



买入 (维持)

所属行业: 休闲服务
当前价格(元): 53.68

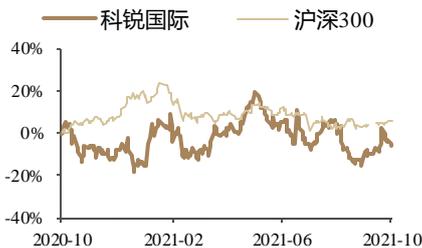
证券分析师

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(%) | 6.51 | -9.96 | -1.14 |
| 相对涨幅(%) | 4.16 | -11.29 | 1.34 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 1.《科锐国际:21Q3 业绩预增 25~55% 好于预期, 灵活用工高景气度延续》, 2021.10.15
- 2.《科锐国际: 灵工营收+117%驱动高速增长, 内部信息化筑牢招聘竞争优势》, 2021.8.27
- 3.《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速增长》, 2021.7.13
- 4.《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: 业绩同增 42%符合预期, 灵活用工高成长延续

投资要点

- **公司发布 21Q3 业绩报告:** 1) 21Q1-Q3: 实现营收 51.8 亿元/+89.21%, 归属于母公司净利润 1.88 亿元/+40.64%, 扣非&员工持股成本后的归母净利润为 1.78 亿元/+45.67%。2) 21Q3: 实现营收 20.23 亿元/+107.29%, 较 Q2 继续加速发展; 业绩 0.853 亿元/+41.93%, 落于此前业绩指引上区间; Q3 扣非&员工持股业绩为 0.845 亿元/+43.51%。3) 现金流: 截至 21Q3, 公司经营性现金流净额为-3.12 亿元/-322.87%, 主要系此前个别大客户梳理内部流程导致客户收款放缓所致, 但国内经营性现金流本季度实现单季转正, 预计至年底公司现金流将有明显改善。
- **21Q3 国内灵活用工收入继续保持高增长 (估测 YoY+110%-120%), 赛道景气度+自身高成长持续验证。**
 - 1) **国内灵活用工:** 截至 21Q3, 公司外包员工数量 3 万余人, 较 Q2 末增加约 1500 人。结合 Q1、Q2 公司国内灵活用工持续维持高增速 (分别为 90%+、140%), 我们预计公司 21Q3 国内灵活用工业务收入增速或有望同增 110-120%, 下游赛道高景气度+大力拓展新客户下高成长持续得到验证。
 - 2) **猎头业务:** 公司中高端人才访寻业务环比 Q2 实现加速发展, 我们预计 Q3 营收同比增速在低基数下或较大反弹。
 - 3) **海外业务:** 公司东南亚、美国、英国等海外地区业务迅速恢复并提速发展, Q1-Q3 收入达 10.73 亿元, 占比 20.71%, 目前业务增速已超疫情前同期水平。
- **灵活用工岗位加价率预计维持不变, 大力拓展新客户下央/国企客户占比持续提升, 项目承揽实力亮眼。** 1) **议价能力方面:** 就此前市场较关注公司的加价率问题, 根据公司此前中报交流, 灵活用工的新订单&老客户新岗位加价率均维持不变, 我们预计 Q3 净服务费率仍有望维持二季度趋势。2) **岗位分布方面:** 公司灵活用工岗位多分布于工厂技术、研发类岗位, 相较一般通用类岗位要求更高的招聘能力与人才库支持, 体现出公司核心壁垒高筑。3) **客户方面:** 公司大力开拓新客户战略调整下带动公司高成长, 公司中国区客户中, 民营企业占比 50%, 政府、央/国企客户占比 14.7%, 外资/合资企业客户占比 35.3%, 民企+政府、央/国企客户占比不断提升 (21 年 6 月底占比分别为 49.7%/14.5%), 展现出较强的项目承揽能力。
- **公司单三季度毛利率 11.95%环比+0.38pct 议价能力良好, 期间费率同比-1.79pct 运营效率显著提升。** 1) **盈利能力:** 公司单三季度毛利率为 11.95%, 环比+0.38pct 小幅提升; Q3 净利率为 4.99%, 环比+0.72pct。2) **费用:** 公司单三季度期间费率 5.29%/-1.79pct, 运营效率显著提升; 其中销售费率 2.0%/-0.39pct, 管理费率为 2.68%/-1.75pct, 研发费率 0.37pct/-0.02pct, 财务费率为 0.24%/+0.37pct。3) **技术投入:** 截至 21Q3, 公司技术投入 5300+万元, 较 21H1 的 3492 万元继续提升。
- **技术产品快速发展, 持续赋能主业, 协同效应显著。** 公司禾蛙产业互联平台+垂直照片平台+SaaS 等技术产品快速发展, 合作范围持续扩大, 截至 21Q3, 公司通过垂直招聘平台及产业互联平台注册与协同服务客户 2 万余家, 平台月活 (MAU) 从 13 万增长到 16 万; 禾蛙和即派盒子的产业互联平台, 聚合行业伙伴 5700 余家, 平台入驻顾问 4.5 万+, SaaS 产品科锐才到云与招考一体化产品服务企业、事业单位客户超 340 家。通过医脉同道等招聘平台不断巩固人才库壁垒, 禾蛙、SaaS 平台产品有效链接中小企业客户、以及政府、事业单位客户, 赋能主业发展的同时亦有望打造第二增长曲线。
- **盈利预测: 上调业绩预测。** 在三大主业持续高速增长带动下, Q3 业绩继续保持高速增长, 持续验证主业高成长性。上调公司盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归

母净利润为 2.52/3.22/4.05 亿元，对应增速分别为 35%/28%/26%，当前股价对应 PE 分别为 39X、30X、24X；给予 6 个月目标价 65.38 元，对应 2022 年目标 PE 45x。

- **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): | 196.89 | | 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 | 6,582 | 9,491 | 12,483 |
| 52 周内股价区间(元): | 44.61-69.50 | (+/-)YOY(%) | 63.2% | 9.6% | 67.4% | 44.2% | 31.5% |
| 总市值(百万元): | 10,568.94 | 净利润(百万元) | 152 | 186 | 252 | 322 | 405 |
| 总资产(百万元): | 3,320.52 | (+/-)YOY(%) | 29.4% | 22.4% | 35.3% | 27.9% | 25.7% |
| 每股净资产(元): | 10.07 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.83 | 1.02 | 1.38 | 1.76 | 2.22 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 14.3% | 13.6% | 12.6% | 12.0% | 11.6% |
| | | 净资产收益率(%) | 17.7% | 17.9% | 4.7% | 5.6% | 6.6% |

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 | 1.38 | 1.76 | 2.22 |
| 每股净资产 | 5.68 | 29.57 | 31.33 | 33.55 |
| 每股经营现金流 | 1.10 | 1.03 | 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 | 38.93 | 30.45 | 24.22 |
| P/B | 9.52 | 1.82 | 1.71 | 1.60 |
| P/S | 2.51 | 1.95 | 1.35 | 1.03 |
| EV/EBITDA | 38.21 | 22.12 | 16.81 | 13.63 |
| 股息率% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 13.6% | 12.6% | 12.0% | 11.6% |
| 净利润率 | 4.7% | 3.8% | 3.4% | 3.2% |
| 净资产收益率 | 17.9% | 4.7% | 5.6% | 6.6% |
| 资产回报率 | 9.4% | 3.6% | 4.3% | 4.9% |
| 投资回报率 | 13.7% | 4.7% | 5.7% | 6.5% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 9.6% | 67.4% | 44.2% | 31.5% |
| EBIT 增长率 | 3.2% | 58.5% | 31.2% | 23.6% |
| 净利润增长率 | 22.4% | 35.3% | 27.9% | 25.7% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 40.4% | 19.3% | 20.1% | 22.2% |
| 流动比率 | 1.9 | 4.9 | 4.7 | 4.2 |
| 速动比率 | 1.9 | 4.8 | 4.6 | 4.2 |
| 现金比率 | 0.6 | 3.6 | 2.7 | 2.3 |
| 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 | 1.0 | 1.3 | 1.5 |
| 固定资产周转率 | 344.6 | 576.7 | 3,934.9 | 5,175.7 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 186 | 252 | 322 | 405 |
| 少数股东损益 | 21 | 35 | 57 | 71 |
| 非现金支出 | 29 | 20 | 24 | 20 |
| 非经营收益 | -14 | 1 | -3 | -5 |
| 营运资金变动 | -22 | -120 | -217 | -277 |
| 经营活动现金流 | 201 | 188 | 165 | 196 |
| 资产 | -39 | -53 | -44 | -58 |
| 投资 | -42 | -19 | -25 | -24 |
| 其他 | 1 | -9 | -2 | 1 |
| 投资活动现金流 | -81 | -81 | -71 | -81 |
| 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 | 4,220 | 91 | 113 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 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 | 6,582 | 9,491 | 12,483 |
| 营业成本 | 3,398 | 5,750 | 8,348 | 11,032 |
| 毛利率% | 13.6% | 12.6% | 12.0% | 11.6% |
| 营业税金及附加 | 22 | 36 | 52 | 70 |
| 营业税金率% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% |
| 营业费用 | 99 | 148 | 223 | 290 |
| 营业费用率% | 2.5% | 2.3% | 2.4% | 2.3% |
| 管理费用 | 179 | 276 | 377 | 482 |
| 管理费用率% | 4.6% | 4.2% | 4.0% | 3.9% |
| 研发费用 | 15 | 26 | 37 | 49 |
| 研发费用率% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| EBIT | 218 | 346 | 454 | 561 |
| 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 | 5 | 6 |
| 营业利润 | 244 | 375 | 502 | 631 |
| 营业外收支 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 271 | 375 | 502 | 631 |
| EBITDA | 247 | 366 | 478 | 581 |
| 所得税 | 64 | 88 | 123 | 155 |
| 有效所得税率% | 23.4% | 23.4% | 24.5% | 24.5% |
| 少数股东损益 | 21 | 35 | 57 | 71 |
| 归属母公司所有者净利润 | 186 | 252 | 322 | 405 |

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 486 | 4,706 | 4,819 | 4,932 |
| 应收账款及应收票据 | 873 | 1,443 | 1,737 | 2,267 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动资产 | 92 | 180 | 210 | 290 |
| 流动资产合计 | 1,451 | 6,328 | 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 | 6,923 | 7,414 | 8,203 |
| 短期借款 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 应付票据及应付账款 | 43 | 79 | 137 | 242 |
| 预收账款 | 0 | 66 | 104 | 162 |
| 其它流动负债 | 678 | 1,113 | 1,478 | 1,739 |
| 流动负债合计 | 760 | 1,296 | 1,758 | 2,181 |
| 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 | 803 | 1,339 | 1,800 | 2,224 |
| 实收资本 | 183 | 238 | 238 | 238 |
| 普通股股东权益 | 1,038 | 5,405 | 5,727 | 6,132 |
| 少数股东权益 | 145 | 180 | 237 | 308 |
| 负债和所有者权益合计 | 1,985 | 6,923 | 7,764 | 8,664 |

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：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、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

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 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； | 类别 | 评级 | 说明 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-------------------------------|
| 2. 市场基准指数的比较标准： 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。 | 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。