



批发零售业

2018.09.06

社保入税、企业变革，人服产业进入发展红利期

——人力资源服务行业专题研究

	曹猛 (分析师)	李梓语 (研究助理)	陈彦辛 (分析师)
	021-38676442	021-38032691	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880117090058	S0880517070001

本报告导读:

社保入税推进后企业对灵活用工需求有望增加，灵活用工市场发展前景良好，企业经营升级效率提升大势所趋，人力资源服务行业迎来发展机遇。

摘要:

- **投资建议:** 经济后周期下企业运营效率提升大势所趋，社保入税利好灵活用工市场，人力资源服务产业正值发展红利期，**建议增持: 科锐国际 (灵活用工业务快速增长，作为人力资源产业 A 股第一股有望加速发展)。**
- **社保入税利好灵活用工市场发展。** 参考发达国家发展经验，灵活用工能够有效降低用工成本、满足企业灵活性业务发展需求，目前日本灵活用工产业发展较为成熟，占人力资源行业比重达到 42%，美国占比达到 32%，我国目前灵活用工占比仅为 9%。社保征收收入税短期会加大企业经营负担，由于灵活的用工模式下，用人企业社保缴纳负担有望降低或转嫁，未来企业对灵活用工的诉求有望加大。
- **科锐国际三大线下产品持续发展，线上新技术产品持续放量。** 公司线下服务围绕中高端人才寻访业务、招聘流程外包业务、灵活用工业务为三大主线，咨询、培训、人才测评等服务为辅助全线开展，其中灵活用工占比已从 2013 年的 44.5% 提升至 2018H 的 59%。根据用工方式可将公司产品细分为面向正式员工、非正式员工 (即灵活用工) 两种，现有产品主要提供服务与解决方案，坚持“一体两翼”战略的同时加大技术、数据研发投入，深度聚合人才与企业，持续提升人均产出、增加客户粘性，同时针对中小长尾客户推出的才客、即派等新技术产品持续放量，长期市占率提升空间较大。
- **人力资源红利发展期，A 股人服第一股科锐国际持续受益。** 一方面，经济高速发展红利期已过，新经济背景下企业精细化运营要求加大，企业将由原有的粗放式增长转变为效率提升与创新，人力资源服务产业能够提升企业人力问题的解决效率，长期迎来发展空间。另一方面，社保入税改革深化有望激发灵活用工市场快速崛起，科锐国际灵活用工业务持续快速发展，优势显著。目前公司专业顾问团队 1800+人 (80% 以上具有 8 年以上专业经验)，候选人积累从上市之初的 300 万人上升至目前的 600+ 万人，3000+ 家客户具有高粘性、高附加值，2018 年有望利用技术赋能实现 2B、2C 客户量触及 10 万家，业务保持高速增长。
- **风险提示:** 人力资源成本上升，行业竞争加剧等。

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

相关报告

批发零售业:《日、美、中消费变迁的启示》	2018.09.04
批发零售业:《必需消费价值凸显，国货品牌加速崛起》	2018.09.02
批发零售业:《社交电商: 模式创新百舸争流》	2018.08.12
批发零售业:《低价精选筑护城河，会员体系成盈利点》	2018.08.05
批发零售业:《剖析拼多多的崛起之路》	2018.07.23

目 录

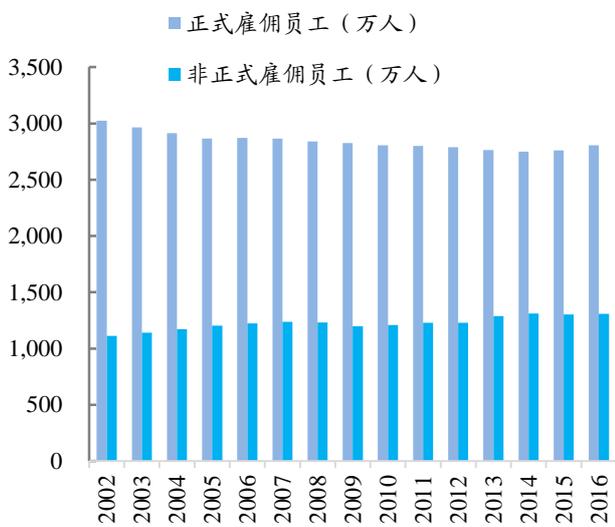
1. 社保入税促进灵活用工发展.....	3
1.1. 发达国家灵活用工市场成熟.....	3
1.2. 从社保征管体制改革看未来劳务关系演化.....	3
2. 科锐国际人服产业布局优势有望凸显.....	5
3. 投资建议.....	8
4. 风险提示.....	8

1. 社保入税促进灵活用工发展

1.1. 发达国家灵活用工市场成熟

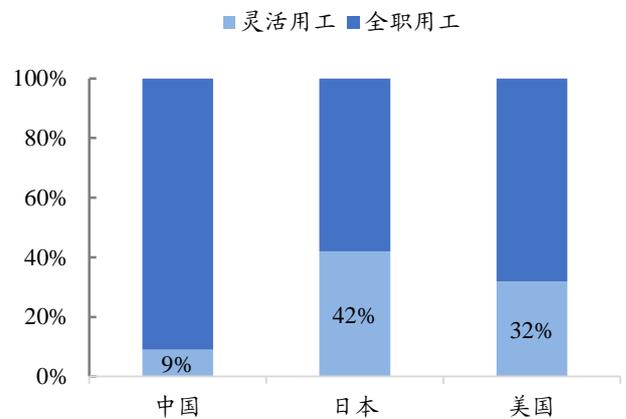
日本劳务派遣取代终身雇佣制。随着 20 世纪 90 年代日本经济衰退和经济全球化发展，跨国企业竞争加剧增强了企业降低用工成本和增加雇佣灵活性的意愿，《劳务派遣法》的出台极大程度上促进了日本非正式雇佣产业的发展，劳务派遣模式在日本出现了上升趋势，2016 年日本 55 岁以下非正式用工人数已经上升至 1307 万人次，同期正式雇佣员工数量 2805 万人次。

图 1: 日本非正式雇佣员工人数持续上升



数据来源: 日本厚生劳动省, 国泰君安证券研究

图 2: 灵活用工在发达国家较为成熟



数据来源: CIETT, 国泰君安证券研究

灵活用工在发达国家较为成熟，未来在我国发展空间较大。区别于全职固定职工，“灵活用工”的用工模式是根据企业业务开展需求灵活雇佣人才，但不需要建立正式的全职劳动关系。日本劳务派遣趋势下人力资源服务高度发展，据 CIETT，目前日本灵活用工模式占人力资源行业比重达到 42%，发展相对成熟，美国灵活用工占比达到 32%。目前中国灵活用工仅占 9%，仍处于初期阶段，但成长势头良好，未来 5 年有望保持 20%+的复合增速。

1.2. 从社保征管体制改革看未来劳务关系演化

社保征收入税短期会加大企业经营负担，未来企业对灵活用工的诉求可能加大。根据 2018 年 7 月 20 日中办、国办印发的《国税地税征管体制改革方案》，社会保险的征收工作自 9 月 1 日起将逐步转至税务部门统一进行，于 2019 年 1 月 1 日正式实施。随着社保入税的推进，用工成本的上升很可能倒逼企业在实务中更多的尝试多样化的灵活用工模式，例如劳务派遣、劳务分包、非全日制劳动用工等，满足企业业务发展的同时帮助企业降低社保负担。

灵活的用工模式下，用人企业社保缴纳负担有望降低或转嫁。若用人单

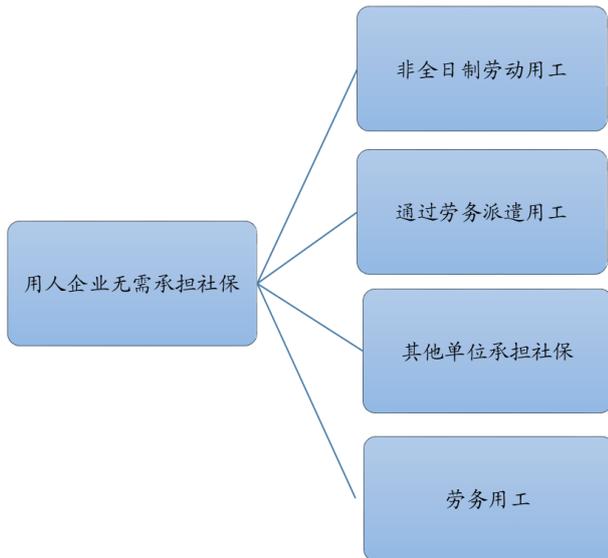
位选择非全日制劳动用工模式，则只需要为其缴纳工伤保险费，除工伤保险外的其他社会保险无需承担，若需要参加基本养老保险、基本医疗保险则由个人承担。若用人单位选择通过劳务派遣用工模式，则社保缴纳责任顺势转嫁给劳务派遣单位。

表 1: 全日制用工与灵活用工相比，需承担社保缴纳责任

	全日制用工	非全日制用工	劳务派遣
工作时间	一般实行每天工作不超过八小时，每周不超过四十八小时的标准工时的工作制度	以小时计酬为主，劳动者在同一用人单位一般平均每日工作时间不超过四小时，每周工作时间累计不超过二十四小时	劳务派遣主要在临时性、辅助性或者替代性的工作岗位上实施，其中：临时性工作岗位是指存续时间不超过六个月的岗位，辅助性工作岗位是指为主营业务岗位提供服务的非主营业务岗位，替代性工作岗位是指用工单位的劳动者因脱产学习、休假等原因无法工作的一定期间内可以由其他劳动者替代工作的岗位
合同订立	用工之日起一个月应当签订书面劳动合同	用人单位与劳动者可以订立口头协议	劳务派遣单位应当与被派遣劳动者订立二年以上的固定期限劳动合同，按月支付劳动报酬；被派遣劳动者在无工作期间，劳务派遣单位应当按照所在地人民政府规定的最低工资标准，向其按月支付报酬；
试用期	劳动合同期限三个月以上不满一年的，试用期不得超过一个月；劳动合同期限一年以上不满三年的，试用期不得超过二个月；三年以上固定期限和无固定期限的劳动合同，试用期不得超过六个月	非全日制用工双方当事人不得约定试用期	—
劳动报酬	按月以货币形式定时向劳动者支付工资	以货币形式按小时计酬，结算支付周期最长不超过十五日	劳务派遣单位派遣劳动者应当与接受以劳务派遣形式用工的单位订立劳务派遣协议，约定派遣岗位和人员数量、派遣期限、劳动报酬和社会保险费的数额与支付方式以及违反协议的责任
社保缴纳	用人单位必须缴纳各种社会保险费用	用人单位必须为其缴纳工伤保险，除工伤保险外的社会保险用人单位则不是必须为劳动者缴纳	劳务派遣单位派遣劳动者应当与接受以劳务派遣形式用工的单位订立劳务派遣协议，约定派遣岗位和人员数量、派遣期限、劳动报酬和社会保险费的数额与支付方式以及违反协议的责任

数据来源：《中华人民共和国劳动合同法》、《中华人民共和国社会保险法》、国泰君安证券研究

图 3: 劳务派遣、非全日制劳动用工等方式下用人单位无需为员工缴纳社保



- 用人单位应当按照国家有关规定为其缴纳工伤保险费，其他社会保险无需承担（养老保险费、基本医疗保险费由个人缴纳）

来源：《关于非全日制用工若干问题的意见》劳社部发〔2003〕12号

- 被派遣员工与劳务派遣单位之间订立劳动合同，由劳务派遣单位为被派遣员工缴纳社会保险费，办理社保相关手续。

来源：《劳务派遣暂行规定》

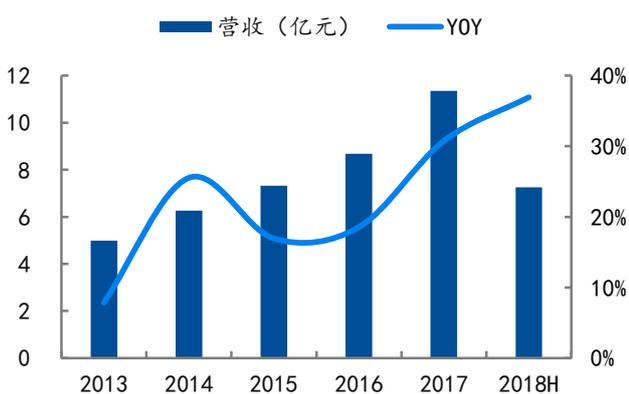
- 劳务用工是指个人为单位提供劳务服务，签订劳务合同，并代开具劳务费发票报销，单位无需缴纳社会保险

数据来源：会计网、《劳务派遣暂行规定》、《关于非全日制用工若干问题的意见》、《中华人民共和国社会保险法》、国泰君安证券研究

2. 科锐国际人服产业布局优势有望凸显

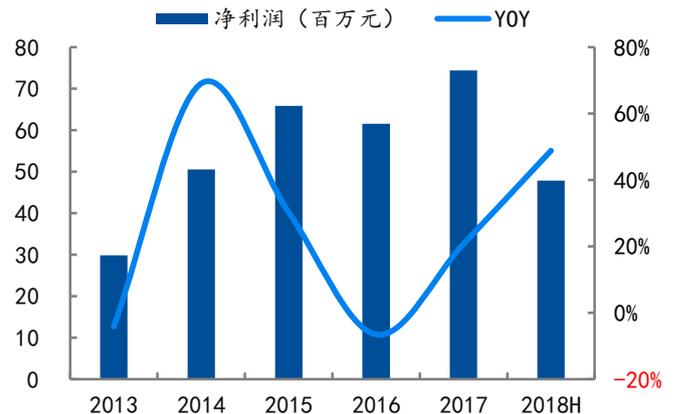
科锐国际三大业务发展势头良好，灵活用工占比逐渐上升。2018年上半年公司KA复购提升、长尾客户增加促进三大业务快速发展：1) 灵活用工营收同比+43%至4.3亿元，占比由2013年的44.5%提升至59%，毛利率9.46%(+0.98pct)；2) 中高端人才寻访营收同比+27%至1.92亿元，占比26.5%，毛利率38.1%(-0.75pct)；3) 招聘流程外包营收同比+30%至7376.26万元，占比10%，毛利率47.6%(+1.57pct)。

图 4：公司营收加速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5：净利润保持高增速



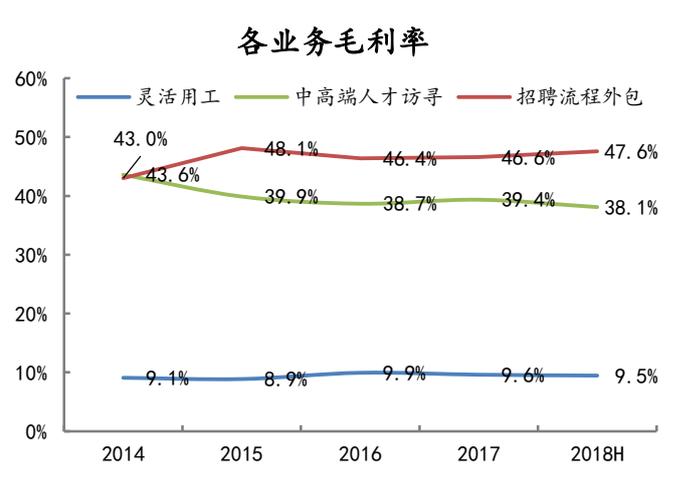
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6：灵活用工占比提升

图 7：中高端人才寻访、PRO 毛利水平较高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

科锐国际线上+线下人力资源生态一站式解决人才需求。从业务类别来看，公司线下服务围绕中高端人才寻访业务、招聘流程外包业务、灵活用工业务为三大主线，咨询、培训、人才测评等服务为辅助全线开展，多产品线覆盖人力资源全产业链。线上系统、平台、产品开发持续推进，通过技术投入不断为线下三大主营赋能，把握 KA 同时利用技术与平台的聚合效应覆盖更多长尾客户，一站式解决对接企业与人才需求。

图 8：科锐国际人力资源生态服务网络模型一站式解决人才需求

服务		解决方案	O2O/平台/系统		综合咨询
招聘	灵活用工	管理学院	在线猎头 C2B 平台	SaaS 简历管理系统	定向人才盘点
中高端人才访寻	岗位外包	能力测评	灵活用工共享平台	SaaS 人才管理系统	人才大数据
专场定制招聘会	业务流程外包/离岸外包	校园招聘	流量分发式招聘平台	供应商管理系统 VMS	招聘策略咨询
	众包	薪酬管理	垂直领域移动招聘平台		人力资源战略
	兼职服务 (智库专家, 学生)	解聘/新职服务			
	人才派遣				

数据来源：公司公告

根

据企业用工方式对科锐国际产品进行详解，现有产品与新产品实现有效互动。公司现有产品主要有服务和解决方案两种，同时开放新技术产品布局线上服务中小创企业，通过平台化、SaaS 等加大规模效应。根据企业用工方式对科锐国际产品进行分类：

1、正式员工：

- 1) 服务指的是中高端访寻，即猎头。公司对精细化高度要求，目前已经按照行业、区域、职能划分出 186 个小的 P&L 中心进行精细化管理，每个中心针对某一类用户提供高精专服务。
- 2) 解决方案即 RPO，类似于整包商，帮助企业完善整个招聘流程。
- 3) 新产品“才客”：公司将 KA 客户筛选后的候选人简历标准化后放到平台上供中小创企业采购，促进了“库存产品”候选人的快速流动，提升人才周转率加速公司现金流，目前才客每月收入能够达到 50-60 万。

2、非正式员工，即灵活用工：

1) 服务包括劳务派遣、岗位外包及兼职等，劳务派遣主要提供派遣人工，岗位外包可以分为①短期 Temp，12 月以内，接到需求能快速组件团队，完成岗位外包任务和②合同制，12 月以上岗位长期管理，兼职服务只面向大学生和中高端人才专家，加大候选人粘性，候选人周转率增大创造更多价值。

2) 解决方案，目前国内还处在起步阶段。

3) 新产品“即派”，公司将线下 KA 客户筛选后的候选人简历标准化处理后放到对应的线上平台上，有效实现去库存化，通过提供标准化服务节约获客成本，增加候选人“产品”流动性及公司现金流快速流入，与线下 KA 大企业形成互补。目前，公司正通过内部社群等方式对“即派”进行推广，加大 C 端营销、提升客户粘性，目前月收入 300 万+。

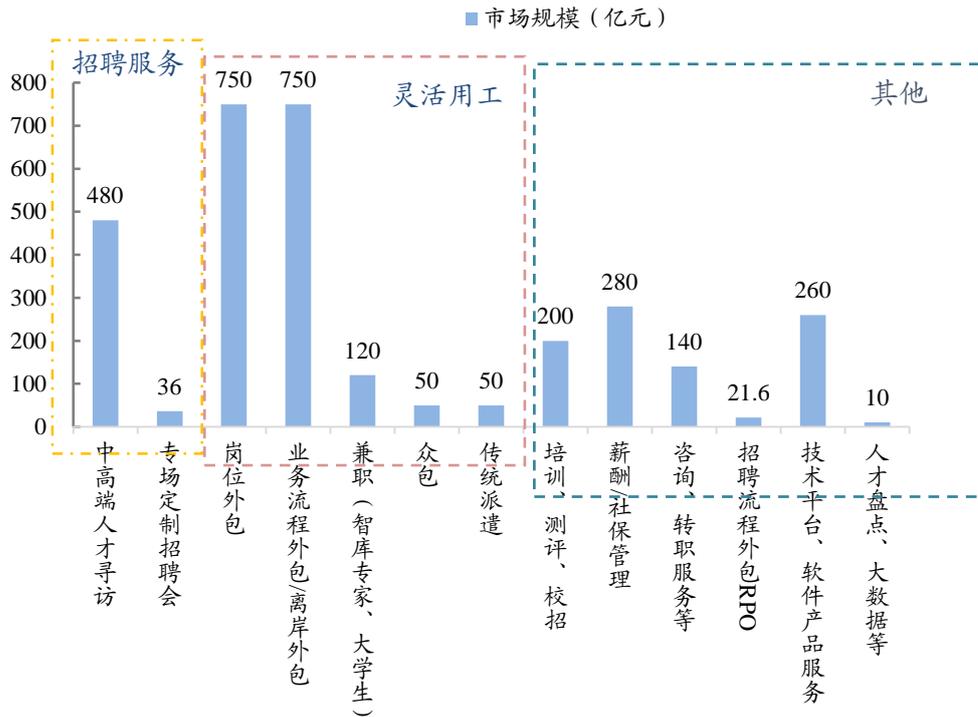
图 9：现有线下三大主线，新技术产品服务长尾，平台化增大规模效应



数据来源：草根调研、公司公告、国泰君安证券研究

公司渗透率提升空间较大。目前中高端人才招聘市场空间约为 500 亿元，公司 4 亿元左右的年收入体量占比仅为 1%。灵活用工市场规模高达 1500 亿元，社保入税改革深化背景下，未来灵活用工需求有望放量，公司未来成长空间巨大。

图 10：招聘服务、灵活用工现有市场规模解决 2000 亿元，公司渗透率提升空间较大



数据来源：草根调研、中国服务外包研究中心、国泰君安证券研究

人力资源红利发展期，A股人服第一股科锐国际持续受益。一方面，经济高速发展红利期已过，新经济背景下企业精细化运营要求加大，企业将由原有的粗放式增长转变为效率提升与创新，人力资源服务产业能够提升企业人力问题的解决效率，推进经济快速发展。另一方面，社保入税改革深化有望激发灵活用工市场快速崛起，科锐国际灵活用工业务持续快速发展，优势显著。目前公司专业顾问团队1800+人（80%以上具有8年以上专业经验），候选人积累从上市之初的300万人上升至目前的600+万人，3000+家客户具有高粘性、高附加值，2018年有望利用技术赋能实现2B、2C客户量触及10万家，保持高速增长。

3. 投资建议

投资建议：经济后周期下企业运营效率提升大势所趋，社保入税利好灵活用工市场，人力资源服务产业正值发展红利期，建议增持：科锐国际，作为人力资源产业A股第一股有望加速发展。

表 2: 重点推荐公司最新盈利预测表 (股价与估值信息更新日期为 2018 年 9 月 5 日)

公司代码	公司简称	股价	EPS 本次预测			PE (倍)			目标价	评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
300662.SZ	科锐国际	29.03	0.6	0.82	0.98	48.38	35.40	29.62	31.16	增持

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4. 风险提示

1. 行业竞争加剧导致利润率下滑;
2. 人力成本上涨过快;
3. 对新行业或新市场经验不足导致新业务开拓不及预期的风险;

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		