

科锐国际 (300662)

证券研究报告

2021年04月24日

20年大陆灵工收入同口径+40%， “技术+平台+服务” 模式打造人力界的贝壳

科锐发布 20 年年报，实现收入 39.3 亿，同增 9.7%；还原社保减免影响大陆区收入同增 29%，其中大陆灵工收入同口径增长 40%。实现归母净利润 1.86 亿，同增 22.4%；扣除非经和股权激励影响后，实现归母经调整净利润 1.68 亿，同增 26.1%。

20 年受海外疫情影响，Investigo 实现收入 10.3 亿，同减 16.4%；实现净利润 1843 万，同减 46.4%。科锐全年综合净服务费合计为 10.7 亿，同减 2%。年末在册外包员工 2.02 万人 (+39%)，外包累计派出人员 19 万余次，第一大客户收入占比由 19 年的 11.7% 提升至 20 年的 17.2%。

分季度来看，20Q1-Q4 分别实现收入 9.2/8.4/9.8/11.9 亿，同比变化 +15%/-4%/+4%/+23%；分别实现归母净利润 2635/4733/6011/5253 万，同比变化 +4%/+22%/+19%/+41%；分别实现归母经调整净利润 1791/4528/5890/4598 万，同比变化 -20%/+43%/+23%/+49%，经调整净利率为 1.9%/5.4%/6.0%/3.9%。

分业务来看，20 年灵工/猎头/RPO 收入占比分别为 79%/12%/3%，收入同比变化 +12.5%/-11.7%/-26.1%；毛利占比分别为 54%/31%/9%，毛利同比变化 +20%/-11%/-28%；毛利率分别为 9.2%/36.4%/44.6%，同比变化 +0.6pct/+0.3pct/-1.3pct。销售期间费用率 7.4%，同减 0.5pct。加权 ROE19.7%，同增 0.4pct。

长尾客户有效链接，前店后厂交付提速，东南亚招聘市场成为新的海外业绩增长点。20 年科锐合作客户数量 5300 余家（新增 1500 余家），粤港澳大湾区业绩增长明显，收入占比为大陆整体的 24%。大陆以外市场收入占比为 27.8%（同减 15%），其中东南亚产业互联网新经济蓬勃发展，相关人才招聘业务收入贡献亮眼。

技术驱动创新引领，赋能政企数智化，产业互联共建生态平台。20 年科锐研发人员提升至 194 人，研发投入 3151 万。同时与国投人力共同设立海南国投科锐，与河南汇融共同设立汇融科锐，地方政府深度合作打开业务发展空间。参股尚贤基金，一二级联动布局人力产业链。追加投资才到持股至 59%，加大 SaaS 领域投入，才到云累计服务客户 159 家，服务管理企业员工 20 万人。投资中测高科 20% 股权，布局人才测评领域。

投资建议：作为国内头部的以技术驱动的整体人才解决方案提供商，科锐对内持续投资升级以大数据和人工智能技术为基础的数据&技术中台；对外广泛合作打造伙伴生态平台、人力资源产业互联网平台，即派盒子聚合同行近 3500 家，禾蛙聚合猎企 194 家。战略布局清晰，落地执行高效。内部运营效率稳步提升下，关注后续定增落地以及外延并购，预计 21-23 年净利润分别为 2.5/3.2/4.2 亿元，对应 42/33/25xPE，维持买入评级。

风险提示：人才培养与流失风险，经济周期下行风险，技术投入不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,585.96	3,932.00	6,055.28	8,516.15	12,092.93
增长率(%)	63.24	9.65	54.00	40.64	42.00
EBITDA(百万元)	235.28	255.65	371.16	482.07	627.49
净利润(百万元)	152.24	186.31	248.49	318.34	416.03
增长率(%)	29.38	22.38	33.37	28.11	30.69
EPS(元/股)	0.83	1.02	1.36	1.74	2.28
市盈率(P/E)	68.76	56.19	42.13	32.88	25.16
市净率(P/B)	12.15	10.08	8.02	6.59	5.31
市销率(P/S)	2.92	2.66	1.73	1.23	0.87
EV/EBITDA	23.40	37.25	28.40	21.37	16.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/其他休闲服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	57.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	182.86
流通 A 股股本(百万股)	180.75
A 股总市值(百万元)	10,468.51
流通 A 股市值(百万元)	10,347.90
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	40.42
一年内最高/最低(元)	70.82/35.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《科锐国际-公司点评:21Q1 归母经调整净利润中枢+111%，先纵后横打造综合人力资源平台》 2021-04-11
- 2 《科锐国际-公司点评:20Q4 收入+24%，经调整净利润+67%，技术驱动龙头成长，产业互联合作共赢》 2021-02-26
- 3 《科锐国际-公司点评:20 年经调整净利润中枢超预期，组织架构调整厚积薄发，技术添翼提阶可期》 2021-01-31

1. 事件

科锐发布 20 年年报, 实现收入 39.3 亿, 同增 9.7%; 还原社保减免影响大陆区收入同增 29%, 其中大陆灵工收入同口径增长 40%。实现归母净利润 1.86 亿, 同增 22.4%; 扣除政府补贴等非经常性损益和员工股权激励影响后, 实现归母经调整净利润 1.68 亿, 同增 26.1%。

20 年受海外疫情影响, Investigo 实现收入 10.3 亿, 同减 16.4%; 实现净利润 1843 万, 同减 46.4%。科锐全年综合净服务费合计为 10.7 亿, 同减 2%。年末在册外包员工 2.02 万人 (+39%), 外包累计派出人员 19 万余次, 第一大客户收入占比由 19 年的 11.7% 提升至 20 年的 17.2%。

2. 技术驱动创新引领, 产业互联共建生态平台

2.1. 20 年大陆灵工同口径收入+40%, 外包人数突破 2 万

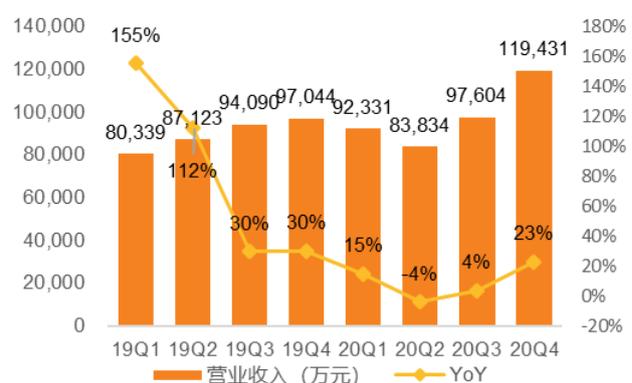
大陆灵工增势迅猛, 疫情验证龙头高壁垒。 20 年实现营收 39.3 亿, 同比增长 9.7%; 还原社保减免影响大陆区收入同增 29%, 其中大陆灵工收入同口径增长 40%。分季度来看, 20Q1-Q4 分别实现收入 9.2/8.4/9.8/11.9 亿, 同比变化+15%/-4%/+4%/+23%。20 年受海外疫情影响, Investigo 实现收入 10.3 亿, 同减 16.4%; 实现净利润 1843 万, 同减 46.4%。年末在册外包员工 2.02 万人 (+39%), 外包累计派出人员 19 万余次, 第一大客户收入占比由 19 年的 11.7% 提升至 20 年的 17.2%。

图 1: 分年度收入变化



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 分季度收入变化

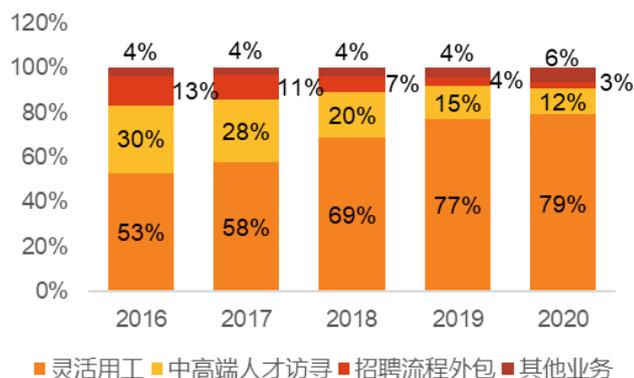


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

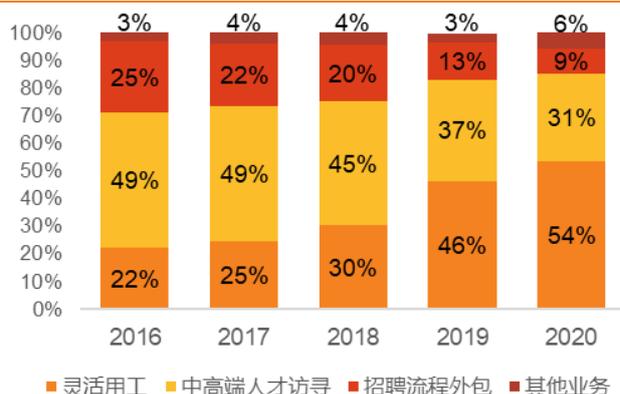
20 年毛利润同增 4.1%, 毛利率同减 0.74pct, 主要受业务结构调整变化。 20 年实现毛利 5.34 亿, 同增 4.1%; 毛利率 13.57%, 同减 0.74pct, 主要受灵活用工收入占比持续提升影响。按照国际同业可比口径计算净收入, 成本端剔除自有业务员工的人工成本及差旅、房租水电、电话费等支出后, 20 年实现综合净服务费 10.7 亿, 同减 2%。

图 3: 分板块收入结构变化

图 4: 分板块毛利结构变化



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



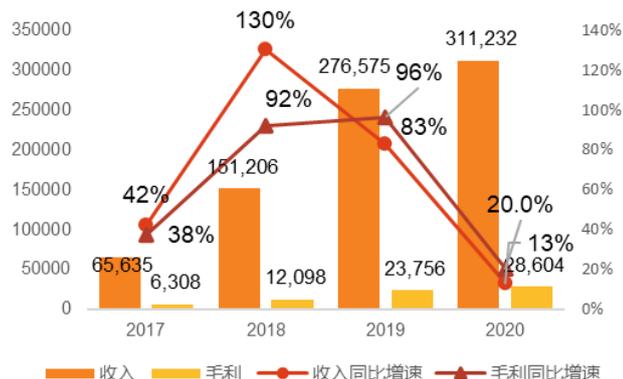
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

灵活用工业务引领增长, 20 年同增 13%, 毛利率提升 0.6pct。分业务来看, 20 年灵活用工业务实现收入 31.1 亿元, 同比增长 12.5%, 收入贡献占比从 19 年的 77% 提升到 20 年的 79%, 其中大陆区灵活用工业务剔除社保减免影响后同增 40%; 实现毛利润 2.86 亿, 同比增长 20%, 毛利润贡献占比从 19 年的 46% 提升到 20 年的 54%; 毛利率为 9.2%, 同比提升 0.6pct。灵活用工业务为客户的企业管理带来敏捷性、灵活性和高效性, 在市场渗透率提升的大背景下持续增长可期。

中高端人才访寻业务受宏观环境拖累, 20 年收入同减 12%。20 年中高端人才访寻业务实现收入 4.6 亿元, 同比减少 12%, 收入贡献占比从 19 年的 15% 下降到 20 年的 12%; 实现毛利润 1.68 亿, 同比减少 11%, 毛利润贡献占比从 19 年的 37% 下降到 20 年的 31%; 毛利率为 36.4%, 同比提升 0.3pct。东南亚产业互联网新经济蓬勃发展, 相关人才招聘业务收入贡献亮眼, 成为海外业务新的业绩增长点。

招聘流程外包业务 20 年收入同减 26%, 毛利率同减 1.3pct。20 年招聘流程外包业务实现收入 1.11 亿元, 同比下降 26%, 收入贡献占比从 19 年的 4% 下降到 20 年的 3%; 实现毛利润 0.50 亿, 同比下降 28%, 毛利润贡献占比从 19 年的 13% 下降到 20 年的 9%; 实现毛利率 44.6%, 同比下降 1.3pct, 受全球贸易和宏观经济影响程度较大。

图 5: 灵活用工收入毛利变化 (万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 中高端人才访寻收入毛利变化 (万元)



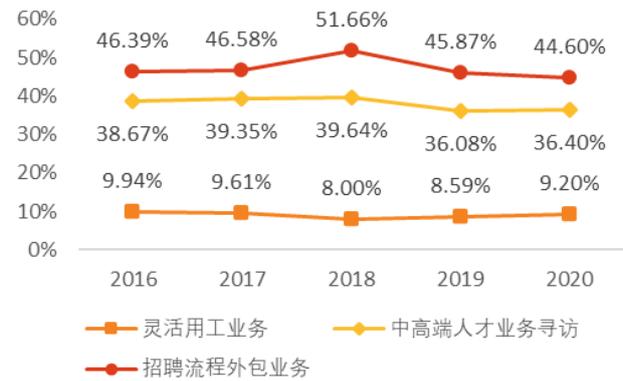
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 招聘流程外包收入毛利变化 (万元)

图 8: 分业务毛利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所



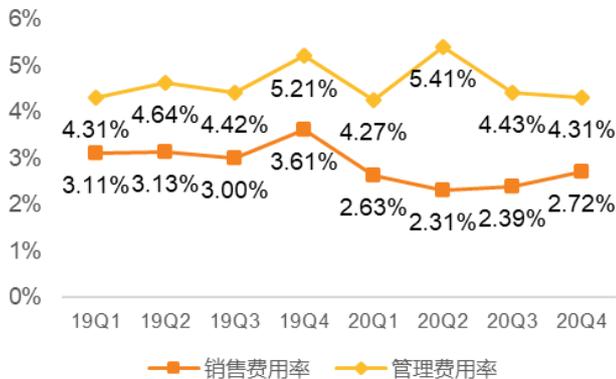
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 研发投入持续加大，费用管控水平优化，ROE 稳步提升

费用管控能力持续优化。20 年期间费用率为 7.4%，同减 0.5pct。其中，销售费用率为 2.5%，下降 0.7pct；管理费用率为 4.9%，上涨 0.2pct，主要是员工股权激励费用影响。加权 ROE19.7%，同增 0.4pct，近年来稳步提升。

20 年研发投入同比增加 60.7%，技术赋能持续可期。2020 年公司研发投入 3151 万元，同比增长 60.7%；年末研发人员 194 人，增加 74 人。报告期公司不断加大投入内部信息化建设，升级 CTS 系统，加强技术中台和数据中台建设，加速企业数字化转型。同时加大投入整合、升级 SaaS 云产品，加大投资人力资源互联平台、垂直招聘平台、人才大脑平台建设，获客和运营效率明显提高。

图 9：销售&管理费率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：研发投入变化 (万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

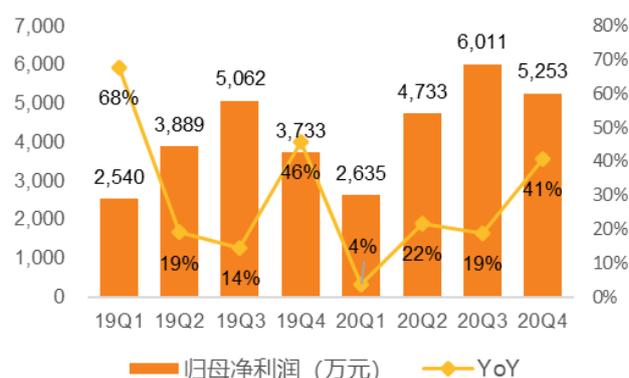
20 年归母净利润同比增长 22.4%，Q4 提速明显。20 年实现归母净利润 1.86 亿，同比增长 22.4%；实现归母扣非净利润 1.49 亿，同比增长 12.6%；扣除政府补贴等非经常性损益和员工股权激励影响后，实现归母经调整净利润 1.68 亿，同增 26.1%。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 2635/4733/6011/5253 万元，同比增速分别为 4%/22%/19%/41%。

图 11：分年度归母净利润变化

图 12：分季度归母净利润变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 布局政府、国企服务生态，积极拥抱产业互联

长尾客户有效链接，前店后厂交付提速。20 年科锐合作客户数量 5300 余家（新增 1500 余家），粤港澳大湾区业绩增长明显，收入占比为大陆整体的 24%。大陆以外市场收入占比为 27.8%（同减 15%），主要受到海外疫情影响。

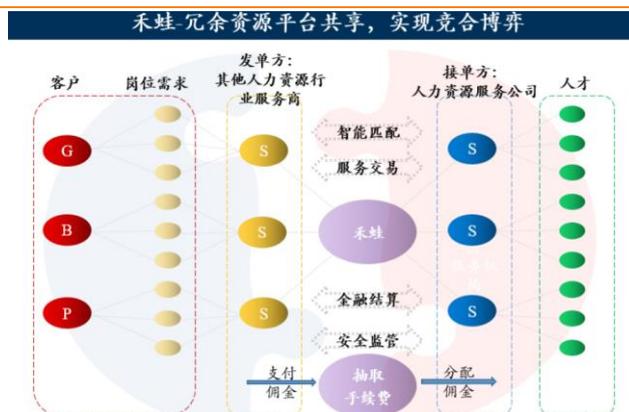
赋能政企数智化，产业互联共建生态平台。20 年科锐与国投人力共同设立海南国投科锐，与河南汇融共同设立汇融科锐，地方政府深度合作打开业务发展空间。参股尚贤基金，一二级联动布局人力产业链。追加投资才到持股至 59%，加大 SaaS 领域投入，才到云累计服务客户 159 家，服务管理企业员工 20 万人。投资中测高科 20% 股权，布局人才测评领域。

图 13：智慧人力资源管理平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：人力资源产业互联平台“禾蛙”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

作为国内头部的以技术驱动的整体人才解决方案提供商，科锐对内持续投资升级以大数据和人工智能技术为基础的数据&技术中台；对外广泛合作打造伙伴生态平台、人力资源产业互联网平台，即派盒子聚合同行近 3500 家，禾蛙聚合猎企 194 家。战略布局清晰，落地执行高效。内部运营效率稳步提升下，关注后续定增落地以及外延并购，预计 21-23 年净利润分别为 2.5/3.2/4.2 亿元，对应 42/33/25xPE，维持买入评级。

4. 风险提示

人才培养与流失风险：公司属于人力行业头部企业，猎头业务对人的依赖较为严重，核心人才流失以及随着业务规模的扩大后续人才梯队未能及时调整完善，将会削弱公司的竞争力。

经济周期下行风险：人力行业顺周期性明显，若后续疫情反复、国内外经济持续下行，可能会对公司业务造成不利影响。

技术投入不及预期：目前国内人力头部公司处于快速发展阶段，技术驱动业务提效明显，若后续技术投入不及预期，可能会拖累业务发展速度。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	392.44	485.76	121.11	379.07	483.72
应收票据及应收账款	773.99	873.43	1,467.41	1,633.39	2,409.66
预付账款	17.96	20.51	65.36	37.77	109.45
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.08	71.44	164.88	135.84	294.36
流动资产合计	1,249.46	1,451.14	1,818.76	2,186.06	3,297.18
长期股权投资	86.08	110.39	110.39	110.39	110.39
固定资产	9.99	11.41	33.71	76.09	117.52
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	130.10	185.71	169.28	152.84	136.41
其他	208.72	226.55	214.82	207.10	200.16
非流动资产合计	434.89	534.07	564.20	616.03	636.24
资产总计	1,684.35	1,985.21	2,382.95	2,802.09	3,933.42
短期借款	32.23	38.30	75.06	38.90	426.03
应付票据及应付账款	71.00	42.95	149.88	129.32	252.70
其他	554.49	678.31	639.20	786.97	970.61
流动负债合计	657.71	759.55	864.14	955.19	1,649.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.60	42.80	38.38	39.59	40.26
非流动负债合计	37.60	42.80	38.38	39.59	40.26
负债合计	695.31	802.35	902.52	994.79	1,689.59
少数股东权益	127.72	144.51	174.88	218.79	273.21
股本	182.29	182.86	182.86	182.86	182.86
资本公积	259.95	301.88	301.88	301.88	301.88
留存收益	709.57	907.37	1,122.70	1,405.66	1,787.77
其他	(290.48)	(353.77)	(301.88)	(301.88)	(301.88)
股东权益合计	989.04	1,182.85	1,480.44	1,807.30	2,243.83
负债和股东权益总计	1,684.35	1,985.21	2,382.95	2,802.09	3,933.42

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	178.80	207.58	248.49	318.34	416.03
折旧摊销	20.59	27.24	18.13	20.45	22.85
财务费用	1.87	(1.87)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(1.37)	(3.07)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	22.10	70.85	(657.20)	26.84	(691.86)
其它	(98.74)	(99.80)	31.97	44.69	55.65
经营活动现金流	123.26	200.93	(358.61)	410.32	(197.34)
资本支出	30.89	103.42	64.42	78.79	49.34
长期投资	7.10	24.31	0.00	0.00	0.00
其他	(76.58)	(208.45)	(124.36)	(158.86)	(99.32)
投资活动现金流	(38.58)	(80.72)	(59.94)	(80.08)	(49.99)
债权融资	32.23	38.30	75.06	38.90	426.03
股权融资	5.63	25.26	51.89	0.00	0.00
其他	(64.86)	(88.56)	(73.06)	(111.18)	(74.05)
筹资活动现金流	(27.01)	(25.00)	53.89	(72.28)	351.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	57.67	95.21	(364.66)	257.96	104.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,585.96	3,932.00	6,055.28	8,516.15	12,092.93
营业成本	3,072.93	3,398.42	5,243.87	7,417.56	10,617.59
营业税金及附加	18.64	21.86	36.33	51.10	72.56
营业费用	113.55	99.49	157.44	229.94	326.51
管理费用	161.89	179.49	242.21	319.36	411.16
研发费用	7.59	14.53	22.40	36.62	60.46
财务费用	(0.98)	(4.11)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(1.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.04	(0.01)
投资净收益	1.37	3.07	0.00	0.00	0.00
其他	(4.82)	(25.09)	0.00	(0.08)	0.01
营业利润	217.24	244.33	353.02	461.61	604.64
营业外收入	16.51	28.05	16.00	16.00	16.00
营业外支出	0.21	1.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	233.55	271.10	369.02	477.61	620.64
所得税	54.74	63.52	88.57	114.63	148.95
净利润	178.80	207.58	280.46	362.99	471.69
少数股东损益	26.56	21.27	31.97	44.65	55.66
归属于母公司净利润	152.24	186.31	248.49	318.34	416.03
每股收益(元)	0.83	1.02	1.36	1.74	2.28

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	63.24%	9.65%	54.00%	40.64%	42.00%
营业利润	32.11%	12.47%	44.48%	30.76%	30.98%
归属于母公司净利润	29.38%	22.38%	33.37%	28.11%	30.69%
获利能力					
毛利率	14.31%	13.57%	13.40%	12.90%	12.20%
净利率	4.25%	4.74%	4.10%	3.74%	3.44%
ROE	17.68%	17.94%	19.03%	20.04%	21.11%
ROIC	32.33%	32.11%	40.11%	25.43%	32.36%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41.28%	40.42%	37.87%	35.50%	42.95%
净负债率	-36.42%	-37.83%	-3.11%	-18.82%	-2.57%
流动比率	1.90	1.91	2.10	2.29	2.00
速动比率	1.90	1.91	2.10	2.29	2.00

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	5.40	4.77	5.17	5.49	5.98
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	2.34	2.14	2.77	3.28	3.59

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.83	1.02	1.36	1.74	2.28
每股经营现金流	0.67	1.10	-1.96	2.24	-1.08
每股净资产	4.71	5.68	7.14	8.69	10.78

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	68.76	56.19	42.13	32.88	25.16
市净率	12.15	10.08	8.02	6.59	5.31
EV/EBITDA	23.40	37.25	28.40	21.37	16.96
EV/EBIT	24.83	40.38	29.86	22.31	17.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com