

科锐国际(300662)/社服
内生增速环比提升，灵活用工靓丽
评级：买入(维持)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

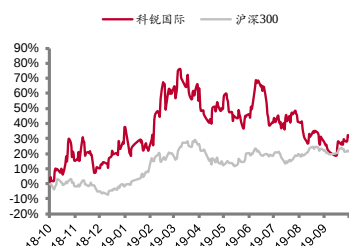
分析师：吴张爽

执业证书编号：S0740519070005

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	180
流通股本(百万股)	90.6
市价(元)	31.02
市值(百万元)	5584
流通市值(百万元)	2810

股价与行业-市场走势对比

相关报告

业绩预告点评：内生环比向好，灵活用工持续高增

19H1 灵活用工&海外靓丽，猎头、RPO 受经济影响

年报点评：灵活用工增长靓丽

内生增长超预期，外延锦上添花

三季报业绩再超预期

中报业绩略超预期，Investigo 将于下半年并表

中报业绩略超预期，三大业务齐发力

Investigo 顺利完成交割，业务协同可期

高增长势头延续，定位技术驱动

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1135	2197	3188	4454	6094
增长率 yoy%	30.7	93.5	45.1	39.7	36.8
净利润	74	118	150	191	238
增长率 yoy%	20.8	58.3	27.7	27.1	24.5
每股收益(元)	0.41	0.65	0.83	1.06	1.32
每股现金流量	-0.05	1.78	-0.98	-0.09	1.94
净资产收益率	11.4	14.1	15.4	16.6	17.3
P/E	75	47	37	29	23
PEG	3.6	0.8	1.3	1.1	1.0
P/B	19.0	8.9	7.7	6.6	5.6

备注：股价使用 2019 年 10 月 24 日收盘价。

投资要点

- **事件：**公司发布三季报，前三季度实现营收 26.16 亿元、同增 80.14%；归母净利润 1.15 亿元、同增 24.81%。
- **点评：**
- **内生增速环比明显改善。**收入端，前三季度营收同增 80.14%，估算内生增速 40%+（估计 Investigo 贡献收入 8+亿元）；拆分来看，估计灵活用工增速超过 100%，猎头增速约 15~20%，RPO 基本持平。业绩端，前三季度归母净利润 1.15 亿元、同增 24.8%，剔除 Investigo 并表影响，内生利润约 0.99 亿元、同增 13.9%；Q3 单季归母净利润 0.51 亿元、同增 14.4%，剔除 Investigo 并表影响，内生利润约 0.46 亿元，同增 14.7%。相比 Q2 内生增速 0.45%环比提升约 14pct，估计主要是猎头业务 Q3 回暖所致。
- **Investigo Q3 业绩同增 12%，贡献净利润约 600 万。**Investigo 前三季度累计贡献净利润约 1600 万元，其中 Q1、Q2、Q3 分别贡献约 400、614、586 万元，Q3 收入同增 11.8%、利润同增 12%。
- **灵活用工收入占比提升致毛利率、净利率下降。**前三季度，综合毛利率 14.34%（-5.59pct），期间费用率 7.47%（-3.63pct），其中销售费用率 3%（-1.41pct）、管理费用率 4.26%（-1.92pct）、研发费用率 0.17%（-0.41pct）、财务费用率 0.04%（+0.11pct）。净利率 5.33%（-2.23pct）。
- **科技赋能，丰富产品、扩大客户覆盖。**公司自 2016 年底以来持续加强技术赋能，扩大客户覆盖面；H1 追加投资上海客汗、才到等，试运营“禾蛙网”，Q3 追加投资上海云武华科技，打造 SaaS 产品系列（目前签约客户已达近百家）；以“即派”为代表的模块化产品客户总数达到 379 家，平台累计人选 78 万人，每月营收过千万。
- **投资建议：**公司作为行业龙头，长期受益我国灵活用工行业的快速发展，截至 Q3 末管理外派员工 1.45 万余人（较 19H1 末增长 11%）。猎头业务受宏观环境影响，Q3 环比改善，随着灵活用工收入占比提升，影响趋弱。维持 2019/20/21 年净利润 1.50/1.91/2.38 亿元、每股收益 0.83/1.06/1.33 元的盈利预测，目前股价对应 20/21 年估值 29x/23x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**三大业务板块增速不达预期；Investigo 业绩不达预期；宏观经济对人力资源服务业造成的系统性风险。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万元)							资产负债表(百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	868	1,135	2,197	3,188	4,454	6,094	货币资金	191	510	334	319	668	1,097
营业成本	663	880	1,799	2,671	3,773	5,209	存货	0	0	0	0	0	0
毛利率	23.62%	22.46%	18.12%	16.20%	15.30%	14.52%	应收账款	211	261	553	739	945	1,414
营业税金及附加	15	8	12	18	25	34	其他流动资产	64	70	86	169	220	283
营业费用	39	49	93	121	160	207	流动资产	465	841	973	1,227	1,834	2,793
营业费用率	4.49%	4.31%	4.23%	3.80%	3.60%	3.40%	固定资产	6	8	12	-7	-30	-42
管理费用	79	95	132	172	227	292	长期股权投资	2	4	79	79	79	79
管理费用率	9.09%	8.33%	6.00%	5.40%	5.10%	4.80%	无形资产	9	10	120	117	114	111
财务费用	-2	-4	-1	0	3	13	其他长期资产	44	59	194	198	202	206
财务费用率	-0.20%	-0.34%	-0.02%	0.00%	0.07%	0.21%	非流动资产	61	82	405	387	365	354
投资收益	0	1	2	2	2	2	资产总计	526	923	1,378	1,615	2,199	3,148
营业利润	73	109	164	196	251	314	短期借款	0	0	60	84	292	826
营业利润率	8.36%	9.62%	7.49%	6.16%	5.64%	5.15%	应付账款	1	1	60	47	96	112
营业外收入	16	4	16	31	34	37	其他流动负债	202	256	391	468	608	776
营业外支出	0	0	1	0	0	0	流动负债	203	257	511	599	996	1,713
利润总额	88	113	180	227	285	351	长期负债	0	0	0	0	0	0
所得税	25	27	43	54	68	84	其他长期负债	16	16	35	41	50	61
所得税率	28.04%	24.24%	23.83%	23.83%	23.83%	23.83%	非流动性负债	16	16	35	41	50	61
少数股东损益	2	11	19	22	26	29	负债合计	219	273	546	640	1,046	1,774
归属于母公司股东的净利润	62	74	118	150	191	238	股本	135	180	180	180	180	180
净利率	7.09%	6.55%	5.36%	4.71%	4.29%	3.90%	资本公积	13	226	226	226	226	226
每股收益(元)(摊薄)	0.34	0.41	0.65	0.83	1.06	1.32	股东权益合计	307	650	832	975	1,154	1,373
现金流量表 (百万元)							少数股东权益	14	25	104	127	153	182
指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	负债股东权益总计	526	923	1,378	1,615	2,199	3,148
净利润	62	74	118	150	191	238	比率分析						
少数股东损益	2	11	19	22	26	29	增长率(%)						
折旧和摊销	0	7	13	35	26	15	营业收入	18.5	30.7	93.5	45.1	39.7	36.8
营运资金变动	0	-1	-25	-203	-64	-343	营业利润	-8.8	50.4	50.6	19.4	28.1	24.8
其他	-44	2	8	3	7	21	净利润	-6.5	20.8	58.3	27.7	27.1	24.5
经营现金流	20	93	133	8	186	-40	利润率(%)						
资本支出	-7	-17	-25	-13	0	0	毛利率	23.6	22.5	18.1	16.2	15.3	14.5
投资收益	0	1	0	2	2	2	EBIT Margin	8.4	9.1	7.3	6.4	6.0	5.8
资产变卖	0	0	1	-4	-4	-4	EBITDA Margin	8.4	9.8	7.9	7.5	6.6	6.0
其他	-2	-16	-278	0	0	0	净利率	7.1	6.5	5.4	4.7	4.3	3.9
投资现金流	-8	-32	-302	-15	-2	-2	回报率(%)						
发行股票	1	268	6	0	0	0	净资产收益率	20.0	11.4	14.1	15.4	16.6	17.3
负债变化	2	-8	12	23	207	532	总资产收益率	12.0	8.3	9.2	10.1	9.3	8.0
股息支出	0	15	24	-30	-38	-48	其他(%)						
其他	-21	-16	-50	0	-3	-13	资产负债率	41.6	29.6	39.6	39.6	47.5	56.4
融资现金流	-18	258	-9	-8	166	471	所得税率	28.0	24.2	23.8	23.8	23.8	23.8
现金净增加额	-7	320	-178	-15	349	429	股利支付率	0.0	20.1	20.1	20.0	20.0	20.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。