

科锐国际 (300662)

增持 (维持)

## 新十年剑指全球人力资源行业前五

2017年07月11日

## 相关报告

《【兴证社服】科锐国际(300662):  
人力资源龙头标的,本土猎头蓄势  
待发》2017-06-19

分析师:

李跃博

liyb@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理:

杨子颀

yangzijie@xyzq.com.cn

## 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。经过十多年的发展,公司依托内部高效的客户和人才管理系统,为客户提供人力资源咨询、人才测评、人才的培训与发展、人才的招聘、雇佣、管理的人力资源全产业链服务,同时实现对候选人整个职业生命周期的服务全覆盖。发展至今,公司在大陆、香港、新加坡、印度和马来西亚设立了73家分支机构,拥有1000余名专业招聘顾问,为超过18个细分行业与领域的2000家客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包和灵活用工等人力资源服务。2017年6月8日,公司正式登陆创业板。公司股权结构较为集中,前四大股东累计持有公司92.41%的股权,高勇和李跃章是公司的共同实际控制人,持有62.47%的表决权。值得注意的是,著名VC经纬创投参与了公司A轮融资,并通过CareerHK间接持有公司18.03%股权。
- 2012年以来,公司归母净利润从3117万元增长至6155万元,CAGR达18.54%,超越行业平均增速近3个百分点。一方面在国家发布一系列支持人力资源服务行业发展政策的背景下,公司逐步拓展业务广度与深度,另一方面公司通过并购获得了北京欧格林、上海肯康、安拓奥古等优质资产,迅速做大公司业绩。在国内业务贡献主要收入的同时,海外业务也在飞速发展,2016年海外业务贡献了4235万元收入,近五年CAGR高达127%,未来发展空间巨大。随着IPO募投项目逐步推进,公司的经营效率亦将会明显提升,毛利率较高的中高端人才访寻和招聘流程外包业务将是未来发展重心。
- 公司竞争优势突出,能够持续创新,不断研发领先的人力资源整体解决方案。目前,联想、霍尼韦尔、苹果、赛诺菲、强生等国际知名企业均已使用公司多项人力资源服务,充分体现客户对公司人力资源整体解决方案的认可。同时公司还拥有优秀的管理团队和高效稳定的人才队伍,大学本科及以上的自有员工占比高达86%。公司在大陆及东南亚的跨区域强大服务网络,能够帮助公司快速响应客户需求,进一步巩固公司的领先优势。
- 作为A股唯一一家人力资源行业龙头标的,公司有望借助资本力量不断提高市占率,使行业集中度进一步提升。成功上市后,募集资金将投向业务体系扩建项目和信息化系统升级项目,有助于整合公司现有资源并且开拓新资源,降低运营成本,提高工作效率,同时固定资产水平的提升可以拓宽融资渠道,增强债务融资能力,利于公司的长远发展。公司作为A股市场上唯一一个人力资源行业龙头标的,看好行业发展前景以及公司的业务扩建计划,预计17-19年EPS分别为0.40/0.45/0.48元,推荐关注!
- 风险提示:人力资源行业政策收紧、募投项目风险。

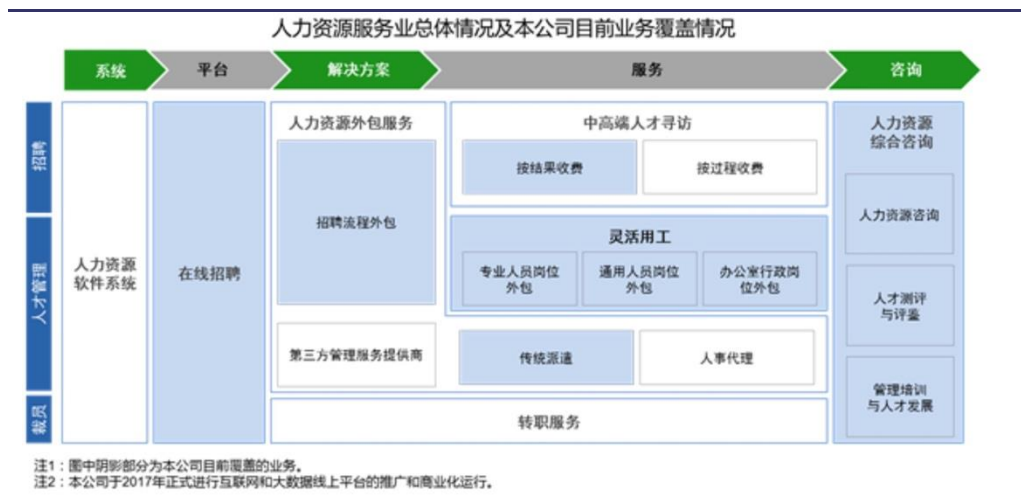


报告正文

研究观点

- **科锐国际基本情况。**公司成立于2005年12月，是国内领先的人力资源整体解决方案提供商。经过十多年的发展，公司依托内部高效的客户和人才管理系统，为客户提供人力资源咨询、人才测评、人才的培训与发展、人才的招聘、雇佣、管理的人力资源全产业链服务，同时实现对候选人整个职业生命周期的服务全覆盖。盈利预测

图 1、人力资源服务业总体情况及科锐国际目前业务覆盖情况



资料来源：兴业证券研究所

图 2、科锐国际荣誉



资料来源：兴业证券研究所

- **从业态角度看科锐未来发展。**
  - 一体两翼：一体指大数据内核（三季度会有公告，暂不详述），两翼指 2B 与 2C 同时发力

公司跟踪报告(不带市场行情)

- 灵活用工：全球 5000 亿美金市场
- \*公司为超过 18 个细分行业与领域的 2000 家客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包和灵活用工等人力资源服务，每年成功推荐 2-3 万人。

图 3、科锐国际客户资源及候选人数据库

- 丰富的客户资源
  - > 公司建立了多元化而稳定的客户基础，客户数量从2010年的800家左右上升到目前的2,000多家；同时，每家客户的平均业务收入也实现了稳步增长。公司目前的客户群体中，70%为外资企业、25%为快速成长的民营企业、5%为国有企业。
  - > 客户对公司的忠诚度高，75%为重复购买客户，其中大量服务期已超过10年。
- 强大的候选人数据库
  - > 公司充分利用 ERP系统量化管理、大数据挖掘工具以及基于互联网的线上平台，不断扩大候选人数据库资源，激活市场对冗余候选人信息的需求，提高候选人资源周转率。



资料来源：兴业证券研究所

- 想要扩张只服务大客户还不够，所以公司未来将更多服务中小型长尾客户，利用互联网等技术手段提升服务效率。
  - 目前公司已积累 400 万人才数据库，转化率只有千分之五。所以为了提升转化率，技术方面也做了不少创新。
  - 创新一：招聘流程外包，与客户谈，将其整个招聘流程揽下来
  - 创新二：自荐他荐，PC 端已开放
  - 创新三：极派，利用微信平台为灵活用工迅速建立匹配
- 目前线上项目（极派与线上中高端访寻）测试两个月，已实现每天成功匹配两人，未来目标每天 100 人。

图 4、公司基本情况

公司跟踪报告(不带市场行情)

最近三年合并资产负债表主要数据 (单位: 万元)

项 目	2016年12月31日	2015年12月31日	2014年12月31日
资产总额	52,605.66	44,929.46	33,100.34
负债总额	21,902.22	18,976.79	14,150.58
所有者权益合计	30,703.44	25,952.67	18,949.81

最近三年合并利润表主要数据 (单位: 万元)

项 目	2016年	2015年	2014年
营业收入	86,813.67	73,236.94	62,635.59
营业利润	7,258.18	7,960.12	5,897.76
利润总额	8,834.71	9,048.38	6,811.55
净利润	6,154.89	6,583.17	5,052.87
扣非后净利润	5,132.41	4,384.33	4,332.46

最近三年合并现金流量表主要数据 (单位: 万元)

项 目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量净额	2,006.93	3,557.70	5,717.96
投资活动产生的现金流量净额	-839.36	3,789.10	-266.17
筹资活动产生的现金流量净额	-1,845.20	-1,632.61	3,163.23
现金及现金等价物净增加额	-736.66	5,688.75	8,677.23

资料来源：兴业证券研究所

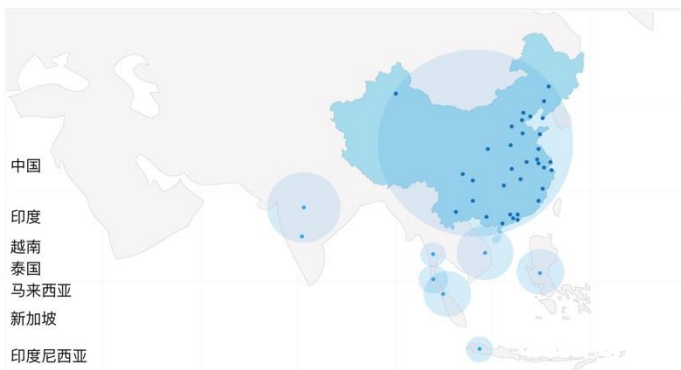
● 公司基本情况。

- 中高端人才访寻 300 亿规模，公司营收 2.6 亿，差不多不到 1% 规模。公司壁垒体现在整体解决方案，我们给人才提供全生命周期访寻服务，刚毕业的学生我们会将他安放在灵活用工等岗位上，等他有一定工作经验后。
- 中高端人才访寻是顺经济周期的服务，灵活用工正好相反。所以公司灵活用工和招聘流程外包是为了帮企业解决平缓周期的问题，为其增加弹性。
- 该类产品或服务在欧美日等发达经济体非常受欢迎，因为他们都经历过完整的经济周期，灵活用工可以迅速满足企业在衰退期对临时工的需求。
- 公司在运营中也能发现行业热点，比如这两年智能行业就非常火。公司目前分为 18 个大行业，再往下还有细分行业，针对细分行业还有不同区域的划分。
- 结构上的管理：前店后厂，店会专注于管理 B 端和 C 端的需求进行匹配，后厂就是在班加罗尔等地设立的数据处理技术中心。
- 公司重要股东：经纬 07 年进入，大摩 14 年进入。
- 公司目前有 73 家子公司，但全在亚洲。上个月刚在休斯顿成立了新子公司，未来公司也将响应国家一带一路战略，做全球化布局，此外还有碧桂园在马来西亚的项目，中高端人才都是科锐找的。

图 5、服务网络

## 公司跟踪报告(不带市场行情)

- 服务网络遍布亚太区40个城市
- 在全国及东南亚设立73家分支机构；
- 业务遍布中国大陆、香港、新加坡、印度和马来西亚等地；
- 在苏州建立了规模较大的候选人访寻中心；
- 独特的“线下服务+线上平台”的服务模式
- 作为线下服务网络的重要补充和延伸，公司打造了基于大数据和互联网的线上平台，能够帮助公司快速响应客户需求，伴随跨国公司在深度发展及中国企业跨区域及国际化扩张步伐，以客户为中心快速集中优质资源，提供量身定制精准化的产品和服务，实现产品和服务的交叉销售，进一步巩固公司的领先优势。



资料来源：兴业证券研究所

### ● 国际市场分析

- 人力资源全球规模 2015 年大概 3.2 万亿人民币 (WEC, 独立 NGO 机构, 报告数据较全, 但只统计他的会员, 所以中国数据不全), 中国猎头应该有近 300-400 亿元人民币市场, 单价 3-4 万元。
- 灵活用工在人力资源行业规模占比超 65%, 22% 是薪酬人事代理等, 另外还有一大块 9% 是中高端人才访寻。
- 国际上灵活用工毛利率 15-18%, 公司近 10%, 中国市场与国际市场结构有所区别, 国内有很多派遣业务。国内这块市场其实刚刚起步, 目前公司也看不到竞争对手, ManPower 在国内做的很小, 苏州的惠斯、英格码都输入派遣业务。
- 中国人力资源市场所处阶段: 全球在二战后才有该市场, 在柏林墙倒塌、苏联解体后全球劳动人口从 15 亿人增至 30 亿人, 所以该市场迅速成长。中国在 2005-2007 发展很快, 刚刚入关。2025 年有一半全球大公司总部会设在中国, 因为中国公司会逐渐变大。
- 灵活用工 1/3 是白领, 2/3 是蓝领, 但蓝领目前国内不规范, 很多不缴纳五险一金, 当然公司作为上市公司肯定要做合规事项。虽然公司也为华为、联通等招了很多科学家高端人才, 但公司最主要业务还是在白领。
- 此外, 人均收入的增长 (最低预期也能达到人均 13000 元美金的收入水平), 2027 年达到高等收入水平国家, 也会为公司业务带来利好。
- 全球人力资源市场都有集中度低的特点, 所以收购兼并在全球都层出不穷。日本的 Recruit 跟科锐最相似, 其内部有 2000 员工专门挖掘近 2 万客户的需求, 再去跟 C 端匹配, 虽然它全球只排第四, 但是估值一直在 40 倍以上, 比前三名都高。

\*其实人力资源行业本质解决的是摩擦型失业的问题。所以人才的市场化流动 (国企改革+年轻人生活方式思维方式的转变) 会是公司发展的一个最大驱动力。

- **灵活用工是未来公司业务重心，公司毛利率较海外 15-18%还有差距。**其实是一个统计上标准的差别，12年前我们还是19%的毛利率，之后才变成10%，因为证监会要求把部分翻到成本上。
- **2-3000亿规模市场，公司目前市占率还较低。**其实日本最大的 recruit 也是靠并购，公司未来会在一带一路沿线国家做更多有质量的并购。
- **外延的主要融资手段。**这部分不方便说，有合规问题。但问题不大，目前国际上并一家1亿净利润公司也13亿差不多。
- **跟线上平台的竞争。**科锐不做平台，51job 等等都是在卖简历，不是全流程服务。科锐专注的在做全流程高质量服务，就像阿里和京东的差别，科锐会深度地粘住客户，要做人力资源行业的京东模式。华为的21级员工全是科锐请的（985硕士一般是14级）  
\*公司其实在选择投资者方面也会有战略性，大摩、经纬实际上都是很好的投资者。大摩有全球性的资源优势，为公司并购提供建议；经纬主投 TMT 行业、可帮助公司 C 端管理。  
\*目标 530:目前是公司第 21 年头，公司要在 30 年时候进入全球前 5。
- **未来 3-5 年内生增长公司的期望。**行业平均增速 30%，公司肯定不低于行业。
- **科锐不会在外延方面学习 Recruit 思路。**Recruit 灵活用工占比 50%，利润贡献 20%，主要利润靠营销公司等。科锐要学习 Recruit 在人力资源方面的模式、但路径他靠黄页等发家，不会在业务方面一味地模仿。
- **国内猎头竞争格局。**科锐数一数二，但是 300 亿市场科锐市占率不到 1%，如果做到 10%那也有 30 亿。所以猎头业务还需要在运营管理等环节不断打磨，科锐灵活用工会快一些。

**公司跟踪报告(不带市场行情)**
**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
 中 性: 相对表现与市场持平  
 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;  
 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间  
 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;  
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

**机构销售经理联系方式**

<b>机构销售负责人</b>		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
<b>上海地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-38565955					
<b>北京地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjq@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
<b>深圳地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
<b>国际机构销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-38565955					
<b>私募及企业客户负责人</b>		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
<b>私募销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。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。