

# 深圳瑞捷 (300977)

## 业绩有所承压，看好公司长期成长

### 业绩暂时承压，看好客户结构调整及业务布局多元化

公司发布 22 年报及 23 年一季报，22FY 实现营收 5.72 亿元，同比-26.52%，归母净利润 0.16 亿元，扣非净利润为-0.1 亿，其中非经常性损益为 0.26 亿，主要为购买金融产品取得收益 0.23 亿。23Q1 实现营收 0.9 亿元，同比+18.5%，归母净利润 0.07 亿元，同比+128.3%，扣非净利润为-0.01 亿。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 1.1/1.4/1.7 亿，维持“买入”评级。

### 工程业务收入减少，客户结构逐渐优化

分业务来看，22 年公司工程评估/驻场管理/管理咨询分别实现营收 4.0/1.5/0.2 亿元，同比 -35.9%/+12.1%/+0.26%，毛利率分别为 37.6%/34.6%/46.5%，同比-3.8/-0.4/-14.2pct，系公司主动减少与资金链风险较高客户的业务合作，部分项目延迟开工或停工所致，驻场管理仍保持良好发展趋势。2022 年公司审慎经营，调整客户结构，提高优质地产客户、国企、央企及政府类客户的合作比例。公司国企、央企及政府类客户收入占比超 50%，公共事业领域实现营业收入 1.08 亿元，同比+8.57%。从长期来看，伴随地产风险进一步出清，优质房企或对工程质量有更高诉求，第三方工程评估渗透率仍有较大空间；同时公司政府业务收入主要来源于深圳市，我们认为后续有望把深圳市政府业务的成功经验推广至其他省份，毛利率仍有望回升。

### 收入下滑费用率未能摊薄，现金流仍有改善空间

22FY 综合毛利率为 37.1%，同比-3.74pct；期间费用率为 30.48%，同比+10.56pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.77/+6.25/+0.92/+0.62pct，公司拓展市场布局增设驻外机构使销售费用率增加，同时优化人员结构增加辞退补偿费用使得管理费用率短期内大幅提升。资产及信用减值损失较 21 年增加 0.04 亿，占营收比重提升至 8.97%；综合影响下公司归母净利率降为 2.74%，同比下滑 12.57pct。22 年 CFO 净额为-0.44 亿，较 21 年多流出 1.06 亿，收/付现比分别为 96.7%/33.1%，同比+9.62/5.94pct，现金流仍有改善空间。

### 新业务成长空间广阔，维持“买入”评级

公司主动寻求与央企等优质房企的合作，22 年国企、央企及政府类客户收入占比超 50%，同时布局绿色建筑、ESG 和碳排放咨询领域，构建“咨询+服务+数字化平台”的整体解决方案能力，截至 22 年末已与 150 家公共建筑领域客户开展合作。考虑到公司主动收缩高风险客户的业务量，我们预计 23-25 年公司归母净利润为 1.1/1.4/1.7 亿元，可比公司 23 年平均 PE 为 32 倍，认可给予公司 29 倍 PE，对应目标价 30.49 元，业务结构调整后，公司中长期市场有望打开，维持“买入”评级。

**风险提示：**新业务拓展进度不及预期，政府业务区域化推广不及预期，市场拓展不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	778.21	571.83	986.18	1,266.37	1,591.21
增长率(%)	35.89	(26.52)	72.46	28.41	25.65
EBITDA(百万元)	200.93	101.08	147.44	166.76	196.61
归属母公司净利润(百万元)	119.14	15.68	107.16	135.57	165.07
增长率(%)	(1.07)	(86.84)	583.48	26.52	21.75
EPS(元/股)	1.17	0.15	1.05	1.33	1.61
市盈率(P/E)	20.14	153.07	22.40	17.70	14.54
市净率(P/B)	1.72	1.73	1.62	1.51	1.37
市销率(P/S)	3.08	4.20	2.43	1.90	1.51
EV/EBITDA	13.39	8.31	8.68	7.15	5.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业 建筑装饰/工程咨询服务 II

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 23.48 元

目标价格 30.49 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	102.21
流通 A 股股本(百万股)	25.61
A 股总市值(百万元)	2,399.88
流通 A 股市值(百万元)	601.27
每股净资产(元)	13.62
资产负债率(%)	13.41
一年内最高/最低(元)	37.10/17.31

### 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  
wangtao@tfzq.com

**王雯** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

### 股价走势



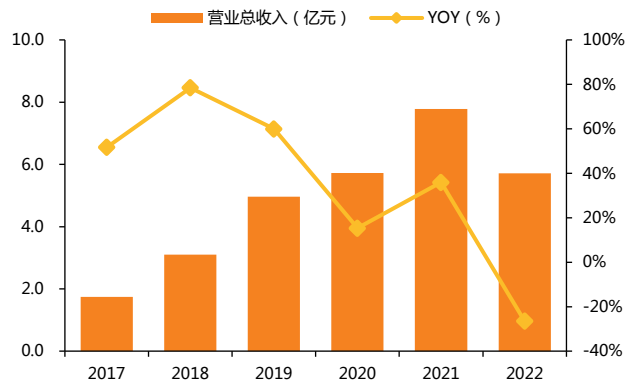
资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《深圳瑞捷-半年报点评:上半年业绩承压，期待非房业务占比提升》 2022-08-26
- 《深圳瑞捷-年报点评报告:全年营收高增长，看好公司中长期成长性》 2022-04-27
- 《深圳瑞捷-季报点评:收入/利润维持高增长，看好公司成长前景》 2021-10-26

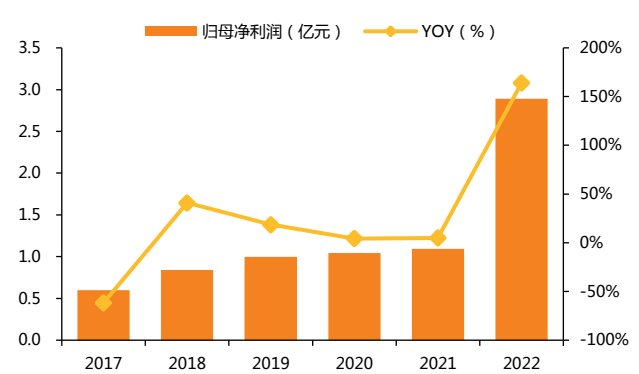
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：2017-2022 年营业总收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2017-2022 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价 格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300012.SZ	华测检测	324.28	19.27	0.54	0.65	0.81	35.92	29.44	23.93
603060.SH	国检集团	86.81	11.90	0.35	0.46	0.57	34.32	25.92	20.94
002967.SZ	广电计量	131.38	22.84	0.32	0.56	0.79	71.42	40.44	28.74
	平均						47.22	31.93	24.54
300977.SZ	深圳瑞捷	24.00	23.48	0.15	1.05	1.33	153.07	22.40	17.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截止于 2023/4/27 收盘价，除深圳瑞捷为天风预测外，其他均为 Wind 一致预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	248.69	95.94	106.26	193.61	306.72
应收票据及应收账款	371.50	322.90	433.18	474.39	551.06
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	1.26	0.84	8.84	4.04	12.37
其他	892.80	900.46	860.97	855.48	837.48
<b>流动资产合计</b>	<b>1,514.26</b>	<b>1,320.13</b>	<b>1,409.25</b>	<b>1,527.52</b>	<b>1,707.62</b>
长期股权投资	6.93	7.38	7.38	7.38	7.38
固定资产	5.14	4.34	2.97	0.80	0.45
在建工程	0.00	0.00	0.60	0.96	1.18
无形资产	10.60	18.02	16.17	11.32	6.47
其他	76.98	284.94	232.23	242.23	252.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>99.65</b>	<b>314.68</b>	<b>259.35</b>	<b>262.69</b>	<b>267.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,613.91</b>	<b>1,650.78</b>	<b>1,668.61</b>	<b>1,790.21</b>	<b>1,975.33</b>
短期借款	2.48	120.34	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	22.12	18.58	21.55	22.16	21.21
其他	176.35	113.95	159.67	165.30	195.75
<b>流动负债合计</b>	<b>200.94</b>	<b>252.86</b>	<b>181.21</b>	<b>187.47</b>	<b>216.95</b>
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	11.12	5.52	8.00	7.00	6.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.12</b>	<b>5.52</b>	<b>8.00</b>	<b>7.00</b>	<b>6.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>218.05</b>	<b>266.63</b>	<b>189.21</b>	<b>194.47</b>	<b>222.95</b>
少数股东权益	0.00	0.10	0.66	1.39	2.31
股本	68.38	102.21	102.21	102.21	102.21
资本公积	997.70	967.04	968.32	968.32	968.32
留存收益	366.94	335.26	427.42	549.43	701.29
其他	(37.16)	(20.46)	(19.20)	(25.61)	(21.76)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,395.86</b>	<b>1,384.15</b>	<b>1,479.39</b>	<b>1,595.74</b>	<b>1,752.37</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,613.91</b>	<b>1,650.78</b>	<b>1,668.61</b>	<b>1,790.21</b>	<b>1,975.33</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	119.14	15.78	107.16	135.57	165.07
折旧摊销	3.12	6.91	7.61	8.16	5.99
财务费用	0.57	2.57	1.91	(1.46)	(2.68)
投资损失	(7.47)	(24.69)	(20.39)	(2.60)	(2.00)
营运资金变动	(224.83)	(310.12)	4.23	(45.46)	(56.51)
其它	171.12	265.18	(29.13)	(11.18)	(9.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>61.66</b>	<b>(44.36)</b>	<b>71.39</b>	<b>83.03</b>	<b>100.86</b>
资本支出	3.91	18.25	2.52	2.50	2.00
长期投资	3.21	0.45	0.00	0.00	0.00
其他	(932.86)	(181.31)	72.42	22.60	19.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(925.75)</b>	<b>(162.61)</b>	<b>74.94</b>	<b>25.10</b>	<b>21.00</b>
债权融资	14.71	118.71	(123.43)	(0.74)	0.68
股权融资	892.56	19.87	(12.57)	(20.04)	(9.43)
其他	13.23	(86.50)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>920.49</b>	<b>52.08</b>	<b>(136.00)</b>	<b>(20.78)</b>	<b>(8.76)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>56.40</b>	<b>(154.90)</b>	<b>10.32</b>	<b>87.35</b>	<b>113.10</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>778.21</b>	<b>571.83</b>	<b>986.18</b>	<b>1,266.37</b>	<b>1,591.21</b>
营业成本	460.36	359.65	622.59	828.22	1,054.98
营业税金及附加	4.18	3.09	5.31	6.75	8.39
销售费用	36.09	42.38	44.38	54.45	68.42
管理费用	90.33	102.08	116.37	146.90	182.99
研发费用	34.38	30.54	48.32	62.05	77.81
财务费用	(5.77)	(0.72)	1.91	(1.46)	(2.68)
资产/信用减值损失	(47.28)	(51.30)	(14.20)	(5.40)	(5.00)
公允价值变动收益	3.97	3.47	(29.77)	(12.00)	(10.00)
投资净收益	7.47	24.69	20.39	2.60	2.00
其他	56.62	40.08	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>137.87</b>	<b>17.86</b>	<b>123.72</b>	<b>154.66</b>	<b>188.30</b>
营业外收入	0.03	0.00	0.06	0.03	0.03
营业外支出	0.07	0.26	0.11	0.15	0.17
<b>利润总额</b>	<b>137.83</b>	<b>17.60</b>	<b>123.67</b>	<b>154.55</b>	<b>188.16</b>
所得税	18.69	1.82	15.86	18.15	22.10
<b>净利润</b>	<b>119.14</b>	<b>15.78</b>	<b>107.81</b>	<b>136.39</b>	<b>166.06</b>
少数股东损益	0.00	0.10	0.65	0.82	1.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>119.14</b>	<b>15.68</b>	<b>107.16</b>	<b>135.57</b>	<b>165.07</b>
每股收益(元)	1.17	0.15	1.05	1.33	1.61

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.89%	-26.52%	72.46%	28.41%	25.65%
营业利润	-2.10%	-87.05%	592.89%	25.01%	21.75%
归属于母公司净利润	-1.07%	-86.84%	583.48%	26.52%	21.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.84%	37.10%	36.87%	34.60%	33.70%
净利率	15.31%	2.74%	10.87%	10.71%	10.37%
ROE	8.54%	1.13%	7.25%	8.50%	9.43%
ROIC	67.09%	5.39%	35.05%	37.73%	42.32%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.51%	16.15%	11.34%	10.86%	11.29%
净负债率	-17.18%	2.24%	-6.82%	-11.93%	-17.43%
流动比率	7.32	5.12	7.78	8.15	7.87
速动比率	7.31	5.11	7.73	8.13	7.81
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.42	1.65	2.61	2.79	3.10
存货周转率	371.52	543.09	203.66	196.59	193.92
总资产周转率	0.74	0.35	0.59	0.73	0.85
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.17	0.15	1.05	1.33	1.61
每股经营现金流	0.60	-0.43	0.70	0.81	0.99
每股净资产	13.66	13.54	14.47	15.60	17.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.14	153.07	22.40	17.70	14.54
市净率	1.72	1.73	1.62	1.51	1.37
EV/EBITDA	13.39	8.31	8.68	7.15	5.49
EV/EBIT	13.54	8.79	9.15	7.52	5.66

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com