

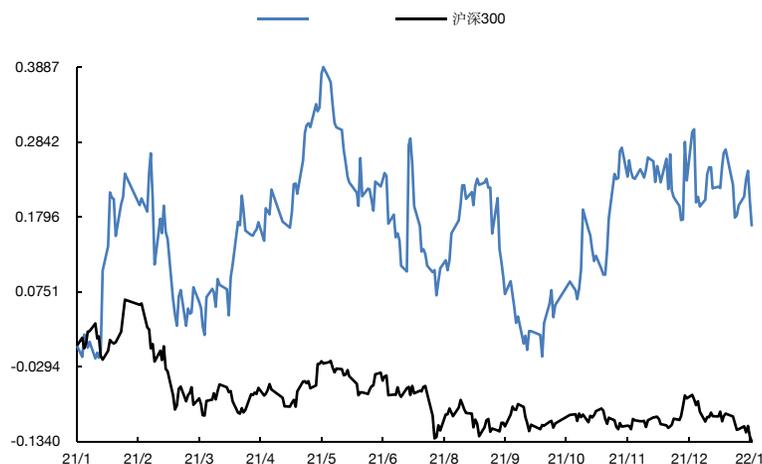
证券研究报告  
其他休闲服务  
2022年01月17日



# 加速成长，拾级而上，掘金灵活用工

国海证券研究所

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沪深300	-2.4%	-2.0%	16.6%
	-3.8%	-3.3%	-12.7%

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	3932	6886	10501	15694
增长率(%)	10	75	53	49
归母净利润(百万元)	186	255	337	439
增长率(%)	22	37	32	30
摊薄每股收益(元)	1.04	1.40	1.84	2.40
ROE(%)	18	19	20	21
P/E	52.27	44.59	33.75	25.93
P/B	9.53	8.69	6.91	5.45
P/S	2.52	1.65	1.08	0.72
EV/EBITDA	35.31	28.11	20.96	16.20

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——(300662) 公司动态研究: 灵活用工持续高增, 科技赋能成长可期(买入) \*其他休闲服务\*芦冠宇》——2021-12-29

# 核心提要

- ◆ **猎头起家，灵工为重的人服龙头，灵工业务有望延续非线性高增长。**以猎头起家，招聘能力强，先发优势显著，并已完成全产业链布局，成长为以灵工为重的国内人服龙头。公司灵工业务体量尚小（仅覆盖7大类岗位，在管灵工3万余人），目前灵工业务供不应求，正处于加速增长的黄金阶段；公司灵工营收近6年复合增速48.9%，2021H1增长持续提速至80.6%；未来伴随效率提升、能力边界扩展、岗位横向扩充及纵向深耕，灵工业务有望延续非线性高增长。
- ◆ **灵活用工行业空间广阔，渗透率提升空间大。**灵活用工弹性更足，具备企业价值落地刚需+降本节税+转移风险三重商业价值，能有效匹配用工企业和求职者的需求并提升社会供需匹配效率。预计2022年国内灵活用工突破万亿市场，灵活用工正步入以渗透率提升为主要驱动的高景气周期，中国灵活用工行业渗透率不足1%，对标同期海外成熟市场渗透率（美国、日本、欧盟），具有3-10倍的提升空间。未来受益于企业规模扩大、管理能力提升、人力成本刚性上涨以及人口红利逐渐消失，社会灵活用工需求将得以充分释放，灵活用工成长空间非常广阔。
- ◆ **竞争格局优且分散，龙头壁垒深厚加速集中。**行业混战基本结束，现已逐步成长出、万宝盛华、人瑞人才等龙头企业；竞争格局依然高度分散，2020年三家市占率之和仅5.6%。三家龙头各有所长，正面竞争较少，经长年深耕已形成较好的品牌口碑，并积累起庞大优质的B端客户资源和C端候选人池，具备资金、合规优势，先发优势显著，壁垒深厚。未来伴随灵工市场需求持续旺盛，龙头将持续筑深壁垒，市场份额将有望加速集中。
- ◆ **科技赋能主业彰显战略领先+前店后厂运营模式彰显组织领先，持续提升运营效率、触达能力，夯实招聘能力，打造核心竞争力。**在人管人，大而分散，业务呈滚雪球式增长的行业特性下，面对广阔的市场空间，探讨企业的能力边界至关重要。科技投入提升运营效率、触达能力，夯实招聘能力是人资龙头企业的必经之路，更是行业竞争走向下半场的决胜关键。我们认为在国内专注于灵活用工的人资企业龙头中，科锐是少有的兼具资金实力、战略魄力、执行力的企业，不断完善“服务+技术+平台”生态模式，通过加码科技投入开发旗下四大技术平台（垂直招聘平台、产业互联平台、企业招聘官方小程序、SaaS技术平台），聚合行业资源，扩展能力半径，链接长尾客户；截至目前，四大技术平台协同效应渐显，阶段性成果可观。
- ◆ **盈利预测和投资评级：**我们看好公司灵活用工的高增长潜力，未来业绩增长主要来源于灵工业务持续高增长，猎头、招聘流程外包业务稳定增长；同时，科技赋能三大主业，链接长尾客户，有望提升规模效应，降本增效。基于上述，我们调整公司盈利预测，预计2021/2022/2023年营收为68.86亿元/105.01亿元/156.94亿元，同比增速75.1%/52.5%/49.5%，实现归母净利润2.55亿元/3.37亿元/4.39亿元，同比增速37.0%/32.0%/30.2%，对应动态PE：45/34/26x，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**管理边界和瓶颈风险；垫资引发的现金流风险；大客户业务波动风险；猎头顾问人才流失风险；疫情反复风险；海内外市场、国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

# 报告目录

<b>1. 布局全产业链的人服龙头，灵工高景气成长再加速</b> .....	6
1. 布局全产业链的人服龙头，灵工卡位优势新兴行业垂直深耕	
2. 营收净利增长强劲，业绩表现亮眼	
3. 灵工业务持续加速高增长，猎头业务较快恢复性增长	
<b>2. 何为灵活用工：新型弹性用工模式，兼具商业和社会价值</b> .....	10
1. 何为灵活用工：更具弹性的用工模式，有效匹配用工企业和求职者的需求	
2. 灵工模式：三大主体两权分离，人资公司以人工成本+服务费定价	
3. 灵工业务呈滚雪球式增长，业绩有望延续高增长	
4. 商业价值一：知识密集型大中型企业价值落地的刚需	
2.4商业价值二：降低成本，节省税费	
4. 商业价值三：规避并转移风险	
5. 求职者：提升个人社会价值，提供优质职业跳板	
<b>3. 朝阳行业快速成长，灵活用工空间广阔</b> .....	18
3.1灵活用工万亿市场，渗透率提升空间大	
1. 顺应社会与经济发展趋势，灵活用工渗透率提升趋势明确	
2. 中国有望培育千亿级人资企业	
<b>4. 竞争格局优且分散，龙头壁垒深厚加速集中</b> .....	23
1. 复盘灵工行业发展历程，政策沿保护权益+提升效率两大方向坚定推进	
2. 行业经历混战，龙头已现，集中度仍较低	
3. 龙头各有所长，持续筑深壁垒，市场有望加速集中	
<b>5. 科技赋能+组织领先，提升效率夯实核心竞争力</b> .....	27
1. 科技赋能主业彰显战略领先，四大技术平台链接长尾客户	
2. 前店后厂+千人千岗助力效率提升，夯实核心招聘能力	
3. 科技投入持续加码，人效持续提升	
<b>6. 灵工业务供不应求，持续高增长坚定迈向530目</b>	

# 报告目录

---

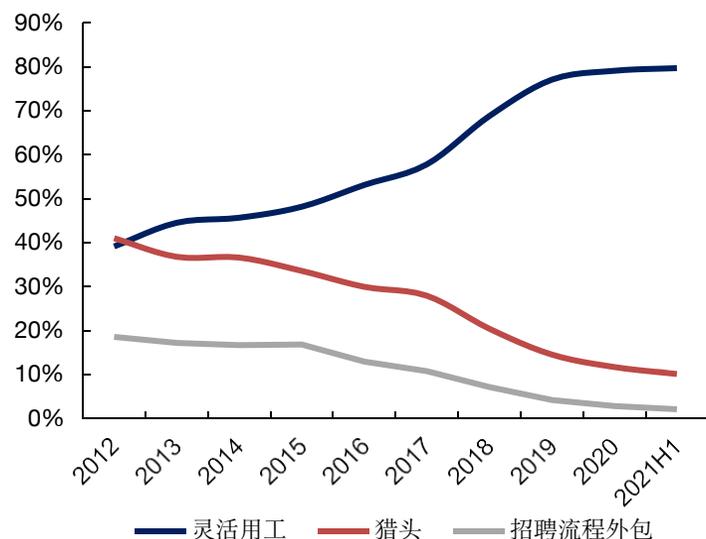
7. 盈利预测与投资建 议.....	38
8. 风险提 示.....	40

## 1.： 布局全产业链的人服龙头， 灵工高景气成长再加速

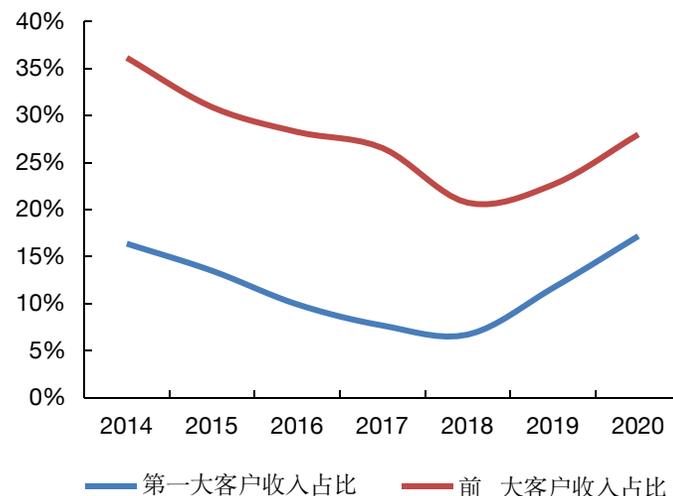
# 1.1 布局全产业链的人服龙头， 灵工卡位优势新兴行业垂直深耕

- ◆ **人服全产业链龙头， 灵工贡献业绩基本盘：** 成立于1996年，以猎头业务起家，逐渐完善全产业链布局，现已成长为主营灵活用工、猎头及招聘流程外包三大业务的整体人才解决方案服务商；其中，灵活用工奠定业绩基本盘且占比持续攀升，截至2021H1，灵工收入占比已达79.8%。
- ◆ **灵工卡位优势新兴行业垂直深耕， 客户优质、粘性高：** 1) **卡位优势行业垂直深耕：** 公司在大健康、高科技、高端制造、新零售等新兴行业里优势显著，相较于低端制造业，新兴行业成长速度更快，用工需求更旺盛、要求更高。此外，公司深耕的IT、医药研发岗等专业类岗位，相较于通用类岗位，技术含量与附加值更高，差异化竞争为公司带来高溢价权。2) **客户优质、粘性高：** 公司与5000-6000家跨国及中国500强大企业、快速成长型企业、政府长期合作，客户复购率高达75%，且大量服务期逾10年。

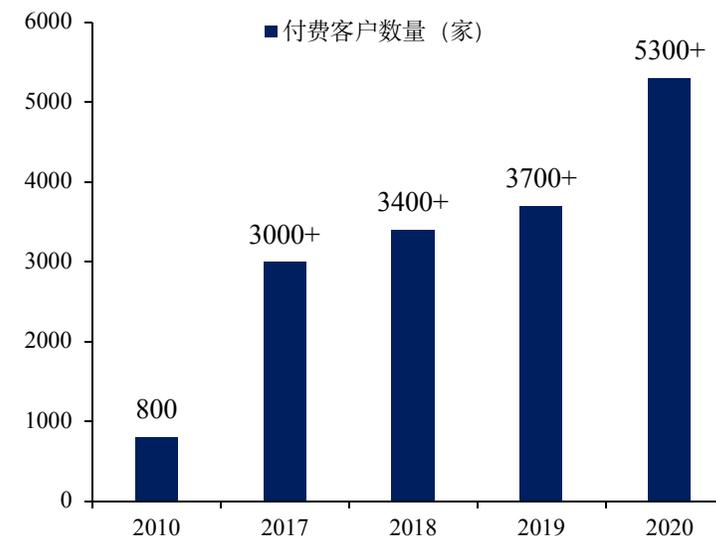
图表：灵活用工收入占比持续提升



图表：客户集中度低，前五大客户收入占比不足30%



图表：付费客户数量增长较快

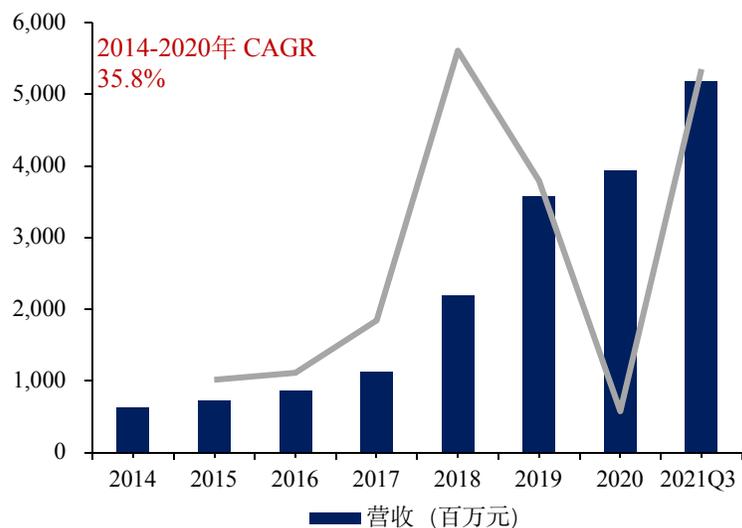


请务必阅读附注中免责条款部分 7

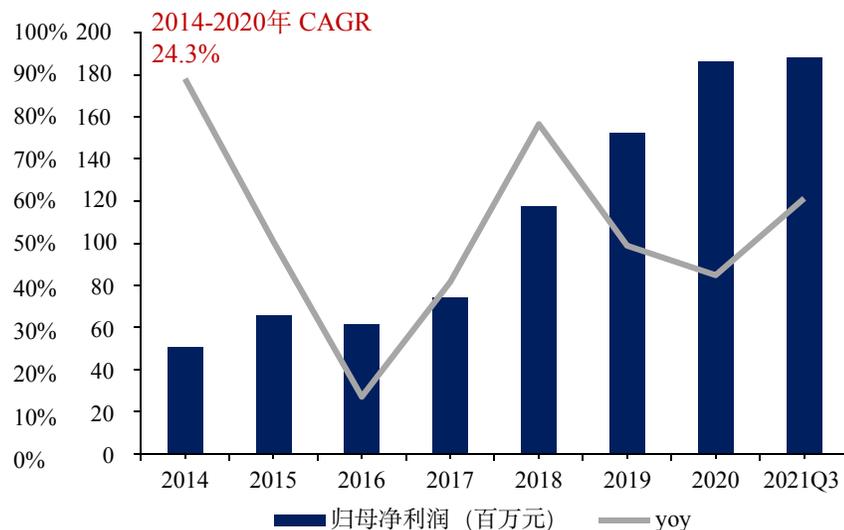
## 1.2 营收净利增长强劲，业绩表现亮眼

- ◆ **营收、归母净利润增长强劲。**公司基本面长期稳健，营收2014-2020年复合增速高达35.8%，归母净利润2014-2020年复合增速高达24.3%，业绩增长强劲；2021Q3分别实现营收、归母净利润51.8/1.88亿元，分别同比增长89.2%/40.6%，增长提速显著。
- ◆ **灵工毛利率保持稳定，综合毛利率整体小幅下滑。**公司三大主业中，招聘流程外包业务毛利率最高，猎头业务次之，2021H1毛利率分别为40.2%/38.2%；灵工业务毛利率偏低但稳定在8%左右上下浮动，2021H1毛利率为7.4%。综合毛利率整体小幅下滑，系低毛利率的灵工业务占比持续提升所致。

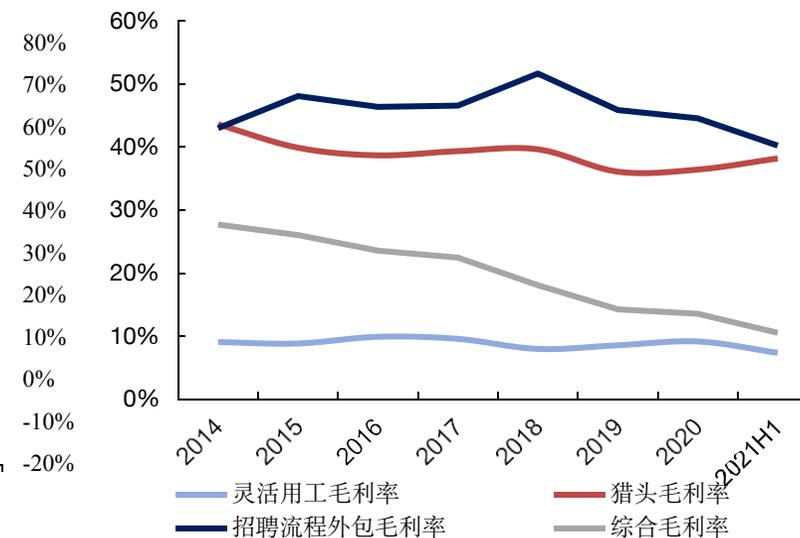
图表：营收增长强劲



图表：归母净利润增长较快



图表：招聘流程外包、猎头毛利率较高

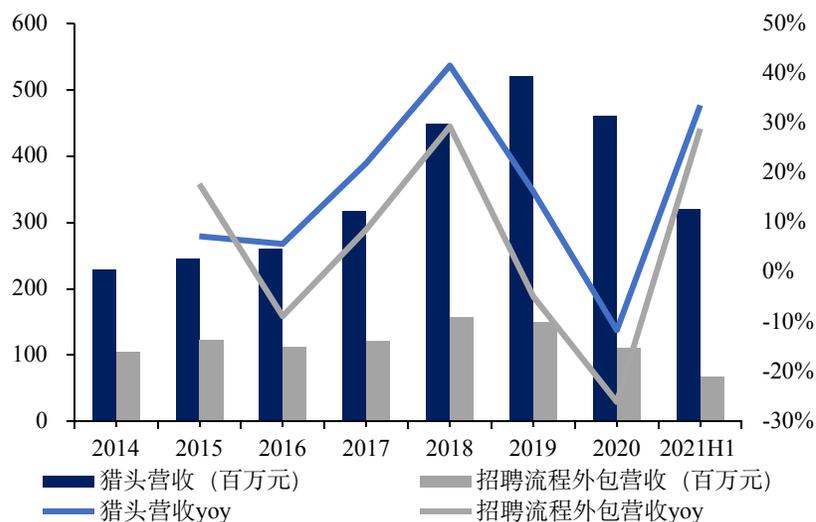


请务必阅读附注中免责条款部分 8

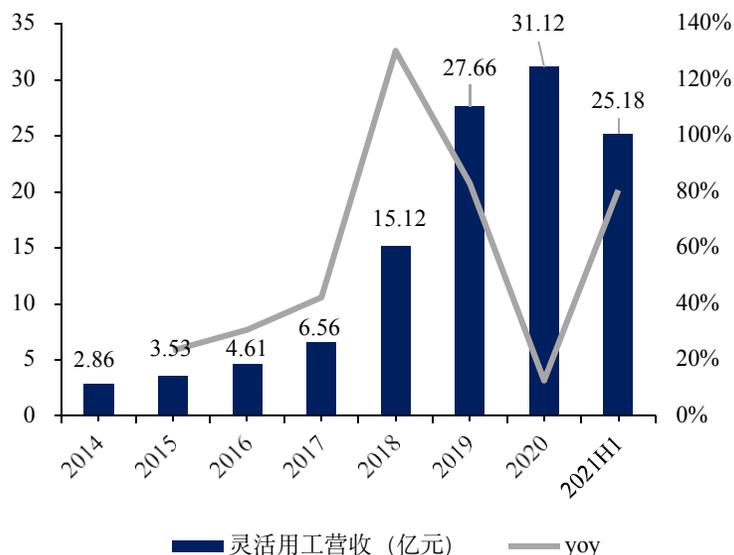
## 1.3 灵工业务持续加速高增长，猎头业务较快恢复性增长

- ◆ **灵工业务持续加速高增长，猎头业务较快恢复性增长：**灵工业务为增长核心驱动，2014-2020年复合增速达48.9%；2020年疫情冲击下，公司灵工业务表现出优越的抗周期属性，逆势增长12.5%；2021H1疫情扰动尚未完全出清，灵工业务仍高增80.6%，增长呈现明显的加速态势。猎头业务2021H1同比增长33.6%，在疫情下实现高于行业增速（20%左右）的恢复性增长。
- ◆ **灵工业务高景气延续，灵工外派人数增长提速。**2015年以来，月均灵工派出人数持续快速增长（2018年激增系并表investigo所致）。疫情催化下，无论是企业抑或求职者，对于灵工模式的认可度和接受度均不断提升，助推灵工业务高景气度延续；公司2020年、2021H1的月均新增灵工派出人数分别为469、1379人，新增提速显著，未来主业灵工有望延续加速高增长态势。

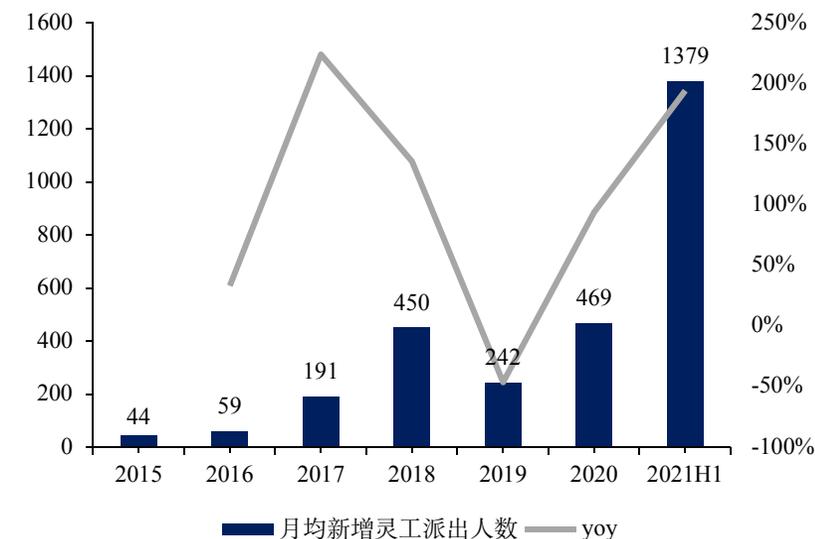
图表：猎头业务较快增长，招聘流程外包业务平稳增长



图表：灵工业务营收持续高增长



图表：月均灵工派出人数新增提速



请务必阅读附注中免责条款部分 9

## 2. 何为灵活用工：新型弹性用工模式，兼具商业和社会价值

## 2.1 何为灵活用工：更具弹性的用工模式，有效匹配用工企业和求职者的需求

- ◆ **灵活用工：更具弹性的用工模式，有效匹配用工企业和求职者的需求。**传统固定用工模式在组织结构、雇佣模式上缺乏弹性，已无法满足当下众多企业战略和业务发展的需要。相较于传统固定用工模式，灵活用工在劳动力需求、劳动时间、服务形态、劳动关系等多方面灵活，弹性更佳。灵活用工本质在于用工关系的灵活，即从传统的劳动关系（企业+员工）延伸为广泛的劳务和合作关系（企业+个人），**灵工模式有效匹配了企业的用工需求和求职者的求职需求**：对于用工企业而言，灵工模式能快速满足大批量、迭代快的非核心、短期性岗位用工需求，顺应企业业务发展变化，助推企业实现价值落地；对于求职者（尤其是竞争力较弱的初级白领、蓝领）而言，灵工模式提供更多就业可能性。

图表：企业的三叶草组织形态揭示用工新模式



图表：灵活用工与传统用工的主要区别

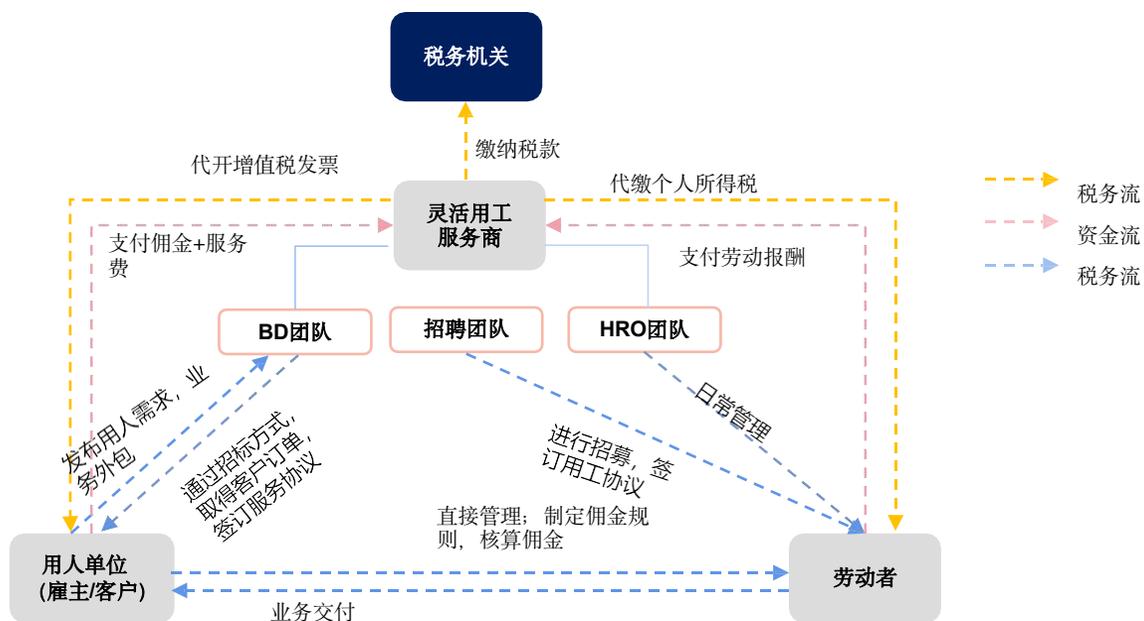
	灵活用工	传统用工
劳动力需求	短期性、临时、可替代	长期固定劳动力
劳动时间	以多种形式或以小时为单位	全日制
服务形态	劳务派遣、岗位外包、业务外包、众包、兼职等	标准且稳定劳动关系，多以最低一年起步
劳动关系	不签订劳动合同，不存在劳动关系	签订书面劳动合同
用人成本	无需为个人缴纳社保	承担员工全额社保
个人价值	可为多个用工方提供劳动，提供更多就业空间	一般情况下劳动者只能与一个用工方确定劳动关系

请务必阅读附注中免责条款部分 11

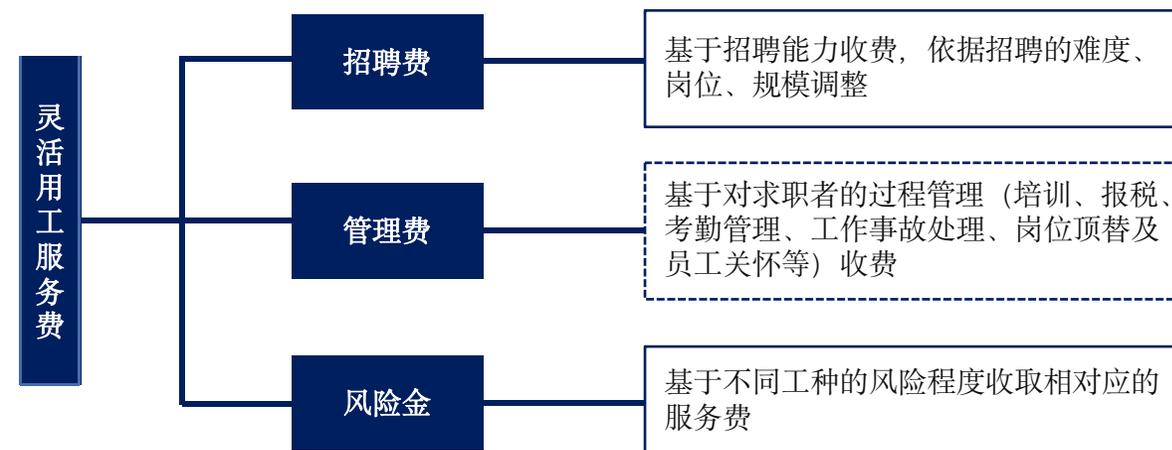
## 2.2 灵工模式：三大主体两权分离，人资公司以人工成本+服务费定价

- ◆ **商业模式：**涉及三大主体（人力资源公司、求职者、用人单位），两权（劳动归属权和使用权）分离。人力资源公司与用人单位签署服务协议，按需招聘匹配的求职者，并负责其入职后的日常管理，其与求职者签署用工协议，拥有劳动力归属权，并负责发放劳动力工资、社保福利等劳动报酬。用人单位则不与求职者签署劳动合同，但负责考核求职者的工作内容，享有劳动力使用权。
- ◆ **定价模式：**人工成本+服务费。人资公司（灵工服务商）向用人单位收取人工成本和服务费，其中人工成本主要包含人资公司应向劳动者发放的工资和社保公积金，服务费则是基于人工成本的特定比例收取的费用，主要包含招聘费、管理费和风险金。

图表：灵活用工商业模式



图表：灵活用工服务费包含招聘费、管理费、风险金

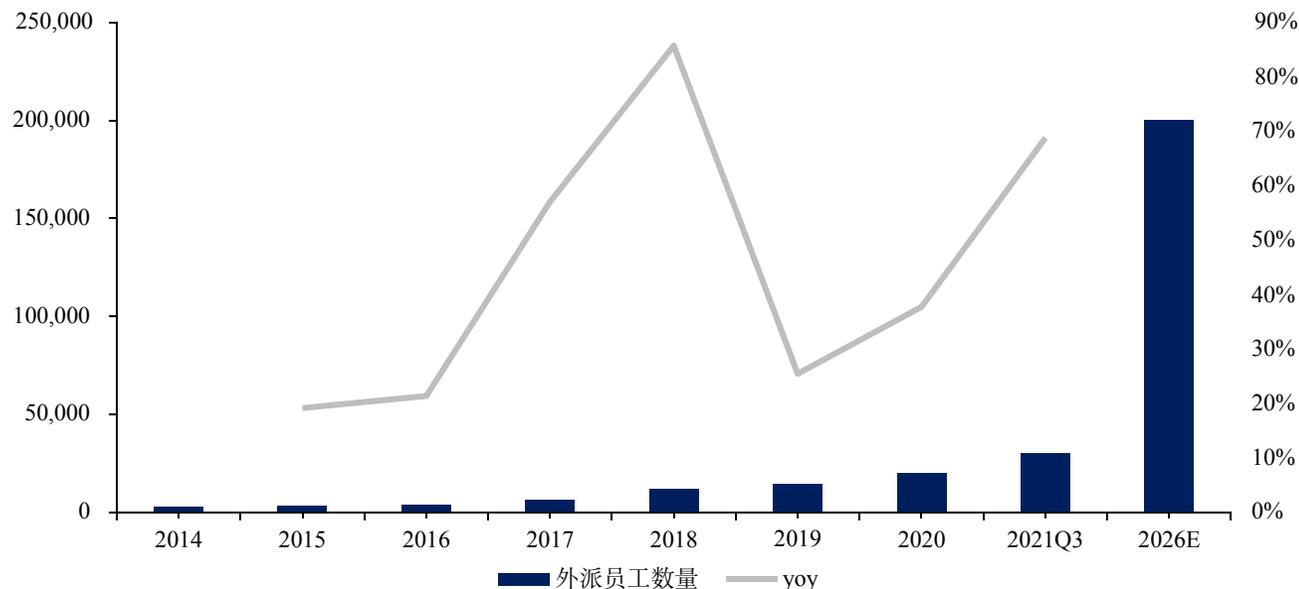


请务必阅读附注中免责条款部分 12

## 2.3 灵工业务呈滚雪球式增长，业绩有望延续高增长

- ◆ **灵工需求持续旺盛，业务持续供不应求：**政策法规持续催化，稳就业导向下国家鼓励多元化灵活就业形式，有望推动用工企业和求职者的灵活用工模式偏好提升；灵工延续高景气，需求持续旺盛，以为代表的国内灵工企业，业务大多供不应求。
- ◆ **我们深入剖析灵活用工的行业特性，发现灵工业务呈滚雪球式增长：**客户优质且需求稳定，在较庞大的增量用工需求驱动下，业务持续高增确定性较高，以龙头为例，灵工业务的增长来自：**客户服务数量的增长**（新客户的拓展）+ **客户业务体量的增长**（老客户优质且需求稳定）+ **在单个客户中获得更高的业务占比**（细分岗位的深耕）。

图表：灵工业务外派员工数量呈加速增长趋势

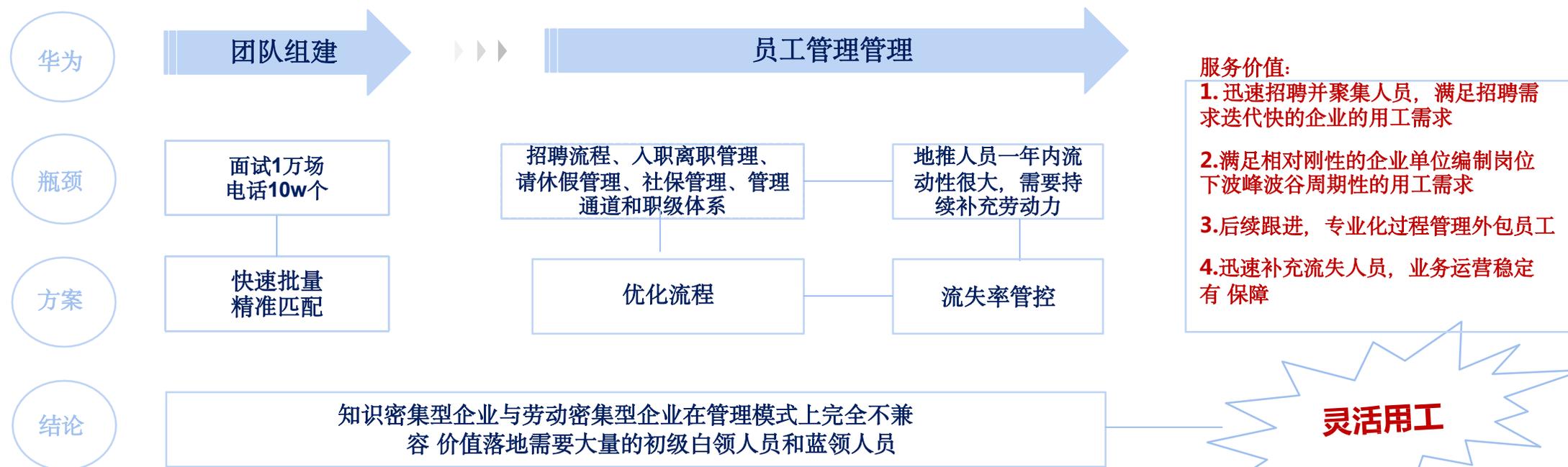


请务必阅读附注中免责条款部分 13

## 2.4 商业价值一：知识密集型/大中型企业价值落地的刚需

- ◆ **痛点：**知识密集型/大中型企业人员需求量大（初级白领和蓝领）、招聘需求迭代快、对员工进行全流程管理的难度大。
- ◆ **核心价值：**解决企业批量化招聘和管理员工的难题。灵活用工能够大批量、快速、精准交付企业所需劳动力，满足企业不同业务场景下的用工需求；并在劳动力入职后持续跟进，提供在劳动力工作期限内全流程、专业化的管理，助推企业业务稳定扩张，实现价值落地。

图表：灵活用工实施进程



请务必阅读附注中免责条款部分 14

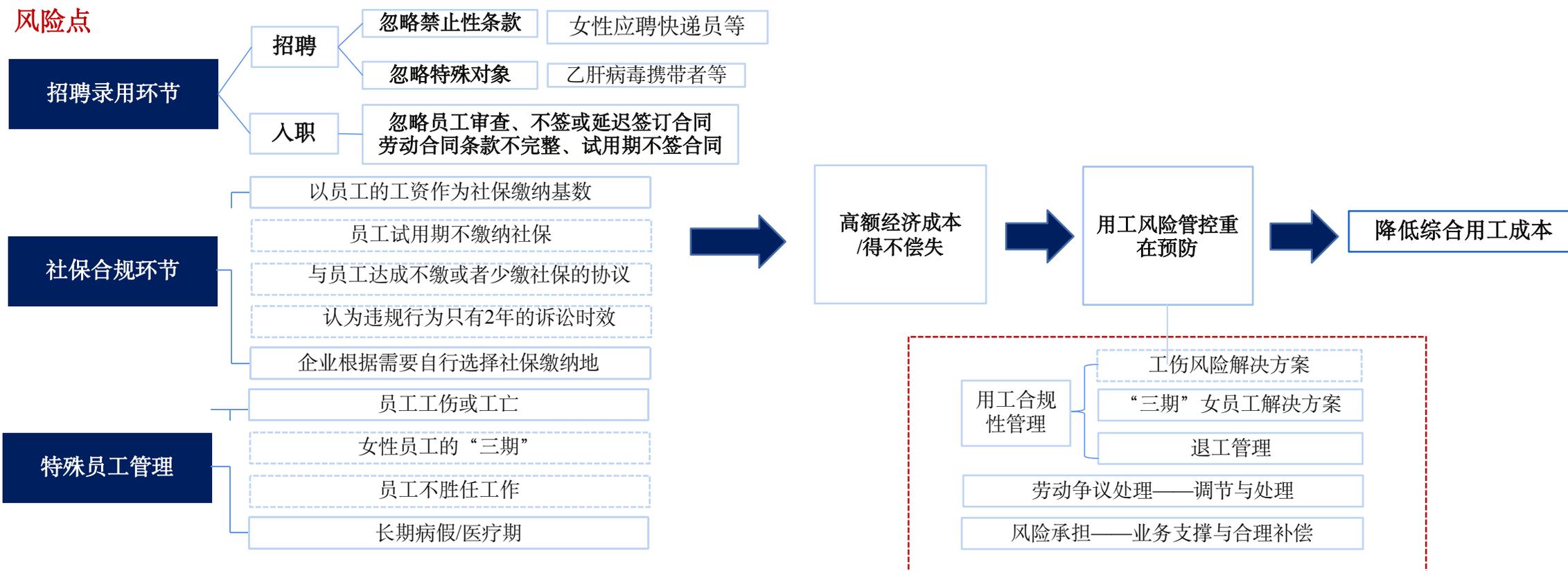
## 2.4 商业价值二：降低成本，节省税费

- ◆ 灵工模式的商业价值还体现在：帮助用工企业显著降低用工成本、管理成本、机会成本，并通过增值税抵扣节省企业税费。
- **用工成本：**1) 优化企业组织结构，劳动力不按公司薪酬制度与晋升机制考核；灵工模式下，用工单位仅为其工作技能和工作时间付费，不为其积累的工作年限付费。2) 无需支付绩效加薪、奖金、工会福利，节约员工福利成本，降低企业劳动报酬支出。
- **管理成本：**1) 企业管理半径越长，非核心的临时性、辅助性岗位投入产出越不经济。大厂多使用灵活用工代替自主招聘以满足非核心岗位增量用人需求（节约成本+存量正式员工转为外包难度较大）。2) 节约员工工作期限内的全流程（入职到日常工作、职业培训、考勤绩效晋升到离职/退休等各环节）管理成本。
- **机会成本：**对于业务扩张的成长企业，人员需求量大且招聘迭代快；灵工模式可以快速响应企业用人需求、精准获取并推荐匹配度高的人才，完成劳动力快速、大批量、高质量的交付，助力企业更好应对市场变化，把握发展机遇。
- **增值税抵扣：**用工单位可凭借人力资源公司开具的增值税专票抵扣进项税额（税率6%）。

## 2.4 商业价值三：规避并转移风险

- ◆ **规避并转移风险**：灵工模式下用人单位不与劳动者签订劳动合同，可以将劳动力工作中可能引发的各类用工风险（工伤、人岗不匹配引发的辞退、仲裁等）及相关的连带赔偿责任转移给人力资源公司。

图表：灵活用工可规避并转移风险

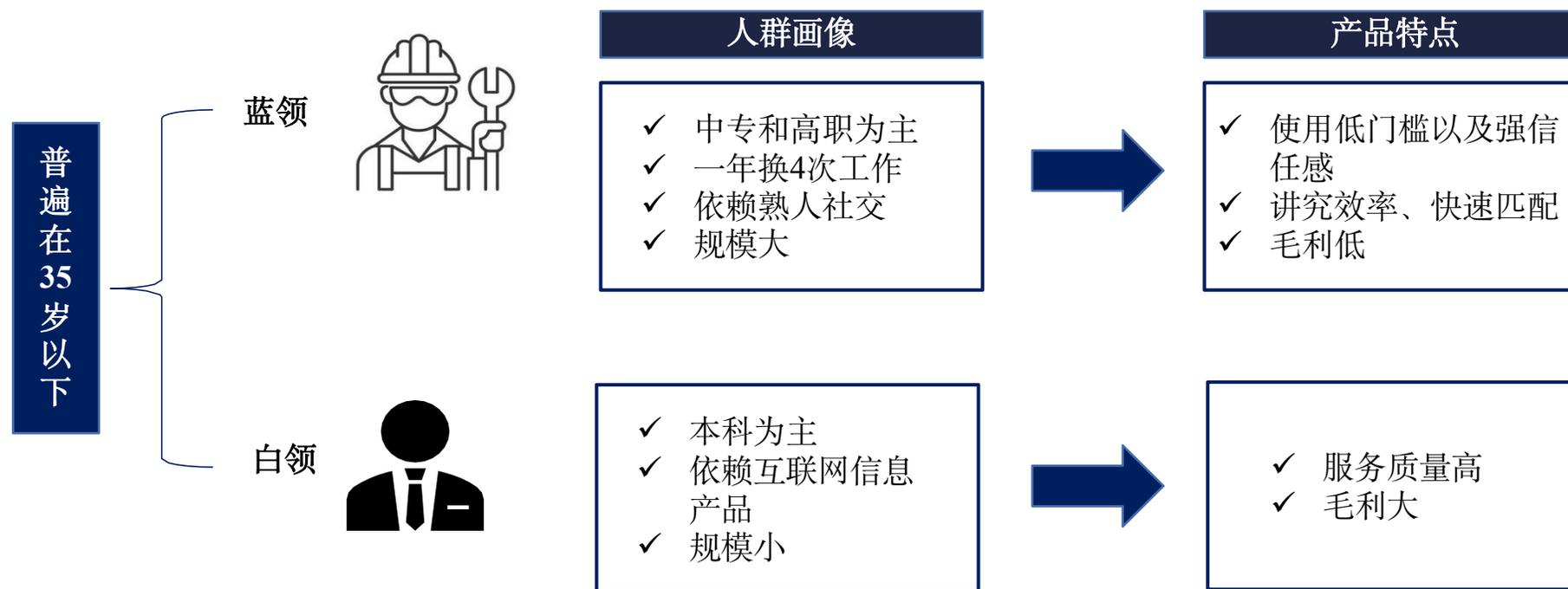


请务必阅读附注中免责条款部分 16

## 2.5 求职者：提升个人社会价值，提供优质职业跳板

- ◆ C端灵工求职者以35岁以下，中低学历人群为主。大企业招聘正式员工，门槛较高；灵工求职者受限于学历，较难直接进入大企业工作；而灵工模式通过外包形式吸纳了大量背景较弱的灵工求职者，提供其进入大企业实习/工作机会，为其长远的职业发展提供优质职业跳板。此外，不少企业会根据工作的实际表现，为优秀的外包员工提供转正机会。

图表：灵活用工求职者画像及所需服务特点



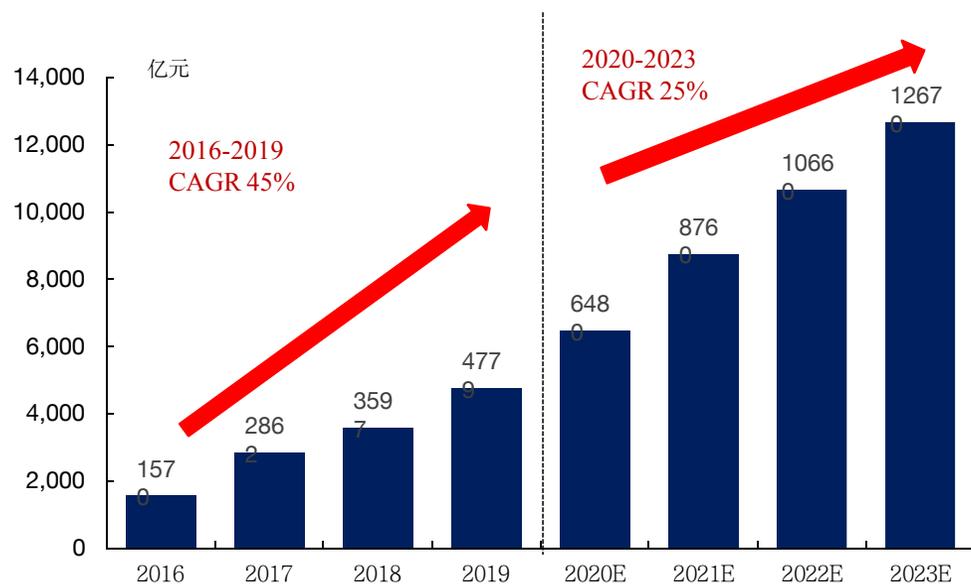
请务必阅读附注中免责条款部分 17

### 3. 朝阳行业快速成长，灵活用工空间广阔

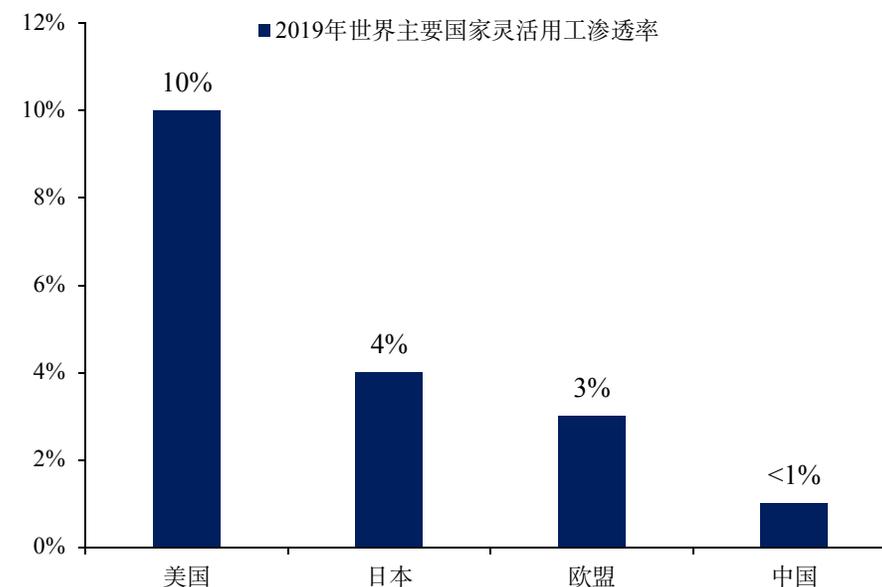
## 3.1 灵活用工万亿市场，渗透率提升空间大

- ◆ **灵活用工万亿市场：**根据艾瑞咨询，2016-2019年灵活用工行业规模CAGR达45%；2020年新冠疫情进一步催化行业发展，预计2022年灵活用工市场规模达10660亿元，突破万亿市场；预计2020-2023年CAGR达25%，灵工市场将持续高速扩容。
- ◆ **灵活用工正步入以渗透率提升为主要驱动的高景气周期，对标海外渗透率具备3-10倍提升空间。**根据灼识咨询，2019年中国灵活用工行业渗透率不足1%，对标海外成熟市场（美国、日本、欧盟）渗透率，中国灵活用工渗透率具备3-10倍的提升空间。

图表：2022年灵工市场规模突破万亿达10660亿元



图表：中国灵活用工渗透率具有3-10倍提升空间

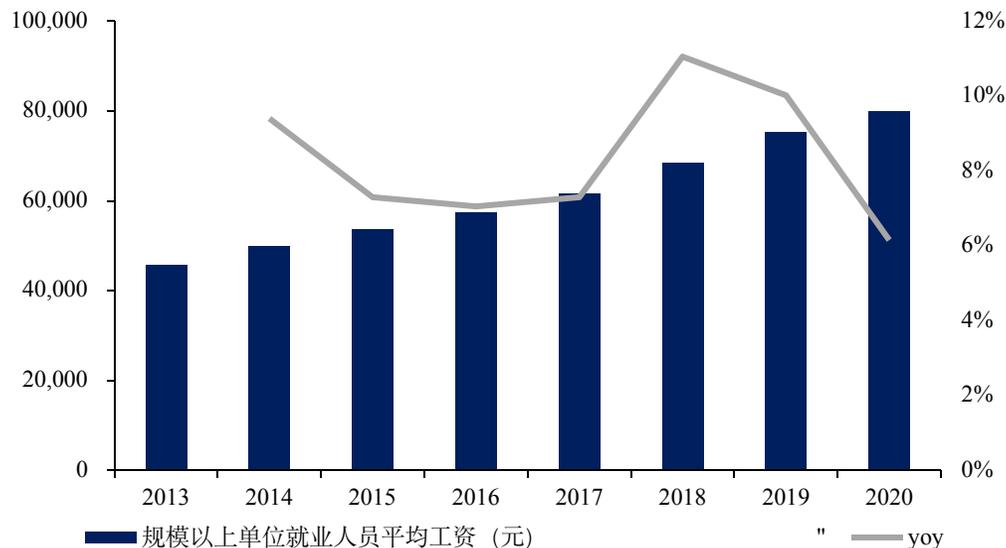


请务必阅读附注中免责条款部分 19

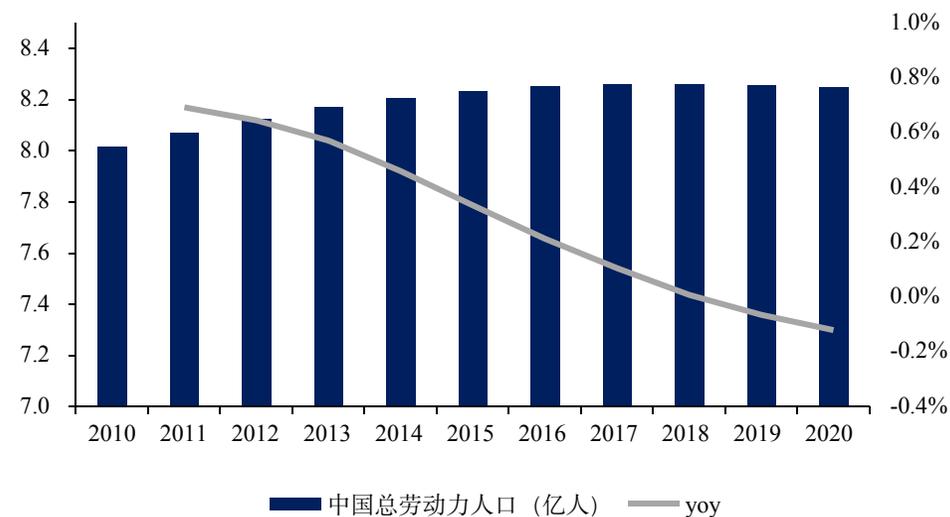
## 3.1 顺应社会与经济发展趋势，灵活用工渗透率提升趋势明确

- ◆ 受益于企业规模扩大、管理能力提升、人力成本刚性上涨以及人口红利逐渐消失，灵活用工渗透率提升趋势非常明确。
- ✓ 企业规模扩大：伴随企业规模扩大、业务扩张，招聘难度陡然提升，企业人才供需缺口逐步扩大。
- ✓ 企业管理能力提升：企业对周期性、临时性的用工时点判断将愈发准确，岗位愈发细分是大势所趋。
- ✓ 人力成本刚性上涨：人力成本持续上涨的趋势无法避免，企业用工成本高企，灵活用工降低成本的价值将会愈发凸显，加速实现企业灵活用工对传统用工的替代，以助力企业在有限的成本下满足更大批量、迭代更快的用工需求。
- ✓ 人口红利逐渐消失：国内劳动力人口已于2019年开始出现负增长，人口红利逐渐消失迫使企业直面用工荒的难题，批量化招聘难度陡然提升。

图表：劳动力成本刚性上涨



图表：劳动力人口负增长，人口红利逐渐消失

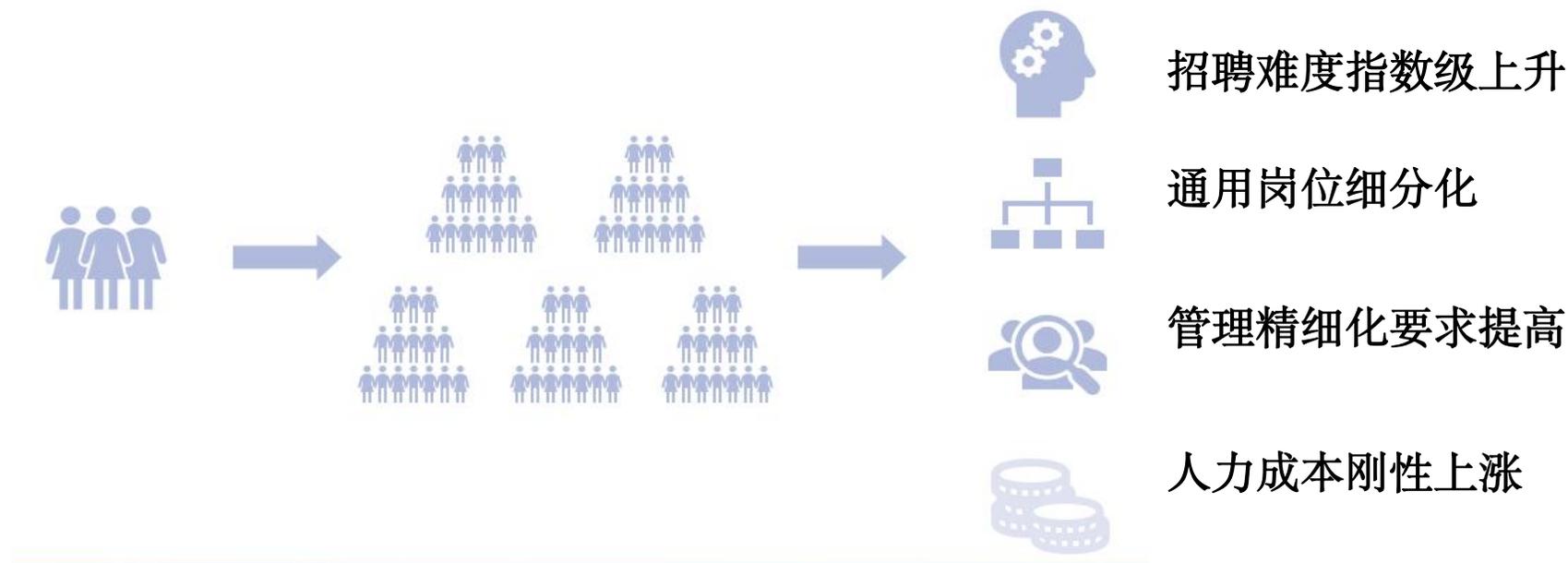


请务必阅读附注中免责条款部分 20

## 3.1 顺应社会与经济发展趋势，灵活用工渗透率提升趋势明确

- ◆ 举例：企业规模不断扩大，从50人发展至5万人，灵活用工模式可解决以下痛点：
- ✓ ①**招聘难度指数级上升**：招聘需求量大、时间长且招聘难度指数级上升，灵活用工可以迅速补充劳动力需求。
- ✓ ②**通用岗位细分化**：企业将非核心、临时性、辅助性岗位外包，进而可以集中资源与精力，更专注于主业。
- ✓ ③**管理精细化要求提高**：灵活用工可以节约企业全流程管理成本。
- ✓ ④**人力成本刚性上涨**：灵活用工无需为劳动力的工作年限及相关福利付费，节约综合用工成本。

图表：灵工模式可解决四大痛点



## 3.2 中国有望培育千亿级人资企业

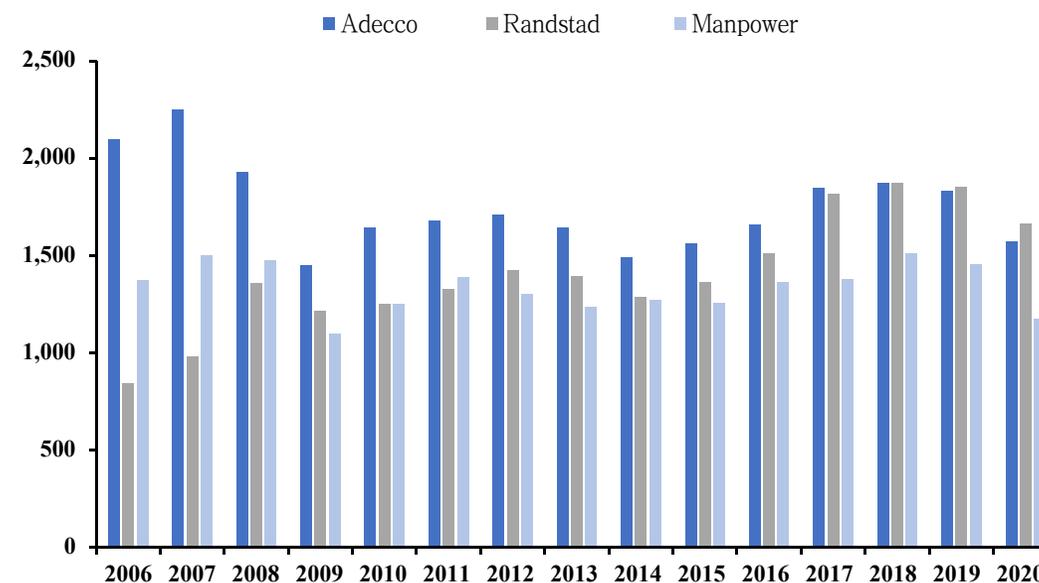
- ◆ 人资行业具备培育千亿级别营收巨头的土壤。对标全球人资巨头，2020年世界前五的人资企业平均、中位数市值达2899亿元、789亿元，除RHI以外，其余人资龙头营收均接近千亿元或以上；这五家人力资源企业所在的国家地区的劳动力人口（服务地区平均劳动力市场规模4.31亿人）远远小于科锐业务覆盖的国家地区（8个国家共计近16亿人劳动力市场规模）。随着宏观经济发展和产业结构升级，将有大量企业涌现出对专业人资服务的灵工需求，科锐目前服务5000-6000家客户，在管灵工员工3万余人，相较于科锐“千人千岗”目标和中国40万个左右规模以上企业相比，成长空间较大。

图表：五家人资龙头企业服务的劳动力市场规模远小于

公司	2020年营收 (亿元)	2020年归母净利润 (亿元)	当前市值 (亿元)	主要服务国家和地区	服务地区2020年劳动力 市场规模(亿人)
Recruit	1351.49	78.25	5951.34	日本、美国、印度、澳大利亚	8.05
ADP	969.36	167.87	6415.21	美国、加拿大	1.92
Randstad	1662.62	23.75	797.91	北美、法国、德国、荷兰、西班牙、意大利	3.21
RHI	333.36	19.98	780.61	美国、加拿大、英国、法国、德国、巴西、日本	4.76
Adecco	1569.77	-7.86	552.16	北美、法国、意大利、德国、奥地利、瑞士、日本	3.61
	39.32	1.86	114.98	中国、新加坡、马来西亚、印度、美国、英国、澳大利亚、荷兰	16.28

注：当前市值为截至2022年1月9日的市值

图表：人资龙头企业营收持续维持在千亿以上（单位：亿元）



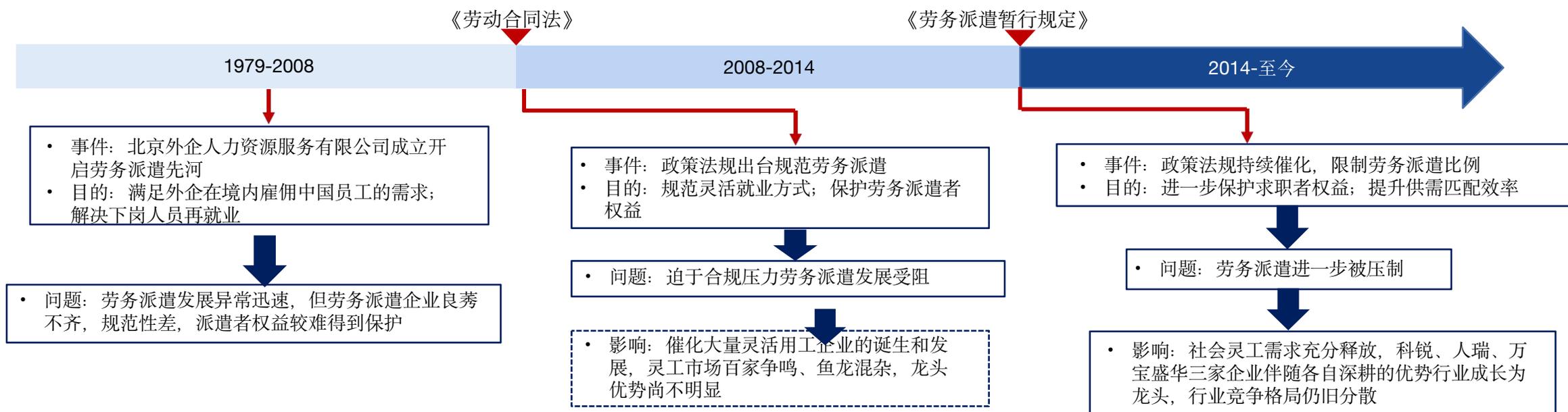
请务必阅读附注中免责条款部分 22

## 4. 竞争格局优且分散，龙头壁垒深厚加速集中

# 4.1 复盘灵工行业发展历程，政策沿保护权益+提升效率两大方向坚定推进

- ◆ 2008年至今，政策法规不断完善，逐步限制劳务派遣发展，助推灵活用工替代需求充分释放。劳务派遣下求职者权益较难得到合法保护，供需匹配效率仍不够高，复盘灵活用工行业发展历程，总结政策沿保护权益+提升效率两大方向坚定推进：
  - 1) **保护求职者权益**：先后通过要求企业与派遣者签订劳动合同、同工同酬、规范三性（临时性+辅助性+替代性）、限制劳务派遣比例等条款，递进式保护求职者权益；财税等政策频繁出台，鼓励、引导灵工市场发展，进一步保护灵工求职者的权益。
  - 2) **提升供需匹配效率**：传统的用工模式已跟不上快速变化的企业业务成长需求；灵活用工弹性强、灵活性高（雇佣形式及管理方式的灵活），能精准、高效匹配企业愈发细分化的用工需求，并具备大批量、快速交付的能力，因此灵活用工模式提升供需匹配效率的作用更为显著。

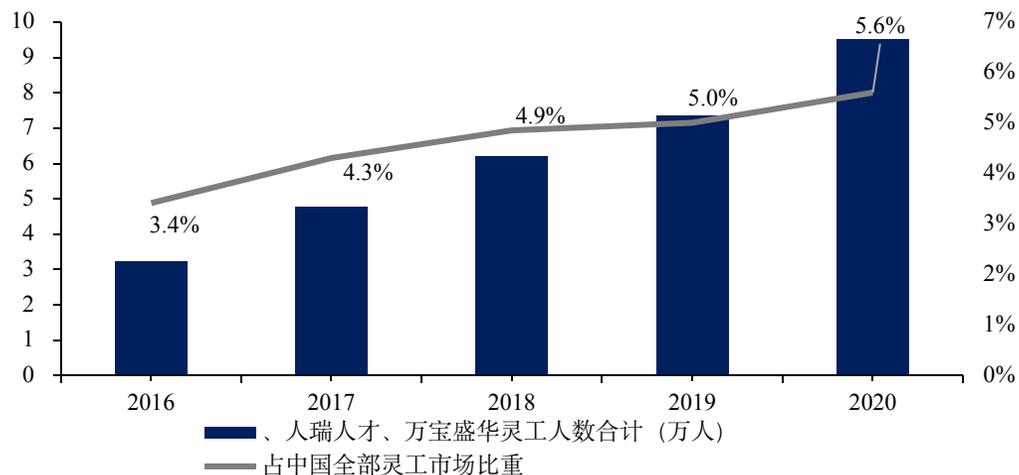
图表：政策持续催化，灵活用工行业高速发展



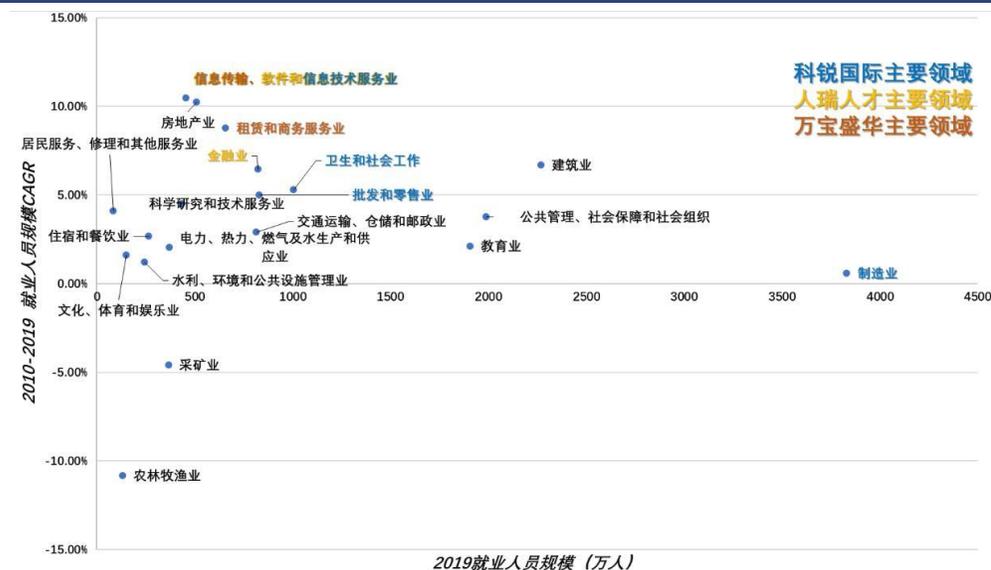
## 4.2 行业经历混战，龙头已现，集中度仍较低

- ◆ 行业竞争已步入“战国时代”，龙头已现，市场高度分散。我国灵活用工这一新型用工模式萌芽于2008年，2014年是中国灵活用工真正由兴起向快速发展过渡的重要节点。
- 1) 2008-2014年：鱼龙混杂，龙头雏形未现，市场规范度亟待提升。2008年政策法规对劳务派遣时间和规范性做出限制，催化大量灵活用工企业的诞生和发展，灵工市场鱼龙混杂，龙头壁垒尚未形成，市场规范程度有待提升。
- 2) 2014-至今：限制劳务派遣释放灵工需求，龙头构筑壁垒，行业集中度仍较低。政策法规持续催化，限制劳务派遣比例，释放社会灵工需求，以科锐、人瑞、万宝盛华为代表的灵活用工企业伴随各自深耕的优势行业的蓬勃发展，成长为专业规范，具备先发优势与规模优势的行业龙头；三家企业灵活用工派出人数占全市场比重自2016年3.4%提升至2020年5.6%，行业集中度仍较低。

图表：灵工市场市占率向头部公司集中



图表：科锐、人瑞、万宝盛华伴随各自深耕的优势行业的蓬勃发展而成长为龙头



请务必阅读附注中免责条款部分 25

## 4.3 龙头各有所长，持续筑深壁垒，市场有望加速集中

- ◆ **龙头筑深壁垒，集中度有望持续提升。** 龙头享有先发和规模优势，经长年深耕已形成较好的品牌口碑，并积累起庞大优质的B端客户资源和C端候选池，具备资金、合规优势，壁垒清晰。目前灵工行业竞争格局高度分散，三大龙头（人瑞人才、万宝盛华）各自深耕其优势领域，正面竞争较少。未来伴随灵工市场需求持续旺盛，行业渗透率提升逻辑逐步兑现，龙头护城河可以持续深挖，行业集中度有望提升。
  
- ◆ **三大龙头各有所长，正面竞争较少。** 三家优势领域：（大健康、科技、制造）；人瑞人才（新经济）；万宝盛华（信息技术、新经济），目前尚有大量行业和细分岗位未被龙头企业抢占。龙头壁垒如下：
  - **1) 品牌力与口碑。** B端客户基于资金安全（流水含外包员工的工资社保）、服务质量、交付能力，更愿意寻找品牌大、合作口碑良好的人力资源公司。
  - **2) B端客户资源+C端候选池，持续积累形成正循环。** 积累的私域劳动力池确保龙头较高交付能力，以此吸引更多B端客户并增强其粘性；更多B端同时也能吸引留住更多C端资源。
  - **3) 资金实力。** ①大规模研发投入：由于人管人、大而分散的行业特性，科技赋能扩宽服务边界、提升运营效率至关重要，只有龙头人资企业才可在科技端做持续投入。②业务扩展和并购需求：人资企业业务扩张对现金流要求较高（涉及垫资），且长期来看，龙头成长离不开外延并购。
  - **4) 合规优势。** 大量中小人资企业不合规（灰色业务、擦边球等），不利于持续培育其核心招聘能力，且较难上市融资。

## 5. 科技赋能+组织领先，提升效率夯实核心竞争力

# 竞争关键：科技赋能链接长尾，提升效率、触达能力，夯实招聘能力

- ◆ 在人管人，大而分散的行业特性下，探讨广阔的市场空间VS企业的能力边界至关重要。
- ◆ 2020年我国规模以上企业约40万家，而科锐作为行业龙头仅触及5000-6000家（代理业务为主的上海外服客户数量约5万家）。因此人资企业竞争关键在于提升运营效率、触达能力，夯实招聘能力，从而助推企业拓展能力边界，拥抱广阔的市场空间。
- ◆ 科技投入提升运营效率、触达能力，夯实招聘能力是人资龙头企业的必经之路，更是行业竞争走向下半场的决胜关键。
- 1) 运营效率：服务10N家客户相较服务N家客户，难度呈指数级上升；科技赋能灵活用工，核心是为实现供需两端的即时调动和精准匹配，优化各业务环节，进而提升人资企业运营效率。
- 2) 触达能力：新客户的拓展（整合行业供需资源+下沉至更低线市场）高度依赖数字化技术支撑。
- 对标海外成熟市场的人资数字化巨头ADP（2020年在研发上投入超7亿美元），中国人资企业的科技赋能仍处在初期阶段。

图表：海外人资数字化龙头ADP海量的研发投入（百万美元）



请务必阅读附注中免责条款部分 28

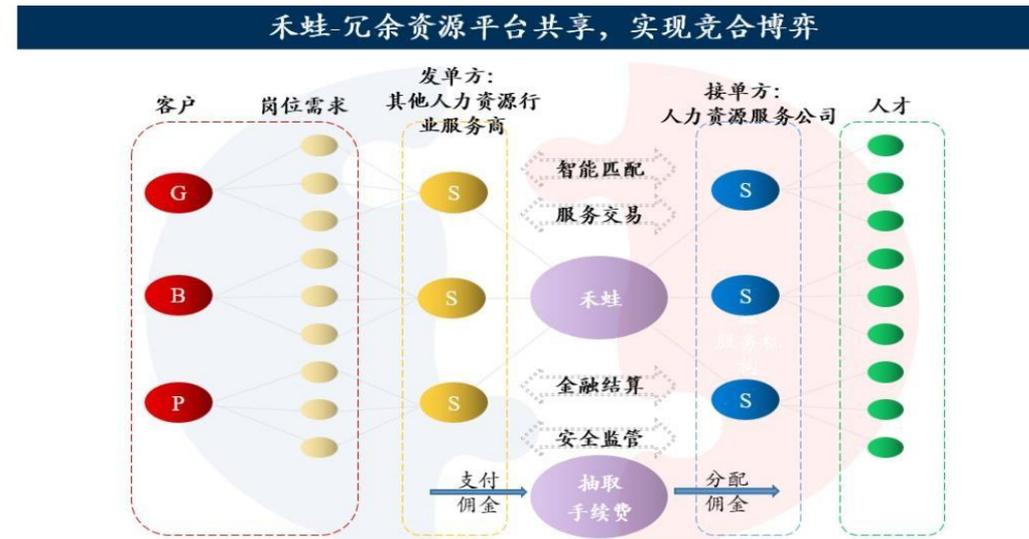
## 5.1 科技赋能主业彰显战略领先，四大技术平台链接长尾客户

- ◆ 国内专注于灵活用工的人资企业龙头中，科锐是少有的兼具资金实力、战略魄力、执行力的企业，不断完善“服务+技术+平台”生态模式，通过加码科技投入开发旗下四大技术平台（垂直招聘平台、产业互联平台、企业招聘官方小程序、SaaS技术平台），聚合行业资源，扩展能力半径，链接长尾客户；截至目前，四大技术平台协同效应渐显，阶段性成果可观。
- 产业互联平台：聚合行业B、C两端供需资源，触达中小长尾企业客户。科锐于业内首创两大产业互联平台“禾蛙”、“即派盒子（Gee-Box）”，通过撮合派单和接单并抽取交易佣金，旨在匹配冗余的企业订单和交付能力；从“零和”到“竞合”，进一步整合行业供需资源，拓展新客户，提升触达能力。截至2021Q3，禾蛙和即派盒子两大平台注册与协同服务客户20,000余家，平台月活（MAU）从13万增长到16万，聚合行业伙伴5700余家（环比+600家），平台顾问入驻45,000余个（环比+6600个）、协同服务客户8,000余家。

图表：公司人力资源产业互联平台



图表：产业互联禾蛙平台模式

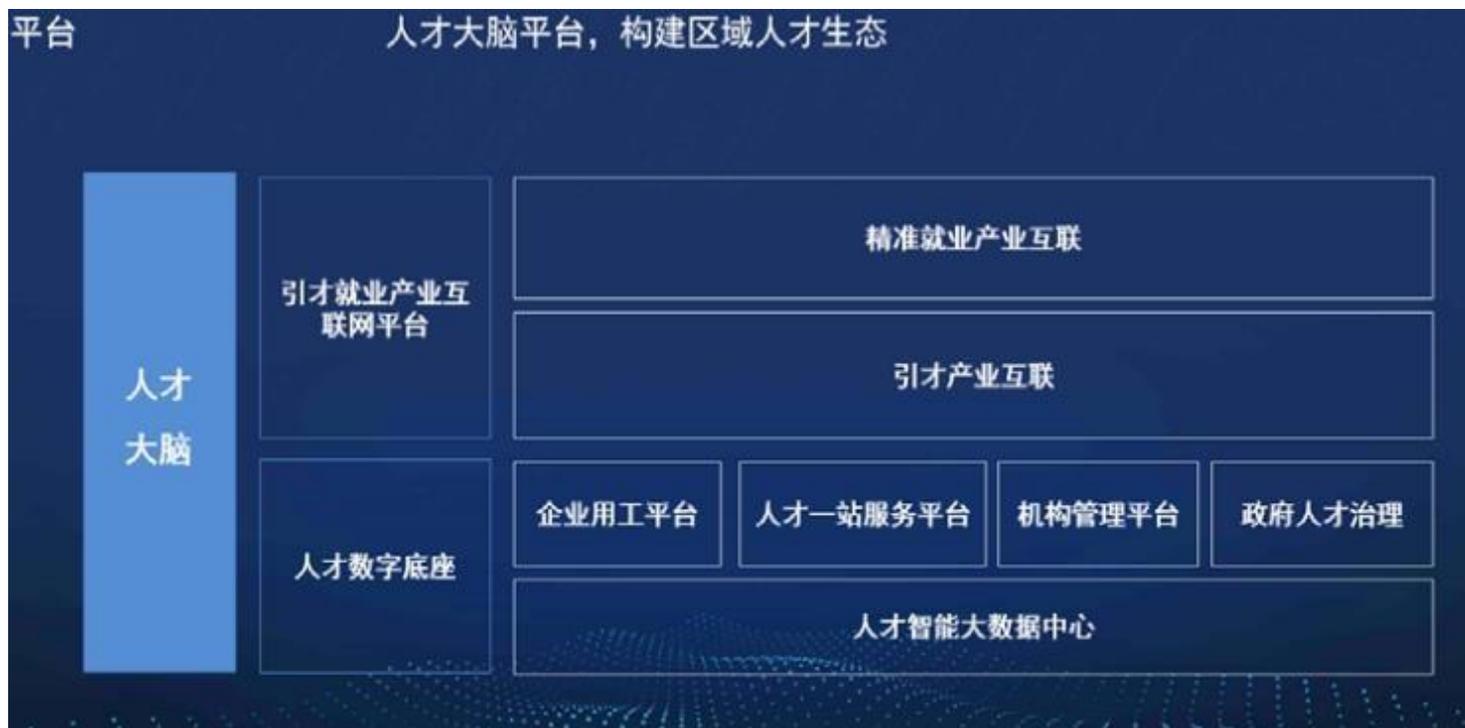


请务必阅读附注中免责条款部分 29

## 5.1 科技赋能主业彰显战略领先，四大技术平台链接长尾客户

- 区域人才大脑：拓展下沉市场长尾客户，提升触达能力。
- ✓ 基于垂直招聘平台、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，旨在推动下沉市场属地化，拓展低线城市客户资源，提升触达能力。
- ✓ 2020年以来，先有天津津南区就业云超市落地，后启动搭建重庆、芜湖区域人才大脑，助力区域引才与就业。截至2021H1，就业云超市平台服务企业2,200余家，发布岗位4,700余个。

图表：人才大脑平台拓展下沉市场长尾客户，助力区域引才与就业



请务必阅读附注中免责条款部分 30

## 5.1 科技赋能主业彰显战略领先，四大技术平台链接长尾客户

- 一体化HR SaaS云平台：助力企业人力资源数字化转型，提升运营效率。
- ✓ 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，满足多种客户企业人力资源部门数字化转型需求，提高人事管理效率、降低组织管理成本、规范人力资源管理流程，助力客户企业人力资源从局部的人工事务处理向全面的数字化管理转型。
- ✓ 截至2021H1，服务企业、事业单位超过900余家。

图表：一体化HR SaaS云平台提升运营效率



请务必阅读附注中免责条款部分 31

## 5.1 科技赋能主业彰显战略领先，四大技术平台链接长尾客户

- 垂直招聘平台：构筑私域流量精准营销，夯实招聘能力，提升招聘效率。
- ✓ 垂直招聘平台2B服务内容包括职位发布、简历下载、招聘流程管理等数字化程序；现已通过“医脉同道”、“零售同道”，在大健康和零售两大领域形成私域流量池，持续夯实公司招聘能力。
- ✓ 截止2021H1，通过“医脉同道”聚合180万大健康私域流量池用户和1,000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8,000家，目前付费客户600余家。

图表：垂直招聘平台构筑私域流量精准营销



请务必阅读附注中免责条款部分 32

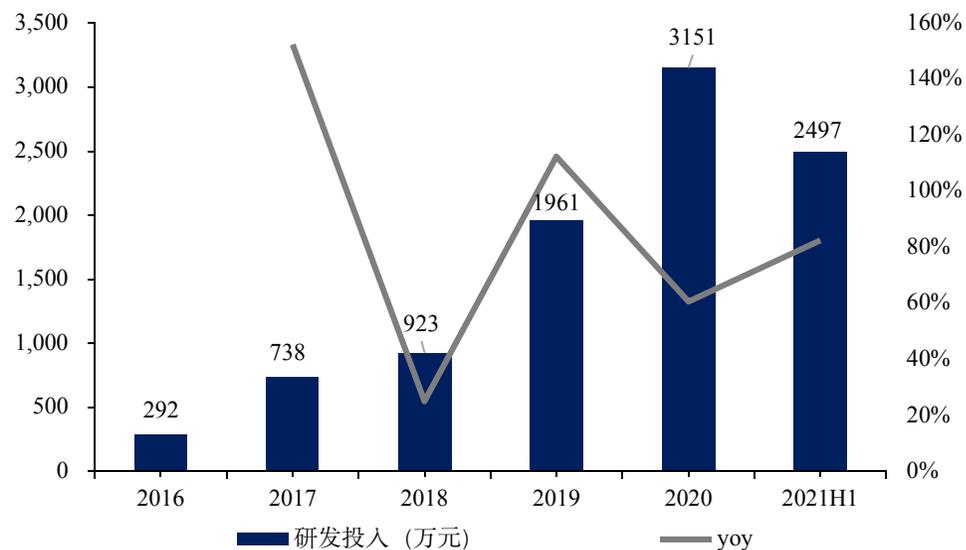
## 5.2 前店后厂+千人千岗助力效率提升，夯实核心招聘能力

- ◆ **前店后厂+千人千岗，提升运营效率，夯实核心招聘能力。** 公司前店后厂是按照业务细分岗位设置组织结构，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，是B端客户资源和C端灵工候选池达到特定规模后的更优业务结构。“前店”为驻场专业顾问，按区域划分，深耕区域KA和长尾客户，“后厂”则为按岗位职能划分的综合性的候选人寻访中心。公司前店后厂组织运营模式领先行业，截至2020年，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，提升运营管理效率、人岗匹配效率、交付效率；有助于触达长尾客户，夯实核心招聘能力。
- ◆ 前店后厂运营模式具备以下优势：
  - 1) **前端快速响应客户需求，对接效率、服务质量更高：**前店业务人员可统筹区域客户资源，对接客户全部人力资源业务需求；兼顾区域KA大客户和长尾中小客户，精准服务沟通效率更高，强化客户粘性。
  - 2) **后厂招聘能力更强，人岗匹配度、交付效率更高：**基于“千人千岗”，按业务细分岗位设置专门招聘小组，提升服务专业度、人岗匹配度、交付效率，夯实招聘能力。
  - 3) **核心能力与资源可沉淀，对人才依赖度低：**“前店”人才流失带不走“后厂”的招聘能力，“后厂”人才流失带不走“前店”管理能力、客户资源以及科技沉淀下的招聘能力。

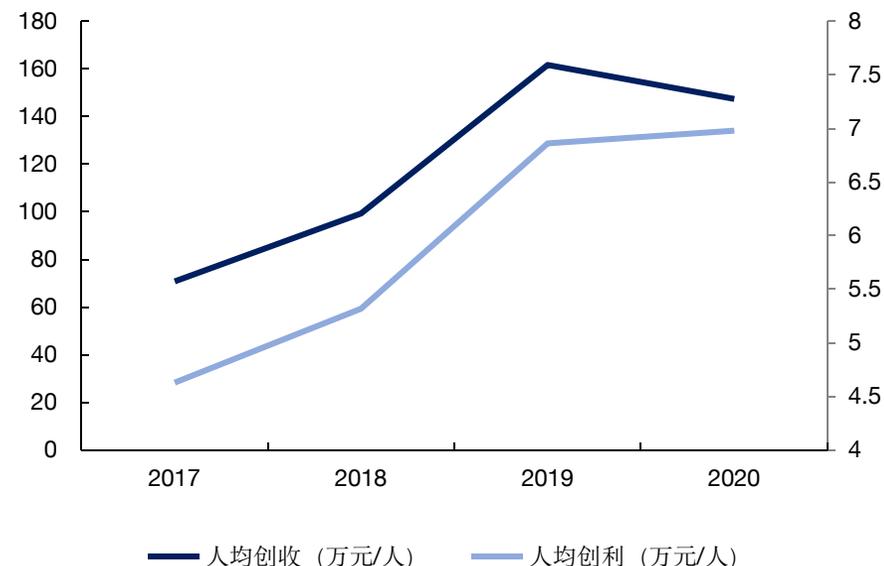
## 5.3 科技投入持续加码，人效持续提升

- ◆ **科技投入持续加码：**公司对内坚持数字化转型，内部系统升级更新、坚持互联互通持续对内赋能，强化招聘优势为后厂增速提效，为传统三大主营业务的高速发展保驾护航；对外持续开发并升级迭代四大技术平台，链接长尾，深耕服务垂直区域和商圈，与地方生态伙伴深入合作坚持推进产业互联，推进行业良性竞合发展。科研投入持续加码，2021H1，研发投入2497万元，同比增长82.5%，2016-2020年研发投入复合增速高达81.2%。
- ◆ **人效持续提升：**2017-2020年，公司人均创收和人均净利分别从70.8万/4.6万提升至147.4万/7.0万。

图表：科技投入持续加码，研发投入大幅增长



图表：人均创收和人均净利大幅增长 (万元/人)



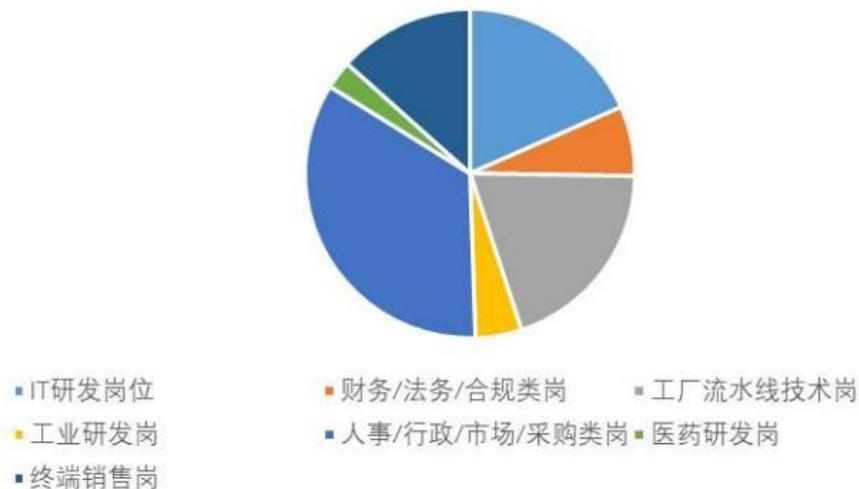
请务必阅读附注中免责条款部分 34

## 6. 灵工业务供不应求，持续高增长坚定迈向530目标

## 6.1 灵工业务增长空间广阔，人才培育助力持续高增长

- ◆ 公司灵工业务体量尚小（仅覆盖7大类岗位，在管灵工员工3万余人），远未满足存量岗位需求，灵工业务供不应求；国内灵工行业空间广阔，渗透率提升空间大，用工单位和求职者对灵工的认可度正在持续提升，顺应社会与经济发展趋势，未来有望加速释放灵工增量岗位需求。
- ◆ 增长的核心驱动来源于：公司前店后厂人才体系的打造+行业纵向深耕+岗位类型横向扩充，每一个行业或岗位的成熟都有望推动灵工业务延续高景气度。灵工业务管理半径有限，某种程度上依赖背后成熟的业务团队。目前，公司灵工“前店”业务人员相对较少，但公司具备成熟人才培育体系和有竞争力的薪酬体系，未来随着前店后厂人才的逐步培育，将推动灵工业务持续高速增长。

图表：公司灵工业务岗位分布  
岗位外包人员分布

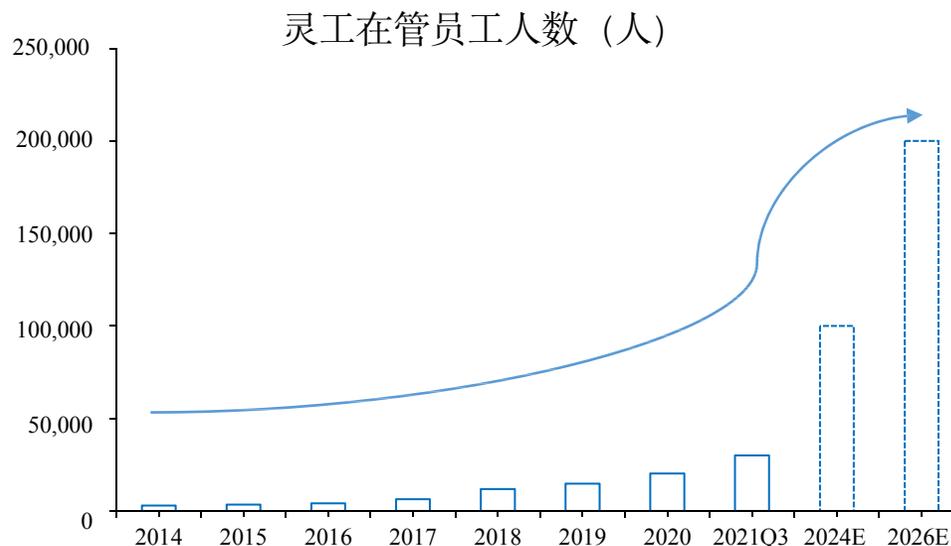


请务必阅读附注中免责条款部分 36

## 6.2 灵工在管员工加速增长，奋力奔跑迈向530目标

- ◆ **530目标彰显雄心，人资巨头雏形已现。**2019年公司提出530长期目标，即在公司成立30周年（2026年），公司的市值跻身全球人力资源整体解决方案同行的前5名内。若要实现此目标，全球前5名的门槛需市值500-1000亿元，对应灵工在管人数预计约20-30万人。复盘公司在管灵工员工数量，2016年底仅约4000人，2018年底约1万人，2020年底约2万人，2021年Q3约3万人，人数增长呈现明显加速态势。
- ◆ **未来主业灵工业务的增长来自：客户服务数量的增长（新客户的拓展）+客户业务体量的增长（老客户优质且需求稳定）+在单个客户中获得更高的业务占比（细分岗位的深耕）。**短期来看，受益于大健康、高科技、新能源等更多岗位的需求旺盛，叠加公司科技投入加速拓展新客户，灵工业务有望延续高增长。长期来看，公司作为合规经营、壁垒清晰、战略及组织领先的人资企业龙头，伴随政策法规的完善和监管力度的提升，有望持续享受政策红利。

图表：公司灵工在管人数加速增长



请务必阅读附注中免责条款部分 37

## 7. 盈利预测与投资建议

# 盈利预测与投资建议

## ◆ 盈利预测核心假设:

- 预计灵工业务延续高景气，假设近三年营收同比增速80%/60%/55%。
  - 基于灵工客户资源优质且粘性较强，假设灵活用工毛利率保持稳定。
  - 未来疫情逐渐可控，预计猎头业务持续恢复，假设近三年营收同比增速40%/25%/20；在前店后厂组织+技术赋能下，运营效率提升，预计近三年猎头业务毛利率小幅提升。
  - 基于公司的战略新兴业务技术服务在培育期，且主要服务于公司灵工、猎头、招聘流程外包三大主业，基数小增长快，假设近三年营收为0.2亿元/0.36亿元/0.65亿元。
- ◆ 预计2021/2022/2023年营收为68.86亿元/105.01亿元/156.94亿元，同比增速75.1%/52.5%/49.5%，实现归母净利润2.55亿元/3.37亿元/4.39亿元，同比增速37.0%/32.0%/30.2%，对应动态PE：45/34/26x，给予“买入”评级。

图表：营收预测（亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
灵工收入	31.12	56.02	89.63	138.93
YOY	12.5%	80%	60%	55%
毛利率	9.2%	7.5%	7.5%	7.5%
猎头收入	4.61	6.45	8.06	9.67
YOY	-12%	40%	25%	20%
毛利率	36.4%	39.0%	39.5%	40.0%
招聘流程外包收入	1.11	1.48	1.77	1.99
YOY	-26%	33%	20%	12%
毛利率	44.6%	46.0%	46.0%	46.0%
技术服务收入		0.2	0.36	0.65
YOY			80%	80%
毛利率		38%	39%	40%
总营收	39.32	68.86	105.01	156.94
YOY	9.6%	75.1%	52.5%	49.5%
综合毛利率	13.6%	11.3%	10.7%	10.2%

请务必阅读附注中免责条款部分 39

## 8. 风险提示

## 8. 风险提示

- ◆ **管理边界和瓶颈风险：**长期来看，基于人管人的生意模式，未来伴随灵工业务加速高增长，企业后厂储备的灵工流量池越大，管理难度越大，越不经济。短期来看，企业灵工团队管理能力尚未饱和，仍有富余，管理边界尚不构成风险。
- ◆ **垫资引发的现金流风险：**灵工业务模式涉及垫资，伴随人资企业业务扩张，或影响现金流正常运转。
- ◆ **大客户业务波动风险：**大客户业务扩张快，招聘需求量大且迭代快，对灵工企业收入的贡献亦较大；大客户业务波动，灵工招聘需求流失将会对企业经营造成冲击。
- ◆ **猎头顾问人才流失风险：**猎头顾问通常与候选人资源紧密绑定，猎头顾问的流失或将导致候选人资源的流失。
- ◆ **疫情反复风险：**公司业务以线下服务为主，若疫情反复或对公司线下业务的开展造成不利影响。
- ◆ **海内外市场、国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。**

# 盈利预测表

证券代码:	300662	股价:	56.96	投资评级:	买入	日期:	2022/01/17		
资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	486	397	272	119	每股指标				
应收款项	873	1527	2329	3482	EPS	1.04	1.40	1.84	2.40
存货净额	0	0	0	0	BVPS	5.68	7.16	9.01	11.41
其他流动资产	92	151	231	344	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>1451</b>	<b>2075</b>	<b>2832</b>	<b>3945</b>	P/E	52.3	44.6	33.7	25.9
固定资产	11	11	11	12	P/B	9.5	8.7	6.9	5.5
在建工程	0	0	0	0	P/S	2.6	1.6	1.1	0.7
无形资产及其他	412	549	709	934	<b>财务指标</b>				
长期股权投资	110	142	182	233	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>1985</b>	<b>2776</b>	<b>3733</b>	<b>5123</b>	ROE	18%	19%	20%	21%
短期借款	38	88	0	0	毛利率	14%	11%	11%	10%
应付款项	43	100	154	232	期间费率	7%	5%	5%	5%
预收帐款	0	0	0	0	销售净利率	5%	4%	3%	3%
其他流动负债	678	1046	1640	2436	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>760</b>	<b>1235</b>	<b>1794</b>	<b>2667</b>	收入增长率	10%	75%	53%	49%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	利润增长率	22%	37%	32%	30%
其他长期负债	43	43	43	43	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	总资产周转率	1.98	2.48	2.81	3.06
					应收账款周转率	4.50	4.51	4.51	4.51
					存货周转率	—	—	—	—
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40%	46%	49%	53%
					流动比	1.91	1.68	1.58	1.48
					速动比	1.88	1.65	1.55	1.42

证券代码:	300662	股价:	56.96
证券代码:	300662	股价:	56.96

投资评级:	买入	日期:	2022/01/17
-------	----	-----	------------

利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3932	6886	10501	15694
营业成本	3398	6110	9373	14091
营业税金及附加	22	39	59	88
销售费用	99	145	219	326
管理费用	179	187	286	427
财务费用	-4	15	17	17
其他费用/(-收入)	15	38	74	126
营业利润	244	365	493	650
营业外净收支	27	29	28	27
利润总额	271	394	520	677
所得税费用	64	94	124	161
净利润	208	300	397	516
少数股东损益	21	45	59	77
归属于母公司净利润	186	255	337	439

现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	201	16	177	153
净利润	186	255	337	439
其他	15	45	59	77
少数股东权益	21	45	59	77
折旧摊销	29	27	40	58
公允价值变动	0	0	0	0
其他	-81	-163	-211	-306
投资活动现金流	-81	-163	-211	-306
资本支出	-39	-135	-172	-257
长期投资	-42	-31	-41	-52

# 研究小组介绍

## 商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。主攻免税、酒店、景区、餐饮、化妆品、人力资源等板块。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

李英：社服分析师，南京大学，曾就职于兴业证券、方正证券，主攻医美、零售板块。

李宇宸：香港中文大学（深圳）。主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营、跨境电商板块。

## 分析师承诺

芦冠宇，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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

# 免责声明和风险提示

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海

薪给力灵活用工平台

省一级直营园区  
无中间商赚差价  
价格透明  
无额外收费项目



400-0827-130

BIANXISUI

薪给力灵活用工平台

智能AI+  
人工专家团  
联合风控  
安全无忧

薪给力风控要求严于税局  
AI+380位权威税法律师  
法规、税务稽查科专家  
审计专家  
财税专家联合风控

400-0827-130

