中报符合预期，内生业绩增近 30%，灵活用工保持高成长

——科锐国际中报点评

公司点评

● **事件：科锐国际公布 2020 年半年度报告**

科锐国际发布 2020 年半年报：1-6 月公司实现营业收入 17.62 亿元，同比增长 5.20%；归属于母公司所有者净利润 7,367.29 万元，同比增长 14.60%；归属于上市公司股东的扣除员工限制性股票成本的净利润为 8,234.49 万元，同比增长 28.09%。

● **灵活用工业务继续较快增长，猎头及 RPO 业务下滑较多**

分业务看，上半年，公司整体实现灵活用工收入 13.94 亿元，同比增长 8.95%；其中国内灵活用工收入同增 31.11%，对比 Q1 同增 39%，Q2 表观增速有所放缓。中高端人次寻访业务收入 2.39 亿元，同比下滑 6.31%；RPO 受经济拖累相对明显，上半年实现收入 5288 万元，同比下滑 28.42%。对于灵活用工业务，我们坚定看好其未来发展。2020 年疫情使得灵活用工迎来小风口，有 47.5%的民营企业灵活用工需求增多。

● **毛利率和费用率略降，研发投入增 1 倍**

上半年，公司毛利率 13.8%，同比减少 0.38pct。具体来看，招聘流程外包毛利率为 33.33%，同比下滑 10.95pct；中高端人才访寻毛利率 36.41%，同比增加 0.36pct；灵活用工毛利率 8.95%，同比增长 0.98pct。公司加大研发投入，本期研发投入达 1368.2 万元，同比增加 126.27%。管理费用增长 12.3%，主要是本报告期限制性股票成本 1153.18 万。销售费用减少 16.5%，主要是本报告期精益化运营，加强费用管制。

● **下半年灵活用工继续高增长，猎头及 RPO 环比继续改善**

随着疫情控制稳定及经济复苏提速，我们预计下半年灵活用工业务仍将维持高增长，猎头、RPO 业务有望环比持续改善。今年以来，公司增强 ToG 业务、完善线上及技术产品、增资人才测评企业等，在三大重点业务的基础上，不断丰富、完善人力资源服务生态链。中长期来看，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，业绩持续稳健增长逻辑不改。

● **投资建议**

我们预测科锐国际 2020-2022 年实现营收分别为 45.67 亿元、61.59 亿元、82.30 亿元，同比增长 27.35%、34.87%、33.63%；实现归母净利润分别为 1.77 亿元、2.29 亿元、2.87 亿元，同比增长 16.30%、29.46%、25.05%；对应估值分别为 66、51、41 倍。公司行业龙头地位稳固，灵活用工业务势头较猛，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**宏观经济波动，行业竞争加剧，外汇风险

财务摘要和估值指标

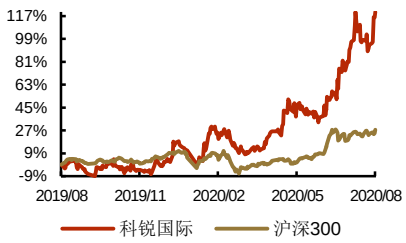
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,197	3,586	4,590	6,114	7,887
增长率(%)	93.5	63.2	28.0	33.2	29.0
净利润(百万元)	118	152	180	235	290
增长率(%)	58.3	29.4	18.4	30.5	23.4
毛利率(%)	18.1	14.3	12.8	12.1	11.6
净利率(%)	5.4	4.2	3.9	3.8	3.7
ROE(%)	16.5	18.1	17.5	19.2	19.4
EPS(摊薄/元)	0.65	0.84	0.99	1.29	1.59
P/E(倍)	101.2	78.2	66.1	50.6	41.0
P/B(倍)	16.4	13.8	11.8	9.7	8.0

推荐（维持评级）

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

市场数据	时间 2020.08.28
收盘价(元):	66.67
一年最低/最高(元):	27.36/68.68
总股本(亿股):	1.82
总市值(亿元):	121.53
流通股本(亿股):	1.8
流通市值(亿元):	120.01
近 3 月换手率:	76.47%

股价一年走势



相关报告

《Q1 内生业绩增长近两成略超预期，疫情影响渐退》2020-04-28

《业绩增三成符合预期，灵活用工业务高增长趋势不改》2020-04-24

《三大业务线发展强劲，中期业绩增长近五成》2018-08-27

《行业空间广阔，人力资源服务领先企业前景可期》2018-06-03

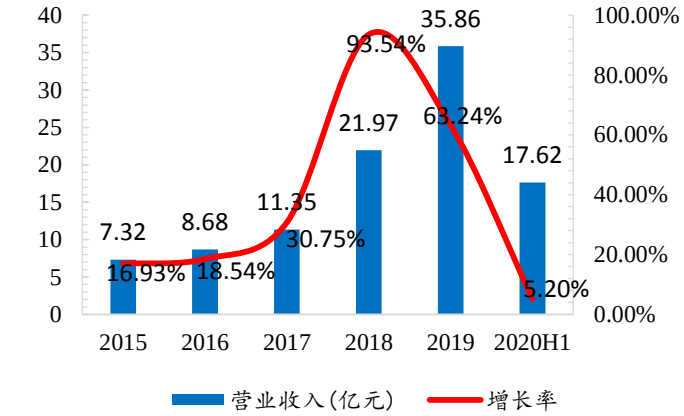
1、 上半年归母净利润增长 14.6%，内生增长韧性强

2020 年半年报中显示: 1-6 月公司实现营业收入 17.62 亿元，同比增长 5.20%; 归属于母公司所有者净利润 7,367.29 万元，同比增长 14.60%。扣除剔除员工限制性股票股权激励成本的因素后，公司归母净利润为 8,234.49 万元，同比增长 28.09%; 扣非归母净利润 6319.29 万元，同比增长 16.83%。

分季度看，Q2 单季实现营收 8.38 亿元，同比下降 3.78%; 归母净利润 4732.73 万元，同比增长 21.70%; 扣非后归母净利润 4069.88 万元，同比增长 28.49%。剔除股权激励费用后，归母净利润 5191.24 万元，同比增长 33.49%; 扣非归母净利润 4528.40 万元，同比增长 42.97%。

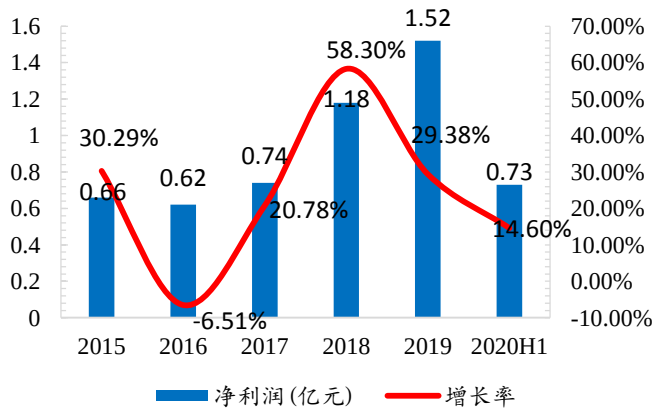
尽管受疫情影响，公司相关业务受到一定冲击，但公司中报业绩呈现增长态势，且二季度增长明显加速，增速回到 20%以上，剔除股权激励扰动项后增速更是接近 30%的水平，表明公司业务已经基本摆脱疫情影响，回归正常化状态。

图1： 科锐国际营业收入及其增长率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 科锐国际净利润及其增长率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 灵活用工业务继续较快增长，猎头及 RPO 业务下滑较多

公司主营业务包括灵活用工、中高端人才访寻、招聘流程外包，分别占公司的 77.1%、14.5%、4.2%。受疫情对全球的影响及观经济的不确认性，招聘市场受到一定冲击，中高端人才访业务与招聘流程外包业务放缓，但灵活用工业务增长稳定。

分业务看，上半年，公司整体实现灵活用工收入 13.94 亿元，同比增长 8.95%; 其中国内灵活用工收入同增 31.11%，对比 Q1 同增 39%，Q2 表观增速有所放缓。在管理灵活用工人员方面，科锐国际在册管理外包员工 15,150 余人，外包累计派出人员 87,400 人次，高效服务能力及核心优势凸显，并在垂直领域持续加速渗透。

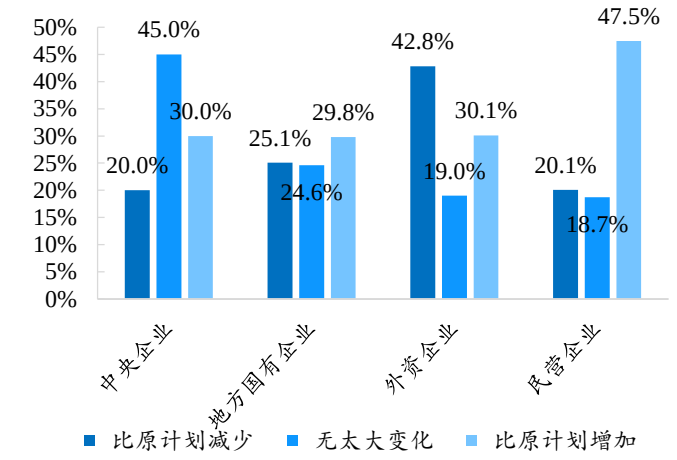
中高端人次寻访业务收入 2.39 亿元，同比下滑 6.31%; RPO 受经济拖累相对明显，上半年实现收入 5288 万元，同比下滑 28.42%。这与疫情下经济整体环境有关，企业招聘需求受到明显冲击。不过，随着国内复工复产基本正常化，二季度起公司猎头及 RPO 业务环比改善较为明显。

对于灵活用工业务，我们坚定看好其未来发展。2020 年疫情使得灵活用工迎来小风口，根据 FESCO 发布的《疫情防控期 HR 行动调研报告》，13.2%的企业比原计划超额增加使用灵活用工，18.3%的企业按原计划增加灵活用工。民营企业的变化更为明显，有 47.5%的民营企业灵活用工需求增多。可见不少企业希望通过用

灵活用工来节约人工成本，以缓解疫情带来的经营压力。

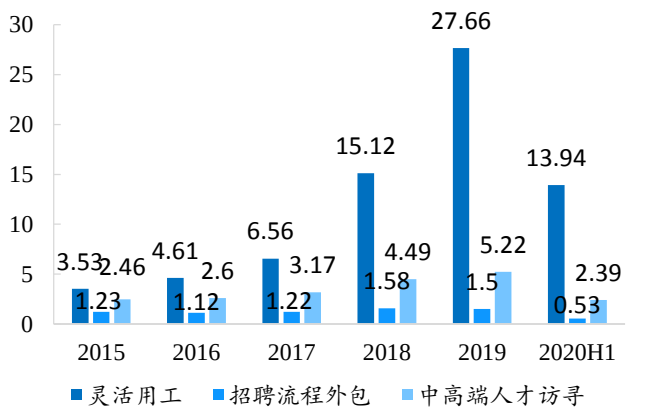
国发办发布《国务院办公厅支持多渠道灵活就业得指导意见》。意见指出：灵活就业对于稳就业、保民生意义重大。另一方面越来越多的企业希望通过调整部分岗位的雇佣模式，实现合理调配人力资源，降低雇佣风险和雇佣成本。

图3： 疫情之下灵活用工需求变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 科锐国际分业务收入(亿元)变化情况



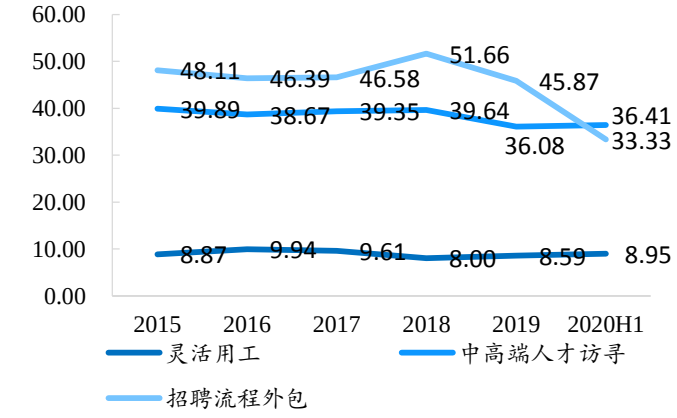
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 毛利率和费用率略降，研发投入增 1 倍

上半年，公司毛利率 13.8%，同比减少 0.38pct，主要因毛利率较低的灵活用工业务占比进一步提升，以及宏观经济压力影响。具体来看，招聘流程外包毛利率为 33.33%，同比下滑 10.95pct；中高端人才访寻毛利率 36.41%，同比增加 0.36pct；灵活用工毛利率 8.95%，同比增长 0.98pct。

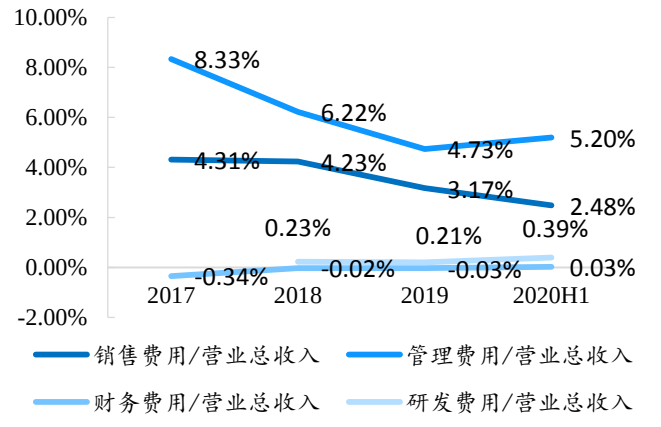
公司加大研发投入，本期研发投入达 1368.2 万元，同比增加 126.27%。管理费用增长 12.3%，主要是本报告期限制性股票成本 1153.18 万，扣减限制性股票后管理费用将会降低 2.98%。销售费用减少 16.5%，主要是本报告期精益化运营，加强费用管制。

图5： 科锐国际业务毛利率(%)变化趋势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 科锐国际费用率变化趋势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 下半年灵活用工继续高增长，猎头及 RPO 环比继续改善

随着疫情控制稳定及经济复苏提速，我们预计下半年灵活用工业务仍将维持高

增长，猎头、RPO 业务有望环比持续改善。但疫情是否有反复，仍需跟踪观察。若疫情出现反弹，公司业务不可避免受到影响。

今年以来，公司增强 ToG 业务、完善线上及技术产品、增资人才测评企业等，在三大重点业务的基础上，不断丰富、完善人力资源服务生态链。

面对广阔的国内外政府、央/国企、事业单位的服务需求，公司持续布局“大政府”业务生态。继 2020 年 1 月与国投人力合资增设“国投科锐（海南）人力科技有限公司”战略部署海南自贸区后，于 2020 年 5 月又与河南汇融人力资源管理有限公司签署战略合作协议，设立合资公司，未来将服务河南省投资集团内部企业为核心，辐射到整个河南省及周边地区提供高端人才寻访、招聘流程外包、灵活用工和人力资源科技及解决方案等服务，助力双方在河南省开启更多领域、更深层次的战略合作。

报告期内，公司 SaaS 技术与线上服务相结合的的“招考一体化”产品在新疆乌鲁木齐市及生产建设兵团事业单位招考、“三扶一支”工作中首次亮相，获当地政府部门得高度认可。

日前，科锐国际还公布，拟以自有资金人民币 1500 万元对中测高科(北京)人才测评中心有限公司进行增资，占股 20%，完善公司全流程业务生态体系，以便更好地满足政府机关、事业单位、央国企的人才引进、公开招聘、人才测评等服务需求。

中长期来看，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，业绩持续稳健增长逻辑不改。

5、 投资建议

我们预测科锐国际 2020-2022 年实现营收分别为 45.67 亿元、61.59 亿元、82.30 亿元，同比增长 27.35%、34.87%、33.63%；实现归母净利润分别为 1.77 亿元、2.29 亿元、2.87 亿元，同比增长 16.30%、29.46%、25.05%；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.97 元、1.26 元、1.57 元，对应估值分别为 66、51、41 倍。公司行业龙头地位稳固，灵活用工业务势头较猛，维持“推荐”评级。

6、 风险提示

（1）宏观经济波动

人力资源服务行业与宏观经济波动具有紧密关联。宏观经济下滑的时候，企业会缩减人力成本，影响人力资源服务行业的发展。未来宏观经济发展的不确定性对公司业务的发展带来了不利影响。

（2）行业竞争加剧

人力资源服务业属于我国朝阳行业，发展前景广阔。虽然公司具有一定的竞争优势，但如果公司未能紧跟行业发展步伐，没能扩大自身竞争优势，那么将影响公司市场地位的稳定性。

（3）外汇风险

公司在扩展海外业务的过程中必然会涉及外币汇率问题，外汇汇率的波动可能会给企业带来损失。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**973**	**1249**	**1339**	**1655**	**1958**
现金	334	392	350	409	412
应收票据及应收账款合计	553	774	989	1246	1546
其他应收款	58	59	91	109	148
预付账款	25	18	37	36	58
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	3	6	6	6	6
非流动资产	**405**	**435**	**455**	**478**	**512**
长期投资	79	86	94	103	111
固定资产	12	10	12	15	17
无形资产	124	130	147	166	190
其他非流动资产	190	209	202	194	194
资产总计	**1378**	**1684**	**1794**	**2132**	**2469**
流动负债	**511**	**658**	**595**	**679**	**702**
短期借款	60	32	32	32	32
应付票据及应付账款合计	60	71	67	73	78
其他流动负债	391	554	496	574	592
非流动负债	**35**	**38**	**38**	**38**	**38**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	38	38	38	38
负债合计	**546**	**695**	**633**	**717**	**740**
少数股东权益	104	128	151	187	232
股本	180	182	182	182	182
资本公积	226	260	260	260	260
留存收益	321	450	622	843	1116
归属母公司股东权益	728	861	1011	1229	1498
负债和股东权益	**1378**	**1684**	**1794**	**2132**	**2469**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**133**	**123**	**157**	**245**	**313**
净利润	137	179	203	271	335
折旧摊销	13	21	22	28	24
财务费用	-1	-1	2	-8	-7
投资损失	-2	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-25	-87	-66	-56	-38
其他经营现金流	12	13	-3	11	0
投资活动现金流	**-302**	**-39**	**-41**	**-49**	**-57**
资本支出	25	27	12	14	25
长期投资	-60	-4	-8	-8	-9
其他投资现金流	-336	-16	-37	-43	-40
筹资活动现金流	**-9**	**-27**	**-33**	**-9**	**-15**
短期借款	60	-28	-24	-8	-13
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	-0	34	18	22	27
其他筹资现金流	-69	-35	-27	-23	-29
现金净增加额	**-176**	**58**	**83**	**186**	**241**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2197**	**3586**	**4590**	**6114**	**7887**
营业成本	1799	3073	4001	5376	6975
营业税金及附加	12	19	16	9	11
营业费用	93	114	129	159	205
管理费用	132	162	184	232	268
研发费用	5	8	11	13	18
财务费用	-1	-1	2	-8	-7
资产减值损失	6	-1	-2	-2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	12	11	7	8	9
投资净收益	2	1	1	1	1
营业利润	**164**	**217**	**258**	**346**	**427**
营业外收入	16	17	13	12	15
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	**180**	**234**	**270**	**358**	**442**
所得税	43	55	67	86	106
净利润	**137**	**179**	**203**	**271**	**335**
少数股东损益	19	27	23	36	45
归属母公司净利润	**118**	**152**	**180**	**235**	**290**
EBITDA	186	244	271	347	419
EPS（元）	0.65	0.84	0.99	1.29	1.59

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	93.5	63.2	28.0	33.2	29.0
营业利润(%)	50.6	32.1	18.6	34.1	23.7
归属于母公司净利润(%)	58.3	29.4	18.4	30.5	23.4
获利能力					
毛利率(%)	18.1	14.3	12.8	12.1	11.6
净利率(%)	5.4	4.2	3.9	3.8	3.7
ROE(%)	16.5	18.1	17.5	19.2	19.4
ROIC(%)	35.1	41.0	-73.4	-70.7	-92.6
偿债能力					
资产负债率(%)	39.6	41.3	35.3	33.6	30.0
净负债比率(%)	-32.7	-35.9	-100.6	-103.6	-98.8
流动比率	1.9	1.9	2.3	2.4	2.8
速动比率	1.8	1.9	2.2	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.9	2.3	2.6	3.1	3.4
应收账款周转率	5.4	5.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	58.5	46.9	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.84	0.99	1.29	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.85	4.87	1.95	1.72
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.73	5.55	6.74	8.22
估值比率					
P/E	101.2	78.2	66.1	50.6	41.0
P/B	16.4	13.8	11.8	9.7	8.0
EV/EBITDA	63.0	47.8	40.2	30.7	24.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/