

**证券研究报告—动态报告**

社会服务

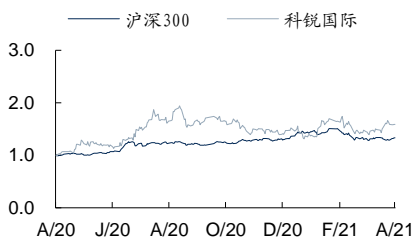
人力资源服务

**科锐国际(300662)**
**增持**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 23 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	183/181
总市值/流通(百万元)	10,377/10,258
上证综指/深圳成指	3,465/14,209
12个月最高/最低(元)	70.82/33.95

**相关研究报告:**

《科锐国际-300662-2020 年业绩预告点评: 年业绩预告略超预期, 线下线上共成长》——2021-01-29

《科锐国际-300662-2020 年三季报点评: 灵活用工持续靓丽, 技术赋能助力成长》——2020-10-28

《科锐国际-300662-重大事件快评: 业务为矛, 定增打磨技术之盾, 纵横灵活用工行业》——2020-09-25

《科锐国际-300662-2020 年半年报点评: Q2 逆势高增长, 持续看好灵活用工空间》——2020-08-27

《科锐国际-300662-2019 年年报点评: 短期关注疫情, 中线看好灵活用工成长》——2020-04-24

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

**证券分析师: 姜甜**

电话: 0755-81981367  
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**年报靓丽符合预期, 线下线上共振**
**● 2020 年国内业绩同增约 32%, 表现靓丽符合预期**

2020 年, 公司营收 39.32 亿/+10% (同口径大陆增 29%); 业绩 1.86 亿/+22% (国内+32%), 与业绩快报基本一致; 扣除非经及股权激励成本增 26%, 其中 Q4 增 46%+, 表现靓丽。EPS1.04 元, 符合预期。

**● 国内灵活用工持续高增长, 其他业务承压, 拓展技术业务**

2020 年, 公司整体灵活用工收入 31 亿/+13%, 其中大陆可比口径增 40% (H1/2 分别 30%/+50%+); 猎头收入为 4.6 亿元/-12% (H1/2 分别-6%/-17%), 大陆地区下滑 9%; RPO 受经济拖累明显, 收入下滑 26% (H1/2 分别-28%/-24%)。Investigo 收入 12.2 亿/-16%, 贡献权益净利润 968 万/-46% (H1/2 分别-39%/-55%)。剔除 Investigo、非经损益、股权激励成本, 全年业绩增速估算为 37%, 下半年估算为 44%+, 较上半年的 30%进一步提速。加强技术投入, 对内升级 CTS 系统, 对外推出才到云/智能招考管理系统/禾蛙/即派盒子等产品/方案, 拓展政府客户。毛利率同减 0.74pct, 期间费用率同减 0.51pct。

**● 预计灵活用工业务持续表现优秀, 技术赋能有望进一步打开空间**

公司预计 Q1 业绩 3688-4215 万元, 同增 40%-60%; 扣除非经及员工持股成本后同增 96%-125%, 低基数上表现靓丽 (19Q1-21Q1 复合增速为 25%-34%); 经济复苏+科锐战略生态完善, 预计灵活用工继续高增长, 猎头和 RPO 增速也有望转正; Investigo 仍受欧洲疫情影响。展望全年, 预计国内灵活用工仍将保持良好趋势, 且经济回暖下猎头、RPO、Investigo 也有望持续改善。中线来看, 公司拟定增加技术平台建设、增强 ToG 业务等, 搭建人力资源服务平台, 有望进一步打开成长空间; 而且我国灵活用工尚处高速发展期, 公司全产业链布局下有望明显受益, 未来也不排除进一步并购的可能性。

**● 风险提示**

宏观、疫情等; 并购整合不达预期; 新技术业务不及预期等。

**● 业务增长/复苏趋势良好, 关注技术业务的发展, 维持“增持”**

预计 21-23 年 EPS 为 1.34/1.69/2.12 元, 对应 PE42/33/27x。短期灵活用工有望维持高增长, 其他业务有望持续复苏; 中线持续看好灵活用工行业及公司技术赋能下的成长潜力, 维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3585.96	3932.00	5342.79	7064.40	9313.45
(+/-%)	63.24%	9.65%	35.88%	32.22%	31.84%
净利润(百万元)	152.24	186.31	244.55	309.21	387.36
(+/-%)	29.38%	22.38%	31.26%	26.44%	25.27%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.02	1.34	1.69	2.12
EBIT Margin	6.11%	5.92%	6.10%	5.88%	5.65%
净资产收益率(ROE)	17.68%	17.94%	19.82%	20.87%	21.63%
市盈率(PE)	67.95	55.70	42.43	33.56	26.79
EV/EBITDA	47.49	44.26	33.71	27.13	22.15
市净率(PB)	12.01	9.99	8.41	7.01	5.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2020 年国内业绩同增约 32%，表现靓丽符合预期

2020 年，公司实现营业总收入 39.32 亿元，同比增长 9.65%；实现归母业绩 1.86 亿元，同比增长 22.38%，与业绩快报基本一致；扣除非经损益及股权激励成本后的业绩为 1.68 亿元，同比增长 26.11%；剔除 Investigo、非经、股权激励成本后的业绩同增约 37%；EPS1.04 元，符合预期。

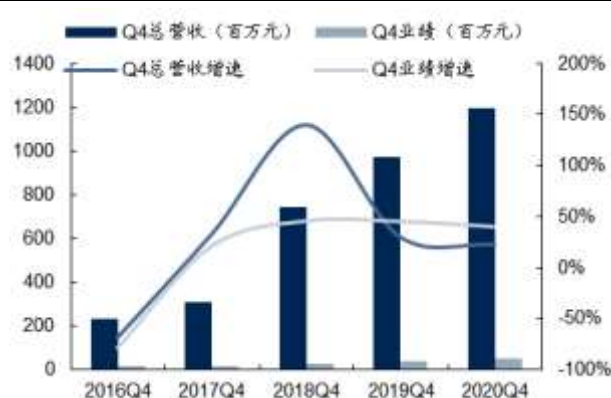
Q4 单季，公司实现收入 11.94 亿元，同比增加 23.07%；实现归母业绩 5253 万元，同比增长 40.72%；扣除非经损益及股权激励成本后的业绩为 4598 万元，同比增长 46.17%（Q1-3 分别为-20%/+43%/+23%）。剔除 Investigo、非经、股权激励成本的业绩增速估算 50%+，逆势表现靓丽！

图 1：科锐国际的收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：科锐国际 Q4 单季收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 国内灵活用工持续高增长，猎头、RPO、海外拖累

2020 年，公司整体实现灵活用工收入 31.12 亿元，同比增长 13%；其中中国大陆地区灵活用工收入约为 22 亿元，同比增长 31%。若还原疫情期间社保减免对收入确认的影响，2020 年大陆灵活用工收入较上年同期增长约为 40%；其中估算下半年同增 50%+，较上半年 30%+ 的增速进一步提升，持续表现靓丽！全年猎头收入为 4.61 亿元，同比下滑 12%；其中下半年下滑 17%，较上半年下滑 6% 的幅度进一步扩大，预计主要受疫情及宏观经济持续影响。全年中国大陆地区猎头收入为 3.42 亿元，同比下滑 9%。

RPO 受经济拖累相对明显，2020 年实现收入 1.11 亿元，同比下滑 26%；其中下半年下滑 24%，较上半年下滑 28% 幅度有所收窄。

图 3：公司分业务收入增长情况



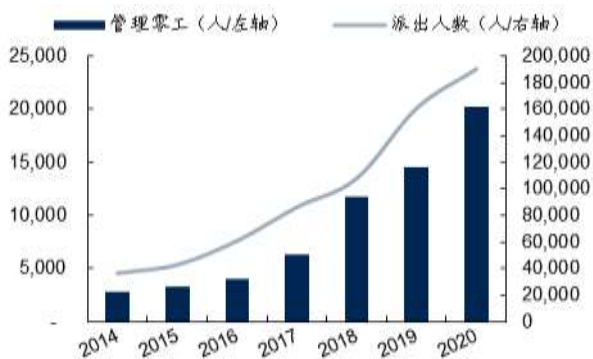
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受海外疫情影响，2020年 Investigo 贡献收入 12.20 亿元，同比下滑 16%；其中估算灵活用工收入为 9.14 亿元，同比下滑 16%；猎头业务收入为 1.18 亿元，同比下滑 19%。分阶段来看，上、下半年收入各下滑 12%、21%。利润端，Investigo 贡献权益净利润 968 万元，同比下滑 46%，上、下半年各下滑 39%、55%。

剔除 Investigo 影响，2020 年公司收入同增 23%（剔除社保影响的可比口径增 29%），其中上、下半年各增 15%、25%；剔除 Investigo、非经常性损益、股权激励成本，2020 年业绩增速估算为 37%+，其中下半年估算为 44%+，较上半年 30% 的增长进一步提速，主要系收入支撑。

截至 2020 年末，公司共经营 110 余家分支机构，自有员工数量达到 2668 人，同增 21%。管理的外包员工共计 2.02 万人，同增 39%；外包累计派出人员 19.00 万人次/+18%；共计为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位超过 2.50 万人，相比去年同期的 2.83 万人有收缩，预计主要系猎头及 RPO 拖累。

图 4：科锐国际的管理零工数量及派出人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：科锐国际的分支机构及专业顾问数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 技术赋能，搭建人力资源平台，布局政府、国企客户

2020 年公司进一步加强技术投入，对内升级 CTS 系统，提高业务效率；对外推出“才到云”、“智能招考管理系统”、“禾蛙”、“即派盒子”等产品/方案。具体来看，1) 公司在 2020 年基本完成“科锐才到云”的整合，即包含招聘、入职、考勤、薪税等模块一体化 HRSaaS 解决方案，专注大健康、新零售等行业客户；云累计服务客户 159 家，服务管理企业员工 20 万人。2) 推出智能招考管理系统，在新疆、北京、天津等地推广实施，实施近 200 家事业单位招考工作，累计招聘岗位 4,000 余个，参加笔试/面试分别近 4.0/1.5 万人次。3) 截止 2020 年末，科锐即派盒子 (Gee-Box) 聚合同行合作伙伴近 3,500 家；禾蛙聚合猎企 194 家，入驻顾问 830 余人，协同服务客户 781 家，服务岗位 5,969 个；天津津南区落地的区就业云超市，注册企业 514 家，发布岗位 472 个。

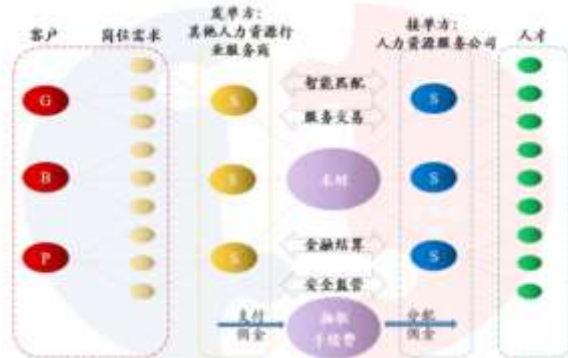
持续布局“大政府”业务生态，推出“城市人才大脑”，继已有的武汉、雄安、乌鲁木齐地区后，继续拓展海南、河南等地业务，为政府、企事业单位等招才引智。

图 6：科锐国际的智慧人力资源管理平台



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：禾蛙平台商业模式

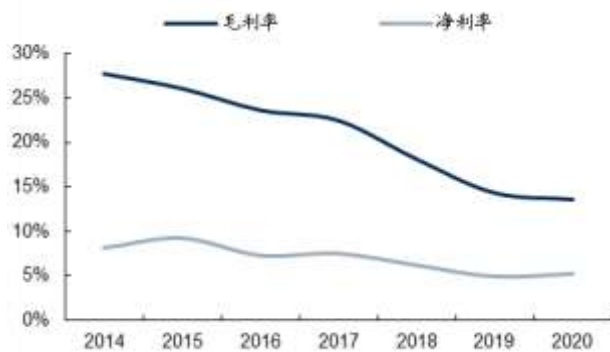


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**综合作用下毛利率同减 0.74pct，期间费用率同减 0.51pct**

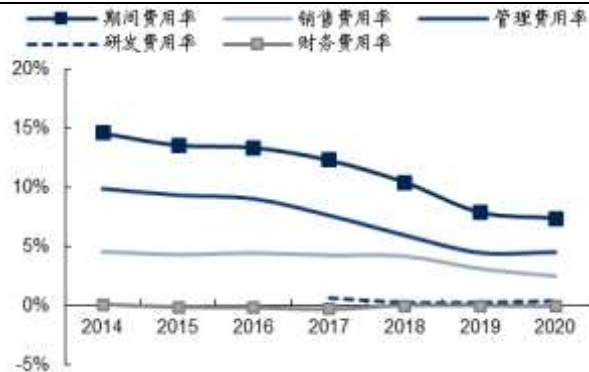
综合来看，公司毛利率同减 0.74pct，主要因毛利率较低的灵活用工业务占比进一步提升。分业务来看，灵活用工毛利率 9.19%，同比增长 0.60pct；中高端人才访寻毛利率 36.42%，同比增加 0.34pct，主要系公司持续推行区域垂直及技术升级，降低固定成本；招聘流程外包毛利率为 44.58%，同比下滑 1.29pct。公司期间费用率同减 0.51pct，其中销售/财务费用率分别降 0.64pct/0.08pct，但管理/研发费用率分别增 0.05pct/0.16pct。

图 8：科锐国际毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：科锐国际期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**预计灵活用工业务持续表现优秀，技术赋能有望进一步打开空间**

公司已公布 2021Q1 业绩预告，预计 Q1 实现归母净利润 3688-4215 万元，同比增长 40%-60%，中值 50%；扣除非经及员工持股成本后的业绩约为 3510-4030 万元，同增 96%-125%，低基数基础上表现靓丽（19Q1-21Q1 复合增速为 25%-34%）；预计灵活用工继续维持高增长，猎头和 RPO 增速也转正；Investigo 仍受欧洲疫情影响。展望全年，预计国内灵活用工业务仍将保持良好趋势，且伴随宏观经济及就业回暖，猎头、RPO 以及 Investigo 也有望持续改善。中线来看，公司拟定增加技术平台建设、增强 ToG 业务、增资人才测评企业等，完善人力资源服务生态链，都有望进一步打开成长空间；而且我国灵活用工尚处高速发展期，公司全产业链布局下有望明显受益，未来也不排除进一步并购的可能性。

**业务增长/复苏趋势良好，关注技术业务的发展，维持“增持”评级**

预计 21-23 年 EPS 为 1.34/1.69/2.12 元，对应 PE42/33/27x。短期灵活用工有

望维持高增长，其他业务有望持续复苏；中线持续看好灵活用工行业及公司技术赋能下的成长潜力，维持“增持”评级。

### 风险提示

宏观、疫情等系统性风险；并购整合不达预期；市场竞争激烈；新技术业务拓展不及预期；汇率波动等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-04-22	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002607	中公教育	买入	25.87	0.29	0.39	0.52	88.39	67.12	49.66	46.50
300662	科锐国际	增持	56.75	0.83	1.02	1.34	68.27	55.79	42.36	12.05
300010	豆神教育	买入	7.72	-2.56	0.30	0.51	-3.02	26.08	15.20	2.00
300192	科德教育	增持	13.52	0.27	0.61	0.76	49.58	22.06	17.77	4.92
000526	学大教育	增持	37.42	0.12	0.08	0.72	314.76	489.63	51.84	44.43
002621	美吉姆	增持	5.94	0.15	-0.03	0.28	40.92	-204.60	21.26	3.65

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	486	471	552	679	营业收入	3932	5343	7064	9313
应收款项	942	1171	1548	2041	营业成本	3398	4635	6156	8145
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	22	29	39	51
其他流动资产	23	107	141	186	销售费用	99	144	187	242
<b>流动资产合计</b>	<b>1451</b>	<b>1749</b>	<b>2242</b>	<b>2907</b>	管理费用	179	209	267	349
固定资产	11	29	52	73	财务费用	(4)	(13)	(15)	(18)
无形资产及其他	171	164	157	151	投资收益	3	2	3	3
投资性房地产	241	241	241	241	资产减值及公允价值变动	0	(1)	(0)	(1)
长期股权投资	110	120	170	200	其他收入	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1985</b>	<b>2304</b>	<b>2862</b>	<b>3572</b>	营业利润	244	340	434	548
短期借款及交易性金融负债	38	0	0	0	营业外净收支	27	17	17	17
应付款项	43	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>271</b>	<b>356</b>	<b>450</b>	<b>564</b>
其他流动负债	678	851	1128	1492	所得税费用	64	84	106	133
<b>流动负债合计</b>	<b>760</b>	<b>851</b>	<b>1128</b>	<b>1492</b>	少数股东损益	21	28	35	44
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>186</b>	<b>245</b>	<b>309</b>	<b>387</b>
其他长期负债	43	52	58	59					
<b>长期负债合计</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>802</b>	<b>903</b>	<b>1186</b>	<b>1551</b>	净利润	186	245	309	387
少数股东权益	145	167	195	231	资产减值准备	(1)	8	6	6
股东权益	1038	1234	1481	1791	折旧摊销	20	9	10	12
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1985</b>	<b>2304</b>	<b>2862</b>	<b>3572</b>	公允价值变动损失	0	1	0	1
					财务费用	(4)	(13)	(15)	(18)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(37)	(165)	(123)	(167)
每股收益	1.02	1.34	1.69	2.12	其它	17	14	23	29
每股红利	0.26	0.27	0.34	0.42	<b>经营活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>112</b>	<b>225</b>	<b>269</b>
每股净资产	5.68	6.75	8.10	9.80	资本开支	(6)	(29)	(32)	(34)
ROIC	19%	22%	25%	28%	其它投资现金流	0	(0)	(0)	(0)
ROE	18%	20%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(39)</b>	<b>(82)</b>	<b>(64)</b>
毛利率	14%	13%	13%	13%	权益性融资	18	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(47)	(49)	(62)	(77)
收入增长	10%	36%	32%	32%	其它融资现金流	16	(38)	0	0
净利润增长率	22%	31%	26%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(62)</b>	<b>(87)</b>	<b>(62)</b>	<b>(77)</b>
资产负债率	48%	46%	48%	50%	<b>现金净变动</b>	<b>93</b>	<b>(14)</b>	<b>81</b>	<b>127</b>
息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	392	486	471	552
P/E	55.7	42.4	33.6	26.8	货币资金的期末余额	486	471	552	679
P/B	10.0	8.4	7.0	5.8	企业自由现金流	155	64	173	214
EV/EBITDA	44.3	33.7	27.1	22.1	权益自由现金流	171	36	185	228

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032