

科锐国际(300662)

报告日期: 2023年07月10日

人服行业领军者，科技赋能强者恒强

——科锐国际首次覆盖报告

投资要点

国内领先人力资源整体解决方案供应商

科锐国际是国内首家A股上市的人力资源服务民营企业，以其基于技术驱动的整体人才解决方案服务领先业内，22年公司营收90.92亿元，yoy+29.7%；归母净利润2.91亿元，yoy+15.1%，公司传统线下业务稳步增长，海外中高端业务增速显著，在特殊宏观背景时期，22年利润端依旧展现较强成长性。

灵活用工高速增长，“技术+服务+平台”全产业链生态布局

科锐自2006年起开展灵活用工服务，截至2022年底，公司灵活用工业务累计派出近36.9万人次，同比增长18.28%。公司当前正进一步加强线下服务产品与线上平台协同，持续推进技术投入端内部数字化建设与各垂直招聘平台、产业互联网和人力资源管理SaaS等产品的开发。

坚定数字化转型，科技赋能初见成效

内部信息化构建大数据系统标签，通过私域数据库实现高效招聘，同时搭建更为精细化的审批及财务管理中后台系统；外部持续优化B/C两端产品，提供精准研发人员招聘与匹配支持。

重视海外需求，拓展国内区域长尾

企业需求开启全球化人才配置，重视全球化服务体系建设，截至2022年底，公司海内外拥有100+家分支机构、超3,000名专业招聘顾问及专业技术产研人员，服务超过20个细分行业。公司在国内五大城市群重点商圈内深耕细作，在深度服务大客户的基础上，叠加技术平台与区域生态伙伴密切配合，广泛连接目标商圈内“专精特新”及快速发展中的企业。

盈利预测与估值

科锐国际，作为人服行业领军公司，在三大业务稳健发展的基础上，积极布局科技提效数字化转型及海外业务的拓展，预计将呈现新的成长动力。预计23/24/25年公司营收分别实现109.3/138.9/179.2亿元，yoy+20.2%/27.1%/29.0%；归母净利润分别实现3.3/4.3/5.6亿元，yoy+14.5%/28.0%/31.8%，公司当前市值对应23-25年PE分别为20.6X/16.1X/12.2X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；人员流动率高；规模扩大的潜在管理风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：王长龙

执业证书号：S1230521020001

wangchanglong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 34.88
总市值(百万元)	6,864.61
总股本(百万股)	196.81

股票走势图



相关报告

- 《灵活用工保持高景气，强化国际化服务壁垒——科锐国际点评报告》2022.10.28
- 《中报业绩符合预期，海外用工需求持续释放——科锐国际点评报告》2022.08.26
- 《收入业绩韧性十足，毛利率有所改善》2022.04.28

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9092	10929	13895	17918
(+/-) (%)	29.7%	20.2%	27.1%	29.0%
归母净利润	291	333	426	561
(+/-) (%)	15.1%	14.5%	28.0%	31.8%
每股收益(元)	1.48	1.69	2.16	2.85
P/E	23.6	20.6	16.1	12.2

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 科锐国际：灵活用工先驱，技术驱动人才解决方案服务商	5
1.1 发展历史：“猎头”业务起家，数字化赋能成就头部地位	5
1.2 股权结构稳定，管理团队经验丰富	5
1.3 灵活用工为核心业务，数字化转型加强技术投入	6
2 人服行业万亿市场容量可观，灵活用工大有可为	8
2.1 人服行业供需双侧驱动，万亿行业规模增长持续	9
2.2 灵活用工蓝海赛道，对标海外空间巨大	10
2.3 行业格局高度分散，差异化竞争百花齐放	11
2.4 政策发力优化调整稳就业，财政补贴加速行业体系化进程	12
3 数字化赋能，海内外拓展	13
3.1 灵活用工优势体现，人才洞察术业专攻	13
3.1.1 流程管理标准化输出，中高端人才精准招聘	13
3.1.2 客户规模持续增长，KA 大客户稳定聚焦	15
3.1.3 特色人才洞察追踪，洞悉市场行业最新趋势	15
3.2 科技产品生态夯实服务基础，线上线下协同锁定长尾客户	16
3.2.1 内部信息化归类客户需求，数字化发展线上下协同	16
3.2.2 外部数字化 B/C 两端持续优化，技术平台链接生态合作伙伴	17
3.3 海外需求受重视，国际化布局显优势	18
3.3.1 深耕五大城市群，拓展区域长尾客户	18
3.3.2 企业需求全球化，海外业务获重视	19
4 财务分析	20
5 盈利预测与估值	21
6 风险提示	22

图表目录

图 1: 科锐国际成长里程碑.....	5
图 2: 科锐国际股权结构 (截至 2022 年底)	6
图 3: 科锐国际 2017-2022 年营收情况 (单位: 百万元)	7
图 4: 公司 2017-2022 年归母净利润情况 (单位: 百万元)	7
图 5: 公司主要业务收入占比.....	7
图 6: 公司主要业务收入及增速情况 (单位: 百万元)	7
图 7: 公司 2017-2022 年费用率情况.....	7
图 8: 公司主要业务毛利率情况.....	7
图 9: 2022 年公司按地区划分营收结构	8
图 10: 人服行业发展历程.....	8
图 11: 人服行业产业链.....	9
图 12: 中国人力资源行业市场规模 (单位: 万亿元)	10
图 13: 中国人服行业需求端变动情况.....	10
图 14: 中国人服行业供给端变动情况.....	10
图 15: 2015 年我国人力资源外包服务市场组成	10
图 16: 2019 年我国人力资源外包服务市场组成	10
图 17: 2019 年各国灵活用工业务渗透率	11
图 18: 2019 年各国外包业务渗透率	11
图 19: 中国人服企业数量占比.....	12
图 20: 中国各地人服企业数量 (抽样)	12
图 21: 公司灵活用工累计派出员工数量.....	14
图 22: 公司灵活用工在册员工数量.....	14
图 23: 公司猎头推荐中高端管理人员和专业技术岗位情况	14
图 24: 截至 22Q3 公司灵活用工岗位分布	14
图 25: 公司累计收费客户数量 (家) 及增速.....	15
图 26: 公司不同类型客户结构.....	15
图 27: 公司前五大客户销售额及增速.....	15
图 28: 公司主要客户销售占比.....	15
图 29: 公司人才市场洞察相关白皮书.....	16
图 30: 公司不同行业人才市场洞察及薪酬指南.....	16
图 31: 科锐国际“技术+平台+服务”整体解决方案	16
图 32: “同道”大健康、零售、数字科技领域深度垂直招聘平台	17
图 33: 一体化 HR SaaS 平台, 提供全场景人力资源管理应用	17
图 34: 人力资源产业互联平台——禾蛙.....	17
图 35: 人才大脑平台.....	17
图 36: 科锐国际国内五大深耕区域.....	18
图 37: 科锐国际全球化服务网络, 110+家全球分支机构	19
图 38: 公司海外营收及增速.....	19
图 39: 子公司 Investigo 营收及增速	19
图 40: 公司毛利率情况.....	20
图 41: 公司销售费用情况.....	20
图 42: 公司管理费用情况.....	20

图 43: 公司研发费用情况.....	20
图 44: 公司应收账款情况.....	20
图 45: 公司经营性现金流净额情况.....	20
表 1: 公司核心管理层履历.....	6
表 2: 人服行业主要赛道.....	9
表 3: 人服行业主要企业.....	11
表 4: 2020 年以来官方出台推动人力资源服务行业发展及促就业相关政策.....	12
表 5: 科锐国际核心业务模式情况.....	13
表 6: 行业各公司开展灵活用工业务时间.....	14
表 7: 公司技术服务数字化平台产品情况.....	18
表 8: 科锐国际主营业务收入拆分(单位: 百万元).....	21
表 9: 公司与同业估值比较{PE}.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 科锐国际：灵活用工先驱，技术驱动人才解决方案服务商

国内领先人力资源整体解决方案供应商，“技术+服务+平台”全产业链生态布局。科锐国际是国内首家 A 股上市的人力资源服务民营企业，以其基于技术驱动的整体人才解决方案服务领先业内，在超 20 个细分行业及领域为客户提供以高端人才寻访、招聘流程外包（RPO）和灵活用工三大领域为核心的人力资源全产业链服务，叠加公司技术服务平台端的一体化支撑，为引才就业与产教融合提供全链条赋能。

1.1 发展历史：“猎头”业务起家，数字化赋能成就头部地位

资源与渠道基础坚实，前瞻性布局数字化技术赋能。公司自 1996 年成立以来，27 年致力于深耕垂直细分行业及领域，充分结合“区域+职能+行业”复合解决方案，通过广泛聚合、深度撮合、多维度整合，有序推进公司发展经营，追溯公司成长历程，目前可见三阶段发展里程碑：

起步期（1996-2008）：以中高端人才寻访业务起家的科锐信息咨询有限责任公司成立，即公司前身。

收购扩张期（2008-2015）：公司先后获得了经纬中国和摩根士丹利的投资，奠定发展基础，并在此后陆续收购了北京欧格林、上海肯康、秦皇岛速聘、上海科之锐、新加坡公司、安拓咨询和安拓奥古、北京联品、亦庄人力、Capstone 以及马来西亚公司，开启全球范围跑马圈地，成为汇聚全球资源、打造国际化服务能力的行业领军企业。

数字化加速期（2015 年至今）：作为人力资源行业首家登陆 A 股的行业领军企业，科锐坚持“一体两翼”的战略指引，即前瞻性布局数字化平台建设，并通过持续加大技术投入，进一步完善公司“技术+平台+服务”的产品生态模式。2017 年公司战略投资才到，开启新技术服务基建，2020 年成立科锐数字，进一步加速科技布局，并于 2021 年定增募集 7.5 亿元资金用于公司数字化转型。

图1：科锐国际成长里程碑



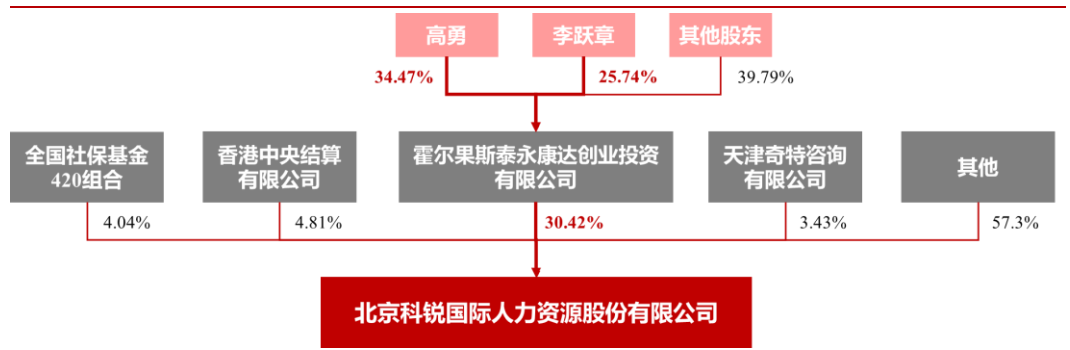
资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理团队经验丰富

公司创始人即实控人，公司核心管理团队稳定且具备丰富的行业经验。据公司 2022 年报显示，控股股东泰永康达持有公司股权 30.42%，而公司创始人高勇及李跃章合计持有泰永康达 60.21% 的股份，为公司实控人。创始人高勇作为中国专业招聘服务行业的先行者，自创立公司以来已具备超 26 年行业经验，并率先将招聘流程外包（RPO）业务模式引入中国。李跃章亦拥有超 20 年人力资源领域专业招聘与咨询经验，先后领导科锐国际中高端猎

头、招聘流程外包、灵活用工及技术创新业务团队。此外，公司核心管理团队平均任职时间超 15 年，团队稳定且具备丰富的实践经验。

图2：科锐国际股权结构（截至 2022 年底）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表1：公司核心管理层履历

姓名	职位	年龄	任职日期	履历
高勇	董事长/创始人	49	1996	毕业于北京外国语大学，拥有北京大学 BiMBA 学位。1996 年 9 月创建北京科锐信息（北京翼马前身）从事人力资源服务业务，是国内较早从事人力资源服务的人员，有丰富的行业从业经验，对人力资源服务行业有深刻的理解，是行业领军人物之一。在中国率先提出招聘流程外包（RPO）业务模式，一直以其创新与领先的商业模式而著称，是中国专业招聘服务行业的先行者。
李跃章	副董事长/总经理	50	1996	毕业于北京外国语大学。拥有超过 20 年人力资源领域专业招聘与咨询经验，先后领导科锐国际中高端猎头、招聘流程外包、灵活用工、技术创新业务团队，为众多跨国及本土上市公司，快速成长企业提供全面的人才招聘及管理服务，见证及陪伴了多家企业从创立到成长到转型升级的不同阶段，并对于企业在不同生命周期的人才选拔、人才团队搭建，人才管理策略有深入洞察和丰富实践。
段立新	副总经理	50	2005	1996 年 7 月至 2001 年 6 月就职于上海市浦东新区人民医院任普外科医师；2001 年 6 月至 2003 年 1 月就职于西安杨森制药有限公司上海办事处任医药代表；2003 年 1 月至 2005 年 6 月就职于北京科锐信息咨询（公司前身）任猎头顾问，2005 年 7 月起于公司历任顾问、管理顾问、经理、总监、高级业务总监，2015 年 1 月至 2018 年 1 月任公司监事会主席；自 2018 年 1 月换届选举以来任公司副总经理，负责公司大健康行业线中高端人才访寻、招聘流程外包及灵活用工及平台运营等业务。
陈崧	副总经理、董事会秘书	51	2008	大学学历，中级会计师，持有英国特许公认会计师（ACCA）资格。1995 年 7 月至 2008 年 8 月，先后就职于日商岩井（北京）代表处；GE（中国）有限公司；日商岩井（北京）代表处；华尔街英语；普拉斯托（中国）有限公司；高德豪门（北京）北京有限公司；2008 年 9 月起就职于公司，现任公司副总经理、董事会秘书，分管投后业务管理及信息披露、对外投资等业务。
王震	董事/副总经理	60	2020	毕业于上海交通大学，硕士学历。在人力资源领域耕耘超过 26 年，有着非常丰富且专业的经验积累。1988-1991 年任上海交通大学校团委副书记和研究生院讲师；1991-1998 年 7 任宝洁公司销售大区经理、人力资源资深经理；1998-2005 年任百威啤酒人力资源大中国区总监；2005-2012 年任强生医疗器材有限公司人力资源中国副总裁；2012-2020 年任默沙东中国投资有限公司人力资源中国副总裁；2020 年 11 月加入科锐国际任公司副总经理，主要负责国内灵活用工业务管理、咨询培训业务管理，同时分管集团人力资源与行政工作。
刘之	首席技术官	38	2021	曾先后担任千橡集团技术总监、奇虎 360 技术总监、DaDa 英语 CTO、2014-2018 年自主创办野狗科技(北京)有限公司、2018-2021 年就职于阿里巴巴担任高级技术专家。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 灵活用工为核心业务，数字化转型加强技术投入

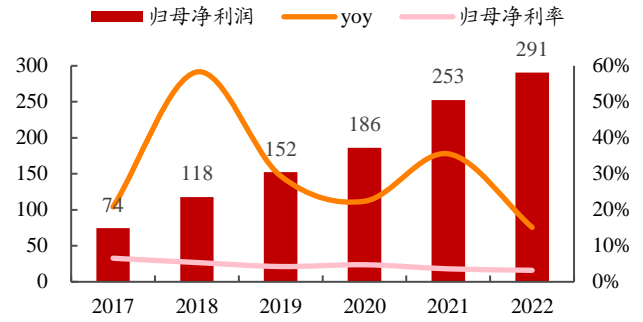
营收利润稳步增长，灵活用工业务为贡献主力。20-22 年分别实现营收 39.32/70.10/90.92 亿元，5 年 CAGR 达 51.6%；归母净利润 1.86/2.53/2.91 亿元，5 年 CAGR 近 31.4%。面对近年来多变且极具挑战的市场环境，公司依然保持了稳定且出色的增长，传统线下业务稳步增长，海外中高端业务增速显著，使得公司在特殊宏观背景时期，利润释放依旧保持增长趋势。

图3: 科锐国际 2017-2022 年营收情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

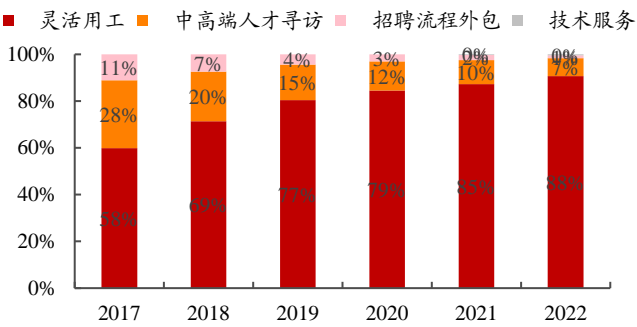
图4: 公司 2017-2022 年归母净利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

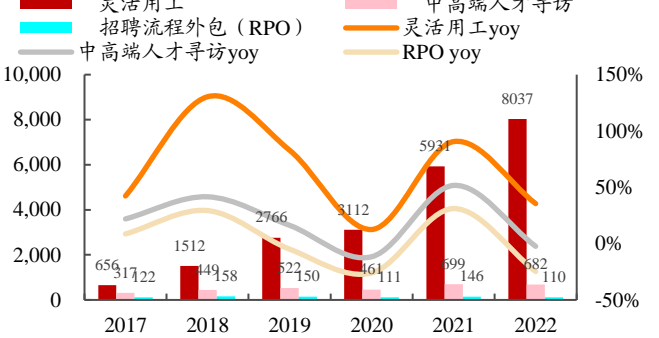
灵活用工持续高速增长, RPO 贯彻大客户引领策略。灵活用工业务为公司收入贡献主力, 且维持业务高速发展趋势, 截至 2022 年底, 公司灵活用工业务收入占比达 88.39%, 较 19 年提升近 10 pct。此外, 中高端人才寻访及招聘流程外包 (RPO) 业务继续深挖客户多维度服务需求, 持续提升大客户黏性。2022 年, 公司成功推荐中高端管理人员和专业技术刚人员近 2 万人, 灵活用工业务累计派出近 36.9 万人次, 同比增长 18.28%。

图5: 公司主要业务收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

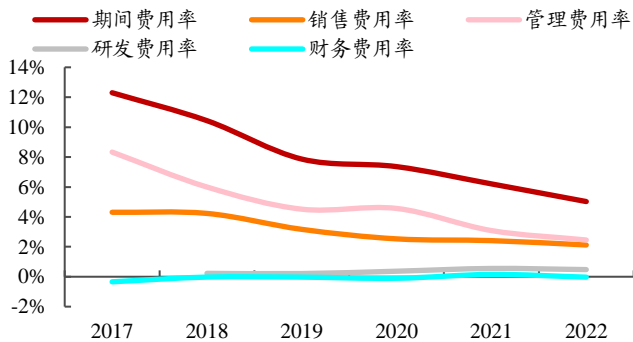
图6: 公司主要业务收入及增速情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

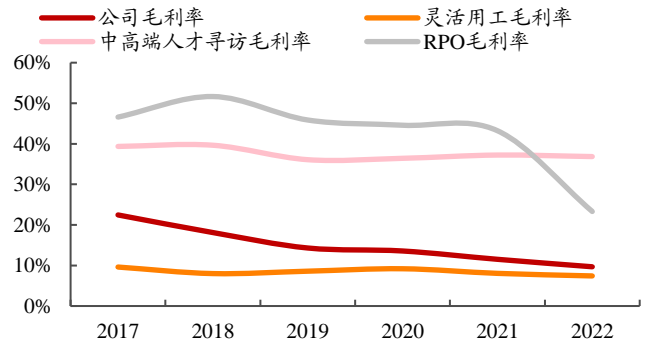
坚定数字化转型, 持续增强技术投入。整体费用率下降的背景下, 公司研发费用率呈稳步上升趋势, 主要系公司坚定推进内部数字化建设, 以及新技术产品的推出。公司 2022 年度技术总投入 1.76 亿元, yoy+52.36%, 其中约 30%用于内部信息化建设, 70%投入数字化产品开发与升级。数字化持续升级也将提升公司整体效率及核心业务灵活用工的服务中台管理能力。

图7: 公司 2017-2022 年费用率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

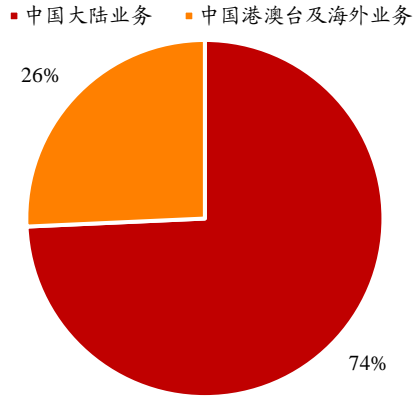
图8: 公司主要业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

海外业务高质量提升，升级全球服务体系。截至 2022 年底，公司海外拥有 100 余家分支机构、3000 余名专业招聘顾问及专业技术产研人员，服务超过 20 个细分行业的职能职位，形成了 300 余个利润中心。截至 2022 年底，中国港澳台及海外业务收入较去年同期增长 48.03%，贡献约 26% 的总体营收。

图9：2022 年公司按地区划分营收结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 人服行业万亿市场容量可观，灵活用工大有可为

国企探索行业发展起步，外企民企助力体系完善，数字技术赋能创新服务与功能优化。我国人力资源服务行业经历了明确的四个阶段的发展，未来在行业体系持续健全及科技浪潮赋能加持下，行业市场化水平和企业精细化管理水平将进一步提升。

图10：人服行业发展历程

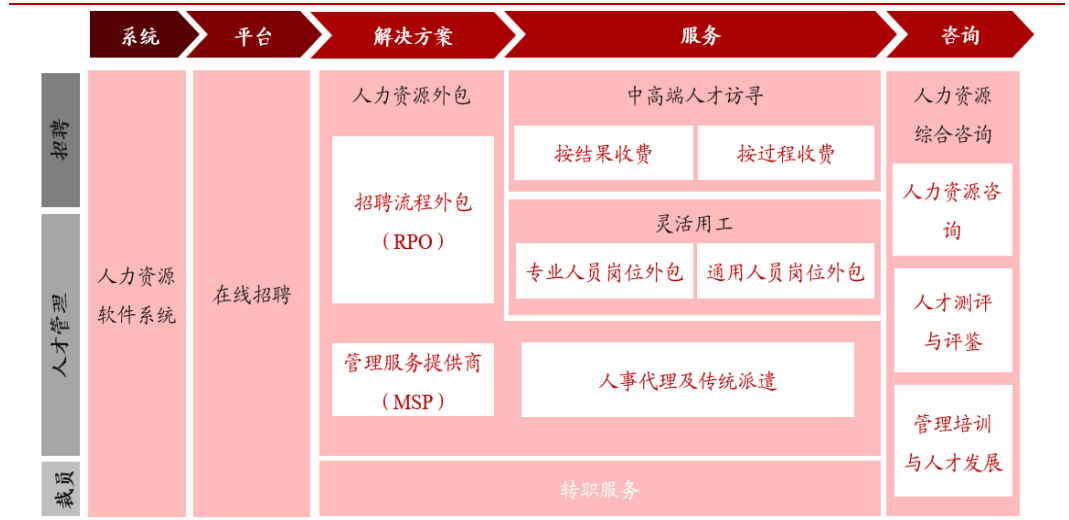


资料来源：企查查，公司官网，人力资源和社会保障部，浙商证券研究所

2.1 人服行业供需双侧驱动，万亿行业规模增长持续

需求端：业务链涵盖人员雇佣全流程，阶段性需求催生行业细分赛道。传统的人力资源服务主要包含招聘流程外包、人事代理、传统派遣、业务外包和薪酬福利等服务。对中高端人才和临时工的需求则分别催生了中高端人才访寻（猎头）和灵活用工产业。

图11：人服行业产业链



资料来源：资产信息网，浙商证券研究所

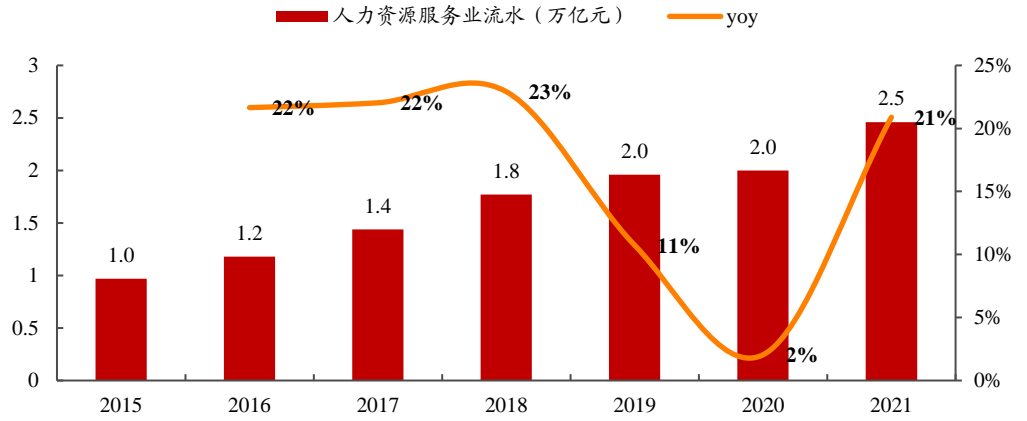
表2：人服行业主要赛道

主要业务	细分赛道	解决痛点	收费模式
人事管理	基础人事管理 劳务派遣	简化人事管理流程，释放事务性、重复性、操作性工作占用的大量编制人员； 帮助非核心业务运营	每月服务员工数量*约定人次服务费 每月实际派出员工数量*合约费用
薪酬福利	薪税管理 员工弹性福利关怀 健康管理	提效，规避法律风险； 解决程序繁琐困境，满足员工多元化需求； 员工可自由选择体检机构，制定统一体检服务流程	合同中约定的人次服务费（不含员工工资等）*当月服务的客户员工数量 客户选择的福利产品单价*购买数量 客户选择的服务项目单价*服务人数
业务外包		解决非核心业务员工流动大，编制及薪资总额受限引起的人才短缺问题； 降低业务操作风险，解放客户自身团队的生产力，规避风险； 服务风险、员工劳动纠纷风险、员工闲置风险等由人服公司承担	当月服务外包费用
灵活用工		解决周期性、临时性、项目性和波峰、波谷用人需求； 人服公司负责对服务人员招聘、培训、工作调派	定制项目服务方案，按项目收费/ 按月实际派出人员数量或完成工作量
招聘	猎头 招聘流程外包（RPO）	解决招聘高层次人才、中高层管理人员、技术人员及其他稀缺人员难度大的问题； 提高招聘效率	当月招聘人数*人次服务费或规定比例的员工月薪/年薪 根据合同约定的实际服务成果

资料来源：《2020 中国人力资源外包服务行业蓝皮书》，浙商证券研究所

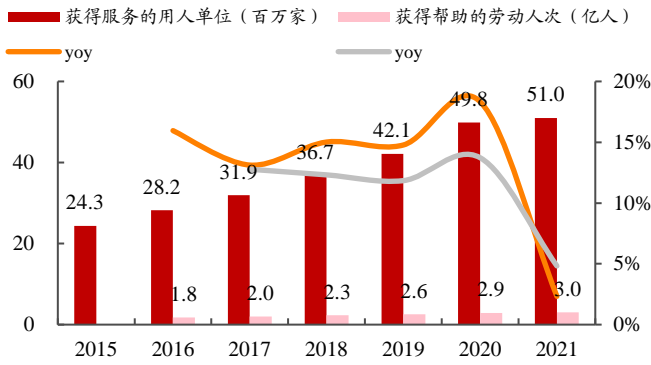
供给端：疫后行情强劲反弹，行业服务规模稳步上升。据人社部数据披露，2015-2021 年人服行业市场规模从 0.97 万亿元提升至 2.46 万亿元，2015-2021 年 CAGR 为 16.8%，受外生冲击影响 2020 年增速显著放缓，仅同增 2.04%；2021 年强劲反弹，高增速持续，同增 20.89%，恢复弹性较强。此外数据还显示，截至 2021 年底，全国各类人力资源服务机构 5.91 万家，从业人员 103.15 万人，同增 29.04%/22.32%，2015-2021 年 CAGR 分别为 13.88%/10.95%；截至 2021 年底，全国获得服务的用人单位 0.51 亿家，获得帮助的劳动人次 3.04 亿人，同增 2.33%/4.83%，2015-2021 年 CAGR 分别为 13.13%/9.13%。

图12: 中国人力资源行业市场规模 (单位: 万亿元)



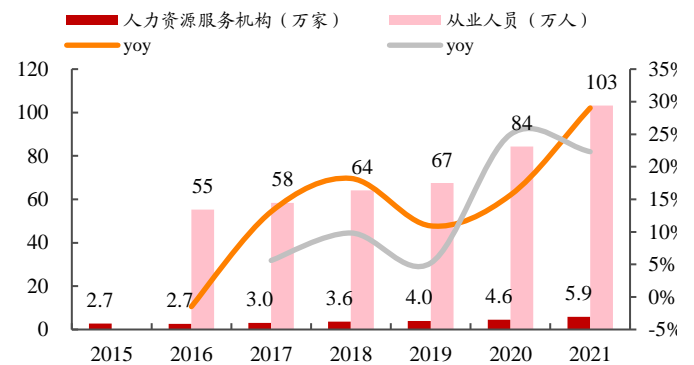
资料来源: 人社部, 人民日报, 浙商证券研究所 注: 人力资源教育、培训等数据未被纳入统计

图13: 中国人服行业需求端变动情况



资料来源: 人社部, 浙商证券研究所

图14: 中国人服行业供给端变动情况

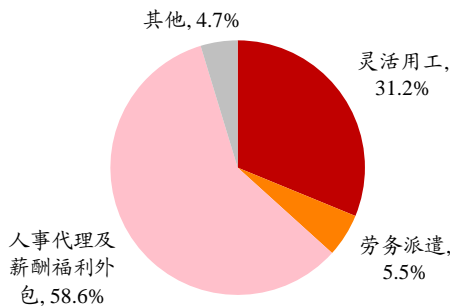


资料来源: 人社部, 浙商证券研究所

2.2 灵活用工蓝海赛道, 对标海外空间巨大

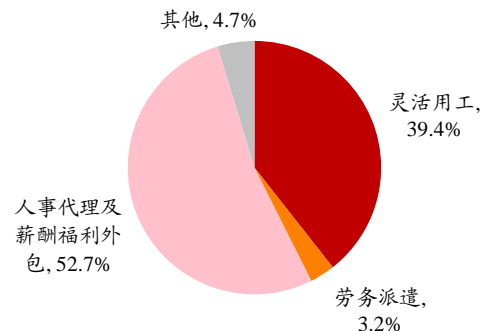
国内灵活用工服务市场渗透率对标海外发达国家具备较大提升空间。随着劳动力供需缺口维持高位、第三产业和新经济行业需求扩大, 灵活用工成为广义外包服务市场的主要增长动力。据灼识咨询《2020年中国人力资源外包服务行业蓝皮书》, 2015年灵活用工占总体外包规模的31.2%, 2019年提升至39.4%。我国外包和灵活用工业务渗透率较海外发达国家较低, 2019年中国/欧盟/日本/美国外包和灵活用工渗透率分别约为65%/78%/85%/93%和不到1%/3%/4%/10%。随着经济环境与发达国家趋同, 企业间竞争加剧, 在降本增效、减轻雇佣风险、满足短时用工需求的驱动下, 外包和灵活用工市场规模仍有巨大提升空间。

图15: 2015年我国人力资源外包服务市场组成



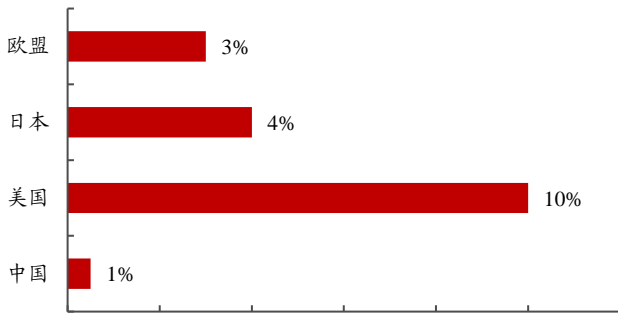
资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图16: 2019年我国人力资源外包服务市场组成



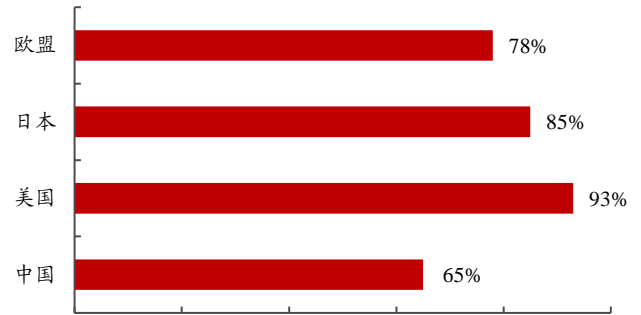
资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图17: 2019年各国灵活用工业务渗透率



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图18: 2019年各国外包业务渗透率



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

2.3 行业格局高度分散, 差异化竞争百花齐放

我国人服行业主要企业以背景划分主要为国有企业、民营企业和外资企业三类。国有企业背景深厚, 起步早叠加规模优势为行业中坚; 民营企业、外资企业专攻细分赛道。

国有企业: 外包业务起家, 发展中形成体系化产品链; 国企背书, 客户资源丰富, 整体议价能力较强。规模和品牌优势形成强业务壁垒, 具备逆周期生存能力。国企特性下创新能力略微薄弱。

民营企业: 聚焦中高端人才访寻、灵活用工, 线上招聘等细分赛道, 公司间能力差异较大。通过持续创新、数字化发展增强竞争力, 获客能力较国企不足。

外资企业: 管理技术先进, 主要专注中高端人才访寻、业务外包赛道。因服务高度信息化, 收费定价较高, 目标客户主要为跨国公司。

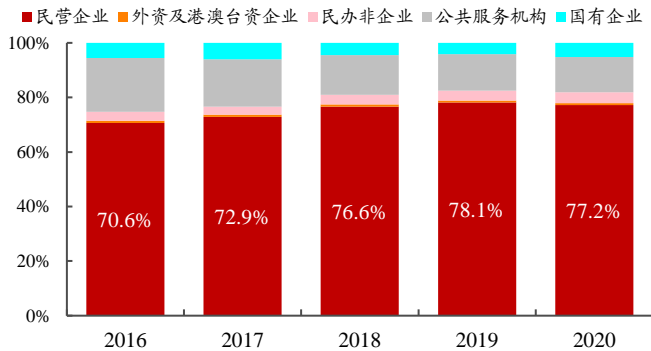
表3: 人服行业主要企业

企业类型	成立年份	中国区 2021 年营收占比最高的业务	主要客户
国有企业	北京外企	业务外包 85.5%、人事管理服务 5.17%	民企为主: 华为、滴滴出行、顺丰速运、阿里巴巴、国家电网、中粮、三星、IBM、微软、辉瑞制药、施耐德电器等 国企为主: 浦发银行、上汽通用汽车、交通银行、延长石油、健合(中国)等 雅诗兰黛、欧莱雅、伊利、中交集团、光大环保、爱茉莉、惠氏等
	上海外服	业务外包 69.98%、薪酬福利服务 13.07%、人事管理服务 10.15%	
	中智股份	业务外包 68.32%、招聘及灵活用工 11.41%	
民营企业	科锐国际	灵活用工 84.61%、中高端人才访寻 9.97%	2021 年互联网 23.3%、高科技及高端制造 19.1%、金融 18.8%
	Boss 直聘	网络招聘服务 98.9%	
外资企业	人瑞人才	灵活用工 97.52%、招聘服务 1.9%	前五大客户领域新经济、新科技; 2021 年跨国公司 & 当地企业营收占比 97%
	德科集团	人才派遣/租赁/安置服务	
	万宝盛华	灵活用工 92.9%、猎头 6.3%	
	任仕达	人才派遣/租赁/安置服务	

资料来源: 各公司公告, Hroot, Wind, 灼识咨询, 浙商证券研究所

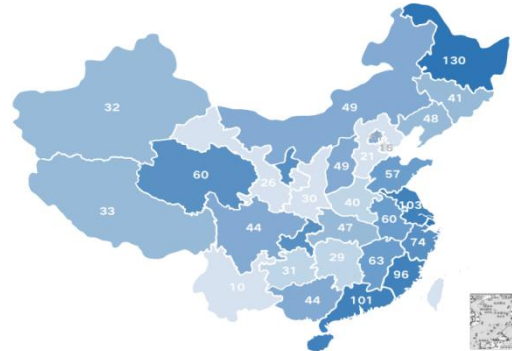
民营企业数量占行业绝对优势，企业发展具备区域生态属性，区域分布不均衡。由于人服行业技术壁垒较低，行业内众多小规模企业，民营企业数量占绝对优势，2020年民企/国企数量占比分别为77.2%/5.2%。此外，人力资源服务行业发展与地区经济水平相辅相成，业内企业多具备区域生态属性，深耕经济发达区域。据中智抽样数据，我国人服机构集中于经济发达、服务基础设施完善的沿海城市和内地一线城市，尤其是环渤海、长三角和珠三角地区，在国家鼓励劳动密集型产业园向中西部转移的趋势下，未来中西部地区人服企业或将获得结构性发展机遇。

图19: 中国人服企业数量占比



资料来源: 中国国际技术智力合作集团有限公司, 浙商证券研究所

图20: 中国各地人服企业数量(抽样)



资料来源: 中国国际技术智力合作集团有限公司, 浙商证券研究所

2.4 政策发力优化调整稳就业，财政补贴加速行业体系化进程

政策支持及补贴激励加速行业发展，违规企业出清利好龙头企业资源集中。近年来，在稳就业导向下国家陆续出台支持政策推动人服行业规模化、高质量发展，同时给予人服企业财政补贴，切实支持企业扩大规模。2022年12月人力资源社会保障部提出，培育壮大人力资源服务市场主体，到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业和100家左右“专精特新”企业。

表4: 2020年以来官方出台推动人力资源服务行业发展及促就业相关政策

时间	政策名称	核心内容
2020.07	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	优化人力资源服务，把灵活就业岗位供求信息纳入公共就业服务。
2021.07	《“十四五”就业促进计划》	加快人力资源服务业高质量发展。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	推动人力资源服务与实体经济融合发展，鼓励人力资源服务业创新，大力发展人力资源管理高附加值业态。
2022.06	《人力资源社会保障部办公厅关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	促进行业规模扩大，制定2025年该行业收入、龙头企业与产业园数量的预期指标；行业发展水平显著提升，完善市场环境，给予该行业以财政支持。大规模开展求职招聘服务，为劳动者精准推送就业信息。
2022.12	《人力资源社会保障部关于实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025年）的通知》	促进高校毕业生与农民工就业，创新发展灵活用工服务，支持人力资源服务机构搭建共享用工调剂平台。对开展促就业工作成效突出的人力资源服务机构，给予奖励补贴。做强做优龙头企业，支持“专精特新”发展，布局人力资源产业园；开展人力资源服务机构，稳就业促就业行动，提升数字化水平。
2023.04	《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》	促进人力资源市场发展协调，强化制造业人力资源支持，对落实支持人服发展的各项产业给予财政和税收优惠政策。激发活力扩大就业容量，加大对吸纳就业能力强的行业企业扩岗政策支持。支持金融机构开展稳岗扩岗服务和贷款业务，发挥创业带动就业倍增效应，加大技能培训支持力度，继续实施失业保险稳岗返还政策；拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业，鼓励企业吸纳就业、鼓励引导基层就业、支持国有企业扩大招聘规模、稳定机关事业单位岗位规模、稳定机关事业单位岗位规模、实施2023年百万就业见习岗位募集计划等。

资料来源: 人力资源社会保障部官网, 国务院官网, 浙商证券研究所

3 数字化赋能，海内外拓展

坚持完善“技术+服务+平台”全产业链生态布局，通过为企业人才配置与业务发展提供一体化支撑，开启海外拓展及国际化全链条赋能。公司上市前主营传统线下服务产品，如中高端人才寻访、招聘流程外包、灵活用工、咨询、培训与发展等业务，随着公司在细分行业及优势区域内的深耕，当前正进一步加强线下服务产品与线上平台协同，持续推进技术投入端内部数字化建设与各垂直招聘平台、产业互联平台和人力资源管理 SaaS 等产品的开发；增强国内与海外业务协同，围绕“一带一路”企业需求提供全球化人才招引与配置，通过中国香港、东南亚、英国等地子公司多维度支持国内出海客户及海外本土企业的各类人才服务需求；并加深前台与服务中后台间的紧密配合。

表5：科锐国际核心业务模式情况

业务模式	中高端人才寻访	招聘流程外包	灵活用工	技术服务	其他
定义	针对中高端人才，为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用	以客户为导向、以项目为建制的招聘解决方案服务，着眼于为在较长的招聘周期内具备大规模招聘需求的公司提供定制化解决方案	劳务派遣、岗位外包、专家服务、众包平台用工、兼职及各类短、中、长期临时雇员等	人力资源产业互联平台（禾蛙）、“同道”系列垂直招聘平台（医脉同道、零售同道、数科同道）、人力资源 SaaS 云系列产品（科锐才到云）、区域人才大脑平台等	传统劳务派遣、企业代理服务、咨询与市调、职业培训、转职服务等
目标客群	具有较高知识水平、专业技能的中高层管理人员、中高级技术人员或其他稀缺人员，处于企业组织结构中的中/高层位置	人员流动频繁、批量招聘需求大、岗位同质性高、注重招聘时效和质量的企业（跨国公司常用）	企业在面临人员编制紧张、旺季人才短缺、项目用工短缺、项目开发周期不确定、三期（孕期、产假、哺乳期）员工短期替补等难题，提供用工供给和人员管理等相关服务		
优势	帮助企业高效、准确、即时地补充中高端人才，提高招聘效率，同时帮助企业提高劳动生产率和人力资本质量	附加值较高，能有效分担客户人力资源部门的招聘压力，以便其专注于其他非招聘类的人力资源管理	人力资源服务机构承担所有雇主责任风险，对实际用工企业而言，显著提高组织灵活性、敏捷性同时降本增效。		
提供服务	“区域+职能+行业”矩阵式划分服务单位	端对端招聘流程外包业务	岗位外包服务		

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

3.1 灵活用工优势体现，人才洞察术业专攻

3.1.1 流程管理标准化输出，中高端人才精准招聘

灵活用工先发布局，规模扩张优势展现。据华经情报网数据显示，全球人力资源服务市场规模中灵活用工占比较高，2018年即达到71.3%，此外MSP（管理服务提供商）占比19.8%，人才访寻（猎头）占比7.7%。科锐自2006年起开展灵活用工服务，岗位覆盖技术研发岗、专业类白领岗及通用类岗三大类，公司在此积累了丰富的客户资源及运营经验，当前公司灵活用工规模已位列行业头部水平。

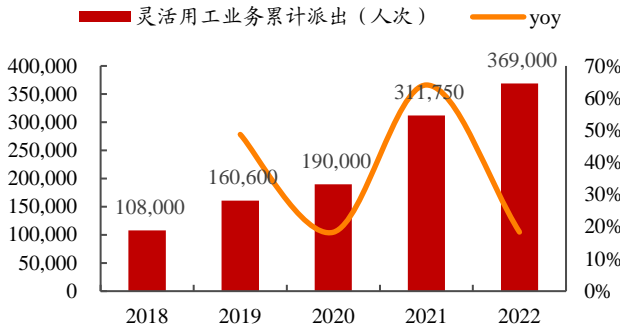
表6: 行业各公司开展灵活用工业务时间

公司名称	开展灵活用工业务时间	覆盖行业及岗位	2022年灵活用工业务营收规模
科锐国际	2006	1.技术研发类岗: IT研发、工业研发、医药研发、技术服务等 2.专业白领岗: 财务、法务、合规、人事、行政、采购等 3.通用类岗: 终端销售、市场营销等	80.37亿元, 占总营收88.4%
万宝盛华	2008	销售及营销, 信息技术, 行政管理, 商业、工程及制造, 酒店, 制药, 会计及金融, 材料及能源, 培训及发展	43.44亿元, 占总营收94.7%
人瑞人才	2012	技术、运营、销售、客服、店员	35.74亿元, 占总营收98.2%

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

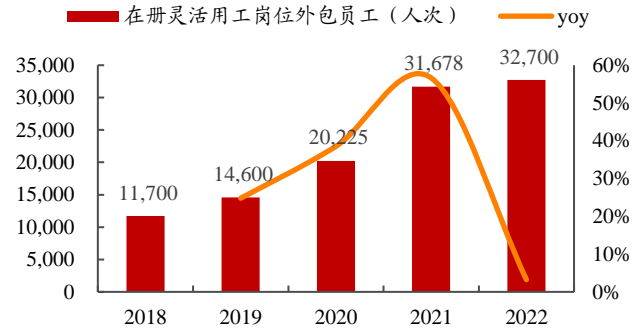
灵活用工业务在公司强化流程管理与系统升级提效的双重赋能下依然保持高速增长趋势。多变的市场环境推动了用工企业对降本增效的关注以及对提高组织敏捷性的重视, 为人力资源服务市场释放出更多岗位外包需求。截至2022年底, 公司灵活用工业务累计派出近36.9万人次, 同比增长18.28%; 公司在册灵活用工岗位外包员工超3.27万人, 时点人数同比净增3.28%, 分布在通用专业类白领岗位(财务、法务、合规、人事、行政、采购等), 技术研发类岗位(IT研发、工业研发、医药研发、技术服务等)和通用类岗位(终端销售、市场营销等); 在以上三大类外包岗位中, 技术研发类岗位作为公司岗位外包业务的重点布局的方向, 结构上占比增长拉动了灵活用工业务营业收入的整体增长。

图21: 公司灵活用工累计派出员工数量



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

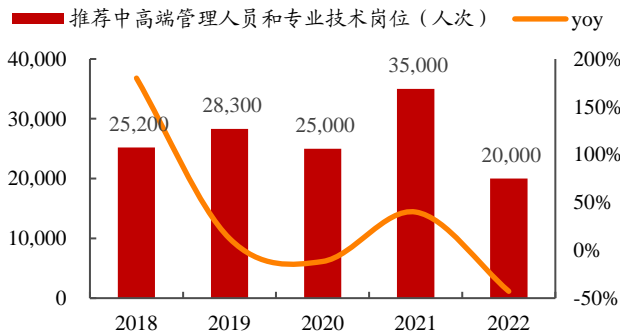
图22: 公司灵活用工在册员工数量



资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

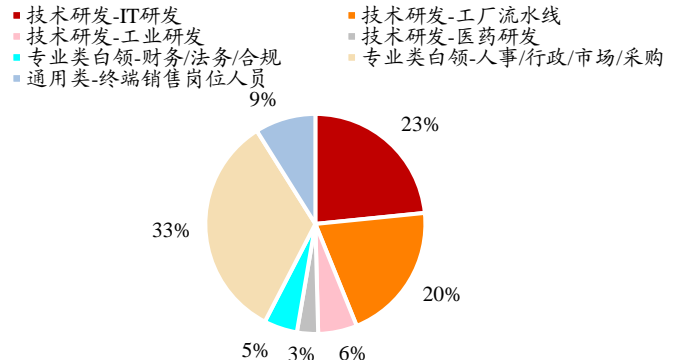
中高端人才访寻已形成完善体系化流程, 高效准确招聘合适人才, 提升招聘质量。公司中高端人才访寻业务在大健康、半导体、大数据、云计算、新能源、智能制造等领域招聘需求持续旺盛。截至2022年底, 公司成功为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位近2万人。公司实施“前店后厂”以提供标准化服务, 同时采用“千人千岗”提供专业化服务, 以针对专业类岗位的专业性要求。

图23: 公司猎头推荐中高端管理人员和专业技术岗位情况



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图24: 截至22Q3公司灵活用工岗位分布

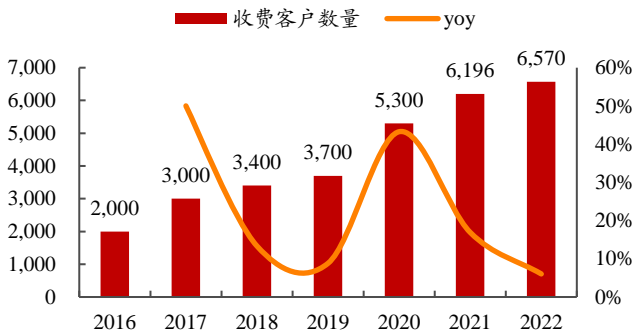


资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

3.1.2 客户规模持续增长，KA 大客户稳定聚焦

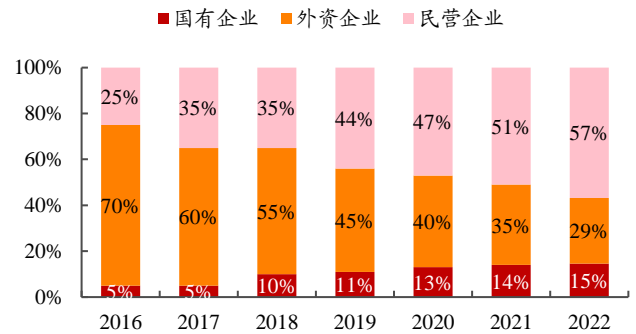
高效的内部运行机制稳定提升客户规模，累计收费客户数量持续增长。公司的灵活用工业务及中高端人才寻访业务基本覆盖了传统行业和新兴行业内的世界 500 强企业，重点聚焦大健康、半导体、大数据、云计算、新能源、智能制造等领域，覆盖超 20 个细分行业及领域。截至 2022 年底，公司累计收费客户数量达 6570 家，同比增长 6%；结构方面，近年国企客户占比提升显著，同时民营企业占比攀升，逐步成为主体客户，国企+民企客户合计占比达 71%，而外企客户占比缩减至 29%。

图25: 公司累计收费客户数量(家)及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

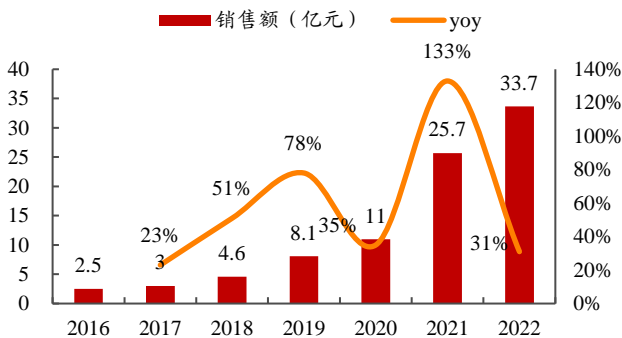
图26: 公司不同类型客户结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

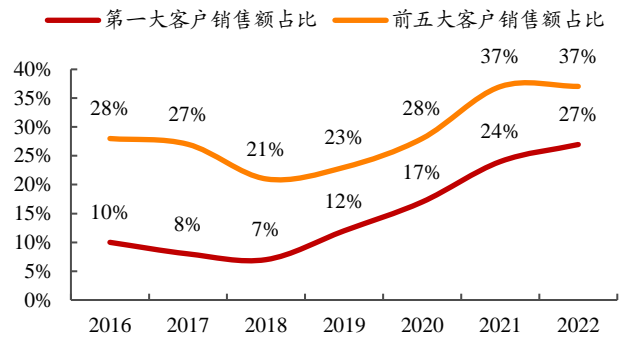
稳定聚焦 KA 大客户管理，第一大客户优势显著，前五大客户销售占比稳步提升。公司 2022 年实现前五大客户销售额 33.7 亿元，同比增速 31%，2016-2022 年 CAGR 达 54%，2022 年前五大客户销售占比依旧稳定在 37%。

图27: 公司前五大客户销售额及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图28: 公司主要客户销售占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.1.3 特色人才洞察追踪，洞悉市场行业最新趋势

人才洞察帮助增强不确定环境下公司抗风险能力，紧跟趋势巩固公司竞争优势。科锐国际市场研究中心连续 11 年发布《人才市场洞察及薪酬指南》报告，报告覆盖 18 个重点行业及职能、63 个细分板块、超 3,600 个热需中高端及专业技术人才岗位，并对 7 个国内重点城市群及 3 大国际市场进行细节考证，透过专业视角及服务实践洞察人才市场的新特征。

图29: 公司人才市场洞察相关白皮书



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图30: 公司不同行业人才市场洞察及薪酬指南



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2 科技产品生态夯实服务基础，线上线下协同锁定长尾客户

定增赋能数字化转型，匹配公司科技发展。2021年7月，公司通过定向项目募集资金7.6亿元，其中5.6亿元用于“数字化转型人力资本平台”及“集团信息化”升级项目。

3.2.1 内部信息化归类客户需求，数字化发展线上线下协同

内部信息化及数字化建设方面：公司初步构建了标签为核心的“客户”、“人才”、“职位”、“顾问”等大数据系统，通过私域数据库实现高效招聘，同时搭建更为精细化的审批及财务管理中后台系统。

平台开发建设初见成效，广泛链接区域长尾及专精特新类目标伙伴协同合作。公司在“一体两翼”的基本战略指引下，通过加大技术投入，进一步完善“技术+平台+服务”产品生态模式；通过自主研发、投资、并购等方式陆续推出“同道”系列垂直招聘平台、人力资源产业互联平台、人力资源管理 SaaS 平台等多个技术产品；通过构建线上产品与线下服务业务相融合的运营模式，为企业人才配置与业务发展提供人力资源整体解决方案，为区域引才就业与产教融合提供全链条人力资源服务。截至 2022 年底，公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户超 2.5 万家，运营招聘岗位超 14.2 万，链接生态合作伙伴超 9,600 家。

图31: 科锐国际“技术+平台+服务”整体解决方案

平台	垂直招聘平台	人力资源产业互联平台		人才大脑平台	
SaaS	人事云	全员参与云	干部云	招考云	协同云
服务及解决方案	调研与咨询	人才招聘与配置		薪税服务	培训与发展
	行业研究报告 竞品分析报告 HR管理咨询 人才盘点 ...	招聘	中高端人才访寻 专场定制招聘 校园招聘	薪酬外包 人事外包	企业 企业培训 高校 产教融合 专业共建 在校培训 个人 人才测评 职业优势管理
		解决方案	招聘流程外包		
		灵活用工	岗位外包 业务流程外包 离岸外包 专家智库 兼职		

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2.2 外部数字化 B/C 两端持续优化，技术平台链接生态合作伙伴

对外数字化产品端：(1) 持续优化垂直招聘平台“同道”系列产品，目前“医脉同道”和“零售同道”已实现 B/C 两端注册持续增长。2022 年 Q3 公司推出的垂直招聘平台“数科同道”，积极为智能制造、工业互联、智能驾驶等领域提供精准研发人员招聘与匹配支持。

(2) 一体化 HR SaaS 平台实现多场景运用，旗下针对企事业单位线上招考服务的“招考一体化平台”，可支持全流程或单一模块的功能，具备国家信息安全等级保护三级资质，可支持 3,000 人同步在线录制面试，帮助企事业单位实现人才引进和公开招聘流程的数字化管理。截至 2022 年底，累计服务客户 1,000+家，累计在线笔试面试 30 万人次，业务覆盖新疆、山东、河北、河南、山西、安徽、广东、甘肃、福建等省份。

图32：“同道”大健康、零售、数字科技领域深度垂直招聘平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图33：一体化 HR SaaS 平台，提供全场景人力资源管理应用

人事云	全员参与云	招考云	干部云	协同云
组织人事管理	领导看板	报名管理	干部主数据	人
招聘管理	员工自助	招聘配置	干部纪实	事
绩效与盘点	经理自助	在线笔试	干部任免	钱
薪资与社保	成长记录	在线面试	重大事项报告	表单工具
业绩奖金计算	候选人自助	专项服务	数字档案	权限工具
考勤与劳动力		数据统计	全文搜索	流程工具
集团数据统计			干部情况统计	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(3) 通过建设人力资源产业互联平台“禾蛙”，汇聚了从高端人才招聘到蓝领用工的全方位人才服务资源，通过白领和蓝领两类岗位模式探索推进，进一步实现公司既定的标准化、规范化、数字化和专业化的“四化”目标。在资源渠道方面，禾蛙盒子作为人力资源综合服务信息平台，提供海量资源与商机；禾蛙平台专注于链接猎企之间的职位空缺与职位交付能力，设置双重角色同时满足猎企接单和发单的需求；禾蛙闪招承接劳务派遣需求，连接上亿级的蓝领用工市场。

(4) 区域人才大脑平台批量链接区域企业，高效获取区域多层次多类型岗位，充分调动互联伙伴力量，服务区域政府和市场需求，并进一步赋能。

图34：人力资源产业互联平台——禾蛙



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图35：人才大脑平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表7: 公司技术服务数字化平台产品情况

平台	作用	当前成绩
“同道”系列平台产品 医脉同道	通过自主研发的小程序、移动端直聊 APP 等数字化工具及微信公众号、社群等媒体矩阵，多渠道助力医药企业曝光职位需求、打破与求职者的交际壁垒、体验沉浸式的招聘新模式。	截至 2022 年底，BC 两端注册数字持续增长，平台与私域活跃候选人超 108 万人，yoy+80%；注册企业超 1 万家，yoy+100.16%；企业用户数超过 3.4 万个，yoy+210.12%；MAU 达 50 万，yoy+66.67%。
科锐才到 SaaS 云产品	人力资源 SaaS 产品，基于“云计算”与“移动化”技术，创新 B2B2E 模式（Business To Business To Employee），帮助企业在人力资源合规、人力资本数字化和员工敬业度等方面持续改进和创新。	国内最早将数字化技术与人事考试场景相结合的服务商之一，已服务全国超过 14 个省市区和组织、人社、协会、自贸区、教育、医疗体系下的 300+ 家企事业单位。
产业互联平台-禾蛙	国内领先的人力资源产业互联平台，联合行业内的专业招聘机构，共同打造独立的第三方做单协同平台，打破传统招聘企业与客户单点合作模式，大幅提升招聘公司经营效能，通过输出技术、流程与管理经验赋能平台伙伴，提升人力资源市场整体招聘与服务能力。	截至 2022 年底，禾蛙生态累计注册合作伙伴 9,600+ 家，yoy+49.65%；注册交付顾问超 8.8 万人，yoy+53.13%；活跃参与合作伙伴超 6,200 家，yoy+47.52%；参与交付顾问超 4,100 人，yoy+262.64%；运营招聘中高端岗位超 3 万个，yoy+166.75%；交付岗位超 2,500 个，yoy+375.8%。
区域人才大脑平台	其通过对区域人才数据资源的有效整合，实现对区域人才供需现状的动态分析和区域人才竞争力的预测评估，以满足全区紧缺急需人才精细化分析和人才精准服务应用需求。	2021 年，北京亦庄开发区和天津津南区“就业云超市”链接企业 3,000+ 家；在搭建实施中的重庆高新区人才大脑平台和安徽芜湖人才大脑平台等项目；未来将在京津冀、成渝、长三角、长江中下游、西北、东北地区进行规划部署。

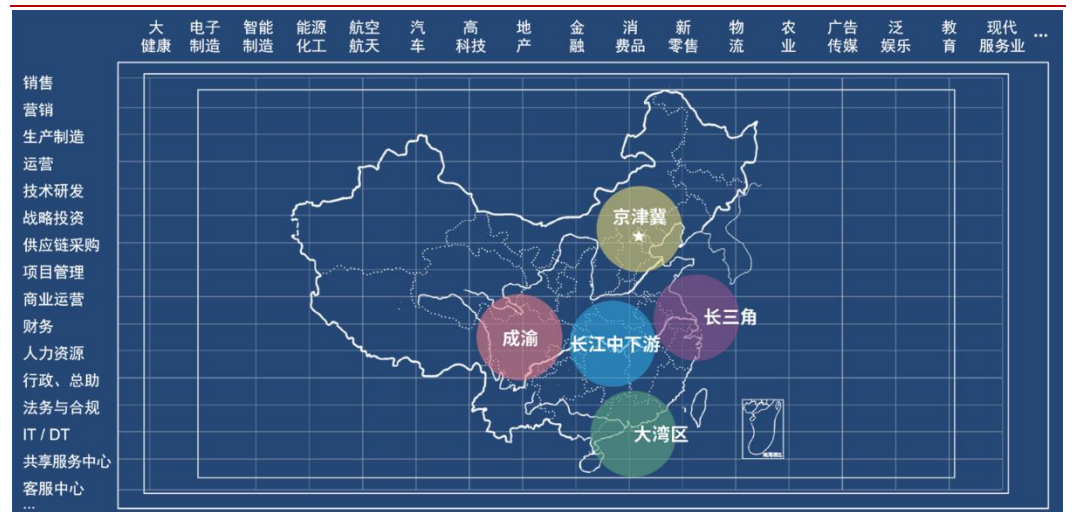
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 海外需求受重视，国际化布局显优势

3.3.1 深耕五大城市群，拓展区域长尾客户

国内紧密围绕五大城市群深耕，联合地方伙伴增强粘性并迅速扩大潜在客户圈。公司在五大城市群重点商圈内深耕细作，并通过混改、合资、合作共建等形式联合地方伙伴，在深度服务大客户的基础上，叠加技术平台与区域生态伙伴密切配合，广泛连接目标商圈内“专精特新”及快速发展中的企业，不断拓展垂直区域内的长尾客户，共同促进当地人力资源服务市场的专业化、规范化发展。

图36: 科锐国际国内五大深耕区域

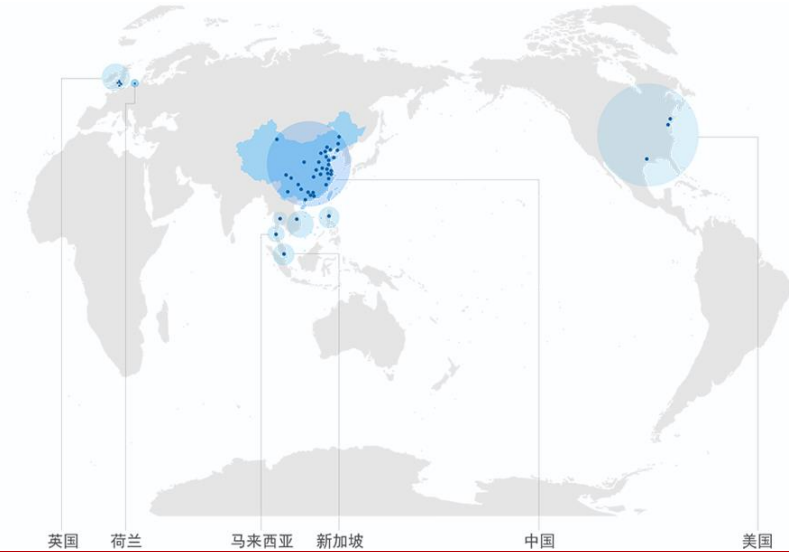


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.3.2 企业需求全球化，海外业务获重视

“一带一路”企业需求开启全球化人才配置，重视全球化服务体系建设。随着国内大客户国际化发展路径及海外子公司当地客户业务的扩张带来的人力资源需求，科锐亦积极推进海外布局，通过中国香港、东南亚、英国等地子公司多维度支持国内出海客户及海外本土企业各类人才服务需求。截至 2022 年底，公司海内外拥有 100+家分支机构、超 3,000 名专业招聘顾问及专业技术产研人员，业务覆盖中国大陆及中国香港地区、新加坡、马来西亚、英国、荷兰、美国等国家和地区，服务超过 20 个细分行业的研发、工程、制造、供应链、市场、销售、财务、法律、人事等多种职能职位，形成了 300+个利润中心。

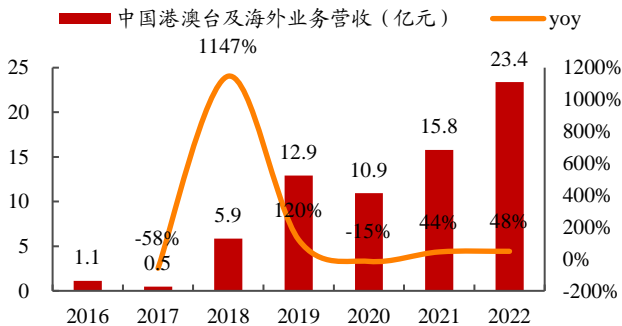
图37：科锐国际全球化服务网络，110+家全球分支机构



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

海外分支业务呈现高速增长态势，为公司整体业绩增长提供了强有力支撑。截至 2022 年底，公司外海区域收入 23.38 亿元，占整体业务营收的 25.72%，同比增长 48%。其中，主要为英国及欧洲区域的蓝筹企业以及中小企业提供服务的 Investigo，作为公司海外业务开展的重要控股子公司，营收同比增长近 52%。基于其优秀表现，公司在 2022 年进一步增持 10% 股权，加码海外业务布局。未来公司将通过资本运作等方式进一步优化海外资源配置与布局，以增强持续盈利能力进而带动公司全球化发展进程。

图38：公司海外营收及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图39：子公司 Investigo 营收及增速

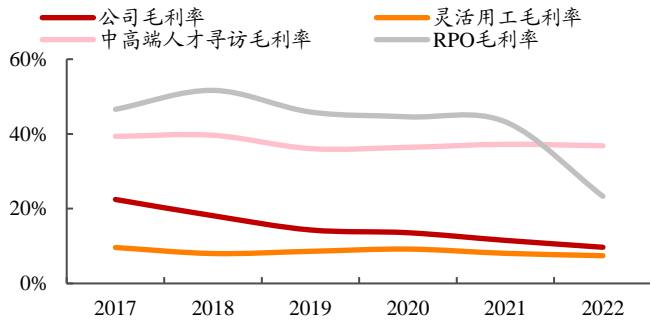


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 财务分析

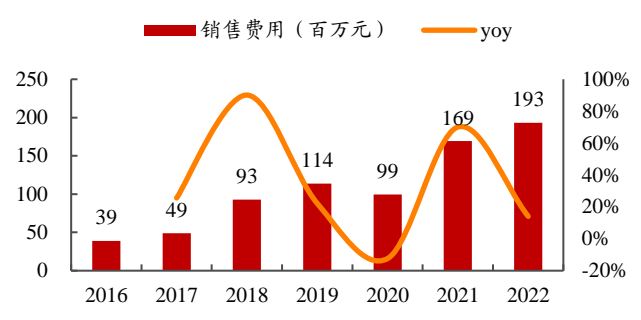
主营业务间毛利率差距较大，中高端猎头和 RPO 业务毛利率水平相对较高。而灵活用工业务收入中主要包含自有员工工资及服务费，自有员工工资计入公司营业成本，因此毛利率相对较低，灵活用工业务收入占比的不断提升，亦将对公司整体毛利率呈现一定影响。

图40: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

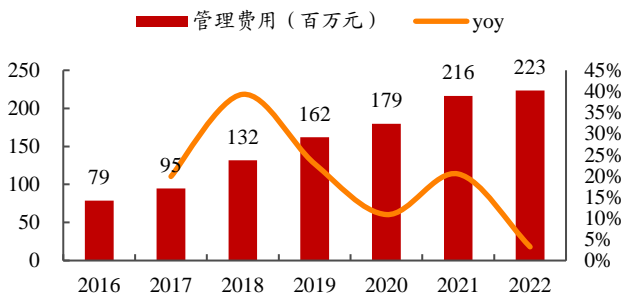
图41: 公司销售费用情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

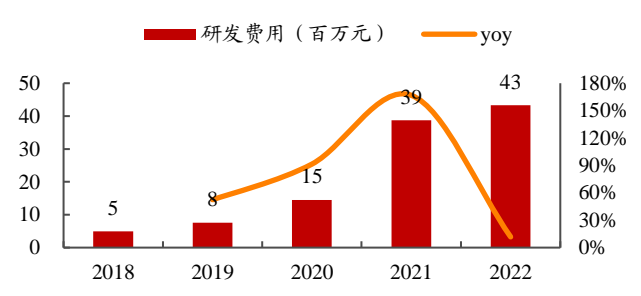
管理费用率改善, 内部效率提升; 研发投入维持高增速, 促进公司新业务发展。2021年公司研发费用显著提升, 主要系公司将技术服务单独列为主营业务之一, 2021年全年公司技术投入超 1.1 亿元, 公司研发人员数量亦显著提升, 从而拉升整体费用支出。2022 年公司持续投入研发, 但因 2021 年前期铺垫已基本完成, 因此研发费用增速显著下降。

图42: 公司管理费用情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

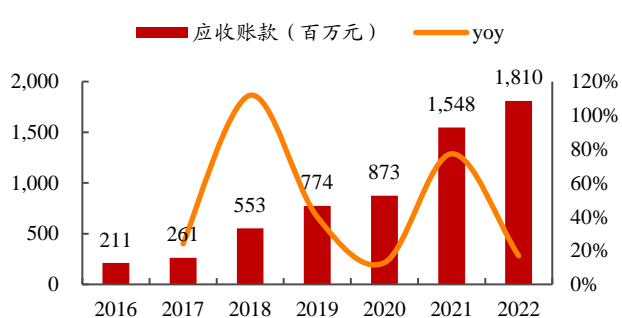
图43: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

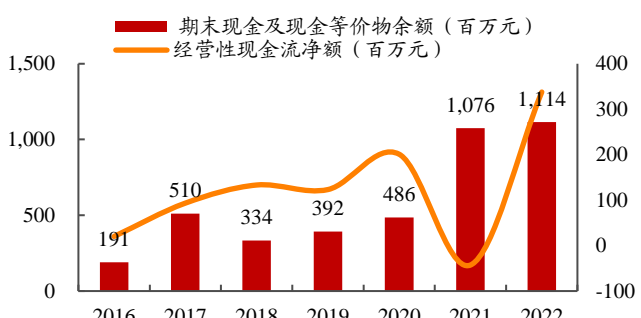
应收账款高企, 经营性现金流充裕。人服公司因客户在合同约定流程节点完成后才支付费用, 因此通常存在大量应收账款。截至 2022 年底, 公司应收账款 18.10 亿元, yoy+16.90%, 公司核心客户集中度较高, 应收账款回款有保障。截至 2022 年底, 公司经营性现金流净额为 3.38 亿元, 在手现金充裕。

图44: 公司应收账款情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图45: 公司经营性现金流净额情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

收入端：根据公司当前主营业务收入分项目种类拆分，结合公司最新发展战略：

1) 灵活用工：为公司核心业务收入贡献，考虑到当前我国灵活用工渗透率依然相对较低，公司技术端布局规模效应亦有望逐步显现，该业务在公司强化流程管理与系统升级提效的双重赋能下有望保持高速增长趋势并逐年提速，预计灵活用工业务 23/24/25 年增速为 +22%/+28%/+30%。

2) 中高端人才寻访：公司在中高端领域的深耕及人才洞察为其积累了深厚的行业资源，后续结合技术端赋能提效，收入端亦能积极展现成果。考虑到高端猎头业务对应岗位重要性，其整体寻访+招聘周期相对较长，我们预计该业务增长提速将在明后年逐步显现，预计 23/24/25 年增速为 +4%/+20%/+18%。

3) 招聘流程外包 (RPO)：主要系大客户维系及资源整合，其中受经济周期波动影响，我们预计 23 年该业务将出现小幅收缩。但中长期看，伴随经济环境企稳，结合人服市场需求愈加精准化及技术提效，公司自身业务优势将逐渐凸显，预计 23/24/25 年增速将分别为 -5%/+5%/+10%。

4) 技术服务：数字化转型已成为公司核心战略，公司在科技产品及技术匹配端已完成前期布局投入，预计后续将为公司带来新增量，该部分业务体量相对较小，向上弹性可观，预计 23/24/25 年增速为 +90%/+80%/+60%。

表8：科锐国际主营业务收入拆分（单位：百万元）

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,092.06	10929.32	13894.52	17918.47
yoy	29.69%	20.21%	27.13%	28.96%
毛利率	9.68%	9.60%	9.84%	9.95%
灵活用工	8,036.83	9,804.93	12,550.31	16,315.41
yoy	35.49%	22.00%	28.00%	30.00%
毛利率	7.42%	7.50%	7.54%	7.54%
收入占比	88.39%	89.71%	90.33%	91.05%
中高端人才访寻	681.72	708.99	850.79	1,003.93
yoy	-2.43%	4.00%	20.00%	18.00%
毛利率	36.85%	35.63%	36.17%	36.71%
收入占比	7.50%	6.49%	6.12%	5.60%
招聘流程外包	109.52	104.04	109.25	120.17
yoy	-24.78%	-5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	23.31%	23.71%	23.86%	24.00%
收入占比	1.20%	0.95%	0.79%	0.67%
技术服务	40.18	76.34	137.42	219.86
yoy	78.02%	90.00%	80.00%	60.00%
毛利率	16.58%	42.94%	52.45%	58.39%
收入占比	0.44%	0.70%	0.99%	1.23%
其他主营业务	223.82	235.01	246.76	259.10
yoy	5.51%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	2.46%	2.15%	1.78%	1.45%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

利润端：考虑公司各项业务增长趋势，其中灵活用工体量较大且流程相对标准，预计盈利能力将整体企稳，后期伴随数字化赋能推进，毛利率小幅上行。中高端人才访寻受经济波动及业务交付周期影响，预计 23 年毛利率短期承压，此后将逐渐恢复。招聘流程外包

业务技术提效优势明显，公司当前在科技产品及技术匹配端已完成综合布局，预计毛利率呈逐年提升趋势。综上，预计公司 23-25 年整体毛利率水平分别为 9.60%/9.84%/9.95%。

估值及投资建议：23/24/25 年行业平均 PE 为 20.0X/17.1X/14.8X，从同业 PE 估值来看，市场多给予深耕行业、资源积累深厚的行业头部公司以相对高的估值定价，给予专业领先、数字驱动的公司以相对高的估值定价，给予全球布局的综合性人服公司以相对高的估值定价。

我们认为科锐国际作为人服行业领军公司，在三大业务稳健发展的基础上，积极布局科技提效数字化转型及海外业务的拓展，预计将呈现新的成长动力。我们预计 23/24/25 年公司归母净利润分别实现 3.3/4.3/5.6 亿元，yoy+14.5%/28.0%/31.8%，公司当前市值对应 23-25 年 PE 分别为 20.6X/16.1X/12.2X，整体低于行业平均估值水平。

此外，我们认为从营收架构及经营模式看，横向比较同业公司，科锐更侧重价值、毛利率和难度更高的“招”，这一赛道进入壁垒低但发展壁垒高，小企业发展主要依托经济景气度，大企业可凭借客户资源优势逆周期生存；科锐深耕行业多年，客户积淀深厚，近年来在深度服务大客户的基础上，广泛连接目标商圈内“专精特新”及快速发展中的企业，拓展垂直区域长尾客户。从发展趋势看，科锐持续加码数字化平台，未来降本增效空间较大。公司自身业务确定性成长性兼具，有望享受一定程度的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：公司与同业估值比较{PE}

上市公司	市值		归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY				PE			
	(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
外服控股	131.5	5.46	6.33	7.29	8.44	2.8%	15.9%	15.1%	15.9%	24.1	20.8	18.1	15.6	
北京人力	135.9	-2.15	7.05	8.41	9.74	-238.6%	427.5%	19.3%	15.9%	-63.1	19.3	16.2	13.9	
			平均值								-19.5	20.0	17.1	14.8
科锐国际	68.6	2.91	3.33	4.26	5.61	15.1%	14.5%	28.0%	31.8%	23.6	20.6	16.1	12.2	

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：除科锐国际外，可比公司预测口径 Wind 一致预期，相关行情数据截至 2023 年 7 月 10 日收盘

6 风险提示

- 1) 行业竞争加剧：**人力资源服务业当前属于快速发展的朝阳行业，行业从业机构众多，且集中度偏低，行业竞争将进一步激烈。
- 2) 人员流动率高风险：**随着行业的快速发展，行业内人员流动率较高于其他行业，对公司整体业务规模增长带来一定影响。
- 3) 规模扩大存在潜在管理风险：**公司组织管理模式未能及时跟上高速成长的公司规模，将对公司呈一定负面影响，削弱市场竞争力，如岗位外包服务中人力资源服务机构需承担所有雇主责任风险等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3051	3826	4556	5639
现金	1123	1305	1432	1680
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1810	2335	2919	3704
其它应收款	68	136	150	184
预付账款	22	38	40	53
存货	0	0	0	0
其他	28	12	15	18
非流动资产	697	689	731	752
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	137	121	125	128
固定资产	11	10	9	9
无形资产	238	261	280	304
在建工程	0	0	0	0
其他	311	297	317	312
资产总计	3748	4515	5287	6391
流动负债	1199	1545	1767	2167
短期借款	37	39	39	38
应付款项	93	121	152	192
预收账款	0	0	0	0
其他	1070	1385	1577	1937
非流动负债	98	81	94	91
长期借款	0	0	0	0
其他	98	81	94	91
负债合计	1297	1626	1861	2258
少数股东权益	188	275	386	533
归属母公司股东权	2263	2614	3040	3601
负债和股东权益	3748	4515	5287	6391

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	338	199	146	286
净利润	367	420	537	708
折旧摊销	31	23	24	25
财务费用	(3)	(12)	(13)	(17)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(105)	(258)	(401)	(436)
其它	48	27	0	6
投资活动现金流	(175)	(31)	(44)	(51)
资本支出	0	(0)	0	0
长期投资	(20)	15	(4)	(3)
其他	(155)	(46)	(41)	(49)
筹资活动现金流	(131)	14	25	14
短期借款	(5)	2	0	(1)
长期借款	0	0	0	0
其他	(126)	11	24	15
现金净增加额	32	182	127	249

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9092	10929	13895	17918
营业成本	8212	9880	12527	16135
营业税金及附加	44	60	76	94
营业费用	193	230	289	367
管理费用	223	262	331	421
研发费用	43	52	66	85
财务费用	(3)	(12)	(13)	(17)
资产减值损失	8	4	13	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	48	33	35	39
营业利润	420	487	641	862
营业外收支	57	57	57	57
利润总额	477	544	699	919
所得税	110	124	161	212
净利润	367	420	537	708
少数股东损益	76	87	111	147
归属母公司净利润	291	333	426	561
EBITDA	493	554	707	925
EPS (最新摊薄)	1.5	1.7	2.2	2.9

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	29.69%	20.21%	27.13%	28.96%
营业利润	19.57%	16.03%	31.75%	34.41%
归属母公司净利润	15.11%	14.47%	27.98%	31.75%
获利能力				
毛利率	9.68%	9.60%	9.84%	9.95%
净利率	4.03%	3.84%	3.87%	3.95%
ROE	12.46%	12.46%	13.49%	14.84%
ROIC	14.69%	15.00%	16.51%	18.55%
偿债能力				
资产负债率	34.61%	36.01%	35.20%	35.32%
净负债比率	6.70%	4.31%	4.33%	3.51%
流动比率	2.54	2.48	2.58	2.60
速动比率	2.54	2.48	2.58	2.60
营运能力				
总资产周转率	2.55	2.65	2.84	3.07
应收账款周转率	5.41	5.27	5.27	5.38
应付账款周转率	95.51	92.58	91.94	94.04
每股指标(元)				
每股收益	1.48	1.69	2.16	2.85
每股经营现金	1.72	1.01	0.74	1.45
每股净资产	11.50	13.28	15.44	18.29
估值比率				
P/E	23.62	20.63	16.12	12.24
P/B	3.03	2.63	2.26	1.91
EV/EBITDA	17.99	10.74	8.44	6.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>