

灵活用工平滑周期保持高增速，股权激励深度绑定管理团队

——科锐国际 (300662.SZ) 2019 年三季度报年报点评

公司简报

◆**营收保持高速增长，内生业绩显著回暖：**前三季度营收 26.16 亿 /+80.14%，净利 1.15 亿 /+24.81%，增速差异来自毛利率大幅下降。另，扣非净利 1.02 亿 /+23.53%，EPS0.64 元/股，处于业绩预告中值附近。investigo 前三季度营收同增 11.8%，净利润 1600 万，剔除 investigo 并表影响 (2018 年 6 月并表)，扣非净利 8582.17 万 /+11.19%。毛利率 14.34%/-5.59pct，主因灵活用工业务收入占比提升 (含 investigo 并表影响)、公司向二三线城市下沉所致。销售费用率 3.00%/-1.41pct，管理费用率 4.26%/-1.92pct，财务费用率 0.04%/+0.11pct，研发费用率 0.17%/-0.40pct。

其中，Q3 单季营收 9.41 亿 /+29.53%、受国内宏观经济影响及 investigo 并表影响增速回落，净利 5062 万 /+14.43%，扣非净利 4773 万 /+23.12%，毛利率 15.4%/-2.83% (环比 Q2+0.7%)。Q3 内生业绩增速约 15% (19Q2 上半年内生业绩增速约 13%)，内生业绩较二季度显著回暖。

◆**灵活用工持续增长，中高端人才寻访业务增速放缓：**前三季度灵活用工业务依靠 investigo 并表以及自身业务发展延续高速增长，预计 Q3 内生营收增长保持在 50%+，目前外派员工 1.45 万人，同比增长 39.4%，外派累计派出人员 11.7 万。受宏观经济周期影响，中高端人才寻访增速较去年有所放缓，RPO 业务基本保持平稳，公司正推动业务垂直升级，调整内部组织结构，改善公司盈利能力。

◆**灵活用工强势不变，股权激励落地绑定管理层：**宏观经济增长放缓的背景下，抗周期性业务灵活用工有望维持较快增长，继续作为公司长期高速增长核心驱动力。

公司公告 2019 股权激励方案，拟向 96 名激励对象授予 360 万股 (占公司股本 2%)，分三期解禁，解禁条件为收入或利润考核 (19-21 年营收分别+50%/+80%/+120%或者 19-21 年净利分别+18%/40%/+70%)，激励目标逐年递增，和公司管理层利益深度绑定，为公司未来增长奠定基础。

◆**盈利预测：**公司作为人力资源龙头企业，仍处于高速增长时期。我们维持 19-21 年 EPS 为 0.82 /1.09/1.52 元，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动影响中高端业务下滑，并购项目不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,135	2,197	3,422	4,339	5,787
营业收入增长率	30.75%	93.54%	55.77%	26.81%	33.36%
净利润 (百万元)	74	118	148	197	274
净利润增长率	20.78%	58.30%	26.09%	32.72%	38.99%
EPS (元)	0.41	0.65	0.82	1.09	1.52
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.90%	16.16%	17.40%	19.26%	21.71%
P/E	72	46	36	27	20
P/B	8.6	7.4	6.3	5.2	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 5 日

增持 (维持)

分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebsecn.com

联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.80
总市值(亿元)：60.59
一年最低/最高(元)：19.43/41.64
近 3 月换手率：49.48%

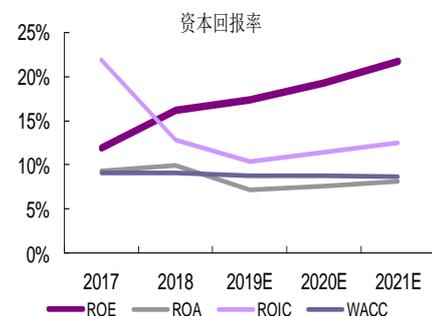
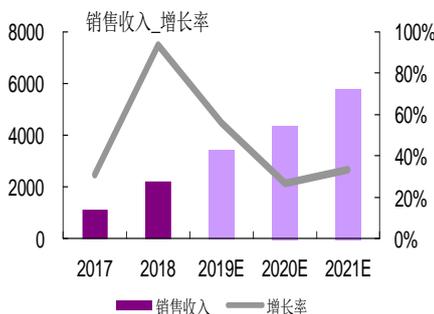
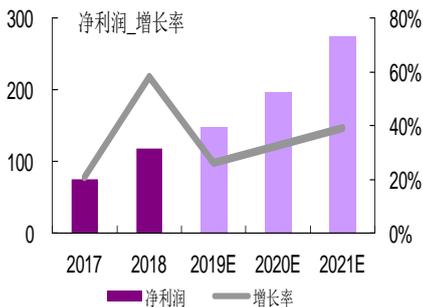
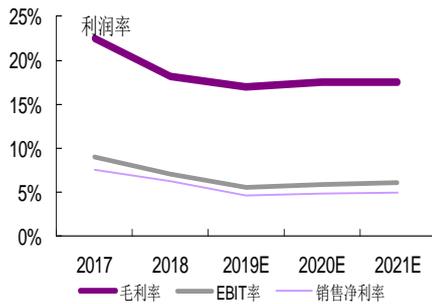
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.26	-16.24	25.44
绝对	0.18	-11.30	37.48

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,135	2,197	3,422	4,339	5,787
营业成本	880	1,799	2,840	3,580	4,774
折旧和摊销	7	13	13	19	23
营业税费	8	12	34	43	58
销售费用	49	93	147	187	249
管理费用	95	132	205	260	347
财务费用	-4	-1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	0	0	0
营业利润	109	164	190	255	352
利润总额	113	180	206	270	367
少数股东损益	11	19	11	11	11
归属母公司净利润	74	118	148	197	274

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	923	1,378	2,220	2,738	3,496
流动资产	841	973	1,649	2,093	2,799
货币资金	510	334	684	868	1,157
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	261	553	791	1,003	1,337
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	48	57	113	143	191
存货	0	0	0	-3	-3
可供出售投资	10	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	79	79	79	79
固定资产	8	12	125	193	243
无形资产	10	120	114	108	103
总负债	273	546	1,252	1,589	2,098
无息负债	273	486	725	940	1,239
有息负债	0	60	526	649	859
股东权益	650	832	968	1,149	1,398
股本	180	180	180	180	180
公积金	238	243	258	277	305
未分配利润	207	304	414	564	775
少数股东权益	25	104	115	126	137

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	93	133	58	191	195
净利润	74	118	148	197	274
折旧摊销	7	13	13	19	23
净营运资金增加	55	327	304	226	402
其他	-44	-324	-407	-250	-504
投资活动产生现金流	-32	-302	-146	-100	-75
净资本支出	-17	-25	-146	-100	-75
长期投资变化	4	79	0	0	0
其他资产变化	-19	-356	0	0	0
融资活动现金流	258	-9	438	92	169
股本变化	45	0	0	0	0
债务净变化	0	60	466	123	210
无息负债变化	54	213	239	215	299
净现金流	320	-176	350	183	290

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.75%	93.54%	55.77%	26.81%	33.36%
净利润增长率	20.78%	58.30%	26.09%	32.72%	38.99%
EBITDA 增长率	43.66%	53.79%	20.78%	34.70%	37.11%
EBIT 增长率	43.56%	52.49%	22.44%	33.95%	38.14%
估值指标					
PE	72	46	36	27	20
PB	9	7	6	5	4
EV/EBITDA	47	34	30	23	17
EV/EBIT	50	36	32	24	18
EV/NOPLAT	66	48	41	32	24
EV/Sales	5	3	2	1	1
EV/IC	15	6	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.46%	18.12%	17.00%	17.50%	17.50%
EBITDA 率	9.62%	7.65%	5.93%	6.30%	6.47%
EBIT 率	8.97%	7.07%	5.55%	5.87%	6.08%
税前净利润率	9.94%	8.19%	6.01%	6.22%	6.34%
税后净利润率 (归属母公司)	6.55%	5.36%	4.34%	4.54%	4.73%
ROA	9.26%	9.94%	7.18%	7.59%	8.14%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.90%	16.16%	17.40%	19.26%	21.71%
经营性 ROIC	21.87%	12.87%	10.41%	11.41%	12.52%
偿债能力					
流动比率	3.27	1.90	1.33	1.32	1.33
速动比率	3.27	1.90	1.33	1.32	1.34
归属母公司权益/有息债务	-	12.11	1.62	1.58	1.47
有形资产/有息债务	-	18.18	3.69	3.80	3.76
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.41	0.65	0.82	1.09	1.52
每股红利	0.08	0.13	0.15	0.20	0.27
每股经营现金流	0.52	0.74	0.32	1.06	1.08
每股自由现金流(FCFF)	0.08	-1.19	-1.58	-0.54	-0.97
每股净资产	3.47	4.04	4.74	5.68	7.01
每股销售收入	6.31	12.20	19.01	24.11	32.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼