

2020年10月28日

科锐国际 (300662.SZ)

灵活用工 Q3 加速增长，剔除股权激励成本后业绩高增亮眼

■公司发布 2020 年三季报：①2020Q1-Q3：实现营收 27.38 亿元/+4.67%，归母净利润 1.34 亿元/+16.42%；若剔除员工限制性股票成本影响，归母净利润 1.48 亿元/+28.49%，符合此前业绩预告区间。其中，公司 2020Q1-3 非经常性损益为 2557 万元，主要系公司与各地方政府合作项目下，对灵活用工等业务的稳岗补贴等补助为主，与政府合作项目数相关。考虑到公司与各地方政府及事业单位等合作良好且项目持续增多，我们认为该补助或具备一定可持续性（2018-19 年 Q1-3 的非经常损益分别为 964 万元和 1309 万元）。②2020Q3：实现营收 9.76 亿元/+3.73%，归母净利润 0.60 亿元/+18.73%；若剔除员工限制性股票成本影响，归母净利润 0.65 亿元/+29.01%，国内灵活用工 Q3 收入增速回升继续推动业绩高成长。③现金流：2020Q1-Q3 经营活动现金流净额为 1.40 亿元/+1602.50%，主要系公司加大资金管理力度，通过动态预测与分析方式对公司现金流实时监控，结合信用控制，对应收账款采用“端到端”管理，加大收款力度所致。

■2020Q3 灵活用工环比加速增长，公司单三季度业绩继续快速增长符合预期。各项业务拆分开来看：①灵活用工：根据公告，公司 2020Q1-3 国内灵活用工业务增长显著，管理外派员工人数增至 17770 人/YoY+22.6%；营收口径考虑到公司在大医疗和研发岗等薪酬水平较好的优势领域持续发力，2020Q1-3 国内灵活用工业务营收实现同比增长 32%（未还原社保口径）；若还原社保后，我们估测 2020Q1-3 的收入同比增速 40%+。其中，2020Q3 科锐国内的灵活用工收入（还原回社保后）预计同比有望+40%-50%，环比 2020Q2 的同比+37%-38% 增速实现加速上行；②中高端人才访寻：受宏观环境影响，我们预计公司 2020Q3 的猎头业务营收预计同比个位数下滑，符合预期，利润端或受益人员架构的垂直化改造升级以及疫情期间出差减少，增速或继续好于收入；2020Q2 猎头业务营收同比正增长或更多系 2020Q1 部分收入延迟确认所致。③RPO：受宏观环境和企业大规模招聘同比减少影响，我们预计公司 2020Q3 该业务或仍同比略有所下滑。④Investigo：受益英国复工复产推动，预计 Q3 环比 Q2 经营和营收有所改善，维持全年 250 万英镑净利润（对应科锐的权益利润为 130 万英镑）的预期不变。

■灵活用工占比提升带动毛利率微降，费用管控良好带动净利率小幅提升。1) 2020Q1-Q3：整体毛利率为 14.05%/-0.29pct，我们认为或系毛利率相对较低的灵活用工业务占比提高所致。期间费率 7.49%/+0.02pct。其中，销售费率 2.45%/-0.55pct，主要系本报告期内精益化运营，加强对费用管控所致。管理费用率 4.68%/+0.42pct，主要系本报告期内扣除限制性股票成本 1845 万影响后，管理费用比去年同期下降 1.61%。财务费率-0.03%/-0.07pct，主要系汇兑损益所致。研发费率 0.39%/+0.23pct，主要系本报告期内公司持续开展系统平台、信息化平台、SaaS 云建设研发所致。整体净利率 5.51%/+0.18pct。2) 2020Q3：整体毛利率 15.27%/-0.17pct；期间费用率 7.08%/+0.25 pct，其中销售费率 2.39%/-0.39pct，管理费用率 4.43%/+0.62pct，研发费率 0.39%/+0.16pct，财务费率-0.13%/-0.14pct；整体净利率 6.62%/+0.22pct。

■高管职位变动有助于优化分工加速公司多业务线发展，中后台技术赋能+HR 线上产品数字化升级持续推进。1) 职位变动：根据公告，考虑目前公司发展战略需要，并结合实际经营情况，原公司总经理高勇先生申请辞去总经理职务，其他任职不变，并聘任李跃章先生为总经理。我们认为，本次高管岗位变动，有利于董事长高勇先生集中精力做好公司的 HR 数字化和中后台技术赋能战略，为科锐中长期创造更多

公司快报

证券研究报告

综合

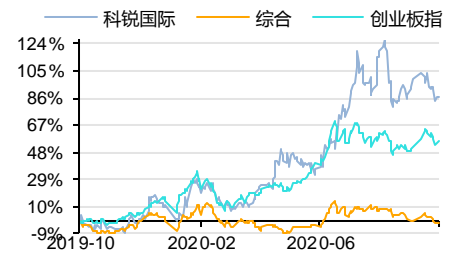
投资评级 买入-A
维持评级

6 个月目标价： 74.50 元
股价 (2020-10-27) 57.03 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,395.83
流通市值 (百万元)	10,265.40
总股本 (百万股)	182.29
流通股本 (百万股)	180.00
12 个月价格区间	28.11/69.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.99	3.16	28.56
绝对收益	-0.64	3.88	86.78

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

科锐国际：灵活用工 Q3 加速增长，业绩预增好于预期/刘文正	2020-10-15
科锐国际：中报业绩符合指引区间，政策支持下继续看好灵活用工主业增长潜力！/刘文正	2020-08-25
科锐国际：2020H1 业绩预增 10%~25%，或系猎头+灵活用工推动 Q2 利润加速增长/刘文正	2020-07-15
科锐国际：2020Q1 业绩稳健增长，灵活用工疫情期间继续保持高增/刘文正	2020-04-29
科锐国际：19 年归母净利润 +29%略高于快报，大陆灵活用工收入+64%继续高	2020-04-27

新的业绩增长点做储备；李跃章先生对公司的灵活用工和猎头业务等经营管理资历深厚，有望带动公司整体多业务条线的持续发展，以及为后续新业务线引入更多核心人才做储备。2) 技术赋能：公司今年持续加大布局线上招考产业链，为公司的储备候选人做更多流量扩充；截止目前，“招考一体化”产品以已实现服务在线报名与考试60万人次，在线面试超过5万人次，效果显著。针对各地方政府实现人才数据资源共享的需求，公司结合“禾蛙”、“Gee-Box”等合作伙伴平台资源优势可提供强有力支撑，并结合公司数字化转型的目标，继续增加技术人员配置、加大技术研发投入，升级平台和SaaS产品性能。

■科锐国际-核心逻辑：保就业下灵活用工抗周期性有望凸显，低渗透率+龙头规模效应下继续看好公司的中长期成长潜力。①疫情期间灵活用工在媒体下的宣传增多+共享员工机制减少企业疫情期间人力成本，短期有望加大企业对灵活用工的认识和接受度，中长期则受益国内灵活用工渗透率低，在更多民企、国企和事业单位等需求打开下，预计行业仍有望实现中长期成长，且龙头企业在规模效应以及社保入税推动下，市占率有望进一步提升。②疫情期间，企业对线上HR云办公及线上招聘的关注度和需求较显著提升，叠加公司对HR云主体子公司进一步增资加大发展力度，预计公司HR SaaS等线上业务同样有望加速发展，不排除在未来成为业绩新增长点。③灵活用工行业由于下游子领域众多，国际龙头（德科、Recruit等）发展均离不开持续性外延并购，且考虑到灵活用工行业的龙头具备规模效应及国内渗透率相比海外成熟国家差距较大，继续看好公司的中长期成长潜力。

■投资建议：买入-A 投资评级。公司灵活用工主业未来成长空间较大，且疫情期间有望加大在国内企业的知名度和渗透率提升。短期在猎头业务垂直化改造下今年费用有望实现节省+社保减免下公司BPO业务毛利率提升，预计公司2020-22年归母净利润为1.85亿元/2.35亿元/2.97亿元，增速为+21.5%/+27.0%/+26.0%，维持买入-A投资评级，6个月目标价74.50元。

■风险提示：人力资源行业竞争加剧，疫情影响超预期，宏观经济波动等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,196.8	3,586.0	3,850.7	5,134.3	6,741.7
净利润	117.7	152.2	185.0	235.1	297.2
每股收益(元)	0.65	0.84	1.01	1.29	1.63
每股净资产(元)	3.99	4.73	5.72	6.74	8.05

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	88.3	68.3	56.2	44.2	35.0
市净率(倍)	14.3	12.1	10.0	8.5	7.1
净利率	5.4%	4.2%	4.8%	4.6%	4.4%
净资产收益率	16.2%	17.7%	17.7%	19.1%	20.3%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	109.8%	32.3%	32.1%	34.2%	28.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,196.8	3,586.0	3,850.7	5,134.3	6,741.7	成长性					
减:营业成本	1,798.8	3,072.9	3,249.9	4,423.9	5,832.3	营业收入增长率	93.5%	63.2%	7.4%	33.3%	31.3%
营业税费	12.2	18.6	21.6	28.8	37.8	营业利润增长率	50.6%	32.1%	13.9%	20.8%	22.0%
销售费用	92.9	113.6	125.1	164.3	215.7	净利润增长率	58.3%	29.4%	21.5%	27.0%	26.5%
管理费用	131.7	161.9	219.5	231.0	303.4	EBITDA 增长率	52.5%	43.7%	8.4%	19.6%	19.6%
财务费用	-0.5	-1.0	-6.5	-7.2	-7.8	EBIT 增长率	53.7%	41.0%	8.6%	21.1%	22.3%
资产减值损失	5.9	-1.4	3.0	3.2	3.5	NOPLAT 增长率	56.5%	32.6%	10.9%	21.7%	22.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-0.1	0.0	0.0	投资资本增长率	350.1%	11.8%	14.1%	45.3%	9.0%
投资和汇兑收益	2.1	1.4	9.5	8.8	8.0	净资产增长率	28.0%	18.8%	20.8%	17.1%	17.8%
营业利润	164.4	217.2	247.5	299.1	364.8	利润率					
加:营业外净收支	15.5	16.3	26.9	32.9	37.6	毛利率	18.1%	14.3%	15.6%	13.8%	13.5%
利润总额	179.9	233.5	274.4	332.0	402.4	营业利润率	7.5%	6.1%	6.4%	5.8%	5.4%
减:所得税	42.9	54.7	65.3	77.8	94.4	净利润率	5.4%	4.2%	4.8%	4.6%	4.4%
净利润	117.7	152.2	185.0	235.1	297.2	EBITDA/营业收入	7.5%	6.6%	6.6%	5.9%	5.4%
						EBIT/营业收入	7.2%	6.2%	6.3%	5.7%	5.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	2	1	1	0	0
货币资金	334.1	392.4	501.4	415.3	579.2	流动营业资本周转天数	21	21	26	33	36
交易性金融资产	-	0.2	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	149	112	117	105	98
应收帐款	610.3	833.3	685.6	1,282.6	1,264.3	应收帐款周转天数	75	72	71	69	68
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数					
预付帐款	25.1	18.0	62.3	29.9	85.9	总资产周转天数	189	154	156	132	118
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	51	54	57	56	53
其他流动资产	3.8	5.6	4.6	4.7	4.9	投资回报率					
可供出售金融资产	0.2	-	3.4	1.2	1.5	ROE	16.2%	17.7%	17.7%	19.1%	20.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.9%	10.6%	12.6%	12.0%	13.3%
长期股权投资	79.0	86.1	86.1	86.1	86.1	ROIC	109.8%	32.3%	32.1%	34.2%	28.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11.7	10.0	3.7	-1.7	-1.7	销售费用率	4.2%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	6.0%	4.5%	5.7%	4.5%	4.5%
无形资产	124.2	130.1	122.3	114.5	106.6	财务费用率	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	189.8	208.7	189.4	186.5	185.6	三费/营业收入	10.2%	7.7%	8.8%	7.6%	7.6%
资产总额	1,378.2	1,684.4	1,658.7	2,119.0	2,312.6	偿债能力					
短期债务	60.1	32.2	-	-	-	资产负债率	39.6%	41.3%	28.0%	33.9%	28.7%
应付帐款	106.8	163.0	87.0	270.9	206.6	负债权益比	65.6%	70.3%	38.8%	51.4%	40.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.90	1.90	2.89	2.53	3.07
其他流动负债	344.4	462.5	347.4	414.4	423.8	速动比率	1.90	1.90	2.89	2.53	3.07
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-310.86	-225.51	-37.01	-40.63	-45.81
其他非流动负债	34.7	37.6	29.4	33.9	33.6	分红指标					
负债总额	546.0	695.3	463.8	719.2	664.0	DPS(元)	0.13	0.17	0.20	0.26	0.33
少数股东权益	104.2	127.7	151.8	170.8	181.6	分红比率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	180.0	182.3	182.3	182.3	182.3	股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
留存收益	547.0	709.6	860.9	1,046.7	1,284.7						
股东权益	832.2	989.0	1,194.9	1,399.8	1,648.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	137.0	178.8	185.0	235.1	297.2	EPS(元)	0.65	0.84	1.01	1.29	1.63
加:折旧和摊销	12.7	20.6	14.2	13.2	7.8	BVPS(元)	3.99	4.73	5.72	6.74	8.05
资产减值准备	5.9	1.4	-	-	-	PE(X)	88.3	68.3	56.2	44.2	35.0
公允价值变动损失	-	-	-0.1	0.0	0.0	PB(X)	14.3	12.1	10.0	8.5	7.1
财务费用	4.2	1.9	-6.5	-7.2	-7.8	P/FCF	-47.1	163.2	144.4	-170.8	49.1
投资损失	-2.1	-1.4	-9.5	-8.8	-8.0	P/S	4.7	2.9	2.7	2.0	1.5
少数股东损益	19.4	26.6	24.0	19.1	10.8	EV/EBITDA	27.9	23.4	39.2	33.2	27.3
营运资金的变动	65.4	22.7	-74.9	-306.4	-92.5	CAGR(%)	22.9%	19.9%	34.7%	22.9%	19.9%
经营活动产生现金流量	133.3	123.3	132.2	-55.1	207.5	PEG	3.9	3.4	1.6	1.9	1.8
投资活动产生现金流量	-301.8	-38.6	6.3	11.0	7.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-9.1	-27.0	-29.6	-42.0	-51.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	刘晓萱	010-83321365	liuwx1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034