

证券研究报告—动态报告

社会服务

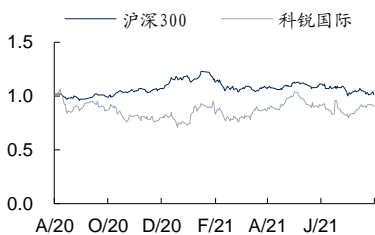
人力资源服务

科锐国际(300662)
增持

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	197/181
总市值/流通(百万元)	11,738/10,783
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	70.82/44.61

相关研究报告:

《科锐国际-300662-2020 年年报点评: 年报靓丽符合预期, 线下线上共振》——2021-04-23
 《科锐国际-300662-2020 年业绩预告点评: 年报预告略超预期, 线下线上共成长》——2021-01-29
 《科锐国际-300662-2020 年三季报点评: 灵活用工持续靓丽, 技术赋能助力成长》——2020-10-28
 《科锐国际-300662-重大事件快评: 业务为矛, 定增打磨技术之盾, 纵横灵活用工行业》——2020-09-25
 《科锐国际-300662-2020 年半年报点评: Q2 逆势高增长, 持续看好灵活用工空间》——2020-08-27

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
中报表现靓丽, 看好灵活用工及平台化
● H1 扣除非经及股权激励成本的业绩增 48%, 持续表现靓丽

2021H1, 公司实现营收 31.57 亿/+79%; 业绩 1.03 亿元/+40%, 位于业绩预告区间中值, 符合预期; 扣除非经及股权激励成本后增 48%, 其中 Q2 增 24%, 高基数上表现优秀!

● 大陆灵活用工同增 117%, 猎头、RPO 及英国明显改善

上半年, 公司灵活用工收入 25.18 亿元/+81%, 其中大陆增 117%, Q2 增长较 Q1 (+95%) 继续提速, 持续表现靓丽! 猎头收入 3.20 亿元/+34% (VS19H1 增 25%), 伴随经济回暖; 其中大陆增 32%, Q2 延续了 Q1 (+41%) 的良好趋势。RPO 收入 6817 万元/+29% (Q1 同增 34%), VS19H1 下滑 8%。技术业务收入 891 万元。受海外经济复苏影响, Investigo 贡献收入 6.02 亿元/+13%, 基本恢复至 19H1 水平; 权益净利润 888 万元/+45%。剔除 Investigo 和股权激励影响, 上半年公司收入/扣非业绩分别同增 108%/48%。公司毛利率下滑 2.80pct, 主要系灵活用工占比提升; 期间费用率减少 2.11pct。

● 线下灵活用工持续靓丽, 线上布局稳步推进

线下业务方面, 灵活用工行业红利持续释放, 预计公司下半年灵活用工业务仍将维持高增长; 猎头、RPO 则需跟踪宏观经济及就业政策, 有望延续上半年良好表现。Investigo 仍需跟踪欧洲疫情及就业环境, 但业绩占比不高。线上业务方面, 公司垂直招聘、SaaS 云、产业互联、人才大脑平台规划清晰, 付费客户 1280 余家; 定增募资已落地, 加大研发投入、加持生态布局。中线看来, 我国灵活用工尚处高速发展期, 公司作为上市龙头有望明显受益, 全产业链布局也有望提供更大发展空间, 且未来不排除进一步并购的可能性。

● 风险提示

宏观、疫情系统性风险; 并购整合不达预期; 市场竞争激烈; 汇率等。

● 短期灵活用工快速增长, 中线关注平台化, 维持“增持”评级

维持 21-23 年定增摊薄后 EPS 1.24/1.57/1.97 元, 对应 PE48/38/30x。短期灵活用工高速增长支撑全年业绩, 其他业务有望环比改善; 中线持续看好灵活用工成长空间及公司平台化建设, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3585.96	3932.00	6776.29	9885.22	13144.79
(+/-%)	63.24%	9.65%	72.34%	45.88%	32.97%
净利润(百万元)	152.24	186.31	244.55	309.23	387.42
(+/-%)	29.38%	22.38%	31.26%	26.45%	25.29%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.95	1.24	1.57	1.97
EBIT Margin	6.11%	5.92%	4.83%	4.26%	4.06%
净资产收益率(ROE)	17.68%	17.94%	19.82%	20.87%	21.63%
市盈率(PE)	71.39	63.00	48.00	37.96	30.30
EV/EBITDA	49.74	49.65	38.40	31.21	25.55
市净率(PB)	12.62	11.30	9.51	7.92	6.55

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

H1 扣除非经及股权激励成本的业绩增 48%，持续表现靓丽

2021H1，公司实现营业总收入 31.57 亿元，同比增长 79%；实现归母业绩 1.03 亿元，同比增长 40%，位于业绩预告区间中值附近，符合预期；扣除非经损益及股权激励成本后的业绩为 9332 万元，同比增长 48%；剔除 Investigo、非经、股权激励成本后的业绩同增 48%，表现靓丽；EPS0.57 元。

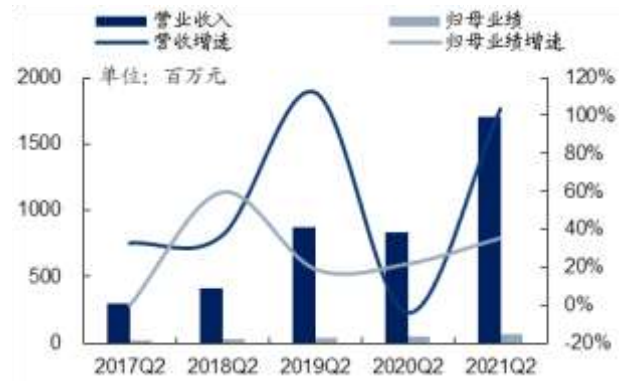
Q2 单季，公司实现收入 17.04 亿元，同比增加 103%；实现归母业绩 6406 万元，同比增长 35%；扣除非经损益及股权激励成本后的业绩为 5629 万元，同比增长同增 24%，高基数基础上仍保持良好增长。

图 1：科锐国际的收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：科锐国际 Q2 单季收入和业绩增长情况

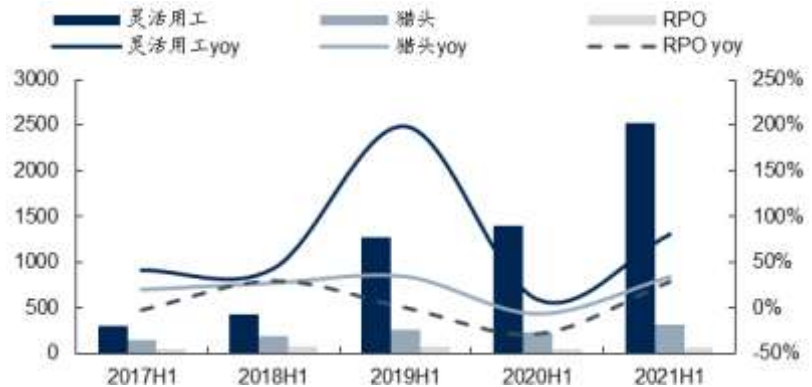


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大陆灵活用工同增 117%，猎头、RPO 及英国明显改善

上半年，公司灵活用工收入 25.18 亿元/+81%，其中大陆增 117%，Q2 增长较 Q1 (+95%) 继续提速，持续表现靓丽！猎头收入 3.20 亿元/+34% (VS19H1 增 25%)，伴随经济回暖，其中大陆增 32%，Q2 延续了 Q1 (+41%) 的良好趋势。RPO 收入 6817 万元/+29% (Q1 同增 34%)，VS19H1 下滑 8%。技术业务收入 891 万元。受海外经济复苏影响，Investigo 贡献收入 6.02 亿元/+13%，基本恢复至 19H1 水平；权益净利润 888 万元/+45%。剔除 Investigo 和股权激励影响，上半年公司收入/扣非业绩分别同增 108%/48%。

图 3：公司分业务收入增长情况

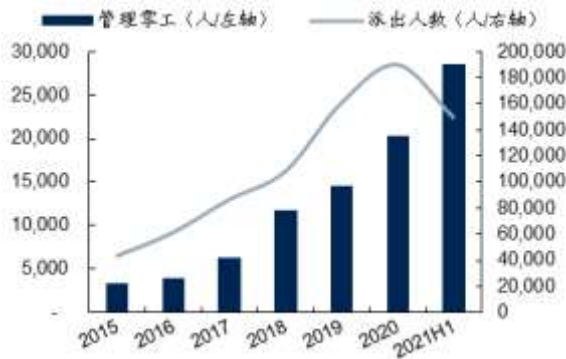


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

截至 2021 上半年，公司共经营 114 家分支机构，自有员工数量达到 2800 余人，较期初增加 130 余人。期末管理的外包员工共计 2.85 万人，同增 88%；外包

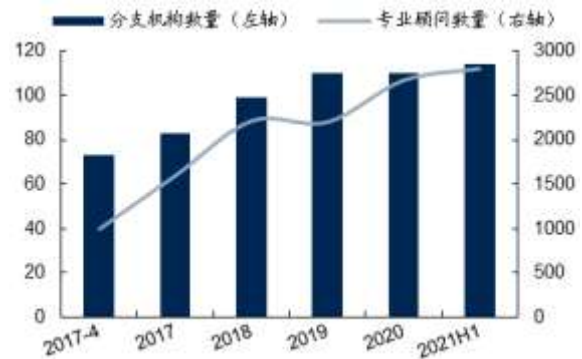
累计派出人员 14.95 万人次/+71%；共计为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位超过 1.78 万人，相比去年同期的 1.05 万人明显增长。

图 4：科锐国际的管理零工数量及派出人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：科锐国际的分支机构及专业顾问数量



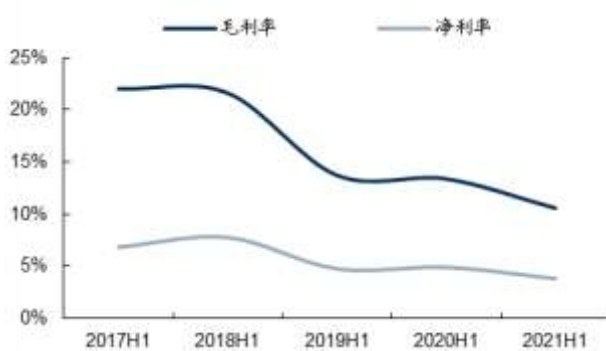
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

综合作用下毛利率同减 2.80pct，期间费用率同减 2.21pct

综合来看，公司毛利率为 10.58%，同减 2.80pct，主要因毛利率较低的灵活用工业务占比进一步提升。具体来看，招聘流程外包毛利率为 40.24%，同比增长 6.91pct；中高端人才访寻毛利率 38.19%，同比增加 1.79pct；灵活用工毛利率 7.38%，同比减少 1.57pct。

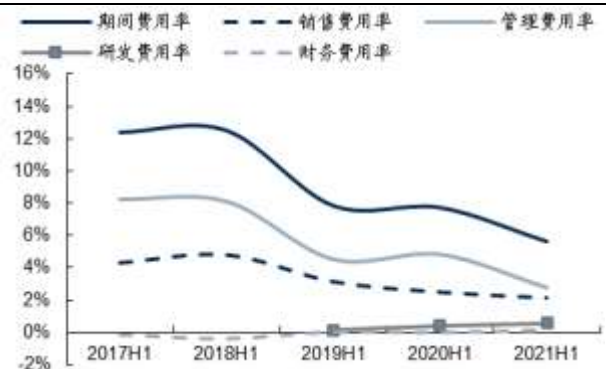
公司期间费用率同比减少 2.21pct，其中销售费用率降低 0.36pct，主要系加大市场拓展及渠道开发，同时精益运营及加强对费用管控所致；管理费用率降 2.05pct；财务费用率增 0.15pct；研发费用率增加 0.15pct，主要系本报告期内公司持续开展垂直招聘平台、产业互联平台、人才大脑平台、SaaS 云平台、CTS 系统升级研发所致。

图 6：科锐国际毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：科锐国际期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

线下灵活用工持续靓丽，线上布局稳步推进

线下业务方面，灵活用工行业红利持续释放，预计公司下半年灵活用工业务仍将维持高增长；猎头、RPO 则需跟踪宏观经济及就业政策，有望延续上半年良好表现。Investigo 仍需跟踪欧洲疫情及就业环境，但业绩占比不高。线上业务方面，公司垂直招聘、SaaS 云、产业互联、人才大脑平台规划清晰，付费客户 1280 余家；定增募资已落地，加大研发投入、加持生态布局。中线看来，我国灵活用工尚处高速发展期，公司作为上市龙头有望明显受益，全产业链布局也有望提供更大发展空间，且未来不排除进一步并购的可能性。

风险提示

宏观、疫情等系统性风险；并购整合不达预期；市场竞争激烈；汇率风险。

投资建议：短期灵活用工快速增长，中线关注平台化，维持“增持”评级

暂维持 21-23 年定增摊薄后 EPS 1.24/1.57/1.97 元，对应 PE48/38/30x。短期灵活用工高增长支撑全年业绩，其他业务有望环比改善；中线持续看好灵活用工成长空间及公司平台化建设。目前公司估值水平相对不低，但考虑到其系 A 股稀缺的人力资源服务龙头，所处灵活用工赛道处于风口，且不排除未来进一步并购的可能性，故建议择机布局，暂维持“增持”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21-8-26	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	245.14	3.14	5.36	6.91	77.95	45.76	35.46	21.46
600754	锦江酒店	买入	45.81	0.10	1.04	1.60	445.62	44.04	28.57	3.86
300662	科锐国际	增持	59.62	0.94	1.24	1.57	63.11	47.91	37.99	11.30
600258	首旅酒店	买入	22.91	-0.50	0.72	1.06	-45.59	31.76	21.54	2.70
300144	宋城演艺	买入	14.70	-0.67	0.35	0.63	-21.94	41.42	23.45	5.19
002607	中公教育	买入	10.95	0.37	0.48	0.65	29.31	22.63	16.89	15.80
603043	广州酒家	买入	23.45	0.82	0.96	1.20	28.58	24.34	19.62	5.23
603136	天目湖	买入	19.27	0.30	0.53	0.68	65.27	36.63	28.49	4.05
600138	中青旅	买入	10.80	-0.32	0.60	0.87	-33.70	18.01	12.35	1.24
002159	三特索道	买入	12.00	0.40	0.16	0.43	29.97	73.37	27.99	1.47
9922.HK	九毛九	增持	20.79	0.09	0.32	0.49	243.68	64.02	42.86	10.02
1179.HK	华住集团-S	增持	30.40	-0.67	0.52	0.86	-45.31	58.28	35.21	0.87
9987.HK	百胜中国-S	增持	399.17	12.05	14.27	15.16	33.12	27.98	26.33	26.96
6862.HK	海底捞	增持	22.74	0.06	0.85	1.13	401.82	26.83	20.16	11.78
0520.HK	呷哺呷哺	增持	5.16	0.01	0.55	0.74	509.61	9.39	7.02	2.41
003032	传智教育	增持	23.12	0.16	0.32	0.50	143.14	72.69	45.83	0.00
000888	峨眉山 A	增持	6.36	-0.07	0.26	0.38	-85.93	24.82	16.76	1.38
600054	黄山旅游	增持	9.50	-0.06	0.32	0.48	-150.63	29.61	19.97	1.63
300010	豆神教育	买入	4.73	-2.96	0.04	0.49	-1.60	105.31	9.60	5.39
300192	科德教育	增持	8.97	0.38	0.57	0.69	23.37	15.67	13.06	2.96
000526	学大教育	增持	19.22	0.37	0.48	0.69	51.44	39.71	27.94	16.12
000796	凯撒旅业	买入	7.84	-0.12	0.22	0.27	-66.27	35.37	28.75	6.68
002707	众信旅游	增持	5.16	-1.56	0.04	0.13	-3.31	123.07	41.02	6.32
002621	美吉姆	增持	4.87	-0.03	0.28	0.36	-167.74	17.43	13.51	4.71
000978	桂林旅游	增持	6.18	-0.74	0.14	0.28	-8.37	44.51	22.03	1.69

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	486	404	427	439	营业收入	3932	6776	9885	13145
应收款项	942	1485	2167	2881	营业成本	3398	5979	8788	11707
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	22	37	54	72
其他流动资产	23	136	198	263	销售费用	99	169	251	342
流动资产合计	1451	2025	2792	3583	管理费用	179	263	371	489
固定资产	11	29	52	73	财务费用	(4)	(12)	(10)	(11)
无形资产及其他	171	164	157	151	投资收益	3	2	3	3
投资性房地产	241	241	241	241	资产减值及公允价值变动	0	(1)	(0)	(1)
长期股权投资	110	120	170	200	其他收入	4	0	0	0
资产总计	1985	2580	3413	4248	营业利润	244	340	434	548
短期借款及交易性金融负债	38	32	71	26	营业外净收支	27	17	17	17
应付款项	43	0	0	0	利润总额	271	356	450	564
其他流动负债	678	1095	1607	2142	所得税费用	64	84	106	133
流动负债合计	760	1127	1679	2168	少数股东损益	21	28	35	44
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	186	245	309	387
其他长期负债	43	52	58	59					
长期负债合计	43	52	58	59	现金流量表 (百万元)				
负债合计	802	1179	1736	2227	净利润	186	245	309	387
少数股东权益	145	167	195	231	资产减值准备	(1)	8	6	6
股东权益	1038	1234	1481	1791	折旧摊销	20	9	10	12
负债和股东权益总计	1985	2580	3413	4248	公允价值变动损失	0	1	0	1
					财务费用	(4)	(12)	(10)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(37)	(265)	(220)	(237)
每股收益	0.95	1.24	1.57	1.97	其它	17	14	23	29
每股红利	0.24	0.25	0.31	0.39	经营活动现金流	185	12	128	199
每股净资产	5.27	6.27	7.52	9.10	资本开支	(6)	(29)	(32)	(34)
ROIC	19%	21%	23%	24%	其它投资现金流	0	(0)	(0)	(0)
ROE	18%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(30)	(39)	(82)	(64)
毛利率	14%	12%	11%	11%	权益性融资	18	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(47)	(49)	(62)	(77)
收入增长	10%	72%	46%	33%	其它融资现金流	16	(6)	39	(45)
净利润增长率	22%	31%	26%	25%	融资活动现金流	(62)	(55)	(23)	(123)
资产负债率	48%	52%	57%	58%	现金净变动	93	(82)	23	12
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	392	486	404	427
P/E	63.0	48.0	38.0	30.3	货币资金的期末余额	486	404	427	439
P/B	11.3	9.5	7.9	6.6	企业自由现金流	155	(34)	81	150
EV/EBITDA	49.7	38.4	31.2	25.5	权益自由现金流	171	(32)	127	113

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032