

证券研究报告

公司研究

公司点评

科锐国际 (300662.SZ)

投资评级 增持

上次评级 买入

范欣悦 教育人服行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

毛利率环比改善，宏观经济致猎头承压

2023年08月24日

事件: 公司发布半年报, 23H1, 公司实现收入 47.5 亿元、同增 7.9%, 归母净利润 1.0 亿元、同减 25.9%, 扣非后净利润 0.7 亿元、同减 37.3%。23Q2, 公司实现收入 23.6 亿元、同增 6.6%, 归母净利润 0.6 亿元、同减 18.4%。

公司以 0.3 亿元的自有资金收购控股子公司亦庄国际 4.5% 的股权, 交易完成后, 将持有亦庄国际 72.5% 的股权。

点评:

- **灵活用工稳定增长, 猎头业务承压。** 23H1, 灵活用工实现收入 43.3 亿元、同增 13.0%, 截至 6 月末管理外包员工 3.27 万人、较 3 月末增长约 1179 人次。受宏观经济影响, 招聘类业务恢复缓慢, 中高端人才访寻收入 2.3 亿元、同减 38.5%; 招聘流程外包收入 0.3 亿元、同减 47.0%。
- **Investigo 业绩受海外猎头影响。** 23H1, Investigo 实现收入 12.0 亿元、同增 15.7%, 实现净利润 0.4 亿元、同减 42.0%。我们估计, investigo 净利润下滑的主要原因是海外宏观经济形势及去年海外猎头高基数的共同影响。
- **毛利率环比改善。** 23H1, 公司毛利率同减 2.26pct 至 7.63%, 其中灵活用工毛利率同减 0.9pct 至 6.2%, 中高端人才访寻毛利率同减 8.3pct 至 29.1%, 招聘流程外包同减 13.2pct 至 16.2%。23Q2 公司毛利率较 Q1 提升 0.9pct 至 8.1%, 环比改善。
- **期间费用率控制良好。** 23H1, 销售费用率同减 0.3pct 至 2.0%, 管理费用同增 0.1pct 至 2.5%, 研发费用率同增 0.1pct 至 0.5%, 财务费用率同减 0.2pct 至 -0.1%。
- **持续科技赋能, 提升招聘效率。** 23H1, 公司技术总投入 1.0 亿元、同增 30.8%。不断完善“技术+服务+平台”的全产业链生态模式, 持续加大技术投入大力推进内部数字化建设与各垂直招聘平台、产业互联平台、人力资源管理 SaaS 等产品开发, 加强线上平台与线下服务产品的协同。公司服务中台招聘效率及灵活用工业务的服务中台管理能力进一步提升。
- **投资建议:** 23H1 受国内外宏观经济的影响, 招聘业务下滑致业绩承压, 灵活用工依然稳定增长。下调 2022~24 年 EPS 至 1.42/1.86/2.34 元/股, 当前股价对应 PE 为 25x/19x/15x, 给予“增持”评级。
- **风险因素:** 招聘市场低迷对猎头、RPO 业务的负面影响; 宏观经济对人力资源服务行业的影响。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,010	9,092	10,571	13,184	16,433
增长率 YoY %	78.3%	29.7%	16.3%	24.7%	24.6%
归属母公司净利润 (百万元)	253	291	279	366	460
增长率 YoY%	35.5%	15.1%	-3.9%	30.9%	25.7%
毛利率%	11.5%	9.7%	8.2%	8.4%	8.5%
净资产收益率ROE%	12.3%	12.8%	11.1%	12.9%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.28	1.48	1.42	1.86	2.34
市盈率 P/E(倍)	27.12	23.56	24.50	18.71	14.89
市净率 P/B(倍)	3.34	3.03	2.73	2.42	2.12

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,735	3,051	3,484	4,141	4,973	
货币资金	1,076	1,123	1,634	1,513	2,307	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,548	1,810	1,683	2,454	2,429	
预付账款	18	22	26	33	41	
存货	0	0	0	0	0	
其他	92	96	140	141	196	
非流动资产	653	697	727	738	747	
长期股权投资	117	137	154	172	190	
固定资产	11	11	8	5	1	
无形资产	187	238	244	258	263	
其他	339	311	321	303	294	
资产总计	3,388	3,748	4,212	4,878	5,720	
流动负债	1,072	1,199	1,385	1,691	2,081	
短期借款	42	37	40	44	49	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	79	93	111	142	173	
其他	951	1,070	1,235	1,505	1,859	
非流动负债	102	98	98	98	98	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	102	98	98	98	98	
负债合计	1,174	1,297	1,483	1,789	2,178	
少数股东权益	164	188	221	263	313	
归属母公司	2,051	2,263	2,507	2,827	3,229	
负债和股东权益	3,388	3,748	4,212	4,878	5,720	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,010	9,092	10,571	13,184	16,433	
同比	78.3%	29.7%	16.3%	24.7%	24.6%	
归属母公司净利润	253	291	279	366	460	
同比	35.5%	15.1%	-3.9%	30.9%	25.7%	
毛利率(%)	11.5%	9.7%	8.2%	8.4%	8.5%	
ROE%	12.3%	12.8%	11.1%	12.9%	14.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.28	1.48	1.42	1.86	2.34	
P/E	27.12	23.56	24.50	18.71	14.89	
P/B	3.34	3.03	2.73	2.42	2.12	
EV/EBITDA	26.04	17.12	12.36	9.80	6.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,010	9,092	10,571	13,184	16,433	
营业成本	6,203	8,212	9,702	12,076	15,033	
营业税金及...	42	44	46	57	72	
销售费用	169	193	224	280	349	
管理费用	216	223	260	317	395	
研发费用	39	43	50	63	78	
财务费用	11	-3	-3	-8	-6	
减值损失合	0	-7	0	0	0	
投资净收益	3	0	0	1	1	
其他	18	47	56	70	87	
营业利润	351	420	348	469	600	
营业外收支	37	57	59	61	62	
利润总额	388	477	407	530	662	
所得税	93	110	94	122	153	
净利润	295	367	313	408	509	
少数股东损	42	76	34	42	49	
归属母公司	253	291	279	366	460	
EBITDA	435	507	435	561	701	
EPS(当年)	1.35	1.49	1.42	1.86	2.34	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-43	338	613	-21	910	
净利润	295	367	313	408	509	
折旧摊销	76	84	91	101	108	
财务费用	4	8	-3	-8	-6	
投资损失	-3	0	0	-1	-1	
营运资金变	-407	-127	272	-460	362	
其它	-7	7	-59	-61	-63	
投资活动现金流	-38	-175	-61	-49	-54	
资本支出	-32	-64	-45	-29	-34	
长期投资	-6	-104	-11	-16	-16	
其他	1	-7	-5	-4	-4	
筹资活动现金流	672	-131	-41	-51	-62	
吸收投资	757	3	-1	0	0	
借款	2,296	2,780	3	4	5	
支付利息或股息	-35	-63	-43	-55	-67	
现金流净增加额	590	39	511	-121	793	

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。