

公司研究/首次覆盖

2018年05月24日

社会服务/旅游综合 II

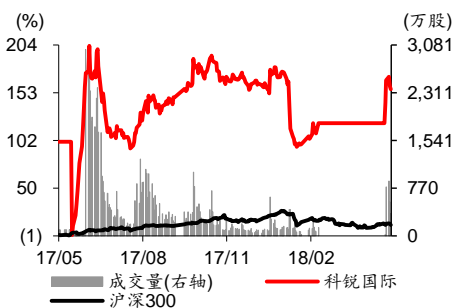
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 24.18
合理价格区间(元): 25.38~25.92

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 021-28972038
联系人 sundanyang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

民营人力资源服务龙头扬帆起航

科锐国际(300662)

首家 A 股上市 HR 整体方案提供商

公司在中高端人才寻访、灵活用工、招聘流程外包市场份额领先，积累超 3000 家客户，合作期限长、复购率高；顾问超 1600 人，积累候选人信息超 400 万条，覆盖广泛行业。控股股东持股比例 36.3%，获经纬创投、摩根士丹利参股，并有四个员工持股平台，激励机制完善。公司内生增长较快、有望持续整合行业，目标价 25.38-25.92 元，首次覆盖给予增持评级。

需求旺盛带动行业快增，政策支持保驾护航

我国企业规模、质量齐升，对中高端劳动力的需求将持续增加。2007 年以来促进行业发展的政策相继出台，政策红利有望助推行业发展。HRroot 预计 19 年我国人资服务行业规模 3150 亿，15-19 GAGR17%，维持较快增长，公司作为民企龙头 17 年市占率不足 1%，提升空间较大。

线下主业仍具发展空间，外延拓展国际市场

全球灵活用工业务市场广阔，国内尚处起步阶段，有望持续快增；公司中高端人才访寻覆盖客户广泛，有望持续增长；招聘流程外包业务细分市场地位领先，预计未来增长相对稳健；公司发力扩张二三线城市，海外各地相继设立 83 家分支机构，国际化布局初步建立，三大主业仍具较大发展空间。18 年 4 月拟 2200 万英镑现金收购英国主营中高端寻访及灵活用工的 Investigo 52.5% 股权，标的公司 17 年收入/净利润 9.14/0.33 亿元，分别占上市公司 17 年收入及利润的 81%/23%（权益利润占比），若交易完成，有助实现业务协同、打开国际市场、显著增厚上市公司业绩。

一体两翼发展战略，线上贡献新增量

公司已积累 400 万候选人的数据库，庞大的人才数据库到 B 端客户转化率较低。公司拟加快一体两翼布局，通过线上平台实现线下候选人资源和长尾客户资源结合，17 年才客网（在线猎头 B2C 服务）、即派（线上灵活用工服务平台）已产生相应收入。薪薪乐（SaaS 薪酬云平台）、睿聘（智能 SaaS 人才管理平台）面向长尾客户，正持续孵化。同时 17 年 9 月公司 1000 万收购 HR SaaS 服务商“才到”18% 股权，有望借助其领先的 HR SaaS 技术平台及在 HR 信息化服务领域的丰富经验，完善全产业链布局。

首家 A 股上市 HR 整体方案提供商，首次覆盖给予增持评级

人资服务行业高景气，公司内生方面资源优势突出，国内建分支机构拓展业务，拟并购 Investigo 切入欧洲，一带一路下有望继续发力全球布局。外延方面凭资本先发优势，有望持续通过并购整合做大做强。推进一体两翼，有望实现线上线下深度融合。预测 18-20 年 EPS0.54/0.69/0.88 元，选取在细分行业、业务模式等方面具有稀缺性的公司进行对比，可比公司 18 年平均 PE47 倍，公司 18-20 年收入/利润 GAGR31%/28%，行业高度分散，公司有望持续借助资本先发优势外延整合提升市占率，给予公司 18 年目标 PE 47-48 倍估值，目标价 25.38-25.92 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：重大资产重组进程不达预期、核心人员流失、人力成本上升。

公司基本资料

总股本 (百万股)	180.00
流通 A 股 (百万股)	45.00
52 周内股价区间 (元)	9.43-28.58
总市值 (百万元)	4,352
总资产 (百万元)	891.13
每股净资产 (元)	3.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	868.14	1,135	1,528	2,024	2,628
+/-%	18.54	30.75	34.60	32.49	29.82
归属母公司净利润 (百万元)	61.55	74.34	96.63	123.73	158.84
+/-%	(6.51)	20.78	29.98	28.05	28.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.41	0.54	0.69	0.88
PE (倍)	68.81	56.97	43.83	34.23	26.66

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

首家 A 股上市 HR 整体方案提供商	5
业绩保持快速增长，费用率呈明显下行	5
外延并购夯实体量，实现全产业链布局	7
创始团队控股公司，高管持股激励充分	9
需求旺盛带动行业快增，政策支持保驾护航	11
企业用人需求旺盛，奠定行业增长基础	11
持续享受政策红利，行业迎来发展机遇	14
完善国内市场发力海外，打造线下+线上新模式	17
线下主业仍具发展空间，外延拓展国际市场	17
中高端寻访：传统优势业务，覆盖客户广泛	17
灵活用工：市场潜力较大，近年发展迅速	18
招聘流程外包：高附加服务，国内市场领先	19
完善全国服务网络，外延拓宽国际市场	21
一体两翼发展战略，线上贡献新增量	23
盈利预测与估值	26
PE/PB - Bands	27

图表目录

图表 1: 2016 年科锐国际在大中华区 HR 行业综合排名第七	5
图表 2: 公司营收持续快速增加	5
图表 3: 公司归母净利润持续增长	5
图表 4: 灵活用工营收占比持续上升	6
图表 5: 综合毛利率持续下降	6
图表 6: 科锐国际期间费用率控制较为出色	6
图表 7: 2010-17 年公司持续收购行业知名品牌或成立各地分支机构	7
图表 8: 科锐国际提供 HR 全产业链服务	8
图表 9: 公司拥有的 21 家子公司侧重不同细分领域业务	8
图表 10: 公司并购标的收入快速增长	9
图表 11: 公司并购标的收入占比不断提升	9
图表 12: 控股股东北京翼马由四人创始团队所有	9
图表 13: 科锐国际的高管员工持股激励机制	10
图表 14: 人力资源服务产业链	11
图表 15: 2014 年国内人力资源服务市场结构	11
图表 16: 世界 500 强企业中中国数量持续增加 (家)	11
图表 17: 2011 年起下游用工需求持续大于上游求职需求 (万人)	12
图表 18: 国家对中高端人才需求将持续增加	12
图表 19: 2016 年人力资源服务机构中, 民营企业数量占比明显提升	13
图表 20: 国有、外资、民营企业各有优势领域	13
图表 21: 2016 年科锐国际主要客户以外资、民营企业为主	13
图表 22: 2007 年国务院在《关于加快服务业的若干意见》发布后, 各类促进人力资源 服务业发展的政策规范等相继出台	15
图表 23: 中国 HR 服务业市场规模 (单位: 亿元)	16
图表 24: 科锐国际的高端人才访寻“行业+职能+区域”矩阵	17
图表 25: HRoot 预计 15-19 年中高端人才寻访市场规模 CAGR 为 20% (单位: 亿元)	18
图表 26: 科锐国际 2006 年起开展灵活用工服务	18
图表 27: 灵活用工比传统劳务派遣收费更高	19
图表 28: HRoot 预计 15-19 年灵活用工市场规模 CAGR 为 22% (单位: 亿元)	19
图表 29: 科锐国际招聘流程外包业务典型案例	20
图表 30: 2019 年招聘流程外包市场规模可达 32 亿元	20
图表 31: 17 年公司新设子公司情况	21
图表 32: 科锐国际的全球化布局	21
图表 33: 公司海外业务收入占比有较大提升空间	21
图表 34: 本次交易前后标的公司股权结构变化	22
图表 35: Investigo 中高端人才访寻的招聘流程	22
图表 36: Investigo 灵活用工的招聘流程	22
图表 37: Investigo 16-17 年营业收入	23

图表 38: Investigo 16-17 年净利润	23
图表 39: 本次收购对公司意义重大	23
图表 40: 科锐国际一体两翼战略升级	24
图表 41: 才客网、即派已投向市场, SaaS 平台产品继续孵化	24
图表 42: 才到目前覆盖的部分客户	25
图表 43: 才到的产品功能涵盖员工 APP、薪资计算、员工考勤等	25
图表 44: 科锐国际盈利预测	26
图表 45: 可比公司估值比较	27
图表 46: 科锐国际历史 PE-Bands	27
图表 47: 科锐国际历史 PB-Bands	27

首家 A 股上市 HR 整体方案提供商

科锐国际是亚洲领先的整体人才解决方案服务商。公司 1996 年成立，截至 2017 年已与 2000 余家跨国集团、国内上市公司、快速成长性企业及非盈利组织建立长期合作关系。2017 年 6 月 8 日，科锐国际在深圳证券交易所创业板上市，成为中国首家登陆 A 股的人力资源服务企业。截至 2017 年，公司在中国大陆、香港、印度、新加坡、马来西亚等亚洲地区拥有 83 家分支机构，1600 余名专业招聘顾问，在超过 18 个行业及领域为客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、招聘培训等解决方案。

图表1：2016年科锐国际在大中华区 HR 行业综合排名第七

排名	公司名称	国别	主营业务	证券交易所
1	安德普翰 ADP	美国	人力资源外包	纳斯达克
2	领英 LinkedIn	美国	招聘与雇佣服务	纽约
3	中智 CIIC	中国	人力资源外包、招聘与雇佣服务	--
4	万宝盛华 ManpowerGroup	美国	招聘与雇佣服务	纽约
5	美世 Mercer	美国	人力资源咨询	纽约
6	思爱普 SAP	德国	人力资源管理软件	法兰克福、纽约
7	科锐国际 CareerIntl	中国	招聘与雇佣服务	深圳
8	甲骨文 Cracle	美国	人力资源管理软件	纳斯达克
9	克罗诺思 Kronos	美国	人力资源管理软件	--
10	韦莱塔悦 WillisTowersWatson	英国	人力资源咨询	纳斯达克

注：该排名综合考虑了以下指标：财务支持、市场活动、媒体曝光、研究与发展、广告与赞助、品牌跨地理能力、品牌保护度、社交媒体营销、移动营销、数字化营销、网站竞争力、客户评价等

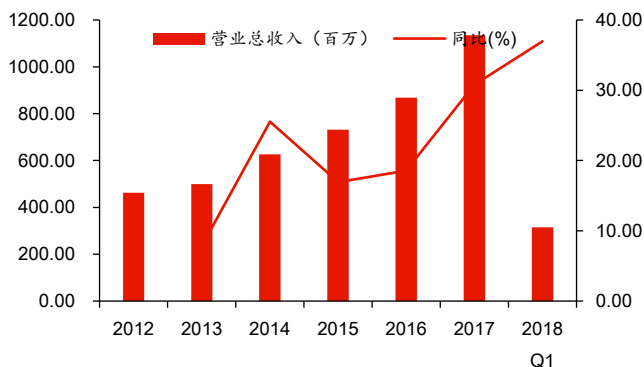
资料来源：HRoot《大中华区人力资源服务机构品牌100强》，华泰证券研究所

业绩保持快速增长，费用率呈明显下行

公司长期保持快速增长态势。2017年上市公司实现营业收入11.35亿元，同比增速30.75%，2012-17年CAGR 19.66%，其中，灵活用工业务GAGR 29.37%，中高端人才访寻业务GAGR 10.78%，招聘流程外包业务GAGR 7.24%，灵活用工的快速扩张成收入增长主要贡献力量。2017年公司实现归母净利润7434万元，因政府补助同比大幅下降，同比增速20.78%，扣非归母净利润6975万，同比增36.10%。

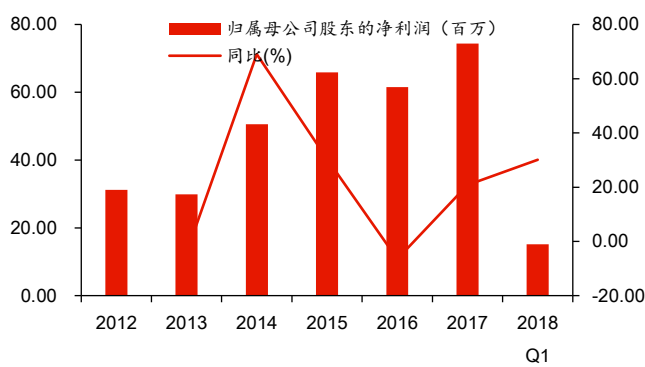
18Q1公司服务网络持续扩张，收入持续快速提升。公司18Q1实现收入3.15亿元，同比增36.97%，实现归母净利润1515万元，同比增30.05%，维持较快增长。公司服务网络持续扩张、加大平台及技术投入提升服务质量带动中高端人才访寻以及灵活用工业务快速增长。

图表2：公司营收持续快速增加



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

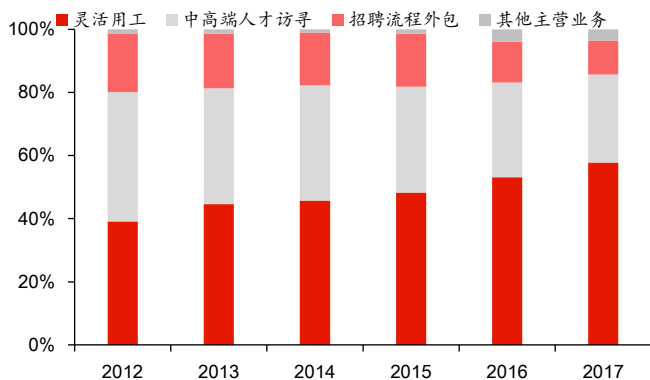
图表3：公司归母净利润持续增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

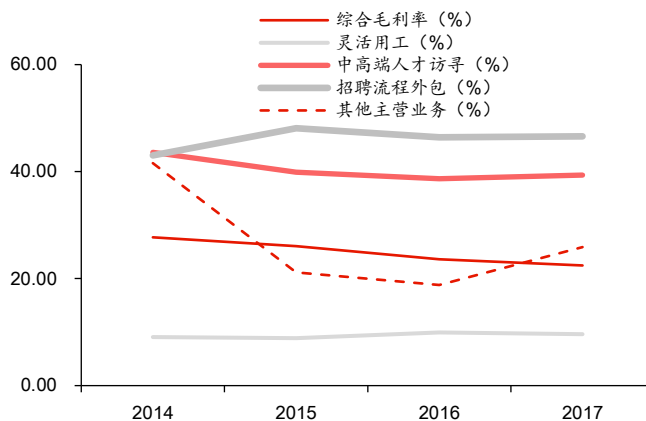
灵活用工营收占比逐年提升，业务结构变化导致综合毛利率下滑。2012-17年灵活用工业务收入营收占比从39.13%升至57.82%。2017年灵活用工毛利率9.61%，低于中高端人才访寻39.35%和招聘流程外包46.58%的毛利率水平。灵活用工业务占比提升导致综合毛利率持续走低，综合毛利率从2014年的27.72%下降至2017年的22.46%。

图表4：灵活用工营收占比持续上升



资料来源：公司报表，华泰证券研究所

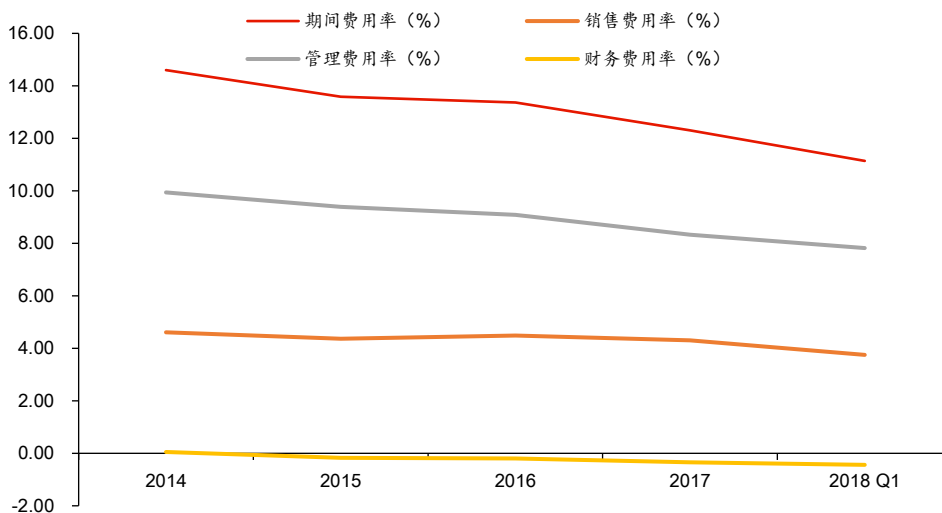
图表5：综合毛利率持续下降



资料来源：公司报表，华泰证券研究所

费用控制较为良好，期间费用率持续小幅下降。2014-2017上市公司期间费用率由14.60%下降至12.3%，2018Q1期间费用率进一步下降至11.14%，体现公司较强的费用管控能力以及外延扩张带来的规模效应提升。其中，管理费用率从2014年的9.94%下降1.61pct至2017年的8.33%；销售费用率从2014年的4.61%至下降0.3pct至2017年的4.31%。

图表6：科锐国际期间费用率控制较为出色



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

外延并购夯实体量，实现全产业链布局

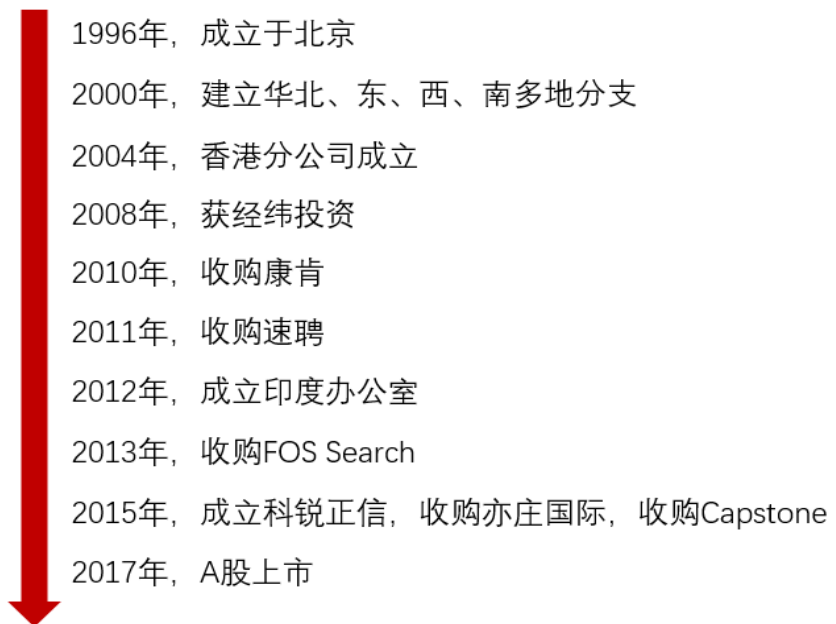
持续收购优秀知名品牌，跨赛道复制拓宽业务模式，外延并购协同显著。公司成立以来陆续收购北京欧格林、上海康肯、秦皇岛速聘、上海科之锐、新加坡公司、安拓咨询和安拓奥古、北京联聘、亦庄人力、Capstone 以及马来西亚公司，并在各地新建分支机构，外延并购协同效应主要体现在三个方面：

1) 并购细分领域龙头企业，增厚公司资源储备。如 2015 年收购的亚洲领先的猎头机构 Capstone，在地产、能源及矿产领域的中高端猎头行业处于领先地位，收购完成后科锐国际拥有该领域核心客户以及人才数据库，同时拥有了由香港劳工处颁发的职业介绍所牌照。

2) 建立海外合资子公司，服务海外市场。公司先后与当地公司合资成立印度公司、马来西亚公司、新加坡公司，覆盖当地各细分行业客户的中高端人才访寻及招聘流程外包业务。截至 2016 年公司自有境外员工 63 人，占总员工数比例 5%，2017 年境外收入合计 4700 万元，占总收入比例约 4%，通过派出少量自有员工+与当地人员结合的方式，公司实现高产出的境外业务拓展。

3) 跨赛道子行业平行收购，突破行业进入壁垒。如 2015 收购已有 15 年人力资源服务外包经验的国资企业亦庄国际，首次进入 HR 外包行业，并同时拥有该企业的核心客户，涵盖多家世界及国内 500 强企业、优质创业公司、政府事业单位。

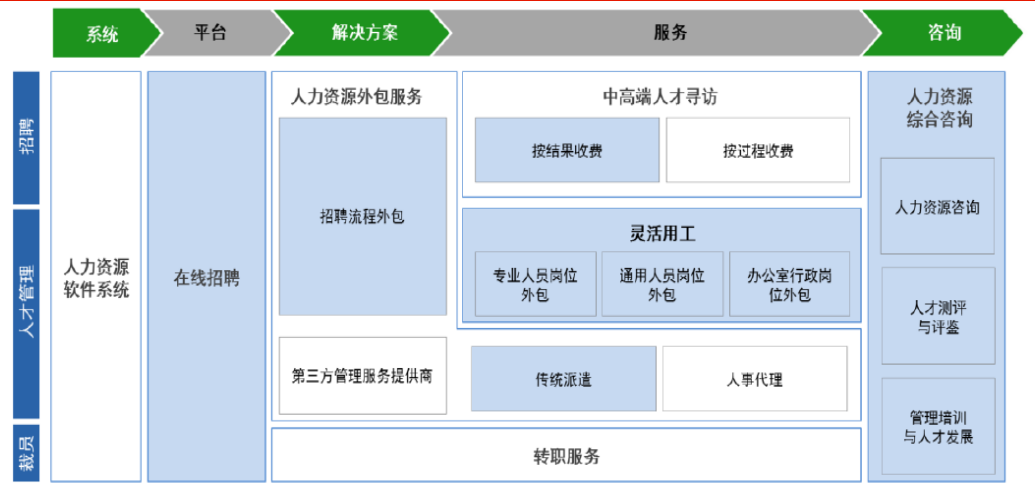
图表7： 2010-17 年公司持续收购行业知名品牌或成立各地分支机构



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

通过持续扩张，公司已形成覆盖多行业、多地区的中高端人才寻访、招聘流程外包、灵活用工三大业务为主的全产业链服务。科锐国际成立之初主要从事中高端人才访寻业务，积淀了具有较高知名度和忠诚度的客户，建立了较为完善的标准化管理制度。之后基于对客户需求的深度理解和自身突出的招聘能力，借鉴国外人力资源新的发展方向，公司率先在国内推出招聘流程外包业务，不断发展和优化灵活用工业务及其他人力资源服务。公司能够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覆盖。

图表8：科锐国际提供 HR 全产业链服务



注：图中蓝色阴影部分为科锐国际目前覆盖的业务

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

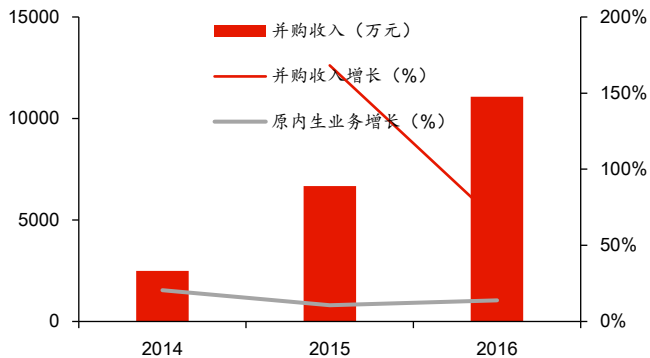
图表9：公司拥有的 21 家子公司侧重不同细分领域业务

品牌名称	主要业务	是否收购而来	收购时间	股权比例
秦皇岛速聘	中高端人才访寻（针对跨行业企业内部 IT 部门提供服务）	是	2014.08.08	100%
安拓奥古	中高端人才访寻（针对汽车、医药等行业提供生产供应链服务）	是	2014.01.10	51%
汇聘咨询	中高端人才访寻（侧重财务、人力资源及法务等职能职位领域）	是	2014.01.10	51%
苏州安拓奥古	中高端人才访寻（安拓品牌下的区域各领域）	否	--	--
Capstone	中高端人才访寻（针对地产、能源及矿产领域提供服务）	是	2015.08.20	79.09%
杭州科之锐	中高端人才访寻（侧重区域城市的各种行业领域）	否	--	--
香港 AP	中高端人才访寻（针对投资、银行、私募基金等行业）、灵活用工（侧重快销、房地产的促销员领域）	否	--	--
新加坡公司	中高端人才访寻（覆盖新加坡业务，主要涉及 IT 和通信、制造和工程、石油天然气等行业以及人事、财务和行政等职能）、招聘流程外包	是	2014.11.11	90%
马来西亚公司	中高端人才访寻（覆盖马来西亚业务，针对银行、金融、高科技等行业）、招聘流程外包	是	2015.12.28	100%
印度公司	中高端人才访寻（覆盖印度业务，主要涉及工厂制造及科技行业）、招聘流程外包	否	--	--
苏州科锐尔	招聘流程外包、灵活用工（主要提供工厂流水线岗位）	否	--	--
上海科之锐	灵活用工（主要提供 IT 研发工程师岗位、办公室行政岗位）	是	2010.05.31	100%
北京欧格林	灵活用工（主要提供医药研发岗位）	是	2010.05.31	100%
上海康肯	灵活用工（主要提供终端销售岗位）	是	2010.04.19	100%
科锐正信	灵活用工（主要提供酒店服务岗位）			
亦庄人力	灵活用工、传统劳务派遣（主要提供工厂流水线岗位）	是	2015.08	80%
西藏亦庄	灵活用工、传统劳务派遣（主要提供工厂流水线岗位）	否	--	--
杭州锐致	灵活用工（侧重电商业务研发和运营）、非文化教育培训	否	--	--
荐客极聘	业务资质申领及取得资质后线上业务平台的运营、维护和管理	否	--	--
北京联聘	目前无实际经营业务	是	2013.12.31	100%
安拓咨询	目前无实际经营业务			

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

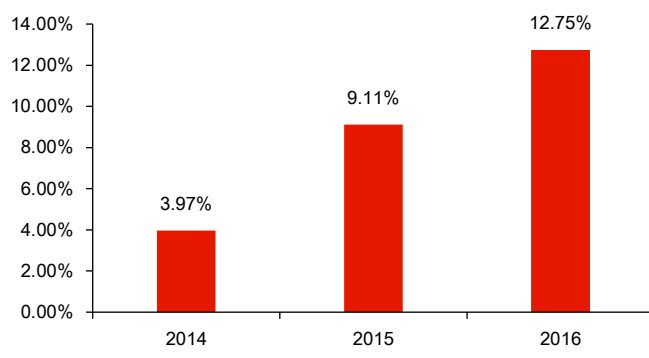
内生稳增长，外延贡献可观收入。2014年，公司分别收购安拓咨询、安拓奥古和新加坡公司。纳入合并报表以后，2014-2016年三公司合计实现收入2486.93万元、5076.87万元以及5049.11万元。2015年以及2016年，公司分别收购亦庄人力、Capstone以及马来西亚公司，营业收入进一步增长，在纳入合并报表之后，2015年以及2016年上述公司合计实现收入1592.97万元以及6016.85万元。2016年陆续并购的标的收入占比已经达到13%左右，增长快速，贡献可观收入。

图表10：公司并购标的收入快速增长



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表11：公司并购标的收入占比不断提升

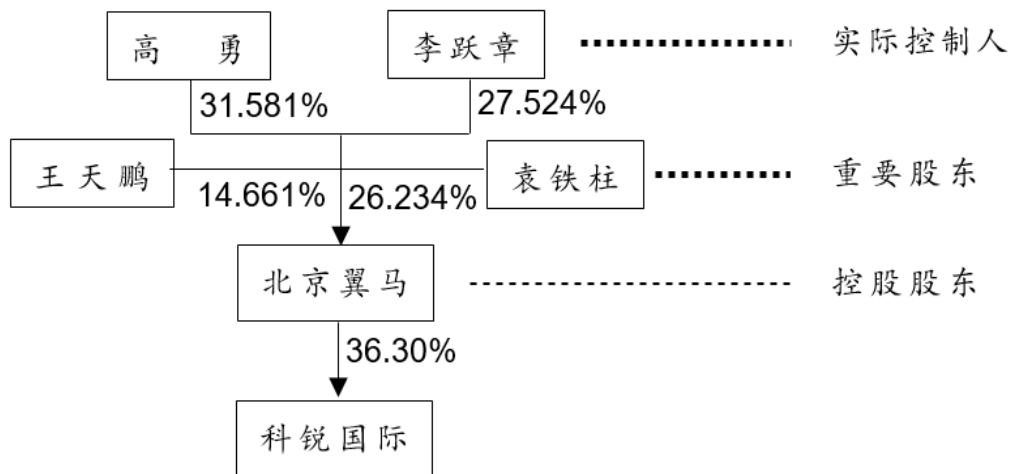


资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

创始团队控股公司，高管持股激励充分

创始团队仍是公司管理层中流砥柱，实际控制人持股集中度较高。截至2017年年报，实际控制人高勇和李跃章通过北京翼马持有公司36.3%的股份，股权相对集中，有利于实现大股东和上市公司的利益绑定。

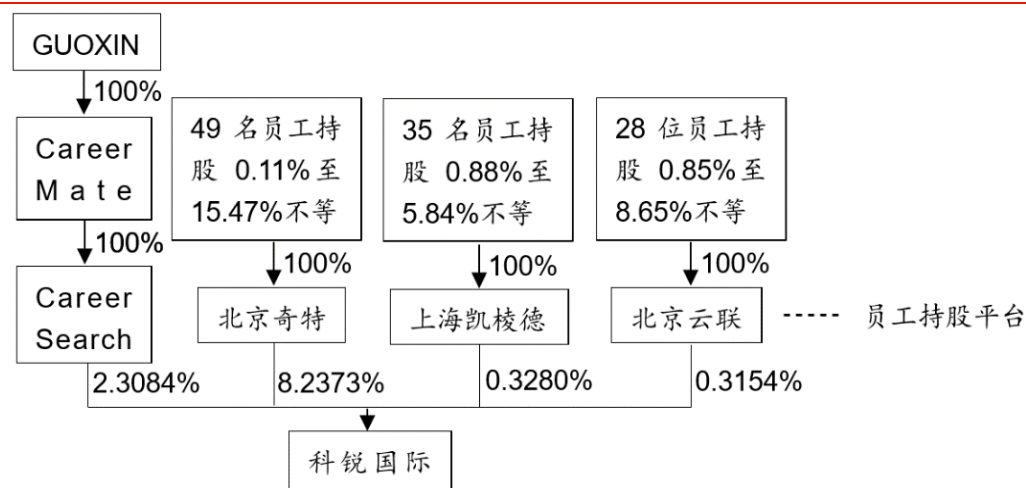
图表12：控股股东北京翼马由四人创始团队所有



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高管员工持股有助于激励积极性和主动性，公司有望保持持久活力。上市公司共有 Career Search、北京奇特、上海凯棱德、北京云联等四个员工持股平台，其中 Career Search 和北京奇特构成与实际控制人一致行动关系。Career Search 由上市公司总经理 GUOXIN 间接 100% 控股。GUOXIN 拥有美国国籍，旧金山大学 MBA、北京航空航天大学机械工程学士及系统工程硕士，曾就职于埃森哲任战略咨询业务高级顾问、以及 Mercer（美世集团）任大中华区总裁、全球高级合伙人，目前仍兼任上海美世保险经纪有限公司董事，具有丰富的人力资源和管理咨询行业经验。我们认为通过持股平台绑定利益，公司员工和高管团队获得更大的动力实现上市公司价值提升。

图表13：科锐国际的高管员工持股激励机制



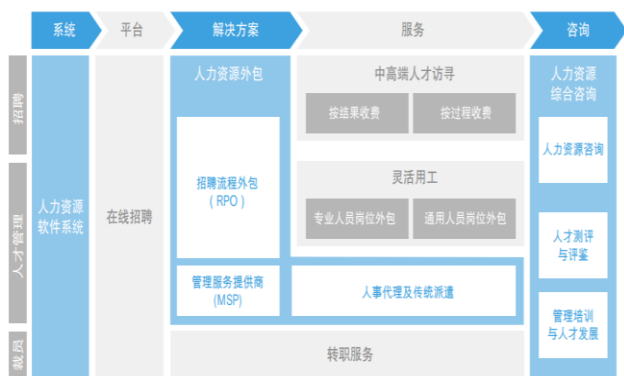
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

需求旺盛带动行业快增，政策支持保驾护航

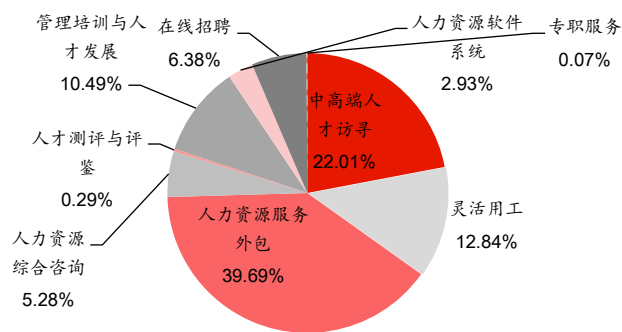
企业用人需求旺盛，奠定行业增长基础

人力资源服务行业包括中高端人才访寻、灵活用工、人力资源外包、在线招聘、人力资源综合咨询、人力资源软件系统、转职服务等子行业。HRoot 数据显示，2014 年我国人力资源服务行业总营收 1404 亿元，中高端人才访寻、灵活用工、人力资源服务外包占比最高，分别达 22%、13%、40%。1) 中高端人才寻访即猎头业务，是一种高端人才招聘模式，即为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务活动。据 HRoot 数据，2014 年行业规模 400 亿，同比增长 41%；2) 人力资源外包业务包括流程性外包和事务性外包两种，前者包括招聘流程外包、薪酬福利制度外包等，后者主要有人事代理业务（涉及人事档案管理、职称评定、社会养老保险金收缴、出国政审等），据 HRoot 数据，2014 年行业规模 541 亿，同比增长 9%。3) 灵活用工服务是针对客户在面临人员编制紧张、旺季人才短缺、项目用工短缺、三期（孕期、产假、哺乳期）员工短期替补等难题，主要形式即岗位外包。据 HRoot 数据，2014 年行业规模 175 亿，同比增长 16%。

图表14： 人力资源服务产业链



图表15： 2014年国内人力资源服务市场结构

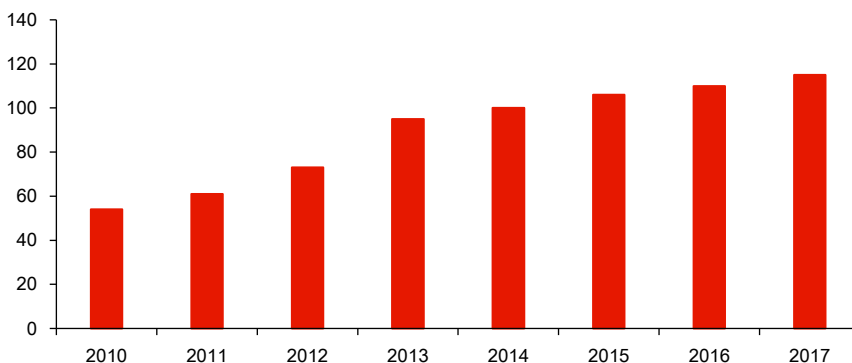


资料来源：HRoot《中国人力资源服务业市场研究报告》，华泰证券研究所

资料来源：HRoot《中国人力资源服务业市场研究报告》，华泰证券研究所

企业质量提升，用人需求旺盛。伴随我国宏观经济持续增长，Fortune 杂志发布的“世界 500 强企业”中国企业数量逐年增加，由 2010 年的 54 家增至 2017 年的 115 家，我国企业规模、质量明显提升，对人力资源服务的需求将继续稳定上升。外资企业及国内大型企业是科锐国际主要服务对象，大中型企业数目的增长带来用人需求持续攀升，为人力资源服务行业奠定增长基础。

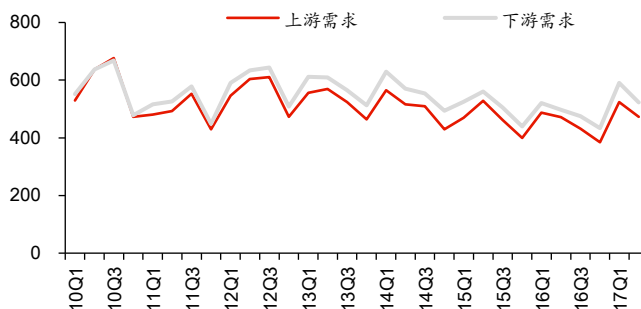
图表16： 世界 500 强企业中中国数量持续增加（家）



资料来源：Fortune，华泰证券研究所

“用工荒”的同时，产业升级对中高端人才的需求有望持续增加。根据《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020年)》，到2020年，我国高技能人才占技能劳动者比例要从2008年的24.4%提升至28%，产业升级背景下，国家将逐步增加对中高端人才的需求。而根据人社部数据，2011Q1-2017Q2企业用工需求持续高于应聘者的求职需求，2017Q2“用工缺口”达50.20万人。用工荒使得企业对于有限的劳动力供给的竞争将更加激烈，对中高端劳动力的需求也将持续增加，专业人力资源服务企业可以通过整合用工企业、培训机构、中高端人才等各方资源，实现人力资源的合理调度，满足旺盛市场需求。

图表17： 2011年起下游用工需求持续大于上游求职需求（万人）



资料来源：HRoot《2015 中国人力资源服务业市场研究报告》，华泰证券研究所

图表18： 国家对中高端人才需求将持续增加

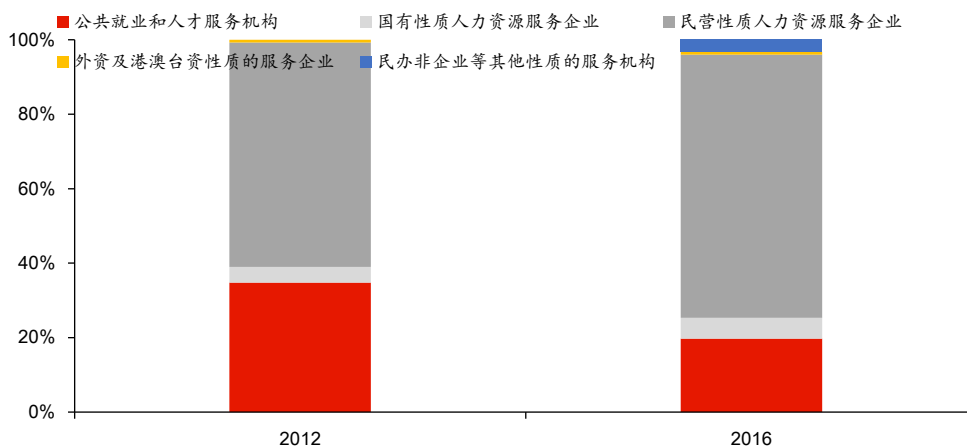
指标	2008年	2015年	2020年
人才资源总量（万人）	11,385	15,625	18,025
每万劳动力中研发人员（人年/万人）	24.8	33	43
高技能人才占技能劳动者比例（%）	24.4	27	28
人力资本投资占国内市场总值比例（%）	10.75	13	15
人才贡献率（%）	18.9	32	35

注：人才贡献率数据为区间年均值，其中2008年数据为1978-2008年的平均值，2015年数据为2008-2015年的平均值，2020年数据为2008年-2020年的平均值

资料来源：公司招股说明书，《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》，华泰证券研究所

非国有资服务机构占比不断提升，已成主导力量。从服务机构构成类别上看，根据人社部《2016年人力资源市场统计报告》，截止2016年底，全国共设立各类人力资源服务机构2.67万家，地方政府人力资源社会保障部门、国有性质、民营性质、外资及港澳台资性质的服务企业分别占人力资源服务机构总量的19.7%、5.6%、70.6%、0.9%，民办非企业等其他性质的服务机构占比3.2%。民营服务机构占比从2012年的60.3%提升至2016年的70.6%，已经成为中国人力资源服务业的主要力量，市场活力有望不断增强。

图表19： 2016年人力资源服务机构中，民营企业数量占比明显提升



资料来源：人社部《2012年人力资源市场统计报告》、《2016年人力资源市场统计报告》，华泰证券研究所

国有企业、外资企业以及民营企业各有优势领域。根据公司招股说明书，三大国有企业（北京外服、上海外服、中智）的人事代理服务业务市场占有率较高，外资企业在中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等细分领域占有领先地位。据 HRroot，科锐国际、汇思、英格玛、易才等本土人力资源服务机构经过 20 余年的市场耕耘，不断创新成长，渐成体系规模，在灵活用工、中高端寻访、人力资源外包等细分领域也占据较大的市场份额。从科锐国际 2016 年前十大客户可以看出，公司外资客户收入占前十大客户总收入比例 57.94%，佳能、赛诺菲、霍尼韦尔等大型跨国企业均为公司重要客户，以科锐国际为代表的民营企业在外资客户群中亦有强实力。

图表20： 国有、外资、民营企业各有优势领域

企业类型	代表企业	成立时间	主要特点
国有企业	北京外服、上海外服、中智	80 年代	在人事代理业务占据主要市场空间，具有较强的规模和品牌优势，是行业的中坚力量
外资企业	万宝盛华、任仕达、外企德科	国外从业时间较长	专注于中高端人才访寻业务、人力资源外包业务等业务为主，目标客户主要为跨国公司
民营企业	科锐国际	90 年代	细分领域占领导地位，客户以外企为主，市场竞争激烈

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21： 2016年科锐国际主要客户以外资、民营企业为主

序号	客户名称	企业性质	业务内容	营收金额	营收占比
1	佳能	外资	灵活用工	8629.10 万元	9.94%
2	华为	民营	中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工	5081.32 万元	5.85%
3	赛诺菲	外资	中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工	4705.36 万元	5.42%
4	上海电气	国有	中高端人才访寻、灵活用工	3770.96 万元	4.34%
5	霍尼韦尔	外企	中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工	2356.52 万元	2.71%
6	金佰利	外资	灵活用工	1809.99 万元	2.08%
7	阿里巴巴	民营	中高端人才访寻、其他业务	1737.15 万元	2.00%
8	平安集团	国有	中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工	1712.79 万元	1.97%
9	神州数码	民营	灵活用工	1424.24 万元	1.64%
10	通用电气	外资	中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工	1406.00 万元	1.62%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

持续享受政策红利，行业迎来发展机遇

十九大报告提出在人力资源服务领域培育新增长点，凸显国家层面重视度。据新华网，十八大及十八届三中全会尚未单独提及人力资本服务行业，2017年10月11日人社部印发《人力资源服务业发展行动计划》，十九大报告提出要在人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能，重要性可见一斑。为实现充分就业和优化配置人力资源，《行动计划》明确，到2020年，人力资源服务产业规模预计将达到2万亿元，培育形成100家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业。我国政府持续推进一带一路战略背景下，中国企业走出去衍生国际交流人才需求，人力资源服务机构为我国企业走出去提供人力服务基础支撑，政策利好有利龙头企业继续做大做强。

促进人力资源服务业发展的政策规范相继出台，为行业规模化发展奠定制度基础。我国政府出台的系列相关支持鼓励政策对人力资源服务行业从起步到逐渐规模化发展奠定根本制度基础。2007年国务院在《关于加快服务业的若干意见》中首次将人力资源服务业写入国务院文件，随后各类促进人力资源服务业发展的政策规范等相继出台，为行业长足发展营造良好政策环境，促进业内领先企业继续发展壮大。

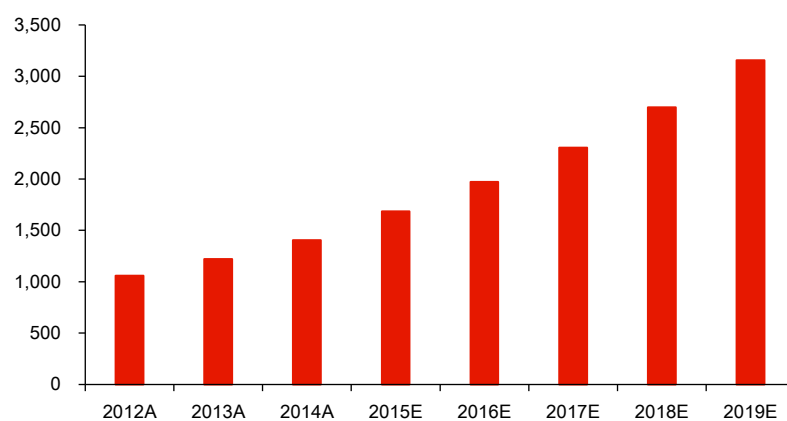
图表22： 2007年国务院在《关于加快服务业的若干意见》发布后，各类促进人力资源服务业发展的政策规范等相继出台

发布日期	政策文件	发布部门	详细情况
2007年3月19日	《关于加快发展服务业的若干意见》	国务院	首次明确提出发展人才服务业，完善人才资源配置体系，扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构，鼓励各类就业服务机构发展
2010年4月1日	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	中共中央、国务院	2020年我国人才发展的总体目标：培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍，确立国家人才竞争比较优势，进入世界人才强国行列。主要任务包括：在建立统一规范、更加开放的HR市场基础上，发展专业性、行业性人才市场；健全专业化、信息化、产业化、国际化的人才市场服务体系；积极培育专业化人才服务机构，注重发挥人才服务行业协会作用等
2011年3月17日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全国人大常委会	提出统筹HR市场、发展HR服务产业等任务
2011年3月27日	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	发改委	首次将“就业和创业指导、网络招聘、培训、人员派遣、高级人才访聘、人员测评、人力资源管理咨询、人力资源服务外包等人力资源服务业”、“人力资源市场及配套服务设施建设”列入鼓励类发展目录
2012年12月1日	《服务业发展“十二五”规划》	国务院	把HR服务业纳入“加快发展生产性服务业”之一，提出“十二五”时期，建立专业化、信息化、产业化、国际化的HR服务体系，实现公共服务充分保障、市场经营性服务逐步壮大、高端服务业务快速发展，HR开发配置和服务就业的能力明显提升，在实施人才强国战略和就业优先战略中的作用进一步凸显
2013年3月6日	《关于加快推进人力资源市场整人社部的意见》	人社部	提出有效整合人才市场和劳动力市场资源，提高管理水平和服务效率，健全HR市场管理制度，提升公共就业和人才服务水平，促进HR服务产业健康发展，规范HR市场秩序，建立健全功能完善、机制健全、运行有序、服务规范的HR市场体系等目标
2014年9月12日	《国务院关于加强发展生产性服务业促进产业结构调整时机的指导意见》	国务院	提出以产业引导、政策扶持和环境营造为重点，推进HR服务创新，大力开发能满足不同层次、不同群体需求的各类HR服务产品、提高HR服务水平，促进HR服务供求对接，引导各类企业通过专业化的HR服务提升HR管理开发和水平，提升劳动者素质和人力资源配置效率、加快形成一批具有国际竞争力的综合型、专业型HR服务机构等发展任务
2014年12月25日	《关于加快发展人力资源服务业的意见》	人社部与发改委、财政部	首次对发展我国HR服务业作出全面部署，提出到2020年从业人员达到50万人、产业规模超过2万亿元，建立健全专业化、信息化、产业化、国际化的HR服务体系，培育形成20家左右在全国具有示范引领作用的龙头企业和行业领军企业，并给予相应的政策扶持措施，包括加大财政支持力度、落实税收优惠政策、拓宽投融资渠道、支持符合条件的HR服务企业上市、完善政府购买HR公共服务政策以及扩大对外开放与交流等
2016年3月21日	《关于深化人才发展体制机制改革的意见》	中共中央	明确提出要大力发展专业性、行业性人才市场，鼓励发展高端人才猎头等专业化服务机构，放宽人才服务业准入限制；积极培育各类专业社会组织和人才中介服务机构，有序承接政府转移的人才培养、评价、流动、激励等职能
2016年7月6日	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	人社部	提出大力发展HR服务业，推进HR服务产业园建设，加强HR服务业从业人员职业培训，实施HR服务业领军人才培养计划
2016年9月2日	《人力资源和社会保障法治建设实施纲要（2016-2020年）》	人社部	总体目标是：到2020年，人力资源和社会保障法律制度体系基本完备，各项职能依法全面履行，行政决策科学民主合法，人力资源和社会保障法律法规规章严格公正实施，行政权力规范透明运行，公民、法人和其他组织的合法权益切实有效保障，工作人员特别是领导干部法治思维和依法行政能力明显提高
2017年1月26日	《“十三五”促进就业规划》	国务院	指出到2020年要实现：就业规模稳步扩大，就业质量进一步提升；创业环境显著改善，带动就业能力持续增强；人力资源结构不断优化，劳动者就业创业能力明显提高

资料来源：国务院，人社部，发改委，财政部，华泰证券研究所

需求旺盛，政策加持，未来我国HR市场将保持快速增长。过去30多年来，中国人力资源服务业的多元化、多层次的服务体系已经形成，我们认为，受益于行业旺盛需求、政府政策扶持、监管环境的完善，以及中国人力资源产业的结构性调整继续展开，行业转型与升级有望持续，快速增长可期。根据HRoot《2015中国人力资源服务业市场研究报告》的展望，预计2015-19年市场规模CAGR将保持17%左右的快速增长趋势，至2019年底中国全行业市场规模有望达到3150亿元。

图表23：中国HR服务业市场规模（单位：亿元）



资料来源：HRoot《2015中国人力资源服务业市场研究报告》，华泰证券研究所

完善国内市场发力海外，打造线下+线上新模式

线下主业仍具发展空间，外延拓展国际市场

中高端寻访：传统优势业务，覆盖客户广泛

中高端人才寻访是科锐国际的优势业务，广泛覆盖各行业各地区客户。科锐国际一直致力于为世界 500 强跨国公司和国内细分行业领军企业提供中高端管理人才寻访服务，覆盖医药、消费品、房地产、金融、物流、工业制造、能源化工等传统行业，并针对各细分行业的发展和演进前瞻性地进入文化教育、高科技、互联网、现代服务业等新兴行业。

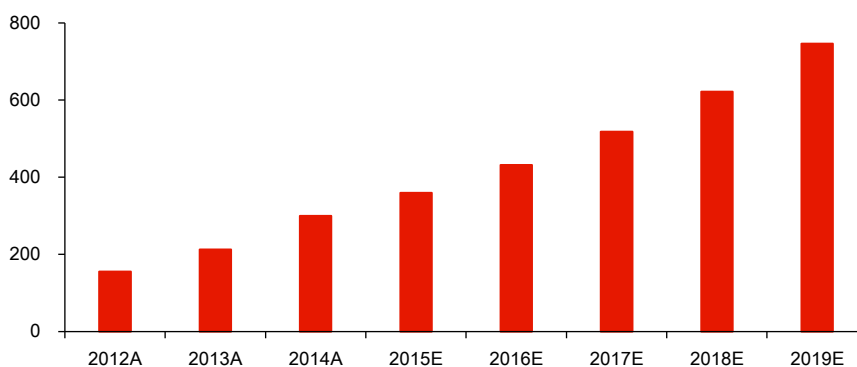
据招股说明书披露，公司 2016 年为近 1200 家客户成功推荐职位约 4000 个，从收入占比看，合资和外约占 60%，内资客户约占 40%。该项盈利模式主要是根据客户委托职位，按照寻访结果收取服务费，收费标准主要以用人单位招聘职位的年薪为基准计算，一般按照年薪的 25%-33%收取。

图表24：科锐国际的高端人才寻访“行业+职能+区域”矩阵

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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中高端人才市场充分竞争，公司优势在于多区域、多领域招聘能力。中高端人才寻访市场国内成熟度较高，据 HRoot 数据，2014 年市场规模 400 亿元，HRoot 预计 2014-19 年总体市场规模 CAGR 为 20%。在国内市场，中高端人才寻访（即猎头）行业处于充分竞争状态，猎头公司个数多，多数企业通常仅在特定区域、特定行业领域有一定的招聘能力。对于用人单位来说，一般在发放用人需求时，均不会跟单一猎头公司签订排他性协议，而是同时使用数家猎头供应商。科锐国际 1996 年从中高端人才寻访起家，经历了快速扩张后目前已进入稳定发展阶段，具有 20 余年的专业经验积累和先发优势，分布各地的分支机构及按行业/领域组建招聘团队的模式使得公司形成了多区域、多领域的强大招聘能力。

图表25： HRoot 预计 15-19 年中高端人才寻访市场规模 CAGR 为 20%（单位：亿元）

资料来源：HRoot，华泰证券研究所

灵活用工：市场潜力较大，近年发展迅速

灵活用工即岗位外包服务，公司按照岗位类别划分的事业部进行标准化管理。根据招股说明书披露，科锐国际从 2006 年起开展灵活用工服务，截至 2016 年末管理灵活用工业务派出人员超过 4000 人。从提供的岗位划分，公司目前经营灵活用工服务涉及专业类岗位外包服务、通用类岗位外包服务以及办公室行政岗位外包服务。

图表26： 科锐国际 2006 年起开展灵活用工服务

服务类别	提供岗位	提供服务的子公司
专业类岗位外包	医药研发岗位（包括临床检查员、临床研究协北京欧格林调员等）	
通用类岗位外包	IT 研发工程师岗位	上海科之锐
	终端销售岗位	上海康肯
	工厂流水线岗位	苏州科锐尔、亦庄人力、西藏亦庄
办公室行政岗位外包	酒店服务岗位	科锐正信
	财务类岗位（包括财务人员、财务共享中心等）	上海科之锐
	人事与行政类岗位	上海科之锐
	客户服务类岗位	上海科之锐

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

相比传统劳务派遣，灵活用工服务业务附加值高，收费较高。据招股说明书，传统劳务派遣用工风险、派出人员的后续管理、薪酬决定均由客户承担或决定，按派出人员的数量收费，一般人均每月 80-300 元不等，由于业务附加值低，收费较低。灵活用工业务由公司全面承担用工风险，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务，并主导派出人员工资标准的制定，业务附加值高，收费较高，一般按照业务量折算项目所需人员数量，在人员成本基础上加成风险金和合理溢价进行收费，对于终端销售岗位，达到工作成果考核要求的，还会由客户给予一定的提成。

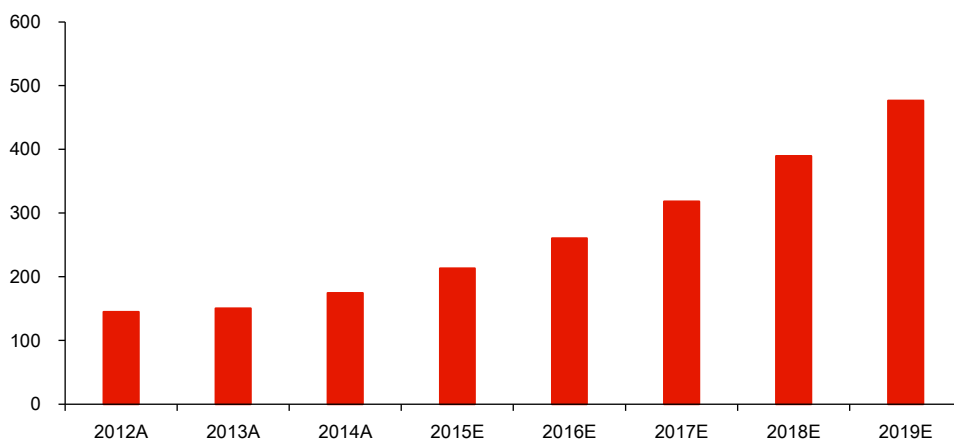
图表27： 灵活用工比传统劳务派遣收费更高

差异	劳务派遣	灵活用工
合同形式	公司与客户签订劳务派遣协议	公司与客户签订合同的主要形式为服务委托协议、业务外包、岗位外包、业务流程外包
用工风险	客户承担用工风险，客户给被派遣劳动者造成损害的，公司与客户承担连带赔偿责任	公司承担全方位的用工风险，客户不承担用工风险
派出人员后续管理	客户控制业务进展，派遣员工完全受控于客户，由客户对其进行管理，公司不参与派遣员工的提供服务过程中的管理	公司需要参与业务的进程，在业务执行过程中，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务
薪酬决定方式	员工被派遣至客户工作，通常按照客户的正式员工，实行同工同酬，员工的资以及“五险一金”均由客户决定	公司主导派出人员工资标准的制定，对于医药研发岗位、工厂流水线岗位等，完全由公司决定
收费标准	按派出人员的数量收费，一般人均每月80至300元不等，由于业务附加值低，收费较低	业务附加值高，收费较高，一般按照业务量折算项目所需人员数量，在人员成本基础上加成风险金和合理溢价进行收费，对于终端销售岗位，达到工作成果考核要求的，给予一定的提成

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

全球灵活用工业务市场广阔，国内尚处起步阶段，将成公司未来业绩持续稳定增长的基础。据公司招股说明书，2014-15年全球人力资源业务收入构成中，灵活用工业务占70%，已成为全球人力资源服务行业中体量最大的细分行业；美国提供灵活用工服务的企业约为20000家，每周有超过300万名员工为灵活用工服务企业工作，2015年美国灵活用工市场规模超过1264亿美元（约合7932亿人民币）。我国存在大量劳务派遣员工，灵活用工业务起步较晚，受益于就业市场结构调整和企业对于灵活用工模式的需求进一步增加，市场有望持续快速增长。根据HRoot数据，2015年我国灵活用工市场规模估计为213.22亿元，HRoot预计2015-19年中国灵活用工行业市场规模CAGR约为22%，2019年将达到476.42亿元。

图表28： HRoot 预计 15-19 年灵活用工市场规模 CAGR 为 22%（单位：亿元）



资料来源：HRoot，华泰证券研究所

招聘流程外包：高附加服务，国内市场领先

提供端到端定制化的高附加值招聘解决方案，大规模候选人访寻中心为核心人力资源平台。科锐国际提供的是端对端招聘流程外包业务，即客户把整体的招聘流程全部外包给公司完成，公司提供包括前期招聘方案设计、招聘系统、招聘发布、筛选简历、背景调查、人才测评、面试到录用通知、直至候选人报到的所有环节。这种服务模式能有效分担客户人力资源部门的招聘压力，是一种附加值较高的招聘流程外包服务形态。2009年，公司在苏

州成立了规模较大的候选人访寻中心，主要负责候选人交付工作，包括候选人访寻、初步面试、撰写推荐报告以及候选人数据库日常管理等工作。截止2016年末，公司招聘流程外包业务遍及全国各个省市及部分亚洲国家，包括新加坡、印度、印度尼西亚、泰国等，每年执行国内外招聘流程外包项目超过200个，每年为客户成功招聘超过15000名员工。

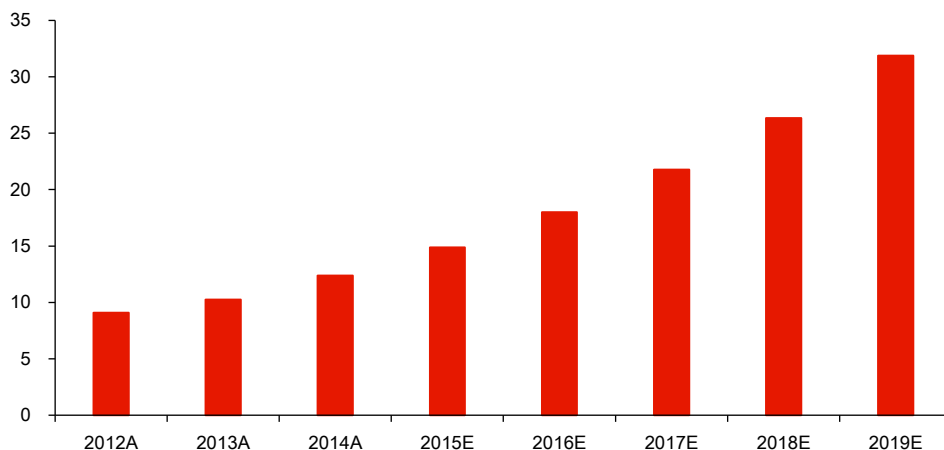
图表29：科锐国际招聘流程外包业务典型案例

招聘流程外包案例	具体内容
项目背景	全球领先的多元化、高科技的先进制造企业，在全球范围内拥有大约130000名员工，并在中国的20个城市设有多家分公司和合资企业，员工人数超过11000名；因业务升级，计划大力拓展三四线城市市场；人力资源部门将推动由分散式到集中式的管理变革，需要人力资源机构提供集中式、灵活的、更经济的、创新的招聘方案，以推动业务快速成长。
客户用人需求及挑战	1、要求高：人员分布客户3大事业群，40个分支及法律主体，人才结构复杂；人才需求季节性差异大，高峰低谷人才缺口相差近1000名，人力资源部门难以灵活支持；人员遍布区域广，新兴市场目标人才竞争激烈，现有人才库不足。 2、吸引力弱：客户品牌在三四线城市等新兴市场知名度低。 3、管理难：客户现有招聘效率低，流程及标准不清晰，缺乏第三方渠道管理经验，招聘成本高；客户现有候选人信息缺乏管理；面临生育、离职等人员变化时，人力资源部门难以保持工作质量，导致用人部门对候选人质量满意度低。
科锐国际提供的服务	阶段1：建立定期分层沟通机制，与客户业务负责人确认业务招聘需求，与人事主管梳理招聘管理流程；协助客户优化招聘策略和招聘流程，建立渠道统一筛选、评估等机制。 阶段2：向客户提供目标人才市场报告，完善人才吸引策略，突出职位吸引力；协助客户加强企业文化建设，通过在线招聘广告、班车广告、海报、宣传页、招聘网页、行业会议、招聘会、校园招聘等方式，实施客户雇主品牌推广方案，加强客户对新兴市场人才吸引力。 阶段3：向客户派驻10-15名现场招聘顾问和6-12名后台专员，组成客户专属招聘团队，并随业务情况弹性调整；苏州访寻中心为项目配备招聘专员提供人才访寻支持。 阶段4：提供3个梯度定制化的招聘技能培训，发挥招聘学院拥有的丰富师资；协助管理内部招聘渠道，如内网职位发布，推荐机制及活动，线下信息栏等，建立清晰的KPI，由一个联系点协调项目组响应客户需求。 阶段5：协助招聘质量管理，提高用人部门满意度：提供拒签offer的候选人及试用期雇员流失率分析报告，提供新员工过渡期沟通及辅导项目，促进新员工快速融入工作，针对用人部门、雇员进行满意度调查，提供报告并调整流程及KPI。
服务成果	成果1：招聘流程外包服务支持了客户业务快速的成长及转型，提升了组织的灵活性，降低了风险；客户人力资源部门专职招聘人员从30人降至4人，节省的人员转至核心业务部门。 成果2：客户平均岗位招聘成本节省35.3%，平均职位招聘时间降低20%。 成果3：客户用人部门对人力资源部门的满意度升至8.5，候选人对人力资源部门的满意度提升至9。（满分10分）

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司在招聘流程外包领域市场领先。招聘流程外包可有效降低客户的招聘成本，提高招聘效率。随着企业用人需求的增加，端到端的招聘流程外包服务重要性有望日益凸显。据HRoot，目前中国市场招聘流程外包业务供应商的代表企业主要有科锐国际、万宝盛华等。据公司招股说明书，科锐国际为国内首家开展招聘流程外包业务的人力资源机构，奠定细分市场领先地位。根据HRoot数据，2014年中国招聘流程外包行业市场规模约为12.4亿人民币，2015-19年中国招聘流程外包市场规模预计有21%的年均增长幅度。

图表30：2019年招聘流程外包市场规模可达32亿元



资料来源：HRoot，华泰证券研究所

完善全国服务网络，外延拓宽国际市场

拓展完善全国人力资源服务网络，扩张二三线城市。17 年公司继续推进重点产业集群区域、国家级产业园、国内二线城市等分支机构建设，对现有分支机构进行优化升级，进一步拓展和完善覆盖全国的人力资源服务网络。

17 年在西安设立全球候选人交付中心，将公司战略与“一带一路”战略以及中西部的发展战略相匹配；在京津冀一体化的交通枢纽北京新机场的建设中，与北京市榆垓镇政府合资设立兴航国际，将为北京新机场入驻的东方航空、南方航空、中国联行等提供服务；与武汉军运会执委会签署协议，成为 2019 年第 7 届世界军人运动会的首席人力资源战略合作伙伴，将为武汉军运会执委会提供多种人力资源解决方案服务。

图表31： 17 年公司新设子公司情况

新设子公司	设立时间	经营情况
陕西科锐尔	2017 年 8 月	主要从事中高端人才访寻业务，目前为建设期。2017 年度实现净利润-43 万元
宁波康肯	2017 年 5 月	主要从事灵活用工业务。2017 年年度实现净利润-8.6 万元
浙江亦庄	2017 年 10 月	主要从事灵活用工业务。2017 年年度实现净利润 9.6 万元。
北京兴航	2017 年 11 月	主要从事灵活用工业务。2017 年年度实现净利润-4.6 万元
成都科之锐	2017 年 8 月	主要从事中高端人才访寻业务。2017 年年度实现净利润-28 万元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

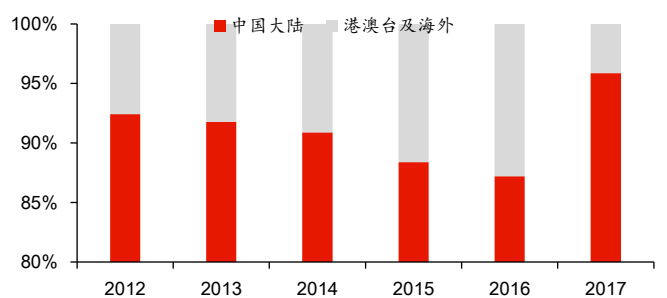
国内海外各地相继设立 83 家分支机构，国际化布局初步建立。随着国家鼓励“一带一路”经济发展新模式，越来越多的中国企业走出去，积极参与全球经济发展及智力。为更好的服务客户，公司在中国大陆、香港、新加坡、印度、马来西亚和美国等地相继设立了 83 家分支机构，在中国苏州、西安及印度的班加罗尔建立了规模较大的候选人访寻中心；18 年一季度在美国休斯敦成立分支机构 Aurex Group Americas、Aurex Group LLC.服务北美市场。2017 年公司港澳台及海外业务收入占比仅 4%，国际化业务的开拓有望为公司带来新收入增长点。

图表32： 科锐国际的全球化布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

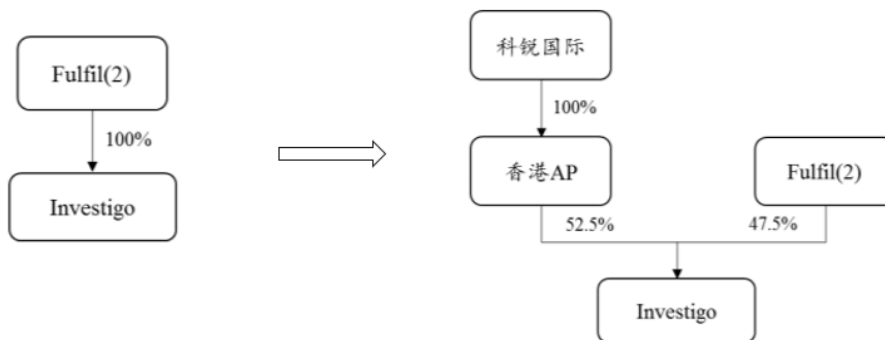
图表33： 公司海外业务收入占比有较大提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

拟现金收购英国 Investigo 52.5%股权，国际化布局再下一城。2018 年 4 月 27 日，科锐国际公告重大资产购买报告书（草案），拟通过其全资子公司香港 AP 以现金方式向 Fulfil(2)购买其所持有的 Investigo 52.5%股权。本次交易价格确定为 2200 万英镑，将以英镑现金方式支付。在交割时，香港 AP 所购买的 7875000 股普通股将更名为 A 类股，由 Fulfil(2) 继续持有的剩余普通股将更名为 B 类股。Investigo 将优先向香港 AP 支付股利并累计达到 940 万英镑随后依据公司章程规定在 A、B 股东之间按持股比例进行利润分配。本次交易尚需获得的批准和核准，包括但不限于 1) 公司股东大会审议通过；2) 向北京市商委和北京市发改委办理境外投资备案；3) 主管外汇机关或授权银行对本次交易所涉海外投资的资金汇付的同意，无需提交中国证监会审核。

图表34：本次交易前后标的公司股权结构变化

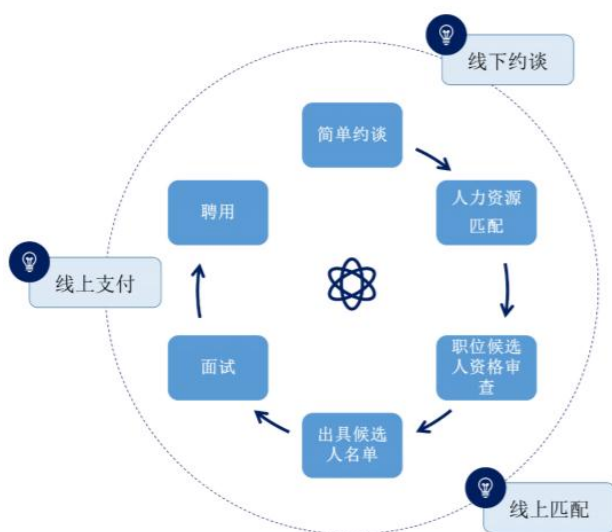


资料来源：HRoot，华泰证券研究所

Investigo 专注于财务、金融等领域招聘工作，中高端寻访及灵活用工为主要业务构成。公司成立于 2003 年，总部位于英国伦敦，主要为英国、欧洲的蓝筹企业以及中小企业提供中高端人才访寻和灵活用工服务。公司拥有超过 140 名专业的招聘顾问，为超过 1,000 家企业提供中高端岗位及专业性岗位的人才招聘服务，2016-2017 年 Investigo 的招聘顾问人均净服务费高于同期主要竞争对手瀚纳仕公司（Hays）、米高蒲志（Page Group）和 Hydrogen 集团。

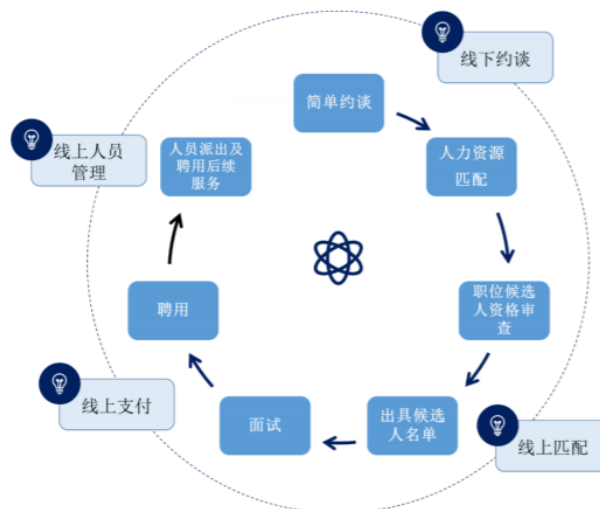
Investigo 提供的服务主要包括中高端人才访寻和灵活用工，按营业收入口径计算，二者的比例约为 1:9，按净服务费口径计算，二者的比例约为 1:1。中高端人才寻访业务在成功为用人单位访寻到所需人才后，以用人单位所招聘岗位的年薪为基础，一次性收取相应的服务费。灵活用工业务会根据客户提供的定期（按周、月等）人员成本的基础上加成一定合理比例的溢价进行收费。2017 年 Investigo 实现收入 9.14 亿元人民币，同比增 6%，占上市公司 17 年收入的 81%，实现净利润 3323 万人民币，贡献权益利润占上市公司 17 年归母净利润的 23%，若交易完成，预计收购完成后有望显著增厚科锐国际业绩。

图表35：Investigo 中高端人才访寻的招聘流程



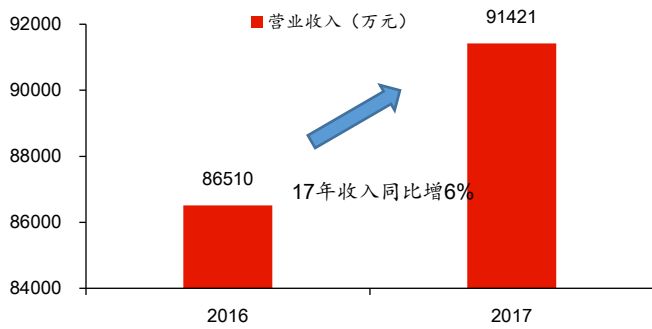
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表36：Investigo 灵活用工的招聘流程



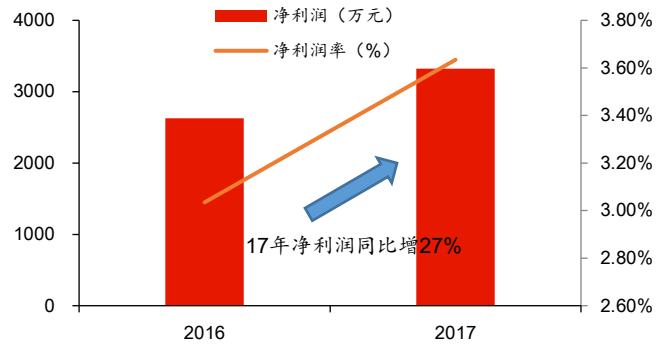
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37: Investigo 16-17年营业收入



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表38: Investigo 16-17年净利润



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

收购 Investigo 有助实现业务协同、进一步打开国际市场。预计本次交易完成后, Investigo 将成为公司的控股子公司, 公司有望在国际化业务拓展, 市场、产品及数据等层面的业务互补、人才培养与设施提升方面充分发挥自身与标的公司之间的战略合作协同效应, 有望实现双赢。

图表39: 本次收购对公司意义重大

主要意义

国际化品牌和平台效应

终端市场及产品的互补

数据共享

产品线交叉销售与相互提升

打造欧洲业务拓展及并购平台, 完善国际化布局

人才培养与设施提升

具体内容

科锐国际已将 Investigo 指定为会计和财务、变更和战略、生命科学与医疗等 20 多个岗位的招聘业务唯一交付方, 有助快速提升国际市场交付能力。

同时 Investigo 大量总部位于英国的大型跨国企业, 本次交易完成后, Investigo 也会将上述客户在亚洲地区的业务推荐给科锐国际执行。

科锐国际业务主要覆盖区域为亚洲地区, 优势行业主要为医疗服务、消费品、房地产及高科技; Investigo 的业务主要覆盖英国, 侧重的招聘岗位为金融、审计、咨询等行业。收购有助发挥各自优势。

双方将利用彼此的客户和人才数据库, 获得更大的客户群体和人才资源并增加匹配效率。

科锐国际可以帮助 Investigo 设立招聘流程外包业务; Investigo 可以为帮助科锐国际提高灵活用工领域的服务技术及客户资源。

针对会计和财务、变更和战略、生命科学与医疗岗位等 20 多个岗位的招聘业务, Investigo 将作为科锐国际在欧洲唯一的市场拓展及并购平台

科锐国际可以通过交流学习 Investigo 领先的运营理念, 实现 IT 运营水平上的提升

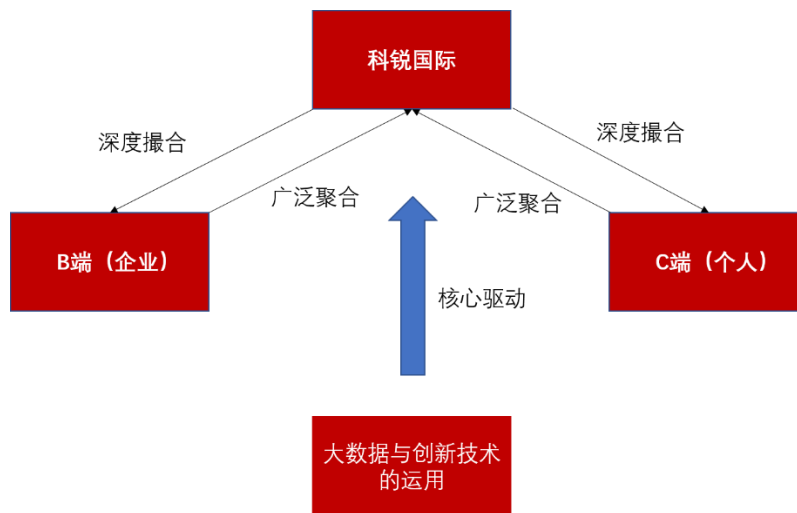
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

一体两翼发展战略, 线上贡献新增量

升级“一体两翼”战略, 大数据及创新技术运用成核心。2017 年上半年公司制定了“一体两翼”的总体发展战略, 2017 年三季度, 公司对这一战略进行了新的定位升级并赋予新的含义:“一体两翼”成为公司针对 B 端(企业)与 C 端(人才)所实施的多层级渗透、连接、价值创造的战略简称。据公司公告,“一体两翼”的核心在于大数据与创新技术的运用, 通过“一体两翼”战略的实施, 公司的客户群将从当前服务的 2000 家大中型企业延伸至更为广泛的长尾市场, 候选人数量将由当前活跃的 400 万扩展至亿级, 实现人力资源全产业链延伸。

公司强调大数据及创新业务的核心在于，其助推效率提升、产业链拓展，大势所趋。以互联网经济模式和大数据时代为标志的互联网服务、移动终端、大数据分析、云服务、O2O 等为人力资源服务信息化开启了新的发展方向。无论是当前服务流程的优化、效率的提升，公司内部员工及外包员工的高效管理，以及未来从人力资源招聘向人力资源外包、薪酬管理领域拓展产业链，均离不开 HR SaaS（Human resource Software as a Service，指基于软件即服务模式提供的人力资源管理软件）、大数据、人工智能等最新技术的支持与驱动。公司通过信息化系统升级、研发推出四大线上平台、投资 HR SaaS 等方式，加速一体两翼战略落地。

图表40：科锐国际一体两翼战略升级



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

线上平台投向市场，加速形成 B 端及 C 端的全渠道管理，实现招聘闭环服务。2017H1 公司推出“才客网”（在线猎头 B2C 服务）和“即派”（线上灵活用工服务平台）两个线上产品，2017 年已产生相应业务收入。同时公司继续孵化面向中小长尾客户的 SaaS 平台产品——“薪薪乐”（SaaS 薪酬云平台）、“睿聘”（智能 SaaS 人才管理平台）。据 2017 年年报，公司目前积累了 400 万人的数据库，客户数量超过 3000 家，庞大人才数据库到 B 端客户转化率较低。线上平台可有效把线下存量的候选人资源和长尾客户资源结合，充分利用公司积累的庞大候选人及客户的数据资源。公司计划将现有 400 万的候选人资源在一年内发展到超过 1000 万，充分利用 AI 技术与专业顾问赋能，以实现公司对 B 端及 C 端进行深度撮合的目标，提高招聘闭环服务的效能。

图表41：才客网、即派已投向市场，SaaS 平台产品继续孵化

平台	简介	特点
才客网	在线猎头 B2C 招聘服务商，为优质人才提首创“一人一岗”、“私人顾问”服务模式，并借助互供私人职业顾问服务的高体验求职平台。	联网优势，提升中高端招聘效率。目前，业务已覆盖互联网/电商领域的全部岗位。
即派	全新互联网+灵活用工服务平台。	通过资深顾问对业务的深入理解，结合互联网、大数据技术，将优质的、具有较强就业意向、以及接受灵活用工就业方式的人才推送至企业端。企业可通过即派网站及移动端实现在线人才预约，享受“即约即派”、“零风险”便捷服务。
薪薪乐	高效至简 SaaS 薪酬云平台，致力于为企业	为企业组织架构管理、人员档案管理、薪酬管理、社保业提供人力资源管理数据化、信息化、自管理、考勤管理、审批管理等提供线上线下整体解决方案。
睿聘	智能 SaaS 人才管理平台	通过云端与大数据相结合等高科技手段，为企业提供快速搭建人才库，智能化地毯式搜索、智能化候选人匹配、历史数据盘活等高端智能化的人力资源管理系统服务体验，帮助企业减少招聘成本，提升招聘效率。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资 HR SaaS 服务商才到，有望打通线上线下服务实践。据公司 2017 年年报，2017 年 9 月公司以 1000 万元战略投资 HR SaaS 服务商才到 18% 股权，用于升级才到的 HR SaaS 软件（才到云）产品服务创新和商务运营体系建设，加速其在大中华区的业务拓展，截至 17 年底交易已经完成。我们认为科锐国际可凭借才到领先的 HR SaaS 技术平台及其在 HR 信息化服务领域的丰富经验，与科锐本身丰富的线下服务实践相融合，进一步打通线上线下，加快一体两翼战略落地。

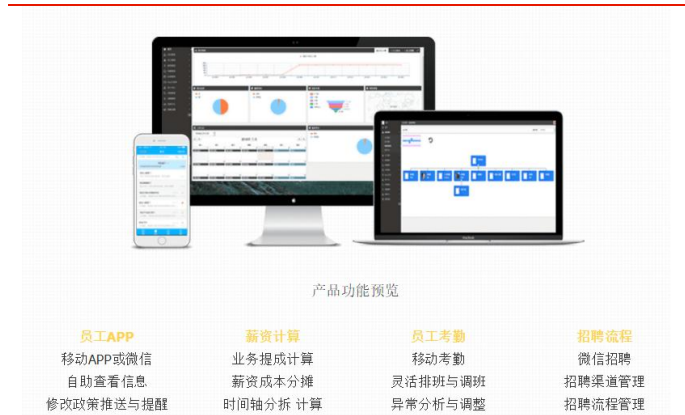
据才到官网，才到公司 2015 年 4 月成立于上海，作为人力资源管理服务供应商(HR SaaS)，其产品由 HRCloud 与 APP 组成，主要包括基础组织人事、招聘管理、人事薪资管理、考勤管理、绩效考核和员工手机端等，覆盖企业内员工“选用育留”全生命周期及商业活动中与人相关的所有活动。根据才到公司官网，公司目前已覆盖途牛、宝尊电商、财通资产等各行业客户。

图表42：才到目前覆盖的部分客户



资料来源：才到公司官网，华泰证券研究所

图表43：才到的产品功能涵盖员工 APP、薪资计算、员工考勤等



资料来源：才到公司官网，华泰证券研究所

盈利预测与估值

综合以下假设，我们预测 2018-2020 年营业收入分别达 15.28/20.24/26.28 亿元，同比增速分别达 35%/32%/30%；预测 2018-2020 年归母净利润 0.97/1.24/1.59 亿元，同比增速 30%/28%/28%。

- 1) **中高端人才寻访业务将维持 20%以上增速。**17 年公司加大二三线布局，中高端人才寻访业务同比增 22%，我们预计随着后续公司持续进行区域扩张，中高端人才寻访业务 18-20 年有望持续保持 20%以上的增速发展。据招股说明书，2015 年公司新设汇聘咨询以及苏州安拓奥古，并收购 Capstone 拓展海外业务，扩大租赁面积和业务规模，成本提升幅度快于收入提升幅度导致毛利率下降；16 年因营改增导致收入减少，而营业成本主要由人工成本构成，不能获得增值税进项税抵扣，毛利率继续下降。17 年公司毛利率已经企稳回升，预计 18-20 年中高端人才寻访业务毛利率有望保持相对平稳。
- 2) **灵活用工业务持续快速发展。**科锐国际灵活用工 2012-17 年营收 CAGR29.37%，维持较快增长，伴随国内持续建立新分支机构、国际业务拓展，我们预计科锐国际 18-20 年灵活用工营收增速有望保持 35%以上，伴随毛利率较高的人事与行政类岗位、客户服务类岗位等白领职位的灵活用工业务占比提高，毛利率有望上行。
- 3) **招聘流程外包业务将稳健发展。**科锐国际招聘流程外包业务 2015-17 年营收同比增速分别为 17.8%/-8.8%/8.59%，受 2016 年 5 月开始的营改增政策及海外大客户招聘流程外包需求降低影响，2016 年营收增速下滑。考虑到公司在招聘流程外包领域的领先地位及海外客户需求有望回暖，预测 2018-20 年营收增速 10%/8%/5%，考虑有望继续维持此领域业务的优势地位，毛利率稳定在 46%左右。
- 4) **随公司管控水平不断提升，公司销售费用率、管理费用率有所下降。**
- 5) **因拟收购英国 Investigo 52.5%股权的交易事项尚未完成，暂不考虑公司外延业务拓展对收入及利润的增厚。**
- 6) **线上业务尚处于起步阶段，基于审慎原则暂不考虑线上业务带来的业绩影响。**

图表44：科锐国际盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营收预测							
灵活用工(百万)	286.09	352.90	461.33	656.35	951.71	1332.39	1798.73
同比增速(%)	28.77%	23.35%	30.73%	42.27%	45.00%	40.00%	35.00%
中高端人才访寻(百万)	229.27	245.91	260.03	316.98	396.23	495.28	619.10
同比增速(%)	24.94%	7.26%	5.74%	21.90%	25.00%	25.00%	25.00%
招聘流程外包(百万)	104.69	123.32	112.42	122.08	134.29	145.03	152.28
同比增速(%)	21.85%	17.80%	-8.84%	8.59%	10.00%	8.00%	5.00%
其他业务(百万)	6.30	10.24	34.37	39.59	45.53	51.45	57.62
同比增速(%)	-14.75%	62.54%	235.64%	15.19%	15.00%	13.00%	12.00%
收入合计	626.36	732.37	868.14	1135.07	1527.75	2024.15	2627.73
同比增速(%)	25.53%	16.92%	18.54%	30.75%	34.60%	32.49%	29.82%
毛利率预测							
灵活用工(%)	9.09	8.87	9.94	9.61	9.70	9.90	10.10
中高端人才访寻(%)	43.60	39.89	38.67	39.35	39.40	39.40	39.40
招聘流程外包(%)	43.03	48.11	46.39	46.58	46.60	46.65	46.70
其他业务	41.58	21.17	18.81	25.91	25.00	25.00	25.00
综合毛利率	27.72	26.06	23.62	22.46	21.10	20.14	19.45
费用率预测							
销售费用(%)	4.61%	4.36%	4.49%	4.31%	4.30%	3.75%	3.30%
管理费用(%)	9.94%	9.39%	9.09%	8.33%	8.00%	7.40%	7.00%
财务费用(%)	0.05%	-0.17%	-0.20%	-0.34%	-1.33%	-0.94%	-0.77%
营业税金及附加	3.63%	3.93%	1.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
三项费用率	14.60%	13.58%	13.37%	12.30%	10.97%	10.21%	9.53%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

人力资源行业高景气，公司内生方面资源优势突出，国内建分支机构拓展业务，拟并购 Investigo 切入欧洲，一带一路下有望继续发力全球布局。外延方面凭资本先发优势，有望持续通过并购整合做大做强。推进一体两翼，有望实现线上线下深度融合。预测 18-20 年 EPS0.54/0.69/0.88 元，选取在细分行业、业务模式等方面具有稀缺性的公司进行对比，可比公司 18 年平均 PE47 倍，公司 18-20 年收入/利润 GAGR31%/28%，行业高度分散，公司有望持续借助资本先发优势外延整合提升市占率，给予公司 18 年目标 PE 47-48 倍估值，目标价 25.38-25.92 元，首次覆盖给予增持评级。

图表45：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE (TTM)	2018 PE	2019 PE	17年营业收 17年归母净	
						入(亿元)	利润(亿元)
002858.SZ	力盛赛车	28.33	68.00	57.38	46.25	2.82	0.41
300736.SZ	百华悦邦	26.51	67.80	45.70	37.87	6.75	0.40
002878.SZ	元隆雅图	36.64	45.29	39.11	29.75	8.19	0.71
	平均值	41.99	66.77	47.40	37.96	5.92	0.51
300662.SZ	科锐国际	43.52	56.97	43.83	34.23	11.35	0.74

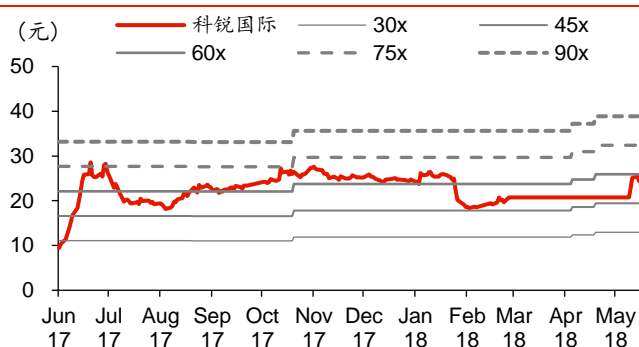
注：交易数据截至 2018 年 5 月 23 日，选取参照标准为在各自细分市场具有稀缺性的标的，除科锐国际，其余公司盈利预测均为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：1) 重大资产重组进程不达预期风险。公司拟收购 Investigo 52.5% 股权的交易尚待一系列决策程序和审批程序，时间进度均尚存在不确定性。本次交易能否最终成功实施存在不确定性，若此次交易失败，对公司正常经营有限，但可能影响公司后续外延拓展的战略布局。2) 核心人员流失风险。公司所处人力资源服务行业，高管团队及核心业务人员是生产经营的重要资源和核心竞争力的关键要素，若主要管理人员发生离职的情况，将可能对公司业务发展产生较大影响。3) 人力成本上升的风险。人力资源是公司进行业务拓展的核心要素，如果人力成本持续上升，公司难以通过对客户提价转移成本上升压力，可能会对公司业绩造成不利影响。

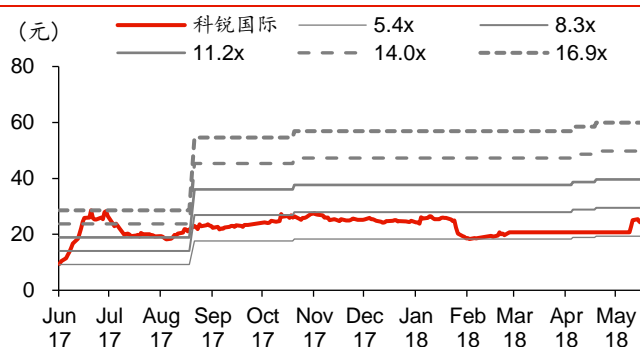
PE/PB - Bands

图表46：科锐国际历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47：科锐国际历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	465.42	840.99	922.84	1,103	1,450
现金	190.56	510.24	438.24	417.69	525.55
应收账款	210.52	261.05	362.12	518.67	698.50
其他应收账款	39.60	47.66	61.11	91.09	131.39
预付账款	14.28	17.67	30.23	44.58	63.66
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	10.46	4.37	31.15	31.15	31.15
非流动资产	60.63	81.80	159.20	194.73	228.06
长期投资	1.89	4.09	62.35	62.35	62.35
固定投资	6.17	8.44	27.52	55.34	91.42
无形资产	8.92	10.08	9.28	8.50	7.71
其他非流动资产	43.65	59.19	60.05	68.54	66.57
资产总计	526.06	922.79	1,082	1,298	1,678
流动负债	203.34	257.13	304.46	376.60	572.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	89.24
应付账款	1.45	1.48	2.54	3.20	4.17
其他流动负债	201.89	255.65	301.92	373.40	479.12
非流动负债	15.68	15.73	16.33	17.51	18.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.68	15.73	16.33	17.51	18.96
负债合计	219.02	272.86	320.79	394.11	591.51
少数股东权益	13.82	25.10	39.80	58.61	82.76
股本	135.00	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	13.27	226.10	226.10	226.10	226.10
留存公积	144.22	218.22	315.35	439.08	597.92
归属母公司股东权益	293.22	624.83	721.45	845.18	1,004
负债和股东权益	526.06	922.79	1,082	1,298	1,678

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	20.07	93.42	(5.92)	4.40	45.16
净利润	63.58	85.46	111.32	142.54	183.00
折旧摊销	5.12	7.42	3.91	5.52	7.31
财务费用	(1.72)	(3.86)	(19.86)	(17.61)	(16.05)
投资损失	0.05	(0.55)	(0.49)	0.00	0.00
营运资金变动	(51.72)	(1.27)	(98.23)	(129.11)	(132.63)
其他经营现金	4.78	6.21	(2.56)	3.07	3.54
投资活动现金	(8.39)	(31.66)	(85.94)	(42.56)	(42.60)
资本支出	6.67	16.98	20.00	30.00	40.00
长期投资	2.00	15.60	48.26	10.00	0.00
其他投资现金	0.28	0.92	(17.68)	(2.56)	(2.60)
筹资活动现金	(18.45)	258.34	19.86	17.61	105.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	89.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	45.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	212.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(18.45)	0.51	19.86	17.61	16.05
现金净增加额	(7.37)	319.68	(72.00)	(20.55)	107.85

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	868.14	1,135	1,528	2,024	2,628
营业成本	663.10	880.13	1,205	1,617	2,117
营业税金及附加	14.52	7.67	10.39	13.76	17.87
营业费用	38.94	48.90	65.69	75.91	86.72
管理费用	78.89	94.57	122.22	149.79	183.94
财务费用	(1.72)	(3.86)	(19.86)	(17.61)	(16.05)
资产减值损失	1.79	2.01	1.78	1.86	1.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.05)	0.55	0.49	0.00	0.00
营业利润	72.59	109.18	142.66	183.86	237.26
营业外收入	16.04	3.64	4.27	4.27	4.27
营业外支出	0.29	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.35	112.80	146.93	188.13	241.53
所得税	24.77	27.34	35.61	45.59	58.54
净利润	63.58	85.46	111.32	142.54	183.00
少数股东损益	2.03	11.12	14.69	18.81	24.15
归属母公司净利润	61.55	74.34	96.63	123.73	158.84
EBITDA	75.99	112.74	126.70	171.77	228.52
EPS (元, 基本)	0.46	0.41	0.54	0.69	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.54	30.75	34.60	32.49	29.82
营业利润	(8.80)	50.40	30.66	28.89	29.04
归属母公司净利润	(6.51)	20.78	29.98	28.05	28.38
获利能力 (%)					
毛利率	23.62	22.46	21.10	20.14	19.45
净利率	7.09	6.55	6.32	6.11	6.04
ROE	20.99	11.90	13.39	14.64	15.82
ROIC	45.23	61.87	36.00	30.72	29.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.63	29.57	29.65	30.37	35.24
净负债比率 (%)	0	0	0	0	15.09
流动比率	2.29	3.27	3.03	2.93	2.53
速动比率	2.29	3.27	3.03	2.93	2.53
营运能力					
总资产周转率	1.78	1.57	1.52	1.70	1.77
应收账款周转率	4.81	4.75	4.82	4.53	4.25
应付账款周转率	416.10	600.06	599.63	563.51	574.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.41	0.54	0.69	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.52	(0.03)	0.02	0.25
每股净资产(最新摊薄)	1.63	3.47	4.01	4.70	5.58
估值比率					
PE (倍)	68.81	56.97	43.83	34.23	26.66
PB (倍)	14.44	6.78	5.87	5.01	4.22
EV_EBITDA (倍)	49.17	33.14	29.49	21.75	16.35

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com