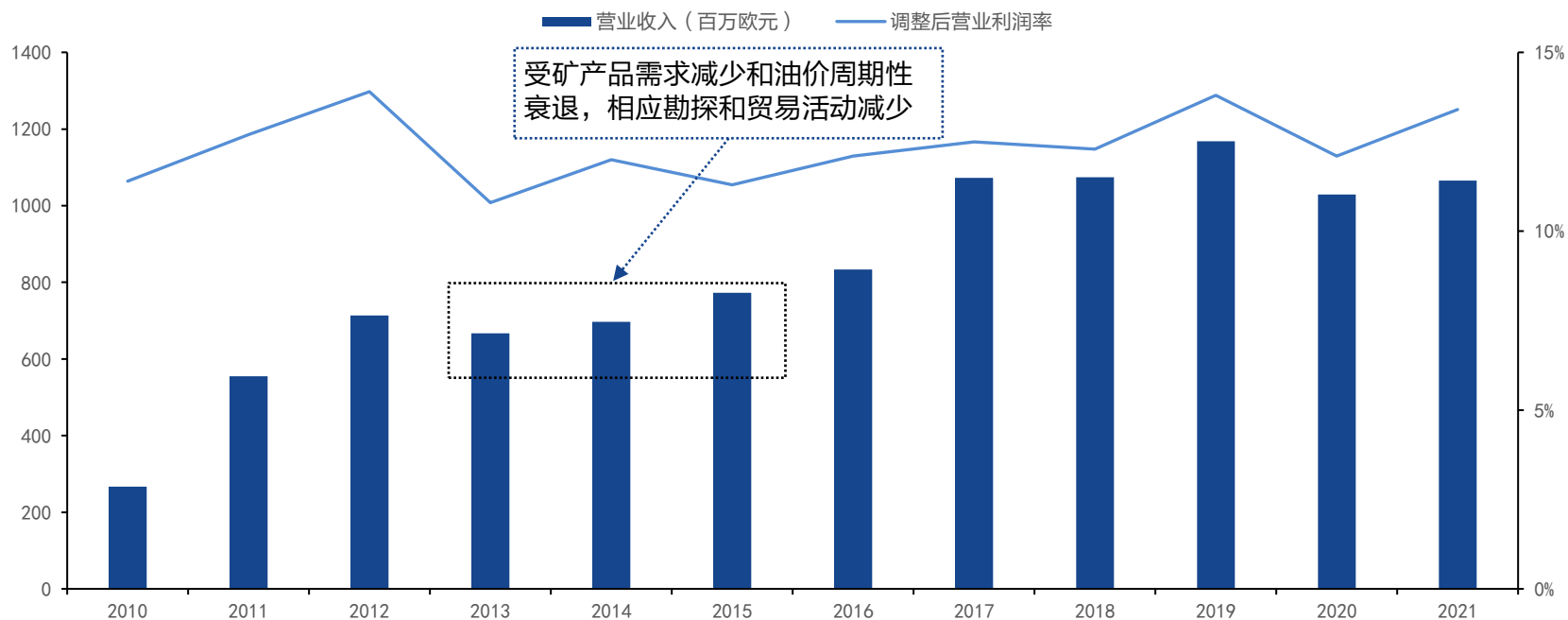


注：2010年按Inspectorate12个月计算营收为488百万欧元。

- 2010年：收购Inspectorate（约115.9百万欧元），将工业业务板块的矿产品服务(约149百万欧元)和GSIT业务板块的石油检验服务（约1.1百万欧元）整合并入，组建了大宗商品业务，石油与石化产品、金属与矿产品以及农业营收占比分别为40%、50%和10%。
- 2012年：按恒定汇率营收增长22.4%，其中内生增长13.5%，外生增长8.9%，公司持续在新地区增设实验室，精简网络布局，优化管理体系，发挥与Inspectorate的协同效应；收购加拿大ACME，美国Waterdraws和印度Bhagavathi Ana。
- 2014年：内生增长乏力，仅1.5%；收购美国Analysts、加拿大Maxxam Analytics和智利Andes Control（后两家涉及食品检测），外生增长9.3%。
- 2016年：消费品板块食品板块并入，农业板块更名为农产品和食品，收购农产品食品领域公司巴西KMA和澳大利亚DTS。
- 2017年：GSIT业务板块政府服务板块（约161百万欧元）并入，业务板块更名为农产品、食品与大宗商品，收购荷兰农产品食品检测公司Schutter。
- 2018-2019年：收购九家公司，其中七家属于农产品与食品领域，标的所在地区包括中国、日本、新加坡、摩洛哥、马来西亚和意大利。

- 业务板块组建初期，公司通过整合内部资源和大力对外并购实现快速的增长，但石油石化产品板块和矿产品板块受贸易量和经济影响较大，增速波动较大，目前上述两块检测市场仍存在一定的并购整合空间。
- 农产品和食品板块营收高速增长，营收占比从2010年10%提高到2021年23%，其检测市场相对更加分散，并购整合空间更大，2016年后成为并购重心，随着食物供应链的全球化 and 消费者对食物质量和可溯源性的要求提升，对应的检测市场将迎来蓬勃发展。

图表32：2010-2021年农产品、食品与大宗商品业务板块营业收入（百万欧元）及利润率



图表33：2007-2021年农产品、食品与大宗商品业务板块并购情况（部分）

时间	公司名称	地区	收购详情
2007	CCI	澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> CCI是澳大利亚第二大检验服务集团，也是煤炭实验室检测的领导者（2007年收入约为4700万美元） 此次收购使得BV能够将其在澳大利亚的业务扩大一倍，以加强其在采矿业的检验服务和检测方面的地位
2008	Amdel	智利	<ul style="list-style-type: none"> Amdel是一家澳大利亚的非煤炭矿物的地质分析和矿物加工测试服务的领先提供商
	Cesmec		<ul style="list-style-type: none"> Cesmec是智利样品制备和地质分析服务的主要提供商之一
	GeoAnalitica		<ul style="list-style-type: none"> GeoAnalitica是智利主要的地质分析服务提供商之一
2010	Advanced Coal Technology	南非	<ul style="list-style-type: none"> Advanced Coal Technology 是一家南非的煤炭勘探测试服务领先供应商
	Inspectorate	全球	<ul style="list-style-type: none"> Inspectorate是大宗商品（石油、金属和矿产以及农产品）检验和分析的全球领导者。 通过此次收购，Bureau Veritas成为了全球大宗商品行业排名前三的公司，并继续扩大其全球市场
2014	Maxxam Analytics	加拿大	<ul style="list-style-type: none"> 加深Bureau Veritas 在加拿大的影响力，收购Maxxam Analytics后，Bureau Veritas 成为在加拿大石油分析服务市场排名第一的公司。

图表33：2007-2021年农产品、食品与大宗商品业务板块并购情况（部分）（续）

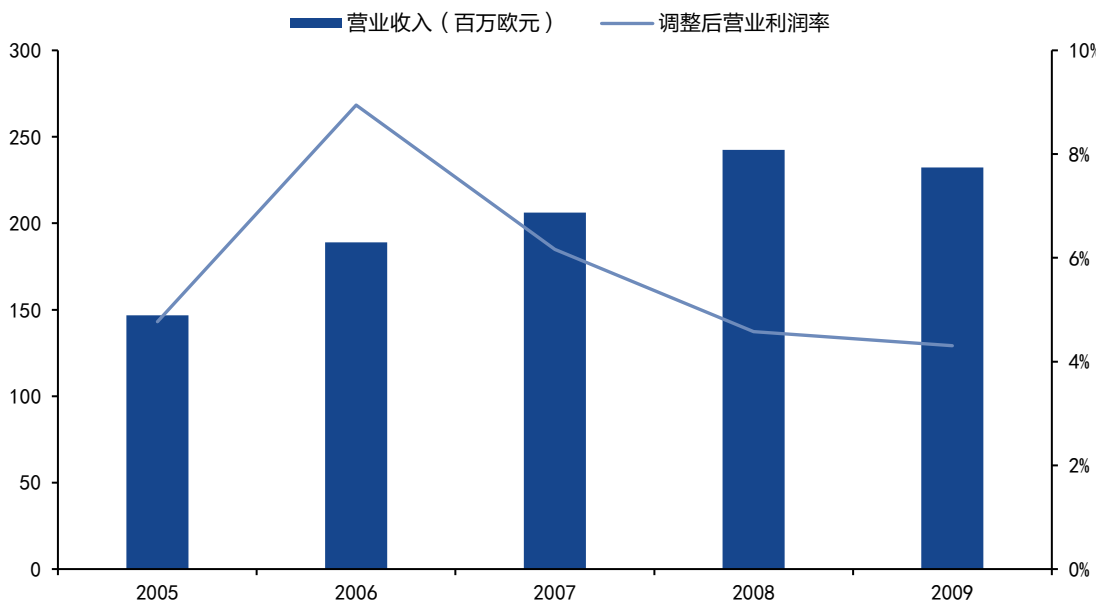
时间	公司名称	地区	收购详情
2014	Analysts Inc.	北美	<ul style="list-style-type: none"> Analysts Inc. 是一家负责石油状况监测的专业公司 此次收购使得Bureau Veritas继续在北美扩张
2016	DTS	澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> DTS是澳大利亚领先的食物分析服务提供商 Bureau Veritas在收购DTS后，成为澳大利亚食品检测市场的领导者，这也加强了其在服务乳制品行业方面的领导地位。
	Kuhlmann Monitoramento Agrícola Ltda - KMA	巴西	<ul style="list-style-type: none"> 标志着Bureau Veritas进入巴西上游农业市场
2017	Schutter Group	巴西、欧洲	<ul style="list-style-type: none"> 此次收购帮助Bureau Veritas在重要的巴西农业大宗商品市场占据领导地位
2018	Shandong Cigna Detecton Technologies	中国	<ul style="list-style-type: none"> 扩大了了Bureau Veritas在亚洲农产品市场的影响力
	Food and Environmental Analysis Center - FEAC	日本	
	Labomag	摩洛哥	<ul style="list-style-type: none"> 通过收购摩洛哥的Labomag，Bureau Veritas提高了其在非洲的领先地位

图表33：2007-2021年农产品、食品与大宗商品业务板块并购情况（部分）（续）

时间	公司名称	地区	收购详情
2018	Lubrication Management SL	欧洲	<ul style="list-style-type: none"> Lubrication Management SL 是欧洲领先的石油分析组织之一 Bureau Veritas 通过购买Lubrication Management SL的多数股权，将其纳入到BV集团的石油分析平台中
2019	BVAQ	新加坡	<ul style="list-style-type: none"> BVAQ是一家食品检测公司，为东南亚市场提供服务，是Bureau Veritas与新西兰国有企业AsureQuality的合资公司。AsureQuality提供食品安全和生物安全服务。Bureau Veritas 持有BVAQ51%的多数股权，而AsureQuality持有剩余股份。 将Bureau Veritas在越南、印度尼西亚和泰国新成立的食物检测实验室以及2018年收购的Labomag的多数份额、自2010年以来在新加坡运营的最先进的食品检测设施相结合
	Shenzhen Total Test Technologies	中国	<ul style="list-style-type: none"> Shenzhen Total Test Technologies提供农业、加工食品、添加剂、婴儿食品、动物饲料和非医疗化妆品的检测服务
	Q Certificazioni	意大利	<ul style="list-style-type: none"> Q Certificazioni是一家专门从事有机食品认证的独立认证机构
	Permulab	马来西亚	<ul style="list-style-type: none"> 拓展Bureau Veritas在亚洲的市场

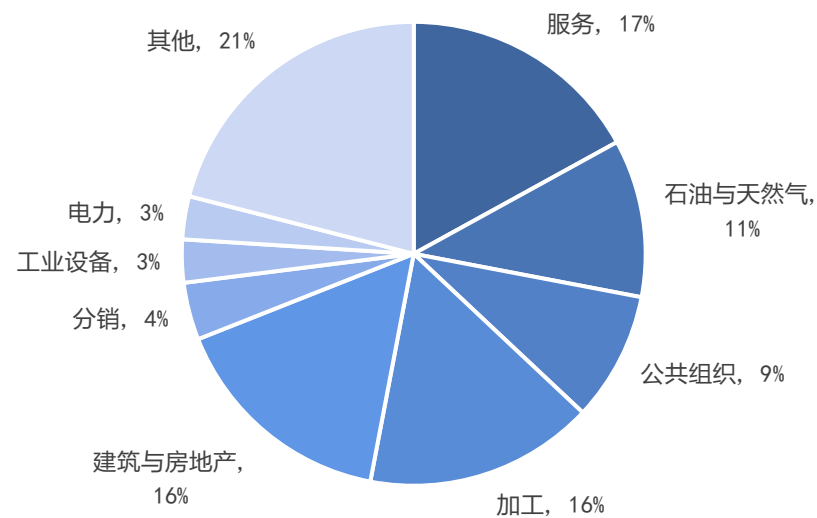
- 健康、安全与环境(HSE)业务涉及评估、衡量和控制客户在健康、安全与环境方面的活动所造成的风险，包括长期风险（土壤、空气和水的污染、健康风险、职业病）和事故风险(工作场所的事故、工业风险)，帮助客户履行全球社会责任和可持续发展责任。
- HSE业务板块所在市场高度分散，公司以并购扩展服务品类和全球布局为增长引擎。营收从2005年146.7百万欧元增长至2008年242.4百万欧元，CAGR达18.2%，2009年略微下滑至232.2百万欧元；利润率除2006年受益于并购突增至8.95%外，平均约为5%。
- 2005-2008年：收购美国Risk&Control和Clayton Engineering，英国Casella，澳大利亚IRC、Alert、Kilpatrick和Amdel Holdings，法国ECS，丹麦Trotters和Chemtox，西班牙ECA，捷克LEX Consulting，智利Cesmec，巴西Anasol，意大利Graham等。2006年和2008年分别实现了25.5%和25.3%的外生增长，2009年未进行收购。
- 2009年后出于战略考虑将HSE分拆进工业业务板块、设备检验与运行验证业务板块以及建筑业务板块。

图表34：2005-2009年HSE业务板块营业收入（百万欧元）及利润率



注：2009年年报中HSE营收占比有误，采用2008年年报数据

图表35：2008年HSE业务板块客户所处行业营收占比

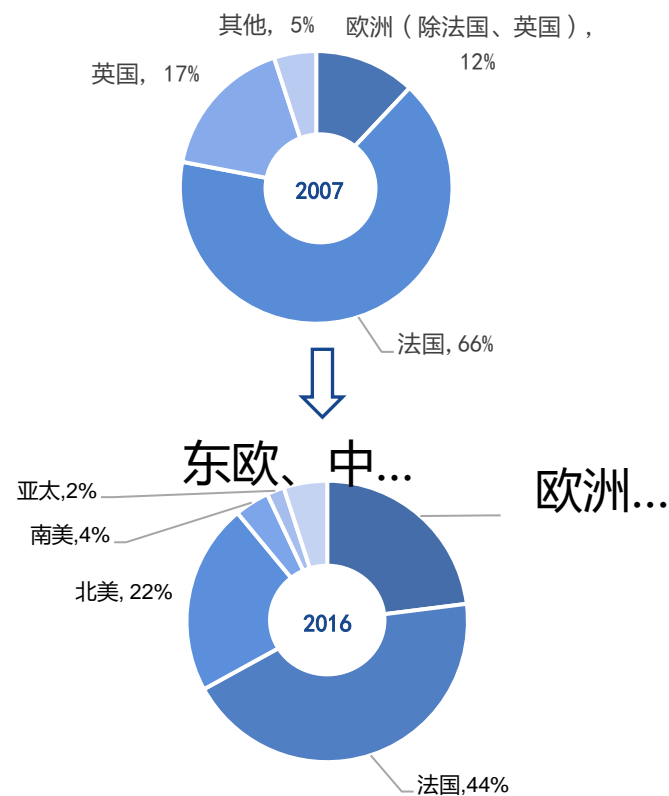


设备检验和运行验证（已整合）：法国市场营收占比高，不断拓展国外市场

- 设备检验和运行验证（IVS）业务市场较为分散，存在大量的区域本地细分服务提供商。公司IVS业务板块从法国起家，在法国市场具有领先地位，上市后不断开展并购，致力于扩展国外市场，实现检验服务全覆盖，提升技术水平和服务质量。
- IVS业务板块为各种建筑（商业建筑、住宅建筑、工业建筑和公共设施等）提供设备安装检查和后续运行定期检查服务（电路、消防系统、电梯、中央空调、供暖系统、仓库起重设备等），满足客户的监管、安全和运行效果需求。
- IVS业务板块2007年营收95%来自欧洲，其中法国占比66%，英国占比17%；随后通过并购拓展海外市场，2016年欧洲以外市场占比33%，其中北美占比22%。IVS业务营收呈现持续增长趋势，由2005年的209.4百万欧元提升至2016年的602.5百万欧元，CAGR达10.08%；利润率2005-2012年略有波动，最高12.37%，最低9.37%，2013年后一直稳定在13.8%左右。



图表36：IVS业务板块营收区域占比变化



注：2017年后IVS大部分业务并入建筑与基础设施业务板块，剩余并入工业业务板块，取决于终端市场。

设备检验和运行验证（已整合）：海外市场拓展乏力，精益管理提升利润率

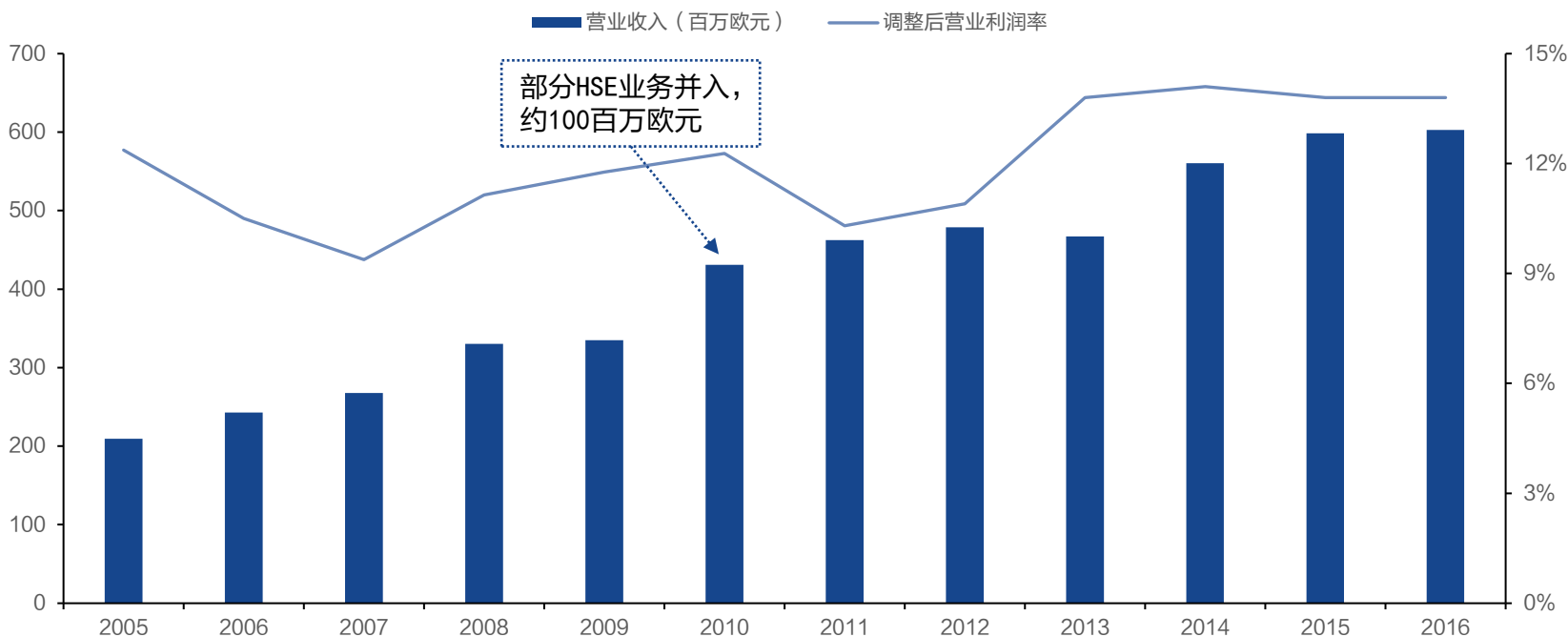
- 2006-2007年：收购西班牙ECA，德国NSQ Hauk，荷兰Nagtglas；公司法国市场大量合同续签，英国市场电力设备检验表现强劲，但均面临价格压力；新进市场初期投入成本较高，其中德国和意大利市场2007年各亏损1百万欧元，2007年利润率降至9.37%。
- 2008年：收购西班牙Survey Can，外生增长达19.4%（含ECA）；推出新的IT工具，新进和原有市场盈利状况改善，营收&利润率齐增。
- 2009年：英国市场电力设备检验业务竞争加剧，产生亏损，公司中止该业务，拖累营收增速，英国市场营收占比仅剩10%（2007年为17%）。
- 2011年：西班牙市场（营收占比15%）遭遇经济衰退，英国市场（9%）开始恢复，开辟美国、拉丁美洲、中国和沙特阿拉伯市场（大于10%），先前进入的德国和意大利市场未有较大增长，营收占比少于1%。
- 2013年：汇率和处置表现不佳的巴西Anasol（原HSE）导致营收下降；精益管理（Lean Management Initiatives）凸显成效，利润率提高。
- 2014年：收购加拿大Maxxam，实现外生增长19.0%，在北美成立新的销售团队，北美市场营收由2013年的5%提升至2014年的21%。

➤ 公司通过新设和收购公司的方式拓展海外市场。收购西班牙ECA和加拿大Maxxam两家大型综合检测公司实现营收大幅增长，但内生增速较慢，至2016年亚太、南美、中东、非洲和东欧的营收占比合计仅11%。

➤ 公司收购特定品类检验公司扩充服务品类，如2010年法国滑雪升降机检验公司Halec（营收约2百万欧元）。

➤ 公司通过大数据、云技术和移动设备操作维护提高服务质量，推行精益管理，提高利润率水平。

图表37：2005-2016年设备检验与运行验证业务板块营业收入（百万欧元）及利润率

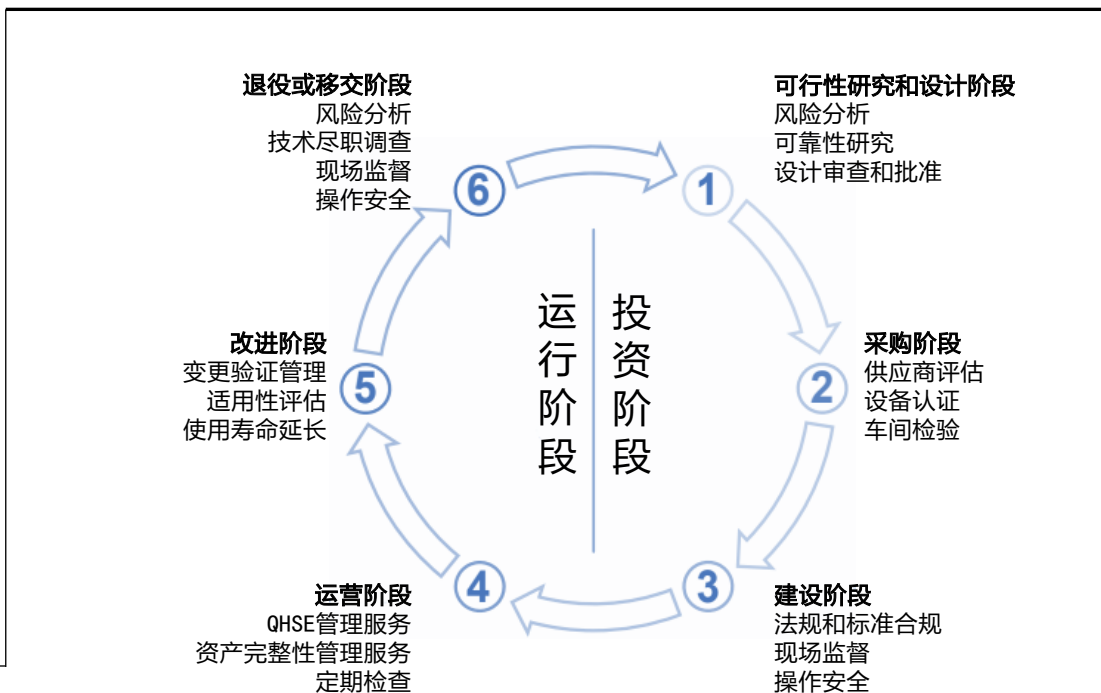


- 工业业务板块所在市场由少量的欧洲或全球范围内的大型服务提供商和大量本地高度细分的服务提供商构成。公司早期以欧洲市场为主，在全球市场均有布局，经过多年发展活跃于几乎所有重要工业国家和高潜力区域。
- 公司为所有种类的工业设施提供覆盖全生命周期的合格评估服务，包括设备的符合性、资产的可靠性和完整性、过程的安全性、相关国家或国际的法规和标准以及客户的某些特定要求。服务大致可分为四类：投资阶段从设计、采购到建设工业项目的CAPEX服务；运行阶段的生产连续性和资产完整性的OPEX服务；设备、设施和项目的第三方法规和标准认证服务；质量、健康、安全和环境（QHSE）以及客户特定要求（如技术和规格要求）。
- 工业业务板块2007年有39%的营收来自欧洲市场，2020年区域营收结构较为均衡，欧洲、北美、南美、亚太和中东&非洲市场营收占比分别为26%、22%、20%、20%和12%。工业业务板块2005-2015年营收呈持续增长趋势，由200.3百万欧元提升至1046.7百万欧元，CAGR达17.98%，2016年受全球经济衰退影响降至900.7百万欧元，2017年业务板块大调整后表现仍旧低迷，2020年受疫情影响再度大幅下滑。利润率攀升至2013年15.3%的最高点后开始下滑，2005-2001年平均利润率约为13%。



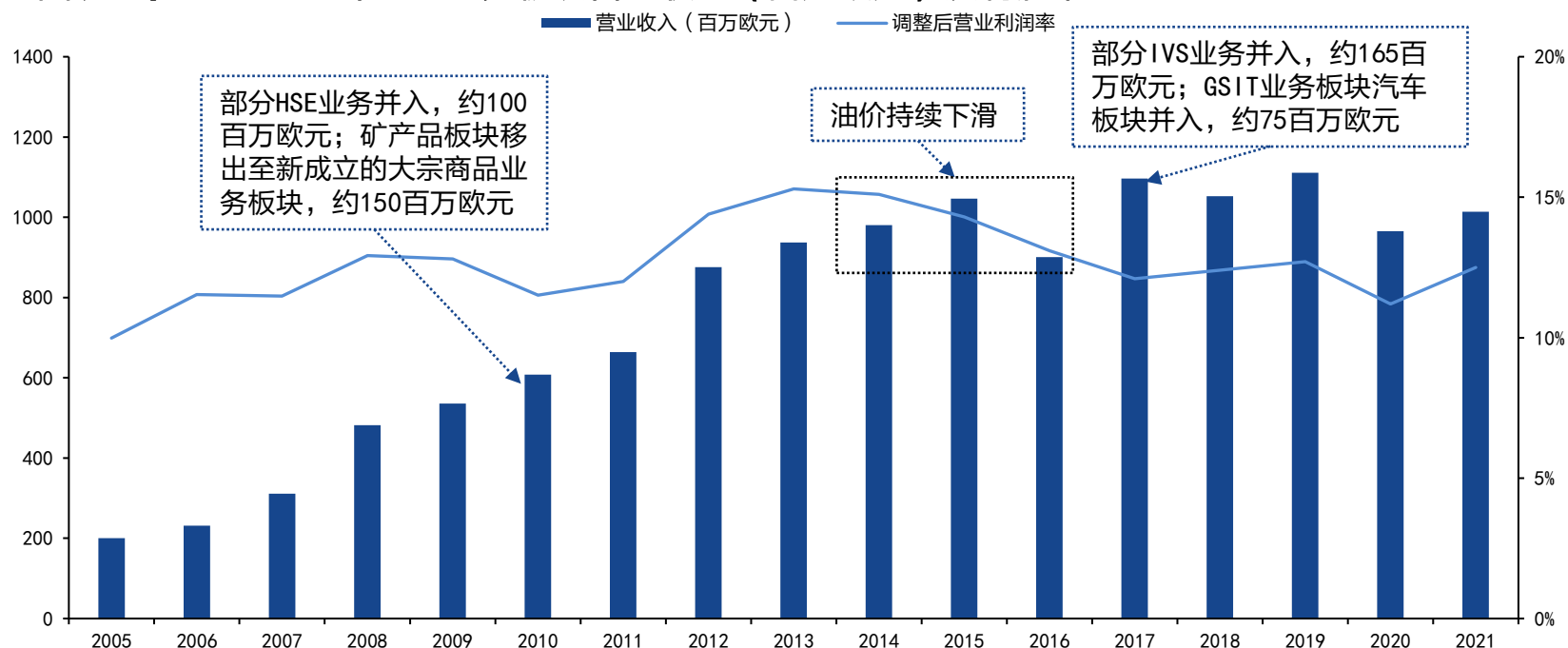
注：投资阶段：CAPEX，运行阶段：OPEX

图表38：工业业务板块服务覆盖工业设施全生命周期



- 2006-2008年：三年营收快速增长，内生增速分别为10.3%，18.1%和24.4%，主要受益于亚太、南美和中东以及英国、意大利和俄罗斯的石油、天然气和电力等能源部门投资需求增长；外生增速分别为8.7%，14.1%和35.7%，主要受收购美国PVI，澳大利亚Intico、CCI和Amdel，西班牙ECA，智利Cesmec和Geoanalitica，意大利Sciro，英国JMDynamics及成立中国合资公司BV-Bosun影响。
- 2010-2013年：中国、巴西、东南亚、非洲和中东等新兴国家和地区高速发展，液化天然气、风力发电机和页岩气等新能源业务开始兴起；公司收购南非Advanced Coal和Carab Tecniva，日本Falcon扩展区域布局；收购涉及新技术领域无损检测（Non-destructive testing）的新加坡Atomic，马来西亚Scientige，印度Sievert，德国Pockrandt GamH和LVQ-MP；收购大型领先企业美国TH Hill，哥伦比亚Tecnicontrol。
- 2016年：石油&天然气板块营收占比47%，其中CAPEX占比25%，OPEX占比22%；受全球经济衰退和油价下滑影响，石油&天然气CAPEX活动减少；执行分散化战略，加大对电力&公用事业、交通、化学品等领域的投入，强化现有资产的OPEX，帮助客户延长使用寿命，降低运营成本。

图表39：2005-2021年工业业务板块营业收入（百万欧元）及利润率



- 随着全球气候变化加剧，能源部门正积极向低碳转型，传统能源项目（石油钻井台）减少，可再生能源（风电和太阳能）和过渡能源（液化天然气）项目增多。
- 新兴国家和地区的工业设施和基础设施投资需求和质量性能需求仍旧旺盛，公司已在高潜力经济体建立强势地位。
- 工业设施开始添加传感器和物联网终端控制排放，包括石油&天然气在内的所有部门迎来物联网升级大潮。

图表40：2007-2021年工业板块并购情况（部分）

时间	公司名称	地区	收购详情
2007	CCI	澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> CCI是澳大利亚第二大煤炭实验室检测的领导者 此次收购使BV集团在澳大利亚的业务增加了一倍，加强了BV在矿业检验服务方面的地位，并完善其提供的矿物检测服务
2008	Cesmec	智利	<ul style="list-style-type: none"> Cesmec是智利领先的样品制备和地质分析服务提供商之一
	Amdel Holdings	澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> Amdel Holdings是澳大利亚非煤矿物的地质分析和矿物加工测试服务的领先供应商
	Geoanalitica	智利	<ul style="list-style-type: none"> Geoanalitica是智利主要的地质分析服务提供商之一
2011	Atomic Technologies	新加坡	<ul style="list-style-type: none"> Atomic Technologies是一家专门从事亚洲无损检测服务和资产完整性管理服务的公司
2012	TH Hill	美国	<ul style="list-style-type: none"> TH Hill是全球领先的油气钻井系统故障预防和分析服务公司，总部位于美国
	Tecnicontrol	哥伦比亚	<ul style="list-style-type: none"> Tecnicontrol是哥伦比亚工业资产合规评估的领导者

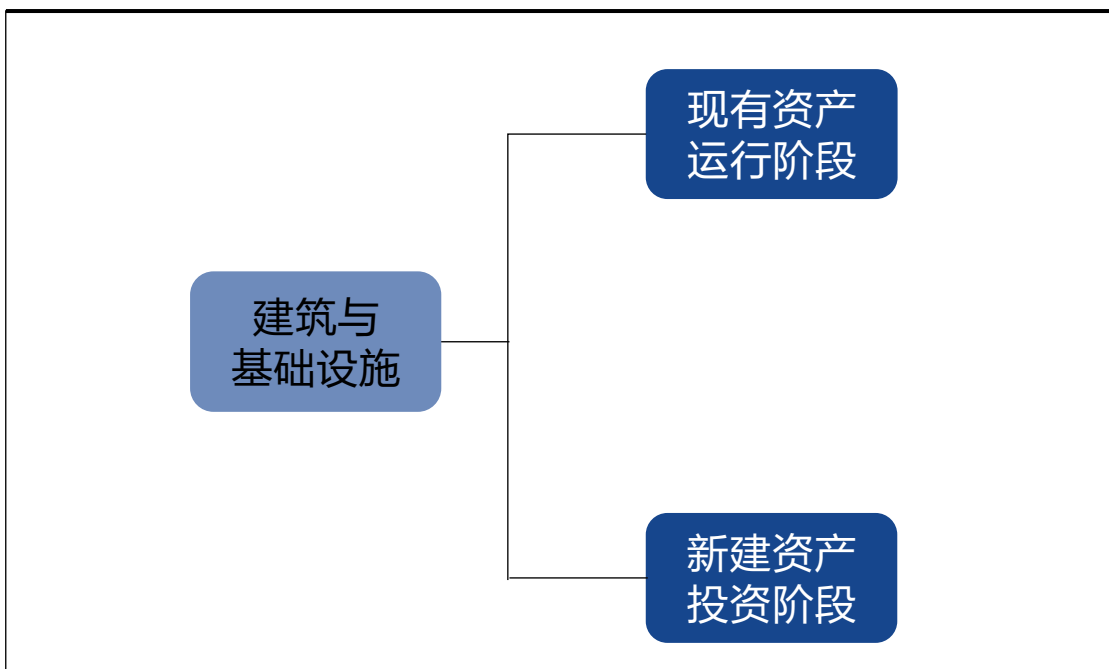
图表40：2007-2021年工业板块并购情况（部分）（续）

时间	公司名称	地区	收购详情
2013	Sievert	印度	<ul style="list-style-type: none"> • Sievert是印度和中东地区领先的无损检测和相关工业检测服务提供商，总部设在孟买，当时拥有1600名高素质的员工，在印度、东南亚和中东拥有强大的影响力
	LVQ-WP	德国	<ul style="list-style-type: none"> • LVQ是德国和东欧的主要供应商
	Carab Tekniva	南非	<ul style="list-style-type: none"> • Carab Tekniva是一个为发电和石化部门提供资产完整性管理服务的南非集团
2014	DIT	美国	<ul style="list-style-type: none"> • DIT是一家近海海底检测及钻井作业中使用的完井设备的美国领先供应商
2015	Ningbo Hengxin	中国	<ul style="list-style-type: none"> • Ningbo Hengxin是一家专门从事无损检测和冶金检测的中国公司
2016	Summit	美国	<ul style="list-style-type: none"> • Summit是一家专门为石化行业从事逸散性排放检测服务的美国公司，为制药、化工和炼油行业提供支持和专业知识
2021	Bradley Construction Management	北美	<ul style="list-style-type: none"> • Bradley Construction Management是可再生能源部门建筑管理服务的领先提供商。 • 此次收购促进了Bureau Veritas在可再生能源领域的多元化和增长。

- 建筑与基础设施检测区域性服务提供商较少，存在大量的本地服务提供商。建筑与基础设施业务板块区域营收占比情况与IVS类似，集中于欧洲市场，早期营收主要来自法国、美国、英国、西班牙、日本和德国，随后致力于开发新兴国家市场，2020年亚洲市场超越北美市场，中国市场超越美国市场成为第二大市场。
- 建筑和基础设施服务覆盖了从设计、建造到运营的不同资产的整个生命周期，包括新建设项目关于规划、设计和施工方面的技术援助、流程控制和项目管理，现有资产关于法规标准、健康安全和质量性能方面的运行检验、监测和审查。
- 2007年，建筑与基础设施业务板块营收占比前五的市场分别为法国53%，美国17%，西班牙11%，英国7%和日本4%；2021年欧洲市场占比为55%，其中法国44%，亚太市场占比22%，北美市场占比17%。2012年以前，业务营收和利润率保持平稳，分别维持在430百万欧元和10.5%左右；2013年公司调整业务重心至新兴市场；2014-2019年营收CAGR达24.45%，利润率平均约15%；2020年受疫情影响利润率大幅下滑。



图表41：建筑与基础设施业务板块结构图



注：投资阶段：CAPEX，运行阶段：OPEX

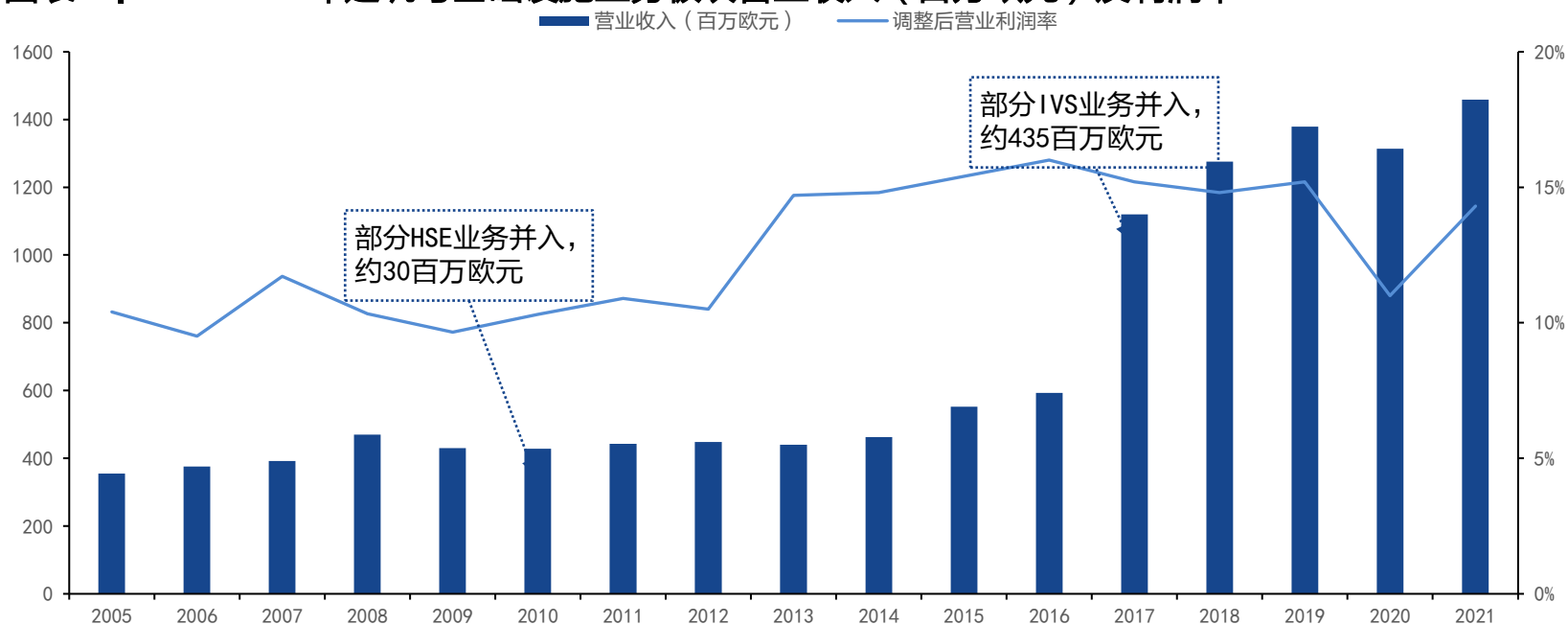
建筑与基础设施：退出不良业务和市场，不断调整业务结构

- 2005-2006年：不同市场利润率差别较大，法国市场14.1%→15.8%，美国市场10.6%→3.2%，西班牙市场2.0%→亏损，日本市场1.2%→5.0%，取决于对应市场的建造需求、政府建造许可证发放数量和相关合规审查的外包程度。
- 2008年：内生增长5.9%，主要受益于西班牙基建市场需求回暖和绿色建筑兴起；外生增长14.5%，收购西班牙ECA and 德国ZillerAss；利润率由11.7%下降至10.4%，西班牙市场利润率水平低于板块整体水平。
- 2009-2013年：经济下行，建筑市场需求大幅减少，公司持续调整业务结构：退出表现不佳板块，如壁垒较低的建筑材料检测业务和西班牙基建业务；加大绿色建筑领域和亚洲市场投入，收购中国Huaxia、印度Civil Aid、日本KBI和新加坡CKM。2013年利润率由2012年的10.5%提升至14.7%。
- 2014-2019年：营收CAGR达24.45%，其中外生复合增速达7.28%，主要系六年内收购14家公司（中国4家，美国4家，法国、澳大利亚、墨西哥、英国、巴西和日本各1家），布局能源和基建建设高需求国家，发展先进技术和创新服务。

➢ 公司向高建设需求国家和高壁垒服务发展，同时实施分散化战略，丰富服务组合，如收购美国EMG（90%营收为OPEX业务），平衡业务和区域的风险。

➢ 公司紧随环保和科技升级潮流，与美国绿色建筑委员会USGBC建立合作伙伴关系，提供LEED、BREEAM、HQE和3-STARS等绿色认证服务；推出Building in One云信息平台，为所有利益相关者提供建筑相关数据。

图表42：2005-2021年建筑与基础设施业务板块营业收入（百万欧元）及利润率



图表43：2005-2021年建筑与基础设施业务板块并购情况（部分）

时间	公司名称	地区	收购详情
2012	Huaxia	中国	<ul style="list-style-type: none"> 被收购公司对建设项目的强制性监督和项目管理协助 Huaxia是一家在石化工厂技术控制和施工监督方面领先的中国公司
2014	Sistema PRI	巴西	<ul style="list-style-type: none"> 建设项目管理协助、工作监督、规划和技术支持 此次收购增强了Bureau Veritas在巴西基础设施市场的存在，并帮助其将该业务扩展到其他南美国家
2015	Shangdong Chengxin	中国	<ul style="list-style-type: none"> Shangdong Chengxin是一家专门为电力行业的基础设施建设项目提供服务的中国公司
	Shanghai TJU Engineering Service		<ul style="list-style-type: none"> Shanghai TJU Engineering Service 是一家专门从事建筑项目监督的中国公司
2016	Chongqing Liansheng		<ul style="list-style-type: none"> Chongqing Liansheng是一家专门从事强制性技术建设项目监理的中国公司
	HCD	英国	<ul style="list-style-type: none"> HCD是一个专门从事建筑合规性的英国集团
2017	Shanghai Project Management	中国	<ul style="list-style-type: none"> Shanghai Project Management是一家专门从事建筑项目监督的中国公司
	INCA	墨西哥	<ul style="list-style-type: none"> 建筑项目的技术监督，在资本开支和运营支出公路服务的高度认可 此次收购使Bureau Veritas能够在拉丁美洲北部创建多学科的B&I平台，包括在资本开支和运营点公路服务方面的高度专业化。

图表43：2005–2021年建筑与基础设施业务板块并购情况（部分）（续）

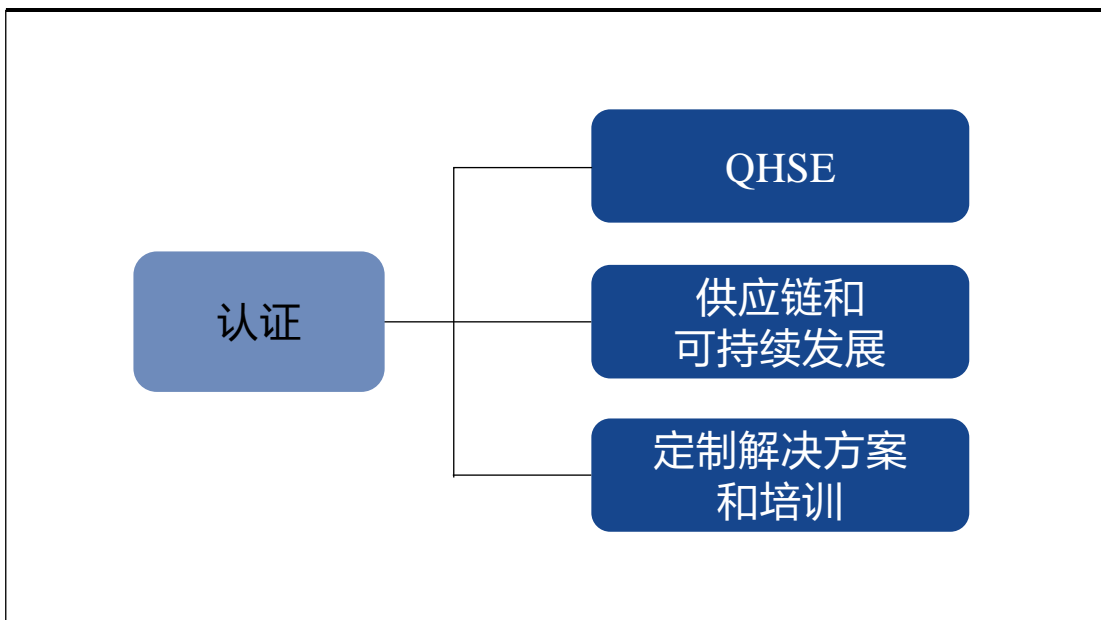
时间	公司名称	地区	收购详情
2017	Primary Integration Solution	美国	<ul style="list-style-type: none"> Primary Integration Solution是数据中心设施的建筑调试和运营风险管理服务领域的领导者 此次收购使Bureau Veritas能够为数据中心设施提供广泛的调试和运营风险管理服务
	McKenzie	澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> 在强制性物业合规服务方面的领导者 此次收购巩固了Bureau Veritas在澳大利亚的地位
2018	EMG	美国	<ul style="list-style-type: none"> 技术评估和项目管理援助，主要集中于运营成本的活动 此次收购扩大了Bureau Veritas的建筑和基础设施服务，加强了其建筑和翻新检查、质量保证、资产管理、定期在职检查和项目管理战略合作伙伴的地位
2019	Capital Energy	法国	<ul style="list-style-type: none"> Capital Energy为符合白色证书资格的项目提供咨询和支持服务。其客户基础包括能源供应商以及大型零售商，也协助住房协会、地方当局、工业协会、建筑承包商实施能源效率计划。 此次收购能够扩大Bureau Veritas对建筑及工业资产领域的服务范围
2019	Owen Group and California Code Check	美国	<ul style="list-style-type: none"> 建筑和基础设施合规服务
2021	PreScience	美国	<ul style="list-style-type: none"> PreScience成立于2013年，支持建设项目的生命周期，从设计开发到项目结束。该公司在2021年的收入约为2100万美元，是加州领先的项目管理、建筑管理和建筑工程和检验公司之一 作为美国交通基础设施项目的项目管理/施工管理服务的领导者，因其在高速公路、桥梁和轨道/交通方面的专业知识而得到高度认可

认证：2012年之前增长较快，2012年之后营收、利润率较为稳定

- 认证市场较为分散，全球或政府相关认证机构较少，本地认证服务商众多，超过2/3认证业务由本地服务商完成。公司认证合同通常持续三年，约90%合同到期后会续约，经过多年发展，已在众多新兴国家和供应链上游完成布局。
- 认证业务板块提供国际标准或国家、部门和大型公司特定标准的所有认证服务，包括QHSE管理体系认证（质量ISO9001、健康与安全ISO45001和环境ISO14001）、具体行业认证（汽车IATF16949、航空AS/EN9001等）、环境相关认证（碳追踪ISO14064、能源管理系统ISO50001、生物质和生物能源ISCC等）、企业风险管理服务（信息安全ISO27001、个人数据保护ISO27701、反贿赂ISO37001、社会责任SMETA等）以及技术和管理培训服务（IRCA和CQI）。
- **2021年，认证业务营收38%来自QHSE，35%来自供应链和可持续发展，27%来自定制化解决方案和培训。**2005-2011年，营收由184.1百万欧元增长至322.1百万欧元，CAGR达9.77%，利润率由18.2%提升至20.6%；2012-2019年营收保持平稳，平均约为350百万欧元，利润率大幅下滑，平均约为17.3%；2020年受疫情影响利润率大幅下滑。



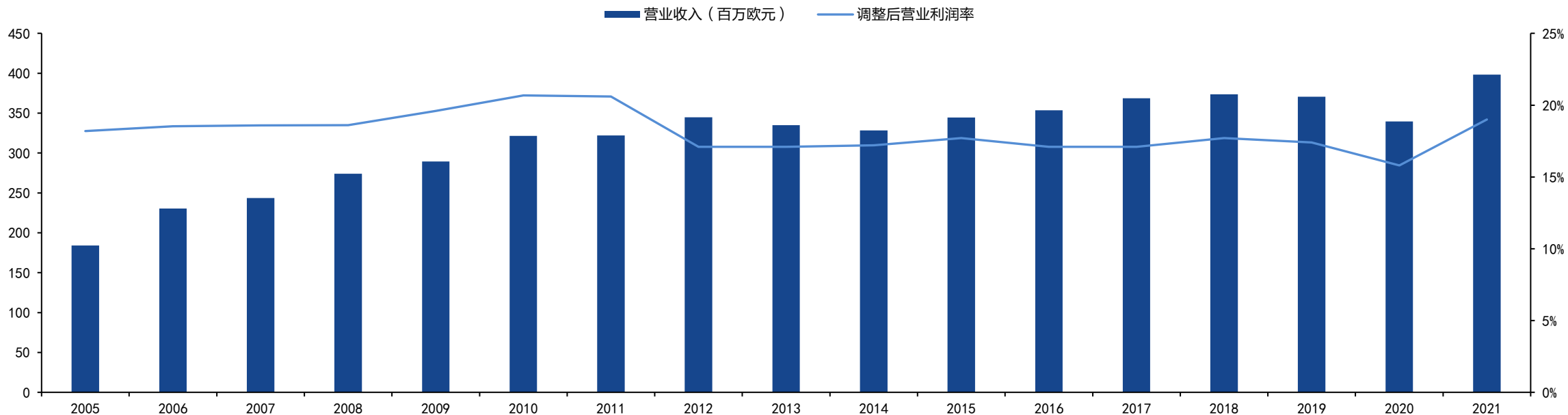
图表44：认证业务板块结构图



认证：新领域认证和标准更新带动业务增长，新兴国家需求较高

- 2005-2009年：认证行业迅速发展，环境、社会责任、可持续发展、健康与安全、食物和木材供应链、信息安全等认证需求增多；新兴国家认证市场高速增长；国际公司趋向于将所有认证需求整合委托给单一认证机构，公司成为IBM、宜必思酒店、庞巴迪飞机、塔塔汽车等公司的独家认证机构；公司进入新业务领域，如低温液体和荧光气体；收购西班牙ECA、美国ASQR、法国Ulase和Elysees、韩国sprim。
- 2010年：法国GSAC民用航空认证合同终止（约22百万欧元）；成熟经济体的传统认证市场，如质量ISO9001和环境ISO14001，逐渐饱和。
- 2012年：西班牙和意大利市场衰退，叠加传统认证活动（营收占比54%）价格压力，利润率由2011年的20.6%大幅降至17.1%。
- 2015-2016年：传统认证领域ISO9000和ISO14000系列、汽车IATF和航空AS9100标准更新；农产品食品和交通等具体行业认证业务增长强劲，数字化、隐私数据和能源效率等认证业务兴起；美洲、东欧、亚太和中东增长较高，法国和西班牙市场增长乏力。
- 2017年：发展企业风险管理定制解决方案和培训，如网络安全、反贿赂、永续经营性和数据隐私等；获得在中国开展信息安全认证的授权。
- 2019年：三年标准更新红利期结束，全年营收略微下滑，第四季度复苏实现6.7%有机增长。

图表45：2005-2021年认证业务板块营业收入（百万欧元）及利润率



图表46：2007-2021年认证业务板块并购情况（部分）

时间	公司名称	地区	收购详情
2007	ECA	西班牙	<ul style="list-style-type: none"> 收购前，Bureau Veritas持有西班牙公司ECA Global 43%股份，2007年BV收购了该公司的剩余股本，从而使其权益在2007年10月达到100%。在这次收购之后，Bureau Veritas在西班牙的规模增长了两倍多，在行业服务、在职设备验证、认证和建筑技术控制等领域处于领先地位
2010	Certitex	意大利	<ul style="list-style-type: none"> Certitex是一家管理体系认证公司，2010年该公司年收入为50万欧元
2021	Secura	荷兰	<ul style="list-style-type: none"> Secura是一家专门从事网络安全的荷兰公司 Secura增加了银行级的专业知识，并扩展了Bureau Veritas向其客户提供的网络安全服务，以增加数字安全和遵守新的规定 此次收购是Bureau Veritas建立“紫色团队”的机会，扩大了技术测试和审计的范围，并提高了应用程序和基础设施的控制和补救能力。
2021	HDAA Australia	澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> HDAA是一个被认可的审计和评估机构，致力于通过各种联邦和州相关的标准，为卫生和人类服务部门提供卓越的服务。 通过这次收购，Bureau Veritas提高了其可持续性服务的质量，增加了在社会、健康和残疾审计和评估服务方面提供一流的专业知识的能力。

目标清晰，路径鲜明，两任CEO引领公司前行



学历背景

- Frank Piedelièvre毕业于法国巴黎高等商学院（HEC）

主要履历

- 1979-1981年：就职于一家专门生产医疗设备的中小型公司，先后担任董秘和副CEO。
- 1982-1992年：就职于Chantiers Modernes，一家工业与建筑领域的建造与技术服务公司，先后担任国外市场部主管，开发总监和CEO，同时还是运营服务部和环境与道路部的主管。
- 1993-1996年：担任CMR董事长兼首席执行官，CMR是一家专门从事道路建设、网络和污水处理的公司；同时担任Poincaré Investissements（1995年成为BV股东）理事会主席。
- 1996年6月：加入BV集团，担任理事会副主席和CEO。
- 1997年：担任BV集团国际业务总监。
- 1999年：升任BV集团理事会主席。
- 2009年6月：BV新设董事会替代原有理事会和监事会管理模式，Frank担任董事长。
- 2012年3月：董事会决议将董事长和CEO职能分开，Frank继续担任董事长，Didier Michaud-Daniel接任CEO职位。
- 2013年11月：因个人原因辞去董事长职务，后于2015年加入Cotecna担任董事长。

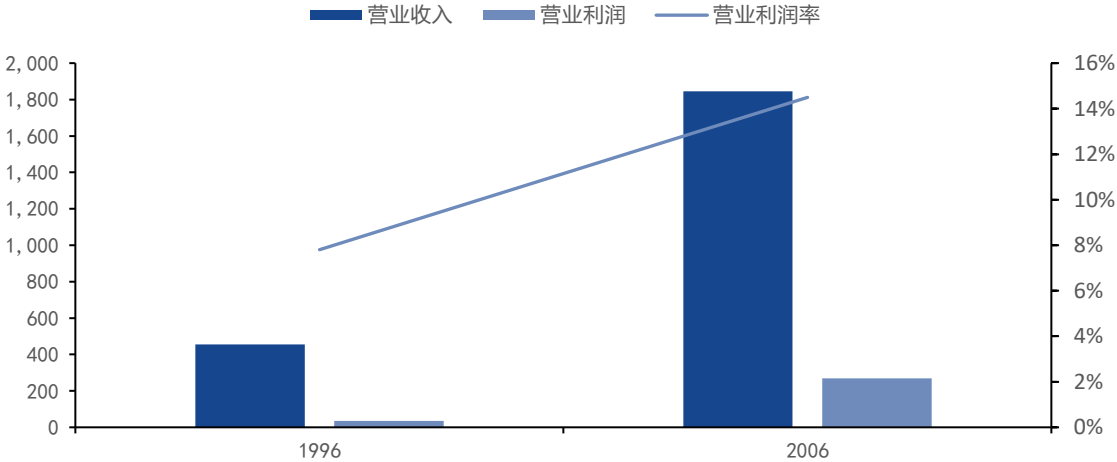
1996年-2006年：Frank Piedelièvre引领公司发展，为公司上市奠定基础

- 公司从1996年开始股权激励计划，并将浮动薪酬与营业利润率、并购整合、业绩不佳业务的改善、组织架构调整等因素挂钩。
- Frank Piedelièvre于1996年加入BV担任CEO和理事会副主席，1999年升任理事会主席。
- 1996-2006年，公司营收增长了四倍，CAGR达15%；同期利润增长了七倍，CAGR达22%；利润率由7.8%提升到14.5%，员工数量增长超过三倍。

内生外延，助力营收增长

- 在重点国家构建销售团队，为员工提供专业培训和工具支持；加强与重点客户的联系，为重点客户制定特定服务流程；提高服务差异化和定制化水平，满足客户的特定需求，提高高附加值服务的营收占比。
- 加大对高增长国家的投入，强化全球服务网络。2001-2006年，公司并购公司数量超过45家，年均并购支出约100百万欧元。

图表47：1996和2006年公司盈利情况（百万欧元）



精益求精，改善盈利能力

- 持续改善业务流程，如集中检验规划、标准化和简化检验和报告方法、优化开票流程等
- 通过年度识别和分析业绩不佳的业务单元，建立独立团队和年度计划，实行季度跟踪改善业务单元业绩。
- 使用信息化技术和网络提高效率。
- 通过集中业务支持系统和优化采购流程实现规模经济和成本优化。

2011年目标

- 按恒定汇率营收翻倍
- 调整后营业利润率提高150个基点至16.0%
- 调整后净利润年均增长15%-20%



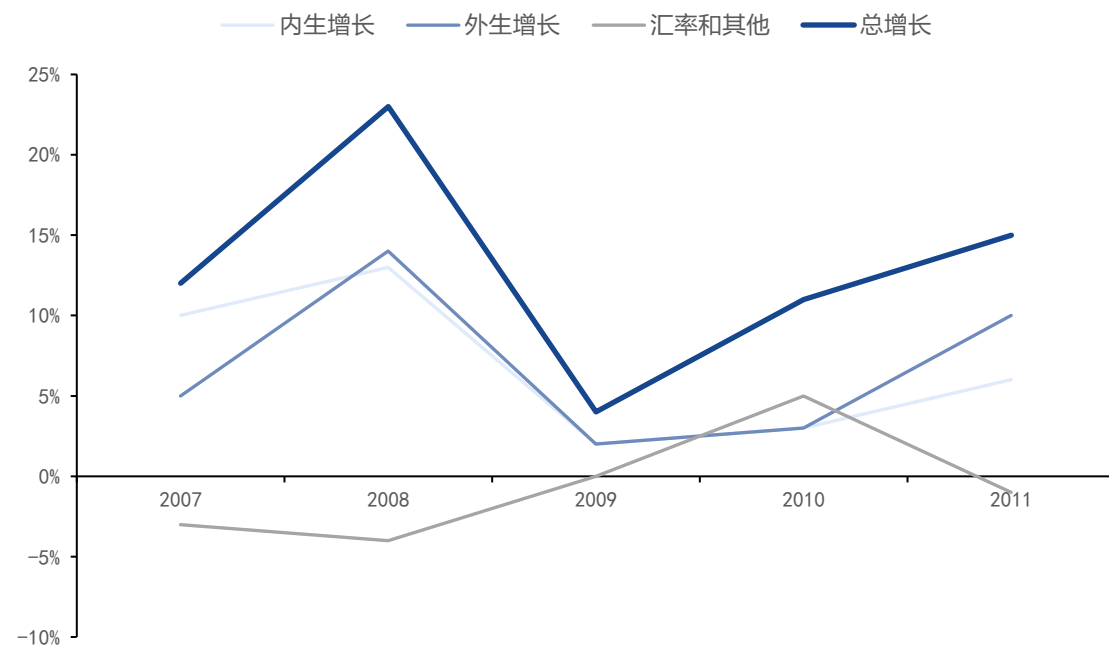
2011年实际

- ✓ 按恒定汇率营收年均增长14%（累计增长约92%）
- ✓ 调整后营业利润率提高170个基点至16.2%
- ✓ 调整后净利润年均增长17%

发展策略

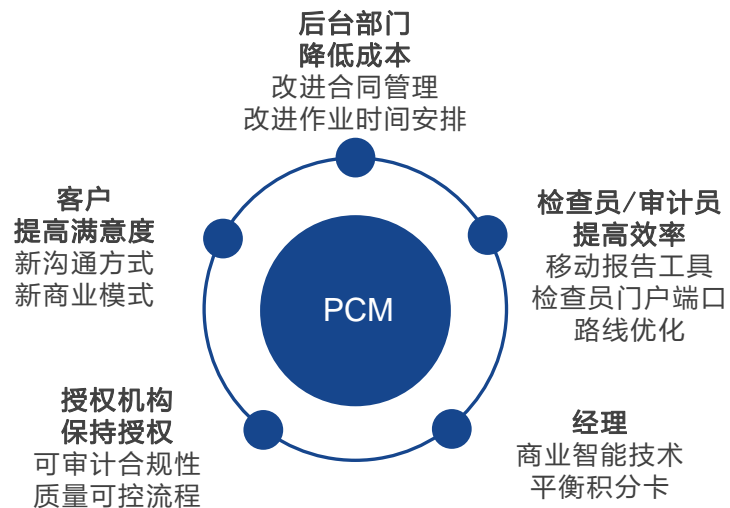
- 延续上市前发展风格，向高增长国家和地区布局，如中国、印度、巴西和东南亚、拉丁美洲、中东、非洲；进一步丰富服务组合，发展高附加值服务。
- 施行“Buy and Build”发展战略，使内生增长和外生增长保持了良好的平衡，过去五年两种增长各占50%；过去十年共收购约90家公司，年均并购支出169百万欧元。
- 公司对中小公司的收购主要为了扩大业务规模，强化现有网络并获得新的检测能力，实现了收入增长和成本下降的显著协同效应。
- 公司对大型公司进行了有针对性的收购，过去公司未涉足大宗商品领域，2008年通过收购澳大利亚CCI首次涉足大宗商品业务，2010年通过收购大型跨国企业Inspectorate组建了大宗商品业务板块，成为大宗商品检测领域的全球领先企业之一。

图表48：2007-2011年公司营收增长拆分



业务板块	潜在机会
船舶与海洋工程	石油、天然气和风电等海上设施、内陆航运（河流和运河愈发在货物运输中发挥作用）、新的能源效率、劳动力和安全方面的法规
工业	上游检测业务（陆上和海上钻井、液态天然气）、电力部门（核能、可再生和化石能源）、加工部门（矿石、食品和化学品）
设备检验与运行验证	与政府当局和保险公司的合作机会
建筑与基础设施	新兴国家的基建需求、现有资产的管理支持需求
认证	新认证体系（能源管理、生物燃料、可持续发展、有机食物、碳足迹、健康）
农产品、食品与大宗商品	生物燃料、石化产品、石油添加剂、上游矿物检测、煤炭岩芯检测、食品安全
消费品	电子与电气产品（移动设备产品和汽车电子设备）
政府服务与国际贸易	单一窗口、汽车检验、汽车损坏追踪和评估

• 推出新的业务核心指导模型 Production Core Model



- 持续优化人力资源政策，加速信息技术和系统工具应用。
- 开启精益管理，将检验和报告方法进一步简化和标准化。
- 强化规模效应，优化全球网络，将支持服务向大陆服务共享中心集中，将部分后台职能工作外包至低成本国家。
- 采用并购后整合计划方法论（Post-Merger Integration Plan Methodology），最大化收益和成本协同效应。
- 持续识别和分析表现不佳的业务单元，设立单独改善计划。



Didier Michaud-Daniel

法国荣誉军团荣誉骑士

学历背景

- Didier Michaud-Daniel曾就读于法国普瓦捷高等商学院和欧洲工商管理学院（INSEAD），获得管理学学位。

主要履历

- 1981-1991年：作为技术销售人员在奥的斯电梯公司（OTIS）开启职业生涯，后在销售管理和运营支持方面担任多个角色。
- 1991-1992年：担任OTIS法国区首席运营官
- 1992-1998年：兼任巴黎区首席运营官和销售总监。
- 1998-2001年：担任法国区副CEO,负责公司运营。
- 2001-2004年：经过在法国区20年的工作，被调任至英国区和爱尔兰区担任CEO。
- 2004-2008年：担任OTIS英国区、德国区和欧洲中部业务的CEO。
- 2008-2012年：担任OTIS集团总裁。
- 2012年3月：加入BV，接任Frank Piedelièvre的CEO职位，并工作至今。

2012-2015年：内生增长较为乏力，过于依赖杠杆并购

2015年目标

- 按恒定汇率营收年均增长9%-12%：2/3来自内生增长6%-8%，1/3来自外生增长3%-4%
- 调整后营业利润率提高100-150个基点，2011年为16.2%
- 调整后EPS年均增长10%-15%
- 降低杠杆比率至低于1.0，2011年为1.60



2015年实际

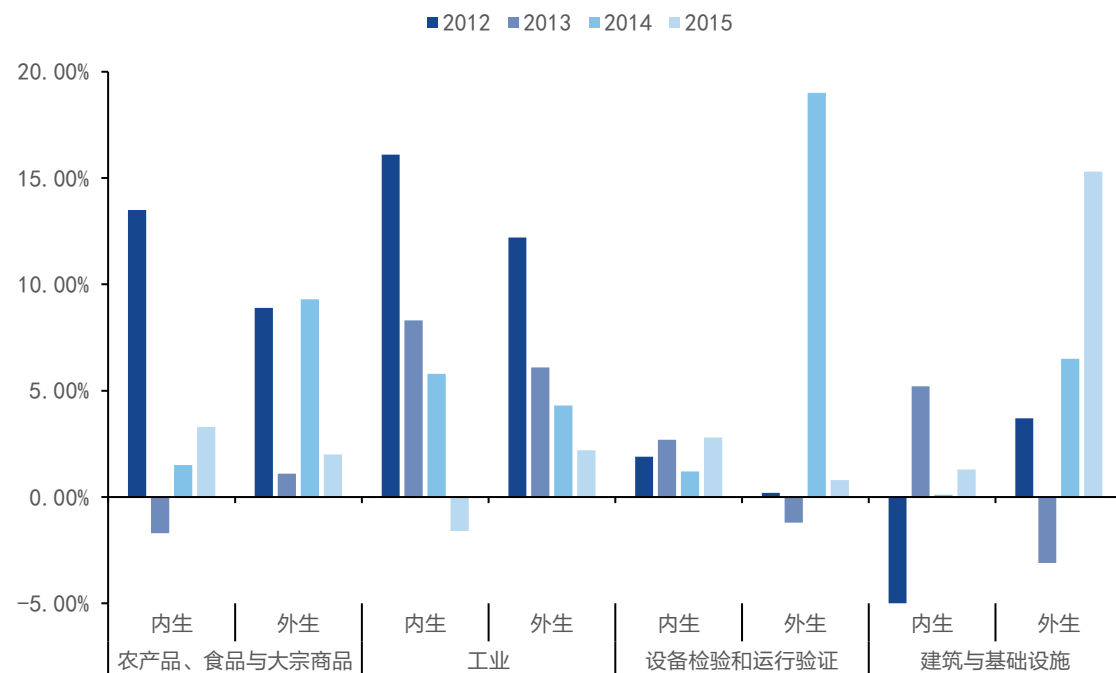
- 按恒定汇率营收年均增长约为8%，内生增长和外生增长约各占一半
- 调整后营业利润率提高50个基点至16.7%
- 调整后EPS年均增长约4.8%
- 2015年杠杆比率升至2.02

公司约2/3营收来源于农产品、食品和大宗商品 & 设备检验和运行验证 & 工业 & 建筑与基础设施四个业务板块，受外部因素和公司自身问题影响，未能完成2015年计划目标。

- 2013-2015年全球矿产品需求减少，油价周期性衰退，相应石油和矿产品开采、运输、交易等业务检测需求减少，农产品、食品和大宗商品业务板块约90%营收来源于矿产品和石油石化产品，工业业务板块约25%营收来源于石油天然气的投资建设活动，两业务板块内生增长受到较大影响。
- 设备检验和运行验证 & 建筑与基础设施业务板块自上市以来一直致力于向国外市场拓展，但未能在法国外的成熟市场形成显著的竞争优势，外国市场营收占比未明显提升，内生增长疲软，被迫中止或退出部分业务和市场，如基建管控业务和西班牙基建市场。

注：杠杆比率 (leverage ratio) = 净负债 (net financial debt) / EBITDA

图表49：2012-2015年公司主要业务营收增长拆分



2015年：提出五支柱战略，八大增长引擎，两大关键国家，四大举措

五支柱战略

通过关键增长因素提高市场覆盖率

为传统领域提供更广泛的服务，包括石油与天然气、电力与公用事业、船舶与海洋工程等；加大新兴领域投入，如智慧世界和汽车

成为大公司的首选合作伙伴

提供全球一体化解决方案，结合检验、审查、检测和数据分析；提高服务数字化程度；加速重点客户管理办法的执行

进一步部署高效运营模式，提高灵活性和效率

执行内部运营改善计划，如 Excellence@BV 和数字化，通过人力资源政策和企业文化社会责任尽责确保员工高效配合执行

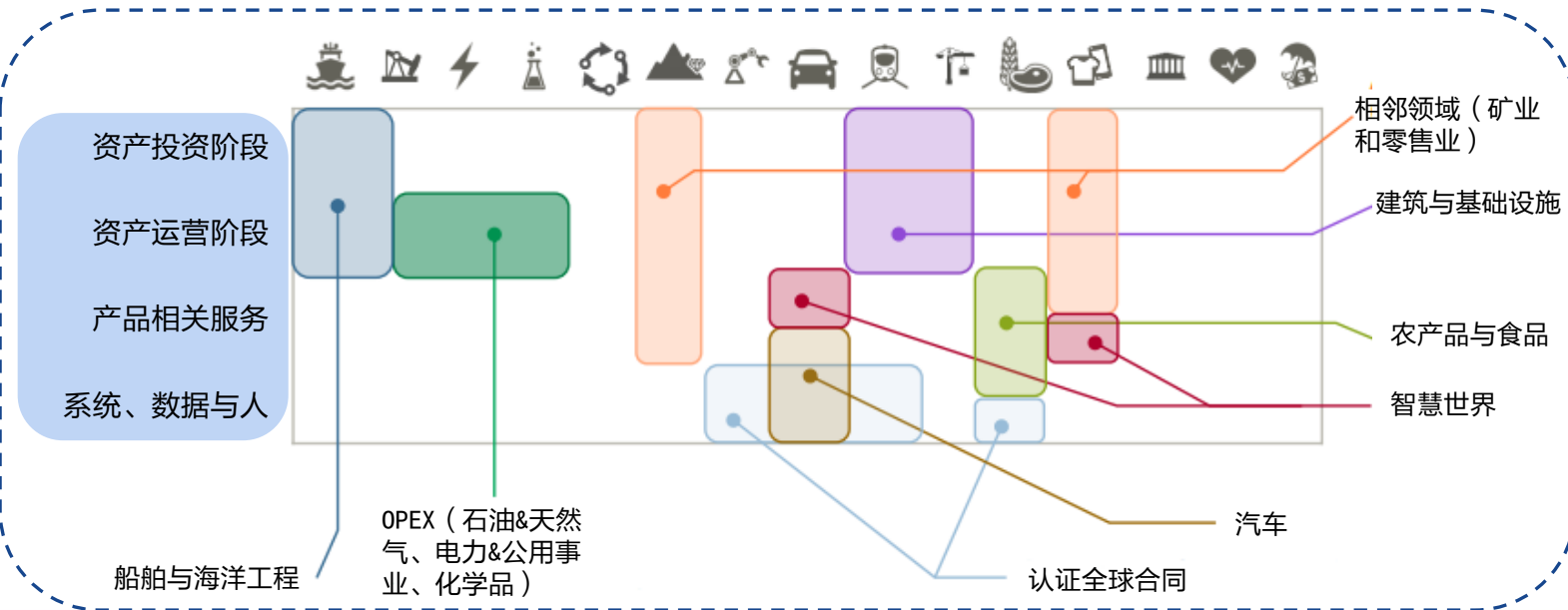
平衡美洲、欧洲、中东、非洲和亚太区域布局

利用不同区域的特定增长驱动因素；欧洲：QHSE标准和规范的参考，美国：众多世界500强企业的总部，中国：迅速崛起的TIC市场；继续加强非洲和亚洲市场布局

继续在整合TIC市场中发挥主导作用

继续执行基于内生和外生增长相结合的策略，并购特定领域和地理位置的中小型公司

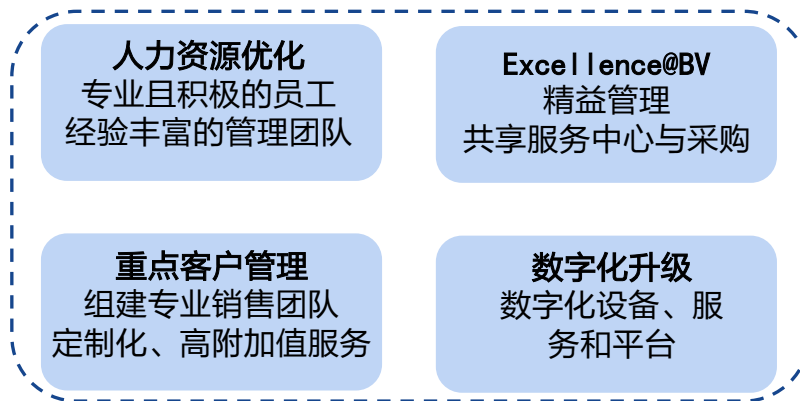
八大增长引擎



两大关键国家



四大举措



2015年：提出五支柱战略，八大增长引擎，两大关键国家，四大举措

八大引擎	增长因素
建筑与设施	继续向新兴国家发展，参与城市化和基建交通建设；发展创新解决方案，提高OPEX业务服务质量
特定领域的OPEX服务	石油&天然气、电力&公用事业、化学品，三个市场具有共同特征：高度分散、检测外包趋势和建立可重复业务的机会
相邻领域（零售业、矿业）	大多数零售业和矿业客户只使用一项服务，通过关键客户管理办法有望实现交叉销售，提供全套的一站式服务
农产品与食品	人口增长、食品供应链全球化、更严厉的法规以及消费者对食品质量日渐增长的需求为农产品与食品带来大量检测需求，公司将进一步扩展全球网络布局和服务组合
汽车	汽车的生产 and 消费转移至新兴国家，汽车向智能和电子技术发展，这些趋势将产生额外的检测检验需求，公司在过去五年已完成了汽车产业链、电子电气产品和通信方面的布局，公司将利用这些优势成为汽车领域的主导者
智能世界	智能互联设备将呈指数型增长，设备检验、通信测试和数据安全等服务需求将增加
认证全球合同	认证市场仍旧十分分散，国际认证公司相对于单一认证公司将更具信赖度，能够为跨国企业提供整套认证服务
船舶与海洋工程	开发创新高附加值服务，如能源效率优化和风险管理，提高服务数字化信息化程度

中国

世界最大TIC市场，规模约为590亿欧元，约430亿市场由本地企业和公共部门占有。

- 中产阶级增长和城市化等结构化变化驱动市场增长。
- 监管趋严，环保意识、食品安全和产品质量需求增长。
- TIC市场逐渐开放，自由化程度提升，国际企业参与程度加深。

美国

TIC市场规模约为340亿欧元，约1/3福布斯2000企业总部位于美国，2015年公司约10%营收来自美国。

- 加强消费品、石油&天然气、建筑和工业设备的领导地位。
- 向新领域渗透：智慧世界、农产品食品、航空和汽车。
- 开展Excellence@BV：精益管理、共享服务中心、集中采购。

人力资源优化

- 培养高度专业化、富有热情、认同公司文化和价值观的员工。
- 组建经验丰富且经历匹配的管理团队。

Excellence@BV

- 分析范本流程，重构价值流程图，形成计分板进行主动管理，实现流程简化、标准化和可复制。
- 规模采购和服务共享中心降低成本。

关键客户管理

- 识别并选择与公司增长引擎相匹配的关键客户。
- 组织市场和销售团队，配备关键客户经理跟进。
- 采用针对性方法，完美满足特定市场需求。

数字化升级

- 提供数字增强服务：远程检验、实时法规信息、3D建模等。
- 搭建数字信息平台，以安全、可信的方式提供多方面信息。
- 分析并改进自身数据标准，加强价值主张可信度并提高效率。

2016-2020年：宏观环境恶劣，自由现金流有较大提升

中长期目标

- ❑ 2020年营收相对2015年提高1500百万欧元，2020年内生增长达到5%-7%
- ❑ 调整后营业利润率提高至约17%
- ❑ 保持高自由现金流量，2012-2015年平均为380百万欧元

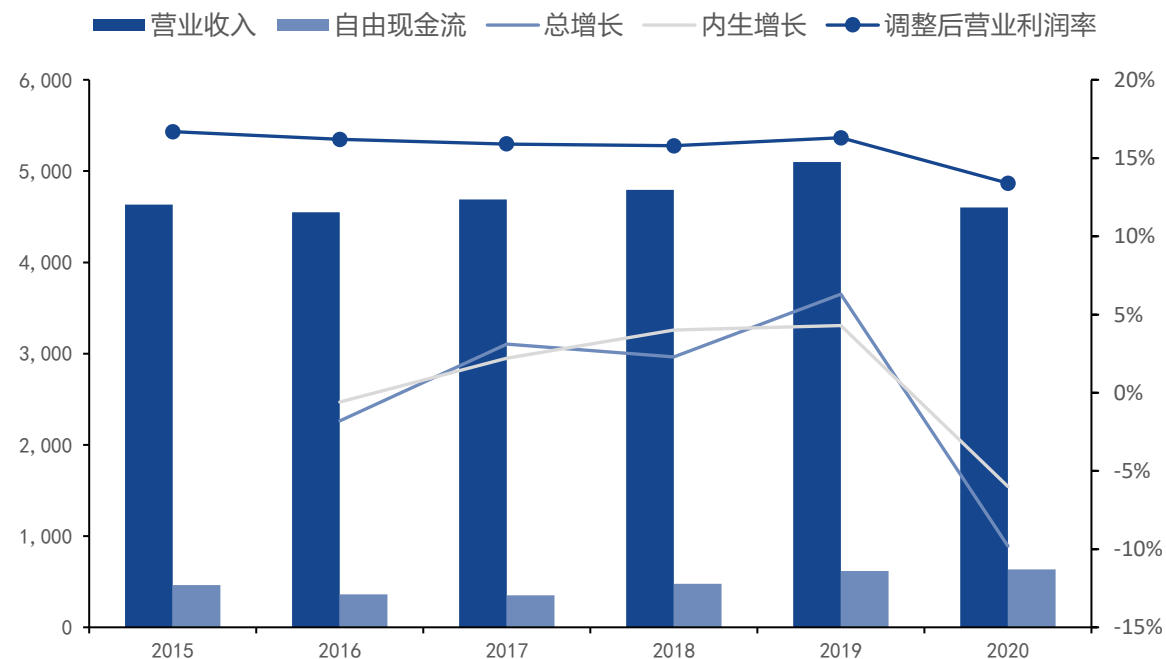


2020年实际

- × 2020年营收相对2015年下降约34百万欧元，当年内生增长为-6.0%
- × 调整后营业利润率降至13.4%
- ✓ 2016-2020年平均自由现金流量为489百万欧元

- 2016年全球经济衰退，受石油&天然气和金属&矿物业务的影响，公司营收出现负增长；公司现金流状况恶化，营运资本需求（WCR）由2015年48.5百万欧元资金贡献变更为2016年37.2百万欧元资金被占用。
- 2018年全球经济好转，公司整体经营状况开始回升（尽管部分业务如电子电气产品受中美贸易摩擦影响），2019年内生增速达到4.3%，调整后营业利润率提高到16.3%；公司审计与风险委员会执行“Move for Cash”计划，大幅改善公司资金流状况，WCR由2017年59.5百万欧元资金占用变为2018年4.1百万欧元资金贡献，自由现金流由2017年的350百万欧元提高到2018年的478百万欧元。
- 2020年受新冠疫情影响，公司营收大幅下滑，但公司通过加强营运资本管理，减少资本开支和并购支出，维持了高自由现金流，保障了公司财务安全。

图表50：2015-2020年公司经营数据（百万欧元）





增长的人口和高速的城市化

据公司预计，2050年，全球超过2/3的人口将成为城市人口，超过一半的人口将生活在亚洲。

• 人口的持续增长

预计到2050年，全球人口数量将增加20亿，使全球人口数量从77亿增加到97亿。

• 快速的城市化进程

全球约55%的人口居住在城市地区。这一比例将在2050年增加到70%。亚洲和非洲将占这一城市人口增长的很大一部分。

这一趋势导致：

- 可持续基础设施和新交通方式的发展
- 绿色能源的使用增加
- 地区之间的联系加强
- 公私伙伴关系的激增



国际贸易和供应链管理：扰乱和重组

据公司预计，2025年，25%的国际贸易将受到供应链重组的影响。

• 越来越复杂的供应链

供应商和中介机构数量越来越多，而在供应链中每个阶段和过程的透明度都有所下降。不仅是产品来源和质量的透明度，还有它们对健康、社会和环境的影响的透明度都有所下降，系统的平衡被打乱。制造商们正越来越多地将注意力从中国转向东南亚。

到2025年，25%的国际贸易将受到供应链重组的影响。

这一趋势导致：

- 供应链重组
- 供应链的简化
- 中国国内市场的重要性增加



新科技的出现和正在加快的数字化

据公司预计，2025年，数据量增加将超过530%。

• 数字化加快

大数据加强了数字基础设施对质量和灵活性的需求。经济的数字化使得系统和数据共享的安全性以及数据保护对利益相关者至关重要。

• 技术突破

BV用数据分析、机器学习和区块链技术，使其服务更有效率和精确，同时提高了生产效率和可靠性。

这一趋势导致：

- 平台化解决方案
- 远程检查
- 开发数字双技术和使用人工智能
- 创新的可追溯性过程，特别是使用区块链
- 专业知识在评估网络安全遵从性和人工智能模型



对于可持续发展和CSR的关注度越来越高

据公司预计，2020年，45%的欧洲金融资产加入ESG标准。

• 可持续发展需求增加

致力于向可持续模式过渡的企业需要在专家指导下，以安全和透明的方式进行转型。此外，企业需要测试、检查和认证服务，以符合新的规定，这与绿色能源市场尤其相关，例如氢气、风能和太阳能。

这一趋势导致：

- 可衡量的承诺和透明的沟通
- 可持续的投资
- 新能源市场上对测试、检验和认证服务不断增长的需求



健康与卫生受到关注

据公司预计，2023年，全球数字健康市场的估值为2345亿美元。

• 健康与卫生重要性增加

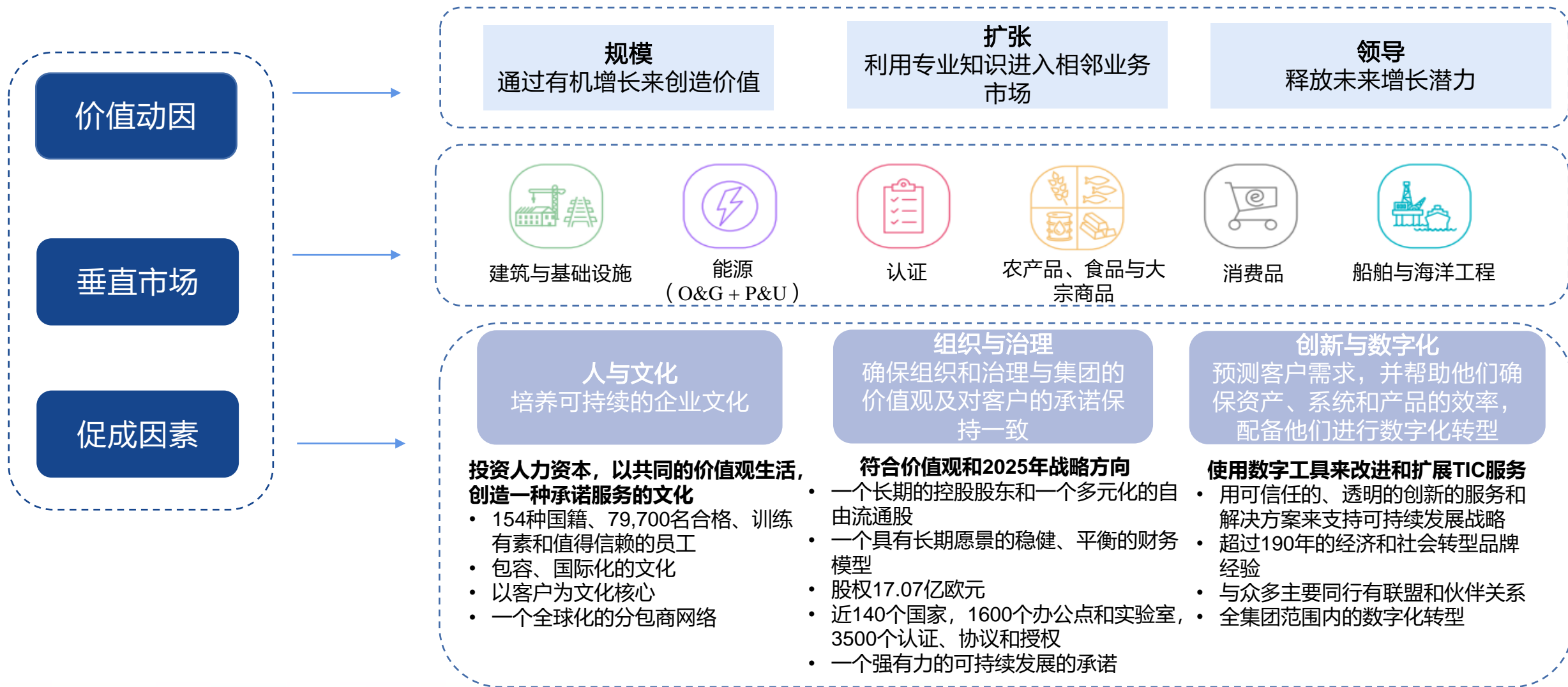
近年来，人们越来越强调医疗保健的重要性，以及加强医院基础设施和继续发展致力于帮助老龄化人口的结构必要性。数字化也影响到医疗保健部门，导致联网医疗设备增加。所有企业的优先事项都是为其雇员和客户提供充分的健康、安全和卫生条件。为了使其客户和用户放心，并保护其员工的健康，他们必须确保在操作场所和办公室内采取所有卫生措施。

这一趋势导致：

- 健康和卫生的重要性增加
- 卫生法规的演变
- 医疗技术的加速创新

2025计划框架

2025计划目标：从现有和相邻业务中获取最大价值，引领TIC行业走向可持续发展



2021年：宣布实施2025战略计划，引领TIC行业走向可持续发展

三个价值动因

规模：通过有机增长来创造价值

公司在多个地区开设了专业平台，以此作为公司新增长的来源

- ✓ 提高现有服务的标准化程度和产量
- ✓ 继续向一个更面向市场的组织转型
- ✓ 为客户提供尖端的数字解决方案
- ✓ 促进有机增长，保持高利润率

扩张：利用专业知识进入相邻业务市场

为了满足新的潜在需求，公司正在多样化和加强投资组合，主要在以下三个方面扩大业务活动

- ✓ **可持续性**：随着客户对可持续性的需求越来越高，他们需要新的服务和解决方案来保护品牌，并透明和可信地报告他们的ESG性能。
- ✓ **能源转型**：除了支持现有客户度过能源转型时期，公司还扩大对可再生能源供应商的服务范围，包括太阳能和风能，为新的客户提出创新的解决方案，特别是在前景广阔的氢气市场。
- ✓ **跨职能机会**：抓住影响跨职能市场和部门的机会，例如中国的新丝绸之路、新的移动设施、医疗保健市场、智能城市和5G设备。

领导：释放未来增长潜力

为应对即将到来的变化，公司充分利用技术变革，投资于以下三个主要领域

- ✓ 网络安全、连通性、可追溯性
- ✓ 公司计划通过收购实现内生增长和外部增长。

3个财务指标 + 1个CSR目标

财务指标	<ul style="list-style-type: none"> ● 更强的内生增长：中间个位数 ● 利润率达到16%以上 ● 强现金循环：公司税前经营活动产生的现金净额与平均调整营业利润的比值高于90%
CSR目标	<ul style="list-style-type: none"> ● 成为TIC领域的ESG领导者

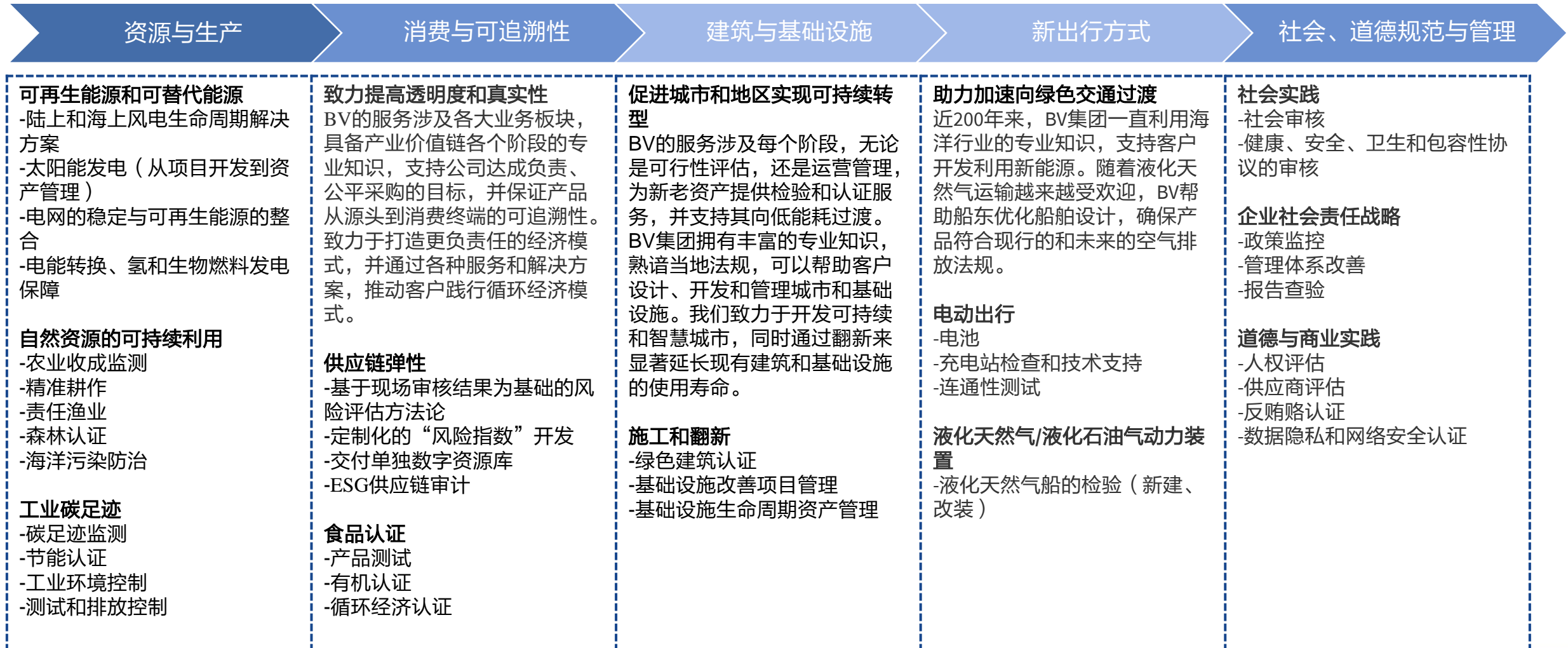
5个战略主题

资产生命周期解决方案	可持续性保证	能源转型合格性评估	技术和在线零售	网络安全合规
在资产的整个生命周期中促进管理活动	给客户的可持续发展战略提供保证	帮助客户制定能源转型策略	帮助客户实现其一致性、性能或安全要求	未来投资组合的重要组成部分

可持续性解决方案Green Line：促进一个可持续的世界

BV通过自己的专业知识为客户提供全方位的服务，以应对安全、环境、社会责任和产品或服务质量的挑战，在资源选择和生产过程中为客户提供支持。从原材料采购到产品使用，在供应链的每个环节，BV都能提供专业的支持。

图表51：Green Line可持续性解决方案链



风格稳健，不断调整，积极扩张

时间	业务扩张历程
1828-1910年	1821年，猛烈的暴风雨席卷了整个欧洲，造成约2000艘船只遇难，约两万人丧生，保险公司遭受沉重打击。1828年，海运保险信息办公室成立于比利时安特卫普，为运输保险人提供商务中心使用的费率最新信息，提供准确的船舶和设备状况信息，标准化的风险水平评价体系使其脱颖而出，而后将总部迁往法国巴黎，更名为Bureau Veritas（真理办公室），编辑了首个船舶注册簿，包含了约一万艘船舶，致力于接触更广泛的客户群，拓宽业务范围，建立全球网络。
1910-1950年	1910年公司开发了一项全新服务——材料控制，并将该技术应用于工业设备、发动机、火车和汽车等的材料检验；现代工业革命期间，积极参与铁路、道路、钢铁工厂等建筑、基础设施和工业领域，以及汽车、客车、卡车、飞机和船舶的建设；1932年在巴黎附近开设了第一个实验室，提供冶金、化学分析和建筑材料测试服务。
1950-1980年	二战后国际秩序重构，技术发展、城市化和国际贸易程度提升，世界逐渐走向全球化；公司参与了造船技术标准，加强了人员货物保护和能源效率的专业性。
1980-2010年	20世纪80年代进入扩张阶段，BV为了响应特定需求，建立了认证业务和政府服务业务，并在非洲、中国、美国开设了办事处；90年代持续开展收购，加强原有业务实力并扩展消费品、矿业等业务，形成八大业务板块；2007年在巴黎泛欧交易所（EUF）上市；2010年收购Inspectorate进军大宗商品业务，整合HSE业务形成新的八大业务板块。
2010年-至今	2015年提出五支柱战略，八大增长引擎，两大关键国家，四大举措；2017年通过大范围业务重整，最终确立了六大业务板块；经过多年发展，BV已成长为服务网络遍布全球近140个国家，拥有1,600多个办事处和实验室，约80,000名员工，为全球不同领域的约400,000名客户提供服务的全球检测行业巨头。

业务板块名称	业务发展总结
船舶与海洋工程	船舶作为起家业务，通过形成注册簿形成标准化管理，在册船舶数量持续增长；业务重心向液态天然气船舶、海上风电场合高附加值服务发展，提高服务数字化程度。
消费品	早期通过玩具和纺织品检测业务奠定领先地位，后期着重发展电子电气产品，紧跟WIFI-移动通信-5G-万物互联/智慧世界的发展潮流，软百货和硬百货业务受益于全球制造业转移和新兴国家转型升级迎来新的增长机会。
政府服务与国际贸易（已整合）	受益于合规性验证VOC替代装船前检验PSI和单一窗口Single Window，政府合约量曾大幅增长，但未能保持，逐渐回落。
农产品、食品和大宗商品	2010年通过收购Inspectorate组建大宗商品业务板块，矿产品和石油石化产品受全球经济周期影响较大，2014年后着重发展农产品和食品板块，受食品供应链全球化和消费者对食品质量和可溯源性需求的增加，板块迎来较大增长。
健康、安全与环境（已整合）	业务分散、利润率较低，出于战略考虑2009年被整合至其他业务板块。
设备检验和运行验证（已整合）	早期营收大部分来自法国市场，尝试向国外市场拓展，主要通过并购获得外国市场份额，但内生增长疲软，外国市场营收占比未有较大提升，尝试通过数字化提高服务质量和精益管理提高利润率。
工业	早期营收大部分来自欧洲市场，现今实现全球市场均衡布局；石油&天然气业务占比较大，受油价波动影响较大，通过加强和丰富OPEX业务质量和内容，加大其他领域投入分散风险；工业迎来低碳转型和物联网升级大潮，新兴国家建设需求仍旧旺盛，工业业务板块仍有较大机会。
建筑与基础设施	早期营收大部分来自法国市场，尝试向国外市场拓展，但自身缺乏较大竞争优势或行业壁垒较低，被迫退出部分业务或市场，受西班牙市场拖累营收不增反减，随后调整策略向高建设需求国家和先进技术发展，推出云信息平台Building in One，参与绿色建筑认证，营收获得大幅增长。
认证	新领域认证和标准更新带动业务增长，新兴国家认证需求旺盛；可持续发展、食品安全、数据安全等领域认证需求旺盛。

WENDEL

欧洲领先的上市投资公司之一，成立至今已300余年，管理资产超100亿欧元，专注于工业和金融领域的长期投资。

7大经典案例

BV: 全球领先的TIC行业服务商；
HIS: EMEA地区领先的电信基础设施提供商；
Tarkett: 创新地板和运动表面产品提供商；
ACAMS: 全球反洗钱和金融犯罪预防专业人员培训和认证的领导者；
Constantia Flexibles: 全球柔性包装行业的领先企业；
CPI: 美国危机预防和攻击性行为管理培训项目的领导者；
Stahl: 皮革特殊化学处理及相关服务的全球领导者

1995年

Wendel集团首次向BV投资，金额为2500万欧元，获得19%的股权，当时BV的年销售额不到4亿欧元。

2007年

BV上市，Wendel以每股37.75欧元的价格出售了2770万股BV的股份，并保留了BV 67.6%的股权。

2015年

Wendel集团出售了BV 10.9%的股份，持股比例维持在40%以上，同时拥有56%的表决权。

2021年

截止2021年12月底，Wendel集团持有BV 35.48%的资本，51.63%的表决权。

2004年

Wendel集团获得了BV的控制权，将其在Veritas的股权比例从34%增加到66%；同时Wendel集团向小股东发出换股或收购要约，拟以52欧元每股的价格回购股票，Wendel集团的持股比例超过了99%。

2009年

Wendel集团以每股25欧元的价格出售了BV 1100股股票，持股比例降至51%。

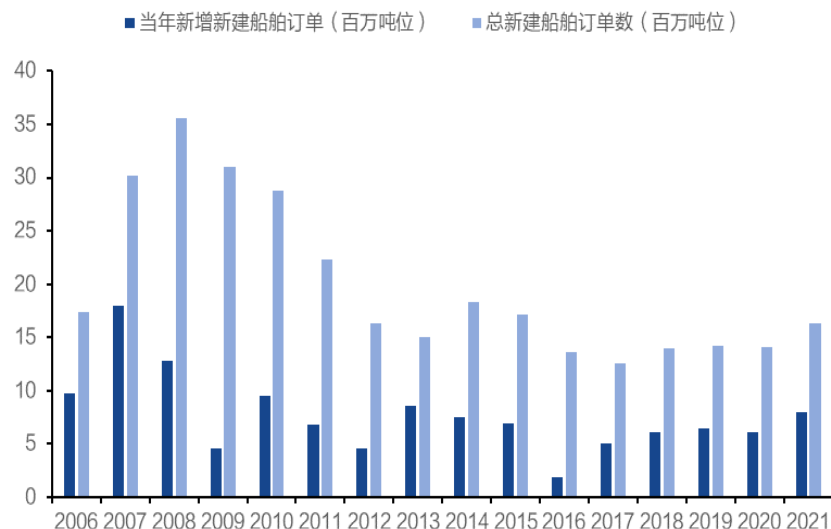
2018年

Wendel集团出售了BV 4.73%的股份，持股比例下降至35.8%，表决权比例下降至51.9%。

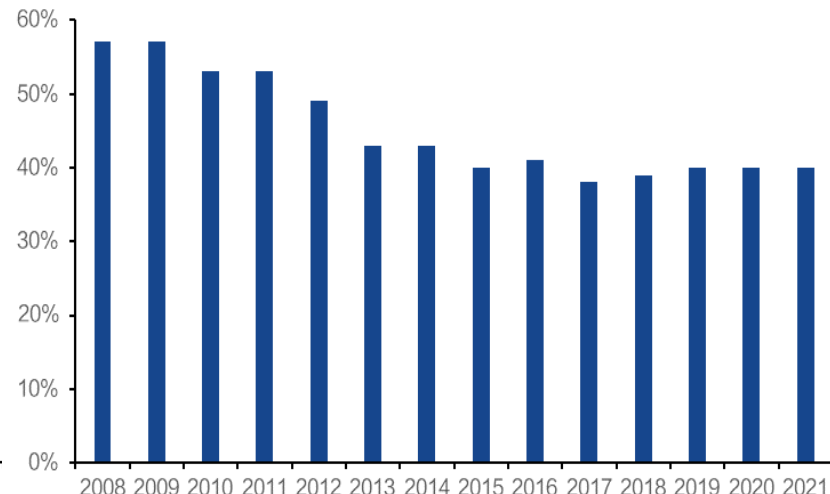
船舶与海洋工程

- 船舶分级与认证市场需求趋于下降，新建船舶相关业务收入占比呈明显下降趋势。
- 公司不断调整产品结构，挖掘行业新需求：
 - 船舶领域：重点对接清洁能源船舶服务新需求；推出数字化服务流程；挖掘高附加值服务；
 - 其他领域：通过收购进入海洋行业风险评估，海上事故调查，海上作业和项目风险管理等领域，拓展原有市场空间。

图表52：新建船舶相关订单需求趋于减少



图表53：新建船舶分级与认证业务占板块营收比例



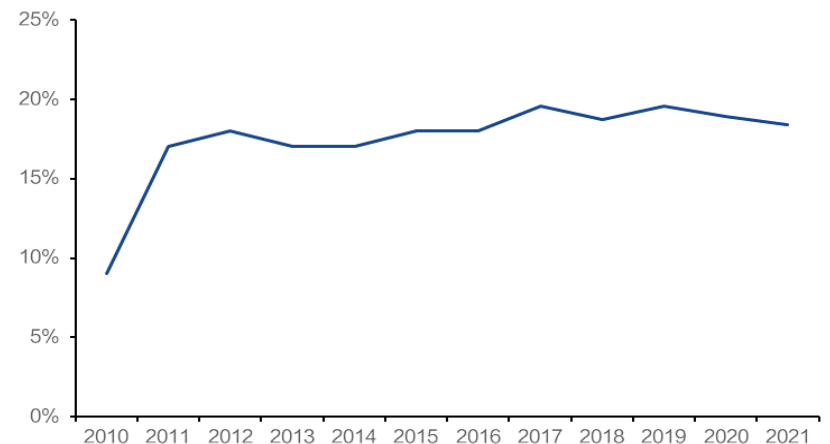
大宗商品

- 大宗商品领域收入占比高，下游为周期性行业，波动较大，2015年以后拖累业绩。
- 2017年之后，公司将大宗商品业务与食品业务、政府业务整合，但石油、金属、矿产、农产品相关业务在整合后的板块中占比仍超过80%。

石油石化领域：2021年出现测试量和测试价格双降的情况；公司一方面拓展高附加值的业务，另一方面发展新的产品种类，例如：油品状态监测(OCM)，燃料标记，生物质燃料等。

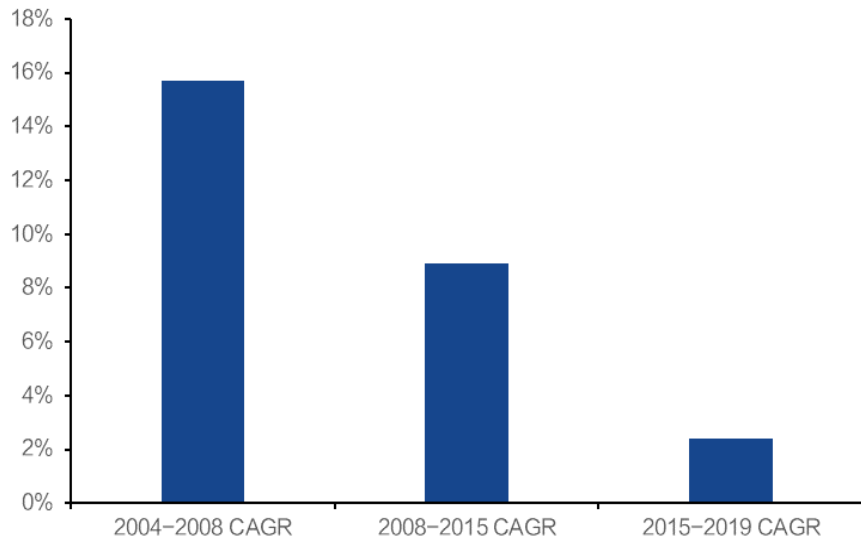
金属与矿产领域：拓展服务的矿产种类，例如：锂、钾等高景气矿产资源。

图表54：大宗商品相关业务占总营收比例

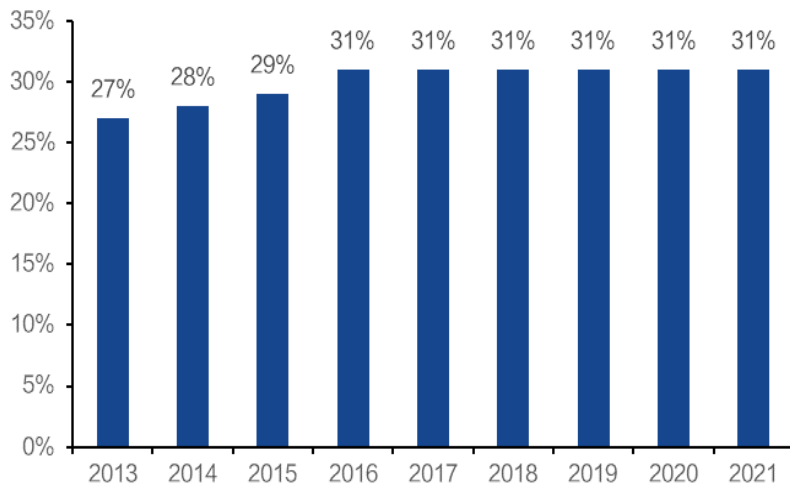


2004-2008年，为有连续数字可查以来公司营收增速最高的时期，高达15.72%；2008年之后，仍保持较高增速（8.91%），但整体比之前5年有所下降；2015-2019年，由于传统领域增速放缓，公司营收CAGR仅为2.42%，较此前进进一步下降。

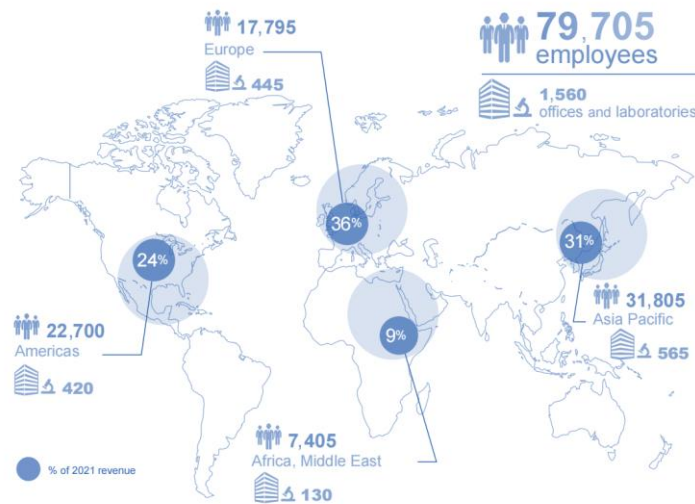
图表55：公司不同时期收入增速



图表56：BV亚太区营收占比持续增长



图表57：2021年公司各区域产能和营收占比



➤ BV自上市以来一直致力于向欧洲以外的市场扩展，完善全球网络布局，2007年欧洲市场营收占比超过50%，现今欧洲市场营收占比虽仍为第一，但亚太市场和美洲市场营收占比已获得提升。

➤ 亚太区域已成为第二大营收来源，2021年营收约为1557百万欧元，营收占比31%。

➤ 亚太区域员工数量和办事处&实验室已跃升第一，员工数量达31805人，占公司员工总数40%，办事处&实验室数量达565个，占总办事处&实验室总数36%。

- 1) 下游需求增速不及预期；
- 2) 上市公司订单增速不及预期；
- 3) 市场竞争激烈导致毛利率下滑风险；
- 4) 并购进度不及预期；
- 5) 中国与国际企业并不具有完全可比性，国外企业发展历程仅供参考；
- 6) 上市公司业绩不及预期；
- 7) 上市公司新板块拓展进度不及预期；
- 8) 应收账款减值风险。

环保&专精特新小组介绍

王宁，环保&专精特新团队首席分析师；法国KEDGE商学院硕士，中国人民大学学士，7年证券从业经验，曾先后就职于民生证券、国信证券、方正证券。

张婉姝，对外经济贸易大学金融学硕士，曾先后就职于山西证券、方正证券，专注于固废、水务、第三方检测及专精特新板块研究。

分析师承诺

王宁，张婉姝，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597