

科锐国际 (300662.SZ)

技术服务赋能生态圈布局，灵活用工借行业东风高成长

公司概况：品牌力卓越的人力资源解决方案提供商。科锐国际成立1996年，是国内领先的以技术驱动的整体人才解决方案服务商，截止2021H1在全球市场拥有110余家分支机构，2800余名专业招聘顾问，收费客户数量5300余，根据公司2019年年报数据，客户复购率高达75%，大量客户合作周期普遍超10年，体现出较强客户粘性。2020/2021Q1~Q3分别实现营收39.3亿元/51.8亿元，同比分别增长9.7%/89.2%，归母净利润分别为1.9亿元/1.9亿元，同比分别增长22.4%/40.6%，2016-2020年收入与归母净利润CAGR分别为45.9%/31.9%。

人力资源行业快速发展，灵活用工成长空间广阔。2020年预计我国人力资源行业市场规模超5000亿元，2023年市场规模有望增至10142亿，2018年~2023年CAGR接近20%，其中灵活用工市场同期CAGR有望达25%左右，到2023年市场规模有望增至1771亿元。美国、日本、欧洲灵活用工渗透率分别为10%、4%及5%，而中国灵活用工占比仅为1%左右，提升空间广阔。

猎头起家全产业链布局，“前店后厂”+“千人前面”支撑效率提升。公司已形成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服务生态总体布局，通过“前店后厂”+“千人前面”战略提质增效，三大访寻中心助力公司积累超1000万条高质量候选人信息，2021H1千万级收入集团客户40家，占整体营业收入的59%，2017~2020年前五大客户收入占比始终保持20%以上，体现大客户驱动战略有效性。

灵活用工业务差异化优势突出，支撑业绩高成长。全产业链布局优势下公司灵工业务覆盖行业、岗位类型可实现无边界拓展，预计目前IT+医药研发岗占比在20%~30%，对应加成费用率在20%左右水平，显著高于行业水平。2020年全年累计外包人次达到19万人(yoy+18.3PCTs)，截止2021H1外包人数截面数据为28500人(yoy+88.1%PCTs)，预计未来灵工业务仍将保持良好发展趋势，从而支撑公司业绩持续高成长。

研发投入持续加码，技术产品取得阶段成果。通过持续研发投入，公司持续加强技术中台和数据中台建设，积极在大数据、AI等领域开发新功能赋能内部运营及外部客户。在垂直招聘平台、人力资源SaaS云平台、人力资源产业互联平台、区域人才大脑平台四个板块均实现阶段性成果。

国际化布局领先行业，全球化发展机遇助力挺进“530”。自2018年收购Investigo以来公司国际化业务能力明显提高，FY2020海外收入10.9元(yoy-15.2PCTs，主要受疫情影响)，占比27.8%，“一带一路”政策推动下东南亚等海外人才招聘市场机遇或成为公司业绩增长点，领先行业国际化布局有望助力公司加速向“530目标”挺进。

投资建议：我们看好公司以技术驱动的整体人才解决方案服务商的发展空间，灵活用工高成长支撑业绩优异表现，技术产品未来有望成为全新增长引擎。预计公司FY2021-2023归母净利润2.7/3.5/4.3亿元，同增43.1%/31.4%/21.2%，对应EPS分别为1.35/1.78/2.16元/股，给予公司2022年PE42倍，对应目标价74.8元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：疫情复发风险；宏观经济不景气风险；招聘顾问流失风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,586	3,932	6,990	10,396	13,506
增长率 yoy (%)	63.2	9.6	77.8	48.7	29.9
归母净利润(百万元)	152	186	267	350	425
增长率 yoy (%)	29.4	22.4	43.1	31.4	21.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.77	0.95	1.35	1.78	2.16
净资产收益率(%)	18.1	17.5	13.3	14.9	15.4
P/E(倍)	80.3	65.6	45.9	34.9	28.8
P/B(倍)	14.2	11.8	5.9	5.1	4.4

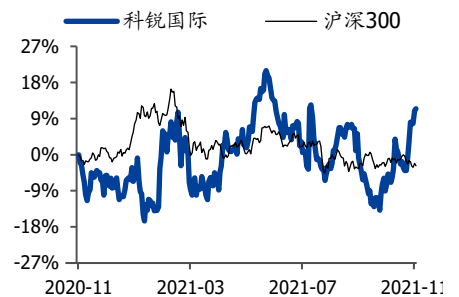
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年11月5日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	其他休闲服务
11月5日收盘价(元)	62.34
总市值(百万元)	12,273.99
总股本(百万股)	196.89
其中自由流通股(%)	91.86
30日日均成交量(百万股)	1.29

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

研究助理 李宣霖

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1249	1451	3741	4732	6552
现金	392	486	1476	2196	2853
应收账款及票据	774	873	2055	2300	3359
其他应收款	59	69	159	179	260
衍生金融工具及短投	18	21	48	54	78
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	3	3	3	3
非流动资产	435	534	588	642	701
权益性投资	86	110	136	163	189
固定资产	10	11	21	27	26
无形资产	130	186	210	240	275
其他非流动资产	209	227	220	212	211
资产总计	1684	1985	4329	5374	7253
流动负债	658	760	2047	2719	4145
短期借款	32	38	995	1639	2765
应付账款及票据	71	43	165	145	258
其他流动负债	554	678	887	936	1122
非流动负债	38	43	43	43	43
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	43	43	43	43
负债合计	695	802	2089	2762	4188
股本	128	145	175	215	263
股本溢价	182	183	197	197	197
留存收益	260	302	1048	1048	1048
归属母公司股东权益	450	605	858	1194	1610
少数股东权益	861	1038	2065	2397	2802
负债和股东权益	1684	1985	4329	5374	7253

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	123	201	-629	228	-271
净利润	179	208	297	390	473
折旧摊销	21	27	28	37	36
财务费用	-1	-4	17	47	87
投资损失	-1	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-87	-30	-969	-243	-864
其他经营现金流	13	3	0	0	0
投资活动现金流	-39	-81	-79	-87	-92
资本支出	27	40	28	27	33
长期投资	-4	-36	-26	-26	-26
其他投资现金流	-16	-77	-77	-86	-85
筹资活动现金流	-27	-25	743	-66	-106
短期借款	-28	6	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
股本增加	2	1	14	0	0
支付股利	34	42	746	0	0
其他筹资现金流	-35	-74	-17	-66	-106
现金净增加额	58	93	34	75	-470

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3586	3932	6990	10396	13506
营业成本	3073	3398	6190	9239	12020
营业税金及附加	19	22	40	57	74
营业费用	114	99	143	208	270
管理费用	162	179	224	333	419
研发费用	8	15	35	52	68
财务费用	-1	-4	17	47	87
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	11	27	22	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	3	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	217	244	366	486	594
营业外收入	17	28	24	25	25
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	234	271	389	511	619
所得税	55	64	92	121	146
净利润	179	208	297	390	473
少数股东损益	27	21	30	40	48
归属母公司净利润	152	186	267	350	425
EBITDA	244	286	419	572	712
EPS (元)	0.77	0.95	1.35	1.78	2.16

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	63.2	9.6	77.8	48.7	29.9
营业利润 (%)	32.1	12.5	49.7	32.9	22.2
归属母公司净利润 (%)	29.4	22.4	43.1	31.4	21.2
获利能力					
毛利率 (%)	14.3	13.6	11.4	11.1	11.0
净利率 (%)	4.2	4.7	3.8	3.4	3.1
ROE (%)	18.1	17.5	13.3	14.9	15.4
ROIC (%)	19.1	18.4	9.7	10.1	9.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.3	40.4	48.3	51.4	57.7
净负债比率 (%)	-35.9	-37.5	-21.4	-21.2	-2.7
流动比率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	2.3	2.1	2.2	2.1	2.1
应收账款周转率	5.4	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	46.9	59.7	59.7	59.7	59.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.95	1.35	1.78	2.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	1.02	-3.20	1.16	-1.38
每股净资产 (最新摊薄)	4.37	5.27	10.49	12.17	14.23
估值比率					
P/E	80.3	65.6	45.9	34.9	28.8
P/B	14.2	11.8	5.9	5.1	4.4
EV/EBITDA	49.1	41.7	28.5	20.8	17.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 5 日收盘价

内容目录

1 公司概况：国内人服龙头，品牌卓越客户高粘性.....	5
1.1 股权结构：结构稳定股权激励绑定核心员工，管理团队经验丰富.....	5
1.2 发展历程：内生+外延并举，紧密围绕业务主线.....	6
1.3 财务表现：业绩增长亮眼，灵活用工表现突出.....	8
2 行业概况：朝阳行业高速增长，灵活用工蓝海阶段.....	10
2.1 人力资源行业：有效提升资源匹配效率，市场规模快速增长.....	10
2.2 灵活用工：人服行业蓝海子版块，企业习惯逐渐养成.....	13
2.3 猎头&RPO：跟随人力资源行业快速发展.....	16
2.4 竞争格局分散，优质龙头稀缺性强成长性佳.....	17
3 公司分析：技术服务赋能生态圈布局，灵活用工借行业东风高成长.....	18
3.1 综合人力资源稀缺龙头，先发优势巩固.....	18
3.2 前店后厂"+千人千岗"支撑效能提升，客户结构持续优化.....	19
3.3 灵工业务差异化优势下增长亮眼，高成长有望持续.....	20
3.4 技术投入持加码，对内对外赋能.....	22
3.5 国际化布局领先行业，稳步向"530"挺进.....	24
4 盈利预测及估值.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 估值及投资建议.....	27
5 风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 科锐国际人力资源服务生态系统.....	5
图表 2: 公司股权结构图（截止 2021 三季度）.....	6
图表 3: 公司董事会与高管简要信息.....	6
图表 4: 公司发展历程.....	7
图表 5: 公司各细分赛道品牌.....	7
图表 6: 公司外延品牌.....	8
图表 7: 公司营收及增速（单位：百万，%）.....	9
图表 8: 公司归母净利润及增速（单位：百万，%）.....	9
图表 9: 公司分项业务营收及增速（百万）.....	9
图表 10: 公司分项业务营收占比.....	9
图表 11: 公司分项业务毛利率（单位：%）.....	10
图表 12: 公司三费率水平（单位：%）.....	10
图表 13: 公司毛利率净利率水平（单位：%）.....	10
图表 14: 公司资产负债率以及 ROE（摊薄）水平（单位：%）.....	10
图表 15: 出生人口呈现明显下跌趋势（单位：%）.....	11
图表 16: 全国职业供求：求人倍率.....	11
图表 17: 高校毕业生人数（单位：万，%）.....	11
图表 18: 城镇就业人员平均工资（单位：元，%）.....	11
图表 19: 人力资源行业业务分类.....	12
图表 20: 我国人力资源行业市场规模（单位：十亿元，%）.....	12
图表 21: 中国人力资源行业三个发展阶段.....	13
图表 22: 人力资源外包细分领域市场规模（单位：十亿元）.....	14

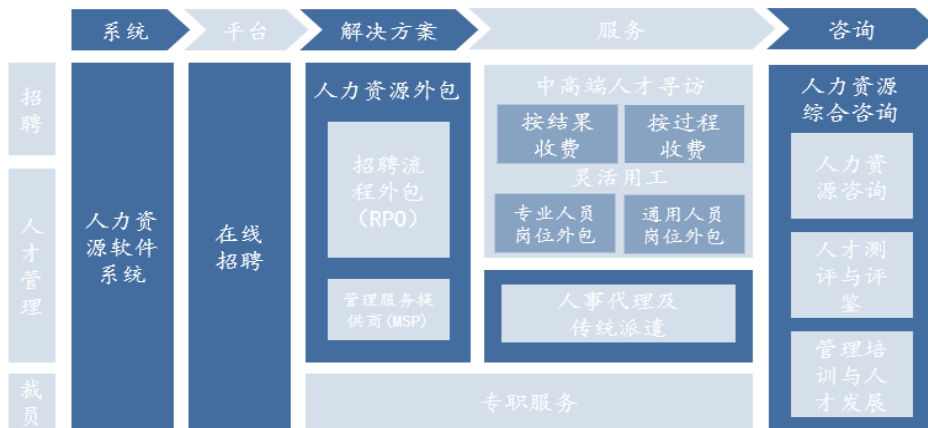
图表 23: 人力资源外包细分领域市场规模增速 CAGR	14
图表 24: 灵活用工与劳务派遣、人事管理业务对比	14
图表 25: 人力资源外包服务渗透率 (单位: %)	15
图表 26: 不同国家灵活用工渗透率 (单位: %)	15
图表 27: 政策推动企业用工合规化成本提升	15
图表 28: 年末中国灵活用工人数 (单位: 千人, %)	16
图表 29: 每名灵活用工员工的每月服务费 (单位: 元)	16
图表 30: 猎头 (人才访寻) 行业市场规模及增速 (单位: 十亿元, %)	16
图表 31: 世界 500 强企业中中国企业数量稳步增长	17
图表 32: 2014-2023 年我国招聘流程外包市场规模及增速 (单位: 十亿元, %)	17
图表 33: 2016 年全球人力资源行业市场格局	18
图表 34: 三家人力资源上市公司 2020 年市占率	18
图表 35: 公司分支机构数量 (单位: 个)	19
图表 36: 公司员工总数 (单位: 人)	19
图表 37: 公司专业顾问数量 (单位: 人)	19
图表 38: 公司三大业务推荐中高端候选人数量 (单位: 人)	19
图表 39: 收费客户数量 (单位: 家)	20
图表 40: 前五大客户收入占比	20
图表 41: 灵活用工业务收入及增速 (单位: 百万, %)	21
图表 42: 灵活用工累计外包人次 (单位: 千人, %)	21
图表 43: 年度灵活用工业务外包人次截面数据 (单位: 人, %)	21
图表 44: 半年度灵活用工业务外包人次截面数据 (单位: 人, %)	21
图表 45: 欧格林与业内竞争对手服务对比	22
图表 46: 研发费用及增速 (单位: 万元, %)	23
图表 47: 专业技术人员占总员工比例 (单位: %)	23
图表 48: 垂直招聘平台	23
图表 49: 人力资源 SaaS 云平台	23
图表 50: 人力资源产业互联平台	23
图表 51: 区域人才大脑	23
图表 52: 技术产品: 才到云——一体化 HRSaaS 解决方案。	24
图表 53: 技术产品案例: 禾蛙——人力资源产业互联平台	24
图表 54: 公司全球化布局概览	25
图表 55: 公司海外收入及增速 (单位: 百万, %)	25
图表 56: 公司海外收入占比 (单位: %)	25
图表 57: 公司营业收入预测	26
图表 58: 公司核心财务指标预测 (单位: 百万美元; %)	27
图表 59: 人力资源上市公司估值表	27

1 公司概况：国内人服龙头，品牌卓越客户高粘性

科锐国际成立于 1996 年，是国内领先的以技术驱动的整体人才解决方案服务商，业务领域涵盖人力资源服务全产业链，2017 年 6 月登陆创业板成为中国首家登陆 A 股的人力资源服务企业。截止 2021H1 在全球市场拥有 110 余家分支机构，2800 余名专业招聘顾问，在超过 18 个行业及领域与 5300 余家客户建立长期合作关系，根据公司 20219 年年报数据，客户复购率高达 75%，大量客户合作周期普遍超 10 年，体现出较强的客户粘性。

一站式人力资源解决方案服务商，线上线下全面发展。公司服务产品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服务生态总体布局：1) 线下——以高效的业务管理系统（CTS）为依托，围绕中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工三大主营业务加上服务咨询、人才与管理培训、人才测评等服务全线开展；2) 线上——才到系列 SaaS 产品以及科锐优职、禾蛙等平台产品，打磨适应长尾客户需求的“产品+服务”的新技术模块产品。

图表 1：科锐国际人力资源服务生态系统



资料来源：公司财报、公司官网，国盛证券研究所

目前公司核心收入与利润来自三大主营业务，即中高端人才访寻、招聘流程外包、人力资源外包（灵活用工）：

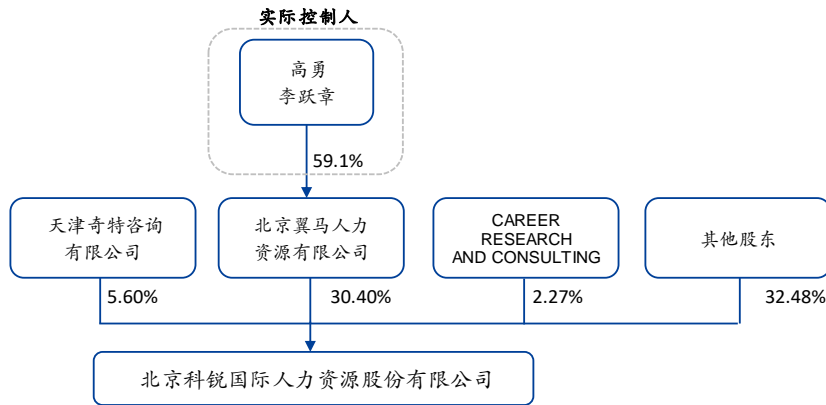
- **中高端人才访寻（高端猎头）**：针对中高级管理、专业技术人才短缺，提供深入的行业及职能解决方案。科锐国际于 1996 年开始布局并深耕，是国内最早开展中高端人才访寻业务的机构之一；
- **招聘流程外包 Recruitment Process Outsourcing（RPO）**：针对企业提升招聘策略、优化流程、保障高质量招聘结果，提供整体或部分定制招聘流程外包，通过管理招聘流程、渠道、供应商、雇主品牌等提升招聘能力及结果。科锐国际始于 2005 年，在华首创 RPO 服务模式，并树立了行业服务标准；
- **人力资源外包 Human Resource Outsourcing（HRO）**：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。

1.1 股权结构：结构稳定股权激励绑定核心员工，管理团队经验丰富

实际控制人持股比例相对集中且稳定，员工股权激励实现利益绑定。公司控股股东为北

京翼马人力资源有限公司，实际控制人高勇及李跃章为两位公司创始人，穿透来看两人合计持股比例 21.2%。公司在 2019 年通过定向发行方式对公司董事及高级管理人员实施股权激励共计 2.9 亿股，天津奇特即公司员工持股平台，通过业绩解锁条件与核心员工实现利益绑定。

图表 2: 公司股权结构图 (截止 2021 三季度)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

管理团队阵容稳定行业且经验丰富。董事长高勇先生及副董事长李跃章先生均拥有 20 年以上从业经验，深耕人力资源行业，在中高端猎头、招聘流程外包、灵活用工以及技术创新业务等领域引领行业发展。公司高管团队均拥有 15 年以上人力资源服务行业的平均服务时间，对行业发展规律和趋势有着深刻的理解。

图表 3: 公司董事会与高管简要信息

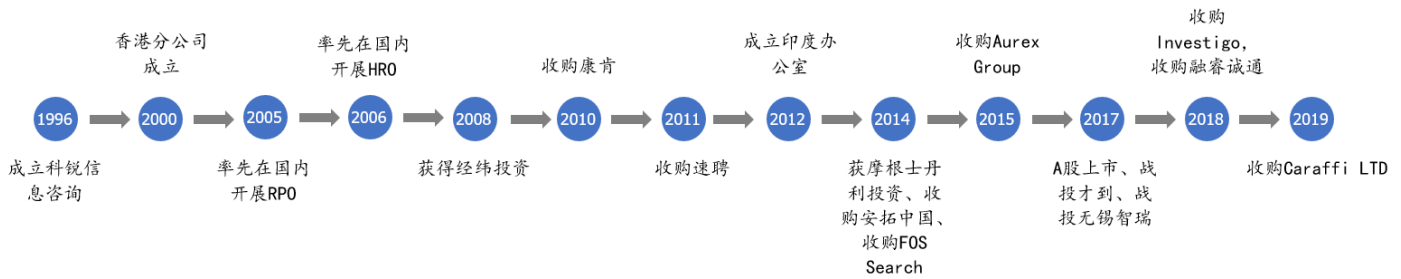
姓名	职务	任职时间	简介
高勇	董事长	成立至今	高勇先生 1996 年 9 月创建北京科锐信息(北京翼马前身)从事人力资源服务业务，行业领军人物之一。在中国率先提出招聘流程外包(RPO)业务模式，在行业内以其创新与领先的商业模式著称。同时单人中国人才交流协会高级人才访寻专业委员会副主任、中国对外服务行业协会副会长、北京市人才行业服务协会副会长。
李跃章	副董事长	成立至今	李跃章先生拥有超过 20 年人力资源领域专业招聘与咨询经验，先后领导科锐国际中高端猎头，招聘流程外包，灵活用工，技术创新业务团队。
王震	董事	2021 年至今	1991 至 2020 年期间前后分别任宝洁公司销售大区经理兼人力资源资深经理、百威啤酒人力资源大中国区总监、强生医疗器械有限公司人力资源中国副总裁、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。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 发展历程: 内生+外延并举，紧密围绕业务主线

内生+外延奠定行业龙头地位。公司成立以来，通过内生长成与外延并购的双重轨道实现快速扩张，公司以猎头业务起家，2005 年起率先在国内推出 RPO 业务，并于 2006 年顺应行业发展开启灵活用工业务，随后公司通过收购兼并增强细分条线优势，从而实现规模快速扩张，2017 年登陆创业板。

图表 4: 公司发展历程



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

内生孵化能力卓越, 打造细分赛道龙头。凭借创始人团队敏锐的行业嗅觉, 公司在猎头、RPO 以及灵活用工业务线、在大健康等行业快速实现细分赛道品牌力扩张。

图表 5: 公司各细分赛道品牌

品牌	业务线	业务优势
 科锐咨询	猎头	专注于中高端人才寻访业务服务品牌, 由中国最早从事招聘咨询行业服务的资深团队组成
 联聘科技	RPO	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
 科锐派	灵活用工	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
 欧格林咨询	灵活用工	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。
 汇聘咨询	猎头	是科锐国际旗下专注于人力资源、财务、法务职能岗位招聘的业务单元。
 威聘	RPO、灵活用工	基于 SaaS 云系统的招聘人才推荐、企业灵活专家服务、雇主品牌推广以及人事托管服务
 科锐正信	灵活用工	业务包含人力资源管理咨询、人才招聘、用工管理与服务、劳动事务、人才发展、技术与系统支持等多个模块, 在酒店等高端服务业的灵活用工领域拥有领先的优势。
 才客	猎头	欲打造国内中高端 C2B 招聘第一服务平台
 即派	灵活用工	互联网+灵活用工业务服务品牌
 薪薪乐	HR SaaS	高效至简的薪酬云平台



睿聘

HR SaaS

为企业提供高端智能化的人力资源管理系统服务体验，帮助企业减少招聘成本，提升招聘效率



翰林派

专家智库

拥有卓越的专家智库资源

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

兼并收购紧密围绕业务主线，形成良好协同。公司外延收购路径主要围绕自身优势赛道中中高端人才访寻（猎头）以及重点发展业务线灵活用工展开。

图表 6: 公司外延品牌

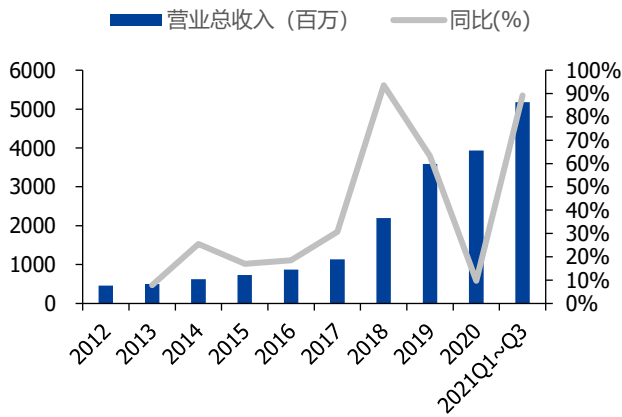
公司名称	收购时间	业务线	业务优势
 康肯咨询	2010	灵活用工	消费品领域营销人员的大规模招聘和营销项目外包管理
 速聘	2011	猎头	专注于 IT 行业中高端人才猎寻服务
 安拓中国	2014	猎头	业务主要集中在销售/市场，供应链管理，零售管理，技术研发，人事财务和其他后台职能，并覆盖汽车整车和零配件，消费品，奢侈品，重工业，电子与机械，医疗健康和金融服务等各个行业
 FOS Search	2014	猎头、灵活用工	主要涉及 IT 和通信、制造和工程、石油天然气等行业以及人事、财务和行政等职能
 Aurex Group	2015	猎头	专注于地产、建筑工程、自然资源及大宗商品等领域的高端人才招聘，位于香港
 亦庄人力	2015	灵活用工	人才派遣、岗位外包、服务/生产外包、人事代理、薪酬管理、招聘、劳动法律咨询...客户横跨汽车、电子、通讯、生物医药、医疗器械、消费品、互联网等行业
 融睿诚通	2018	灵活用工	金融行业企业客户定制外包服务解决方案，提供综合性外包服务
 Investigo	2018	猎头、灵活用工	专注于会计、金融、银行、战略、房地产、人力等领域招聘的人力资源服务企业，总部位于英国伦敦

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.3 财务表现：业绩增长亮眼，灵活用工表现突出

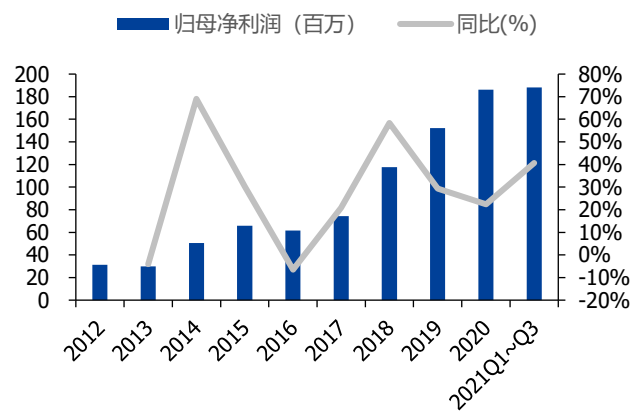
在各项人力资源业务出色增长支撑下，公司收入、利润呈现快速增长趋势。2020/2021Q3 分别实现营收 39.3 亿元/51.8 亿元，同比分别增长 9.7%/89.2%，归母净利润分别为 1.9 亿元/1.9 亿元，同比分别增长 22.4%/40.6%，2016-2020 年收入与归母净利润 CAGR 分别为 45.9%/31.9%，2020 年收入增速放缓主要由于猎头、RPO 业务受疫情影响较大。

图表 7: 公司营收及增速 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

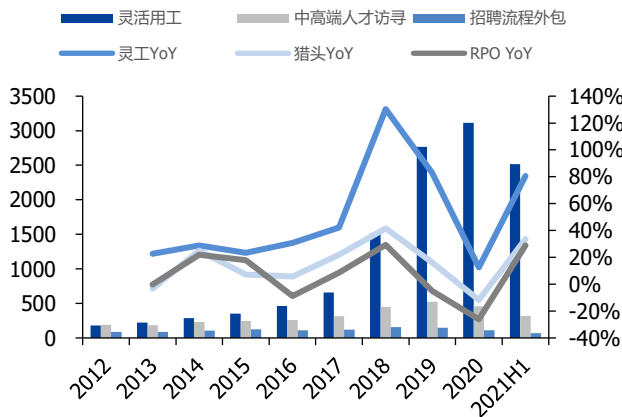
图表 8: 公司归母净利润及增速 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

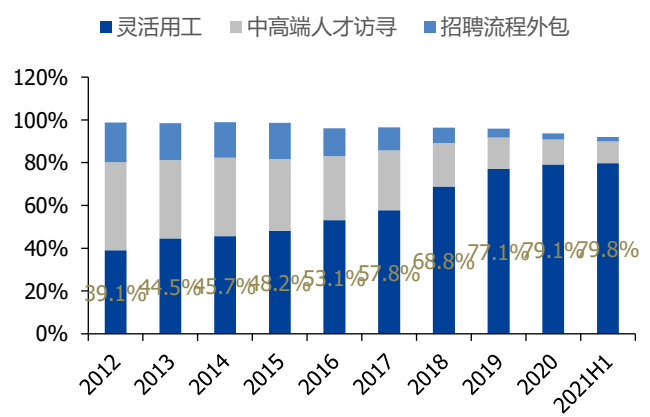
灵活用工业务增速亮眼占比快速提升。灵活用工是目前最具成长性业务板块, 2020 年灵活用工/中高端人才访寻/招聘流程外包分别实现营收 31.2 亿元/4.6 亿元/1.1 亿元, 增速分别为 12.5%/-11.7%/-26.1%, 占总营收比例分别为 79.1%/11.7%/2.8%, 2021H1 灵活用工营收占比进一步提升至 79.8%。

图表 9: 公司分项业务营收及增速 (百万)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

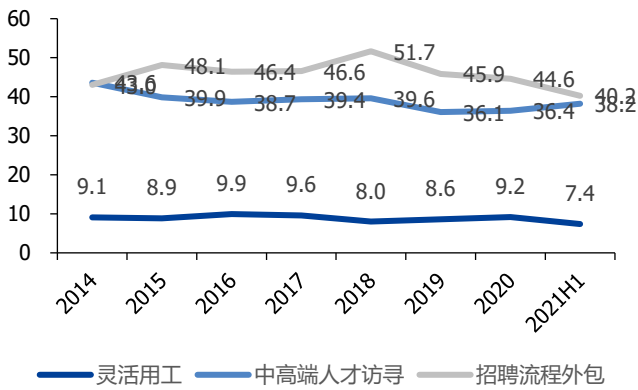
图表 10: 公司分项业务营收占比



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

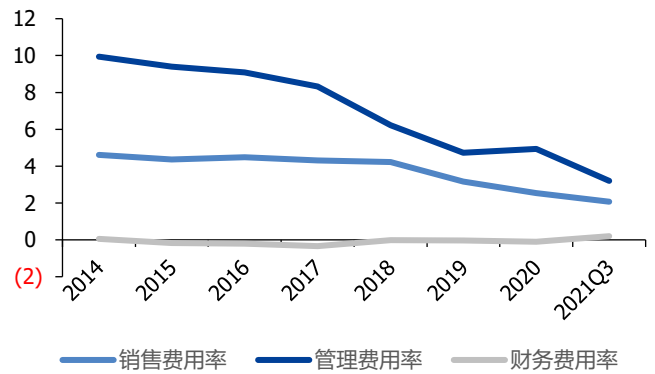
各大主业盈利水平存在差异, 费用端规模效应显著。由于收入确认模式的差异导致灵活用工毛利率与猎头、RPO 业务差异较大, 灵活用工业务毛利率始终稳定在 8% 左右水平, 2021H1 灵活用工毛利率 7.4%, 而猎头、PRO 毛利率则保持在 40% 左右水平。费用端随着业务扩张规模效应显著, 呈现逐渐下降趋势, 2021 前三季度管理费用率、销售费用率分别降至 3.2% (yoy-0.38PCT)、2.1% (yoy-1.87PCT)。

图表 11: 公司分项业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

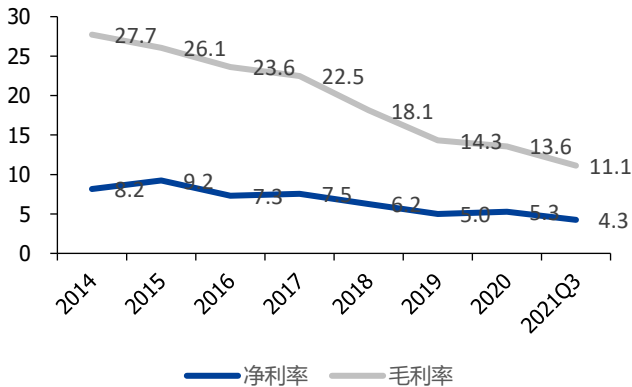
图表 12: 公司三费率水平 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

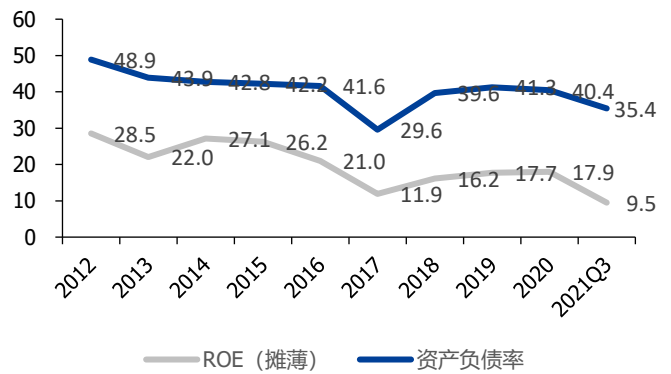
业务结构调整影响下利润率逐渐趋稳, 资产负债水平保持健康。随着灵活用工业务占比持续提升, 公司整体毛利率呈现下降趋势, 而净利率则逐渐趋于稳态, FY2020 净利率水平为 5.3% (yoy+0.3PCT), 2021 前三季度净利率为 4.3% (yoy-0.7PCT), 资产负债率保持 40% 左右健康水平, ROE 水平则处于稳步提升轨道。

图表 13: 公司毛利率净利率水平 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 14: 公司资产负债率以及 ROE (摊薄) 水平 (单位: %)



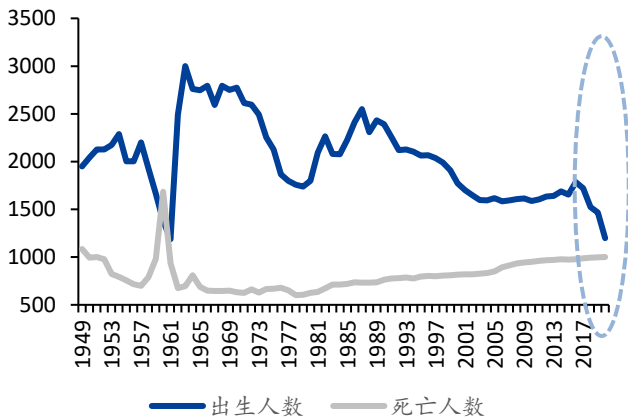
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

2 行业概况: 朝阳行业高速增长, 灵活用工蓝海阶段

2.1 人力资源行业: 有效提升资源匹配效率, 市场规模快速增长

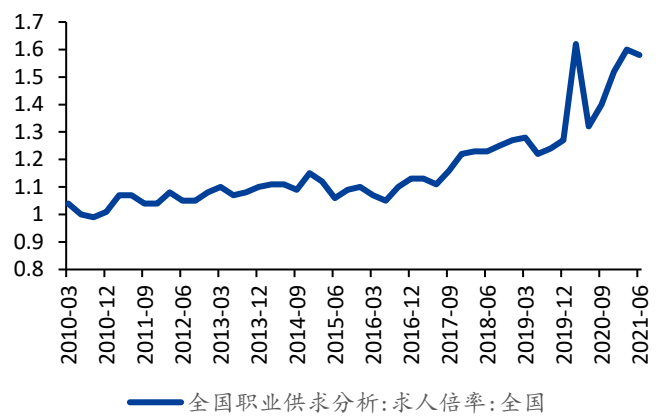
人口红利逐渐消退, 全国职业求人倍率逐渐攀升。随着人口出生率的逐步放缓以及老龄化加剧, 人口红利逐渐消退, 就业市场逐渐处于供不应求状态, 根据中国人力资源市场信息检测中心数据全国职业供求分析, 近年来我国全国职业求人倍率逐渐攀升, 2021 年 6 月为 1.58。

图表 15: 出生人口呈现明显下跌趋势(单位: %)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

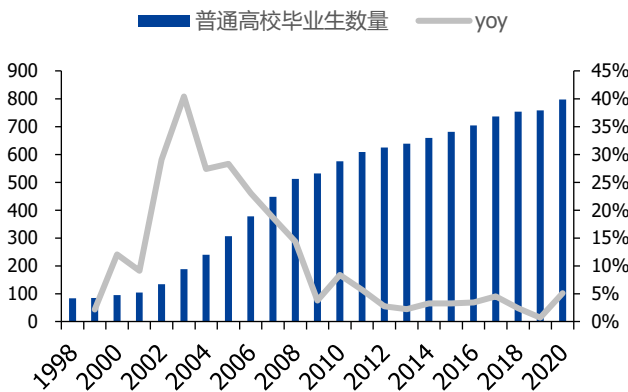
图表 16: 全国职业供求: 求人倍率



资料来源: 中国人力资源市场信息检测中心, 国盛证券研究所

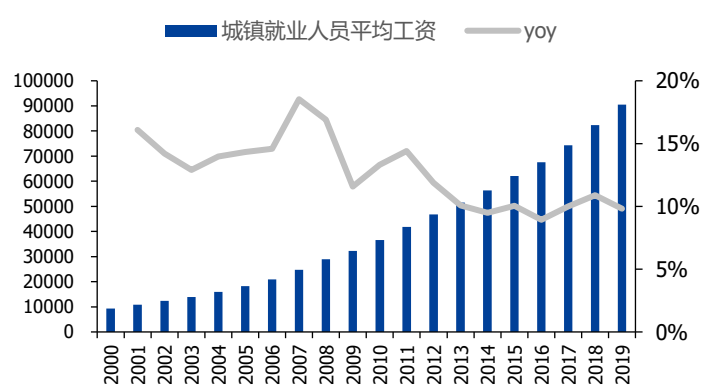
劳动力存在供需错配的结构矛盾, 企业招聘用人成本不断攀升。2000 年高等教育扩招以来, 普通高等教育毕业生逐年增加, 2020 年高校毕业生增至 797.2 万人, 毕业生人才供给总量增加并未解决结构性就业问题, 产业快速升级、更替使得人才需求随之快速迭代, 同时企业用人成本亦不断提升, 2019 年我国城镇就业人员平均工资增至 9.1 万元/年 (yoy+9.8PCTs)。

图表 17: 高校毕业生人数(单位: 万, %)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

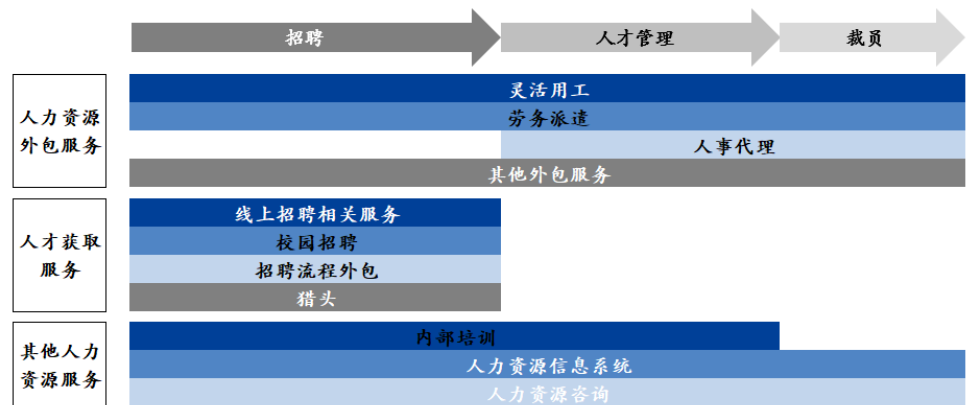
图表 18: 城镇就业人员平均工资(单位: 元, %)



资料来源: 中国人力资源市场信息检测中心, 国盛证券研究所

人力资源服务行业有效提升人岗匹配效率。人力资源服务业务的本质之一在于解决候选人与雇佣企业间的信息不对称问题, 作为中介机构的人力资源企业一方面需要深入理解雇主企业招聘需求, 一方面需要深入了解候选人特征, 最终实现招聘需求与人才供给的匹配。根据所参与的人力资源管理环节, 人力资源行业可分为人力资源外包服务、人才获取服务以及其他人力资源服务。

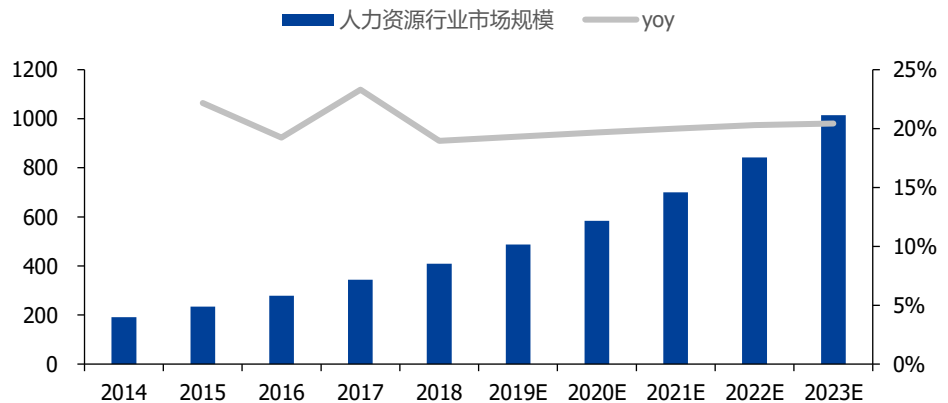
图表 19: 人力资源行业业务分类



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所整理

人力资源服务业市场规模快速增长。2020年预计我国人力资源行业市场规模超过5000亿元, 2023年市场规模有望增至10142亿, 2018年~2023年市场规模CAGR接近20%, 呈现快速增长趋势。

图表 20: 我国人力资源行业市场规模 (单位: 十亿元, %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所整理

我国人力资源行业已经进入快速发展阶段。我国人力资源行业大致经历三个发展阶段: 1) 行业萌芽期 (1978~1991) —— 统招统配制度打破后人力资源服务业态开始出现; 2) 行业形成期 (1992~2006) —— 伴随着人力资源配置市场改革逐渐深化, 各类服务机构规模日益扩大, 业态不断创新; 3) 快速发展期 (2007至今) —— 人力资源服务业在2007年首次写入国务院文件, 政策环境逐渐完善, 人力资源行业与下游人才需求融合纵深发展, 市场规模快速增长。

图表 21: 中国人力资源行业三个发展阶段

<p>行业萌芽期 1978~1991</p>	<p>20世纪70年代末统包统配的人力资源配置制度被打破，原有劳动部门开始创立并组织劳动服务公司，并逐步演化为就业服务机构，随后人才服务公司和人才交流服务机构相继成立，中后期市场化人力资源服务开始出现，20世纪90年代初中国相继出台了构建规范人力资源服务的法律法规框架等，整个人力资源服务业萌芽。</p>
<p>行业形成期 1992~2006</p>	<p>总之，在这一阶段，伴随着人力资源配置市场化改革的不断深化，市场在人力资源配置中的基础性地位逐步确立，围绕服务就业、人才资源优化配置的各类人力资源服务机构规模日益扩大，服务领域逐步拓展，服务业态也不断创新，行业逐渐成型。</p>
<p>快速发展期 2007至今</p>	<p>2007年国务院印发《关于加快服务业的若干意见》，首次将人力资源服务业写入国务院文件，政策方面整体已经由过去政府管理逐步转向政策制定、产业引导和环境营造；同时人力资源服务业也已经开始与金融等其他行业进一步融合，呈现专业服务向纵深发展、综合服务向一体化发展的显著特征。此外，在这一阶段，中国整个人力资源服务业的市场规模与营收也不断提高</p>

资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所整理

2.2 灵活用工：人服行业蓝海子版块，企业习惯逐渐养成

人力资源外包起源于工业革命时期。人力资源外包（outsourcing）起源于 20 世纪第三次工业革命时期的欧美国，发展大致可分为三个阶段：

1) 阶段一：20 世纪 70-80 年代，企业发现通过组织规模扩张以实现规模经济的空间有限，臃肿的组织结构会降低企业变革的敏捷性和灵活性，灵活用工这一战略应运而生，企业逐渐将自己的非核心业务通过外包的方式完成，大大提高企业的运营效率和创新能力。

2) 阶段二：20 世纪 90 年代，随着企业开始关注成本管控，灵活用工模式逐渐成熟，越来越多的企业开始将核心业务以外的工作通过灵活用工模式实现以灵活控制成本支出。

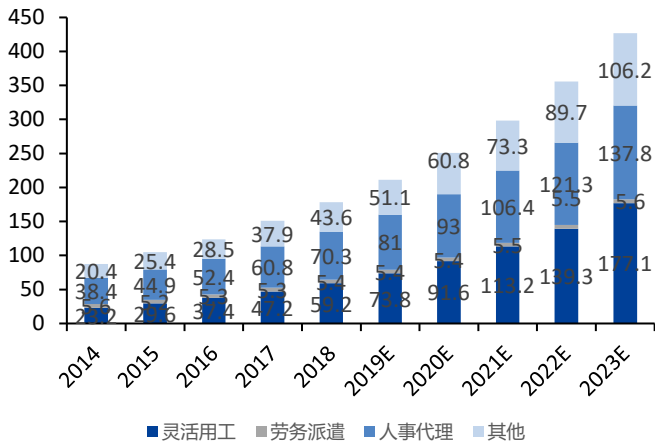
3) 阶段三：目前对于欧美成熟企业，优质的灵活用工供应商已成为战略伙伴，一些贴近客户的核心业务也逐渐通过外包的方式完成，例如一些企业的客户服务工作。

人力资源外包可分为四类：灵活用工、劳务派遣、人事代理。其中灵活用工是对传统固定全职用人模式的补充，是企业基于实时用人需求，灵活地按需雇佣人才，而用人单位与员工不建立正式的全职劳务关系。

灵活用工属于人力资源外包的重要模式之一。本文研究的范围属于人力资源外包概念范畴内的灵活用工，人力资源外包指雇主企业将人力资源管理的一些职能和环节对外承包给专业机构操作的管理策略，而灵活用工是客户将部分业务或重复性劳动的岗位委托给人力资源服务机构，人力资源服务机构根据业务流程、岗位职责，自行组织人员完成业务，客户以业务完成量或岗位人员工作开展情况与人力资源服务机构进行结算的服务方式。

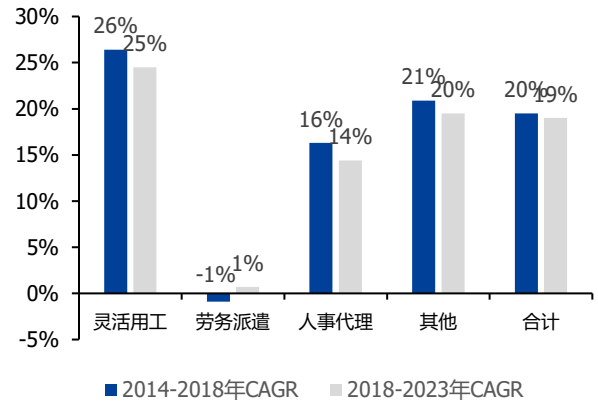
灵活用工市场规模有望达到 **25%左右 CAGR**。2020 年灵活用工市场规模约 916 亿元，到 2023 年有望增至 1771 亿元，2018~2023 年增速 CAGR 有望达到 25%左右，是人力资源外包乃至整个人力资源行业中最具成长性的细分板块。

图表 22: 人力资源外包细分领域市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 23: 人力资源外包细分领域市场规模增速 CAGR



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

灵活用工相较于传统劳务派遣、人事代理模式优势突出。不同于传统劳务派遣, 灵活用工业务对人力资源公司管理能力有更高要求, 服务贯通外包岗位的招管培全流程, 因此企业使用灵活用工模式不但可有效节省公司人力资源管理的显性、隐性成本, 在灵活用工的雇佣模式下, 可有效减少雇主企业用工风险。

图表 24: 灵活用工与劳务派遣、人事管理业务对比

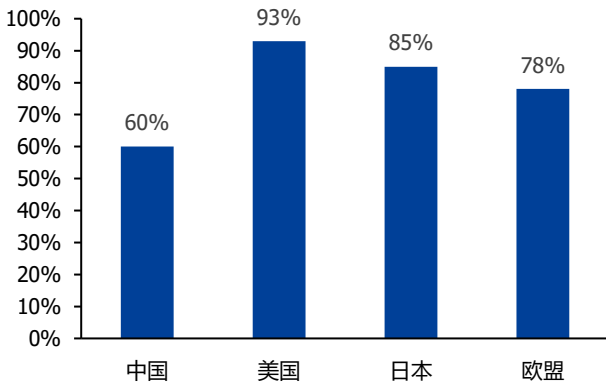
	人事代理	劳务派遣	灵活用工
商务合同	人事委托服务合同是以提供人事服务为主要内容	劳务派遣劳动合同是以员工派遣为主要内容	是以整个服务管理、服务承接为主要内容的合同
法律关系	代理管理	三方劳动派遣关系	用人企业与供应商: 服务合同关系 员工与供应商: 雇佣关系
乙方资质	营业执照经营范围内包含	人才派遣资质	营业执照经营范围内包含
雇主责任	企业承担雇主责任	企业承担雇主责任派遣服务商承担连带责任	外包服务商承担雇主责任
税务发票	代收代付和服务费用项目列支	代收代付和服务费项目分项列支	无代收代付项, 全额缴纳增值税
结算方式	以员工为基数收取人事服务费	以员工为基数收取人事服务费	以人数、项目、计件等模式收取外包服务费
业务管理权限	企业自主管理	企业自主管理	企业自主管理
劳动合同期限	不限	两年以上	不限
岗位性质	不限	符合三性(临时性、辅助性、可	不限

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所整理

灵活用工盈利模式: 人工成本+服务费。人工成本(工资+社保等)基础上加价约 15-20% 作为服务费, 服务费对应灵活用工环节服务商的各项工作, 人工成本+服务费组成外包员工报价, 客户付款一般以月度为主, 个别头部客户或以季度等周期付款, 整体现金流情况可以保持良好状态。

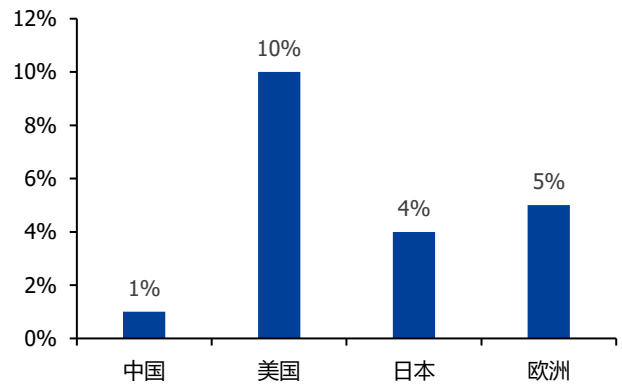
我国灵活用工仍处于初期发展阶段, 渗透率较发达国家显著偏低水平。根据灼识咨询数据, 首先, 相较美国、日本、欧盟我国人力资源外包服务渗透率明显较低, 美国、日本、欧洲灵活用工渗透率分别为 10%、4%及 5%, 而中国灵活用工占比仅为 1%左右, 而中国劳动人口数量是美国的 4 倍、日本的 10 倍, 随着企业用工偏好及人才就业偏好的转变, 渗透率存在较大改善空间。

图表 25: 人力资源外包服务渗透率 (单位: %)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

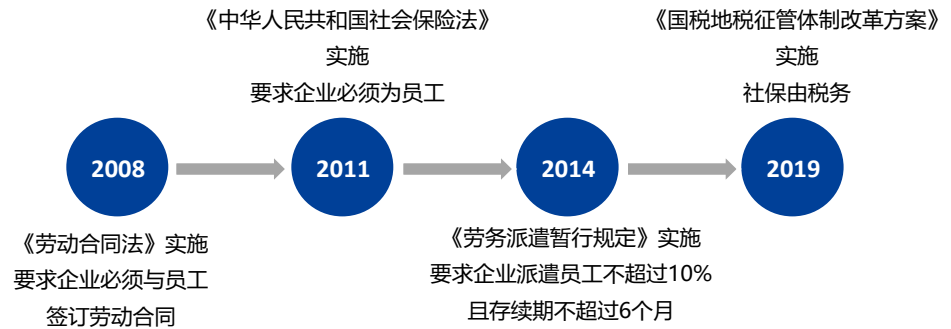
图表 26: 不同国家灵活用工渗透率 (单位: %)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

政策推动企业用工合法合规化, 灵活用工需求有望增长。2008 年至今行业政策不断细化, 推动企业用工合法合规化, 以逃避社保成本为方式的外包模式受到法律限制。此外, 社保新规已于 2019 年开始实施, 要求企业依法按时足额给员工缴纳社保, 社保交由税务部门统一征收。合法合规背景下, 企业自行雇佣方式用工成本与灵活用工方式成本差距缩窄。2020 年疫情至今, 稳就业导向下国家鼓励多元化就业形式, 有望推动雇佣企业灵活用工模式偏好提升。

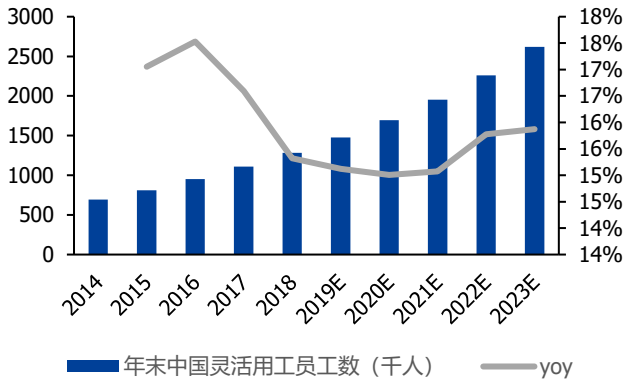
图表 27: 政策推动企业用工合规化成本提升



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所整理

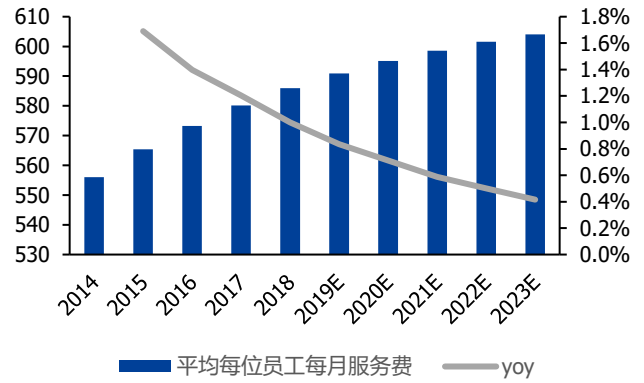
灵活用工派出人数及人均产出均有可观提升空间。随着灵活用工模式在国内逐渐兴起, 灵活用工派出人数与每名灵活用工员工每月服务费均呈现量价双升趋势, 截止 2018 年 12 月 31 日我国灵活用工派出人数约 128 亿, 预计 2023 年有望增至 262 亿, 对应 CAGR 15.4%, 而月服务费有望从 2018 年的 586 元稳步增长至 2023 年的 604 元。

图表 28: 年末中国灵活用工人数 (单位: 千人, %)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 29: 每名灵活用工员工的每月服务费 (单位: 元)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

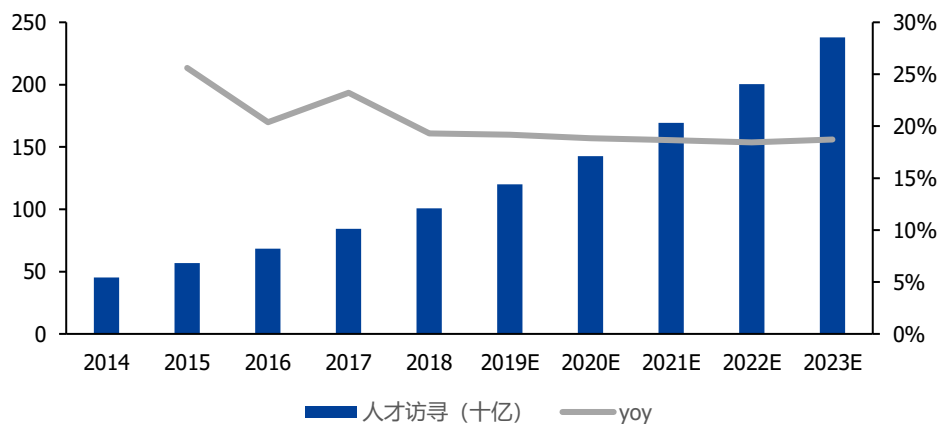
2.3 猎头&RPO: 跟随人力资源行业快速发展

猎头行业具有进入门槛低、垂直深耕难的特点。猎头(即人才访寻)业务通过中介的形式连接候选人与雇主企业,工作链条较短,行业进入门槛较低,而优秀猎头公司通常在某些垂直领域具有候选人与雇主企业甚至所在行业的沉淀基础,在人岗匹配环节做到更精准且高效。

候选人资源积累与精细化管理铸就竞争壁垒。猎头服务对候选人资源积累要求较高,优质人力资源服务企业通常将长期积淀的候选人资源数字化保存,既对公司猎头顾问形成资源支持,又可将候选人资源锁定在公司层面以避免猎头顾问流失带来的风险。因此候选人资源管理水平差异或影响人力资源企业猎头业务发展的广度与深度。

我国猎头市场规模跟随人力资源行业快速增长。根据灼识咨询数据,中国猎头市场规模已由2013年404亿增长到2018年的1007亿元,预计2018-2023年CAGR可达18.8%,增速略低于整体人力资源服务行业增速。

图表 30: 猎头(人才访寻)行业市场规模及增速(单位: 十亿元, %)



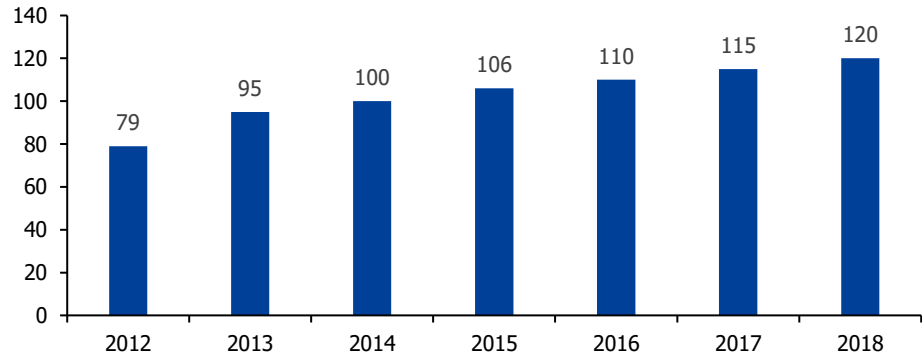
资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所整理

RPO(即招聘流程外包)业务模式由海外跨国公司引入国内。招聘流程外包(RPO)是指一个企业将整个招聘流程交付外部机构来完成,是一种以客户为导向,以项目为建制的

招聘解决方案服务，是着眼于公司在较长的招聘周期内大规模招聘需求提供的定制化解决方案，通常人力资源企业会派驻招聘专员在客户企业，RPO模式的兴起随着我国改革开放大量跨国企业进入中国发展而应运而生的。

我国大型企业数量日益增长，RPO服务需求有望稳步提升。由于RPO模式对岗位招聘的规模需求通常较大，因此自90年代以来RPO业务被海外大型企业广泛采用，全球近百家提供人力资源服务的上市公司中，近半数企业业务涵盖招聘流程外包服务。随着跨国企业进驻中国、中国大型企业数量的增长，我们认为我国企业RPO服务采购需求有望稳步提升。

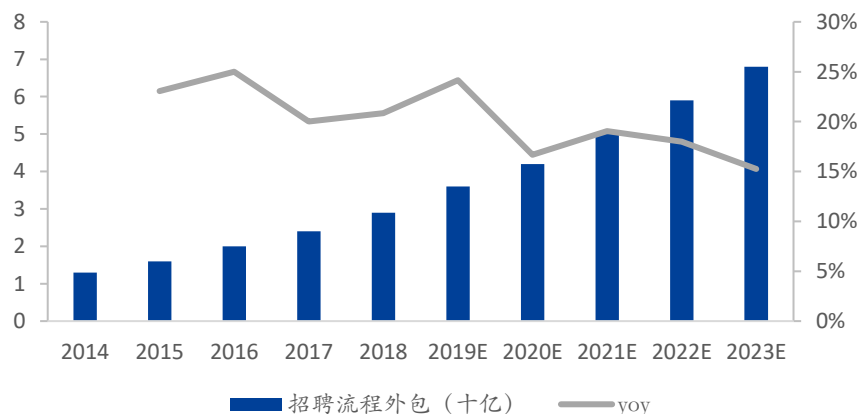
图表 31: 世界 500 强企业中中国企业数量稳步增长



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所整理

有效为企业节约持续性招聘成本，RPO 市场规模亦跟随人力资源行业稳步增长。随着经营及人力资源成本提升，以及大型企业业务边界的拓展，RPO 模式优势持续凸显——招可以提高招聘质量、缩短填补职位空缺的时间、改善整个行政流程、管理核心业务指标的汇报以及削减总体成本，许多企业都开始利用 RPO 完成招聘任务。根据灼识咨询数据，2018 年我国 RPO 市场规模约 29 亿元，预计 2023 年市场规模有望增长至 68 亿元。

图表 32: 2014-2023 年我国招聘流程外包市场规模及增速 (单位: 十亿元, %)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所整理

2.4 竞争格局分散，优质龙头稀缺性强成长性佳

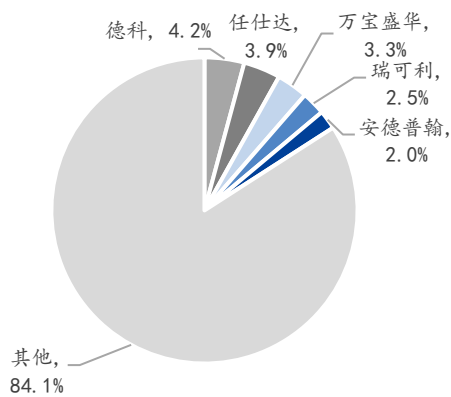
我国人服行业市场参与者企业类型有国有、民营、外资三大类。三大国有企业（北京外服、上海外服、中智）的人事代理服务业务市场占有率较高，而外资企业和部分优秀民

营企业在中高端人才访寻、招聘流程外包以及灵活用工等偏向市场化运营的业务领域取得长足增长。

综合类人力资源龙头企业中外资企业仍占据一席之地。目前我国同时具备中高端人才访寻、灵活用工、招聘流程外包服务能力的企业仍有大量外资企业身影，例如海德思哲（Heidrick & Struggles）、万宝盛华（Manpower Group）、任仕达（Randstad）等。而国内企业以科锐国际（Career International）等拥有较为全面的人力资源服务能力，内资龙头企业数量较少，具有较强稀缺性。

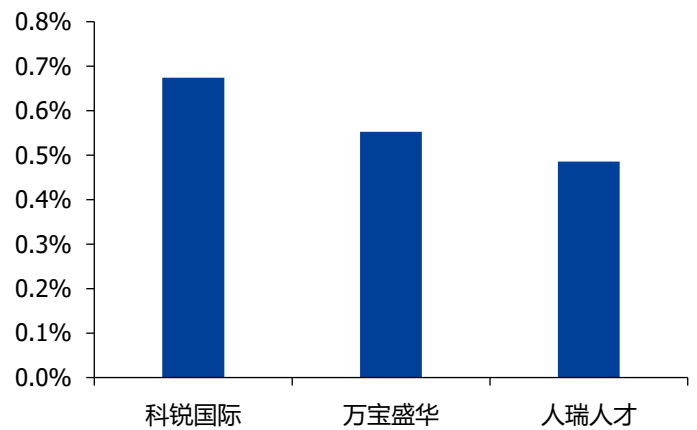
竞争格局分散，龙头市占率稳步提升。以发展阶段早于我国的海外人力资源市场为例，由于细分领域多元、参与者众多，行业竞争格局具有较为分散的特点，以可获取的2016年数据为例，CR5仅15.9%。我们以灼识咨询2020年人力资源市场规模为基数，观察目前已上市人力资源龙头公司市占率情况，三家上市公司市占率均小于1%，而龙头企业近年营收增速CAGR均显著高于行业，因此我们认为龙头企业市占率仍处于稳步提升轨道，行业竞争格局有望优化。

图表 33: 2016 年全球人力资源行业市场格局



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 34: 三家人力资源上市公司 2020 年市占率



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

3 公司分析: 技术服务赋能生态圈布局, 灵活用工借行业东风高成长

3.1 综合人力资源稀缺龙头, 先发优势巩固

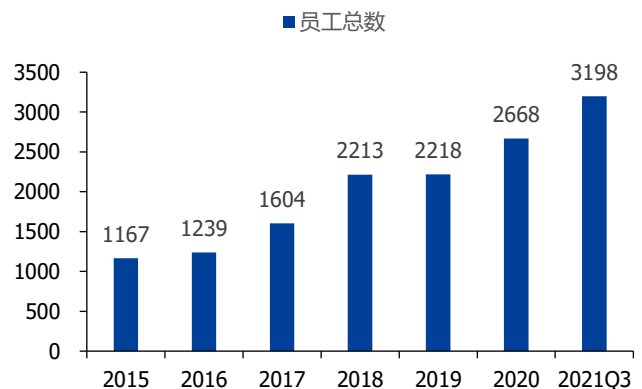
先发优势强, 布局范围广。公司是国内较早的民营人力资源龙头企业, 先发优势显著, 截止 2020 年末, 在国内 99 个城市以及新加坡、马来西亚、印度、美国、英国、澳大利亚、荷兰 7 个国家的 11 个城市设有 110 余家分支机构, 布局范围广, 员工总数达 2668 人。

图表 35: 公司分支机构数量 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 公司员工总数 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

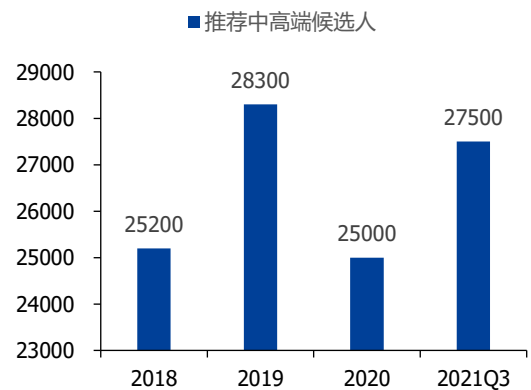
业务边界不断扩张, 定位人力资源整体解决方案供应商, 2021Q3 已推荐 27500 中高端人才。公司自成立以来始终致力于探索新技术、新模式、新平台、新生态, 以满足中国市场不断发展的人力资源服务需求。在“一体两翼”、“一带一路”、“一同起舞”、“一群人”等“四个一”的发展战略指引下, 公司已形成以平台为流量入口、以 SaaS 大数据为依托、围绕人力资源全产业链服务、线上与线下产品相融合的人力资源服务生态总体布局, 截止 2021H1 拥有超 2800 名专业顾问, 2018~2020 年每年为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位超 2 万人, 2021 年前三季度累计推荐 27500 人。

图表 37: 公司专业顾问数量 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 公司三大业务推荐中高端候选人数量 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 “前店后厂” + “千人千岗” 支撑效能提升, 客户结构持续优化

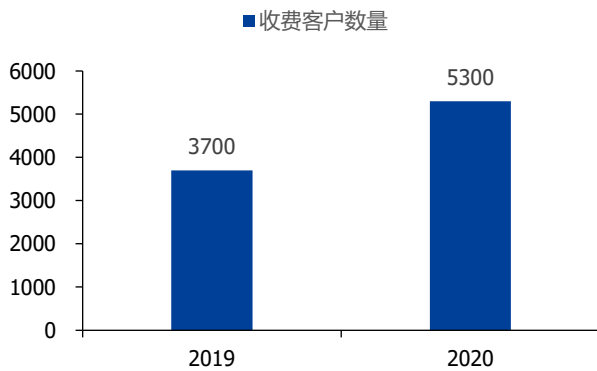
“前店后厂”模式+“千人前面”战略, 支撑效率提升。公司多年来不断推进“前店后厂”运营模式, 细分职能岗位, 基于“千人千岗”的重度垂直, 进行人才数据的挖掘、分析与深度洞察。按照业务细分岗位设置组织结构, 前台已形成 300 余个利润中心, 配以后厂的专注支持, 双轮驱动, 运营管理效率、人岗匹配效率、交付效率提速。

三大访寻中心形成“后厂”, 候选人资源积累扎实。公司在班加罗尔、苏州、西安均设立访寻中心, 访寻中心助力公司已积累超过 1000 万条真实有效候选人信息(2017 年末 400

万条)，除庞大的数据积累，访寻中心维护人员定期对候选人信息进行标签更新，候选人数据真实性、数据有效性得到保障。

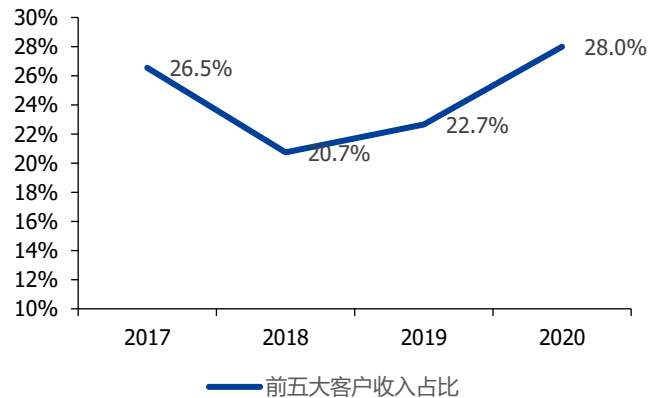
“前店”大客户深耕，收入占比超 20%。公司服务客户数量稳步增长，FY2020 收费客户 5300 余家 (yoy+1500+)。通过大客户驱动战略，公司大力推进交叉销售以提升大客户价值，2020 年度前 50 集团大客户收入超公司整体营业收入的 50%，2021H1 千万级收入集团客户 40 家，占整体营业收入的 59%，前五大大客户收入占比始终保持 20% 以上，充分体现大客户驱动战略有的有效性。

图表 39: 收费客户数量 (单位: 家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 前五大客户收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

客户结构持续优化，高成长与 G 端客户占比提升。截止 FY2021Q3，公司中国区客户中 35.3% 为外资/合资企业，50% 为快速成长的民营企业，14.7% 为政府、央/国企客户，国有企业与民营企业占比逐渐增加。

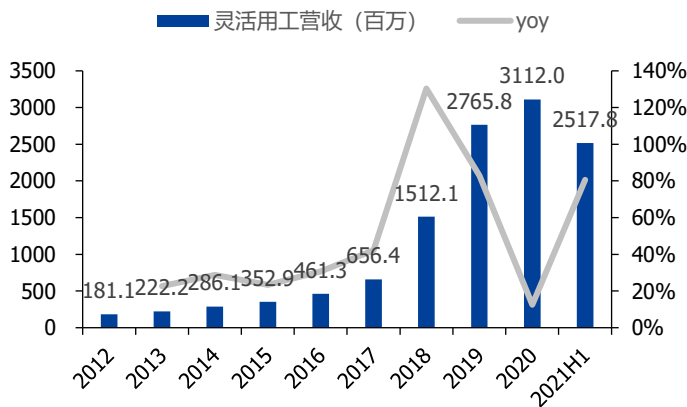
3.3 灵工业务差异化优势下增长亮眼，高成长有望持续

猎头基因奠定灵工业务差异化优势，加成费率显著高于行业。作为猎头起家并于行业内率先布局灵活用工的人服龙头之一，公司猎头基因使得公司在各个垂直行业及岗位类型均有所积淀，因此公司灵活用工业务广泛分布于财务、人事、采购、合规、行政助理、医药研发、IT 研发、工业研发、金融服务、零售、工厂流水线技术工人及管理等多个岗位，尤其在中高端研发岗等具有显著差异化优势。

报价水平高于行业，凸显龙头优势。中高端岗位通常享受更高加成服务费率，预计目前公司外包员工中 IT 研发与医药研发外包人数占比 25%~30%。以 2019 年数据为例，我们估算外包人员人均收入贡献、人均净服务费贡献分别为 12 万+、2 万左右，对应加成费用率在 20% 左右水平，显著高于行业，充分体现龙头优势。

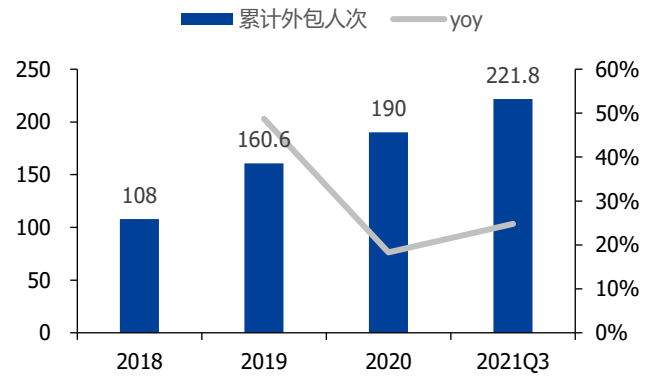
业务规模增长亮眼，收入、累计人次屡创新高。其中 IT 加医药研发岗位占比预计超过 30%，伴随外包人次规模快速攀升，公司灵活用工业务屡创新高，2020 年实现营收 31.1 亿元 (yoy+12.5PCTs)，增速有所下降主要受疫情影响，2021H1 实现营收 25.2 亿元 (yoy+80.6%PCTs)，2020 年全年累计外包人次达到 19 万人。

图表 41: 灵活用工业务收入及增速 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

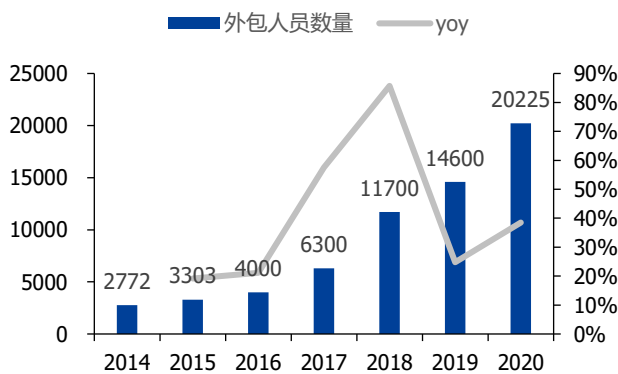
图表 42: 灵活用工累计外包人次 (单位: 千人, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

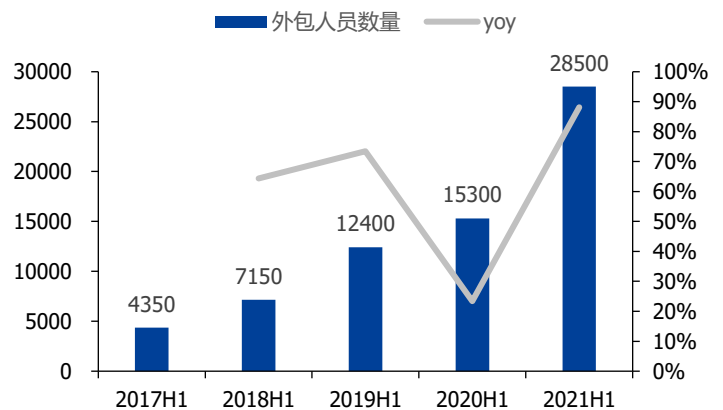
外包人数截面数据提速增长。公司通过数据中心实现外包数据的实时监控, 受益于疫情影响减弱以及 IT 研发、医药研发、工业研发、生产流水线专业技术与管理岗需求释放, 公司外包人数截面数据亦增长亮眼, 截止 2020 年末、2021H1 分别管理外包员工 20225 人、28500 人, 同比分别增长 38.5%、88.1%, FY2021Q3 进一步提升至 30000 人左右 (yoy+88.1 PCTs)。外部受益于雇主企业灵工模式习惯养成, 内部受益于公司多元化业务交叉销售卓有成效, 预计灵工外包人数有望维持高速增长。

图表 43: 年度灵活用工业务外包人次截面数据 (单位: 人, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 半年度灵活用工业务外包人次截面数据 (单位: 人, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

以公司医药行业灵活用工子公司欧格林为例理解科锐灵工优势: 欧格林主要外包岗位为高端临床研究协调员 (CRC), 可提供临床协调员驻地派遣及临床项目外包管理服务。公司通过欧格林成功与某家全球领先的医药健康企业在华全球第四大研发中心建立长期合作关系, 从合作初期到第 5 年, 公司成功为其招聘及管理 500+ 名研发人员, 该研发中心由全球第四跻身第三, 平均招聘周期降至 22 天、招聘命中率提升至 33%、离职率为 12%、年转正率 15%。

图表 45: 欧格林与业内竞争对手服务对比

	欧格林	业内现状
系统及操作手册	完善 SOP 及工作手册; 专业的文件管理系统; 合理的绩效考核系统;	没有 SOP 及其他管理系统, 或者仅仅简单记录, 无法跟踪
项目管理	提供专业的 PM, 根据项目整体进度监督管理 CRC 的工作; 根据项目情况设计管理流程;	没有 PM 支持, CRC 仅仅按照研究者或者 CRA 的指示工作
人员培训	聘请业内资深人士进行各个层级的培训; 根据项目进度提供持续的培训 提供研究者培训;	缺少内部培训, 仅仅依靠申办方或者研究者培训
定期报告	申办方提供定期书面报告; 要求申办方和研究者定期反馈;	没有定期汇报制度, 申办方自行监督
质量控制	具有专业的 QC 人员; 定期检查文件及工作业绩; 与 CRC 进行现场监督;	没有专业的 QC 团队
人员背景	所有人员均具有专业背景; 具有行业经验及项目经验; 主动参与, 主动解决问题;	人员背景及经验参差不齐, 被动工作, 依赖 CRA 和研究者
人员背景	所有人员均具有专业背景; 具有行业经验及项目经验; 主动参与, 主动解决问题;	人员背景及经验参差不齐, 被动工作, 依赖 CRA 和研究者
基地资源	20+家研究中心保持良好关系; 项目结束后与基地的持续互动; 丰富的专家资源进行专业支持;	没有与基地的持续互动和长期合作关系, 依赖申办方

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

岗位外包业务 (HRO) 可衍生业务外包业务 (BPO), 盈利水平更佳。BPO 指将商务流程中的部分或全部的非核心流程交由服务商操作, 通常以计件或项目为单位结算。BPO 的基础在于了解客户业务流程及成本核算, 从而对业务进行量化定价。相较普通岗位外包, 业务外包对专业化程度及精细化管理要求更高, 竞争对手为各个专业领域 BPO 企业 (如医药行业研发外包竞争对手有药明康德等), 通常 BPO 业务盈利水平更佳。

3.4 技术投入持加码, 对内对外赋能

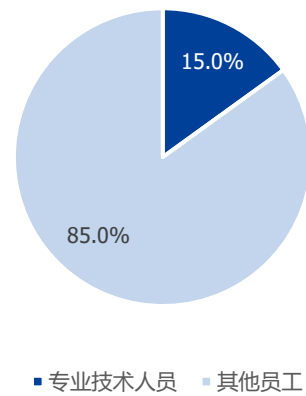
重视研发投入, 实现对内对外赋能。通过持续研发投入, 公司持续加强技术中台和数据中台建设, 积极在大数据、AI 等领域开发新功能赋能内部运营及外部客户。对内升级 CTS 系统加大对三大主业赋能, 优化各业务环节不断提高运营效率; 对外升级智能招考、就业云超市等技术产品, 赋能政府人社部门及企业数智化转型。截止 2021 前三季度, 公司共有专业技术人员 480 余人, 占全体员工比例 15.0%, 2020 年全年研发支出 3150.9 万元, 同比大幅增长 60.7%, 2021 前三季度研发费用 2463.8 万元 (yoy+128.9%)、年度技术投入达 5300 余万元。

图表 46: 研发费用及增速 (单位: 万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 专业技术人员占总员工比例 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四大板块技术服务, 阶段性成果可观。公司技术服务主要为基于大健康 and 零售领域的垂直招聘平台、人力资源 SaaS 云平台 (科锐才到云)、人力资源产业互联平台 (禾蛙)、区域人才大脑平台四个部分。

图表 48: 垂直招聘平台



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 人力资源 SaaS 云平台



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 人力资源产业互联平台



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 区域人才大脑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

各技术平台产品阶段性发展成果可观:

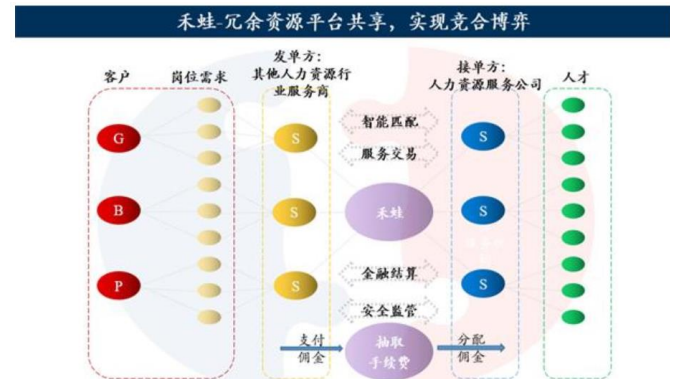
- **垂直招聘平台及产业互联网平台:** 截止 2021H1, 公司通过垂直招聘平台“医脉同道”聚合 180 万大健康私域流量池用户和 1000 余个行业垂直社群, 与众多大健康行业大 V、KOL 等社交自媒体渠道进行联盟, 与全国 26 省近 200 所医药专业院校深度合作, 助力大健康行业人才与岗位的高效匹配。“医脉同道”“零售同道”两个垂直细分平台已注册企业用户近 8000 家, 目前付费客户 600 余家。
- **人力资源 SaaS 平台:** 科锐才到云 SaaS 平台企业服务, 针对企业用户复杂场景需求, 提供垂直平台+HR SaaS 一体解决方案, “乐高式”分解服务模块产品, 随需灵动, 即插即用, 满足多种客户企业人力资源部门数字化转型需求, 助力客户企业实现降本增效。针对政府及事业单位、国有企业招考需求, 才到云通过“招考一体化”HRSaaS 解决方案技术创新融合区域政府、事业单位人力资源数字化应用场景, 助力区域人力资源数字化升级。2021H1 报告期内, 服务企业、事业单位超过 900 余家。
- **人力资源产业互联平台:** 公司继续大力推进人力资源产业互联互通与协同共享, 加速升级磨合“禾蛙”、积极推广“即派盒子”两大产业互联平台, 广泛聚合生态合作伙伴, 共生、共赢, 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。截止 2021Q3, 两大平台共入驻猎企及其他人力资源伙伴 5700 余家(环比增加 600 家), 平台顾问入驻 45000 余人(环比增加 6600 人)、2021H1 报告期内协同服务客户 8000 余家。
- **区域人才大脑:** 基于上述垂直招聘平台、人力资源管理 SaaS 云平台及人力资源产业互联平台技术, 为满足区域地方政府需求构建区域人才大脑和就业云超市平台, 截止 2021H1, 就业云超市平台服务企业 2200 余家, 发布岗位 4700 余个。

图表 52: 技术产品: 才到云——一体化 HRSaaS 解决方案。



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 技术产品案例: 禾蛙——人力资源产业互联平台



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.5 国际化布局领先行业, 稳步向“530”挺进

收购 Investigo 进军欧洲市场, 协同效应显著。2018 年 7 月, 公司完成对 Investigo 52.5% 股权的收购, 交易对价 2200 万英镑, 以其 2018 年净利润水平计算, 估算对应收购 PE14 倍左右。公司从 2018 年 7 月 1 日起并表, 并于 2019 年完成剩余股权收购。

英国优质灵活用工及中高端人才访寻服务提供商。公司于 2003 年成立, 目前拥有超过 140 名专业的招聘顾问, 为超过 1,000 家企业提供中高端岗位及专业性岗位的人才招聘服务, 在财务、金融等多个岗位细分招聘领域具备较强的竞争实力, 其中 2016 年、2017 年 Investigo 的招聘顾问人均净服务费高于同期主要竞争对手翰纳仕公司(Hays)、米高蒲志(Page Group)和 Hydrogen 集团。英国本土为 Investigo 的主要业务市场, 灵活用工业务于 2017 年为超过 600 家客户成功推荐职位超过 1500 个, 是优质的英

国本土人力资源企业。

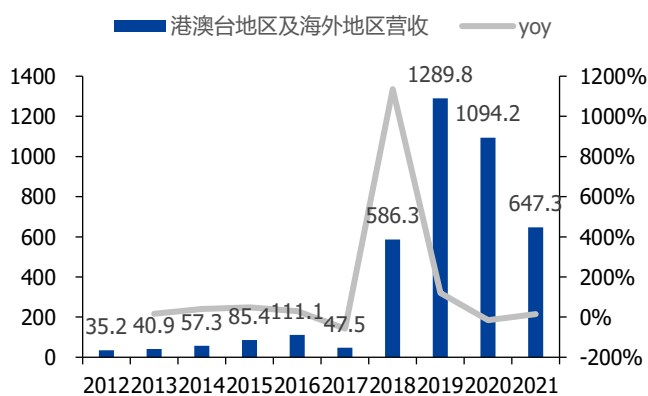
图表 54: 公司全球化布局概览



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

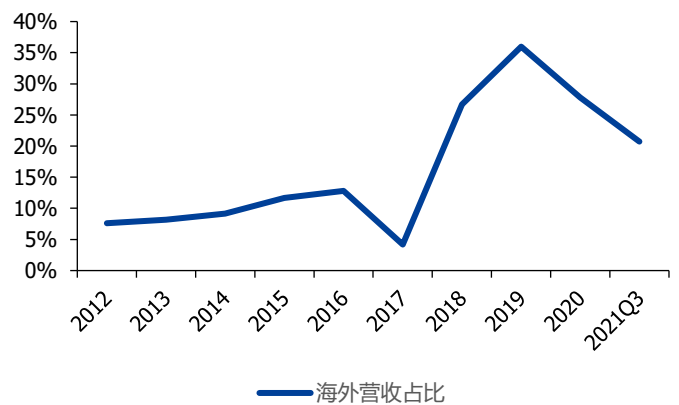
国际化布局领先行业, 增长空间广阔助力迈进“530”。目前公司海外分支涉及 7 个国家 11 个城市。自 2019 年以来公司国际化业务能力明显提高, FY2020 海外收入 10.9 元 (yoy-15.2PCTs, 主要受疫情影响), 占比 27.8%, 疫情下英国业务受到一定程度的影响, 2021Q3 海外收入占比 20.7%。随着中国“一带一路”倡议在沿线国家的推进及电子商务的蓬勃发展, 促成东南亚近两年对电子商务、金融科技、云计算、人工智能、大数据及 5G 等高端技术人才的需求出现“井喷式”增长, 招聘活动较为活跃, 突显属于“产业互联网”的新经济形态正在蓬勃发展, 东南亚人才招聘市场机遇有望成为公司海外业绩增长点, 国内外协同发展助力公司向“530”目标挺进(“530”目标为公司在成立 30 年之际成为世界前 5 大人力资源供应商的目标)。

图表 55: 公司海外收入及增速 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 公司海外收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

营业收入: 公司 FY2020 营收同增 9.6%至 39.3 亿元, 相较近几年增速有所放缓主要受疫情的阶段性影响。2021 年以来疫情影响逐渐减弱, 我们预计公司 FY2021~2023 营

收同增 77.8%/48.7%/29.9%至 69.9/104.0/135.1 亿元。分业务看：

- **灵活用工业务：**我们以公司平均外包人次、人均贡献收入水平为基础假设，预计 FY2021~FY2023 外包人次仍保持 50%左右 CAGR，人均贡献收入则保持相对稳定趋势，我们预计公司 FY2021-FY2023 灵活用工业务营收同增 84.1%/56.5%/32.3% 至 57.3/89.6/118.6 亿元。
- **猎头业务：**猎头业务预计呈现相对稳健增长趋势，其与经济周期相关性较高，营收规模与交付候选人数量成直接相关关系，我们根据以往交付数量与营收的关系，以交付候选人数量为假设，我们预计 FY2021-FY2023 猎头业务营收同增 48.1%/4.3%/4.3%至 6.8/7.1/7.4 亿元。
- **RPO 业务：**受跨国企业增量有限影响，RPO 需求表现平稳，因此预计 RPO 业务增长仍有所放缓，我们预计 FY2021-FY2023 RPO 业务营收同增 20.0%/5.0%/5.0%至 1.3/1.4/1.5 亿元。
- **其他业务：**其他业务中包含技术产品收入，考虑技术产品收入正处于高速提升趋势，我们预计其他收入 FY2021-FY2023 同增 80.0%/30%/30%至 4.5/5.8/7.5 亿元。

图表 57: 公司营业收入预测

	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入 (百万元)	3586.0	3932.0	6990.2	10395.8	13506.4
灵活用工服务	2765.8	3112.0	5728.5	8964.3	11863.0
猎头服务	521.5	460.7	682.1	711.3	742.2
RPO 业务	150.2	111.1	133.3	139.9	146.9
其他	148.5	248.0	446.3	580.2	754.3
YoY (%)					
营业收入	63.2%	9.6%	77.8%	48.7%	29.9%
灵活用工服务	82.9%	12.5%	84.1%	56.5%	32.3%
猎头服务	5.4%	-11.7%	48.1%	4.3%	4.3%
RPO 业务	-4.9%	-26.0%	20.0%	5.0%	5.0%
其他	90.1%	67.0%	80.0%	30.0%	30.0%
经营数据预测:					
外包人数 (个)	14600	20225	45000	65000	85000
YoY (%)	24.8%	38.5%	122.5%	44.4%	30.8%
中高端交付人次 (万人)	28300	25000	32500	39000	46800
YoY (%)	12.3%	-11.7%	30%	20%	20%

资料来源：公司财报，国盛证券研究所预测

毛利率：灵活用工业务报价率相对稳定并小幅改善，预计 FY2021~FY2023 毛利率水平分别为 7.64%/7.86%/7.94%；猎头业务以及 RPO 业务毛利率在一定程度维持相对稳定状态，预计猎头业务 FY2021~FY2023 毛利率水平分别为 37.18%/39.00%/39.20%，预计 RPO 业务 FY2021~FY2023 毛利率水平分别为 40.00%/42.00%/44.00%，其他业务由于高毛利技术产品收入占比逐渐体现，预计 FY2021~FY2023 毛利率水平分别为 12.50%/20.00%/25.00%。

期间费用率：预计公司期间费用率将继续呈现规模效应，预计 FY2021-FY2023 销售费用率分别为 2.04%/2.00%/2.00%，管理费用率分别为 3.20%/3.20%/3.10%。

图表 58: 公司核心财务指标预测 (单位: 百万美元; %)

	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
归母净利润	152.2	186.3	266.6	350.4	424.5
YoY	29.4%	22.4%	43.1%	31.4%	21.2%
整体毛利率	14.3%	13.6%	11.4%	11.1%	11.0%
灵活用工毛利率	8.6%	9.2%	7.6%	7.9%	7.9%
猎头毛利率	36.1%	36.4%	37.2%	39.0%	39.2%
RPO 毛利率	45.9%	44.6%	40.0%	42.0%	44.0%
其他毛利率	12.0%	12.2%	12.5%	20.0%	25.0%
销售费用率	3.17%	2.53%	2.04%	2.00%	2.00%
管理费用率	4.51%	4.56%	3.20%	3.20%	3.10%
归母净利率	4.25%	4.74%	3.81%	3.37%	3.14%

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所测算

综上, 我们预计公司 **FY2021-FY2023** 实现归母净利润 **2.7/3.5/4.3** 亿元, 同增 **43.1%/31.4%/21.2%**。

4.2 估值及投资建议

我们选用相对估值法对公司进行估值, 考虑公司定位为全球化发展的综合人力资源解决方案提供商, 我们选取全球领先的人力资源企业及人力资源企业作为对标公司, 分别为罗伯特哈夫、自动数据处理、德科集团以及瑞可利, FY2021E~2023E 平均 PE 水平分别为 37.5X/29.8X/27.5X。

图表 59: 人力资源上市公司估值表

		股价			EPS (元人民币)			PE			总市值
		原始货币	21E	22E	23E	21E	22E	23E	亿原始货币		
RHI.N	罗伯特哈夫	118.76	3.82	5.01	5.26	30.2	22.9	21.9	132		
ADP.O	自动数据处理	229.6	6.02	6.63	7.30	37.9	33.6	31.2	967		
ADEN.SIX	德科集团	47.13	3.59	3.81	4.32	13.4	11.0	9.6	81.3		
6098.JP	瑞可利	7815	119.8	150.8	166.1	68.6	51.8	47.1	132539		
	平均PE					37.5	29.8	27.5			
300662.SZ	科锐国际	62.34	1.35	1.78	2.16	45.9	34.9	28.8	122		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 11 月 5 日收盘价数据

投资建议: 公司为稀缺的综合性任务龙头, 提供灵活用工、猎头、RPO 以及技术服务等全方位人力资源一站式解决方案。受益于我国人力资源市场的高成长, 公司扎根国内与布局海外并举, 传统业务扎实、技术服务快速发展, 有望率先成为中国全球化人力资源龙头企业, 我们看好公司中长期成长空间, 并给予一定龙头估值溢价, 我们给予公司 FY2022 42 倍 PE, 预计公司 FY2021-2023 归母净利润 2.7/3.5/4.3 亿元, 同增 43.1%/31.4%/21.2%, 对应 EPS 分别为 1.35/1.78/2.16 元/股, 给予公司 2022 年 PE 42 倍, 对应目标价 74.8 元, 则对应 FY2022 目标价 74.8 元, 首次覆盖予以“买入”评级。

5 风险提示

疫情复发风险: 公司业务以线下为主, 若疫情复发或导致公司业务无法在线下顺利开展。

宏观经济不景气的风险：疫情背景下宏观经济存在不景气风险，或影响猎头、RPO等相关业务景气程度。

招聘顾问人才流失风险：猎头顾问通常掌握一定候选人资源，招聘顾问流失或在某种程度上造成候选人资源的流失。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com