

# 科锐国际 (300662.SZ)

## 前三季度经营稳健，境内外业务协同效应增强

### 核心观点:

#### ● 公司前三季度经营较为稳定，业绩增速有所放缓

公司 19 年前三季度营收和归母净利润分别为 26.2 亿元和 1.1 亿元，同比分别增长 80.1% 和 24.8%，其中灵活用工和猎头业务增长较好。前三季度政府补贴带来非经常性损益 1838.6 万元，扣非后净利润为 1.02 亿元，同比增长 23.5%。Q3 单季度实现营收 9.4 亿元，同比增长 29.5%。归母净利润和扣非后净利润分别为 5062 万元和 4773 万元，同比分别增长 14.4% 和 23.1%。19 年前三季度 Investigo 归母净利润约 1600 万元。扣除 Investigo 并表影响，公司前三季度归母净利润为 9891 万元，同比增长 13.9%。**盈利能力方面：**随着公司业务持续拓张，开设二三线城市办公室导致员工、房租、差旅交通费的增长导致成本增加；叠加 Investigo 并表影响，盈利能力有所下滑。前三季度毛利率和净利率分别为 14.3% 和 4.4%，同比分别下降 5.6 和 1.9 个百分点。**费用方面：**前三季度销售、管理和财务费用率分别为 3.0%、4.3% 和 0.04%，同比变动 -1.4pct/-1.9pct/+0.1pct。控费水平良好。

#### ● 境内外持续扩张，进一步发挥业务协同效应

公司近年来通过并购+拓展分支机构的方式加速境内外扩张。根据三季报，截止 19 年 9 月，公司在全球设有 98 家分支机构，共有员工 2240 人，管理外派员工 14500 余人。公司累计为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位逾 22000 余人，外包累计派出人员 11.7 万人次。前三季度境外市场收入占比达 36%，Investigo 营收同比增长 11.8%，东南亚、美国、英国、澳洲等分支业务同比均有所增长，境内外市场协同效应凸显。

#### ● 研发投入推动公司科技转型，拓展政府合作项目

公司近年来研发投入持续提升，推动人力资源服务科技转型。根据公司三季报，上半年技术研发投入同比增长 50%。公司进一步追加“才到 Core HR SaaS”的投资，大力发展云服务，目前 SaaS 服务签约客户达近百家。“即派”年度内容客户达 379 家，累计人选 78 万人，每月营收达千万，同比增长 213%。同时公司拓展与政府合作项目，不断优化客户结构，扩大覆盖面。根据公司三季报，前三季度公司为新疆近 40 家企业和政府及事业单位提供人力资源服务，引进中高端及专业人才超 230 人，为近 50 家跨国 500 强及知名上市公司新疆分支机构招聘中高管及专业岗位人才近 200 人。

### 投资建议:

公司是国内猎头和灵活用工领域龙头，前三季度经营情况稳定，受到宏观经济影响业绩增速有所放缓，Investigo 并表增厚业绩。我们维持前次盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 1.46 亿元、1.78 亿元和 2.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元、0.99 元和 1.13 元，我们维持公司合理价值 35 元/股的观点不变，对应 19 年 P/E 估值为 43 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**竞争加剧导致员工流失，经济增速放缓影响企业用人需求。

### 盈利预测:

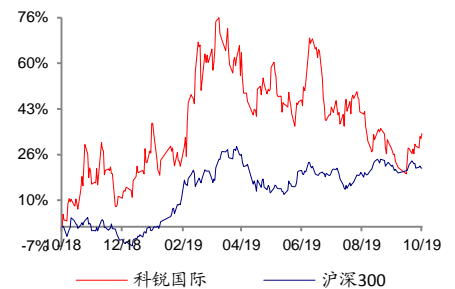
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,135	2,197	3,413	4,328	5,502
增长率(%)	30.7	93.5	55.4	26.8	27.1
EBITDA(百万元)	111	169	201	246	284
净利润(百万元)	74	118	146	178	204
增长率(%)	20.8	58.3	24.3	21.5	14.7
EPS(元/股)	0.41	0.65	0.81	0.99	1.13
市盈率(P/E)	59.98	40.69	38.18	31.43	27.40
市净率(P/B)	7.14	6.58	6.39	5.31	4.45
EV/EBITDA	35.50	26.73	25.01	19.67	16.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	31.02 元
合理价值	35 元
前次评级	增持
报告日期	2019-10-25

### 相对市场表现



### 分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

### 分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

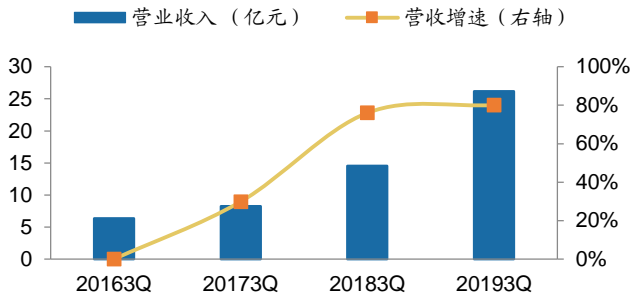
### 相关研究:

科锐国际 (300662.SZ):经营	2019-10-16
情况稳健，三季度业绩增速放缓	
科锐国际 (300662.SZ):境外	2019-09-05
并购提升盈利，灵活用工高速增长	
科锐国际 (300662.SZ):竞争	2019-07-24
优势明显的中高端人力资源服务龙头	
联系人:	高鸿
	gfgaohong@gf.com.cn

## 图表索引

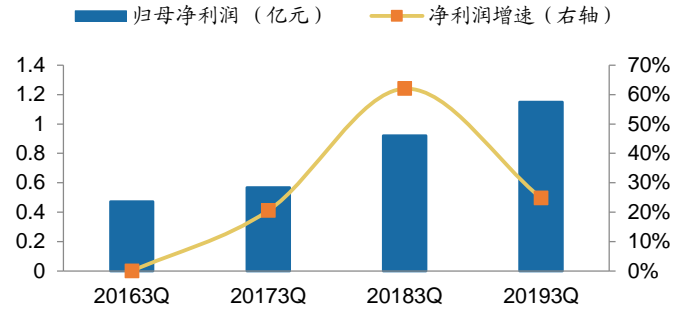
图 1: 公司前三季度实现营收 26.2 亿元, 同比增长 80.1%.....	3
图 2: 公司前三季度归母净利润同比增长 24.8%.....	3
图 3: 公司三季度营收 9.4 亿元, 同比增长 29.5%.....	3
图 4: 公司三季度归母净利润同比增长 14.4% .....	3
图 5: 公司前三季度毛利率和净利率分别为 14.3%和 4.4% .....	3
图 6: 公前三季度销售和管理费用率均有所下降 .....	3

图1: 公司前三季度实现营收26.2亿元, 同比增长80.1%



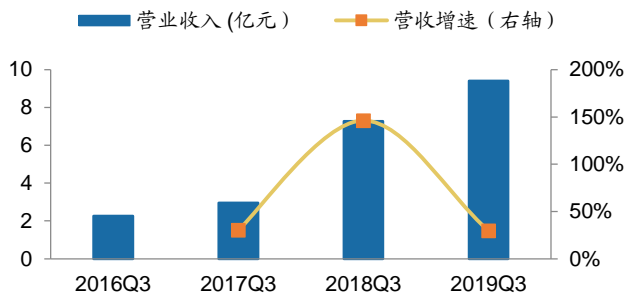
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图2: 公司前三季度归母净利润同比增长24.8%



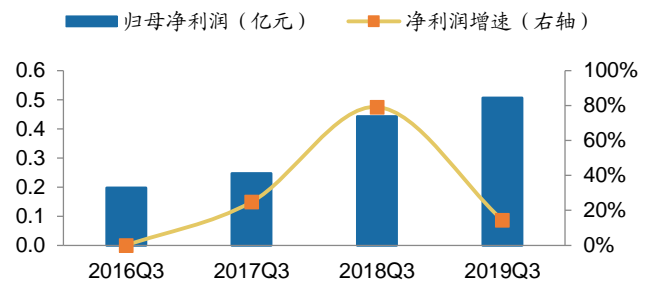
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图3: 公司三季度营收9.4亿元, 同比增长29.5%



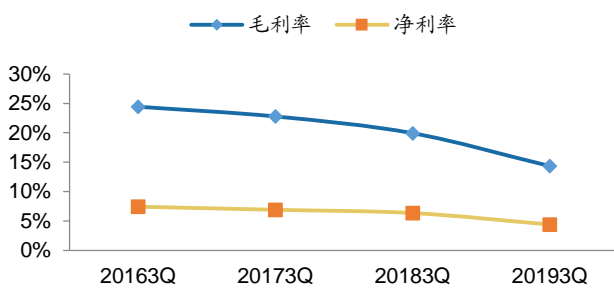
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图4: 公司三季度归母净利润同比增长14.4%



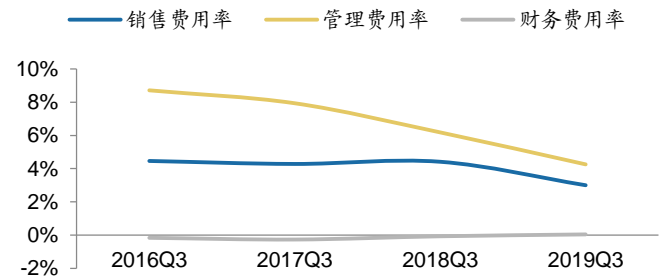
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图5: 公司前三季度毛利率和净利率分别为14.3%和4.4%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图6: 公前三季度销售和管理费用率均有所下降



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

**风险提示:** 竞争加剧导致员工流失, 经济增速放缓影响企业用人需求。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>841</b>	<b>973</b>	<b>1,320</b>	<b>1,710</b>	<b>2,186</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>133</b>	<b>265</b>	<b>176</b>	<b>245</b>
货币资金	510	334	561	748	1,004	净利润	85	137	170	207	237
应收及预付	279	578	673	853	1,045	折旧摊销	7	13	10	11	12
存货	0	0	0	0	0	营运资金变动	-1	-25	103	-21	17
其他流动资产	52	61	86	108	137	其它	2	9	-18	-21	-21
<b>非流动资产</b>	<b>82</b>	<b>405</b>	<b>400</b>	<b>399</b>	<b>398</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-32</b>	<b>-302</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
长期股权投资	4	79	79	79	79	资本支出	-17	-25	13	9	9
固定资产	8	12	16	19	21	投资变动	-16	-267	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	1	-10	2	2	2
无形资产	10	120	116	112	108	<b>筹资活动现金流</b>	<b>258</b>	<b>-9</b>	<b>-53</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期资产	59	194	189	189	189	银行借款	0	12	-60	0	0
<b>资产总计</b>	<b>923</b>	<b>1,378</b>	<b>1,720</b>	<b>2,109</b>	<b>2,584</b>	股权融资	268	6	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>257</b>	<b>511</b>	<b>674</b>	<b>856</b>	<b>1,094</b>	其他	-9	-27	7	0	0
短期借款	0	60	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>320</b>	<b>-178</b>	<b>227</b>	<b>187</b>	<b>256</b>
应付及预收	10	89	95	121	154	<b>期初现金余额</b>	<b>191</b>	<b>510</b>	<b>334</b>	<b>561</b>	<b>748</b>
其他流动负债	248	362	579	736	940	<b>期末现金余额</b>	<b>510</b>	<b>334</b>	<b>561</b>	<b>748</b>	<b>1,004</b>
<b>非流动负债</b>	<b>16</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	16	35	44	44	44						
<b>负债合计</b>	<b>273</b>	<b>546</b>	<b>719</b>	<b>901</b>	<b>1,138</b>						
股本	180	180	180	180	180						
资本公积	226	226	226	226	226						
留存收益	218	321	467	645	849						
归属母公司股东权益	625	728	873	1,051	1,255						
少数股东权益	25	104	128	157	191						
<b>负债和股东权益</b>	<b>923</b>	<b>1,378</b>	<b>1,720</b>	<b>2,109</b>	<b>2,584</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,135</b>	<b>2,197</b>	<b>3,413</b>	<b>4,328</b>	<b>5,502</b>
营业成本	880	1,799	2,892	3,674	4,697
营业税金及附加	8	12	16	21	26
销售费用	49	93	137	173	220
管理费用	87	132	171	216	275
研发费用	7	5	7	9	11
财务费用	-4	-1	-5	-10	-13
资产减值损失	2	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>164</b>	<b>208</b>	<b>257</b>	<b>297</b>
营业外收支	4	15	19	19	19
<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>180</b>	<b>227</b>	<b>276</b>	<b>316</b>
所得税	27	43	57	69	79
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>137</b>	<b>170</b>	<b>207</b>	<b>237</b>
少数股东损益	11	19	24	29	34
<b>归属母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>118</b>	<b>146</b>	<b>178</b>	<b>204</b>
EBITDA	111	169	201	246	284
EPS (元)	0.41	0.65	0.81	0.99	1.13

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	30.7%	93.5%	55.4%	26.8%	27.1%
营业利润增长	50.4%	50.6%	26.6%	23.4%	15.8%
归母净利润增长	20.8%	58.3%	24.3%	21.5%	14.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.5%	18.1%	15.3%	15.1%	14.6%
净利率	7.5%	6.2%	5.0%	4.8%	4.3%
ROE	11.9%	16.2%	16.7%	16.9%	16.2%
ROIC	60.6%	21.3%	32.6%	38.3%	46.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.6%	39.6%	41.8%	42.7%	44.0%
净负债比率	0.0%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.27	1.90	1.96	2.00	2.00
速动比率	3.20	1.85	1.90	1.94	1.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.57	1.91	2.20	2.26	2.34
应收账款周转率	4.81	5.40	5.40	5.40	5.62
存货周转率	—	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.41	0.65	0.81	0.99	1.13
每股经营现金流	0.52	0.74	1.47	0.98	1.36
每股净资产	3.47	4.04	4.85	5.84	6.97
<b>估值比率</b>					
P/E	59.98	40.69	38.18	31.43	27.40
P/B	7.14	6.58	6.39	5.31	4.45
EV/EBITDA	35.50	26.73	25.01	19.67	16.11

## 广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。
- 高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。



本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。