



## 买入（维持）

所属行业：休闲服务  
当前价格(元)：53.90

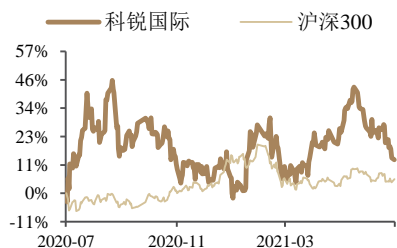
### 证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.15	-6.94	-0.85
相对涨幅(%)	-8.39	-9.12	-2.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《科锐国际(300662.SZ)：灵工行业机遇现，生态布局壁垒坚》，2021.6.6

# 科锐国际：中报业绩预增 33-48%超预期，Q2 技术研发灵工岗需求高增长

### 投资要点

- 科锐国际发布 2021 年中报预告：1) 2021H1：**预计归母净利润 0.98-1.09 亿元，同增 33%-48%（中位数 40.5%），超预期，根据我们对公司灵活用工外包员工数量的跟踪以及各项业务的拆分测算，我们判断大概率或有望落在上区间。**2) 经营利润：**扣除员工持股&非经后的归母净利 0.89-1.00 亿元，同增 41%-58%（中位数 49.5%）。**3) 21Q2：**预计归母净利润 0.59-0.70 亿元，同增 25%-48%（中位数 36.5%）。
- 灵活用工 Q2 收入预测同增 140%实现加速发展，英国子公司 Q2 经营预测基本恢复至疫情前水平。1) 21Q2：**我们测算国内猎头收入预计 YOY+40%/环比 Q1 增速持平，国内 RPO 收入 YoY+30%/环比 Q1 增速持平，国内灵活用工 YoY+140%/环比 Q1 增速 95%预计加速。英国 Investigo 21Q2 营收恢复到接近疫情前水平，猎头收入同增 90%，灵活用工收入同增 10%+。**21Q2 的岗位增量中，我们从岗位分布的拆分测算来看，预计以技术研发岗位增长驱动为主，新媒体等龙头互联网客户对科锐的合作关系持续加密，IT 灵活用工岗位需求快速增长；碳中和领域中，风电、新能源等领域公司均拥有众多龙头客户深度服务，有望持续享受未来产业升级红利；医药条线同样继续保持高增速。2) 21H1：**预计国内猎头业务收入同增 40%+，国内 RPO 收入同增 30%，国内灵活用工收入增速 120%；英国猎头收入同增 40%，英国灵活用工收入同增 10-15%。
- 灵活用工聚焦医药+研发+IT 高端岗位，高壁垒强赋能奠定服务费率基石，中长期布局禾蛙+HR SaaS 打造多增长极，看好公司长期增长潜力。1) 聚焦高端岗位：**公司灵活用工业务纵向深耕医药大健康+技术研发等高端岗位，核心解决客户对于中高端人才的招聘痛点，招聘难度大且壁垒高，净服务费率达 15%为业内第一且长期保持稳定，依靠为客户实际创造的增量价值，来奠定公司高毛利率。**2) 护城河坚固：**①公司多年在医药+研发+IT 领域的深耕经验，积累了大量优质、有效的人才库，在难招岗位保证公司专业招聘能力；②公司猎头起家，头部猎头&强运营民企基因，培养出一只高效且业内最快速响应和满足客户需求的灵活用工团队，协同效应显著；③公司多年来持续布局中台数字化+平台化产品（即派&医脉等），运营系统人效更高更精准，进一步拉大与同行的差距。**3) 远期增长潜力：**目前国内灵活用工渗透率 1~2%，相比欧洲/美国的 4%~10%处于低位，未来行业红利可期。此外，公司中长期布局猎头领域“贝壳网”——禾蛙，以及持续投资 HR SaaS 业务（才到云），短中期助力内部效能提升，中长期有望成第三业绩增长极，奠定长期成长。
- 投资建议：**灵活用工行业处于大发展时期，后续仍有 5-8 年红利释放期，公司凭借前端招聘优势+人才库支持成长空间可期。叠加公司中长期战略清晰，布局“技术+服务+平台”全产业链业务生态模式，护城河深厚。预计公司 2021-2023 年的营收分别为 57/78/102 亿元，对应增速为 46%/37%/31%，归母净利润为 2.38/3.10/3.95 亿元，对应增速分别为 28%/30%/27%，当前股价对应 PE 分别为 41X、32X、25X，继续看好公司未来发展潜力。
- 风险提示：**新冠疫情反复，宏观经济恢复不及预期，人力资源行业竞争加剧，线上平台产品研发进度不及预期，测算结果不及预期。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	182.79		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	180.75	营业收入(百万元)	3,586	3,932	5,724	7,821	10,206
52 周内股价区间(元):	41.47-70.82	(+/-)YOY(%)	63.2%	9.6%	45.6%	36.6%	30.5%
总市值(百万元):	9,852.53	净利润(百万元)	152	186	238	310	395
总资产(百万元):	2,232.64	(+/-)YOY(%)	29.4%	22.4%	27.9%	30.1%	27.4%
每股净资产(元):	6.00	全面摊薄 EPS(元)	0.83	1.02	1.30	1.70	2.16
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	14.3%	13.6%	13.2%	12.8%	12.4%
		净资产收益率(%)	17.7%	17.9%	4.4%	5.4%	6.5%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.02	1.30	1.70	2.16
每股净资产	5.68	29.49	31.19	33.35
每股经营现金流	1.10	1.15	0.90	1.07
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	53.08	41.35	31.77	24.94
P/B	9.52	1.83	1.73	1.62
P/S	2.51	2.24	1.64	1.26
EV/EBITDA	38.21	23.64	24.25	19.63
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	13.6%	13.2%	12.8%	12.4%
净利润率	4.7%	4.2%	4.0%	3.9%
净资产收益率	17.9%	4.4%	5.4%	6.5%
资产回报率	9.4%	3.5%	4.1%	4.7%
投资回报率	13.7%	4.4%	5.6%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	9.6%	45.6%	36.6%	30.5%
EBIT 增长率	3.2%	48.3%	36.4%	26.3%
净利润增长率	22.4%	27.9%	30.1%	27.4%
偿债能力指标				
资产负债率	40.4%	17.4%	20.1%	22.2%
流动比率	1.9	5.5	4.7	4.2
速动比率	1.9	5.4	4.6	4.2
现金比率	0.6	4.2	3.3	2.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	81.1	80.0	81.1	81.1
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	2.0	0.9	1.1	1.2
固定资产周转率	344.6	501.6	3,242.7	4,231.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	186	238	310	395
少数股东损益	21	29	54	70
非现金支出	29	20	24	20
非经营收益	-14	1	-3	-4
营运资金变动	-22	-79	-217	-277
经营活动现金流	201	210	165	196
资产	-39	-53	-44	-58
投资	-42	-19	-25	-24
其他	1	-9	-3	0
投资活动现金流	-81	-81	-72	-82
债权募资	1,416	0	0	0
股权募资	18	55	0	0
其他	-1,458	4,058	-1	-1
融资活动现金流	-25	4,113	-1	-1
现金净流量	93	4,241	91	113

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 12 日  
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,932	5,724	7,821	10,206
营业成本	3,398	4,966	6,820	8,939
毛利率%	13.6%	13.2%	12.8%	12.4%
营业税金及附加	22	31	43	57
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
营业费用	99	138	184	234
营业费用率%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
管理费用	179	243	302	378
管理费用率%	4.6%	4.3%	3.9%	3.7%
研发费用	15	22	31	40
研发费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	218	324	442	558
财务费用	-4	-4	-4	-2
财务费用率%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	0	4	5
营业利润	244	350	482	616
营业外收支	27	0	0	0
利润总额	271	350	482	616
EBITDA	247	344	466	578
所得税	64	82	118	151
有效所得税率%	23.4%	23.4%	24.5%	24.5%
少数股东损益	21	29	54	70
归属母公司所有者净利润	186	238	310	395

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	486	4,727	4,819	4,932
应收账款及应收票据	873	1,255	1,737	2,267
存货	0	0	0	0
其它流动资产	92	157	210	290
流动资产合计	1,451	6,138	6,767	7,489
长期股权投资	110	130	155	180
固定资产	11	11	2	2
在建工程	0	0	0	0
无形资产	171	206	222	257
非流动资产合计	534	595	648	715
资产总计	1,985	6,734	7,414	8,203
短期借款	38	38	38	38
应付票据及应付账款	43	68	112	196
预收账款	0	57	86	133
其它流动负债	678	962	1,209	1,411
流动负债合计	760	1,126	1,445	1,778
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	43	43	43	43
负债总计	802	1,169	1,488	1,821
实收资本	183	238	238	238
普通股股东权益	1,038	5,391	5,701	6,096
少数股东权益	145	174	228	298
负债和所有者权益合计	1,985	6,734	7,417	8,214

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020 年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021 年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。