

# 其他休闲服务

证券研究报告  
2021年09月06日

## 人力资源财报回顾：灵活用工保持高景气，招聘&RPO显著回暖，在线化数字化加速提升撮合效率

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《其他休闲服务-行业深度研究:经济体育发展持续点燃彩民热情,紧随政策规制引导期待合规新渠道》  
2021-07-29
- 《其他休闲服务-行业深度研究:澳门博彩:跟随时代发展趋势百年浮沉,疫情后回暖趋势确立前景可期》  
2021-06-05
- 《其他休闲服务-行业深度研究:从服务品牌化到人力产业化到产业生态化,中国人服行业蓄势崛起再造黄金十年》  
2021-05-20

此次选取 2 家公司：(1) 以线下服务为主的科锐国际；(2) 以线上服务为主的主要 BOSS 直聘：

①**营收端**：21Q1/21Q2 整体营收较 19 年同期分别增长 131.47%/158.13%。20 年春节疫情爆发后，对中小企业 20Q2 就业招聘需求影响较大，当期基数较低。随着复工复产推进，就业需求向好，21Q2 增长提速明显。

②**成本费用端**：19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 整体毛利率分别为 24.73%/30.38%/36.69%/42.88%，主要是公司细分业务结构变化影响。整体期间费用率分别为 47.08%/31.01%/41.89%/88.88%，费用率显著上升主要受 BOSS 直聘股权激励费用影响。剔除该部分影响后，19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 整体期间费用率分别为 46.51%/30.38%/39.87%/31.41%，随着业务发展规模效应明显。

③**利润端**：剔除股权激励和非经常性损益影响后，21Q1/21Q2 整体归母净利较 19 年同期分别增长 60.64%/1306.06%。19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 经调整归母净利率分别为 -23.75%/-2.26%/-4.04%/10.54%，21Q1/21Q2 经调整归母净利率较 19 年同期分别增长 19.71%/12.80pct。随着复工复产推进，板块盈利能力显著提升。

**前景展望**：国家日前印发《“十四五”就业促进规划》，提出七项重点任务：

- ①坚持经济发展就业导向，不断扩大就业容量；
- ②强化创业带动作用，放大就业倍增效应；
- ③完善重点群体就业支持体系，增强就业保障能力；
- ④提升劳动者技能素质，缓解结构性就业矛盾；
- ⑤推进人力资源市场体系建设，健全公共就业服务体系；
- ⑥优化劳动者就业环境，提升劳动者收入和权益保障水平；
- ⑦妥善应对潜在影响，防范化解规模性失业风险。

我们认为，科锐国际和 BOSS 直聘是受益于就业优先战略的直接质优标的，顺应国内政策经济人口文化发展的大趋势，享受行业发展的中长期红利。其中，科锐是人力资源线下服务综合壁垒最强的企业，BOSS 直聘是人力资源线上服务最具有技术创新基因和底层数据能力的企业。随着行业需求释放，优秀企业内部交付能力和管理效率提升，政策规范化加速中小企业出清，看好行业集中度进一步提升的趋势，推荐科锐国际、BOSS 直聘。

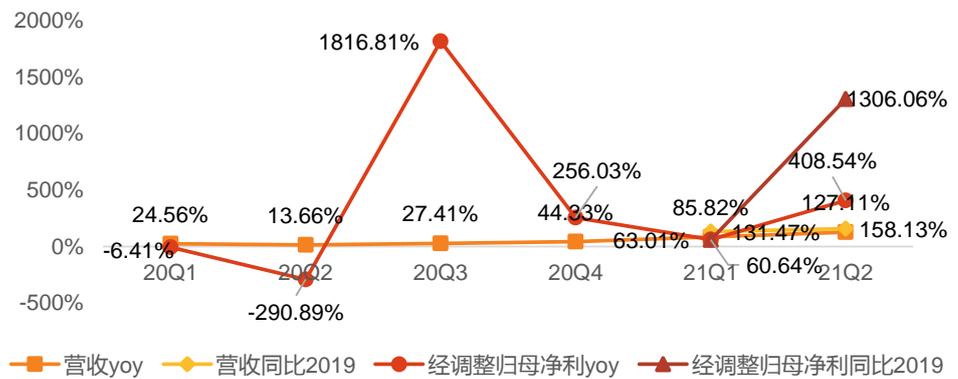
**风险提示**：行业竞争加剧，国家政策变化，技术投入不及预期，销售费用持续增加

## 1. 行业整体情况

此次选取 2 家公司：(1) 以线下服务为主的科锐国际；(2) 以线上服务为主的 BOSS 直聘。

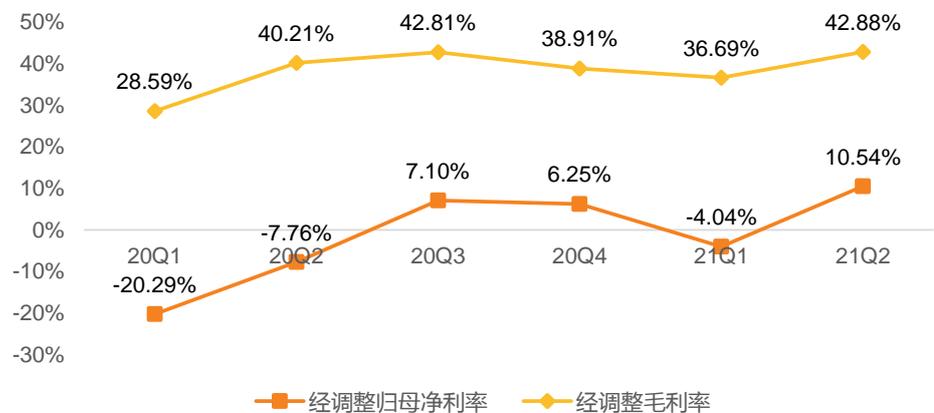
- ① **营收端**：21Q1/21Q2 整体营收较 19 年同期分别增长 131.47%/158.13%。20 年春节疫情爆发后，对中小企业 20Q2 就业招聘需求影响较大，当期基数较低。随着复工复产推进，就业需求向好，21Q2 增长提速明显。
- ② **成本费用端**：19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 整体毛利率分别为 24.73%/30.38%/36.69%/42.88%，主要是公司细分业务结构变化影响。整体期间费用率分别为 47.08%/31.01%/41.89%/88.88%，费用率显著上升主要受 BOSS 直聘股权激励费用影响。剔除该部分影响后，19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 整体期间费用率分别为 46.51%/30.38%/39.87%/31.41%，随着业务发展规模效应明显。
- ③ **利润端**：剔除股权激励和非经常性损益影响后，21Q1/21Q2 整体归母净利较 19 年同期分别增长 60.64%/1306.06%。19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 经调整归母净利率分别为 -23.75%/-2.26%/-4.04%/10.54%，21Q1/21Q2 经调整归母净利率较 19 年同期分别增长 19.71%/12.80pct。随着复工复产推进，板块盈利能力显著提升。

图 1：20Q1-21Q2 整体营收和利润增速



资料来源：科锐国际、BOSS 直聘公告，天风证券研究所

图 2：20Q1-21Q2 整体毛净利率（剔除股权激励支出和非经影响）



资料来源：科锐国际、BOSS 直聘公告，天风证券研究所

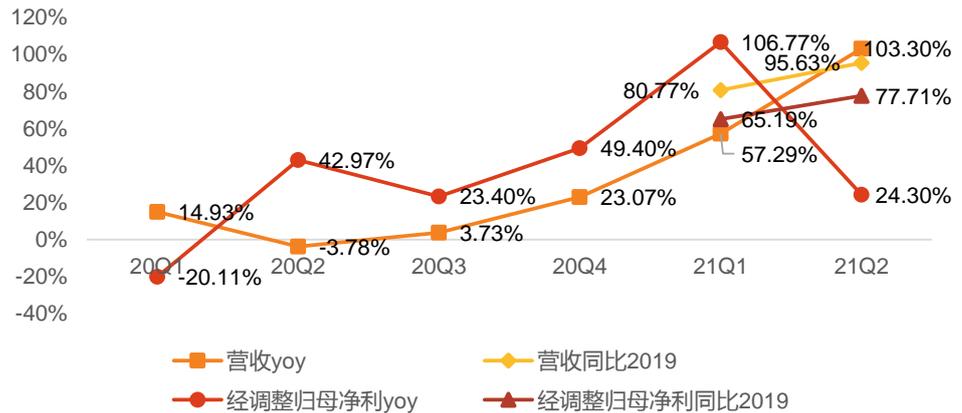
## 2. 以业务分类

## 2.1. 以线下服务为主的公司

科锐国际从线下服务起家，21H1 实现总收入 31.57 亿元，其中灵活用工业务收入 25.18 亿元，占比 79.76%；中高端人才访寻业务收入 3.20 亿元，占比 10.13%；招聘流程外包业务收入 0.68 亿元，占比 2.16%。

- ① **营收端**：21Q1/21Q2 营收较 19 年同期分别增长 80.77%/95.63%。主要是国内灵活用工业务驱动营收高增长，21Q1/21Q2 灵活用工业务较 2019 年同期增长 93.62%/100.43%。21Q1/21Q2 科锐在册管理外包员工数达 23401/28500 人，较 2019 年同期的 11900/13100 人实现成倍增长。

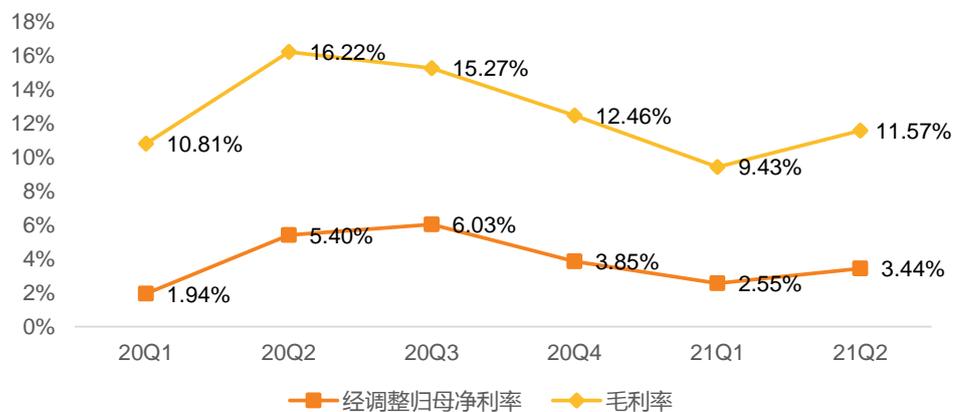
图 3：20Q1-21Q2 线下服务营收和利润增速



资料来源：科锐国际公告，天风证券研究所

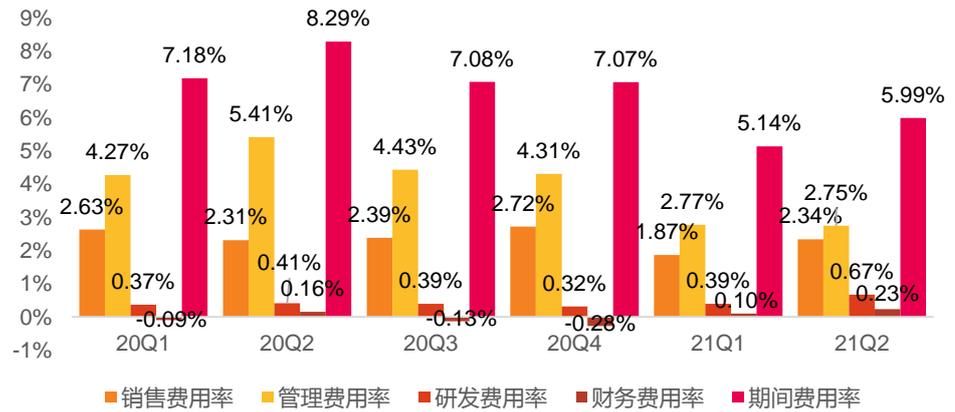
- ② **成本费用端**：19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 毛利率分别为 12.65%/14.72%/9.43%/11.57%，主要是公司业务结构变化影响。期间费用率分别为 7.52%/8.11%/5.14%/5.99%，费用率降低主要得益于规模效应和管理运营的精细化。
- ③ **利润端**：剔除股权激励和非经常性损益影响后，21Q1/21Q2 归母净利润较 19 年同期分别增长 65.19%/77.71%。19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 经调整归母净利润率分别为 2.79%/3.64%/2.55%/3.44%，21Q1/21Q2 经调整归母净利润率较 19 年同期分别减少 0.24/0.20pct。

图 4：20Q1-21Q2 线下服务毛净利率（剔除股权激励支出和非经影响）



资料来源：科锐国际公告，天风证券研究所

图 5：20Q1-21Q2 线下服务费用率变化



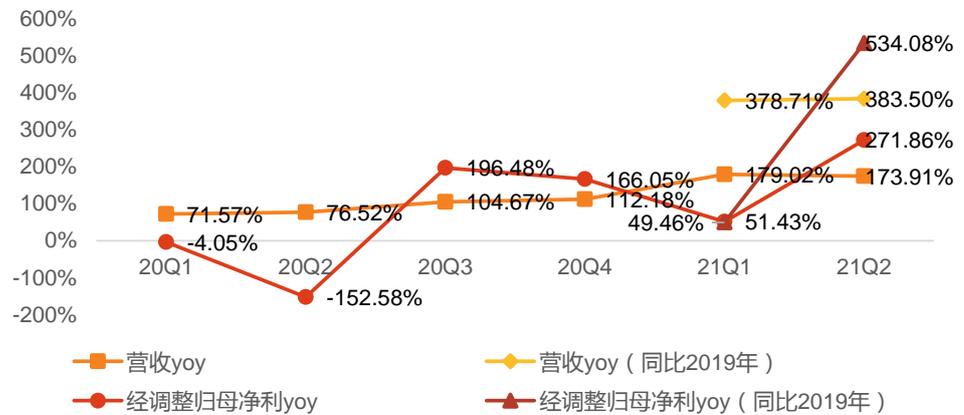
资料来源：科锐国际公告，天风证券研究所

## 2.2. 以线上服务为主的公司

BOSS 直聘主营在线招聘服务，21H1 实现总收入 19.57 亿元，其中网络招聘服务收入 19.40 亿元，占比 99.14%；个人增值等其他业务收入 0.17 亿元，占比 0.86%。

- ① **营收端：21Q1/21Q2 营收较 19 年同期分别增长 378.71%/383.50%**。网络招聘服务蓬勃发展拉动整体营收高增，21Q1/21Q2 网络招聘业务验证企业数达 1300/1485 万家，较 2019 年末的 665 万家显著增加，其中 21Q1/21Q2 付费企业用户数达 289/361 万家，2019 年末为 124 万家；付费率也由 2019 年末的 18.6% 提升至 21Q1/21Q2 的 22.2%/24.3%。

图 6：20Q1-21Q2 线上服务营收和利润增速

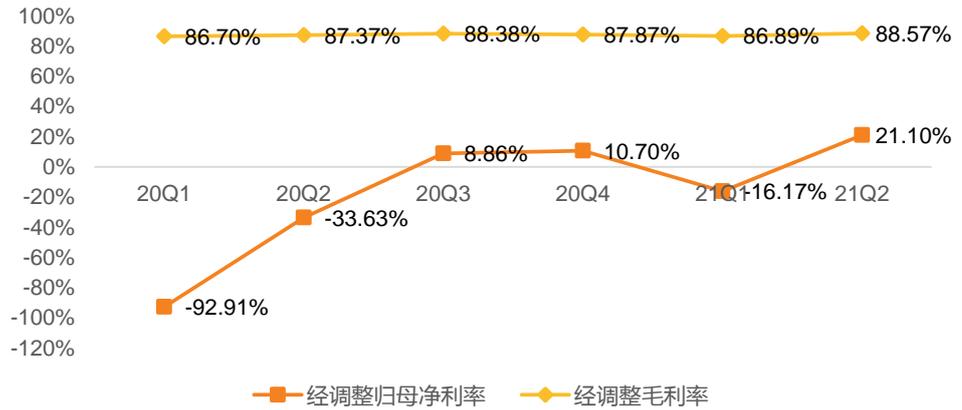


资料来源：BOSS 直聘公告，天风证券研究所

- ② **成本费用端：19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 毛利率分别为 83.64%/86.86%/86.89%/88.57%**，总体保持稳定。期间费用率分别为 236.7%/110.7%/103.8%/68.5%，费用率显著降低，主要由于收入的规模效应显著，销售费用率显著下降。19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 销售费用率分别为 184.0%/73.9%/78.2%/43.6%，平台模式跑通规模化效应显著。

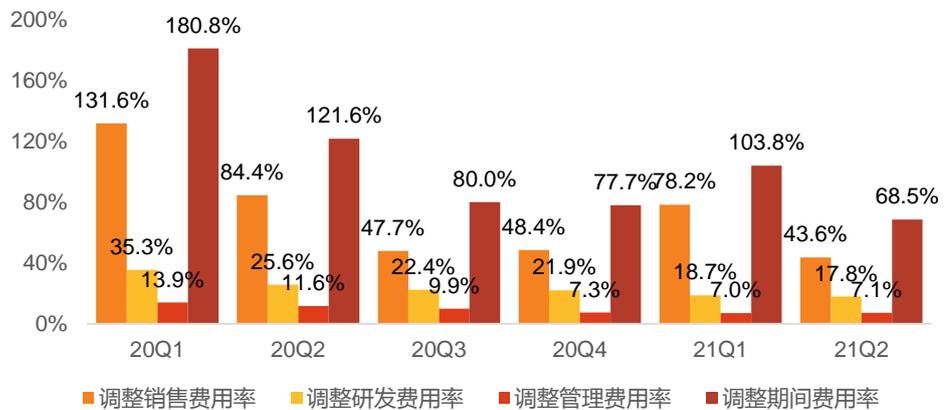
- ③ **利润端：剔除股权激励和非经常性损益影响后，21Q1/21Q2 归母净利润较 19 年同期分别增长 49.46%/534.08%**。19Q1/19Q2/21Q1/21Q2 经调整归母净利率分别为 -153.19%/-23.50%/-16.17%/21.10%，21Q1/21Q2 经调整归母净利率较 19 年同期分别增长 137.02/44.60pct。

图 7：20Q1-21Q2 线上服务毛净利率（剔除股权激励支出和非经影响）



资料来源：BOSS 直聘公告，天风证券研究所

图 8：20Q1-21Q2 线上服务费用率变化



资料来源：BOSS 直聘公告，天风证券研究所

### 3. 前景展望

国家日前印发《“十四五”就业促进规划》，提出七项重点任务：①坚持经济发展就业导向，不断扩大就业容量；②强化创业带动作用，放大就业倍增效应；③完善重点群体就业支持体系，增强就业保障能力；④提升劳动者技能素质，缓解结构性就业矛盾；⑤推进人力资源市场体系建设，健全公共就业服务体系；⑥优化劳动者就业环境，提升劳动者收入和权益保障水平；⑦妥善应对潜在影响，防范化解规模性失业风险。

我们认为，科锐国际和 BOSS 直聘是受益于就业优先战略的直接质优标的，顺应国内政策经济人口文化发展的大趋势，享受行业发展的中长期红利。其中，科锐是人力资源线下服务综合壁垒最强的企业，BOSS 直聘是人力资源线上服务最具有技术创新基因和底层数据能力的企业。随着行业需求释放，优秀企业内部交付能力和管理效率提升，政策规范化加速中小企业出清，看好行业集中度进一步提升的趋势，推荐科锐国际、BOSS 直聘。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com