

深圳瑞捷 (300977)

第三方评估行业领军者，蓝海赛道挖掘增长活力

国内第三方评估行业的开拓者，首次覆盖，给予“买入”评级

深圳瑞捷从 2010 年开始跟随万科开展第三方评估业务，良好的客户关系、完善的内部管控制度、信息化建设以及全国化布局为长期发展奠定良好的护城河，当前第三方评估行业仍处于蓝海市场，我们预计 2021-2025 年行业复合增速超 30%，公司有望凭借专项评估应用场景的不断丰富、存量房市场业务的开展以及室内环境检测实验室项目、智慧工地线上评估平台等新业务领域不断进行品类扩张，打造新的业务增长极。16-20 年公司营收和归母净利润复合增速分别达到 49.5%/40.6%，近期公司公告大额股权激励计划，较高业绩增长目标激发企业增长活力，我们预计 21-23 年公司业绩复合增长 39% 左右，持续高增长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

蓝海市场空间快速扩容，21-25 年行业复合增速超 30%

区别于传统工程监理，第三方工程评估是工程咨询链条的进一步延伸，服务属性更强，第三方工程评估的“定制化”、“量化”、“专业化”特征明显。我们从新增及存量两维度测算，2020 年我国第三方评估行业市场空间为 73 亿元，预计至 2025 年第三方评估行业市场规模约 292 亿元，2021-2025 年 CAGR+32%，其中新增市场空间至 2025 年有望达 217 亿元，2021-2025 年 CAGR+31%，存量市场空间至 2025 年有望达 75 亿元，2021-2025 年 CAGR+35%，第三方检测蓝海市场快速扩容，具有广阔的发展空间。

知名度、美誉度、忠诚度打造品牌形象，龙头竞争优势显著

20 年末公司与 300 多家国内知名房地产企业和 80 多家公建单位形成合作，与地产客户前 10/20/100 强中合作了 9/19/73 家，与中央部委、部分省厅级等行政主管部门合作项目。公司从制度、培训、监察、激励等多方入手高度重视廉洁风险及问题，多年积攒的良好口碑使得公司常年保持较高的客户复购率（截止 21M5 复购率超 95%）。另外公司不断加快信息化建设步伐，20 年末公司已建立起涵盖全国 500 多个城市、超过 22 万次对项目标段实测实量及风险评估数据的“瑞捷数据库”。2016 年独立研发的瑞捷 APP 上线使用，2019 年瑞捷评估 2.0APP 上线，推动业务线上化、无纸化流程，随着全国化业务布局不断推进，公司的运营成本仍有较大的下降空间。

产品类别推陈出新，新增长极激发增长活力，给予“买入”评级

公司持续推进专项评估产品创新，新增幕墙专项、防渗漏专项、桩基与基础专项等多个专项评估产品，同时公司存量房业务已初步开展，如正在与客户合作的 EHS 业务、交付后维保阶段业务等。此外室内环境检测实验室项目、瑞捷智慧工地线上评估平台等新业务领域上也不断开辟新的盈利增长空间。我们预计 21-23 年公司 EPS 为 2.55/3.52/4.78 元，参考可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 42X，认可给予公司 21 年 35 倍 PE，对应目标价 89.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：旧改和新型城镇化推进力度不及预期；人均产值提升不及预期；行业竞争加剧致使竞争优势收窄速度超预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	496.48	572.67	812.03	1,110.51	1,491.23
增长率(%)	59.95	15.35	41.80	36.76	34.28
EBITDA(百万元)	205.99	181.91	218.03	298.88	403.09
净利润(百万元)	138.86	120.43	171.13	236.47	320.95
增长率(%)	114.12	(13.28)	42.10	38.18	35.72
EPS(元/股)	2.07	1.79	2.55	3.52	4.78
市盈率(P/E)	32.52	37.50	26.39	19.10	14.07
市净率(P/B)	16.99	12.00	8.03	5.91	4.42
市销率(P/S)	9.10	7.89	5.56	4.07	3.03
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.22	13.61	9.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	67.2 元
目标价格	89.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	67.20
流通 A 股股本(百万股)	16.80
A 股总市值(百万元)	4,515.84
流通 A 股市值(百万元)	1,128.96
每股净资产(元)	11.13
资产负债率(%)	15.78
一年内最高/最低(元)	129.99/47.58

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com	
王雯	联系人
wangwena@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国内第三方评估行业的先行者，具备明显先发优势	4
1.1. 第三方评估先行者，积极推动行业标准化建设	4
1.2. 经营业绩快速增长，盈利能力整体较强	6
2. 蓝海市场快速扩容，新增+存量打开向上发展空间	9
2.1. 区别于工程监理，第三方评估业即将步入增长快车道	9
2.2. 市场空间快速扩容，21-25 年行业复合增速超 30%	12
3. 知名度、美誉度、忠诚度打造品牌形象，龙头竞争优势显著	15
3.1. 客户资源优质，较高的复购率彰显良好的市场口碑	15
3.2. 完善的内部管控制度，保障项目评估的独立、客观和公正	17
3.3. 信息化建设+全国化布局，为中长期发展奠定良好基础	18
4. 产品类别推陈出新，新增长极激发增长活力	20
4.1. 拓宽专项评估产品，应用场景不断丰富	20
4.2. 新业务打造盈利增长点，新型技术储备持续推进	21
5. 盈利预测与估值	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：企业发展历程	4
图 2：公司股权结构及参股公司情况（截至 2021 年 4 月 20 日）	4
图 3：2020 年分产品收入构成	6
图 4：2016-2020 年主要业务收入占比情况	6
图 5：2016-2020 年研发投入及同比增速	6
图 6：2016-2020 年研发投入占营收的比及研发人员数量占比	6
图 7：2016-2017 公司员工数量及同比增速	7
图 8：2016-2020 年公司人均产值及同比增速	7
图 9：2016-2020 年公司营业收入及同比增速	7
图 10：2016-2020 年归母净利润及同比增速	7
图 11：2016-2020 年公司毛利率和净利率情况	8
图 12：2016-2020 年公司分业务毛利率情况	8
图 13：2016-2020 年公司期间费用率	8
图 14：2017-2020 年公司应收账款账龄分析	9
图 15：2016-2020 年公司经营活动现金流净额及收现比	9
图 16：工程评估和工程监理所处行业分类	9
图 17：2013-2020 年房屋施工面积及同比增速	14
图 18：2014-2018 年我国存量建筑面积（单位面积：亿平方米）	15
图 19：公司与大客户合作历程及业务模式	16

图 20: 公司合作的部分地产客户展示	16
图 21: 公司合作的部分政府客户展示	17
图 22: 2017-2020H1 不同的订单获取方式实现的订单量	17
图 23: 2017-2020H1 不同的订单获取方式实现的营收占比	17
图 24: 瑞捷评估 App1.2.1 功能界面一	19
图 25: 瑞捷评估 App1.2.1 功能界面二	19
图 26: 2020 年营业成本拆分	20
图 27: 2017-2020 年差旅费金额及占营收比重变化	20
图 28: 公司专项评估产品	20
图 29: 公司专项评估收入占比逐年增加	21
图 30: 公司专项评估毛利率接近过程评估	21
表 1: 股权激励计划业绩考核要求	5
表 2: 公司主营业务板块	5
表 3: 工程监理和第三方工程评估比对	10
表 4: 深圳瑞捷第三方工程评估业务流程	10
表 5: 国内从事第三方评估的主要公司	11
表 6: 行业相关支持政策	12
表 7: 第三方评估单价及增速测算	13
表 8: 第三方评估每万平方米评估标段次及增速测算	13
表 9: 2025 年新增市场空间预测	14
表 10: 2020-2025 年存量市场空间预测	15
表 11: 公司廉洁风控内部管理制度	18
表 12: 公司拥有的核心技术	18
表 13: 公司信息化工具和大数据平台发展情况	19
表 14: 新项目研发情况	21
表 15: 公司核心技术储备情况	22
表 16: 深圳瑞捷分项业务收入及毛利率预测	23
表 17: 公司核心指标预测值	23
表 18: 可比公司估值表	24

1. 国内第三方评估行业的先行者，具备明显先发优势

1.1. 第三方评估先行者，积极推动行业标准化建设

国内第三方评估行业的排头兵，具有明显的先发优势。深圳瑞捷创始于 2010 年，早期从事第三方实测实量评估咨询业务，是该细分行业在国内的创始成员之一；2013 年，深圳瑞捷与专业从事商业地产开发的 SOHO 中国达成合作，业务范围拓展至商业评估领域并上线交付评估体系；自 2014 年起，为客户提供项目驻场管理和咨询管理服务，开始服务政府客户，同年公司成功举办首届建筑工程品质管理高峰论坛，并上线建筑工程品质管理数据库应用平台；2019 年，公司主编《住宅建筑工程品质量化评估标准》，推动行业标准化建设；2021 年 4 月创业板上市，经过十多年的潜心耕耘，公司现已成长为一家评估技术具备先发优势、提供建设工程项目全流程服务的高新技术企业。

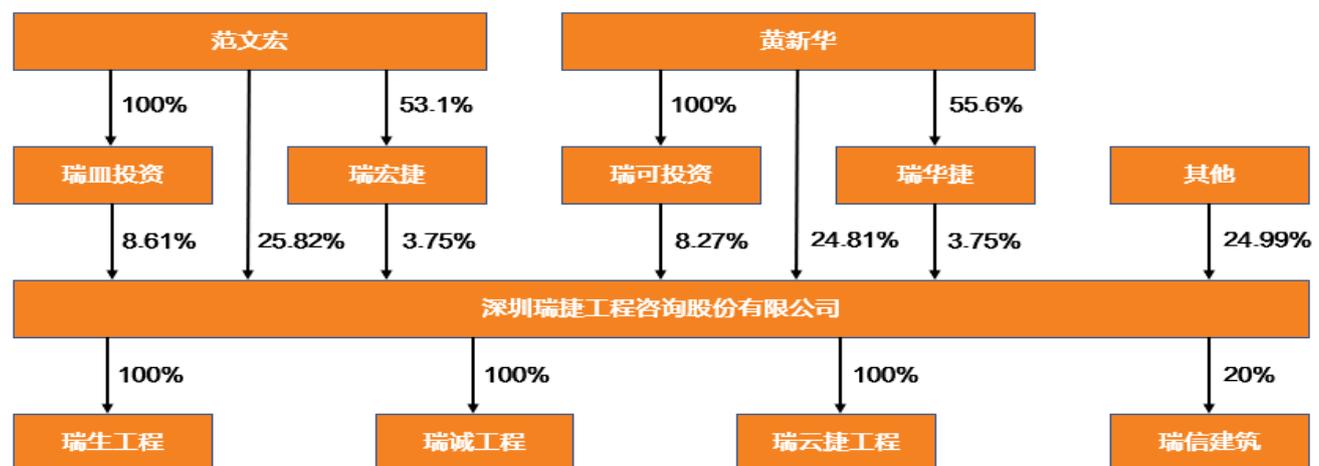
图 1：企业发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书、天风证券研究所

股权结构高度集中，核心技术人员利益与公司深度绑定。公司实际控制人范文宏和黄新华先生于 2017 年 1 月签署了《一致行动协议》，是公司的一致行动人。截至 2021 年 4 月 20 日，二人直接持有公司 50.63% 的股份，通过瑞皿投资、瑞宏捷、瑞可投资和瑞华捷间接持有公司约 20.96% 的股份，总计持有深圳瑞捷的股份约 71.59%，股权结构高度集中，其中，瑞宏捷和瑞华捷为上市前员工持股平台，分别持有公司 3.75% 的股权，以持股计划激励核心员工，强化公司内驱力。

图 2：公司股权结构及参股公司情况（截至 2021 年 4 月 20 日）



资料来源：Wind、企查查、天风证券研究所

拟发行股权激励草案，彰显公司中长期发展充足动能。7 月 23 日，公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟向董事、高级管理人员及骨干人员在内的 125 人授予限制性股票 268.8 万股，占股本总额 4%，采取的激励形式为限制性股票（第一类和第二类限制性

股票), 此次限制性股票的授予价格为 31.52 元/股。业绩考核目标需满足以下两个条件之一: 1) 2021-2023 年收入增速不低于 35%/35%/35%; 2) 2021-2023 年净利润增速不低于 35%/30%/30%。我们认为首次股权激励计划的实施有助于调动核心骨干的积极性、提升人才激励机制、提高经营效率, 较高的业绩考核目标彰显管理层对公司未来的经营信心。

表 1: 股权激励计划业绩考核要求

解除限售/归属安排	时间	业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一: 1、2021 年营业收入增长率 不低于 35% ; 2、2021 年净利润增长率 不低于 35%
	第二个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一: 1、2022 年营业收入增长率 不低于 35% ; 2、2022 年净利润增长率 不低于 30%
	第三个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一: 1、2023 年营业收入增长率 不低于 35% ; 2、2023 年净利润增长率 不低于 30%
预留授予的限制性股票	第一个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一: 1、2022 年营业收入增长率 不低于 35% ; 2、2022 年净利润增长率 不低于 30%
	第二个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一: 1、2023 年营业收入增长率 不低于 35% ; 2、2023 年净利润增长率 不低于 30%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

工程评估、驻场管理和咨询是公司三大业务板块。根据评估范围的不同, 工程评估服务可分为过程评估、专项评估、交付评估三类, 主要是对多个工程项目的质量、安全等方面进行评估, 并向委托方提供评估结果、相关分析及改进建议等一系列成果, 协助委托方对工程进行管理; 驻场管理服务是公司派驻项目团队常驻工程现场, 根据客户不同层面的需求, 提供建设工程巡检、评估、咨询服务等; 管理咨询服务则是帮助客户梳理及诊断工程管理问题, 结合瑞捷知识库的优秀案例, 为客户提供工程管理相关的咨询服务。

表 2: 公司主营业务板块

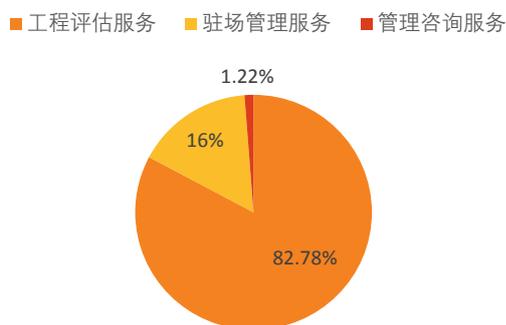
三大业务板块	具体内容
工程评估	
过程评估	公司提供涵盖住宅建筑、公共建筑的施工、安装、装饰装修等 施工建设全过程的评估服务 。公司依据相关法律法规、国家规范、行业标准等, 结合客户需求, 制定第三方工程质量、安全、管理等评价体系, 据此通过实测实量、现场巡查、资料查阅等方式, 依据合同约定的时间对工程建设过程中的尺寸偏差、质量隐患(如渗漏、开裂)、安全隐患、成品保护、管理行为以及管理痕迹等主要项目进行评估并形成量化得分, 综合反映项目建设的实体质量、风险隐患、工程管理水平等, 协助委托方辨识项目的施工管理状态和风险。
专项评估	针对工程项目的 特定阶段、特定问题等客户特定需求进行的评估服务 , 专项评估属于过程评估在 特定项目上的功能深化 。公司的专项评估服务包括: 应用于项目开工前准备阶段的设计评估、供方考察、客户关系评估; 应用于项目施工建设阶段的地下工程专项、安全专项、材料专项、门窗专项、外檐专项、消防专项、机电专项等; 以及应用于项目运营维护阶段的交付后评估、运维评估、电梯专项等。
交付评估	在项目 交付阶段 , 公司以业主的视角和工程专业的角度对项目交付品质做出评价, 系统性排查易引起投诉的隐患, 控制交付风险, 提高业主的交付满意度。包括交付预评估、交付前评估两类产品, 交付预评估是指在项目交付前 30-45 天 , 对项目正常使用功能进行测试, 排查工程重大质量风险; 交付前评估是指在项目交付前 7-15 天 , 对项目户内及公区观感、园林景观等进行测试和评估, 发现项目观感和功能方面的瑕疵。
驻场管理	公司 派驻项目团队常驻工程现场 , 根据客户不同层面的需求, 提供建设工程巡检、评估、咨询服务, 服务内容包括但不限于项目管理制度编制、施工图纸优化、施工标准做法培训、过程施工质量安全管控、交付前预验收及一户一验等。
管理咨询	公司帮助客户梳理及诊断工程管理问题, 结合瑞捷知识库的优秀案例 , 为客户 提供工程管理相关的咨询服务 , 包括工程管理咨询方案、品质提升培训、技术标准编制、优秀工艺推广等, 助推客户工程管理规范化运作, 提升客户工程管理专业化能力。

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

工程评估是最主要的收入来源, 驻场管理服务形成有力的补充。公司三大主营业务板块中, 工程评估服务是公司自设立以来就开展的传统优势业务, 也是公司收入占比最高的业务, 占 2020 年末营业收入比重为 82.8%, 从过去五年的业务占比变化情况来看, 2016-2020 年

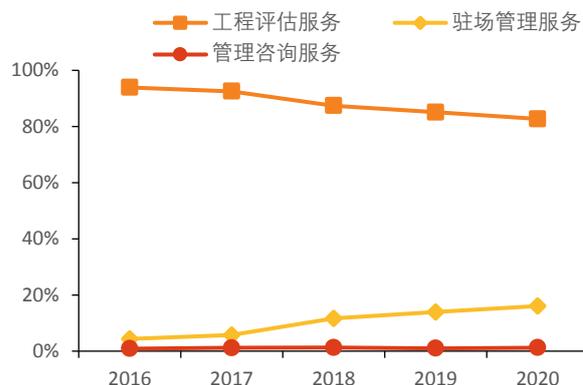
工程评估业务收入占比始终维持在 80%以上，驻场管理服务占主营业务收入的比率近几年上升较快，从 2016 年的 4.4%增长到 2020 年的 16%，为公司收入来源形成有力的补充。

图 3：2020 年分产品收入构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2016-2020 年主要业务收入占比情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

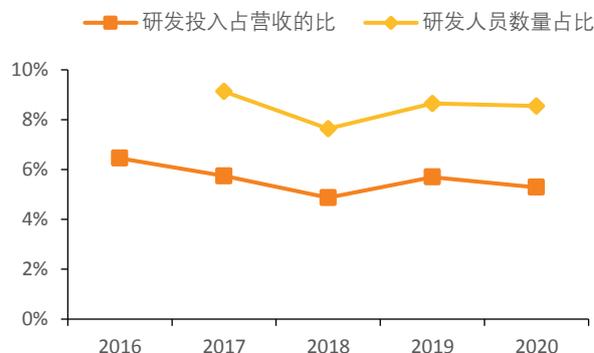
以创新驱动发展，研发投入始终保持较高水平。作为知识密集型和人才密集型特点的行业，先进的技术和创新性人才是本行业经营和持续发展的根本。公司高度重视技术研发投入，近几年研发投入占营业收入的比例基本保持稳定，并形成以研究院为研发主导机构，业务部门密切参与，支持部门协调配合的良好工作机制，经过多年发展，公司逐步培养了一支专业、稳定的研发队伍，2016-2020 年以来公司研发投入占收入的比重维持在 5%左右，研发人员数量占比维持在 8%左右，研发投入从 740 万元大幅增加至 3029 万元，截止 2021 年 6 月，公司拥有 2 项发明专利、11 项作品著作权、40 项软件著作权。

图 5：2016-2020 年研发投入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2016-2020 年研发投入占营收的比及研发人员数量占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

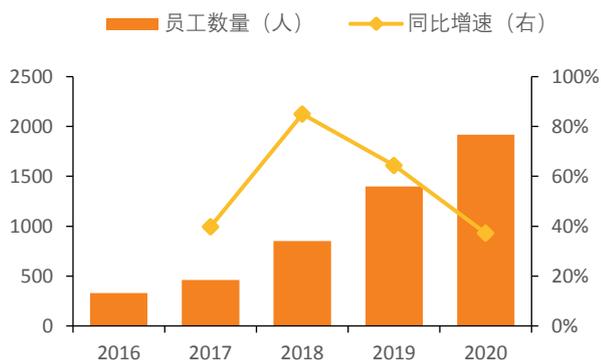
参与多项规范及标准编制，积极推动行业精细化发展，填补行业量化评估标准的空白。截至 2020 年年末，公司的业务已涵盖全国 500 多个城市、对项目标段实测实量超过 22 万次，同时积极参与建设工程品质评价标准的编制工作，参编了包括江苏省《建筑工程质量品质评价标准》、河南省《建筑工程施工质量评价标准》等，主编的《住宅建筑工程品质量化评估标准》已获中国工程建设标准化协会批准发布，于 2021 年 2 月 1 日起实施，推动了第三方工程评估行业的标准化建设，填补了行业量化评估标准的空白，加强了建筑工程品质评估标准的可操作性，对工程管理者明确品质管控目标、加快工程管理水平的精细化转型起到积极推动作用。

1.2. 经营业绩快速增长，盈利能力整体较强

人员扩张速度快，人均产值具有较大的提升空间。根据公司公告，2016-2020 年公司员工数量由 329 人增加至 1919 人，CAGR+55%，人员扩张实现了快速增长。但由于新招人员评估效率的提升需要时间，公司 2016-2020 年的人均产值由 35.0 万元/年下降至 29.9 万元/年，后续公司人员数量达到相对稳定状态，随着业务规模持续扩大以及人员成熟度的提升，

人均产值具有较大的提升空间。

图 7：2016-2017 公司员工数量及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：2016-2020 公司人均产值及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

收入和利润保持较高增速，业绩持续高增长可期。2016-2020 年，公司营业收入从 1.15 亿元增加至 5.73 亿元，复合增速 49.5%，归母净利润从 0.31 亿元增长至 1.20 亿元，复合增速 40.6%。根据 2021H1 业绩预告，公司预计实现归母净利润 0.43-0.52 亿元，同比增长 45%-75%，随着国内疫情逐步得到控制、公司的各项业务开展已逐步恢复正常，我们预计良好的行业机遇将进一步加深公司各项业务服务的广度和深度，推动业绩持续高增长。

图 9：2016-2020 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

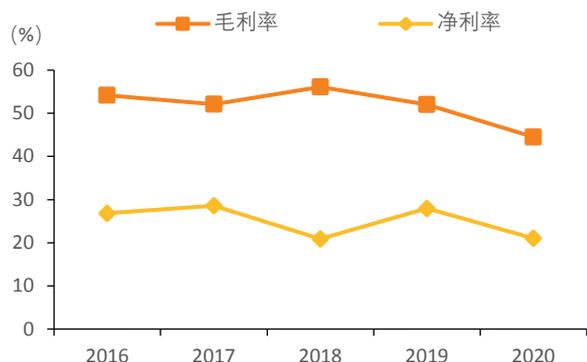
图 10：2016-2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

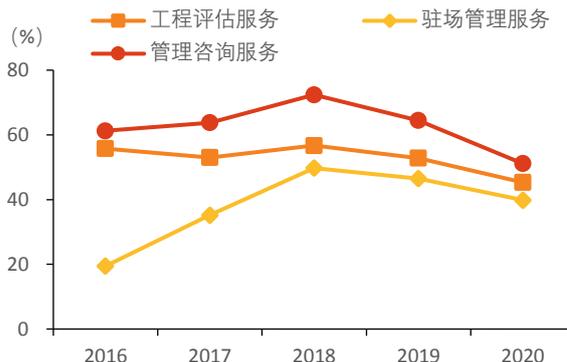
净利率保持较高水平，盈利能力有望持续改善。2016-2020 年公司净利率一直保持在 20% 以上，2018 年净利率较低主要系当年确认了股份支付费用 3786.77 万元所致。2016-2020 年公司毛利率从 54.17% 回落至 44.51%，整体呈下行趋势，除 2020 年疫情影响外，我们认为主要系：1) 毛利率较低的驻场管理服务占比逐年提升；2) 近几年人员扩张较快，新增员工的人均产值提升需要一定时间，而人工成本是较为刚性的支出，导致公司盈利能力短期有所下滑，我们预计后续随着行业景气上行推动第三方评估业务快速发展，叠加人员扩张速度趋于平稳后，新员工的熟练度不断提升，公司盈利能力有望持续改善。

图 11：2016-2020 公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

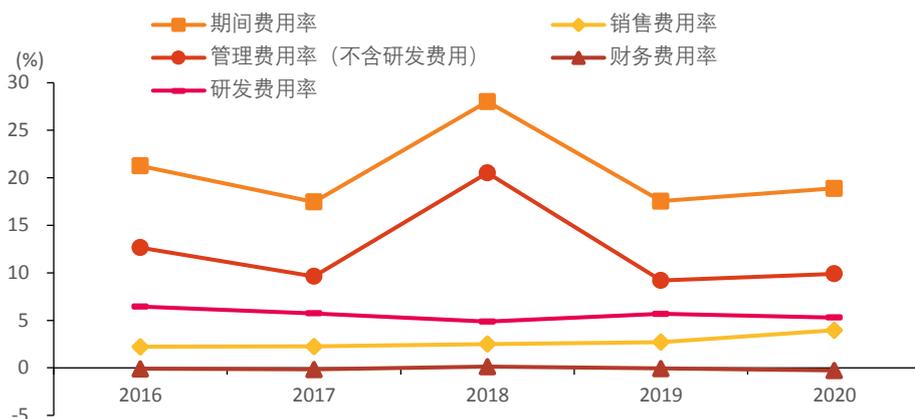
图 12：2016-2020 公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

费用控制能力增强，财务费用率趋于零。除 2018 年公司费用率受到股份支付费用的影响外，2016-2020 年公司的期间费用率整体保持平稳并呈现下降趋势；2016-2020 年公司研发费用率均超过 4.8%，彰显公司对于研发的重视程度；公司财务费用率常年几乎为 0 甚至为负，2020 年末有息负债为 0，体现出公司较好的费用控制能力。

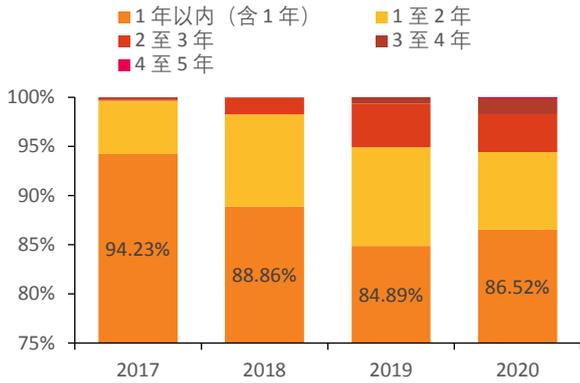
图 13：2016-2020 年公司期间费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

应收账款管理制度完善，回款情况良好。公司作为地产企业的长期合作供应商，竞争优势明显，收款方面，公司 90%以上为现金收款，并且以月、季度结算为主，较少接受商票，目前公司收入中超过 60%为当年回款、应收账款账龄 1 年以内占 85%以上，彰显较好的回款质量。2018-2020 年，公司收现比从 82.77%提升至 96.46%，现金流维持较好的水平，此外公司通过建立完善的应收账款管理制度，针对客户和回款情况建立评价体系进行管理，对回款不佳、具有风险的合作，采取及时慎重合作及法律措施等机制，整体回款情况良好。

图 14：2017-2020 年公司应收账款账龄分析



资料来源：公司公告、招股说明书、天风证券研究所

图 15：2016-2020 公司经营活动现金流净额及收现比



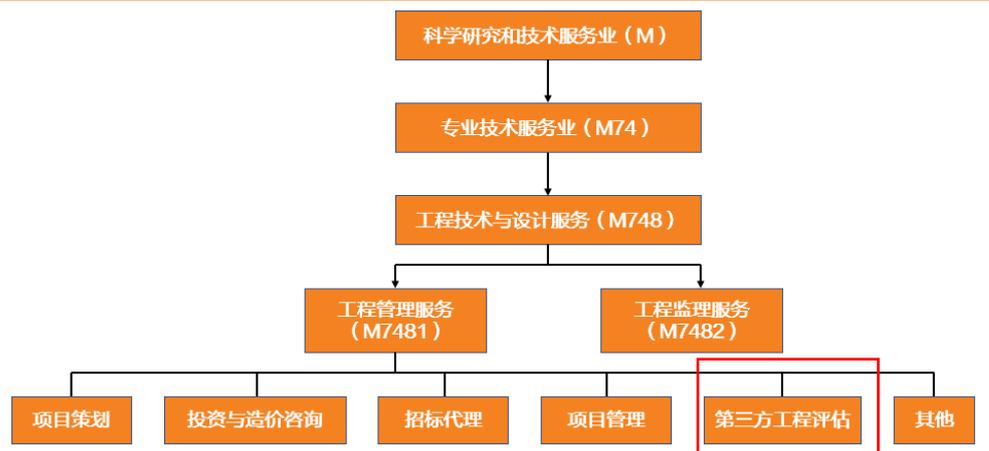
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 蓝海市场快速扩容，新增+存量打开向上发展空间

2.1. 区别于工程监理，第三方评估业即将步入增长快车道

区别于传统工程监理，第三方工程评估是工程咨询链条的进一步延伸，服务属性更强。根据《国民经济行业分类标准》，第三方工程评估属于工程管理服务，而监理业务属于工程监理服务，二者均受客户的委托，为建设工程项目提供专业技术服务，致力于工程项目的监督管理。与工程评估相比，工程监理根据监理规范对单一特定工程项目施工阶段进行全面的管控，监理工作是“细而全”，主要是做好“三控两管一协调+安全履职”工作，重点关注流程的履行；工程评估则根据委托方需求对多个工程项目进行“体检”，提供项目整体或特定环节的定性及定量评价，并通过项目间横向比较，发现系统性问题背后的原因，提供相应解决方案，重点关注结果。第三方服务工作是“点带面”，有时针对某一领域的督导核查要比监理单个工程的工作更深入细致。监理强调监管性，而第三方评估强调服务性，二者互为补充，共同提升工程质量水平，降低安全风险。

图 16：工程评估和工程监理所处行业分类



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

第三方工程评估的“定制化”、“量化”、“专业化”特征明显。区别于传统工程监理较为固定的流程和服务内容，第三方评估具有显著的差异性：1) 业务开展依据和资质要求：工程监理是国家法规强制性规定、需要满足一定的资质要求，第三方工程评估则无法规强制性要求，企业可根据自身需求自主决定是否购买第三方评估服务，也无特定的资质许可要求；2) 工作方式和工作内容：监理单位需要长期驻扎施工现场，监理范围覆盖工程施工全流程，工作内容较为标准化，而第三方工程评估机构并不常驻工程现场，服务内容由建设单位根据自身需求自主决定，相对定制化；3) 评价机制：监理工作以定性为主，相对静态化，而第三方工程评估服务定性和定量相结合，评估体系更加动态化；4) 法律责

任：监理单位属于建设工程责任主体之一，对工程项目承担监理责任，而第三方工程评估机构只承担履约责任。从客户需求角度来看，二者的业务范围并不重合且相互替代的可能性也较低。

表 3：工程监理和第三方工程评估对比

比较项目	建设工程监理	第三方工程评估
业务开展依据	法规强制性要求,《中华人民共和国建筑法》规定,国家推行建筑工程监理制度	可根据自身需求,自主决定是否购买第三方评估服务,业务开展完全以市场化方式进行,无法规强制性要求
业务资质要求	国家对工程监理企业实施资质管理,《工程监理企业资质管理规定》对监理企业的资质要求做出了明确的规定和细致的划分	目前法律法规、产业政策鼓励、引导第三方工程评估这一新兴业态的发展,尚无特别的业务资质许可要求
工作方式	监理单位长期驻扎施工现场,对工程施工进行全过程伴随式服务,对于整个工程从设计勘察到施工维护均起到监督管理的作用	第三方工程评估机构并不常驻工程现场,依照合同约定对建设工程进行定期检查(月检、季检等)和/或不定期检查(飞检),检查方式为抽样检测,对一个项目标段的评估和检查一般在一天内完成
工作内容	监理单位监理范围覆盖工程施工全流程,包括项目设计交底、图纸会审,原材料、设备进场检验,审查分包单位资格,施工工艺监理,日常施工安全监理,跟踪调整施工计划,施工中费用控制,工程验收、移交等等	第三方工程评估服务内容、检查频率、检查范围等由建设单位根据自身需求自主决定,需求确定后建设单位与第三方工程评估机构签署业务合同;不同建设单位、不同工程项目对评估服务内容、侧重点需求不同
评价机制	定性为主,以相对静态的规范为标准实现保底	定量+定性,以动态的评估体系为标准实现持续提升
法律责任	监理单位属于建设工程责任主体,对工程项目承担监理责任	第三方工程评估机构由建设单位自主聘请,向建设单位提供工程评估、咨询等服务,是建设单位自身进行工程管理和质量控制的有效工具,承担服务合同履约责任

资料来源：李海欣，姚卫城《第三方工程评估与建设工程监理的对比分析》、天风证券研究所

第三方工程评估业务流程完善，各环节配合紧密，能有效促进工程品质的提升。从第三方评估的业务开展流程来看，第三方工程评估基本包含评估前会议、过程检查、录入数据及统计结果、点评会和形成最终评估报告五大流程；交付成果主要为项目评估简报、总结报告或总结 PPT 等，以协助委托方识别旗下或管辖范围内的建设工程施工质量、工程管理等方面的不足，并提供有针对性的改进建议，帮助委托单位更好地履行职责，提升工程品质，降低工程风险，提高综合效益。

表 4：深圳瑞捷第三方工程评估业务流程

环节	名称	内容	业务单据
1	合同签订	客户直接委托或招投标方式获取业务,与客户签订合同。	业务合同
2	制定评估计划	根据客户提供的工作量,编排工作行程、人员安排等信息以满足工作需求。	评估计划
3	评估启动会	单个项目进行体系宣贯交底,工作安排和工作内容沟通。	现场影像资料
4	现场评估	根据既定工作内容,对项目现场进行实体测量、巡查和资料检查。	现场影像资料
5	评估总结会	对单个项目的评估结果进行汇报和公布,达成统一意见。	现场影像资料、评估结果确认单
6	出具评估简报	针对单个项目,编制并形成评估工作结果文件。	项目评估简报
7	出具评估总报告(是否需要依项目而定)	针对单个客户在本周期内参与评估的项目总和,编制并形成评估工作结果文件。	总结报告或总结 PPT
8	周期性评估汇报(是否需要依项目而定)	根据评估总报告及行业对标分析等编制形成成果汇报文件,向客户做宣讲汇报。	总结报告或总结 PPT
9	项目量核对	各部门对产生收入数据的项目清单进行核对、确认、审批的过程,确保产生收入的项目清单中的产品类型、项目名称、标段数量、单价/总价、标段数量等信息准确无误。	对账单/请款资料
10	结算、收款	根据合同约定进行价款结算。	收款回单、发票

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

第三方工程评估行业属于工程管理服务领域的新兴业态，目前国内涉足第三方工程评估的企业主要有外资企业在华子公司以及本土企业，各自建立了独特的竞争优势，呈多元化竞争格局。1) 外资企业在华子公司代表：必维集团旗下法利投资（上海）等。外资在华子公司大都着眼于跨行业的测试、检验、认证和技术咨询服务等，建筑工程业服务属于其部分业务内容，且业务领域主要集中于大型公建、交通基建等，发展历史悠久，综合竞争力

较强；2）本土企业：深圳瑞捷、上海平大、南通市建研工程咨询、深圳博云工程管理咨询、北京赛瑞斯国际工程咨询等，其中前四家公司为专业从事第三方工程评估的企业，其他为部分业务涉及。本土第三方工程评估企业创新能力强，其评估体系更契合国内建设工程质量安全的评估需求，在住宅类建筑工程领域的竞争力尤为突出，近几年发展速度较快。

表 5：国内从事第三方评估的主要公司

类型	公司名称	母公司	业务领域
外资企业在华子公司	法利投资(上海)有限公司	必维集团	涉足石油天然气、建筑工程、电力与公共设施、运输与基础设施、食品、大宗商品、消费品等多行业、宽领域的测试、检验、认证和技术咨询服务等领域。
	通标准技术服务有限公司	SGS 集团	在农产和食品、消费品和零售、建筑、能源、矿产、工业制造、生命科学等宽领域提供检验、鉴定、测试和认证服务。
	莱坊房地产经纪(上海)有限公司	Knight Frank	主要提供涵盖设计前/施工前、设计、施工、搬入、施工后等阶段的全流程项目管理服务。
本土企业	深圳瑞捷	-	专业从事建设工程第三方工程评估 、管理和咨询服务的企业，是国内较早从事建设工程质量与安全风险第三方评估咨询业务的市场主体之一。
	上海平大建筑工程管理咨询有限公司	-	主要从事独立第三方评估服务机构 ，协同建筑工程项目管理、行业软件研究与开发、管理与技术研究及专业培训的综合型评估咨询服务企业，为政府部门、房地产企业、工程承包商等提供专业评估咨询服务。
	南通市建研工程咨询有限公司	-	专业从事建筑工程质量风险巡查、各方管理行为、安全文明风险、交房预验收评估的企业 ，拥有一批来自于不同岗位的地产经理人组成的专业技术顾问团队和一批由评估行业内资深人员组成的专业评估团队，为满足不同地产客户管理需求而组建不同专业团队为在建项目提供全过程专业咨询服务。
	深圳博云工程管理咨询有限公司	-	专注于住宅及商业建设工程项目的工程管理咨询，为房地产公司或施工企业提供专业服务 ，核心人员为在万科工作数年的工程管理人员或为万科服务多年的工程管理、技术人员。
	北京赛瑞斯国际工程咨询有限公司	中国冶金科工集团	业务领域包括工程监理、工程咨询、造价咨询、项目管理及评估咨询。
	永明项目管理有限公司	-	专注于全过程工程咨询的研究和实践，业务范围涵盖房建、铁路、公路、石油化工、煤炭、水利、电力、市政、农林等领域，具体业务包括工程监理、造价咨询、项目管理与招标代理等。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

政策支持力度不断加码，第三方评估跨入行业快速成长期。2014年7月，住建部发布《住房城乡建设部关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，提出建立健全政府对工程质量监督抽测制度，鼓励各地采取政府购买服务等方式加强监督检查，支持监管力量不足的地区探索以政府购买服务方式，委托具备能力的专业社会机构作为安全监督机构辅助力量，此后陆续的政策文件出台使得政府职能转变和监管模式创新的政策导向不断明晰，包括山东、广东、河北、陕西等在内的地方政府也在积极响应，通过政府购买服务辅助做好政府行政监督管理，推动各省工程质量安全水平提升，我们预计十四五期间，第三方评估行业将迎来快速发展时期。

表 6：行业相关支持政策

时间	部门	政策名称	相关内容
2014 年 7 月	住建部	《住房城乡建设部关于推进 建筑业发展和改革的若干意见》	建立健全政府对工程质量监督抽测制度，鼓励各地采取政府购买服务等方式加强检验检测。支持监管力量不足的地区探索以政府购买服务方式，委托具备能力的专业社会机构作为安全监督机构辅助力量。
2016 年 3 月	人大四次会议	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	明确提出以产业升级和提高效率为导向，发展工业设计和创意、工程咨询、商务咨询、法律 会计、现代保险、信用评级、售后服务、检验 检测认证、人力资源服务等产业。
2016 年 8 月	住建部	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	纲要提出要创新工程质量安全监管方式，鼓励采取政府购买服务的方式，缓解监管力量不足的问题。
2016 年 12 月	国务院	《中共中央国务院关于推进安全生产领域改革发展的意见》	将安全生产专业技术服务纳入现代服务业发展规划，培育多元化服务主体。建立政府购买安全生产服务制度。
2017 年 2 月	国务院	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	政府可采取购买服务的方式，委托具备条件的社会力量进行工程质量监督检查。推进工程质量安全标准化管理，督促各方主体健全质量安全管控机制。
2017 年 4 月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	提升工程咨询服务业发展质量；改革工程咨询 服务委托方式，研究制定咨询服务技术标准和合同范本，引导有能力的企业开展项目投资咨询、工程勘察设计、施工招标咨询、施工指导监督、工程竣工验收、项目运营管理等覆盖工程全生命周期的一体化项目管理咨询服务，培育一批具有国际水平的全过程工程咨询企业。
2019 年 3 月	国家发改委、住建部	《关于推进全过程工程咨询服务发展的指导意见》	创新咨询服务组织实施方式，大力发展以市场需求为导向、满足委托方多样化需求的全过程工程咨询服务模式。从鼓励发展多种形式全过程工程咨询、重点培育全过程工程咨询模式、优化市场环境、强化保障措施等方面提出一系列政策措施。
2019 年 9 月	国务院	《国务院办公厅转发住房城乡建设部关于完善质量保障体系提升建筑工程品质指导意见的通知》	以建筑工程质量问题为切入点，着力破除体制机制障碍，逐步完善质量保障体系，不断提高工程质量抽查符合率和群众满意度，进一步提升建筑工程品质总体水平。强化政府对工程建设全过程的质量监管，鼓励采取政府购买服务的方式，委托具备条件的社会力量进行工程质量监督检查和抽测，探索工程监理企业参与监管模式，健全省、市、县监管体系。
2020 年 4 月	住建部	《住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2020 年工作要点》	开展工程质量评价试点，探索利用第三方力量，对部分地区实施区域质量评价。强化工程质量检测管理，修订出台建设工程质量检测管理办法。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.2. 市场空间快速扩容，21-25 年行业复合增速超 30%

我们测算 2020 年第三方评估行业市场空间为 73 亿元（其中新增市场约为 56 亿元，存量市场为 17 亿元），预计至 2025 年第三方评估行业市场规模约 292 亿元，2021-2025 年 CAGR+32%，从新增及存量两维度来看，新增市场空间至 2025 年有望达 217 亿元，2021-2025 年 CAGR+31%，存量市场空间至 2025 年有望达 75 亿元，2021-2025 年 CAGR+35%，第三方检测蓝海市场快速扩容，具有广阔的发展空间。

“元/标段/次”是第三方评估行业常见的定价方式。目前在工程评估行业中，第三方评估公司与客户签订的合同大多数为单价合同，通常只约定每个标段每次的评估单价，即“元/标段/次”，未对标段次数进行明确约定，客户以实际发生的评估标段和评估次数进行结算，按照行业通常的定价方式，我们对于新增和存量市场的测算公式分别为：1) 新增市场：“标段单价*单位面积的评估标段次*房地产施工面积”；2) 存量市场：“标段单价*单位面积的评估标段次*存量建筑面积”。

一、新增市场空间测算

1) 标段单价：我们测算标段单价约为 7131 元/标段/次，中长期评估单价有望受益于行业需求以及质量要求提升维持小幅提升的趋势。从公司的招股说明书披露数据来看，2017-2019 年公司工程评估收入从 16 亿元增加至 42 亿元，工程评估标段次从 2017 年的 22463 个增加至 2019 年的 58788 个，据此我们测算 2017-2019 年的单个标段单次评估的

单价为 7178.6/7031.0/7182.5 元，三年的平均单价为 7131 元/标段/次，考虑到三年的标段均价基本保持平稳，受益于专项评估应用场景的不断丰富以及地产商对于房屋质量要求的提高，考虑到 20 年受疫情影响，我们预计 20 年评估的标段单价保持 7130.7 元/标段/次的水平，21-25 年期间，标段单价维持小幅提升（17-19 年 CAGR+0.03%）趋势。

表 7：第三方评估单价及增速测算

	2017	2018	2019
工程评估收入（万元）	16125.28	27051.64	42224.22
标段次（个）	22,463	38,475	58,788
单价（元/标段/次）	7178.60	7030.97	7182.46
平均单价			7130.67
17-19 年 CAGR			0.03%

资料来源：深圳瑞捷招股说明书、天风证券研究所

2) 单位面积的评估标段次：我们测算 20 年第三方评估行业每万平方米评估 0.85 个标段次，21-25 年 CAGR+31.11%。根据招股说明书披露，公司的前十大客户主要是融创、华润、万科、保利、绿城、金地等地产商，用三大地产客户（万科、保利和金地）业务收入占比*公司总的工程评估标段次数则可得到公司为三大客户提供服务的标段次，结合三家地产合作客户每年披露的新开工面积，从而算出单位面积（万平方米）的标段评估次数，2017-2019 年单位面积的标段评估次数为 0.38/0.39/0.65 次，三年复合增速为 31%左右，随着地产客户对于房屋质量要求的提升以及工程评估逐步从过程评估和交付评估向专项评估等应用场景的丰富，我们预计 20-25 年单位面积的评估次数仍可维持较高增长。

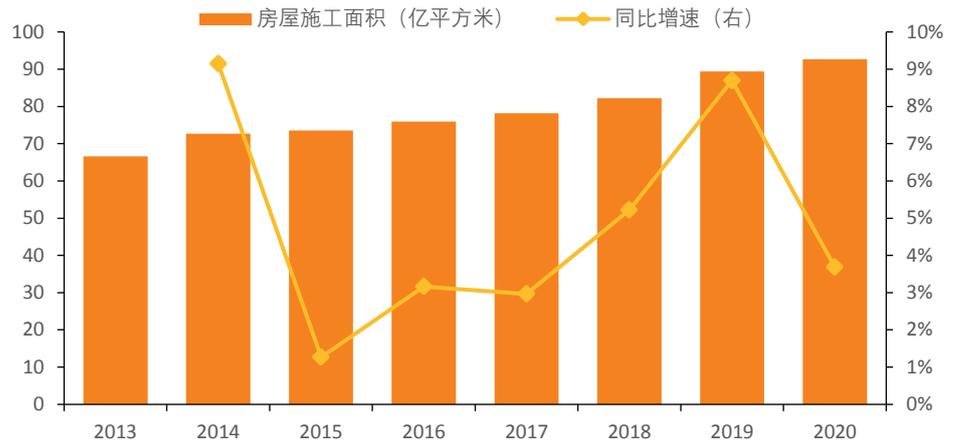
表 8：第三方评估每万平方米评估标段次及增速测算

	2017	2018	2019
万科集团新开工面积（万平米）	3651.56	4992.82	4241.06
保利发展新开工面积（万平米）	3075.35	4395.64	4983.49
金地集团新开工面积（万平米）	870	1555	1631
三大客户新开工面积（万平米）	7596.91	10943.46	10855.55
深圳瑞捷工程评估标段次（个）	22463	38475	58788
三大客户销售收入占比	12.69%	11.12%	11.91%
三大客户评估的标段次（个）	2851.43	4278.55	7004.47
标段次/万平方米	0.38	0.39	0.65
CAGR			31.11%

资料来源：深圳瑞捷招股说明书、天风证券研究所

3) 房屋施工面积：2013-2020 年，我国房屋施工面积从 66.6 亿平方米增加至 92.7 亿平方米，其中 20 年房屋施工面积同比增速 3.7%，考虑到近几年稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展，近几年房地产调控从紧的节奏不变，我们保守预计 21-25 年房屋施工面积基本维持平稳。

图 17：2013-2020 年房屋施工面积及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计 2025 年第三方评估行业新增市场容量有望达到 216.9 亿元，2021-2025 年 CAGR+31.15%。基于上述假设，我们按照“标段单价*单位面积评估的标段次*房屋施工面积”公式，测算至 2025 年，第三方评估单价达到 7140.26 元/标段/次，单位面积的评估标段次为 3.28 个，则 2025 年第三方评估市场的新增市场空间有望达到 216.9 亿元，2021-2025 年复合增速为 31.2%，行业快速扩容。

表 9：2025 年新增市场空间预测

新增市场测算	2020	2021	2022	2023	2024	2025
房屋施工面积 (万平方米)	926759.19	926759.19	926759.19	926759.19	926759.19	926759.19
标段次/万平方米	0.85	1.11	1.45	1.91	2.50	3.28
单价 (元/标段/次)	7130.67	7132.59	7134.51	7136.42	7138.34	7140.26
第三方评估增量市场空间 (亿元)	55.91	73.32	96.16	126.11	165.40	216.92
CAGR						31.15%

资料来源：Wind、天风证券研究所

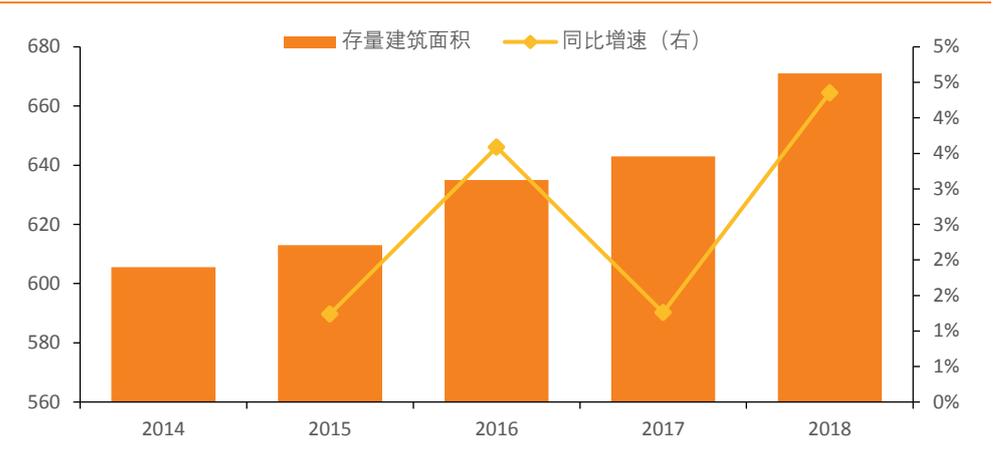
二、存量市场空间测算

1) **标段单价**：我们假设 2020-2025 年存量市场评估单价与新增市场 2020-2025 年保持一致，分别为 7130.67/7132.59/7134.51/7136.42/7138.34/7140.26 元标段/次；

2) **单位面积的评估标段次**：我们假设 2020-2025 年存量市场单位面积的评估标段次与新增市场 2020-2025 年保持一致，分别为 0.85/1.11/1.45/1.91/2.5/3.28 个标段次/万平方米；

3) **存量建筑面积**：根据中国建筑节能协会《中国建筑能耗研究报告（2020）》，2018 年全国存量建筑面积达到 671 亿平方米，2014-2018 年存量建筑面积 CAGR+2.6%，据此推算，我们预计 2025 年中国存量建筑面积将达到 803.13 亿平方米；

图 18：2014-2018 年我国存量建筑面积（单位面积：亿平方米）



资料来源：中国建筑节能协会《中国建筑能耗研究报告》、天风证券研究所

4) 第三方评估行业在存量市场的渗透率：假设国内房屋寿命为 25 年，则保守预计每年有 4% 的翻修需求，即存量市场第三方评估面积将达到 32.13 亿平方米。建设部专家、教授级高级工程师周磊坚曾表示“中国现在的问题是许多房屋可能连 50 年的寿命都达不到，由于建筑结构问题，许多钢筋混凝土的寿命不过 25 年左右”，若假设国内房屋寿命为 25 年，中国每年将产生 4%、对应 32.13 亿平方米的第三方存量市场评估面积。

我们测算至 2025 年存量市场空间有望达到 75.2 亿元，2021-2025 年 CAGR+34.56%。我们按照“单价*每万平方米评估的标段次*存量市场渗透率*存量建筑面积”方法，分别对单价、标段次/万平方米、存量市场渗透率和存量建筑面积分别做出假设来预测第三方评估行业存量市场空间，则至 2025 年第三方评估行业对应的存量市场空间有望达到 75.2 亿元。

表 10：2020-2025 年存量市场空间预测

存量市场测算	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全国建筑存量面积（亿平方米）	706.36	724.73	743.59	762.93	782.77	803.13
需要评估的面积（亿平方米）	28.25	28.99	29.74	30.52	31.31	32.13
标段次/万平方米	0.85	1.11	1.45	1.91	2.50	3.28
单价（元/标段/次）	7130.67	7132.59	7134.51	7136.42	7138.34	7140.26
第三方评估存量市场空间（亿元）	17.04	22.94	30.86	41.53	55.88	75.19
21-25 年存量市场 CAGR						34.56%
新增+存量市场空间（亿元）	72.95	96.26	127.02	167.64	221.28	292.11
21-25 年第三方评估市场 CAGR						31.98%

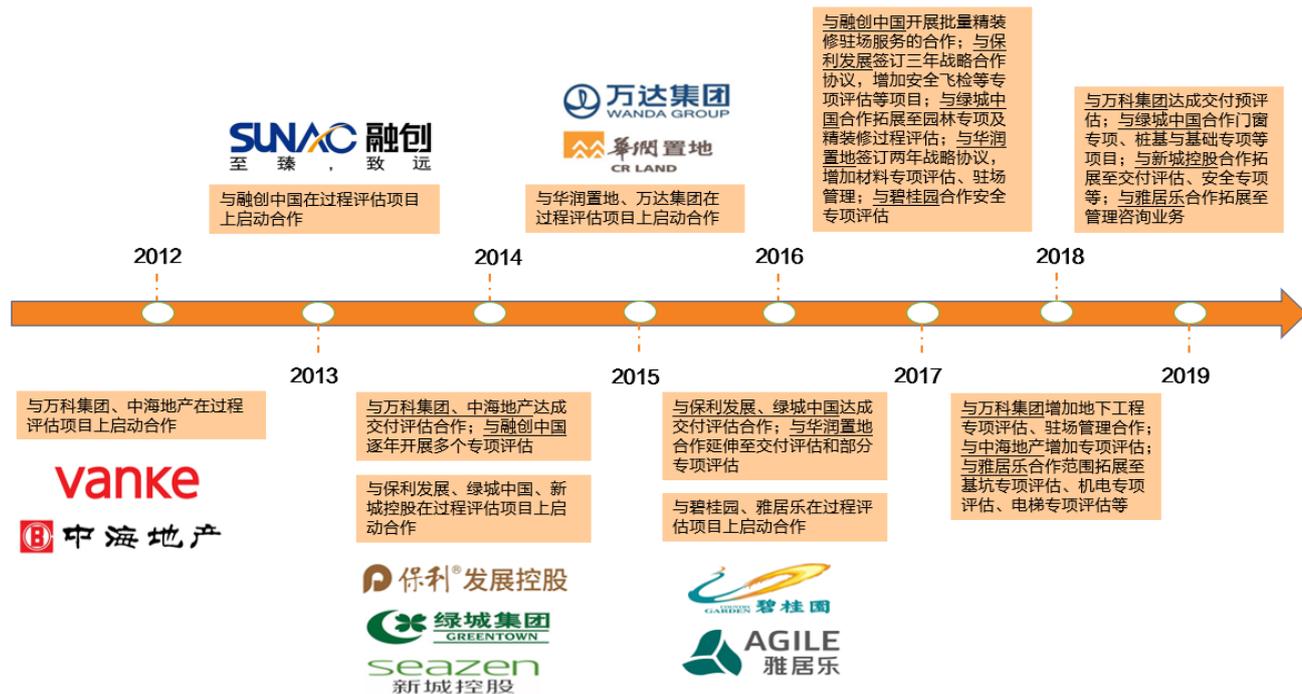
资料来源：中国建筑节能协会、天风证券研究所

3. 知名度、美誉度、忠诚度打造品牌形象，龙头竞争优势显著

3.1. 客户资源优质，较高的复购率彰显良好的市场口碑

追随行业规范成长之路，多年实践积攒丰富项目经验。瑞捷有限（公司前身）设立之初，万科集团、金地集团等知名房地产企业开始与公司合作，尝试性地采用第三方工程评估这类新型工程项目管理手段。初期客户金地集团曾与外资第三方评估公司合作，但外资机构多以定性评估为主，未能满足金地集团定量评估的需求，2011 年金地集团开始尝试性地与瑞捷有限开展合作，这次顺利合作为后续同多家知名房企的合作奠定了基础。2012 年，公司与万科集团、中海地产合作过程评估项目，此后，其他知名房企陆续与公司达成合作，并逐年增加合作项目内容。随着第三方工程评估带来的价值逐步获得市场和客户认可，越来越多的房地产企业、公建单位、建设行政主管部门等开始引进公司的工程评估服务。

图 19：公司与大客户合作历程及业务模式



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

伴随优质客户成长，与知名房地合作奠定良好发展基础。公司在国内较早推出了第三方工程评估服务，及时满足了委托单位对工程品质提升的诉求，积累了较多优质地产客户，占据了主要市场份额。截止 2020 年年底，公司先后与万科集团、碧桂园、融创中国等 300 多家国内知名房地产企业建立了合作关系，根据克而瑞发布的 2020 年中国房地产企业销售榜单，公司在前 10/20/100 强中合作客户有 9/19/73 家，覆盖行业主要市场份额是公司持续盈利和长远发展的坚实基础。

图 20：公司合作的部分地产客户展示



资料来源：公司官网、天风证券研究所

政府客户发展快速，优质项目承接资源丰富。凭借对地产客户服务所奠定的良好基础，自 2014 年起公司正式涉足政府项目评估咨询服务领域。截止 2020 年年底，公司先后与深圳、济南等多地市 80 多家公共工程建设单位、建设行政主管部门建立合作关系。2020 年 7 月和 8 月，公司分别中标中央军委机关事务管理总局工程代建管理办公室、中共中央直属机关工程建设服务中心第三方巡查服务项目。2020 年 9 月，公司受国家住房和城乡建设部委托，作为两家建筑工程质量试评价单位之一，顺利完成建筑工程质量试评价工作。

图 21：公司合作的部分政府客户展示



资料来源：公司官网、天风证券研究所

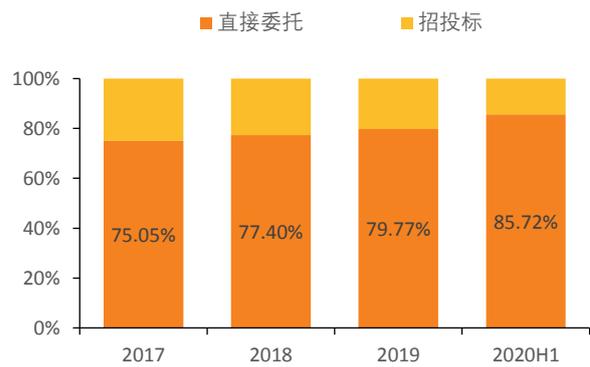
直接委托为订单主要获取方式，较高的复购率彰显公司良好的市场口碑。公司通过客户直接委托和招投标两种方式获取订单，2017 年-2020H1，通过直接委托方式实现的营业收入占比和订单数量占比分别超过 75%、85%，且有逐年提升的趋势。复购主要通过直接委托方式，公司常年保持较高的客户复购率，2021 年公司续签客户 185 家，截至到 5 月底达成续签的客户占比 95%，较高的复购率彰显公司在国内第三方工程评估业的良好市场口碑。

图 22：2017-2020H1 不同的订单获取方式实现的订单量



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 23：2017-2020H1 不同的订单获取方式实现的营收占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3.2. 完善的内部管控制度，保障项目评估的独立、客观和公正

公司高度重视廉洁自律建设工作，以保障相关项目评估的独立性、客观性和公正性。第三方工程评估不属于建筑工程五方责任主体，由建设单位或其上级管理单位、建设行政主管部门等委托方自主聘请，按照委托合同约定对委托方承担合同履约责任，因而公司高度重视业务推进过程中的廉洁风险防控问题，从制度、培训、监察、激励等多方入手控制廉洁风险及问题，适时安排内部廉洁培训、设立公司内部廉政监察平台以及配合薪酬激励政策及员工关爱活动等加强廉洁自律建设工作，保障相关项目评估的独立性、客观性和公正性。

表 11：公司廉洁风控内部管理制度

编号	制度名称	主要内容
1	反商业贿赂管理制度	包括商业贿赂行为的认定、项目回避原则、遵守反商业贿赂行为的奖励、违反反商业贿赂行为的处罚、执行及监督等规定。
2	“一岗双责”管理制度	要求公司管理层成员和相关岗位负责人在履行本职工作外，还应当承担职责范围内的管理工作，包括廉洁管理的预防、教育、风控以及遇到廉洁问题积极配合及时上报等责任。对于未能按照“一岗双责”履职的管理人员给予批评教育等处罚。
3	员工举报、投诉、建议管理制度	廉洁问题的举报程序、途径及后续处理细则，包括对举报问题的反馈及对举报人员的奖励。
4	全体员工十二项廉洁禁令	廉洁问题的十二项主要禁止性条款。
5	评估从业人员外出组织纪律	针对评估工作的流动性、敏感性和特殊性指定评估人员在外出差过程中的行为准则。
6	评估从业员工廉洁自律制度	针对评估人员工作内容、工作流程的行为准则，包括廉洁行为要求、考核方式及奖惩制度。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

廉洁风险防控制度取得成效，为公司赢得客户的广泛认可。通过持续打造及建设反舞弊廉洁管理体系，采取多方面措施控制廉洁风险和廉洁问题，并且通过与客户签订阳光合作协议及建立廉洁管理联动机制，拓宽了员工廉洁自律行为的监督渠道、加强了监管力度，增进了客户之间的粘性。同时，公司的反舞弊机制和措施得到了客户的广泛认可，收到过包括保利发展、华润置地等客户在内的数十封关于廉洁公正的表扬信，并多次获得万科集团、融创中国等企业授予的“万科十年长期合作奖”、“2020 年度优秀合作伙伴”、“优秀供应商”、“优秀合作单位”、“优秀合作伙伴”、“最佳同路人奖”、“优秀咨询单位”等多项荣誉。

3.3. 信息化建设+全国化布局，为中长期发展奠定良好基础

强大的自主创新能力支撑公司信息化建设不断取得突破，为提升公司核心竞争力提供重要保障。公司拥有包括工程评估、工程测区抽选、瑞捷咨询评估 APP 开发、云评估 APP 开发、瑞捷数据库和工程咨询信息应用平台等在内的核心技术，除工程评估技术是早期引进以外，其他技术大都为公司自主创新取得，目前，这些技术广泛应用于公司第三方工程评估、驻场管理和咨询业务中，是公司提升综合服务水平和业务核心竞争力的重要保障。

表 12：公司拥有的核心技术

核心技术	具体内容	技术来源	取得的主要技术保护措施
工程评估技术	针对建设工程管理现状和品质提升需求，公司以独立第三方的身份开展现场检查，对工程实体质量、管理行为、材料等进行随机抽样检测，并形成系列评估报告。	引进消化吸收再创新	软件著作权：三维激光扫描房产质量检测平台 2.0.0；作品著作权：瑞捷建筑工程质量评估标准
工程测区抽选技术	对客户不同项目、项目各个测区进行录入，系统采用随机与均匀混合抽取等抽取算法抽取待检项目和待检测区。	原始创新	软件著作权：瑞捷工程咨询测区抽选系统 1.1
瑞捷咨询评估 APP 开发技术	采用 Android framework、UI 定制等技术，定制开发围绕第三方评估全过程电子化 APP	原始创新	软件著作权：瑞捷建筑工程建设物料管理 APP 软件 1.0、图纸管理 APP 软件 1.0、实测实量 APP 软件 1.0、现场检查 APP 软件 1.0、视频监控 APP 软件 1.0、瑞捷评估 APP2.01、瑞生工程管理 APP 软件 1.0
云评估 APP 开发技术	采用 Editext 控件进行数据采集和小型数据库 SQLite 进行数据保存，实现 APP 端对质量数据及项目相关信息采集，对项目进行全方位、各时间段的细节把控。	原始创新	软件著作权：实测实量 E 评估设计研究管理 V1.0、随机抽选 V1.0、瑞捷评估 V1.0
瑞捷数据库	基于阿里云大数据平台开发，并致力于整合瑞捷线上和线下企业收集的质量数据，对数据进行即时的分析与查询。	原始创新	软件著作权：瑞捷数据管理 V1.0
工程咨询信息应用平台	对不同客户的评估体系进行配置，并将数据同步到平板电脑中，用于现场评估。同时，移动端采集的原始数据直接上传、录入平台系统、整合、处理，对处理后的数据进行抽样评估，出具报告。	原始创新	软件著作权：工程建设报告管理 V1.0、瑞捷案例库 V1.0、瑞捷系统管理 V1.0、瑞捷体系管理 V1.0、瑞捷成果库 V1.0、瑞捷体系库 V1.0、瑞捷简报中心 V1.0、瑞捷工程咨询信息应用平台 V1.0

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

加快信息化建设步伐，瑞捷数据库和瑞捷评估 APP 彰显公司信息化建设优秀成果。2015 年，公司独立研发的瑞捷数据库 1.0 打造完成，2018 年公司又推出瑞捷数据库 2.0 版本，相比 1.0 版本，新版本的数据分析维度更广，可实现功能更加丰富，为公司不断深化服务水平、提升服务价值提供了强大的工具支持系统，截止到 2020 年年底，公司已建立起涵盖全国 500 多个城市、超过 22 万次对项目标段实测实量及风险评估数据的“瑞捷数据库”。2016 年，公司独立研发的“瑞捷建筑工程评估 APP（安卓平板端）”正式投入使用，实现了工程质量和安全风险评估的信息化、无纸化，2019 年公司推出瑞捷评估 APP2.0 版，2.0 版本根据公司业务发展和产品创新情况进行了功能升级，并推出手机客户端，进一步便利了评估数据的采集、管理和共享，加深了公司与客户的业务互动和联络。

表 13：公司信息化工具和大数据平台发展情况

时间	瑞捷评估 APP&瑞捷数据库发展情况
2015 年	公司独立研发的瑞捷数据库 1.0 打造完成，将历年以来所积累的零散项目数据收纳其中，实现公司一手数据的体系化、结构化和层次化，同时编制基于该平台的“瑞捷指数”。瑞捷指数以分布于全国 160 多个城市、上万次对项目标段实测实量及风险评估数据为基础，是一套反映建筑质量安全风险的综合样本指数。
2016 年	公司独立研发的“瑞捷建筑工程评估 APP（安卓平板端）”正式投入使用，实现了工程质量和安全风险评估的信息化、无纸化，在提高工作效率、实现项目评估数据与瑞捷数据库实时互通的同时，也可以有效减少人为操作因素对评估数据准确性的影响。
2018 年	公司对瑞捷数据库进行深度升级，推出瑞捷数据库 2.0 系统。相比于 1.0 版本，数据库 2.0 数据分析维度更广，可实现功能更加丰富，为公司不断深化服务水平、提升服务价值提供了强大的工具支持。
2019 年	公司推出了瑞捷评估 APP2.0 版，2.0 版本根据公司业务发展和产品创新情况进行了功能升级，并推出手机客户端，进一步便利了评估数据的采集、管理和共享，加深了公司与客户的业务互动和联络。
2020 年	瑞捷指数的基础评估数据分布于全国 500 多个城市、超过 22 万次。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

瑞捷评估 App 已广泛应用于公司的业务开展中，有效提升了业务执行效率和服务质量，增强公司的核心竞争力。自 2019 年公司推出瑞捷评估 APP 手机客户端以来，公司根据自身业务发展和产品创新情况不断进行功能升级，目前移动客户端已升级到 1.2.1 版本，若干功能点已进行了相应的优化，围绕第三方评估全过程实现现场录入、数据实时上传、后台汇总自动生成数据结果及报告等功能，保证评估模块化、体系标准化的同时，极大提高评估人员的工作效率，并确保评估数据的真实性和完整性，进一步增强公司的核心竞争力。

图 24：瑞捷评估 App1.2.1 功能界面一



资料来源：苹果 App Store、天风证券研究所

图 25：瑞捷评估 App1.2.1 功能界面二

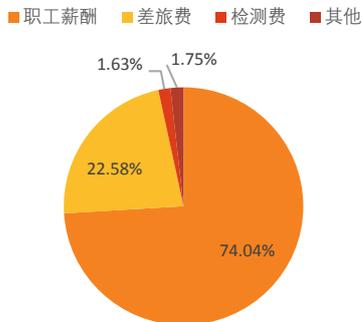


资料来源：苹果 App Store、天风证券研究所

全国化业务布局起步，差旅成本或有进一步降低的空间。由于公司所服务的建设工程项目分布于全国多个省市，评估人员日常开展业务存在大量差旅需求，员工出差所发生的差旅成本是公司除职工薪酬外最主要的成本，2020 年差旅成本占比达到 22.58%，近几年虽然在下降，但基数依然很高。随着公司业务的快速发展，公司在全国各大区域设立分支机构，一方面有利于公司吸收当地人才，降低人员的出差成本，促进公司经营业绩的提升，另一

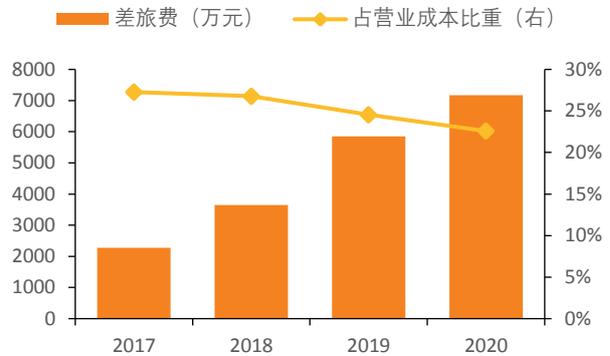
方面也有利于公司与客户加强沟通，及时、快速响应客户需求。公司募集资金计划新建北京、武汉、上海、成都四个运营分支机构，将业务进一步延伸到全国重要的区域性经济中心，以辐射华北、华中、华东、西南等地区，缩短工作半径，降低运营成本。目前武汉子公司已设立，未来随着分支机构的设立，将进一步提高公司的盈利能力和市场占有率。

图 26：2020 年营业成本拆分



资料来源：公司 20 年年报、天风证券研究所

图 27：2017-2020 年差旅费金额及占营收比重变化



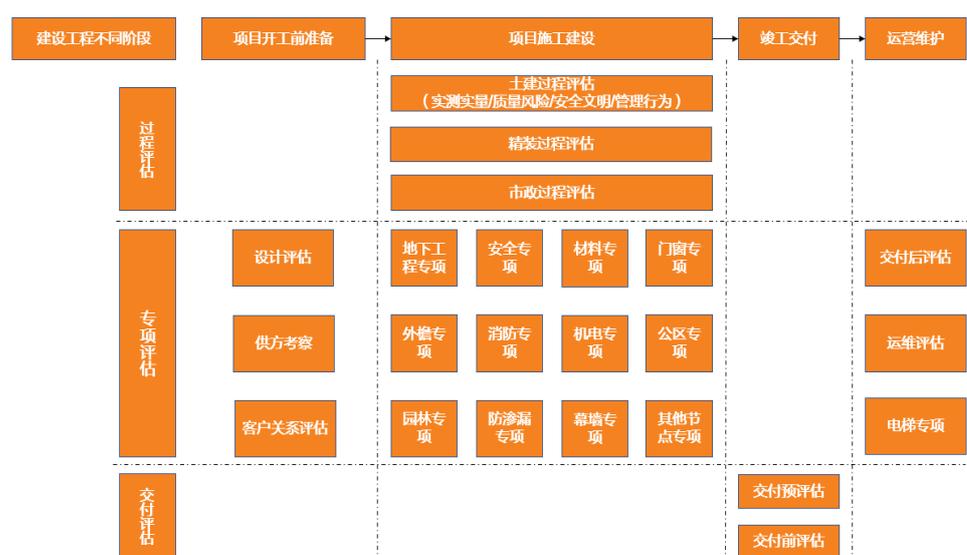
资料来源：公司 20 年年报、招股说明书、天风证券研究所

4. 产品类别推陈出新，新增长极激发增长活力

4.1. 拓宽专项评估产品，应用场景不断丰富

公司持续推进评估产品创新，专项评估应用场景不断丰富。公司工程评估产品从成立之初的过程评估发展到交付评估以及包括地下工程专项评估、EHS（环境、健康、安全一体化）专项评估、外檐专项评估、物业专项评估等在内的数十项专项评估，专项评估能针对客户特定需求、工程项目特定问题开展，实现对重点问题、热点问题的集中解决，涵盖项目开工前准备、施工建设和运营维护阶段，更能充分满足委托方的个性化需求，目前公司新增幕墙专项、防渗漏专项、桩基与基础专项等多个专项评估产品，对客户需求的深入挖掘和及时的产品研发更新打开公司未来的发展空间。

图 28：公司专项评估产品

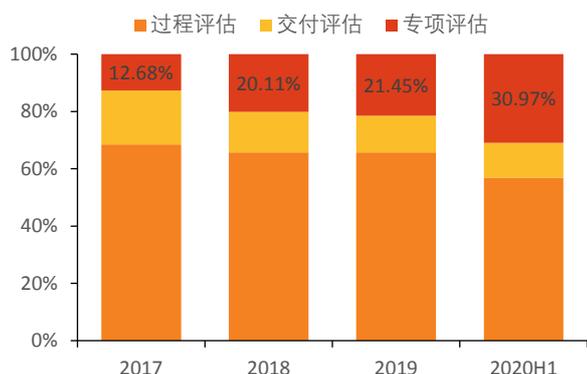


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

应用场景逐步衍生至存量市场，全产业链服务进一步延伸。17-20H1 公司专项评估收入占公司总收入的比例从 12.68% 上升到 30.97%，毛利率一直维持在较高水平，是公司具有较高附加值的业务领域。从前文存量市场空间部分的分析可知，我国存量房市场仍具有较大的

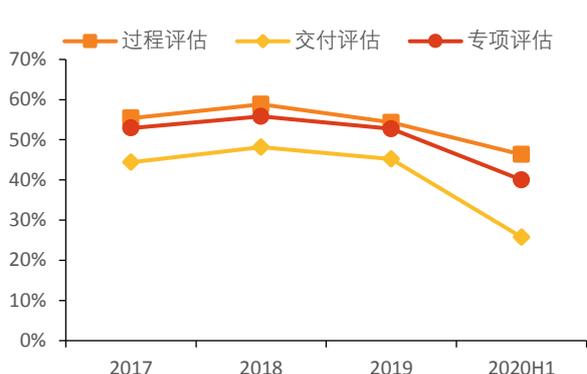
第三方评估的应用空间,目前公司存量房业务已初步开展,如正在与客户合作的 EHS 业务、交付后维保阶段业务等。专项评估在存量房的需求应用逻辑主要基于:1) 建筑工程交付后保修期间的维修费用由相关的施工方负责,因此在建筑工程的保修阶段,建设单位为理清相关责任主体责任有聘请专业第三方评估机构来开展检查评估的需求;2) 保修期过后,由于房屋后期的居住质量涉及到建设单位品牌形象,因此建设单位仍有定期开展检查评估的采购需求;3) 已投入运营的商场,空调、消防、电梯等设备一旦出现故障,损失将远远超过聘请第三方检查评估的费用。总体来看,我们认为存量时代逐步到来的阶段,公司不断丰富的专项评估应用场景可打造公司新的业务增长极,为公司中长期发展营造护城河。

图 29: 公司专项评估收入占比逐年增加



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

图 30: 公司专项评估毛利率接近过程评估



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

4.2. 新业务打造盈利增长点, 新型技术储备持续推进

产品类型不断丰富,有望打造新的盈利增长点。公司持续迭代优化现有产品、不断丰富产品线布局,突出的研发创新能力以及持续积累的业务知识和经验将显著加大公司现有的竞争优势,创造新的盈利增长点。目前,公司在室内环境检测实验室项目、瑞捷智慧工地线上评估平台、价值链管理咨询产品(VCM)以及消防技术服务产品等新项目上不断取得突破,价值链管理咨询产品(VCM)和消防技术服务产品的研发成果正在推广转化并已签订少量合同,理论创新即将转变为现实生产力,为公司开辟新的盈利增长空间。

表 14: 新项目研发情况

项目名称	研发进展
室内环境检测实验室项目	开始建立公司自己的室内环境检测实验室,为公司拓展检测领域业务奠定软、硬件基础;打造检测能力,实现公司业务的增值。
瑞捷智慧工地线上评估平台	通过执法记录仪、摄像头(球机/枪机)智能硬件设备和评估 APP 及后台项目管理模块、评估管理模块、监控管理模块的结合,改变了传统评估模式,通过平台与智能设备的对接在线远程评估,实现了工地线上评估的智能化及自动化,该项目已上线运行,在全国多个城市的项目工地进行推广使用并取得一定成效。
价值链管理咨询产品(VCM)	已完成产品开发,目前正进行成果推广转化,已签订少量合同,该产品为基于公司累计的开发运营和项目全周期管理经验,结合客户管理和发展现状帮助客户完善体系规划,以提升其决策效率、管理能力和业务水平,最终达到管控效果的提升。
消防技术服务产品	目前正进行成果推广转化,已签订少量合同。通过开拓既有建筑存量市场的消防评估新业务,为公司开辟新的盈利空间。

资料来源: 公司 20 年年报、天风证券研究所

研发技术不断突破,支撑公司品类扩张持续推进。截至 2020 年,公司外立面红外检测技术项目研发已完结,绿色建筑检测技术研发进行中,公司积极参与了“可感知的绿色建筑”课题研究,与多个主管部门和房地产企业建立联系、探讨合作方向,完成交付阶段健康建筑评估体系的建立,在加强项目交付前的管控方面具有十分重要的意义,丰富了公司的评

估产品，为公司后续多样化的产品类型扩张奠定基础。

表 15：公司核心技术储备情况

序号	项目名称	具体内容	拟达到的目标	项目进度
1	绿色建筑检测技术	针对目前房屋本体甲醛超标、隔声等问题，对开发商品牌安全造成冲击，公司成立专项课题研究组，并结合客户走访反馈，针对空气质量、采光、水环境、噪音等维度制定检测体系。	为客户加强项目交付前的管控，降低责任风险，丰富公司的评估产品。	研发中
2	外立面红外检测技术	针对目前测量手段有限，尤其外墙立面的保温空鼓、渗漏等质量通病引起的脱落事件频发，结合多年积累的经验，研究借助红外热成像仪器进行现场扫描，及时预警建筑物存在的问题。	为客户加强项目交付前的管控，以及对于已交付项目的监控，及时对存在问题进行预警，丰富公司的评估产品。	研发完成

资料来源：公司招股说明书、20 年年报、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

- 工程评估：**公司在 18-19 年工程评估收入连续两年实现 50%以上的增长，20 年疫情影响开工率不足致收入增速下滑，我们认为随着疫情后业务正常开展、存量市场进一步打开，未来工程评估业务仍有望保持较高增长，但行业竞争激烈程度会增加，预计 21-23 年工程评估收入增长 42%/37%/35%。毛利率方面：公司在全国各大区域设立分支机构，缩短工作半径，有效降低运营成本，我们认为全国化布局逐步开展有望带动工程评估业务毛利率逐步小幅回升，我们看好工程评估业务对整体盈利的贡献，预计公司 21-23 年工程评估毛利率分别为 45.6%/45.7%/45.8%。
- 驻场管理：**公司 18/19 年驻场管理业务收入增速+260%/+91.67%，毛利率为 49.7%/46.5%，主要系前期投入的积累得到释放，加之在工程评估领域的领先地位使公司获得客户的高度认可，客户也有意愿委托公司为其项目提供综合性的驻场管理服务，先后承接了深圳国际会展中心（一期）、北京北辛安置房等多个知名大型项目的驻场管理服务，有力促进了驻场管理业务数量和收入的快速提升，同时驻场管理服务价格也有所提升。我们判断随着公司市占率进一步提升，超高的客户黏性将带来更多的驻场管理项目，因此我们预计 21-23 年驻场管理业务收入增速 40%/35%/30%，毛利率 40%/40.3%/40.6%。
- 管理咨询：**公司管理咨询业务 20 年收入达 700 万元，yoy+40%，毛利率为 51.12%，公司开展该业务时间相对较短。21 年随着第三方评估业务的渗透，增长率将进一步增长，我们预计未来管理咨询业务扩张速度保持平稳，21-23 年管理咨询业务收入增速分别为 45%/43%/40%。18-20 年管理咨询业务毛利率为 72.39%/64.47%/51.12%，由于公司管理咨询业务收入主要来自于为客户提供的评估培训业务，内容较为专业，因此评估培训业务单价较高，且负责培训人员通常较少，公司管理咨询业务的毛利率整体处于较高水平，我们预计 21-23 年毛利率维持在 60%左右。

表 16：深圳瑞捷分项业务收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
工程评估（百万元）	271.00	422.00	474.00	673.08	922.12	1244.86
YoY	68.32%	55.72%	12.32%	42.00%	37.00%	35.00%
毛利率	56.72%	52.79%	45.31%	45.60%	45.70%	45.80%
驻场管理（百万元）	36.00	69.00	92.00	128.80	173.88	226.04
YoY	260.00%	91.67%	33.33%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	49.73%	46.50%	39.84%	40.00%	40.30%	40.60%
管理咨询（百万元）	4.00	5.00	7.00	10.15	14.51	20.32
YoY	100.00%	25.00%	40.00%	45.00%	43.00%	40.00%
毛利率	72.39%	64.47%	51.12%	60.00%	60.00%	60.00%
总收入（百万元）	311.00	496.00	573.00	812.03	1110.51	1491.23
YoY	79.77%	59.49%	15.52%	41.72%	36.76%	34.28%
毛利率	56.27%	52.02%	44.68%	44.89%	45.04%	45.21%

资料来源：Wind、天风证券研究所

- 4) **费用率**：我们认为全国化布局和线上业务的开展有助于公司降低差旅成本，未来收入的较快增长有望在销售费用上体现规模效应，20 年销售费用率为 3.96%，我们预计 21-23 年销售费用率为 3.75%/3.65%/3.55%。公司有息负债一直维持在低位，19-20 年财务费用率甚至为负，我们预计 21-23 年基本能维持 20 年的水平。职工薪酬占据管理费用的大部分，从 18 年开始人员扩张速度逐年放缓，未来随着人均产值的进一步提高，管理费用率有望小幅下降，我们预计 21-23 年管理费用率 9.85%/9.80%/9.75%。技术优势是公司的核心竞争力，我们预计 21-22 年公司研发费用率仍将保持在 5.3% 以上的较高水平。19 年公司资产减值损失（含信用减值损失）达到 900 万元，系疫情下公司应收款项出现坏账损失所致，20 年有所缓解，预计公司 21-23 年资产减值损失（含信用减值损失）占营收的比逐步降低。

表 17：公司核心指标预测值

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收增速	78.44%	59.95%	15.35%	41.80%	36.76%	34.28%
毛利率	56.11%	52.03%	44.51%	44.89%	45.04%	45.21%
管理费用率	20.51%	9.19%	9.90%	9.85%	9.80%	9.75%
财务费用率	0.13%	-0.06%	-0.27%	-0.29%	-0.31%	-0.32%
销售费用率	2.50%	2.71%	3.96%	3.75%	3.65%	3.55%
研发费用率	4.87%	5.69%	5.29%	5.30%	5.40%	5.50%
资产减值损失（含信用减值损失）占营收的比	1.82%	1.81%	1.22%	1.17%	1.08%	1.01%
净利率	20.89%	27.97%	21.03%	21.07%	21.29%	21.52%
归母净利润增速	30.47%	114.12%	-13.28%	42.10%	38.18%	35.72%
EPS（元）	0.97	2.07	1.79	2.55	3.52	4.78

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计公司 21-23 年归母净利润为 1.71/2.36/3.21 亿元，对应的 EPS 为 2.55/3.52/4.78 元，21-23 年 CAGR+38.6%。由于国内没有其他第三方评估上市公司，考虑到公司的组织架构、商业模式等，我们选取 A 股内业务较为接近的检测类公司作为可比公司。我们看好公司工程评估业务的高成长性以及业务扩张的潜力，参考检测类可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 42X，认可给予公司 21 年 35 倍 PE，对应目标价 89.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价 格(元)	EPS(元)				PE(倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300215.SZ	电科院	69.39	9.15	0.11	0.33	0.43	0.55	83.18	27.73	21.28	16.64
603060.SH	国检集团	104.50	17.31	0.54	0.49	0.60	0.73	32.06	35.33	28.85	23.71
002967.SZ	广电计量 平均	213.18	37.06	0.44	0.58	0.79	1.04	84.23	63.90	46.91	35.63
300977.SZ	深圳瑞捷	45.16	67.20	1.79	2.55	3.52	4.78	66.49	42.32	32.35	25.33
								37.50	26.39	19.10	14.07

注：数据截止 8 月 11 日收盘，除深圳瑞捷为天风预测外，其余公司 21-23 年 EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

旧改和新型城镇化推进力度不及预期：旧改和新型城镇化中的县域经济是国家中长期规划中的重要内容，但老旧小区改造和县城基建对财政以来程度较高，后续地方财政、中央补贴对快速增长的需求的匹配程度，可能成为其增长持续性的重要考量。若财政对旧改和县城发展的支持力度不及预期，则旧改和县域经济的发展均可能不及预期。

人均产值提升不及预期：在行业正常规律下，未来人员增速趋稳后，公司人均产值有望进一步提高，但人均产值提升仍受项目质量、行业景气度、管理效率等因素影响，若未来行业竞争加剧或公司管理水平未能满足人员大规模扩张后的要求，则公司人均产值的提升幅度可能不及预期，进而影响公司成长性。

行业竞争加剧致使竞争优势收窄速度超预期：公司当前时点拥有较强的竞争优势，有利于维持在大客户中较为稳定的市场份额，同时获得较高的毛利率，但若竞争对手发展超预期，则可能影响公司的业务扩张速度，最终导致公司成长性不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	140.03	192.94	311.14	432.67	573.14
应收票据及应收账款	220.07	271.48	337.54	415.14	529.30
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	4.05	2.92	4.53	5.98	7.64
其他	2.50	4.97	7.06	8.75	11.41
流动资产合计	366.65	472.32	660.27	862.54	1,121.49
长期股权投资	2.47	3.72	3.72	3.72	3.72
固定资产	3.06	4.28	4.13	3.98	3.82
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.70	1.88	1.97	2.07	2.17
其他	7.50	13.12	15.06	16.76	18.69
非流动资产合计	13.73	23.01	24.88	26.53	28.40
资产总计	380.38	495.33	685.15	889.06	1,149.89
短期借款	5.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	13.60	12.97	13.38	13.74	14.86
其他	95.94	106.10	109.70	111.66	113.53
流动负债合计	114.54	119.07	123.08	125.40	128.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	114.54	119.07	123.08	125.40	128.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	33.60	33.60	67.20	67.20	67.20
资本公积	54.90	54.90	54.90	54.90	54.90
留存收益	232.23	342.66	494.87	696.46	954.30
其他	(54.90)	(54.90)	(54.90)	(54.90)	(54.90)
股东权益合计	265.83	376.26	562.07	763.66	1,021.50
负债和股东权益总计	380.38	495.33	685.15	889.06	1,149.89

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	138.86	120.43	171.13	236.47	320.95
折旧摊销	0.68	1.80	0.86	1.15	1.55
财务费用	0.22	0.17	(2.36)	(3.49)	(4.71)
投资损失	(1.19)	(1.31)	(1.32)	(1.20)	(1.20)
营运资金变动	29.14	(42.77)	(67.67)	(80.12)	(117.42)
其它	(73.28)	(4.77)	(0.00)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	94.44	73.54	100.64	152.82	199.17
资本支出	3.99	5.12	0.80	1.10	1.50
长期投资	0.45	1.25	0.00	0.00	0.00
其他	61.34	(13.46)	(0.28)	(1.00)	(1.80)
投资活动现金流	65.78	(7.09)	0.52	0.10	(0.30)
债权融资	5.01	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.30	1.55	35.96	3.49	4.71
其他	(45.18)	(18.89)	(18.93)	(34.88)	(63.11)
筹资活动现金流	(39.88)	(17.34)	17.03	(31.39)	(58.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	120.34	49.11	118.20	121.53	140.47

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	496.48	572.67	812.03	1,110.51	1,491.23
营业成本	238.17	317.79	447.50	610.32	817.11
营业税金及附加	3.91	3.37	4.71	6.33	8.43
营业费用	13.48	22.68	30.45	40.53	52.94
管理费用	45.63	56.70	79.98	108.83	145.39
研发费用	28.27	30.29	43.04	59.97	82.02
财务费用	(0.30)	(1.55)	(2.36)	(3.49)	(4.71)
资产减值损失	(9.00)	(7.00)	(9.50)	(12.00)	(15.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.19	1.31	1.32	1.20	1.20
其他	13.49	8.26	16.36	21.60	27.60
营业利润	161.63	140.82	200.53	277.21	376.25
营业外收入	0.02	0.15	0.10	0.06	0.06
营业外支出	0.02	0.01	0.01	0.05	0.05
利润总额	161.63	140.97	200.62	277.22	376.26
所得税	22.77	20.54	29.49	40.75	55.31
净利润	138.86	120.43	171.13	236.47	320.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	138.86	120.43	171.13	236.47	320.95
每股收益(元)	2.07	1.79	2.55	3.52	4.78

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	59.95%	15.35%	41.80%	36.76%	34.28%
营业利润	97.39%	-12.87%	42.40%	38.24%	35.73%
归属于母公司净利润	114.12%	-13.28%	42.10%	38.18%	35.72%
获利能力					
毛利率	52.03%	44.51%	44.89%	45.04%	45.21%
净利率	27.97%	21.03%	21.07%	21.29%	21.52%
ROE	52.24%	32.01%	30.45%	30.97%	31.42%
ROIC	102.69%	96.48%	99.32%	98.99%	100.85%
偿债能力					
资产负债率	30.11%	24.04%	17.96%	14.10%	11.17%
净负债率	-50.79%	-51.28%	-55.36%	-56.66%	-56.11%
流动比率	3.20	3.97	5.36	6.88	8.73
速动比率	3.17	3.94	5.33	6.83	8.68
营运能力					
应收账款周转率	2.73	2.33	2.67	2.95	3.16
存货周转率	127.54	164.25	217.75	211.30	219.00
总资产周转率	1.59	1.31	1.38	1.41	1.46
每股指标(元)					
每股收益	2.07	1.79	2.55	3.52	4.78
每股经营现金流	1.41	1.09	1.50	2.27	2.96
每股净资产	3.96	5.60	8.36	11.36	15.20
估值比率					
市盈率	32.52	37.50	26.39	19.10	14.07
市净率	16.99	12.00	8.03	5.91	4.42
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.22	13.61	9.73
EV/EBIT	0.00	0.00	19.29	13.66	9.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com