

# 深圳瑞捷 (300977.SZ)

## 第三方工程评估开拓者，蓝海赛道空间广阔

**国内第三方工程评估开拓者，成长性优异。**公司是国内第三方工程评估的开拓企业，持续引领行业发展、推动国内标准建设。2010 年成立以来，公司已完成从单一工程施工评估向设计、招采、施工、交付、运维等环节延伸，产品体系不断完善，并成功开拓政府客户，拓宽业务渠道。近年来公司财务表现突出，2017-2020 年营收/业绩复合增速分别为 49%/34%，成长性优异，且毛利率、归母净利率、ROE 均显著高于同行，负债率明显低于同行，现金流表现优异，盈利质量较高。

**第三方工程评估市场方兴未艾，空间广阔。**我国建筑业实行工程监理制度以把控建设质量，但监理行业当前面临实际功能缺失、服务效率低、利润率低、人才缺乏等诸多问题。随着工程建设规模加大、在建项目增多，工程监理制度逐渐难以满足房企和公众对于工程品质及施工安全的要求。龙头房企与建设主管部门为提升工程建设质量和监管效率、弥补自身检测人员和技术的不不足，开始加大采购第三方工程评估服务。我们测算我国建筑相关第三方工程评估每年潜在市场规模达 230 亿元。从竞争格局上看，市场参与主体较少，外资在华子公司主要聚焦在大型公建市场，住宅市场竞争较少，行业蓝海亟待挖掘，龙头企业成长空间广阔。

**品牌优势突出、客户资源丰富、信息化持续赋能。**经过多年迭代深化，公司已建立严谨的评估体系、廉洁风控制度以保障客观公正，从而积累了优良的市场口碑，品牌优势突出。公司在客户资源方面处于领先地位，在居住建筑领域，公司与 300 多家国内知名的房地产企业建立了良好业务合作关系，前 10/100 强房企中公司合作客户 9/73 家，覆盖行业主要市场份额；在公共事业领域，公司已服务 80 多家公共建筑领域单位客户，公建领域影响力持续提升。当前公司已积累丰富产品体系和项目经验，并开发出“瑞捷建筑工程评估 APP”和“瑞捷数据库”，通过系统模块化操作可提升人效、简化管理，加快扩张；通过数据库分析挖掘价值、提供深度咨询，满足业主高阶需求。

**全国扩张、平台化、品类开拓推动持续成长。**1) 全国扩张方面，通过与龙头房企合作，公司第三方工程评估业务已覆盖全国 500 多个城市，全国网点初具规模，依托网点资源和 IPO 资金，公司未来有望将业务进一步延伸至经济重省，强化领先优势。2) 平台化方面，公司正持续建设包括瑞捷知识库、智慧线上评估系统、管理咨询工具在内的多个信息化平台，未来公司相关服务有望逐步转变为以智能系统为核心、人工为辅助的标准化产品，业务质量更可控，人均产值有望大幅提升。3) 品类开拓方面，公司有望借助第三方建筑评估领域的领先优势，将品牌效应辐射至基建、制造业等评估业务领域，实现多元评估业务布局，打造新业务增长点。

**投资建议：**我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.7/2.3/3.2 亿元，同比增长 40%/38%/36%，EPS 分别为 2.51/3.47/4.73 元，2020-2023 年 CAGR 为 38%，当前股价对应 PE 为 27/20/15 倍。从 A 股可比检测类公司 2020/2021 年 PE 55/41 倍，以及海外对标公司 NV5 最新 PE(TTM)65 倍（中位数 30 倍）来看，公司当前估值处较低水平，具备较强投资性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**固投增速放缓风险，应收账款风险，市场竞争加剧风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	496	573	798	1,095	1,481
增长率 yoy (%)	60.0	15.3	39.3	37.3	35.2
归母净利润（百万元）	139	120	169	233	318
增长率 yoy (%)	114.1	-13.3	40.1	38.2	36.2
EPS 最新摊薄（元/股）	2.07	1.79	2.51	3.47	4.73
净资产收益率 (%)	52.2	32.0	11.1	13.4	15.6
P/E (倍)	33.1	38.1	27.2	19.7	14.5
P/B (倍)	17.3	12.2	3.0	2.6	2.3

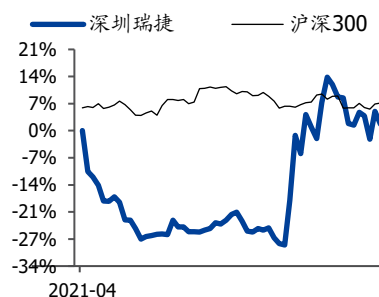
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 7 月 13 日收盘价

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	综合
7 月 13 日收盘价(元)	68.36
总市值(百万元)	4,593.79
总股本(百万股)	67.20
其中自由流通股(%)	25.00
30 日均成交量(百万股)	1.98

#### 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 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	367	472	1635	1854	2172	<b>营业收入</b>	496	573	798	1095	1481
现金	140	193	1293	1452	1669	营业成本	238	318	391	535	715
应收票据及应收账款	220	271	331	387	484	营业税金及附加	4	3	8	9	12
其他应收款	2	4	5	8	9	营业费用	13	23	62	91	121
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	46	57	88	126	178
存货	4	3	6	6	10	研发费用	28	30	56	77	98
其他流动资产	0	0	0	0	0	财务费用	0	-2	-6	-20	-16
<b>非流动资产</b>	14	23	25	28	31	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	2	4	5	7	9	其他收益	2	3	0	0	0
固定资产	3	4	5	5	6	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1	2	2	2	3	投资净收益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	7	13	13	13	13	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	380	495	1660	1882	2202	<b>营业利润</b>	162	141	201	279	374
<b>流动负债</b>	115	119	136	139	161	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	5	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	14	13	20	25	35	<b>利润总额</b>	162	141	200	279	374
其他流动负债	96	106	116	114	126	所得税	23	21	32	45	57
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	139	120	169	233	318
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	139	120	169	233	318
<b>负债合计</b>	115	119	136	139	161	EBITDA	158	137	179	239	330
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	2.07	1.79	2.51	3.47	4.73
股本	34	34	67	67	67	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	55	55	1031	1031	1031	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	177	288	446	661	948	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	266	376	1525	1743	2042	营业收入 (%)	60.0	15.3	39.3	37.3	35.2
<b>负债和股东权益</b>	380	495	1660	1882	2202	营业利润 (%)	97.4	-12.9	42.4	38.9	34.4
						归属母公司净利润 (%)	114.1	-13.3	40.1	38.2	36.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率 (%)	52.0	44.5	51.0	51.1	51.7
						净利率 (%)	28.0	21.0	21.1	21.3	21.4
						ROE (%)	52.2	32.0	11.1	13.4	15.6
						ROIC (%)	50.0	30.7	9.9	11.4	13.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	30.1	24.0	8.2	7.4	7.3
						净负债比率 (%)	-50.8	-51.3	-85.1	-83.6	-82.0
						流动比率	3.2	4.0	12.1	13.3	13.5
						速动比率	3.2	3.9	12.0	13.3	13.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.6	1.3	0.7	0.6	0.7
						应收账款周转率	2.7	2.3	2.7	3.1	3.4
						应付账款周转率	28.7	23.9	23.9	23.9	23.9
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	2.07	1.79	2.51	3.47	4.73
						每股经营现金流 (最新摊薄)	1.41	1.09	1.74	2.33	3.31
						每股净资产 (最新摊薄)	3.96	5.60	22.61	25.85	30.30
						<b>估值比率</b>					
						P/E	33.1	38.1	27.2	19.7	14.5
						P/B	17.3	12.2	3.0	2.6	2.3
						EV/EBITDA	28.1	32.1	18.4	13.1	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 13 日收盘价

## 内容目录

1. 公司概况：国内第三方工程评估开拓者 .....	5
1.1. 公司历史沿革与股权结构 .....	5
1.2. 第三方工程评估为核心主业，产品体系不断丰富 .....	6
1.3. 营收业绩快速增长，盈利质量较高 .....	8
2. 行业分析：第三方工程评估市场方兴未艾，空间广阔 .....	12
2.1. 背景梳理：第三方工程评估概念、发展历程及市场空间 .....	12
2.2. 对比监理：弥补监理局限性，充分挖掘工程评估市场需求 .....	14
2.3. 成长动力：地产商及主管部门均具使用第三方工程评估内在驱动力 .....	15
2.4. 竞争格局：新兴业态，国内外企业多元化竞争 .....	16
3. 竞争优势分析：产品实力强劲、客户资源丰富 .....	18
3.1. 品牌优势：品牌知名度高，优质客户资源丰富 .....	18
3.2. 产品优势：产品积累丰富，信息化工具、大数据平台为业务开拓赋能 .....	19
3.3. 制度优势：严格的管理制度保障客观公正的评价结果 .....	20
4. 成长驱动力：全国化市场开拓，信息化平台加速建设 .....	21
4.1. 全国扩张：加大网点布局力度，完善业务版图 .....	21
4.2. 平台化：加快信息化、智能化平台建设，推出准标准化产品 .....	22
4.3. 品类开拓：产品研发能力突出，有望打造新业务增长点 .....	23
5. 盈利预测、估值与投资建议 .....	24
5.1. 盈利预测 .....	24
5.2. 估值与投资建议 .....	24
6. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革 .....	5
图表 2：公司股权结构 .....	5
图表 3：公司历年主营收入业务构成 .....	6
图表 4：公司历年主营收入区域构成 .....	6
图表 5：公司主要产品和服务体系 .....	6
图表 6：公司第三方评估服务内容 .....	7
图表 7：公司驻场管理服务内容 .....	8
图表 8：公司驻场管理服务应用案例 .....	8
图表 9：公司历年营收及同比增速 .....	9
图表 10：公司历年归母净利润及同比增速 .....	9
图表 11：公司期间费用率与可比公司对比 .....	9
图表 12：公司各项费用率变动趋势 .....	9
图表 13：公司毛利率与可比公司对比 .....	10
图表 14：公司归母净利率与可比公司对比 .....	10
图表 15：公司分业务毛利率变动趋势 .....	10
图表 16：公司 ROE 与可比公司对比 .....	11
图表 17：公司资产负债率与可比公司对比 .....	11
图表 18：公司经营现金流变动趋势 .....	11
图表 19：第三方工程评估的目标、支撑和主要成果 .....	12

图表 20: 我国推动第三方专业机构参与工程质量安全监管主要政策 .....	13
图表 21: 第三方工程评估每年增量市场规模测算 .....	13
图表 22: 工程监理与工程评估、驻场管理的对比 .....	15
图表 23: 我国历年建筑安装工程投资规模 .....	15
图表 24: 我国历年存量商品房面积 .....	16
图表 25: 在国内开展第三方工程评估业务的公司列表 .....	18
图表 26: 公司地产百强企业业务覆盖情况 .....	18
图表 27: 公司与部分客户合作起始年份 .....	19
图表 28: 公司优质客户开拓历程 .....	19
图表 29: 公司廉洁风控内部管理制度 .....	20
图表 30: 公司应对各环节廉洁问题所采取的应对举措 .....	21
图表 31: 公司业务覆盖范围 .....	22
图表 32: 公司信息化平台建设体系 .....	23
图表 33: 公司营收毛利拆分预测表 .....	24
图表 34: 可比 A 股公司估值表 .....	25
图表 35: NV5 PE(ttm) .....	25

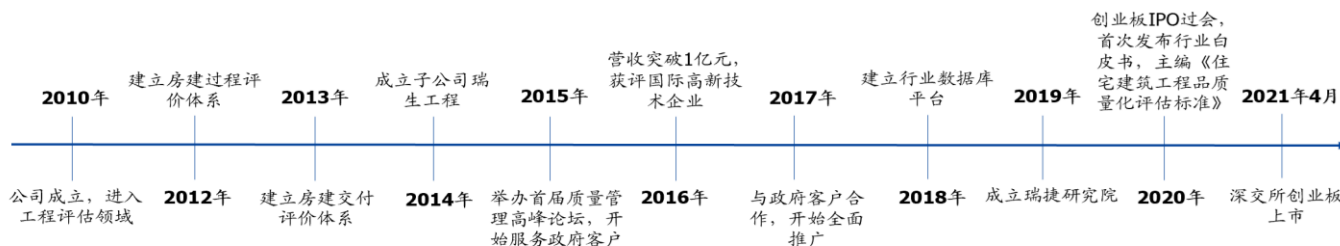
## 1. 公司概况：国内第三方工程评估开拓者

### 1.1. 公司历史沿革与股权结构

深圳瑞捷成立于 2010 年，专业从事建设工程第三方评估、管理和咨询服务，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。早期公司主要从事工程施工单一阶段的评估服务，后续不断拓展到设计、招采、施工、交付、运维等多个阶段，业务类型也由单一的工程评估服务向驻场管理、管理咨询服务等方向持续延伸。2017 年公司开始与政府客户合作，2018 年公司建立行业数据库平台，技术实力持续提升，并在 2021 年成功在创业板上市。

截至目前公司已成为国内第三方工程评估行业的领军企业，近年来持续积极参与建设工程品质评价标准的编制工作。公司作为主编方编制了《住宅建筑工程品质量化评估标准》，并参编了包括江苏省《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》在内的多省建筑工程评价标准，持续推动第三方工程评估行业的标准化建设。

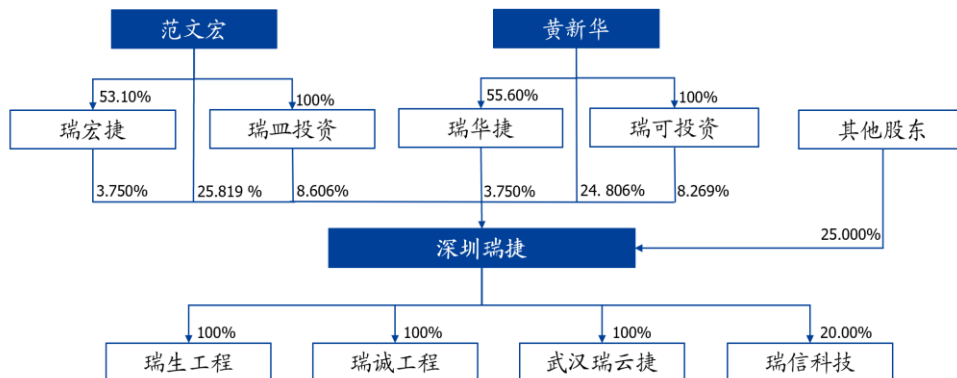
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

大股东持股集中，两大持股平台激励核心骨干。公司控股股东、实际控制人为范文宏和黄新华，二者为一致行动人，合计持股公司 71.6%股份，大股东持股较为集中。其中瑞宏捷、瑞华捷为公司员工持股平台，激励核心骨干促公司持续成长。

图表 2: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

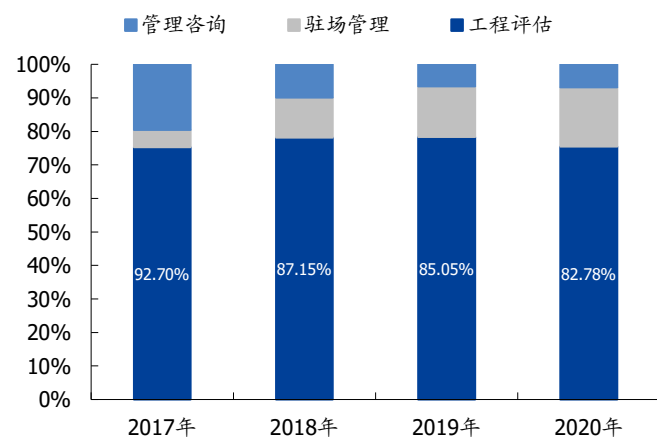


## 1.2. 第三方工程评估为核心主业，产品体系不断丰富

工程评估服务为公司核心主业，驻场管理和咨询保持快速增长。从业务构成上看，公司主要业务板块包括工程评估、驻场管理和咨询服务。其中工程评估服务是公司自设立以来就开展的业务，目前收入占比最高。2018-2020年，公司工程评估服务收入分别为2.7/4.2/4.7亿元，占公司营收的87%/82%/83%；驻场管理服务自2014年开展以来迅速增长，2018-2020年销售收入分别为0.36/0.69/0.92亿元，复合增长率为60%，占公司主营业务收入的比重分别为12%/14%/21%；管理咨询服务比重较低，但保持较快增长，2018-2020年销售收入由397万元增长至695万元，年均复合增长率32%，占公司主营业务收入比例分别为1.3%/1.0%/1.2%。

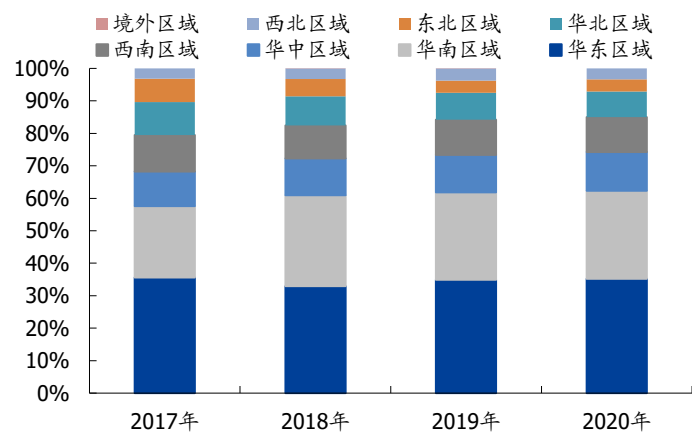
从区域构成上看，公司营业收入主要来自于华东、华南、华中，2020年营收占比分别为35%/27%/12%。

图表3：公司历年主营收入业务构成



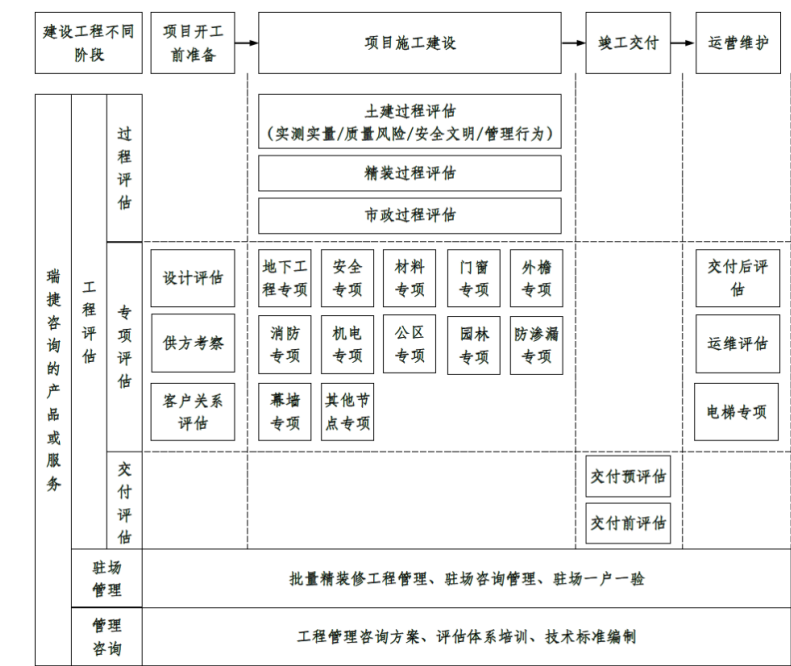
资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表4：公司历年主营收入区域构成



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表5：公司主要产品和服务体系



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

**1) 第三方工程评估服务:** 据评估范围不同, 工程评估服务可分为过程评估、专项评估、交付评估三类。公司出具的评估报告需要客观反映被评估项目的工程质量和安全状况, 公司对工程项目主要从定性和/或定量两个方面发表结论意见。**定性方面**, 公司根据评估过程中发现工程质量、安全文明施工、工程管理制度建设等方面的风险和不足, 对工程项目的整体风险情况作出评价; **定量方面**, 公司对建设工程进行多维度评价, 得出各单项的评价得分, 再根据不同单项的赋分规则, 计算工程项目最终评价得分。

#### 评估报告用途:

**1) 用于项目风险识别及改善。**客户通过评估报告能清晰掌握旗下或管辖范围内的建设项目总体质量及安全风险状态, 识别出存在的系统性质量和安全风险, 有效地进行改善。

**2) 用于对项目参建方进行考核和管理。**客户可以使用项目得分作为相关参建方的绩效考核依据, 根据项目的得分对参建方进行管理, 通过排名比较、绩效挂钩等方式促进内部的良性竞争, 提高项目参建方的工作积极性, 从而提升工程品质, 降低工程风险, 提高综合效益。

**3) 用于对外部供应商进行遴选。**客户能够直观的通过建设项目的开展情况对供应商的业务能力、竞争优劣势、与客户需求的契合度等各方面进行判断, 从而选出最能满足客户需求的供应商。

图表 6: 公司第三方评估服务内容

类型	服务内容
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。依据相关 法律法规、国家规范、行业标准、地方标准、企业标准、瑞捷标准等, 并结合客户需求, 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	主要是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、公区专项、园林 专项、防渗漏专项等; 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。交付评估服务包括交付预评估、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、水、电、通风系统、防渗漏、消防功能等进行测试和评估, 发现项目观感和功能方面的瑕疵。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

**2) 驻场管理服务:** 主流大型房地产企业近些年发展快速, 为帮助房企解决自身专业人员无法满足企业高速发展的问题、追求更高的人均效能、满足小业主对工程品质不断提升的需求, 公司可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服务。

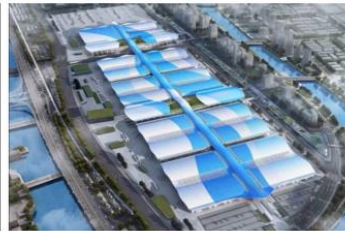
图表 7: 公司驻场管理服务内容

类型	服务内容
批量精装修	以代甲方角色介入项目的精装修工程管理。
过程管理咨询	提供贯穿设计图审、方案评审、招投标管理、基础施工、主体施工到竣工交验的全过程工程管理代管及咨询服务，特别针对危大结构、安全、幕墙、机电工程管理等管理短板或盲区进行专项驻场服务。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: 公司驻场管理服务应用案例

客户名称: 深圳市招华国际会展发展有限公司  
项目名称: 深圳国际会展中心(整体建成后将成为全球第一大会展中心)  
服务内容: 综合性驻场管理服务, 包括项目质量安全巡查, 实测实量, 以及协助客户解决现场质量安全难题及管理问题等



客户名称: 北京安泰兴业置业有限公司  
项目名称: 北辛安置房地一期项目  
服务内容: 综合性驻场管理服务, 包括项目质量安全评估巡查, 重点问题专项培训及整改跟踪, 安全文明施工管控, 工程管理制度编制等



客户名称: 华润建筑有限公司  
项目名称: 华润春笋  
服务内容: 综合性驻场管理服务, 包括项目质量安全巡查, 实测实量, 以及协助客户解决现场质量安全难题及管理问题等



客户名称: 华润置地有限公司  
项目名称: 成都东安湖体育公园项目  
服务内容: 安全驻场嵌入式管理服务, 协助客户解决现存安全难题及管理问题等



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

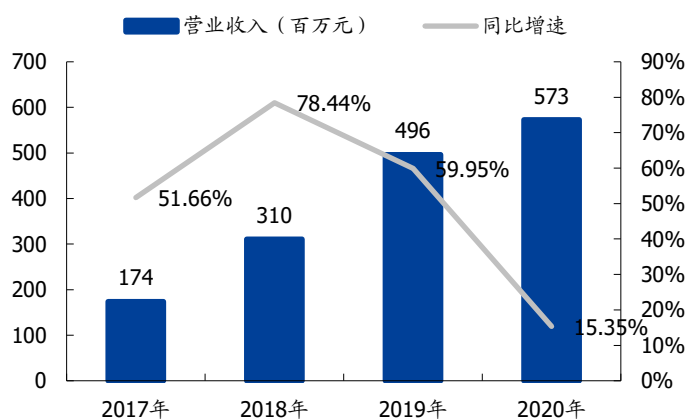
**3) 管理咨询服务:** 帮助客户梳理及诊断工程管理问题, 结合瑞捷知识库案例, 为客户提供工程管理相关咨询服务, 包括工程管理咨询方案、品质提升培训、技术标准编制、优秀工艺推广等, 助推客户工程管理规范化运作, 提升客户工程管理专业化能力。

### 1.3. 营收业绩快速增长, 盈利质量较高

近年来公司营收与业绩均保持较高增速。近年来公司营收与业绩保持较高增长速度, 营收与业绩 2017-2020 年复合增速分别为 49%/34%。2020 年公司实现营收 5.7 亿元, 同增 15%, 其中工程评估/驻场管理/管理咨询收入分别同增 12%/32%/41%; 归母净利润为 1.2 亿元, 同比下降 13%, 主要受公司在疫情环境下增加了人才储备, 同时研发和品控投入增加所致。2021 年 Q1 公司分别实现营收与业绩 9823/-241 万元, 而一季度受春节和北方冬歇影响, 客户工程项目业务开展量相对较少, 预计后续公司业绩有望快速恢复。

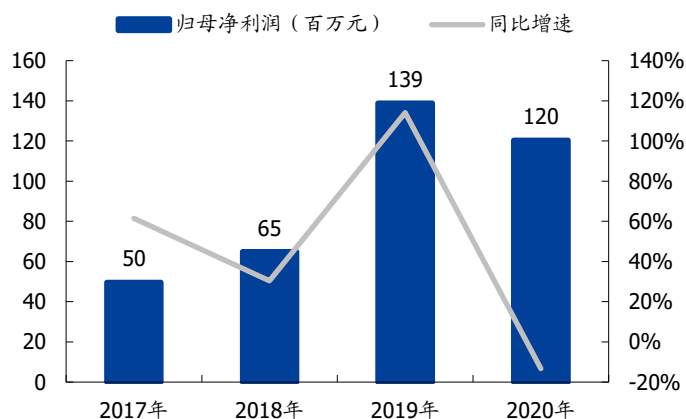


图表 9: 公司历年营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

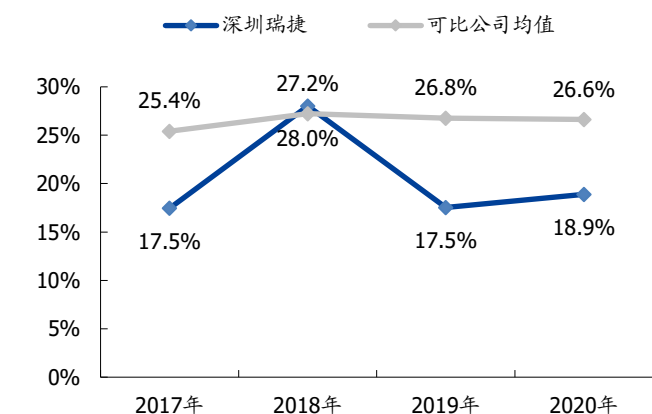
图表 10: 公司历年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

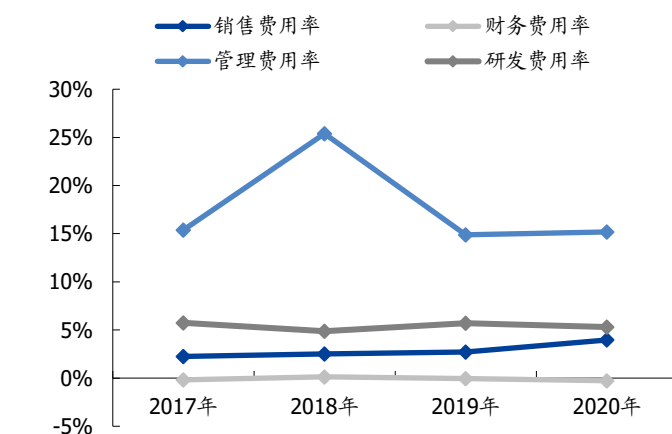
期间费用明显低于同业平均水平。公司 2018 年期间费用率较高主要系公司确认股份支付费用 3787 万元, 导致管理费用金额较高, 其余年份期间费用率基本保持平稳, 并明显低于可比公司平均费用率水平。

图表 11: 公司期间费用率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

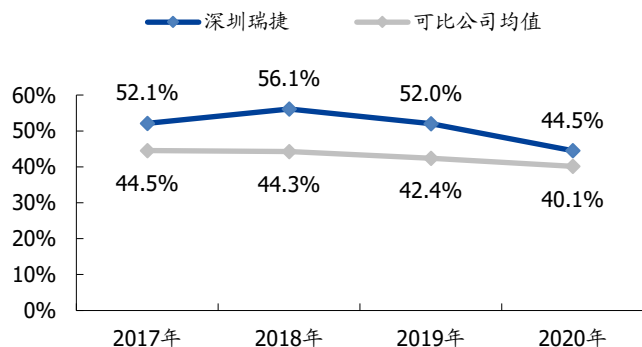
图表 12: 公司各项费用率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

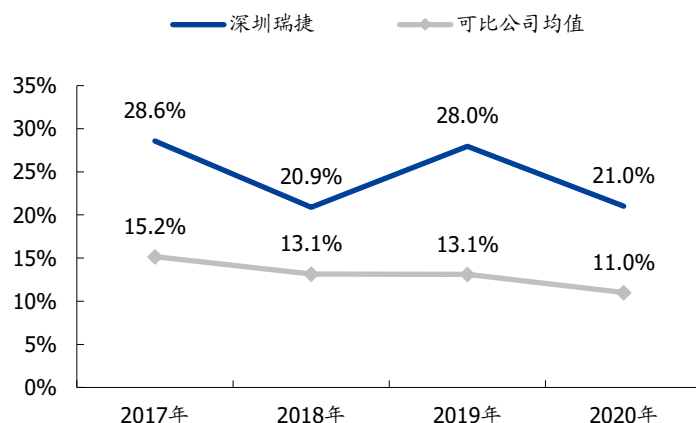
毛利率、归母净利率均显著高于同业可比公司。公司历史毛利率整体较高, 明显高于行业平均水平, 2020 年疫情冲击下阶段性有所下降, 预计后续有望回升。归母净利率常年保持在 20% 以上, 且显著高于同业可比公司。

图表 13: 公司毛利率与可比公司对比



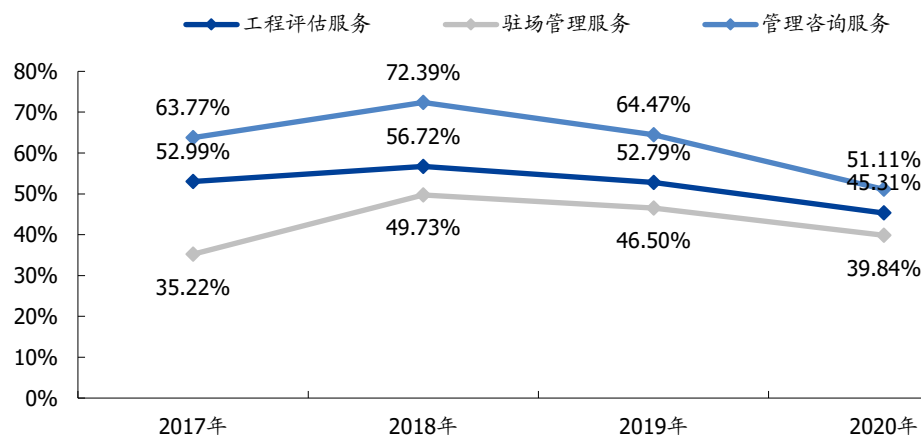
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 公司归母净利润率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

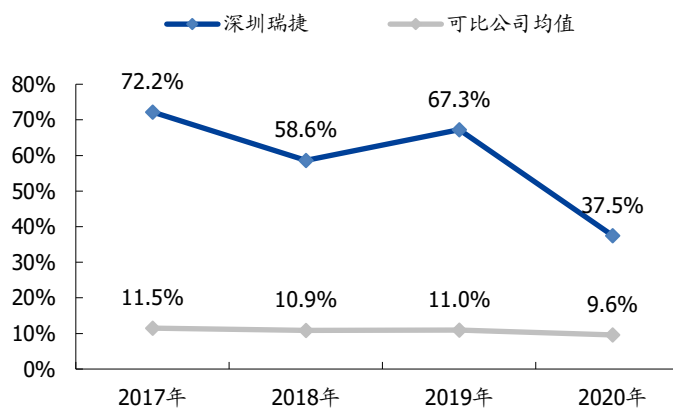
图表 15: 公司分业务毛利率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

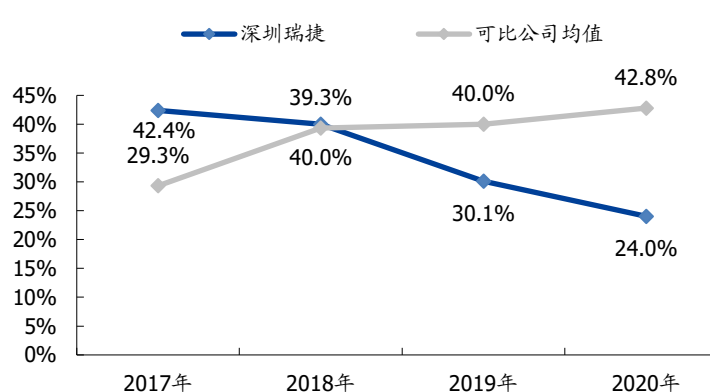
公司 ROE 明显高于行业同业, 负债率持续下降, 无有息负债。公司历史 ROE 水平在 60% 左右, 大幅高于同业可比公司, 盈利能力较强。2020 年 ROE 疫情环境下有所下降, 预计后续有望逐步回升。从财务杠杆水平看, 公司资产负债率在近五年内逐年下降, 权益乘数相应减小, 2020 年底资产负债率将至 24%, 有息资产负债率为 0%, 财务质量较高。

图表 16: 公司 ROE 与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

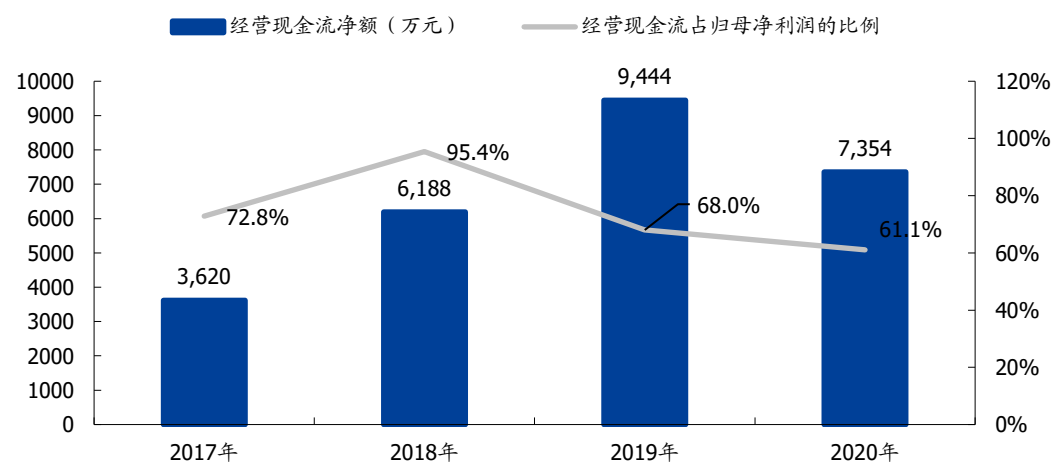
图表 17: 公司资产负债率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**现金流与净利润较为匹配。**2017-2020 年经营活动产生的现金流量净额持续为正，与公司的业务发展态势及经营模式保持一致。2020 年经营活动产生的现金流量净额同比下降 22.1%，主要系公司为满足业务规模持续扩大的需求，新招聘较多员工，支付给职工以及为职工支付的现金增加较多所致。

图表 18: 公司经营现金流变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 行业分析：第三方工程评估市场方兴未艾，空间广阔

### 2.1. 背景梳理：第三方工程评估概念、发展历程及市场空间

**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。

图表 19：第三方工程评估的目标、支撑和主要成果



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

我国在第三方工程评估等业务出现之前，委托单位主要通过落实**五方责任主体**职责来把控建设质量和安全。工程项目五方责任主体包括建设单位、勘察单位、设计单位、施工单位和监理单位，根据《建设工程质量管理条例》和《建设工程安全生产管理条例》，工程项目五方责任主体对建设工程的质量和安全的承担相应责任。**建设单位**通过事前合同约定、事中持续监督、事后履约评价等方式对工程项目五方责任主体职责进行落实，从而达到对建设工程质量和安全风险把控的目的。**建设行政主管部门**通过制定、执行工程建设相关政策，并对项目五方责任主体进行监管等方式对管辖范围内的工程项目进行监督和检查，对工程质量及安全风险进行把控。

2000 年后随着国内地产快速增长，龙头地产公司开始引入海外技术推动第三方工程评估发展。工程评估行业自 60 年代以来在新加坡、中国香港等地出现，主要因当地政府为解决住宅需求而大量新建公共住宅，但未注重住宅质量，致使工程屡屡出现质量问题、后期维护费用大幅增加。为解决该问题，新加坡和中国香港分别出台了 CONQUAS、PASS 建筑工程评价体系。2000 年之后我国房地产行业快速发展，一批业内领先的房地产企业开始自发引进并委托境外专业的工程管理咨询机构，对工程质量与安全风险开展第三方评估咨询工作，如 2008 年起，万科集团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”。

我国近年来持续陆续出台政策推动第三方机构参与工程质量安全监管。2017 年 2 月国务院发布的《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》指出，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，推动建筑工程的健康



发展和品质提升。随后各地政府相关部门陆续出台配套政策，推进“放管服”改革，进一步鼓励政府引入第三方专业机构参与工程质量安全监管。

图表 20: 我国推动第三方专业机构参与工程质量安全监管主要政策

政策	时间	颁发部门	主要内容
《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	2017 年 2 月	国务院	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。
《关于推进全过程工程咨询服务发展的指导意见》	2019 年 3 月	国家发改委、住建部	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。
《住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2020 年工作要点》	2020 年 4 月	住建部	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。
《建设工作简报》	2020 年 6 月	住建部	第 47 期推荐了公司客户——深圳市建筑工务署的工程建设管理模式，其中包括通过第三方巡查压实主体责任保障工程质量，由巡查机构在业主管理下独立开展巡查，按照评价方案和评价细则对参建单位管理行为、施工安全、工程质量进行评价。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

**第三方工程评估市场每年潜在市场规模达 230 亿元。**第三方工程评估服务于各类正在施工的和建成的建筑物，其中**新增建筑物工程评估**需求一般更高，根据我们草根调研分析，平均每平米收费约 1 元，并假设渗透率约 80%；**建成的建筑物工程评估**（老旧小区改造评估等）需求稍低，平均每平米收费约 0.46 元，并假设渗透率约 30%；**批量精装修工程评估**平均每平米收费约 5 元，并假设渗透率约 30%。据此我们可以测算出我国第三方工程评估每年服务于增量市场的需求约 120 亿元，服务于存量市场的需求约 80 亿元，服务于批量精装修市场的需求约 30 亿元，合计约 230 亿元。

图表 21: 第三方工程评估每年增量市场规模测算

市场	项目	单位	数值	备注
服务于增量市场	房屋施工面积	亿平米	150	截至 2020 年底房屋施工面积
	渗透率	--	80%	
	每平米收费	元/平米	1.00	草根调研判断
	市场规模	亿元	120	
服务于存量市场	存量建筑面积	亿平米	577	1999-2020 年房屋竣工面积合计
	渗透率	--	30%	
	每平米收费	元/平米	0.46	草根调研判断
	市场规模	亿元	80	
批量精装修市场	存量施工面积	亿平米	20	AVC 数据显示我国精装修渗透率约 30%，据此测算
	渗透率	--	30%	
	每平米收费	元/平米	5.00	草根调研判断
	市场规模	亿元	30	
合计规模			230	

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

## 2.2. 对比监理：弥补监理局限性，充分挖掘工程评估市场需求

**当前国内工程监理制度存在一定的局限性：**1) **实际运用存在功能缺失：**监理应履行三控两管一协调+安全履职，但实际应用中大部分仅以质量控制为主，同时也因行业竞争较为激烈而持续压低报价，服务水准不高，存在内容和机制的缺失；2) **行业利润率低，人才缺乏：**监理行业从业主体较多，利润率低，且发生安全事故时还需要承担较大责任，导致优秀人才不愿意从事监理行业；3) **监理行业面临需求下降趋势：**自 2018 年以来，上海、北京等九地相继发文明确，对技术要求简单的社会投资项目可不聘用工程监理、支持非必须监理项目自我管理、简易低风险项目不要求强制外部监理，监理行业需求可能面临下滑。

**第三方工程评估与工程监理属于工程技术与设计服务领域不同的业务类型，不存在竞争或替代关系。**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。二者不仅在国民经济行业分类标准中分属不同细分行业，同时二者在工作目标、工作内容、工作方式、工作成果及用途、业务开展依据、业务资质要求、法律责任等多方面也存在差异。因此，第三方工程评估与工程监理也不存在业务竞争或替代关系。工程监理、工程评估和驻场管理的工作内容相同点体现在工作内容存在一定重合，都涉及对建设工程质量和安全的检查、评价和判断，不同点主要包括如下方面：

**1) 监理服务单一特定工程，工程评估根据委托方需求对多个工程项目进行“体检”。**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。

**2) 监理对工程项目承担法定监理责任，工程评估对委托方承担合同履约责任。**监理单位根据《中华人民共和国建筑法》《建设工程监理规范》等法律法规、规范性文件的要求，对具体工程项目的承包单位在施工质量、建设工期和建设资金使用等方面实施监督，属于工程项目“五方责任主体”之一，对工程项目承担法定监理责任。工程评估单位受建设单位或其上级管理单位、建设行政主管部门等委托，根据与委托方签署的业务合同，对委托方旗下或管辖范围内的多个工程项目进行评估，出具评估报告，对委托方承担合同履约责任。

**3) 监理是强制性要求，工程评估是委托方自主需求。**工程监理是我国推行建设工程监理制度系法规强制性要求，监理工作的完成是建设工程验收的基本前提。而工程评估是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，业务开展完全以市场化方式进行，并无强制性要求。

图表 22: 工程监理与工程评估、驻场管理的对比

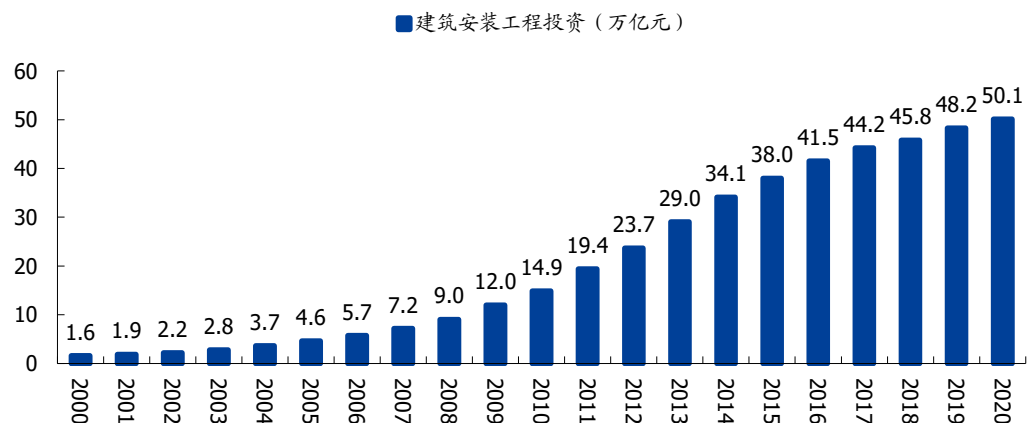
比较项目	工程监理	工程评估	驻场管理
工作目标	依照法律规定,承担建设工程的监理业务,实现对建设工程质量、进度和安全等方面的管控。	从委托方的视角为工作切入点,通过过程评估、专项评估、交付评估、驻场咨询、批量精装修管理、驻场一户一验等多种服务。	
工作内容	一般在施工阶段提供监理服务,内容包括对建设工程质量、造价、进度进行控制,对合同、信息进行管理,对工程建设相关方的关系进行协调,并履行建设工程安全生产管理法定职责。	工程评估具体工作内容委托方根据自身需求自主决定,包括过程评估、专项评估、交付评估等。	包括批量精装修工程管理、驻场咨询管理、驻场一户一验等。
工作方式	监理单位常驻工程现场,采取旁站、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约责任。	

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

## 2.3. 成长动力: 地产商及主管部门均具使用第三方工程评估内在驱动力

1) 我国每年工程建设规模较大, 地产商及行政主管部门逐渐难以满足管理和监管需求。2000 年我国建筑安装工程投资规模仅 1.6 万亿, 2020 年已达 50.1 万亿, 增长超 30 倍。工程建设项目数量大幅增加, 项目规模以及复杂程度不断提升, 使得项目的管控难度大大增加, 建设单位和政府监管部门的压力越来越重。房地产商和建设行政主管部门等政府监管部门一般通过质量抽查和评价来对工程项目进行管控, 但由于人员有限, 工程项目也呈现出较大的差异性, 原有的管理和监管模式已经难以满足行业迅猛发展带来的管理及监管需求。在此背景下第三方工程评估市场需求持续提升。

图表 23: 我国历年建筑安装工程投资规模



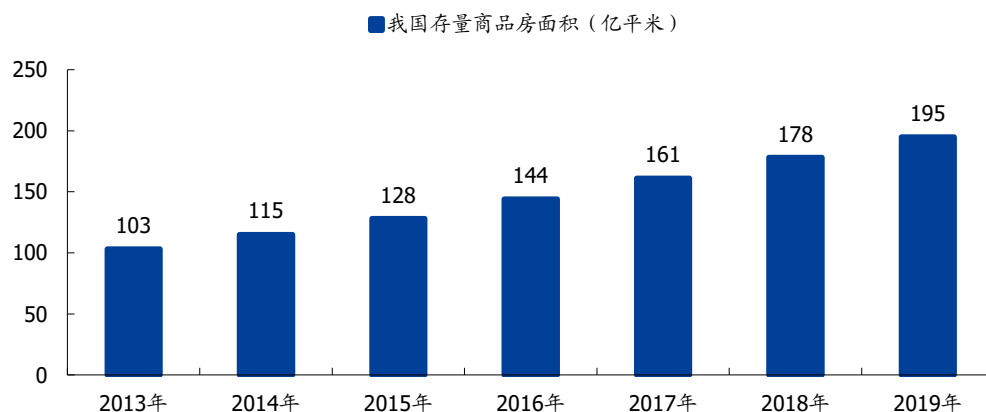
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

**2) 地产行业龙头市占率提升，龙头对工程质量管理要求持续提升。**当前房地产行业龙头市占率持续提升，大型房地产企业在全国范围内进行规划和布局，跨区域多项目的发展模式已经实现了常态化。在高集中度、增长放缓时代中，房企更需向精细化运营要效益，尤其是质量问题的出现将会给单一项目甚至企业形象带来巨大的影响。因此如何在高集中度、增长放缓、多项目开发时代，保持各项目间质量水平的均衡，提高整体质量管理水平，成为各大型房地产企业关注的焦点问题，促第三方工程评估行业需求提升。

**3) 国家、社会公众对工程品质及施工安全要求不断提升扩大行业市场需求。**近年来国家、社会公众对建设行业存在的质量、安全问题意识不断加强，国家相继发布多项政策进一步强化落实建设单位工程质量首要责任，如住建部 2017 年《关于印发工程质量安全提升行动方案的通知》、2020 年《关于落实建设单位工程质量首要责任的通知》等，明确建设单位是工程质量第一责任人，依法对工程质量承担全面责任。建设单位或其上级管理单位、建设行政主管部门出于人手、技术等方面的限制，履责能力受到一定的挑战，因此产生利用第三方专业力量协助自身履行职责的需求。在我国工程品质要求不断趋严，建设单位、施工单位等相关主体责任不断加重的背景下，第三方工程评估业的市场需求将持续扩大。

**4) 存量房市场存在较强的需求潜力。**根据国家统计局数据经初步测算，2019 年我国商品房存量面积约 195 亿平米。由于历史原因，我国在不同年代建造的建筑物在建筑设计的安全水准设置和施工质量上存在很大差异，建筑物承受使用荷载的能力相对低于发达国家，导致建筑物的总体安全水平相对较低。此外，实际中存在“重建设、轻管理”问题，对建筑物施工过程中各个环节的管理相对严格和全面，但对建筑物使用过程的改造和维护方面的管理则不够重视。随着建筑物使用时间的增长，大量建筑物的建筑结构、建筑部件和建筑设备逐渐老化，其在安全方面的隐患不可忽视。随着产业升级、市场环境的变化以及社会公众对建筑品质要求的提升，基于商场改为写字楼、联合办公运营、长租写字楼、长租公寓等项目的既有建筑整体改造以及旧住宅、旧办公楼、学校、医院等的质量检测、修缮、运营维护等需求不断扩大，为第三方工程评估业的发展带来新的增长点。

图表 24: 我国历年存量商品房面积



资料来源：国家统计局，公司招股说明书，国盛证券研究所

## 2.4. 竞争格局：新兴业态，国内外企业多元化竞争

**外资和本土企业多元化竞争。**第三方工程评估是一个以市场化方式运行的新兴业态，从行业参与者来看，目前国内从事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。其中外资企业发展历史悠久，积累了一批任职时间长、经验丰富、技术水平较高的专业队伍，承接大型建筑工程的综合竞争力较强，业务领域主要以大型公共建筑、地标类建筑、大型交通基建为主。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。

在国内开展第三方工程评估业务的企业中，深圳瑞捷、上海平大两家专业从事第三方工程评估业务，且业务多集中在住宅类建筑工程领域；法利投资（上海）有限公司等外资企业在华子公司业务植根于母公司，着眼于跨行业的测试、检验、认证和技术咨询服务等，建筑工程服务属于其部分业务内容，且业务领域主要集中于大型公共建筑、交通基建等。

图表 25: 在国内开展第三方工程评估业务的公司列表

第三方工程评估公司	介绍
深圳瑞捷工程咨询股份有限公司	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。
法利投资（上海）有限公司	是必维集团（Bureau Veritas）中国旗下子公司，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。
通标标准技术服务有限公司	SGS 集团（Société Générale de Surveillance，瑞士通用公证行）在中国的子公司，由 SGS 集团和隶属于国家市场监督管理总局系统的中国标准科技集团共同于 1991 年投资设立。SGS 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（莱坊）在中国的子公司。Knight Frank 提供房地产投资经纪、顾问、估值、咨询等服务，在物业建设领域，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。
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。
深圳博云工程管理有限公司	主要专注于住宅及商业建设工程项目的工程咨询管理，为房地产公司或施工企业提供专业服务，目前团队有 60 余名专业技术人员，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	隶属于中国冶金科工集团，是一家全资国有的综合性工程咨询机构。北京赛瑞斯国际工程咨询有限公司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，国盛证券研究所

### 3. 竞争优势分析：产品实力强劲、客户资源丰富

#### 3.1. 品牌优势：品牌知名度高，优质客户资源丰富

公司是国内第三方工程评估先驱，品牌具备较高知名度。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。“瑞捷咨询”品牌在行业内享有较高的知名度和认可度，品牌优势较强。

**依托品牌优势，公司优质客户资源丰富。**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，品牌实力突出，并积累了较多优质客户，占据国内第三方工程评估主要市场份额：

**1) 在居住建筑领域覆盖行业主要市场份额：**公司先后与万科集团、融创中国、保利发展等超 300 家国内知名的房地产企业建立了良好的业务合作关系。根据克而瑞发布的 2020 年中国房地产企业销售榜单，前 10 强中公司合作客户达 9 家，前 20 强中公司合作客户达到 19 家，前 100 强中公司合作客户达 73 家，尤其是以万科集团、融创中国等为代表的一批优质客户与公司合作历史可追溯至 2013 年及更早的时间。

图表 26: 公司地产百强企业业务覆盖情况

房地产企业排名分段	公司业务覆盖情况
前 10 强房地产企业	瑞捷咨询合作客户：9 家
前 20 强房地产企业	瑞捷咨询合作客户：19 家
前 100 强房地产企业	瑞捷咨询合作客户：73 家

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

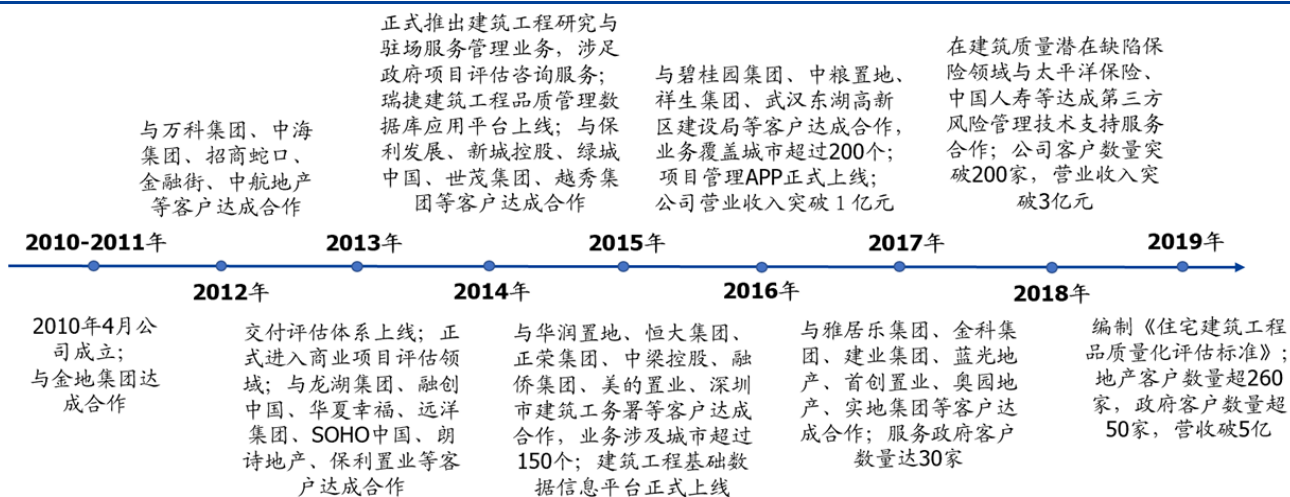
图表 27: 公司与部分客户合作起始年份

序号	合作起始年份	主要合作客户
1	2012 年及以前	万科集团、金地集团、中海地产、招商蛇口、金融街
2	2013 年	龙湖集团、融创中国、远洋集团
3	2014 年	保利发展、绿城中国、新城控股、世茂集团、越秀地产
4	2015 年	华润置地、正荣集团、中梁控股、融侨集团
5	2016 年	碧桂园、美的置业、中粮置地、泰禾集团、雅居乐

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

**2) 在公共事业领域已服务 80 多家单位客户:** 公司协助主管部门和质监安监机构对辖区在建工程开展质量安全监督辅助服务, 以及为政府工务部门或其代建单位提供工程评估、管理、咨询服务。目前, 公司已与深圳、济南、武汉、合肥、广州等多地超 80 家公共建筑领域客户单位建立合作关系。随着公司品牌影响力的不断提升, 以及国家和部分省市相继出台政策, 支持、鼓励采取政府购买服务方式加强工程质量监督检测, 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, 公司在大型公共建筑领域评估、管理、咨询服务的市场份额有望进一步提升。

图表 28: 公司优质客户开拓历程



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

### 3.2. 产品优势: 产品积累丰富, 信息化工具、大数据平台为业务开拓赋能

**研发驱动, 产品体系不断丰富。**公司较为重视技术研发, 持续推出各类创新产品, 完善工程评估体系, 建立评估标准和制度, 开发评估软件和工具。当前产品已从早期的工程施工单一阶段拓展到设计、招采、施工、交付、运维等多个阶段囊括共 30 余项产品, 业务类型也由单一的工程评估服务向驻场管理、管理咨询服务等方向延伸。同时公司当前各类服务之间也存在协同与优势互补特征, 公司已逐步实现对工程管理服务体系的覆盖, 可为客户提供综合性、系统性的服务。

**信息化工具提升公司执行效率与服务质量。**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, 可实现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。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，加深公司与客户的业务互动和联络。除评估 APP 外，公司还独立开发了项目信息管理系统、测区抽选系统等信息化工具，当前公司各项信息化工具已广泛应用于公司的业务开展当中，持续提升公司业务执行效率和服务质量，增强核心竞争力。

**瑞捷数据库为公司业务开拓赋能。**随着公司业务量的扩大，公司已积累大量评估数据，潜在可挖掘价值丰富。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（为瑞捷指数创始基础数据量。截至 2020 年 6 月末，瑞捷指数的基础评估数据分布于全国 500 多个城市、超过 19 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。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，持续提升公司深化服务水平。

随着瑞捷数据库的不断积累沉淀，数据分析能力不断提升，公司可以借此协助客户更好地呈现其各区域各阶段工程项目质量、安全、运维管理状态、特征，从而识别优势与不足，为协助客户制订针对性的改善措施与解决方案提供有力的分析依据，进而为公司持续提升客户服务水平、提升服务的技术含量、创造实质性的价值提供支撑。

### 3.3. 制度优势：严格的管理制度保障客观公正的评价结果

**第三方工程评估业的市场价值建立在客观、独立的基础上。**第三方工程评估机构独立于勘察、设计、建设、施工、监理等各项项目参建单位，以国家及地方相关法律法规、企业工程质量安全评估标准、制度及待评估项目设计文件等为依据，按照特定的流程对评估项目进行检查、评估、评分。第三方评估机构独立、客观的特性，已逐步形成市场共识。

**公司廉洁风控内部管理制度完善。**公司结合实际情况及业务运营流程制定了系列廉洁风控内部管理制度，并适时安排内部廉洁培训、设立公司内部廉政监察平台、配合薪酬激励政策及员工关爱活动，不断完善廉洁风控内部管理制度。

图表 29：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

**针对各环节廉洁问题，公司已制定充足应对举措。**包括在评估计划制定环节、评估执行阶段、评估结束后，针对各种容易影响工程评估结果的违规方式，公司已制定相关的制



度举措来进行规避，最大程度上确保工程评估结果客观公正。同时公司已与大多数主要客户签署阳光合作协议/条款，公司有义务保证员工了解相关廉洁合作制度及廉洁协议规定，违反阳光合作协议的，客户有权要求公司限期纠正、扣留履约保证金、支付违约金、解除合同或列入企业合作黑名单及企业反舞弊联盟黑名单等。

图表 30: 公司应对各环节廉洁问题所采取的应对举措

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。	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驻地，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

**廉洁自律工作取得积极成效，助力公司提供公正、客观评估服务。**在实际操作中，由于公司与客户建立廉洁管理联动机制，并及时主动告知客户未履行廉洁自律行为准则相关事项。同时在日常工作期间，公司经常及时就公司员工拒贿事项向客户通报。另外，针对未自觉履行廉洁自律行为准则的员工，公司亦持续追究责任，确保出具的评估报告公正性未受到严重影响。公司完善且严格的廉洁自律管理体制保障了公司出具的工程评估报告公正、客观，持续积攒市场口碑，成为公司第三方工程评估产品持续开拓市场的前提。

## 4. 成长驱动力：全国化市场开拓，信息化平台加速建设

### 4.1. 全国扩张：加大网点布局力度，完善业务版图

**扩张基础：业务已初步覆盖全国，具备成熟可复制的人才培养及管理体系。**从客户储备看，公司已与万科集团、碧桂园、融创中国等超 300 家国内知名的房地产企业以及深圳、济南、武汉、合肥、广州等多地市超 80 家公共建筑领域客户单位建立了稳定、持久的合作关系，第三方工程业务已覆盖全国 500 多个城市，从营收地区构成看公司的业务范围辐射全国，为后续异地扩张奠定了良好的市场基础。业务模式上，公司针对第三方工程评估业务的特性，逐步形成了完善的反舞弊制度、人力资源管理、业务运作管理等精细化管理体系，体系的可复制性使得公司在管理半径扩张下仍能保证评估业务的透明度以及整体业务的可持续发展。

图表 31: 公司业务覆盖范围



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**扩张动力: 夯实客户资源优势, 助力公司充分挖掘潜在市场, 提升全国市占率。**公司 IPO 募集资金中有 3.53 亿元投向工程咨询运营服务平台建设项目, 项目涉及在北京、武汉、上海、成都四地新设运营分支机构, 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。运营网点布局后, 公司可大幅降低异地项目的执行成本, 加强与异地客户关系维护的同时开拓新增业务区域市场, 扩张业务规模, 进一步巩固公司在第三方建筑评估领域的领先优势。

#### 4.2. 平台化: 加快信息化、智能化平台建设, 推出准标准化产品

**各信息化系统不断升级, 业务逐步向标准化产品转变。**公司基于在建设工程咨询及软件研发领域的技术储备和资源优势, 开发了瑞捷知识库、智慧线上评估系统、管理咨询工具等多个信息化系统。其中, 瑞捷“四库全书”平台、智慧工地线上评估平台、价值链管理咨询产品 (VCM) 已于 2020 年正式上线, 后续将逐步进入成果推广转化阶段。信息化平台的建设可有效赋能公司业务流程, 提升业务效率; 同时, “智能化”及“线上化”的趋势下, 公司的评估业务将逐步转变为以智能系统为核心、人工为辅助的类标准化产品, 业务质量更可控, 人均产值有望大幅提升, 实现提质增效。

**研发创新持续发力, 有望创造全行业共享的平台生态系统。**公司 IPO 募资中约有 1 亿元投向研发中心建设项目, 涉及瑞捷工程大数据、IDI 风险评估、城市建筑安全评估等多项研发内容, 未来随公司信息化系统逐步完善, 公司有望借助庞大的数据池打造汇集施工方、地产商、政府部门等各主体的平台生态系统, 进一步提升行业话语权。

图表 32: 公司信息化平台建设体系

公司已有的信息化平台体系			
平台体系	上线时间	产品名称	产品功能
瑞捷知识库平台	2020 年	瑞捷“四库全书”	风险库、产品库、需求库、案例库
	2020 年	价值链咨询 (VCM)	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
	2016 年 1.0 上线, 2019 年迭代至 2.0	瑞捷评估 APP	实现公司数据资源共享, 线上办公, 提高工作公正性和准确性
智慧线上平台	2020 年	智慧工地信息集成系统	通过视频记录仪、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
		基于智慧工地平台下的线上评估系统	
管理咨询工具	-	管理咨询工具	通过评估现场发现其在项目实施中存在的不足和缺陷, 以第三方咨询单位的视角提出体系化建议, 帮助客户建立起“技术+管理”的前端工程管理制度体系
公司后续的信息化平台研发计划			
研发方向	主要内容		
瑞捷工程大数据应用	构建优秀供应商库、出具工程领域行业品质研究报告、建立施工、监理等供应商评价体系、建立房地产开发商评价体系、构建工程质量知识库、输出市政工程质量系列报告、出具行业住宅质量评估报告。		
建设工程质量潜在缺陷保险 (IDI 风险评估)	研究“IDI”风险评估体系, 为保险公司服务, 对被保险建设工程项目潜在的质量风险因素实施有效的识别、评估、报告, 将难以评估和控制的不可保风险转换为可以评估和控制的保可保风险, 并对风险因素提出控制、处理意见。		
城市建筑安全评估	研究城市建筑安全评估体系, 制定城市建筑安全意识培养管理体系, 对城市在建项目及存量建筑的安全状况进行深入调研, 针对主动安全防护措施落实情况, 全面分析当前城市在建工程及存量建筑的安全管理现状, 并进行有效的评估、报告, 提升公司城市建筑安全评估服务能力。		

资料来源: 招股说明书、公司年报, 国盛证券研究所

### 4.3. 品类开拓: 产品研发能力突出, 有望打造新业务增长点

产品研发持续推行, 业务有望延申至绿色建筑、轨交等多品类领域。公司高度重视技术研发投入, 截至 2020 年末公司研发人员共计 164 人, 占总人数的 8.55%; 研发投入 3029 万元, 占营收的 5.29%。2020 年, 公司参与了“可感知的绿色建筑”课题, 对绿色建筑的检测技术展开研究, 完成了交付阶段健康建筑评估体系的建立。未来, 公司将基于现有的研发优势, 针对绿色建筑、轨道交通、公路、桥梁、隧道、工业厂房、建筑材料的特殊性, 研究具有针对性与专业性的多种业态质量安全评估体系。公司有望借助在第三方建筑评估领域的领先优势, 将品牌效应辐射至其他领域的评估业务, 实现多元评估业务布局, 打造新业务增长点。

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1. 盈利预测

营收增速方面，我们预计：1）公司工程评估主业 2020 年受疫情影响阶段性下降，2021 年起有望恢复至较高增速水平，预计未来 3 年分别同增 39%/37%/35%；2）驻场管理服务业务预计持续较高增速，预计未来 3 年分别同增 40%/38%/36%；3）管理咨询业务规模相对较小，增速有望较快，我们预计未来 3 年分别同增 50%/45%/40%。基于上述假设，我们预测公司未来 3 年整体营收增长 **39%/37%/35%**。

毛利率方面，我们预计三项子业务毛利率经历 2020 年疫情影响阶段性下降后，2021 年起均有望逐步恢复至往年水平，预测公司未来 3 年整体毛利率分别为 **51.0%/51.1%/51.7%**。

图表 33: 公司营收毛利拆分预测表

	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>3.10</b>	<b>4.96</b>	<b>5.73</b>	<b>7.98</b>	<b>10.95</b>	<b>14.81</b>
工程评估服务	2.71	4.22	4.74	6.59	9.03	12.19
驻场管理服务	0.36	0.69	0.92	1.29	1.78	2.42
管理咨询业	0.04	0.05	0.07	0.11	0.15	0.21
<b>同比增速</b>	<b>78.2%</b>	<b>60.0%</b>	<b>15.5%</b>	<b>39.3%</b>	<b>37.3%</b>	<b>35.2%</b>
工程评估服务	68.3%	55.7%	12.3%	39.0%	37.0%	35.0%
驻场管理服务	260.0%	91.7%	33.3%	40.0%	38.0%	36.0%
管理咨询业	100.0%	25.0%	40.0%	50.0%	45.0%	40.0%
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>1.74</b>	<b>2.58</b>	<b>2.55</b>	<b>4.07</b>	<b>5.60</b>	<b>7.66</b>
工程评估服务	1.53	2.23	2.15	3.43	4.69	6.40
驻场管理服务	0.18	0.32	0.37	0.58	0.82	1.14
管理咨询业	0.03	0.03	0.04	0.06	0.09	0.13
<b>毛利率</b>	<b>56.1%</b>	<b>52.0%</b>	<b>44.5%</b>	<b>51.0%</b>	<b>51.1%</b>	<b>51.7%</b>
工程评估服务	56.7%	52.8%	45.3%	52.0%	52.0%	52.5%
驻场管理服务	49.7%	46.5%	39.8%	45.0%	46.0%	47.0%
管理咨询业	72.4%	64.5%	51.1%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 5.2. 估值与投资建议

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.7/2.3/3.2 亿元，同比增长 40%/38%/36%，EPS 分别为 2.51/3.47/4.73 元，2020-2023 年 CAGR 为 38%，当前股价对应 PE 为 27/20/15 倍，考虑到公司竞争优势突出、成长性优异，首次覆盖给予“买入”评级。

从可比公司估值来看，A 股可比公司 2020 年 PE 达 55 倍，2021 年 41 倍；同时美国对



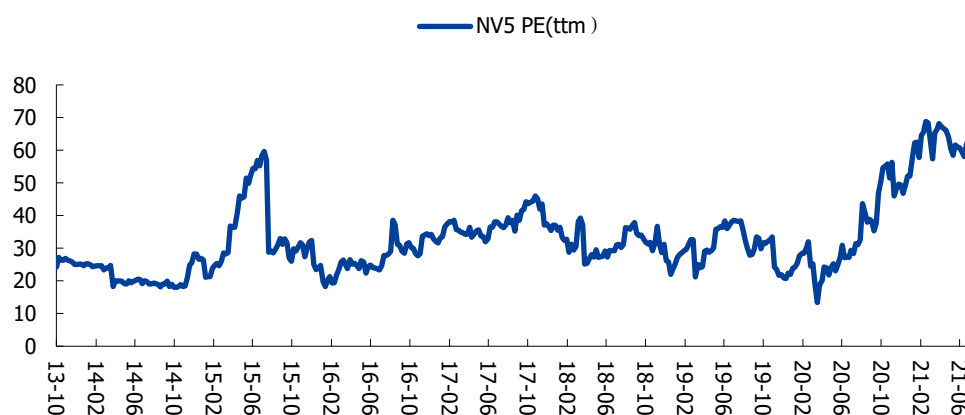
标公司 NV5 最新 PE(ttm)估值为 65 倍，历史 PE 中位数 30 倍。公司当前 2021 年 PE 仅 27 倍，估值向上修复空间较大。

图表 34: 可比 A 股公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
国检集团	19.45	0.38	0.49	0.60	0.73	50.8	39.8	32.2	26.6	8.95
建研院	5.72	0.30	0.40	0.52	0.67	18.8	14.4	11.1	8.5	1.88
广电计量	39.09	0.41	0.58	0.79	1.04	95.5	67.4	49.3	37.7	7.19
平均值						55.0	40.5	30.9	24.3	6.01

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 7 月 13 日收盘价

图表 35: NV5 PE(ttm)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 风险提示

固投增速放缓风险，应收账款风险，市场竞争加剧风险等。

**1) 固投增速放缓风险：**第三方工程评估行业发展与国民经济运行状况、社会固定资产投资规模特别是房地产投资规模密切相关，受宏观调控政策、经济运行周期等因素的影响较为明显。未来若宏观经济出现不利变化或房地产行业调控政策进一步收紧，可能会导致社会固定资产投资规模持续放缓，房地产企业减少土地投资，项目开发推迟，从而对公司现有业务的推进、未来市场的开拓造成不利影响。

**2) 应收账款风险：**公司应收账款金额及在总资产中所占比重均偏高，房地产行业属于资金密集型行业，房地产开发企业资金需求量大，在房地产行业融资环境及调控政策趋紧的情况下，公司可能无法及时收回应收账款，从而产生坏账。

**3) 市场竞争加剧风险：**公司所在的第三方工程评估业属于工程管理服务领域的新兴业态，目前国内竞争企业较少，公司具备较强的市场竞争力。随着经济体制改革的深化、政府“放管服”职能的转变以及工程管理服务市场化进程的加快，未来从事工程监理业务或其他工程管理相关业务的单位可能进入第三方工程评估行业，建设工程质量评估服务商的数量可能增多，挤占公司市场空间。

## 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。
