

投资评级 优于大市 维持

3Q23 收入 24 亿增 0.2%，关注顺周期弹性释放

股票数据

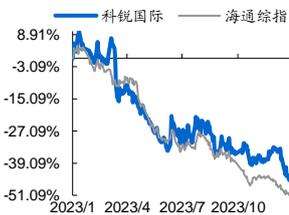
01月10日收盘价(元)	25.64
52周股价波动(元)	24.93-55.44
总股本/流通A股(百万股)	197/197
总市值/流通市值(百万元)	5046/5046

相关研究

《1H23 收入 47.5 亿增 7.9%，毛利率环比改善》2023.09.03

《2022 年归母净利润 2.91 亿+15%，持续推进数字化转型》2023.04.26

《3Q22 收入 24 亿增 19%，国际化服务壁垒强化》2022.10.28

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.7	-21.9	-26.6
相对涨幅 (%)	-3.0	-10.3	-12.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

分析师:许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@haitong.com

证书:S0850517050001

投资要点:

- 科锐国际 10 月 28 日发布 2023 年三季报。**1-3Q23 收入 71.70 亿元，同比增长 5.17%，归母净利润 1.52 亿元，同比下降 30.25%，3Q23 收入 24.16 亿元，同比增长 0.20%，归母净利润 0.54 亿，同比下降 36.99%，扣非归母净利润 0.44 亿元，同比下降 44.11%，扣非归母净利润率-1.46pct 至 1.84%，毛利率 8.04%，环比-0.06pct；期间费率 4.99%，环比-0.05pct，公司销售/管理/研发/财务费用各 0.43 亿元/0.63 亿元/0.14 亿元/0.01 亿元，费用率 1.78%/2.61%/0.57%/0.03%，环比-0.29pct/+0.01pct/+0.18pct/+0.04pct。
- 灵活用工业务引领发展，技术研发岗在职占比 60.3%。**1-3Q23，公司整体灵活用工业务+9.64%。3Q23 累计收费客户 5259 家，中国区客户 24% 为外资/合资企业，64% 为民营企业，12% 为政府/国有/事业单位客户。为国内外客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位 1.12 万人，灵活用工业务累计派出 30.85 万人次。在册灵活用工业务岗位外包员工 3.51 万人，分布在通用专业类白领、技术研发类岗位、通用类岗位，第三季度净增人数趋势显著。其中，技术研发类岗位时点在职人数占比为 60.30%，同比提升 7.6pct，占净增人数 95.3%。灵活用工业务战略布局中目标岗位的拓展始终引领岗位外包业务收入的持续增长。
- 科技赋能，完善“技术+平台+服务”的生态模型。**3Q23 技术部门结合预训练语言模型、对 CRM 等产品进行语义检索能力升级。使用微软的 AzureGPT4 将候选人报告生成、职位竞争力评估和职业发展建议等功能应用于内部 Chat、医脉同道和 CTS 等产品中。增强对客户主数据管理以及员工电子签及电子发票等信息化支持，以进行按岗位、行业和区域划分的市场和收入成本分析。“禾蛙”产品将打造基于复推场景的智能化交付与项目匹配应用，上线“极速反馈”“岗位分发”“交付能力等级”等产品模块，升级交易流程，提供出色的合作体验和高效的交易环境，打造人力招聘场景的产业互联生态。
- 技术服务业务增长亮眼，平台建设初具成效。**1-3Q23 公司技术投入金额 +27.27% 达 1.46 亿元，公司持续投入平台开发与建设，用户活跃度持续增长，广泛链接区域长尾及专精特新类目标客户。3Q23 公司技术服务营业收入 +21.55% 实现 3380.79 万元。通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户 3.4 万家，同比增长 52.73%；运营招聘岗位 18.2 万个，同比增长 65.09%；链接生态合作伙伴 1.2 万家，同比增长 36.67%。3Q23 通过“禾蛙”平台服务企业用户数在三季度环比增长 19%，运营岗位数 8000+，全平台整体月度活跃用户环比增长 19%。运营岗位数环比增长 36%，首发客户数增长 42%。“医脉同道”平台通过多种活动协助大健康产业链企业获取人才及扩大品牌影响力，校招平台持续促稳岗就业，覆盖服务大学生超过 30 万人，单场活动访问注册用户达 2100 余个。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7010	9092	9782	11747	13399
(+/-)YoY(%)	78.3%	29.7%	7.6%	20.1%	14.1%
净利润(百万元)	253	291	202	277	342
(+/-)YoY(%)	35.5%	15.1%	-30.4%	36.8%	23.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.28	1.48	1.03	1.41	1.74
毛利率(%)	11.5%	9.7%	7.9%	8.3%	8.5%
净资产收益率(%)	12.3%	12.8%	8.3%	10.3%	11.4%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测。由于编制内招聘市场呈紧缩状态，公司业务短期承压。人服行业顺周期属性强，有望随宏观经济一同复苏，释放弹性。我们预计 2023-2025 年归母净利润各 2.02 亿元、2.77 亿元、3.42 亿元，同比-30.4%、+36.8%、+23.5%，EPS 各 1.03 元、1.41 元、1.74 元。作为 A 股人力资源龙头企业，我们给予其相对可比公司一定的估值溢价：给予 2024 年 20-25 倍 PE 及 14-16 倍 EV/EBITDA，对应合理价值区间 28.15 元-35.18 元。维持“优于大市”评级。

风险提示：业务修复不及预期风险、人才流失与培养风险、政策法规变化风险。

表 1 合理价值区间测算

	2022	2023E	2024E	2025E	合理市值 (百万元)	目标价 (元)
归母净利 (百万元, 人民币)	291	202	277	342		
EBITDA (百万元, 人民币)	460	247	338	411		
PE (倍)			20		5539	28.15
PE (倍)			25		6924	35.18
EV/EBITDA (倍)			14		5930	30.13
EV/EBITDA (倍)			16		6606	33.57

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 科锐国际可比公司估值表 (根据 2024 年 1 月 10 日收盘价)

	北京人力	外服控股	同道猎聘 (港股)	人瑞人才 (港股)	平均值
PE (倍)	10.3	15.2	17.1	10.7	13.3
EV/EBITDA (倍)	7.3	13.9	9.9	6.5	9.4

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	9092	9782	11747	13399
每股收益	1.48	1.03	1.41	1.74	营业成本	8212	9010	10766	12255
每股净资产	11.50	12.41	13.68	15.25	毛利率%	9.7%	7.9%	8.3%	8.5%
每股经营现金流	1.72	0.62	0.67	1.01	营业税金及附加	44	49	58	67
每股股利	0.00	0.12	0.14	0.17	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	193	190	235	266
P/E	17.36	24.93	18.22	14.76	营业费用率%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%
P/B	2.23	2.07	1.87	1.68	管理费用	223	244	294	335
P/S	0.56	0.52	0.43	0.38	管理费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	18.87	16.16	11.53	9.11	EBIT	376	232	323	396
股息率%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%	财务费用	-3	1	1	1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	9.7%	7.9%	8.3%	8.5%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利润率	3.2%	2.1%	2.4%	2.6%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	12.8%	8.3%	10.3%	11.4%	营业利润	420	265	369	449
资产回报率	7.8%	4.9%	6.0%	6.6%	营业外收支	57	44	44	44
投资回报率	11.1%	6.3%	8.0%	8.8%	利润总额	477	309	413	493
盈利增长 (%)					EBITDA	460	247	338	411
营业收入增长率	29.7%	7.6%	20.1%	14.1%	所得税	110	71	95	113
EBIT 增长率	10.3%	-38.3%	39.2%	22.5%	有效所得税率%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润增长率	15.1%	-30.4%	36.8%	23.5%	少数股东损益	76	36	41	38
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	291	202	277	342
资产负债率	34.6%	35.0%	36.1%	36.2%					
流动比率	2.54	2.52	2.46	2.46	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.53	2.50	2.44	2.44	货币资金	1123	1221	1315	1470
现金比率	0.94	0.91	0.84	0.83	应收账款及应收票据	1810	2018	2395	2743
经营效率指标					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	72.66	75.31	74.43	74.72	其它流动资产	118	133	151	169
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	3051	3372	3861	4382
总资产周转率	2.43	2.39	2.54	2.59	长期股权投资	137	148	148	148
固定资产周转率	855.05	468.25	376.54	365.88	固定资产	11	21	31	37
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	238	254	281	309
					非流动资产合计	697	729	766	799
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3748	4100	4628	5181
净利润	291	202	277	342	短期借款	37	45	50	50
少数股东损益	76	36	41	38	应付票据及应付账款	93	106	125	143
非现金支出	91	14	15	15	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	8	-37	-37	-37	其它流动负债	1070	1185	1398	1587
营运资金变动	-127	-94	-164	-159	流动负债合计	1199	1336	1573	1780
经营活动现金流	338	121	132	199	长期借款	0	0	0	0
资产	-64	4	-8	-4	其它长期负债	98	98	98	98
投资	-104	-5	0	0	非流动负债合计	98	98	98	98
其他	-7	0	0	0	负债总计	1297	1434	1671	1878
投资活动现金流	-175	-2	-8	-4	实收资本	197	197	197	197
债权募资	2780	8	5	0	归属于母公司所有者权益	2263	2443	2692	3001
股权募资	3	0	0	0	少数股东权益	188	224	265	303
其他	-2914	-30	-35	-41	负债和所有者权益合计	3748	4100	4628	5181
融资活动现金流	-131	-22	-30	-41					
现金净流量	39	98	95	155					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为01月10日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业
许樱之 社会服务行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 小商品城,北京人力,爱美客,千味央厨,特海国际,名创优品,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,东软教育,富森美,中国东方教育,华熙生物,九毛九,海伦司,巨子生物,永辉超市,百联股份,海底捞,安克创新,贝泰妮,潮宏基,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,美团-W,奈雪的茶,雍禾医疗,老凤祥

投资评级说明

	类别	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; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。