

# 科锐国际 (300662)

证券研究报告

2021年10月27日

## 业绩符合预期，Q3 单季国内经营现金流实现转正

公司公告 21Q1-3 实现营收 51.80 亿元、同比增 89.21%，归母净利 1.88 亿元、同比增 40.64%；单 Q3 实现营收 20.23 亿元、同比增 107.29%，归母净利 0.85 亿元、同比增 41.93%，业绩符合预期。

■ 收入端：1) 灵活用工疫情后市场教育、业务持续性突出且成长加速，自 21Q1 收入加速明显，国内灵活用工 21H1 营收增速 117%、21Q3 继续加速，截至 21Q3 外包员工 3 万余人、Q1-3 累计新增近 1 万人，公司具备细分赛道竞争优势；2) 猎头及 RPO 疫情后彰显高弹性，国内猎头/RPO 21H1 营收增速 33.6%/28.9%、21Q3 显著加速，中长期看有望为公司强化招聘能力实现业务协同、做平台化及区域性开拓提供基础支撑。

■ 业绩端：单 Q3 实现综合毛利率 11.95%、同比下降 3.32pct，主要系去年同期社保减免下收入基数低、但环比提升 0.38pct，较 Q2 略有改善；单 Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比 -0.39/-1.75/-0.02/+0.37pct 至 2.00%/2.68%/0.37%/0.24%。单 Q3 实现归母净利率 4.22%、同比下降 1.94pct，但环比提升 0.46pct 即环比看效率有改善。中长期看传统业务毛利率有望处相对平稳区间（战略性高增长下客户优惠与人效提升下成本节约存在抵消）、传统业务净利率存在一定提升空间（费用端的规模效应）。

■ 现金流方面，21Q1-3 实现经营活动现金流净额 -3.12 亿元，其中 Q1/2/3 分别为 -3.01/0.36/-0.47 亿元，高增长战略下 Q3 单季整体经营性现金流暂未转正，但公司持续关注与提升精细化运营与管理，Q3 单季国内经营性现金流实现转正，且预期到 Q4 整体现金流或有望转正。此外，公司定增资金到账，Q3 筹资活动现金流净额 7.63 亿元，有望为中长期成长提供支撑。

■ 技术发展上，截至 21Q3 公司自有员工 3198 人、其中技术人员 480 余人，公司年度技术投入达 5300 余万元，通过垂直招聘平台及产业互联平台注册与协同服务客户 20,000 余家，平台月活从 13 万增长到 16 万；禾蛙和即派盒子的产业互联平台，聚合行业伙伴 5,700 余家，平台入驻顾问 45,000 余个，SaaS 产品科锐才到云与招考一体化产品服务企业、事业单位客户超 340 家；区域人才大脑和就业云超市继天津津南又启动搭建重庆、芜湖区域人才大脑，助力区域引才与就业。

■ 投资建议：考虑行业成长趋势明确且公司具备经营的相对优势和投资的稀缺性、及定增数字化平台建设有望带来新增量，上调 21-23 年归母净利润预测至 2.55/3.30/4.30 亿（前值为 2.46/3.17/4.20 亿），对应 21-23 年 41/32/25xPE，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外业务拓展不及预期，数字化转型进展不顺，疫情影响反复

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	6,271.54	8,842.87	12,362.34
增长率(%)	63.24	9.65	59.50	41.00	39.80
EBITDA(百万元)	235.28	255.65	368.58	486.70	636.86
净利润(百万元)	152.24	186.31	254.93	329.60	430.45
增长率(%)	29.38	22.38	36.83	29.29	30.60
EPS(元/股)	0.77	0.95	1.29	1.67	2.19
市盈率(P/E)	69.42	56.73	41.46	32.07	24.55
市净率(P/B)	12.27	10.18	7.98	6.53	5.25
市销率(P/S)	2.95	2.69	1.69	1.20	0.85
EV/EBITDA	23.40	37.25	29.03	21.37	16.88

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	53.68 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	196.89
流通 A 股股本(百万股)	180.75
A 股总市值(百万元)	10,568.94
流通 A 股市值(百万元)	9,702.62
每股净资产(元)	10.07
资产负债率(%)	35.39
一年内最高/最低(元)	69.50/44.61

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
张一帆	联系人
zhangyifana@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:单 Q3 归母净利润同增 25%-55%，灵活用工引领增长，猎头&RPO 回暖明显，技术平台逐渐跑通成长可期》 2021-10-15
- 2 《科锐国际-公司点评:联手山东人才集团打造招才引智平台，加大 2G 业务发展共商共建共赢》 2021-09-30
- 3 《科锐国际-半年报点评:21H1 大陆灵活用工收入同增 117%，加大技术投入坚持科技赋能，平台化成长路径清晰》 2021-08-27

## 1. 公司公告 2021 年三季度报

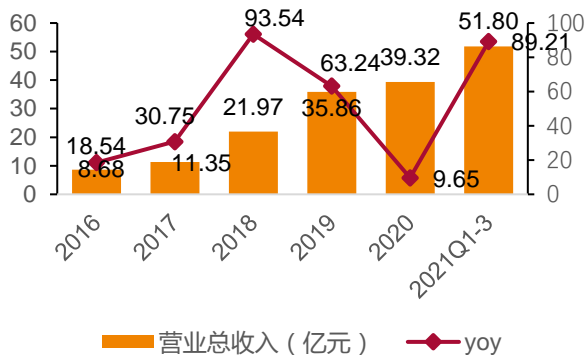
公司发布 2021 年三季度报，21Q1-3 实现营收 51.80 亿元，同比增长 89.21%，归母净利 1.88 亿元，同比增长 40.64%；21Q3 实现营收 20.23 亿元，同比增长 107.29%，归母净利 0.85 亿元，同比增长 41.93%，业绩符合预期。

## 2. 2021 年三季度报点评

**收入端：**1) 灵活用工经疫情期间市场教育、业务持续性突出且成长加速，自 21Q1 收入加速明显，国内灵活用工 21H1 营收增速 117%、21Q3 继续加速，截至 21Q3 外包员工 3 万余人、Q1-3 累计新增近 1 万人，公司具备细分赛道竞争优势；

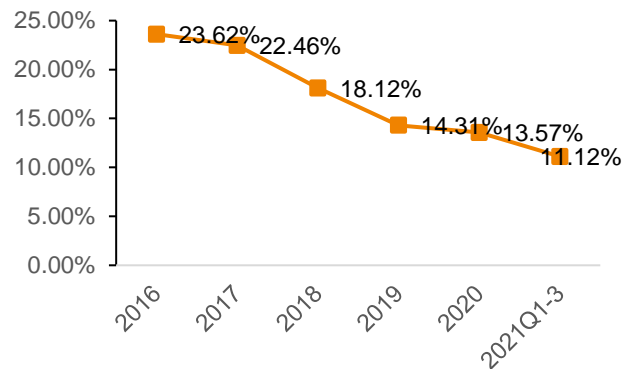
2) 猎头及 RPO 疫情后彰显高弹性，国内猎头/RPO 21H1 营收增速 33.6%/28.9%、21Q3 显著加速，中长期看有望为公司强化招聘能力实现业务协同、做平台化及区域性开拓提供基础支撑。

图 1：2016-2021Q3 科锐国际营业总收入及增速 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

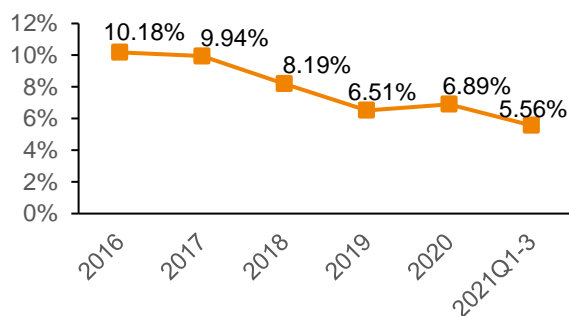
图 2：2016-2021Q3 科锐国际毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

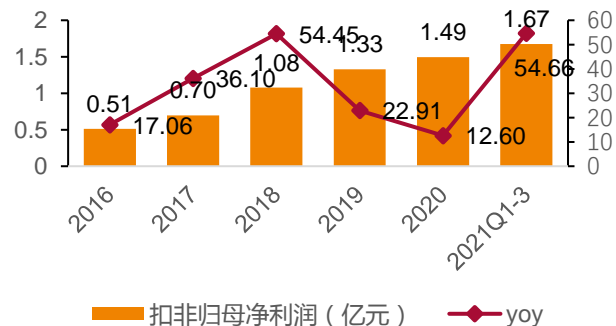
**业绩端：**单 Q3 实现综合毛利率 11.95%，同比下降 3.32pct，主要系去年同期社保减免下收入基数低、但环比提升 0.38pct，较 Q2 略有改善；单 Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比 -0.39/-1.75/-0.02/+0.37pct 至 2.00%/2.68%/0.37%/0.24%。单 Q3 实现归母净利率 4.22%、同比下降 1.94pct，但环比提升 0.46pct 即环比看效率有改善。中长期看传统业务毛利率有望处相对平稳区间（战略性高增长下客户优惠与人效提升下成本节约存在抵消）、传统业务净利率存在一定提升空间（费用端的规模效应）。

图 3：2016-2021Q3 科锐国际净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2016-2021Q3 科锐国际扣非归母净利润及增速 (%)

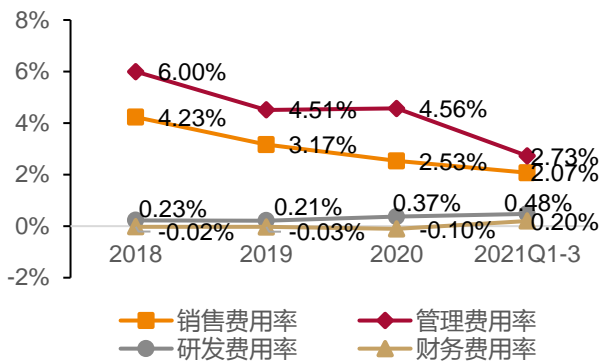


资料来源：wind，天风证券研究所

**现金流方面：**21Q1-3 实现经营活动现金流净额-3.12 亿元，其中 Q1/2/3 分别为-3.01/ 0.36/ -0.47 亿元，高增长战略下 Q3 单季整体经营性现金流暂未转正，但公司持续关注与提升精

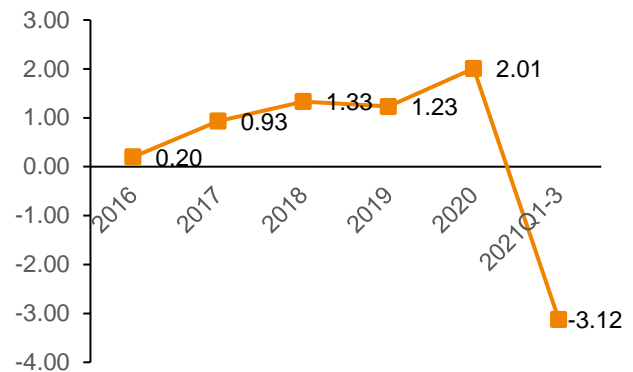
细化运营与管理，Q3 单季国内经营性现金流实现转正，且预期到 Q4 整体现金流或有望转正。此外，公司定增资金到账，Q3 筹资活动现金流净额 7.63 亿元，有望为中长期成长提供支撑。

图 5：2018-2021Q3 科锐国际期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-2021Q3 科锐国际经营活动现金流（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

**技术方面：**截至 21Q3 公司自有员工 3198 人、其中技术人员 480 余人，公司年度技术投入达 5300 余万元，通过垂直招聘平台及产业互联平台注册与协同服务客户 20,000 余家，平台月活从 13 万增长到 16 万；禾蛙和即派盒子的产业互联平台，聚合行业伙伴 5,700 余家，平台入驻顾问 45,000 余个，SaaS 产品科锐才到云与招考一体化产品服务企业、事业单位客户超 340 家；区域人才大脑和就业云超市继天津津南又启动搭建重庆、芜湖区域人才大脑，助力区域引才与就业。

### 3. 盈利预测

考虑行业成长趋势明确且公司具备经营的相对优势和投资的稀缺性、及定增数字化平台建设有望带来新增量，上调 21-23 年归母净利润预测至 2.55/3.30/4.30 亿(前值为 2.46/3.17/4.20 亿)，对应 21-23 年 41/32/25xPE，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

风险提示：海外业务拓展不及预期，数字化转型进展不顺，疫情影响反复

## 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	125.43	383.05	494.49
应收票据及应收账款	773.99	873.43	1,551.01	1,668.75	2,464.37
预付账款	17.96	20.51	68.38	38.68	111.87
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.08	71.44	173.08	138.87	300.74
<b>流动资产合计</b>	<b>1,249.46</b>	<b>1,451.14</b>	<b>1,917.90</b>	<b>2,229.35</b>	<b>3,371.47</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>434.89</b>	<b>534.07</b>	<b>564.20</b>	<b>616.03</b>	<b>636.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,684.35</b>	<b>1,985.21</b>	<b>2,482.09</b>	<b>2,845.37</b>	<b>4,007.71</b>
短期借款	32.23	38.30	133.88	38.90	437.70
应付票据及应付账款	71.00	42.95	156.65	133.18	257.49
其他	554.49	678.31	652.45	794.73	981.74
<b>流动负债合计</b>	<b>657.71</b>	<b>759.55</b>	<b>942.98</b>	<b>966.81</b>	<b>1,676.93</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>37.60</b>	<b>42.80</b>	<b>38.38</b>	<b>39.59</b>	<b>40.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>695.31</b>	<b>802.35</b>	<b>981.35</b>	<b>1,006.40</b>	<b>1,717.19</b>
少数股东权益	127.72	144.51	175.57	220.83	277.03
股本	182.29	182.86	196.89	196.89	196.89
资本公积	259.95	301.88	301.88	301.88	301.88
留存收益	709.57	907.37	1,128.28	1,421.25	1,816.61
其他	(290.48)	(353.77)	(301.88)	(301.88)	(301.88)
<b>股东权益合计</b>	<b>989.04</b>	<b>1,182.85</b>	<b>1,500.74</b>	<b>1,838.97</b>	<b>2,290.53</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,684.35</b>	<b>1,985.21</b>	<b>2,482.09</b>	<b>2,845.37</b>	<b>4,007.71</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	178.80	207.58	254.93	329.60	430.45
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	(731.99)	73.95	(711.76)
其它	(98.74)	(99.80)	32.69	46.07	57.47
<b>经营活动现金流</b>	<b>123.26</b>	<b>200.93</b>	<b>(426.23)</b>	<b>470.07</b>	<b>(201.00)</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(38.58)</b>	<b>(80.72)</b>	<b>(59.94)</b>	<b>(80.08)</b>	<b>(49.99)</b>
债权融资	32.23	38.30	133.88	38.90	437.70
股权融资	5.63	25.26	65.92	0.00	0.00
其他	(64.86)	(88.56)	(73.95)	(171.27)	(75.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(27.01)</b>	<b>(25.00)</b>	<b>125.84</b>	<b>(132.37)</b>	<b>362.43</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>57.67</b>	<b>95.21</b>	<b>(360.33)</b>	<b>257.62</b>	<b>111.45</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,585.96</b>	<b>3,932.00</b>	<b>6,271.54</b>	<b>8,842.87</b>	<b>12,362.34</b>
营业成本	3,072.93	3,398.42	5,428.15	7,700.19	10,858.23
营业税金及附加	18.64	21.86	35.12	53.06	74.17
营业费用	113.55	99.49	169.33	247.60	333.78
管理费用	161.89	179.49	257.13	336.03	420.32
研发费用	7.59	14.53	31.36	39.79	61.81
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
<b>营业利润</b>	<b>217.24</b>	<b>244.33</b>	<b>350.45</b>	<b>466.25</b>	<b>614.01</b>
营业外收入	16.51	28.05	28.00	28.00	28.00
营业外支出	0.21	1.29	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>233.55</b>	<b>271.10</b>	<b>378.45</b>	<b>494.25</b>	<b>642.01</b>
所得税	54.74	63.52	90.83	118.62	154.08
<b>净利润</b>	<b>178.80</b>	<b>207.58</b>	<b>287.62</b>	<b>375.63</b>	<b>487.93</b>
少数股东损益	26.56	21.27	32.69	46.03	57.48
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>152.24</b>	<b>186.31</b>	<b>254.93</b>	<b>329.60</b>	<b>430.45</b>
每股收益(元)	0.77	0.95	1.29	1.67	2.19

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	63.24%	9.65%	59.50%	41.00%	39.80%
营业利润	32.11%	12.47%	43.43%	33.04%	31.69%
归属于母公司净利润	29.38%	22.38%	36.83%	29.29%	30.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.31%	13.57%	13.45%	12.92%	12.17%
净利率	4.25%	4.74%	4.06%	3.73%	3.48%
ROE	17.68%	17.94%	19.24%	20.37%	21.38%
ROIC	32.33%	32.11%	39.82%	24.36%	32.23%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41.28%	40.42%	39.54%	35.37%	42.85%
净负债率	-36.42%	-37.83%	0.56%	-18.71%	-2.48%
流动比率	1.90	1.91	2.03	2.31	2.01
速动比率	1.90	1.91	2.03	2.31	2.01
<b>营运能力</b>					
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	2.81	3.32	3.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.77	0.95	1.29	1.67	2.19
每股经营现金流	0.63	1.02	-2.16	2.39	-1.02
每股净资产	4.37	5.27	6.73	8.22	10.23
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.42	56.73	41.46	32.07	24.55
市净率	12.27	10.18	7.98	6.53	5.25
EV/EBITDA	23.40	37.25	29.03	21.37	16.88
EV/EBIT	24.83	40.38	30.53	22.30	17.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com