

科锐国际 (300662.SZ) / 社服行业

证券研究报告/公司点评

2023 年 05 月 03 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 40.72 元

分析师: 皇甫晓晗

执业证书编号: S0740521040001

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理: 张骥

Email: zhangji@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

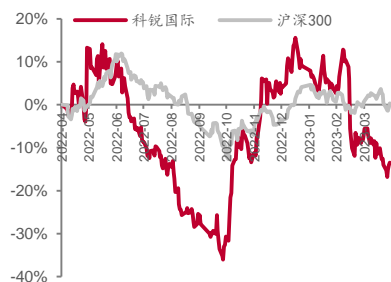
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,010	9,092	11,743	17,133	22,936
增长率 yoy%	78%	30%	29%	46%	34%
归母净利润 (百万元)	253	291	331	453	566
增长率 yoy%	36%	15%	14%	37%	25%
每股收益 (元)	1.28	1.48	1.68	2.30	2.87
每股现金流量	-0.22	1.72	2.09	0.68	2.19
净资产收益率	0.11	0.12	0.12	0.14	0.14
P/E	31.7	27.6	24.2	17.7	14.2
P/B	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3

备注: 股价使用 2023 年 04 月 28 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	197
流通股本(百万股)	196
市价(元)	40.72
市值(百万元)	8,014
流通市值(百万元)	7,993

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《灵活用工天高海阔，龙头公司乘风破浪》首次覆盖
2022.03.04
- 《“技术+平台+服务”生态逐步完善，人服巨头景气度持续》科锐国际 21 年年报点评
2022.04.22
- 《疫情不影响赛道高景气判断》科锐国际 22 年一季报点评
2022.04.28
- 《海外业务持续景气，关注疫情扰动后的边际弹性》科锐国际 22 年半年度业绩预告点评
2022.07.15
- 《业绩符合预期，关注长期逻辑》科锐国际 22 年半年报点评
2022.08.25
- 《业绩触底，黎明咫尺》科锐国际 22 年三季报点评
2022.10.28

投资要点

- 核心观点: 公司 23 年一季报业绩略低于预期，考虑到今年劳动力市场尚未完全复苏，我们认为公司业绩有望逐季改善。**
- 调整盈利预测，维持“买入”评级。**公司 22 年 Q4 实现营业收入 22.74 亿元，同比增 24.21%；归母净利润 0.73 亿元，同比增 13.83%。23Q1 实现营业收入 23.93 亿元，同比增 9.17%，归母净利润 0.33 亿元，同比降 37.03%。考虑到当前国内的劳动力市场尚未完全复苏，宏观周期因子开始对公司业绩产生较大影响且超出我们之前预期，下调营收和归母净利润预测，预计 23-25 年，公司营收 117.43/171.33/229.36 亿元（前值为 23/24 年 162.68/232.85 亿元），公司归母净利润 3.31/4.53/5.66 亿元（前值为 23/24 年 4.51/5.94 亿元），对应 PE 24.2/17.7/14.2，维持“买入”评级。
- 周期性因素影响大，22Q4、23Q1 毛利承压，灵工外包人数环比出现下滑。**周期性影响较大的体现：1. 与顺周期强相关的高毛利业务 RPO\猎头出现一定程度下滑，低毛利业务灵活用工的收入占比提升，致使综合毛利率出现下滑。公司 22Q4 综合毛利率 8.7%，同比 21Q4 下滑 4.0pct，23Q1 综合毛利率 7.2%，同比 22Q1 下滑 2.6pct。2. 灵工外包人数下降。公司 23Q1 末灵工外包人数为 31521 人，较 22 年末下降 1179 人。我们估计，随宏观经济复苏，预期毛利率、灵工外包人数等关键指标都有望在未来几个季度实现逐季改善。
- 海外业务将为公司业绩做出重要贡献。**我们建议关注公司海外扩张步伐，未来海外业务占比预计将持续提升。截至 22 年末，公司在中国香港地区及英国、美国、荷兰、马来西亚、新加坡等多个国家设立 7 家分支机构。22 年，公司大陆以外地区收入 23.38 亿元，占比 25.72%。其中，海外最大的子公司 Investigo（22 年收入 22.61 亿元）已经 100%控股，持股比例自 22 年 5 月 52.5%至 23 年 4 月提升至 100%。
- 成长性仍存，建议静待业绩拐点。**公司坚持以不断完善的“技术+服务+平台”的模式促进线上与线下业务、国内与海外业务的协同发展，技术服务产品矩阵已经初步形成。我们预期，23 年作为疫后复苏元年，中国内地劳动力市场将逐季向好，公司业绩有望持续改善。
- 风险提示: (1) 人力资源行业的政策波动; (2) 经济的复苏节奏低于预期; (3) 灵活用工业务增速不及预期; (4) 公司的数字化建设未达预期。**

图表 1: 公司主要财务数据及预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,123	1,450	2,116	2,833	营业收入	9,092	11,743	17,133	22,936
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,212	10,476	15,427	20,684
应收账款	1,810	2,245	3,140	4,136	税金及附加	44	59	86	115
预付账款	22	28	42	56	销售费用	193	271	390	550
存货	0	0	0	0	管理费用	223	376	468	619
合同资产	0	0	0	0	研发费用	43	59	86	138
其他流动资产	96	101	150	206	财务费用	-3	-10	-35	-65
流动资产合计	3,051	3,825	5,449	7,231	信用减值损失	-1	-15	-15	-15
其他长期投资	11	14	21	28	资产减值损失	-7	0	0	0
长期股权投资	137	137	137	137	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	11	416	700	917	投资收益	0	2	2	2
在建工程	0	100	100	0	其他收益	48	27	27	27
无形资产	238	268	292	320	营业利润	420	527	727	910
其他非流动资产	300	306	309	310	营业外收入	58	13	12	13
非流动资产合计	697	1,241	1,558	1,712	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	3,748	5,065	7,007	8,943	利润总额	477	539	738	922
短期借款	37	537	1,605	2,367	所得税	110	124	170	213
应付票据	0	0	0	0	净利润	367	415	568	709
应付账款	93	118	174	233	少数股东损益	76	84	115	143
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	291	331	453	566
合同负债	77	100	145	195	NOPLAT	365	407	541	659
其他应付款	159	159	159	159	EPS (按最新股本摊薄)	1.48	1.68	2.30	2.87
一年内到期的非流动负债	50	50	50	50					
其他流动负债	784	1,180	1,423	1,820					
流动负债合计	1,199	2,143	3,556	4,823	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	98	98	98	98	营业收入增长率	29.7%	29.2%	45.9%	33.9%
非流动负债合计	98	98	98	98	EBIT增长率	18.9%	11.6%	32.9%	21.8%
负债合计	1,297	2,241	3,654	4,921	归母公司净利润增长率	15.1%	13.8%	37.0%	24.8%
归属母公司所有者权益	2,263	2,552	2,966	3,492	获利能力				
少数股东权益	188	272	387	530	毛利率	9.7%	10.8%	10.0%	9.8%
所有者权益合计	2,451	2,824	3,352	4,022	净利率	4.0%	3.5%	3.3%	3.1%
负债和股东权益	3,748	5,065	7,007	8,943	ROE	11.9%	11.7%	13.5%	14.1%
					ROIC	18.9%	16.7%	14.8%	13.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	34.6%	44.2%	52.2%	55.0%
					债务权益比	7.5%	24.2%	52.3%	62.5%
					流动比率	2.5	1.8	1.5	1.5
					速动比率	2.5	1.8	1.5	1.5
					营运能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	2.4	2.3	2.4	2.6
经营活动现金流	338	411	134	431	应收账款周转天数	66	62	57	57
现金收益	395	437	751	992	应付账款周转天数	4	4	3	4
存货影响	0	0	0	0	存货周转天数	0	0	0	0
经营性应收影响	-259	-441	-909	-1,010					
经营性应付影响	20	26	56	59	每股指标 (元)				
其他影响	182	390	236	390	每股收益	1.48	1.68	2.30	2.87
投资活动现金流	-175	-554	-533	-501	每股经营现金流	1.72	2.09	0.68	2.19
资本支出	-82	-567	-526	-493	每股净资产	11.50	12.97	15.07	17.74
股权投资	-20	0	0	0	估值比率				
其他长期资产变化	-73	13	-7	-8	P/E	28	24	18	14
融资活动现金流	-131	470	1,065	787	P/B	4	3	3	2
借款增加	2	500	1,069	761	EV/EBITDA	571	513	313	239
股利及利息支付	-63	-80	-128	-191					
股东融资	3	0	0	0					
其他影响	-73	50	124	217					

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。