



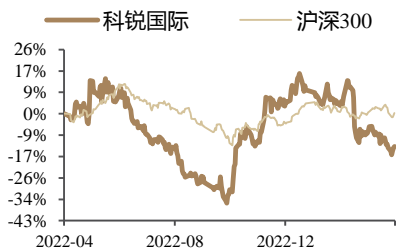
买入 (维持)

所属行业: 休闲服务  
当前价格(元): 40.72

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(%)	-6.11	-15.83	-20.69
相对涨幅(%)	-6.85	-15.47	-17.04

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《科锐国际: 现金流改善+运营效率提升, 看好未来经营向好趋势》, 2023.4.22
- 《科锐国际: 快报符合预期, 现金流明显改善, 看好 23Q1-2 经营向好趋势》, 2023.2.28
- 《科锐国际: 业绩预告符合预期, 看好节后复工需求恢复&行业景气持续提升》, 2023.1.31
- 《科锐国际: 海外需求势头延续, 静待国内经济重回扩张企业需求回暖》, 2022.10.27
- 《科锐国际: 22Q2 业绩稳健增长符合预期, 技术赋能主业效率持续提升》, 2022.8.24

股票数据

总股本(百万股):	196.81
流通A股(百万股):	196.28
52周内股价区间(元):	30.09-54.39
总市值(百万元):	8,013.95
总资产(百万元):	3,735.55
每股净资产(元):	11.62

资料来源: 公司公告

# 科锐国际: Q1 疫情集中感染叠加春节毛利率短期承压, 看好后续季度边际改善

投资要点

- 事件 1, 科锐国际发布 23Q1 业绩报告:** 23Q1 公司实现营业收入 23.9 亿元/+9.17%, 归母净利润 0.33 亿元/-37%, 扣非归母净利润为 0.25 亿元/-47%; 由于 22 年底以及 23 年初疫情集中感染&叠加春节, 使得项目确认收入出现一定影响而当期员工薪资社保等成本项照常支出, 导致公司业绩&毛利率短期承压, 我们认为若剔除上述影响, 公司业绩基本符合我们的预期。此外一季度经营活动产生的现金流净额为-1.05 亿元, 去年同期净流出 1.26 亿元。**事件 2:** 公司拟收购 Investigo 剩余 37.5% 的股权(以 22 年 1.36 亿元净利润计算交易对价约 13X), 完成后公司将持有 Investigo 100% 股权。
- 招聘淡季+收入确认受到影响而成本项照常支出, 毛利率短期承压。**
- 23Q1 公司毛利率为 7.17%, 同比下滑-2.64pct, 公司毛利率同比承压, 成本上升主要系自有与外包员工的薪酬及办公室租金及相关费用; 同时 1 月疫情感染高峰期出现员工集中休假情况, 导致成本计入当期而项目收入确认受到一定影响, 我们认为后续季度来看该影响有望减退, 毛利率或有望环比逐步改善。23Q1 公司期间费用率为 4.64%/-0.59pct, 其中, 销售费率 1.82%/-0.40pct, 管理费 2.38%/+0.10pct, 研发费率 0.67%/+0.00pct, 财务费率-0.23%/-0.28pct (主要系利息收入以及汇兑收益增加)。
- Q1 外包员工时点人数环比 22 年底下滑, 看好后续季度环比改善。**截至 23Q1 公司在册外包员工 31,521 余人, 22 年底为 3.27 万余人, 环比出现一定下滑, 我们认为或主要系 1-2 月疫情集中感染+春节+部分项目结项+招聘淡季所致, 后续有望逐步环比改善。其中技术研发类岗位为公司重点布局方向, 结构占比持续增长。
- 内部信息化持续建设, 技术平台产品取得较好表现。**公司技术研发持续推进, 其中技术平台类产品广泛链接区域长尾及专精特新类目标客户, SaaS 技术平台触达各类客户同比增长 59.48%, 运营招聘岗位同比增长 90.86%, 链接生态合作伙伴同比增长 43.08%。
- 投资建议:** 由于上述原因导致公司短期业绩及毛利率短期承压, 我们认为后续该影响或将减退、公司将逐步回归至正常经营状态。公司拟收购 Investigo 剩余 37.5% 的股权(以 22 年净利润计算交易对价约 13X), 完成后公司将持有 Investigo 100% 股权。同时国内经济逐步回暖, 政策奠定全年稳就业主线基调, 短中期 23Q2-4 公司外包人数有望呈现逐季改善态势, 4/28 收盘价对应 23 年 pe24X 左右, 建议关注公司估值底部机会。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险; 疫情反复; 市场竞争加剧风险等

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,010	9,092	11,945	16,202	21,508
(+/-)YOY(%)	78.3%	29.7%	31.4%	35.6%	32.7%
净利润(百万元)	253	291	339	452	584
(+/-)YOY(%)	35.5%	15.1%	16.8%	33.1%	29.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.28	1.48	1.72	2.30	2.97
毛利率(%)	11.5%	9.7%	9.6%	9.7%	9.6%
净资产收益率(%)	12.3%	12.8%	13.2%	15.0%	16.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.48	1.72	2.30	2.97
每股净资产	11.50	13.02	15.31	18.28
每股经营现金流	1.72	2.50	0.20	0.97
每股股利	0.10	0.21	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	33.17	23.61	17.73	13.73
P/B	4.26	3.13	2.66	2.23
P/S	0.88	0.67	0.49	0.37
EV/EBITDA	18.87	13.86	10.01	7.61
股息率%	0.2%	0.5%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	9.7%	9.6%	9.7%	9.6%
净利润率	3.2%	2.8%	2.8%	2.7%
净资产收益率	12.8%	13.2%	15.0%	16.2%
资产回报率	7.8%	6.5%	7.1%	7.4%
投资回报率	11.1%	12.2%	14.3%	15.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.7%	31.4%	35.6%	32.7%
EBIT 增长率	10.3%	23.5%	40.9%	29.5%
净利润增长率	15.1%	16.8%	33.1%	29.2%
偿债能力指标				
资产负债率	34.6%	46.3%	47.5%	49.0%
流动比率	2.5	1.9	1.9	1.9
速动比率	2.5	1.9	1.9	1.8
现金比率	0.9	0.7	0.5	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	72.7	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	2.4	2.3	2.6	2.7
固定资产周转率	855.1	1,123.3	1,188.4	1,293.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	291	339	452	584
少数股东损益	76	60	77	99
非现金支出	91	15	12	12
非经营收益	8	-7	-2	-4
营运资金变动	-127	84	-499	-499
经营活动现金流	338	492	40	192
资产	-64	-22	-36	-24
投资	-104	-19	-25	-24
其他	-7	-9	-6	-4
投资活动现金流	-175	-50	-67	-52
债权募资	2,780	0	0	0
股权募资	3	0	0	0
其他	-2,914	-42	-1	-1
融资活动现金流	-131	-42	-1	-1
现金净流量	39	400	-29	139

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,092	11,945	16,202	21,508
营业成本	8,212	10,798	14,639	19,443
毛利率%	9.7%	9.6%	9.7%	9.6%
营业税金及附加	44	67	91	120
营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	193	263	356	495
营业费用率%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%
管理费用	223	293	389	505
管理费用率%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用	43	60	73	97
研发费用率%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
EBIT	376	465	655	847
财务费用	-3	-4	-4	-2
财务费用率%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	0	0	1	1
营业利润	420	504	692	893
营业外收支	57	8	2	4
利润总额	477	512	694	897
EBITDA	460	480	667	859
所得税	110	113	165	214
有效所得税率%	23.1%	22.0%	23.8%	23.9%
少数股东损益	76	60	77	99
归属母公司所有者净利润	291	339	452	584

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,123	1,523	1,494	1,633
应收账款及应收票据	1,810	2,618	3,599	4,778
存货	0	0	0	0
其它流动资产	118	350	463	637
流动资产合计	3,051	4,491	5,556	7,047
长期股权投资	137	157	182	207
固定资产	11	11	14	17
在建工程	0	0	0	0
无形资产	238	248	258	268
非流动资产合计	697	740	798	843
资产总计	3,748	5,231	6,354	7,890
短期借款	37	37	37	37
应付票据及应付账款	93	148	241	426
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,070	2,139	2,640	3,308
流动负债合计	1,199	2,323	2,917	3,771
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债总计	1,297	2,421	3,015	3,869
实收资本	197	197	197	197
普通股股东权益	2,263	2,562	3,014	3,598
少数股东权益	188	248	324	423
负债和所有者权益合计	3,748	5,231	6,354	7,890

# 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。