



中信证券研究部

核心观点



姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



杨清朴
社会服务分析师
S1010518070001

公司三季度增长符合预期：2019Q1-Q3 实现营收 26.16 亿元/+80.14%；实现归母净利润 1.15 亿元/+24.81%；扣非后归母净利润 1.02 亿元/+23.53%；剔除 Investigo 并表因素影响（约 1800 万净利），公司前三季度内生业绩增长约为 11.4%。其中，Q3 单季业绩增长约为 13.7%，核心灵活用工业务延续高增长，猎头和 RPO 业务顺周期特征下增长短期受阻，对利润端形成一定拖累。

灵活用工延续高增长，新业务拓展初具规模。19Q3 公司内生业绩增速 13.7%，环比 Q2 继续有所放缓。但从结构上来看，灵活用工收入端同比继续保持 50%-60% 增长，主要受益谷歌中国业务推广和 BPO 订单的陆续确认（Q4 仍具备持续性）。猎头和 RPO 业务预计收入端维持正增长，缘于公司自 18Q4 开始对业务覆盖的区域和行业进行垂直深耕，使得人均产出不断提升，一定程度上对冲掉周期性波动带来的影响。其他业务来看，公司此前的研发费用投入初显成效，公司目前已经形成针对大中型客户及中小型创业企业的一系列“技术+服务”的模块化产品。公司以才到平台为代表的 SaaS 系列服务的签约客户已达百家；以“即派”业务为代表的长尾客户模块产品年内客户总数升至 379 加，平台累计人选 78 万人（该部分与主业中的灵活用工派遣人数不重合），月流水过千万，较去年同期增长 213%。因此我们预计 Q3 单季其他业务（才到、即派、薪薪乐等产品）营收增速较上半年 114% 的增长有所提速。此外，19Q3 公司并表的 Investigo (52.5%权益) 收入同比增长 11.8%，权益利润约 588 万元/+17.6%（19H 贡献权益利润约 1200 万元），增长稳健。

19 年韬光养晦，技术投入+管理改善下的经营效率提升值得期待。我们认为，人力资源服务行业整体渗透率快速提升背景下，公司作为灵活用工龙头预计将持续受益。今年公司业绩增长放缓，一方面其猎头和 RPO 业务受外部经济波动的影响超预期，同时公司正在经历内部管理结构优化和人事调整带来的短期摩擦性人工成本提升。公司对比了海外成熟市场经验，并对其顾问的服务流程和职能提出了更高的标准和要求，鼓励顾问通过 BD 来进一步拓展客户和服务半径，以求达到更高的效率和人均产出。与此同时，公司在技术层面对标 Workday，今年上半年以来不断加大信息化体系建设的投入力度，对头部客户服务进行纵向延伸，同时增强对长尾客户的覆盖力度。因此，预计未来半年时间公司在面临短期管理+战略层面的优化调整对整体费用端仍将造成压力，我们维持 2019 全年业绩预期 1.45 亿。中长期来看，中国人力资源服务的属性仍非常早期，科锐在蜕变后将形成更加完善的经营模式和管理理念，有望重回内生驱动+外延并购的增长快车道。

风险因素：新项目培育不达预期，亏损资产剥离进展低于预期；扩张中管理及人才短缺风险等。

投资建议：国内目前具备独立上市条件的人力资源标的屈指可数，判断 2-3 年内科锐仍将是国内为数不多的上市平台（A 股目前仅此一家），有望在行业政策利好和资本市场优势下做大做强。公司核心灵活用工业务延续高速增长，猎头和 RPO 业务阶段性放缓，短期公司内部结构优化和技术投入增加导致费用端存在一定压力，但公司有望借此来换取更加长效的经营改善和效率提升。维持公司 2019-2021 年 EPS 预测 0.80/1.00/1.24 元，现价对应 2019、2020 年动态 PE 分别为 39x/31x，建议持续关注公司灵活用工业务拓展空间和并购机会，同时跟踪公司股权激励的相关进展，维持“增持”评级。

科锐国际	300662
评级	增持（维持）
当前价	31.02 元
总股本	180 百万股
流通股本	91 百万股
52 周最高/最低价	40.97/19.47 元
近 1 月绝对涨幅	7.51%
近 6 月绝对涨幅	85.21%
近 12 月绝对涨幅	89.14%

项目/年度	2017	2018	2019F	2020F	2021F
营业收入(百万元)	1135	2197	3582	5220	6632
营业收入增长率	30.7	93.5	63.1	45.7	27.0
归母净利润(百万元)	74	118	145	180	223
净利润增长率	20.4	58.8	22.9	24.5	23.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.47	0.47	0.80	1.00	1.24
毛利率%	22.5	18.1	15.5	14.2	13.6
净资产收益率 ROE%	11.9	16.2	17.3	17.7	18.0
PE	66	66	39	31	25
PB	8.9	7.7	6.7	5.5	4.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,135	2,197	3,582	5,220	6,632
营业成本	880	1,799	3,026	4,481	5,728
毛利率	22.46%	18.12%	15.52%	14.16%	13.63%
营业税金及附加	8	12	16	19	20
销售费用	49	93	130	173	218
营业费用率	4.31%	4.23%	3.62%	3.31%	3.29%
管理费用	95	137	189	248	295
管理费用率	8.33%	6.22%	5.26%	4.76%	4.45%
财务费用	-4	-1	13	31	39
财务费用率	-0.34%	-0.02%	0.36%	0.60%	0.60%
投资收益	4	14	0	0	0
营业利润	109	164	209	268	332
营业利润率	9.62%	7.49%	5.83%	5.13%	5.00%
营业外收入	4	16	10	10	10
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	113	180	219	278	342
所得税	27	43	59	79	95
所得税率	24.24%	23.83%	26.77%	28.23%	27.74%
少数股东损益	10	19	16	20	24
归属于母公司股东的净利润	74	118	145	180	223
净利率	6.53%	5.36%	4.04%	3.45%	3.36%
每股收益 (元) (摊薄)	0.41	0.65	0.80	1.00	1.24

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	74	118	145	180	223
少数股东权益	10	19	16	20	24
折旧和摊销	0	0	30	33	33
营运资金的变化	0	0	-275	-161	-208
其他经营现金流	-32	-32	13	31	39
经营现金流合计	36	36	-72	103	111
资本支出	-7	-7	-156	-53	0
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	31	31	0	0	0
其他	14	14	0	0	0
投资现金流合计	38	38	-156	-53	0
发行股票	1	1	-37	0	0
负债变化	0	0	481	227	140
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-17	-17	-13	-31	-39
融资现金流合计	-16	-16	432	196	101
现金及现金等价物净增加额	57	57	203	246	212

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	510	334	537	783	995
存货	0	0	0	0	0
应收账款	261	553	716	940	1,194
其他流动资产	70	86	141	205	260
流动资产	841	973	1,395	1,928	2,449
固定资产	8	12	109	88	55
长期股权投资	4	79	79	79	79
无形资产	10	120	127	131	131
其他长期资产	59	194	216	253	253
非流动资产	82	405	531	551	518
资产总计	923	1,378	1,926	2,479	2,967
短期借款	0	60	540	766	905
应付账款	1	60	9	13	17
其他流动负债	256	391	386	507	604
流动负债	257	511	935	1,287	1,527
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	35	36	37	38
非流动性负债	16	35	36	37	38
负债合计	273	546	971	1,324	1,565
股本	180	180	180	180	180
资本公积	226	226	189	189	189
少数股东权益	1,061	1,315	836	1,016	1,238
股东权益合计	25	104	120	139	164
负债股东权益总计	923	1,378	1,926	2,479	2,967

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30.7	93.5	63.1	45.7	27.0
营业利润	50.4	50.6	27.0	28.4	23.7
净利润	20.4	58.8	22.9	24.5	23.7
毛利率	9.1	7.1	15.5	14.2	13.6
EBITDA Margin	6.5	5.4	7.0	6.4	6.1
净利率	9.1	7.1	4.0	3.4	3.4
净资产收益率	7.0	9.0	17.3	17.7	18.0
总资产收益率	8.3	9.2	8.0	7.7	7.9
资产负债率	29.6	39.6	50.4	53.4	52.7
所得税率	24.2	23.8	26.8	28.2	27.7
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买 (400021) Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。