

## 深圳瑞捷 (300977.SZ)

## 第三方评估行业拓荒者，客群结构优化加速转型

**第三方工程评估开拓者，盈利质量稳步恢复。**公司为国内较早参与第三方工程质量与安全风险评估行业的市场主体之一，业务模式包括第三方评估、项目管理（驻场管理、管理咨询）等，2023年收入占比64.5%/35%。2022年起受地产下行影响，行业需求收缩、减值计提增加，公司营收业绩明显承压，2023年起公司积极调整业务结构，降低地产客户占比，开拓产业、保险等客户，同时调整组织架构，减少人员开支，经营业绩显著恢复，全年业绩同增161%。

**工程评估：传统优势主业，地产“竞品质”提振需求。**第三方工程评估为公司核心主业，受益地产“竞品质”发展趋势，渗透率稳步提升，行业需求相对稳定，我们测算2023年房建工程第三方评估市场规模约34-84亿。**竞争优势：****1) 品牌：**公司高度重视廉洁管理，内部建立完善廉洁风控体系，打造强品牌公信力，下游积累各级住建局、产业及保险龙头、优质地产商等丰富客户资源，2023年国央企、政府客户收入占比约60%。**2) 产品：**覆盖工程项目全周期，产品矩阵完善，同时建立涵盖50万项目标段风险评估数据的“瑞捷数据库”，并基于丰富数据打造“瑞捷指数”、“工程医院”、“智慧工地监管平台”等多款数字化产品，应用场景丰富。**3) 区域：**业务覆盖超700城，全国化布局完善，同时依托优质客户“借船出海”，积极探索海外市场。

**保险评估：IDI-TIS 先发优势显著，有望受益房屋保险试点推进。**当前我国多地推行IDI（工程质量缺陷保险）试点，北上广等地区强制新建住宅投保IDI产品，我们测算2023年全国IDI市场规模约36-50亿。近期住建部表示研究建立房屋体检、房屋保险、房屋养老金三项制度，如若22个试点城市全面铺开IDI，我们测算市场规模将增长至117亿，有望带动工程风险评估（TIS）需求上行。公司可提供工程全生命周期保险减量服务，与人保、平安、太平洋、国寿等财险龙头建立业务合作，先发优势显著，2024H1保险类收入同增26%，后续受益IDI等工程险种渗透率逐步提升，保险评估业务有望维持高增。

**开拓优质产业客户，落地酒店品评、物业运维等新模式。****1) 新客户：**2023年起加大腾讯、中国移动、华为等优质产业客户开拓力度，提供项目建设评估及管理服务，与主业协同性强，2024H1产业类收入同比高增190%。**2) 新场景：**基于“服务+平台+数据”模式探索酒店品评、物业运维等新应用场景，与华住集团、尚美数智等酒店集团，以及中海物业集团、融侨集团等知名企业达成合作。**3) 新战略：**2023年发布“1125”战略，业务定位由“工程咨询”转型“综合技术服务”，后续将基于质量、安全两大核心价值持续开拓六大客群，推动业务结构优化，打造地产以外新增长点（2024H1末地产收入占比已由高点的90%降低至47%），带动盈利质量改善。

**投资建议：**我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为0.38/0.52/0.70亿元，同比-7%/+38%/+33%，对应EPS分别为0.25/0.34/0.46元/股，当前股价对应PE分别为74/54/40倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**地产评估毛利率大幅下行、房屋保险制度推进不及预期、新客户开拓不及预期、测算存在误差风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	572	491	481	593	730
增长率 yoy (%)	-26.5	-14.1	-2.1	23.3	23.1
归母净利润（百万元）	16	41	38	52	70
增长率 yoy (%)	-86.8	160.7	-7.1	38.0	33.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.10	0.27	0.25	0.34	0.46
净资产收益率 (%)	1.1	2.9	2.7	3.7	4.9
P/E (倍)	179.4	68.8	74.1	53.7	40.3
P/B (倍)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

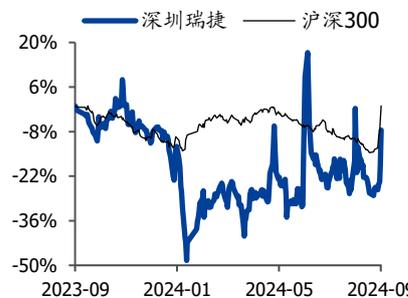
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月27日收盘价

## 买入（首次）

## 股票信息

行业	工程咨询服务 II
09月27日收盘价（元）	18.48
总市值（百万元）	2,813.15
总股本（百万股）	152.23
其中自由流通股（%）	25.46
30日日均成交量（百万股）	7.21

## 股价走势



## 作者

分析师	何亚轩
执业证书编号	S0680518030004
邮箱	heyaxuan@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号	S0680518010003
邮箱	chenglongge@gszq.com
分析师	李枫婷
执业证书编号	S0680524060001
邮箱	lifengting3@gszq.com

## 相关研究

- 《深圳瑞捷 (300977.SZ)：营收业绩有韧性，锐意进取亮点多》 2022-01-22

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1336</b>	<b>1169</b>	<b>1152</b>	<b>1187</b>	<b>1242</b>
现金	96	135	164	175	199
应收票据及应收账款	323	262	223	209	195
其他应收款	6	6	5	6	8
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1	1	1	1	1
其他流动资产	911	767	759	796	839
<b>非流动资产</b>	<b>315</b>	<b>388</b>	<b>399</b>	<b>410</b>	<b>417</b>
长期投资	7	8	9	9	10
固定资产	4	8	5	2	2
无形资产	18	13	10	6	2
其他非流动资产	285	359	375	392	403
<b>资产总计</b>	<b>1651</b>	<b>1557</b>	<b>1551</b>	<b>1597</b>	<b>1659</b>
<b>流动负债</b>	<b>261</b>	<b>133</b>	<b>135</b>	<b>171</b>	<b>219</b>
短期借款	120	0	10	20	30
应付票据及应付账款	19	24	18	23	31
其他流动负债	122	109	107	127	158
<b>非流动负债</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	<b>267</b>	<b>138</b>	<b>140</b>	<b>176</b>	<b>223</b>
少数股东权益	0	1	2	3	4
股本	102	153	152	152	152
资本公积	967	901	894	894	894
留存收益	335	371	378	387	400
归属母公司股东权益	1384	1418	1409	1418	1431
<b>负债和股东权益</b>	<b>1651</b>	<b>1557</b>	<b>1551</b>	<b>1597</b>	<b>1659</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-44</b>	<b>65</b>	<b>34</b>	<b>53</b>	<b>82</b>
净利润	16	42	38	53	71
折旧摊销	15	13	10	10	9
财务费用	3	1	0	0	1
投资损失	-25	-29	-24	-13	-7
营运资金变动	-94	1	-13	-13	-3
其他经营现金流	41	36	23	16	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-163</b>	<b>116</b>	<b>36</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>
资本支出	-17	-1	-1	-1	-4
长期投资	-169	92	17	-17	-11
其他投资现金流	23	25	20	9	5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>-140</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-48</b>
短期借款	118	-120	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	34	51	-1	0	0
资本公积增加	-31	-66	-7	0	0
其他筹资现金流	-69	-4	-42	-43	-58
<b>现金净增加额</b>	<b>-155</b>	<b>41</b>	<b>30</b>	<b>11</b>	<b>24</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>572</b>	<b>491</b>	<b>481</b>	<b>593</b>	<b>730</b>
营业成本	360	296	298	366	449
营业税金及附加	3	3	3	4	4
营业费用	42	45	42	50	61
管理费用	102	70	73	88	106
研发费用	31	29	29	34	42
财务费用	-1	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-3	-4	-1	-1	-1
其他收益	6	7	6	8	10
公允价值变动收益	3	-11	0	0	0
投资净收益	25	29	24	13	7
资产处置收益	0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>76</b>
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>18</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>76</b>
所得税	2	1	4	4	5
<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>71</b>
少数股东损益	0	1	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>16</b>	<b>41</b>	<b>38</b>	<b>52</b>	<b>70</b>
EBITDA	6	42	50	66	83
EPS (元/股)	0.10	0.27	0.25	0.34	0.46

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-26.5	-14.1	-2.1	23.3	23.1
营业利润(%)	-87.0	144.6	-3.3	36.3	32.2
归属母公司净利润(%)	-86.8	160.7	-7.1	38.0	33.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.1	39.7	38.0	38.2	38.5
净利率(%)	2.7	8.3	7.9	8.8	9.6
ROE(%)	1.1	2.9	2.7	3.7	4.9
ROIC(%)	-0.5	1.9	2.6	3.5	4.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.2	8.9	9.0	11.0	13.5
净负债比率(%)	2.6	-8.8	-10.4	-10.4	-11.3
流动比率	5.1	8.8	8.5	6.9	5.7
速动比率	4.8	7.7	7.3	5.8	4.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.7	1.7	2.0	2.8	3.6
应付账款周转率	17.7	14.0	14.3	17.7	16.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.27	0.25	0.34	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.29	0.43	0.22	0.35	0.54
每股净资产(最新摊薄)	9.09	9.31	9.26	9.32	9.40
<b>估值比率</b>					
P/E	179.4	68.8	74.1	53.7	40.3
P/B	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA	306.7	65.5	53.1	40.6	31.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年09月27日收盘价

## 内容目录

1. 公司概况：第三方工程评估龙头	5
1.1. 公司简介：国内第三方工程评估开拓者，服务模式持续多元	5
1.2. 业务结构：第三方评估为核心主业，项目管理占比有所提升	6
1.3. 财务分析：地产冲击影响已过，盈利质量逐步恢复	7
2. 工程评估：传统优势主业，地产“竞品质”提振需求	10
2.1. 行业概况：有效弥补监理局限性，地产“竞品质”驱动渗透率上行	10
2.2. 竞争优势：廉洁制度打造强品牌公信力，数字化场景丰富	11
2.2.1. 品牌优势：廉洁管理强化品牌公信力，优质客户资源丰富	11
2.2.2. 产品优势：覆盖工程项目全生命周期，数字化赋能多场景应用	13
2.2.3. 区域优势：全国化布局完善，逐步开拓海外市场	16
3. 保险评估：IDI-TIS 先发优势显著，有望受益房屋保险试点推进	18
3.1. 多省市推行 IDI 试点，有望带动保险评估需求放量	18
3.2. 我们测算 2023 年全国 IDI 市场规模约 36-50 亿	21
3.3. 公司 IDI-TIS 业务先发优势显著，与多个财险龙头建立合作	22
4. 开拓优质产业客户，落地酒店品评、物业运维等新模式	23
4.1. 加大优质产业客户开拓力度，24H1 产业客群收入高增 190%	23
4.2. 基于“服务+平台+数据”探索酒店品评、物业运维等新场景	25
4.3. 推出“1125”发展战略，业务结构有望持续优化	26
5. 盈利预测、估值与投资建议	27

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构 (截止 2024H1 末)	6
图表 3: 2016-2022 年公司营收结构	6
图表 4: 2023 年公司营收结构	6
图表 5: 2016-2022 年公司毛利结构	7
图表 6: 2023 年公司毛利结构	7
图表 7: 公司营业收入及同比增速	7
图表 8: 公司归母净利润及同比增速	7
图表 9: 公司综合毛利率及分业务毛利率	8
图表 10: 公司综合毛利率同业对比	8
图表 11: 公司营业成本结构 (单位: 亿元)	8
图表 12: 公司期间费用率及分项	8
图表 13: 公司期间费用率同业对比	8
图表 14: 减值损失额及占归母净利润比例	9
图表 15: 公司经营性净现金流及占归母净利润比例	9
图表 16: 净现比同业对比	9
图表 17: 工程监理与工程评估、驻场管理的对比	10
图表 18: 2023 年第三方房建工程评估市场规模敏感性测算	11
图表 19: 公司廉洁风控内部管理制度	11
图表 20: 公司应对各环节廉洁问题所采取的应对举措	12
图表 21: 公司廉正文化洋葱模型	12
图表 22: 公司合作客户发展历程	13
图表 23: 公司目前部分合作客户	13
图表 24: 公司产品贯穿工程项目全流程	14
图表 25: 瑞捷评估在线平台	14
图表 26: 瑞捷指数主要功能及内容	15
图表 27: 公司部分数字化产品一览	16
图表 28: 2020-2023 年公司分地区营收结构	17

图表 29:	IDI 承保范围及承包期限 .....	18
图表 30:	房屋及建材类投诉量及同比增速 .....	19
图表 31:	全国及代表性地区 IDI 相关政策情况 .....	19
图表 32:	北京、上海、广州 IDI 投保细则对比 .....	20
图表 33:	TIS 服务实施流程图 .....	21
图表 34:	IDI 市场规模测算 .....	22
图表 35:	房屋养老金试点城市 2023 年房地产新开工面积 (万平方米) .....	22
图表 36:	公司保险类客户解决方案 .....	23
图表 37:	公司部分产业类客户 .....	24
图表 38:	产业类客户解决方案 .....	24
图表 39:	产业客户服务案例 .....	25
图表 40:	公司酒店品评业务内容 .....	25
图表 41:	公司物业运维业务内容 .....	26
图表 42:	“1125” 发展战略 .....	27
图表 43:	公司房地产类收入占比 .....	27
图表 44:	主营业务拆分预测表 (单位: 万元) .....	28
图表 45:	可比公司汇总表 (截至 2024/9/27) .....	30

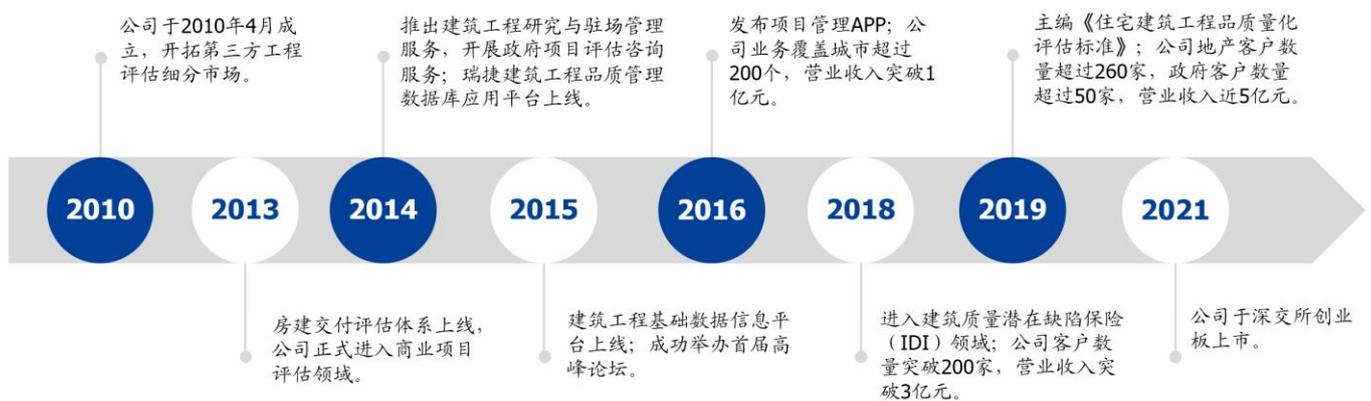
## 1. 公司概况：第三方工程评估龙头

### 1.1. 公司简介：国内第三方工程评估开拓者，服务模式持续多元

#### 历史沿革

**第三方工程评估领军企业，产品体系逐步完善。**深圳瑞捷成立于2010年，为国内较早参与第三方工程质量与安全风险评估行业的市场主体之一，2013年公司建立房建交付评价体系，正式进入商业项目评估领域；2015年开始服务政府客户，当前已积累超150/500家公共建筑/地产类客户，业务模式逐步由单一工程施工阶段的评估拓展到设计、招采、交付、运维等多个阶段，产品类型由工程评估向驻场管理、管理咨询延伸。近年来公司积极参与建设工程品质评价标准的编制工作，累计主参编28项行业标准，参与主编的《住宅建筑工程品质质量化评估标准》已于2021年2月1日起实施，业内影响力突出。

图表1：公司历史沿革

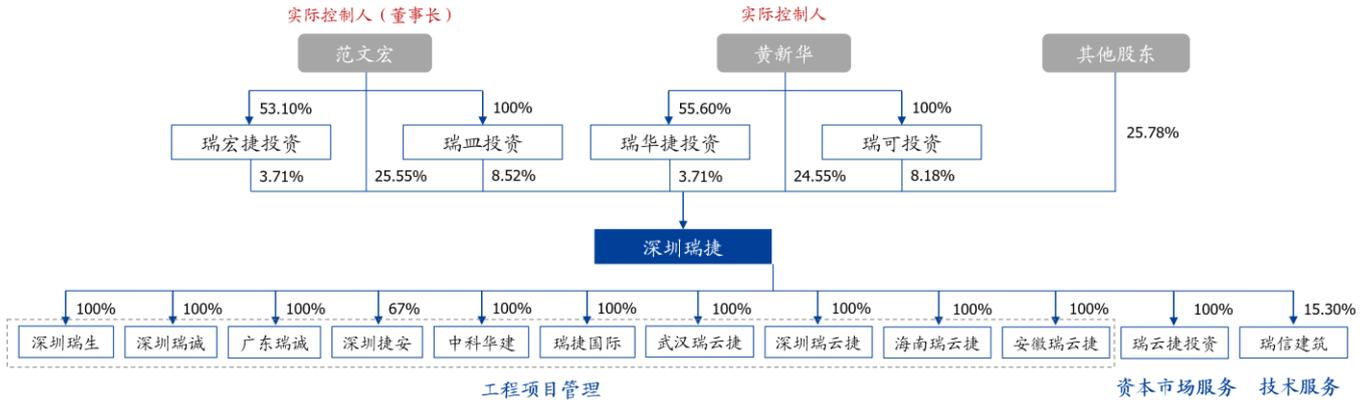


资料来源：公司招股说明书、公司官网，国盛证券研究所

#### 股权结构

**股权结构稳定，控制权集中于实控人。**公司实际控制人范文宏（董事长）与黄新华（总经理）系一致行动人，截至2024H1末二人直接持股比例分别为25.55%/24.55%；同时，分别通过瑞皿投资、瑞可投资和公司员工持股平台瑞宏捷、瑞华捷实现控制权约16.7%/7.42%，二人合计对公司控制权74.22%，控制权集中于实控人。公司旗下拥有多个分子公司，涵盖工程技术、工程管理、投资咨询等领域，其中深圳瑞生工程研究院为核心子公司，2023年实现净利润699万元，占归母净利润17%。

图表2: 公司股权结构 (截止 2024H1 末)

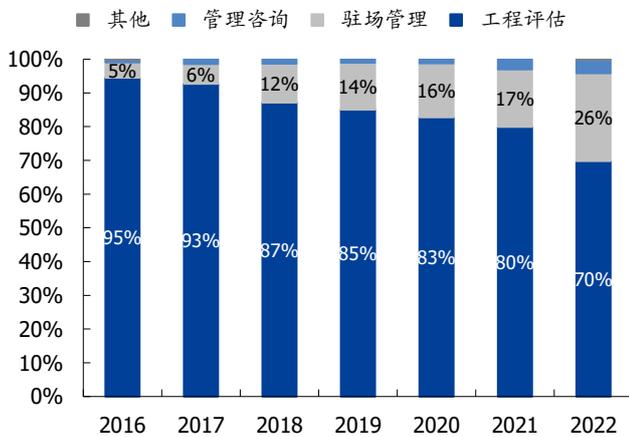


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.2. 业务结构: 第三方评估为核心主业, 项目管理占比有所提升

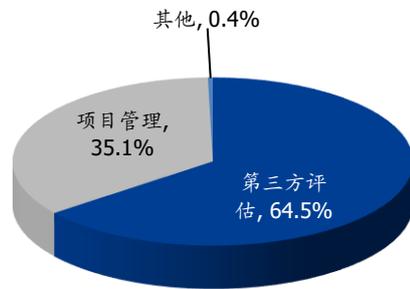
公司主营业务包括工程评估、驻场管理、管理咨询三大板块, 其中工程评估为公司核心主业, 分为过程评估 (对施工规范性进行评价)、专项评估 (地下工程、材料、机电专项等)、交付评估三大类, 从占比趋势看驻场管理占比近年来持续提升, 2022 年达 26%。2023 年公司调整业务口径为第三方评估 (除工程评估外另包含产业、酒店评估等新兴客户)、项目管理 (包括原驻场管理及管理咨询) 及其他 (包括检测鉴定、工程管理信息技术服务等), 营收占比分别为 64.5%/35.1%/0.4%。

图表3: 2016-2022 年公司营收结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 2023 年公司营收结构



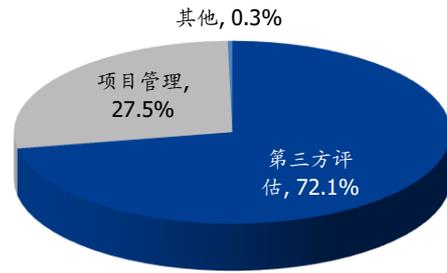
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 2016-2022年公司毛利结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2023年公司毛利结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3. 财务分析: 地产冲击影响已过, 盈利质量逐步恢复

地产冲击影响已过, 经营业绩显著恢复。2016-2021年公司经营规模快速扩张, 营收CAGR达47%, 2022年起受地产下行影响, 第三方工程评估需求收缩, 公司当年营收同比下滑27%, 同时行业竞争加剧、毛利率下降, 叠加人工等刚性成本占比提升, 整体归母净利润同比大幅下降87%。2023年起公司积极调整业务结构, 降低地产类客户占比, 开拓产业、保险类客户, 同时调整组织架构, 减少薪酬开支, 经营业绩显著恢复, 全年实现归母净利润0.41亿元, 同比高增161%。

图表7: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

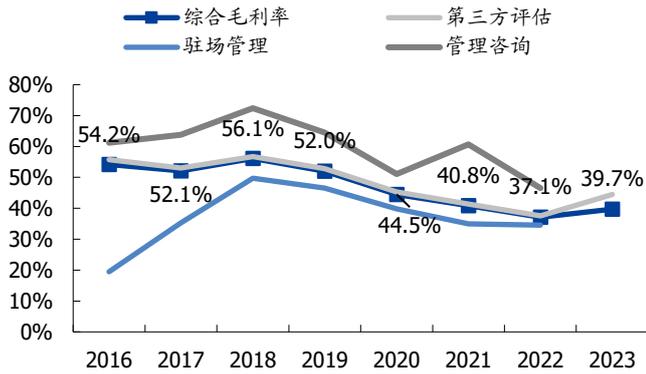
图表8: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

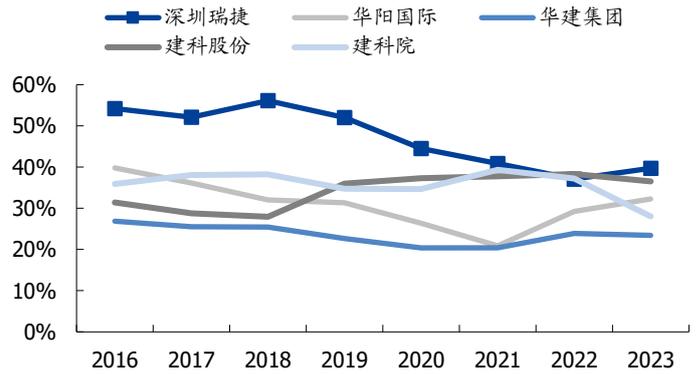
毛利率有所恢复, 综合盈利能力优于建筑咨询类同业。2020年起公司整体毛利率有所下行, 主要因: 1) 工程评估行业需求承压导致盈利能力下降; 2) 人工等刚性成本占比提升。2023年公司综合毛利率39.7%, 同比提升2.6pct, 预计主要因第三方评估客户逐步多元, 盈利能力有所提升(第三方评估/项目管理毛利率分别为44%/31%), 对比建筑设计、检测等咨询类同业, 公司毛利率相对较高, 盈利能力整体较优。

图表9: 公司综合毛利率及分业务毛利率



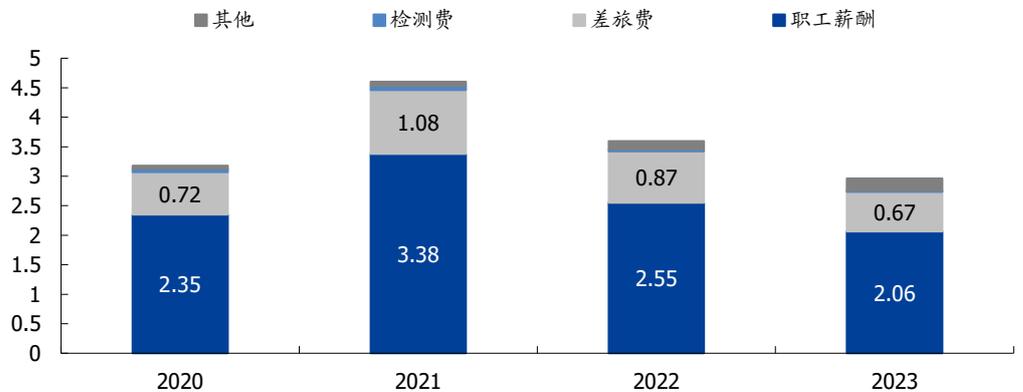
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 公司综合毛利率同业对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

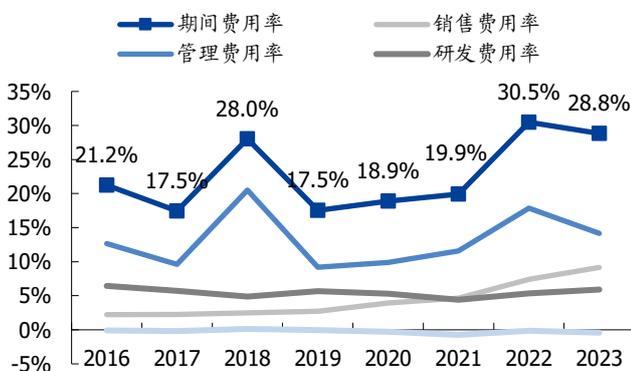
图表11: 公司营业成本结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

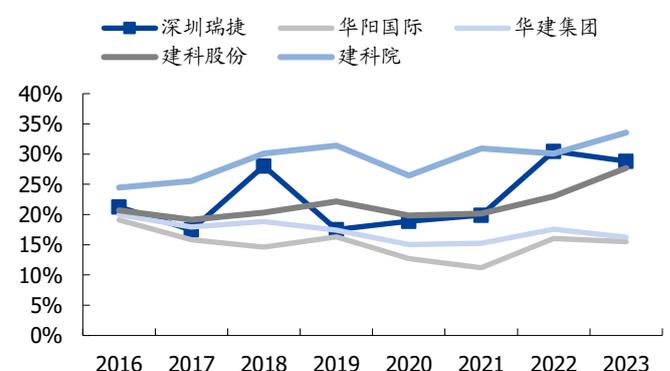
管理费用率显著优化, 总体费用率下行。2022年公司期间费用率同比上升较多, 主要因: 1) 公司进行人事变革, 辞退补偿费用有所增加; 2) 营收规模大幅缩减, 刚性成本占比提升。2023年期间费用率 28.83%, 同比下降 1.65pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率 9.16%/14.18%/5.92%/-0.43%, 同比+1.75/-3.67/+0.58/-0.3pct, 管理费用率明显优化, 整体费用率处于同业中上游。

图表12: 公司期间费用率及分项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司期间费用率同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

地产风险持续释放，减值额有望持续收窄。受地产信用风险冲击影响，2021-2023年公司计提信用减值 4728/4858/2723 万元，合计计提减值（资产+信用）4728/5130/3124 万元，占归母净利润的 40%/327%/76%，减值对业绩影响较大。截至 2023 年末，整体地产客户应收余额计提坏账准备比例近 40%，其中高风险单项计提坏账准备客户计提比例超过 70%，减值计提相对审慎。2024H1 公司减值总额 949 万元，较上年同期减少 507 万元，当前公司持续优化客户结构，减少与资金链风险较高客户的业务合作，加大应收回款力度，后续减值规模有望持续收缩。

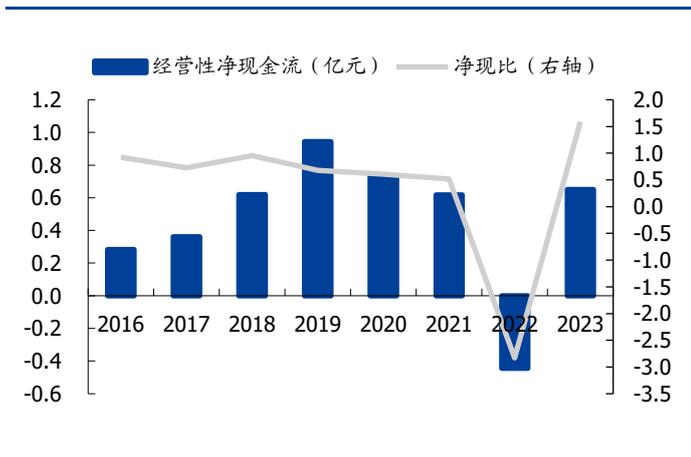
图表14: 减值损失额及占归母净利润比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

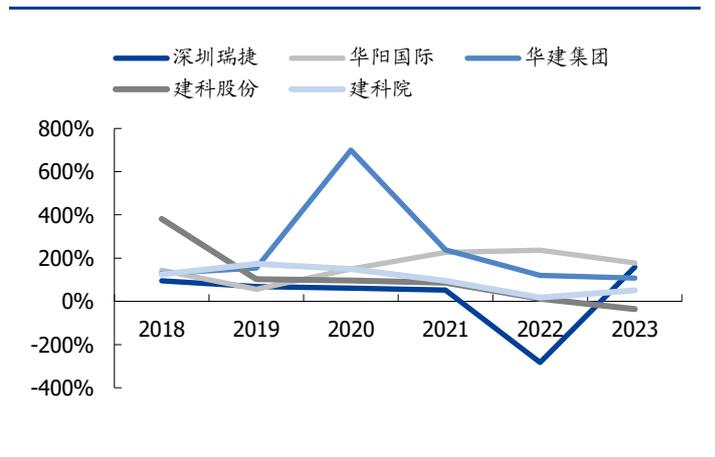
经营性净现金流转正，净现比位于行业前列。2021-2023 年公司实现经营性净现金流 0.62/-0.44/0.65 亿元，净现比 52%/-283%/159%，2022 年地产类业主资金链紧张，经营现金流有所流出，2023 年已有显著恢复，净现比位于行业同比前列。

图表15: 公司经营性净现金流及占归母净利润比例



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表16: 净现比同业对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

## 2. 工程评估：传统优势主业，地产“竞品质”提振需求

### 2.1. 行业概况：有效弥补监理局限性，地产“竞品质”驱动渗透率上行

**第三方工程质量与安全风险评估业务（简称第三方工程评估）**，是接受客户委托，以独立第三方的名义前往客户下辖项目开展现场检查，对项目实体、工程材料进行随机抽样抽查测试，对项目质量、安全等方面存在的明显或潜在风险进行评判，并形成系列评估报告，提出系统改善建议的工作过程。

**有效弥补监理制度局限性，地产“竞品质”带动需求提升。**我国目前通过落实五方责任主体职责（建设、勘察、设计、施工、监理）来把控建设质量和安全，其中监理单位对建筑工程质量承担法定责任。由于监理行业市场化不足、法定责任重影响服务水平、收益低下导致人才外流等原因，当前监理制度对于实际工程质量把控作用受限，因此部分地产商委托第三方工程评估，同时内部建立工程评估体系，特别是对房屋品质要求较高的龙头公司很早就开始应用（比如2008年起万科在整合以往工程巡检经验的基础上，再结合工程风险的评价标准，初步整合成一套本土特色的“建筑工程实测实量及风险评估体系”）。目前，在房地产需求下行、产业竞争加剧的背景下，房企“竞品质”趋向更加明显，对工程项目质量的高追求将持续带动第三方评估行业需求提升。

图表17: 工程监理与工程评估、驻场管理的对比

比较项目	工程监理	工程评估	驻场管理
工作目标	依照法律规定，承担建设工程的监理业务，实现对建设工程质量、进度和安全等方面的管控。	从委托方的视角为工作切入点，通过过程评估、专项评估、交付评估、驻场咨询、批量精装修管理、驻场一户一验等多种服务。	
工作内容	一般在施工阶段提供监理服务，内容包括对建设工程质量、造价、进度进行控制，对合同、信息进行管理，对工程建设相关方的关系进行协调，并履行建设工程安全生产管理法定职责。	工程评估具体工作内容由委托方根据自身需求自主决定，包括过程评估、专项评估、交付评估等。	包括批量精装修工程管理、驻场咨询管理、驻场一户一验等。
工作方式	监理单位常驻工程现场，采取旁站、巡视和平行检验等方式，对建设工程起到监督管理的作用。	依照合同约定对委托方旗下或管辖范围内的建设工程批量进行定期检查（月检、季检）和/或不定期检查（飞检）以及专项检查，检查方式为抽样检测。	公司接受委托在特定的工程阶段常驻工程现场，按照合同约定的要求协助委托方对工程进行管理。
工作成果及其用途	开工前施工方案审查、图纸会审，分包单位资格审查；施工过程中日常监理并出具监理日志、旁站记录等报告文件；工程验收阶段审查竣工验收申请，编写工程质量评估报告，签署竣工验收意见等。监理工作的完成是建设工程验收的基本前提。	向委托方出具评估快报、评估简报、评估总结报告等，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。	针对工程项目管理体系搭建、质量标准制定、重难点风险排查、新工艺推行、模拟验收、交付验收等方面提供专业的管理、技术支持与顾问服务。
业务开展依据	我国推行建设工程监理制度系法规强制性要求。	委托方可根据自身需求，自主决定是否购买工程评估/驻场管理服务。	
业务资质要求	国家对工程监理单位实施资质管理。	目前法律法规、产业政策均鼓励、引导第三方工程评估、驻场管理等新兴业态的发展，尚无特别的业务资质许可要求。	
法律责任	监理单位属于建筑工程项目五方责任主体之一，对工程项目承担监理责任。	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，对委托方承担服务合同履行责任。	

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

按单平米1元测算，2023年第三方房建工程评估市场规模约34-84亿。2023年全国房屋施工面积约83.84亿平，假设单平米收费1元，按照40%-100%对渗透率进行敏感性测算，对应第三方房建工程评估市场规模约34-84亿。近年来受行业下行影响，房地产施工面积有所下滑，但考虑地产“竞品质”趋势延续，行业渗透率预计稳中有升，支撑总体市场规模维持较大体量。

图表18: 2023年第三方房建工程评估市场规模敏感性测算

2023年房屋施工面积（亿平米）		83.84				
2023年工程评估市场规模（亿元）	渗透率	每平方米收费（元/平米）				
		0.5	1	1.5	2	2.5
40%		16.8	33.5	50.3	67.1	83.8
60%		25.2	50.3	75.5	100.6	125.8
80%		33.5	67.1	100.6	134.1	167.7
100%		41.9	83.8	125.8	167.7	209.6

资料来源: Wind, 律图网, 国盛证券研究所

## 2.2. 竞争优势: 廉洁制度打造强品牌公信力, 数字化场景丰富

### 2.2.1. 品牌优势: 廉洁管理强化品牌公信力, 优质客户资源丰富

先发优势显著, 廉洁管理强化品牌公信力。公司是我国第三方工程评估业的早期参与者之一, 具备明显的先发优势, 经过十余年来公司与行业的共同成长, 公司在综合服务能力、业务规模、客户资源、销售收入等多方面均处于国内第三方工程评估业领先地位。由于第三方工程评估业务开展需在客观和公正前提下进行, 公信力是品牌建设的基石。公司高度重视廉洁管理, 从制度、培训、监察、激励等多方面入手控制廉洁风险及廉洁问题, 建立一套严格执行的廉洁风控内部管理制度, 长期维持公司公信力和品牌形象。

图表19: 公司廉洁风控内部管理制度

序号	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（通报表扬、授予荣誉称号、现金奖励及其他奖励）、违反反商业贿赂行为的处罚（警告、通报批评、调岗降薪、解除劳动关系、开除、追究法律责任等）、执行（员工拒贿、举报、公司审计等）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、通报批评、调整职务、责令辞职、降职降薪等处罚。
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: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表20: 公司应对各环节廉洁问题所采取的应对措施

序号	业务流程中可能产生廉洁问题的环节	相关环节对工程评估结果的具体影响	公司已采取的应对措施
1	评估计划制定阶段	受评单位通过各类违规方式，提前了解到公司评估计划及参评人员：1) 受评单位提前知悉评估计划后，可以进行突击停工整改或规避问题，评估分数无法体现相关项目平常状态。2) 受评单位在提前知悉评估组成员的情况下，可以提前公关公司员工，要求其在未来评估时调高分数。	1) 评估计划保密。2) “打招呼”报备流程。3) 随机计划机制。4) 敏感人员回避机制。
2	评估执行阶段（评估前）	受评单位在评估人员抵达评估项目城市时通过接送评估人员、邀请评估人员参与娱乐活动、向评估人员行贿等方式，要求评估人员调高评估分数。	1) 除合同约定外，公司禁止员工搭乘受评单位提供的交通工具。2) 神秘人制度。公司指派突击检查人员至评估人员住地，确认评估人员是否与受评单位相关人员私下接触。3) 视频电话检查制度。
3	评估执行阶段（评估中）	受评单位通过行贿、承诺利益等方式要求评估人员调高评估分数。	1) 公司督导抽查评估影像记录。2) 公司中台随机跟随评估组评估，监督评估过程。3) 拒贿奖励机制。4) 公司已与万科等客户利用信息化手段开展线上评估业务，进一步降低廉洁风险。
4	评估结束后	在完成评估后，通过接送评估人员、邀请评估人员参与娱乐活动、向评估人员行贿等方式，要求评估人员：1) 下次参评时，影响评估人员判断标准，提高评估分数。2) 透露未来评估计划，以便受评单位突击停工整改，评估分数无法体现相关项目平常状态。	1) 轮岗制度。2) 公司会对评估组数据进行分析，对存在疑似风险的评估项目，会对其进行复查和督导人员跟队评估，确认评估的公正性。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

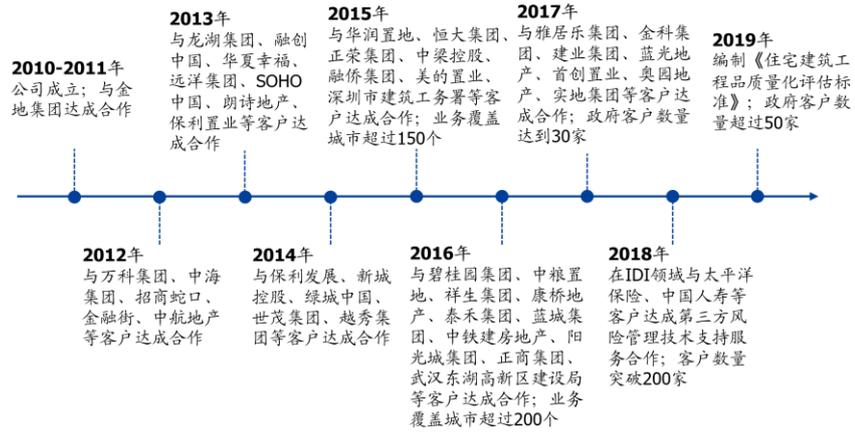
图表21: 公司廉正文化洋葱模型



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

依托品牌优势，公司积累丰富优质客户资源。基于公正廉洁的品牌形象，多年来公司与大量优质客户建立了良好互信的合作关系，涵盖产业、保险、政府、施工企业、房地产、城投六大类客户。根据公司官网，公司累计服务客户超 700 家，截止 2023 年末国央企和政府类客户收入占比约 60%，服务项目标段超 50 万次，下游客户包括各级住建局、优质地产公司、产业及保险龙头等，客户资源优质。

图表22: 公司合作客户发展历程



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表23: 公司目前部分合作客户

<b>政府单位</b>	中华人民共和国住房和城乡建设部 中共中央直属机关事务管理总局 广西壮族自治区住建厅 广东省住建厅 深圳市住建局 安徽省住建厅 三亚崖州湾科技城管理局	<b>产业不动产企业</b>	中国移动 阿里巴巴 腾讯集团 小米集团 格力集团	蔚来公司 招商银行 伊利集团 海大集团 华住会
<b>城投企业</b>	中交城投 城建集团 建投集团 义乌城投 国投集团	宁波开发投资 浙江交通集团 深汕城投 罗湖投控 海投房产	<b>保险企业</b>	中国人民保险 中国平安 太平洋保险 中国国际保险 国任保险 中华保险
<b>地产企业</b>	保利发展控股 中海地产 华润置地 招商蛇口 绿城中国	金地集团 越秀地产 中国铁建 中核集团 万科地产	<b>总承包商企业</b>	中建一局 中建二局 中建四局 中建七局 中建八局 中铁一局 中铁十一局 中铁十二局 中铁十七局 中建科工 中建海峡 中建铁投 安徽建工 陕建集团 江苏华建 大江建设 保利长大

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 2.2.2. 产品优势: 覆盖工程项目全生命周期, 数字化赋能多场景应用

覆盖工程项目全生命周期, 产品矩阵完善。公司持续推动产品迭代创新, 逐步实现了产品对工程管理服务的体系化覆盖, 工程评估产品覆盖设计、招采、施工、交付、运维多个阶段, 涉及质量、安全、进度、管理4个产品类别, 囊括共60余项细分产品(24H1末), 共实现对建设阶段657个风险点控制, 产品体系完善。

图表24: 公司产品贯穿工程项目全流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

依托丰富数据积累打造业内领先的“信息化+数字化”平台, 形成多场景数据服务能力。经十四年项目积累, 公司建立了涵盖全国 700 多个城市和超 50 万目标段实测实量和风险评估数据的“瑞捷数据库”, 同时 2022 年上线瑞捷评估 APP, 实现全过程现场录入、数据实时上传、后台汇总自动生成数据结果及报告等功能, 截止 2023H1 末该 APP 已服务 3628 个项目次, 沉淀工程数据 92753 条, 完成重大风险和优秀案例的数据匹配 27217 条。此外, 公司加强大数据底座能力建设, 建设以评估数据为核心的企标字典数据库和以知识数据为核心的知识库, 利用 NLP、AI 图像识别技术和大数据机器学习能力对公司历年来积累的项目数据进行清洗、整理和入库, 形成统一存储的数据库, 进一步夯实公司数据底层架构。依托信息化及数字化方面的持续投入, 公司形成了多场景数据服务能力, 打造多款“线上+线下”、“人工+智能化”数字化平台。

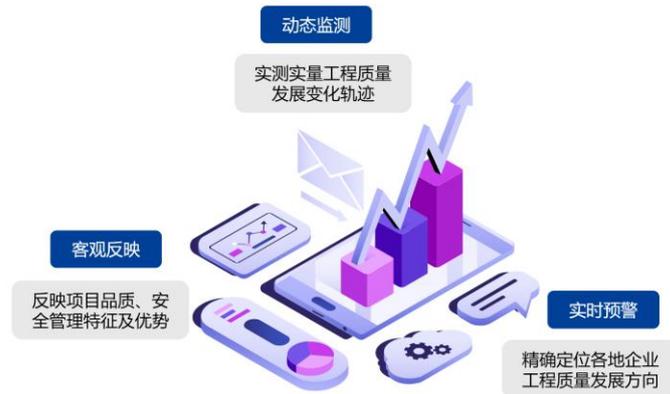
图表25: 瑞捷评估在线平台



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

- **瑞捷指数:** 基于瑞捷数据库平台编制, 以全国 160 多个城市、上万次对项目目标段实测实量及风险评估数据为基础, 为反映建筑质量安全风险的综合样本指数。该指数具备三大功能: **1) 客观反映:** 客观及全面地反映该地区整体风险状态; **2) 动态监测:** 从动态视角, 在较长一段时期内对施工全过程进行跟踪刻画, 以此判定此刻的风险状态; **3) 实时预警:** 依据瑞捷指数信息, 对质量安全状态的趋势进行预测并适时发出预警信号。

图表26: 瑞捷指数主要功能及内容



资料来源:《第三方工程质量与风险评估业务的发展及前瞻\_范文宏》, 国盛证券研究所

- **工程医院:** 2021年公司启动知识库项目,将工程质量及安全相关数据进行沉淀、结构化和行业场景应用,2022年完成知识库整理和归集,初步形成了以房建、市政、交通、水务等不同业态为一级分类、建筑分部分项工程为二级分类的知识架构,建立涵盖工程问题清单、改进措施、技术标准、预防措施等内容的“工程医院”应用,可为客户在工程建设中碰到的质量及安全风险问题提供解决方案,截止2023H1末已累计收集203万条工程数据、更新问题数据77余万条、优秀做法数据7999条。
- **智慧工地监管平台:** 2020年上线运行,通过摄像机、执法记录仪和评估APP及后台项目管理、评估管理、监控管理模块结合,实现工地线上评估的智能化及自动化。经多版本迭代升级,现可实现评估简报、巡查简报、问题清单一键生成,提供日常巡查、视频监控、线上线下评估、内业资料管理、问题整改闭环、车辆管理等功能。

图表27: 公司部分数字化产品一览



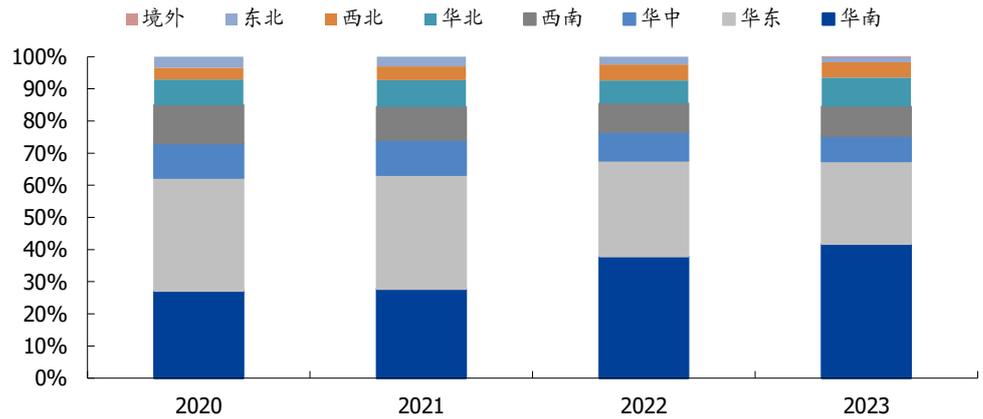
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

持续推动 AI 训练开发, 有望进一步提升业务标准化程度。近年来公司持续探索 AI 在工程评估领域应用, 当前正致力于基于计算机视觉、人工智能、大数据和云计算等前沿技术的新产品和功能研发, 后续规划推出高精度工程质量问题识别算法, 通过长期积累的大量标注图片及数据, 为客户提供质量问题诊断服务, 同时将 AI 算法与无人机等硬件设备结合, 实现部分环节的人工替代, 有望大幅提升业务效率, 推动业务进一步向标准化产品转型。

### 2.2.3. 区域优势: 全国化布局完善, 逐步开拓海外市场

业务覆盖超 700 城, 全国化布局完善。公司立足深圳总部, 持续深耕华南地区, 市占率稳步提升, 在大湾区保持行业领先地位, 同时大力推进全国区域布局, 在武汉、北京、上海、成都、广州、重庆、海南设立七大运营分支机构, 业务辐射超 700 城, 2023 年华南/华东两大重点市场营收分别占比 42%/26%, 合计贡献 68% 收入, 其他地区中西南/华北/华中分别占比 9%/9%/8%, 西北/东北占比 5%/2%, 全国化布局完善。

图表28: 2020-2023年公司分地区营收结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**积极探索海外市场，依托优质客户资源“借船出海”。**2023年起公司积极探索海外市场服务模式，管理层率队前往法国SOCOTEC和新加坡BK Consulting Engineers等行业内国际知名企业考察学习，同时利用香港辐射东南亚市场的优势，在香港成立瑞捷国际香港子公司。依托优质客户资源，公司通过“借船出海”方式，为HUAWEI、秦淮数据、乐美包装等客户在非洲刚果金、迪拜、马来西亚、印度尼西亚等地区提供第三方评估和项目管理服务。当前公司海外业务体量较小（2023年仅26万），2024年公司规划加速开拓海外市场，重点辐射东南亚和中东在内的“一带一路”地区，后续海外业务规模有望持续扩张。

### 3. 保险评估：IDI-TIS 先发优势显著，有望受益房屋保险试点推进

#### 3.1. 多省市推行 IDI 试点，有望带动保险评估需求放量

**工程质量潜在缺陷保险 (IDI)** 是指由住宅工程的建设单位投保，保险公司根据保险条款约定，对在保险范围和保险期限内出现的由于工程质量潜在缺陷导致的投保建筑物损坏，履行赔偿义务、并提供风险管理服务的保险。其中工程质量潜在缺陷指因勘察、设计、材料、施工等原因造成的工程质量不符合工程建设强制性标准以及合同约定，以及在使用过程中暴露出的质量缺陷，主要包括地基基础和主体结构工程、保温和防水工程、装修与安装工程等，保险期限分别为 10、5、2 年。

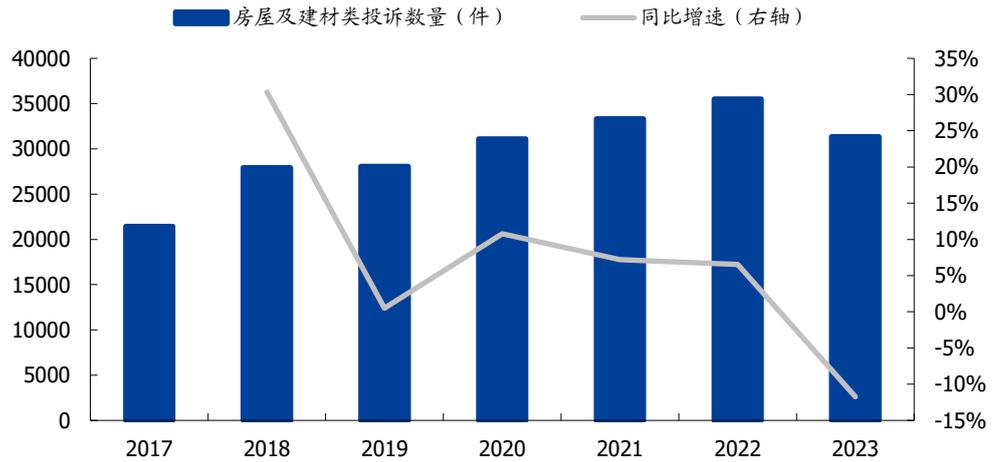
图表29: IDI 承保范围及承包期限

承保范围	保险期限	具体工程
地基基础和主体结构工程	十年	整体或局部倒塌
		地基产生超出设计规范允许的不均匀沉降
		阳台、雨篷、挑檐等悬挑构件和外墙结构构件的坍塌、脱落或出现影响使用安全的裂缝、破损、断裂
		主体承重结构部位出现影响结构安全的变形、裂缝、破损、断裂
		法律、法规、规章和工程建设强制性标准规定的其他情形
保温和防水工程	五年	围护结构的保温工程
		地下、屋面、外墙、室内防水工程
装修与安装工程	两年	建筑装饰装修工程（包括外墙装饰面、室内二次结构、全装修和非全装修工程）
		电气管线、给排水管道、设备的安装工程
		供热与供冷系统的安装工程

资料来源：《上海市推进住宅工程质量潜在缺陷保险实施办法》，国盛证券研究所

建设质量问题频发，我国多地推行 IDI 制度保障住宅品质。根据消协网统计，2023 年全国房屋及建材类投诉量 31351 件，2017-2023 年 CAGR 达 7%，墙体开裂、保温脱落、屋面渗漏等建筑质量问题频发。为保障新建住宅质量，我国引入 IDI 制度，2005 年发布《关于推进建设工程质量保险工作的意见》，北京、上海分别于 2007、2012 年开启试点，2019 年起要求新建住宅强制投保 IDI。2017 年住建部印发《关于开展工程质量安全提升行动试点工作的通知》，选取上海、江苏、浙江、安徽、山东等 9 个省市推行工程质量保险试点，后续多省市发布相关政策文件推进 IDI 试点，目前上海、北京、广州、重庆为强制推行，杭州、成都、绵阳、青岛等多地陆续开展试点。

图表30: 房屋及建材类投诉量及同比增速



资料来源: 中国消费者协会网、《国内外IDI条款对比分析》方京等, 国盛证券研究所

图表31: 全国及代表性地区IDI相关政策情况

地区	时间	政策名称	主要内容
全国	2017	《住房和城乡建设部关于开展工程质量安全提升行动试点工作的通知》	以上海、江苏、浙江等地为试点, 引入住宅工程质量潜在缺陷保险。
北京	2015	《北京市建设工程质量条例》	从事住宅工程房地产开发的建设单位在工程开工前, 按照本市有关规定投保建设工程质量潜在缺陷责任保险, 保险费用计入建设费用。
	2019	《北京市住宅工程质量潜在缺陷保险暂行管理办法》	新建住宅工程项目, 在土地出让合同中, 将投保缺陷保险列为土地出让条件, 开始强制推行IDI。
上海	2012	《关于推行上海市住宅工程质量潜在缺陷保险的试行意见》	首次明确了IDI的定义, 开始为期三年的住宅工程试点
	2019	《上海市住宅工程质量潜在缺陷保险实施细则》	规定IDI的承保管理、工程质量的风险管理、维修理赔、信息平台管理、信用管理等实施细则
	2019	《关于本市推进商品住宅和保障性住宅工程质量潜在缺陷保险的实施意见》	将IDI推广至全市所有住宅工程
	2020	《住宅工程质量潜在缺陷风险管理标准》	规范住宅工程质量潜在缺陷风险管理工作
重庆	2020	《重庆市推行住宅工程质量潜在缺陷保险试行意见》	新建住宅工程项目, 在土地出让合同中, 应当将投保缺陷保险列为土地出让条件。
广州	2020	《广州市住宅工程质量潜在缺陷保险管理暂行办法》	在新建住宅工程中推行工程质量潜在缺陷保险; 居住用地出让时, 出让人应将投保缺陷保险列为出让条件, 并将投保缺陷保险列入出让合同。
	2020	《关于印发广州市住宅工程质量潜在缺陷保险管理暂行办法实施细则的通知》	新建住宅工程(包括商品房、保障性住房、安置房)质量潜在缺陷保险的承保管理、工程质量风险管理、理赔服务、信息平台管理等适用本细则。
	2021	《关于明确住宅工程质量潜在缺陷保险管理有关事项的补充通知》	对保险购买范围、计费基数、合同签订、风险管理要求进行补充
浙江	2017	《浙江省人民政府办公厅关于加快建筑业改革与发展的实施意见》	以商品住宅为重点, 推行工程质量保险及保修担保制度, 将保险费用列入工程造价, 探索第三方质量风险管控制度。
	2018	《浙江省住宅工程质量保险试点工作方案》	选取包括杭州在内的五个试点城市, 针对新建住宅进行IDI试点。
	2023	《杭州市住宅工程质量潜在缺陷保险试点实施办法》	新建保障房强制投保IDI, 鼓励新建商品房投保, 有效期2024年3月-2026年2月。
江苏	2018	《关于推行江苏省住宅工程质量潜在缺陷保险试点的实施意见(试行)》	针对商品住宅和保障性住宅工程, 提出应将投保IDI列为土地出让条件, 推行IDI制度。

山东	2021	《关于在住宅工程中推行工程质量潜在缺陷保险制度的指导意见（试行）》	建设单位按照自愿原则结合实际，在工程项目立项后、委托施工图设计前购买质量保险。
广东	2023	《广东省住宅工程质量潜在缺陷保险暂行管理办法（征求意见稿）》	在住宅工程项目中推行 IDI，鼓励按照自愿的原则投保。

资料来源：《我国工程质量潜在缺陷保险发展的问题及建议》朱得海&曹倩、广州住建局、广州人民政府、杭州城乡建设委员会、上海金融、国盛证券研究所

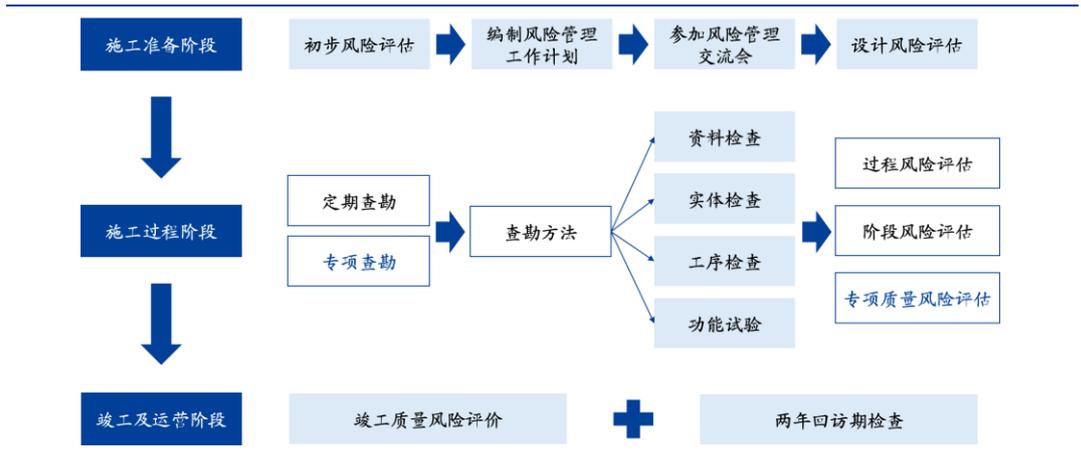
图表32：北京、上海、广州 IDI 投保细则对比

对比细则	北京	上海	广州
保费计算基础	建筑安装工程总造价的预算价	建筑安装工程造价预算	建筑安装总造价
保险费率	自主拟订缺陷保险的保险条款和保险费率	按照公平、合理、充足的原则厘定承保费率	使用财政资金建设的住宅工程总基准保险费率为 1.25%；商品住宅的保险费率不低于 1.35%，结合具体情况协商确定。
具体承保范围和期限	地基基础及主体结构工程：10 年；保温和防水工程：5 年，自竣工 2 年后起算。	地基基础及主体结构工程：10 年；保温和防水工程：5 年；装修与安装工程：2 年	-
索赔流程	2 日内派员现场查勘、7 日内核定（复杂情况 30 日）、核定通过后 7 日内赔付	2 日内派员现场查勘、7 日内核定（复杂情况 30 日）	-
TIS 机构要求	缺陷保险合同签订后，保险公司应当委托建设工程质量风险管理机构实施风险管理。	保险公司应委托具备相应条件的 TIS 机构实施工程建设过程质量风险管理，形成各阶段的检查和评估报告，并跟踪、督促技术风险和质量缺陷的整改。	主承保公司应当选择符合规定的风险管理机构，签订风险管理合同，并指导风险管理机构采取有效措施，加强住宅工程建设阶段的质量控制
实施有效期	2019 年 4 月 24 日至 2024 年 4 月 30 日	2024 年 3 月 28 日至 2029 年 3 月 27 日	2020 年 12 月 24 日至 2024 年 12 月 31 日

资料来源：《北京市住宅工程质量潜在缺陷保险暂行管理办法》、《上海市推进住宅工程质量潜在缺陷保险实施办法》、《广州市住宅工程质量潜在缺陷保险管理暂行办法实施细则》，国盛证券研究所

**TIS（工程质量风险管理机构）为 IDI 投保关键一环，可降低工程质量事故发生率。** TIS 机构受保险公司委托，对被保险建设工程项目潜在质量风险进行辨识、评估、报告，进而减少和避免质量事故发生、提高工程质量。区别于其他险种，建设工程风险的评估管控需要较强背景知识和专业技术，而保险公司普遍缺乏从建设工程全寿命周期和全方位角度进行实质性风险管控的能力，因此专业 TIS 机构成为 IDI 运行的重要核心，如广州要求建设、施工、监理三方应对风险管理机构开展风险管理工作给予必要支持。住宅工程项目在取得施工许可证前，由工程参与方进行投保，投保后进入 TIS 机构服务期：施工准备阶段由 TIS 机构进行初步风险评估及风险管理工作计划编制、施工过程阶段通过定期及专项查勘进行风险评估、工程竣工日起进入 2 年保证保险覆盖期、后进入缺陷保险覆盖期（最长期限 10 年），通过“TIS 质量评估+2 年保证保险+10 年缺陷保险”合计可实现 12 年全面保障。

图表33: TIS服务实施流程图



资料来源: 广东省建设监理协会, 国盛证券研究所

### 3.2. 我们测算 2023 年全国 IDI 市场规模约 36-50 亿

根据《上海市推进住宅工程质量潜在缺陷保险实施办法》，IDI 保费计算方式为：建筑安装工程造价\*费率，我们参考该实施办法，按照单位建安造价\*覆盖面积\*保险费率进行测算，2023 年全国 IDI 市场规模约 36-50 亿，核心假设如下：

**1) 覆盖面积：**当前 IDI 强制投保仅涉及新建工程，因此我们仅考虑全国房地产新开工面积，2023 年为 95376 万平米，暂不考虑存量住宅维保需求。在此基础上进一步考虑渗透率：目前全国仅北京、上海、广州、重庆强制投保，四城 2023 年新开工面积约占全国的 7%，考虑其他地区推行试点项目，假设全国 IDI 渗透率约 10%，对应覆盖面积（渗透率\*新开工面积）为 9538 万平米。

**2) 单位建安造价：**参考广州市公开数据，截止至 2024 年 7 月累计投保面积 3501 万平米，提供风险保障额度超 1217 亿，对应单平米建安造价 3476 元/平，考虑不同城市造价水平存在差异，我们测算时按照 2500-3500 元/平建安造价进行敏感性测算。

**3) IDI 费率：**根据《我国工程质量潜在缺陷保险发展的问题及建议》，我国 IDI 费率标准 1.25%-1.5%，测算时取 1.5%。

根据上述假设，在 10% 渗透率下，2023 年全国 IDI 市场规模约 36-50 亿（不同单位建安造价下有所波动），如进一步进行敏感性测算，假设渗透率提升至 30%，市场规模可达 107-150 亿。

图表34: IDI 市场规模测算

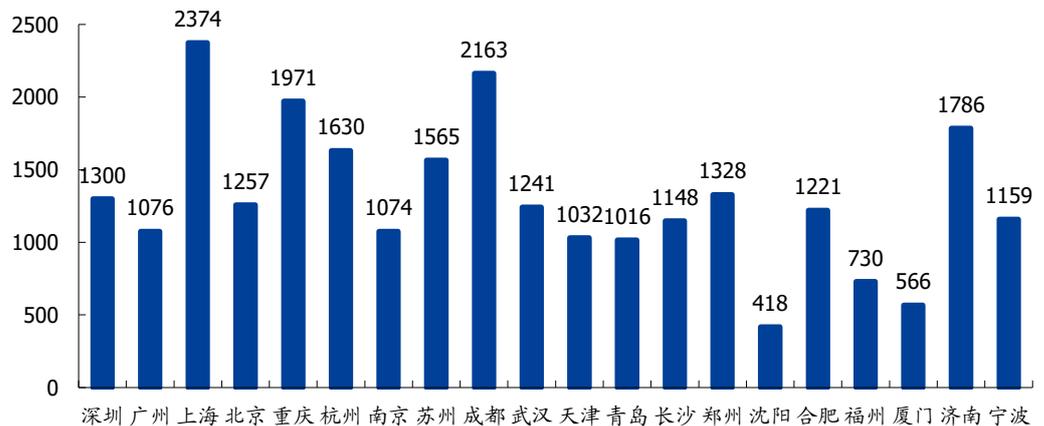
2023 年全国房地产新开工面积 (万平方米)		95376				
IDI 保险费率		1.50%				
敏感性测算						
IDI 市场规模 (单位: 亿元)	单位建安成本 (元/平)	IDI 渗透率				
		10%	15%	20%	25%	30%
	2500	36	54	72	89	107
	2800	40	60	80	100	120
	3200	46	69	92	114	137
	3500	50	75	100	125	150

资料来源:《我国工程质量潜在缺陷保险发展的问题及建议》\_朱得海、《上海市推进住宅工程质量潜在缺陷保险实施办法》、广州市政务服务和数据管理局、Wind、中央人民政府、发改委、国盛证券研究所

住建部将房屋保险纳入房屋安全管理长效机制,后续有望加快推进。8月23日住建副部长于国新办发布会表示将研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险三项制度,其中房屋体检指定期对房屋安全隐患进行排查,为后续养老金资金拨付及投保提供数据参考;保险制度在房屋面临较大风险、需要动用较大资金时,发挥托底作用;房屋养老金为投保、体检及“小修小补”提供资金来源,三项制度相互嵌套、协同发力,目前在全国22个城市陆续开展试点,后续房屋保险渗透率有望逐步提升。

若假设养老金试点城市全面铺开 IDI, 全国市场规模约 117 亿。目前房屋养老金试点城市包括北京、上海、深圳、广州等 22 个城市,除无锡、西安(无公开数据)外,我们统计各试点城市房屋新开工面积,测算 2023 年合计约 26054 万平,按照单位建安造价 3000 万/平、保险费率 1.5% 测算,市场规模约 117 亿。

图表35: 房屋养老金试点城市 2023 年房地产新开工面积 (万平方米)



资料来源: Wind、新黄河、深圳住建局、国盛证券研究所 \*注: 广州、杭州、成都、武汉、长沙、郑州、沈阳、合肥、福州、厦门为估算数据

### 3.3. 公司 IDI-TIS 业务先发优势显著, 与多个财险龙头建立合作

提供全生命周期保险减量服务, 与多个财险龙头建立业务合作。公司为财产保险企业提供全保险周期的风险减量服务, 包括: 1) 承保前, 全面厘清标的风险, 降低理赔风险; 2) 承保后, 全流程风险管理服务, 实现承保服务风险减量; 3) 出险后, 对出险标的进

行查勘、检验、估损理算、资产损失的评定和估算等，降低理赔率；4）协助客户建立建筑全生命周期的风险管理能力，覆盖IDI、安责险、企财险等多个险种，当前已与人保、平安、太平洋、国寿等财险龙头建立业务合作关系，区域覆盖广州、湖南、海南等。

图表36: 公司保险类客户解决方案

流程	时间	方式/内容	价值
诊断	项目投保前+投保阶段	<ul style="list-style-type: none"> <li>项目投保阶段咨询调研</li> <li>盘点项目历年评估数据</li> <li>项目建设情况调查</li> <li>项目供应商履约能力调查</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 理赔风险评估</li> <li>2) 保险定价参考</li> <li>3) 定制化保险方案</li> </ol>
开方	项目投保后	<ul style="list-style-type: none"> <li>根据项目投保情况，结合项目诊断结果，出具个性化定制服务方案</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 有限的管控精力下</li> <li>2) 制定靶向性强的服务方案</li> <li>3) 保障服务价值的最大化</li> </ol>
体检+治疗	施工准备阶段+项目建设期+保险等待期	<ul style="list-style-type: none"> <li>定期评估+飞检评估（体检）</li> <li>项目风险跟踪（治疗）</li> <li>项目增值服务（复诊）</li> <li>如行业优秀做法分享、培训、驻场服务等</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 过程问题排查+过程问题闭环，降低理赔风险</li> <li>2) 资料留档，理赔阶段证据链</li> </ol>
事故跟踪	保险理赔阶段	<ul style="list-style-type: none"> <li>事故查勘、原因调查</li> <li>事故过程评估证据链核对</li> <li>事故定损、核损、报价</li> <li>公估报告</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 客观公正再现事故全景</li> <li>2) 高效定损定责</li> <li>3) 提高理赔效率</li> </ol>

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**IDI-TIS 行业领军企业，保险类业务规模持续增长。**近年来公司重点发力保险服务领域，积极开拓IDI-TIS市场，深度参与广州IDI项目，在当地21家质量安全风险管理服务机构的考核评价中多次蝉联第一。2024年上半年公司保险类客户收入同增26%，当前各地加快推进房屋安全保险制度试点，后续IDI等工程险种渗透率有望逐步提升，带动公司保险评估业务规模维持较快增长。

## 4. 开拓优质产业客户，落地酒店品评、物业运维等新模式

### 4.1. 加大优质产业客户开拓力度，24H1产业客群收入高增190%

**开拓优质产业类客户，收入规模快速扩张。**2023年起公司加大优质产业类客户开拓，主要聚焦电子信息、数据中心、芯片、新能源、酒店等行业，通过加强“建设合规管理、设施设备功能使用、项目投产管理、安全生产”等方面管控，助力客户实现降本增效、安全生产无伤亡和项目快速投产。2024年上半年公司产业类收入同比高增190%，规模迅速扩张，开拓了腾讯、中国移动、华为等一批优质产业客群，业务转型进展顺利。

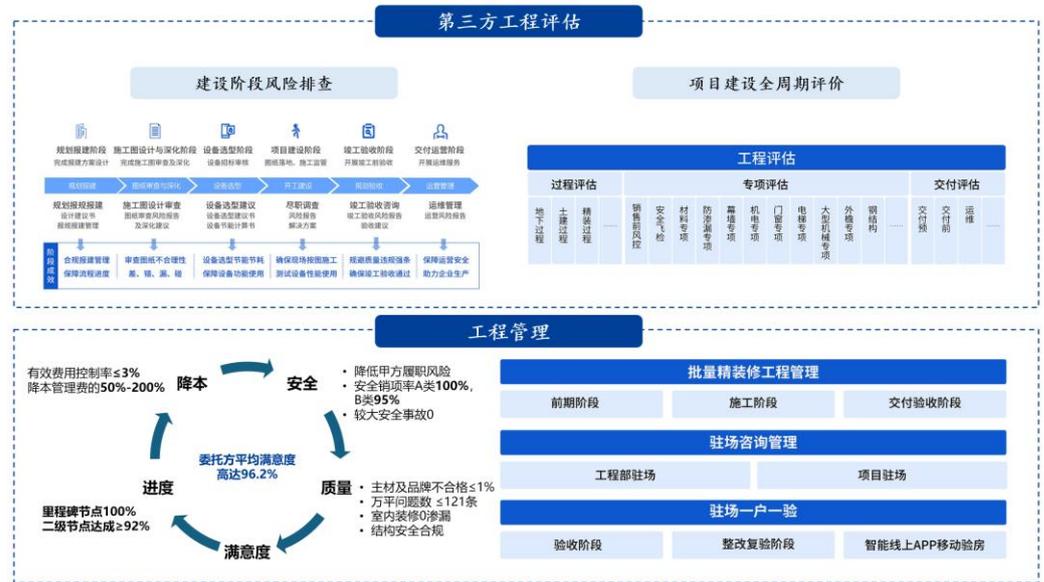
图表37: 公司部分产业类客户



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

服务模式包括第三方评估及项目管理, 与主业协同性强, 落地多个标杆性项目。公司主要为产业客户提供第三方工程评估及项目管理服务, 其中工程评估业务通过定期及不定期的评估巡查项目, 识别和预警潜在风险点, 包括建设阶段风险排查以及项目建设全周期评价; 工程管理业务通过输出人才和团队驻场项目, 保障项目顺利交付。两类服务模式与公司传统主业协同, 可发挥瑞捷品牌及公信力优势, 当前在工程评估领域已落地腾讯集团、印力集团、顺丰速运等企业服务案例, 有效减少基建、装修、材料等问题, 同时识别多个高风险系统, 降低安全事故发生率; 工程管理领域落地台湾水泥杭州总部大厦、前海中集国际商务大厦、中国移动园区建设等多个标杆性项目。

图表38: 产业类客户解决方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表39: 产业客户服务案例



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 4.2. 基于“服务+平台+数据”探索酒店品评、物业运维等新场景

基于“服务+平台+数据”模式, 公司持续探索酒店品评、物业运维等新应用场景:

- **酒店品评:** 针对酒店集团现存的旗下店面数量多、运营检查周期长、内部管理成本高等突出痛点, 提供筹建质检、运营质检和供应链审核等酒店评估业务, 细分板块包括消防安全、装饰装修、排水通能、前台服务等板块, 从客户感受、品牌形象、物质配备、安全运营多维度助力品质提升。当前公司已与华住集团、尚美数智等酒店管理集团达成合作, 后续有望在连锁超市、4S店等连锁领域实现突破, 进一步拓宽业务领域。

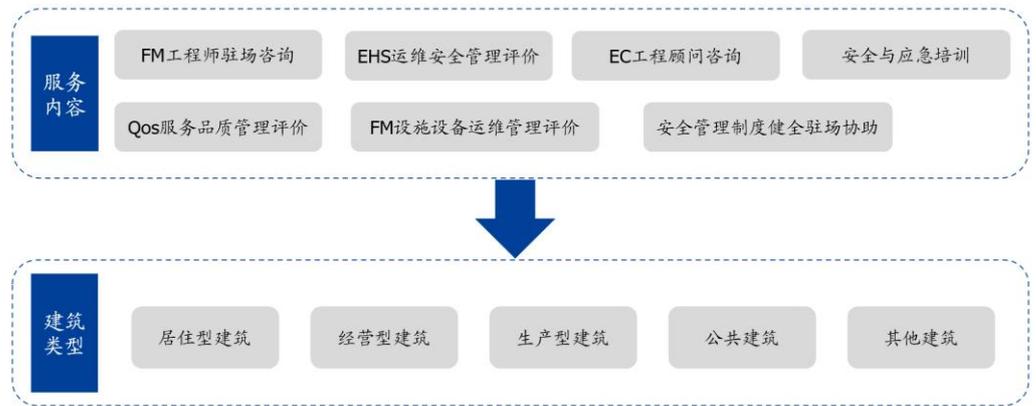
图表40: 公司酒店品评业务内容



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

- **物业运维：**针对物业服务质量、物业承接查验、消防安全和燃气安全等重大安全问题提供评估服务，服务内容包括风险评估、安全培训、修缮过程专业监管、日常运维管理等，覆盖居住性、经营性、生产型、公共建筑等多个类型，目前已与中海物业集团、融侨集团、建信住房租赁私募基金等知名企业达成合作，未来有望持续发力存量建筑运维市场。

图表41：公司物业运维业务内容

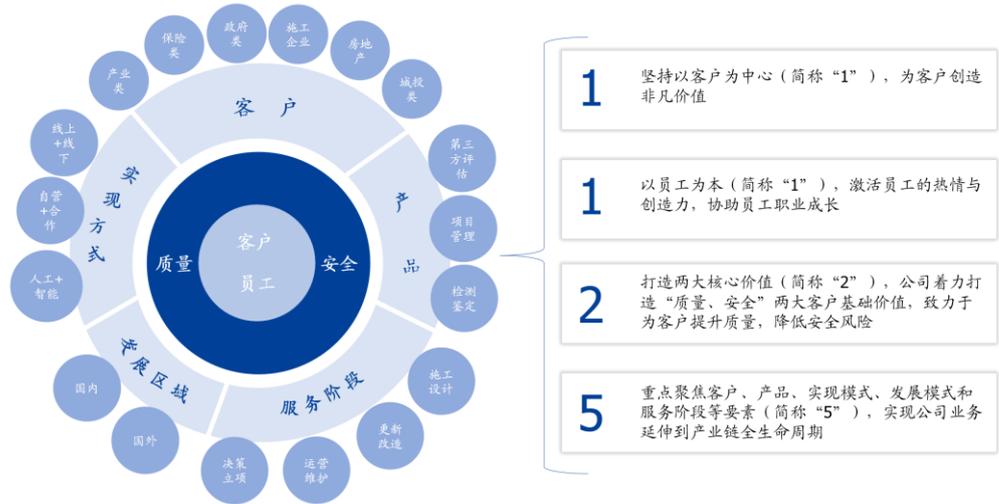


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

### 4.3. 推出“1125”发展战略，业务结构有望持续优化

发布“1125”战略，加速业务结构转型。2023年公司发布“1125战略”，提出坚持以客户为中心（“1”）、以员工为本（“1”），打造“质量、安全”两大核心价值（“2”），重点聚焦客户、产品、实现模式、发展模式和服务阶段等要素（“5”），其中客户开拓聚焦产业、保险、政府、施工企业、房地产、城投六大类，重点打造第三方评估、项目管理、检测鉴定三类产品，同时加快存量市场布局、积极探索海外市场，有望加快业务结构转型进程。2024年5月公司名称由“深圳瑞捷工程咨询股份有限公司”正式变更为“深圳瑞捷技术股份有限公司”，业务定位由“工程咨询服务”转型为提供“服务+数据+平台”综合解决方案的“技术服务商”。

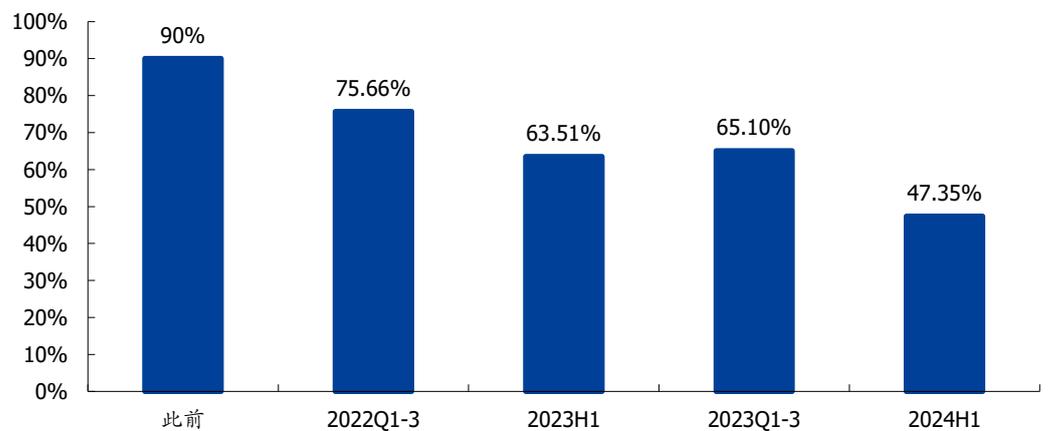
图表42: “1125”发展战略



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

地产客户占比降至 **50%**以下，盈利质量有望明显改善。2024H1 公司地产类收入占比 47.35%，较此前 90%的高点大幅下降，保险、产业类客户占比明显提升，业务结构转型初见成效，后续在“1125”发展战略推动下，客群结构有望持续优化，回款及减值风险有望明显降低，带动盈利质量改善。

图表43: 公司房地产类收入占比



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

营业收入：预计 **2024-2026** 年公司分别实现营业收入 **4.8/5.9/7.3** 亿元，同比 **-2.1%/23.3%/23.1%**。我们按照公司六大客群口径对公司营收进行拆分，其中历史数据仅披露 2023Q1-3（仅地产公开披露 2023 全年数据），盈利测算时根据公开数据对 2023 年全年比例进行推算：

**1) 地产类:** 此前占比 90%，近年来行业整体下行，地产类客户需求有所收缩，公司积极调整业务结构，2023 年底已降低至 60%，预计 2024 年降低至 50%，考虑公司客户结构优化规划，我们假设 2024 年地产类客户收入同降 18%，2025 年起稳步恢复、低位增长，2025-2026 年分别同增 10%/8%。

**2) 产业类客户:** 主要聚焦电子信息、数据中心、芯片、新能源、酒店等行业的优质客户，2024 年上半年同比高增 190%，后续预计占比将明显提升，假设 2024-2026 年分别同增 70%/80%/60%。

**3) 保险类客户:** 主要开展保险风险减量业务，已与人保、平安、太平洋、国寿等财险龙头建立业务合作。当前住建部将房屋保险制度纳入房屋安全管理长效机制，后续预计加快推进，假设 2024-2026 年保险类收入同增 30%/35%/30%。

**4) 政府类:** 包括住建部、省级住建厅、市县级住建局等，随着政府对房屋安全质量重视度提升，政府类业务预计维持稳健增长，假设 2024-2026 年分别同增 10%/8%/8%。

**5) 施工企业类:** 主要包括建筑公司、设备安装公司等，提供安全类评估、专业培训类服务，假设保持稳健增长，2024-2026 年分别同增 10%/10%/8%。

**6) 城投类:** 主要包括城投集团、准公益集团、产投集团等，公司通过“驻场咨询+巡查”的模式提升在建工程项目质量，假设保持稳健增长，2024-2026 年每年同增 5%。

**毛利率:** 2021 年起受地产业务盈利承压影响，毛利率有所下降，2023 年小幅恢复至 39.7%。展望后续，2024 年产业类项目管理业务增长较快，该板块毛利率略低于保险、施工企业等客群的第三方评估业务，总体毛利率预计小幅下降，假设为 38.0%，后续随着低毛利地产占比降低，保险类客户占比提升，毛利率有望稳步上行，2025-2026 年假设为 38.2%/38.5%。

**费用率:** 预计 2024-2026 年公司期间费用率分别为 **29.61%/28.74%/28.31%**。

**1) 销售费用率:** 2024 年优化资源集中在重点区域和业务，H1 销售费率有所降低，假设 2024-2026 年分别为 8.8%/8.5%/8.3%；**2) 管理费用率:** 上期冲销股份支付费用致基数较高，2024 年收入增长放缓，预计管理费率有所抬升，2025 年起随着收入增长提速，费率预计逐步降低，2024-2026 年分别假设为 15.2%/14.8%/14.5%；**3) 研发费用率:** 2024-2026 年分别假设为 6%/5.8%/5.8%。

图表44: 主营业务拆分预测表 (单位: 万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营收总额</b>	<b>49131</b>	<b>48087</b>	<b>59303</b>	<b>72992</b>
产业类	2457	4176	7517	12027
保险类	4913	6387	8622	11209
政府类	7370	8107	8755	9456
施工企业类	2948	3243	3567	3852
房地产类	29478	24172	26590	28717
城投类	737	774	813	853
其他	1228	1228	3439	6878
<b>营收增速</b>	<b>-14.1%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>23.3%</b>	<b>23.1%</b>
产业类	-	70%	80%	60%
保险类	-	30%	35%	30%
政府类	-	10%	8%	8%

施工企业类	-	10%	10%	8%
房地产类	-	-18%	10%	8%
城投类	-	5%	5%	5%
其他	-	0%	180%	100%
<b>各客群收入占比</b>				
产业类	5%	9%	13%	16%
保险类	10%	13%	15%	15%
政府类	15%	17%	15%	13%
施工企业类	6%	7%	6%	5%
房地产类	60%	50%	45%	39%
城投类	2%	2%	1%	1%
其他	3%	3%	6%	9%
<b>毛利率</b>	<b>39.7%</b>	<b>38.0%</b>	<b>38.2%</b>	<b>38.5%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>28.83%</b>	<b>29.61%</b>	<b>28.74%</b>	<b>28.31%</b>
销售费用率	9.16%	8.80%	8.50%	8.30%
管理费用率	14.18%	15.20%	14.80%	14.50%
研发费用率	5.92%	6.00%	5.80%	5.80%
财务费用率	-0.43%	-0.39%	-0.36%	-0.29%
<b>归母净利润</b>	<b>4087</b>	<b>3796</b>	<b>5239</b>	<b>6975</b>
同比增速	161%	-7%	38%	33%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.38/0.52/0.70 亿元, 同比-7%/+38%/+33%, 对应 EPS 分别为 0.25/0.34/0.46 元/股, 当前股价(截至 9/27)对应 PE 分别为 74/54/40 倍。由于第三方评估领域上市公司较少, 因此我们选取四家工程检测咨询公司(建科股份、建科院、上海建科、深城交)作为同业可比, 截止 9/27 可比公司 PE-TTM 均值为 49X。公司当前 PE 高于可比均值, 但公司积极推动客群结构转型, 地产类客户占比持续降低, 产业、保险等新兴客群收入高增, 回款、利润率等盈利指标有望稳步改善, 较传统工程咨询企业具备更优成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表45: 可比公司汇总表 (截至 2024/9/27)

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE-TTM
301115.SZ	建科股份	25.09	13.59	1.01	35.06
300675.SZ	建科院	19.36	4.16	0.24	48.50
603153.SH	上海建科	70.05	40.09	3.16	21.44
301091.SZ	深城交	129.31	14.19	1.62	92.77
<b>均值</b>		<b>60.95</b>	<b>18.01</b>	<b>1.50</b>	<b>49.44</b>

资料来源: Wind、iFind, 国盛证券研究所 \*注: 财务指标为 2023 年数据

## 6. 风险提示

地产评估毛利率大幅下行、房屋保险制度推进不及预期、新客户开拓不及预期、测算存在误差风险等。

- 1) 地产评估毛利率大幅下行:** 当前地产类业务仍占较大比例, 如若竞争加剧导致毛利率大幅下行, 可能会影响公司综合盈利水平。
- 2) 房屋保险制度推进不及预期:** 保险评估业务为公司重点开拓方向, 如若后续房屋保险制度推进不及预期, 可能影响 TIS 市场需求, 对公司业务开拓造成不利影响。
- 3) 新客户开拓不及预期:** 当前地产评估市场需求增长有一定压力, 如若地产以外客户开拓 (产业、酒店等) 不及预期, 可能影响公司收入增长。
- 4) 测算存在误差风险:** 本文对于第三方房建工程评估、IDI 市场规模等进行测算, 基于一定假设参数, 可能影响最终测算结果准确性。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com