

科锐国际（300662）

人力资源服务行业龙头，灵活用工市场前景广阔

买入（首次）

2023年03月23日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,010	9,093	12,669	16,834
同比	78%	30%	39%	33%
归属母公司净利润（百万元）	253	291	382	499
同比	36%	15%	31%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.28	1.48	1.94	2.53
P/E（现价&最新股本摊薄）	33.30	28.92	22.02	16.86

关键词：#稀缺资产

投资要点

■ **深耕行业 27 年，人力资源服务行业龙头：**科锐国际是我国人力资源服务行业的龙头公司，核心创始团队以猎头业务起家，后逐步拓展到招聘流程外包（RPO）和灵活用工业务，在整个人服行业有丰富的资源和经验积累，目前主要以灵活用工业务为主，自上市以来，营收利润保持高速增长态势，2022 年公司实现营业收入 91 亿元，同比+30%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比+15%。截至 2022 年 9 月末，在册外包员工 3.2 万人，2022 年 1-9 月累计派出外包员工 27 万人次。

■ **疫后复苏下企业重回扩张周期，灵活用工前景广阔：**随着企业经营规模的增长，为了保持稳定的经营效率，降低企业人员管理难度和管理成本，大部分成熟企业会选择将部分非核心业务外包，灵活用工需求在不同发展阶段普遍存在，尤其是在 IT 研发类，工厂流水线，财务法务行政人事等偏白领岗位等。根据人社部数据，2021 年我国人力资源服务行业规模达到 2.5 万亿元，同比+21%，根据艾瑞咨询统计，自 2019 年以来均保持在年增速 30%以上，此外人力资源服务行业有明显顺周期的特性，对标欧美的情况，我们也可以看到在疫后恢复中，企业重新进入扩张期，人力资源服务的的市场需求也会有明显反弹。

■ **公司先发优势明显，已经积累丰富的行业经验和资源，订单延续性较好：**人力资源服务行业虽然进入壁垒不高，但要成长为头部企业的难度较大，现有头部企业先发优势明显，科锐国际在上个世纪 90 年代就进入了该行业，熟悉本土市场，与大客户之间配合默契，在灵活用工领域已经形成了一套科学稳定高效的从接单到交付的运转机制，产品交付稳定，行业客户口碑较好，有稳定的大客户订单，2021 年第一大客户销售占比达到 24%，前五大客户销售额占比达到 37%。

■ **盈利预测与投资评级：**科锐国际是我国人力资源服务企业的龙头公司，在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源，在疫后经济回暖企业重回扩张周期的大背景下，我们预计公司业绩将保持高速增长，我们预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 2.9/3.8/5.0 亿元，同比增速分别为 15%/31%/31%，对应 2023-24 年 PE 分别为 22/17 倍，作为 A 股上市公司人力资源服务行业的优质民企，本身有一定标的稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动，经济景气度下降，人服行业竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.73
一年最低/最高价	29.75/55.44
市净率(倍)	3.85
流通 A 股市值(百万元)	8,394.69
总市值(百万元)	8,410.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.11
资产负债率(%，LF)	35.87
总股本(百万股)	196.84
流通 A 股(百万股)	196.46

相关研究

内容目录

1. A 股人力资源行业优质民营企业，灵活用工领域优势明显	5
1.1. 发展历程：以猎头招聘起家，后切入灵活用工领域深耕	5
1.2. 灵工贡献主要营收，全球化战略拓展海外市场	6
1.3. 管理人员经验丰富，激励机制实现利益高度绑定	7
2. 人服行业：典型的顺周期行业，灵活用工空间广阔	9
2.1. 人服行业：进入快速发展期，灵活用工保持高景气	9
2.2. 人服行业：景气度与经济周期强相关，静待疫后复苏	12
2.3. 灵活用工：企业规模扩张和转移风险的双重需求，驱动未来渗透率提升	12
2.3.1. 降本增效，转移风险，越来越多的企业选择将非核心业务外包	12
2.3.2. 我国灵活用工渗透率低于亚太和世界平均，未来提升空间大	15
2.4. 竞争格局：市场集中度低，头部公司壁垒高	15
2.4.1. 进入壁垒较低，竞争格局相对分散	15
2.4.2. 成为头部公司对行业经验和客户积累要求较高，先发优势明显	16
3. 深耕行业 27 年，公司业务交付能力强，行业口碑高	17
3.1. 深耕人服行业 27 年经验丰富，技术类灵工业务行业优势显著	17
3.2. 公司已经形成了一套从接单到交付的科学运转机制，保证高效稳定输出	19
3.2.1. “前店后厂”标准化服务，业务交付稳定	19
3.2.2. 大数据中台为标准化、专业化业务输出提供技术支撑	20
4. 公司客户资源丰富，订单延续性较好	21
4.1. 客户规模稳步增长，民营企业为公司主要客户	21
4.2. 聚焦 KA 大客户战略，订单延续性较好	22
5. 未来增量：数字化建设初见成效，海外业务增长空间大	23
5.1. 数字化建设初见成效，协同效应逐步显现	23
5.2. Investigo 高速发展，疫后恢复+东南亚互联网兴起有望带来发展机遇	25
6. 财务：灵工业务短期摊薄毛利率，控费能力优于同行	26
7. 盈利预测与投资评级	27
7.1. 盈利预测	27
7.2. 投资评级	28
8. 风险提示	29

图表目录

图 1: 科锐国际发展历程.....	6
图 2: 2016-2022 公司营业收入及增速情况	6
图 3: 2016-2022 公司归母净利润及增速情况	6
图 4: 公司按业务划分营收结构.....	7
图 5: 2021 年公司按地区划分营收结构.....	7
图 6: 公司股权结构图.....	7
图 7: 2015-2021 年我国三次产业就业人数占比	10
图 8: 2015-2021 年我国人力资源服务市场规模及增速	10
图 9: 2015-2021 年我国人服行业服务机构数量及增速	10
图 10: 2015-2021 年我国人服行业从业人员数量及增速	10
图 11: 2020 年全球人服市场份额占比情况.....	11
图 12: 2020 年我国人服市场份额占比情况.....	11
图 13: 2017-2024E 我国灵活用工与行业规模及增速对比情况.....	12
图 14: ADP 营业收入及 2019 年同比增速.....	12
图 15: Korn Ferry 营业收入及 2019 年同比增速.....	12
图 16: 公司在不同发展阶段对灵活用工的需求情况.....	13
图 17: 2021 年不同行业使用灵工程度对比.....	14
图 18: 2020 年不同行业使用灵工作业比例情况.....	14
图 19: 2021 年企业选择灵活用工的动机.....	14
图 20: 2019 年我国与世界可比国家的灵活用工渗透率情况.....	15
图 21: 2021 年全球前 8 大人服机构营业收入情况.....	16
图 22: 2020 年全球人服行业市场集中度情况.....	16
图 23: 2021 年我国前 10 大人服机构营业收入情况.....	16
图 24: 2019-2021 我国人服行业市场集中度情况	16
图 25: 2016-2021 公司在册外包业务派出员工数及增速	19
图 26: 2018-2021 公司累计派出灵活用工人次及增速	19
图 27: 公司数据中台与 AI 中台赋能标准化与专业化业务输出	20
图 28: 2017-2021 公司灵活用工人均创收及增速	21
图 29: 2017-2021 可比公司灵活用工人均创收对比情况	21
图 30: 公司服务客户中包括众多世界 500 强企业.....	21
图 31: 2016-2022H1 公司付费客户数量及增速	22
图 32: 2016-2022H1 公司按性质划分的客户结构	22
图 33: 2016-2021 公司前五大客户销售额及增速	22
图 34: 2016-2021 前五大与第一大客户销售额比重情	22
图 35: 2021 年可比公司前五大客户销售收入占比情况对比.....	23
图 36: 2016-2022Q1-Q3 公司研发投入金额及增速	23
图 37: 2016-2022Q1-Q3 公司研发投入占营收比重情况	23
图 38: 2016-2021 公司研发人员数量及增速	24
图 39: 2016-2021 公司研发人员比重情况	24
图 40: 公司线上四大数字化建设平台架构.....	24
图 41: 2021 年可比公司海外营收比重对比情况.....	25
图 42: 2016-2022H1 公司海外营收规模及增速	25

图 43:	2018-2022H1 子公司 Investigo 营收规模及增速	25
图 44:	2019-2025E 东南亚数字经济 GMV 及增速	26
图 45:	2017-2022H1 可比公司销售毛利率对比情况	26
图 46:	2017-2022H1 可比公司销售净利率对比情况	26
图 47:	2017-2022H1 公司按业务划分毛利结构	27
图 48:	2017-2022H1 公司按业务划分毛利率结构	27
图 49:	2017-2022H1 可比公司销售费用率情况对比	27
图 50:	2017-2022H1 可比公司管理费用率情况对比	27
表 1:	公司核心管理层简介.....	8
表 2:	授予限制性股票的激励安排.....	9
表 3:	客户不同需求阶段与人服行业提供相应服务情况.....	10
表 4:	企业运营时主要面临的风险.....	14
表 5:	我国人服机构入局的三个阶段.....	17
表 6:	我国前六大人服机构的业务营收占比及覆盖范围情况.....	17
表 7:	各人服公司进入灵工领域的时间及业务覆盖范围.....	18
表 8:	公司提供灵活用工的三种类别.....	19
表 9:	公司营业收入拆分.....	28
表 10:	可比公司估值.....	28

1. A股人力资源行业优质民营企业，灵活用工领域优势明显

民营人服企业 A 股第一股，深耕灵活用工、猎头和 RPO 三大业务。作为第一家于 A 股上市的人力资源服务民营机构，科锐国际专注于灵活用工、招聘流程外包（RPO）和中高端人才寻访（猎头）三大领域。公司以中高端人才寻访起家，历经 27 年发展，公司在海内外人服行业积累了丰富的丰富经验。2022 年公司实现营业收入 91 亿元，同比+30%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比+15%。2022 年 1-9 月公司累计为国内外客户提供中高端岗位招聘超过 1.56 万人，派出外包员工 27.04 万人次，服务收费客户 5730 家。

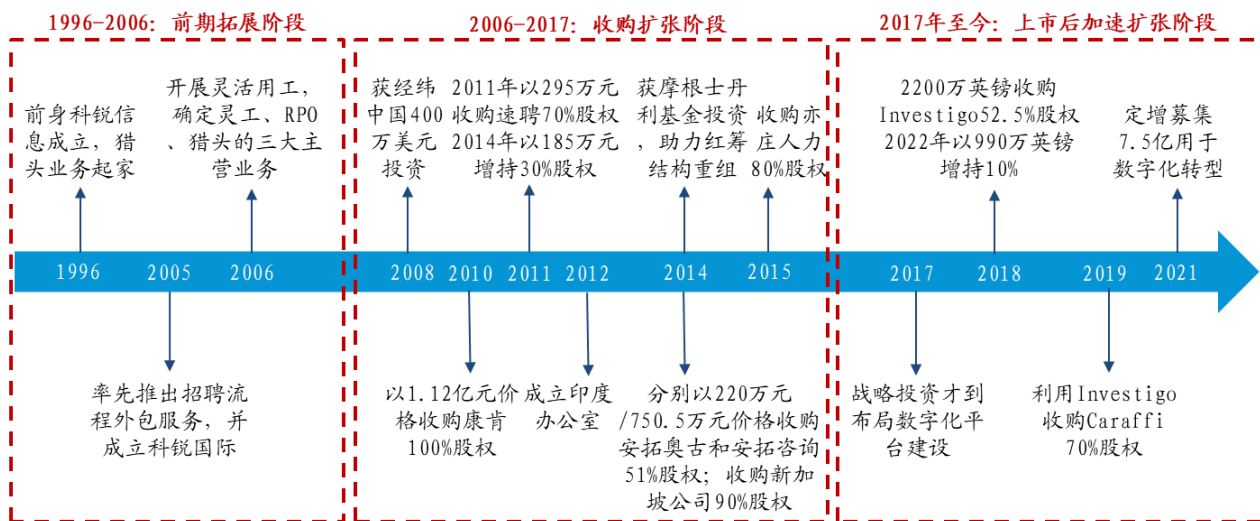
1.1. 发展历程：以猎头招聘起家，后切入灵活用工领域深耕

前期拓展阶段（1996-2006）：猎头业务起家，后聚集三大主营业务。公司前身是 1996 年成立的科锐信息咨询有限责任公司，主要从事中高端人才寻访业务，积淀了具有较高知名度的客户。2005 年，公司率先推出招聘流程外包服务，并成立科锐国际品牌。公司自 2006 年起开展灵活用工。

收购扩张阶段（2006-2017）：通过收购方式实现业务和区域双重扩张。公司于 2008 年和 2014 年获经纬中国和摩根士丹利投资，加速业务和区域的双重扩张。**在业务扩张方面**，公司于 2010 年收购康肯，拓展消费品领域灵工业务，2011 年收购速聘，开拓 IT 领域人资服务，2014 年收购安拓中国。**在区域扩张方面**，公司分别于 2012 年、2014 年和 2015 年成立印度办公室/收购 FOS Search/收购亦庄国际，强化东南亚布局，丰富海外大客户，巩固行业地位。

上市后加速扩张阶段（2017 年至今）：外延并购与数字化转型并进。2017 年公司于深交所上市，成为 A 股第一支人服行业股票。上市后一方面加快欧洲地区的外延并购，子公司科锐 HK AP 于 2018 年收购英国 Investigo 52.5% 股权，并于 2019 年收购英国人力咨询公司 Caraffi LTD，加速欧洲布局。另一方面则加快数字化进程，2017 年战略投资才到为拓展新技术服务打下基础，并于 2021 年定增募集 7.5 亿元资金用于数字化转型。

图1: 科锐国际发展历程

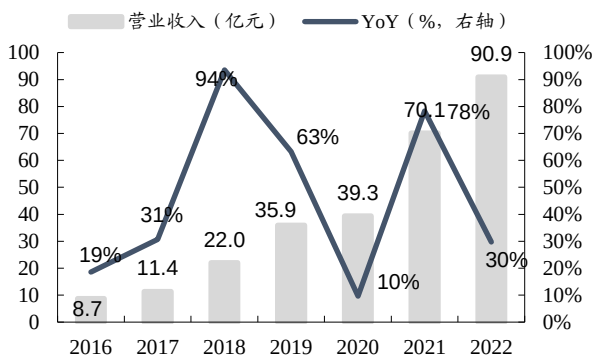


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 灵工贡献主要营收, 全球化战略拓展海外市场

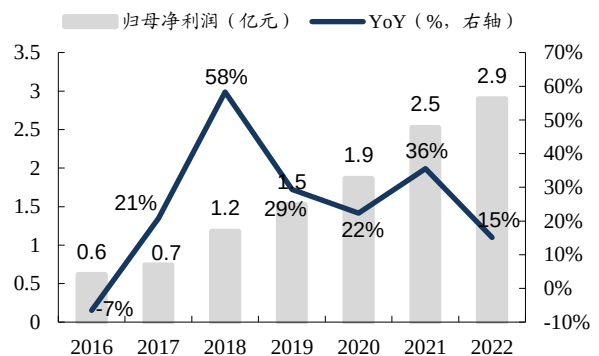
身处人力资源服务蓝海市场, 营业收入及归母净利润高速增长。公司专注于招聘与灵活用工领域, 以客户需求为中心进行产品升级与创新。自2016年起, 公司营业收入及归母净利润保持高速增长, 2022实现营收和归母净利润90.9亿元/2.9亿元, 同比增长30%/15%, 但仍保持稳健的增长态势, 静待疫后复苏。

图2: 2016-2022 公司营业收入及增速情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

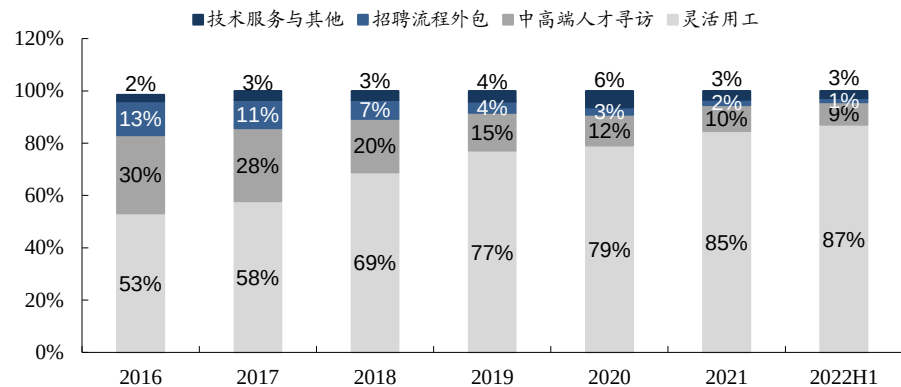
图3: 2016-2022 公司归母净利润及增速情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司业务主要包括灵活用工、招聘流程外包和中高端人才寻访三块, 灵活用工贡献主要营收。公司聚焦于招聘与灵活用工板块的三大主营业务, 并从2021年开始涉足技术服务领域。其中, 灵活用工为公司主要收入来源, 截至2022H1, 灵活用工贡献87%的营业收入。

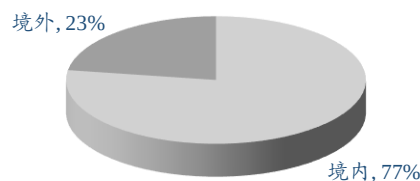
图4: 公司按业务划分营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积极拓展海外市场，国际化业务能力明显提高。公司实施全球化战略，积极通过收购并购方式拓展海外市场，国际化业务能力明显提高。近年收购 Aurex、Investigo、Caraffi LTD 等公司使境外营收占比提升显著，截至 2021 年底，境外业务贡献 23% 营收。

图5: 2021 年公司按地区划分营收结构

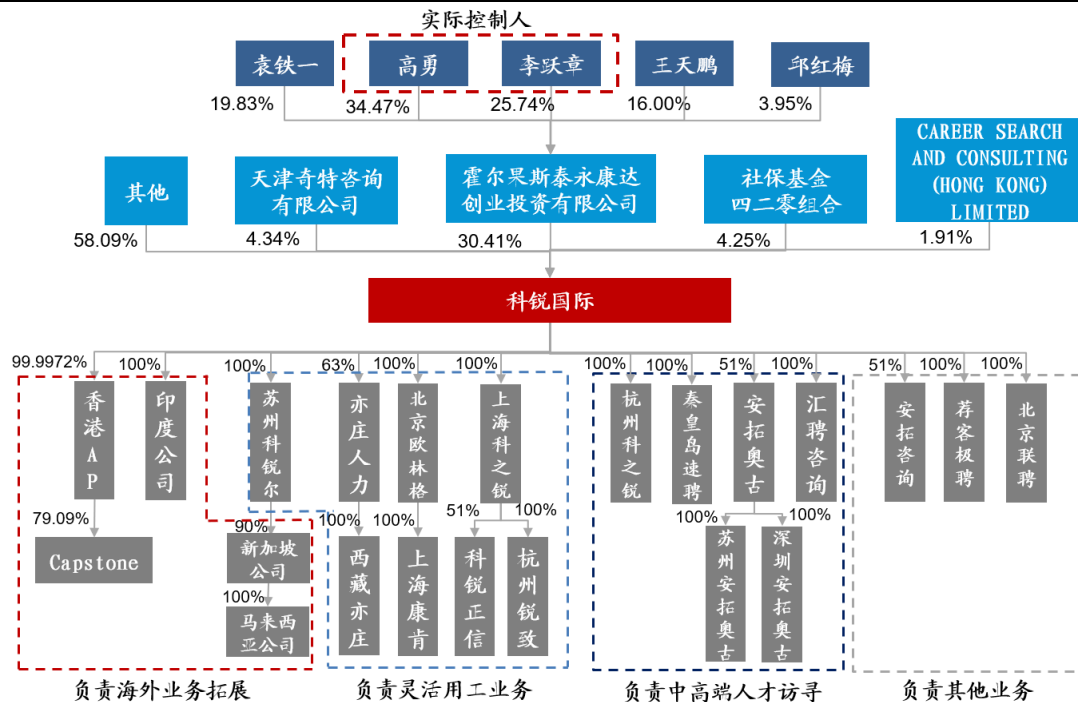


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 管理人员经验丰富，激励机制实现利益高度绑定

创始人团队合计持股。创始团队高入行主要以猎头业务起家，后逐步拓展到招聘和灵活用工领域。2020 年，泰永康达创业投资有限公司吸收合并公司母公司北京翼马后，公司股东泰永康达持有 30.41% 的股权，其背后股东主要是公司的创始团队，实际控制人高勇与李跃章间接持有公司 18.31% 的股权。

图6: 公司股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心管理人员稳定，具备丰富的行业经验。公司核心管理人员深耕人力资源服务行业多年，拥有多年的招聘流程外包、灵活用工、中高端人才寻访和技术创新业务经验，多数均自公司设立之初即加入科锐国际。公司近两年外部引入王震与周熙任职高管，为科锐国际的国际化战略与数字化转型，助力公司打造中国人力资源服务业全球化标杆。

表1：公司核心管理层简介

姓名	职位	年龄	任职日期	简介
高勇	董事长	48	1996年9月	毕业于北京外国语大学，拥有北京大学BIMBA学位。1996年9月创建科锐信息；2005年12月至2014年12月，任北京科锐国际人力资源股份有限公司董事、总经理；2013年9月至今任北京科锐国际人力资源股份有限公司董事长。
李跃章	副董事长、总经理	49	1996年9月	毕业于北京外国语大学，本科学历。自本公司成立之日起至今，一直担任本公司董事，自2015年1月起担任本公司副总经理，2018年1月起担任本公司副董事长，2020年10月起担任本公司总经理，拥有超过20年人力资源领域专业招聘与咨询经验。
王震	董事、副总经理	59	2020年11月	毕业于上海交通大学，硕士学历。曾先后于宝洁公司、百威啤酒、强生医疗器材、默沙东担任人力资源高管。2020年11月加入科锐国际任公司副总经理。
周熙	董事	48	2021年6月	毕业于上海交通大学，硕士学历。拥有高盛集团和摩根士丹利约18年的投行和私募工作经验，对全球人力资源服务业发展拥有超前的洞察力，并在投资科锐国际的8年以来致力于推动科锐国际的国际化与数字化转型，打造中国人力资源服务业全球化标杆。
段立新	副总经理	49	2003年1月	大学学历，2003年1月至2005年6月就职于北京科锐信息咨询(公司前身)任猎头顾问，2005年7月起于公司历任顾问、管理顾问、经理、总监、高级业务总监，2015年1月至2018年1月任公司监事会主席；自2018年1月起任公司副总经理。
曾诚	副总经理	44	2001年10月	硕士学历，2001年10月至2005年11月就职于北京科锐信息咨询(公司前身)任顾问、管理顾问；2005年12月至今历任公司管理顾

陈崧	董事会 秘书& 财务总监	51	2022 年 2 月	问、经理、总监、高级业务总监、监事；2018 年 1 月起至今任公司副总经理，负责全国招聘流程外包业务、中高端人才访寻业务及区域组中高端人才访寻业务。 大学学历，中级会计师,持有 ACCA 资格，于 1995 年 7 月至 2008 年 8 月，先后就职于日商岩井(北京)代表处；GE(中国)有限公司；日商岩井(北京)代表处；华尔街英语；普拉斯托(中国)有限公司；高德豪门(北京)北京有限公司；2008 年 9 月起就职于公司，现分管集团财务及信息披露，对外投资等业务。
尤婷婷	财务总监	39	2022 年 2 月	研究生学历，2007 年 9 月至 2011 年 6 月就职于普华永道会计师事务所北京分所担任高级审计师；2011 年 7 月加入公司，于公司历任财务主管，财务经理。
刘之	首席技术官	38	2022 年 2 月	本科学历，曾先后担任千橡集团技术总监，奇虎 360 技术总监，DaDa 英语 CTO，2014 年至 2018 年自主创办野狗科技(北京)有限公司，2018 年至 2021 年就职于阿里巴巴担任高级技术专家；2021 年 4 月加入公司，现任北京科锐国际人力资源股份有限公司首席技术官。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励实现利益高度绑定。公司上市后实施市场化管理，推出股权激励计划，管理层和核心人员的利益与公司高度绑定，充分合理地调动管理人员积极性。

表2：授予限制性股票的激励安排

解除限售期	业绩考核标准（两个条件之一）	激励安排
首次授予的限制性股票		
第一个解除限售期	条件一：以 2018 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 50% 条件二：以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 18%	59 名对象 228.7 万股
第二个解除限售期	条件一：以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 80% 条件二：以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 40%	
第三个解除限售期	条件一：以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 120% 条件二：以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%	
预留授予的限制性股票		
第一个解除限售期	条件一：以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 80% 条件二：以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 40%	31 名对象 56.9 万股
第二个解除限售期	条件一：以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 120% 条件二：以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

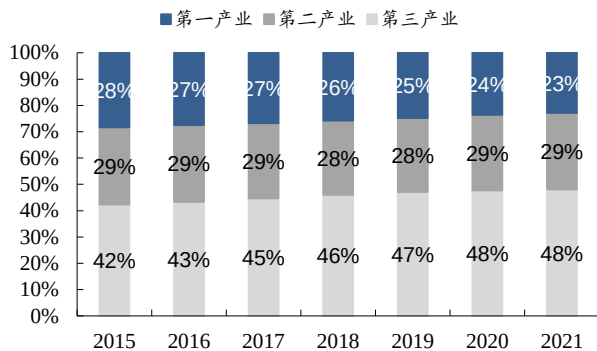
2. 人服行业：典型的顺周期行业，灵活用工空间广阔，

2.1. 人服行业：进入快速发展期，灵活用工保持高景气

我国人服行业疫情下仍保持稳健增长，2021 年行业规模为 2.5 万亿元，同比增长 21%。随着我国第三产业人员占比的不断提升，第三产业从业人员流动率高的特性为人力资源服务市场规模的扩大提供持续动力，疫情前人服行业规模达到 1.96 万亿元。2020 年受疫情冲击，人服市场规模增速下降明显，但仍维持稳健增长。2021 年，国内人服行业反弹强劲，市场规模为 2.5 万亿元，同比增长 21%，人服机构和从业人员分别达到 5.9

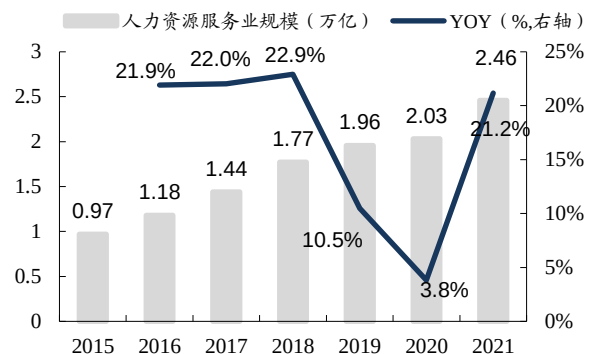
万家/103.2 万人。

图7：2015-2021 年我国三次产业就业人数占比



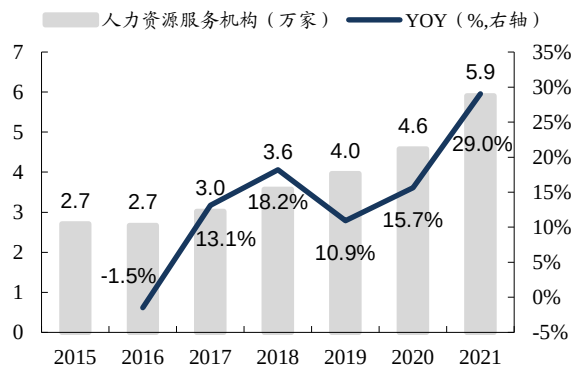
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图8：2015-2021 年我国人力资源服务市场规模及增速



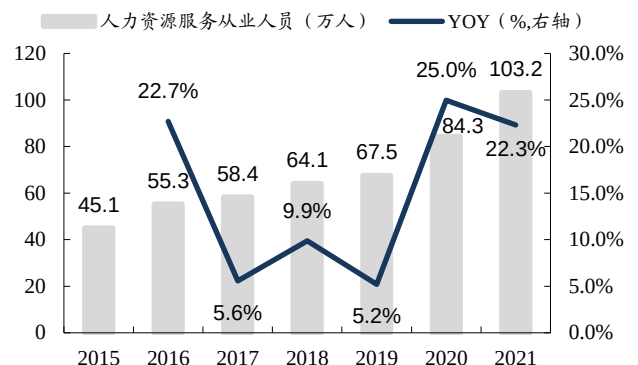
数据来源：人社部，东吴证券研究所

图9：2015-2021 年我国人服行业服务机构数量及增速



数据来源：人社部，东吴证券研究所

图10：2015-2021 年我国人服行业从业人员数量及增速



数据来源：人社部，东吴证券研究所

人力资源服务行业业务主要包括招聘，薪酬人事管理和业务外包等。目前，行业头部人服行业已具备提供全流程服务的能力以满足企业不同阶段的需求。人服行业提供业务覆盖三大阶段需求：（1）覆盖客户招聘阶段需求的招聘流程外包（RPO）、中高端人才寻访（猎头）服务；（2）覆盖客户业务外包阶段需求的广义灵活用工服务，（3）覆盖客户人力资源外包阶段需求的人事管理和薪酬福利管理服务。

表3：客户不同需求阶段与人服行业提供相应服务情况

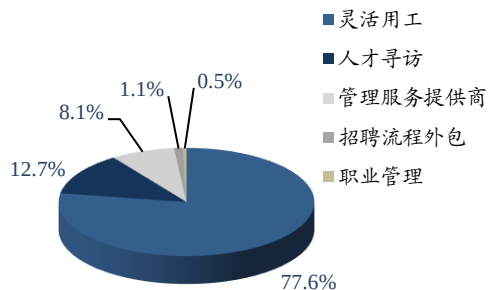
客户需求阶段	行业提供服务	客户需求与解决方案的匹配
招聘阶段	招聘流程外包（RPO）	客户需求： 将全部或部分招聘流程外包给人力资源服务机构来完成，包括从确定职位描述，到分析职位需求，筛选简历，人才测评，面试再到录用通知，直至候选人报到的所有环节 解决方案： 根据客户个性化需求提供“起点到终点”的一站式服务，根据服务的内容以及业务的完成情况进行结算
	中高端人才寻访	客户需求： 随着公司规模扩大，招聘中高端管理和技术人员的

业务外包阶段 (广义灵活用工)	业务外包	需求日益增加 解决方案: 为客户咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用 客户需求: 将非核心、不擅长业务, 重复性劳动岗位转出的需求 解决方案: 根据客户需求自行组织人员完成业务
	(狭义) 灵活用工	客户需求: 临时性、不定时性、个性化用工需求 解决方案: 通过分析企业通过用工平台灵活的发布任务, 个人通过用工平台灵活的承揽业务, 人服公司充当 B2B2C 的服务中介
人力资源外包阶段	人事管理	客户需求: 临时性、辅助性或替代性工作岗位要求的需求 解决方案: 通过劳务派遣、劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理、社保公积金代缴管理等服务以改善企业用工机制灵活性
	薪酬福利管理	客户需求: 在职员工相关福利管理外包需求 解决方案: 提供包括薪酬结算、福利关怀、健康管理等服务以提高员工满意度和雇主品牌形象

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

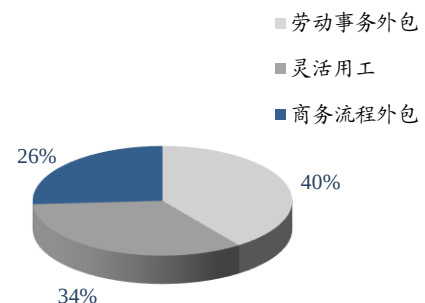
灵活用工服务崛起, 增长潜力逐渐凸显, 市场规模有望提升。从全球人服市场结构来看, 灵活用工占比最高, 2020 年数据显示超过 75%, 我国人服市场中劳动外包和灵活用工合计占比在 2020 年也达到了 74%。自 2018 年起, 我国灵活用工市场规模增速始终高于行业平均水平, 即使在 2020 年疫情冲击下仍有 35% 的增长, 增长潜力逐渐凸显, 未来有较大发展潜力。

图11: 2020 年全球人服市场份额占比情况



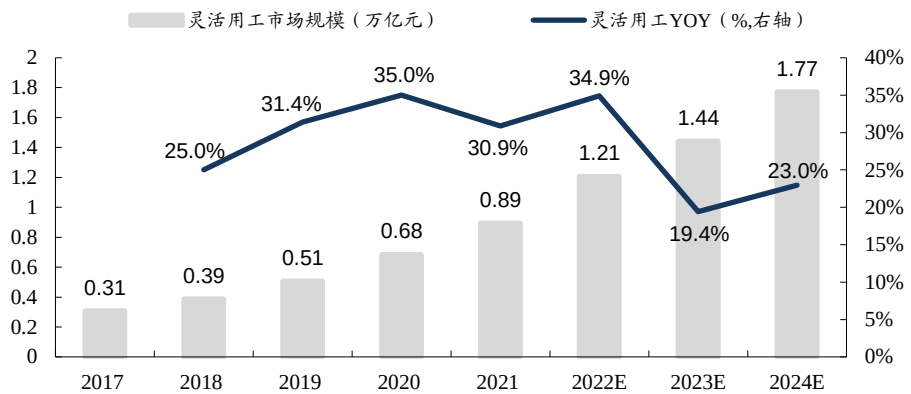
数据来源: WEC, 东吴证券研究所

图12: 2020 年我国人服市场份额占比情况



数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

图13: 2017-2024E 我国灵活用工与行业规模及增速对比情况

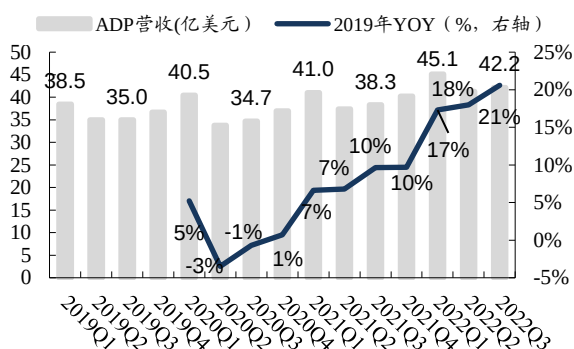


数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

2.2. 人服行业: 景气度与经济周期强相关, 静待疫后复苏

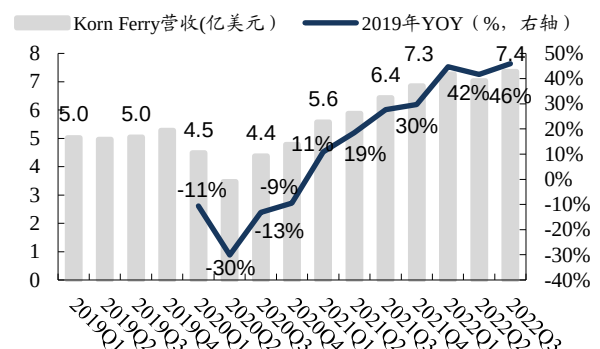
美国人服行业: 疫情后恢复弹性高, 2022年已恢复至2019年同期水平之上。以美国人服龙头ADP和Korn Ferry为例, 2020年受疫情冲击影响, 以疫情前2019年为基准的yoy均出现明显下滑, Korn Ferry下降幅度达到30%。随着美国经济2021年的逐渐复苏, 两家公司营收的2019年同比增速迅速回升, 基本都在2021Q1恢复到疫情前水平。2022年的营收规模基本超过疫情前水平, 呈现出较强的恢复弹性。我国疫情防控政策自2022年12月得到优化后, 经济活力和经济形势逐渐好转, 我们预计我国人服行业也将会出现高恢复弹性。

图14: ADP 营业收入及 2019 年同比增速



数据来源: ADP 公司公告, 东吴证券研究所

图15: Korn Ferry 营业收入及 2019 年同比增速



数据来源: Korn Ferry 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 灵活用工: 企业规模扩张和转移风险的双重需求, 驱动未来渗透率提升

2.3.1. 降本增效, 转移风险, 越来越多的企业选择将非核心业务外包

灵活用工需求在不同发展阶段普遍存在，处于扩张期和整合期的企业灵活用工需求最高。根据企业发展周期规律，企业的发展阶段可分为初创期、扩张期、成熟期和整合期，灵活用工需求普遍存在，为企业降本增效发挥重要作用。在规模效应与各项成本的权衡下，企业在不同阶段的灵工需求存在差异：

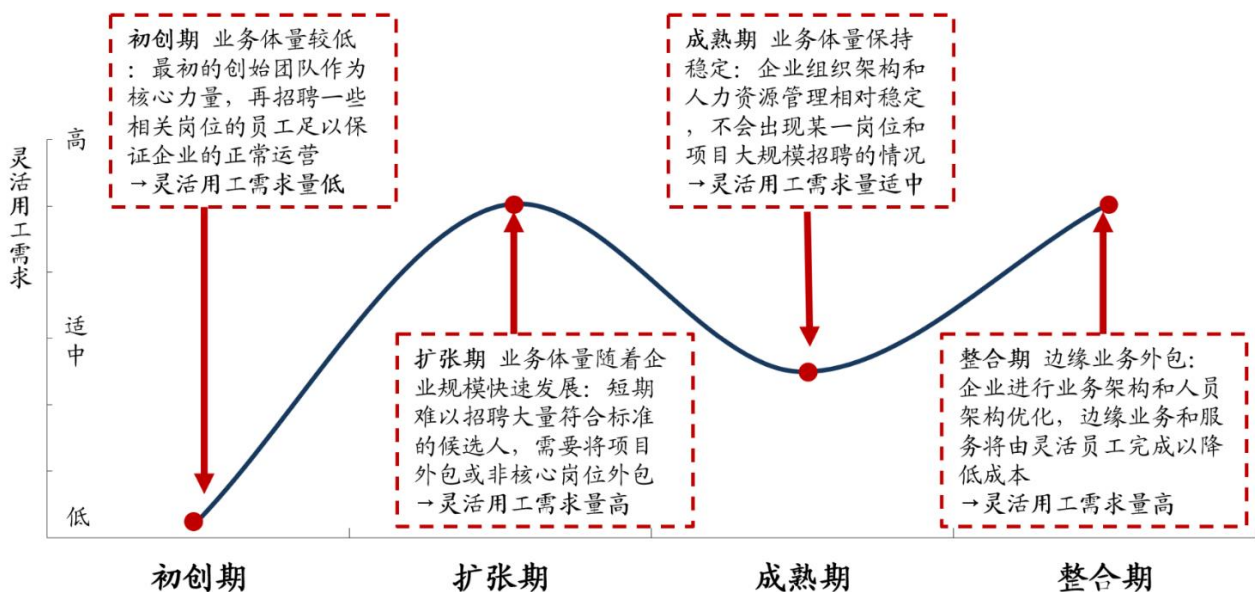
(1) 初创期：规模效应与管理成本均处于低位，灵工需求低。企业创始初期业务体量较低，规模效应尚未显现；较少的员工数量使得管理成本也处于低位，以创始团队为核心的运作模式足以保证企业的正常运营，灵工需求较低。

(2) 扩张期：规模效应开始彰显，人力资源成本迅速上升，灵工需求高。随着企业规模的快速扩张，快速发展的业务体量一方面带来了规模效应，另一方面也使创始团队难以保证企业的正常运营，需要招聘大量符合条件的候选人，人力资源成本迅速上升，业务外包的灵工需求较高

(3) 成熟期：规模效应与管理成本达到平衡，灵工需求适中。随着企业进入成熟期，业务体量将保持稳定，企业组织架构和人力资源管理框架趋于完善，达到规模效应与管理成本的平衡，灵工需求量适中。

(4) 整合期：管理成本指数上升，灵工需求高。随着企业市场占有率的提高，内部管理关系和人力关系冗杂，管理成本呈指数级上升，亟需外包边缘业务和服务以精简人员，实现业务和人员架构的优化，灵工需求高。

图16：公司在不同发展阶段对灵活用工的需求情况

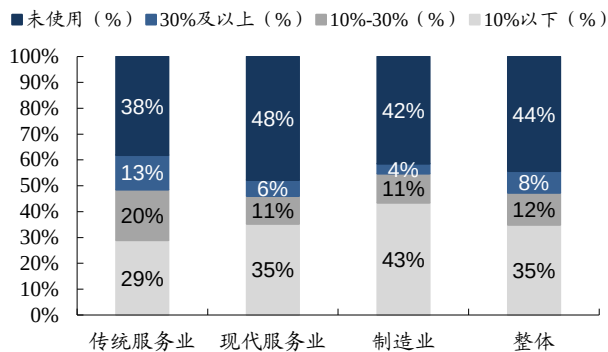


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

服务业灵工需求总体高于制造业，处于整合期的传统服务业和扩张期现代服务业灵工需求高。分三产业结构来看，2021年制造业使用灵工占比低于10%的企业数量占比为43%，高于所有产业的平均水平35%，也高于服务业的平均水平，制造业灵工需求总体

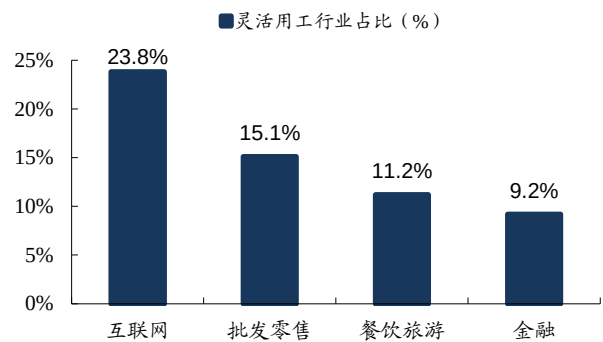
低于服务业。从服务业内部来看，传统服务业用工需求则高于现代服务业，2020 年数据显示处于整合期的传统服务业（批发零售、餐饮旅游）和处于扩张期的现代服务业（互联网、金融）灵活用工作业占比均在 9% 以上，处于行业前列。

图17：2021 年不同行业使用灵工程度对比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

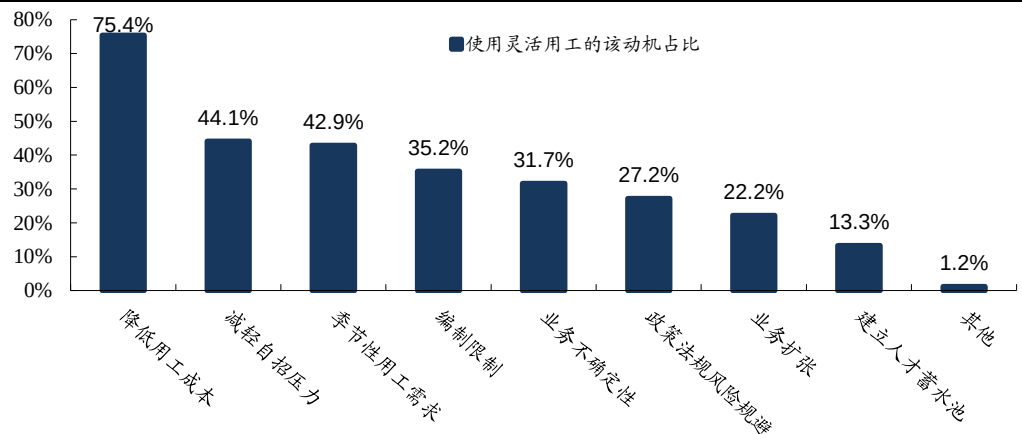
图18：2020 年不同行业使用灵工作业比例情况



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

除降本增效外，风险外部化需求是企业选择灵活用工的第二大动机。据《中国灵活用工发展报告（2021）》数据显示，除了长期降本增效的首要需求之外，风险外部化也是企业选择灵活用工的重要动机之一。对抗季节性用工需求风险、业务不确定性以及政策法规风险规避分别占 42.9%/31.7%/27.2%。

图19：2021 年企业选择灵活用工的动机



数据来源：《中国灵活用工发展报告（2021）》，东吴证券研究所

人力资源服务外包能够有效转移企业经营的非系统性风险。在企业运营过程中，主要面临以业务周期性波动和意外突发情况为首的系统性风险，以及包含日常管理风险、招聘风险、入职风险、离职风险等一系列非系统性风险。人服机构的介入能够将非系统性风险转移出企业，以更弹性的方式将灵活求职者与业务需求相匹配，以更专业的服务实现人力资源的高效管理，从而为风险收取一定服务费和风险溢价，实现双方互利共赢。

表4：企业运营时主要面临的风险

风险类型	具体风险	表现形式
------	------	------

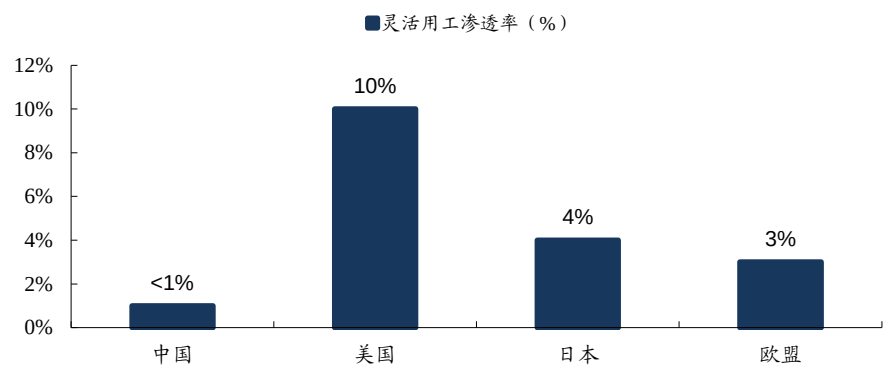
系统性风险	业务周期性波动	受经济景气程度、上下游景气程度影响较大
	意外和突发情况	宏观层面的黑天鹅事件，微观层面的员工工伤
	日常管理风险	女性员工“三期”、长期病假疗养
	招聘周期过长	招聘周期结束仍未招满临时性员工
非系统性风险	招聘质量无保障	尽职调查、入职体检等缺失，无法规避相关风险
	人岗不匹配	人资部门的专业性问题为企业带来沉没成本，或无法满足企业的标准要求
	激励风险	外包员工缺乏激励和认同感，导致工作效率低
	离职风险	离职手续、辞退补偿、相关诉讼

数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

2.3.2. 我国灵活用工渗透率低于亚太和世界平均，未来提升空间大

我国人力资源服务业的全面发展始于 1992 年，并于 2013 年后在相关政策引领下实现跨越发展，目前处于快速成长阶段。然而，相较美国人服行业于上世纪 70-80 年代快速发展，日本于 2000-2010 年的黄金发展时期，我国起步相对较晚。2019 年，我国灵活用工渗透率不足 1%，低于日本 4% 的水平，也远低于美国的 10%。随着企业规模扩大，处于扩张期和整合期的企业降低人力成本以及转移风险的双重需求驱动下，未来我国人服行业渗透率提升空间较大。

图20：2019 年我国与世界可比国家的灵活用工渗透率情况



数据来源：CIC，东吴证券研究所；注：渗透率的计算方式为灵活用工数量/所有员工

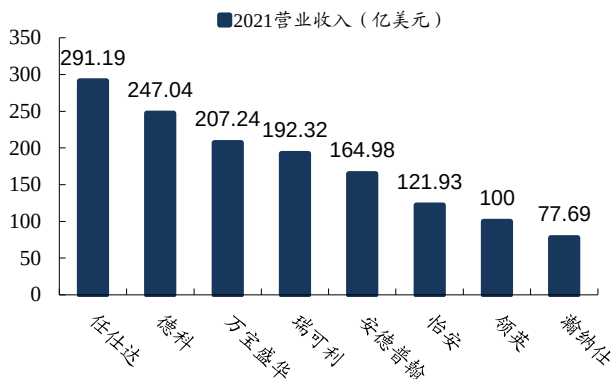
2.4. 竞争格局：市场集中度低，头部公司壁垒高

2.4.1. 进入壁垒较低，竞争格局相对分散

人服行业进入壁垒低，竞争格局分散。由于人力资源服务入行技术门槛较低，且地域性和服务行业异质性较强，因此吸引了众多参与者的进入，行业公司以小规模经营为主。即使是发展较为成熟的全球人服行业也体现出较低的市场集中度，头部公司营收差

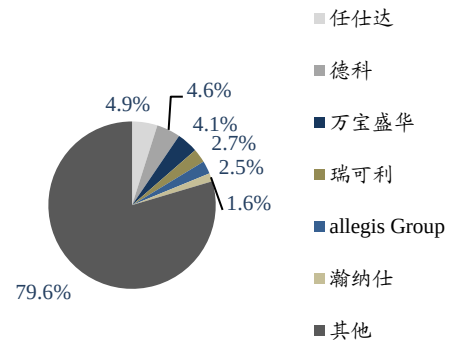
距较小。2020 年全球 CR3 和 CR5 分别为 13.6%/18.8%，竞争格局分散。

图21: 2021 年全球前 8 大人服机构营业收入情况



数据来源: Hroot, 东吴证券研究所

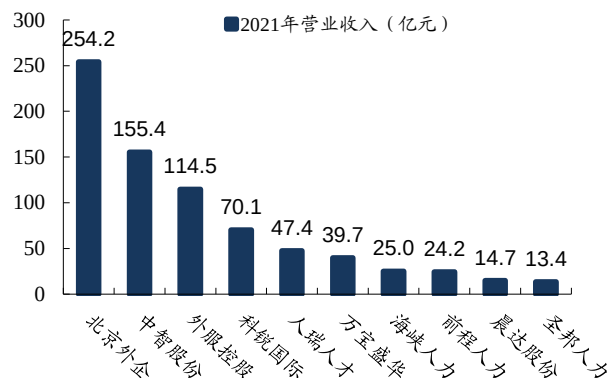
图22: 2020 年全球人服行业市场集中度情况



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

我国人服市场集中度低, 竞争格局有集中趋势。2021 年我国人服行业 CR3 和 CR5 分别为 2.13%/2.61%, 远低于全球 13.6%/18.8% 的水平, 未来有广阔的提升空间。同时, 我国人服市场表现出分散格局下的集中趋势, CR3 由 2019 年的 1.78% 提升至 2021 年的 2.13%, 未来随着头部公司业务范围的拓展和规模效应的显现, 市场集中度有望得到持续提升。

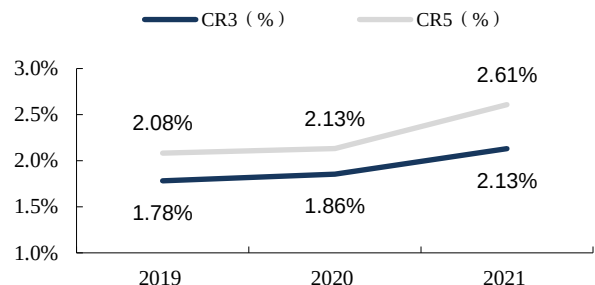
图23: 2021 年我国前 10 大人服机构营业收入情况



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

注: 万宝盛华的收入是大中华区收入

图24: 2019-2021 我国人服行业市场集中度情况



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

2.4.2. 成为头部公司对行业经验和客户积累要求较高, 先发优势明显

虽然人服行业进入壁垒低, 但成为头部企业的壁垒较高, 先发优势明显, 最终的行业头部企业大多都有丰富的经验积累, 稳定增长的大客户订单, 具备提供综合性服务的能力。

入行时间较早的公司普遍拥有先发优势。回顾我国人服行业发展历程, 人服机构主

要分为三个阶段入局。1) 20 世纪 80 年代: 国有企业入局, 在政策支持下获得客户来源, 较早探索人服业务模式, 积累丰富经验; 2) 20 世纪 90 年代: 随着政策放宽和市场化需要, 民营企业开始进入人服行业, 逐渐成为行业内的经营主体; 3) 2003 年后: 外资企业开始进入, 为国内人服行业带来国际化经验。其中, 1996 年入局的科锐国际凭借猎头业务积累的声誉和先发优势, 逐渐将业务拓展到 RPO 和灵活用工, 在海外扩张和数字化转型方面竞争力与可比公司相比较强, 市场化程度更高。

表5: 我国人服机构入局的三个阶段

类型	起步时间	代表企业	优势	劣势
国有企业	80 年代	北京外企、外服控股、中智股份	政策支持, 人事代理占据主要市场空间, 规模和品牌优势强	其他细分业务发展不足, 国际化水平不足
民营企业	90 年代	科锐国际、锐仕方达、猎聘网	熟悉本土市场, 商业模式创新	顾问单产水平较低, 国际化水平不足, 经营尚不规范
外资企业	2003 年	任仕达、外企德科	国际经验重组, 高端猎头业务发展, 人员素质高, 品牌优势明显	本地化程度不足, 难以快速适应市场变化

数据来源: 华经情报网, 中智股份招股说明书, 东吴证券研究所

提供综合性解决方案的能力日益成为行业竞争的关键。我国目前已初步形成人力资源服务全产业链格局, 能提供综合解决方案的业内龙头企业优势明显, 在激烈的行业竞争中占据主导地位。对比我国营收规模前六大的人服机构, 前四大公司已将全产业链服务纳入到业务覆盖范围内, 而科锐国际除了聚焦招聘及灵活用工领域和业务外包之外, 还通过 HR SaaS 覆盖了人事管理和薪酬管理部分, 且 2021 年技术服务营收占比达到 0.32%, 作为公司未来增长的第二增长曲线, 还有较大的发展潜力。未来在数字化转型的趋势下, 行业内龙头公司线上线下业务打通, 提升综合性解决方案能力。

表6: 我国前六大入服机构的业务营收占比及覆盖范围情况

业务类型	北京外企	中智股份	外服控股	科锐国际	人瑞人才	万宝盛华
招聘及灵活用工	4.55%	11.41%	5.62%	96.65%	92.94%	99.42%
人事管理	5.22%	8.56%	10.12%	-	-	-
薪酬管理	3.90%	8.97%	13.03%	-	-	-
业务外包	86.33%	68.32%	69.76%	-	-	-
其他: 技术服务等	1.00%	2.74%	1.48%	0.32%	0.81%	0.58%
2021 年营收(亿元)	254.2	155.4	114.5	70.1	47.4	39.7

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所, 以上数据为 2021 年年报数据

3. 深耕行业 27 年, 公司业务交付能力强, 行业口碑高

3.1. 深耕人服行业 27 年经验丰富, 技术类灵工业务行业优势显著

凭借猎头业务积累突出的招聘能力, 成为国内第一家涉足招聘流程外包的公司。科锐国际在 90 年代国内人服行业起步期入局, 以中高端人才访寻业务起家, 积淀了丰富

的中高端客户资源和知名度。凭借猎头业务中积累的突出招聘能力，公司结合国外人服发展趋势，率先于国内推出招聘流程业务（RPO），并创新性地将 RPO 业务中“前店后厂”的运营经验运用至后续的灵活用工业务中，有效提升交付效率。

2006 年开展灵活用工业务，较早入局为规模扩张提供先发优势。在人服行业从专注垂直细分领域的业务模式转向整体解决方案的市场趋势下，公司于 2006 年将经营业务拓展到灵活用工业务，在国内属于第一批从事灵工业务的公司，积累了丰富和客户资源和工作运转经验，并成功转化成一套科学的内部机制，公司的灵工规模居于行业前列，2021 年营收规模为 59.3 亿元。目前，公司灵活用工业务已覆盖传统与新兴行业，包括消费品、高科技、医药、工业、汽车及配件、现代服务业、金融业、房地产等。

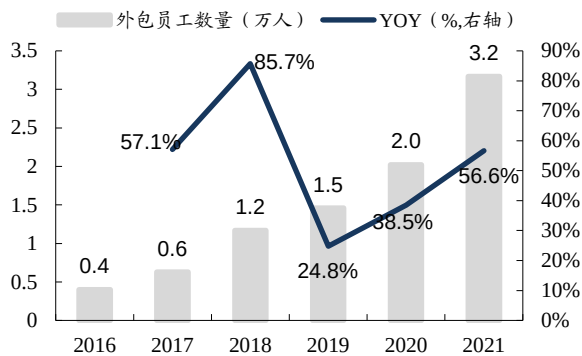
表7：各人服公司进入灵工领域的时间及业务覆盖范围

公司名称	进入灵工领域时间	2021 年灵工营收规模	覆盖行业与岗位
科锐国际	2006 年	59.3 亿元	①技术研发类岗：IT 研发、工业研发、医药研发、技术服务等； ②专业类白领岗：财务、法务、合规、人事、行政、采购等白领岗； ③通用类岗：终端销售、市场营销等。
万宝盛华	2008 年	36.9 亿元	销售及营销，信息技术，行政管理，商业、工程及制造，酒店，制药，会计及金融，材料及能源，培训及发展。
人瑞人才	2012 年	46.2 亿元	销售、技术、客服、运营、店员
北京外企	-	11.4 亿元	行政、前台、文秘、IT 运维、人力资源、财务、客服
外服控股	-	6.4 亿元	前台、IT、办公室行政、销售、财务

数据来源：各公司招股说明书，各公司年报，Hroot，东吴证券研究所

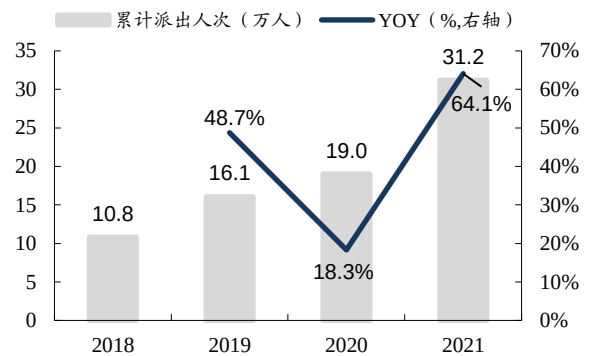
2021 年累计派出灵活用工人次 31.2 万人次，YOY+64.1%，规模优势提高匹配效率。在先发优势和经验积累下，公司人服业务的规模优势逐渐凸显。截至 2021 年末，公司在册外包业务派出员工数为 3.2 万人，同比增长 56.6%，2016-2021 年 CAGR+51.2%。其中，灵活用工增速尤为显著，2021 年累计派出灵活用工员工数量达到 31.2 万人次，同比增长 64.1%。

图25：2016-2021 公司在册外包业务派出员工数及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2018-2021 公司累计派出灵活用工人次及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 公司已经形成了一套从接单到交付的科学运转机制，保证高效稳定输出

3.2.1. “前店后厂” 标准化服务，业务交付稳定

公司针对不同类别岗位精准输出标准化和专业化业务。公司的灵活用工岗位主要分为三大类，第一类为 IT 研发、工业研发、医药研发、技术服务等技术研发类岗；第二类为财务、法务、合规、人事、行政、采购等专业类白领岗；第三类为销售、市场营销等通用类岗，公司目前重点布局的技术研发类岗位占比持续提升，截至 2022 年 Q3 末，三类岗位占比分别为 52.7%、38.4%、8.9%。公司实施“前店后厂”以提供标准化服务；专业类岗位对交付的专业性有较高要求，公司采用“千人千岗”提供专业化服务。

表8：公司提供灵活用工的三种类别

服务类别	提供岗位	2022Q3 末占比
技术研发类岗	IT 研发、工业研发、医药研发、技术服务等	52.7%
专业类白领岗	财务、法务、合规、人事、行政、采购等	38.4%
通用类岗	销售、市场营销等	8.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

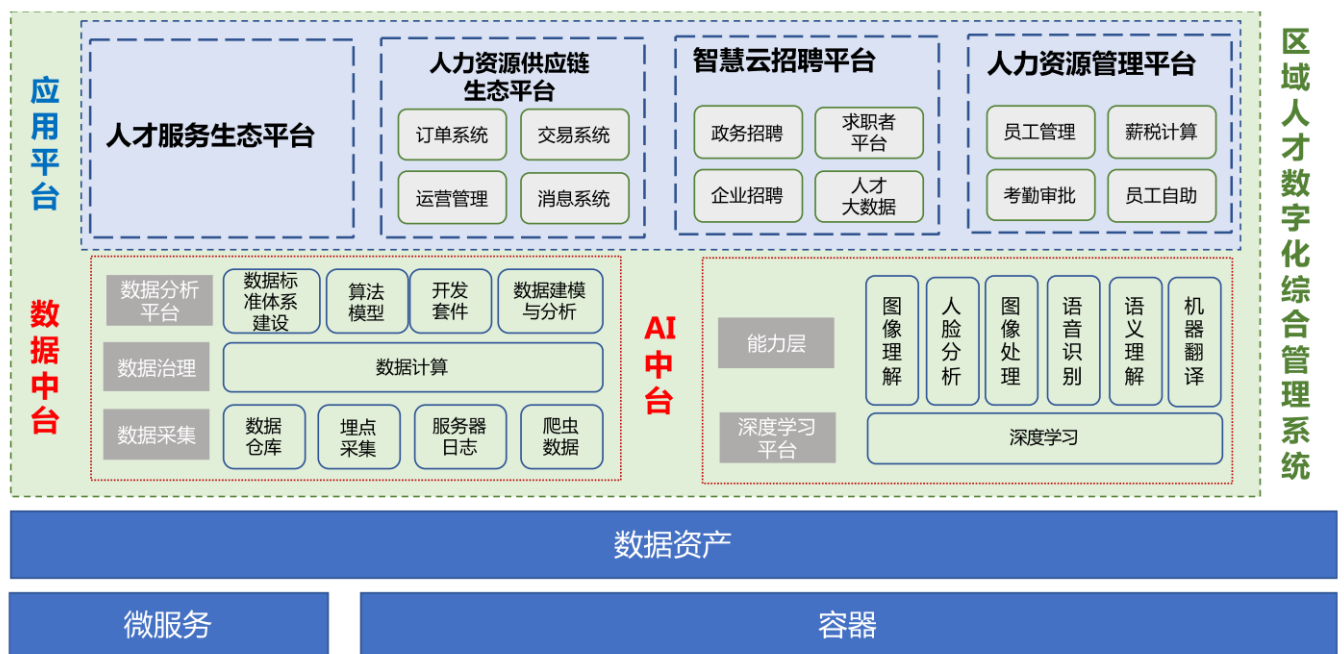
(1) 通用类和行政岗位：标准化业务输出。公司采用“前店后厂”模式以输出标准化业务，这来源于 RPO 业务中对“端对端”服务经验的独到见解。在“前店后厂”模式中，前台专注于客户需求并完成与客户的对接工作，而不参与需求的分析和实际招聘任务；后台利用资源和渠道优势分析需求，并落实招聘与人员安排，最终反馈给前台。这种明确的分工合作模式一方面能够有效分担前台人力资源部门的招聘压力，防止资源过度集中于前台，过分依赖于核心前台的客户资源，另一方面也能通过精细化分工实现业务的标准化输出。

(2) 专业类岗位：专业化业务输出。专业类岗位多以 IT、医药行业为主，客户对业务成果和派出人员专业性有较高的要求。公司在前台形成 300 余个利润中心的基础之上，后台则根据每个行业内细分的岗位运行，能够做到“千人千岗”，每一个岗位的需求都能得到充分分析。

3.2.2. 大数据中台为标准化、专业化业务输出提供技术支撑

数据中台与 AI 中台从技术上保证标准化与专业化程度。公司目前已构建数据中台与 AI 中台，为“前店后厂”的内部运行机制提供核心技术支撑。两大中台通过完善的生态模型，覆盖数据采集、数据治理和数据分析三大功能，并利用 AI 平台进行深度学习，完善候选人数据库资源，提高候选人周转率。

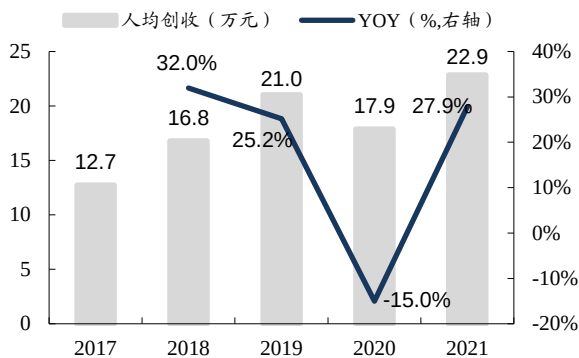
图27：公司数据中台与 AI 中台赋能标准化与专业化业务输出



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

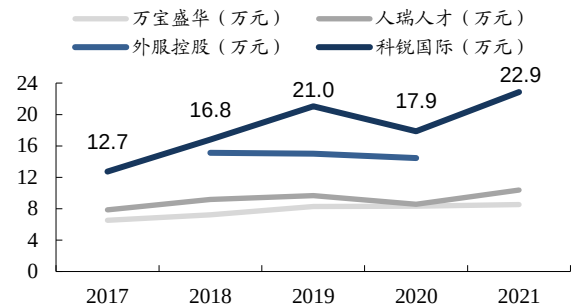
标准与专业化业务输出+数字化中台双轮驱动，助力运营效率提升。在数字化中台的技术支撑下，公司的标准化、专业化业务交付能力和运营效率提升明显。2017-2021 年灵活用工人均创收 CAGR+15.8%。2020 年受疫情冲击，人均创收受挫。得益于经济复苏与数字化转型的进一步推进，公司在 2021 年的人均创收达到 18.7 万元，同比增长 21.7%，复苏弹性高。从行业内对比看，科锐国际人均创收基本维持在可比公司前列。

图28: 2017-2021 公司灵活用工人均创收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 人均创收=灵工营收/[(期末在册灵工外包员工数量+期初在册灵工外包员工数量)/2]

图29: 2017-2021 可比公司灵活用工人均创收对比情况



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所; 注: 人均创收=灵工营收/[(期末在册灵工外包员工数量+期初在册灵工外包员工数量)/2]

4. 公司客户资源丰富, 订单延续性较好

4.1. 客户规模稳步增长, 民营企业为公司主要客户

公司与众多行业内的世界 500 强企业合作, 聚焦大健康和科技两大核心赛道。公司主要涉及高端灵活用工板块, 覆盖了传统行业和新兴行业内的世界 500 强企业, 基于企业的数字化转型、云计算、大数据等人服需求, 公司重点聚焦大健康、大工业、高科技赛道, 覆盖 20+细分行业和领域。

图30: 公司服务客户中包括众多世界 500 强企业

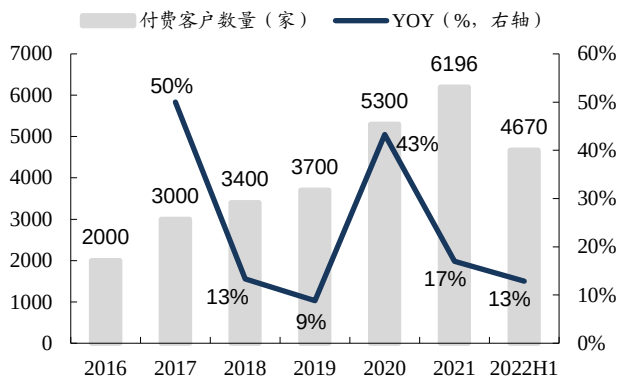


数据来源: 科锐招股说明书, 东吴证券研究所

客户规模稳步增长, 客户结构以民企为主, 国企与民企占比逐年攀升。公司高效的内部运行机制为客户提供了稳定的业务输出, 付费客户数量稳健增长。截至 2021 年, 公司共有付费客户 6196 家, 同比增长 17%。从客户结构看, 2019 年前公司的占比超过 50%的主要客户为外企, 近年随着民营经济的发展 and 国企改革的推进, 民企和国企占比

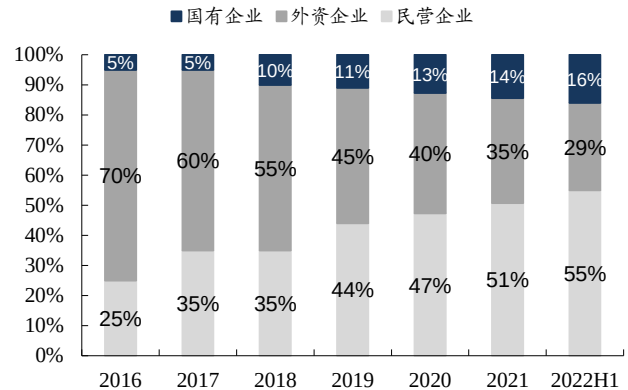
逐年攀升，民企逐渐成为客户主体。截至 2022H1，公司服务国企与民企占比达到 71%。

图31: 2016-2022H1 公司付费客户数量及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32: 2016-2022H1 公司按性质划分的客户结构



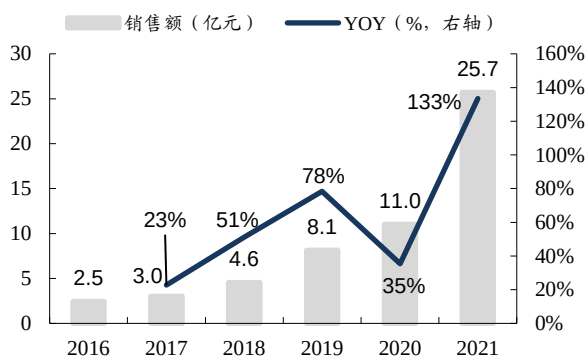
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 聚焦 KA 大客户战略，订单延续性较好

公司建立一对一的大客户管理团队，聚焦大客户战略。公司基于大客户战略专门设立了大客户管理团队。公司在每个产品线的 KA 均有指定负责人作为其唯一的沟通窗口进行对接，在服务好本产品线的基础上，能够逐步引入其他产品服务以提供整体化的人才配置方案，同时增加本公司在每个大客户的人才获取费用的份额，挖掘存量价值。

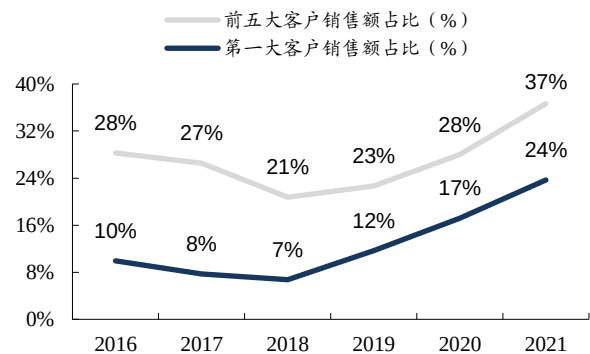
大客户管理团队建设成效显著，前五大客户销售额占比稳步提高，第一大客户优势明显。大客户管理团队挖掘存量价值成效显著，公司 2021 年实现前五大客户销售额 25.7 亿元，同比增速 133%，2016-2021 年 CAGR 达到 59.9%。从比重来看，前五大客户占比逐年提高，2021 年销售额占收入比重达到 37%。

图33: 2016-2021 公司前五大客户销售额及增速



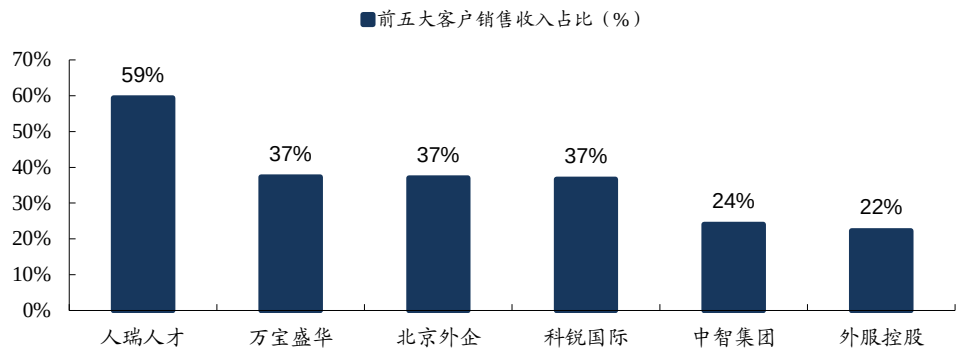
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34: 2016-2021 前五大与第一大客户销售额比重情



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：2021年可比公司前五大客户销售收入占比情况对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：万宝盛华为大中华区数据

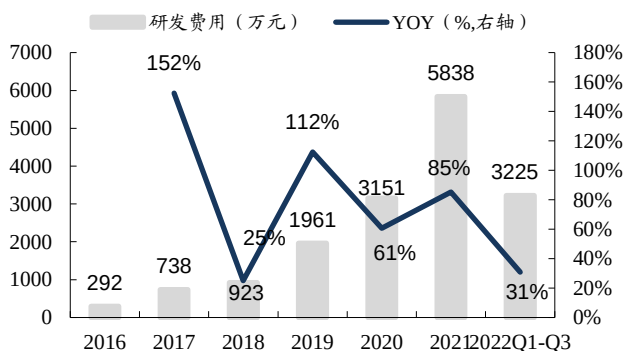
中高端客户粘性和复购率较高。科锐国际聚焦中高端 KA 客户，具备合作期限长、粘性强和复购率高三大特点，其中有 75% 为重复购买客户，大量客户的合作期限超过 10 年，长期稳定的优质客户资源一方面能为公司带来持续的营收，另一方面也能提供信用背书，利于公司触达同行业内新客户。

5. 未来增量：数字化建设初见成效，海外业务增长空间大

5.1. 数字化建设初见成效，协同效应逐步显现

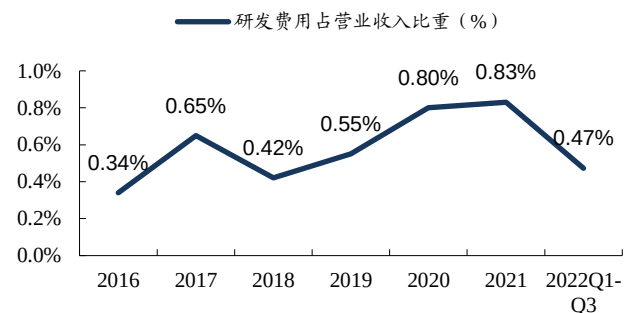
定增募集资金用于数字化建设，研发投入维持高增速。公司较早把握人服数字化的发展机遇，为促进新技术服务的发展，公司于 2021 年 8 月定增募集资金 7.48 亿元，为数字化平台建设提供资金支持。2021H1 开始，公司将技术服务单独列为主营业务之一，进一步突出数字化在公司战略中的重要性。2021 年公司全年技术投入超过 1.1 亿元，其中报表口径的研发费用 5838 万元，2022 年前三季度总体技术投入达到 1.15 亿元，2021 年末研发人员达到 339 人，占比达到 10.02%。

图36：2016-2022Q1-Q3 公司研发投入金额及增速



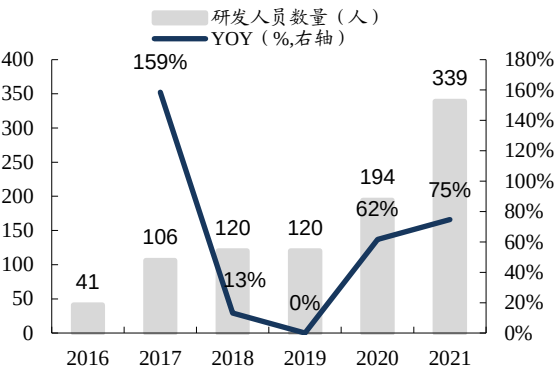
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37：2016-2022Q1-Q3 公司研发投入占营收比重情况



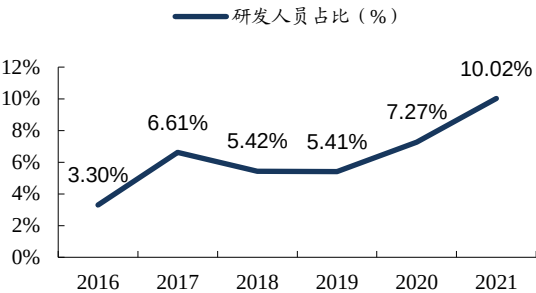
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：2016-2021 公司研发人员数量及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图39：2016-2021 公司研发人员比重情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

技术投入推动产品迭代，数字化建设四大平台触达不同客户。在研发资金的投入下，公司已经过数次产品迭代，形成“技术+服务+平台”的全产业链生态模式，赋能线下人服触达能力的提升。1)垂直招聘平台(医脉同道+零售同道+数科同道): 聚焦垂直赛道，以信息流为基础，交易流为目标，触达长尾用户；2)人力资源产业互联互通(禾蛙+禾蛙闪招+禾蛙盒子): 触达行业内冗余需求，作为独立的第三方做单协同平台，覆盖从高端人才招聘到蓝领用工的全方位人才资源，目前处于快速增长阶段；3)人力资源管理SaaS(才到云): 触达中小企业需求，并拓展公司的人事管理和薪酬管理业务；4)区域人才大脑: 触达下沉市场和区域政府，与区域政府达成战略合作，提供云就业平台。

数字化建设初见成效，为线下引流的协同效应明显。公司以及逐步实现线上线下打通，链接更广泛的长尾用户，截至 2022 年 6 月，公司通过线上平台链接客户 2 万余家，运营招聘岗位 7.6 万余个，链接生态合作伙伴 0.8 万余家。

图40：公司线上四大数字化建设平台架构

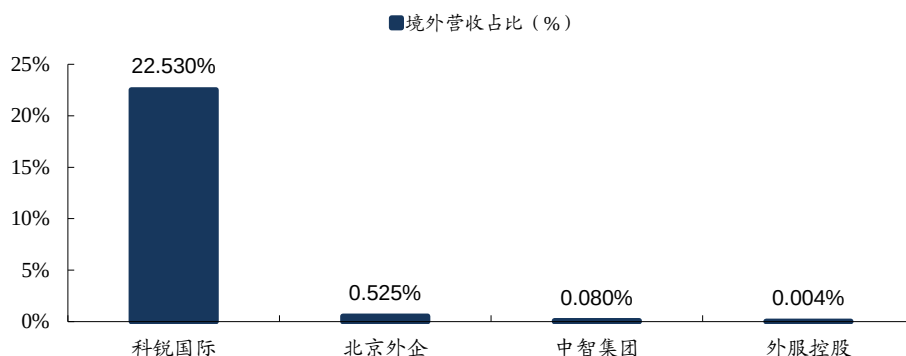
平台	垂直招聘平台			人力资源产业互联平台			人才大脑平台	
SaaS	人力云	人才云	干部云	招考云	招聘云	入职云	生态云	全员参与云
服务及解决方案	调研与咨询			人才招聘与配置			薪税服务	培训与发展
	HR管理咨询 招聘管理咨询 人才盘点与调研			招聘	中高端人才访寻 专场定制招聘 校园招聘		薪税咨询 薪酬外包 个税代理 社保人事代理	企业 企业培训 高校 产教融合 专业共建 在校生培训
				解决方案	招聘流程外包			个人 人才测评 生涯优势管理
				灵活用工	岗位外包 业务流程外包 离岸外包 智库专家 兼职			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. Investigo 高速发展，疫后恢复+东南亚互联网兴起有望带来发展机遇

积极通过设立子公司与收并购方式拓展海外市场，海外营收占比高。截至 2022 年 6 月，公司在中国香港地区及英国、美国、荷兰、澳大利亚、马来西亚、新加坡等多个国家设立 12 家分支机构，主要通过设立子公司和收并购方式扩张商业版图，目前业务覆盖战略咨询、猎头、RPO、灵活用工等多种类型。公司 2021 年境外营收占比为 22.53%。

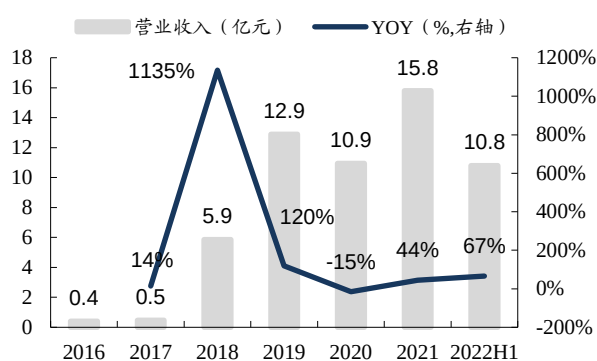
图41：2021 年可比公司海外营收比重对比情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

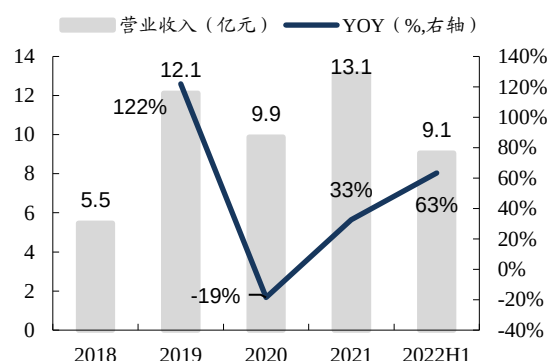
疫情下海外业绩受挫，2021 年以来已经在快速复苏中。公司海外业绩在疫情前保持高增速发展态势，2020 年受疫情冲击营收规模有所萎缩，2021 年以来疫后复苏弹性强劲，2022H1 实现海外营收 10.8 亿元，同比增长 67%。其中，欧洲区域收购的公司 Investigo 业绩表现突出，2022H1 营收增速达 63%，未来也将作为公司拓展欧美业务的重要支点，随着疫情后经济复苏，境外业绩有望得到进一步提升。

图42：2016-2022H1 公司海外营收规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：2018-2022H1 子公司 Investigo 营收规模及增速

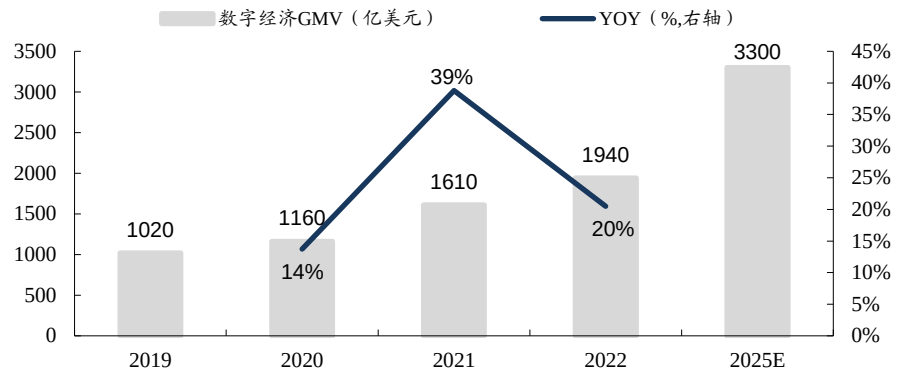


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

东南亚互联网产业兴起，预计 2022-2025 年 CAGR+20%，人服需求为公司带来发展机遇。东南亚互联网经济自 2019 年开始在越南、菲律宾、泰国、马来西亚、印尼和新加坡六个国家迎来高速增长，2022 年实现数字经济 GMV1940 亿美元，2019-2022 年 CAGR+23.9%，据 e-Conomy SEA 2022 显示，预计 2022-2025 年 CAGR+20%，未来发展

前景广阔。公司早在 2014 年收购 FOS Search 以开拓东南亚市场，未来或将得益于互联网经济实现海外营收进一步提升。

图44：2019-2025E 东南亚数字经济 GMV 及增速

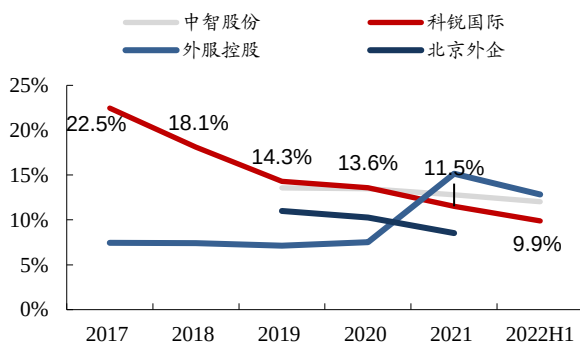


数据来源：e-Conomy SEA 2022，东吴证券研究所

6. 财务：灵活用工业务短期摊薄毛利率，控费能力优于同行

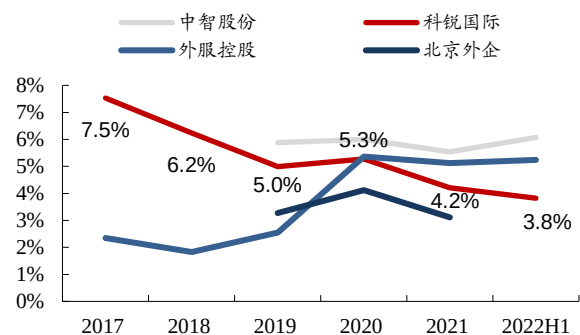
灵活用工业务使得公司整体毛利率处于较低水平。公司整体毛利率与可比公司相比较低，且近年有不断下降的趋势，来源于两方面原因。1) 灵活用工业务毛利占比逐年提高：公司毛利主要来源于灵活用工服务，且其毛利占比在 2017-2022 年快速上升，截至 2022H1，灵活用工贡献毛利占比达到 63%，但其毛利率仅为 7%，处于各项业务的较低水平，拉低了综合毛利率；2) 中高端人才访寻：中高端人才访寻业务毛利率降低也对综合毛利率的摊薄有一定影响。未来随着数字化转型的深入推进，数字化管理与技术赋能初见成效，公司毛利率与净利率或有提升。

图45：2017-2022H1 可比公司销售毛利率对比情况



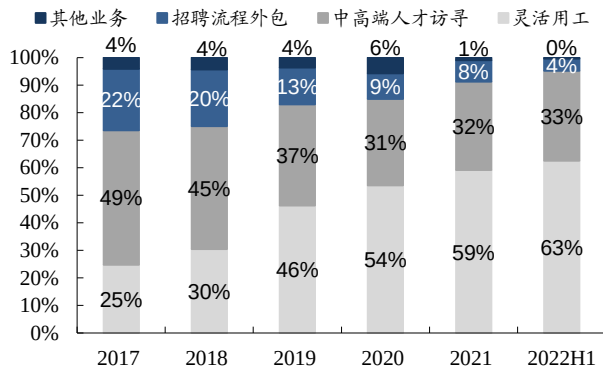
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图46：2017-2022H1 可比公司销售净利率对比情况



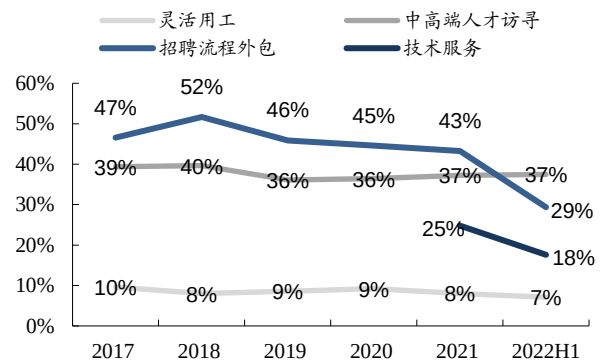
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图47: 2017-2022H1 公司按业务划分毛利结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

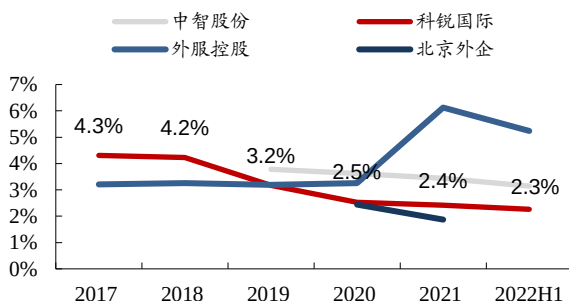
图48: 2017-2022H1 公司按业务划分毛利率结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

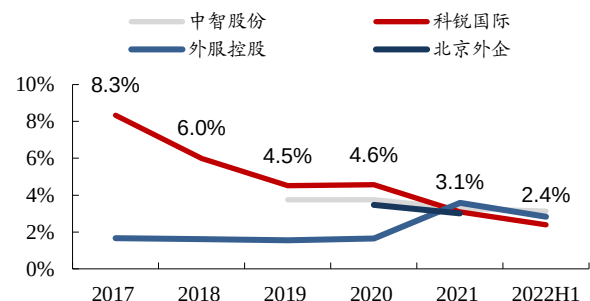
公司控费能力提升, 费用率稳步下降。公司费用率总体呈下降趋势, 销售费用率和管理费用率从2017年的4.3%/8.3%下降到2022H1的2.3%/2.4%, 均低于行业平均水平。在规模效应方面, 公司在“530”计划下迅速实现区域扩张, 区域间业务协同初步发挥, 匹配效率有所提升, 规模效应逐渐彰显; 在数字化管理方面, 数字化中台能够有效提高“前店后厂”运行效率, 控费能力得以加强。在规模效应与数字化管理的持续加码下, 费用率中长期有望进一步降低。

图49: 2017-2022H1 可比公司销售费用率情况对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图50: 2017-2022H1 可比公司管理费用率情况对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

7. 盈利预测与投资评级

7.1. 盈利预测

我们预计:

1) 公司第一大板块业务灵活用工 2022-2024 年收入分别为 81/114/155 亿元, 同比增速分别为 36%/41%/34%;

2) 中高端人才寻访 2022-2023 年收入分别为 5.6/6.7/7.85 亿元, 同比增速分别为-20%/20%/17%;

3) 招聘流程外包 2022-2024 年收入分别为 1.2/1.2/1.3 亿元, 同比增速分别为-20%/5%/3%。

加上技术服务和其他收入, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别 91/127/168 亿元, 同比增速分别为 30%/39%/33%。

表9: 公司营业收入拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	39.32	70.10	90.93	126.69	168.34
yoy	9.6%	78.3%	29.7%	39.3%	32.9%
灵活用工	31.12	59.31	80.67	113.90	152.12
yoy	12.5%	90.6%	36.0%	41.2%	33.6%
中高端人才访寻	4.61	6.99	5.59	6.71	7.85
yoy	-11.7%	51.7%	-20.0%	20.0%	17.0%
招聘流程外包	1.11	1.46	1.16	1.22	1.26
yoy	-26.0%	31.1%	-20.0%	5.0%	3.0%
技术服务	0.00	0.23	0.90	2.26	4.51
yoy	0.0%	0.0%	300.0%	150.0%	100.0%
其他收入	2.48	2.35	2.60	2.60	2.60
yoy	67.0%	-5.3%	10.8%	0.0%	0.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

考虑到公司未来 2 年仍将保持一定的技术投入, 叠加技术类岗位收入占比的提升, 外包人员周转加快, 我们预计公司第一大业务灵活用工 2022-2024 年毛利率分别为 7.6%/8.1%/8.4%, 其他业务毛利率基本维持稳定, 公司整体费用率维持稳定, 综上, 我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 2.9/3.8/5.0 亿元, 同比增速分别为 15%/31%/31%。

7.2. 投资评级

科锐国际是我国人力资源服务企业的龙头公司, 在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源, 在疫后经济回暖企业重回扩张周期的大背景下, 我们预计公司业绩将保持高速增长, 我们预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 2.9/3.8/5.0 亿元, 同比增速分别为 15%/31%/31%, 对应 2023-24 年 PE 分别为 22/17 倍, 作为 A 股上市公司人力资源服务行业的优质民企, 本身有一定标的稀缺性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)	PE
----	----	------------	------------	------------	----

				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600662.SH	外服控股	136	5.94	5.3	6.1	6.9	7.9	26	22	20	17
300662.SZ	科锐国际	84	42.73	2.5	2.9	3.8	5.0	33	29	22	17

数据来源：wind，东吴证券研究所，数据截至 2023 年 3 月 23 日，其中科锐国际归母净利润来自东吴证券研究所，外服控股归母净利润来自于 wind 一致预期。

8. 风险提示

宏观经济波动，经济景气度下降：人服行业周期性与宏观经济景气度高度相关，未来如果整体宏观经济面临较大压力，企业管理者对市场和经营形势预期相对悲观，用工需求削减，则会影响到公司的业绩。

人服行业竞争加剧：我国人服行业进入壁垒较低，公司规模普遍较小，数量较多。虽然公司通过标准化和专业化服务在行业内站稳脚跟，但若公司未来不能持续在招聘和灵活用工领域保持相对优势，可能造成公司客户的流失，市场份额下降，将导致公司业绩下滑。

灵工业务毛利率下降的风险：随着客户所在行业竞争的而加剧，客户降低成本和提高人力资源管理效率的意愿愈发强烈，但在各地最低工资标准持续提高的背景下，人力资源成本持续上升。未来若公司无法通过优化工作机制、加速数字化赋能等方式降低成本，毛利率或出现下降风险。

科锐国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,735	3,838	4,894	6,111	营业总收入	7,010	9,093	12,669	16,834
货币资金及交易性金融资产	1,077	1,959	2,200	2,731	营业成本(含金融类)	6,203	8,180	11,369	15,080
经营性应收款项	1,566	1,760	2,522	3,169	税金及附加	42	55	76	101
存货	0	0	0	0	销售费用	169	182	279	370
合同资产	0	0	0	0	管理费用	216	218	317	421
其他流动资产	92	119	172	212	研发费用	39	45	76	135
非流动资产	653	676	701	730	财务费用	11	23	47	55
长期股权投资	117	117	117	117	加:其他收益	22	27	38	51
固定资产及使用权资产	122	121	121	121	投资净收益	3	4	4	4
在建工程	0	3	6	9	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	187	207	229	255	减值损失	-5	0	0	0
商誉	160	160	160	160	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	351	420	547	727
其他非流动资产	54	54	54	54	营业外净收支	37	55	40	40
资产总计	3,388	4,514	5,594	6,841	利润总额	388	475	587	767
流动负债	1,072	1,879	2,509	3,169	减:所得税	93	114	138	180
短期借款及一年内到期的非流动负债	85	585	685	785	净利润	295	361	449	587
经营性应付款项	79	82	142	155	减:少数股东损益	42	70	67	88
合同负债	64	82	114	151	归属母公司净利润	253	291	382	499
其他流动负债	844	1,130	1,568	2,078	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.28	1.48	1.94	2.53
非流动负债	102	102	102	102	EBIT	359	440	591	778
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	435	451	603	793
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.52	10.04	10.26	10.42
租赁负债	68	68	68	68	归母净利率(%)	3.60	3.20	3.01	2.96
其他非流动负债	34	34	34	34	收入增长率(%)	78.29	29.70	39.34	32.88
负债合计	1,174	1,981	2,611	3,271	归母净利润增长率(%)	35.55	15.17	31.30	30.61
归属母公司股东权益	2,051	2,300	2,682	3,180					
少数股东权益	164	234	301	389					
所有者权益合计	2,214	2,534	2,983	3,570					
负债和股东权益	3,388	4,514	5,594	6,841					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-43	423	181	486	每股净资产(元)	10.42	11.68	13.62	16.16
投资活动现金流	-38	25	7	1	最新发行在外股份(百万股)	197	197	197	197
筹资活动现金流	672	435	53	45	ROIC(%)	15.20	12.04	13.06	14.59
现金净增加额	590	883	240	531	ROE-摊薄(%)	12.31	12.65	14.24	15.68
折旧和摊销	76	11	12	15	资产负债率(%)	34.65	43.87	46.67	47.81
资本开支	-32	21	3	-4	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.30	28.92	22.02	16.86
营运资本变动	-407	86	-284	-127	P/B(现价)	4.10	3.66	3.14	2.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>