

证券研究报告—动态报告

社会服务

旅游综合 II

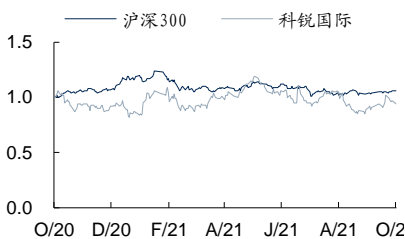
科锐国际(300662)
增持

2021 年三季度报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 27 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)	197/181
总市值/流通(百万元)	10,569/9,709
上证综指/深圳成指	3,598/14,553
12 个月最高/最低(元)	69.50/44.61

相关研究报告:

《科锐国际-300662-2021 年半年报点评: 中报表现靓丽, 看好灵活用工及平台化》——2021-08-28

《科锐国际-300662-2020 年年报点评: 年报靓丽符合预期, 线下线上共振》——2021-04-23
 《科锐国际-300662-2020 年业绩预告点评: 业绩预告略超预期, 线下线上共成长》——2021-01-29

《科锐国际-300662-2020 年三季度报点评: 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

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
灵活用工助力业绩快速增长, 定增落地期待平台化升级
● 三季度扣除非经及股权激励成本的业绩增 44%, 符合预期

前三季度, 公司营收 51.80 亿/+89.21%; 业绩 1.88 亿/+40.64%, 在业绩预告区间 (33%-47%) 中值附近, 扣除非经及股权激励成本后增 45.67%, 其中 Q3 增 43.51%。EPS1.02 元, 符合预期。

● 预计三季度大陆灵活用工翻倍增长, 其他业务明显改善

结合我们的持续跟踪, 估算第三季度国内灵活用工收入实现翻倍以上增长, 延续了上半年 (同增 117%) 的靓丽趋势! 猎头和 RPO 收入也持续改善, 估算第三季度分别增长 50%+/40%+。三季度以来, 海外疫情有效控制下海外分支迅速恢复, 估算三季度 Investigo 收入增速在 20%以上。技术业务有序推进, 垂直招聘及产业互联平台 MAU 从 13 万增长至 16 万。截至三季度末, 公司外包员工 3 万人/+69%。前三季度, 公司毛利率下滑 2.94pct, 主要系灵活用工占比提升; 期间费用率减少 2.01pct; 经营活动净现金流为-3.12 亿 (去年同期 1.40 亿), 主要系收入增长快速产生收款缺口, 但三季度已转正。

● 线下灵活用工支撑增长, 线上布局打开想象空间

线下业务方面, 灵活用工行业红利持续释放, 预计后续公司灵活用工业务仍将维持高速增长; 猎头、RPO 则需跟踪宏观经济及就业政策, 目前来看趋势良好。Investigo 需跟踪欧洲疫情及就业环境, 预计疫情有望改善。线上业务方面, 公司垂直招聘、SaaS 云、产业互联、人才大脑平台规划清晰, 持续推进; 定增募资已落地, 加大研发投入、加持生态布局。中线看来, 我国灵活用工尚处高速发展期, 公司作为上市龙头有望明显受益, 全产业链布局也有望提供更大发展空间, 且未来可能会继续关注行业内的并购整合机会。

● 风险提示

宏观、疫情系统性风险; 并购整合不达预期; 市场竞争激烈; 汇率等。

● 短期灵活用工支撑, 平台化完善生态布局, 维持“增持”评级

考虑到行业景气度较好, 上调 21-23 年 EPS 至 1.27/1.67/2.13 (原为 1.24/1.57/1.97 元), 对应 PE42/32/25x。短期灵活用工高增长支撑业绩, 其他业务持续改善; 中线看好灵活用工成长空间及公司平台化建设。短期建议兼顾员工持股平台等减持进展, 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	7017.41	10570.10	14495.00
(+/-%)	63.24%	9.65%	78.47%	50.63%	37.13%
净利润(百万元)	152.24	186.31	249.60	328.11	418.57
(+/-%)	29.38%	22.38%	33.97%	31.45%	27.57%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.95	1.27	1.67	2.13
EBIT Margin	6.11%	5.92%	4.78%	4.26%	4.01%
净资产收益率(ROE)	17.68%	17.94%	20.16%	21.87%	22.81%
市盈率(PE)	64.27	56.73	42.34	32.21	25.25
EV/EBITDA	45.08	45.02	34.29	27.04	22.00
市净率(PB)	11.36	10.18	8.54	7.04	5.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

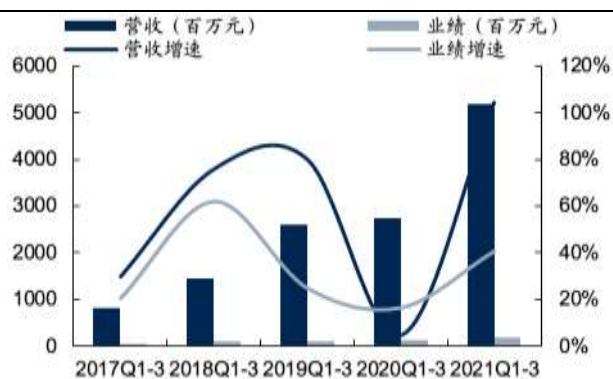
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

三季度扣除非经及股权激励成本的业绩增 44%，符合预期

2021 年前三季度，公司实现营业总收入 51.80 亿元，同比增长 89.21%；实现归母业绩 1.88 亿元，同比增长 40.64%，位于业绩预告区间（33%-47%）的中值附近，主要系国内经济复苏及国外疫情控制向好，公司旗下各业务增长良好；扣除非经损益及股权激励成本后的业绩为 1.67 亿元，同比增长 45.67%；EPS1.02 元，符合预期。

Q3 单季，公司实现收入 20.23 亿元，同比增加 107.29%；实现归母业绩 8531 万元，同比增长 41.93%；扣除非经损益及股权激励成本后的业绩为 8453 万元，同比增长 43.51%。

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 Q3 单季收入和业绩增长情况



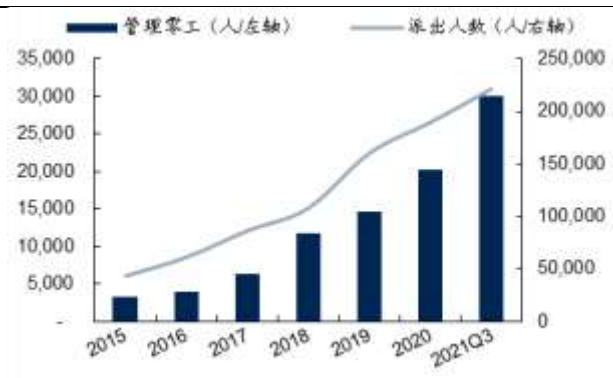
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

预计大陆灵活用工增长靓丽，猎头、RPO 及海外持续改善

结合我们的持续跟踪，估算第三季度国内灵活用工收入实现翻倍以上增长，延续了上半年（同增 117%）的靓丽趋势！国内猎头和 RPO 收入也持续改善，估算第三季度分别增长 50%/+40%+，较上半年（上半年分别增长 32%/29%）增长提速。三季度以来，海外疫情有效控制下海外分支迅速恢复，估算三季度 Investigo 收入增速在 20% 以上。技术业务有序推进，垂直招聘及产业互联平台 MAU 从 6 月末的 13 万增长至 9 月末的 16 万。

截至 2021 三季度末，公司共经营 114 家分支机构，自有员工数量达到 3198 人，较期初增加 530 人。期末管理的外包员工共计 3 万人，同增 69%；外包累计派出人员 22.18 万人次/+66%；共计为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位超过 2.75 万人，相比去年同期的 1.44 万人明显增长。

图 3：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 4：科锐国际的分支机构及专业顾问数量



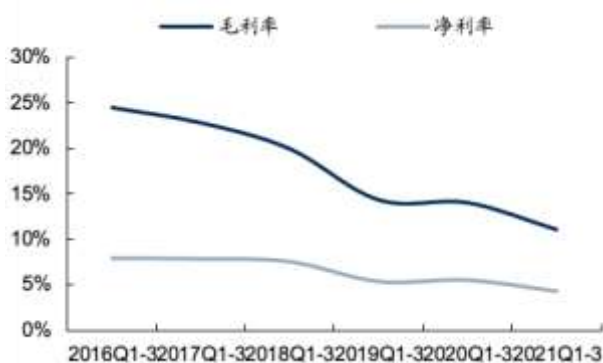
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

前三季度毛利率同减 2.94pct，期间费用率同减 2.01pct

前三季度公司毛利率为 11.12%，同减 2.94pct，主要因毛利率较低的灵活用工业务占比进一步提升。公司期间费用率为 5.47%，同减 2.01pct，其中其中管理/销售费用率分别减 1.95pct/0.37pct，主要系营收增长与精细化运营管控所致；财务费用率增 0.23pct，主要系贷款利息增加；研发费用率增加 0.08pct，主要系公司持续开展系统平台、信息化平台、SaaS 云建设研发。

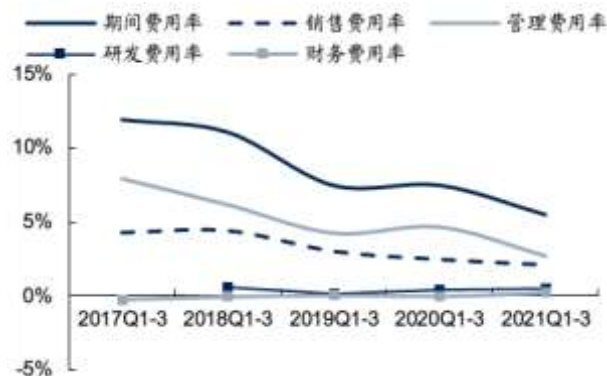
随着灵活用工收入高速增长，公司对于经营现金流需求也随之增加，前三季度经营活动现金流净额由去年同期 1.4 亿下滑至-3.1 亿，主要系收入增长快速产生收款缺口；但公司持续关注与提升精细化运营与管理，国内经营性现金流净额在三季度单季转正。

图 5：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 6：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

线下灵活用工支撑增长，线上布局打开想象空间

线下业务方面，灵活用工行业红利持续释放，预计后续公司灵活用工业务仍将维持高增长；猎头、RPO 则需跟踪宏观经济及就业政策，目前来看趋势良好。Investigo 需跟踪欧洲疫情及就业环境，预计疫情有望改善，四季度有望延续三季度复苏态势。线上业务方面，公司垂直招聘、SaaS 云、产业互联、人才大脑平台规划清晰，持续推进；定增募资已落地，加大研发投入、加持生态布局。中线看来，我国灵活用工尚处高速发展期，公司作为上市龙头有望明显受益，全产业链布局也有望提供更大发展空间，且未来不排除进一步并购的可能性。

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；汇率风险。

投资建议：短期灵活用工支撑，平台化完善生态布局，维持“增持”评级

考虑到行业景气度较好，上调 21-23 年 EPS 至 1.27/1.67/2.13（原为 1.24/1.57/1.97 元），对应 PE42/32/25x。短期灵活用工高增长支撑业绩，其他业务持续改善；中线看好灵活用工成长空间及公司平台化建设。我国灵活用工尚处高速发展期，公司作为上市龙头有望明显受益，全产业链布局也有望提供更大发展空间，且未来可能会继续关注行业内的并购整合机会。短期建议兼顾员工持股平台天津奇特减持进展，以及大摩（Career Search）人民币基金到期可能带来的减持压力，维持“增持”评级。

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	404	427	439	营业收入	3932	7017	10570	14495
应收款项	942	1538	2317	3177	营业成本	3398	6196	9398	12918
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	22	39	58	80
其他流动资产	23	140	211	290	销售费用	99	175	268	377
流动资产合计	1451	2083	2956	3906	管理费用	179	272	396	539
固定资产	11	29	52	73	财务费用	(4)	(11)	(9)	(8)
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
资产总计	1985	2637	3576	4571	营业利润	244	347	461	593
短期借款及交易性金融负债	38	46	102	78	营业外净收支	27	17	17	17
应付款项	43	0	0	0	利润总额	271	364	478	610
其他流动负债	678	1134	1719	2363	所得税费用	64	85	112	143
流动负债合计	760	1180	1821	2442	少数股东损益	21	29	37	48
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	186	250	328	419
其他长期负债	43	52	58	59					
长期负债合计	43	52	58	59	现金流量表 (百万元)				
负债合计	802	1232	1879	2500	净利润	186	250	328	419
少数股东权益	145	167	197	236	资产减值准备	(1)	8	6	6
股东权益	1038	1238	1501	1835	折旧摊销	20	9	10	12
负债和股东权益总计	1985	2637	3576	4571	公允价值变动损失	0	1	0	1
					财务费用	(4)	(11)	(9)	(8)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(37)	(283)	(254)	(286)
每股收益	0.95	1.27	1.67	2.13	其它	17	15	24	32
每股红利	0.24	0.25	0.33	0.43	经营活动现金流	185	(0)	114	183
每股净资产	5.27	6.29	7.62	9.32	资本开支	(6)	(29)	(32)	(34)
ROIC	19%	21%	24%	25%	其它投资现金流	0	(0)	(0)	(0)
ROE	18%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(30)	(39)	(82)	(64)
毛利率	14%	12%	11%	11%	权益性融资	18	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(47)	(50)	(66)	(84)
收入增长	10%	78%	51%	37%	其它融资现金流	16	7	57	(24)
净利润增长率	22%	34%	31%	28%	融资活动现金流	(62)	(43)	(9)	(108)
资产负债率	48%	53%	58%	60%	现金净变动	93	(82)	23	12
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	392	486	404	427
P/E	56.7	42.3	32.2	25.2	货币资金的期末余额	486	404	427	439
P/B	10.2	8.5	7.0	5.8	企业自由现金流	155	(46)	68	137
EV/EBITDA	45.0	34.3	27.0	22.0	权益自由现金流	171	(31)	132	120

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