

2021年04月23日

2020 全年逆势强增长，灵活用工持续高成长

科锐国际(300662)——2020 年报点评

1. 2020 全年逆势强增长，业绩及现金流双高

2020 年公司营收 39.32 亿元/+9.6%，其中不含 Investigo 的内生营收 29.45 亿元/+25%或还原社保影响后+29%；扣除员工持股成本及非经常性损益后归母净利 1.68 亿元/+26.1%，其中内生贡献 1.57 亿元/+39%。2020 年公司经营现金流净额 2.01 亿元/+63%，主要系公司加大资金管理和收款力度所致。

2. 2020Q3-4 环比加速，业务扩张明显

2020Q1-4 公司营收同比增速 15%/-4%/4%/23%、其中 2020H1/H2 不含 Investigo 的内生营收增速 15%/32%；2020Q1-4 公司经调整扣非归母净利同比增速-21%/42%/23%/49%、其中 2020H1/H2 内生净利增速 29%/45%。2020Q1-4 公司自有员工人数环比增长 0%/0%/9%/10%、年末 2668 人，灵活用工人数环比增长 1%/3%/17%/14%、年末 2.02 万人，Q3-4 业务扩张明显。

3. 灵活用工持续高增长，技术创新持续赋能

1、2020 年灵活用工收入 31.12 亿元/+12.5%，其中大陆灵活用工收入 21.98 亿元/+31.1%或还原社保影响后+40%，2020 年末全部灵活用工人数/+38%。公司灵活用工业务展现更强的抗周期效应和发展持续性，主要得益：(1) 中高端岗位占优，招聘及一体化能力突出，医药/IT/工业研发等占比更高；(2) 坚持大客户驱动，TOP50 收入占比超 50%、TOP5 收入占比提升 5.3pct 至 28.0%，向头部客户集中享受稳定性和成长性。

2、公司对内升级 CTS 系统，对外升级智能招考、就业云超市等技术产品，完成才到云整合并加大即派盒子和禾蛙建设。

盈利预测与投资建议

预计 2021-23 年公司收入 54.48/73.59/96.00 亿元、同比增长 38.6%/35.1%/30.4%，归母净利 2.36/3.02/3.89 亿元、同比增长 26.5%/28.1%/28.7%。综合考虑公司业务成长性及标的稀缺性，给予其 2022 年 50 倍 PE，对应目标市值 151 亿元、目标价 82.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济不确定性、战略执行不达预期、系统性风险

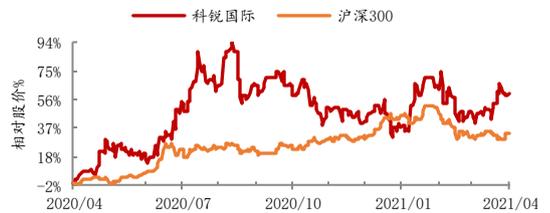
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,586	3,932	5,448	7,359	9,600
YoY (%)	63.2%	9.6%	38.6%	35.1%	30.4%
归母净利润(百万元)	152	186	236	302	389
YoY (%)	29.4%	22.4%	26.5%	28.1%	28.7%
毛利率 (%)	14.3%	13.6%	13.4%	13.2%	13.0%
每股收益(元)	0.83	1.02	1.29	1.65	2.12
ROE	17.7%	17.9%	18.5%	19.2%	19.8%
市盈率	68.16	55.70	44.02	34.36	26.71

资料来源：wind 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	82.6
最新收盘价：	56.75
股票代码：	300662
52 周最高价/最低价：	70.82/35.0
总市值(亿)	103.77
自由流通市值(亿)	102.58
自由流通股数(百万)	180.75



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

分析师：何富丽
邮箱：hefl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520080002
联系电话：

正文目录

1. 2020 全年逆势强增长，业绩及现金流双高	3
2. 2020Q3-4 环比加速，业务扩张明显	4
3. 灵活用工持续高增长，技术创新持续赋能	5
3.1. 灵活用工布局中高端、大客户驱动	5
3.2. 技术创新赋能内部、客户	7
4. 盈利预测与投资建议	7
5. 风险提示	8

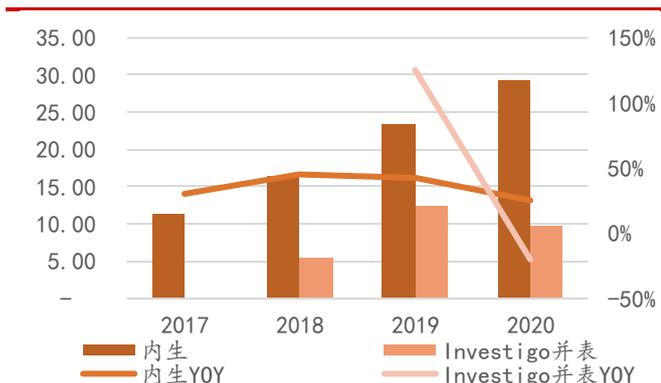
图表目录

图 1：2017-20 年公司营收（亿元）	3
图 2：2017-20 年公司经调整扣非归母净利（亿元）	3
图 3：2017-20 年公司营收构成	4
图 4：2017-20 年公司毛利率及费用率	4
图 5：2017-20 年公司经营现金流净额（亿元）	4
图 6：2017-20 年公司应收账款（亿元）周转天数	4
图 7：2020 年公司分季营收（亿元）	5
图 8：2020 年公司经调整扣非归母净利（亿元）	5
图 9：2017-20 年公司自有员工数	5
图 10：2017-20 年公司灵活员工数	5
图 11：2014-20 年公司灵活用工收入增速	6
图 12：2014-20 年公司灵活用工人数	6
图 13：2017-20 年公司客户数	6
图 14：2017-20 年公司 TOP5 客户销售额占比	6
图 15：智慧人力资源管理平台	7
图 16：人力资源产业互联平台-禾蛙	7
图 17：分业务收入与业绩预测（亿元）	8
图 18：可比公司估值表	8

1. 2020 全年逆势强增长，业绩及现金流双高

2020 年公司营收 39.32 亿元、同比增长 9.6%，其中不含 Investigo 的内生营收 29.45 亿元、同比增长 25%/还原社保影响后同比增长约 29%，Investigo 营收 9.87 亿元、同比下降 20%；归母净利 1.86 亿元、同比增长 22.4%，扣除员工持股成本及非经常性损益后归母净利 1.68 亿元、同比增长 26.1%、经调整扣非归母净利率+0.6pct 至 4.3%，其中不含 Investigo 的内生贡献 1.57 亿元、同比增长 39%、经调整扣非归母净利率+0.5pct 至 5.3%，Investigo 贡献 0.11 亿元、同比下降 44%。

图 1：2017-20 年公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2：2017-20 年公司经调整扣非归母净利（亿元）

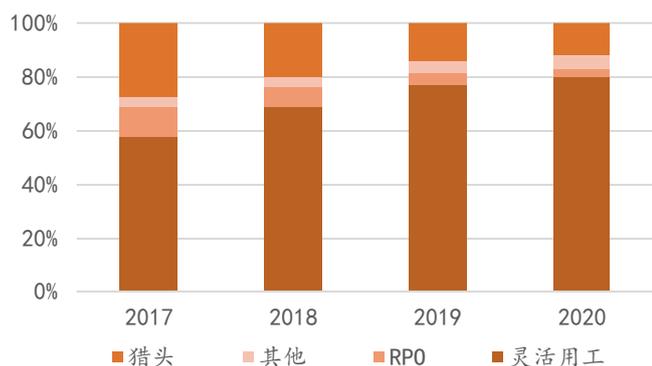


资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：经调整扣非归母净利为扣除员工限制性股票成本和非经常性损益后的归母净利

收入拆分来看，2020 年灵活用工/猎头/RPO/其他占比提升 2/-3/-1/2pct 至 79%/12%/3%/6%，疫情期间灵活用工显现抗周期效应而猎头及 RPO 受影响；各业务毛利率同比提升 0.6/0.3/-1.3/1.5pct 至 9.2%/36.4%/44.6%/13.9%、预计灵活用工毛利率提升与社保减免及岗位升级有关、猎头毛利率提升与推行区域垂直和技术升级等有关、RPO 毛利率下降因需求不足，因此综合毛利率同比下降 0.7pct 至 13.6%；销售/管理/研发/财务费率同比下降 0.6/-0.1/-0.2/0.1pct 至 2.5%/4.6%/0.4%/-0.1%，销售费率下降与压缩人员加大管控有关，剔除员工持股成本后管理费率下降 0.1pct。

图 3：2017-20 年公司营收构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4：2017-20 年公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020 年公司经营现金流净额 2.01 亿元、同比增长 63%，主要系公司加大资金管理和收款力度所致，通过动态预测与分析方式对现金流实时监控、结合信用控制对应收账款采用“端到端”管理，因此 20 年尽管应收账款周转天数未下降（部分由于其基数大而营收受社保减免影响基数小），但应收账款增速下降至 13%、占总资产比例下降 2pct 至 44%，并推动货币资金同比增长 24%至 4.86 亿元。

图 5：2017-20 年公司经营现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6：2017-20 年公司应收账款（亿元）周转天数

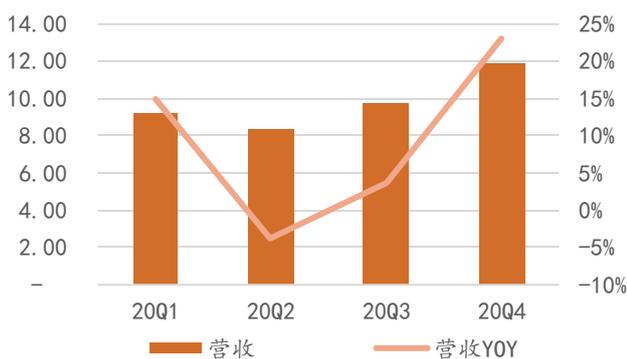


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2020Q3-4 环比加速，业务扩张明显

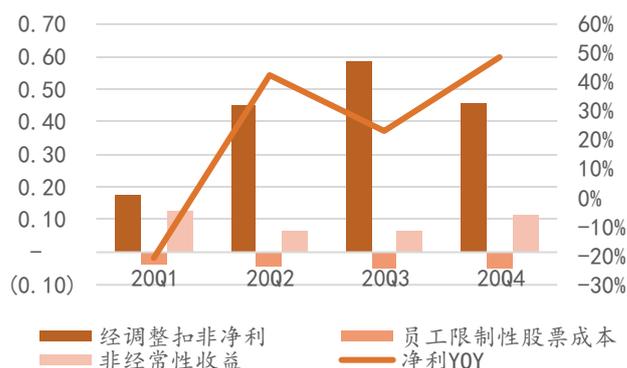
分季来看，2020Q1-4 公司营收同比增速 15%/-4%/4%/23%、其中 2020H1/H2 不含 Investigo 的内生营收增速 15%/32%，Investigo 营收增速-12%/-28%；2020Q1-4 公司经调整扣非归母净利同比增速-21%/42%/23%/49%、其中 2020H1/H2 不含 Investigo 的内生净利增速 29%/45%，Investigo 净利增速-39%/-48%，Q3-4 收入及业绩环比加速。

图 7：2020 年公司分季营收（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8：2020 年公司经调整扣非归母净利（亿元）

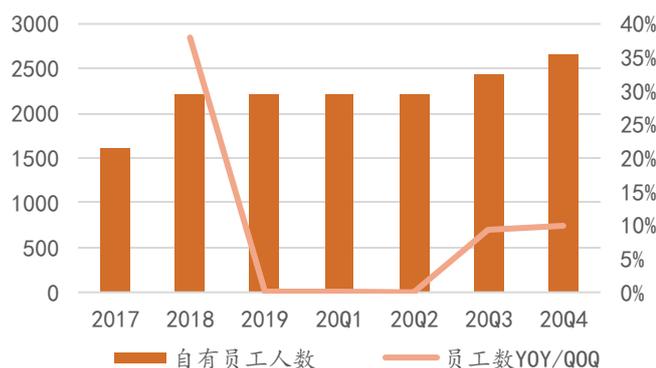


资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：经调整扣非归母净利为扣除员工限制性股票成本和非经常性损益后的归母净利

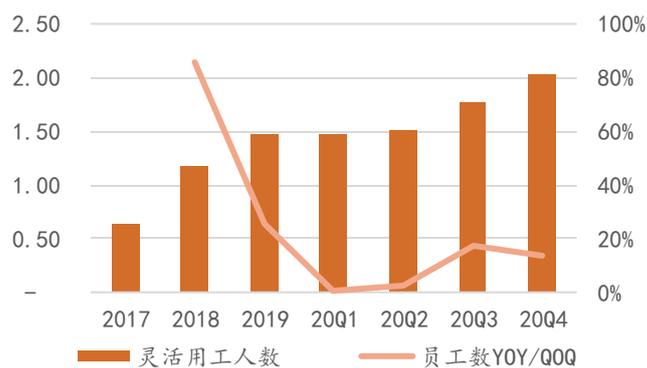
从员工数量看，2020Q1-4 公司自有员工人数环比增长 0%/0%/9%/10%至 2223/2223/2430/2668 人、灵活用工人数环比增长 1%/3%/17%/14%至 1.48/1.52/1.78/2.02 万人，Q3-4 人才储备更积极、需求增长更显著。

图 9：2017-20 年公司自有员工数（人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10：2017-20 年公司灵活员工数（万人）



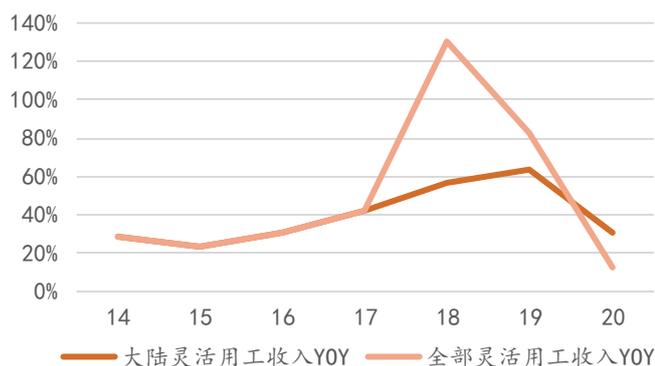
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 灵活用工持续高成长，技术创新持续赋能

3.1. 灵活用工布局中高端、大客户驱动

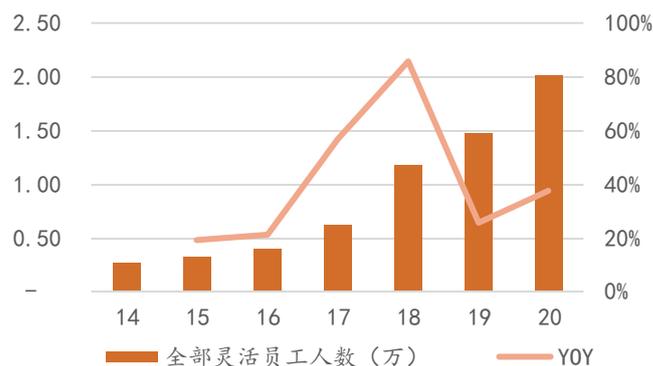
2020 年公司灵活用工收入 31.12 亿元、同比增长 12.5%，其中大陆灵活用工收入 21.98 亿元、同比增长 31.1%/还原社保影响后同比增长约 40%。2020 年末公司全部灵活用工人数 2.02 万人、同比增长 37.8%，预计主要系大陆灵活用工人数高增长。

图 11：2014-20 年公司灵活用工收入增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12：2014-20 年公司灵活用工人数



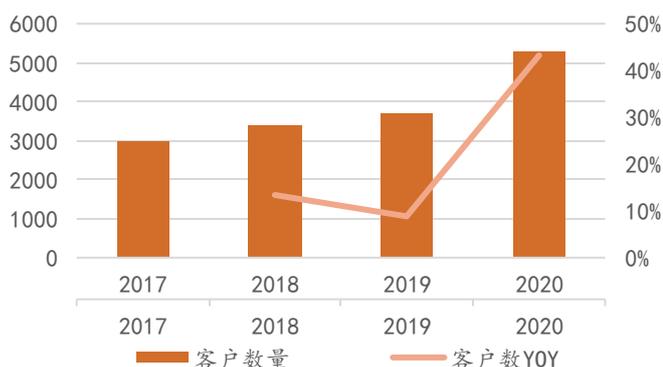
资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司灵活用工业务展现更强的抗周期效应和发展持续性，主要得益：

(1) 中高端岗位占优，招聘及一体化能力突出，灵活员工分布于财务、人事、采购、合规、行政助理、医药研发、IT 研发、工业研发、金融服务、零售、工厂流水线技术工人及管理等多岗位，18/19 年净收入率为 13.72%/13.67%、高于可比同业。中高端岗位不可替代性更强、对人服机构服务能力要求更高，而公司中高端猎头基因成功移植到灵活用工，长期看发展持续性更强、更容易形成竞争优势。

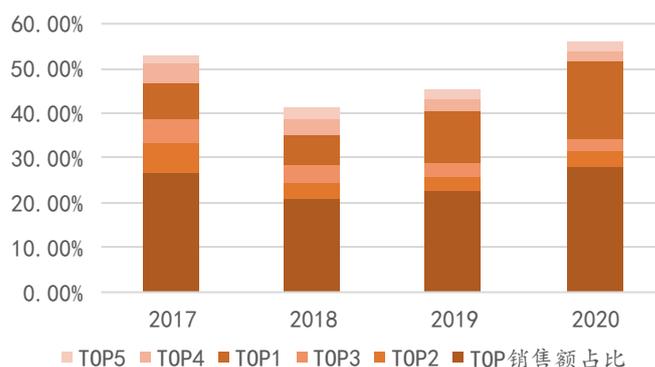
(2) 坚持大客户驱动，同步享受其稳定性与成长性，20 年付费客户数量 5300 余家、年内新增收费客户 1500 余家，其中民企/外企/国企占比 47%/40%/13%、同步提升 3/-5/2pct，这些大客户合作期限长、粘性强，其中 75% 为重复购买客户、大量客户的服务期超过十年；尤其 TOP50 集团大客户收入占比超 50%、TOP5 收入占比同比你提升 5.3pct 至 28.0%，在疫情期间市场波动的背景下，公司向头部客户集中可同步享受其抗风险的稳定性和强需求的成长性。

图 13：2017-20 年公司客户数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14：2017-20 年公司 TOP5 客户销售额占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

面对疫情，公司抓住契机的关键在于：

(1) 岗位上，除大健康、新能源、大数据与人工智能为代表的高科技、与数字化转型相关新零售、新经济、在线教育等行业编制内招聘保持旺盛外，其他行业基本都体现出招聘的放缓的迹象，公司积极岗位画像，重点布局外包岗位。

(2) 区域上，聚焦粤港澳大湾区、长三角、长江中下游、京津冀、成渝五大经济圈，各区域市场业绩增幅明显，尤其高增长的粤港澳大湾区业绩收入占比达中国大陆业务收入的 24%。

(3) 效率上，不断推进“前店后厂”运营模式和“千人千岗”重度垂直。按照业务细分岗位设置组织结构，前台已形成 300 余个利润中心，配以后厂的专注支持，双轮驱动，运营管理效率、人岗匹配效率、交付效率提速。

3.2.技术创新赋能内部、客户

公司对内升级 CTS 系统加大对三大主业的赋能，从各个环节不断提高运营效率；对外升级智能招考、就业云超市等技术产品，赋能政府人社部门及企业数智化转型。

(1) 完成“科锐才到云”的产品整合：实现了包含招聘、入职、考勤、薪税等模块一体化 HRSaaS 解决方案，才到云累计服务客户 159 家，服务管理企业员工 200,000 人。2020 年初受疫情影响，公司率先推出智能招考管理系统，年末实施近 200 家事业单位招考工作，累计招聘岗位 4,000 余个，共计报名人数超过 80,000 人次，参加笔试/面试近 40,000/15,000 人次。

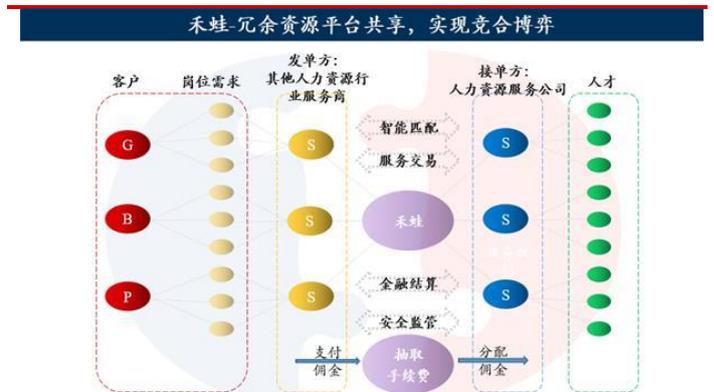
(2) 加大人力资源互联网平台建设，包括“城市人才大脑”及“禾蛙”、“即派盒子(Gee-Box)”，从“零和”到“竞合”，致力打造国内人力资源产业互联网平台生态。2020 年末科锐即派盒子(Gee-Box)聚合同行合作伙伴近 3,500 家；禾蛙聚合猎企 194 家，入驻顾问 830 余人，协同服务客户 781 家，服务岗位 5,969 个；天津津南区落地的区就业云超市，注册企业 514 家，发布岗位 472 个。

图 15：智慧人力资源管理平台



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16：人力资源产业互联平台-禾蛙



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测：我们假设灵活用工维持高增长、猎头及 RPO 逐步复苏、其他业务较快增长，且各业务毛利率稳中有升、期间费用率有所下降。因此预期 2021-23 年灵活用工收入 44.88/62.02/82.18 亿元、同比增长 44.2%/38.2%/32.5%，公司整体收入 54.48/73.59/96.00 亿元、同比增长 38.6%/35.1%/30.4%，归母净利润 2.36/3.02/3.89 亿元、同比增长 26.5%/28.1%/28.7%。

估值与投资建议：看好灵活用工业务抗周期属性、中国灵活用工赛道高成长空间及公司布局中高端+大客户驱动的强竞争力、高持续性，而且未来伴随灵活用工收入占比提升，公司周期属性有望减弱、运营效率有望提升。综合考虑公司业务成长性及

标的稀缺性，给予其 2022 年 50 倍 PE，对应目标市值 151 亿元、目标价 82.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 17：分业务收入与业绩预测（亿元）

	19A	20A	21E	22E	23E
营收	35.86	39.32	54.48	73.59	96.00
%yoy	63.2%	9.6%	38.6%	35.1%	30.4%
1. 灵活用工收入	27.66	31.12	44.88	62.02	82.18
%yoy	82.9%	12.5%	44.2%	38.2%	32.5%
%of 收入	77.1%	79.2%	82.4%	84.3%	85.6%
2. 猎头收入	5.22	4.61	5.40	6.23	7.05
%yoy	16.2%	-11.7%	17.2%	15.4%	13.2%
%of 收入	14.5%	11.7%	9.9%	8.5%	7.3%
3. RPO 收入	1.50	1.11	1.31	1.49	1.64
%yoy	-4.9%	-26.0%	18.0%	14.0%	10.0%
%of 收入	4.2%	2.8%	2.4%	2.0%	1.7%
4. 其他收入	1.48	2.18	2.90	3.85	5.12
%yoy	90.1%	46.6%	33.0%	33.0%	33.0%
%of 收入	4.1%	5.5%	5.3%	5.2%	5.3%
归母净利润	1.52	1.86	2.38	3.06	3.97
%yoy	29.4%	22.4%	2.36	3.02	3.89
%NP margin	4.2%	4.7%	26.5%	28.1%	28.7%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE		
			TTM	21E	22E
601888.SH	中国中免	5779	63.45	51.22	37.77
002607.SZ	中公教育	1596	73.64	46.45	34.91
002841.SZ	视源股份	996	52.29	43.62	36.19
600754.SH	锦江酒店	642	582.54	52.16	36.59
300144.SZ	宋城演艺	571	280.53	43.43	32.29
600258.SH	首旅酒店	255	-65.60	27.14	22.52
603043.SH	广州酒家	164	35.48	29.16	24.31

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 风险提示

宏观经济不确定性、
战略执行不达预期、
系统性风险

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,932	5,448	7,359	9,600	净利润	208	236	302	389
YoY(%)	9.6%	38.6%	35.1%	30.4%	折旧和摊销	29	19	21	23
营业成本	3,398	4,717	6,390	8,354	营运资金变动	-22	-17	12	7
营业税金及附加	22	30	41	53	经营活动现金流	201	233	331	410
销售费用	99	137	183	234	资本开支	-39	-52	-75	-79
管理费用	179	248	335	434	投资	-42	0	0	0
财务费用	-4	0	0	0	投资活动现金流	-81	-47	-69	-72
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	18	0	0	0
投资收益	3	4	6	8	债务募资	1,416	0	0	0
营业利润	244	308	397	508	筹资活动现金流	-25	0	0	0
营业外收支	27	0	-2	1	现金净流量	93	186	262	338
利润总额	271	308	395	509	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	64	73	93	121	成长能力				
净利润	208	236	302	389	营业收入增长率	9.6%	38.6%	35.1%	30.4%
归属于母公司净利润	186	236	302	389	净利润增长率	22.4%	26.5%	28.1%	28.7%
YoY(%)	22.4%	26.5%	28.1%	28.7%	盈利能力				
每股收益	1.02	1.29	1.65	2.12	毛利率	13.6%	13.4%	13.2%	13.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	5.3%	4.3%	4.1%	4.0%
货币资金	486	671	933	1,271	总资产收益率 ROA	9.4%	9.4%	9.6%	9.8%
预付款项	21	28	0	0	净资产收益率 ROE	17.9%	18.5%	19.2%	19.8%
存货	0	0	0	0	偿债能力				
其他流动资产	945	1,234	1,605	2,013	流动比率	1.91	1.86	1.82	1.82
流动资产合计	1,451	1,933	2,538	3,284	速动比率	1.88	1.83	1.82	1.82
长期股权投资	110	110	110	110	现金比率	0.64	0.65	0.67	0.70
固定资产	11	9	6	3	资产负债率	40.4%	43.3%	45.5%	46.8%
无形资产	171	221	276	337	经营效率				
非流动资产合计	534	567	619	677	总资产周转率	1.98	2.18	2.33	2.42
资产合计	1,985	2,500	3,157	3,961	每股指标 (元)				
短期借款	38	38	38	38	每股收益	1.02	1.29	1.65	2.12
应付账款及票据	43	60	81	106	每股净资产	5.68	6.97	8.62	10.74
其他流动负债	678	941	1,275	1,665	每股经营现金流	1.10	1.27	1.81	2.24
流动负债合计	760	1,039	1,394	1,809	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	43	43	43	43	PE	55.70	44.02	34.36	26.71
非流动负债合计	43	43	43	43	PB	9.53	8.14	6.58	5.28
负债合计	802	1,082	1,436	1,852					
股本	183	183	183	183					
少数股东权益	145	145	145	145					
股东权益合计	1,183	1,419	1,721	2,109					
负债和股东权益合计	1,985	2,500	3,157	3,961					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职国盛证券研究所，覆盖休闲服务行业，2020年3月加入华西证券研究所，并拓展覆盖至纺服教育行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。