华福证券 HUAFU SECURITIES CO.,LTD.

2021 年 12 月 06 日

科锐国际（300662.SZ）

行业先发领导者，灵活用工前景广阔

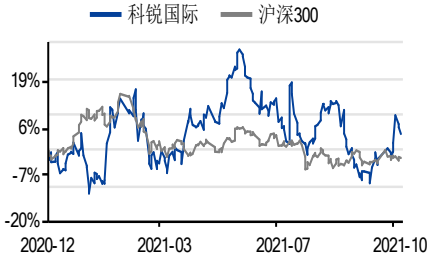
强烈推荐(首次评级)

当前价格： 58.97 元
目标价格： 71.38 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	197/181
流通 A 股市值（百万元）	11,617
每股净资产（元）	10.89
资产负债率（%）	35.40
一年内最高/最低（元）	69.40/44.54

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈群
执业证书编号：S0210519080001
电话：021-20655175
邮箱：cq2135@hfzq.com.cn

相关报告

投资要点：

➢ **公司是国内领先的人力资源整体解决方案提供商。**公司通过构建“技术+平台+服务”的商业模式，打造产业互联生态，为企业人才配置与业务发展提供一体化支撑，为区域引才就业与产才融合提供全链条赋能。

➢ **经济增速换挡和疫情的延续促进灵活用工行业的发展。**1)从宏观经济发展的角度看，首先经济转型和经济增长的压力客观上构建了灵活用工的发展环境。转型经济体或者经济增速换挡会导致就业不充分，这使许多人别无选择，而进入灵活就业领域。其次，灵活就业与需求变化较大、需求形态多样化的服务业相契合，在未来我国由第二产业向第三产业进行经济结构转型的过程中，灵活就业的需求将会得到进一步的放大。2)2014年3月1日起施行的《劳务派遣暂行规定》中规定，用工单位应当严格控制劳务用工数量，企业使用派遣的劳务工比例不得超过用工总量10%。该政策使得原本以降低用工成本作为主要目的、采用传统劳务派遣模式的用人企业面临监管风险，从而扩大了灵活用工的发展机会。

➢ **公司中高端人才寻访业务拥有先发优势。**公司1996年成立之初主要从事中高端人才访寻业务，是较早一批从事中高端人才寻访业务的公司。公司中高端人才访寻业务以“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位。公司拥有多年的行业及职能经验积累，深谙中国重点行业的人才需求特征。中高端人才访寻业务覆盖医药、消费品、房地产、金融、物流、工业制造、能源化工等传统行业。

➢ **盈利预测：**去年新冠疫情导致就业市场遇冷，使得公司原有的营收增长节奏被打乱。2021年前三季度公司三大主营业务营收迅速恢复。我们预计灵活用工、中高端人才寻访、招聘流程外包业务在2021、2022、2023三年将分别实现105%\95%\90%,33%\35%\35%,30%\35%\35%的增长，从而最终营收将实现76.84%\74.77%\75.96%的增长。

➢ **风险提示：**1.新冠疫情的反复。2.国内经济结构战略转型不及预期

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,585.96	3,932.00	7,385.28	13,711.49	25,266.56
增长率（%）	63.24%	9.65%	87.82%	85.66%	84.27%
净利润（百万元）	152.24	186.31	216.68	282.95	372.66
增长率（%）	29.38%	22.38%	16.30%	30.59%	31.71%
EPS（元/股）	0.77	0.95	1.10	1.44	1.89
市盈率（P/E）	77.57	63.38	54.50	41.74	31.69
市净率（P/B）	13.71	11.37	9.63	8.03	6.58

数据来源：公司公告、华福证券研究所

正文目录

一、 以灵活用工为主体，公司构建了多样化的发展模式 4
1.1 公司是国内领先的人力资源整体解决方案提供商 4
1.2 公司坚持多元化发展，灵活用工作为营收来源主体 7
1.3 公司以客户为引领，积极布局海外业务 8
1.4 公司营收增长稳定，业绩将得到惯性保持 9
1.5 公司费用控制较优，充分拓宽利润层 10
二、 灵活用工：经济增速换挡和疫情的延续促进灵活用工行业的发展 11
2.1 灵活用工 V.S.劳务派遣 11
2.2 经济结构转型及疫情的延续利于灵活用工行业的发展 13
三、 中高端人才寻访：公司保持先发优势，行业空间广阔 15
3.1 公司中高端人才寻访业务拥有先发优势 15
3.2 经济产业升级催生中高端人才招聘需求扩张 16
四、 招聘流程外包（RPO）：业务毛利高，规模有望进一步提升 18
4.1 公司首创在华 RPO 服务，并保持业内首发优势 18
4.2 RPO 业务毛利较高，市场空间有望进一步开拓 18
五、 科技赋能，数字化战略助力业务发展 19
六、 盈利预测 21
七、 风险提示 22

图表目录

图表 1：公司业务范围分布全国 5
图表 2：公司整体解决方案概览 6
图表 3：一体化 HR SaaS 云平台，助力企业人力资源数字化转型 6
图表 4：公司重要历史沿革 7
图表 5：公司业务种类和特征 8
图表 6：2020 年公司灵活用工业务收入占优 8
图表 7：公司灵活用工营收增长迅速 8
图表 8：公司海外业务持续增长 9
图表 9：公司全球服务网络 9
图表 10：公司营收增长保持惯性 10
图表 11：公司灵活用工收入保持增长 10
图表 12：公司三费控制良好 10
图表 13：公司期间费用率稳步下行 10
图表 14：雇主端灵活用工模式 11
图表 15：公司灵活用工业务模式 12
图表 17：灵活用工模式与传统用工模式的区别 12
图表 18：我国第三产业生产值逐渐超越第二产业 13
图表 19：2020 前三季度各行业灵活招聘需求活跃度 TOP10 14
图表 20：中国灵活用工市场规模 14
图表 21：主要国家灵工市场渗透率 14
图表 22：疫情叠加经济换挡致使经济增速乏力 15
图表 23：我国本专科毕业生人数连年递增 15
图表 24：中高端人才寻访解决方案 15
图表 25：公司中高端人才访寻业务开展的具体情况 16
图表 26：国家人才发展主要指标 17

图表 27：中国中高端人才获取市场规模 17
图表 28：受疫情影响，公司中高端人才寻访营收受到抑制 18
图表 29：RPO 业务营收 19
图表 30：RPO 毛利率显著较高 19
图表 31：公司垂直招聘平台 20
图表 32：公司智慧人力资源管理平台 20
图表 33：公司人力资源产业互联平台-禾蛙 21
图表 34：公司未来营收预测 22
图表 35：财务数据预测 23

一、 以灵活用工为主体，公司构建了多样化的发展模式

1.1 公司是国内领先的人力资源整体解决方案提供商

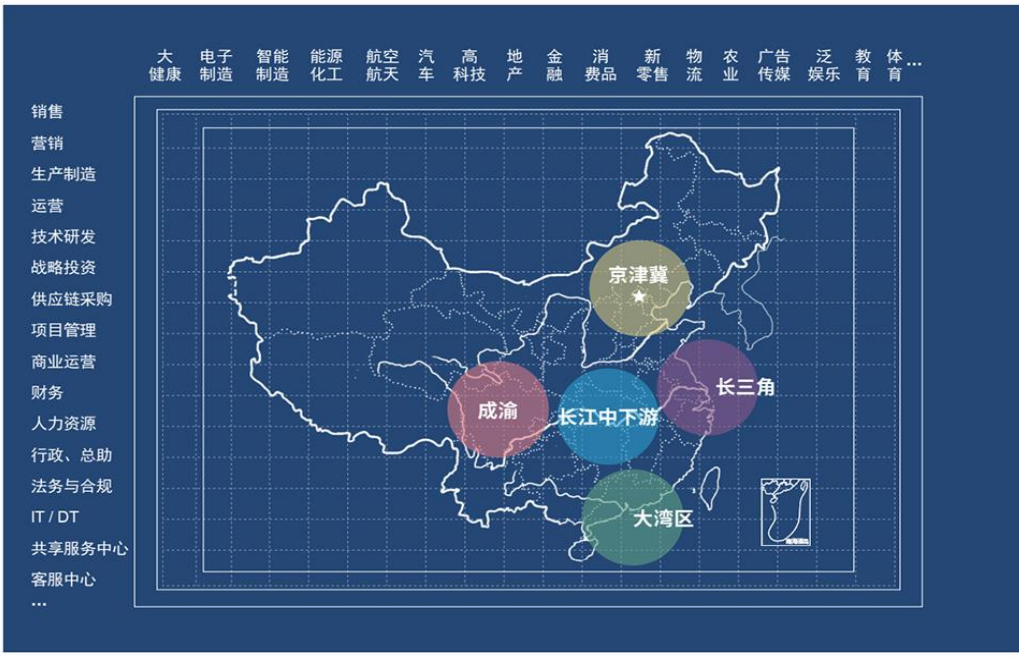
公司是国内领先的、以技术驱动的、整体人才解决方案服务商，是国内首家登陆A股的人力资源服务企业，目前在中国、印度、新加坡、马来西亚、美国、英国、澳大利亚、荷兰等全球市场拥有114家分支机构，拥有3,100余名专业招聘顾问及技术人员，在20+个细分行业及领域为客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、人力资源咨询、培训与发展、薪税外包等人力资源全产业链服务，同时提供一体化SaaS云产品、垂直招聘平台、人力资源产业互联平台及人才大脑平台。

公司通过构建“技术+平台+服务”的商业模式，打造产业互联生态，为企业人才配置与业务发展提供一体化支撑，为区域引才就业与产才融合提供全链条赋能。2020年，公司共服务超过5,300家外资/合资企业、快速成长型民营企业以及政府/事业单位/央国企/非营利性组织，成功推荐中高端管理及专业技术岗位人员25,000余名，灵活用工累计派出190,000余人次，聚合合作伙伴近3,500家。

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。

公司推行行业+职能+商圈深度解决方案，拥有逾25年的细分行业及领域垂直深耕经验，深谙不同领域、区域、职能的人才需求特征，提供精准匹配的行业人才解决方案。公司拥有亚洲领先的候选人访寻中心，分别位于中国苏州、西安、天津、东莞、成都及印度班加罗尔，超过600名专业顾问，年度执行海内外大批量招聘项目超1200个，为招聘团队提供快速、高效、坚实的支持。

图表 1：公司业务范围分布全国



数据来源：公司官网，华福证券研究所

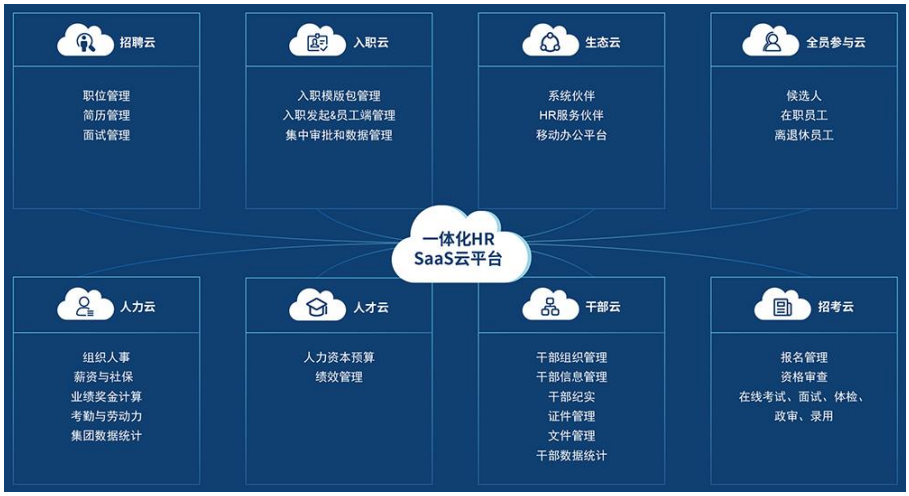
公司主要经营中高端人才访寻(针对中高级管理、专业技术人才短缺，提供深入的行业及职能解决方案)、招聘流程外包（针对企业提升招聘策略、优化流程、保障高质量招聘结果，提供整体或部分定制招聘流程外包）、灵活用工（针对招聘旺季、新项目、员工短期替补及编制紧带来的人才短缺，提供短中长期项目及人员外包）、人才调研与咨询（为企业提供人才、架构、薪酬、业务、招聘管理等调研与咨询服务，为人才及业务战略提供可行性分析指导）、人才培训与发展(为企业提供包括领导力、招聘、面试等全方位、全流程人力资源培训及测评)、校招及雇主品牌（传统校招、校园猎头、空中宣讲/挑战赛等针对校园群体的全体系服务，解决校园招聘需求，建设和完善雇主品牌）、薪税服务（提供薪酬设计、抵扣采集、成本分析、薪资计算、个税申报、培训咨询等一站式薪税解决方案）等业务。

图表 2：公司整体解决方案概览

数据来源：公司官网，华福证券研究所

除上述业务外，本公司的其他业务还包括传统劳务派遣业务、人才测评、咨询、培训等线下业务以及线上招考一体化业务、人力资源管理 SaaS、垂直招聘平台、人力资源服务产业互联平台等线上服务产品业务。

图表 3：一体化 HR SaaS 云平台，助力企业人力资源数字化转型



数据来源：公司官网，华福证券研究所

目前新技术类产品收入占比较小，业务主要在拓展中小长尾客户、为公司积累 B 端企业、C 端候选人数据；通过合作伙伴平台聚集国资、民营各类优质人力资源企业共同服务广大市场人才招聘，技术赋能合作伙伴与 B 端企业。预计公司将不断通过新技术产品+服务+平台的模式满足市场服务需求，打造人力资源产业互联生态，提高盈利水平。

图表 4：公司重要历史沿革

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司线下服务类产品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战略咨询、人才与管理培训、人才测评等服务全线开展。近年来，公司在“一体两翼”战略指引下，坚持加大技术研发投入，打磨适应长尾客户需求的“技术+平台+服务”的多种模块化产品。

1.2 公司坚持多元化发展，灵活用工作为营收来源主体

公司 2018\2019\2020 年灵活用工业务收入达到 1,512.06\2,765.75\3,112.32 百万元，实现同比增长 130.37%\82.91%\12.53%。其中，2020 年受新冠疫情影响，社会整体就业并不充分，导致了灵活用工营收增速的下降。根据公司 2021Q3 数据，公司实现 2021 年前三季度营业收入 51.80 亿元，同比增长 89.21%。占比约 80%的灵活用工业务增长已经得到了充分恢复。

图表 5：公司业务种类和特征

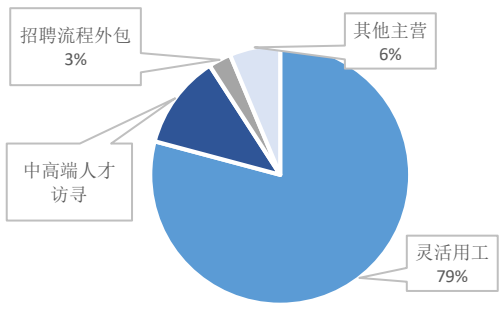
业务名称	中高端人才访寻	招聘流程外包	灵活用工
服务属性	为客户提供招聘服务，满足客户固定用工需求	为客户提供招聘流程解决方案服务，满足客户固定用工需求	自行组织人员，向客户派驻员工完成客户所交付的任务，满足客户临时、灵活、弹性的用工需求
岗位序列	客户内部有招聘需求的中高层管理人员，中高层技术人员或其他稀缺人才	客户内部有招聘需求的全部岗位	客户业务流程的某些环节，通用性岗位，项目制用工的岗位
服务对象	适用于对中高端人才有需求的客户	适用于人员流动频繁、批量招聘需求大、岗位同质性高、注重招聘时效和质量的客户，是跨国公司常用的一种人才服务解决方案	组织弹性化要求高、致力于聚焦核心主业的客户，具有旺季人才短缺、项目用工短缺、三期（孕期、产假、哺乳期）员工短期替补需求的客户

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

此外，公司中高端人才寻访业务于 2018\2019\2020 年分别实现营收 448.73\521.53\460.67 百万元，实现同比增长 41.56%\16.22%\-11.67%。

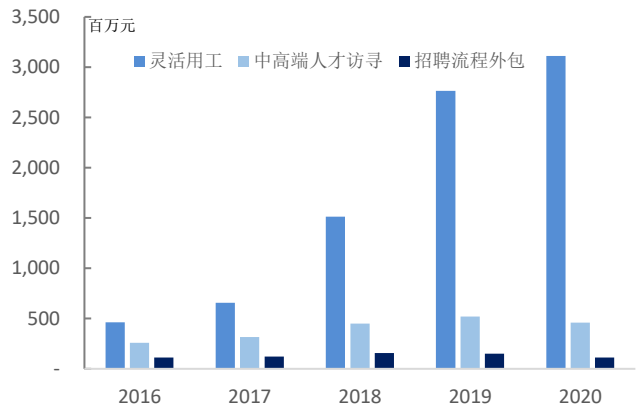
公司招聘流程外包业务于 2018\2019\2020 年分别实现营收 157.87\150.18\111.06 百万元，实现同比增长 29.32%\-4.87%\-26.05%。

图表 6：2020 年公司灵活用工业务收入占优



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 7：公司灵活用工营收增长迅速



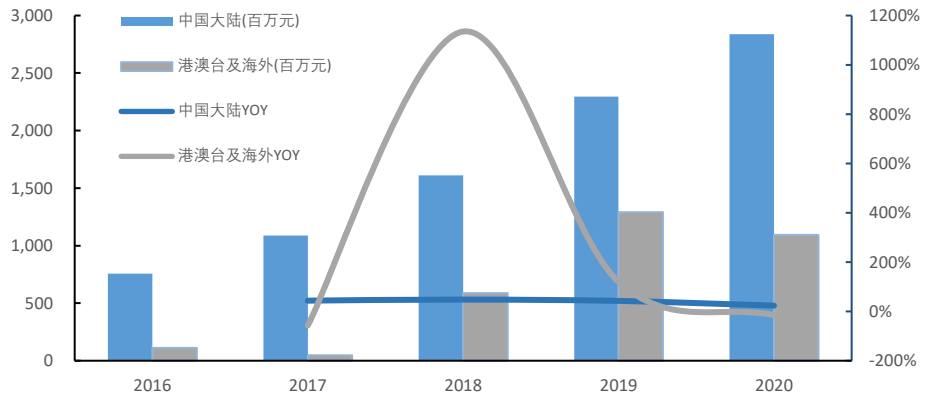
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 公司以客户为引领，积极布局海外业务

公司抓住国际和国内大型企业跨国业务发展及“一带一路”国家战略所带来的业务机会，审慎而积极地推进国际化，继设立中国香港、新加坡、马来西亚、印度、美

国、英国分支机构后，2019 年相继设立 Aurex 澳洲子公司、Investigo 欧洲子公司，通过 Investigo 收购英国 Caraffi 咨询公司，不断布局海外服务网点。

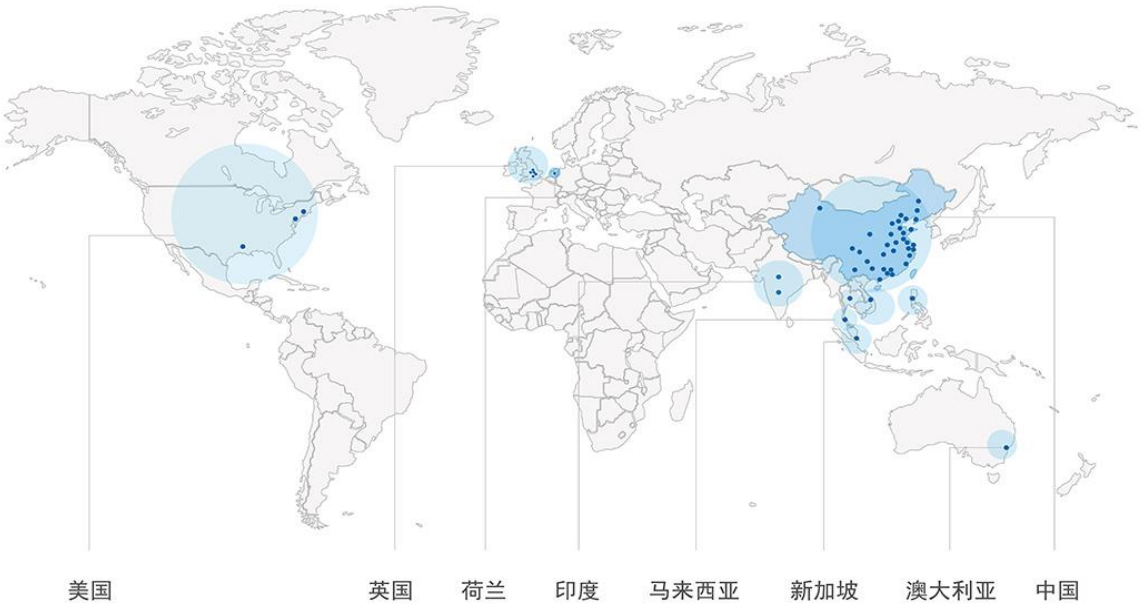
图表 8：公司海外业务持续增长



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司拥有 114 家全球分支机构，并同时支持客户的国际化、本土化。

图表 9：公司全球服务网络



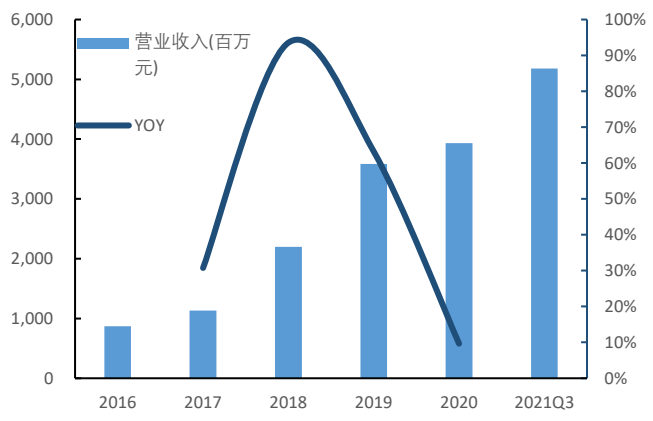
数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.4 公司营收增长稳定，业绩将得到惯性保持

公司 2018\2019\2020 年营业收入达到 2,196.78\3,585.96\3,932.00 百万元，实

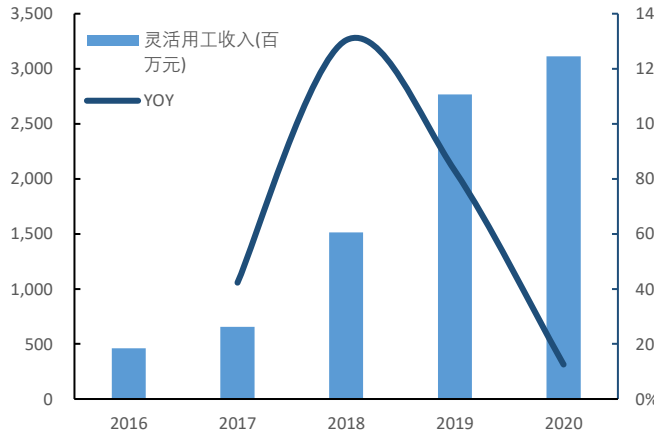
现同比增长 93.54%\63.24%\9.65%。2020 年受新冠疫情的影响，公司营收增速急剧下滑，但是公司以灵活用工作为主体的营收增长内在动力仍在，据公司目前披露的 2021Q3 业绩报告，公司实现营收同比增长 89.21%.

图表 10：公司营收增长保持惯性



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 11：公司灵活用工收入保持增长

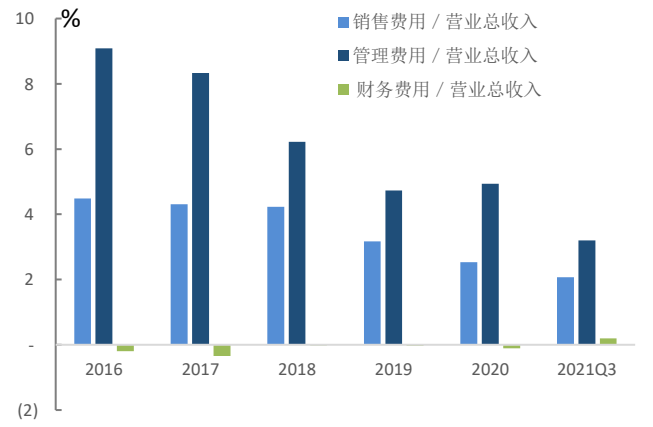


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.5 公司费用控制较优，充分拓宽利润层

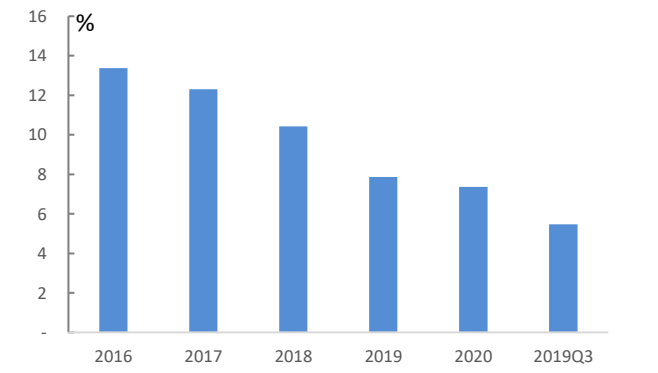
自 2016 年以来，公司管理费用率从 9.06%降至 2021Q3 的 3.2%，销售费用率从 4.49%降至 2.07%，整体期间费用率从 2016 年的 13.37%降至 2021Q3 的 5.47%，费用控制持续保持良好，为公司利润层的拓宽铺平了道路。

图表 12：公司三费控制良好



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13：公司期间费用率稳步下行



数据来源：公司公告，华福证券研究所

二、 灵活用工：经济增速换挡和疫情的延续促进灵活用工行业的发展

2.1 灵活用工 V.S.劳务派遣

2006 年出版的《灵活用工与弹性就业机制》一书明确将灵活用工定义为基于劳动力交易和人权保护而发生的微观经济问题和劳动关系问题，其多样化体现在用工模式、工作时间、地点、环境、薪酬和管理方式等多方面，所谓灵活主要指劳动关系双方当事人自主协商，用工条件自由组合。

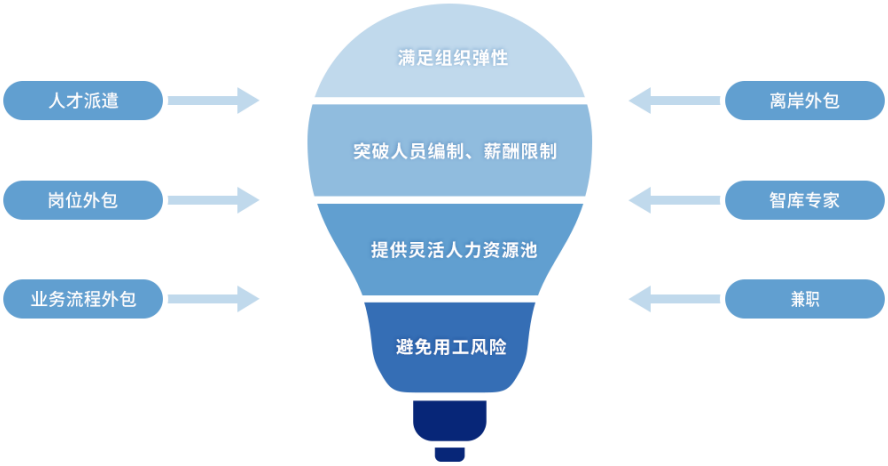
图表 14：雇主端灵活用工模式

用工模式	服务商	就业模式	劳务合作关系	管理权限	典型举例
劳务派遣	人力资源派遣企业	劳务派遣合同工	个人与人力资源企业签订劳动合	用人单位管理	物业
劳务外包	人力资源服务企业	外包人员	不签订劳动合同，是合作关系	热力资源企业管理	岗位外包
业务承揽	个人组织/平台或无服务商	众包人员	个人可以与多家企业签订劳动合同或口头协议	个人衣服平台，平台协商管理	网约车司机
非全用工	无服务商	兼职/小时工/实习生	不属于任何机构	用人单位自主管理	保洁、家政等
其他模式	无服务商	个体经营者	不签订劳动合同	自我雇佣/管理	独立媒体、摄影
	经纪公司	签约人员			网红、主播、模特

数据来源：58 同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

按公司招股说明书的分类标准，与一般传统劳务派遣不同，灵活用工业务流程中公司自主招聘灵活用工派出人员并与派出人员签订劳动合同，在业务执行过程中，公司高效的灵活用工业务顾问负责对派出人员的管理，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务，体现公司管理能力的优势。因此，灵活用工业务是基于公司招聘能力延伸的服务，主要竞争力是招聘和管理能力，而公司自身强大的招聘能力及高效的灵活用工顾问业务团队能满足日常业务执行需求，灵活用工业务也不存在外包情况。

图表 15：公司灵活用工业务模式



数据来源：公司官网,华福证券研究所

与之相比的传统劳务派遣业务是指由劳务派遣单位根据实际用工单位的需要，通过与派遣员工订立劳动合同，将派遣员工派遣至实际用工单位的用工方式。具体而言，派遣员工的劳动过程由用工单位管理，员工的工资、福利、社会保险费等由用工单位提供给劳务派遣单位，再由劳务派遣单位支付给派遣员工，并为其代办社会保险关系、管理劳动人事关系等事务。由于派遣人员的招聘及管理主要由实际用工单位负责，公司自身的传统劳务派遣顾问团队能满足日常业务执行需求，传统劳务派遣业务不存在业务外包情况。

根据 2014 年 3 月 1 日起施行的《劳务派遣暂行规定》中规定明确，用工单位应当严格控制劳务用工数量，企业使用派遣的劳务工比例不得超过用工总量 10%。该政策使得原本以降低用工成本作为主要目的、采用传统劳务派遣模式的用人企业面临监管风险，从而扩大了灵活用工的发展机会。

图表 16：灵活用工模式与传统用工模式的区别

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

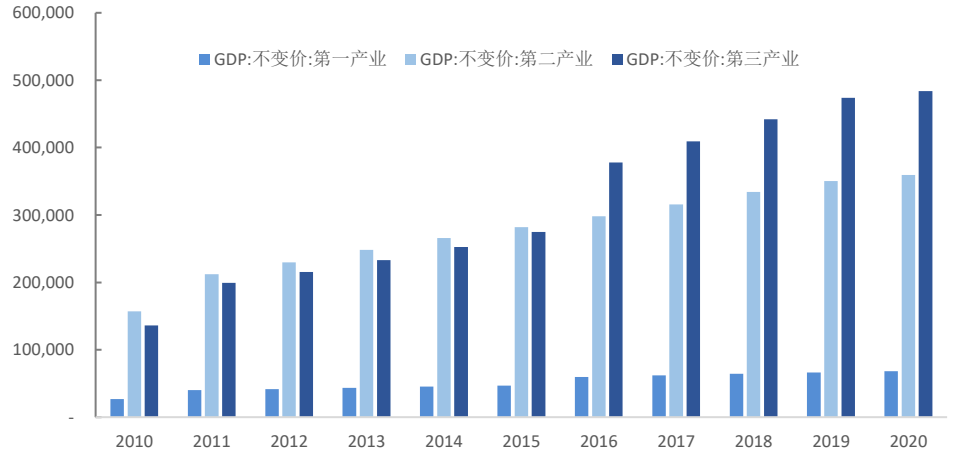
数据来源：58 同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

公司针对招聘旺季人才短缺、新项目、员工短期替补及编制紧张等情况带来的人员需求,提供一站式灵活用工服务,支持客户提升组织灵活性、降低雇佣风险和成本。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。

2.2 经济结构转型及疫情的延续利于灵活用工行业的发展

从宏观经济发展的角度看，**首先经济转型和经济增长的压力客观上构建了灵活用工的发展环境。转型经济体或者经济增速换挡会导致就业不充分，这使许多人别无选择，而进入灵活就业领域。**其次，**灵活就业与需求变化较大、需求形态多样化的服务业相契合，在未来我国由第二产业向第三产业进行经济结构转型的过程中，灵活就业的需求将会得到进一步的放大。**

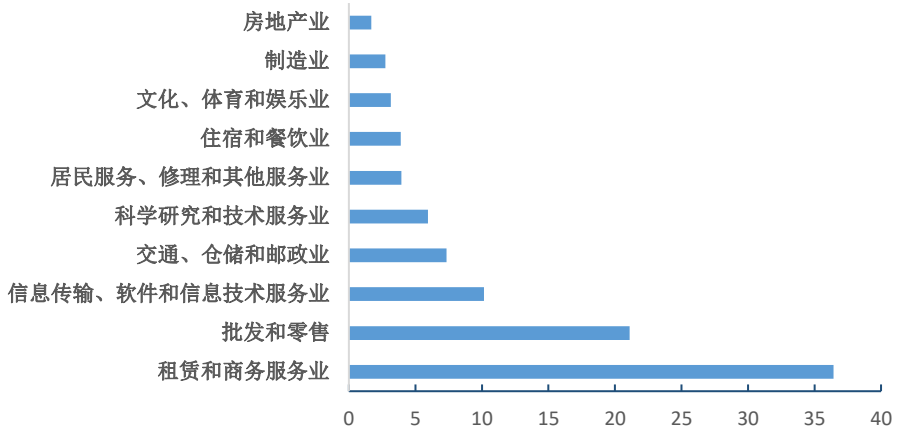
图表 17：我国第三产业生产值逐渐超越第二产业



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

服务业一直是灵活用工招聘的主体行业。由 2020 前三季度各行业灵活招聘需求活跃度 TOP10 数据，第三产业的灵活用工需求远超第一产业和第二产业。结合我国未来产业转移的方向，灵活用工的市场需求将会进一步扩大。

图表 18：2020 前三季度各行业灵活招聘需求活跃度 TOP10



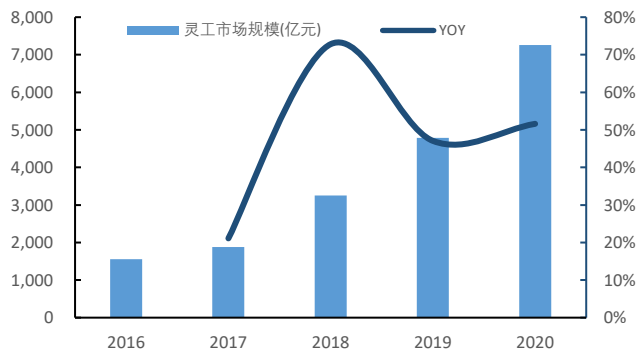
数据来源：58 同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

改革开放以前，中国实行计划经济，国企工作即为终身聘用的铁饭碗。改革开放以后，外资进入中国，但由于外国法人驻华机构不得在中国境内直接招工的政策限制，外企需要借助当地机构招聘工人，为解决这一问题，市场上诞生了劳务派遣机构。随后，我国产业结构调整，国企改革，大量员工下岗，劳动力自由流动市场逐步形成，市场为安置就业，劳务派造机制进一步得到运用。

随着中国人口红利的消失、用工成本上涨、国家政策的支持、新口经济发展等多种因素作用，使得我国目前灵活用工发展极具潜力，未来可期。

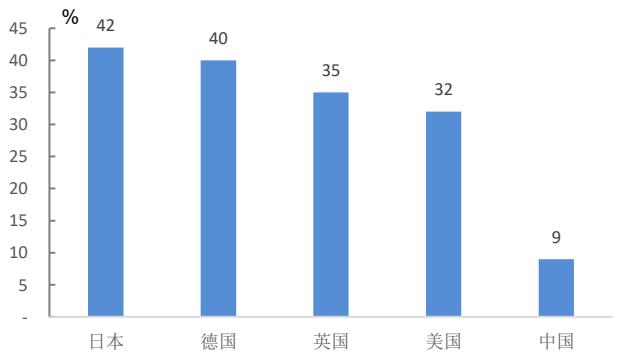
根据《2020 年灵活用工行业研究报告》，2016 年至 2019 年国内灵活用工市场发展较快，2019 年国内市场规模 4787.69 亿元，年均复合增长率达 45%。在疫情影响和政策推动下，国内市场灵活用工需求持续上升。

图表 19：中国灵活用工市场规模



数据来源：58 同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表 20：主要国家灵工市场渗透率

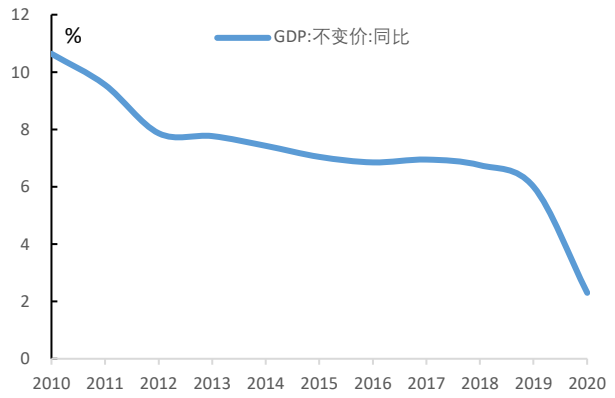


数据来源：58 同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

随着我国产业机构的转移、经济增速的换挡，结合我国目前较低的灵活用工行业渗透率，市场中灵活用工的需求将会持续上升。

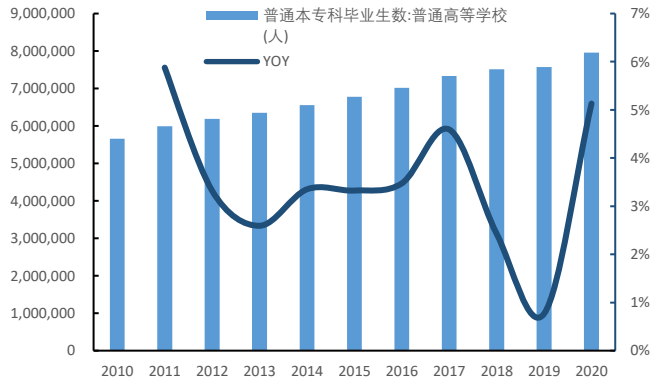
从微观角度来看，经济换挡带来的就业压力和我国巨量的劳动人口将会为灵活用工行业提供充足的人力资源支持。

图表 21：疫情叠加经济换挡致使经济增速乏力



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 22：我国本专科毕业生人数连年递增



数据来源：教育部，华福证券研究所

三、 中高端人才寻访：公司保持先发优势，行业空间广阔

3.1 公司中高端人才寻访业务拥有先发优势

中高端人才寻访是中高端猎头的正式称谓，是一种高端的人才招聘模式，即为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务活动，其目标群体是具有较高知识水平、专业技能的中高层管理人员和中高级技术人员和其他稀缺人员。公司 1996 年成立之初主要从事中高端人才访寻业务，是较早一批从事中高端人才寻访业务的公司。该业务为公司积淀了具有较高知名度和忠诚度的客户，建立了较高的美誉度。

图表 23：中高端人才寻访解决方案

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司中高端人才访寻业务以“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位。公司拥有多年的行业及职能经验积累，深谙中国重点行业的人才需求特征，致力于提供精准匹配的人才解决方案，中高端人才访寻业务覆盖医药、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。

图表 24：公司中高端人才访寻业务开展的具体情况

公司名称	行业和职能定位	区域和客户情况
科锐国际	针对医药、金融、消费品等 18 个细分行业中的客户提供市场销售、生产供应链、研发服务等职位	目前业务覆盖全国及东南亚，代表客户包括强生、苹果、平安、联想等
安拓奥古	针对汽车、医药等行业提供生产供应链服务	目前业务覆盖全国及东南亚，代表客户包括大众汽车、大家制药等
秦皇岛速聘	针对跨行业企业内部IT部门提供服务	目前业务覆盖全国，代表客户包括SAP、IBM、埃森哲等
印度公司	主要涉及工厂制造及科技行业	目前业务覆盖印度，代表客户包括霍尼韦尔、Asea Brown Boveri Ltd.、蒂森克虏伯等
新加坡公司	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	区域覆盖新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南等国家，代表客户有霍尼韦尔、联想等
香港 AP	针对投资、银行、私募基金等行业	区域覆盖香港本土，代表客户包括兴业银行，力作投资等
Capstone	针对地产、能源及矿产领域提供服务	区域覆盖香港、中国大陆、新加坡等国家和地区，代表客户包括Grosvenor Limited，CBRE HK Ltd，Advisian Limited 等
马来西亚公司	针对银行、金融、高科技等行业	目前业务覆盖马来西亚，代表客户包括泰科等
汇聘咨询	针对财务、法务、人事等职能职位	目前业务覆盖全国，主要客户包括当纳利(上海)贸易有限公司、爱思开（中国）企业管理有限公司等
杭州科之锐	专注于区域业务	目前业务覆盖全国二三线城市，主要客户包括上海鹏欣（集团）有限公司、瑞东农牧（山东）有限责任公司等

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

3.2 经济产业升级催生中高端人才招聘需求扩张

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 25：国家人才发展主要指标

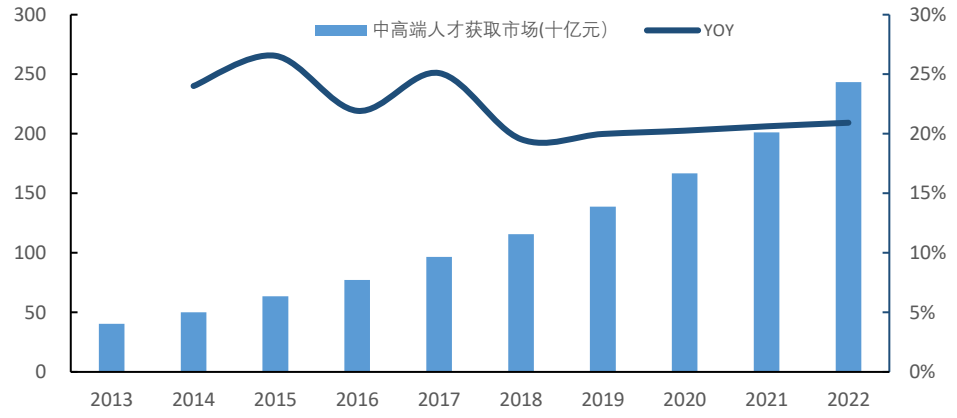
指标	单位	2008 年	2015 年	2020 年
人才资源总量	万人	11,385	15,625	18,025
每万劳动力中研发人员	人年/万人	24.8	33	43
高技能人才占技能劳动者比例	%	24.4	27	28
人力资本投资占国内市场总值比例	%	10.75	13	15
人才贡献率	%	18.9	32	35

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

据灼识咨询，我国中高端人才寻猎市场规模将得到扩展，历史上由 2014 年的 453 亿元增长至 2018 年的 1007 亿元，年复合增速为 22.1%，规模预计于 2023 年达到 2379 亿元。相比于灵活用工市场，人才寻猎市场规模大于灵活用工，但增速低于灵活用工行业。

从供给端看，据《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020 年）》，具有专业知识或专门技能的人力资源总量将由 2010 年的 1.1 亿人增加值 2020 年的 1.8 亿人；从需求端看，我国目前科技创新、产业升级的需求将全面催生中高端劳动者的需求。供需两侧共同带动中高端人才获取市场的进一步发展。

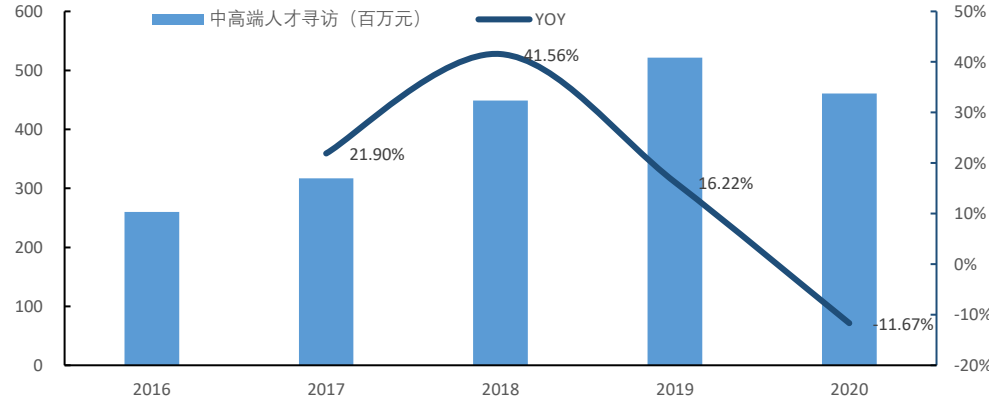
图表 26：中国中高端人才获取市场规模



数据来源：灼识咨询，华福证券研究所

作为人力资源市场的重要组成部门，中高端人才寻访业务受经济增速影响较大。2020 年新冠疫情的出现使得整个人力资源市场遇冷，公司中高端人才也受到了抑制。综合 2021 年前三季度的数据来看，中高端人才寻访业务已经得到了恢复。

图表 27：受疫情影响，公司中高端人才寻访营收受到抑制



数据来源：公司公告，华福证券研究所

四、 招聘流程外包（RPO）：业务毛利高，规模有望进一步提升

4.1 公司首创在华 RPO 服务，并保持业内首发优势

招聘流程外包，是一种以客户为导向，以项目为建制的招聘解决方案服务，是着眼于客户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。

招聘流程外包服务过程中，企业将内部招聘的整个或部分流程外包给第三方服务机构来完成，由其负责招聘人才规划、雇主品牌维护、招聘管理系统优化、招聘流程实施、应用和改进以及第三方供应商管理等，以缩短招聘周期，降低招聘成本，提高招聘效率，提升用人部门满意度。招聘流程外包业务特别适用于人员流动频繁、批量招聘需求大、岗位同质性高、注重招聘时效和质量的企业，是跨国公司常用的一种人才服务解决方案。

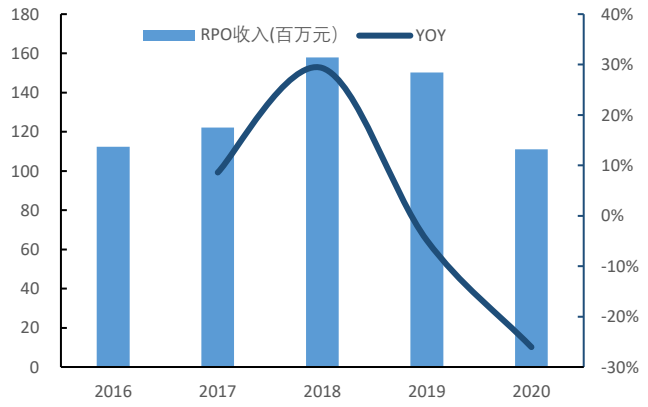
公司始于 2005 年在华首创 RPO 服务模式，并树立行业服务标准。公司目前已成为中国规模最大、市场占有率最高的 RPO 提供商，成功地服务了数百家大型企业的 RPO 项目。

公司提供的是端对端招聘流程外包业务，即客户把整体的招聘流程全部外包给公司完成，公司提供的服务包括：前期 1 到 3 个月的招聘流程及招聘组织结构优化咨询、设计招聘方案、引入招聘系统、执行招聘计划等，具体覆盖从确定职位描述，到分析用人理念、职位需求、与用人部门负责人沟通，招聘发布，筛选简历，背景调查，人才测评，面试到录用通知，直至候选人报到的所有环节。

端对端招聘流程外包业务是一种附加值较高的招聘流程外包服务形态，能有效分担客户人力资源部门的招聘压力，以便其专注于其他非招聘类的人力资源管理，是目前全球招聘流程外包业务的主流模式以及中国未来招聘流程外包业务的主要服务形式。

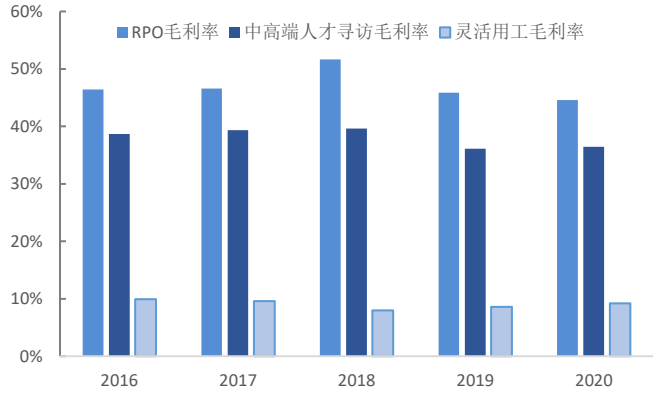
4.2 RPO 业务毛利较高，市场空间有望进一步开拓

图表 28：RPO 业务营收



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 29：RPO 毛利率显著较高



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司 RPO 业务收入规模由 2016 年的 1.12 亿元增长至 2019 年的 1.50 亿元。该业务在总收入中所占比较小，2020 年仅为 3%。RPO 业务同样比较容易受到宏观经济波动的影响，公司 2019、2020 年增速分别为-5%/-26%。

公司提供端对端的招聘流程外包业务，附加值较高，毛利率整体保持在 45%左右，显著优于灵活用工和中高端人才访寻，毛利率领跑公司主营业务。

2009 年、2014 年以及 2017 年公司先后设立了苏州、印度班加罗尔以及西安等规模较大的候选人访寻中心，主要负责候选人的交付工作，包括候选人访寻、初步面试、撰写推荐报告以及候选人数据库日常管理，领先的后台支持。

目前公司 RPO 业务遍及全国各个省市以及部分海外国家，拥有 300+寻猎顾问，每年执行国内外招聘流程外包项目超过 200 个，公司 RPO 业务有望继续保持快速增长。

五、 科技赋能，数字化战略助力业务发展

公司在咨询服务化、服务模块化、模块平台化、平台 SaaS 化的“四化”指导下，对内持续投资升级以大数据和人工智能技术为基础的数据中台、技术中台建设，升级“CTS”内部业务管理系统，在简历解析、筛选、人岗匹配等环节提高效率，新增在线多人面试等功能对内赋能公司招聘顾问与服务中台，优化工作流程、提高工作效率。

图表 30：公司垂直招聘平台

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司打通内部原有大健康、零售业等垂直招聘平台数据，结合合作伙伴生态平台、人力资源产业互联网平台获取和积累 B 端客户和 C 端人选资源；整合“科锐才到云”HR SaaS 产品，在招聘管理、入职管理、考勤管理、薪税管理、福利管理等模块化颗粒化服务产品，多种形式赋能客户企业人力资源管理部门。

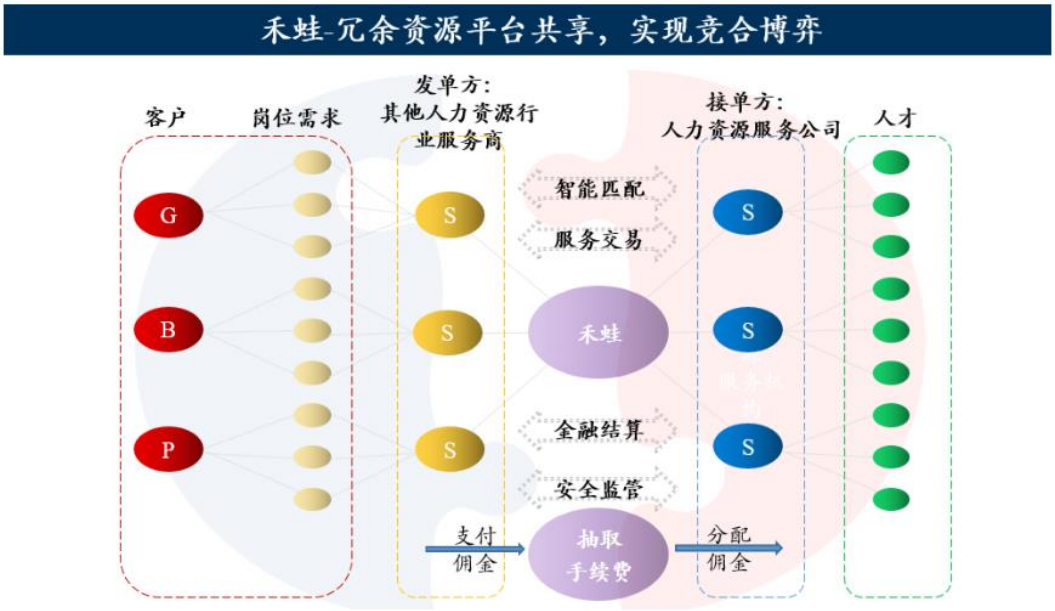
“技术+平台+服务”的模式进一步稳固了以技术驱动的整体人才解决方案提供商的综合品牌影响力。良好的品牌和产品创新的优势为公司的规模性扩张提供了强有力支撑。

图表 31：公司智慧人力资源管理平台

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司加大人力资源互联网平台建设，其中包括以科锐数字科技为主体的“城市人才大脑”及重点布局推广的人力资源生态平台“禾蛙”、“即派盒子（Gee-Box），从“零和”到“竞合”，促进人力资源机构协同合作，致力打造国内人力资源产业互联网平台生态。通过人才供应链聚集城市企业和用人单位的用工需求，对接人力资源服务机构，基于人才供应链、人才服务链沉淀的人才分布、人才需求、人才流动、人才经济性等多维度数据，为地方政府的育才、引才、留才政策提供有效的数据作为决策依据，助力地方城市治理。截止报告期末，科锐即派盒子（Gee-Box）聚合同行合作伙伴近 3,500 家；禾蛙聚合猎企 194 家，入驻顾问 830 余人，协同服务客户 781 家，服务岗位 5,969 个；天津津南区落地的区就业云超市，注册企业 514 家，发布岗位 472 个。

图表 32：公司人力资源产业互联平台-禾蛙



数据来源：公司公告，华福证券研究所

六、 盈利预测

去年新冠疫情导致就业市场遇冷是的公司原有的营收增长节奏被打乱。2021 年前三季度公司三大主营业务营收迅速恢复。我们预计灵活用工、中高端人才寻访、招聘流程外包业务在 2021、2022、2023 三年将分别实现 105%\95%\90%,33%\35%\35%,30%\35%\35% 的增长，从而最终营收将实现 76.84%\74.77%\75.96%的增长。

图表 33：公司未来营收预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
灵活用工	461.33	656.35	1,512.06	2,765.75	3,112.32	6,380.26	12,441.50	23,638.85
灵活用工YOY		42.27%	130.37%	82.91%	12.53%	105%	95%	90%
中高端人才寻访	260.03	316.98	448.73	521.53	460.67	612.69	827.13	1,116.63
中高端人才寻访YOY		21.90%	41.56%	16.22%	-11.67%	33%	35%	35%
招聘流程外包	112.42	122.08	157.87	150.18	111.06	144.38	194.91	263.13
招聘流程外包YOY		8.59%	29.32%	-4.87%	-26.05%	30%	35%	35%
其他收入	34.37	39.59	78.12	148.50	247.95	247.95	247.95	247.95
营收总计	868.15	1,135.00	2,196.78	3,585.96	3,932.00	7,385.28	13,711.49	25,266.56
营收总计YOY		30.74%	93.55%	63.24%	9.65%	87.82%	85.66%	84.27%

数据来源：公司公告，华福证券研究所　注：单位 百万元

七、　风险提示

1.新冠疫情的反复。2.国内经济结构战略转型不及预期。

图表 34：财务数据预测

资产负债表

会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	334.09	392.44	485.76	738.53	1,371.15	2,526.66
应收票据及账款	553.19	773.99	873.43	1,698.10	3,152.69	5,809.55
预付账款	25.12	17.96	20.51	53.31	98.98	182.40
其他应收款	57.77	59.32	68.53	148.37	275.46	507.59
其他流动资产	3.17	5.76	2.91	5.32	9.73	17.78
流动资产总计	973.35	1,249.46	1,451.14	2,643.63	4,908.01	9,043.97
长期股权投资	78.97	86.08	110.39	110.39	110.39	110.39
固定资产	11.72	9.99	11.41	10.29	8.38	6.47
无形资产	119.95	125.64	171.11	144.62	117.72	90.42
长期待摊费用	9.48	18.55	24.41	12.21	-	-
其他非流动资产	184.75	192.40	215.95	213.52	211.09	208.65
非流动资产合计	404.88	434.89	534.07	491.03	447.58	415.93
资产总计	1,378.23	1,684.35	1,985.21	3,134.65	5,355.58	9,459.90
短期借款	60.11	32.23	38.30	195.12	685.49	1,713.67
应付票据及账款	59.97	71.00	42.95	149.68	280.63	520.66
其他流动负债	391.23	554.49	678.31	1,290.84	2,418.38	4,484.61
流动负债合计	511.31	657.71	759.55	1,635.65	3,384.50	6,718.95
长期借款	-	2.28	0.85	53.84	238.16	629.04
其他非流动负债	34.74	35.32	41.95	41.95	41.95	41.95
非流动负债合计	34.74	37.60	42.80	95.79	280.11	670.99
负债合计	546.05	695.31	802.35	1,731.44	3,664.61	7,389.94
股本	180.00	182.29	182.86	182.86	182.86	182.86
资本公积	226.05	259.95	301.88	301.88	301.88	301.88
留存收益	321.97	419.09	553.61	741.37	986.55	1,309.48
归属母公司权益	728.02	861.32	1,038.34	1,226.10	1,471.29	1,794.22
少数股东权益	104.16	127.72	144.51	177.11	219.68	275.75
股东权益合计	832.18	989.04	1,182.85	1,403.21	1,690.97	2,069.97
负债和股东权益合计	1,378.23	1,684.35	1,985.21	3,134.65	5,355.58	9,459.90

现金流量表

会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后经营利润	137.04	178.80	207.58	208.01	284.25	387.46
折旧与摊销	12.74	22.32	29.00	43.04	43.45	31.65
财务费用	-0.51	-0.98	-4.11	4.26	22.54	66.39
营运资金变动	-25.48	-86.73	-30.01	-220.46	-373.27	-674.20
其他经营现金流	5.50	8.48	-2.55	-	-	0.00
经营性现金净流量	133.26	123.26	200.93	34.85	-23.03	-188.71
资本支出	5.92	26.64	32.95	-	-	0.00
其他投资现金流	-41.17	-52.90	-71.88	41.27	41.27	41.27
投资性现金净流量	-301.78	-38.58	-80.72	41.27	41.27	41.27
短期借款	60.11	-27.88	6.07	156.83	490.37	1,028.18
长期借款	-	2.28	-1.43	52.99	184.31	390.88
其他筹资现金流	-69.16	-37.59	-72.14	-33.18	-60.30	-116.12
筹资性现金净流量	-9.11	-27.01	-25.00	176.64	614.38	1,302.95
现金流量净额	-176.15	58.35	93.32	252.76	632.62	1,155.51

利润表

会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,196.78	3,585.96	3,932.00	7,385.28	13,711.49	25,266.55
营业成本	1,798.75	3,072.93	3,398.42	6,500.18	12,186.95	22,610.77
营业税金及附加	12.20	18.64	21.86	40.16	74.56	137.39
销售费用	92.95	113.55	99.49	186.86	346.92	639.29
管理费用	131.75	161.89	179.49	337.13	625.91	1,153.38
研发费用	4.98	7.59	14.53	27.30	50.68	93.40
财务费用	-0.51	-0.98	-4.11	4.26	22.54	66.39
资产减值损失	-5.92	-1.45	-	-7.63	-14.17	-26.10
信用减值损失	-	-6.39	-8.36	-9.62	-17.86	-32.90
其他收益	11.69	11.36	27.22	27.22	27.22	27.22
营业利润	164.44	217.24	244.33	299.38	399.13	534.16
营业外收入	16.45	16.51	28.05	28.05	28.05	28.05
营业外支出	0.96	0.21	1.29	1.29	1.29	1.29
利润总额	179.93	233.55	271.10	326.14	425.89	560.92
所得税	42.89	54.74	63.52	76.86	100.37	132.20
净利润	137.04	178.80	207.58	249.27	325.52	428.72
少数股东损益	19.37	26.56	21.27	32.60	42.57	56.07
归属母公司股东净利润	117.67	152.24	186.31	216.68	282.95	372.66
EBITDA	192.16	254.89	295.99	373.44	491.88	658.96
NOPLAT	124.91	165.57	183.88	232.07	322.29	459.01
EPS(元)	0.60	0.77	0.95	1.10	1.44	1.89

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力						
营收增长率	93.54%	63.24%	9.65%	87.82%	85.66%	84.27%
EBIT增长率	64.70%	29.62%	14.80%	23.75%	35.72%	39.89%
EBITDA增长率	65.14%	32.64%	16.13%	26.17%	31.72%	33.97%
归母净利润增长率	58.30%	29.38%	22.38%	16.30%	30.59%	31.71%
经营现金流增长率	29.90%	-8.11%	38.66%	-476.49%	-251.36%	-87.80%
盈利能力						
毛利率	18.12%	14.31%	13.57%	11.98%	11.12%	10.51%
净利率	6.24%	4.99%	5.28%	3.38%	2.37%	1.70%
营业利润率	7.49%	6.06%	6.21%	4.05%	2.91%	2.11%
ROE	16.16%	17.68%	17.94%	17.67%	19.23%	20.77%
ROIC	17.41%	18.35%	18.58%	18.42%	19.51%	17.56%
估值倍数						
P/E	100.36	77.57	63.38	54.50	41.74	31.69
P/S	5.38	3.29	3.00	1.60	0.86	0.47
P/B	16.22	13.71	11.37	9.63	8.03	6.58
EV/EBIT	60.45	47.56	41.42	34.48	27.01	21.66
EV/EBITDA	56.44	43.40	37.36	30.51	24.62	20.62
EV/NOPLAT	86.83	66.81	60.14	49.10	37.58	29.60

数据来源：同花顺 iFind，华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归"华福证券有限责任公司"所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所　上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn