

深圳瑞捷 (300977)

上半年业绩承压，期待非房业务占比提升

上半年业绩承压，看好客户结构调整和业务布局多元化

8月25日晚公司发布22年中报，22H1实现营收2.4亿元，同比-23.9%，实现归母净利润-0.1亿元，同比-119.6%，较21H1减少0.6亿元，收入下降主要由于公司主动减少了与资金风险较高的客户的业务合作，利润下降主要系公司增加减值计提以及股权支付费用所致。单季度来看，22Q2公司实现营收1.7亿元，同比-24.3%，实现归母净利润0.15亿元，同比-71.9%。公司主动寻求与央企等优质房企的合作，22年上半年国企、央企及政府类客户收入占比超50%，我们认为伴随第三方评估市场应用场景不断丰富，后续公司有望依托区域化布局调整客户结构，业绩仍有较大增长空间。

工程业务收入减少，非房业务占比提升值得期待

分业务来看，22H1公司工程评估/驻场管理分别实现营收1.7/0.7亿元，同比-35.0%/+15.1%，毛利率分别为27.1%/26.8%，同比-13.3/-7.3pct，公司主动减少风险较高客户的业务合作导致工程评估收入下降，但驻场管理及管理咨询业务仍保持良好发展趋势，分别同比+15.11%/+55.92%。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。同时公司有望继续提高非房业务营收占比，截止22H1，公共事业领域实现营收0.4亿元，同比+16.1%，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。

收入下滑导致费用未能摊薄，现金流仍有改善空间

22H1公司毛利率为28.4%，同比-11.4pct，期间费用率为31.2%，同比+10.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.5/+7.1/-0.1/+0.3pct，公司营收下滑导致费用未能摊薄，同时公司进一步扩展营销分支机构和团队，销售费用有所增加。资产及信用减值损失占营收比例为9.2%，同比+7.3pct，综合影响下净利率为-4.0%，同比-19.6pct，公司收现比93.3%，同比+12.7pct，付现比30.0%，同比-1.4pct，CFO净额-1.0亿元，同比多流出0.5亿元，现金流仍有改善空间。

新业务成长空间广阔，维持“买入”评级

公司积极开拓存量房市场，在交付后商品住宅/商业建筑维保、物业管理、公共建筑EHS领域、老旧小区改造鉴定等方向发力。同时积极探索公共建筑、工业建筑、市政工程、土木工程，以及工程保险、绿色低碳建筑等新兴业务领域，目前已为130余家公共建筑领域客户开展合作。由于上半年地产景气度超预期下行以及疫情管控，叠加公司主动收缩高风险客户的业务量，我们下调22-24年归母净利润至0.9/1.1/1.4亿元(前值为1.9/2.7/3.6亿元)，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：疫情管控影响超预期，新业务拓展进度不及预期，政府业务区域化推广不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	572.67	778.21	718.69	824.50	998.59
增长率(%)	15.35	35.89	(7.65)	14.72	21.12
EBITDA(百万元)	174.91	200.93	114.08	130.16	162.94
归属母公司净利润(百万元)	120.43	119.14	92.14	111.33	143.16
增长率(%)	(13.28)	(1.07)	(22.66)	20.83	28.59
EPS(元/股)	1.17	1.16	0.90	1.09	1.40
市盈率(P/E)	17.72	17.92	23.17	19.17	14.91
市净率(P/B)	5.67	1.53	1.39	1.31	1.22
市销率(P/S)	3.73	2.74	2.97	2.59	2.14
EV/EBITDA	0.00	13.39	6.00	6.09	3.23

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 21.2元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股)	102.57
流通A股股本(百万股)	25.20
A股总市值(百万元)	2,174.45
流通A股市值(百万元)	534.24
每股净资产(元)	13.08
资产负债率(%)	9.52
一年内最高/最低(元)	75.16/20.91

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

股价走势



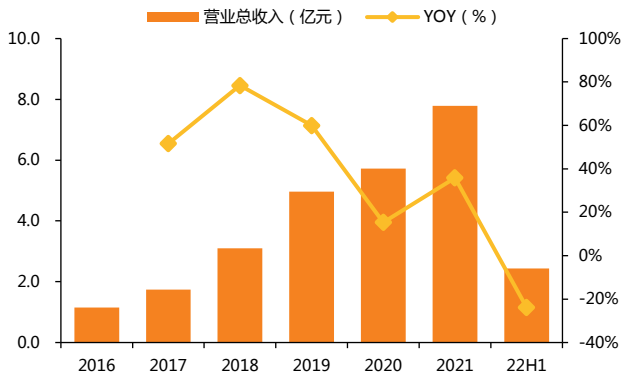
资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《深圳瑞捷-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
- 《深圳瑞捷-半年报点评:业绩超预期，业务品类推陈出新激发增长活力》2021-08-24

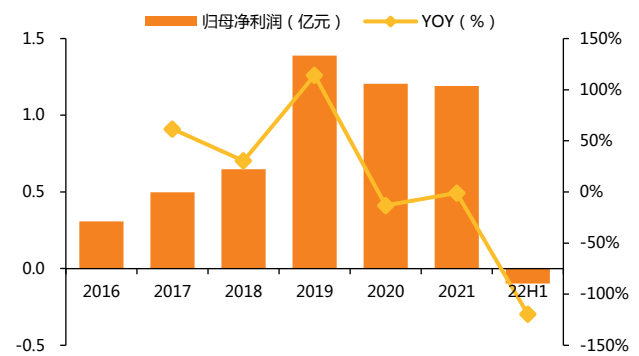
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



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)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300012.SZ	华测检测	348.37	20.71	0.44	0.55	0.69	0.85	46.69	37.49	30.12	24.28
603060.SH	国检集团	80.19	11.07	0.35	0.43	0.54	0.66	31.73	25.86	20.66	16.89
002967.SZ	广电计量	126.15	21.93	0.32	0.47	0.66	0.87	69.25	46.60	33.03	25.24
	平均							49.22	36.65	27.94	22.14
300977.SZ	深圳瑞捷	21.74	21.20	1.16	0.89	1.08	1.39	18.25	23.71	19.68	15.28

注：数据截至 20220825 收盘，除深圳瑞捷为天风预测外，其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	192.94	248.69	601.79	499.36	765.03	营业收入	572.67	778.21	718.69	824.50	998.59
应收票据及应收账款	271.48	371.50	167.52	391.31	241.13	营业成本	317.79	460.36	460.20	523.15	631.20
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	3.37	4.18	3.95	4.62	5.79
存货	2.92	1.26	5.89	1.95	7.16	销售费用	22.68	36.09	30.54	33.80	39.94
其他	4.97	892.80	857.57	852.99	832.39	管理费用	56.70	90.33	77.62	84.10	97.36
流动资产合计	472.32	1,514.26	1,632.76	1,745.60	1,845.73	研发费用	30.29	34.38	34.50	42.05	54.92
长期股权投资	3.72	6.93	6.93	6.93	6.93	财务费用	(1.55)	(5.77)	(10.62)	(14.19)	(15.64)
固定资产	4.28	5.14	3.29	1.44	0.00	资产/信用减值损失	(7.10)	(47.28)	(14.20)	(11.40)	(8.59)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	3.97	(5.97)	(12.00)	(10.00)
无形资产	1.88	10.60	9.67	8.74	7.81	投资净收益	1.31	7.47	5.39	2.60	1.20
其他	13.12	76.98	65.41	69.00	78.00	其他	8.36	56.62	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	23.01	99.65	85.30	86.11	92.74	营业利润	140.82	137.87	107.73	130.16	167.62
资产总计	495.33	1,613.91	1,718.07	1,831.71	1,938.46	营业外收入	0.15	0.03	0.07	0.08	0.06
短期借款	0.00	2.48	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.01	0.07	0.03	0.04	0.05
应付票据及应付账款	12.97	22.12	7.54	20.07	5.88	利润总额	140.97	137.83	107.76	130.21	167.64
其他	100.37	176.35	168.46	174.52	170.25	所得税	20.54	18.69	15.63	18.88	24.47
流动负债合计	113.33	200.94	176.01	194.58	176.13	净利润	120.43	119.14	92.14	111.33	143.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	120.43	119.14	92.14	111.33	143.16
其他	0.00	11.12	8.00	7.00	6.00	每股收益(元)	1.17	1.16	0.90	1.09	1.40
非流动负债合计	0.00	11.12	8.00	7.00	6.00						
负债合计	119.07	218.05	184.01	201.58	182.13						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	33.60	68.38	102.57	102.57	102.57	成长能力					
资本公积	54.90	997.70	997.70	997.70	997.70	营业收入	15.35%	35.89%	-7.65%	14.72%	21.12%
留存收益	287.76	366.94	446.17	546.37	678.08	营业利润	-12.87%	-2.10%	-21.86%	20.83%	28.78%
其他	0.00	(37.16)	(12.39)	(16.52)	(22.02)	归属于母公司净利润	-13.28%	-1.07%	-22.66%	20.83%	28.59%
股东权益合计	376.26	1,395.86	1,534.06	1,630.13	1,756.33	获利能力					
负债和股东权益总计	495.33	1,613.91	1,718.07	1,831.71	1,938.46	毛利率	44.51%	40.84%	35.97%	36.55%	36.79%
						净利率	21.03%	15.31%	12.82%	13.50%	14.34%
						ROE	32.01%	8.54%	6.01%	6.83%	8.15%
						ROIC	96.48%	67.09%	29.11%	117.68%	44.91%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	24.04%	13.51%	10.71%	11.01%	9.40%
净利润	120.43	119.14	92.14	111.33	143.16	净负债率	-51.28%	-17.18%	-38.88%	-30.44%	-43.49%
折旧摊销	1.80	3.12	2.78	2.78	2.37	流动比率	3.97	7.32	9.28	8.97	10.48
财务费用	0.17	0.57	(10.62)	(14.19)	(15.64)	速动比率	3.94	7.31	9.24	8.96	10.44
投资损失	(1.31)	(7.47)	(5.39)	(2.60)	(1.20)	营运能力					
营运资金变动	(48.50)	(224.83)	209.69	(211.08)	129.10	应收账款周转率	2.33	2.42	2.67	2.95	3.16
其它	0.96	171.12	(5.97)	(12.00)	(10.00)	存货周转率	164.25	371.52	200.79	210.14	219.05
经营活动现金流	73.54	61.66	282.63	(125.76)	247.79	总资产周转率	1.31	0.74	0.43	0.46	0.53
资本支出	5.12	3.91	3.12	1.00	1.00	每股指标(元)					
长期投资	1.25	3.21	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.17	1.16	0.90	1.09	1.40
其他	(13.46)	(932.86)	14.21	25.60	20.20	每股经营现金流	0.72	0.60	2.76	-1.23	2.42
投资活动现金流	(7.09)	(925.75)	17.32	26.60	21.20	每股净资产	3.67	13.61	14.96	15.89	17.12
债权融资	(3.46)	14.71	7.08	11.99	13.64	估值比率					
股权融资	(39.96)	892.56	46.06	(15.26)	(16.96)	市盈率	17.72	17.92	23.17	19.17	14.91
其他	26.07	13.23	0.00	0.00	(0.00)	市净率	5.67	1.53	1.39	1.31	1.22
筹资活动现金流	(17.34)	920.49	53.15	(3.27)	(3.32)	EV/EBITDA	0.00	13.39	6.00	6.09	3.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	13.54	6.15	6.23	3.28
现金净增加额	49.11	56.40	353.09	(102.43)	265.68						

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