

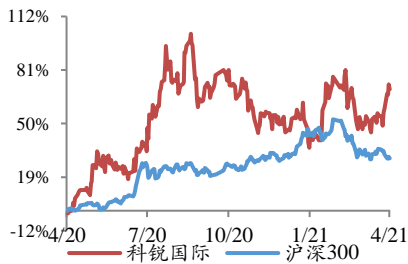
科技赋能、锐意进取，人服行业先行者

投资评级：买入（首次）

报告日期： 2021-04-15

收盘价（元）	58.13
近 12 个月最高/最低（元）	69.09/33.59
总股本（百万股）	183
流通股本（百万股）	181
流通股比例（%）	98.85
总市值（亿元）	106
流通市值（亿元）	105

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

分析师：王雨晴

执业证书号：S0010520080004

邮箱：wangyq@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 人力资源外包服务赛道前景可观，规模龙头企业价值待重估

预计到 2023 年，我国人力资源外包服务市场规模有望达 4267 亿元，即 2018~2023 年复合增速达 19.0%。当前人服行业呈现“市场持续扩容、集中度低”的“大赛道+小公司”的局面。作为首家 A 股上市人力资源服务企业，科锐国际已发展为人力资源全产业链服务全覆盖的龙头企业之一——优质赛道中的成长型标的，估值有望迎来进一步提升。

● 灵工市场发展提速“箭在弦上”，多维利好形成强劲助推剂

在“自然出生率下行+劳动人口红利消减+劳动力市场供需缺口”等因素的综合影响下，我国灵活用工市场规模持续扩容，预计 2023 年将达到 1771 亿元，对应 2018~2023 年复合增速达 24.5%。短期疫情催化+中期就业观念转变+长期行业渗透率提升，叠加利好政策冲破人才流动枷锁，灵工业务大有可为。同时，中高端人才访寻业务已现复苏迹象，招聘流程外包业务随着客户“接受服务”的“再教育”有望迎来新的增长。

● 三大业务协作铸就核心竞争力，创新赋能带动经营提效降本

公司在发展方面逐步树立起“四个一”的战略，三大业务并非孤立存在而是形成有机协作铸就公司核心竞争力。(1) 充沛人才资源库，打通“广、精、深”的业务拓展方式；(2) 线上线下产品齐发力，实现提效降本；(3) “一站式”整体解决方案更具竞争力；(4) “业务”与“区域”并购双线并行，规模与质量共同提升；(5) 品牌塑造及客户黏性为公司发展保驾护航。目前，公司在中国、印度、新加坡、马来西亚、美国、英国、澳大利亚等全球市场拥有 110+家分支机构，2400+位招聘顾问及技术人员，在超过 18 个行业及领域为客户提供人力资源全产业链服务。

● 投资建议

我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.02、1.31、1.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 53、41、33 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

经济增长不及预期、行业竞争加剧、持续扩张带来的管理和整合风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3586	3940	5465	7419
收入同比 (%)	63.2%	9.9%	38.7%	35.7%
归属母公司净利润	152	186	240	302
净利润同比 (%)	29.4%	22.0%	29.0%	26.1%
毛利率 (%)	14.3%	13.7%	13.4%	13.0%
ROE (%)	17.7%	17.7%	18.6%	19.0%
每股收益 (元)	0.83	1.02	1.31	1.65
P/E	38.2	53.2	41.3	32.7

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 人力资源全产业链服务商	5
2 契合时代经济发展，灵工业务大有可为	7
2.1 立足“三大主体+四大环节”，打造成成熟灵活派工模式	7
2.2 灵工发展潜在动力：行业规模扩容+低渗透率提升	11
3 供需两端齐发力，人才稀缺与 RPO 外包共增	18
3.1 顺周期属性弱化，产业升级刺激中高端人才需求稳中有升	18
3.2 RPO 业务日趋成熟，小而美市场有望扩容	21
4 创新赋能、先行一步；业务交叉、构建闭环	23
4.1 “四个一”规划清晰，“三主业”协同并进	23
4.2 优势一：资源集聚、人才先行	26
4.3 优势二：线上线下齐发力，提效降本	30
4.4 优势三：“有求必应”，多维业务满足客户全需求	34
4.5 优势四：精准并购巩固先发优势	35
4.6 优势五：成功塑造品牌影响力，下游客户粘性高	37
5 盈利预测及投资建议	39
5.1 盈利预测	39
5.2 投资建议	40
风险提示：	40
财务报表与盈利预测	41

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主要子公司营收贡献比 (2019)	6
图表 3 公司主要子公司净利润贡献比 (2019)	6
图表 4 公司核心管理团队简介 (截至 2021.3)	6
图表 5 公司股权结构 (截至 2021.2)	7
图表 6 公司灵活用工“三大主体+四大环节”模式	8
图表 7 公司灵活用工业务服务模式	8
图表 8 灵活用工服务有助于缓解 B 端用工的挑战	9
图表 9 我国平均工资水平及其增速	10
图表 10 CPI 当月同比 (%)	10
图表 11 灵活用工与传统用工模式比较	10
图表 12 灵活用工业务服务流程	11
图表 13 我国人口出生率及自然增长率呈下行趋势	12
图表 14 中国就业人员总数与其占总人口比重	13
图表 15 我国各年龄层人口占比	13
图表 16 我国三大产业年末就业人数规模 (万人)	13
图表 17 我国三大产业就业人数占比	13
图表 18 全球部分国家灵活用工市场渗透率	14
图表 19 我国灵活用工市场规模	15
图表 20 我国人力资源外包服务市场细分领域复合增速	15
图表 21 我国灵活用工市场相关法律法规及政策梳理	16
图表 22 2017-2020 年我国共享经济市场交易额 (亿元)	18
图表 23 2017-2020 年我国共享经济平台企业员工人数 (万人)	18
图表 24 公司中高端人才访寻业务服务模式	19
图表 25 中高端人才访寻可为 B 端提供有效解决方案使 B 端企业更灵活的应对人才竞争	19
图表 26 2019Q~2020Q3 全行业中高端人才紧缺指数 (TSI) 走势	20
图表 27 国家中长期人才发展规划纲要 (2010-2020 年) 主要指标	20
图表 28 国内猎头企业规模分布	21
图表 29 招聘流程外包业务服务模式	21
图表 30 招聘流程外包 RPO 业务为 B 端企业带来收益内容	22
图表 31 员工数量结构转型	22
图表 32 猎企计划新增领域占比	23
图表 33 公司营业收入及其同比	24
图表 34 公司归母净利润及其同比	24
图表 35 INVESTIGO 收入规模	24
图表 36 剔除 INVESTIGO 后公司自身收入增长	24
图表 37 公司营业收入构成 (分业务)	25
图表 38 公司各业务毛利率水平	25
图表 39 公司各业务营收及其增速	26

图表 40 公司线下业务布局情况	26
图表 41 公司年末在册管理外包员工人数	27
图表 42 公司外包累计派出人次	27
图表 43 公司业务布局实现区域深耕	28
图表 44 公司在部分细分行业积累的品牌一览	28
图表 45 公司中高端人才访寻业务提供针对细分行业、职能特性的人才解决方案	29
图表 46 公司灵活用工业务通用类专业类岗位明细	30
图表 47 研发人员数量及其占比	30
图表 48 研发投入金额及其占营收比重	30
图表 49 公司销售管理费用率	31
图表 50 人均创收大幅提升	31
图表 51 公司新技术产品一览	31
图表 52 “互联网+灵活用工平台”下的服务流程时间节点	32
图表 53 应收账款及其周转天数	33
图表 54 应付账款及其周转天数	33
图表 55 “禾蛙”平台发展愿景	33
图表 56 “禾蛙”平台产品	34
图表 57 公司整体解决方案	35
图表 58 公司“业务”+“区域”双线并购梳理	36
图表 59 国内并购案例梳理	36
图表 60 国外并购案例梳理	37
图表 61 公司 2017~2019 年公司获得业内奖项概览	38
图表 62 公司客户构成 (扣除海外客户)	39
图表 63 三大主营业务盈利预测参考因素	39
图表 64 三大业务细分项预测结果 (单位:百万元)	39

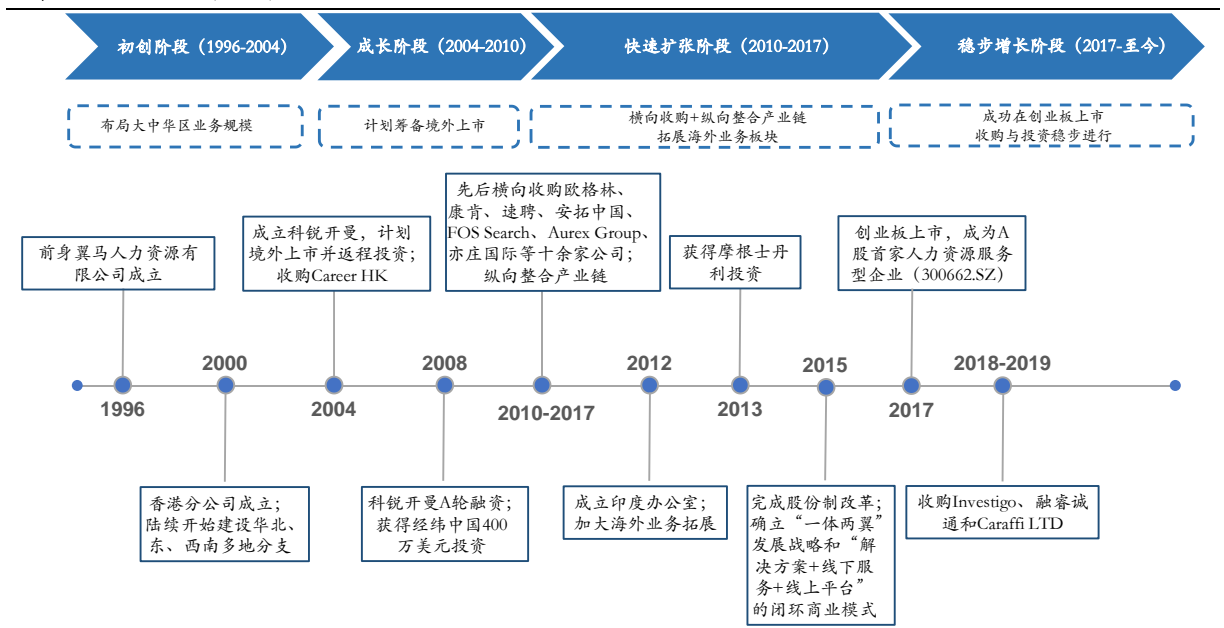
1 人力资源全产业链服务商

业务起步至计划筹备境外上市阶段：科锐国际（后简称“公司”）的前身为北京翼马人力资源有限公司，1996年由高勇（科锐国际董事长、总经理）创办。1997年公司建立健全矩阵式团队结构，拓展长三角地区业务。2000年香港分公司成立。2004年公司已经陆续建立起了华北、东、西、南多地分支，将服务领域扩大至整个大中华区，同时搭建境外上市及返程投资的红筹架构，成立科锐开曼，计划境外上市，并收购具有人力资源服务资质的香港投资平台 Career HK。2008年4月，科锐开曼A轮融资，引进经纬中国I作为投资人，同时科锐开曼通过 Career HK 在境内设立外商独资企业北京联聘，作为红筹架构中的境内控制平台存在。

横向收购结合纵向整合，拓展海外业务板块：自2010年起，为进一步扩展业务规模，公司先后收购了北京欧格林、上海康肯、秦皇岛速聘、安拓中国、北京联聘、亦庄国际等十余家公司，横向收购的同时，纵向整合扩展产业链，在国内的业务规模持续扩大。同时，公司加大海外业务拓展，在印度、马来西亚等地设立了分支机构和业务团队。2013年，公司成功获得摩根士丹利投资。**2015年完成股份制改革后，公司确立了“一体两翼”发展战略和“解决方案+线下服务+线上平台”的闭环商业模式**，逐步成为领先的以技术驱动的整体人才解决方案提供商，在众多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、智库专家等服务与解决方案，以及在线猎头、互联网+灵活用工、SaaS 简历及薪酬管理等技术平台。

成功登陆创业板，投资收购稳步推进：2017年6月8日，科锐国际在A股创业板成功上市，股票代码300662.SZ，成为A股市场第一家人力资源服务公司。目前，公司已形成以平台为流量入口、以SaaS大数据为依托、围绕人力资源全产业链服务线上与线下产品相融合的人力资源生态总体布局，并致力于为候选人整个职业生命周期及企业不同发展阶段提供全覆盖的人力资源闭环服务。

图表 1 公司发展历程

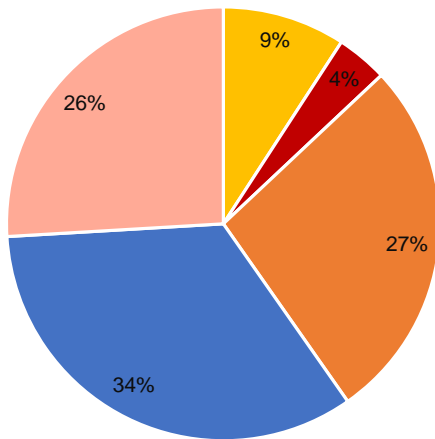


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司目前在中国、印度、新加坡、马来西亚、美国、英国、澳大利亚等全球市场拥有 110+ 分支机构，2400+ 招聘顾问及技术人员，在超过 18 个行业及领域为客户提供服务。从主要子公司对公司净利润贡献的分配来看，2019 年主要子公司（包括苏州科锐尔、北京欧格林、上海科之锐和 Investigo）营收占比达 74%、净利润贡献占比 76%。

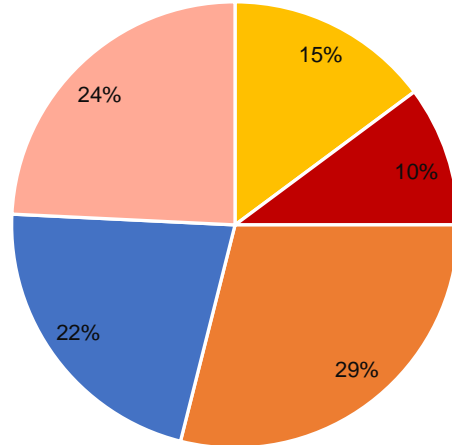
图表 2 公司主要子公司营收贡献比 (2019)

■ 苏州科锐尔 ■ 北京欧格林 ■ 上海科之锐 ■ Investigo ■ 其他



图表 3 公司主要子公司净利润贡献比 (2019)

■ 苏州科锐尔 ■ 北京欧格林 ■ 上海科之锐 ■ Investigo ■ 其他



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心管理层经验丰富：科锐国际创始人、现任公司董事长的高勇先生，拥有丰富的人力资源服务行业从业经验，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，目前在十余家人力资源公司担任核心管理职务，是行业的领军者之一。李跃章于 1997 年加入北京翼马，现任公司总经理，拥有超过 20 年人力资源领域专业招聘与咨询经验，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。公司核心管理团队丰富的从业经验是公司在同行竞争中脱颖而出的重要优势之一，也有助于增强企业在时变时新的行业发展与竞争环境中的敏感性和适应能力，在“变与不变”中实现稳步发展。

图表 4 公司核心管理团队简介 (截至 2021.3)

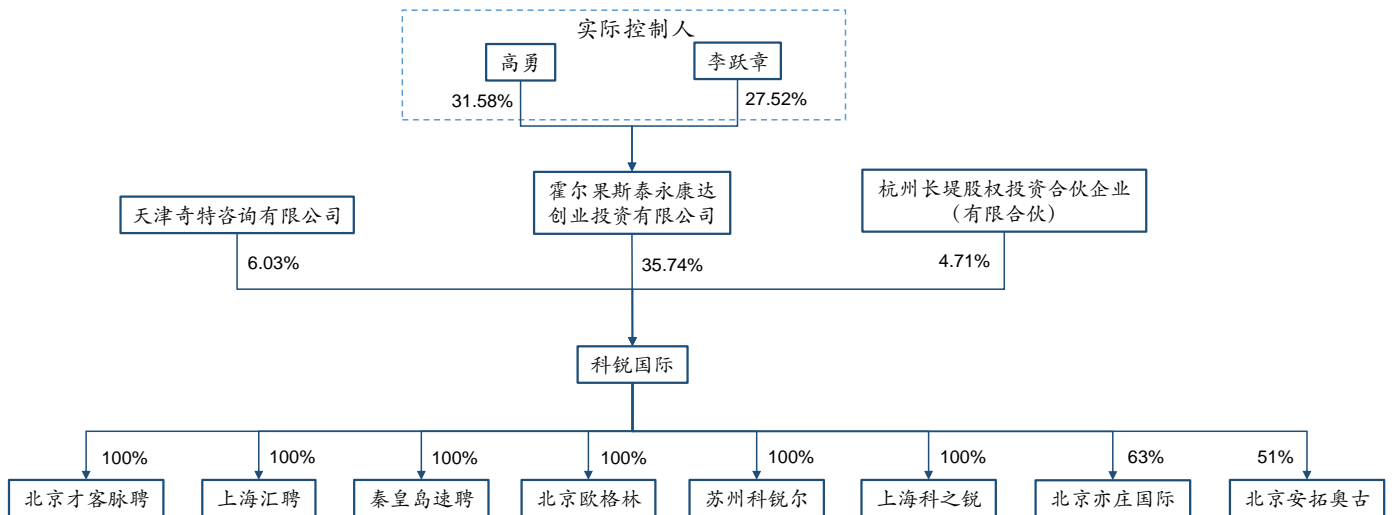
任职职位	姓名	任职高管企业数量	工作经历
董事长	高勇	14	1996 年 9 月创建北京科锐信息 (北京翼马前身)，在中国率先提出招聘流程外包 (RPO) 业务模式；中国人才交流协会高级人才访寻专业委员会副主任；中国对外服务行业协会副会长；北京市人才行业服务协会副会长
副董事长、 总经理	李跃章	26	拥有超过 20 年人力资源领域专业招聘与咨询经验，先后领导科锐国际中高端猎头、招聘流程外包、灵活用工、技术创新业务团队，为众多跨国及本土上市公司，快速成长企业提供全面的人才招聘及管理服务
董事	许磊	12	曾任普华永道中天会计师事务所高级经理、美国铁姆肯公司业务发展经理、新加坡胜捷投资公司投资经理等，现任摩根士丹利 (中国) 股权投资管理有限公司董事总

			经理
董事会秘书、财务总监	陈崧	24	曾任华尔街英语、普拉斯托(中国)有限公司、高德豪门北京有限公司财务总监等
副总经理	段立新	8	历任公司顾问、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; 现任公司副总经理, 负责行业线中高端人才访寻业务
副总经理	曾诚	12	历任公司管理顾问、经理、总监、高级业务总监、监事; 现任公司副总经理, 负责全国招聘流程外包业务、工业组中高端人才访寻业务及区域组中高端人才访寻业务

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

实控人稳定有助于高效决策与连续经营: 董事长高勇持有公司大量股份, 而李跃章通过其自有资金出资也成为公司一大股东。截至 2019 年 12 月 31 日, 北京翼马持有公司最大股权, 高勇与李跃章通过共持有北京翼马 59.11% 的股权, 成为公司的共同实际控制人。2021 年 1 月, 科锐国际原控股股东北京翼马与泰永康达吸收合并, 北京翼马持有的公司 35.74% 的股份已过户至泰永康达, 现股权结构将保留北京翼马原股权结构, 实际控制人仍为高勇、李跃章, 且两人通过一致行动协议控制公司 21.12% 的表决权, 有利于经营决策效率提升。

图表 5 公司股权结构 (截至 2021.2)



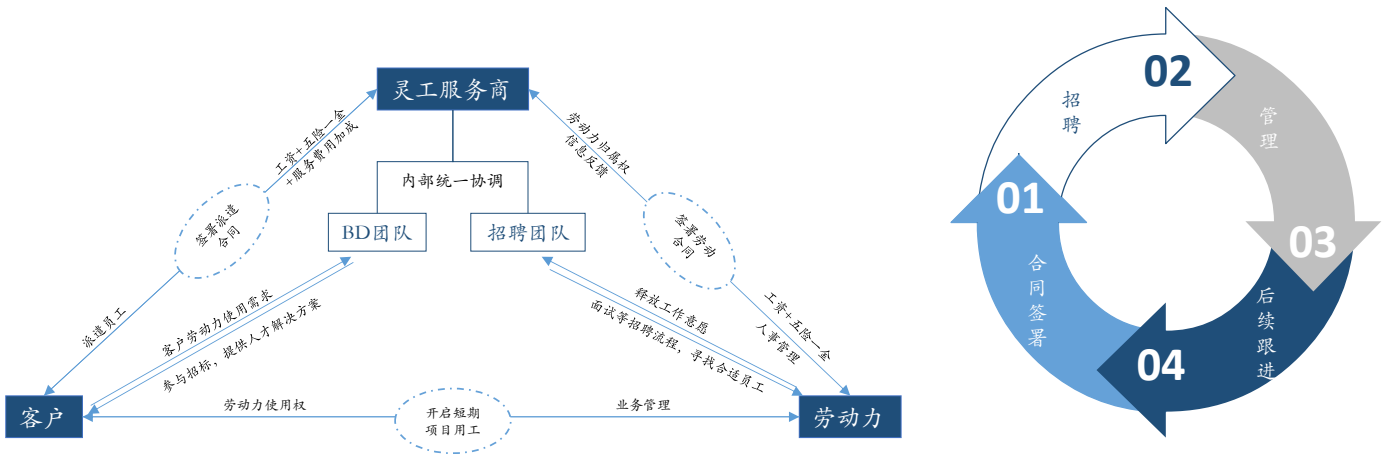
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 契合时代经济发展, 灵工业务大有可为

2.1 立足“三大主体+四大环节”, 打造成成熟灵活派工模式

灵活用工业务: 针对招聘旺季、新项目、员工短期替补及编制紧带来的人才短缺, 提供短中长期项目及人员外包。通过岗位外包、服务流程外包, 支持客户提升组织灵活性、降低风险。科锐国际于 2006 年, 推进了灵活用工模式在华的实践并树立了合规典范。灵工的业务流程可以用“三个主体+四大环节”来概括。

图表 6 公司灵活用工“三大主体+四大环节”模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

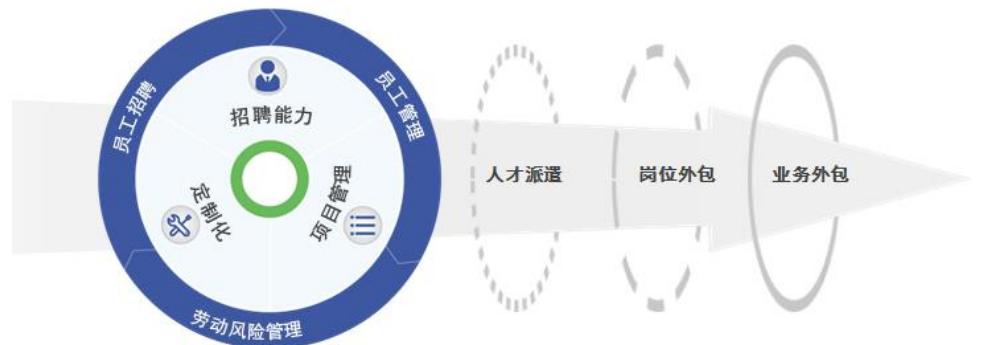
“三大主体”包括：

(1) 外派员工的需求方客户；(2) 外派员工的供给方劳动力；(3) 提供劳务外包服务的平台方。三者关系如下：a.灵工服务商负责找寻劳动力并与其签署劳动合同，拥有劳动力的归属权，为其发放工资并缴纳五险一金；b.灵工服务商通过参与招标的方式捕捉到客户的劳动力使用需求，为客户提供人才解决方案，需求方客户只需与灵工服务商签订服务协议，支出费用在员工成本工资和五险一金的基础上进行百分比的服务费用加成；c.劳动者前往用工客户岗位进行工作，用工客户具有劳动力的使用权。

“四大环节”涉及：

公司灵活用工服务流程大体可以梳理为：合同签署——招聘——管理——后续跟进“四个节点”。a.合同签署：公司首先通过客户披露的人才需求参与招标，通过BD团队与客户达成协议并签署合同，同意为客户提供具体的人才解决方案；b.合同签署完成后，公司招聘团队通过自有资源或者外包的方式找寻劳动力，与劳动力签署合同获得其归属权，并且承担工资、社保和意外风险补偿金等费用；c.公司对于招聘完成的员工会进行统一管理，在员工入职前协助面试、职前培训和入职等工作，在入职后承担后续管理职能；d.项目结束后，公司将对离职且绩效较好的员工进行后续跟进培训，并将其即使派遣到下一客户岗位。

图表 7 公司灵活用工业务服务模式



资料来源：公司官网，华安证券研究所

企业成本把控与员工职业发展并举，双赢局面助于灵工模式持续发展

灵活用工模式的主要特点在于从客户和劳动者角度提供了就业便利。不仅有助于企业对于雇佣成本的把控和招聘风险的降低，解决了人员编制紧张、旺季人才短缺、三期（孕期、产假、哺乳期）员工替补等难题，而且也为劳动者提供了职业发展灵活性和优质就业跳板。灵活用工客户与劳动力双赢的优越性将有助于该业务的持续发展。

从企业（B端）角度：

（1）满足阶段性业务需求，极大提升企业运营效率及人员适配性

对一些从事旅游业、农产品加工、水产、服装等带有明显季节性的企业而言，部分用工需求是阶段性、周期性的。灵活用工模式下，可以根据企业自身业务波峰波谷特点来调整用工人数，为企业调配短期劳动力、解决阶段性业务需求。劳动力与企业不存在劳动关系，而是基于相关业务的商业关系，企业只需要查收劳动力的业务完成度，而不需要在劳动过程中对员工进行考核和管理，帮助企业极大地提升了运营效率。

随着劳动法日益完善，当前法律环境下，劳动关系的依法建立与解除应当依据法定事由和程序，工作时间、加班、带薪休假、经济补偿金、劳动保护等等严格受到法律限制。在灵活用工模式下，面临员工的投诉、仲裁、诉讼，劳动监察处罚、劳动争议案件等用工风险绝大部分能够得到避免或降低。

图表 8 灵活用工服务有助于缓解 B 端用工的挑战

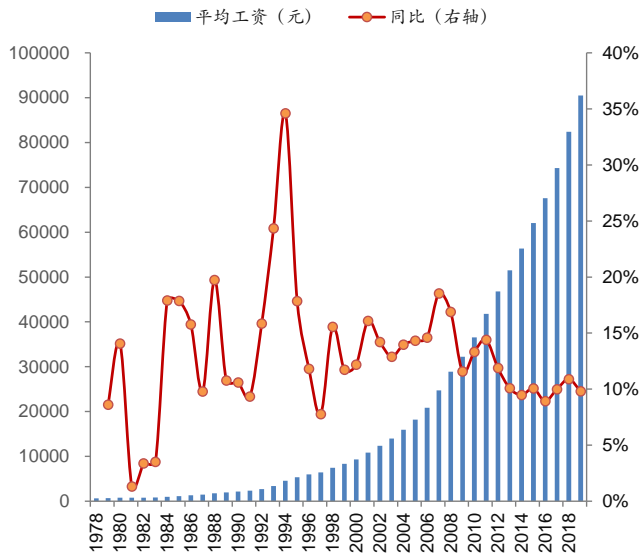
挑战	解决方案	收益
孕产期员工替补		
项目式人员短缺	人才派遣	人员匹配性
淡旺季人员短缺	岗位外包	组织灵活性
招聘质量难保证	业务外包	用工合规性
用工法律风险		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

（2）降低雇佣成本

通过灵活用工模式，一方面，企业可以按照实际用工需求来雇佣劳动力，将工资支出从固定支出转变为可变弹性支出，节省了一部分不需要的雇佣开支。另一方面，企业无需和劳动力依法建立劳动关系，节省了对劳动力进行培训、期间考核等人事管理的必要成本。

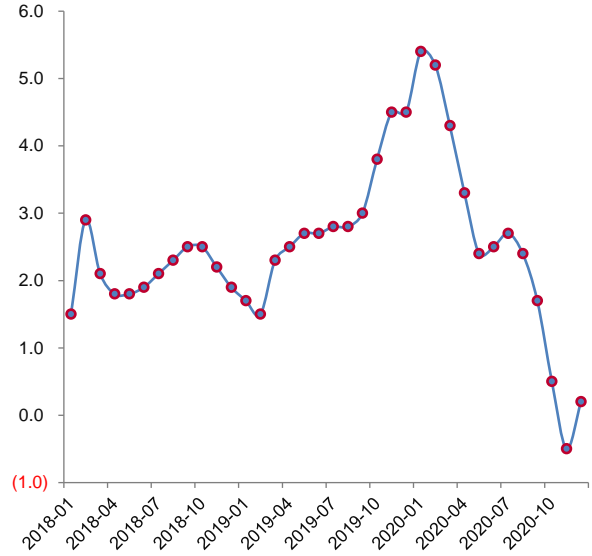
图表 9 我国平均工资水平及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

备注: 平均工资指单位就业人员在一定时期内平均每人所得的工资额。

图表 10 CPI 当月同比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

从劳动 (C 端) 角度:

(1) 职业发展自主性加大, 提升工作灵活性

由于灵工合同时间相对全职较短, 劳动者个人职业发展的自主性相对更强。劳动者可以在一定程度上自主选择就业岗位及工作周期, 实现自我可调整的时间管理。相较全职岗位来说, 灵活用工也为劳动者的工作时间与工作地点提供了更加充足的机动性, 企业的业务管理更偏重于管理结果而非管理过程, 进而赋予劳动者更多的选择空间。

(2) 丰富工作经验, 提供就业跳板

灵工模式为劳动者提供了更多的就业选择, 为有能力的员工创造了更多前往规模较大、信誉较高的公司进行工作的机会。在短期的项目工作中, 劳动者可以获得工作经验的丰富完善和工作能力的进一步提升。与此同时, 进入大厂工作的短期经历也为劳动者创造了良好的就业跳板, 灵工从业者有机会凭借优良的表现实现转变为全职员工。

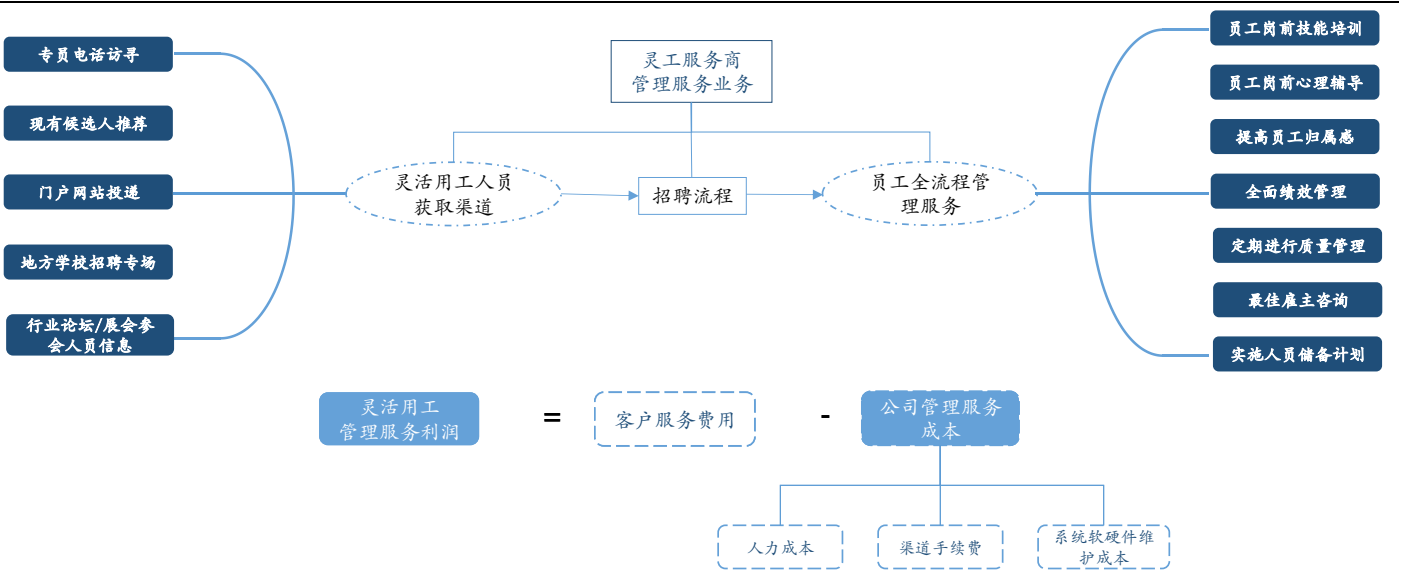
图表 11 灵活用工与传统用工模式比较

区别	灵活用工	传统全职
人力需求	灵活、临时或可替代的劳动力	长期稳定劳动力
用工模式	兼职、外包、派遣、承揽等	全日制
劳动关系	劳动者可以与多个用工方确立合作关系或不确定关系	双方签订《劳动合同》确定合法劳动关系
生产工具	个人和个体组织的生产工具是自费购买或租赁	雇主统一配备
管理权限	雇主或个体组织管理	雇主自主管理
退出机制	双方只是合作机制, 可以自主选择“暂时”或者“永久退出”	劳动者递交辞职申请, 通过合法途径解决劳动关系

资料来源: 58 同城, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

把握管理服务溢价，最大化全服务流程利润创造价值。公司在获得客户用工需求后，会根据访寻专员的电话访寻、现有候选人的推荐、候选人在发行人门户网站上主动投递、通过地方学校招聘专场获取、行业论坛及展会的参会人员信息等渠道获取应聘灵活用工人员信息。公司在通过招聘流程录取员工以后，会为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务，以保障派出人员可以胜任客户需求。包括：对员工进行岗前技能培训和岗前心理辅导，通过员工关怀活动提高员工归属感，为客户提供包括试用期雇员流失率分析在内的最佳雇主咨询服务，设定 KPI 与奖惩机制对员工进行全面绩效管理，对员工定期进行质量管理和实施人员储备计划等。在以上一系列管理服务流程过后，公司会向客户收取一定金额的管理服务费用（一般为派出员工佣金的 10%-20%），公司通过管理服务溢价来获取相应的利润。

图表 12 灵活用工业务服务流程

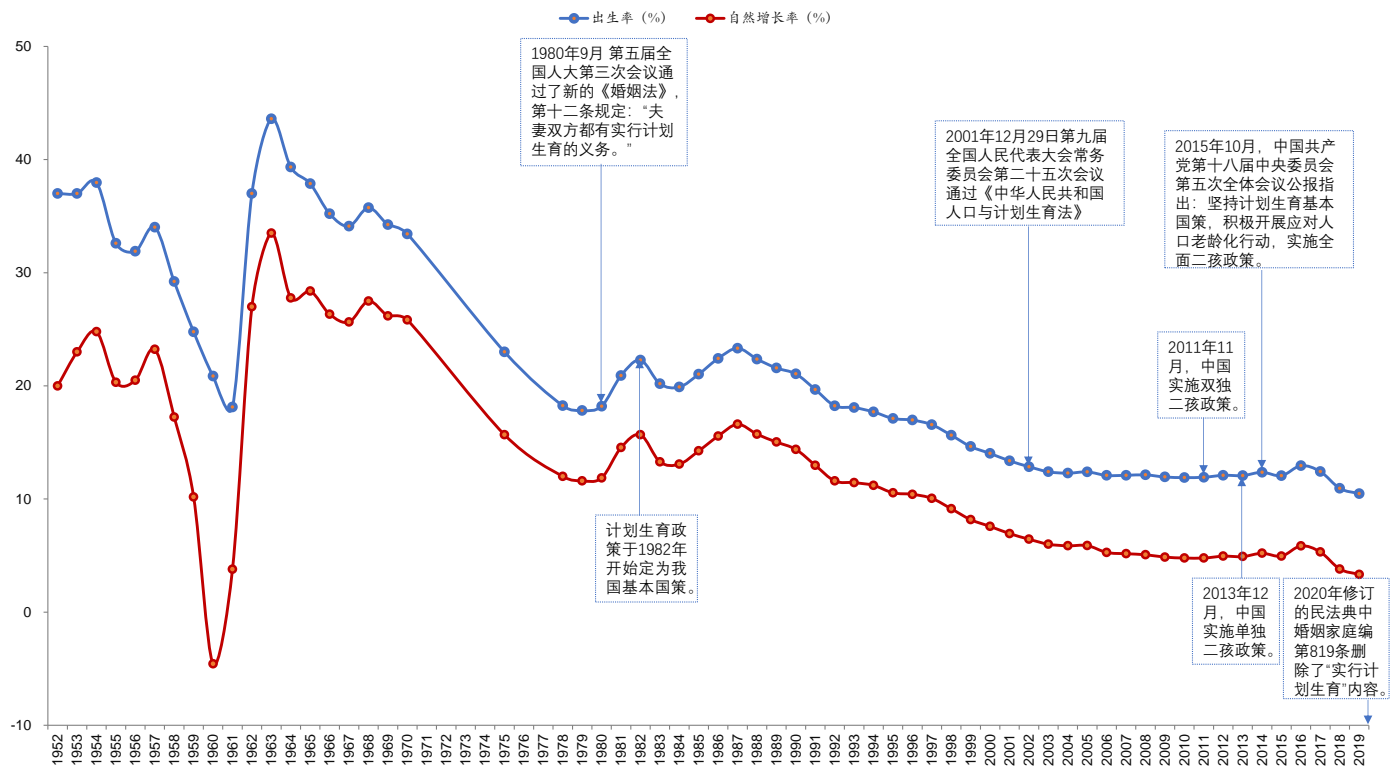


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 灵工发展潜在动力：行业规模扩容+低渗透率提升

“出生率持续下行+劳动人口红利消减+老龄化已在路上”，劳动力市场供需缺口成为灵工市场的主要推动因素之一。我国作为人口大国，劳动力红利的释放在经济发展过程中起到了一定的推动作用。然后从出生率及自然增长率来看，二者在 1963 年前后达到峰值后，开启了震荡下行的趋势。2015 年 12 月，十二届全国人大常委会第十八次会议初次审议了《人口与计划生育法修正案（草案）》意味着“独生子女政策宣告结束”，但对于出生率和自然增长率的下行趋势并不能形成根本的扭转。2016~2019 年，我国自然增长率分别为 5.86%、5.32%、3.81%和 3.34%。

图表 13 我国人口出生率及自然增长率呈下行趋势

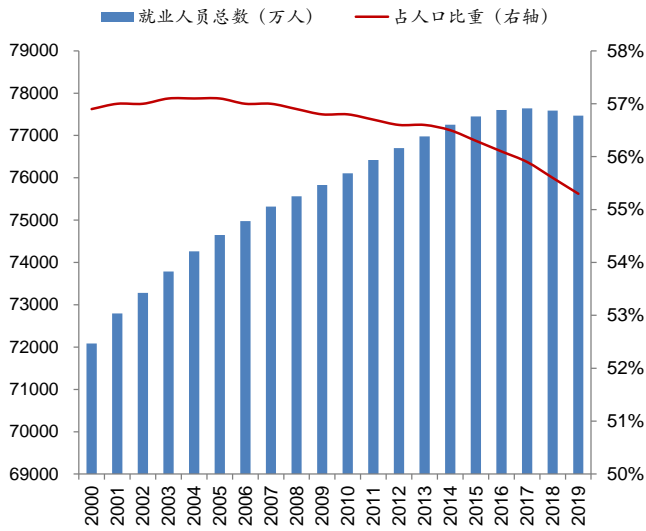


资料来源: wind, 华安证券研究所

备注: 人口自然增长率指在一定时期内(通常为一年)人口自然增加数(出生人数减死亡人数)与该时期内平均人数(或期中人数)之比, 用千分率表示。计算公式为: 人口自然增长率=(年出生人口-年死亡人口)/年平均人口*1000‰=人口出生率-人口死亡率。

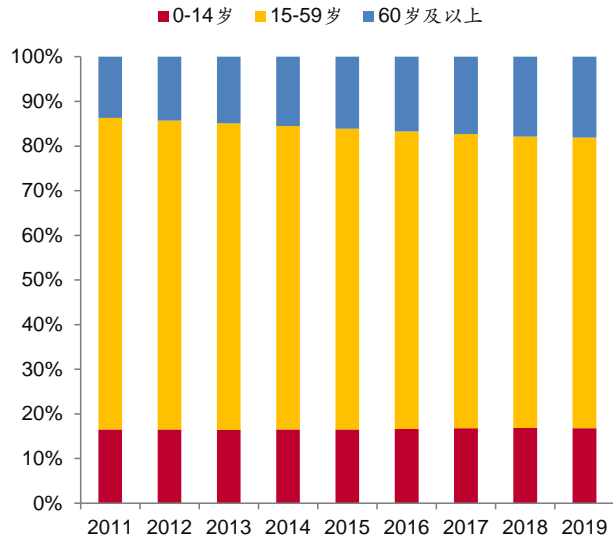
随着社会、经济、科技的发展, 产生了对进一步提高生产效率的诉求。灵活用工模式的出现, 将生产链、工作岗位以及劳动者的工作技能分解, 并在拆分后利用互联网等信息技术手段进行匹配整合, 极大提升了生产效率, 贴合当前的社会需求。目前, 人口老龄化已成为我国人口发展的趋势, 就业人口占总人口比重呈逐年下降态势。根据《2020 中国劳动统计年鉴》, 自 2005 年起, 我国就业人口占总人口比重持续下降, 而 2017 年后, 我国每年就业人口总数也出现了下降。截至 2019 年末, 我国就业人口总数约为 7.75 亿, 较 2018 年末数据减少 115 万人, 环比下降 0.1%, 占人口比重约 55.3%。从供需关系的角度而言, 劳动力的减少会带来劳动成本的上升, 进而推动企业雇佣成本的增加。中长期来看, 用工企业为了完成减少成本支出和满足用工需求两大目标, 对于采用灵活用工方式的接纳度有望提升。

图表 14 中国就业人员总数与其占总人口比重



资料来源：2020 中国劳动统计年鉴，华安证券研究所

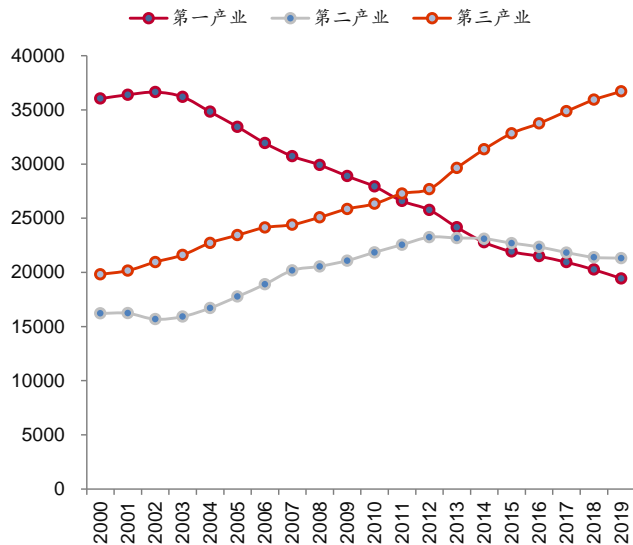
图表 15 我国各年龄层人口占比



资料来源：wind，华安证券研究所

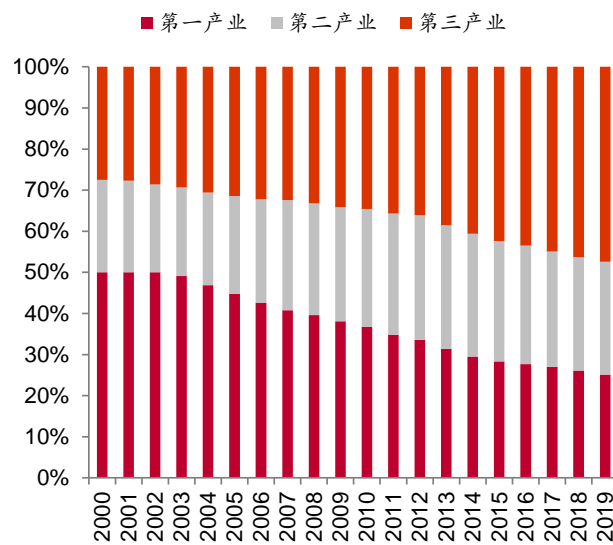
经济结构深化调整，一二产业增速放缓，产业结构方面正在由工业主导向服务业倾斜的转变。2010 年起，我国第三产业占国内生产总值比重出现逐年提升的态势。2019 年，第三产业生产总值已占国内生产总值的 53.9%。自 1994 年，第三产业就业人数占比（23%）首次超过第二产业（22.7%）以来，第三产业就业人数比重逐年增加。根据《2020 中国劳动统计年鉴》的数据，2019 年我国第三产业吸纳的就业人数在三大产业中占比已达 47.4% 接近半数。第三产业以高科技及服务业为主，随着第三产业新经济的快速发展，就业人员吸纳能力强于第一产业和第二产业，且人员流动较快，新的服务业态不断涌现，许多行业出现了明显的阶段性用工特点。

图表 16 我国三大产业年末就业人数规模 (万人)



资料来源：2020 中国劳动统计年鉴，华安证券研究所

图表 17 我国三大产业就业人数占比



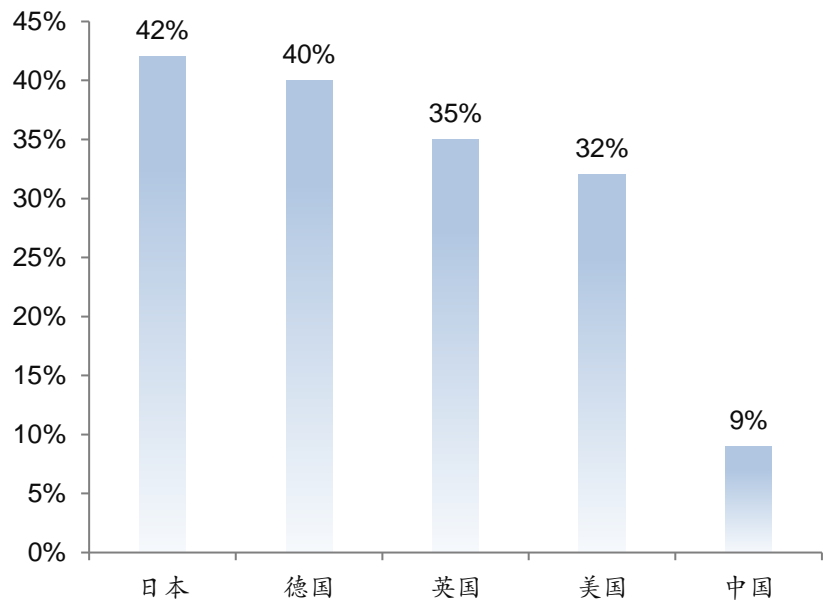
资料来源：2020 中国劳动统计年鉴，华安证券研究所

对标海外成熟市场体量，国内发展前景可观。在经济全球化的过程中，企业和

社会信息的发展对用工模式开始造成结构性影响。例如，美国、日本等发达国家会将软件业务大量外包到中国 and 印度；这个时期，社会分工进一步细化，基于企业需求，企业对于各类人才的需求和企业经营过程中出现用工数量波动，多种形式的灵活用工方式开始出现。以美国为例，目前美国各行各业对灵活用工的应用都呈现上升趋势，且各州基本上都鼓励灵活用工和弹性工作制，以提高就业率和满足劳动者的需求。2017 年美国的灵活用工市场规模为 1169 亿欧元，为 1550 万人提供就业机会，是全球最大的灵活用工市场。

从市场渗透率来看，灵活用工在国际上已经相当成熟，而在我国还有很大的成长空间。相关数据表明，日本灵活用工市场渗透率最高，达到 42%，美国灵活用工渗透率达 32%，英国、德国分别是 35% 和 40%，而我国目前灵活用工市场占比只有 9% (若不包括劳务派遣，目前国内灵活用工的人员比例仅在 1% 左右)，尚处于起步阶段。

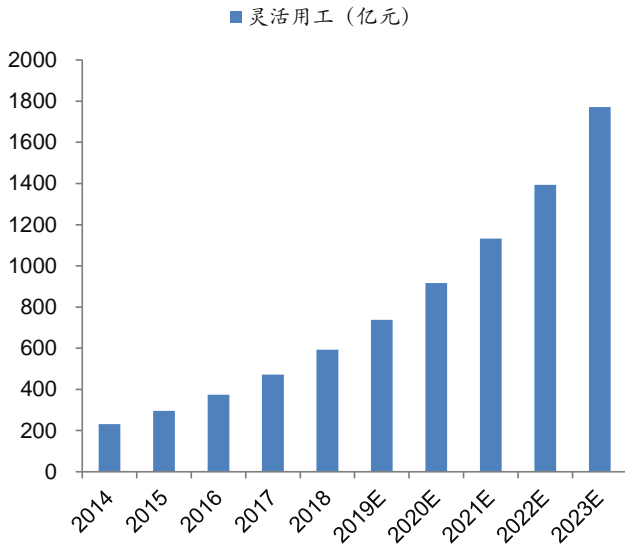
图表 18 全球部分国家灵活用工市场渗透率



资料来源：58 同城，前瞻产业研究院，华安证券研究所

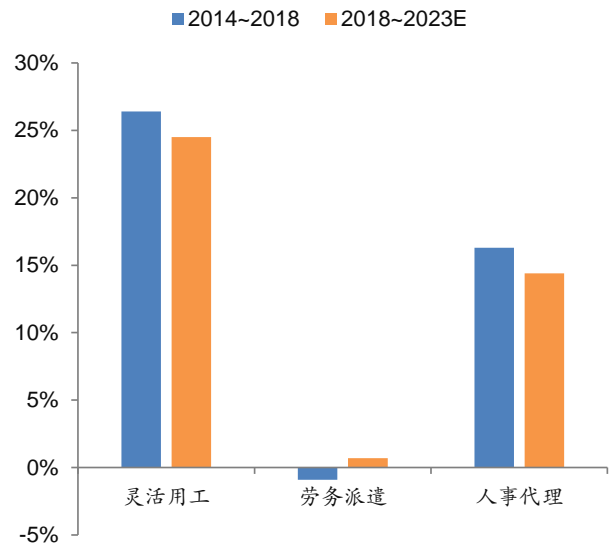
根据灼识咨询报告预测：2023 年，我国人力资源外包服务市场规模有望达 4267 亿元，对应 2018~2023 年复合增速达 19.0%。其中，灵活用工市场规模预计在 2023 年达 1771 亿元，对应 2018~2023 年复合增速达 24.5% (远高于人力资源外包服务中的劳务派遣 0.7%、人事代理 14.4%)。

图表 19 我国灵活用工市场规模



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

图表 20 我国人力资源外包服务市场细分领域复合增速



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

疫情催化灵活用工加速发展，或为劳动关系提供全新解决方案。回顾历史，发达国家灵活用工业态的发展，在经济危机的背景下迎来了快速增长。经济危机伴随着大量人口失业和企业经营困难，而灵活用工的商业模式不仅为个人提供了更多的就业选择，也为企业降低了雇佣成本。为了保障社会稳定和解决生存难题，政府大多采取鼓励灵活就业的政策方针。1970-1980 年代经济滞胀，部分发达国家爆发大规模失业，一些欧洲国家为了解决失业问题，开始通过工资灵活化、工作时间灵活化和放松就业保护等方式，推动劳动力市场恢复活性。

2020 年，突如其来的新冠疫情给世界各国的经济发展带来了冲击，国际货币基金组织 (IMF) 4 月发布《世界经济展望报告》显示，预计今年发达经济体经济将萎缩 6.1%，新兴市场和发展中经济体经济将萎缩 1%，全球失业大潮来袭。在严峻的疫情背景下，灵活用工作为一种新型用工模式，对于特殊时期的社会治理和资源配置起到稳就业、促发展的积极作用。值此契机，灵活用工作为一种全新的人力资源解决方案开始广泛进入大众视野。疫情催化了企业用工管理的变革，引发众多对于企业治理和员工效率的广泛关注。

多项鼓励政策打破人才流动枷锁，灵工社会保障体系完善助力行业发展。20 世纪 80 年代改革开放以来，外资进入中国，为服务外企，劳务派遣的用工模式产生。1995 年劳动法颁布，国企改革，安置下岗工人的需要促进了劳务派遣发展。随着我国市场经济的发展，新型灵活用工方式出现，一系列开放性政策发布并落实。

近年来，国务院大力落实就业优先政策，完善新就业形态支持政策，促进零工市场、灵活就业等健康发展。2015 年 1 月，国务院下发《关于促进服务外包产业加快发展的意见》，培育一批具有国际先进水平的服务外包知名企业。2017 年 10 月，人力资源和社会保障部印发《人力资源服务业发展行动计划》，要求到 2020 年人力资源服务产业规模达到 2 万亿元，培育形成 100 家左右在全国具有示范引领作用的领军企业，行业从业人员达到 60 万，领军人才达到 1 万名左右。2019 年《政府工作报告》首次将就业优先政策置于宏观政策层面，旨在强化各方面重视就业、支持就业的导向。8 月，国务院办公厅印发《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》，鼓励发展平台经济新业态，加快培育新的增长点，适应产业升级的需要，抓紧

研究完善平台企业用工和灵活就业等从业人员的社保政策。12月，国务院办公厅印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，鼓励劳动者通过创业实现个人发展，实施就业优先政策创造流动机会，推动区域协调发展促进流动均衡，推进创新创业创造激发流动动力。

2020年3月20日，李克强在统筹推进疫情防控和稳就业工作电视电话会议中指出：要千方百计加快恢复和稳定就业，为就业创业、灵活就业提供更多机会。2020年7月21日，国务院发布国办发[2020]24号文件，促进人才流动和灵活就业。引导有需求的企业开展“共享用工”，通过用工余缺调剂提高人力资源配置效率。**政策的扶持有望推动新兴经济的发展，打破人才流动的枷锁，规范灵工的社会保障体系，有助于行业的持续健康发展。**

图表 21 我国灵活用工市场相关法律法规及政策梳理

时间	出台部门	文件名	主要内容
2015.1	国务院	《关于促进服务外包产业加快发展的意见》	培养一批中高端人才、复合型人才和国际型人才，培育一批具有国际先进水平的服务外包知名企业，建设一批主导产业突出、创新能力强、体制机制先行先试的服务外包产业集聚区。
2016.3	中共中央	《关于深化人才发展体制机制改革的意见》	大力发展专业性、行业性人才市场，鼓励发展高端人才猎头等专业化服务机构，放宽人才服务业准入限制；积极培育各类专业社会组织和人才中介服务机构，有序承接政府转移的人才培养、评价、流动、激励等职能。
2016.7	人社部	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	大力发展人力资源服务业，推进人力资源服务产业园建设，加强人力资源服务业从业人员职业培训，实施人力资源服务业领军人才培养计划。
2017.1	国务院	《“十三五”促进就业规划》	就业规模稳步扩大，就业质量进一步提升；创业环境显著改善，带动就业能力持续增强；人力资源结构不断优化，劳动者就业创业能力明显提高。
2017.6	发展改革委	《服务业创新发展大纲（2017-2025年）》	鼓励发展专业化、国际化人力资源服务机构。
2017.10	人社部	《人力资源服务业发展行动计划》	提出到2020年，人力资源服务产业规模达到2万亿元，培育形成100家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业，行业从业人员达到60万，领军人才达到1万名左右。
2018.6	国务院	《人力资源市场暂行条例》	国家鼓励社会力量参与人力资源市场建设。国家建立统一开放、竞争有序的人力资源市场体系，发挥市场在人力资源配置中的决定性作用，健全人力资源开发机制，激发人力资源创新创造创业活力，促进人力资源市场繁荣发展。
2019.1	人社部	《关于充分发挥市场作用促进人才顺畅有序流动的意见》	提出加快建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主择业、人力资源服务机构诚信服务的人才流动配置新格局，努力形成成人尽其才、才尽其用的良好局面。
2019.4	国务院	《关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》	健全农业转移人口市民化机制。有力有序有效深化户籍制度改革，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。加快实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖。
2019.8	国务院	《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	鼓励发展平台经济新业态，加快培育新的增长点，适应产业升级的需要，抓紧研究完善平台企业用工和灵活就业等从业人员的社保政策。

2019.12	国务院	《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》	鼓励劳动者通过创业实现个人发展，实施就业优先政策创造流动机会，推动区域协调发展促进流动均衡，推进创新创业创造激发流动动力。
2020.2	人社部等四部门	《关于做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控期间稳定劳动关系支持企业复工复产的意见》	明确提出鼓励协商复工前的用工问题（有条件员工可通过电话、网络等灵活办公）、鼓励灵活安排工作时间。
2020.4	国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	引导劳动力要素合理畅通有序流动，深化户籍制度改革；畅通劳动力和人才社会性流动渠道；完善技术技能评价制度；加大人才引进力度。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

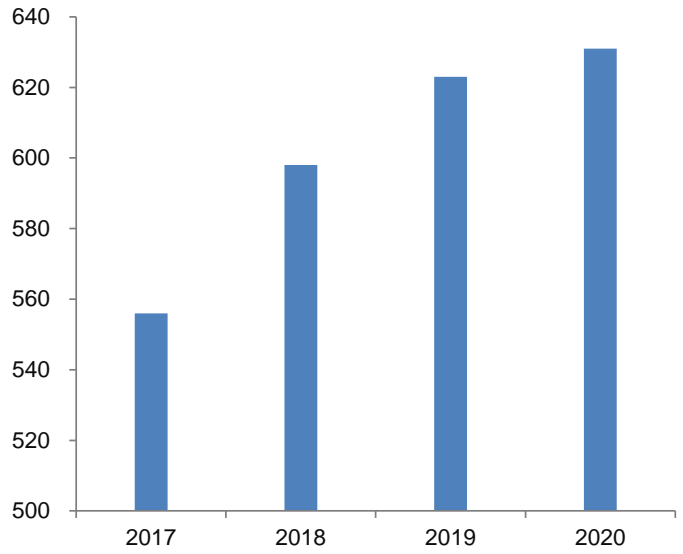
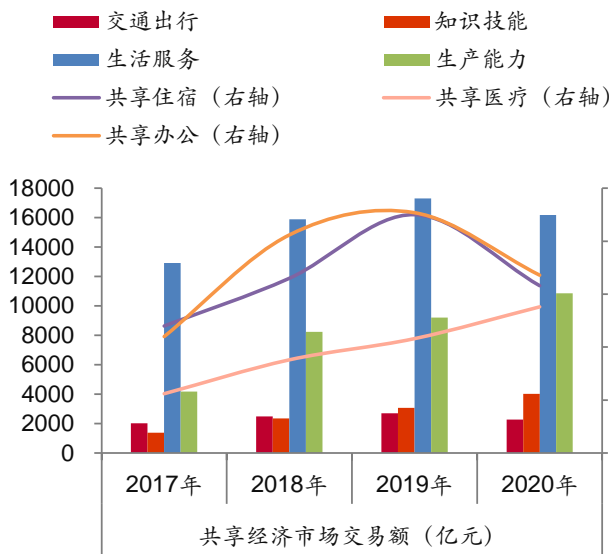
“互联网世代”就业观独立、自由、灵活，共享经济发展提供优质土壤

我国未来劳动力市场的主体，将是 1995 年以后出生的年轻群体。针对当代青年人就业观念的调查，对于未来人力资源行业的发展同样起到至关重要的作用。最近涌现的“Z 世代”概念简洁的概括了 1995-2009 年间出生的人群，他们又被称为“互联网世代”。Z 世代在全体网民中占比超三成，贡献了移动互联网近一半增长率。根据《QQ 大数据微报告：95 后抖屏择业观大起底》的调查显示，95 后是第一批宽松时代下成长并进入社会的一代人，父母辈累积的资源，成长环境比较和平富足，都影响着他们的价值观、生活方式以及择业观。领英 2018 年发布的《第一份工作趋势洞察》报告显示，70 后第一份工作平均在职时间为 51 个月，80 后为 43 个月，90 后骤减为 19 个月，95 后仅为 7 个月。年轻人在就业观更多地表现为自我价值实现，他们将工作更多看作是一份职业发展机遇，因此倾向于在较短的时间内尝试更多不同的职业体验。**“互联网世代”这种追求自我意愿和向往灵活自由的就业观念，和灵活用工这一就业模式的理念相互契合。**

技术推动下，共享经济的发展更是推动了就业观念的创新。网络通讯工具的普遍使用使得在线劳动的便捷性提高，降低沟通成本的同时，为劳动者提供更加自由灵活的工作时间与工作地点。大量基于共享平台的司机、房东、骑手、主播等大量涌现。根据国家信息中心《中国共享经济发展年度报告（2020）》，2020 年我国共享经济市场交易规模约为 33773 亿元，同比增长约 2.9%。生活服务、生产能力、知识技能三个领域共享经济市场规模位居前三，分别为 16175 亿元、10848 亿元和 4010 亿元。疫情使得人们进一步认识到了新业态新模式的韧性和发展潜力，共享员工模式利用灵活用工、共享经济的创新思维，让员工有事可做、拥有谋生途径，企业也有钱可赚，实现了跨区域、跨工种、跨企业的界限破击。

图表 22 2017-2020 年我国共享经济市场交易额 (亿元)

图表 23 2017-2020 年我国共享经济平台企业员工人数 (万人)



资料来源：中国共享经济发展年度报告 2020，华安证券研究所

资料来源：中国共享经济发展年度报告 2020，华安证券研究所

当前国内竞争市场分散，参与者冗杂亟待龙头崛起

目前，我国灵活用工行业内公司数量多且大部分规模小，竞争较激烈且呈高度分散状态。行业市场化程度高，似有“百家争鸣”的格局。根据灼识咨询报告计算，2018 年我国灵工服务市场 5 大参与者聘用的灵活员工合计约 6.4 万人，按员工数计算占比约 4.9%；灵工业务合计产生收益 55 亿元，按收益计算占比约 9.3%。

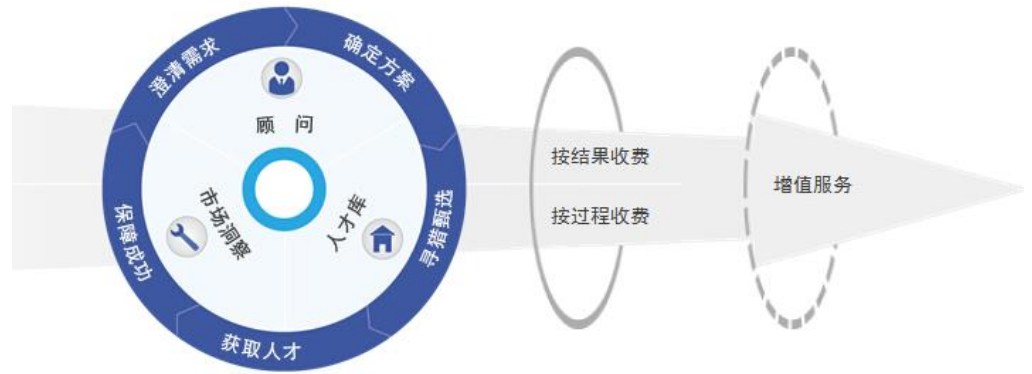
用工成本低、政策补贴好，多重因素叠加促使灵活用工形式在企业端的认可度大幅提升。根据智联招聘平台的大数据显示，灵活就业的总体招聘人数同比增长 76.4%，而传统就业的招聘人数同比下降 13.8%。良好的行业发展前景下，亟待行业龙头的崛起。

3 供需两端齐发力，人才稀缺与 RPO 外包共增

3.1 顺周期属性弱化，产业升级刺激中高端人才需求稳中有升

中高端人才访寻业务：针对中高级管理、专业技术人才短缺，提供深入的行业及职能解决方案。科锐国际于 1996 年开始布局并深耕，是国内最早开展中高端人才访寻业务的机构之一。

图表 24 公司中高端人才访寻业务服务模式



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 25 中高端人才访寻可为 B 端提供有效解决方案使 B 端企业更灵活的应对人才竞争

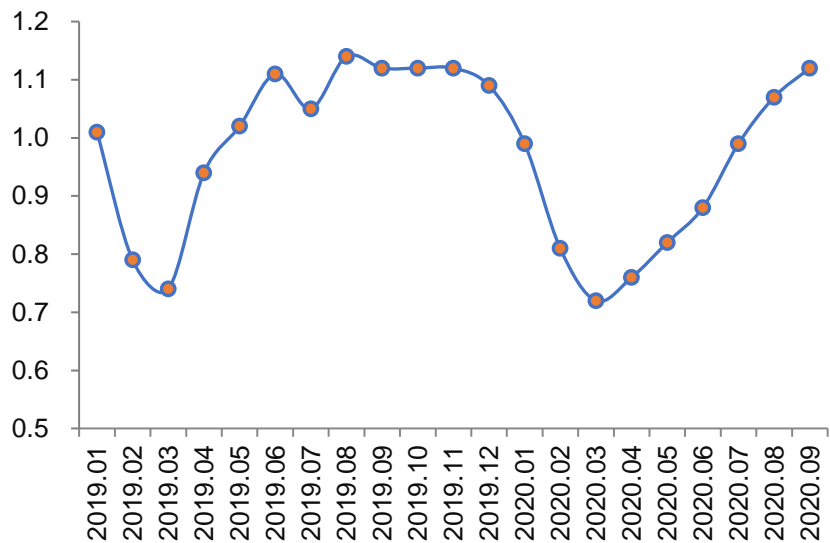
挑战	解决方案	收益
业务、职位需求复杂而多变 人才市场存量、流向、动机不清 人才竞争激烈	按结果收费：中高端及专业人才 按过程收费：C-Level 增值服务：人才市场研究 HR 沙龙及培训 入职服务	人才精准匹配 及时填补空缺 成本优化
	

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

中高端人才访寻行业拥有一定的顺经济周期性特点，与宏观经济影响因素联系紧密。一般来说，遵循“经济上行期企业财务状况良好，对于企业扩张的需求驱动招聘更多中高端人才，也会相应支付更高的薪酬。中高端人才访寻行业受宏观经济的影响较大，经济周期上行阶段企业扩张的动力更为迫切，对于人才的需求增加，同时也愿意对高端人才提供更高的报酬，从“量”和“价”两个方面促进中高端人才访寻业务收入的上升。

2020 年境外疫情的持续发酵，致使世界经济陷入衰退，根据联合国发布的《2020 年世界经济形势与展望年中报告》显示，受新冠疫情影响，2020 年全球经济预计萎缩 3.2%。诸多的不确定因素影响下，境外中高端人才访寻业务将会面临新的挑战。而国内由于疫情防控形势较为明朗，中高端人才需求已然回升。根据猎聘发布的《2020 三季度中高端人才就业大数据报告》显示，从 2020 年 3 月到 2020 年 9 月，全行业中高端人才紧缺指数 TSI 总体呈上升趋势，从 2020 年 3 月的最低点 0.72 上升至 2020 年 9 月的最高点 1.12，中高端人才从供大于求到供不应求，这表明中高端群体的就业呈现回暖趋势。

图表 26 2019Q~2020Q3 全行业中高端人才紧缺指数 (TSI) 走势



资料来源：猎聘，华安证券研究所

备注：TSI 即 Talent Shortage Index。当 TSI>1，表示人才供不应求；当 TSI<1，表示人才供大于求。如果 TSI 呈上升趋势，表示人才越来越抢手，找工作相对容易。

需求端：“人口红利”转化为“人才红利”，产业升级促进中高端人才需求

人口红利衰替成为当今国内就业市场的大趋势，而人才质量的提升使得企业对员工质量提出了更高的要求，目前，我国的“人口红利”已经转变为“人才红利”，市场对中高端人才的需求正在持续提升，为中高端人才访寻提供了充足的市场空间。

另一方面，随着我国产业升级，第三产业比重逐步提升，国家将从政策层面，通过主动培养或引进海外高层次人才的手段，增加对高端人才的需求，完成人才建设工作，为实现全面建设小康社会奋斗目标提供坚实的人才保证和广泛的智力支持。根据《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020 年）》，到 2020 年，我国的人才发展总体目标是促使人才资源总量从 2008 年的 1.14 亿人增加到 1.8 亿人，增长 58%，人才资源占人力资源总量的比重提高到 16%。

图表 27 国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020 年）主要指标

指标	单位	2008 年	2015 年	2020 年
人才资源总量	万人	11385	15625	18025
每万劳动力中研发人员	人年/万人	24.8	33	43
高技能人才占技能劳动者比例	%	24.4	27	28
人力资本投资占国内市场总值比例	%	10.75	13	15
人才贡献率	%	18.9	32	35

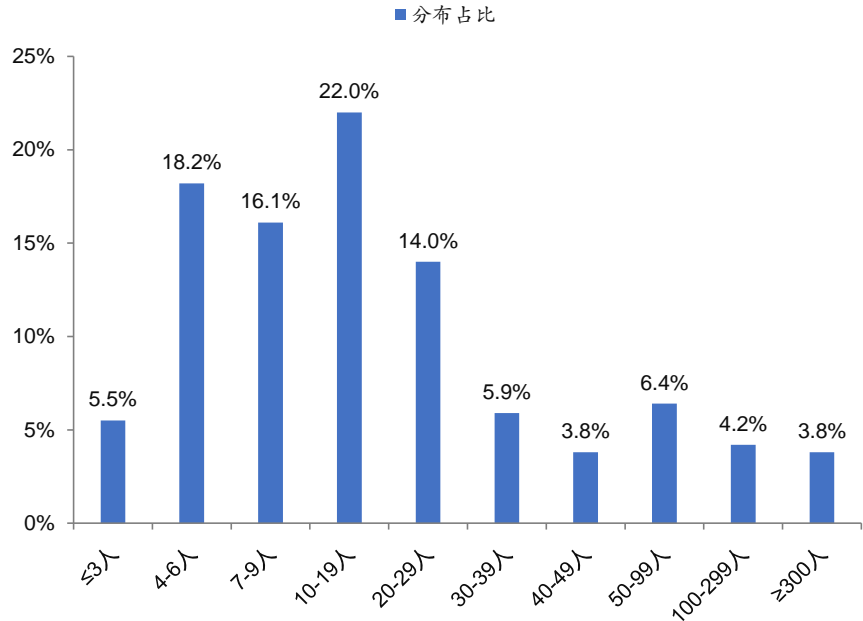
资料来源：公司公告，华安证券研究所

备注：人才贡献率数据为区间年均值。其中，2008 年数据为 1978-2008 年平均值；2015 年为 2008-2015 年平均值；2020 年数据为 2008-2020 年平均值。

市场竞争格局分散，小规模猎头居多。目前中国的猎头市场仍为完全竞争市场，受到候选人和客户的双重约束，猎头仅在人才匹配成功以后才能获取报酬，而客户企业又同时与多家猎头公司保持合作关系，此类无形又自发的经营风险分摊机制造

成了市场分散的局面。另一方面，受到雇主消费升级的要求影响，客户企业倾向于选择客户少但是服务专精的猎头公司，也在一定程度上支持了分散市场的形成。根据《**谷雨 2020 中国猎头行业调研报告**》，中国猎头市场仍被中小型企业占据，约 40% 的猎企不足 10 人，30 人以下的猎企占到了总量的 75.8%，参与调研的猎企中，仅有 8% 拥有超过百人的规模。

图表 28 国内猎头企业规模分布



资料来源：猎聘，华安证券研究所

3.2 RPO 业务日趋成熟，小而美市场有望扩容

招聘流程外包业务：针对企业提升招聘策略、优化流程、保障高质量招聘结果，提供整体或部分定制招聘流程外包，通过管理招聘流程、渠道、供应商、雇主品牌，提升招聘能力及结果。科锐国际始于 2005 年，在华首创 RPO 服务模式，并树立了行业服务标准。

图表 29 招聘流程外包业务服务模式



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 30 招聘流程外包 RPO 业务为 B 端企业带来收益内容

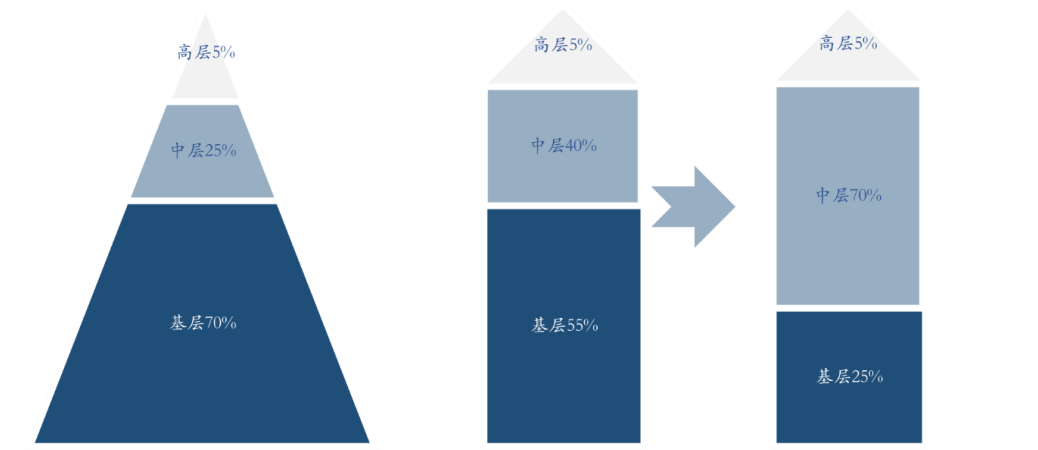
挑战	解决方案	收益
招聘力量不足		灵活弹性的招聘团队
缺乏优质候选人	项目型外包	招聘流程优化
缺乏招聘渠道	模块型外包	整合多样的招聘渠道
时间紧张	战略型外包	成本优化
雇主品牌		雇主品牌提升

资料来源：公司官网，华安证券研究所

需求端：员工结构转型促进招聘偏向前端，中小企业招聘流程外包趋势明显

目前我国中小企业的员工数量结构逐渐从“三角形”向“菱形”模式转变，随着中层员工数量的大幅度增加，企业对于中高端人才的需求不断扩张。而在互联网时代，培养一名高附加值的优秀人才成本日益加大，大部分中小企业并不具备知识灌输和技能训练等完整教育体系，只能在人力资源开发过程中更多依赖于前端招募开发而非培训开发。在降低人力资源成本的需求推动下，招聘流程外包服务愈来愈在中小企业中流行。

图表 31 员工数量结构转型



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

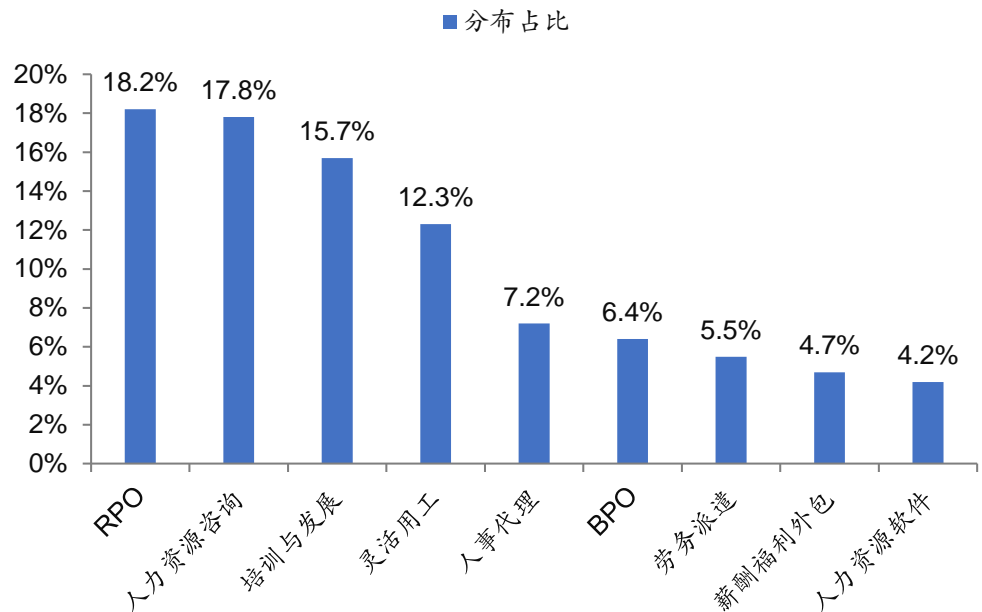
另一方面，当今人才流动程度加大，留住人才的困难上升，一部分中小企业缺乏职能健全的人力资源部门，且所在三四线城市人力资源缺乏，招聘难度加大。在成熟的 RPO 供应商的专业服务下，将会在一定程度上缓解中小企业就业难的问题。

供给端：市场规模小增速明显，众多猎企有意愿开拓 RPO 业务

根据 Everest Group 和 Technavio 的数据显示，全球 RPO 市场正在经历快速发展，2016 年 RPO 的市场规模为 28.5 亿美元，占人力资源行业的 16%，行业市场规模较小，但预计在 2017-2021 年实现 17.66% 的年增长率。而亚太地区目前已成为 RPO 业务最具发展潜力的市场，2018-2022 年增长率预计 21%。

随着人力资源服务行业的快速发展，目前越来越多猎企通过业务模式的扩展来为客户提供多元化的创新服务，其中就包括拓展 RPO 业务。据《谷露 2020 中国猎头行业调研报告》显示，约有 44.1% 的猎企已经涉足或计划拓展 RPO 业务。

图表 32 猎企计划新增领域占比



资料来源：谷露 2020 中国猎头行业调研报告，华安证券研究所

4 创新赋能、先行一步；业务交叉、构建闭环

4.1 “四个一”规划清晰，“三主业”协同并进

作为国内领先的人力资源整体解决方案提供商，科锐国际在发展的过程中逐步形成“四个一”的发展战略，即“一体两翼”、“一带一路”、“一同起舞”、“一群人”。

(1) “一体两翼”：以大数据为核心资源，以 B 端客户与 C 端候选人为两翼。

运用人工智能技术、不断升级 SaaS 云服务产品和数据平台通过多种服务模式广泛聚合更多的企业和人才，并针对两端的需求通过线上平台、技术与线下服务产品交融进行深度撮合和匹配交付；通过服务模块化及服务产品线上与线下的融合升级、不断积累数据资源，以达到围绕 B 端客户与 C 端人选在人力资源服务需求之外的场景进行多维度资源整合，以提供更广泛服务场景的业务模式。

(2) “一带一路”：响应国家“一带一路”政策号召，始终围绕“走出去”和“引进来”的企业的人力资源管理需求提供服务+技术+平台的多种解决方案；并通过设立和收购等多种形式加快海外服务网络布局，以加大海外交付能力。

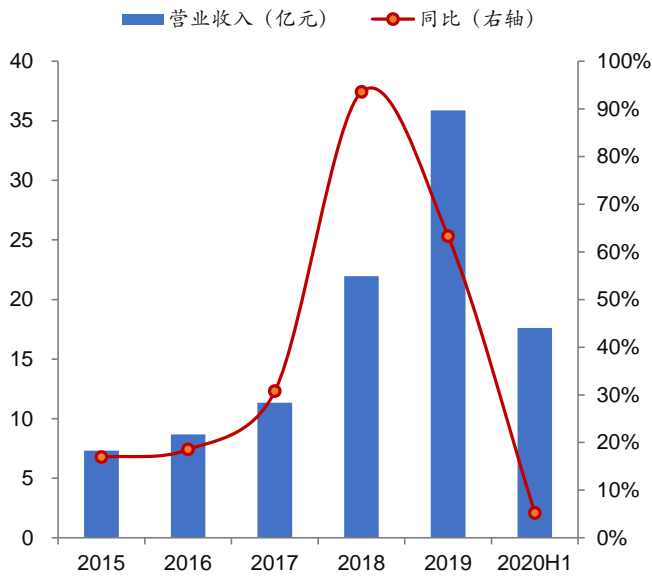
(3) “一同起舞”：坚持通过互联互通和规范流程管理打通内部业务部门与各分支机构的管理控制与资源共享，以及通过合资合作、发展加盟商和业务合作伙伴平台等形式聚合外部资源共生共赢，为更广阔的市场提供优质服务。

(4) “一群人”：公司始终重视人才梯队建设，坚持人才培养与员工关怀，通过有效的绩效政策及晋升培训体系、独特的企业文化增加企业凝聚力，重视员工职业生涯发展，减少人才流失提高人效。

2019 年，公司实现营业收入 35.9 亿元，同比增长 63.2%，2017~2019 年复合增速达 77.7%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 29.4%，2017~2019 年复合增速达 43.3%。在疫情影响下，公司 2020H1 营业收入、归母净利润依然实现正

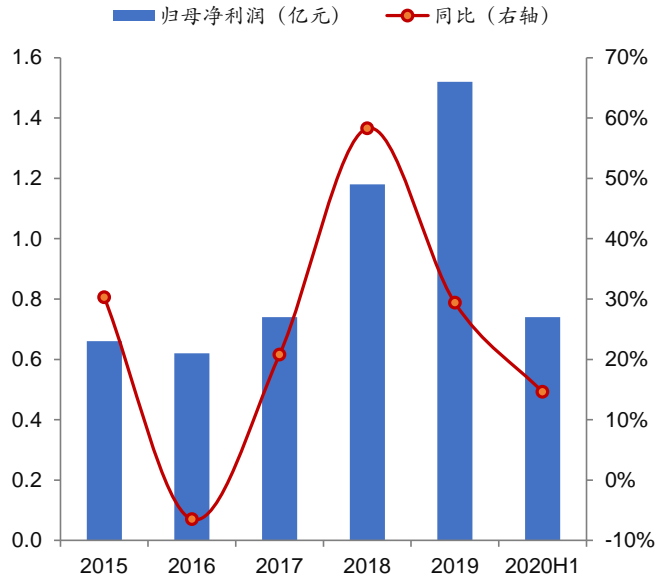
增长, 分别达 5.2%、14.6%。

图表 33 公司营业收入及其同比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

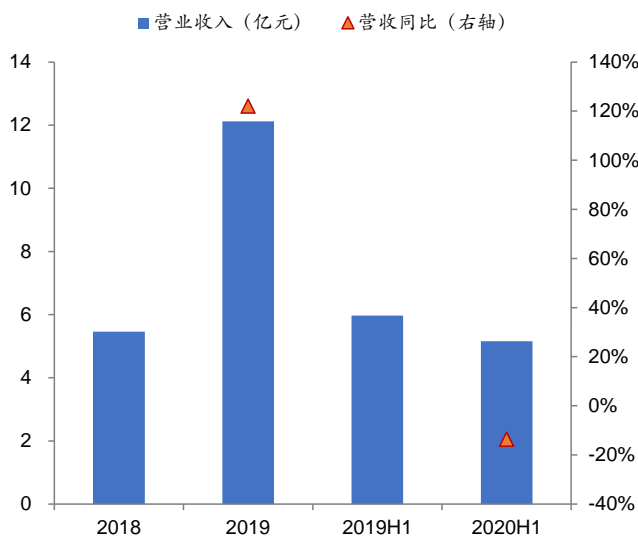
图表 34 公司归母净利润及其同比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

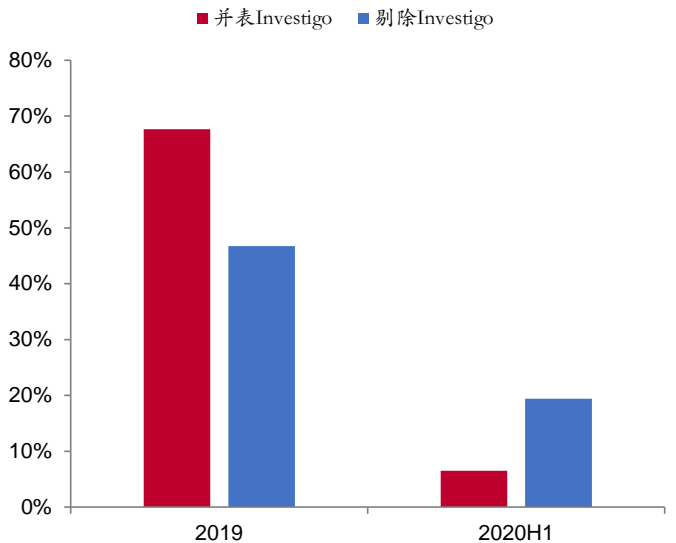
考虑到 2018 年 6 月完成对英国 Investigo 52.5% 股权投资, 于当年 7 月开始并表, 因此 Investigo 的经营情况对公司的收入增长存在一定的影响。2018 年公司灵活用工业务较上年同期增长 130.38%, 扣减 Investigo 后, 同增 56.16%, 内生业务自身保持稳健增长力量。Investigo 收入情况对公司业绩增长存在一定的影响, 尤其是 2020 年海外疫情的影响程度相较国内更大。Investigo 在 2019 年、2020H1 分别实现营业收入 12.1 亿元、5.15 亿元, 同比分别为 +122% 和 -14%。

图表 35 Investigo 收入规模



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 36 剔除 Investigo 后公司自身收入增长

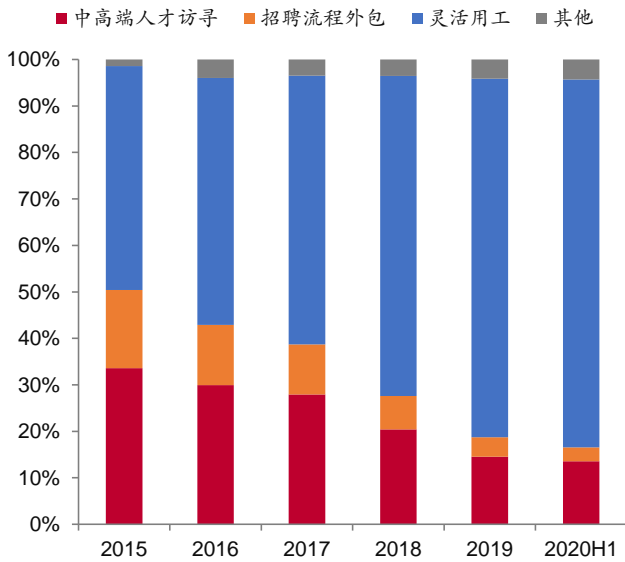


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

备注: 增速为中高端人才访寻及灵工两个业务合计

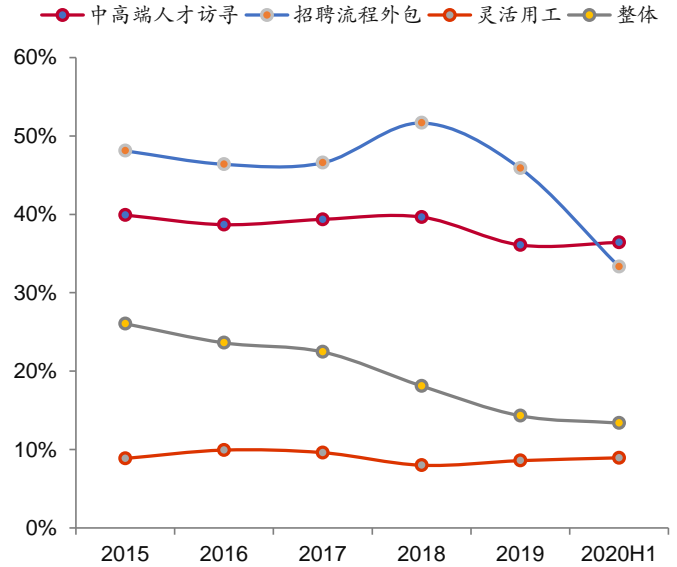
从营业收入构成看,公司三大主营业务合计占比维持在95%以上。其中,灵活用工业务作为营收主要贡献力量,占比由2015年的48.2%提升至2019年的77.1%,2020H1进一步提升至79.1%。而中高端人才访寻和招聘流程外包业务则分别由2015年的33.6%、16.8%降至2019年的14.5%、4.2%,2020H1进一步降至13.6%、3.0%。从毛利率角度来看,公司灵活用工毛利率自2018年触底(8.0%)后,有所提升至2020H1的8.95%;而中高端人才访寻近两年维持在36%左右,招聘流程外包自2018年的高位(51.66%)降至2020H1的33.33%。而整体毛利率在单项业务收入占比结构性调整及单项毛利率变动的叠加作用下,由2015年的26.06%,逐步回落至2019年的14.31%,2020H1受疫情影响虽进一步降至13.38%,但降幅有收窄趋势,未来有望在各业务稳定的基础上迎来筑底态势。

图表 37 公司营业收入构成 (分业务)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

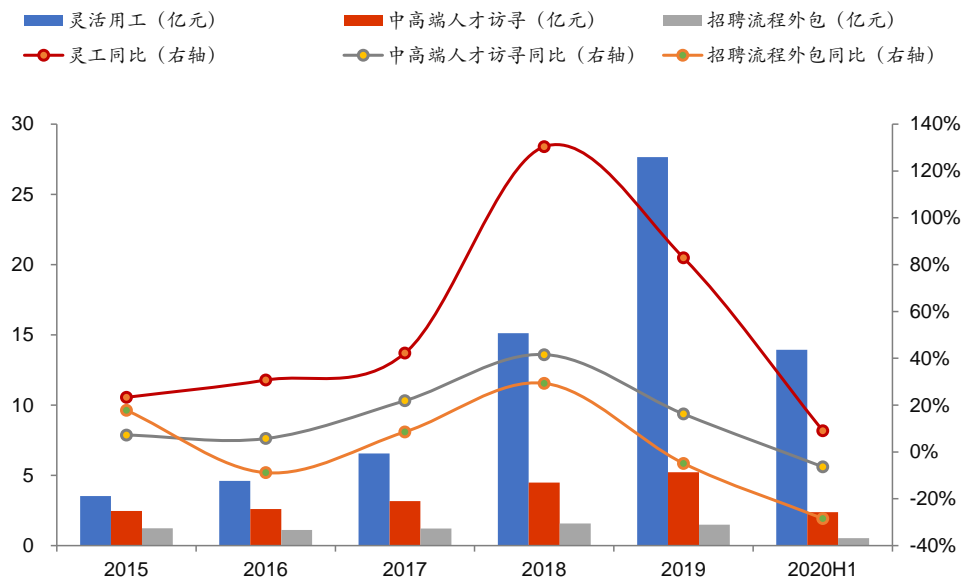
图表 38 公司各业务毛利率水平



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

对三大主营业务拆分来看,2019年,灵活用工实现营业收入27.66亿元,同比增长82.9%,2017~2019年复合增速达105%;中高端人才访寻实现收入5.22亿元,同比增长16.2%,2017~2019年复合增速达28%;招聘流程外包实现收入1.50亿元,同比波动明显,2017~2019年复合增速为11%。灵活用工业务受益于行业层面的发展提速,未来有望维持较高水平,但短期内低毛利率水平对整体修复确存一定影响。中高端人才访寻与招聘流程外包受疫情冲击较大,随着经济复苏,增速有望恢复正常区间。

图表 39 公司各业务营收及其增速



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

4.2 优势一：资源集聚、人才先行

人服行业优质公司的最硬竞争力莫过于来自人才资源的积累与更新。但是从覆盖面上而言，“广”不如“深”，“深”不如“精”。

从“广”而言：截至 2020Q3 末，公司共设有超过 110 家分支机构，遍布国内 99 个城市及海外 7 个不同国家的 11 个城市和地区，公司拥有 2200 余名专业招聘顾问，业务覆盖中国大陆及香港、英国、荷兰、新加坡、印度、泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南、美国等国家和地区。服务超过 18 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 250 余个利润中心。

图表 40 公司线下业务布局情况

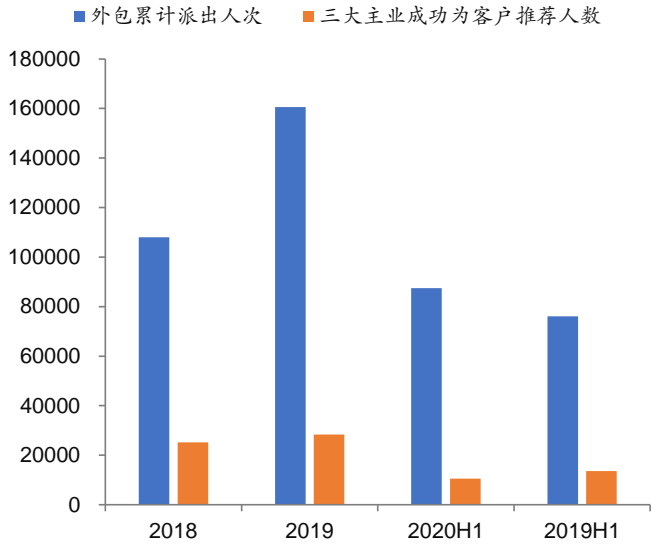
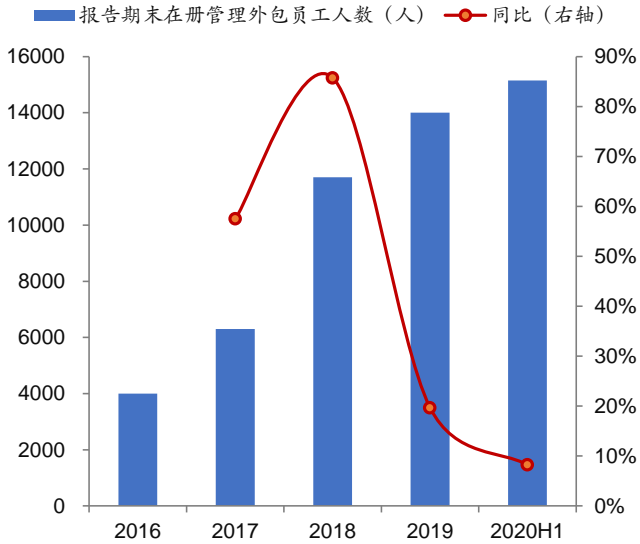


资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

2019 年度，公司中高端人才访寻、招聘流程外包业务成功为客户推荐的中高级管理人员及专业技术岗位人员超 28000 名，灵活用工累计派出人员 160600 人次。目前，公司共累计了超过 1000 万条候选人信息。同时，公司在不断扩大候选人数据库资源，激活市场对冗余候选人信息的需求，提高候选人资源周转率。高端优质的客户资源和强大的候选人数据库资源，为公司带来了稳定并持续增长的业务来源，确保公司经营业绩保持长期增长。

图表 41 公司年末在册管理外包员工人数

图表 42 公司外包累计派出人次

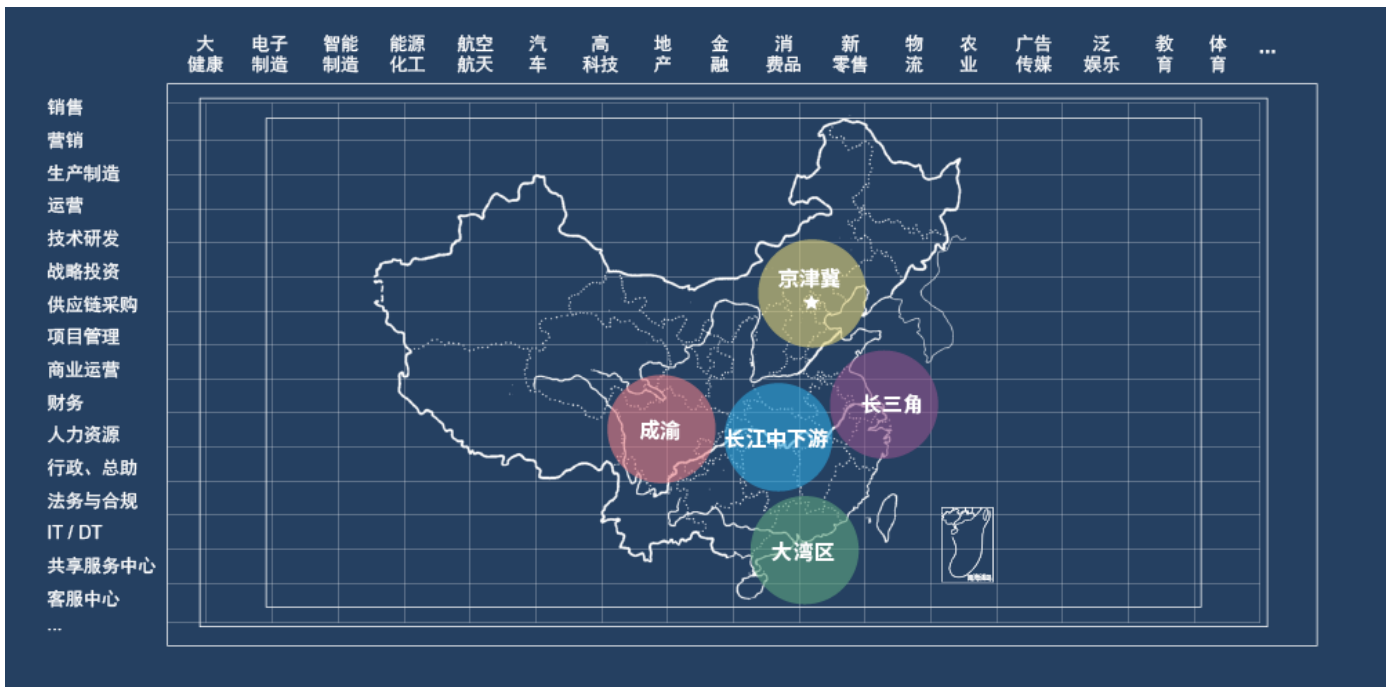


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

从“深”而言：公司深入探索分析新经济形势下的客户需求，坚持垂直升级，在原有行业 KA 的基础上，国内积极布局粤港澳大湾区、长三角、长江中下游经济带、京津冀、成渝五大商圈。我国目前已经由“划分城市能级”向“区域经济崛起”的发展过渡，相较以往“撒网式”的扩充人才库与 B 端需求的搜索，区域深耕更有利于公司聚合区域内合作伙伴资源，提升区域内对需求端的敏感性，比跨区域推荐人才更容易实现撮合的成功率；也有助于不同垂直商圈通过不同产品组合上灵活布局，避免对单一地区或产品的过度依赖。




图表 43 公司业务布局实现区域深耕



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

从“精”而言：公司通过多品牌独立运行的经营模式，在业内树立了诸多知名细分市场优势品牌，如提供综合中高端人才访寻业务的“科锐咨询”，专注于 IT 领域提供中高端人才访寻业务的“速聘咨询”，招聘流程外包业务的“CAREER RPO”，提供综合灵活用工业务的“科锐派 CAREER SEND”，专注于医药研发领域提供灵活用工业务的“欧格林”，专注于终端销售领域提供灵活用工业务的“康肯”等。

图表 44 公司在部分细分行业积累的品牌一览

品牌 logo	品牌名称	专注领域	简介
	科锐咨询	中高端人才寻访业务	由中国最早从事招聘咨询行业服务的资深团队组成，已有 21 年专业服务经验
	速聘咨询	专注于 IT 行业中高端人才猎寻服务，特别是在 SAP/Oracle/ERP/IT 类高级管理人才和研发人才专业细分市场中持续保持领先	2011 年 7 月 7 日，科锐国际正式与速聘信息咨询有限公司签订合资合作协议，确立速聘将作为科锐国际旗下家族品牌独立运营。速聘公司成立于 2007 年，坐落在美丽的海滨城市秦皇岛
	联聘科技	招聘流程外包 (RPO) 服务	科锐国际 2005 年率先在中国引入招聘流程外包 (RPO) 服务模式。通过完善招聘流程，最佳实践经验，专业招聘系统，为客户提供从定制招聘策略到候选人上岗等一站式招聘流程服务，并致力与客户保持长期合作伙伴关系。



科锐派
致力于帮助企业实现短期、
第三方雇佣等灵活、风险可
控的用工策略。

科锐派是科锐国际 2006 年伴随着全球灵活用工模
式的快速增长应运而生的服务品牌。



欧格林
专注于大健康医疗行业，是
领先的人才招聘、岗位外包、
项目外包 (CRC 临床试验)
整体服务提供商

北京欧格林咨询有限公司成立于 2005 年，是科锐
国际 (300662.SZ) 旗下的全资子公司，是多家大
型跨国药企、民营药厂及 CRO 公司的供应商，且
与国内多家三甲医院保持良好合作关系。



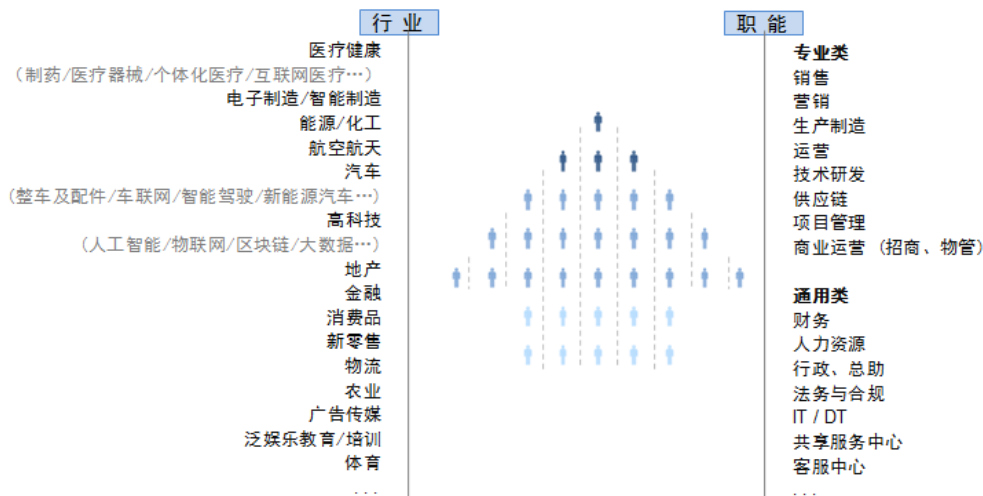
康肯
在消费品领域营销人员的大
规模招聘和营销项目外包管
理方面有着丰富经验

2010 年 7 月 14 日，科锐国际正式宣布并购国内灵
活雇佣服务领军企业康肯公司。康肯公司成立于
2003 年，总部设于上海，在全国拥有 33 个直属办
事处，业务范围辐射到全国 100 多个城市，是国内
为数不多的有着全国执行平台及执行能力的专业服
务机构，并于 2008 年通过了 ISO9001 质量体系认
证

资料来源：公司官网，华安证券研究所

以公司高端人才访寻业务为例，已经实现“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位的同时，致力于提供精准匹配的人才解决方案，已覆盖医药、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、现代服务业等新兴行业；此外，公司也基于研发、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。在超过 18 个行业和领域，250 多个细分板块中持续深耕，提供针对细分行业、职能特性的人才解决方案。1000+万高质量、活跃的人才库 + 整合的渠道管理能力，支持广且深的搜寻。

图表 45 公司中高端人才访寻业务提供针对细分行业、职能特性的人才解决方案



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

以灵活用工业务为例，公司擅长岗位可分为通用类和专业类两块。其中，通用类包括 HR、行政、财务、物流和采购类；专业类涵盖医药、教育、工程、客服、IT、法律 6 个细分板块。

图表 46 公司灵活用工业务通用类及专业类岗位明细

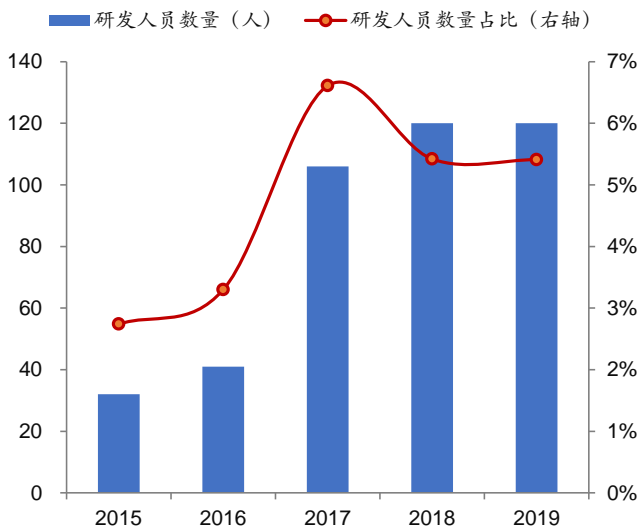
通用类			专业类		
岗位		业务单元	岗位		业务单元
HR	招聘、薪酬、培训、专员、主管	HR共享服务中心	医药	数据分析师、临床研究专员、药物安全专员、政府事务、医药注册专员、市场营销、传播交流	研发中心
行政	前台、秘书-助理、主管、经理		教育	主管、助教、讲师	
财务	出纳、应付、应收账款、总账会计	财务共享服务中心	工厂	技术工程师、汽车工程师、OEM代工	技术、研发中心
	财务分析人员、会计主管、成本控制、税务、审计、司库	支付中心	客服	呼入客服、主管、培训师	客服呼叫中心
物流	供应链专员、主管		IT	桌面技术支持、布线系统、用户支持、在线工程师	技术支持中心
采购	采购专员、主管		法律	法律助理、专员、主管	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4.3 优势二：线上线下齐发力，提效降本

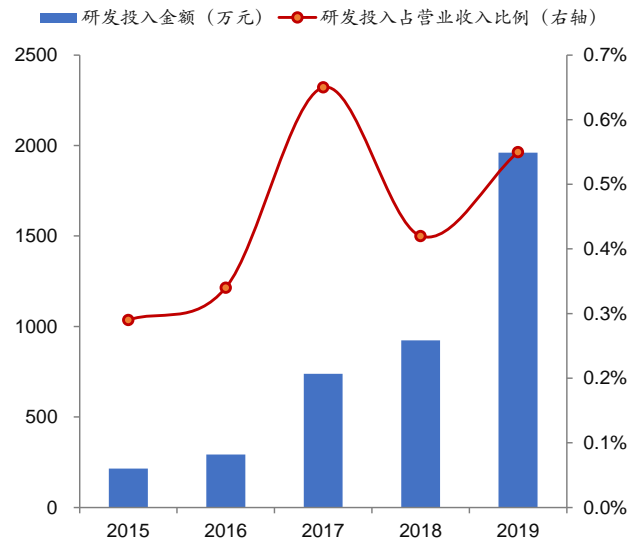
公司自成立以来，秉承以客户为中心的宗旨坚持技术驱动，紧跟客户需求不断创新服务产品，以适应不同发展阶段或不同类型的客户需求。一方面，公司近几年加大了线上产品技术研发投入。研发人员数量由 2015 年的 32 人增至 2019 年的 120 人，增加近 3 倍；同期研发投入金额由 215 万提升至 1961 万元，占同期营业收入比例由 0.29% 增至 0.55%。持续的研发投入助力公司在获客和运营方面的效率提升。

图表 47 研发人员数量及其占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

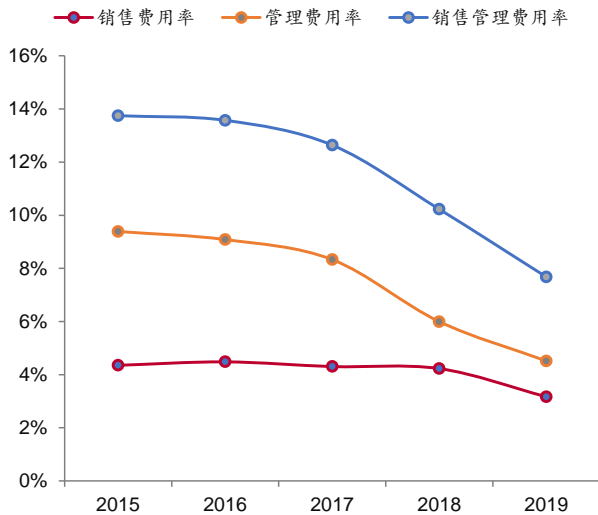
图表 48 研发投入金额及其占营收比重



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

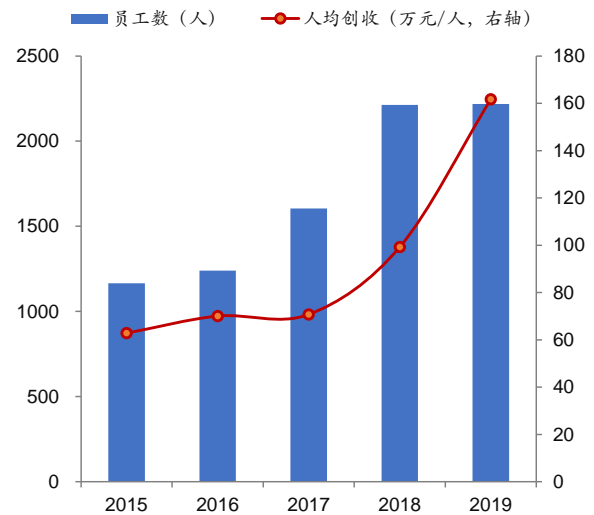
通过线上产品成功打造并运用至公司的项目执行中，强化管理的同时实现了销售管理费用率的下降。公司 2017~2019 年销售费率分别为 4.3%、4.2%和 3.2%；同期，管理费率分别为 8.3%、6.0%、4.5%；对应的销售管理费用率由 2017 年的 12.6%降至 2019 年的 7.7%，降幅 4.9pct。而从人均创收的角度来看“提效”成果，2018、2019 年人均创收规模分别为 99.3 万元/人、161.7 万元/人，相较 2017 年分别增长 28.5 万、90.9 万。

图表 49 公司销售管理费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 50 人均创收大幅提升



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司通过科技赋能，积极打造适应长尾客户需求的新技术模块产品“一朵云”与“一个平台”，“一朵云”即覆盖招聘、入职、考勤，薪税、福利管理等多场景模块的“才到”HR SaaS 平台，“一个平台”即专注于大学生、大健康、零售等垂直领域的“科锐优职”行业细分招聘平台。2019 年，公司进一步更新内部 CTS 业务运营系统和 ERP 信息管理系统升级外，持续投资新技术云产品与平台建设，升级 OMO 产品“才客网”和“即派”，更新升级“即派优职”、“科锐优职”、“医脉同道”“零售一号线”等平台；追加投资才到，打造基于招聘云、入职云、考勤云、薪税云的科锐国际“一朵云”，包括升级“睿聘”SaaS 简历管理软件及“Hialari”考勤与薪酬管理 SaaS 软件产品；继续增加“禾蛙”众包合作伙伴平台的研发投入。

图表 51 公司新技术产品一览

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位发布及求职服务平台	应灵活用工业务的线上服务
	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
平台产品	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

			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
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
SaaS 产品	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	开发过程中 (截至 2018 年末)

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

以公司 OMO 产品“即派”为例来展示“互联网+灵活用工平台”的高效运营。“即派”采用大数据和智能推荐技术, 搭建泛灵活用工, 供需调度和 SNS 求职的三维平台, 聚集优质企业 200 万家, 白领求职人群 500 万, 提供人才招聘, 岗位外包, 离岸招聘, 求职就业等一站式灵活用工服务, 为企业和职场人赋能。从下游客户提交流程开始, 只需 8H 便可获得智能推荐, 24H 进行到场面试, 再逾 7 天便可实现入职管理阶段, 全程不超过 9 天, 大大缩短了企业需求到实现员工到岗的时间长度。

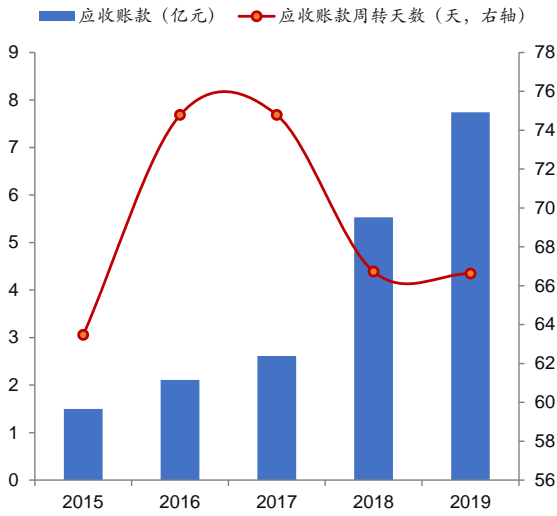
图表 52 “互联网+灵活用工平台”下的服务流程时间节点



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

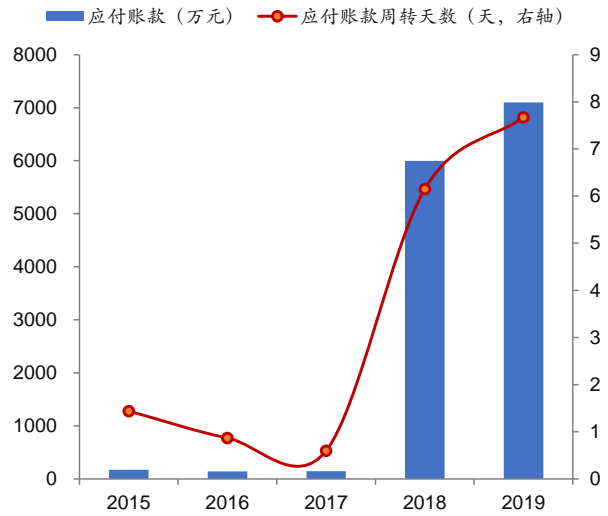
考虑到公司与客户的结算方式分为按周期结算 (主要为按月结算) 和按项目收费, 其中按周期结算主要是公司根据向客户提供的服务, 按约定收费金额收取费用; 按项目收费则根据客户需求在完成项目服务后, 根据服务量结算收取费用。因此, 公司的结算与实际产生服务的时滞长短便与公司服务的效率直接相关, 我们从应收账款和应付款项两个指标来看公司对上下游的话语权与效率水平。随着成功上市, 公司的应收账款规模明显提升, 但应收账款周转天数在 2018、2019 年分别由 2017 年的 74.78 天降至 66.72 天、66.62 天, 说明公司在财务端的增长是规模与效率相伴而生的高质量成长。

图表 53 应收账款及其周转天数



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 54 应付账款及其周转天数



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

定位人力资源伙伴平台, 多对多撮合冗余供求

公司推出“禾蛙”网站的愿景在于将其定位为人力资源服务企业间的伙伴平台, 通过撮合人力资源服务企业中冗余的劳动力需求与劳动力供给, 实现行业间企业的合作共赢, 推动人力资源行业的专业化、信息化与智能化。

禾蛙的宗旨在于为人力资源中小企业赋能, 达到 B 端成本最优。目前中小人力资源服务企业面临候选人供给与客户企业人才需求不匹配、自身服务能力有限的几大痛点。禾蛙的诞生, 将推动信息流动的高效率, 建立起行业间协同合作的平台。与此同时, 公司有意向借助平台打造一个教育培训体系, 将公司多年来积累的行业经验与优质合作伙伴知识赋予平台机构, 鼓励机构在禾蛙平台进行自营或者加盟公司。

图表 55 “禾蛙”平台发展愿景



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

合作做单 B2B 平台，短时间积聚企业入驻

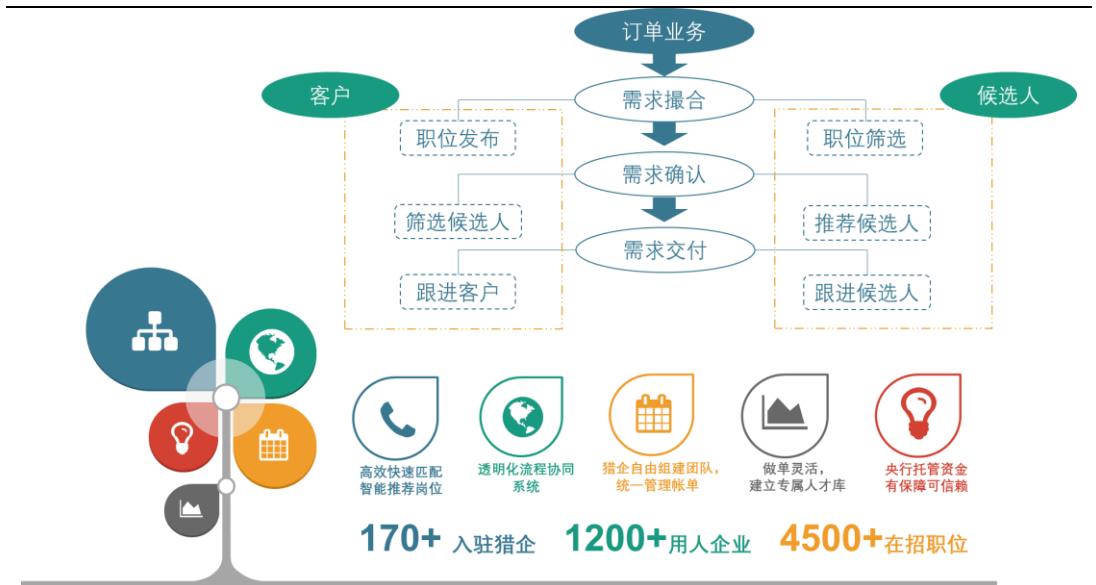
“禾蛙”的做单模式如下：

(1) 公司导入发单方流量，通常为公司自身资源或者其他人力资源行业服务商，将各自的冗余职位资源在“禾蛙”平台上进行共享，同时通过向发单方收取保证金并出台处罚措施的方式来保证职位资源真实性。

(2) 公司按照中高端猎头业务流程对业务环节进行细分，具体包括：1) 发单方：客户管理、职位管理、筛选候选人、候选人订单流程管理等；2) 接单方：筛选职位、接单管理、推荐候选人、做单，搭建了职位从需求对接到完成交付全周期分阶段协同的工作方式，实现雇主的职位交付由多个服务商共同参与的共享众包模式，并由“禾蛙”平台对服务商的交付质量进行管理和监督。

(3) 职位交付后，“禾蛙”平台从发单方获取雇主支付佣金，抽取一定比例的手续费后，依据发单方和接单方承担的工作量将佣金分配至发单方和接单方。

图表 56 “禾蛙”平台产品



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

截止到 2020 年，“禾蛙”上线仅半年的时间，便凭借高效协同的职位匹配模式、透明化的流程跟踪系统、灵活的做单方式、高效的猎企管理方式和安全保障的资金管理，吸引了 170 家猎企入驻，实现了大健康、科技互联网、金融、国企、事业单位、医院、教育、外籍员工招聘等领域全行业的覆盖，服务超过 1200 家人用企业，成功运营了超过 4500 个职位。

4.4 优势三：“有求必应”，多维业务满足客户全需求

随着我国产业结构升级的不断深化，人力资源服务业态逐渐丰富，在人服产业链下游客户对人服企业“专、精、深”个性化服务的要求下，人力资源服务机构正逐步由提供单一服务向综合服务转变，将具有竞争性、专业化的产品或服务综合起来，为客户提供“一站式”人力资源整体解决方案。整体解决方案的服务模式不仅可以实现客户、产品资源共享，提高企业的利润率，也有助于人服企业明确定位自身的优势和细分市场，为客户提供更多高附加值和综合性服务的解决方案，从而打

开双赢局面。科锐国际针对主要服务于大中型客户的中高端猎头服务、招聘流程外包服务、灵活用工服务等业务，公司通过技术和系统升级进行赋能，从顾问的获客、候选人筛选、面试到发送候选人报告等各个环节持续提升效率。

公司打造的“一体化”SaaS平台，涵盖“招聘云、人力云、薪税云、干部云”，由招聘、入职、考勤，薪税、福利管理等人力资源管理模块。有助于解决快速成长型企业发展过程中，人力资源短缺、人效低、人力资源成本及风险高，灵活用工困难等问题，帮助企业提高效率、优化成本结构，快速发展。解决中大型企业人力资源管理过程中，管理成本高、效率低等问题，用产品与技术为企业赋能，提高企业人力资源管理效能，优化成本结构，使人力资源管理更智能、更稳定、更安全。

图表 57 公司整体解决方案



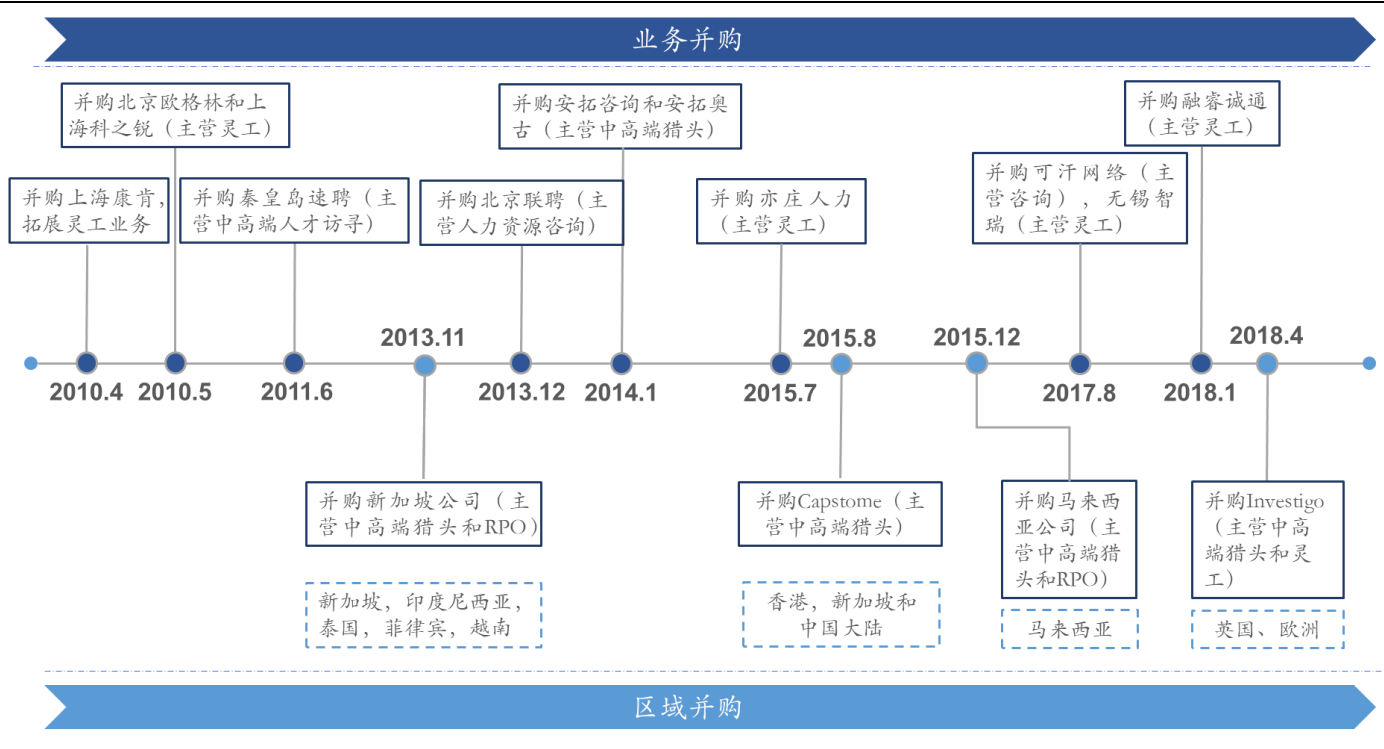
资料来源：公司官网，华安证券研究所

4.5 优势四：精准并购巩固先发优势

“业务”与“区域”并购双线并行，“深耕”与“外拓”双维并举

结合人力资源行业发展现状，公司不断通过产业并购和资源整合的手段，为客户提供综合化的解决方案，以占领市场的领先地位。公司执行“业务并购”+“区域并购”双线并行的方式，不仅收购国内优质人力资源企业，拓展灵活用工、中高端人才访寻、招聘流程外包和人力资源咨询等业务板块，而且收购国外知名人力资源公司，积极落实“引进来”和“走出去”的战略方针，吸取国外企业优秀经营经验的同时，拓展海外业务。

图表 58 公司“业务”+“区域”双线并购梳理



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

国内业务并购: 利用资金开展扩张并购, 三大主营业务全覆盖

在2008年获得经纬中国400万美元投资,并在2013成功获得摩根士丹利投资后,公司依靠资金优势,从2010年开始了快速并购扩张的阶段,先后收购上海康肯、北京欧格林、秦皇岛速聘、安拓奥古、亦庄人力等公司。不仅巩固了公司在三大主营业务的市场地位,而且成功切入了金融、IT科技、医药等行业的业务线,为中高端人才访寻和灵活用工业务在新的职业范围内进行了拓展。另一方面,收购北京联聘(现才客脉聘)和安拓咨询等咨询类公司,提升在人力资源咨询板块的优势,收购才到,通过软件和信息技术解决薪酬福利管理问题,极大地提升了客户粘性。

图表 59 国内并购案例梳理

公司名称	并购时间	持股比例	业务定位	行业和职能定位
上海康肯	2010.4	100%	灵活用工	终端销售岗位
北京欧格林	2010.5	100%	灵活用工	医药研发岗位
上海科之锐	2010.5	100%	灵活用工	IT 研发工程师、办公室行政岗位
秦皇岛速聘	2011.6/2014.8	100%	中高端人才访寻	跨行业企业内部 IT 部门
北京联聘 (现才客脉聘)	2013.12	100%	投资咨询、管理咨询和财务咨询等	-
安拓咨询	2014.1	51%	人才供求信息收集、整理、存储发布和咨询服务, 人才推荐、招聘	-
安拓奥古	2014.1	51%	中高端人才访寻	汽车、医药等行业生产供应链

亦庄人力	2015.7	80% (现 63%)	灵活用工, 传统劳务派遣	工厂流水线岗位
容汗网络	2017.8	20%	招聘咨询服务	-
无锡智瑞	2017.8/2018.1	21.05%	灵活用工	-
融睿诚通	2018.1	55%	灵活用工	金融、银行、保险等
才到	2020.4	59.3%	软件和信息技术服务	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

国外区域并购: 并购与设立分公司并举, 联合优质品牌推进全球化布局

在推进国内并购扩张的同时, 公司积极布局全球化市场。一方面, 积极设立分公司, 2012 年成立印度分公司, 并且在 2013 年成立新加坡公司, 进军新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南等东南亚人才市场。另一方面, 通过并购国外优秀人力资源品牌公司的手段, 进一步拓展海外业务。公司于 2015 年相继收购 Capstone (现 Aurex Group) 和马来西亚公司, 于 2018 年收购英国一家运营效率极高的人力资源服务公司 Investigo, 成功进军灵活用工渗透率全球最高的国家英国。

图表 60 国外并购案例梳理

公司名称	并购时间	持股比例	业务定位	行业和职能定位	地区
新加坡公司	2013.11	100%	中高端人才访寻、招聘流程外包	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	新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南等东南亚国家
Capstone (现名 Aurex Group)	2015.8	79.09%	中高端人才访寻	地产、能源及矿产领域	香港、中国大陆、新加坡等国家和地区
马来西亚公司	2015.12	100%	中高端人才访寻、招聘流程外包	银行、金融、高科技等行业	马来西亚
Investigo	2018.4	52.5%	中高端人才访寻、灵活用工	财务与金融岗、审计风险和合规岗、商业变革与转型岗	英国、欧洲

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4.6 优势五: 成功塑造品牌影响力, 下游客户粘性高

公司从创立至今, 凭借着持续提供优质的服务和丰富经验的积累, 在各个细分领域树立了良好的品牌形象, 形成优良的口碑。公司多年坚持产品的多样化, 积极打造“全流程、一站式、多渠道”的立体化服务体系, 本着“以客户为中心”的核心价值观, 专注于多品牌独立运营的经营模式, 在业内各细分市场树立起了诸多优势品牌。如“科瑞咨询”专注于提供中高端人才访寻业务, “速聘咨询”专注于中高端猎头业务的 IT 领域, “CAREER RPO”专门负责招聘流程外包业务, “科锐派 CAREER SEND”提供综合灵活用工业务, “康肯”为终端销售领域提供灵活用工业务。公司通过协同各子品牌优势, 围绕“科锐国际”整体品牌形象, 巩固并提升了公司在人力资源整体解决方案方面的品牌地位。

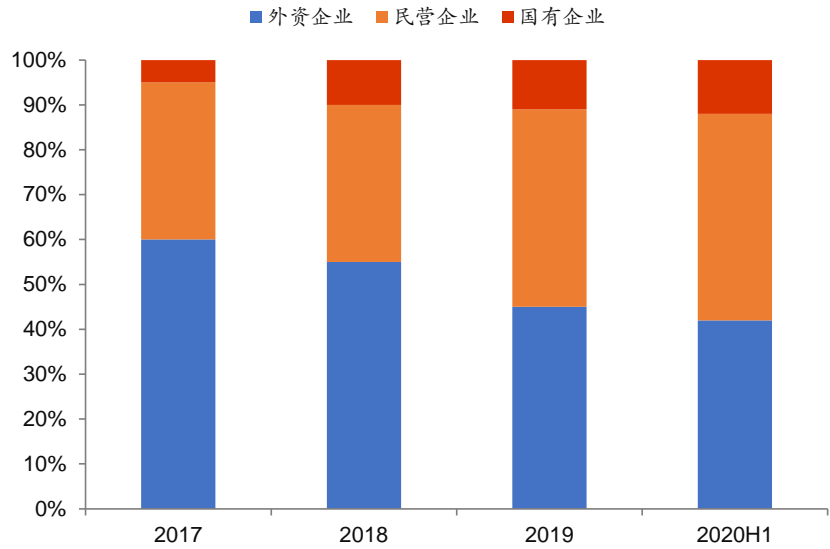
图表 61 公司 2017~2019 年公司获得业内奖项概览

获奖年份	评奖机构	奖项名称
2019 年	《第一资源》	最佳灵活用工服务机构
	The RI Awards of China	中国区最佳招聘服务商
	《人力资本管理》杂志	大中华区人力资源服务行业先驱
	亚太人才服务研究院	领军企业奖
2018 年	《北京人力资源服务行业协会》	2019 北京地区人力资源服务品牌 50 强、猎头品牌 10 强
	《企业网 D1Net》	2018 最佳 AI 简历管理提供商
	证券时报	中国创业板上市公司价值 50 强、中国创业板上市公司十佳管理团队
	《第一资源》	最佳灵活用工服务机构
2017 年	HRO Today Baker 's Dozen	招聘流程外包最佳服务商
	The RI Awards of China	中国区最佳招聘服务商
	智享会	招聘技术创新供应商 5 强
	《人力资本管理》杂志	大中华区人力资源服务行业先驱
2017 年	亚太人才服务研究院	领军企业奖
	《人力资本管理》杂志	大中华区人力资源服务行业先驱
	The RI Awards	中国区最佳综合招聘机构奖
	HRO Today Baker 's Dozen	招聘流程外包最佳服务商
2017 年	智享会	中国招聘流程外包与灵活用工服务机构 10 强
	上海人才服务行业协会	2017 年信得过人力资源服务机构

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

截至 2020H1 末，公司已经建立了多元化而稳定的客户基础，历史累计服务客户 2 万余家，每年付费客户数量从 2010 年的 800 家左右上升到目前的近 4000 家。2020H1，公司客户结构扣除海外客户，国内客户中 42% 为外资企业，46% 为快速成长的民营企业，12% 为国有企业，国有企业与民营企业占比逐渐增加。客户中不乏佳能、霍尼韦尔、苹果、赛诺菲、强生等世界 500 强企业，以及平安、华为、联想等中国细分行业领军企业，公司客户合作期限长、粘性强和复购率高，其中 75% 为重复购买客户，大量客户的服务期超过十年。

图表 62 公司客户构成 (扣除海外客户)



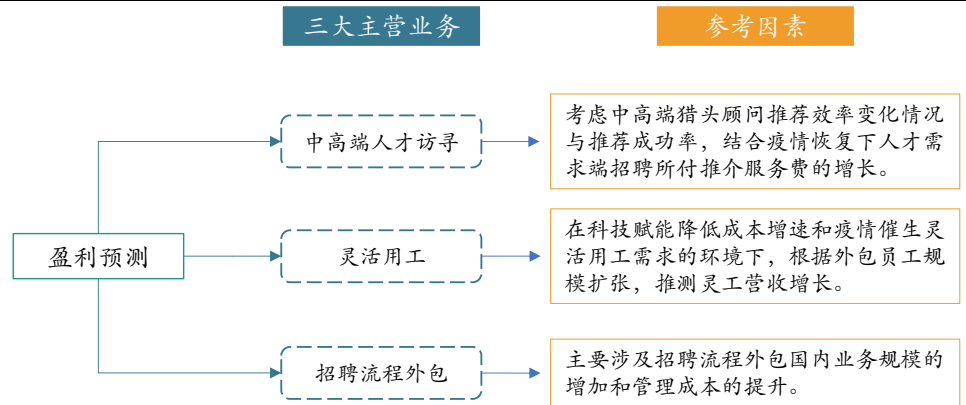
资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司三大主营业务进行分别预测，参考因素及过程如下图：

图表 63 三大主营业务盈利预测参考因素



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 64 三大业务细分项预测结果 (单位：百万元)

业务名称	2020E	2021E	2022E
灵活用工	3048	4415	6217
同比	10.2%	44.9%	40.8%
毛利率	9.10%	9.27%	9.69%
中高端人才访寻	555	664	771
同比	6.3%	19.7%	16.1%
毛利率	36.91%	39.40%	40.48%

招聘流程外包	128	147	161
同比	-14.9%	15.0%	10.0%
毛利率	39.50%	44.76%	44.76%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 投资建议

科锐国际作为人力资源服务行业全产业链服务全覆盖龙头企业之一，灵活用工业务市场增长可观，中高端猎头回暖与 RPO 再渗透趋势加持，“一体两翼”战略下线上线下其发力，科技赋能造就三大主业协作并进，双线并购规模优势明显。我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.02、1.31、1.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 53、41、33 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧风险

中国人服行业正处于快速增长阶段，行业竞争日益激烈，大量的新企业涌入该行业，若公司不能够及时把握市场机会，持续扩大现有优势，增强公司的核心竞争力，可能会影响公司现有行业地位，从而对公司经营产生不利影响。

宏观经济增长不及预期

人服行业是顺周期的行业，行业增长与宏观经济的波动密切相关，若未来中国宏观经济增速放缓，企业为了节省成本，用工需求预计将会下降，从而对公司主要业务的发展造成不利影响。

持续扩张带来的管理和整合风险

公司持续布局海外市场，若管理能力的提升不及公司收购扩张的速度，可能会造成管理不及时等问题，从而影响公司业务拓展情况。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1249	1481	1981	2638	
现金	392	540	678	871	
应收账款	774	850	1180	1601	
其他应收款	59	65	90	123	
预付账款	18	20	28	38	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	6	6	6	6	
非流动资产	435	486	537	581	
长期投资	86	86	86	86	
固定资产	10	12	12	13	
无形资产	126	167	208	243	
其他非流动资产	213	221	231	240	
资产总计	1684	1967	2518	3220	
流动负债	658	723	994	1342	
短期借款	32	32	32	32	
应付账款	71	79	109	149	
其他流动负债	554	613	852	1161	
非流动负债	38	38	38	38	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	38	38	38	38	
负债合计	695	761	1032	1380	
少数股东权益	128	159	199	250	
股本	182	182	182	182	
资本公积	260	260	260	260	
留存收益	419	605	845	1147	
归属母公司股东权益	861	1047	1287	1589	
负债和股东权益	1684	1967	2518	3220	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	123	187	173	221	
净利润	152	186	240	302	
折旧摊销	22	14	13	13	
财务费用	2	0	0	0	
投资损失	-1	-2	-3	-4	
营运资金变动	-87	-19	-91	-116	
其他经营现金流	274	213	346	444	
投资活动现金流	-39	-40	-35	-28	
资本支出	-27	-42	-38	-32	
长期投资	-12	0	0	0	
其他投资现金流	1	2	3	4	
筹资活动现金流	-27	0	0	0	
短期借款	-28	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	2	0	0	0	
资本公积增加	34	0	0	0	
其他筹资现金流	-35	0	0	0	
现金净增加额	58	147	138	193	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	3586	3940	5465	7419	
营业成本	3073	3399	4735	6453	
营业税金及附加	19	20	28	39	
销售费用	114	118	164	223	
管理费用	162	158	219	297	
财务费用	-1	-7	-9	-12	
资产减值损失	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	2	3	4	
营业利润	217	261	340	436	
营业外收入	17	23	26	26	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	234	283	366	462	
所得税	55	66	86	108	
净利润	179	217	280	354	
少数股东损益	27	31	41	51	
归属母公司净利润	152	186	240	302	
EBITDA	234	250	321	405	
EPS (元)	0.83	1.02	1.31	1.65	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	63.2%	9.9%	38.7%	35.7%
营业利润	32.1%	20.0%	30.5%	28.2%
归属于母公司净利	29.4%	22.0%	29.0%	26.1%
获利能力				
毛利率 (%)	14.3%	13.7%	13.4%	13.0%
净利率 (%)	4.2%	4.7%	4.4%	4.1%
ROE (%)	17.7%	17.7%	18.6%	19.0%
ROIC (%)	15.8%	14.6%	15.5%	16.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.3%	38.7%	41.0%	42.9%
净负债比率 (%)	70.3%	63.1%	69.4%	75.0%
流动比率	1.90	2.05	1.99	1.97
速动比率	1.87	2.02	1.97	1.94
营运能力				
总资产周转率	2.13	2.00	2.17	2.30
应收账款周转率	4.63	4.63	4.63	4.63
应付账款周转率	43.28	43.28	43.28	43.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.02	1.31	1.65
每股经营现金流薄)	0.67	1.03	0.95	1.21
每股净资产	4.71	5.73	7.04	8.69
估值比率				
P/E	38.18	53.24	41.26	32.71
P/B	6.75	9.45	7.69	6.22
EV/EBITDA	23.27	37.38	28.74	22.26

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。