



灵工风口下各有千秋

——科锐、万宝、人瑞深度对比

投资要点

● **剔除统计口径和非经等影响，从统一口径思考三大龙头异同点。**会计准则等差异导致三者经营数据和财务数据披露方式上有所不同，直接对比披露数据或存在一定误差，我们在本篇报告中尽量剔除统计口径和非经等披露差异的影响，以更客观的视角思考三大龙头之间的差异。

● **三大龙头均具备高成长属性，灵活用工为目前主要业绩驱动力。**受益于行业高成长，近3年业绩表现看，科锐、万宝、人瑞均实现高速增长，其中大陆地区灵活用工需求的快速增长为三者目前主要驱动力。

● **龙头对比：各有千秋，竞争优势存在一定差异化：**

科锐利润率最高，人瑞内生增速最快：科锐国际>万宝盛华>人瑞人才，剔除统计口径差异，科锐毛利率、净利率水平均为三者中最高水平，剔除并表因素影响后，人瑞人才内生增长最快，2018年营收/净利润增速分别高达108%、586%。

灵活用工核心数据对比：1) 年化派出人数人瑞>万宝>科锐，预计2018年年化分别在1.5万、1.2万、1万人左右，与派出员工工作周期时长相关，平均用工周期人瑞>万宝>科锐；**2) 岗位类型分布方面科锐前两大为行政+IT、万宝为销售+IT，人瑞集中在客服+信息审核；3) 报价水平科锐15%-20%、万宝15%-25%，人瑞平均水平11%-12%；外包员工人均产出在考虑人数的披露口径差异后，科锐与万宝水平相当并高于人瑞。4) 人均管理人数方面（管理半径）海外上限水平可达400人、平均约200人，目前三家公司派出员工管理半径约人瑞（100+）>万宝（100左右）>科锐（70人左右）。5) 灵工业务占比：灵活用工收入占比人瑞人才（93%）>万宝盛华（87%）>科锐国际（76%）。**

其他经营数据对比：科锐、万宝猎头顾问人均产出50万+，均显著高于行业20-30万水平；猎头+RPO交付人数人瑞科锐与万宝体量相当，人瑞猎头、RPO业务体量较小；技术产品布局方面人瑞研发投入最高，科锐产品布局最丰富；

重要财务指标对比：1) 应收账款均为三家龙头主要资产，2018全年数据来看周转天数万宝（44天）<人瑞（46天）<科锐（67天）；**2) 员工人均利润万宝、人瑞>科锐**，主要由于科锐三大访寻中心员工数量较多；人力资源行业尤其其灵活用工行业对现金流有较高的需求，**3) 账面现金万宝>科锐>人瑞**，万宝在手现金接近8亿人民币，人瑞未来上市后预计现金流可实现显著改善。

● **战略方向一致，有望持续受益于行业发展，看好行业龙头成长空间。**从战略路径看，三家大体方向一致：聚焦渠道扩张、技术研发、以及战略并购，其中技术手段是规模型人力资源企业降本增效的关键环节。目前我国人力资源行业尤其是灵活用工行业仍处于快速成长期，政策加码或倒逼中小型供应商退出，龙头供应商客户资源与候选人资源形成良性循环，有效提升资源匹配效率，竞争优势愈加明显，因此我们认为行业将由目前的极度分散状态（CR5 仅约4.7%）逐渐呈现一定的头部化特征，科锐国际、万宝盛华、人瑞人才作为行业龙头均可享受我国人力资源行业发展红利，从行业板块布局角度持续推荐。

● **风险提示：**宏观经济或低迷、技术开发或不及预期、顾问人数增长或出现瓶颈。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300662	科锐国际	28.9	买入	0.84	1.05	1.27	34	28	23
2180.HK	万宝盛华	8.61	买入	0.65	0.83	0.97	12	9	8

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

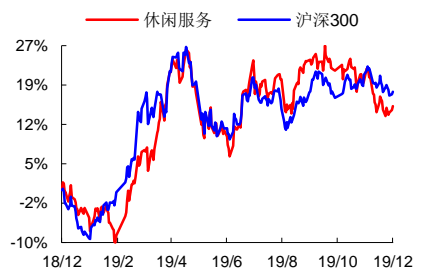
分析师：朱芸

执业证号：S1250517070001

电话：010-57758600

邮箱：zhuz@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	33
行业总市值(亿元)	3,463.19
流通市值(亿元)	3,393.43
行业市盈率 TTM	28.98
沪深300市盈率 TTM	11.7

相关研究

1. 教育行业2020年投资策略：千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金 (2019-11-29)
2. 现代服务行业周报(8.5-8.11)：关注港股通布局机会，推荐港股教育“三剑客” (2019-08-12)
3. 教育行业港股专题报告：港股通催化升温，新晋标的有望价值重估 (2019-08-01)
4. 现代服务行业周报(7.22-7.28)：港股教育外延持续落地，万宝盛华股价周内创新高 (2019-07-28)
5. 现代服务行业周报(7.15-7.21)：关注成长行业龙头，继续推荐职业教育+人力资源板块 (2019-07-21)
6. 现代服务行业周报(7.8-7.14)：中报预告陆续披露，中国东方教育再创新高 (2019-07-15)

目 录

1 整体业绩及盈利能力对比：行业红利下增长均亮眼	1
1.1 三只龙头在规模、利润率、增速方面各自占优	1
1.2 净服务费及其盈利能力：科锐规模最大，人瑞盈利最强.....	3
2 业务结构对比：灵活用工收入占比最高增长最快	3
3 核心经营数据对比：人服龙头优势各异，差异化竞争	5
3.1 灵活用工业务经营数据对比	5
3.2 其他经营数据对比	7
3.3 主要财务数据对比	10
4 战略方向：均包含渠道扩张、技术研发及战略并购	12
4.1 渠道建设：持续下沉是三者主旋律	13
4.2 技术研发：技术研发是业务拓展核心驱动力之一	13
4.3 战略并购：技术条线+业务条线双管齐下	15
5 对比总结：三大龙头各有千秋，头部化趋势下可尽享行业成长红利	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才营收及净利润对比	1
图 2: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才营收及净利润对比	2
图 3: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才毛利率净利率报表数据对比.....	2
图 4: 科锐、万宝、人瑞“调整毛利率”对比.....	2
图 5: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才业务结构对比	3
图 6: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才灵活用工营收及增速对比.....	4
图 7: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才分业务毛利率对比	4
图 8: 科锐国际、万宝盛华大中华整体收入区域分布对比	5
图 9: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才报表披露灵活用工派出人数对比.....	5
图 10: 科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才灵活用工岗位分布对比.....	6
图 11: 不考虑人数披露差异的科锐、万宝、人瑞派出员工单产水平对比.....	7
图 12: 科锐、万宝、人瑞猎头、RPO 交付数量对比	7
图 13: 科锐、万宝、人瑞客户数量对比	8
图 14: 科锐、万宝、人瑞前五大客户占比	8
图 15: 科锐、万宝、人瑞候选人数据量对比（万人）	9
图 16: 科锐、万宝、人瑞研发投入对比	9
图 17: 科锐、万宝、人瑞流动资产比重、应收账款比重对比	11
图 18: 科锐、万宝、人瑞应收账款周转天数对比	11
图 19: 科锐、万宝、人瑞货币资金对比	11
图 20: 科锐、万宝、人瑞资产负债率对比	12
图 21: 科锐、万宝、人瑞战略方向对比	12
图 22: 科锐技术平台架构	13
图 23: 万宝数字人力资源平台蓝图	14
图 24: 人瑞人力资源生态系统产品联动一览	14

表 目 录

表 1: 科锐技术产品简介	10
表 2: 人瑞技术产品简介	10
表 3: 万宝技术产品简介	10
表 4: 重点关注公司盈利预测与评级	16

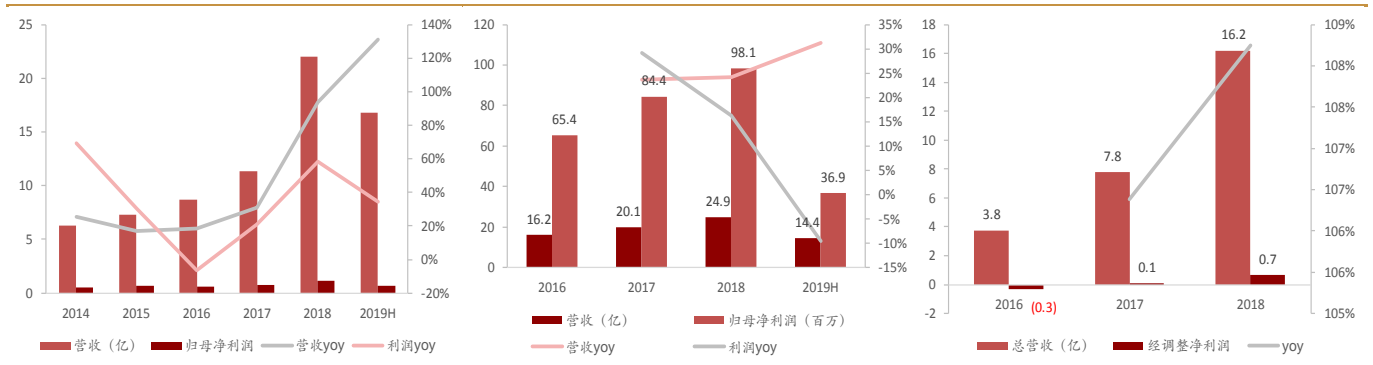
1 整体业绩及盈利能力对比：行业红利下增长均亮眼

1.1 三只龙头在规模、利润率、增速方面各自占优

科锐收入、利润体量最大，人瑞内生增速最快，行业红利下龙头业绩增长均亮眼。以总收入及净利润规模统计，在2018年万宝盛华大中华收入及净利润规模最大，2018年科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才分别实现营收22亿元、24.9亿元、16.2亿元，分别实现净利润1.2亿元、0.98亿元、0.7亿元，在2019H1科锐完整并表 Investigo 后，科锐成为收入、利润规模最大龙头。

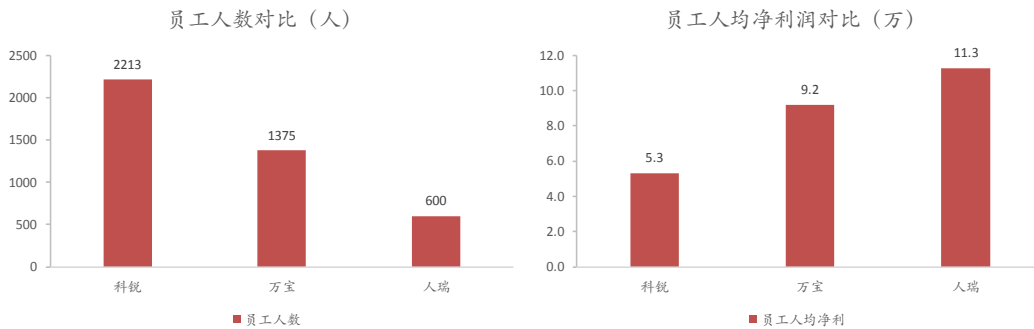
- 1) 科锐收购 Investigo 于2018年下半年开始并表，因此影响2018年下半年及2019年上半年业绩，刨除并表影响2018年营收/归母净利润增速45%/51%，2019H1营收/归母净利润增速35%/9%。
- 2) 万宝盛华2018年及2019H1分别存在1800万、1917万上市费用影响，因此2018年、2019H1利润增速表现下降，对应调整后2018年调整净利增速40%左右，2019H1调整后净利润增速39%，业绩高成长主要受益于大陆地区增长加速（收入占比50%左右），2018Q4至今大陆灵活用工业务始终保持50%以上收入增速。
- 3) 人瑞人才2018年年报数据收入利润规模略小于科锐、万宝，增长全部源自内生，且增速亮眼，连续收入及利润均实现100%+增长。

图1：科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才营收及净利润对比



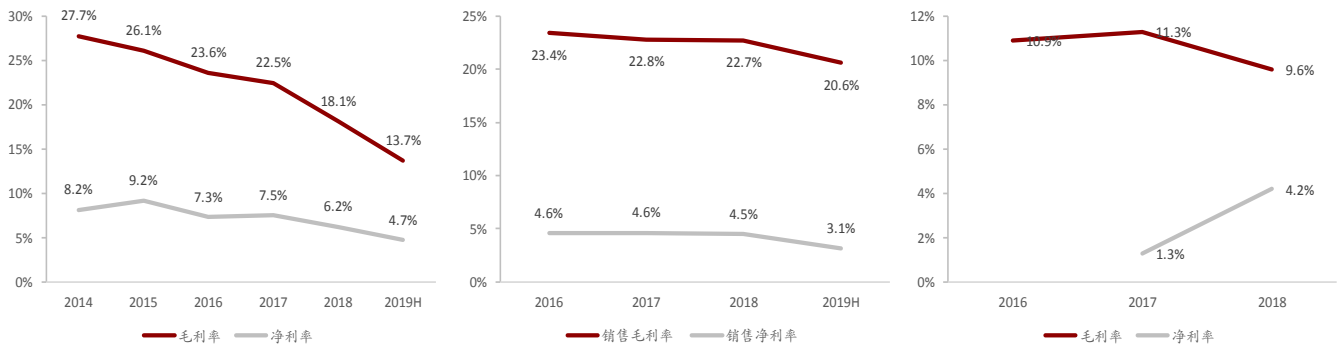
数据来源：Wind, 西南证券整理

整体净利润率水平在3%-5%，科锐国际相对较高，人均利润人瑞最高。从利润率看，科锐、万宝由于灵活用工占比逐渐提升，2019H1毛利率分别合理降低至13.7%、20.6%，净利率分别降至4.7%、3.1%，人瑞毛利率受低毛利业务外包业务(BPO)占比提升拖累2018年出现下滑但净利润水平受益于规模效应逐渐体现实现显著提升。从人均利润来看，员工数量科锐、万宝、人瑞分别为2213人、1375人、600人，以2018年全年归母净利润计算，人瑞(11.3万) > 万宝(9.2万) > 科锐(5.3万)。

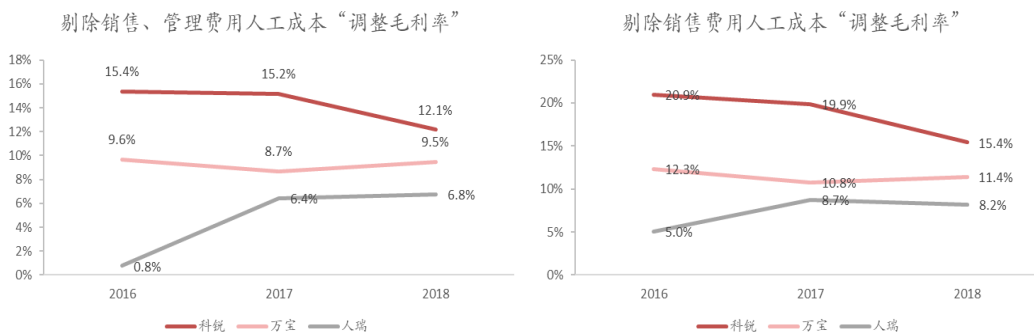
图 2：科锐国际、万宝盛华中中华、人瑞人才营收及净利润对比


数据来源：Wind，西南证券整理

会计准则不同，毛利率计算口径存在差异，调整毛利率科锐最高。科锐、人瑞成本已涵盖相关业务人员成本，而万宝盛华业务人员成本在销售费用中体现，因此表观数据万宝盛华中中华毛利率最高，为统一口径，我们在现有毛利的基础上进一步扣除三家公司销售费用、管理费用中的人工成本，得出整体“调整毛利率”，则可得科锐、万宝、人瑞 2016-2018 年“剔除人工成本毛利率”，2018 年科锐、万宝、人瑞“调整毛利率”分别为 15.4%、11.4%、8.2%，另外 2019H1 科锐“调整毛利率”为 9.3%。

图 3：科锐国际、万宝盛华中中华、人瑞人才毛利率净利率报表数据对比


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：科锐、万宝、人瑞“调整毛利率”对比


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 净服务费及其盈利能力：科锐规模最大，人瑞盈利最强

估算人瑞服务费口径利润率最高。灵工收入确认方式为服务费+派出人员人工成本，猎头、RPO 收入确认直接服务费，人力资源服务业务真实的收入即为服务费，因此我们认为可以通过服务费净利润率水平观察三家公司经营效率和盈利水平：

1) 科锐国际在 2019 年中报披露净服务费收入 5 亿元，为三者最大规模，对应 7920 万净利润的利润率为 15.8%；

2) 万宝业务人员人工成本计在销售费用项，我们认为其毛利可约等于净服务费，因此我们认为其服务费净利率约等于于毛利÷净利率，2019H1 公司实现毛利 3 亿元，净利润 4492 万元，对应服务费净利润率为 15.1%，考虑存在 1900 万上市费用影响，我们选取调整净利润做进一步计算，对应调整净利润 5610 万的服务费净利润率为 18.9%；

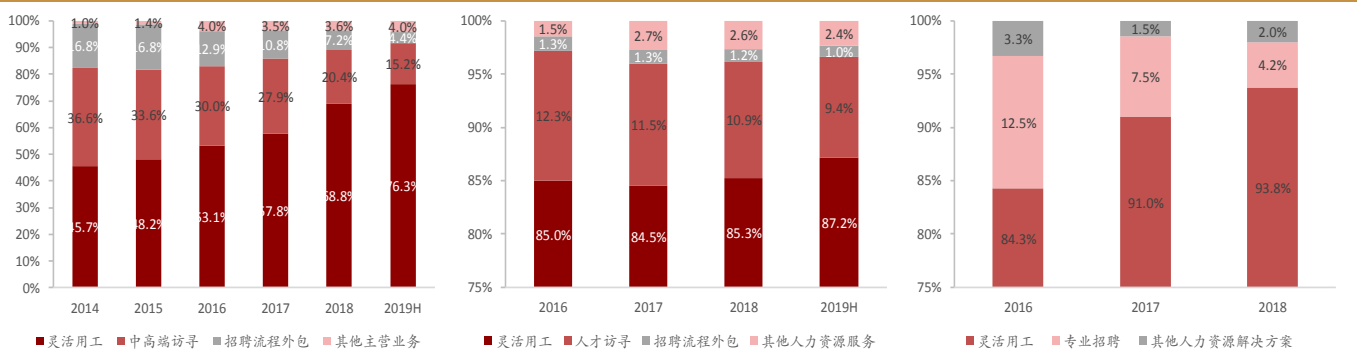
3) 人瑞灵活用工平均报价率约为 11-12%，估算净服务费收入在 2018 年约为 2.8 亿左右，对应服务费净利率约为 24%，为三者中最高水平。

2 业务结构对比：灵活用工收入占比最高增长最快

灵活用工收入占比人瑞最高，灵活用工均为目前主要增长点。三大龙头灵活用工收入占比均呈现提升趋势，其中人瑞灵工收入占比最高。从分业务结构看 2018 年科锐、万宝、人瑞灵活用工营收占比分别为 69%、85%、94%，2019H1 科锐、万宝灵活用工收入占比进一步提升至 76%、87%。

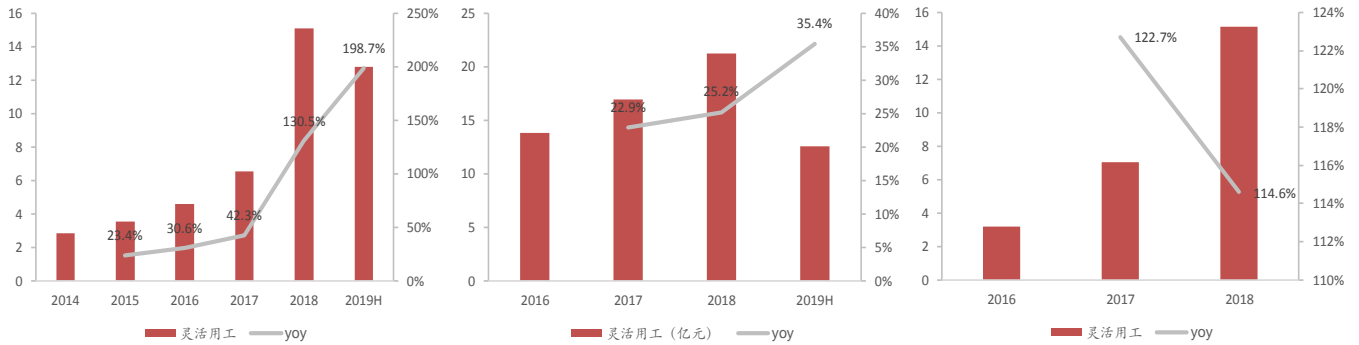
科锐国际猎头业务起家，且为国内首家 RPO 供应商，猎头、RPO 基数相对较大，灵活用工占比低于万宝和人瑞，但正处于快速提升阶段，而万宝盛华大中华、人瑞人才灵活用工业务则占比较高，人瑞灵活用工业务收入占比超过 93%。从未来 3-5 年收入端看，灵活用工均为三个公司主要增长点。

图 5：科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才业务结构对比



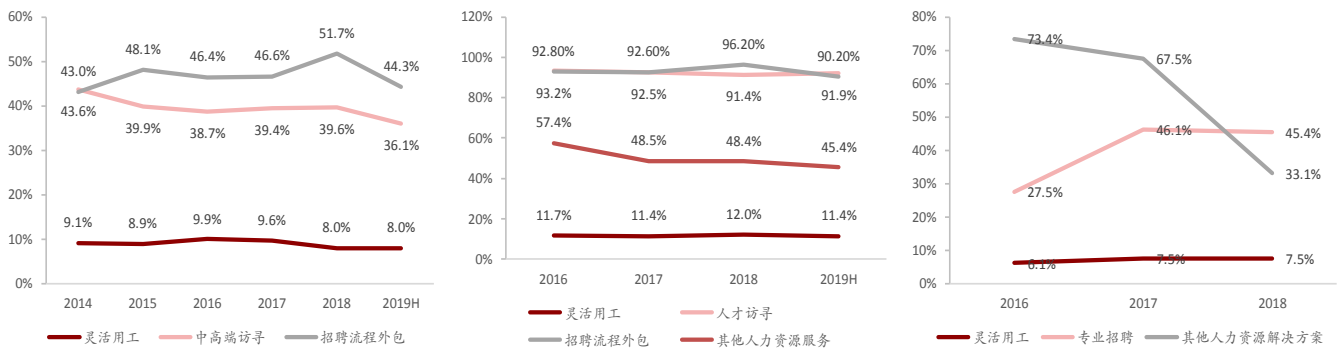
数据来源：Wind，西南证券整理

灵活用工业务均实现快速增长。单独从灵活用工业务规模增长来看，三者均实现高速增长，科锐国际受益于 Investigo 并表 2018 年实现 120%+灵活用工营收增速，2019H1 灵活用工收入增速提升至 199%，剔除 Investigo 灵活用工业务并表影响科锐 2018 年、2019H1 灵活用工内生营收增长分别约为 51%、74%，内生提速显著，三者对比来看，内生增速人瑞最快，2018 年 115%，预计 2019 年仍可保持翻倍增长。

图 6：科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才灵活用工营收及增速对比


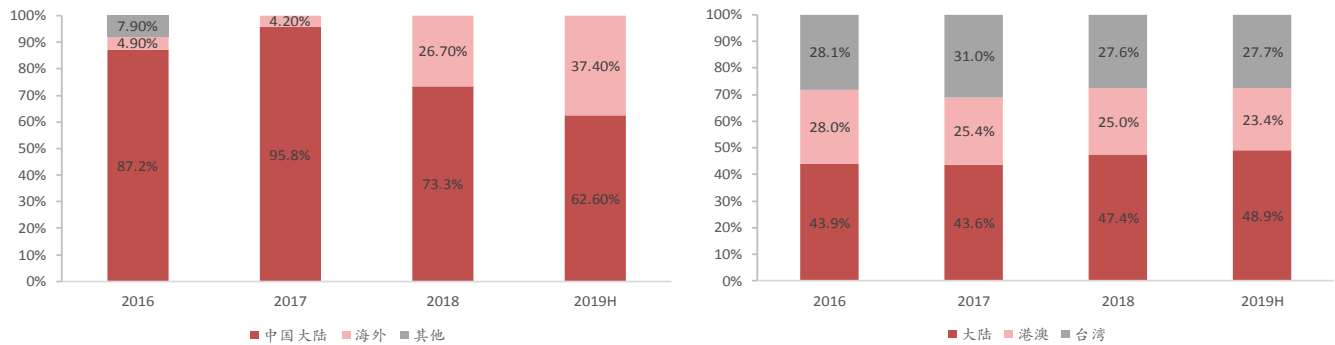
数据来源：Wind，西南证券整理

灵活用工受收入口径影响毛利率相对较低。从分业务毛利率看，表现数据万宝盛华大中华毛利率最高，但在整体毛利率分析中我们已提到万宝盛华大中华计算口径未扣除业务人员人工成本，若以统一口径计算，预计科锐国际灵活用工毛利率水平最高但差距预计不超过 2ppt。2019H1 科锐公布净服务费口径收入，可以算得与万宝一致口径的灵活用工、猎头、RPO 毛利率（即净服务费率）分别为 13.4%、99.8%、98.9%。

图 7：科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才分业务毛利率对比


数据来源：Wind，西南证券整理

分区域收入占比来看，科锐英国占比约 40%，万宝港澳、台收入人次占比约 25%，人瑞目前基本集中在大陆。从整体收入区域分布来看，科锐收入来自大陆、港澳台及海外，2018 年占比分别为 73%、27%，2019H1 占比分别为 63%、37%，2019 Investigo 并表全年后预计港澳台及海外营收占比将提升至 40%左右；万宝盛华收入全部来自大中华区，细分为大陆及港澳台，2018 年大陆、港澳、台湾占比分别为 48%、25%、28%，2019 年占比分别为 49%、23%、28%；人瑞业务基本集中在大陆地区，同时也为一个现有客户的印度业务提供服务。

图 8：科锐国际、万宝盛华大中华整体收入区域分布对比


数据来源：Wind, 西南证券整理

3 核心经营数据对比：人服龙头优势各异，差异化竞争

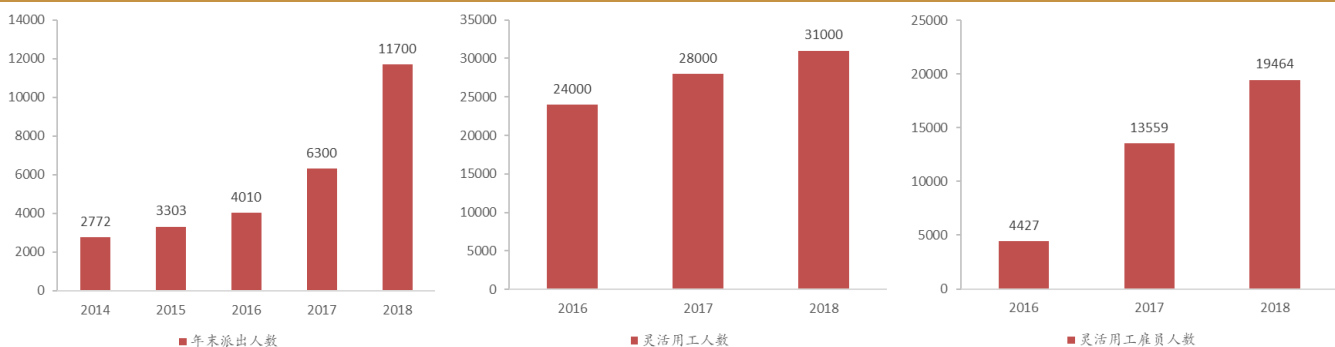
3.1 灵活用工业务经营数据对比

三家龙头人数披露方式存在差异，年化人数人瑞>万宝>科锐

1) 科锐国际统计方式为报告日节点人数+报告期内累计人数，根据 2018 年年报，2018 全年累计派出 108000 人，与时点数据存在较大差异的原因在于科锐凭借招聘能力可承接许多短期项目，例如 2019 年的武汉军运会等，2018 年年化成 12 月用工周期的派出人数预计在 10000 左右；

2) 万宝盛华统计报告期内发放工资的派出员工人次，属于累计人数的方式，和科锐 2018 年的 108000 的统计方式类似，平均用工周期相对科锐更长，预计 2018 年年化为 12 月工作周期派出人数在 11000 左右；

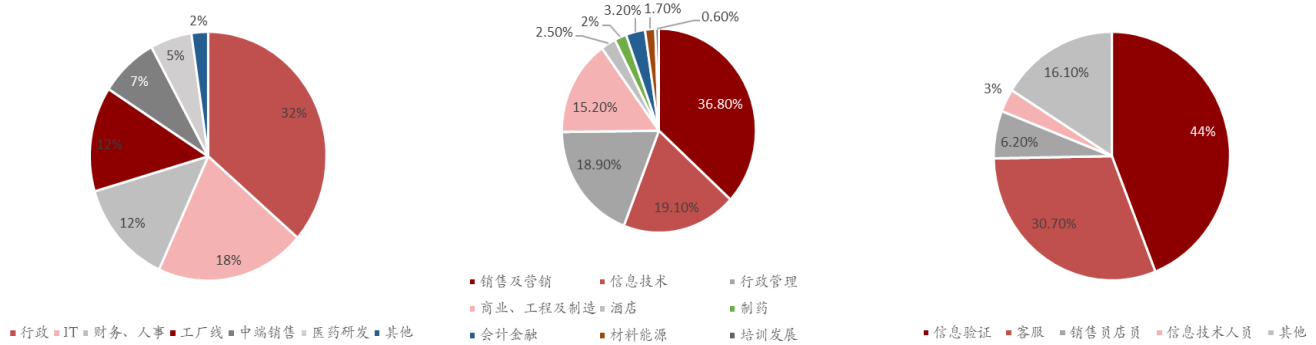
3) 人瑞人才统计方式为月末节点人数，与科锐类似，其用工周期在三者中最长，预计 2018 年年化派出人数在 15000 左右。

图 9：科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才报表披露灵活用工派出人数对比


数据来源：Wind, 西南证券整理

岗位类型方面对比，科锐、万宝岗位分布分散，人瑞岗位分布较为集中。从灵活用工岗位类型分布来看，科锐国际、万宝盛华大中华岗位类型分布更广泛，且类型与占比分布相似，通用性岗位占比最高，其次为 IT 岗位，而人瑞在岗位布局方面相对集中，信息验证+客服人员合计占比达到 74%，其余为销售和 IT，根据招股书投向，预计未来金融行业以及 IT 行业岗位占比会有所提升，更多类型岗位的渗透有望更加丰富。

图 10：科锐国际、万宝盛华大中华、人瑞人才灵活用工岗位分布对比



数据来源：Wind，西南证券整理

灵活用工收入、人数区域分布对比：科锐布局海内外，万宝布局中国，人瑞更集中于大陆

1) 从灵活用工收入的区域占比来看，科锐借助 Investigo 打开欧洲市场，年收入体量折合人民币 10 亿元左右，灵活用工业务占 Investigo 收入比例 90%左右，Investigo 完全并表后估算灵活用工国内、国外分布 6:4；万宝猎头业务多集中在大陆地区，基本为灵活用工业务为主，因此我们假设大陆收入=大陆灵活用工收入，则估算万宝大陆、港澳台分布约为 5.5:4.5。

2) 从灵活用工的派出人数占比来看，科锐大部分集中在大陆地区，Investigo 派出人数仅 1000 左右；万宝盛华年轻化人数方面港澳人力成本高于大陆，且项目周期相对大陆更短，假设港澳台年轻化人数薪资水平为大陆的 1.5 倍，则估算万宝大陆与港澳台人数占比约为 3:7。

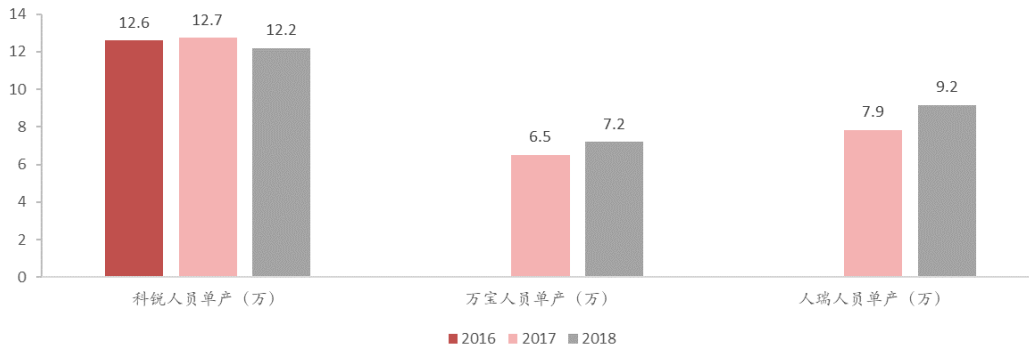
报价对比，三者平均报价率在 12~16%之间

报价范围方面，科锐与万宝盛华报价范围在 15%-25%之间，人瑞报价水平略低于前两者；平均报价率方面，根据 2019H1 数据，科锐整体（国内+海外）平均报价率为 15.4%，预计抛去海外 Investigo 部分后国内平均报价水平仍处于高位，2019H1 万宝报价率可通过灵活用工业务毛利算得 12.9%，人瑞人才报价范围和平均报价水平略低于科锐、万宝，主要由于人瑞派出岗位较为集中且标准化，更易于交付且更易规模化增长，用工周期也相对更长。

派出人员人均产出水平对比：此处计算我们先以各个公司灵活用工派出人员披露口径的年初年末平均值作为分母，灵活用工业务收入作为分子（科锐剔除 Investigo）计算，则可得科锐人均产出在 12 万左右，万宝由 2017 年的 6.5 万提升至 7.2 万，人瑞由 2017 年的 7.9 万提升到 2018 年的 9.2 万。

但在人数统计口径存在差异前提下，以上估算会存在非常大误差。科锐、人瑞披露口径为节点数据，万宝披露口径为累计数据，累计人数>节点人数，因此以上方式计算的万宝单产与人瑞、科锐不具有可比性，我们假设万宝用员工平均用工周期为 150 天，假设的依据在于越标准化的岗位用工周期一般越长，基于此假设计算万宝灵活用工人员单产在 16 万左右。

图 11：不考虑人数披露差异的科锐、万宝、人瑞派出员工单产水平对比



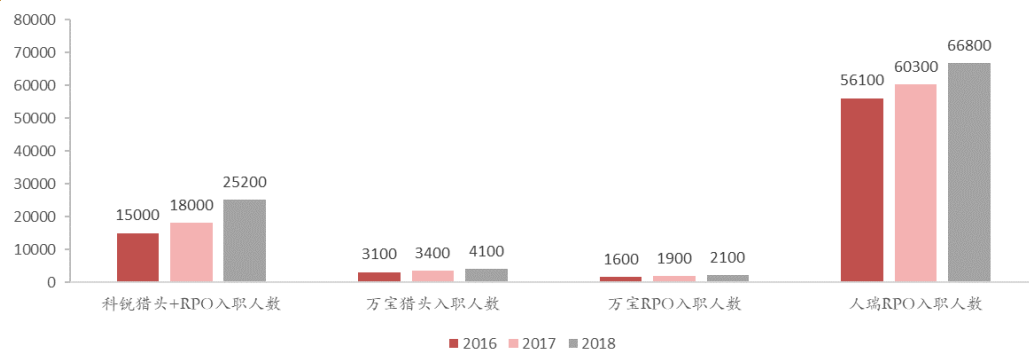
数据来源：Wind，西南证券整理

灵活用工业务顾问人均管理派出人数对比，龙头均存在较大提升空间：灵活用工业务顾问的管理半径海外平均水平在 150-200 人，上限通常在 400 人左右。管理半径可在一定程度体现公司运营效率，同时也受到不同项目进程和岗位类型等多方面影响。目前科锐灵活用工顾问 200+，人均管理人数 70 左右，存在一定区域性差异；万宝目前灵活用工顾问约 300+，人均管理人数 100 左右；人瑞目前灵活用工顾问约 140+，人均管理人数 100+，因此从现有管理规模来看三者均未达到人均管理瓶颈，仍然有较大的提升空间。

3.2 其他经营数据对比

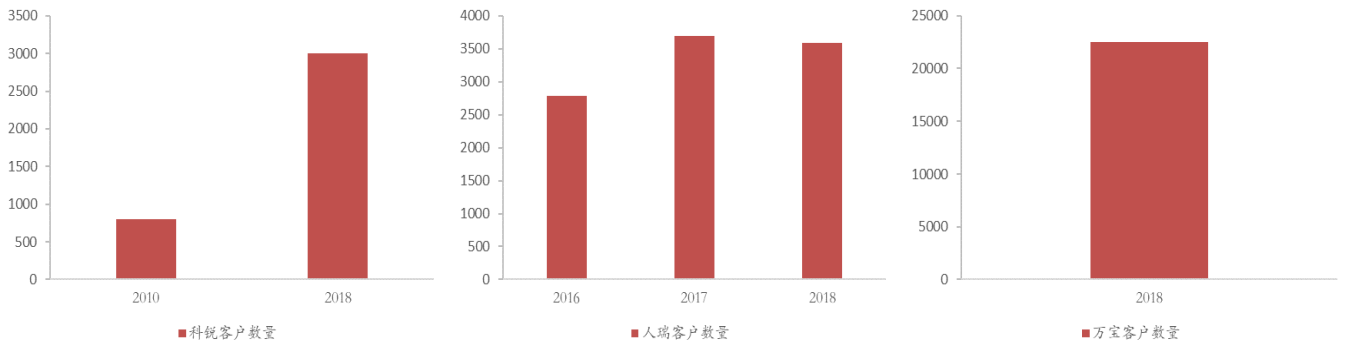
从猎头及 RPO 交付人数来看，人瑞数量占优。由于科锐猎头、RPO 交付人数合并披露，因此无法直观对比科锐、万宝猎头业务交付数量，而人瑞无高端猎头业务，从交付人数角度来看，人瑞交付人数显著多于科锐和万宝，主要由于两个原因，一是人瑞统计口径中包含灵活用工派出人数，二是人瑞交付岗位类型较为通用、标准化，在新兴行业企业中存在规模化的需求缺口。

图 12：科锐、万宝、人瑞猎头、RPO 交付数量对比



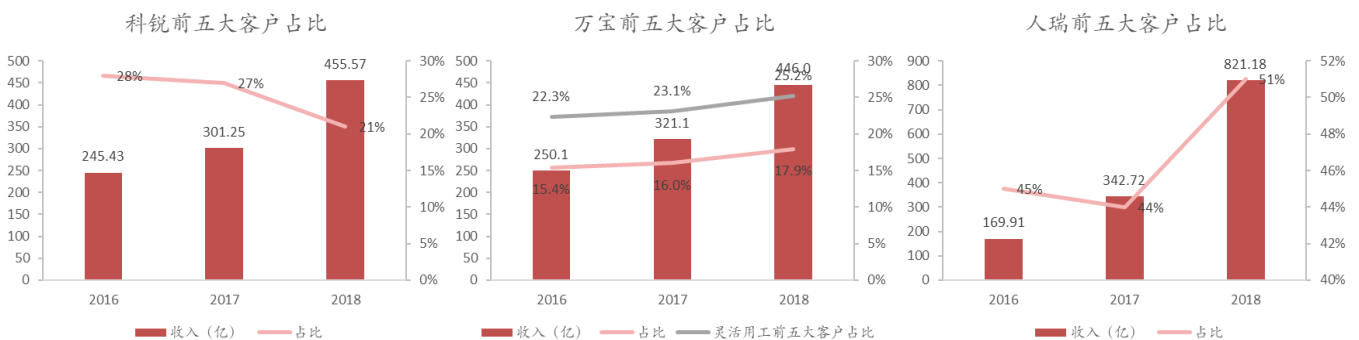
数据来源：Wind，西南证券整理

客户数量万宝盛华占优。根据三家公司 2018 年最新客户数量数据可见，科锐 2018 年客户数量 3000+，人瑞 3593 家，万宝客户数量 22500 家，此外，**外企数量占比**万宝>科锐>人瑞，**国企占比**科锐最高约 10%左右，但暂时缺乏具体数据。从客户增长来看，三家均主要来源于大陆地区民企灵活用工需求的增加，同时国企、央企、机关单位等政府相关机构需求亦快速增长。

图 13: 科锐、万宝、人瑞客户数量对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

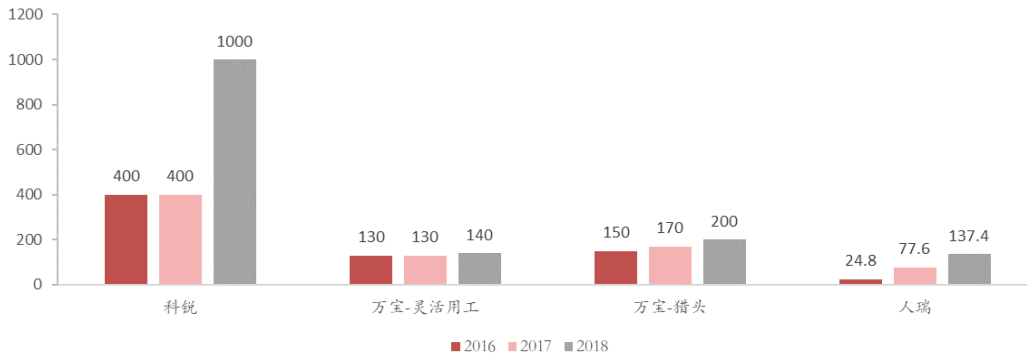
从前五大客户收入占比均处于提升轨道, 优质客户的需求挖掘能力持续提升。从前五大客户收入占比来看, 人瑞占比最高维持 40% 以上, 整体呈现上升趋势, 万宝前五大客户收入占比最低 (2018 年 18%), 亦呈现提升趋势, 科锐前五大客户占比居中, 2018 年 21% 左右, 2018 年较 2017 年下降明显主要受 Investigo 并表计算基数变化的影响, 若剔除 Investigo 2018 年并表收入, 则前五大客户占比为 27.9%, 占比亦处于提升轨道, 可见各家龙头对优质客户的需求挖掘能力在持续提升。

图 14: 科锐、万宝、人瑞前五大客户占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

分支机构数量、候选人数量科锐最丰富。截止 2018 年科锐、万宝、人瑞分支机构数量分别为 100、20+、31, 候选人数据库方面科锐最丰富, 2018 年拥有候选人数据库 1000 万+, 万宝将灵活用工、猎头数据库分开披露, 整体数据库体量在 400 万+, 人瑞 2018 年香聘平台拥有候选人数据 137 万。

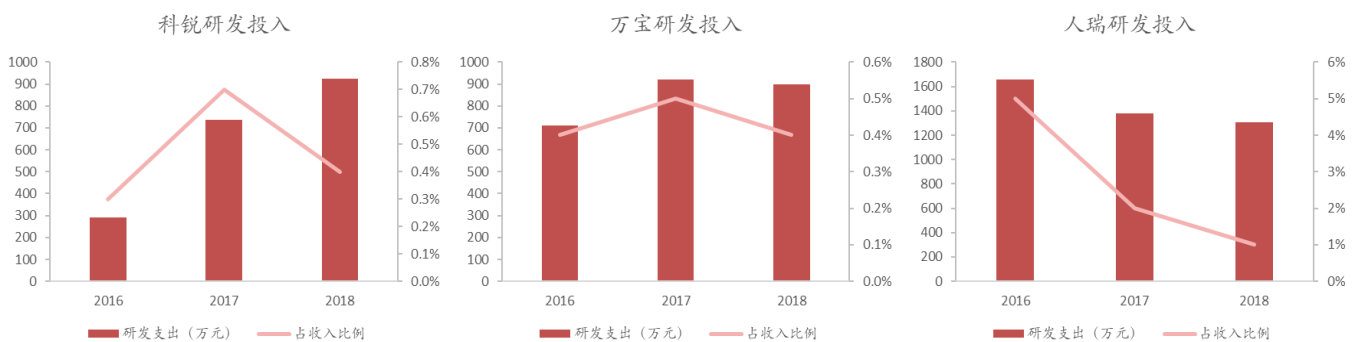
图 15: 科锐、万宝、人瑞候选人数据量对比 (万人)



数据来源: Wind, 西南证券整理

研发投入人瑞最高。从研发投入的体量和研发支出占比来看,人瑞为三者中研发投入力度最强,2018 年研发投入 1300 万左右,研发支出占比在 1%左右,科锐、万宝研发支出占比约为 0.4%,研发支出均用于内部或外部相关技术产品的布局,与各企业自身业务均有较强的协同性。

图 16: 科锐、万宝、人瑞研发投入对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

从现已推出的技术产品来看:

科锐国际现有产品布局最为丰富。科锐国际已推出的技术产品涵盖 OMO 产品+SaaS 产品+平台型产品,既有产品赋能公司内部业务实现降本增效,又有产品辅助客户优化自身人力资源管理,布局相对丰富,并且通过交叉销售的方式目前已经实现了技术产品向现有客户的较好渗透,未来技术产品有望助力科锐开发更多人力资源全产业链需求;

人瑞人才技术产品与现有业务实现充分结合。人瑞技术产品主要集中在平台型产品和 SaaS 产品,均针对自身核心业务展开,始终处于迭代升级过程,有效提升灵活用工等主营业务的运营效率,通过大数据及人工智能手段有效提高人岗匹配效率,同时在候选人端和企业端持续优化用户体验,未来公司上市后将大力;

万宝盛华技术产品研发后发可期。万宝在现有技术产品上延续母公司培训及评估优势,现有技术产品为 Woskill 培训平台,可提供包括管理培训、专业技能培训、职业规划和职场英语 WOWtalk 相关培训,同时在内部业务系统化建设中,按照公司招股书募资投向计划,公司将投入 30%募集资金用于灵活用工线上平台等技术产品研发。

表 1: 科锐技术产品简介

产品类型	名称	产品简介	备注
OMO 产品	才客网	中高端人才访寻+互联网产品, C2B 的模式主打“为牛人找工作”	中高端人才访寻业务的线上服务
	即派优职	灵活用工+互联网/移动端的产品, 针对城市小白领岗位的职业发布及求职服务平台	应灵活用工业务的线上服务
平台产品	医脉同道	针对大健康领域的垂直细分小程序, 可以用来发布职位和吸引简历	为大健康领域提供职位发布及求职的小平台
	科锐优职	科锐官网及公众号的职位发布小程序	目前主要用于聚合职位及候选人资源
	翰林派	针对专家咨询、调研等专家智库服务的 APP	属于灵活用工-类兼职服务+技术的平台
	可汗招聘	即 Co-Hirer, 职位分发平台	聚合各种渠道做职位信息分发、吸引 B 段及 C 端流量
SaaS 产品	睿聘	针对中小长尾客户的简历管理 SaaS 云软件	轻简、便捷。可以和外包服务组合服务
	薪薪乐	针对中小长尾客户的薪酬服务考勤管理 SaaS 云软件	目前在“全薪全 E”产品下, 可定制不同产品+服务模式
	才到	针对大中型客户人力资源的 SaaS 云软件	可按需求分模块定制开发
	禾蛙网	加盟商及合作伙伴的信息共享平台	2018 年 3 月已投入使用

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 人瑞技术产品简介

产品类型	名称	产品简介	备注
平台产品	香聘平台	人瑞自行开发的线上线下招聘平台	为公司候选人资源的主要入口
	瑞家园平台	公司灵活用工行政管理及社交功能	针对灵活用工外包人员使用
SaaS 产品	瑞云管理系统	网上 SaaS 管理门户, 可用于客户的灵活用工员工管理	灵活用工客户使用
	瑞聘系统	可通过瑞聘系统监控每个项目的招聘流程并反馈	内部使用, 有效提升人瑞项目匹配能力

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

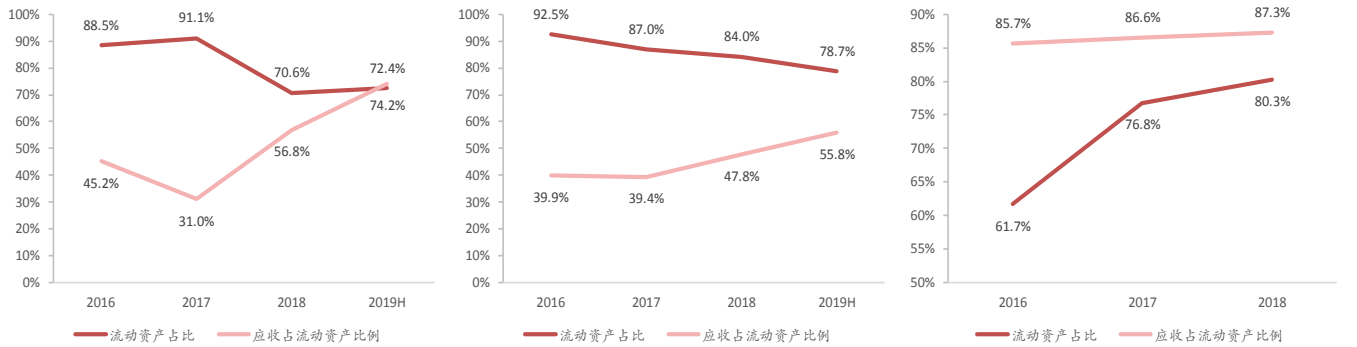
表 3: 万宝技术产品简介

产品类型	名称	产品简介	备注
平台产品	Woskill	向商业机构和个人提供多元化培训及发展课程	包括管理培训、专业技能培训、职业规划和职场英语 WOWtalk

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

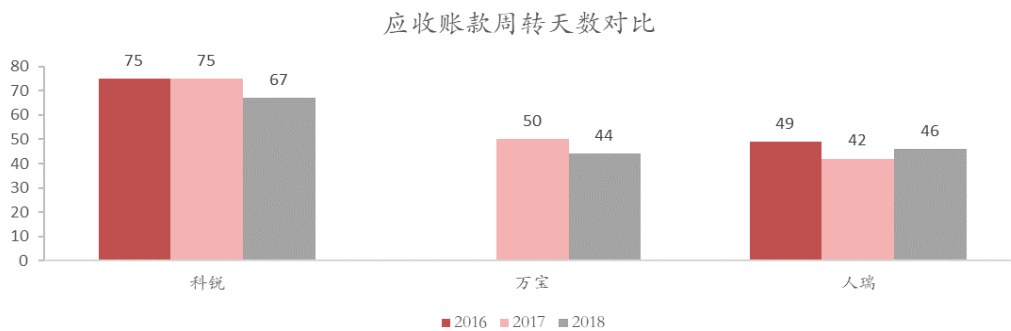
3.3 主要财务数据对比

应收账款均为流动资产重要组成部分, 人瑞占比最高。对于人力资源公司来说, 除货币资金外, 应收账款均为主要资产, 从 2018 年来看, 科锐、万宝、人瑞流动资产占总资产比重分别为 71%、84%、80%, 其中应收账款占流动资产比重分别为 57%、48%、87%。

图 17: 科锐、万宝、人瑞流动资产比重、应收账款比重对比


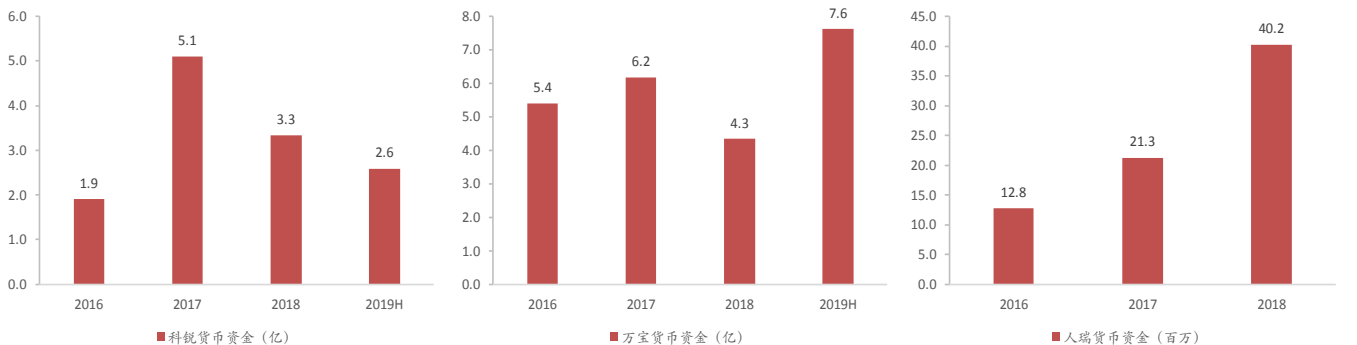
数据来源: Wind, 西南证券整理

应收周转在 44-75 天之间, 万宝、人瑞周转略快于科锐。通常灵活用工行业的账期在 30-90 天之间, 而科锐由于猎头业务占比高于万宝、人瑞, 应收账款周转略慢于后两者, 其中 2018 年应收账款周转最快为万宝盛华, 周转天数仅为 44 天。

图 18: 科锐、万宝、人瑞应收账款周转天数对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

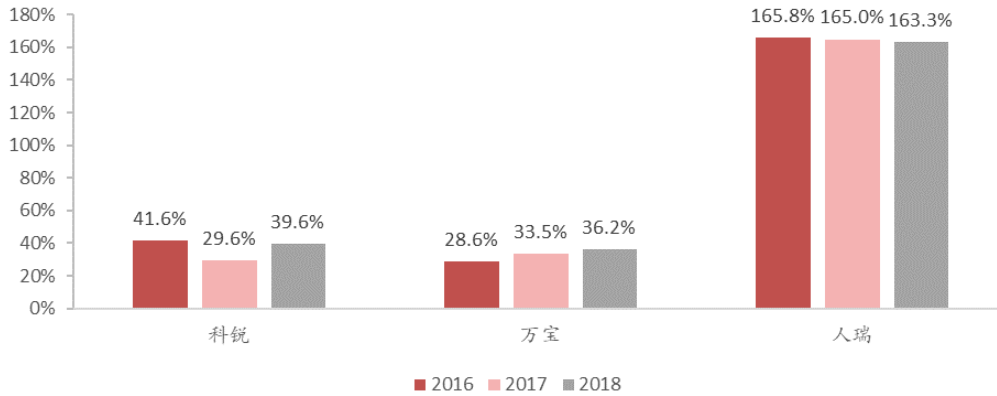
货币资金均较充裕, 万宝在手现金最多。从货币资金体量来看, 科锐、万宝货币资金近两年均保持 2 亿元以上水平, 其中科锐 2017 年首发募集资金 2.9 亿元, 2018 年以 2200 万英镑现金购买 Investigo 52.5% 股权后仍有 3.3 亿元现金在手, 万宝截止 2019H1 则有 2.3 亿元现金在账, 2019 年首发募资资金约折合 4 亿元人民币, 而人瑞仍处于快速成长期, 现金量略低于科锐、万宝。

图 19: 科锐、万宝、人瑞货币资金对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

科锐、万宝负债水平较低，人瑞受优先股影响负债水平较高。从资产负债率水平看，科锐、万宝资产负债率保持在40%左右，而人瑞主要受优先股影响负债水平超过100%，若剔除报表中复合金融工具项(即包括优先股和可转债)，2016-2018年资产负债率分别为93%、85%、78%，正处于合理下降轨道。

图 20：科锐、万宝、人瑞资产负债率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

4 战略方向：均包含渠道扩张、技术研发及战略并购

从发展的战略路径来看，三家大体方向一致，均聚焦于渠道向更深层次城市扩张、利用技术手段提升发展水平、以及通过战略并购实现快速发展。

图 21：科锐、万宝、人瑞战略方向对比



数据来源：Wind，西南证券整理

4.1 渠道建设：持续下沉是三者主旋律

科锐渠道建设相对全面，渠道下沉持续进行。境内外截止目前有近 100 家分支机构，以实现全国及海外区域的覆盖，目前仍处于二三线城市渠道扩张期，主要目的在于获取中长尾客户。同时通过增加垂直商圈功能分区、增强业务板块间的交叉销售和协同效应等手段，对现有分支机构进行优化升级，吸引更多的加盟商及合作伙伴，进一步拓展和完善覆盖全国的人力资源服务网络。

万宝离岸招聘能力较强，未来渠道拓展将深耕二三线。万宝目前已有分支机构 20+，覆盖城市 150+。上市后公司计划以华中及华西为重点，拓展二三线城市市场，通过增加 400-500 名合伙人和顾问的方式实现渠道的扩张，预计重点城市在杭州、武汉及重庆。

人瑞渠道将继续下沉，预计未来三年新开 50 家分支机构。人瑞于西南地区起家，基本实现深耕成都、重庆等二线城市，上市后渠道拓展重点将在二三四线城市，预计包括郑州市、长沙市、济南市、大连市、昆明市、贵阳市等人口大市，拟在未来三年内在拓展城市设立 50 家分支机构。

4.2 技术研发：技术研发是业务拓展核心驱动力之一

科锐以“新技术+服务”模式拓展长尾客户，全产业链布局。公司通过技术和系统的持续开发及 AI 机器学习的不断升级，对内加大对中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等三大主营业务赋能，从顾问的获客、到候选人筛选、面试到发送候选人报告等各个环节不断缩短工作时间。司在“一体两翼”战略指引下，在加大技术研发投入的同时不停打造适应长尾客户需求的新技术产品+服务的模块产品。其中包括基于互联网及手机端的各类 OMO 产品、基于 APP 及微信小程序的垂直细分平台以及针对企业整体人力资源管理、轻筒便捷的简历管理及薪酬福利管理的 SaaS 云软件产品。

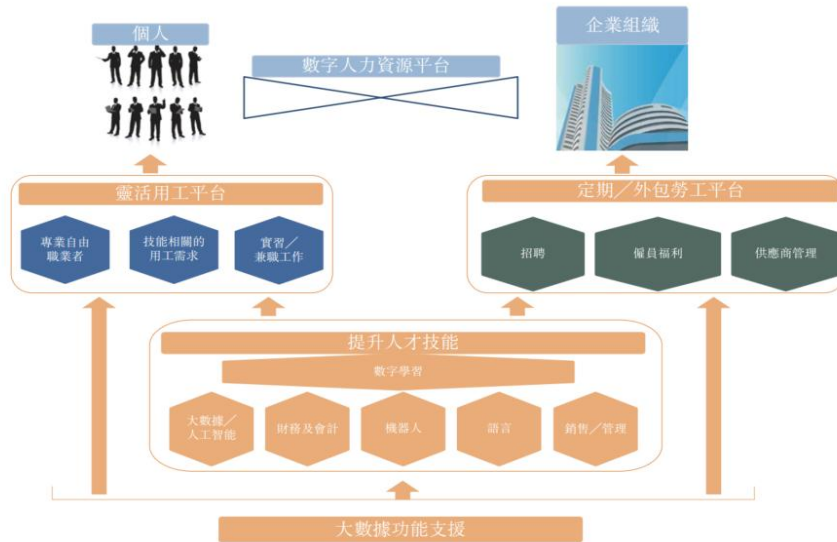
图 22：科锐技术平台架构



数据来源：Wind，西南证券整理

万宝以母公司技术系统为基础，致力于数字化人力资源平台。在灵活用工业务流程系统化方面，公司沿用美国母公司成熟系统并更新迭代成适应中国市场的自有系统，未来技术投入将致力于数字化人力资源平台的建设，具体功能包括 1) 进一步开发灵活用工系统并向指定客户授出访问权限，以便客户积极参与甄选及招聘流程并易于与候选人互动；2) 通过平台引入人力资源增值服务商业务，例如团建、体检等；3) 开发培训平台，进行有关大数据、机器人、语言以及财务等相关培训服务，以增强现有线下培训业务的渠道。

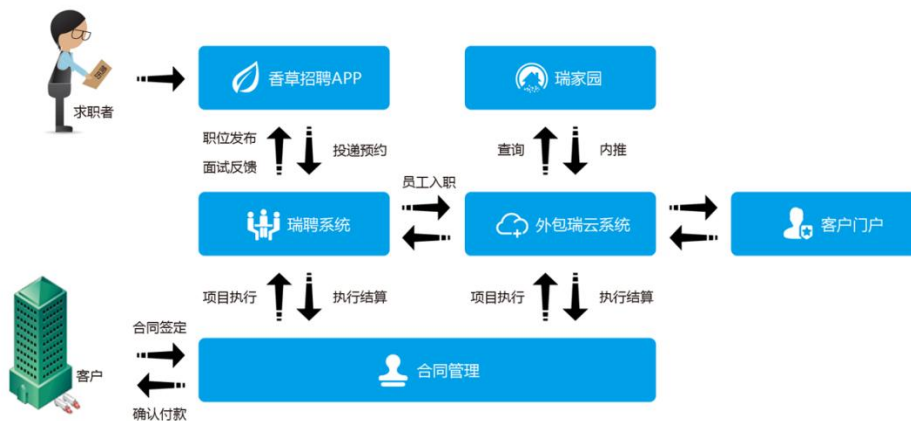
图 23：万宝数字人力资源平台蓝图



数据来源：Wind，西南证券整理

人瑞技术建设更聚焦灵活用工行业，管理层团队技术背景持续推动业务技术化升级。公司管理层均为通信行业技术出身，对技术系统研发重视程度较高，自 2012 年开始自主研发人力资源生态系统，目前公司已通过自主研发实现灵活用工业务全流程系统化。公司预计将在未来五年进一步提升公司一体化人力资源生态系统，增强人工智能及数据挖掘技术方面的能力，以提升招聘、人岗匹配效率，并有望根据需求进一步强化系统功能并推出附加功能和增至服务，例如类统一联盟及灵活用工学习培训平台等。

图 24：人瑞人力资源生态系统产品联动一览



数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 战略并购：技术条线+业务条线双管齐下

科锐持续通过并购实现部分业务线横向拓宽以及技术水平提升。公司目前已收购标的包括北京欧格林、上海康肯、秦皇岛速聘、上海科之锐、新加坡公司、安拓咨询和安拓奥古、北京联聘、亦庄人力及 Capstone、融睿诚通以及英国 Investigo，实现了岗位条线、覆盖区域以及业务相关技术产品的扩张，同时公司通过股权投资方式对才到等国内领先的人力资源技术企业进行投资。

万宝现有收购标的有限，未来重点或仍在灵活用工领域。公司于 2017 年收购香港 Event Elite 51% 股权，未来或通过收购或投资现有业务相关的国内优质标的，一方面公司计划收购技术条线标的以增强现有数据分析能力，另一方面公司计划通过收购目标二线城市优质标的、或业务条线互补的相关标的以扩大现有业务范围，且收购标的利润体量将不低于 1000 万元。

人瑞未来有望通过收购增加行业覆盖范围并提升技术水平。公司未来有望通过收购特定领域灵活用工优质标的扩大业务范围，重点在金融机构、信息技术行业，其中金融行业标的净利润不低于 500 万，派出规模大于 1000 人，信息技术行业标的净利润不低于 1000 万，派出规模大于 500 人；此外计划收购一家专注人工智能及人力资源服务数据挖掘的信息技术公司，以进一步提升公司招聘效率及改良人工匹配方法，且标的公司拥有超过 100 名专门从事人力自愿应用的工程师。

5 对比总结：三大龙头各有千秋，头部化趋势下可尽享行业成长红利

科锐国际：猎头起家综合型龙头，全生态布局进行时。总的来看科锐为猎头起家的本土人服龙头、国内首家 RPO 供应商，约 2006 年开始布局灵活用工业务，在各项业务的招聘环节均具有明显优势。猎头和 RPO 业务行业龙头地位已较为稳固，其中猎头岗位集中在中高端，猎头顾问人均产出处于行业高位（现阶段约 52 万/人年左右，行业水平约 20-30 万/人年左右），招聘基因赋予科锐业务更高效的交付能力，灵活用工业务短期项目优势明显，整体利润率较高，技术产品布局更早且更加丰富，是优质的综合性人力资源解决方案供应商，通过技术的投入与升级逐步向完整人力资源生态型企业转型。

万宝盛华：品牌力卓越的灵活用工优质供应商，大陆地区放量增长。万宝盛华大中华母公司 Manpower Group 早在 20 世纪 40 年代开始开展灵活用工业务，在港澳台均位居首位，大陆地区灵活用工布局相对较晚（2010 年），借助母公司卓越品牌力实现高速增长，整体收入规模达到三者最高，国际客户落地以及流程化管理模式方面优势显著，同时猎头业务表现也较为优异，目前猎头顾问人均产出约 42 万，略低于科锐但仍为行业中高水平。

人瑞人才：扎根本土的灵活用工黑马，技术加码+业务聚焦更显成长弹性。人瑞业务相对更加聚焦，业务专注于灵活用工领域，在技术研发上投入相较科锐、万宝更多，系统化应用对业务效能提升显著。从岗位布局来看专业纵深性佳，更有利于业务规模效应的体现，同时区域集中在人力资源行业高速发展的大陆地区，因此公司业绩成长充分受益于大陆地区行业增长，且均来自内生，短期内具有更强的业绩弹性，中长期看公司在灵活用工岗位上将逐渐丰富布局，亦将向海外一带一路方向拓展。

灵活用工推动现阶段增长，行业发展趋势利好头部企业。 对比三家龙头可以看出，灵活用工业务均为目前业绩主要增长驱动力，同时技术驱动将是人服行业演进的必然趋势。从灵活用工行业的发展方向来看，首先从成长性角度是人服行业最佳赛道，其次从竞争格局的变化可以看出，一方面政策加码将倒逼违法违规中小型供应商退出或被兼并，另一方面龙头供应商手中客户资源与候选人资源的逐渐丰富形成了良性循环，有效提升头部供应商的资源匹配效率，客户粘性持续提升，相对中小企业竞争优势愈加明显，因此我们认为行业将由目前的极度分散状态（CR5 仅约 4.7%）逐渐呈现一定的头部化特征，科锐国际、万宝盛华及人瑞人才作为行业龙头均可享受我国人力资源行业发展红利。

头部灵活用工龙头企业陆续登陆资本市场，看好板块性布局机会。 目前科锐国际与万宝盛华大中华已成功登陆资本市场，人瑞人才预计年末有望登陆港股，行业高成长趋势下我们持续看好人力资源板块性布局机会，推荐科锐国际（300662.SZ）、万宝盛华（0280.HK），同时建议关注人瑞人才上市进度。

表 4：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元/港元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300662.SZ	科锐国际	28.9	买入	0.84	1.05	1.27	34	28	23
2180.HK	万宝盛华	8.61	买入	0.65	0.83	0.97	12	9	8

数据来源：聚源数据，西南证券

6 风险提示

宏观经济或持续低迷、技术产品开发或不及预期、业务顾问人数增长或出现瓶颈。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn