

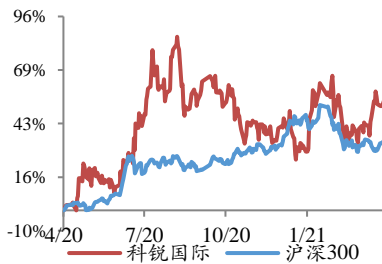
## 灵活用工内生增长亮眼，线上线下发力实现资源整合

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-04-25

收盘价(元)	57.25
近12个月最高/最低(元)	69.09/37.22
总股本(百万股)	183
流通股本(百万股)	181
流通股比例(%)	98.85
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	103

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 相关报告

1. 科技赋能、锐意进取，人服行业先行者 2021-04-16

### 主要观点：

#### ● 事件

公司发布2020年度报告：实现营业收入39.32亿元，同比增长9.65%；实现归母净利润1.86亿元，同比增长22.38%；基本每股收益1.035元。

#### ● 灵工业务为收入贡献主力，内生增长表现亮眼

分业务来看，**(a) 灵工业务保持快速增长**，该业务实现营业收入31.12亿元，占总营收的比例达79%（2018、2019年分别为69%、77%），同比增长12.53%，且毛利率水平较前值提升0.6pct至9.19%。若剔除海外疫情的影响，中国大陆的灵工业务营收同比（按上期同口径）增长达40%，内生增长表现亮眼。受疫情的影响，**(b) 中高端人才访寻业务营收同比下降11.67%**，占总营收比例降至12%（2018、2019年占比分别为20%和15%），值得注意的是，疫情冲击致国内招聘需求放缓的情况下，公司中高端人才访寻业务的毛利率反而提升了0.34pct至36.42%，印证公司以“区域+职能+行业”的矩阵式的深耕拓展在行业内已形成相对竞争优势。**(c) 而招聘流程外包业务RPO营收同比下降26.05%**，占总营收比例降至3%（2018、2019分别为7%和4%）。

#### ● 借力资本巩固线上产品，科技赋能有望实现降本提效

公司于2021年2月10日发布定增说明书（二次修订稿），拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过7.6亿元。其中，拟投资3.3亿元用于数字化转型人力资本平台建设项目（总投资约4.7亿元）；2.3亿元用于集团信息化升级建设项目（总投资约3.2亿元）。报告期内，公司研发费用约1453万元，同比增长91.52%，主要用于开展系统平台、信息化平台及SaaS云建设。费用端：疫情影响致人工成本有所下降；销售费用同比降低12.39%；若扣减限制性股票成本后管理费用同比降低4.59%，销售管理费用率（营收口径）降至7.1%。随着线上产品不断完善升级叠加疫情影响淡化，公司成本管控及运营能力有望迎来进一步提升。

#### ● “广、精、深”拓展夯实主业，布局政府、国企服务生态

公司在聚焦粤港澳大湾区、长三角、长江中下游、京津冀、成渝五大经济商圈的同时，持续推进“前店后厂”运营模式，细分职能岗位，已形成300余个利润中心，配以后厂的专注支持、双轮驱动。报告期内年度收费客户5300余家，其中新增收费客户1500余家。公司通过混改、成立合资公司、共同设立创新创业产业基金等多种方式与多个重点城市群、地方政府进行深度资本合作与业务联动。2020年1月与国投人力合资设立“国投科锐（海南）人力科技有限公司”战略部署海南自贸区，2020年5月与河南汇融人力资源管理有限公司签署战略合作协议，设立“河南汇融科锐人力资源有限公司”，持续布局“大政府”液业务生态。

#### ● “禾蛙”平台意在整合资源，促进行业实现共商共建共享

报告期内，公司加大人力资源互联网平台建设，其中包括以科锐数字科技为主体的“城市人才大脑”及重点布局推广的人力资源生态平台“禾蛙”平台等。截止报告期末，科锐即派盒子 (Gee-Box) 聚合同行合作伙伴近 3500 家；禾蛙聚合猎企 194 家，入驻顾问 830 余人，协同服务客户 781 家，服务岗位 5969 个；天津津南区落地的区就业云超市，注册企业 514 家，发布岗位 472 个。“禾蛙”平台的上线，意在整合行业资源，有望突破“人服行业”以往中小型企业偏向“单店盈利”的经营模式，减少行业资源浪费，提升效率的同时优化行业竞争格局。

#### ● 投资建议

公司作为人力资源行业全产业链服务龙头企业之一，充分受益于灵活用工市场的快速扩容，叠加中高端人才访寻业务有望复苏与招聘流程外包 RPO 的渗透提升，未来发展可期。“一体两翼”战略框架下，线上产品研发、线下运营管理齐发力，科技赋能造就三大主业协同并进。“区域铺开”与“行业纵深”双维度并购，进一步巩固规模优势。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.30、1.62、2.02 元/股，对应当前股价 PE 分别为 44、35、28 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业竞争加剧、人工成本大幅上涨、持续扩张带来的管理和整合风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3932	5382	7168	9327
收入同比 (%)	9.6%	36.9%	33.2%	30.1%
归属母公司净利润	186	237	297	369
净利润同比 (%)	22.4%	27.1%	25.3%	24.4%
毛利率 (%)	13.6%	13.4%	13.3%	13.2%
ROE (%)	17.9%	18.6%	18.9%	19.0%
每股收益 (元)	1.04	1.30	1.62	2.02
P/E	52.27	44.19	35.27	28.34
P/B	9.53	8.21	6.66	5.39
EV/EBITDA	38.21	31.58	25.38	20.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1451	1945	2541	3303	<b>营业收入</b>	3932	5382	7168	9327
现金	486	597	773	995	营业成本	3398	4663	6215	8094
应收账款	873	1211	1595	2082	营业税金及附加	22	29	39	51
其他应收款	69	100	128	168	销售费用	99	156	229	298
预付账款	21	34	41	55	管理费用	179	221	294	392
存货	0	0	0	0	财务费用	-4	-1	-2	-2
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	534	598	661	727	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	110	120	130	140	投资净收益	3	4	5	6
固定资产	11	13	15	16	<b>营业利润</b>	244	331	415	522
无形资产	171	216	254	296	营业外收入	28	23	26	26
其他非流动资产	241	248	262	275	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1985	2543	3202	4030	<b>利润总额</b>	271	354	441	548
<b>流动负债</b>	760	1047	1368	1777	所得税	64	83	104	129
短期借款	38	43	49	52	<b>净利润</b>	208	270	338	419
应付账款	43	91	111	142	少数股东损益	21	34	41	50
其他流动负债	678	912	1208	1583	<b>归属母公司净利润</b>	186	237	297	369
<b>非流动负债</b>	43	43	43	43	EBITDA	247	314	384	475
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	1.30	1.62	2.02
其他非流动负债	43	43	43	43					
<b>负债合计</b>	802	1090	1411	1820					
少数股东权益	145	178	219	269					
股本	183	183	183	183					
资本公积	302	302	302	302					
留存收益	554	790	1087	1457					
归属母公司股东权益	1038	1275	1572	1941					
<b>负债和股东权益</b>	1985	2543	3202	4030					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	201	162	219	269	<b>成长能力</b>				
净利润	186	237	297	369	营业收入	9.6%	36.9%	33.2%	30.1%
折旧摊销	29	17	15	15	营业利润	12.5%	35.5%	25.4%	25.7%
财务费用	-2	1	1	2	归属于母公司净利	22.4%	27.1%	25.3%	24.4%
投资损失	-3	-4	-5	-6	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-22	-100	-104	-135	毛利率 (%)	13.6%	13.4%	13.3%	13.2%
其他经营现金流	220	348	416	528	净利率 (%)	4.7%	4.4%	4.1%	4.0%
<b>投资活动现金流</b>	-81	-55	-47	-49	ROE (%)	17.9%	18.6%	18.9%	19.0%
资本支出	-39	-43	-37	-40	ROIC (%)	13.7%	15.2%	15.3%	15.5%
长期投资	-42	-10	-10	-10	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1	-1	0	1	资产负债率 (%)	40.4%	42.8%	44.1%	45.2%
<b>筹资活动现金流</b>	-25	4	5	1	净负债比率 (%)	67.8%	75.0%	78.8%	82.3%
短期借款	6	5	6	3	流动比率	1.91	1.86	1.86	1.86
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.88	1.83	1.83	1.83
普通股增加	1	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	42	0	0	0	总资产周转率	1.98	2.12	2.24	2.31
其他筹资现金流	-74	-1	-1	-2	应收账款周转率	4.50	4.44	4.49	4.48
<b>现金净增加额</b>	93	111	176	222	应付账款周转率	79.13	51.08	56.02	56.96
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.04	1.30	1.62	2.02
					每股经营现金流薄)	1.10	0.89	1.20	1.47
					每股净资产	5.68	6.97	8.60	10.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	52.27	44.19	35.27	28.34
					P/B	9.53	8.21	6.66	5.39
					EV/EBITDA	38.21	31.58	25.38	20.06

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 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；
- 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。