

买入 (维持)

公司是国内民营人力资源服务龙头

科锐国际 (300662) 深度报告

2023年8月31日

投资要点:

分析师: 邓升亮

SAC 执业证书编号:

S0340523050001

电话: 0769-22119410

邮箱:

dengshengliang@dgzq.com.cn

■ **A股人力资源服务龙头。**科锐国际是我国最早在A股上市的民营人力资源服务企业, 经过27年发展, 已成为我国人力资源服务行业龙头公司。公司以中高端人才寻访、招聘流程外包、灵活用工三大业务作为核心业务, 逐步完善“技术+平台+服务”产品生态模式, 已成为国内领先的人力资源整体解决方案提供商。上市以来公司业绩整体保持较高增速, 2020年至2022年公司营收复合平均增长率为36.36%。灵活用工业务快速增长, 推动公司业绩在疫情期间保持正增长。

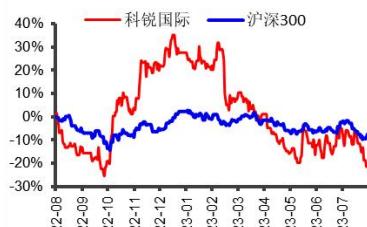
■ **人力资源服务顺周期属性有望受益于疫后经济复苏。**疫情结束后国内经济整体复苏趋势波动向上, 企业开工用工需求有望逐渐修复, 受疫情影响和宏观经济不确定性影响, 灵活用工或仍是疫后经济复苏的主流雇佣方式。随着人口结构老龄化和就业人口向第二、第三产业流动, 企业用工成本将持续提升。此外, 随着经济的发展, 政策法规对于企业运营的规范化要求将趋于严格, 企业运营或将面临编制、工资总额、工资福利不平等等问题, 进而提高公司运营的合规成本。整体来看, 企业的用工成本和用工招聘压力持续上升, 有望持续推动人力资源服务渗透率提高。

■ **灵活打造产业互联平台等技术平台, 一体两翼提供整体解决方案。**公司是国内较早布局灵活用工的企业, 受益于疫情期间用工形式的变化, 灵活用工业务快速增长, 支持公司业绩增长。近年来, 公司重视数字化技术对人力资源服务行业的潜在影响力, 大力推动数字化转型。公司以猎头服务为基, 线下传统服务与线上技术服务平台产品结合为客户提供整体解决方案, 逐步实现服务维度的延伸。

■ **投资建议:**科锐国际作为国内人力资源服务龙头, 行业经验丰富、发展眼光独到, 大力推进数字化转型, 产业互联平台和垂类产品处于高速增长期。行业整体景气度向好的情况下, 看好公司业绩保持较快增长, 预计公司2023-2024年每股收益分别为1.33元和1.87元, 对应估值分别为23.95倍和17.08倍, 维持对公司的“买入”评级。

■ **风险提示。**行业竞争加剧、自然灾害、宏观经济波动、大客户议价能力提高、就业结构变化不及预期等风险。

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息, 关于信息的准确性与完整性, 建议投资者谨慎判断, 据此入市, 风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 27 年深耕成为 A 股人服民营龙头，灵活用工业务快速增长 | 4 |
| 1.1 A 股人力资源第一股 | 4 |
| 1.2 疫情期间业绩保持较高增速，灵活用工业务贡献主要收入 | 5 |
| 1.3 创始团队持股比例较高，管理层经验丰富 | 8 |
| 2. 人力资源服务行业景气度长期向好 | 9 |
| 3. 人力资源整体解决方案提供商，深度挖掘垂类潜力 | 16 |
| 3.1 灵活用工业务驱动公司业绩增长 | 16 |
| 3.2 服务 BA 大客户为核心，深挖区域垂类赛道长尾用户 | 17 |
| 4. 投资策略 | 21 |
| 5. 风险提示 | 22 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：科锐国际解决方案 | 4 |
| 图 2：科锐国际发展关键历程 | 5 |
| 图 3：公司营收及同比增速（亿元，%） | 5 |
| 图 4：公司归母净利润及同比增速（亿元，%） | 5 |
| 图 5：科锐国际各类业务营收占比 | 6 |
| 图 6：科锐国际海外营收逐步扩大 | 6 |
| 图 7：公司海外业务版图 | 6 |
| 图 8：公司毛利率（%） | 7 |
| 图 9：公司净利率（%） | 7 |
| 图 10：科锐国际各类业务毛利率（%） | 7 |
| 图 11：公司资产负债率（%） | 7 |
| 图 12：公司应收账款周转率 | 7 |
| 图 13：科锐国际股权结构（截至 2023 年半年报） | 8 |
| 图 14：企业生命周期各阶段人力资源痛点 | 10 |
| 图 15：2022 年全球上市人服企业细分领域分布（%） | 11 |
| 图 16：2021 年 HRoot 全球人服 50 强企业赛道分布 | 11 |
| 图 17：中国人力资源服务业发展历程 | 12 |
| 图 18：中国人力资源服务业营收规模 | 13 |
| 图 19：中国人力资源服务机构数量（万家）及同比 | 14 |
| 图 20：中国人力资源服务从业人员规模（万人）及同比 | 14 |
| 图 21：人力资源表现出顺经济周期属性 | 14 |
| 图 22：疫情期间经济增长 | 14 |
| 图 23：全国职工平均工资（元） | 14 |
| 图 24：日本第一、二、三产业就业人员数比重（%） | 15 |
| 图 25：美国分部门就业人员（万人） | 15 |
| 图 26：中国第一、二、三产业就业人员数比重（%） | 15 |
| 图 27：2022 年各行业离职率（%） | 15 |
| 图 28：科锐国际在册灵活用工岗位外包员工 | 16 |
| 图 29：科锐国际外包累计派出人数 | 16 |
| 图 30：科锐国际灵活用工岗位外包业务三大类岗位分布 | 17 |
| 图 31：科锐国际 2018-2022 年前五大客户销售额 | 17 |
| 图 32：科锐国际 2018-2022 年前五大客户营收占比 | 17 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 33: 科锐国际付费客户持续增长 | 18 |
| 图 34: 科锐国际中高端管理人员和专业技术人员成功推荐人数 | 18 |
| 图 35: 科锐国际打造垂直领域招聘平台 | 19 |
| 图 36: 2020 年人服机构营收分布情况 | 20 |
| 图 37: 2020 年全国人服机构从业人员数量分布情况 | 20 |
| 图 38: 科锐国际产业互联平台禾蛙 | 21 |

表格目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 公司主要管理层 | 8 |
| 表 2: 人力资源服务三大业务板块 | 10 |
| 表 3: 公司盈利预测简表 (2023/8/30) | 21 |

1. 27 年深耕成为 A 股人服民营龙头，灵活用工业务快速增长

1.1 A 股人力资源第一股

A 股人力资源服务第一股。科锐国际是国内首家登陆 A 股的民营人力资源服务企业，以中高端人才寻访、招聘流程外包、灵活用工三大业务作为核心业务，通过广泛聚合、深度撮合、多维整合，有序推进公司的经营发展规划，逐步完善“技术+平台+服务”产品生态模式，已成为国内领先的人力资源整体解决方案提供商。截至 2023 年上半年，公司海内外拥有 100 余家分支机构、2,800 余名专业招聘顾问及专业技术产研人员，业务覆盖中国大陆及中国香港地区、新加坡、马来西亚、英国、美国等国家和地区，服务超过 20 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 300 余个利润中心。

图 1：科锐国际解决方案



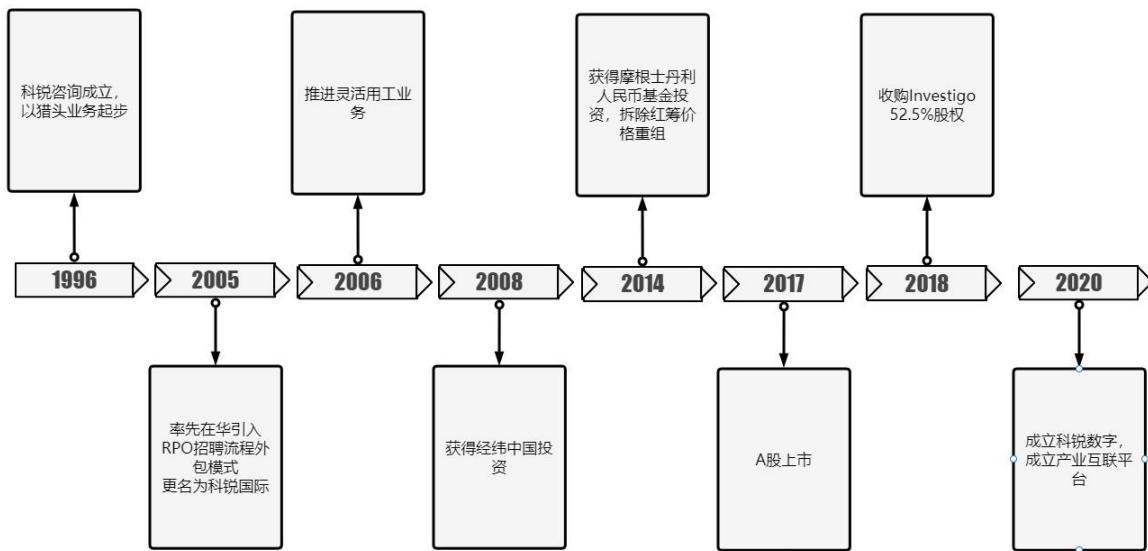
资料来源：公司 2022 年年报，东莞证券研究所

27 年持续发展，始终致力于探索新技术、新模式、新平台、新生态。公司前身可追溯至 1996 年成立的科锐咨询，以中高端人才寻访业务起家。2005 年，公司率先把招聘流程外包业务模式 (RPO) 引入国内，同时品牌更名为科锐国际。2006 年，公司展开灵活用工业务。

2008 年起，公司先后获得经纬中国与摩根士丹利人民币基金投资，开启收并购扩张之路。逐步收购了康肯、速聘、安拓中国、FOS SEARCH、AUREX GROUP、亦庄国际等，通过收并购实现了垂类细分领域的扩张和海外市场空间的扩张。

2017 年公司在 A 股上市，资金助力下公司加速扩张步伐。2017 年至今，公司陆续投资才到、收购 Investigo 52.5% 股权、收购 Caraffi LTD，加速海外扩张步伐。此外，公司加速数字化布局，于 2020 年成立科锐数字和产业互联平台，通过自主研发、投资、并购等方式陆续推出“同道”系列垂直招聘平台、人力资源产业互联平台、人力资源管理 SaaS 平台等多个技术产品，构建线上产品与线下服务业务相融合的运营模式。

图 2: 科锐国际发展关键历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司历年财报，东莞证券研究所

1.2 疫情期间业绩保持较高增速，灵活用工业务贡献主要收入

疫情期间公司业绩保持较高增长。随着我国经济快速增长，人力资源服务行业处于快速发展阶段。疫情前公司业绩快速增长，2018-2019年公司营收同比分别增长93.54%、63.24%，与上市后加速并购扩张有关。2020年公司业绩增速受疫情放缓，但疫情期间整体保持较快增长，2020年至2022年公司营收复合平均增长率为36.36%。归母净利方面增速逐渐放缓，2022年公司归母净利润为2.91亿元，较2018年增长2.3亿元，复合增长率达36.24%。2023年上半年公司归母净利润为0.98亿元，同比下降25.87%，主要系上半年国内经济复苏不及预期，公司业务结构变化，高利润率的中高端人才寻访业务及招聘流程外包业务同比下降所致。

图 3: 公司营收及同比增速（亿元，%）

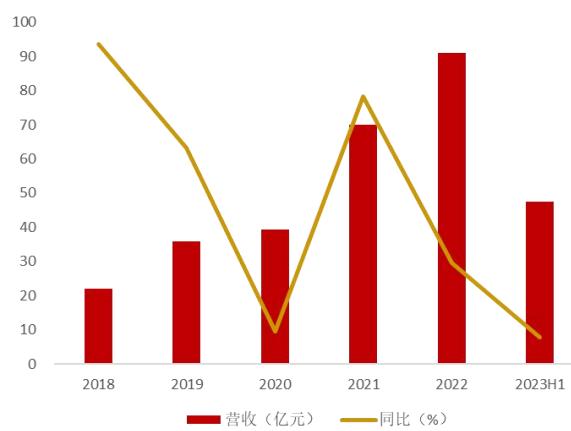
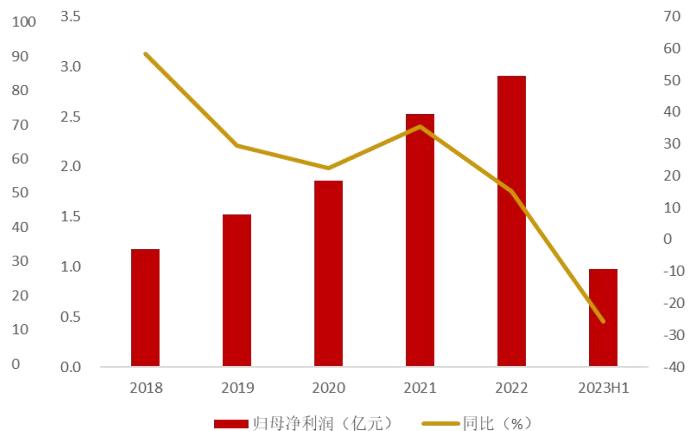


图 4: 公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



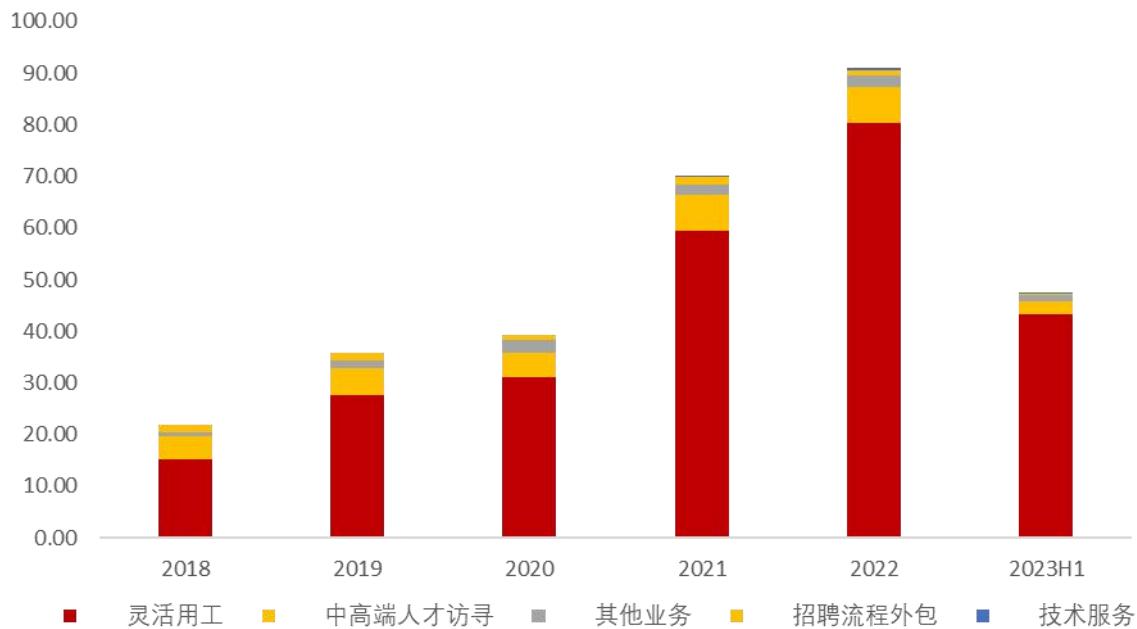
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

灵活用工贡献主要收入增长。公司核心业务分别为中高端人才寻访、招聘流程外包和灵活用工，近年来公司灵活用工业务持续增长，已成为公司主要收入来源。

截至 2023 年上半年，公司灵活用工业务实现收入 43.34 亿元，占公司总营收比重为 91.17%，主要系灵活用工业务的特殊性，使得公司在疫情期间正式雇佣比例下降的情况下得以继续扩大收入。

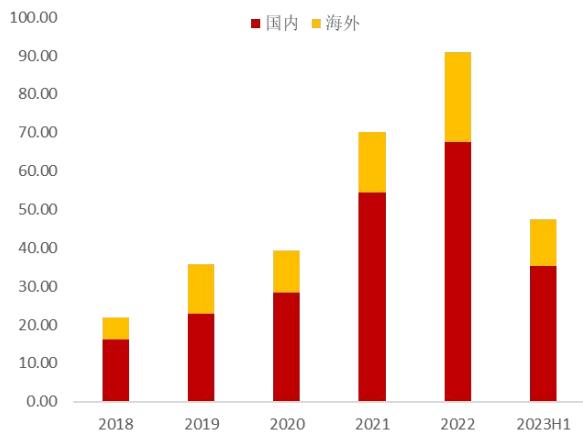
图 5：科锐国际各类业务营收占比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

公司海外营收逐步增长。公司始终坚持海外布局，伴随中国企业出海。通过海外收购 Investigo 等企业和中国香港、东南亚、英国、美国等地子公司，多维度支持国内出海企业及海外本土企业各类人才服务需求。截至 2023 年上半年，公司在海外共设立 7 个分支机构，在大健康、高科技、战略与变革、金融与财务等领域与国内业务线协同，取得海外地区收入 12.36 亿元，占公司营收比重达 26%。

图 6：科锐国际海外营收逐步扩大



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：公司海外业务版图



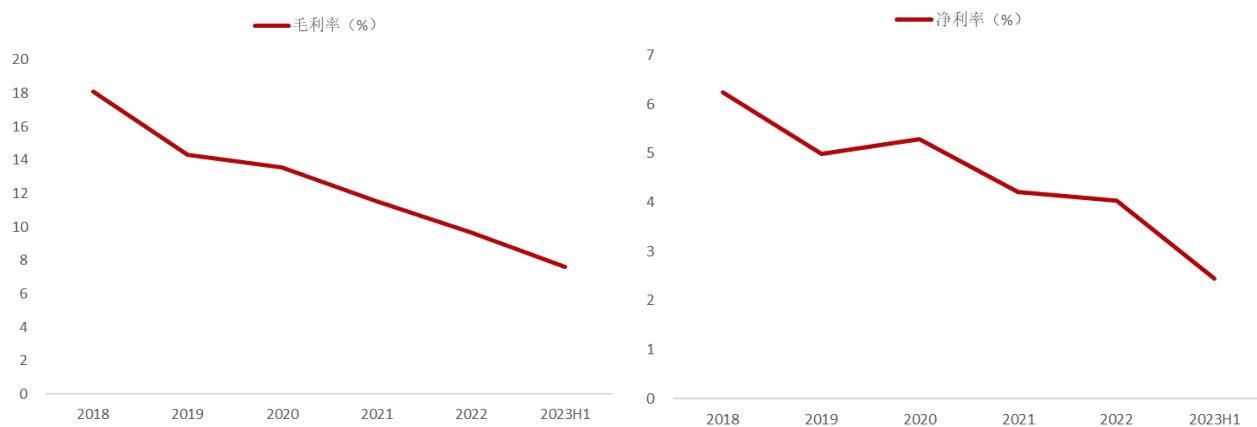
资料来源：公司 2023 年半年报，东莞证券研究所

受业务结构变化影响，公司毛利率与净利率逐步下降。疫情期间公司灵活用工业务实现高速增长，但由于灵活用工业务主要采用全额法确认收入，毛利率较低，拖累公司整体毛利率。近年公司灵活用工业务占比快速扩大，毛利率与净利率随之下降。

图 10：科锐国际各类业务毛利率 (%)

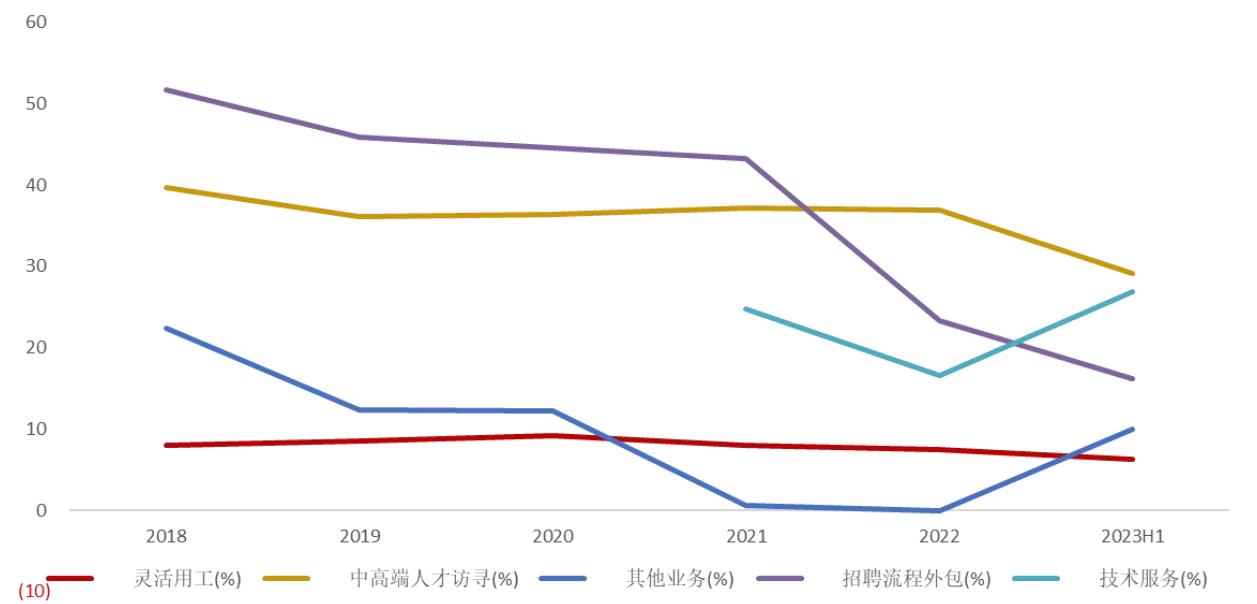
图 8：公司毛利率 (%)

图 9：公司净利率 (%)



资料来源：wind, 东莞证券研究所

资料来源：wind, 东莞证券研究所

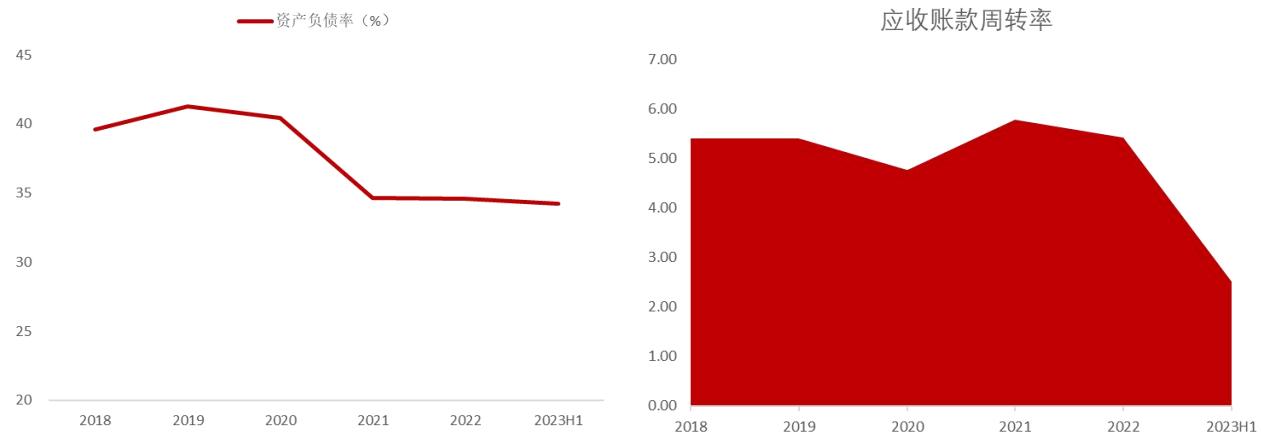


资料来源：iFind, 东莞证券研究所

公司资产负债率健康，运营指标稳健。公司负债结构健康，近年来资产负债率呈下降趋势，2023年上半年资产负债率为 34.21%。近年来公司应收账款周转率维持在 5 左右，2023年上半年下降至 2.51，或与上半年宏观经济形势变化有关。预计下半年经济逐步复苏，公司营收应收账款周转率将得到修复。公司占比比较大的劳务派遣等灵活用工业务中，通常要求人力资源服务企业垫付劳动者薪资福利，考验人力资源服务企业现金流情况。公司健康的资产负债率与应收账款周转率表明公司运营情况良好，资金周转不足风险较小。

图 11：公司资产负债率 (%)

图 12：公司应收账款周转率



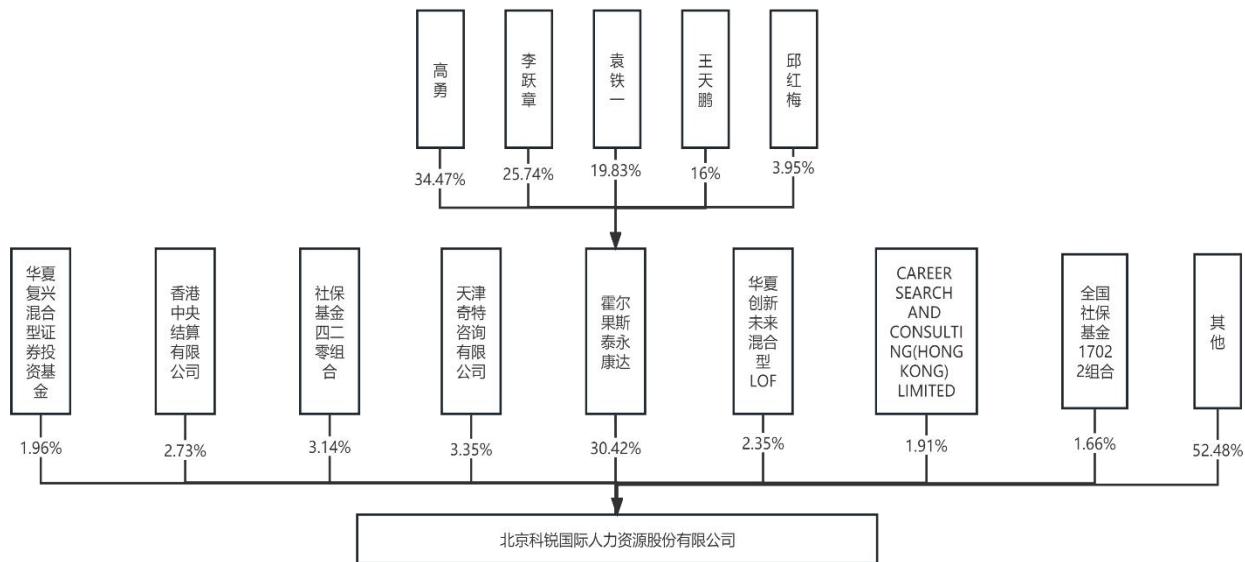
资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

1.3 创始团队持股比例较高, 管理层经验丰富

公司创始团队持股比例较高。公司控股股东为持有公司 30.42%股份的泰永康达, 而公司创始人与实控人高勇、李跃章分别间接通过泰永康达持有公司 10.49%、7.83% 股权。截至 2023 年上半年, 公司前十大股东中除了创始团队控股的泰永康达, 主要为员工持股平台天津奇特咨询和社保基金等投资基金, 创始团队持股比例较高, 股权稳定。

图 13: 科锐国际股权结构 (截至 2023 年半年报)



资料来源: iFind, 公司 2023 年半年报, 天眼查, 东莞证券研究所

管理层经营丰富。公司管理层经营丰富, 其中创始人高勇、李跃章为国内较早从事人力资源服务业人员, 行业管理经营超 20 年, 高勇在中国率先引入招聘流程外包 (RPO) 业务模式, 是行业领军人物之一; 副总经理王震先生拥有丰富的人力资源管理履历, 曾先后担任宝洁公司、百威啤酒、强生医疗器材、默沙东中国投资公司的人力资源管理岗位; 董事周熙先生拥有高盛集团和摩根士丹利约 18 年的投资银行和私募股权投资工作经验, 负责集团战略规划, 并为公司投资项目提供战略指导。

表 1: 公司主要管理层

| 担任职务 | 姓名 | 简介 |
|----------|-----|---|
| 董事长 | 高勇 | 1974年出生, 毕业于北京外国语大学, 拥有北京大学BiMBA学位。高勇先生自北京科锐国际人力资源股份有限公司成立之日起至2014年12月, 担任北京科锐国际人力资源股份有限公司董事、总经理, 自2013年9月至今, 担任北京科锐国际人力资源股份有限公司董事长。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, 是国内较早从事人力资源服务的人员, 有丰富的行业从业经验, 在中国率先引入招聘流程外包(RPO)业务模式, 是行业领军人物之一。 |
| 副董事长/总经理 | 李跃章 | 1973年出生, 毕业于北京外国语大学。李跃章先生自北京科锐国际人力资源股份有限公司成立之日起至今, 一直担任北京科锐国际人力资源股份有限公司董事, 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/副总经理 | 王震 | 1963年出生, 中共党员, 毕业于上海交通大学, 硕士学历。王震先生拥有丰富的人力资源管理履历, 曾先后担任宝洁公司销售大区经理、人力资源资深经理; 1998年7月至2005年10月任百威啤酒人力资源大中国区总监; 强生医疗器材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月加入科锐国际任北京科锐国际人力资源股份有限公司副总经理, 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 |
| 董事 | 周熙 | 1975年1月出生, 毕业于上海交通大学, 硕士学历。周熙先生拥有高盛集团和摩根士丹利约18年的投资银行和私募股权投资工作经验, 主导过众多私募股权投资交易。2021年6月至今任北京科锐国际人力资源股份有限公司战略研究院院长, 负责全球人力资源产业研究, 科锐国际集团战略规划, 并为公司投资项目提供战略指导。 |

资料来源: iFind, 公司2023年年报, 东莞证券研究所

2. 人力资源服务行业景气度长期向好

人力资源服务市场空间广阔, 涵盖企业用工多个赛道。人力资源服务企业的出现旨在解决企业普遍存在的人力资源管理相关的降成本问题。从企业的生命周期来看, 人力资源需求紧张贯穿企业成长的各个阶段。

对于初创企业, 资源的紧张导致人力资源部门往往需要一人担负数职, 即要负责企业日常人事工作的管理、制度的指定和完善, 又要负责筛选和吸引企业需要的人才。

对于成长期的企业, 企业对人才的需求随着业务的扩张而快速增长, 人力资源部门需要及时完成员工的招聘与培训, 同时还需要对企业人力资源需求进行规划, 以使人员数量和素质能够满足企业的持续性发展需要。

对于成熟期企业，业务增速放缓减轻了人力资源工作中对招聘数量的压力，但往往对各个岗位形成了精细的要求，需要严控人员的流动，人力资源工作需要完成对岗位和员工的精细评估，构建精准的薪酬体系和长效激励机制，匹配企业品牌、文化，处理维护员工关系等，对人力资源人员的专业性提出了极高的要求。

对于衰退期企业，成本控制成为主要目标，对人力资源部门降本增效的需求同样增长。各类企业在所有阶段均存在人力资源痛点，人力资源服务市场空间广阔。

图 14：企业生命周期各阶段人力资源痛点



资料来源：东莞证券研究所

人力资源服务已渗透至企业运行中的各个细分赛道。为解决企业人力资源的各方面需求，人力资源服务企业能够提供多样化的服务，主要分为招聘、人力资源管理、用工服务三大类业务和内部培训、个人规划等其他业务。

表 2：人力资源服务三大业务板块

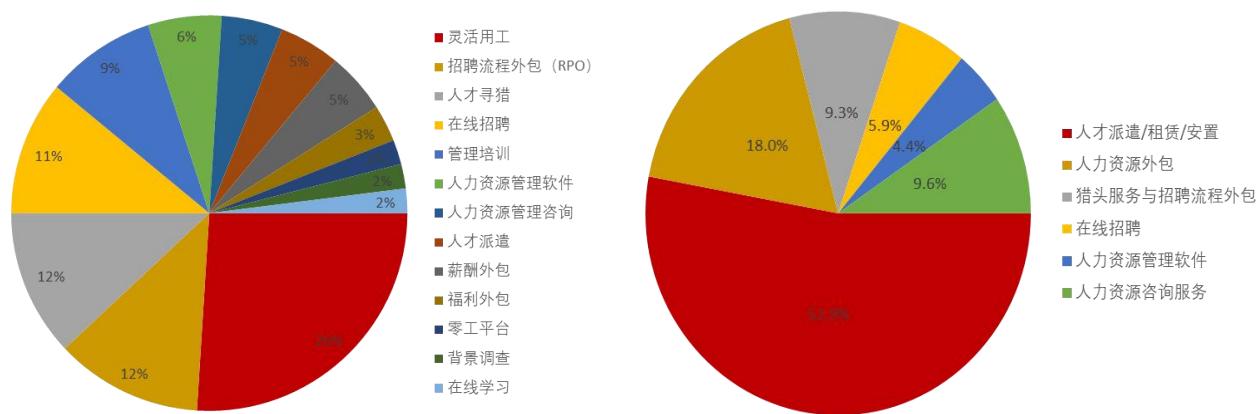
| 业务类别 | 主要业务 | 业务简介 |
|----------|-------------|---|
| 招聘服务 | 校园招聘 | 专业人才招聘机构组织的专场校园招聘活动 |
| | 中高端人才寻访（猎头） | 或称中高端猎头，是一种针对中高端人才的招聘模式，即为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务活动 |
| | 在线招聘 | 通过网络平台连接招聘单位和求职者，是线上化的招聘流程 |
| | 招聘流程外包 | 即 RPO，招聘单位将内部招聘的全部或部分流程外包给第三方服务机构来完成，由其负责招聘人才规划、雇主品牌维护、招聘管理系统优化、招聘流程实施、应用和改进以及第三方供应商管理等 |
| 人力资源管理服务 | 人事代理 | 将企业内部的部分管理工作外包，涉及员工入职、离职、日常管理等工作，薪酬福利社保公积金管理代缴及企业人事管理云平台等 |
| | 薪酬福利 | |

| | HRSaaS | |
|------|--------|--|
| 用工服务 | 劳务派遣 | 根据客户（用工单位）的实际需求，与派遣员工签订劳动合同，建立用人单位（雇主）、员工、客户（用工单位）的三方关系，并将员工派遣到实际用工单位工作，劳动派遣员工需同工同酬 |
| | 岗位外包 | 企业将该岗位相关的所有流程外包，由外包公司自行安排人员完成岗位相应的工作或职能 |
| | 狭义灵活用工 | 针对客户临时性、季节性、不定时性、项目性等岗位用人需求，人力资源服务机构设计专业解决方案，提供从招聘、培训、绩效管理到人员替代等覆盖岗前、岗中、岗后的全流程专业人才配置服务 |
| | 业务外包 | 把部分或全部业务外包给服务机构，人员与管理均由服务机构负责，使得企业可以专注于主业 |

资料来源：东莞证券研究所

灵活用工需求最大。海外人力资源服务市场发展时间较长，在各个细分领域均涌现一批上市大型企业。从细分领域上市企业分布来看，主营灵活用工的上市企业最多，占比达 26%，招聘流程外包、人才寻猎、在线招聘和管理培训占比分别为 12%、12%、11%、9%，其余细分领域上市企业较少，市值较小。根据 HRoot 报告，2021 年全球人力资源服务赛道前 50 强企业中，近 52.9% 的企业主营人才派遣/租赁/安置业务，18% 主营人力资源外包业务，而猎头与招聘流程外包、在线招聘、人力资源管理软件、人力资源咨询服务赛道分布占比分别为 9.3%、5.9%、4.4%、9.6%。前 50 人服企业中，超 7 成处于广义灵活用工赛道，可见灵活用工市场较为广阔。

图 15：2022 年全球上市人服企业细分领域分布（%）图 16：2021 年 HRoot 全球人服 50 强企业赛道分布



资料来源：HRflag 《2023 全球上市人力资源服务企业市值研究》，东莞证券研究所

资料来源：HRoot 《2022 HRoot 全球人力资源服务机构 50 强榜单与白皮书》，东莞证券研究所

我国人力资源行业发展落后于欧美发达国家，仍处于发展阶段，灵活用工等人力资源服务市场空间广阔。我国人力资源服务行业起始于上世纪八十年代，随着改革开放逐步打破统包统配的就业模式，人力资源服务进入摸索起步阶段。

起步阶段：受外资企业进入国内需要，我国出台了相关规定，设立专门的第三方机构

为外资企业雇佣中国员工，催生了我国第一批国资人力资源服务企业，中智股份、北京人力、外服控股等均诞生于这一时期。

快速发展阶段：我国经济快速发展，带动民营经济、外资企业涌入市场，产生大量的就业服务需求。十四届三中全会首次明确劳动力市场概念，1994年中央下发《加快培育和发展我国人才市场》的意见，鼓励建立专业化、产业化人才市场中介组织。这一时期外资人力资源服务企业大量进入中国，同时科锐国际等民营人力资源服务企业出现。

规范发展阶段：该阶段我国人力资源服务市场逐渐得到政策及法律层面的规范发展。2003年12月，中央召开首次人才工作会议，提出《关于进一步加强人才工作的决定》，全面部署实施人才强国战略，2007年8月《中华人民共和国就业促进法》的出台，在法律层面明确人力资源市场概念，2010年的《中长期人才发展规划纲要（2010-2020）》提出要大力发展人才服务业，人力资源服务行业得到了政策及法律层面上的成体系的规范和支持。

创新发展阶段：2012年后，我国人力资源服务行业进入了创新发展阶段，人力资源与资本逐渐融合，企业逐渐认识到人力资本的重要性。2020年新冠疫情爆发后，国务院办公厅发布《关于支持多渠道灵活就业的意见》，把灵活就业作为疫情期间稳就业和保就业的重要举措，灵活用工逐渐成为人力资源服务企业新的增长点。

整体来看，我国人力资源服务行业发展的时间相对海外较短，人才市场等传统人力资源服务机构在我国就业市场仍占有较大比重。预计随着经济的发展，人力资源服务将逐渐渗透到更多企业。同时，受疫情影响，灵活用工已迅速成为企业用工新选择，人力资源服务市场正处于快速增长阶段。

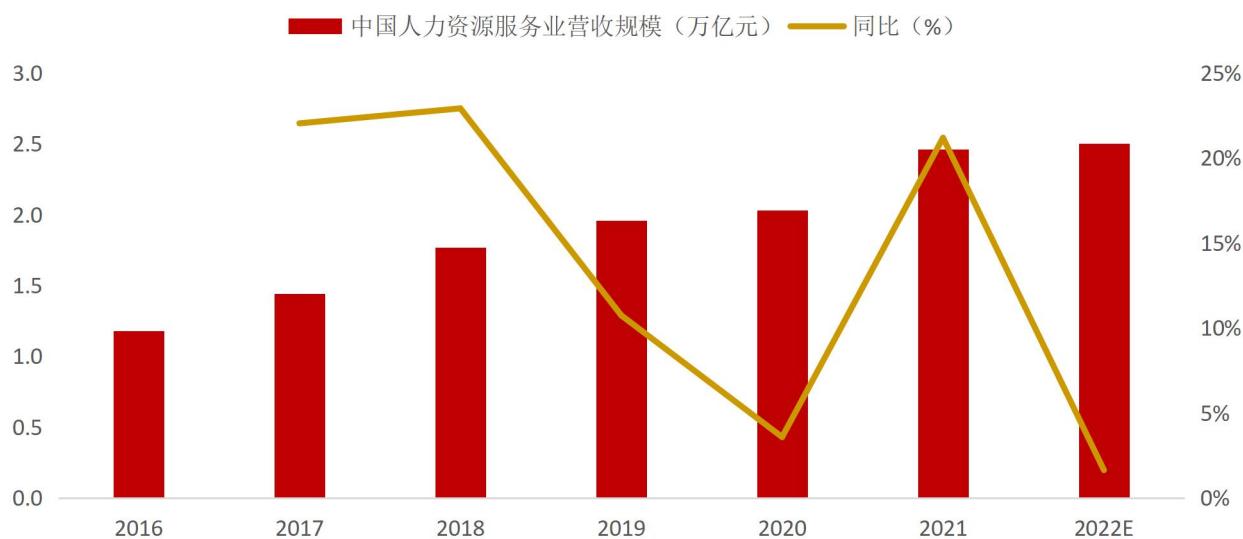
图 17：中国人力资源服务业发展历程



资料来源：中智股份招股书，科锐国际招股书，人社部，国务院，东莞证券研究所

市场规模持续增长，疫情致行业增速阶段性承压。疫情前人力资源服务市场保持较高增速。从2016年至2019年，中国人力资源服务业营收规模从1.18万亿元增长至1.96万亿元，年均复合增长率为18.43%。疫情期间开工减少，用工需求不确定性增长，疫情影响较为严重的2020年、2022年，市场同比增速分别为3.6%、1.63%，但同比仍保持正增长，主要系灵活用工需求增长。预计随着经济逐步复苏，人力资源服务业渗透率将继续提升，带动市场规模恢复较快增长。

图 18：中国人力资源服务业营收规模



资料来源：中智咨询《中国人服供需调查报告》，人社部《人力资源和社会保障事业发展统计公报》，东莞证券研究所

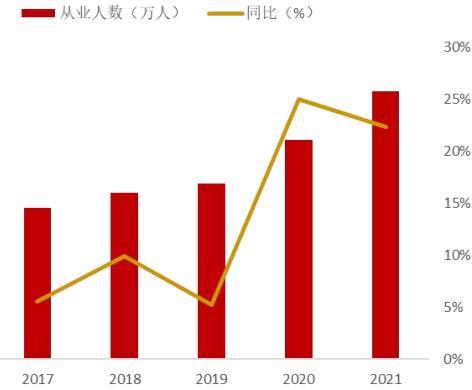
人力资源服务市场规模的持续增长吸引了更多企业入场，近年来人力资源服务企业及人员快速增加。2016年至2021年，中国人力资源服务机构数量从2.67万家增长至5.91

万家，年均复合增长率为 17.2%；人力资源服务业从业人员数量从 55.28 万人增长至 103.15 万人，年均复合增长率为 13.3%。2020 年、2021 年人力资源服务业从业人员数均保持较高增长，主要系疫情期间用工需求出现剧烈波动，导致大量失业人员转为灵活用工等形式。目前我国个人经营非全日制以及新就业形态等灵活就业规模达到 2 亿人，约占我国劳动力人口的四分之一。

图 19：中国人力资源服务机构数量（万家）及同比



图 20：中国人力资源服务从业人员规模（万人）及同比



资料来源：人社部 2017-2022 年度《人力资源和社会保障事业发展统计公报》，东莞证券研究所

人力资源具备顺周期属性，看好后疫情阶段景气度修复。人力资源服务业营收增速与 GDP 增速变化趋势高度趋同，人力资源服务业具有顺周期属性。疫情期间 GDP 增速放缓，但整体保持正增长。2023 年上半年国内经济复苏不及预期，企业开工放缓，导致人力资源服务市场增长承压，但我们预计随着下半年经济逐步复苏，人力资源服务市场将同步修复，仍看好后疫情阶段行业景气度提升。

图 21：人力资源表现出顺经济周期属性

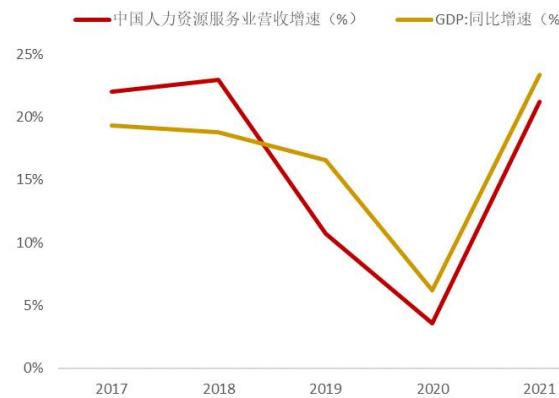
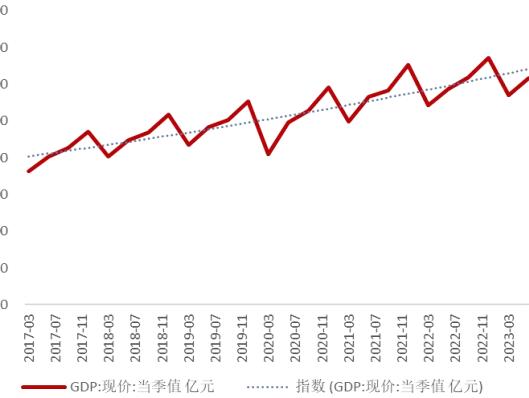


图 22：疫情期间经济增长

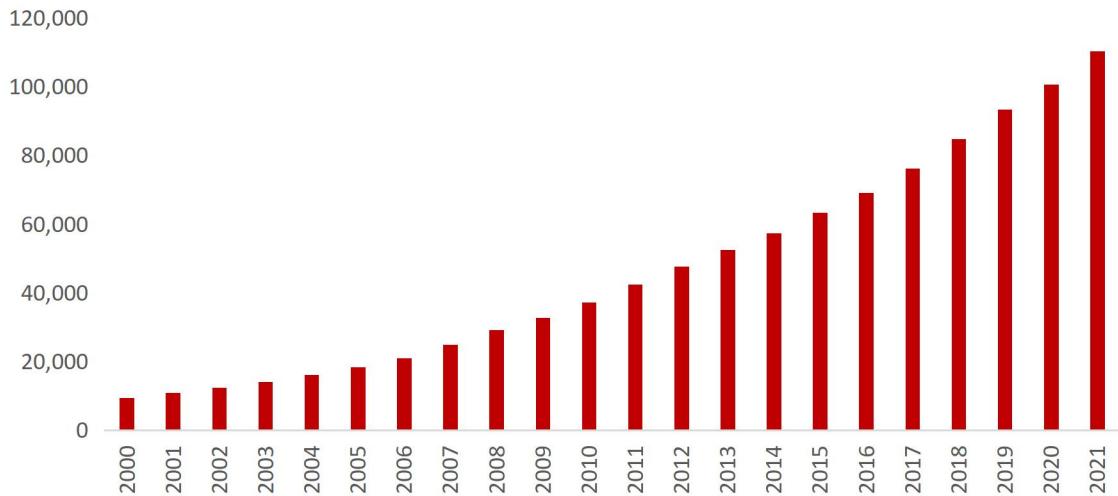


资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

企业用工成本上涨，人力资源服务助力企业降本增效。长期来看，企业用工成本持续上升。考虑到人口老龄化和经济发展进程，未来职工平均工资持续上涨是必然趋势。预计随着企业用工成本上升，降本需求将持续扩大，人力资源服务业降本增效作用将愈加得到重视。此外，随着经济的发展，政策法规对于企业运营的规范化要求将趋于严格，企业运营或将面临编制、工资总额、工资福利不平等等问题，进而提高公司运营的合规成本。专业化的人力资源服务有望逐渐参与到公司的运营层面，扩大业务面。

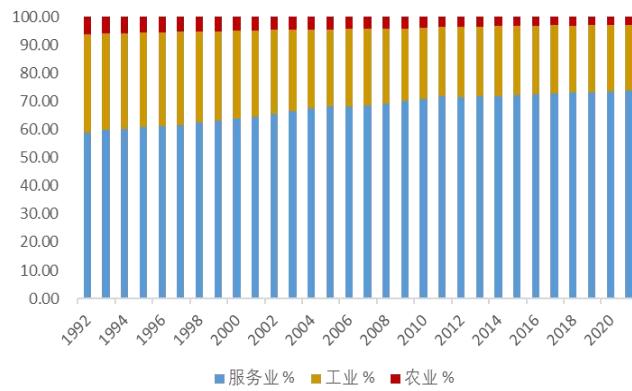
图 23：全国职工平均工资（元）



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

第三产业就业人员占比快速扩大, 催动人力资源服务市场快速发展。从产业就业结构来看, 第三产业占比提升或将推动我国人力资源服务市场需求提高。根据前程无忧报告, 2022 年以餐饮/酒店/旅游为首的传统服务业和文体/教育/传媒等第三产业人员离职率领先, 高科技、汽车等制造业产业离职率较高, 带动全行业平均离职率达到 17.9%。第二、第三产业人员流动性大, 灵活用工和人力资源外包渗透率高。参考日本和美国两大人力资源服务大国, 其产业结构均呈现服务业等第三产业占比高并不断扩大的趋势。随着城市化和自动化水平提高, 我国产业结构正向第二、第三产业过渡, 与美国、日本趋同, 预计产业结构变化将带动我国人力资源服务业渗透率提高。

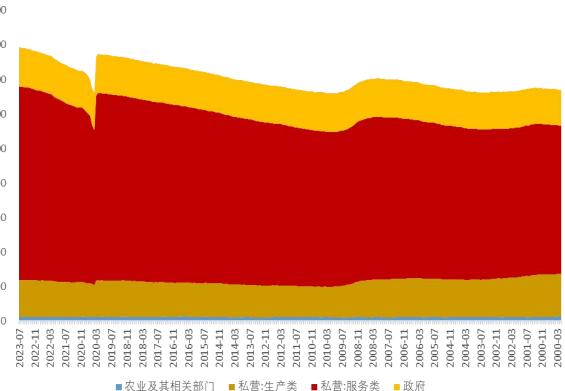
图 24: 日本第一、二、三产业就业人员数比重 (%)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

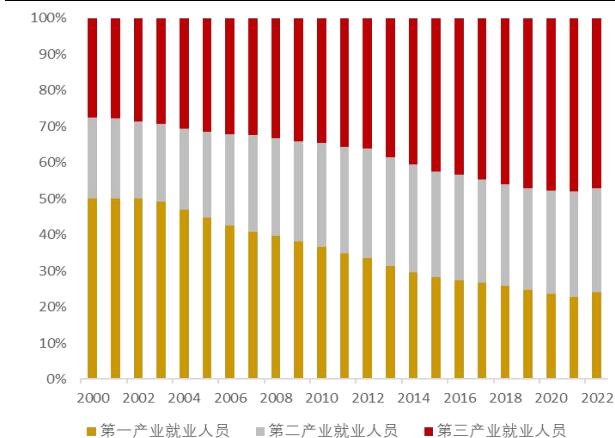
图 26: 中国第一、二、三产业就业人员数比重 (%)

图 25: 美国分部门就业人员 (万人)

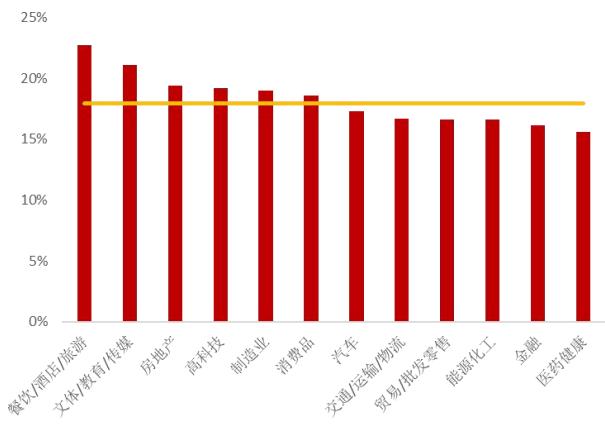


资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 27: 2022 年各行业离职率 (%)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所



资料来源: 前程无忧《2023 离职和薪酬调研报告》, 东莞证券研究所

3. 人力资源整体解决方案提供商, 深度挖掘垂类潜力

3.1 灵活用工业务驱动公司业绩增长

公司灵活用工业务快速增长。公司于 2006 年开始推进灵活用工模式在国内的实践, 提供从员工招聘、日常管理及劳动风险管理的一站式灵活用工服务方案, 目前已经成为众多 500 强、国内大型企业灵活用工服务的长期合作伙伴。近年来公司灵活用工业务快速增长, 截至 2023 年上半年末, 公司在册灵活用工岗位外包员工数达 32700 余人。公司 2022 年外包累计派出人数 36.9 万人次, 2018 年至 2022 年复合增长率为 35.96%, 2023 年上半年公司灵活用工业务累计派出近 204,400 人次, 预计 2023 年将保持较高增速。

图 28: 科锐国际在册灵活用工岗位外包员工

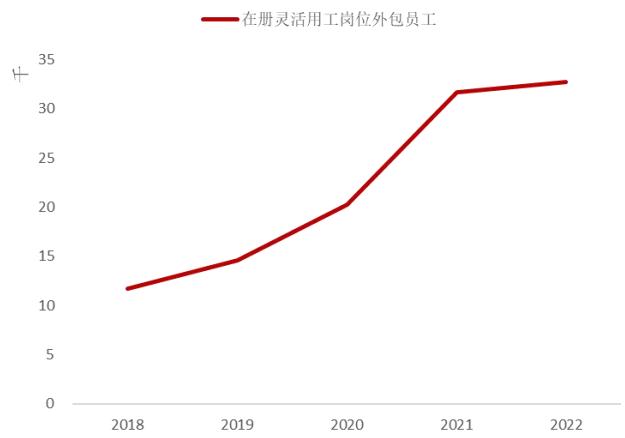
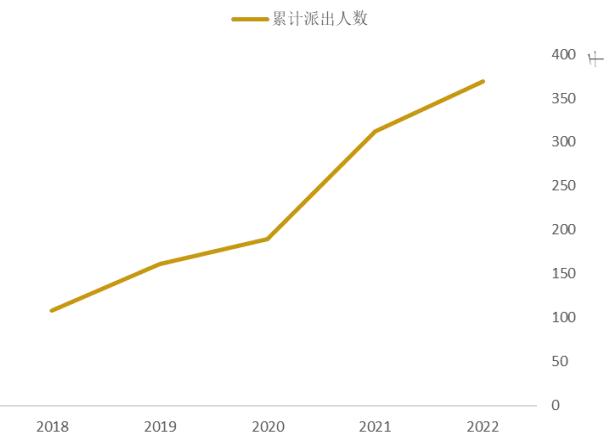


图 29: 科锐国际外包累计派出人数



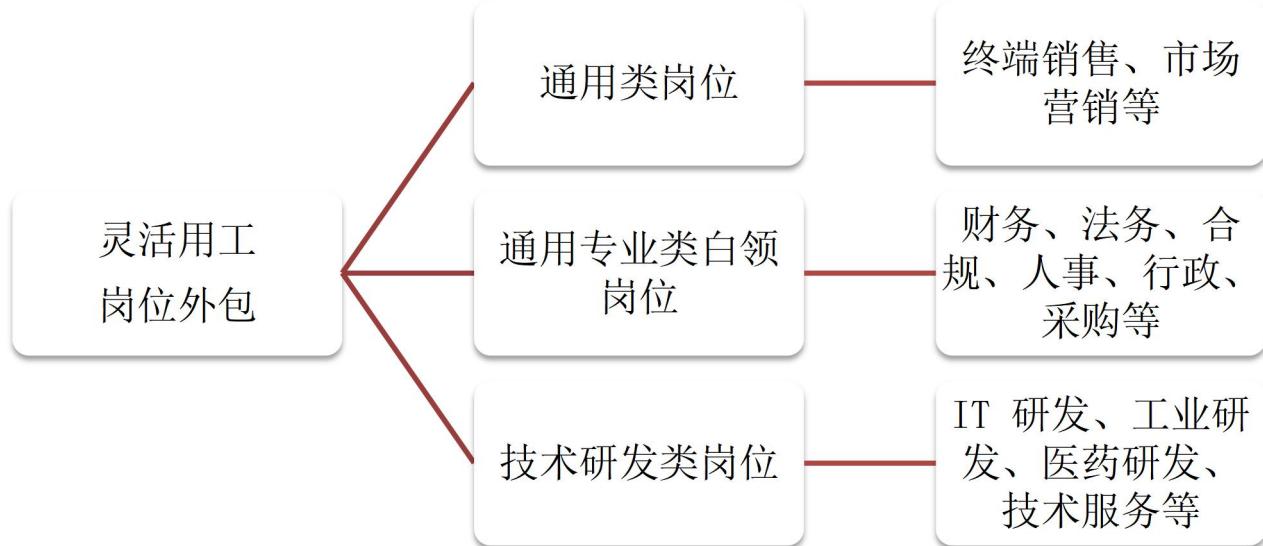
资料来源: 科锐国际 2018-2022 年财报, 东莞证券研究所

资料来源: 科锐国际 2018-2022 年财报, 东莞证券研究所

重点推进技术研发类岗位外包。公司灵活用工针对主要客户, 重点布局终端销售等通用类岗位、财务人事等通用专业类白领岗位和 IT 研发等技术研发类岗位。技术研发类岗位作为公司岗位外包业务的重点布局的方向, 截至 2023 年上半年在职人数占比为 57.73%, 灵活用工业务战略布局中目标岗位的拓展始终引领岗位外包

业务收入的持续增长。

图 30：科锐国际灵活用工岗位外包业务三大类岗位分布



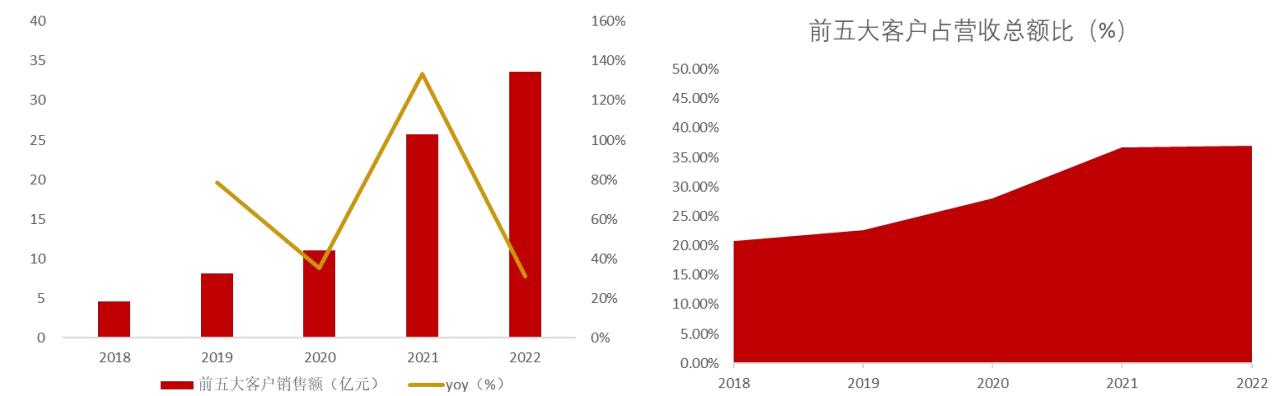
资料来源：公司 2022 年年报，东莞证券研究所

3.2 服务 BA 大客户为核心，深挖区域垂类赛道长尾用户

一体两翼提供人力资源整体解决方案。科锐国际以“一体两翼”为基本战略，在传统的中高端人才寻访、招聘流程外包、灵活用工等线下服务的基础上通过自主研发、投资、并购等方式推出“同道”系列垂直招聘平台、人力资源产业互联平台、人力资源管理 SaaS 平台等多个线上产品，线上产品与线下服务业务相融合，基于多产品和全服务来服务 KA 客户。近年来 KA 大客户已成为科锐国际业绩增长的主要驱动因素。2018 年至 2022 年，公司前五大客户销售额分别为 4.56 亿元、8.13 亿元、11.01 亿元、25.69 亿元、33.67 亿元，CAGR 为 49.19%。截至 2022 年，公司前五大客户销售额占总营收比重达 37.04%，较 2018 年提高了 16.3 个百分点。

图 31：科锐国际 2018-2022 年前五大客户销售额

图 32：科锐国际 2018-2022 年前五大客户营收占比

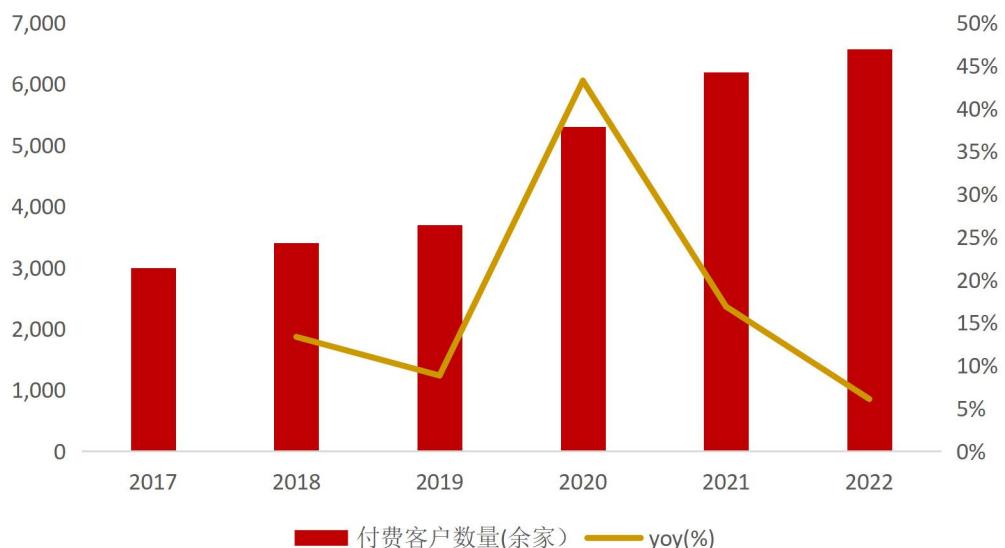


资料来源: iFind, 东莞证券研究所

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

前店后厂运营模式吸引客户持续增长。公司采用前店后厂的运营模式为客户提供更优质服务。通过区域性顾问服务 KA 大客户，后台坚持“千人千岗”和产业互联平台为客户精准筛选匹配人员。截至 2022 年公司付费客户数量超 6570 家，年均复合增长率为 16.97%。

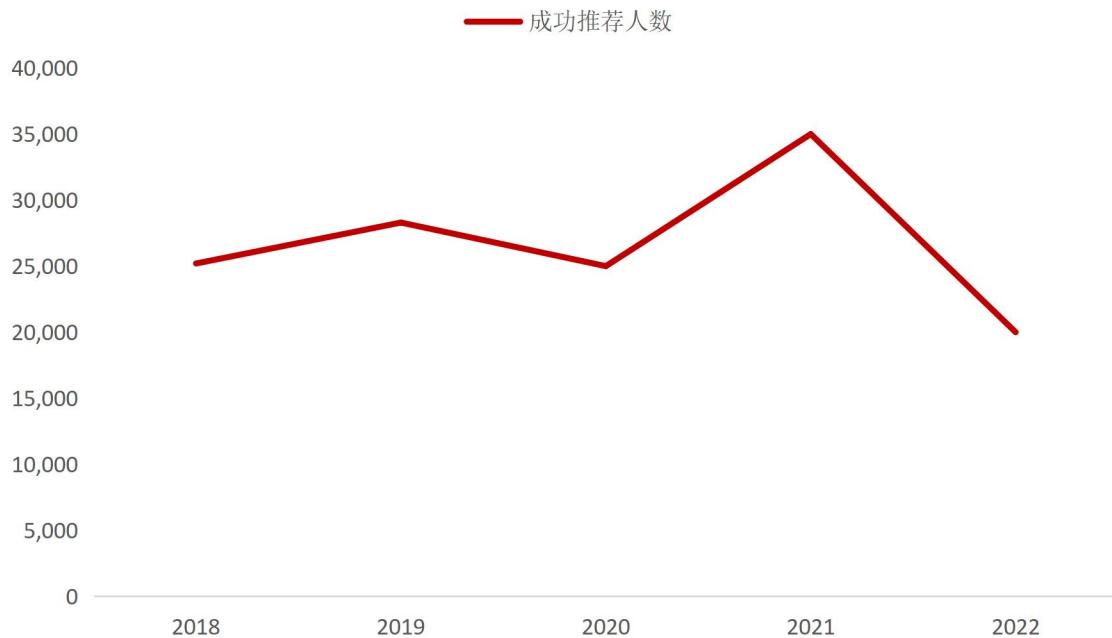
图 33: 科锐国际付费客户持续增长



资料来源: 科锐国际 2018-2022 年财报, 东莞证券研究所

猎头业务为基吸引客户，进而延伸服务维度。猎头业务是公司的敲门砖，通过帮客户公司招聘高管，进而实现服务维度的突破延伸，最终为公司提供整体人力资源解决方案。2022 年，在疫情大范围蔓延的情况下，公司成功推荐中高端管理人员和专业技术人员近两万人。

图 34: 科锐国际中高端管理人员和专业技术人员成功推荐人数



资料来源：科锐国际 2018-2022 年财报，东莞证券研究所

深挖垂类赛道，数字化平台快速发展。公司紧密围绕五大城市集群持续深耕，在深度服务大客户的基础上，通过技术平台与区域生态伙伴的配合，广泛链接目标商圈内“专精特新”及快速发展中企业，不断拓展垂直区域腰部客户，从而培养新的业绩增长点。与常见招聘平台不同，科锐国际针对垂类赛道打造“同道”系列垂直招聘平台，分别包括基于大健康领域的医脉同道、基于零售领域的零售同道和基于数字科技领域的数科同道。其中，医脉同道截止 2023 年上半年末，平台与私域活跃候选人 165 万余人，同比增长 94.12%；企业用户数超过 56,000 个，同比增长 169.40%；月活（MAU）达 75 万，同比增长 78.57%。

图 35：科锐国际打造垂直领域招聘平台

垂直领域招聘平台

精准高效聚集垂直领域优质候选人，高覆盖触达广，即时性强，提升企业招聘效率



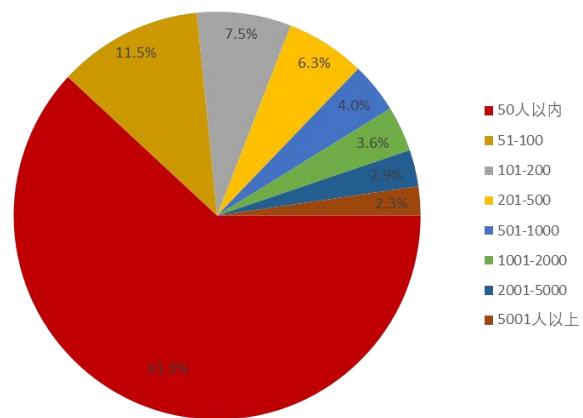
资料来源：科锐国际 2022 年财报，东莞证券研究所

人力资源服务行业竞争激烈但市场空间广阔，企业呈现地域性绑定。2020 年全国人力资源服务机构中，38.4% 的机构营收小于 300 万元，营收在 5000 万元以下的中小型机构占总数的 70.6%。从人员数量上看，61.9% 的人力资源服务机构人员数量在 50 人以内，而千人以上的人力资源服务机构占总机构数比重为 8.8%。地区中小型用工企业与当地人力资源服务企业合作，新签意愿不强，主要系切换成本高、竞争优势不显著及企业对人服效用了解不足。

图 36：2020 年人服机构营收分布情况



图 37：2020 年全国人服机构从业人员数量分布情况



资料来源：中智咨询、人社部《2021 中国人服供需调查报告》
资料来源：中智咨询、人社部《2021 中国人服供需调查报告》
东莞证券研究所

东莞证券研究所

产业互联平台合作当地人服企业发掘原本区域顾问难以触达的长尾客户，深度挖掘地区人服市场潜力。公司首创人力资源产业互联共享协作商业模式，推出国内领先的人力资源产业互联平台“禾蛙”。禾蛙通过输出技术、流程与管理经验吸引加盟商及众多生态伙伴，最终有望实现区域乃至全国的资源流通。产业互联平台打破了传统招聘的单点合作模式，通过猎企之间互相接发单实现自营+合作保障交付能力，使得公司能

以更低成本取得原本难以触达的长尾客户，进一步发掘区域人力资源服务市场潜力并提升单价。禾蛙生态正处于快速增长期，截止 2023 年上半年末，禾蛙生态累计活跃参与合作伙伴 8,300 余家，同比增长 253.27%；参与交付顾问 5,600 余人，同比增长 257.92%；运营招聘中高端岗位 40,700 余个，同比增长 294.96%；交付岗位 4,100 余个，同比增长 394.79%。

图 38：科锐国际产业互联平台禾蛙



对接商机 ,资源整合 | 多端互通 ,长期共赢

资料来源：公司 2023 年半年报，东莞证券研究所

4. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。科锐国际作为国内人力资源服务龙头，行业经验丰富、发展眼光独到，大力推进数字化转型，产业互联平台和垂类产品处于高速增长期。行业整体景气度向好的情况下，看好公司业绩保持较快增长，预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 1.33 元和 1.87 元，对应估值分别为 23.95 倍和 17.08 倍，维持对公司的“买入”评级。

表 3：公司盈利预测简表（2023/8/30）

| 科目 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 9092 | 10435 | 13268 | 17119 |
| 营业总成本 | 8713 | 10064 | 12732 | 16453 |
| 营业成本 | 8212 | 9536 | 12041 | 15552 |
| 营业税金及附加 | 44 | 52 | 54 | 70 |
| 销售费用 | 193 | 197 | 255 | 324 |
| 管理费用 | 223 | 229 | 318 | 421 |

| | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务费用 | (3) | (0) | 1 | 5 |
| 研发费用 | 43 | 51 | 62 | 80 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | (7) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 420 | 380 | 545 | 675 |
| 加: 营业外收入 | 58 | 30 | 30 | 30 |
| 减: 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 477 | 410 | 575 | 705 |
| 减: 所得税 | 110 | 94 | 132 | 162 |
| 净利润 | 367 | 316 | 443 | 543 |
| 减: 少数股东损益 | 76 | 54 | 75 | 76 |
| 归母公司所有者的净利润 | 291 | 262 | 368 | 467 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.48 | 1.33 | 1.87 | 2.37 |
| PE (倍) | 21.59 | 23.95 | 17.08 | 13.44 |

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

5. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险。** 人力资源服务行业具备顺周期属性, 宏观经济波动可能影响行业市场增速。
- (2) **就业结构变化不及预期。** 居民就业结构变动可能不及预期, 导致人力资源服务市场增长不及预期。
- (3) **大客户议价风险。** 公司对大客户较为依赖, 且大客户销售额贡献呈上升趋势, 可能导致公司议价能力下降, 降低毛利率。
- (4) **市场竞争加剧风险。** 人力资源服务行业门槛较低, 同类企业数量繁多, 公司面临着未来市场竞争可能加剧的风险。
- (5) **自然灾害风险。** 疫情等自然灾害可能影响企业正常用工, 导致用工需求暂时性下降。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |

| 行业投资评级 | |
|--------|-------------------------------|
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 | |
|--------------------|--|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn