

科锐国际 (300662.SZ)

上半年国内灵活用工增长靓丽，看好长期成长空间

核心观点：

- **Q2 收入端受海外业务影响较大，业绩环比明显改善。**公司近日发布半年报。上半年公司收入和归母净利润分别为 17.6 亿元和 7367 万元，同比分别增长 5.2% 和 14.6%。其中灵活用工、猎头、RPO 营收分别为 13.9 亿元、2.4 亿元、0.5 亿元，同比分别变动+9.1%、-6.3%、-28.4%。Q2 收入端由于猎头/RPO 需求减少以及海外疫情影响，同比下降 3.8%；扣除非经常性损益以及员工限制性股票成本后净利润同比增长 43.0%，较 Q1 的下降 20.1% 环比明显改善。上半年公司为客户推荐中高端管理人员和专业岗位超过 10500 人，外包累计派出 8.74 万人次。
- **国内灵活用工业务增长良好，疫情后灵活用工有望迎来发展契机。**上半年公司国内灵活用工营收同比增长 31.1%，Q2 受国家减免社保影响，增速较 Q1 的 39%-40% 有所放缓，剔除社保影响后预计仍保持较快增长。灵活用工子公司北京欧格林（医药研发）、上海科之锐（IT&行政）以及北京亦庄收入同比分别增长 27%、35% 和 42%；净利润分别增长 87%、81% 和 97%。高端灵活用工岗位收入快速增长也带动灵活用工业务毛利率同比提升 1pct 达到 9%。疫情期间灵活用工被更多企业接受。李克强总理在 7 月的国常会强调取消对灵活就业的不合理限制，支持多渠道灵活就业。中长期来看有望为行业发展打开新契机。
- **持续深挖重点商圈，加强 To G 业务布局。**今年以来公司继续推进“前店后厂”运营模式，挖掘商圈内客户需求不断获取长尾客户。同时加大 To G 布局，与多个重点城市群和地方政府进行深度资本合作和联动。上半年公司客户中民营企业和国企占比分别为 46% 和 12%，占比持续提升。继续看好灵活用工赛道以及公司成长空间。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.99 元、1.33 元、1.63 元/股，参考历史估值中枢，给予 21 年 50X P/E 估值，对应合理价值为 66.39 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**竞争加剧导致员工流失，疫情影响企业用工需求。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,197	3,586	4,575	6,264	7,983
增长率（%）	93.5	63.2	27.6	36.9	27.4
EBITDA（百万元）	169	234	266	347	415
归母净利润（百万元）	118	152	180	242	297
增长率（%）	58.3	29.4	18.4	34.3	22.7
EPS（元/股）	0.65	0.84	0.99	1.33	1.63
市盈率（P/E）	40.69	38.06	66.14	49.25	40.15
ROE（%）	16.2	17.7	18.0	20.4	20.9
EV/EBITDA	26.73	23.27	43.13	32.62	26.80

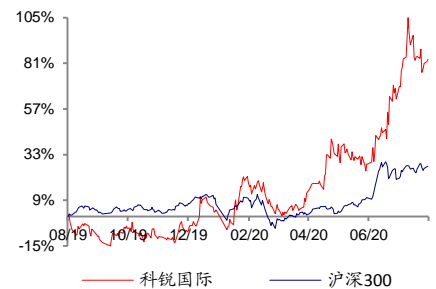
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	65.4 元
合理价值	66.39 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-26

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) :Q2 2020-07-15

业绩环比改善，看好公司长期竞争力

科锐国际 (300662.SZ) :灵活 2020-04-25

用工增长靓丽，技术投入加大持续赋能

科锐国际 (300662.SZ) :Q1 2020-04-10

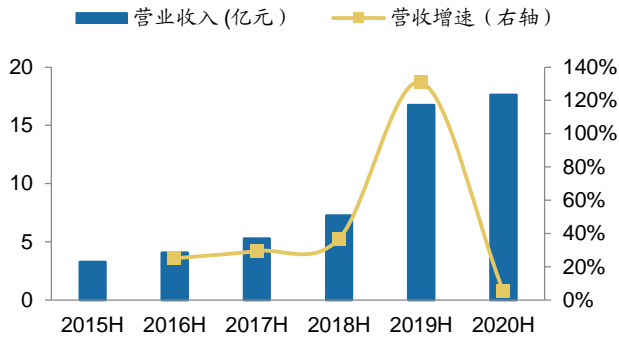
业绩维持增长，看好疫情后灵活用工需求增加

联系人：高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

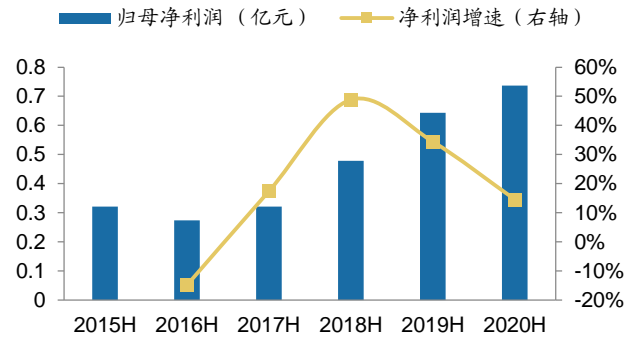
请务必阅读末页的免责声明

图1: 科锐国际上半年实现营收17.6亿元, 同比增长5.2%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 科锐国际上半年归母净利润7367万元, 同比增长14.6%



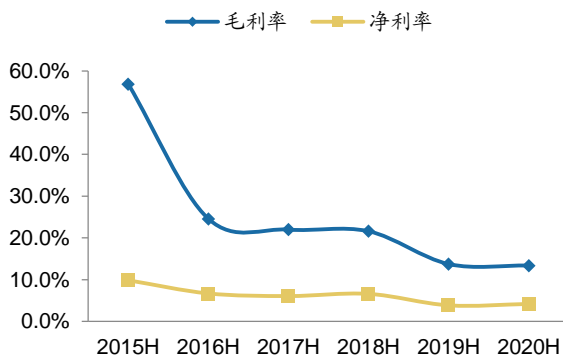
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表1: 科锐国际Q2收入增速环比下降, 业绩环比增速明显改善

单位: 亿元	2020Q1	2020Q2	2020H	2020Q1 同比	2020Q2 同比	2020H 同比
营业总收入	9.23	8.38	17.62	14.9%	-3.8%	5.2%
归母净利润	0.26	0.47	0.74	3.7%	21.7%	14.6%
扣除非经常性损益和 工限制性股票成本的 归母净利润	0.30	0.52	0.82	19.8%	33.5%	28.1%
扣非后归母净利润	0.14	0.41	0.55	-38.3%	28.5%	0.8%
扣除非经常性损益和 工限制性股票成本的 归母净利润	0.18	0.45	0.63	-20.1%	43.0%	16.8%

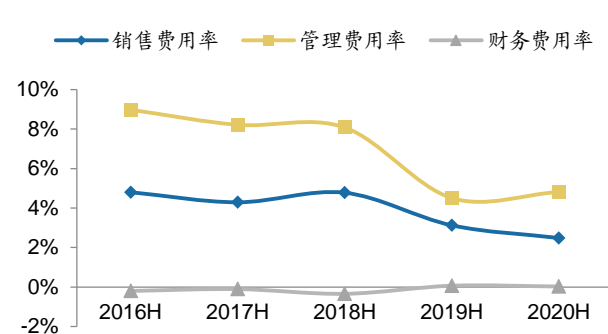
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 上半年科锐国际毛利率和净利率基本持平



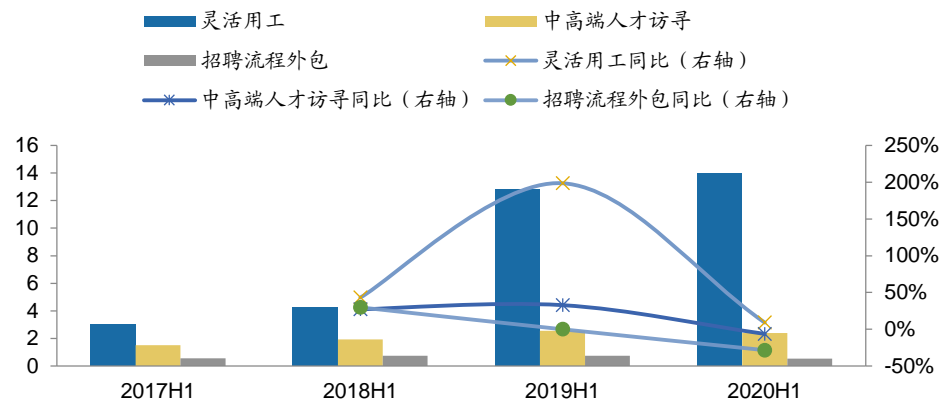
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 上半年科锐国际销售费用率下降0.6pct, 管理费用率上升0.3pct



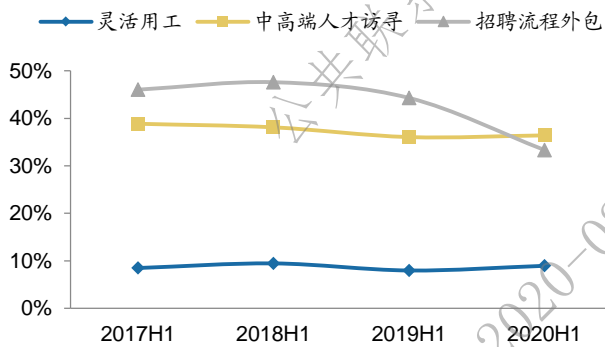
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 科锐国际各项业务收入规模 (亿元) 和同比增速



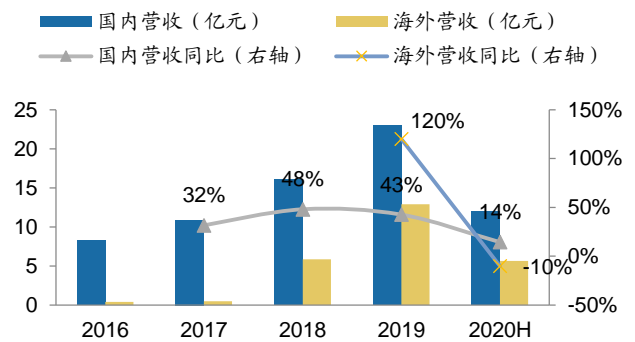
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 科锐国际各项业务毛利率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 科锐国际国内和海外营收和同比增速



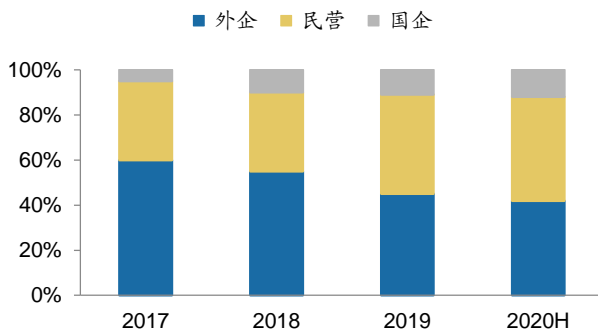
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 科锐国际主要子公司2020年上半年收入和净利润

子公司	主要业务	19H 营业收入 (亿元)	19H 净利润 (亿元)	20H 营业收入 (亿元)	20H 净利润 (亿元)	20H 收入同比	20H 净利润同比
北京欧格林	灵活用工 (医药研发岗位)	0.66	0.09	0.84	0.17	26.6%	87.3%
上海科之锐	灵活用工 (IT 研发工程师岗位、办公室行政岗位)	4.17	0.18	5.61	0.33	34.5%	80.9%
Investigo	猎头、灵活用工	5.97	0.23	5.15	0.14	-13.7%	-39.9%
北京亦庄	灵活用工	0.61	0.09	0.87	0.18	41.8%	97.3%

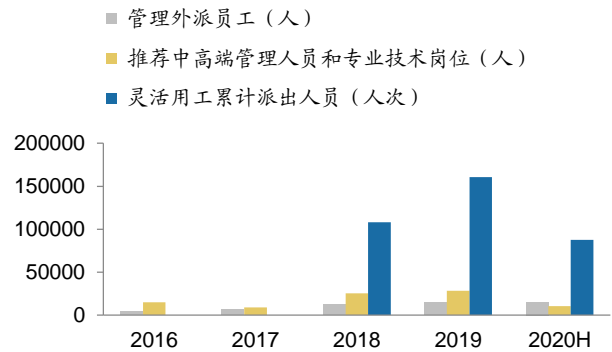
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 科锐国际民营企业 and 国企客户占比持续上升



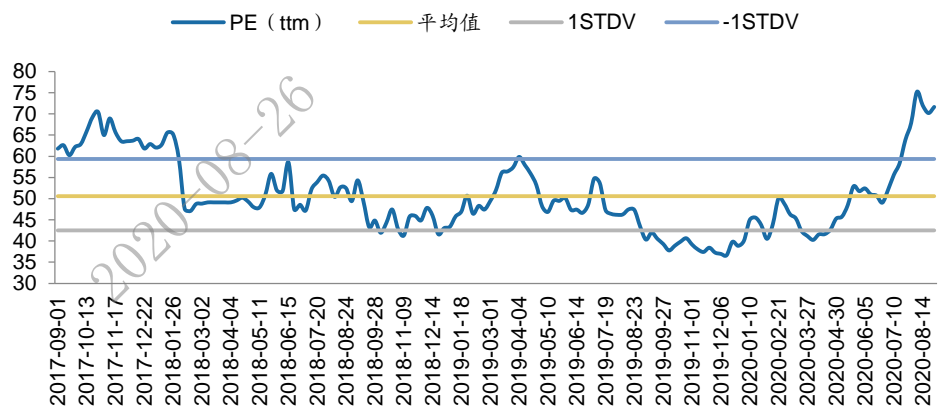
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 科锐国际上半年外包累计派出84700人次, 同比增长14.8%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 科锐国际历史P/E估值中枢为50X左右



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	973	1,249	1,587	2,042	2,459	经营活动现金流	133	123	177	264	323
货币资金	334	392	495	638	844	净利润	137	179	211	278	337
应收及预付	578	792	999	1,243	1,412	折旧摊销	13	22	18	19	20
存货	0	0	0	0	0	营运资金变动	-26	-87	-49	-30	-30
其他流动资产	61	65	94	160	203	其它	9	9	-2	-2	-4
非流动资产	405	435	462	506	542	投资活动现金流	-302	-39	-42	-60	-52
长期股权投资	79	86	101	116	131	资本支出	-25	-27	-20	-35	-28
固定资产	12	10	20	30	38	投资变动	-267	-12	-20	-20	-20
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-10	1	-2	-5	-4
无形资产	120	126	118	124	124	筹资活动现金流	-9	-27	-33	-61	-66
其他长期资产	194	213	223	236	249	银行借款	702	1,462	8	-5	0
资产总计	1,378	1,684	2,049	2,548	3,001	股权融资	6	36	0	0	0
流动负债	511	658	852	1,127	1,307	其他	-716	-1,525	-41	-56	-66
短期借款	60	32	40	35	35	现金净增加额	-176	58	102	144	206
应付及预收	89	108	152	209	275	期初现金余额	510	334	392	495	638
其他流动负债	362	517	660	883	998	期末现金余额	334	392	495	638	844
非流动负债	35	38	38	38	38						
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	35	38	38	38	38						
负债合计	546	695	889	1,165	1,345						
股本	180	182	182	182	182						
资本公积	226	260	260	260	260						
留存收益	321	450	590	777	1,009						
归属母公司股东权益	728	861	1,002	1,189	1,421						
少数股东权益	104	128	159	195	235						
负债和股东权益	1,378	1,684	2,049	2,548	3,001						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,197	3,586	4,575	6,264	7,983
营业成本	1,799	3,073	3,973	5,464	6,999
营业税金及附加	12	19	24	33	41
销售费用	93	114	128	163	196
管理费用	132	162	192	263	335
研发费用	5	8	10	13	17
财务费用	-1	-1	-8	-10	-13
资产减值损失	-6	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	3	3	4
营业利润	164	217	276	364	441
营业外收支	15	16	0	0	0
利润总额	180	234	276	364	441
所得税	43	55	65	86	104
净利润	137	179	211	278	337
少数股东损益	19	27	31	36	40
归属母公司净利润	118	152	180	242	297
EBITDA	169	234	266	347	415
EPS (元)	0.65	0.84	0.99	1.33	1.63

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	93.5%	63.2%	27.6%	36.9%	27.4%
营业利润增长	50.6%	32.1%	27.1%	31.7%	21.3%
归母净利润增长	58.3%	29.4%	18.4%	34.3%	22.7%
获利能力					
毛利率	18.1%	14.3%	13.2%	12.8%	12.3%
净利率	6.2%	5.0%	4.6%	4.4%	4.2%
ROE	16.2%	17.7%	18.0%	20.4%	20.9%
ROIC	13.3%	15.8%	15.8%	17.7%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	41.3%	43.4%	45.7%	44.8%
净负债比率	65.6%	70.3%	76.7%	84.2%	81.2%
流动比率	1.90	1.90	1.86	1.81	1.88
速动比率	1.85	1.87	1.82	1.77	1.84
营运能力					
总资产周转率	1.59	2.13	2.23	2.46	2.66
应收账款周转率	3.97	4.63	4.74	5.21	5.89
存货周转率	—	—	—	—	—
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.84	0.99	1.33	1.63
每股经营现金流	0.74	0.68	0.97	1.45	1.77
每股净资产	4.04	4.73	5.49	6.52	7.79
估值比率					
P/E	40.69	38.06	66.14	49.25	40.15
P/B	6.58	6.73	11.90	10.03	8.39
EV/EBITDA	26.73	23.27	43.13	32.62	26.80

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，2019年新财富批零和社会服务业第四名。
- 安鹏：联席首席分析师，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，2019年新财富批零和社会服务业第四名。
- 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，2019年新财富批零和社会服务业第四名。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员，2019年新财富能源开采行业第一名成员。
- 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，2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

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	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。