

休闲服务

2017年08月24日

科锐国际 (300662)

——人服龙头崛起在即，首次覆盖给予增持评级

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2017年08月23日	
收盘价(元)	21.75
一年内最高/最低(元)	28.67/6.55
市净率	9.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	979
上证指数/深证成指	3271.51/10552.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日	
每股净资产(元)	2.26
资产负债率%	33.75
总股本/流通A股(百万)	180/45
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com

投资要点：

- **三大服务构建公司核心，稳步增长铸就民营龙头。**灵活用工（岗位外包）、中高端人才访寻、RPO是科锐国际的三大核心服务。灵活用工（岗位外包）提供弹性工时的蓝领及白领人才；中高端访寻作为公司传统优势，沉淀了丰富客户资源，如霍尼韦尔、华为等国际大企业，公司按照“行业+职能+区域”三个纬度组合细分切割，实现了人才-企业精确匹配；RPO业务是由科锐率先在国内开展的，为企业人力资源部门提供高附加值服务。三大服务模式在线下业务扩张的同时，也在尝试向线上服务融合延伸。公司2016年收入规模8.68亿元，过去五年CAGR为17%，三大业务营收分别为4.61亿元（占比53%）、2.6亿元（30%）、1.12亿元（13%）。
- **朝阳行业带来时代红利，龙头公司率先受益。**我国人力资源服务市场呈现碎片化格局，有丰富的整合机遇。2016年国内市场规模为1.2万亿元，过去6年复合增速约50%，市场空间巨大，而公司占比微不足道。公司目前规模最大的灵活用工业务派出人数的市场占比不及国际巨头ADECCO的1/100。而ADECCO过去10年中有多达13次同业并购，因此我们认为，作为民营龙头，公司通过内生增长及并购将率先壮大。
- **需求、供给、政策三方面显示灵活用工（岗位外包）临近爆发节点。**企业正式雇员需求萎靡，弹性用工需求增长；供给端传统就业观念正发生改变；监管收紧，严格限制劳务派遣使用范围及10%的用工比例，灵活用工（岗位外包）有望成为临时性用工需求的主要分流渠道，保持持续高速增长。
- **引入创投为海外扩张创造机遇，搭建持股平台与员工“一起共舞”。**经纬中国通过Career HK入股13.53%，摩根士丹利经由杭州长堤持有科锐11.25%股份，外资创投公司的加盟，可以为公司未来的商业模式、国际化发展提供专业化建议，为科锐国际海外开拓提供更多的机遇；人才服务公司更加重视人才，Career Search等七家持股公司为科锐员工持股平台，持股比例达到13.94%，上市后员工利益与公司未来业绩深度绑定，提高了员工积极性与稳定性，有利于公司长期可持续发展。
- **实现传统业务线上化，ToB与ToC模式并举，更好服务长尾客户。**公司提出“一端ToB，一端ToC，大数据为中间一体”的新“一体两翼”战略，通过互联网与大数据技术实现传统优势B端业务的线上化，同时依托现有资源反推至C端，形成交互作用，以满足传统业务模式无法顾及的长尾客户需求。已推出“才客”、“睿聘”、“即派”、“薪薪乐”四大平台，实现人才转化率的进一步提升，预计线上业务B端用户将率先拥抱公司产品，贡献营收。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**预计17-19年EPS分别为0.41/0.44/0.47元，对应PE分别为53/49/46倍。参考wind分类“专业咨询服务”过去2年上市企业47倍中位数的估值水平，考虑科锐国际的次新股属性以及稀缺龙头地位，给予公司60倍PE，对应股价24.6元。
- **风险提示：**存在人力资源成本上升超过收入增长的风险；核心业务人员引进不足及流失风险等。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	868	230	959	1,081	1,194
同比增长率(%)	18.54	25.46	10.50	12.80	10.50
净利润(百万元)	62	12	74	80	85
同比增长率(%)	-6.50	70.32	20.50	7.40	6.40
每股收益(元/股)	0.46	0.09	0.41	0.44	0.47
毛利率(%)	23.6	21.1	23.8	23.5	23.3
ROE(%)	21.0	3.8	11.2	10.7	10.3
市盈率	48		53	49	46

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“增持”评级。不考虑同业并购，对于灵活用工业务，我们假设2017-2019年增速分别为20%、18%、15%；中高端人才访寻增速分别为5%、4%、3%。预计17-19年EPS分别为0.41/0.44/0.47元，对应PE分别为53/49/46倍。考虑到公司的次新股属性及稀缺龙头地位，给予公司60倍PE，对应股价24.6元。

关键假设点

国内人力资源市场规模持续高速增长，并继续向更加灵活的用工形式转变；

科锐国际能够享受到市场发展与成长的红利。

有别于大众的认识

相较于传统劳务派遣，科锐所从事的灵活用工（岗位外包）业务的服务供应商需要承担全部用工风险，其收费标准理应远高于传统劳务派遣（2016年毛利率39.56%），近年来灵活用工（岗位外包）毛利率维持在10%以下的原因在于灵活用工（岗位外包）派出人员人工成本及服务费全部确认为营业收入，导致业态毛利率的分母端成倍放大，严重拉低了灵活用工（岗位外包）业务的毛利率水平。2016年，科锐灵活用工（岗位外包）派出人数为4,010人低于劳务派遣人员的5,561人，但其所创造的毛利润却是劳务派遣的8.7倍，人均差异更是达到了10倍以上，足见灵活用工（岗位外包）业务盈利能力之强。在监管不断收紧、劳务派遣人员持续分流岗位外包模式的背景下，灵活用工（岗位外包）规模仍有较大的成长空间。

股价表现的催化剂

灵活用工（岗位外包）需求爆发带来公司业绩超预期；线上平台蓬勃发展，人选匹配与转化率持续提高，公司业务空间不断拓展。

核心假设风险

人力资源成本上升超过收入增长的风险；核心业务人员引进不足及流失风险；灵活用工退员后续薪酬支付风险；应收账款发生坏账损失风险；政府补助下降风险；公司管理能力无法适应业务规模扩大风险；控制权变动风险；宏观经济波动风险；业务资质无法持续取得带来的经营风险。

目录

1. 亚太领先整体解决方案供应商, A 股首家人力资源服务上市公司	7
1.1 筚路蓝缕二十一载, 栉风沐雨砥砺前行	7
1.2 核心服务搭建竞争优势, 品牌布局覆盖产业链条	7
1.3 落实“一体两翼”发展战略, 公司规模实现快速扩张	8
2. 鼎足之势撑开成长空间, 优势互补共担发展重任	9
2.1 中高端人才访寻: 公司传统优势业务, 矩阵式细分提供精确人才解决方案	10
2.1.1 业态介绍: 高精尖人才是最稀缺的资源, 市场存在过度分散	10
2.1.2 科锐特色: 优质客户资源+海量候选人信息, 内生外延并举, 业务范围持续拓展	11
2.2 招聘流程外包 (RPO): 国内首家服务提供商, 端对端模式创造更高附加值	13
2.2.1 业态介绍: 内部管理职能的外部化, 覆盖中低端职位需求	13
2.2.2 科锐特色: 端对端服务+跨业延伸, 形成公司独特竞争优势	13
2.3 灵活用工: 企业“刚性”雇员的弹性补充, 经济下行周期的扩张产业	14
2.3.1 广义灵活用工: 满足临时用工需求, 降低企业运营成本	14
2.3.3 传统劳务派遣: 使用权与归属权分离, 行业不规范现象严重	15
2.3.2 灵活用工 (岗位外包): 灵活而不失控, 实现灵活性与保障性平衡	16
2.3.3 科锐特色: 劳务派遣与岗位外包兼具, 岗位外包服务日益成为公司业务主体	16
3. 财务剖析: 公司经营稳健, 具有较高竞争力, 短期营运风险可控	17
3.1 业态盈利对比: 中高端人才访寻仍为公司毛利主体	17
3.2 人工成本分析: 营收占比持续上扬, 压制公司利润实现	18

3.3 服务竞争力研究：非经营性因素导致公司毛利率下滑	19
3.3 经营成果状况：归母扣非净利润稳步增长，期间费用得到有效控制	21
3.4 现金流量与应收账款分析：营收质量保障，短期风险可控	22
3.4.1 现金流情况：有效覆盖销售收入，成本端支出呈现扩大	22
3.4.2 应收账款情况：余额加速上升，违约风险可控	22
4. 激励到位+管理规范为公司长期发展保驾护航	23
4.1 引入战略创投为海外扩张提供机遇，搭建持股平台将员工与公司绑定	23
4.2 与员工“一同起舞”，标准化专业流程保证优质服务	25
5. 发展环境：供给+需求双擎驱动，政策红利落实，公司步入 高速发展期	27
5.1 供给：人口结构改变，人才流速加快，人选群体不断壮大	27
5.2 需求：重点客户数量稳步上扬，长尾客户需求日益膨胀	28
5.3 政策扶持力度持续提高，红利不断涌现	28
5.4 企业弹性用工需求上涨，灵活用工面临发展机遇	29
5.4 国民择业观念开始转变，临时性工作模式得到认可	29
5.5 法规出台限制违规业务发展，监管收紧倒逼行业优化升级	30
6. 未来趋势预判：内生+外延并购扩规模，线上+线下贯通 B、C 端	31
6.1 岗位外包需求临近爆发，业态占比有望进一步提升	31
6.2 横向整合、纵向延伸，公司并购重组趋于常态	32
6.3 ToB 与 ToC 模式并举，实现传统业务线上化，更好服务长尾客户 ..	33
6.4 伴随“一带一路”政策走出去，积极拓展海外市场	36
7. 募资巩固龙头地位，首次覆盖给予“增持”评级	37

图表目录

图 1: 科锐国际发展历程.....	7
图 2: 2016 年科锐国际营收构成.....	7
图 3: 2012-2017Q1 灵活用工占营收比例持续扩大.....	7
图 4: 科锐业务已经基本覆盖全产业链.....	8
图 5: 科锐在细分市场品牌布局日益丰富	8
图 6: 公司总资产与权益规模持续扩大.....	9
图 7: 公司营业收入与归母扣非净利润持续上涨.....	9
图 8: 全球人力资源服务行业“金字塔”	10
图 9: 科锐国际主要客户涵盖世界五百强企业 and 国内行业领军企业.....	11
图 10: 灵活用工的两种定义方法	14
图 11: 全球人力资源服务业构成（按营收规模）	15
图 12: 主要欧洲国家灵活用工占总就业比重（按人数）	15
图 13: 劳务派遣关系图.....	15
图 14: 科锐国际主要业态毛利润占比	18
图 15: 三大主要业态人工成本占营业成本比例及变化.....	19
图 16: 三大主要业态人工成本占营业收入比例变化	19
图 17: 私营单位就业人员平均工资.....	19
图 18: 科锐营业收入（百万元）与毛利率变化	20
图 19: 科锐各主要业态毛利率变化.....	20
图 20: 公司归母净利润实现稳步增长	21
图 21: 期间费用占营业收入比重持续下滑	21
图 22: 经营性现金流对净利润覆盖情况.....	22
图 23: 销售商品、提供劳务收到现金对营业收入覆盖.....	22
图 24: 应收账款账面余额加速上涨.....	23
图 25: 应收账款/营业收入比值不断上升	23
图 26 科锐国际上市后股权结构.....	24
图 27: Career HK 股权结构	25
图 28: 杭州长堤股权结构.....	25

图 29: 科锐管理层诸多战略举措领先于市场.....	26
图 30: 科锐资深顾问团队实现多元化.....	26
图 31: 我国城镇居民比重持续上升.....	27
图 32: 高校毕业生人数、平均受教育年限不断提高.....	27
图 33: 第三产业就业人员比例不断提高.....	27
图 34: 新登记外资企业与世界 500 强中中国企业数.....	28
图 35: 我国私营企业数量与就业人数不断攀升.....	28
图 36: 我国 GDP 增速持续下滑, CPI 维持低迷.....	29
图 37: 传统与现代就业观念对立.....	30
图 38: 《劳务派遣暂行规定》部分要求.....	30
图 39: 监管收紧环境下, 劳务派遣转型分流模式.....	31
图 40: 传统业态金字塔模型与新“倒金字塔”对比.....	33
图 41: “才客”服务流程.....	34
图 42: “睿聘”服务流程.....	34
图 43: “薪薪乐”服务模式.....	34
图 44: 科锐国际“即派”业务优势.....	35
图 45: 科锐国际海外营收及占比持续攀升.....	36
表 1: 公司及下属子公司的行业、职能、区域定位与客户情况.....	12
表 2: 岗位外包与劳务派遣对比.....	16
表 3: 科锐灵活用工(岗位外包)已涵盖专业类、通用类、办公室行政类三大岗位类别.....	17
表 4: 公司毛利率变动拆分与归因.....	20
表 5: 科锐国际收到政府补贴情况.....	22
表 6: 应收账款账面余额账龄分析.....	23
表 7: 2011 年以来人力资源服务业扶持政策.....	29
表 8: 科锐国际上市前收购情况.....	32
表 9: 专业咨询服务可比公司估值情况.....	37

1. 亚太领先整体解决方案供应商，A 股首家人力资源服务上市公司

1.1 筚路蓝缕二十一载，栉风沐雨砥砺前行

科锐国际前身为北京翼马，创建于 1996 年 9 月，成立之初主要从事中高端人才访寻业务，在业内积淀了较高知名度和忠诚客户群体。二十一年筚路蓝缕、艰苦创业，公司从一个业务单一的民营小猎头发展成为以中高端访寻、招聘流程外包、灵活用工（岗位外包）三大业务为支柱，提供人力资源全产业链服务的亚太地区领先整体解决方案供应商。2017 年 5 月公司登陆 A 股创业板，成为我国首家上市的人力资源服务商。目前，科锐已在中国大陆、香港、印度、新加坡、马来西亚、美国等全球市场拥有 75 家分支机构，与 2,000 余家跨国集团、国内上市公司、快速成长性企业及非盈利组织建立长期合作关系，在超过 18 个行业及领域为客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、招聘培训等解决方案。

图 1：科锐国际发展历程

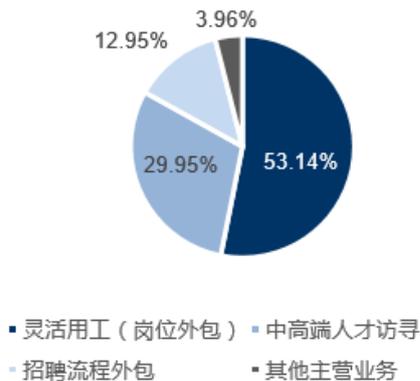


资料来源：申万宏源研究

1.2 核心服务搭建竞争优势，品牌布局覆盖产业链条

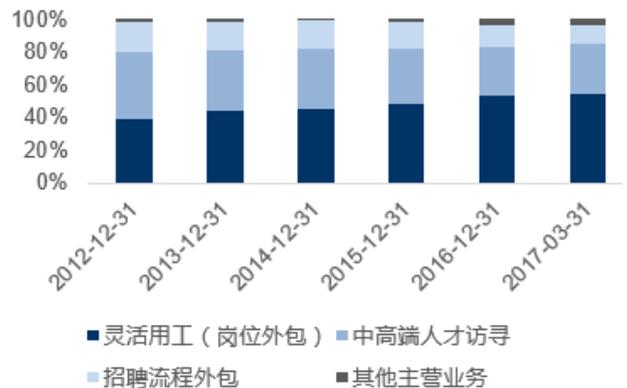
灵活用工（岗位外包）、中高端人才访寻、招聘流程外包是科锐国际的三大核心业务，2016 年占到公司营业收入的 96.04%，其中灵活用工（岗位外包）业务占比最大，达到 53.14%，中高端人才访寻、招聘流程外包分别占比为 29.95%、12.95%，其他主营业务中的劳务派遣占到总营收的 1.52%。从公司历史业态占比变化来看，中高端人才访寻、招聘流程外包占比在逐年下降，而灵活用工（岗位外包）业务比例则在呈现出持续扩大趋势。

图 2：2016 年科锐国际营收构成



资料来源：wind，申万宏源研究

图 3：2012-2017Q1 灵活用工占营收比例持续扩大



资料来源：wind，申万宏源研究

我国人力资源服务市场竞争激烈，尤其是传统的猎头与招聘流程外包业务，较为单一的服务产品难以在市场上始终保持优势地位。科锐国际在保持细分核心领域领先基础上，逐步引入其他产品服务，如在线招聘、人力资源综合咨询、人才测评与评鉴、管理培训等，以满足客户多层次的服务需求。目前，科锐旗下已拥有 15 大品牌，如提供中高端人才访寻服务的“科锐咨询”，专注于 IT 领域猎头服务的“速聘咨询”，招聘流程外包业务的“CAREER RPO”，专注于医药研发领域提供灵活用工业务的“欧格林”以及提供终端销售领域灵活用工的“康肯”等。围绕着“科锐国际”整体品牌形象，协同各子品牌优势，建立起公司人力资源整体解决方案提供商的综合品牌影响力。

图 4：科锐业务已经基本覆盖全产业链



注1：图中阴影部分为本公司目前覆盖的业务。
注2：本公司于2017年正式进行互联网和大数据线上平台的推广和商业化运行。

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 5：科锐在细分市场品牌布局日益丰富



资料来源：公司官网，申万宏源研究

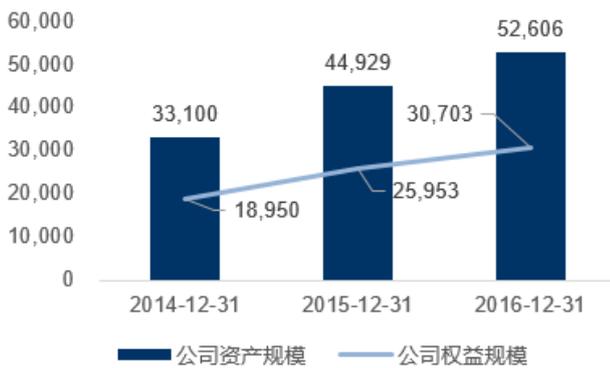
1.3 落实“一体两翼”发展战略，公司规模实现快速扩张

2015 年，科锐国际正式确立了“一体两翼”总体发展战略，即“以整体解决方案为一体，线下多种产品服务扩张、线上平台服务融合延伸”。“整体解决方案”旨在继续扩大公司在人力资源服务行业的领先优势，深挖业务内涵与外延，增强核心竞争力，技术上形成独特的“线下服务+线上平台”的商业模式。在线下，公司增加了多种产品线，加快发展

公司全国业务网络，合理推进公司业务的亚洲化布局，不断扩大合作范围，提高市场占有率，促进业务量的稳步增长；**在线上**，科锐依托线上平台实现公司客户资源、候选人资源和公司顾问间的高效、移动、低成本的信息共享，并结合大数据挖掘等技术手段进一步提升公司服务质量和客户满意度，为公司长期可持续发展奠定坚实基础。

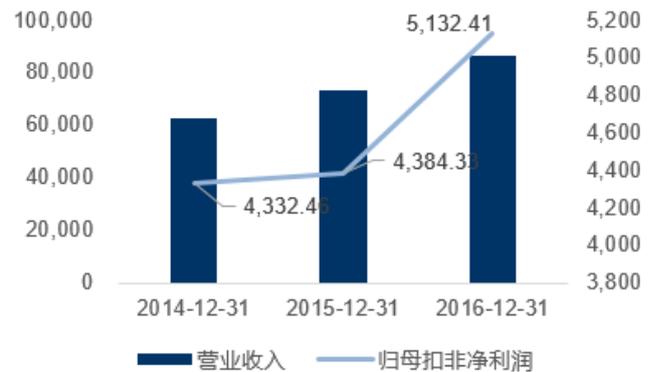
2014-2016 年间，公司总资产规模实现了快速扩张，2016 年 12 月达到 52,605.66 万元，复合增长率 26.07%，公司业务规模不断扩大且具有良好盈利能力是推动公司资产规模扩张的主要原因，营收复合增长率达到了 17.73%，2016 年归母扣非净利润实现 5,132.41 万元。

图 6：公司总资产与权益规模持续扩大



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 7：公司营业收入与归母扣非净利润持续上涨



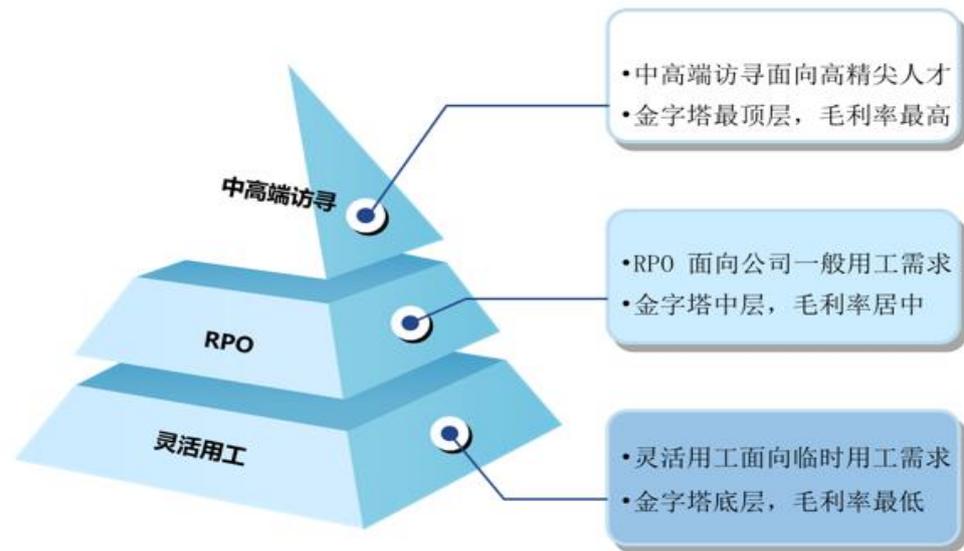
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2. 鼎足之势撑开成长空间，优势互补共担发展重任

从企业用工角度来看，对人力资源服务供应商服务的需求可分为两大类：员工招聘与弹性用工，前者的对象进一步细分成高精尖人才与批量化同质雇员，可分别由中高端人才访寻、招聘流程外包服务来满足，而弹性用工则可以通过灵活用工业务来实现，这三类服务的组合构成了科锐国际人力资源整体解决方案。

从人选的职业周期来看，三大业务存在着时间上的继起关系。在行业发展较为成熟的欧美国家，百分之八十以上求职者的第一份工作都是以灵活用工形式实现，通过一段时间工作经验积累、面临公司正式聘用时，就成为了 RPO 的客户群体，再经过几年发展成长为专家型的 C 类人选，则成了中高端访寻的目标对象。中高端猎头业务位于行业金字塔的顶层、中间为招聘流程外包（RPO），而灵活用工则处于最底层，由下到上市场空间规模依次减小，而服务毛利率则呈现递增。

图 8：全球人力资源服务行业“金字塔”



资料来源：科锐国际调研，申万宏源研究

三大核心业务的组合表现出抗周期性、抗通胀性的特点。中高端访寻业务与招聘流程外包业务均属于顺经济周期产品，在经济上行的情况下，企业有更高的意愿与能力花更大的代价来招聘到更合适的长期雇员；而灵活用工业务则表现出较强的逆周期性，经济下行期，企业在缩减长期雇员的同时，对于弹性用工表现出更强的需求，拉动灵活用工业务的增长。另外，科锐所提供的人力资源服务是按照相应岗位薪资加成的，劳动者工资上涨是通胀形成的重要驱动因素，而科锐业务收入则因为加成比例相对确定，而表现出抗通胀的特性，这两方面的综合有助于降低公司经营风险。

2.1 中高端人才访寻：公司传统优势业务，矩阵式细分提供精准人才解决方案

2.1.1 业态介绍：高精尖人才是最稀缺的资源，市场存在过度分散

中高端人才访寻，俗称“猎头”，面向用人单位的中高级人才需求，为客户提供咨询、搜寻、筛选、推荐以及协助录用等服务。业态上游为“三高”人群，即高学历、高职位、高价位人才，有着鲜明的专业特质和不可替代性，相应岗位专业化程度高、同质供给匮乏，难以批量定制，大都需要单独搜寻、匹配，需要经历咨询期、寻访期、评估期、合同期四个阶段，服务成单慢、收费周期长，业务空间主要取决于企业中高端人才信息的储备量，高精尖人才是最稀缺的资源。该业态的盈利模式主要是根据客户委托的岗位，按照访寻结果收取顾问服务费，收费标准主要以用人单位招聘职位的年薪为基准，一般按年薪的 25-33% 收取。

全球范围内猎头行业发展趋于成熟，我国市场存在过度分散、恶性竞争问题。1926 年，世界上第一家猎头公司讯迪克·迪兰在美国创立，近百年的壮大发展，目前猎头服务已趋于成熟，国际高级人才顾问协会统计显示，全球 70% 的高级人才流动是由猎头公司协助完

成的，90%以上的跨国公司和所有世界 500 强企业均使用猎头业务，在比较成熟市场环境中，猎头公司与企业的比例大约维持在 5:1000。中高端访寻业务进入中国已有十余年时间，行业准入门槛较低、人才渠道和人脉维系成本很高，客户拥有强势谈判地位，替代性招聘渠道威胁大，我国市场存在着同质化恶性竞争现象，行业集中度低，规模企业成长缓慢，科锐作为行业龙头，市场份额占比尚不足 1%。目前，国内有 1.5 万家左右的猎头公司，招聘顾问 20 万名，年均成功推荐各类高级人才 103 万人，市场规模在 300 亿人民币左右。

2.1.2 科锐特色：优质客户资源+海量候选人信息，内生外延并举，业务范围持续拓展

中高端人才访寻是科锐的传统优势业务，客户资源优势显著。2016 年科锐国际为近 1200 家客户成功推荐职位约 4000 个，其中，外资与合资客户约占 60%。世界 500 强跨国公司和国内细分行业领军企业是公司的主要客户，当中不乏佳能、霍尼韦尔、苹果强生等外企，以及平安、华为、联想等国内行业龙头。与同行业竞争者相比，科锐中高端客户资源优势明显，公司客户合作期限长、粘性强、复购率高，75%为重复购买客户，大量客户的服务期超过十年。

图 9：科锐国际主要客户涵盖世界五百强企业 and 国内行业领军企业



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

按照“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位，以提供更加精准匹配的人才解决方案。行业层面，科锐业务范围已经覆盖医药、消费品、房地产、金融、物流、工业制造、能源化工等传统行业，并针对各细分行业的发展和演进前瞻性地进入文化教育、高科技、互联网、现代服务业等新兴产业；职能方面，科锐基于研发、工程、制造、供应链、市场、销售、财务、法律、人事等多种职能职位形成跨行业的中高端人才访寻业务体系；地域分布层面，科锐已在国内和亚洲其他地区设立了 11 家分支机构从事中高端人才访寻业务，覆盖了全国各个省市及部分亚洲国家，包括新加坡、印度、泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南等。

表 1：公司及下属子公司的行业、职能、区域定位与客户情况

公司名称	行业和职能定位	区域和客户情况
科锐国际	针对医药、金融消费品等 18 个细分行业中的客户提供市场销售、生产供应链、研发服务等职位	目前业务覆盖全国及东南亚，代表客户包括强生、苹果、平安、联想等
安拓奥古	针对汽车、医药等行业提供生产供应链服务	目前业务覆盖全国及东南亚，代表客户包括大众汽车，大家制药等
秦皇岛速聘	针对跨行业企业内部 IT 部门提供服务	目前业务覆盖全国，代表客户包括 SAP、IBM、埃森哲等
印度公司	主要涉及工厂制造及科技行业	目前业务覆盖印度，代表客户包括霍尼韦尔、Asea Brown Boveri Ltd.、蒂森克虏伯等
新加坡公司	主要涉及 IT 和通信、制造和工程、石油天然气等行业以及人事、财务和行政等职能	区域覆盖新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南等国家，代表客户有霍尼韦尔、联想等
香港 AP	针对投资、银行、私募基金等行业	区域覆盖香港本土，代表客户包括兴业银行，力作投资等
Capstone	针对地产、能源及矿产领域提供服务	区域覆盖香港、中国大陆、新加坡等国家和地区，代表客户包括 Grosvenor Limited, CBRE HK Ltd, Advisian Limited 等
马来西亚公司	针对银行、金融、高科技等行业	目前业务覆盖马来西亚，代表客户包括泰科等
汇聘咨询	针对财务、法务、人事等职能职位	目前业务覆盖全国，主要客户包括当纳利(上海)贸易有限公司、爱思开(中国)企业管理有限公司等
杭州科之锐	专注于区域业务	目前业务覆盖全国二三线城市，主要客户包括上海鹏欣(集团)有限公司、瑞东农牧(山东)有限责任公司等

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

“前店后厂”打造科锐特色候选人资源信息库。前店是指公司的高级顾问，他们直接面向客户，负责管理候选人和客户的期望；后厂是指公司在苏州以及印度班加罗尔的大型访寻中心，在 ERP 系统中录入候选人信息并注明对应细分标签。前台顾问在拿到客户需求后，输入到 ERP 模块里，系统可以自动排列出前 100 名候选人名单，方便进一步筛选的执行。丰富的候选人资源信息库，为公司中高端猎头、招聘流程外包等业务储备了大量的第一手信息数据资源，累积超过 400 万条候选人信息，已构成了公司猎头与 RPO 业务的核心竞争优势。

外延并购+内生突破，不断实现营收增长与业务范围拓宽。2014 年，公司收购安拓奥古和新加坡公司，2015 年及 2016 年，收购了 Capstone 以及马来西亚公司；公司外延扩张的同时，突破现有的职位模式，细分行业、职能，按岗位推动业务发展：开拓了食品、化妆品研发、医生、药师、汽车零部件销售、高级技师专家等职位。通过收购同行业优质人力资源公司，以及自身模式突破，科锐营业收入实现持续增长，2014 年、2015 年和 2016 年，中高端人才访寻业务分别实现收入 22,927.48 万元、24,590.62 万元和 26,002.63 万元。

2.2 招聘流程外包（RPO）：国内首家服务提供商，端对端模式创造更高附加值

2.2.1 业态介绍：内部管理职能的外部化，覆盖中低端职位需求

招聘流程外包，着眼于公司较长招聘周期内大规模招聘需求并给出定制化的解决方案。客户将其招聘流程全部或部分，外包给第三方组织来进行专业管理，提升招聘策略、优化流程；而业务的承接方，负责设计、管理招聘流程，并直接对招聘结果负责。服务范围在覆盖中低端职位的同时，也已扩展到校园招聘、批量招聘、项目类招聘等，大大提高企业招聘效率，现已成为企业招聘的重要补充形式。近年来，随着我国外资准入门槛的降低，国外人力资源服务商不断进驻，全球三大供应商德科、任仕达、万宝盛华都已入局中国市场，而本土龙头如中智、北京外企、上海外服等也在积极扩张，RPO 市场竞争日趋激烈。

2.1.2 科锐特色：端对端服务+跨业延伸，形成公司独特竞争优势

提供端对端招聘流程外包服务，实现更高附加价值。科锐作为国内首家开展招聘流程外包的服务商，提出了“端到端”的服务模式，贯穿了从确定职位描述、分析岗位需求，到发布招聘、筛选简历，再到面试录用、入职报道的所有环节，为客户提供招聘流程及组织结构优化咨询、设计招聘方案、引入招聘系统、执行招聘计划等，有效分担用人单位的招聘压力，降低了招聘成本，创造出更大的附加价值。

深耕已有客户，实现客户业务需求跨业态延伸。科锐在扩展新客户的同时，凭借良好的服务质量不断实现已有客户需求的跨业态延伸，例如，新能源集团、礼来、苹果电脑等公司原本是科锐猎头业务线上的客户，随着对公司服务认可度的提升与关系黏性增强，他们的招聘流程外包需求也已交给科锐来完成，并在 2015 年贡献收入 1083.27 万元。另外，来源于霍尼韦尔、联想、默沙东等长期合作客户业务收入也增加 869.07 万元，优质的服务与不断提升的业界口碑，为科锐打开更大的市场空间。

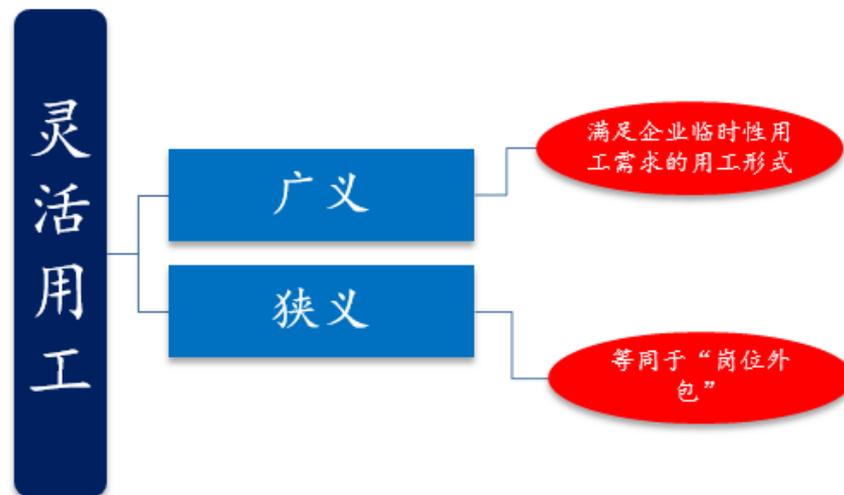
建立大规模人才访寻中心，实现候选人数据库有效管理。2009 年，科锐在苏州成立了较大规模的候选人访寻中心，有 200 多名员工，主要负责候选人的访寻、初步面试、推荐报告撰写以及数据库日常管理工作，公司招聘流程外包业务已经覆盖了全国各省市及部分亚洲国家，每年执行招聘流程外包项目超过 200 个，每年为客户成功招聘超过 15,000 名员工。目前，科锐的招聘流程外包业务已获得跨国公司和国内领军企业的认可，奠定了细分市场的领先地位。

2.3 灵活用工：企业“刚性”雇员的弹性补充，经济下行周期的扩张产业

2.3.1 广义灵活用工：满足临时用工需求，降低企业营运成本

灵活用工主要针对企业临时性、替代性、辅助性的用工需求，它所创造的就业形式包括非全职全日制、临时性、季节性以及劳务派遣、岗位外包等，目前在国际上尚没有对“灵活用工”的统一定义与标准，通常泛指所有的非长期劳动关系。在科锐的招股书将“灵活用工”与创新型的“岗位外包”的概念等同，在这一定义下，会出现与全球的数据统计口径的较大出入，故而在本报告中“灵活用工”采用较为宽泛的定义，并以“灵活用工（岗位外包）”指代公司所从事的灵活用工业务。

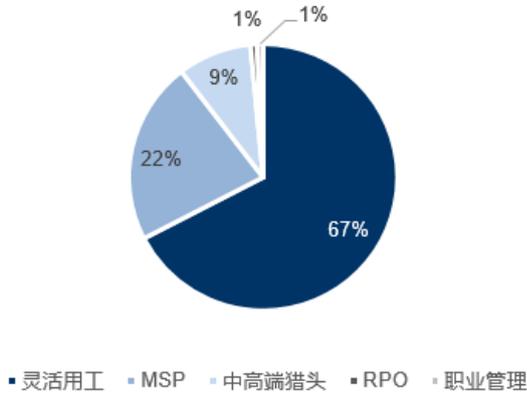
图 10：灵活用工的两种定义方法



资料来源：申万宏源研究

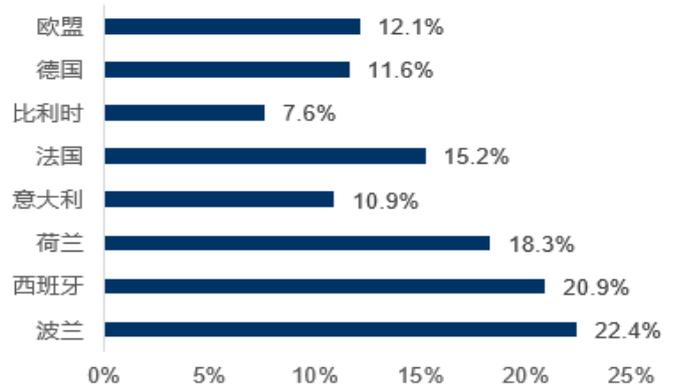
灵活用工对传统用工制度下的打包捆绑进行科学分解，强调就业条件的自由组合以及就业、用工模式的多样化，进一步细化双方需求与劳动关系，并对劳动的交易进行更专业的协商，提高双方经济效益。目前在全球，灵活用工已经成为企业在经济下行期控制自身营运成本的重要手段，2015年已占到全球人力资源服务行业市场规模的67%，其中白领占到1/3，蓝领占到2/3；在欧洲，灵活用工已占到欧盟总就业人口的12.1%，在西班牙、波兰甚至达到20%以上。灵活用工模式的广泛应用，在满足企业弹性用工需求的同时，也为人才自身灵活择业、就业，更好实现自身价值，提供了丰富的机会。2016年全球灵活用工平均营收增长率为29.2%，实现稳步增长。

图 11: 全球人力资源服务业构成 (按营收规模)



资料来源: WEC, 申万宏源研究

图 12: 主要欧洲国家灵活用工占总就业比重 (按人数)

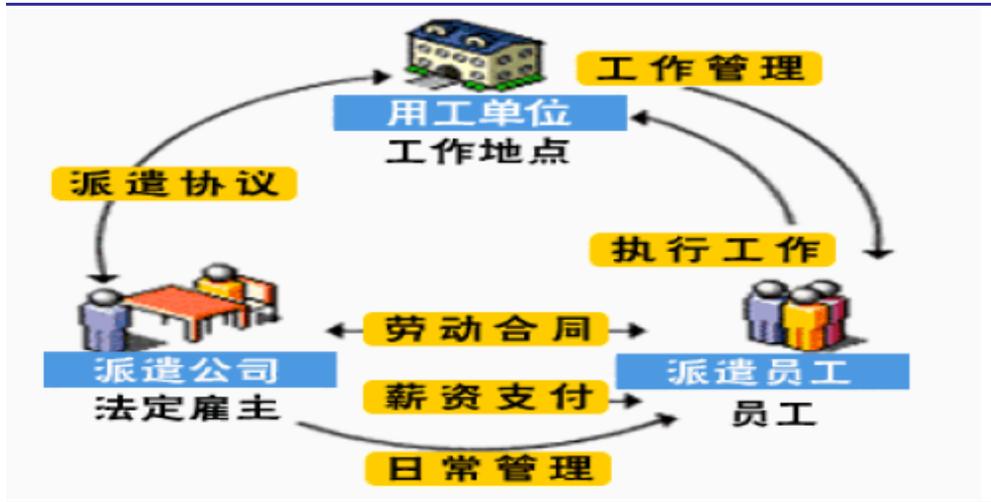


资料来源: 任仕达《2016年灵活用工报告》

2.3.3 传统劳务派遣: 使用权与归属权分离, 行业不规范现象严重

劳务派遣可以追溯到 20 世纪 20 年代, 在美国一家名为 Samuel Workman 的公司创立了人力租赁业务模式。在这种模式下, 服务提供商将各类非高端、同质性较强的劳动力纳入自身组织框架, 与之签订劳动合同, 并与用工单位签订派遣协议, 以公司名义外派来完成相应任务。人力资源服务机构按照每月派出的员工数量, 乘以约定的人次服务费收取管理费, 并向派遣人员发放薪酬、福利, 同时承担雇主责任。在这种安排下, 派遣人员隶属服务提供机构, 而用工单位拥有劳动力的使用权利, 属于使用权与归属权分离的人事安排。

图 13: 劳务派遣关系图



资料来源: 点米科技公开转让说明书, 申万宏源研究

弹性的用工形式, 加大了就业风险, 形成劳动力市场“二元结构”。企业正式雇员作为“局内人”其工作可以受到法律的长期保护, 而劳务派遣人员却成为了“局外人”, 面临着较大的失业风险以及福利不稳定问题, 在劳动力市场上出现了“二元结构”。出于成本控制, 企业有强烈动机将更多的长期岗位转换为灵活用工形式, 进一步加剧二元畸形, 增加社会不稳定因素。在较早时期, 世界各国对这一业态都是有较严格限制的, 比如在二十世纪六十年代的荷兰, 法律规定劳务派遣工人只能为一个用工单位最长工作六个月, 不允许其与用工单位直接签订劳动合同, 直到 1999 年相关限制规定才有所放松。

我国用工企业的临时性劳动力需求主要通过劳务派遣来实现，行业不规范现象严重。它是我国劳动法明确规定的一种辅助用工方式，也是大部分企业规避用工风险，降低成本的重要手段。2013 年我国劳务派遣人数达到 3700 万人，约占全国职工总数的 13.1%，企业原本刚性用工需求的弹性化，损害了我国劳动者的基本权益。2014 年后，随着行业监管的收紧，我国传统劳务派遣业务需求出现持续下滑，2015 年全国总计 28.3 万家用人单位接受了劳务派遣服务，同比下降 13%；派遣人员 868 万人，较 2014 年下降 7%；登记要求派遣人员 547 万人，比 2014 年下降 11%。在政策手段的强力干预下，传统劳务派遣供应商的业务模式也开始转型。

2.3.2 灵活用工（岗位外包）：灵活而不失控，实现灵活性与保障性平衡

灵活用工（岗位外包）不同于传统劳务派遣，客户将部分业务或重复性劳动的岗位委托给人力资源服务机构，服务提供商根据业务流程、岗位职责，自行组织人员，完成业务，客户以业务完成量或岗位人员工作情况与服务商进行结算，由服务提供商承担相应的法定雇主责任，包括了专业人员的招聘、薪酬发放、培训、业务现场管理等各个环节，并承担所有用人风险。该业务模式，在用工人数、周期及人才的筛选方面都非常灵活，按照业务量折算项目所需人员数量，并在提供的人员成本基础上加成风险金和合理溢价进行收费。

表 2：岗位外包与劳务派遣对比

业态	合同关系	支付对价对象	业务独立性	员工工资标准	费用结算周期
岗位外包	劳务合同关系	劳动力的使用	服务供应商主导	同工同酬	按月结算
劳务派遣	承包合同关系	工作成果	受控于用人单位	服务机构决定	按业务进展结算

资料来源：HRoot，申万宏源研究

岗位外包并不简单等同于项目外包。人力资源服务商仅仅是提供并组织劳动力而不必投入相应的固定资产、生产资料等非人力资源成本，故其业务范围集中于“轻资产类”如研发类、服务类、办公室类等岗位。业务完成方案由服务商设计并主导完成，这对人力资源服务提供机构的业务管理水准提出更高的要求，由于用工风险的承担，该业态要求更高的毛利回报，行业平均毛利率在 15-18% 的水平，服务供应商有较强的议价能力。

灵活用工市场，外资内资各显神通。在我国市场，德科、任仕达、万宝盛华等外资机构都已较早在华开展此类业务；同时，本土机构诸如科锐国际、汇思、英格玛、易才等也占据了不小的市场份额。在细分业务方面，科锐国际占据医药研发岗位外包的领先地位，汇思、英格玛占据工厂线上岗位外包的主要份额，科锐国际、上海外服、北京外企、任仕达、万宝盛华则占据了人事、秘书等行政岗位的主要市场份额。

2.3.3 科锐特色：劳务派遣与岗位外包兼具，岗位外包服务日益成为公司业务主体

科锐目前从事的灵活用工业务涵盖了灵活用工（岗位外包）与传统劳务派遣两个类别，科锐从 2006 年起开展灵活用工（岗位外包）服务，截止 2016 年末，公司管理的灵活用工（岗位外包）业务派出人员超过 4,000 人，涉及专业类岗位外包、通用类岗位外包以及办公室行政岗位外包服务三大类：

表 3：科锐灵活用工（岗位外包）已涵盖专业类、通用类、办公室行政类三大岗位类别

服务类别	提供岗位	提供服务的子公司名称
专业类岗位外包	医药研发岗位（包括临床检查员、临床研究协调员等）	北京欧格林
通用类岗位外包	IT 研发工程师岗位	上海科之锐
	终端销售岗位	上海康肯
	工厂流水线岗位	苏州科锐尔、亦庄人力、西藏亦庄
办公室行政岗位外包	酒店服务岗位	科锐正信
	财务类岗位（包括财务人员、财务共享中心等）	上海科之锐
	人事与行政类岗位	
	客户服务类岗位	

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

传统劳务派遣方面，公司从 2014 年开始有所涉及，基本是为了满足客户的零星需求，收入规模极小，当年收入仅为 14.57 万元。2015 年 10 月，科锐收购了亦庄人力，该公司有专职团队从事劳务派遣，业务规模出现明显扩大。2016 年后，公司劳务派遣的服务范围在工作、社保及公积金代收代付的基础上，扩展了传统劳务派遣人员的招聘、考试、体检、岗前培训，奖金及日常报销款的垫付，劳动争议和纠纷的处理等一系列工作，劳务派遣已经初具规模，近三年的派出人员数量分别为 34 人、4,576 人、5,561 人。

在宏观经济增速放缓的大背景下，用工单位更加注重自身成本的控制，伴随《劳务派遣暂行规定》的实施，传统劳务派遣业务面临转型，**灵活用工（岗位外包）的市场需求大幅增加**。公司通过并购亦庄人力、设立科锐正信，拓展了生产线、五星级酒店等业务领域，同时凭借优秀招聘实力与派出人员管理能力，加大业务开拓力度，北京欧格林、上海康肯等专业化子公司收入规模也都实现快速增长。2014 年、2015 年、2016 年，科锐灵活用工（岗位外包）业务派出人员分别为 2,772 人，3,303 人以及 4,010 人，实现营收 28,609.38 万元、35,289.86 万元 46,132.54 万元。

3. 财务剖析：公司经营稳健，具有较高竞争力，短期营运风险可控

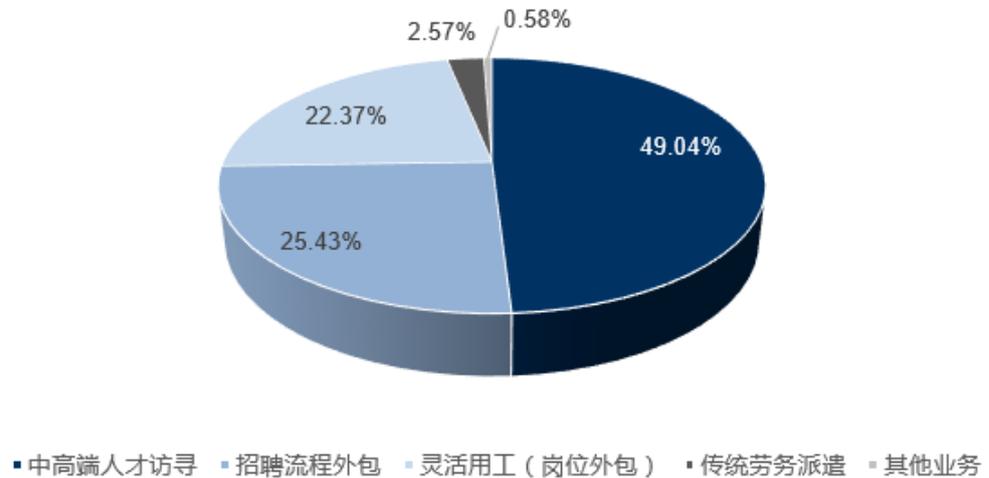
3.1 业态盈利对比：中高端人才访寻仍为公司毛利主体

从营收角度来看，2016 年灵活用工（岗位外包）占比达到 53.14%，占据公司收入半壁江山，而中高端访寻业务仅占到 29.95%。但不同业态营收的会计确认处理存在差异：灵活用工（岗位外包）是将派出人员人工成本及服务费用全额确认为营业收入，而其他业态则是仅将服务费用确认收入，原因在于公司对于灵活用工（岗位外包）派出人员需要承担全方位雇主责任（权责发生制原则）。

不同业态营收确认的差异，导致灵活用工（岗位外包）规模的虚高。为剔除会计确认差异的干扰，更好反映各业态实际的盈利贡献程度，我们将公司毛利润进行了分拆，可以

发现中高端人才访寻毛利润占比最大、达到 49.04%，招聘流程外包占比 25.43%，而灵活用工（岗位外包）居于第三位，占到 22.37%，传统劳务派遣占比重有所提高占到了 2.57%。就目前而言，中高端访寻业务、招聘流程外包业务仍为公司的主要利润来源，合计占比超过 70%，而灵活用工（岗位外包）尚存较大发展空间。

图 14：科锐国际主要业态毛利润占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

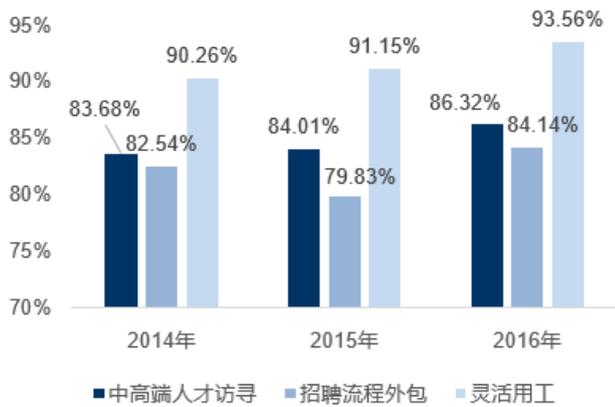
3.2 人工成本分析：营收占比持续上扬，压制公司利润实现

科锐国际从事人力资源服务业务，人力资源是公司生产运营的核心资源要素，人工成本也成为公司成本费用的主要组成部分。2016 年人工成本占到公司三大主要业态总营业成本的 90.85%，其中，灵活用工（岗位外包）的占比最高达到了 93.56%，中高端人才访寻与招聘流程外包的占比也均在 80% 以上。从近三年统计情况来看，人工成本占营收的比例仍在持续上扬，已从 2014 年占比的 63.25%，上涨到 2016 年 69.21%，主要可归因于中高端访寻与灵活用工（岗位外包）人工成本的驱动，人工成本上扬原因有两点：

(1) 自有员工薪资随业绩水涨船高。科锐国际中高端人才访寻、灵活用工业务 2016 年分别同比上涨 7.25%、30.72%，公司自有员工的工资及计提奖金与业绩挂钩，业务规模的扩大带动了奖金、工资及社保基数的增长，造成雇佣自有员工的成本持续上涨。

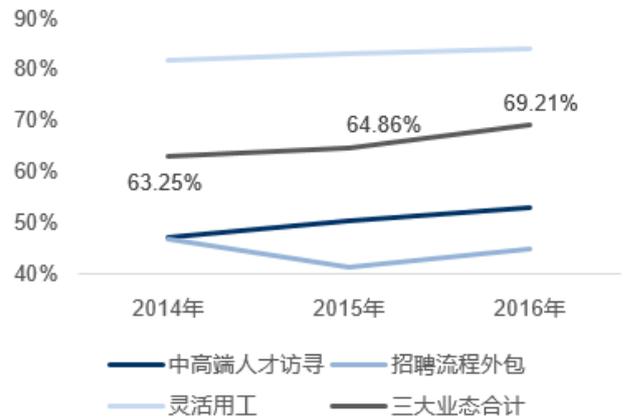
(2) 劳动力市场整体供给不足，用工成本上升。我国人口红利逐步丧失，已进入老龄化社会，劳动力供给不断下降，用工成本逐年攀升，私营单位就业人员平均工资持续上涨，近五年内已经翻倍，2016 年更是达到了人均年薪 42,883 元，在未来较长时间内，人力成本的不断上扬或对公司盈利能力构成压制。

图 15: 三大主要业态人工成本占营业成本比例及变化



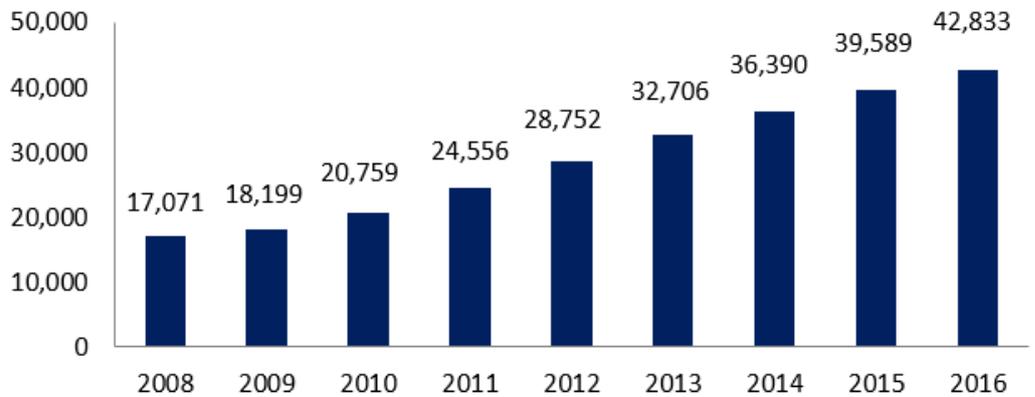
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 16: 三大主要业态人工成本占营业收入比例变化



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 17: 私营单位就业人员平均工资

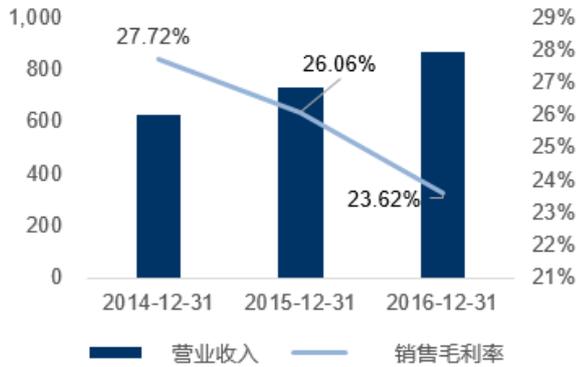


资料来源: wind, 申万宏源研究

3.3 服务竞争力研究: 非经营性因素导致公司毛利率下滑

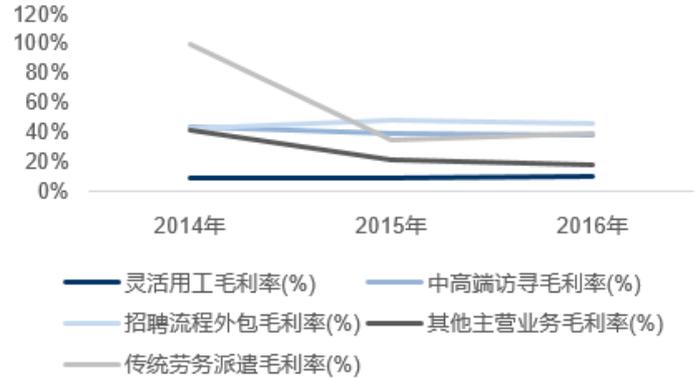
从财报数据来看, 公司毛利率近三年来呈现持续下滑态势, 2014、2015、2016 年毛利率依次为 27.72%、26.06%、23.62%; 具体业态方面, 除中高端人才访寻业务毛利率出现持续下滑外, 其他业态毛利率大致维持稳定。对于不同业态类型从收入结构、单项毛利率两个角度进行拆分可以发现, 2015 年公司整体毛利率降低 1.66% 的主要原因在于中高端人才访寻业务占比与毛利率的双重下滑, 2016 年降低 2.45% 则主要归因于中高端人才访寻与招聘流程外包业务占比的下降。

图 18: 科锐营业收入（百万元）与毛利率变化



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 19: 科锐各主要业态毛利率变化



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 4: 公司毛利率变动拆分与归因

项目	2016 年度比 2015 年度毛利率变动	2015 年度比 2014 年度毛利率变动
收入结构变动影响		
中高端人才访寻	-1.40%	-1.21%
招聘流程外包	-1.80%	0.06%
灵活用工（岗位外包）	0.49%	0.22%
传统劳务派遣	0.49%	0.09%
其他业务	0.07%	0.02%
小计	-2.15%	-0.81%
单项业务毛利率影响		
中高端人才访寻	-0.41%	-1.36%
招聘流程外包	-0.29%	0.85%
灵活用工（岗位外包）	0.52%	-0.10%
传统劳务派遣	0.01%	-0.02%
其他业务	-0.13%	-0.22%
小计	-0.30%	-0.85%
综合毛利率变动	-2.45%	-1.66%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

中高端人才访寻业务：业态加速扩展，新入子公司协同效应尚未完全发挥，拉低业态毛利水平。 2015 年毛利率下滑的主要原因在于期间公司新设了汇聘咨询、苏州安拓奥古、收购了 Capstone，造成业务规模与租赁面积扩大，科锐原有的猎头业务与新入子公司间的协同作用尚未完全发挥，收入增速未及分摊的房租物业水电费及折旧摊销费的增长速度；除此之外，人工成本的上扬也是毛利率下降的重要原因。

营改增的会计处理直接导致公司 2016 年毛利率下滑。 2016 年 5 月公司开始实施营改增：确认收入时需要从收入中扣除增值税，这直接导致营业收入减少，而主要是由人工成本构成的营业成本，不能获得增值税进项抵扣，故而拉低了业务的毛利率水平。2016 年，剔除营改增的影响，中高端人才访寻业务毛利率较 2015 年上升 0.89%，公司招聘流程外包业务毛利率同比上涨 0.3%。

灵活用工（岗位外包）：收入的会计确认方式，压低业态实际毛利率。 从财报数据来看，科锐的灵活用工（岗位外包）业务近三年来毛利率都在 10% 以下，远低于传统劳务派遣

遣，这主要是由于灵活用工（岗位外包）业务营业收入、成本的会计处理方法造成的。从真实毛利润创造来看，2016年科锐灵活用工（岗位外包）派出人员数量为4,010人、粗略估计年人均毛利润能达到1.14万元，而传统劳务派遣人员为5561人、年人均毛利润仅为950元左右，两者相差超过十倍。在收费标准上，灵活用工（岗位外包）是要远高于传统劳务派遣的，但这在毛利率数据上无法体现，不同细分业态间，**毛利率横向对比缺乏实际意义**。纵向来看，近三年来科锐的灵活用工（岗位外包）业务毛利率基本稳定，2016年毛利率上涨1.07%，主要原因在于业务的细分领域发生变化，毛利率较低的终端销售岗位的灵活用工业务占比降低，而毛利率较高的人事与行政类岗位、客户服务类岗位等白领职位的灵活用工占比提高，从而带动2016年灵活用工业务的毛利率增长。

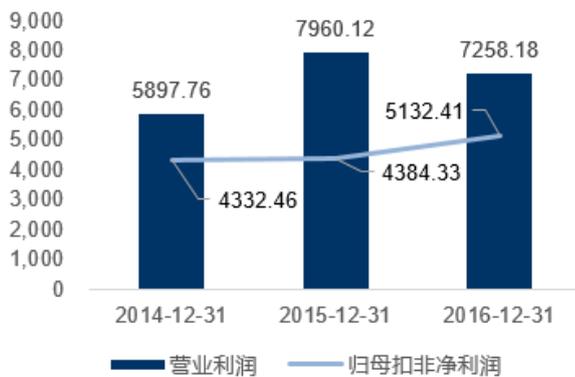
3.3 经营成果状况：归母扣非净利润稳步增长，期间费用得到有效控制

公司归母扣非净利润近年来实现稳步增长，2016年实现5,132.41万元，较上年同期上涨17.06%。营业利润作为公司净利润的主要来源，2016年下滑了6.06%，原因在于2015年公司对外转让上海大易股权产生投资收益1,856.18万元，导致2015年营业利润涨幅高达34.97%，前值的虚高是今年营业利润出现下滑的主要原因，剔除非经常损益后公司营业利润维持上涨态势。

公司在不断开拓业务规模，实现营业收入的持续上涨的同时，也**有效控制了期间费用的增长**。2014、2015、2016年，期间费用占公司营业收入的比重分别为14.6%、13.58%、13.37%，呈现持续下行趋势。期间费用中，管理费用占营收的比重最大，管理费用占比的不断下滑是期间费用得到控制的主要原因。

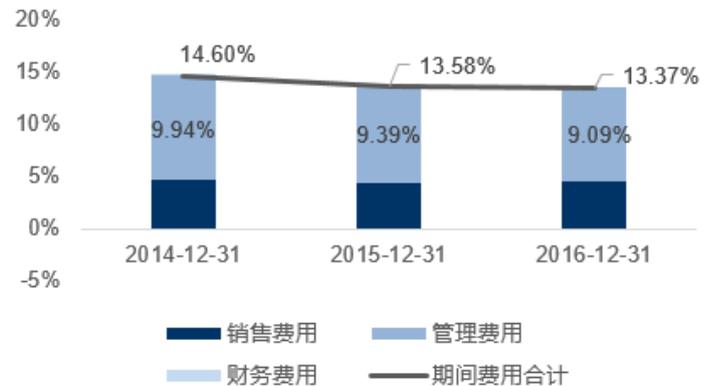
政策扶持、补助进一步增厚公司利润。政府补助是科锐国际营业外收入的主要构成，国家政策对人力资源服务行业的不断扶持，2016年政府补助占到了公司利润总额的14.99%，政策红利的持续释放，将助力公司利润规模获得进一步的提升。

图 20：公司归母净利润实现稳步增长



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 21：期间费用占营业收入比重持续下滑



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 5：科锐国际收到政府补贴情况

项目	2016 年	2015 年	2014 年
政府补助收入	1,324.72	894.18	789.81
利润总额	8,834.71	9,048.38	6,811.55
占比	14.99%	9.88%	11.60%

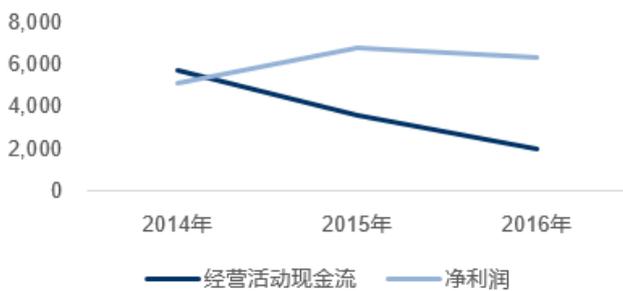
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.4 现金流量与应收账款分析：营收质量保障，短期风险可控

3.4.1 现金流情况：有效覆盖销售收入，成本端支出呈现扩大

科锐国际经营活动现金流入主要来自于提供人力资源业务收到的现金，流出主要是用于支付职工薪酬及其他经营相关的现金费用。在过去三年间，科锐销售商品、提供劳务收到的现金与销售收入走势近乎吻合，覆盖比例依次为 0.99、0.98、0.97，缺口虽有微幅放大，但仍能反映公司较为高效的销售回款能力。而经营活动产生的现金流对净利润的覆盖情况则出现了恶化趋势，覆盖比例从 14 年的 1.12，下降到 15 年的 0.53，2016 年更是低至 0.32，覆盖缺口出现了持续放大，这说明在过去三年间公司成本端的现金流出远高于提供劳务带来的现金流入，集中体现在支付职工现金增加所导致的现金流出，2014-2015 年间，支付给职工的薪酬与销售商品、提供劳务收到的现金的比值不断上升，占比依次为 71.47%、74.52%、77.08%，这是由灵活用工（岗位外包）业务占比提升所导致的。

图 22：经营性现金流对净利润覆盖情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 23：销售商品、提供劳务收到现金对营业收入覆盖



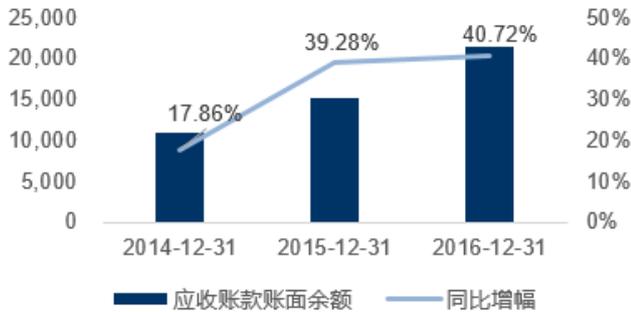
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.4.2 应收账款情况：余额加速上升，违约风险可控

2014-2016 年间，公司的应收账款余额呈现出加速上升趋势，三年同比增幅依次为 17.86%、39.28%、40.72%，应收账款占营收的比重也由 2014 年的 17.53% 下滑至 2016 年底的 24.79%，这表明在通过赊销方式加大客户开发力度，这与宏观经济的整体放缓也有密切关联。针对公司营收账款的质量，我们通过对账龄情况进行分析，从表中可以看到，过去的三年中公司应收账款账龄均集中在 6 个月以内，占比都在 95% 上下，应收账款质量较高、坏账风险小；而公司的客户主要为国际知名公司，如华为、赛诺菲、佳能、上海电气、金百利等，它们业务稳定、资信情况良好、违约风险很低。2016 年前五大客户应收账款合计占比 29.24%，其中，华为占比最高为 8.06%，低于 10%，呈现出较高的分散性，不

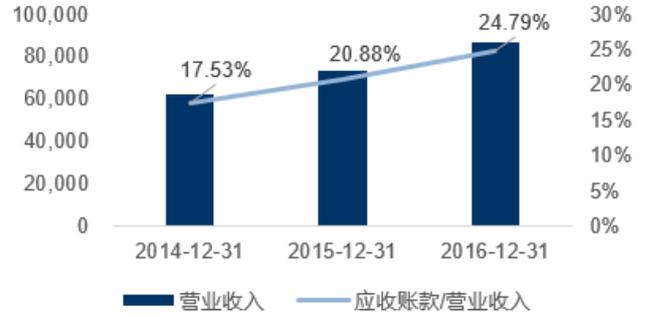
存在单一客户应收账款违约风险过度累计的情况。目前来看，公司应收账款风险可控，但自身回款能力绑定客户经营状况，也增加了公司的顺周期性。

图 24：应收账款账面余额加速上涨



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 25：应收账款/营业收入比值不断上升



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 6：应收账款账面余额账龄分析

项目	2016年12月31日		2015年12月31日		2014年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
6个月以内	20,341.45	94.94%	14,558.41	95.28%	10,511.83	95.76%
6个月-1年	340.79	1.58%	295.90	1.94%	180.60	1.65%
1-2年	312.16	1.45%	193.61	1.27%	93.59	0.85%
2-3年	126.31	0.59%	53.27	0.35%	107.71	0.98%
3年以上	308.97	1.44%	177.69	1.16%	83.38	0.76%
合计	21,429.68	100.00%	15,278.88	100.00%	10,977.11	100.00%

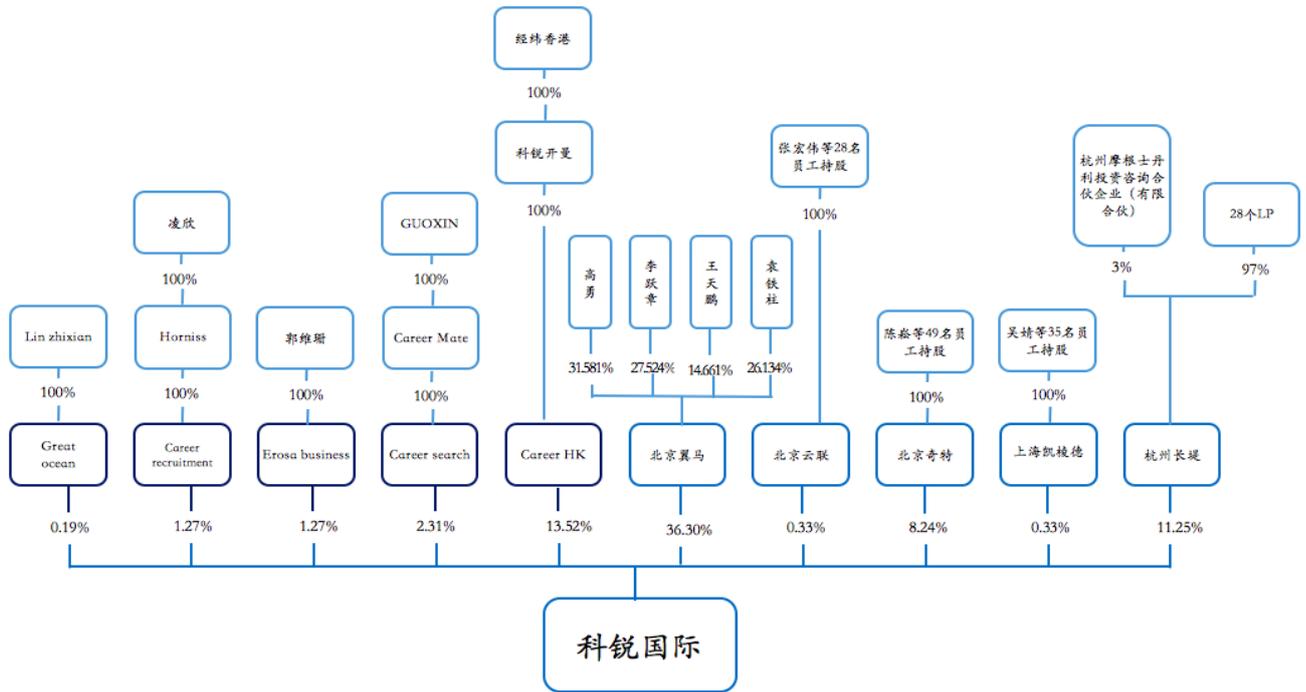
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 激励到位+管理规范为公司长期发展保驾护航

4.1 引入战略创投为海外扩张提供机遇，搭建持股平台将员工与公司绑定

科锐国际总股本为 18,000 万股，IPO 新发行股份为 4500 万股，占比 25%。目前科锐的前十大股东是十家发起人公司，第一大股东为北京翼马，是公司四个自然创始人所拥有的公司，占总股本 36.3%；第二大股东 Career HK 属于经纬香港全资子公司，占比 13.53%；第三大股东杭州长堤，占比 11.25%；其他剩余七个公司均为科锐员工持股平台，主要目的是实施员工股权激励。

图 26 科锐国际上市后股权结构

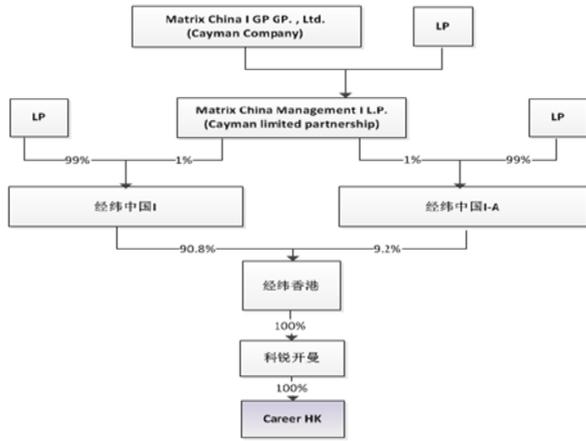


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司实际控制人高勇和李跃章，持有北京翼马 59.11%的股权，以此间接控制科锐国际 21.46%的股份，并通过一致行动人协议控制科锐国际 46.85% (IPO 前为 62.47%) 的表决权。公司实际控制人持股比例较低，股份分散，可能导致公司控制权不稳定、未来存在出现控制权之争或控制权变动的可能。高勇作为科锐国际董事长，负责公司整体战略的制定，领导各主要业务板块的业务日常运营、决策、考核，以及为进一步完善科锐国际产业链而进行的并购事项；李跃章作为公司核心管理层，具体负责组织并实施公司重要业务板块的拓展。

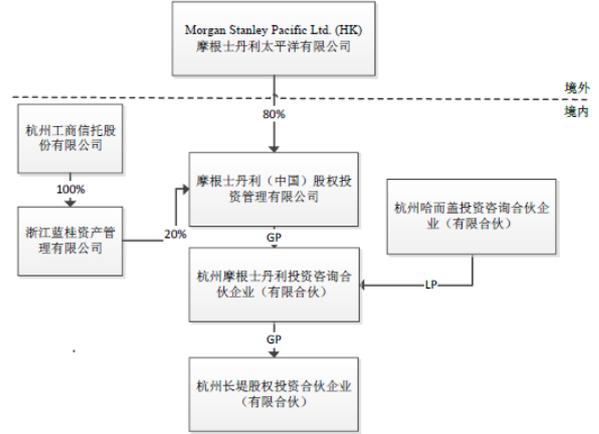
公司第二大股东 Career HK 是经纬中国的持股平台，经纬中国是由万浩基、张颖、邵亦波先生于 2008 年共同创立的创投基金，专注于移动互联网投资方向，2008 年 4 月以 400 万美元入股科锐开曼。公司第三大股东杭州长堤，其普通合伙人杭州摩根士丹利投资咨询合伙企业为 Morgan Stanley Pacific Ltd(HK)实际控制公司，2014 年 7 月出资入股科锐。外资创投公司的引入，将为科锐海外市场的开拓提供更多机遇。北京奇特、Career search 等七家持股公司作为科锐员工持股平台，合计持有 13.94% 的股份，科锐曾计划赴美上市，2010-2012 年间设计过员工期权激励计划，后来在选择 A 股创业板上市后都改成了股权激励计划，员工持股计划锁定期为上市交易日后一年。科锐通过员工持股计划，将员工利益与公司未来发展绑定，提高了员工的积极性与稳定性，有利于公司长期可持续发展。

图 27: Career HK 股权结构



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 28: 杭州长堤股权结构



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4.2 与员工“一同起舞”，标准化专业流程保证优质服务

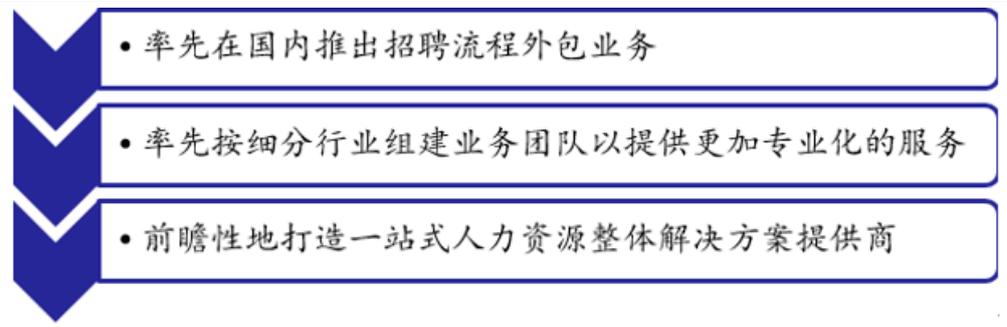
提出“一起共舞”，倡导员工与公司共成长。科锐国际董事长高勇先生曾提到“一个人可以走得很快，但更多人在一起可以走得更远”，这一理念在科锐相对分散的持股结构上也有所体现。科锐倡导以团队协作为核心的企业文化，建立了基于绩效奖金和股权激励等以中长期业绩为导向的合理激励机制和灵活高效的职业机制：公司薪资水平居于同行业前列，薪酬体系在市场上也具有较强的吸引力，员工持股平台持股数占到了公司总股本的13.94%，将员工利益与公司价值紧密绑定，更好地实现了员工与公司共成长。科锐员工有着丰富的晋升通道，对于业绩做到100万以上顾问可以自主选择成为公司管理者或是资深个人贡献者，个人贡献者又有不同的类型，是继续从事现在的业务，还是更高端市场或是其他行业，不同的发展路径是可以按照公司员工自身意愿取舍的。另外，科锐作为第一家A股上市公司，已经初具规模，大平台能够给员工提供更多的满足感，公司总监级别员工，盘子都是3000万起步，而如果选择自己创业，一般只有100-200元，成就感会大大降低，科锐的品牌、规模优势为公司留住了更多人才，员工队伍流失率远低于市场平均水平

公司在关注员工的同时，设计合理的组织架构，以规避公司内部风险。猎头顾问直接沟通客户与人选，与业务对象接洽期间不可避免地产生较高黏性，而人力资源行业，尤其是猎头从业者流动性较高，客户资源倘若与顾问绑定则将加剧公司对猎头顾问的依赖程度、过度挤压公司盈利空间甚至可能将原有资源引向竞争对手。科锐国际对自身的组织架构进行了精心设计：将公司业务结构分成了“前店后厂”，两端信息独立，通过公司候选人访寻模块连接。猎头顾问只负责管理候选人和企业期望，而候选人的来源则由后厂来安排，通过制度上的安排实现人员职能上的分隔，保证了公司稀缺的客户、人选资源的稳定性，从而规避公司内部风险。

管理团队经验丰富、锐意进取，资深顾问团队实现多元化。科锐的管理团队在人力资源服务行业的平均服务时间达到15年以上，对行业发展规律和趋势有着深刻理解，创建并领导该公司发展成为国内领先的人力资源服务企业：率先在国内推出招聘流程外包业务，

国内首创按细分行业组建业务团队以提供更加专业化的服务，前瞻性地打造一站式人力资源整体解决方案解决商，公司的诸多战略举措领先于市场。在公司 1000 余名专业顾问团队中，既有创业元老也有国际化外聘高管，既有招聘领域专家也有其他领域领军人物，既有经验丰富老员工也有高效创新的 80 后，他们 80% 拥有八年以上从业经验，70% 以上具备知名跨国企业和大中型企业工作背景，97% 以上员工具有大专以上学历。

图 29：科锐管理层诸多战略举措领先于市场



资料来源：科锐国际调研 PPT，申万宏源研究

图 30：科锐资深顾问团队实现多元化



资料来源：科锐国际调研 PPT，申万宏源研究

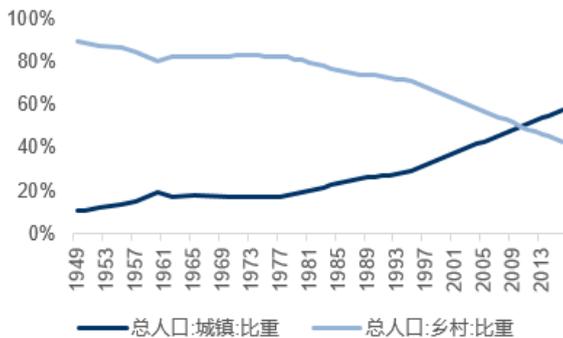
科锐通过建立大客户管理团队、业务信息化管理以及招聘流程标准化手册管理确保为客户提供统一、高质量的服务。基于公司策略设立大客户管理团队，每个产品线大客户均有指定负责人作为唯一沟通窗口与客户进行对接，以增加客户关系黏性，并在此基础上逐步引入其他产品服务，提供整体化的人才配置方案。科锐从客户开发、拜访、合同签署、顾问候选人推荐、上岗、费用收取的全部流程均实现 ERP 系统量化管理，确保整个流程的每个关键环节均可监测、追踪、考核。对于需要多个团队或地区配合的跨区域招聘项目，均以招聘流程标准化手册为指导，确保为客户提供统一、高质量的服务，该手册对业务开发、合同签订、客户需求分析、访寻候选人、筛选候选人等方面都有细致规定。

5. 发展环境：供给+需求双擎驱动，政策红利落实，公司步入高速发展期

5.1 供给：人口结构改变，人才流速加快，人选群体不断壮大

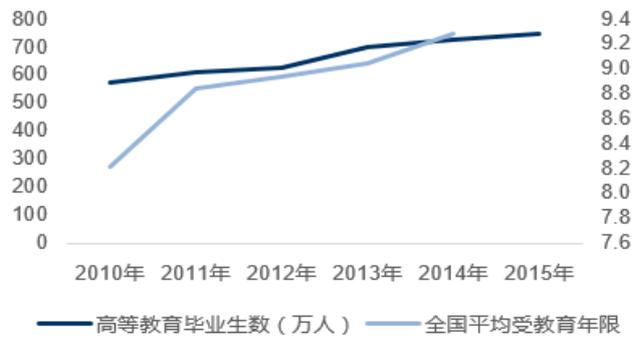
城镇人口攀升，人口素质提高，结构性供给增加。随着我国经济的发展，人口结构发生了显著变化，城镇居民比重逐年攀升，2016年已达到57.35%，我国仍然处在快速的城市化过程中。伴随城镇化进程，我国人口素质也在不断提升，高等教育毕业生人数从2012年的680万人增加到2015年的749万人，2014年平均受教育年限也已达到9.28年。在社会总劳动力数量下滑的情况下，公司上游的“人选”供给却在不断壮大，这为公司的长期、稳定发展提供了潜在空间和动力。

图 31：我国城镇居民比重持续上升



资料来源：wind，申万宏源研究

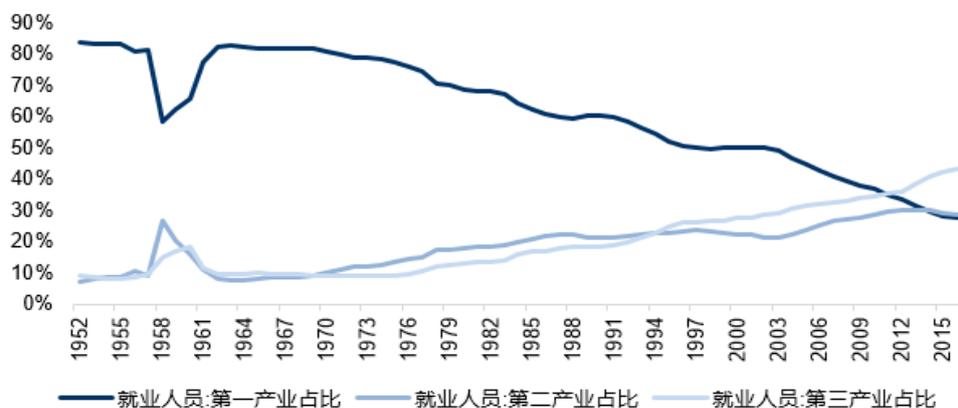
图 32：高校毕业生人数、平均受教育年限不断提高



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

第三产业就业人口增加，人才流动速度加快。2016年，我国第三产业就业人口占比已达到43.5%，且上涨动能未见衰退迹象。第三产业有着“轻资产”、人才密集、人员流动速度大的特点，就业占比的提升将加速社会人才存量的流动，带来更多的岗位需求及对人口人才供给，公司的业务空间也将随之而扩展。

图 33：第三产业就业人员比例不断提高



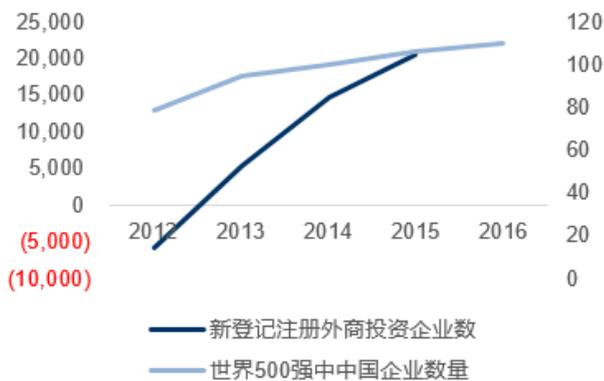
资料来源：wind，申万宏源研究

5.2 需求：重点客户数量稳步上扬，长尾客户需求日益膨胀

外资企业及国内大型企业数量稳步增长。外资企业及国内大型企业是科锐国际目前的主要客户群体。国家统计局数据显示，2015 年新增外商投资企业数 2.05 万户，同比上涨 4.59%，外资企业仍在加速入场，与此同时，国内大型企业也成长迅速，2015 年已有 110 家中国公司进入世界 500 强的行列。这意味着作为公司现阶段主要利润来源的规模企业数量仍在不断增长，将为公司业绩稳健成长提供有力保障。

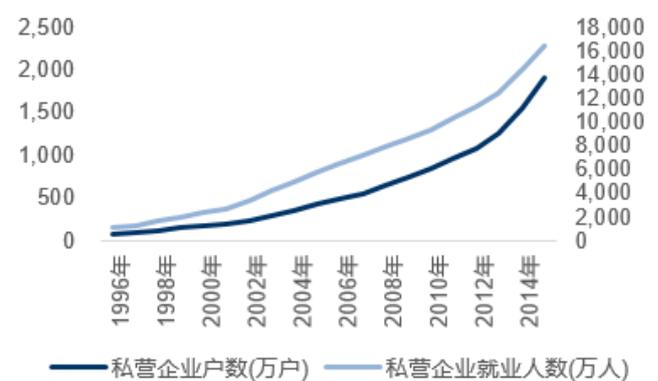
私营企业崛起，长尾客户需求日益膨胀。随着改革开放的推进，我国私营企业户数已由 1996 年的 81.9 万户，上升至 2015 年的 1908.23 万户，上涨了超过 23 倍；私营企业就业人数，也从 1,171 万人上涨到 1.6 亿人，涨幅达到了 14 倍，未被市场充分重视的长尾客户——中小民营企业的需求在日益膨胀，这些公司规模小、开发维护成本大，传统人力资源服务模式捉襟见肘。而现有大客户的市场竞争日趋白热化，科锐已经着手推动由 ToB 业务向 ToC 业务的转型，“才客”、“即派”等新型线上人力资源平台面临发展契机。

图 34：新登记外资企业与世界 500 强中中国企业数



资料来源：公司招股书，国家统计局

图 35：我国私营企业数量与就业人数不断攀升



资料来源：wind，申万宏源研究

5.3 政策扶持力度持续提高，红利不断涌现

国家近年来对人力资源服务扶持力度不断提高，相关政策陆续出台。《关于加快发展人力资源服务业的意见》首次对行业做出全面部署，到 2020 年，将使我国行业从业人员达到 50 万人，产业规模超过 2 万亿，培育出 20 家左右行业龙头公司。2015 年我国人力资源服务市场规模为 9,680 亿元，如在 2020 年达到 2 万亿的目标，年复合增长率将达到 15.61%，政策扶持空间巨大。随着产业引导、政策扶持的逐步落实，公司将面临日趋优化的政策培育环境。

表 7：2011 年以来人力资源服务业扶持政策

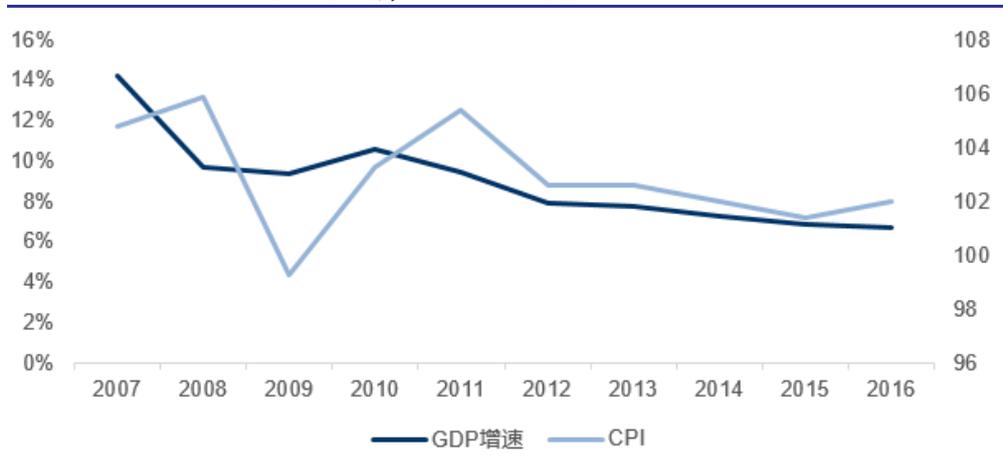
时间	政策
2011 年	人力资源服务业首次被写入国民经济和社会发展第十二个五年规划
2012 年	《服务业发展“十二五”规划》对人力资源服务业的发展模式和路径做了详细的设计
2014 年	《关于加快发展人力资源服务业的意见》首次对发展人力资源服务业作出全面部署
2016 年 3 月	《关于深化人才发展体制机制改革的意见》突出了人力资源服务业在人才市场化配置中的地位和作用。
2016 年 4 月	人社部协调财政部、税务总局出台了专门政策，妥善处理营改增后行业税负增加问题

资料来源：人力资源和社会保障部，申万宏源研究

5.4 企业弹性用工需求上涨，灵活用工面临发展机遇

2007 年以来，我国 GDP 增速持续下滑，从 2007 年的 14.2% 下降到 2016 年的 6.7%，国内 CPI 也随之持续低迷，消费终端难以支撑企业生产供给持续扩张。企业基于对经济不景气延续的预期，在用人方面也将更加审慎，对正式雇员的聘用也将有所下降，这对公司的猎头业务、招聘流程外包业务会造成一定冲击。与此同时，灵活用工却也面临着机遇：企业更加追求经营的灵活性，将原本的刚性用工模式弹性化，对灵活用工业务需求将不断增加。目前，灵活用工（岗位外包）是科锐的最主要业务类型，营收占比仍处于上升期，未来市场灵活用工需求的爆发，将为公司进一步发展提供机遇。

图 36：我国 GDP 增速持续下滑，CPI 维持低迷



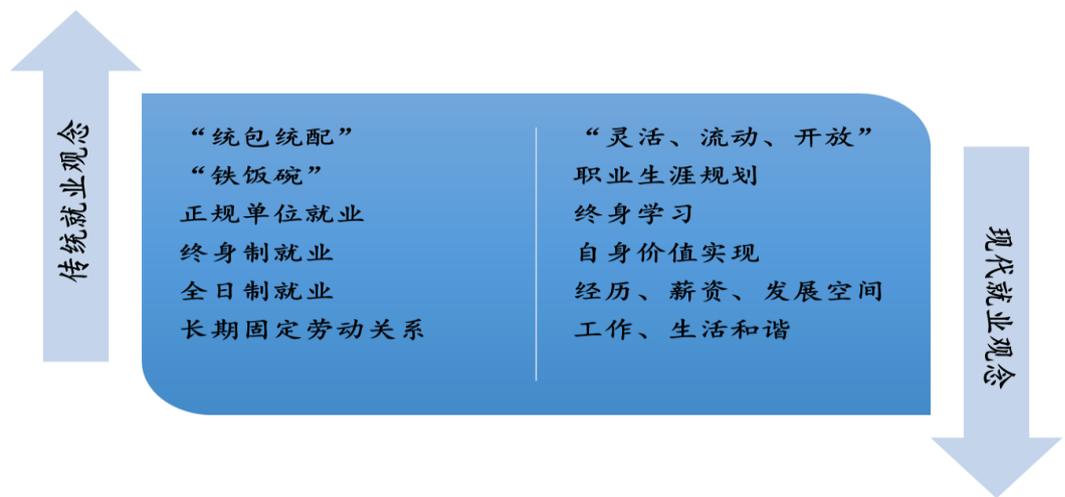
资料来源：wind，申万宏源研究

5.4 国民择业观念开始转变，临时性工作模式得到认可

传统就业观的主要特征是正规单位就业、终身制就业、全日制就业，因此国有企业、公务员等稳定岗位备受青睐，而以灵活用工为代表的临时性、弹性就业模式，则被认为是临时工，缺乏稳定性、安全感，而遭到歧视。随着市场经济的改革，下岗潮、“4050”工程对人们的冲击，国民就业观念逐步发生着变化，刚毕业的大学生缺少必要的实践经验，通过灵活用工方式，可以获得大公司实践、学习的机会，甚至存在正式留用的可能，灵活、

流动、开放的就业方式开始被越来越多的人认可接受。伴随新生代的壮大，社会择业观念转变将进一步实现转变，已在西方发达国家趋于成熟的灵活用工形式，在我国必将得到更大程度认可，获得更广阔的市场空间。

图 37：传统与现代就业观念对立



资料来源：申万宏源研究

5.5 法规出台限制违规业务发展，监管收紧倒逼行业优化升级

2014年3月1日实施的《劳务派遣暂行规定》，明确要求用工单位只能在临时性、辅助性或替代性的工作岗位上使用被派遣劳动者，且使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的10%。其目的在于促使劳务派遣回归其作为劳动用工补充形式的定位，斩断企业硬性用工需求派遣化的转换路径，切实落实和维护劳动者的合法权益。受政策管制影响，2013、2014两年我国劳务派遣员工数量降幅都在20%以上，用工规模出现较大幅度的下降，而科锐所进行的灵活用工（岗位外包）模式则实现了灵活性与合规性的统一，成为传统劳务派遣的重要替代形式，业态的转型升级将进一步拓宽岗位外包业务的成长空间。

图 38：《劳务派遣暂行规定》部分要求



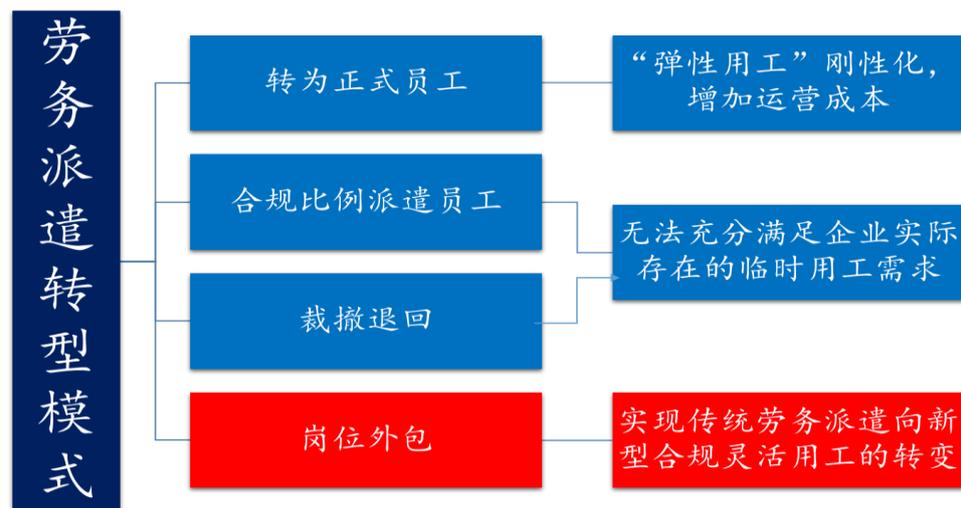
资料来源：劳务派遣暂行规定，申万宏源研究

6. 未来趋势预判：内生+外延并购扩规模，线上+线下贯通 B、C 端

6.1 岗位外包需求临近爆发，业态占比有望进一步提升

传统劳务派遣员工逐步得到分流，以岗位外包为代表的新型灵活用工受到企业青睐。基于上面对监管政策收紧的分析，占到全国总职工数十分之一以上、数以千万计的劳务派遣人员未来将逐步得到分流，目前主要有四种办法：转为正式员工、继续留用合规比例的少量派遣员工、裁撤退回以及岗位外包。转为正式员工，回归企业原本的刚性用工模式，势必将增加企业经营成本负担；裁撤大部分，仅留合规的少量派遣工，则无法充分满足企业的临时用工需求。前三种都无法解决我国企业实际存在大量的临时用工需求困境，而灵活用工（岗位外包）的模式则创新性地将人力资源服务与外包业务结合，实现传统劳务派遣向新型合规灵活用工的转变。

图 39：监管收紧环境下，劳务派遣转型分流模式



资料来源：2016 年人力资源蓝皮书，申万宏源研究

传统劳务派遣向灵活用工转换尚存巨大空间。截止 2016 年底，灵活用工（岗位外包）派出人员达到 4,010 人，而传统劳务派遣人员数量则有 5,561 人，灵活用工（岗位外包）（53.14%）虽然在营收规模上远大于劳务派遣（1.52%），但在派出人员数量方面，却少于劳务派遣，这意味着，就目前而言，科锐提供的劳务派遣服务满足了更多的企业弹性用工需求，而灵活用工则在满足定额企业用工要求的情况下创造更大的利润。在当前监管政策持续收紧、劳务派遣规模不断受限的背景下，传统劳务派遣模式向灵活用工（岗位外包）的转化将加速实现，灵活用工（岗位外包）存在巨大的市场空间，未来将占据公司营收更大的份额。

6.2 横向整合、纵向延伸，公司并购重组趋于常态

我国人力资源服务市场集中度低，恶性竞争严重，为少数规模企业并购重组提供了良好的机遇。截止 2015 年底，我国人力资源服务机构已已达到 2.71 万家，市场规模大但集中度很低，比如在中高端访寻市场，虽是科锐国际传统优势所在，但公司的市场份额也仅仅占到 1%。过度的分散，弱化了规模优势，导致同质化恶性竞争严重，拉低了行业整体盈利能力。未来，行业并购重组的方向大致有如下两个：其一，横向整合，其二，纵向延伸。横向整合主要针对产业链的中游产业，如外包业务、中高端猎头业务等，横向并购有助于提升企业在该业态下的市场占有率，扩大人才库存，形成规模优势；而纵向延伸则是顺着产业链上下游不同节点的布局，以提高公司综合服务水平，提供打包式服务，并形成多业态间的协调优势。

科锐国际作为在 A 股第一家上市的人力资源服务企业，目前在其三大核心业务（中高端访寻、招聘流程外包、灵活用工（岗位外包））领域已占据重要地位。下表为科锐国际在上市前所进行的并购重组事项，可以看出公司的并购行为主要围绕其主营业务：高端访寻、灵活用工、招聘流程外包三个方面横向展开，提高市场占有率，与此同时也开始纵向朝着人力资源咨询的业务延伸。我国证监会对于上市前的公司不允许进行较大规模的并购，近年来科锐所进行的收购事项规模均有限，但也在更大程度上训练了公司并购整合团队的能力。未来，科锐外延并购有望继续加速，结合公司战略发展路径，选择产业链上下游的细分业务环节和同领域中的优质标的，拓宽产品和服务并进一步占据领先市场份额与客户资源，推动公司国际化经营能力更上一层楼。

表 8：科锐国际上市前收购情况

时间	收购对象	股权比例	收购对象主要业务
2010 年 5 月	北京欧格林	100.00%	咨询服务
2010 年 4 月	上海肯康	100.00%	灵活用工终端销售
2011 年 6 月	秦皇岛速聘	100.00%	高端人才访寻
2010 年 5 月	上海科之锐	100.00%	人才咨询
2013-2014 年	新加坡公司	90.00%	招聘流程外包
2014 年 1 月	安拓咨询	51.00%	人才信息收集、咨询，人才招聘
2014 年 3 月	安拓奥古	51.00%	人才推荐、人才招聘
2013 年 12 月	北京联聘	100.00%	咨询服务
2014 年 12 月	亦庄人力	80.00%	灵活用工、传统劳务派遣
2015 年 8 月	Capstone	79.07%	-
2015 年 12 月	马来西亚公司	100.00%	-

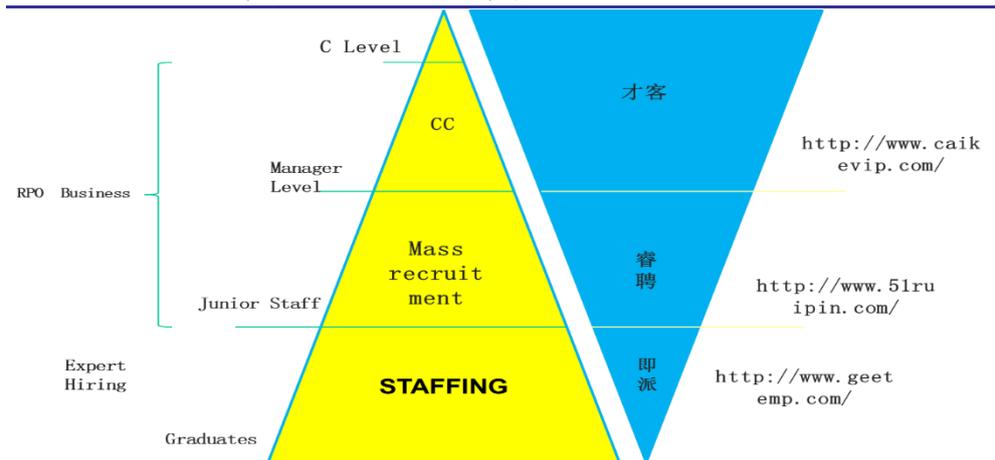
资料来源：科锐国际招股书，申万宏源研究

6.3 ToB 与 ToC 模式并举，实现传统业务线上化，更好服务长尾客户

自成立至今，科锐的基本业务是围绕 ToB 端展开，即公司三大核心业态：中高端访寻、招聘流程外包与灵活用工（岗位外包），二十年间，服务了 2000 多家大客户，其中包括华为、联想、默沙东等知名公司。ToB 端属于典型的“为坑（大公司）找萝卜”的业务，紧紧围绕大客户的用工需求，为其搜寻、匹配、评估、筛选合适的人选，目前“ToB 型”人力资源服务模式已经趋于成熟，市场竞争激烈。在我国，除了这些大公司之外，还存在着数以千万计的中小企业，不断涌现的民营公司更是表现出来强烈的人才需求，这些企业规模偏小，人才需求量相对较少，基于成本因素传统的 ToB 模式已无法满足这些长尾客户的需求。公司亟待从 ToB 向 ToC 转型，逐步实现以“人选”为核心，转变成“为萝卜找合适的坑”的新模式，为公司进一步发展创造新的利润点

科锐国际逐步落实“一端 ToB，一端 ToC，中间一体为大数据”的新“一体两翼”战略。互联网与信息行业的高速发展，为公司传统人力资源服务的升级创造了良好契机，人力资源服务+互联网已成未来重要发展趋势。科锐的发展逻辑在于通过技术手段把 B 端管理好，然后依托于现有的 B 端资源反推给 C 端，形成 B 端、C 端交互作用，更好满足长尾客户需求。相较于传统三业态金字塔模型，公司提出了新的“倒金字塔”概念，并在线上推出了“才客”、“睿聘”、“即派”、“薪薪乐”四大平台，分别对应中高端访寻、招聘流程外包、灵活用工、企业薪酬管理四块传统人力资源服务业务。目前，科锐拥有超过 400 万人的人才数据库，在传统模式下仅有 5% 的转化率，线上模式的加盟、ToB+ToC 业务的并举，有助于人才转换率的提升，更大程度上将公司丰富人才储备转变为实际的经营业绩。

图 40：传统业态金字塔模型与新“倒金字塔”对比



资料来源：科锐国际调研 PPT，申万宏源研究

“才客”，是科锐打磨了两年后推出的一款在线猎头产品，具体针对中高端人才，为其提供私人职业顾问服务。奉行人选即客户的理念，人才的求职动机及个人信息仅由对应的才客专属顾问掌握，做到客户信息的严格保密。科锐首创“一人一岗”、“私人顾问”服务模式，才客顾问全部为科锐自建自由，只负责一个区域、一个行业的一个岗位，职位

资源高度集中，具有较高的职业素养，可为客户提供专业的行业信息、求职、晋升建议和协助分析公司优劣。

为扩大中高端人选储备、保证优质人才匹配度，才客推出了全民推荐系统，分为“自荐”与“他荐”两种形式，推荐成功者最高可获得 7000 元奖金，目前该系统仅针对互联网电商行业及其前端、服务端、产品、设计、数据、运营、商品、销售、市场九大岗位开放，服务规模有望进一步扩大。才客平台有效提升了企业中高端人才招聘的效率，以 16% 的行业成本费率大幅度降低企业招聘成本、目前，人选管理规模已有五千人，经由先期客户的体验、传播、扩散，公司目标未来管理人数能达到 10 万以上。

图 41：“才客”服务流程



资料来源：才客官网，申万宏源研究

睿聘是科锐国际旗下的智能 SaaS 人才管理平台，通过云端与大数据相结合等高科技手段，为企业提供高端智能化的人力资源管理系统服务体验，帮助企业减少招聘成本，提升招聘效率。睿聘致力于为企业人才储备及招聘管理提供多元化解决方案，助力人才管理高效开展。

图 42：“睿聘”服务流程



资料来源：科锐国际官网，申万宏源研究

薪薪乐是公司推出的一款薪酬云平台，聚焦于企业招聘痛点，为其提供人力资源管理数据化、信息化、自动化的云计算服务，具体针对企业组织架构管理、人员档案管理、薪酬管理、社保管理、考勤管理、审批管理等问题给出整体解决方案。该平台将 SaaS 应用与专业的人力资源服务相结合，依托科锐国际多年来在人力资源服务领域的积淀、及对企业人力资源管理的深入理解，为企业提供薪酬云平台和线下的全方位服务，可一次性完成企业各项配置，定期自动生成薪酬、社保、考勤等报表，帮助企业优化人力资源管理。

图 43：“薪薪乐”服务模式



资料来源：科锐国际官网，申万宏源研究

“即派”属于全新互联网+灵活用工服务平台。针对灵活用工人才，即约即派，如前台、会计等岗位，从小到几天到长达几个月，充分满足企业临时性用工需求。改变了传统招聘平台过度依赖求职者主动投递简历的被动模式，“即派”将经过公司筛选、评估的优质人才，按照经验资质分类陈列，直接呈现公司确认好的最优质人才来供用工单位选择。C端人才获取主要通过微信群等移动端实现，科锐投资了“可汗”，利用其技术直接触及更多的微信群，目前，微信群里已有 60-70 万客户，转化率达到 15%，预计未来规模将呈现几何式增长，会触及两百万、甚至三百万人的规模。

PC 即派线上平台主要围绕 ToB 端展开，分为租人才、派服务、离岸外包三个模块：“租人才”将灵活用工人才信息披露在网站上，供用工单位自行筛选，主要覆盖行政、人力资源、财务、供应链四类岗位，地域方面目前仅限于北京、上海、深圳三个一线城市；“派服务”则是基于 B 端企业用工需求展开，用人单位可自主选择所需灵活用工岗位类型，并可备注其他需要，提交申请后由科锐对按照客户需求匹配相应人才、进行推荐；“离岸外包”则主要面向人力资源招聘的灵活用工需求，员工可胜任中初级职位人才访寻，企业方数据库盘活，行业信息 mapping，候选人电话面试，候选人背景调查等多样化的服务内容，通过远程线上的形式满足客户需求。

图 44：科锐国际“即派”业务优势



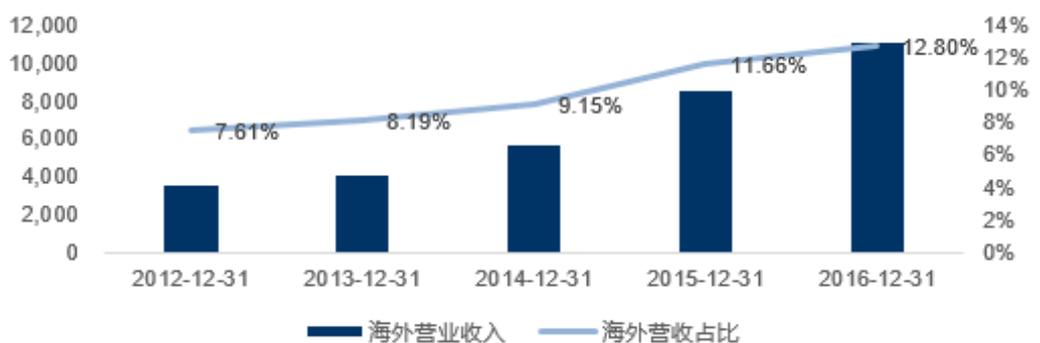
资料来源：科锐国际官网，申万宏源研究

定位于“京东模式”，实现技术与服务完美结合。作为一家传统人力资源服务提供商，公司的规划并不是打造诸如淘宝、天猫的平台、靠收取广告费盈利（“阿里模式”），科锐要做的是深度黏住客户，效仿“京东模式”通过技术手段将流程打通，实现技术和服务完美结合，最终主要按成功收钱，这与一般意义上的招聘网站是有很大区别的。诸如智联招聘、58同城等线上巨头，是科锐的合作伙伴，部分人选的搜集需要靠这些公司来完成。不同于传统的线上简历提供商，而科锐要做的实现全流程交流，以“京东模式”充分发挥自身在人力资源服务行业的积淀，为客户提供更为优质的服务。

6.4 伴随“一带一路”政策走出去，积极拓展海外市场

从科锐过去财务数据来看，公司在海外营收规模及占比在过去四年中均在稳步攀升，2016年底海外营业收入已达到11,114.48万元，占到公司总营收的12.8%。目前科锐国际总共有73家子公司，主要在亚洲布局，如新加坡、马来西亚都设有公司网点，2017年6月在休斯顿新开了一家高端猎头公司。过去三年里，科锐国际已累计为近40家大型国企央企、民营集团、科研机构成功招聘400余名国际化人才：区域覆盖印度、巴基斯坦、迪拜、伊朗、南非、新加坡、印尼、马来西亚、泰国、菲律宾、斯里兰卡、塞班、日本、韩国、澳大利亚、德国、美国、加拿大等多个国家；职位包含国家代表、项目总工、高级技术工程师、财务、法务专家等企业布局海外所需的高级管理及专家人才。与此同时，科锐还帮助企业从欧美发达国家引入大数据科学家、实验室负责人、技术副院长、新药研发副总裁等海外顶尖研发技术精英、千人计划专家，助力企业增强全球市场竞争优势。

图 45：科锐国际海外营收及占比持续攀升



资料来源：wind，申万宏源研究

未来科锐将随着国家一带一路政策走出去，比如中铁三局巴基斯坦签的职位，其中有一百多个属科锐国际的中高端访寻人员，碧桂园森林城市从上到下中高端管理人员基本都是通过科锐招聘到的。科锐已初步建成网点并拥有良好的国际化布局，在已拥有充分数据和人才的领域，公司将主要以自建为主，而对于相对弱势或难以渗透的市场网点，则通过并购、整合的方式在当地寻找合适收购标的的方式来实现。

摩根士丹利公司通过杭州长堤入股了科锐，作为一家国际化大投行，它能够这对科锐未来的商业模式、国际化发展能提供更多专业化的建议，未来摩根将与跟科锐一起，在国内，以及东南亚、一带一路沿线国家做一些有质量的并购，包括技术型，平台型等。“走

出去”的中国企业，如中建，中铁、三一，都将成为科锐未来服务的对象。“5/30”目标是公司提出的未来愿景：在公司成立 30 年的时候，即 2026 年前后，成为全球排名前五的人力资源公司，为提升中国在全球人力资源市场中的市场份额及影响力贡献力量。

7.募资巩固龙头地位，首次覆盖给予“增持”评级

我们分业务对公司的营收增速进行假设，不考虑同业并购的情况，我们预计公司主业的规模将保持稳定增长，随着公司下沉到一二线城市以下的市场，高端人才寻访的市场下沉需要增加培育客户这一新环节，因此带来的增长将呈现长期稳健的趋势，预计将保持个位数的增长；而灵活用工由于用工文化的转变（长期驱动力）以及承接了劳务派遣用工转化的存量劳动力（短期驱动力）两个因素的驱动，这一业务将保持两位数增速。

不考虑同业并购，对于灵活用工业务，我们假设 2017-2019 年增速分别为 20%、18%、15%；中高端人才访寻增速分别为 5%、4%、3%。我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.41/0.44/0.47 元，对应 PE 分别为 53/49/46 倍。

首次覆盖，给予“增持”评级。通过对国内外人力资源市场的研究得出对公司的积极观点，考虑到公司的次新股属性（且流通盘小于 10 亿元），我们酌情给予次新股溢价。公司为 A 股唯一的人力资源服务公司，业务相似的可比公司均为国际同行，而国外同行处于竞争充分的成熟市场，未来内生增量主要依靠吸收合并同类公司，因此相对估值平均保持在 20 倍左右。商业模式拥有创新属性的 Recruit 集团在过去几年高速发展期获得了 40-45 倍的估值溢价。因此，选择参考 wind 分类中“专业咨询服务”过去 2 年上市（且上市时间超过 2 个月）的专业咨询服务企业估值水平，中位数在 47 倍。考虑科锐国际的次新股属性以及稀缺龙头地位，我们认为应当给予公司相应的溢价，给予 60 倍 PE，对应股价 24.6 元。

表 9：专业咨询服务可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (2017/08/23)	上市日期	wind 分类	PE			EPS (元)		
					2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300492.SZ	山鼎设计*	45.98	2015-12-23	专业咨询服务	165	150	136	0.28	0.31	0.34
300675.SZ	建科院*	30.71	2017-07-19	专业咨询服务	116	96	81	0.27	0.32	0.38
300662.SZ	科锐国际	21.75	2017-06-08	专业咨询服务	53	49	46	0.41	0.44	0.47
002883.SZ	中设股份*	46.50	2017-06-20	专业咨询服务	47	38	31	0.99	1.24	1.48
603060.SH	国检集团*	25.32	2016-11-09	专业咨询服务	41	36	32	0.62	0.71	0.79
300635.SZ	达安股份*	27.19	2017-03-31	专业咨询服务	37	34	32	0.73	0.79	0.86
603909.SH	合诚股份*	32.00	2016-06-28	专业咨询服务	46	39	33	0.69	0.82	0.98

资料来源：*wind 一致预期，申万宏源研究

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	732	868	959	1,081	1,194
灵活用工	353	461	537	634	729
中高端人才访寻	246	260	265	276	284
招聘流程外包	123	112	109	109	109
传统劳务派遣	2	13	26	39	47
其他	8	6	5	5	5
营业总成本	671	796	865	979	1,084
营业成本	541	663	730	827	917
灵活用工	322	415	486	571	653
中高端人才访寻	148	159	164	170	173
招聘流程外包	64	60	59	58	58
传统劳务派遣	1	8	16	23	28
其他	7	20	5	5	5
营业税金及附加	29	15	6	7	7
销售费用	32	39	42	47	52
管理费用	69	79	89	100	110
财务费用	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	1	2	0	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	18	(0)	0	0	0
营业利润	80	73	94	102	110
营业外收支	11	16	12	13	14
利润总额	90	88	106	115	124
所得税	23	25	30	34	37
净利润	68	64	76	82	87
少数股东损益	2	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	66	62	74	80	85

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。