

方正证券研究所证券研究报告

行业深度报告

行业研究

休闲服务行业

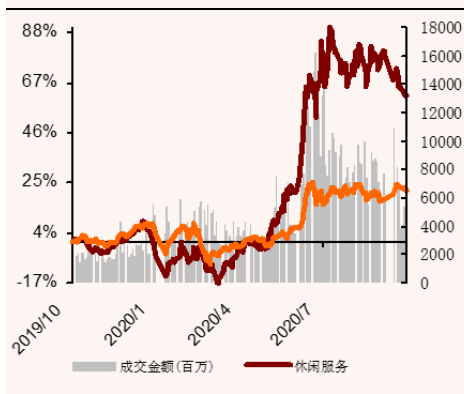
2020.10.25/推荐

首席分析师： 芦冠宇
执业证书编号： S1220520100001
E-mail: luguanyu@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	39
总股本(亿股)	282.38
销售收入(亿元)	798.03
利润总额(亿元)	-15.98
行业平均 PE	362.28
平均股价(元)	27.84

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资建议：

我国人力资源服务行业方兴未艾，人才供应短缺现象加重、产业结构升级等长期因素驱动其持续高速增长。子行业中，灵活用工规模大增速快、具有抗周期稳定属性，对标海外行业发展空间及市场集中度提升潜力大，龙头在资源积累、服务能力及资金实力上优势显著。猎头规模大增速高，龙头企业有望通过技术赋能创新商业模式，整合较为分散的市场资源从而受益。建议关注行业龙头优质标的：科锐国际，人瑞人才，万宝盛华。持续关注强生控股重大资产重组进度。

投资要点：

人力资源服务属朝阳行业，近年来高速发展，子行业中灵工增速最快，猎头规模较大。我国人服行业改革开放后于摸索中前行，规章制度逐渐完善。近年来宏观经济增速渐缓，但行业高速发展势头不减，2019 年人服行业规模 4974 亿，2013-2019CAGR 为 20.6%，预计未来三年增速保持 20%左右。行业子板块较多，其中灵工发展速度较快，2014-2019 年 CAGR 达 26%；猎头规模较大，2019 年占行业比例达 24.6%。

灵工可以改善劳动力供需匹配效率，同时为 B/C 两端带来价值。对标海外，我国灵工规模及龙头市占率提升空间广阔。通过撮合 B 端需求与 C 端供给，灵工可以提升劳动力市场匹配效率，缓解日益严重的劳动力供求差距。同时，对 B 端客户而言，灵工服务商强大的招聘能力可以高质高效满足其人才需求，而后续的外派员工管理及弹性劳动力供给可以为其节省成本。对 C 端劳动力来说，灵活的就业方式既提供了职业发展的选择权利，又可成为职业跳板。2019 年我国灵工行业规模仅 736 亿/CR3 仅 6.6%，对标海外灵工规模/海外龙头市占率分别有近 20 倍/超 1 倍提升空间。

灵工龙头凭借先发及技术优势在招聘及管理端形成竞争壁垒，通过资金优势进行外延并购扩张市场、提升份额。在招聘端，灵工龙头通过过往项目及开发 2C 线上平台积累候选人信息，并通过大数据分析一体化系统提升招聘效率及人岗匹配精确性；在管理端，龙头通过丰富业务经验积累及线上一体化管理系统，实现新员工的快速适岗及老员工的低流失率，并通过科技赋能不断提升自有员工人效，实现规模效应。先发优势下龙头可以积累更多经验、候选人资源，培育与客户间的信任关系，并率先提升科技水平；资金优势下龙头通过收并购快速提升市场份额，实现协同效应，是行业巨头发展扩张的必经之路。

5000+篇高质量行业报告免费下载，无需注册，也无广告
并购家 www.ipoipo.cn

猎头行业规模较大、增速较高，龙头通过科技赋能和组织架构变革在激烈的市场竞争中保持相对优势；RPO 规模尚小，但有助于提升客户粘性，实现龙头横向一体化发展。2019 年猎头行业规模达 1200 亿，预计未来三年 CAGR 为 18.5%。猎头行业较为分散，龙头凭借先发优势与高端客户建立联系，通过技术及组织架构创新减轻对于猎头团队的依赖，同时提升人效，在区域范围内实现一定的竞争壁垒。RPO 行业规模较小，2019 年约 36 亿，但其能够满足大客户招聘端全流程服务需求，快速、大量、灵活地提供多岗位劳动力供给，彰显业务实力，加强大客户粘性，为后续业务开展打下良好基础。

三大龙头科锐国际/人瑞人才/万宝盛华均以灵工为发展核心，其余业务各有千秋。科锐国际以技术驱动业务增长，保持传统猎头优势的同时大力发展灵工业务，近年来外延并购颇有作为；人瑞人才专注灵工业务，深度绑定新经济行业实现规模快速增长；万宝盛华大陆地区营收占比持续提升，灵工收入规模已占其总规模超九成，合伙人制度下员工利益深度绑定；上海外服借壳上市，其传统人事管理业务规模庞大，有意借助上市发展数字化业务。

风险提示：

疫情反复；宏观经济增速下滑；行业竞争加剧等。

目录

1	广袤天地，大有可为：快速发展的人服行业	6
1.1	人力资源服务：逆风中的奔跑者	6
1.2	行业结构：猎头业务规模最大，灵活用工增速较快	9
2	灵活用工：发展空间广阔，龙头优势明显，集中度有望持续提升	11
2.1	商业模式：招聘+管理端服务，增效降本显价值	11
2.2	行业规模：万亿空间潜力巨大，新经济驱动行业发展	13
2.3	竞争格局：集中度提升空间广，先发/科技/资金三大优势成就龙头壁垒	18
3	人才寻猎：庞大市场分散竞争，科技赋能与变革创新提升龙头竞争优势	23
3.1	商业模式：B端获取需求，C端寻猎人才，提升候选人活性带来价值	23
3.2	发展历史：28载光阴，中国猎头行业发展经历风雨逐步成型	24
3.3	行业规模：规模庞大增长迅速，经济转型引领发展	25
3.4	竞争格局：分散市场激烈竞争，龙头有望通过科技赋能及架构创新发挥优势	29
4	招聘流程外包：专业化招聘实现降本增效质量保证	31
4.1	招聘全流程覆盖实现降本增效	31
4.2	市场规模尚小，发展驱动主要来自职能变革与用人规模增长	33
5	人事管理：人服行业发展初期传统业务，体量庞大，业务繁杂	34
5.1	传统业务规模较大	34
5.2	国企占据主导地位	35
6	龙头比对：三大龙头各有千秋，上海外服老树新花	36
6.1	科锐国际（300662.SZ）：“一体两翼”内生外延助增长	36
6.2	人瑞人才（6919.HK）：灵活用工业务深耕，新经济助力者	38
6.3	万宝盛华（2180.HK）：大股东为全球龙头 MANPOWER，大中华区人服行业翘楚	39
6.4	上海外服：老牌企业借壳上市注入新活力	40
7	投资建议	41
8	风险提示	42

图表目录

图表 1:	我国人力资源服务行业发展经历四大主要阶段.....	6
图表 2:	人服行业规模（窄口径）增长迅速（亿元）.....	7
图表 3:	人服行业在宏观压力下保持增长.....	7
图表 4:	人服机构个数 2016 年后增长加速（万家）.....	7
图表 5:	人服从业人员保持稳健较快增长（万人）.....	7
图表 6:	2008-2018 人服政策涉及领域覆盖全面.....	8
图表 7:	2014 年后人服地方政策响应积极.....	8
图表 8:	近年来国家出台支持人力资源服务行业发展政策繁多.....	8
图表 9:	2020 年初至今支持灵工业务发展政策出台频率提高.....	9
图表 10:	人服行业子板块众多，涉及用人流程各不相同.....	10
图表 11:	人力资源服务行业各子行业规模及增速一览.....	10
图表 12:	灵工份额提升较明显，猎头份额稳定居首.....	11
图表 13:	灵工增速基本持续保持行业领先状态.....	11
图表 14:	2014-2019 年人服行业增量贡献占比.....	11
图表 15:	灵工商业模式图例.....	12
图表 16:	灵工企业端成本节约测算.....	12
图表 17:	灵活用工可以增加用人弹性，节省用人成本.....	13
图表 18:	中国灵工市场维持较稳定增长.....	14
图表 19:	中国灵工就业人数持续增长.....	14
图表 20:	中国城镇就业人数远超美日（千万人）.....	14
图表 21:	中国城镇就业整体增速显著快于美日.....	14
图表 22:	2018 年中国灵活员工渗透率远低于美日欧.....	14
图表 23:	中国灵工行业长期市场规模发展空间测算（万亿元）.....	15
图表 24:	新经济产业总交易额增速普遍远高于名义国内生产总值.....	15
图表 25:	新经济领域多个行业对于灵工岗位需求发展空间广阔.....	16
图表 26:	新经济每月服务费高于整体水平（元/人）.....	17
图表 27:	新经济对灵工服务费贡献增加（亿元）.....	17
图表 28:	中国劳动市场供需比上扬，错配现象加重.....	18
图表 29:	与全球水平比中国灵工集中度提升空间大.....	18
图表 30:	灵工市场营收前三甲合计市占率为 6.6%.....	18
图表 31:	科锐和人瑞以营收计市占率提升明显.....	19
图表 32:	全球人服市场头部企业市占率基本稳定.....	19
图表 33:	科锐国际通过招聘云智能整合招聘全流程.....	19
图表 34:	人瑞人才技术生态实现招管培留一体化.....	19
图表 35:	科锐国际通过“即派”平台收集简历.....	20
图表 36:	人瑞人才“香聘”APP 积累候选人池.....	20
图表 37:	三大龙头内部人员人均创利均呈上升态势（万元）.....	20
图表 38:	海外巨头 ADECCO 与 RECRUIT 部分关键收并购项目.....	22
图表 39:	猎头商业模式图例.....	23
图表 40:	全球猎头行业收入增速与 GDP 实际增速波动方向相似.....	24
图表 41:	科锐国际禾蛙平台为猎头端提供招聘需求信息.....	24
图表 42:	我国猎头行业的发展历经坎坷曲折，目前挑战与机遇并存.....	25
图表 43:	我国猎头行业增长处于高速区间.....	26
图表 44:	美国猎头目前规模更大，但增速低于我国.....	26
图表 45:	我国中高端人才数量快速增长.....	26
图表 46:	中高端人才占城镇职工总数比重不断上升.....	26
图表 47:	中国中高端人才需求比例不断上升.....	26
图表 48:	我国硕博及海归人才数量快速增长.....	27
图表 49:	硕士应届生+海归占应届生比重有所提升.....	27
图表 50:	2020 年中国各行业中高端人才缺口众多.....	27
图表 51:	中国上市企业数量不断增加且增速上扬.....	28
图表 52:	上市公司承包过半猎头推荐岗位.....	28
图表 53:	中国境外企业数量持续上涨.....	29

图表 54:	中国境外营收整体增长趋势明显	29
图表 55:	2017 年猎头市场分散, 龙头集中度较低	29
图表 56:	大量小规模猎头组成市场绝大部分	29
图表 57:	科锐国际猎头营收市占率保持在 0.45% 左右	30
图表 58:	猎头公司差距明显, 从定位角度上看各有侧重	30
图表 59:	科锐国际调整组织架构聚焦核心商圈	31
图表 60:	RPO 商业模式图例	32
图表 61:	RPO 模式可以帮助企业更好地应对业务招聘需求波动	33
图表 62:	中国 RPO 市场规模尚小	33
图表 63:	人力资源部门的工作职能发展转变, 多元化趋势明显	34
图表 64:	人事管理商业模式图例	34
图表 65:	人事代理业务规模较大, 占比有所下滑	35
图表 66:	人事代理业务增速相对落后于灵工	35
图表 67:	人事管理见证了我国人力资源服务业发展, 行业内以国资企业为主	35
图表 68:	科锐国际营收灵工占大头	36
图表 69:	科瑞国际猎头与 RPO 毛利率较高	36
图表 70:	科锐国际上市后营收增长提速明显	37
图表 71:	科瑞国际归母净利润稳步上涨	37
图表 72:	科锐国际海内外收并购频繁	37
图表 73:	人瑞人才营收处于快速增长阶段	38
图表 74:	人瑞人才调整后利润转正后迅速增长	38
图表 75:	人瑞人才灵工收入整体增长较快	38
图表 76:	人瑞人才灵工毛利率疫前不断增长	38
图表 77:	万宝盛华营收增长疫前保持稳定	39
图表 78:	万宝盛华调整后净利受疫情影响较大	39
图表 79:	万宝盛华大陆业务占比提升 (百万元)	39
图表 80:	万宝盛华 2019 年灵工业务占比超 90%	39
图表 81:	上海外服营收较快增长 (亿元)	40
图表 82:	上海外服净利稳步增长 (亿元)	40
图表 83:	上海外服以人事管理及薪酬服务业务为主 (亿元)	40
图表 84:	上海外服股权穿透, 实控人为上海国资委	41
图表 85:	上海外服发展历史较久	41

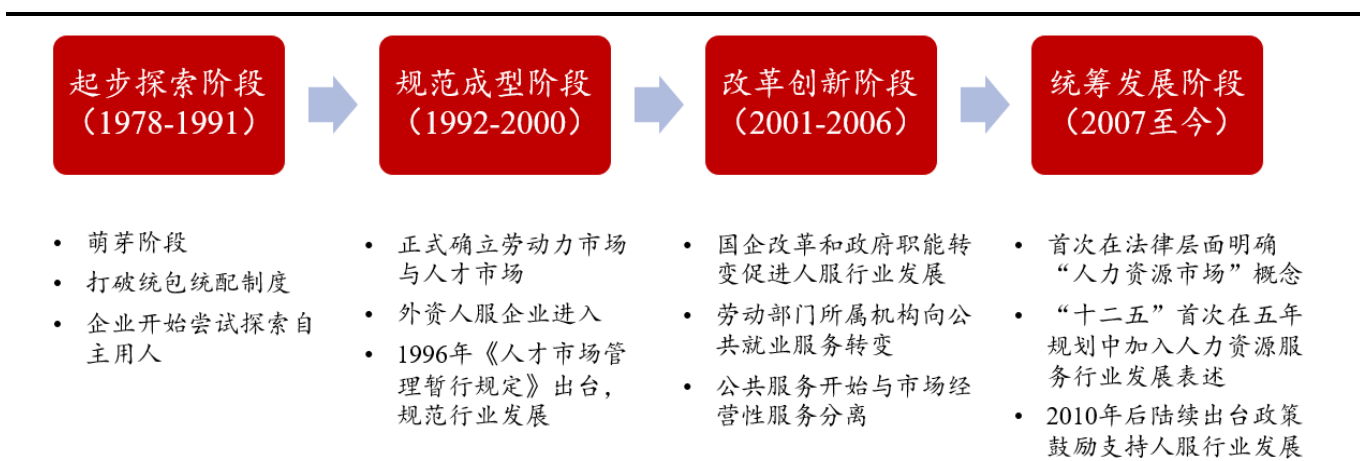
1 广袤天地，大有可为：快速发展的人服行业

1.1 人力资源服务：逆风中的奔跑者

人力资源服务行业正式建立起源于二战之后，现代经济在西方国家兴起，海外企业对于人力资源的管理与运用愈发重视。人力资源作为一种特殊的生产资源，其主体是劳动力个人，具有主观能动性，是现代企业价值创造的重要基石；而对于人力资源系统性地开发、管理、与培养，则推动形成了人力资源服务行业。

我国人力资源发展较晚，改革开放至今经历探索-规范-变革-统筹发展阶段。我国人力资源服务行业的形成相比于西方国家较晚。随着 1978 年改革开放的开始，原有的统包统配人力资源制度被打破，企业开始尝试自由选用人才，标志着人服行业的萌芽；1992 年起社会主义市场经济的提出促使人服行业在规范与改革中成长；2000 年后，政府管理职能逐渐由“办”转“管”、中国加入世贸组织对外开放水平提升等事件逐渐形成了良好的市场氛围，加快了人服行业正规化、国际化的步伐。2007 年后，我国先后在法律与政策中加入对于人服行业的表述与规划，行业正式进入发展“奔跑期”。

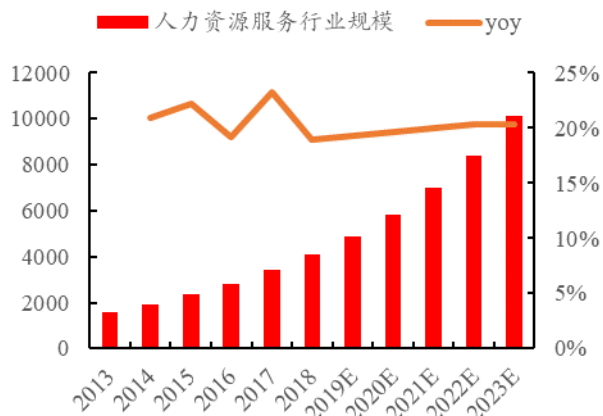
图表1：我国人力资源服务行业发展经历四大主要阶段



资料来源：科锐国际招股书，方正证券研究所

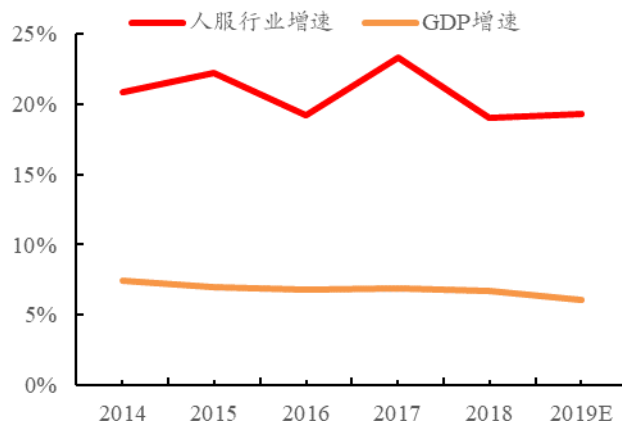
宏观环境承压下人服行业规模快速扩大，增速保持高位稳定。2010年后，我国经济发展重点逐渐由追求速度转为提升质量；近年来受中美关系、疫情等事件影响，发展道路较为曲折。然而人服行业增长势头并未大幅受宏观因素扰动。据中国人力资源服务业蓝皮书统计，中国人服行业机构数量由2007年的7000家增加至2018年底的3.6万家，从业人数由2007年的5.9万人增加至2018年的64.1万人，增长势头迅猛；2013-2019年行业市场规模年化增速达20.6%，由2013年的1582亿迅速增长至2019年的4874亿。根据灼识咨询预测，2023年行业规模将达到10142亿元，2021/2022/2023年同比增速分别为20%/20.3%/20.4%，增速基本保持在相对较快区间。

图表2: 人服行业规模(窄口径)增长迅速(亿元)



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

图表3: 人服行业在宏观压力下保持增长



资料来源: Wind, 灼识咨询, 方正证券研究所

图表4: 人服机构个数 2016 年后增长加速(万家)



资料来源: 2019 中国人力资源服务业蓝皮书, 方正证券研究

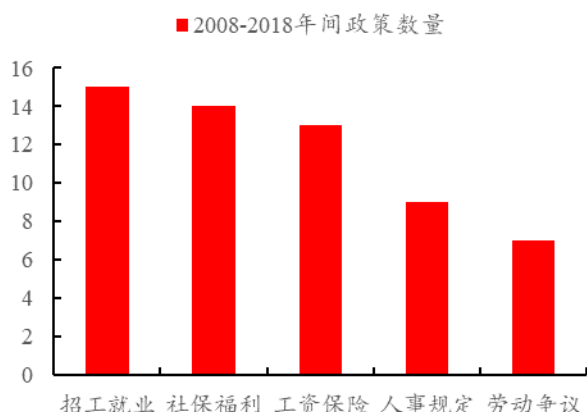
图表5: 人服从业人员保持稳健较快增长(万人)



资料来源: 2019 中国人力资源服务业蓝皮书, 方正证券研究所

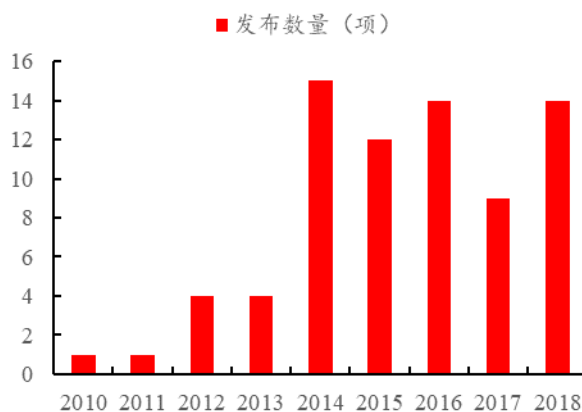
政策端的逐渐完善为行业发展提供指引与方向。自 2007 年《中华人民共和国就业促进法》首次在法律层面上明确定义“人力资源市场”后, 2010 年国家出台首个中长期人才发展规划; 2014 年人社部出台《人力资源服务业发展行动计划》, 提出至 2020 年, 我国人力资源服务行业规模达 2 万亿(人服行业规模统计有宽窄口径之分, 宽口径与窄口径相比, 将工资社保等的代发代缴一并纳入统计; 此处为宽口径。下文除非特别标注, 否则均采用窄口径进行分析比较), 从业人员达 50 万人。其中, 灵活用工是政策重点支持方向。2020 年在疫情影响下, 政策端加速出台措施促进行业的发展, 7 月 31 日国务院办公厅《关于支持多渠道灵活就业的意见》明确提出要“拓宽灵活就业发展渠道, 加大对灵活就业保障支持”, 灵活用工重要性持续凸显。

图表6: 2008-2018 人服政策涉及领域覆盖全面



资料来源: 2019 中国人力资源服务业蓝皮书, 方正证券研究所

图表7: 2014 年后人服地方政策响应积极



资料来源: 2019 中国人力资源服务业蓝皮书, 方正证券研究所

图表8: 近年来国家出台支持人力资源服务行业发展政策繁多

日期	政策名称	重点内容
2007.03	《国务院加快发展服务业的若干意见》	<ul style="list-style-type: none"> 发展人才服务业, 完善人才资源配置体系, 为加快发展服务业提供人才保障; 鼓励各类就业服务机构发展, 完善就业服务网络
2007.08	《中华人民共和国就业促进法》	<ul style="list-style-type: none"> 国家法律层面首次对于“人力资源市场”概念的确立
2010.06	《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020 年)》	<ul style="list-style-type: none"> 新中国成立以来首个中长期人才发展规划; 人才总量由 1.14 亿人增长到 1.8 亿人; 人才资源占比(人才资源/人力资源总量)达 16%; 高技能人才占技能劳动者的比例达到 28%; 人力资本投资占国内生产总值比例达到 15%, 人力资本对经济增长贡献率达到 33%, 人才贡献率达到 35%
2012.02	《促进就业规划(2011-2015 年)》	<ul style="list-style-type: none"> 首个促进就业国家级规划; 大力发展人力资源服务业, 扩大服务供给, 规范发展人事代理、人才推荐、人员培训、劳务派遣等人力资源服务; 实施品牌推进战略, 打造一批人力资源服务品牌
2014.12	《关于加快发展人力资源服务业的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 至 2020 年, 人力资源服务行业从业人员达 50 万人, 产业规模达 2 万亿元, 重点培育 20 家左右人服行业龙头企业; 加大人服行业高层次人才的培养引进力度, 将其纳入相关人才计划和人才引进项目, 享受相关优惠政策
2017.09	《人力资源服务业发展行动计划》	<ul style="list-style-type: none"> 到 2020 年, 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; 到 2020 年领军人才达到 1 万名左右; 实施骨干企业培育计划、领军人才培养计划、产业园区建设计划和“互联网+”人力资源服务行动
2020.02	《关于切实做好新冠肺炎疫情防控期间人力资源服务有关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 各地对提供职业介绍的人力资源服务机构, 要根据有关规定落实就业创业服务补助政策; 鼓励人力资源服务机构加强人力资源管理咨询服务, 助力用人单位经济高效、规范可靠地招到用好人力资源
2020.05	两会《政府工作报告》	<ul style="list-style-type: none"> 就业优先政策要全面强化, 取消对就业的不合理限制, 促就业举措要应出尽出, 拓岗位办法要能用尽用

资料来源: 国务院、人社部等政府官方网站, 方正证券研究所

图表9: 2020年初至今支持灵工业务发展政策出台频率提高

日期	名称	发文部门	重点内容
2014	《劳务派遣暂行规定》	人社部	用工单位只能在临时性、辅助性或者替代性的工作岗位上使用被派遣劳动者。用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量，使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的10%
2017	《关于促进分享经济发展的指导性意见》	发改委	分享经济强调所有权与使用权的相对分离，强调供给侧与需求侧的弹性匹配，实现动态及时、精准高效的供需对接；研究完善适应分享经济特点的灵活就业人员社会保险参保缴费措施
2019	两会《政府工作报告》	国务院	加强对灵活就业、新就业形态的支持，及时出台稳就业举措
新冠疫情发生后			
2020.02	《关于做好疫情防控期间稳定劳动关系支持企业复工复产的意见》	人社部、全国总工会、中国企业联及工商联	鼓励灵活安排工作时间，鼓励符合规定的复工企业实施灵活用工措施
2020.03	国务院常务会议	-	为多种形式创业和灵活就业松绑，支持发展共享用工、就业保障平台，为灵活就业者提供就业和社保线上服务
2020.05	《关于进一步做好稳就业工作的实施意见》	河南省政府	支持劳动者灵活多样形式实现就业；完善支持灵活就业的政策措施，明确灵活就业、新就业形态人员权益保障办法，取消限制灵活就业人员不合理规定
2020.05	两会《政府工作报告》	国务院	千方百计稳定和扩大就业，“我国包括零工在内的灵活就业人员数以亿计，今年对低收入人员实行社保费自愿缓缴政策，涉及就业的行政事业性收费全部取消”
2020.07	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	国务院	清理取消对灵活就业的不合理限制，强化政策服务供给，创造更多灵活就业机会；支持发展新就业形态，促进数字经济、平台经济健康发展，加快推动网络零售、移动出行、线上教育培训、互联网医疗、在线娱乐等行业的发展，为劳动者居家就业、远程办公、兼职就业创造条件；动态发布社会需要的新职业、更新职业分类，引导直播销售、网约配送、社群健康等更多新就业形态发展；鼓励各类人力资源服务机构为灵活就业人员提供规范有序的求职招聘、技能培训、人力资源外包等专业化服务，按规定给予就业创业服务补助

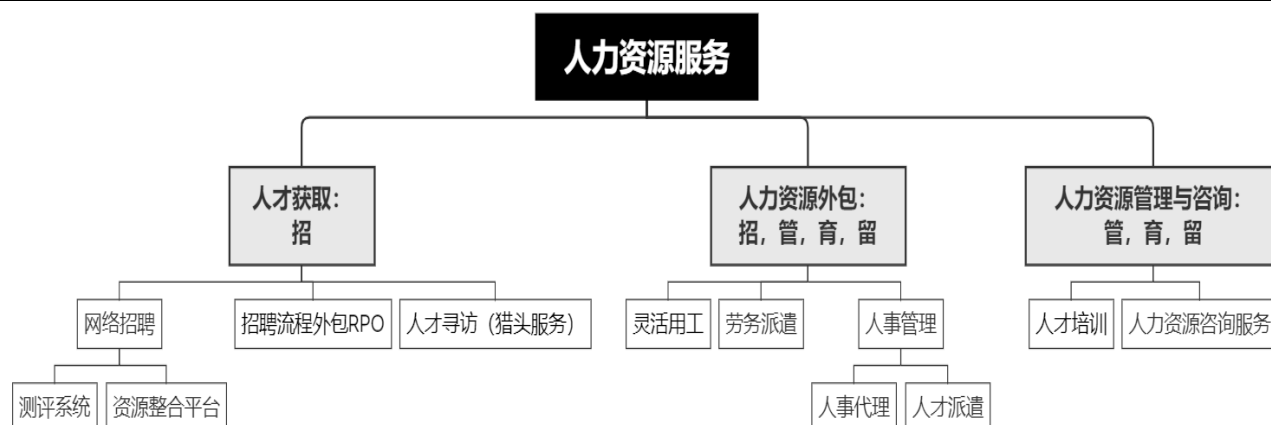
资料来源：国务院、人社部等政府官方网站，方正证券研究所

1.2 行业结构：猎头业务规模最大，灵活用工增速较快

人服行业可分为人才获取、人力资源外包与人力资源管理咨询三个领域。人才获取主要包括人才寻访（猎头）、招聘流程外包（RPO）等细分行业，旨在为劳动者（C端）与用工企业（B端）提供促进沟通、交流，并最终完成人才岗位匹配的平台或服务，根据服务提供内容或最终招聘成果收取相应费用，主要涉及人事流程中的“招”环节；人力资源外包领域含灵活用工（灵工）、劳务派遣等子行业，承包用工企业部分或全部的人事事务，根据服务提供内容、外包团队规模、用工种类等收取费用。各子行业涉及业务量较大、种类繁多，其中灵工业务覆盖“招，管，育，留”全部人事环节，涉及链条较长；人力资源管理咨询主要有人才培训与人力咨询等细分业务，服务一般发生

在企业招聘完成后，结合企业实际情况提供解决方案，主要涉及到“管，育，留”三个环节，具有服务周期较长的特性。

图表10：人服行业子板块众多，涉及用人流程各不相同



资料来源：人瑞人才招股书，万宝盛华招股书，方正证券研究所

猎头规模大，灵工增速快。从行业规模及增速构成上看，细分行业中，猎头一直保持最大规模占比；灵工近年来行业增速较快、占比上升较明显；传统的人事代理业务占比则逐渐下降。主要子行业中，猎头行业规模自 2014 年以来一直领先，2014/2019 年分别占总体的 23.7%/24.6%，份额较为稳定；灵工行业规模 2014-2019 年 CAGR 达 26%，2019 年预计增长 24.1%至 916 亿元，增速保持相对稳定，并在大部分时间内领先于其他细分行业。在规模占比上，灵工呈持续上升状，2019 年规模占比为 15.1%，相对于 2014 年提升 3pct。而传统的人事代理行业的规模占比由 2014 年的 20% 跌落至 2019 年的 16.6%，下降 3.4pct。从 2014-2019 年行业整体增量的占比上看，单项业务中猎头（25%）、灵工（17%）与人事代理（14%）为增量做出主要贡献。

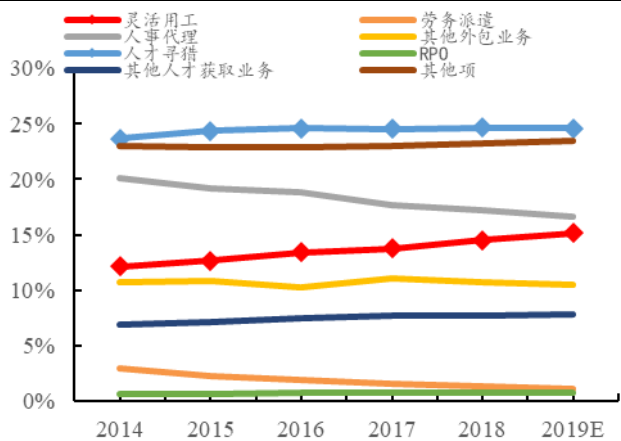
图表11：人力资源服务行业各子行业规模及增速一览

	2019 年规模 (亿元)	2019 年增速	2014-2019 CAGR	2019 年占人服行业 比例
灵活用工	738	24.66%	26.04%	15.14%
劳务派遣	54	基本持平	-0.73%	1.11%
人事代理	810	15.22%	16.10%	16.62%
其他人才外包业务	511	17.20%	20.16%	10.48%
人才寻猎	1200	19.17%	21.51%	24.62%
RPO	36	24.14%	22.59%	0.74%
其他人才获取业务	383	21.20%	23.93%	7.86%
其他项	1143	20.57%	21.04%	23.45%

资料来源：灼识咨询，方正证券研究所

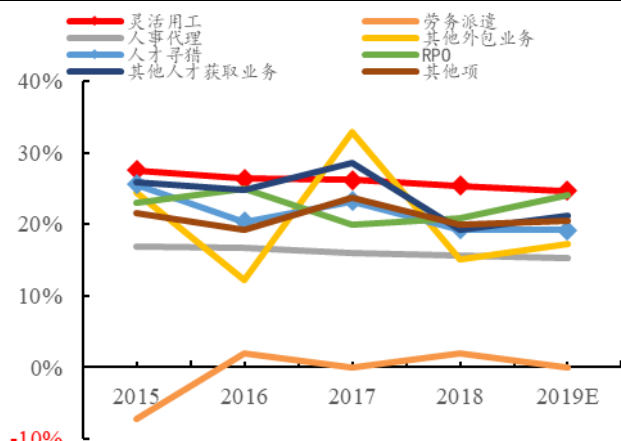
注：1. 劳务派遣与人事代理的工资社保代缴代付不计入内；2. “其他外包业务”包括薪酬外包、公司福利外包等；3. “其他人才获取业务”包括线上招聘及校园招聘等；4 “其他项”包括人力咨询、内部培训、IT 系统等。

图表12: 灵工份额提升较明显, 猎头份额稳定居首



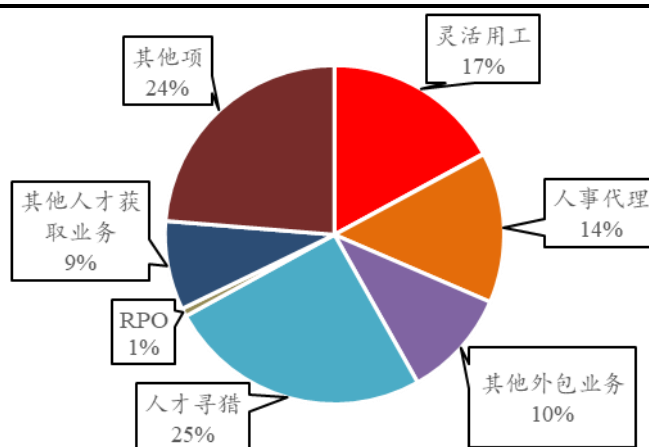
资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

图表13: 灵工增速基本持续保持行业领先状态



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

图表14: 2014-2019 年人服行业增量贡献占比



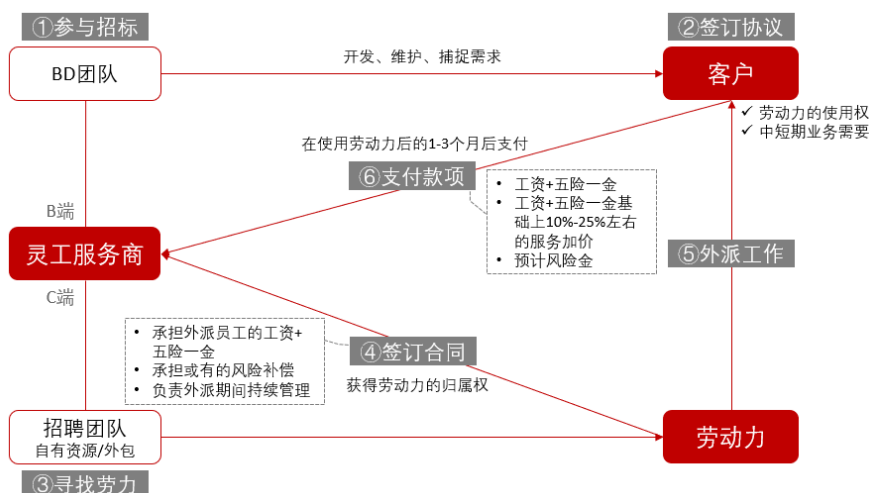
资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

2 灵活用工: 发展空间广阔, 龙头优势明显, 集中度有望持续提升

2.1 商业模式: 招聘+管理端服务, 增效降本显价值

灵工是近年来逐渐兴起的一种劳务外包方式, 由服务商为用人企业提供从招聘到管理的全流程服务。灵工服务商通过 BD 团队开发维护新老客户, 及时捕捉客户岗位的灵活用工需求并参与招标, 在中标后与客户签订服务协议。协议定下后, 灵工服务商需要在 C 端通过自有资源或外包招聘团队快速寻找适岗劳动力提供给客户, 满足其业务需求。其中, 灵工服务商与劳动力签署劳动合同, 拥有劳动力归属感; 外派员工前往客户指定岗位工作, 客户拥有劳动力使用权。外派员工的工资、五险一金、合规与意外风险补偿金由灵工服务商承担, 并且员工使用期间的持续管理亦需服务商负责。客户在开始使用外派员工的 1-3 个月后, 向服务商支付外派员工的工资与五险一金、在工资基础上 10%-20% 左右的服务加价、以及或有风险补偿金或绩效奖金。由于外派员工的工资+五险一金可以在收入和成本端相抵消, 因此灵工业务的盈利即服务费用高出自有员工成本+风险金的部分。

图表15: 灵工商业模式图例



资料来源: 方正证券研究所整理

对于B端客户来说,灵工从强招聘能力、降低成本及减小风险三方面带来价值。1) 招聘能力强: 灵工服务商在招聘端依托线上平台、线下活动、过往项目等积累大量候选人资源,并通过线上一体化以此快速准确、保质保量地为企业客户提供劳动力,帮助企业提升招聘效率及质量;2) 节约成本: 灵工模式下,客户仅需保持业务淡季所需的固定员工,在忙季时通过灵工服务增添临时用工,也不需要聘请更多HR进行额外招聘,实现了更具弹性的人力资源管理。根据我们对于客服岗位临时需求的测算,灵工和全职招聘相比节约45%工资成本,和自有HR招聘临时工相比节约7%工资成本;同时,灵工服务商可以为企业开具增值税专票,企业可以将灵工服务费用记为进项税抵扣应纳税额,在合法合规的情况下节省税费;最后,除了招聘服务外,灵工服务商还会为客户提供派遣人员的管理和业务培训,为客户节省后续适岗能力培养的费用;3) 降低人力使用风险: 服务商通过庞大的人才库为灵工全流程提供保障,免费为客户更换不合格员工,对主动离职员工岗位进行快速补充;同时,客户可以通过支付定额风险金的方式将用工环节仲裁、合规、工伤等不确定性风险转移至服务商处承担。

图表16: 灵工企业端成本节约测算

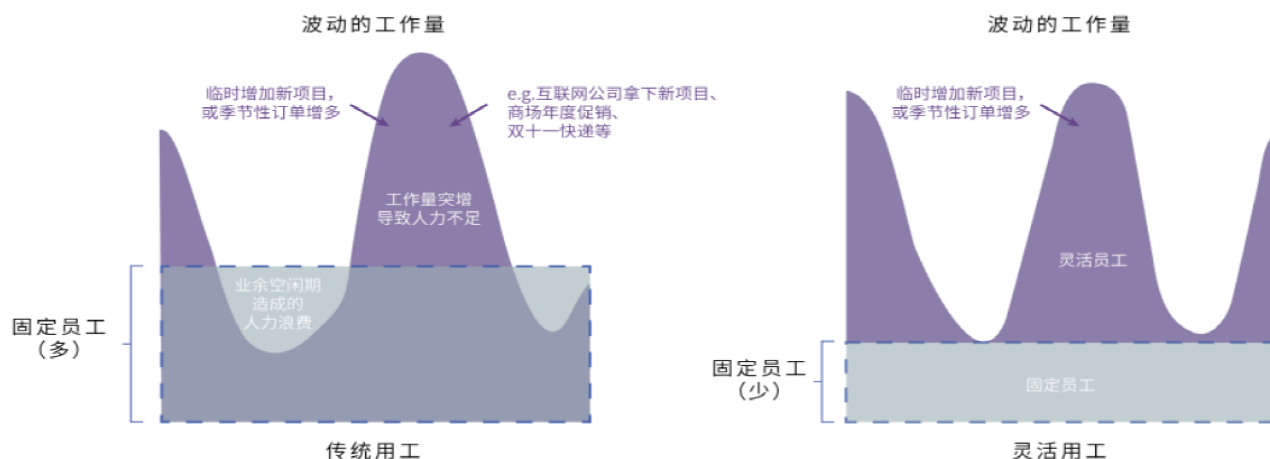
	灵活用工	全职用工	增加内部HR人手招聘及管理临时员工
背景	深圳地区,某公司客服岗位临时需求300名员工,需求期半年		
满足需求方法	通过灵工服务商获得临时外派员工	提前招聘全职员工以应对此类需求	提前配备更多的HR以满足招聘、面试、管理临时员工的需求
客服月均工资(元)	6640		
HR月均工资(元)	8470		
用工成本组成	临时员工工资+服务费	全职员工工资	临时员工工资+全职额外配备的HR工资
一年内总工资成本	$300 \times [6640 \times (1 + 9.3\%)] \times 6 = 1306$ 万, 半年的灵工员工工资+服务费	$300 \times 6640 \times 12 = 2390$ 万, 一年的全职员工工资(虽然需求期仅为半年,但全职员工无法用之即招,不用即走)	$300 \times 6640 \times 6 + (300/15) \times 8470 \times 12 = 1398$ 万, 半年临时工的工资+额外配备的HR一年的工资(HR为全职员工)
灵工模式下总工资成本占其他方式总工资成本的比例	--	55%	93%

注：

1. 客服及 HR 岗位平均工资取自职友集深圳地区平均数据，数据截取时间为 2020 年 10 月 22 日；
2. 灵工服务费率 9.3% 对标自人瑞人才招股书中行业平均服务费率；
3. 假设一个 HR 在较短时间内（通常此类临时性招聘时间很有限，要求快速到岗）可以负责发布招聘信息、收集简历、简历筛选、面试、到最后办理入职 15 个客服岗位临时员工；
4. 假设客服岗位的临时工与固定工薪酬一致；
5. 此测算未考虑后续员工培训等需求带来的成本，若加以考虑则灵工降本效果将进一步凸显。

资料来源：职友集，人瑞人才招股书，方正证券研究所测算

图表17：灵活用工可以增加用人弹性，节省用人成本



资料来源：亚太劳动力效能研究所，方正证券研究所

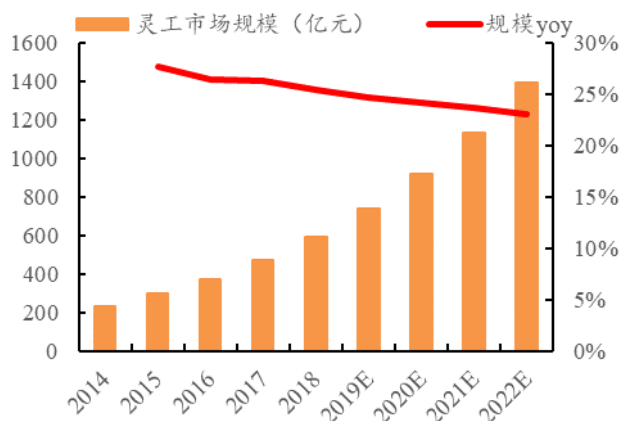
对于 C 端劳动力来说，灵工既可以提供从业者职业生涯选择上的自由，又可以成为后续职业发展的跳板。1) 灵活性更强：由于灵工合同时间较短，大部分合同期限为 0.5-2 年左右，劳动者可选择从事的行业和岗位较多，因此可以实现较为灵活的个人职业规划，加强了个人职业发展的自主性；2) 提升能力的跳板：灵工模式是很多起点相对较低的劳动者进入大厂工作的“捷径”，在外包工作期间劳动者有更多机会接触学习大厂的工作方式，熟悉工作内容，并有机会凭借优良的表现实现从临时到全职的转变。

正因为灵工业务具备灵活、节省成本、降低不确定性的特性，其具有一定的抗周期性，在经济波动、宏观形势不甚明朗时往往能迎来发展机遇。

2.2 行业规模：万亿空间潜力巨大，新经济驱动行业发展

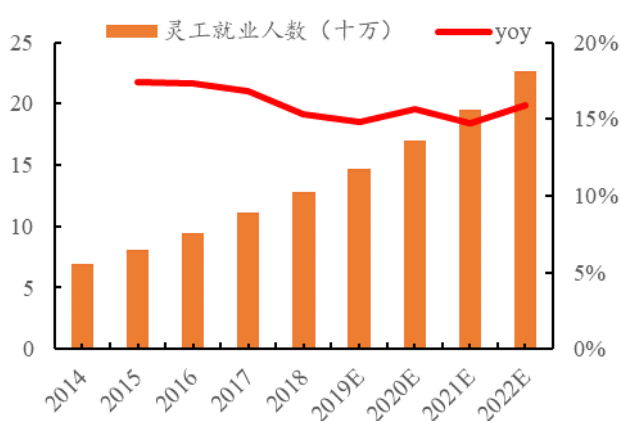
灵工行业保持稳定高速增长，在庞大的中国就业基本盘下，灵活员工占总员工比例相对海外处于极低水平。中国灵工行业自 2014 年以来保持在高速增长区间。2019 年行业规模达 738 亿，2014-2019 年 CAGR 达 26.2%；根据灼识咨询，2020-2022 年的预计 CAGR 有 23.3%；预计至 2022 年，行业规模可达 1393 亿元，是 2014 年的 6 倍。另一方面，中国就业人数的基数与增速在全球范围内优势显著，2019 年底中国城镇就业人数达 4.4 亿，同期美国/日本非农就业人数仅为 1.5/0.6 亿；2002-2019 年中国城镇就业人数 CAGR 为 3.4%，同期美国/日本非农就业人数 CAGR 仅为 0.9%/0.4%。与海外相比，中国灵活员工占总员工比例非常低。根据灼识咨询统计，2018 年中国灵活员工人数渗透率仅为不到 1%，与美国/日本/欧盟约 10%/4%/3% 相比，差距十分明显。

图表18: 中国灵工市场维持较稳定增长



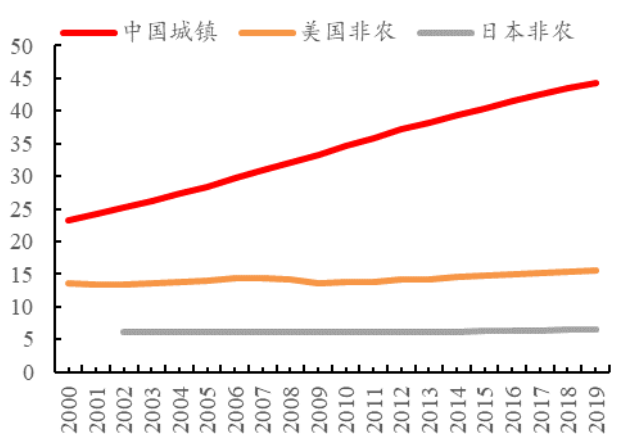
资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

图表19: 中国灵工就业人数持续增长



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

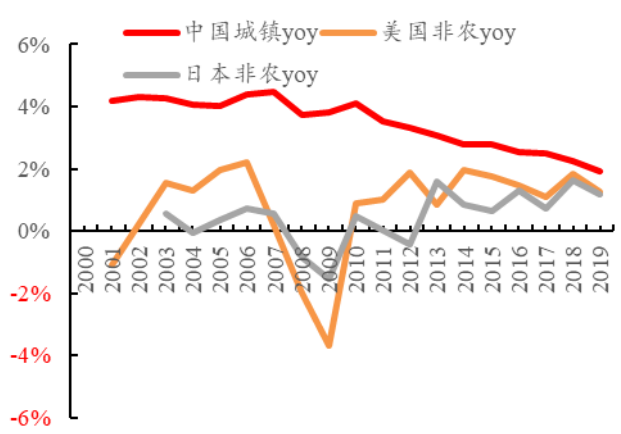
图表20: 中国城镇就业人数远超美日 (千万人)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

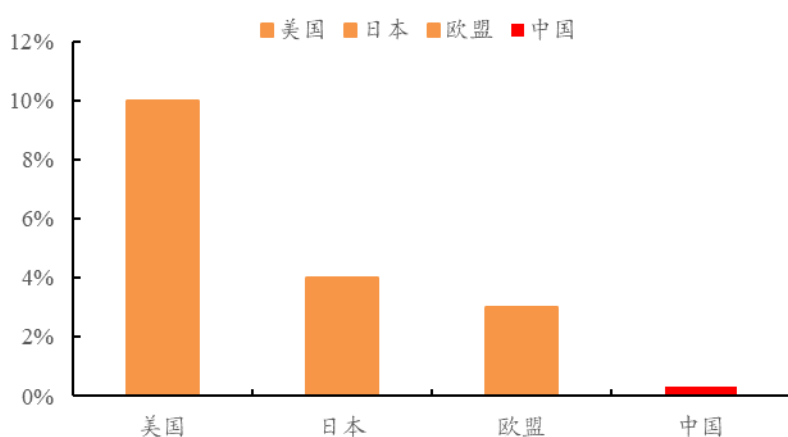
注: 中国采用的是城镇就业人数口径, 美日采用的为非农就业人数口径。

图表21: 中国城镇就业整体增速显著快于美日



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表22: 2018年中国灵活员工渗透率远低于美日欧



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

注: 渗透率计算方法为各国家/地区灵活员工人数/员工总数。

灵工市场潜力巨大, 未来发展空间广阔, 万亿规模可期。相较发达国家成熟市场而言, 我国灵工行业目前仍处于高速成长期。我们将中国灵活员工渗透率的长期目标对标 2018 年美日欧渗透率的平均值 5.7%, 在不考虑总就业人数增长与人均工资增长的情况下, 中性测算行业长期市场规模可达 1.43-1.65 万亿, 是 2019 年市场规的 19.4-22.4

倍。若考虑就业人数及工资水平的增长，灵工长期市场空间将更加广阔。

图表23：中国灵工行业长期市场规模发展空间测算（万亿元）

灵工行业平均费用率 灵工平均工资/全国平均工资	12%	11%	10%	9%	8%	7%
1.0	2.09	2.08	2.06	2.04	2.02	2.00
0.9	1.88	1.87	1.85	1.83	1.82	1.80
0.8	1.68	1.66	1.65	1.63	1.62	1.60
0.7	1.47	1.45	1.44	1.43	1.41	1.40
0.6	1.26	1.25	1.23	1.22	1.21	1.20
0.5	1.05	1.04	1.03	1.02	1.01	1.00

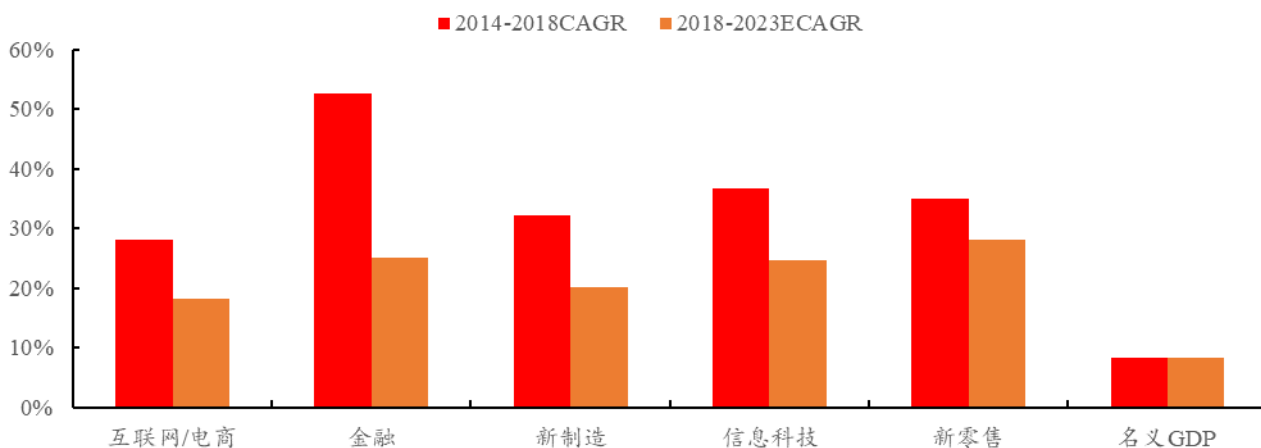
注释：

- 1) 灵工市场规模测算方法：规模=灵工目标员工人数 x 人均工资 x (1+服务费率)。
- 2) 中性测算下灵工行业平均服务费率锚定人瑞人才招股书中所给可比岗位行业均值 9.3%。
- 3) 灵工人均工资使用取全国规模以上企业就业人员平均工资的比例的方式计算，此处取 2019 年全国规模以上企业就业人员平均工资数值 75229 元/年，且没有考虑每年约 8%左右的工资增长。随着工资增长，灵工行业实际规模将更大。
- 4) 灵工目标员工人数为 2019 年实际城镇就业人数（4.4 亿）x 目标比率（取美日欧 2018 年的灵活就业渗透率平均值 5.7%），没有考虑城镇就业人数的增长情况。随着城镇就业人数基本盘的扩大，灵工行业实际规模将更大。
- 5) 灵工行业服务费率加成定价模式中，基数通常为“工资+五险一金”，此处仅考虑工资而未考虑五险一金的数额，若考虑五险一金则灵工行业的费用及实际规模将更大。

资料来源：Wind，国家统计局，灼识咨询，方正证券研究所测算

新经济各行业的迅速崛起是推动灵工发展的最重要因素。近年来，随着我国信息技术的发展，信息化趋势逐渐渗透进制造及服务等传统产业，形成科技引领的结构性经济增长新形势，“新经济行业”就是对新形势下涌现的新产业的统称。新经济包含新零售电商、互联网金融、新制造、社交资讯平台等行业。新经济行业处于快速发展阶段，业务种类较多、不确定性大，传统招聘模式下需要对劳动力规模需求做提前预判，难度很大；同时，新经济细分市场蓝海多，快速抢占市场建立先发优势对于企业至关重要，因此对用工的及时性、规模性有较高要求。灵工迅速、大量的招工能力符合新经济业务要求，因此可以广泛被运用于多个新经济细分行业的岗位，新经济成为灵工行业发展的重要驱动力。

图表24：新经济产业总交易额增速普遍远高于名义国内生产总值



资料来源：灼识咨询，方正证券研究所

图表25: 新经济领域多个行业对于灵工岗位需求发展空间广阔

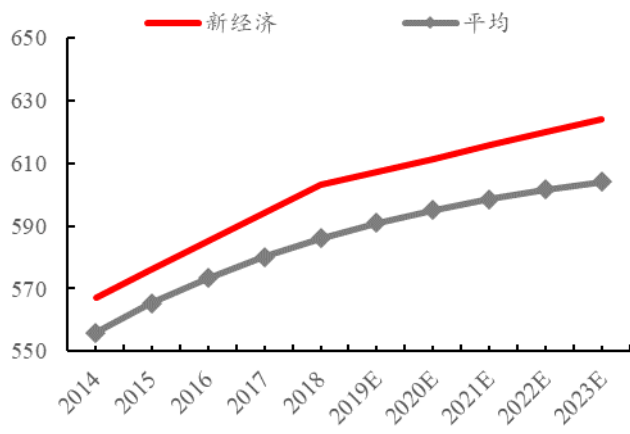
	行业发展状况	部分适合灵活用工的岗位及职责
电商+新零售	<p>1) 2018年淘宝直播6000人, 2019年淘宝直播20000人, 增长233%。截至2020年8月, 天猫店铺超33万家, 淘宝店铺超990万家, 总计店铺超过1000万家。假设1%的淘宝头部与10%的天猫头部店铺需要店铺主播, 则需求量一共13万人左右, 缺口还有超10万人, 未来行业发展空间广阔。</p> <p>2) 2017年我国新零售市场规模约为390亿元, 近几年随着用户习惯养成及模式发展成熟, 预计2022年整体市场规模达1.8万亿元左右, CAGR达115%。</p>	<p>店铺主播: 区别于头部带货主播, 店铺主播多为普通员工担任日常主播, 由传统文字交流变为实时直播的方式, 更及时响应顾客需求。店铺主播需求受活动影响波动较大, 在618, 双11前后适合通过灵工临时补充人手。同时, 不同店铺对于主播要求差异有限, 灵工从业者积累经验可以在不同店铺间应用。</p> <p>配送员: 配送员分布地区和规模数量随企业业务扩张而扩大, 管理难度逐渐加大, 并且工作量存在波动, 周末、节假日用工需求较大, 采用灵工有利于缓解高峰期人手短缺, 同时降低平日的运营成本。</p> <p>地推: 负责一定区域内的线下主动宣传, 为线上APP引流潜在消费者。地推职业具有强区域属性, 进入门槛低, 多为进入新市场或推出新功能下采取的有期限营销手段, 非常适合使用灵工方式招聘。</p>
在线教育	<p>2019年在线教育行业规模达3133亿元/同比增速24.4%, 未来三年增速较快, 2019-2022三年CAGR预计可达20.1%, 维持在高速增长区间。</p>	<p>中小学基础内容教师: 一般为小学或学前的语数英科目讲师。作为内容提供者, 需要准备授课内容并具备实时互动解惑能力, 招聘APP上要求大学学历并有基础的教师资格证。中小学基础内容难度较浅但近年来发展较快, 灵工招聘教师可以作为快速抢占市场份额的选择。</p> <p>学管助教: 在教学内容基础上提供线上/线下管理职能, 对班级同学的排课、考勤、作业完成等进行管理, 同时负责安排学生与老师的交流时间。门槛较低, 大专起任。</p> <p>课程销售: 负责通过电话、微信群等方式将课程销售给潜在顾客, 仅需了解课程基本情况, 在多个灵工招聘APP上显示要求中专即可。课程销售需求随推出课程节奏波动较大, 入门门槛低, 适合使用灵工方式招聘。</p> <p>幼儿编程、初高中一对一兼职补课等: 岗位相对较少, 并且要求相对高, 一般从业门槛在本科及以上学历。</p>
互联网多功能平台 (字节跳动, 微博, 美团单车等)	<p>1) 2019年, 哈啰、美团、青桔三家共占整体市场份额的95%。寡头竞争状态下, 企业更加注重体验、控制折损。因此, 行业发展回归理性的同时, 存量单车的运营维护需求不减。2019年, 中国共享单车投放超2000万辆, 乐观假设每个运维员每天可以维护200辆单车, 也需要单车运维员近10万人。目前, 沈阳等地政府已要求增加运维员数量, 预计运维需求将保持强劲。</p> <p>2) 中国数据标注与审核行业快速发展, 2018年市场规模52.6亿元, 同比增速71.5%, 其中第三方数据标注公司规模达17.9亿元, 同</p>	<p>数据标签与审核: 为机器学习提供带有一定分类等标签的素材, 相当于提供“粗加工底料”。同时, 审核待分析数据情况等, 避免数据分析“错进错出”。此类职位海内外普遍外包给第三方完成。</p> <p>内容审核: 在抖音, 微博, B站等内容平台, 对用户上传视频、文章等内容进行二次人工审核(一次由机器完成), 确保内容合法合规。内容审核相当于机器产出结果的“双保险”, 和机器审核形成配合而非取代关系。内容审核工作要求较低, 在内容平台快速发展期需求量巨大, 适合通过灵工快速补充与入职。</p> <p>IT工程师: 互联网产品有大量的运营及维护需求, 其中部分非核心职能相对独立, 可以使用灵工外包或业务外包方式解决。除此之外, 在新产品或新功能集中上线前夕, 大量开发测试需求涌现, 这类工作也适合用灵工方式进行。</p> <p>单车运维员: 主要负责单车的归位、修理、跨区</p>

	比增速 88%快于行业平均。人工智能是未来长期发展趋势，数据标注需求对其依附较大，预计未来需求保持增长趋势。	域调配等工作，技术含量低，体力劳动为主。单车运维员数量较多，地理位置较分散，管理难度较高，灵工服务商代管理为较好的解决方案。
多行业通用类	中国外包呼叫中心 2019 年新增坐席 22.6 万个，总数达 94.8 万个，2016-2019 年间新增 57 万个，新增投资额 243 亿元，其中 18/19 年投资额提速明显。	客服/呼叫中心：需求涵盖新零售，电商互联网，在线教育，互联网金融等多个领域，需求随业务量增加而增长。客服/呼叫中心对于人员及工作场所要求低，需求规模较大，比较合适通过灵工方式招聘。

资料来源：方正证券研究所整理

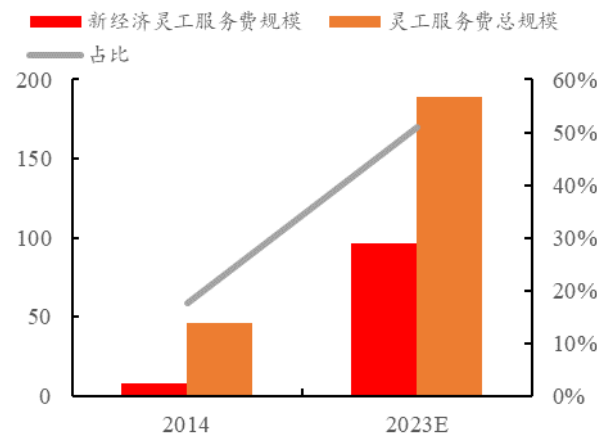
根据灼识咨询，2014-2018 年，上述主要的新经济行业中，灵工从业人数由 12 万人增长至 43 万人，CAGR 达 37%；预计至 2023 年从业人数将进一步达到 129 万人，2019-2023 年 CAGR 为 25%，新经济各行业占灵工从业人数比重由 2014 年的 17.5%大幅提升至 2023 年的 49.4%。同时，新经济灵工各行业的平均服务费用高于行业整体水平，因此新经济各行业灵工使用贡献的规模占比由 2014 年的 18%提升至 2023 年的 51%，在灵工行业驱动中扮演愈发重要的角色。

图表26：新经济每月服务费高于整体水平（元/人）



资料来源：灼识咨询，方正证券研究所

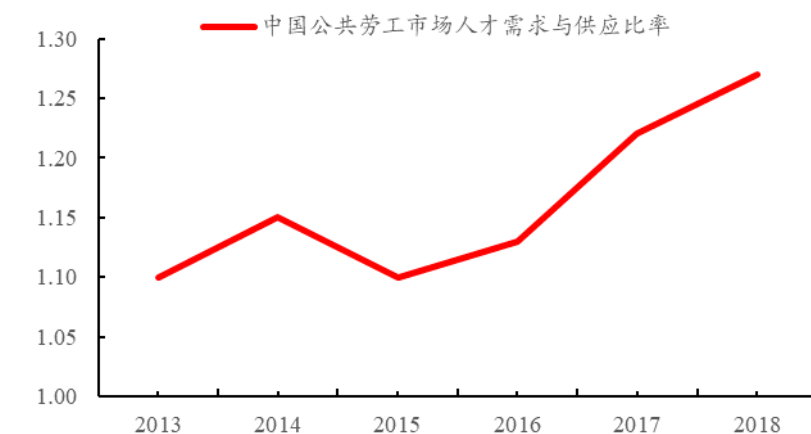
图表27：新经济对灵工服务费贡献增加（亿元）



资料来源：灼识咨询，方正证券研究所

此外，劳动力市场供给短缺，人力资源匹配需求的日益增长也有望持续推动行业发展。2015 年开始中国劳工市场供需差距上升，人才及岗位供求错位现象严重，需求大于供给成为常态。灵工通过撮合企业需求和劳动力供给，提供高效率人力资源匹配、灵活的劳动力供给服务的方式缓解用工压力、提升用工效率，重要性凸显。在失衡情况愈发严重的背景下，预计用工企业对灵活用工方式获取劳动力的需求将持续推动行业获得发展。

图表28: 中国劳动力市场供需比上扬, 错配现象加重

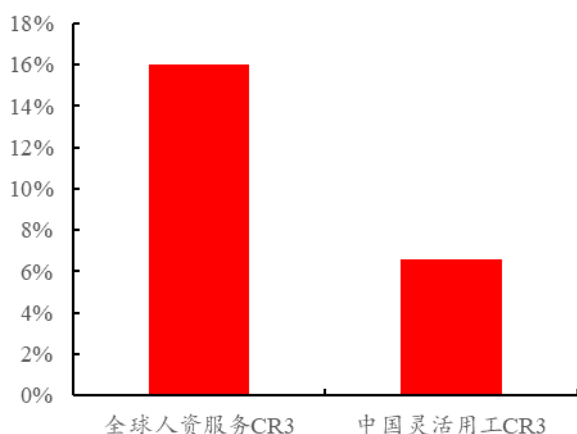


资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

2.3 竞争格局: 集中度提升空间广, 先发/科技/资金三大优势成就龙头壁垒

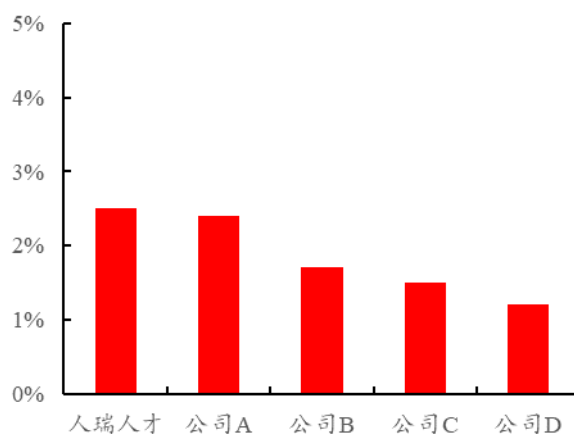
灵工行业集中度与海外相比偏低, 提升空间广阔。2018 年我国以业务收入计算行业 CR1/CR3/CR5 仅为 2.5%/6.6%/9.3%, 其中前三龙头分别占比 2.5%/ 2.4%/ 1.7%, 相比于 2018 年全球人力资源服务行业 CR3 的 15.9% 差距明显。从收入端市占率变化角度看, 2014 年至今全球市场的 CR3 相对稳定在 15%-16% 区间, CR5 保持在 22%-23% 左右; 而国内龙头市占率份额提升明显, 科锐国际市占率由 2016 年的 1.2% 提升至 2019 年的 2.2%, 人瑞人才由 2016 年的 0.8% 快速增长至 2019 年的 2.9%。

图表29: 与全球水平比中国灵工集中度提升空间



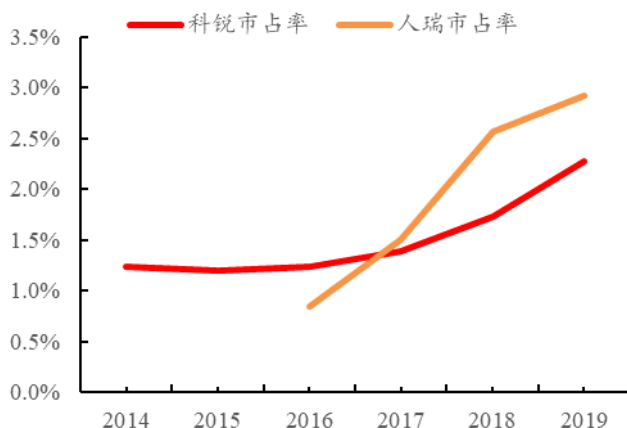
资料来源: HRoot, 灼识咨询, 方正证券研究所
注: 此处统计为 2018 年数据, 市占率以营收为口径计算。

图表30: 灵工市场营收前三甲合计市占率为 6.6%



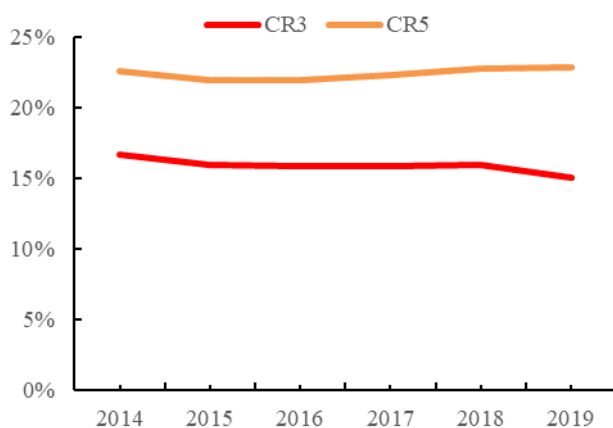
资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所
注: 此处统计为 2018 年数据, 灵工收入不包括增值税计算部分。

图表31: 科锐和人瑞以营收计市占率提升明显



资料来源: 公司公告, 灼识咨询, 方正证券研究所
注: 市占率计算方法: 公司营收/总体市场规模。科锐国际灵工营收已剔除 Investigo 影响。

图表32: 全球人服市场头部企业市占率基本稳定



资料来源: Statista, HRoot, 方正证券研究所
注: 市占率计算方法: 公司营收/总体市场规模。

招聘和管理端能力的提升带来更好的服务, 是龙头的核心竞争力。

1) 速度、规模与高匹配度是招聘端服务能力核心。灵工本质上做的是促进劳动力供需有效匹配的服务, 而招聘的速度、规模、适用性是加强匹配有效性的着力点。从具体业务环节上看, 建立招聘端人才库, 多渠道获取候选人信息, 并对其进行持续的维护、迭代与更新, 保证人才库的质量与活性, 是实现差异化竞争的重要手段。龙头企业拥有往期合作及线上招聘平台积累的庞大人才数据库(2019年, 人瑞人才香聘APP拥有191万注册人数, 万宝盛华信息库拥有450万人才储备, 而科锐国际在2018年就已积累候选人信息超1000万条), 开发了更加智能化的大数据匹配算法, 并且配套招聘-面试流程一体化系统, 能够实现更强的匹配有效性及更短的匹配时间, 进而提升招聘端整体服务与交付能力。

图表33: 科锐国际通过招聘云智能整合招聘全流



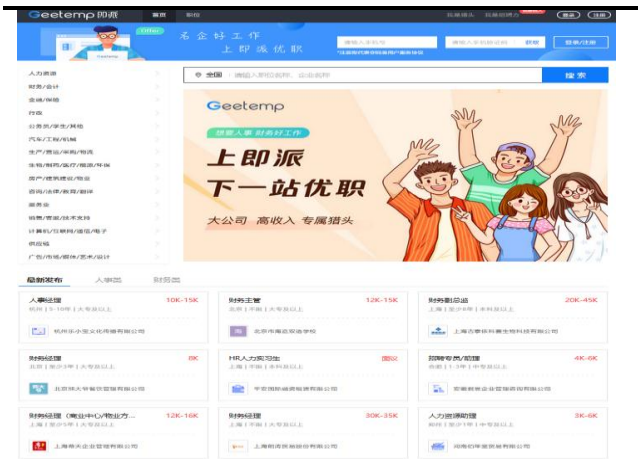
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表34: 人瑞人才技术生态实现招管培留一体化



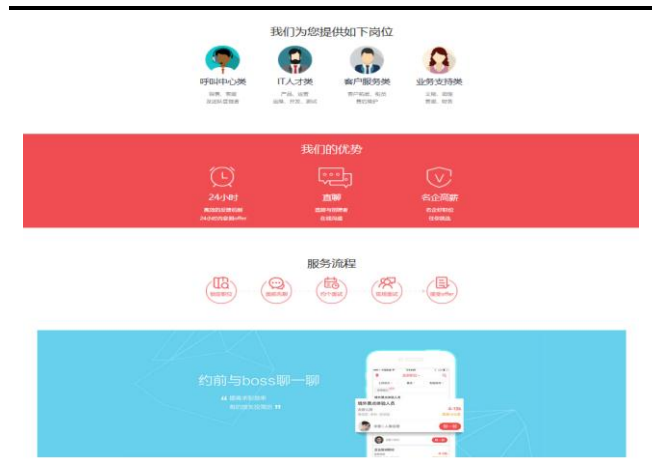
资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表35: 科锐国际通过“即派”平台收集简历



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

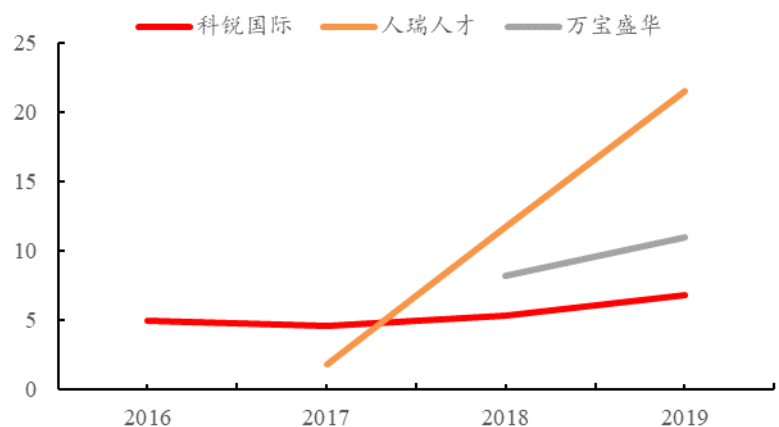
图表36: 人瑞人才“香聘”APP 积累候选人池



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

2) 更短的适岗期、低流失率及精细化管理是管理端服务提升的核心。客户希望外包员工能够快速适应岗位, 并高效创造价值。但一方面, 对于新员工而言, 仅凭自身摸索适应业务需要较长时间; 另一方面, 老员工业务熟练, 如何降低其流失率是保持效率的关键因素。龙头灵工服务商凭借多年项目积累熟悉各类业务, 通过培训带教的方式帮助新员工快速适应工作; 同时通过品牌效应、薪酬管理、加强沟通、设置留用机会等方式留下老员工, 保证外包团队整体业务水平。此外, 科技赋能下的一体化管理系统带来管理的精细化及半径增长。①通过将管理流程线上化, 管理人员可以突破地理限制, 实时“一对多”进行监督管控, 提升管理效率; ②通过数据中台实现精准任务布置和具体任务环节拆解, 精细化管理提供更明确清晰的目标, 便于外包员工分步理解并完成任务; ③系统自动收集分析过往业务积累的数据, 通过大数据分析加强智能化水平, 协助迭代人才库与外包团队, 最终落实在提升管理端的服务水平。

图表37: 三大龙头内部人员人均创利均呈上升态势(万元)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

注: 各公司的业务结构组成不同, 因此部分影响人均创利的表现。

先发优势是实现核心竞争力的基础。我国灵活用工行业兴起、民营企业开始进入市场约在 2010 年, 而 2006 年科锐国际就已布局灵工, 2010 年万宝盛华已经可以为上海世博会提供优质灵活用工服务, 2012 年左右人瑞人才开始发展灵工业务, 龙头企业先发优势较为明显。灵工涉及到招聘阶段的人才信息库建立, 管理阶段的管理经验、业务认知、与客户间信任关系的建立, 全流程线上一体化系统的研发, 以及稳定的老客户的培养, 都需要时间沉淀出品牌与口碑, 并且在行业内长期耕耘形成经验和技术的积累。因此, 先发优势是龙头核心竞争力的根

研究源于数据, 研究创造价值

基。

垫资要求是行业门槛及企业“由小变大”的壁垒。灵工业务模式下，服务公司需要在将劳动力派遣至客户岗位后，提前为劳动力垫付 1-3 个月工资。2019 年科锐国际灵工外派期末签约人数为 14680 人，按照每人每月工资 7000 元、平均垫资时间 2 个月测算，则共需垫资 2.06 亿元，而垫资金额还会随着业务规模的增大而变大。根据灼识咨询，2018 年灵工高度分散的中低层职位劳工市场规模共 445 亿元，市场参与企业超过 8000 家，每家企业平均年收入仅为约 556 万元，与大企业垫资额相比差距巨大。资金成为入行的门槛，同时限制了小企业业务规模的扩张。

资金优势支持下的收并购运作则是龙头“由大做巨”的重要依靠。从海外人服及灵工巨头 Adecco 及 Recruit 来看，在内生增长达到一定规模水平后，收并购几乎贯穿着其发展至今的每一个阶段。一方面，收并购可以带来良好的财务端及管理经营端的协同效应；另一方面，由于人口流动具有明显的地域属性，因此人才资源的积累存在区域范围限制；而人才积累对于强调招聘规模和速度的灵工业务来说尤为重要。先发优势是积累人才资源、拓展合作关系的关键因素，但是其本身不具备可复制性。因此，龙头公司仅凭内生增长，短期内在新区域内积累大量人才及客户资源，实现对于区域内企业先发优势的颠覆难度很高。龙头企业坐拥上市平台并有良好的企业资质，资金优势明显，因此快速扩张到不同地区不同市场的最有效方法，就是依靠资金优势直接对区域内先发企业进行收购。

图表38: 海外巨头 Adecco 与 Recruit 部分关键收并购项目

Adecco				Recruit			
	收购对象	收购金额	业务范围		收购对象	收购金额	业务范围
1976	Alfred Marks Bureau Ltd.	3.4 百万美元	灵活用工	2005	Media Shakers Inc.	--	广告
1997	TAD Resource International	387.5 百万美元	技术人才派遣	2005	日本医疗信息中心	--	医药工作变动
2000	Olsten Corporation	840 百万美元	IT 和一般人才派遣	2006	前程无忧	--	人才招聘等
2004	PeopleOne	50-60 百万美元	猎头	2006	Yuko Yuko	--	咨询
2005	Altedia	131 百万美元	人力资源咨询	2007	Jobdirect, Inc	--	大学生求职网站
2007	Tuja	800 百万欧元	汽车、航空行业人才招聘	2011	Advantage Resourcing America	4 亿 100 万美元	永久安置和人力资源外包
2008	DNC	56 百万欧元	专业人才派遣	2011	Advantage Resourcing Europe B.V		永久安置和人力资源外包
2008	Group Datavance	41 百万欧元	医疗行业分析咨询	2011	Staffmark Holdings	2.95 亿美元	轻工和文员供应商
2009	Spring Group	107.3 百万欧元	专业人才派遣	2012	Indeed Inc	约 10 亿美元	在线职位搜索引擎
2010	MPS	936 百万欧元	专业人才派遣	2013	伯乐管理有限公司	--	就业服务提供商
2011	Drake Beam Morin Inc.	148 百万欧元	职业转型和人才发展	2015	Atterro	48 亿元	人才派遣及招聘
2012	VSN Inc.	87 百万欧元	专业人才供应商	2015	Gengo	540 万美元	人工翻译平台
2014	OnForce	30 百万欧元	派遣人员管理	2015	Chandler Macleod	3.82 亿澳元	人才招聘与职业规划
2016	Penna Consulting Plc	122 百万欧元	人才发展和招聘服务	2015	Peoplebank	7000 万澳元	IT 技术人才招聘
2017	Mullin International	22 百万欧元	职业转型服务	2016	Simply Hired	--	职位搜索引擎
2017	BioBridges	37 百万欧元	生命科学人才供应商	2016	USG People	14.2 亿欧元	临时用工、人员招聘
2018	General Assembly	316 百万欧元	职业转型	2018	Glassdoor	12 亿美元	招聘信息发布网站

资料来源: 方正证券研究所整理

总结来看, 灵工龙头企业在资源积累/资金等方面占有明显优势, 因此中小型灵工企业很难对龙头业务造成较大威胁。而对于国内灵工龙头来说, 市占率提升关键在于 1) 通过完善人才库、完善招聘管理端的系统, 提升 TOC 招聘能力及 TOB 服务能力, 通过更全面、高质量的 C 端积累支撑更大体量的 B 端需求, 进而通过两端资源的增加提升规模; 2) 提升技术赋能业务的水平, 运用科技实现更高效率的资源积累及服务提供, 以及更大规模效应; 3) 充分利用上市平台发挥资金优势, 通过收并购扩张地理及行业覆盖范围。

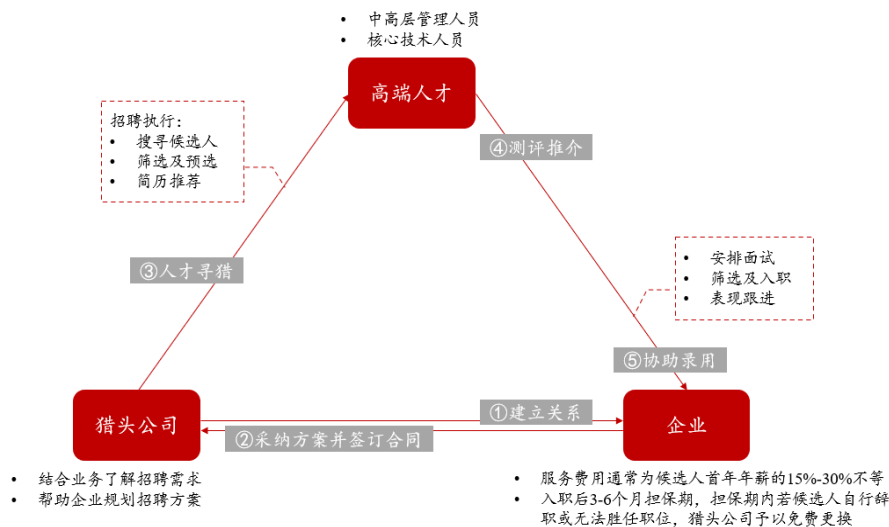
3 人才寻猎：庞大市场分散竞争，科技赋能与变革创新提升龙头竞争优势

3.1 商业模式：B 端获取需求，C 端寻猎人才，提升候选人活性带来价值

猎头为 B 端客户提供针对中高层管理人员及关键技术人员的全套招聘服务。从业务流程上看，猎头服务公司 1) 通过 BD 团队维护与 B 端客户的关系，及时获取客户招聘需求；2) 在确定客户需求后，猎头团队负责编制招聘方案，发布岗位信息，并在人才库中搜索联系候选人。对于有意向的候选人，猎头预先考察并将通过的候选人推荐给公司进行后续面试；3) 若公司决定予以录用，则需在录用后 1-3 个月内一次性支付猎头公司相应费用，一般在候选人年薪的 15%-30% 左右。

猎头服务价值体现在 1) **提升 C 端候选人活性**。中高端岗位候选人可替代性较低，具有一定稀缺性。因此，在寻找工作机会方面，中高端人才处于相对被动的状态。猎头公司通过主动沟通了解其动态与需求，为其推荐合适机会，提升其参与市场的活性。2) **提供优质人才资源池**。中高端人才相较于普通劳动者联系难度更大。猎头公司凭借专业性与长期关系的维护，能够在多行业、多岗位、跨区域积累整合人才信息库，为客户提供更多高质量人才选择。3) **提升匹配效率**。相对于普通岗位，企业在确定中高端岗位人选的过程中往往会花费更多的时间与资源。猎头在前期筛选与初面过程中可以帮助企业“去伪存真”，让企业花费更少精力找到合适的候选人。

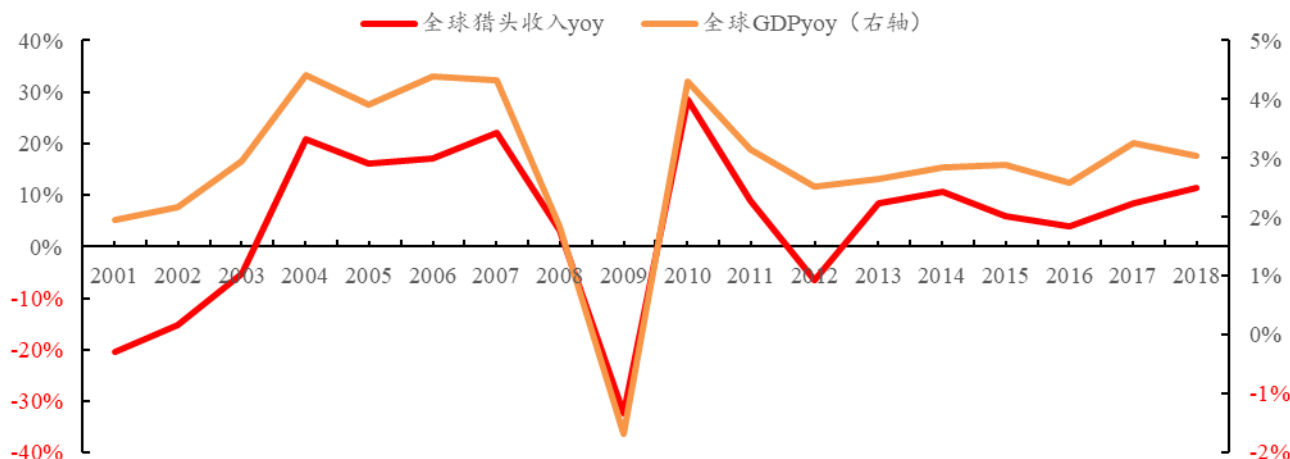
图表39：猎头商业模式图例



资料来源：方正证券研究所整理

猎头业务顺周期性明显。猎头服务针对中高端人才，一般在经济环境良好、B 端客户业务扩张周期有较多需求。而在经济下行周期，企业控制成本需求上升，业务扩张暂缓时，中高端人才的需求下降，带动猎头业务收缩，因此，猎头业务具有明显的顺周期属性。通过观察全球猎头行业发展可以发现，宏观经济因素对其影响明显。

图表40: 全球猎头行业收入增速与 GDP 实际增速波动方向相似



资料来源: Wind, Statista, 方正证券研究所

共享众包模式有望成为猎头 BD 端新的变现方式。传统的猎头业务模式存在 BD 端与猎头端资源消化能力错配的问题。由于猎头团队规模及人效限制, BD 端获取的 B 端客户中高端人才需求无法完全被猎头团队承接, 因此会造成信息浪费。以科锐国际为例, 通过开发针对猎头业务共享的网站平台禾蛙, 公司将 BD 团队获取的、自身猎头团队无法完成的富余中高端人才需求采取分成等方式分发予中小猎头, 通过有偿共享的方式变现自身的强客户需求信息收集能力。同时, 通过禾蛙系统内的后台监控, 可以监督确保承包者服务交付的质量。

图表41: 科锐国际禾蛙平台为猎头端提供招聘需求信息



资料来源: 禾蛙官网, 公司公告, 方正证券研究所

3.2 发展历史: 28 载光阴, 中国猎头行业发展经历风雨逐步成型

我国猎头行业起步较早, 行业规范化逐步推进。1992 年 6 月, 新加坡公司在沈阳市投资设立“维用猎头服务部”, 标志着中国猎头行业的萌芽出现; 随后的 10 年中, 猎头行业经历了起步摸索阶段, 也遭受了 1997 年亚洲金融危机的影响。2001 年国家出台政策允许中外合资猎头企业成立, 随后中国加入 WTO, 顶尖国际猎头公司光辉国际、仕达富等先后进入中国市场, 猎头行业的发展逐渐与全球接轨, 规范化程度有所提升。2010 年后, 国家先后出台人才寻访服务规范、人力资源服务业国家标准等法规, 猎头行业持续向成熟化与规范化发展。

图表42: 我国猎头行业的发展历经坎坷曲折, 目前挑战与机遇并存

时间	事件	影响
1984	武汉柴油机厂引进德国专家担任厂长	<ul style="list-style-type: none"> 拉开国有企业人才引进序幕 由政府一手主导的非市场型行为
1992	新加坡公司在沈阳投资成立“维用猎头服务部”	<ul style="list-style-type: none"> 中国猎头行业萌芽诞生标志
1993	北京泰来猎头咨询事务所成立	<ul style="list-style-type: none"> 第一家公司化的中国大陆猎头企业 最早具备独立法人资格的猎头服务机构诞生
1994-1995	国家第一次系统性整顿规范人才市场及人才中介行业	<ul style="list-style-type: none"> 行业徘徊期, 行业发展第一次严重受挫 产业规范化为后期产业发展打下基础
1996	行业复苏, 中国猎头行业发展第一次产业高潮	<ul style="list-style-type: none"> 1996 年底, 猎头公司数量突破 300 家
1997-1998	亚洲金融危机爆发叠加中国政府打击整顿不规范人才中介	<ul style="list-style-type: none"> 大型公司缩减业务, 出现行业裁员潮 1998 年, 仅京津地区猎头公司倒闭比例就高达 50% 以上 行业发展第二次严重受挫
1999	网络公司热潮助力猎头行业再次复苏	<ul style="list-style-type: none"> 产业黄金发展时期开始
2001	国家工商局等联合颁布《中外合资中外合作职业介绍机构设立管理暂行条例》	<ul style="list-style-type: none"> 中国猎头市场对外资谨慎开放 合资猎头许可证证放开
2001	中国加入 WTO 世界贸易组织	<ul style="list-style-type: none"> 外资按照中国开放政策加快步入中国猎头市场脚步
2003	人事部、商务部等联合出台《中外合资人才中介机构管理暂行规定》	<ul style="list-style-type: none"> 符合条件外资可依法合作成立中外合资人才中介机构 中国猎头市场正式全面向外国猎头公司开放, 市场竞争更加充分
2008-2009	全球金融危机来袭	<ul style="list-style-type: none"> 行业发展第三次严重受挫 外企需求订单锐减, 本土民营猎头企业绝佳发展时期在危机下开启
2010	《高级人才寻访服务规范》出台	<ul style="list-style-type: none"> 针对高端猎头领域的服务资质、条件与流程服务做出细化规定
2011	中国首个人力资源服务行业国家标准正式生效	<ul style="list-style-type: none"> 行业进一步规范化成熟化
2012-2020	内资、外资企业相互合作竞争, 收并购频繁, 猎头市场垂直化程度加深	<ul style="list-style-type: none"> 行业步入新的大发展时代, 挑战与机遇并存

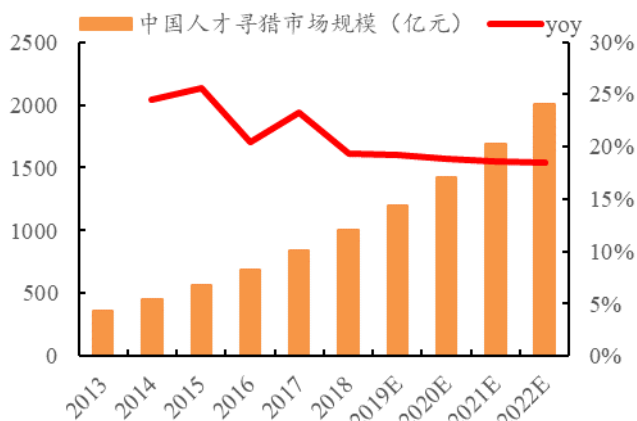
资料来源:《中国猎头产业规制研究》,《中国猎头行业大事记》, 方正证券研究所

3.3 行业规模: 规模庞大增长迅速, 经济转型引领发展

我国猎头行业整体保持快速增长, 短期内高增速有望维持。2013-2019 年, 我国猎头市场 CAGR 为 22%, 根据灼识咨询预测, 2022 年猎头行业规模可达 2004 亿元, 是 2013 年行业规模的 5.5 倍, 预计 2020-2022 年 CAGR18.5%。与美国相比, 目前我国猎头行业在规模上有一定差距。2019 年, 美国猎头市场规模达 241 亿美元, 同期我国猎头市场规模仅为其约 70%; 然而根据 Statista 预测, 2020-2024 年美国猎头行业 CAGR 仅为 3.8%, 至 2022 年美国猎头规模约为 1776 亿元, 中国猎头有望实现规模超越。我国 2019 年城镇劳动力 4.4 亿远超美国非农就业人数 1.5 亿, 其中中高端劳动力数量 (根据灼识咨询口径, 年收入达 10 万以上人群即为中高端劳动力) 为 9250 万人, 占城镇劳动人口约 21%, 并且其复合增速显著高于城镇职工人数总体增速。据灼识咨询预测, 至 2022 年预计中高端人才数量可达 1.2 亿人, 2020-2022 年 CAGR 为 10.5%, 中高端人才的快速涌现为猎头行业带来广阔的发展

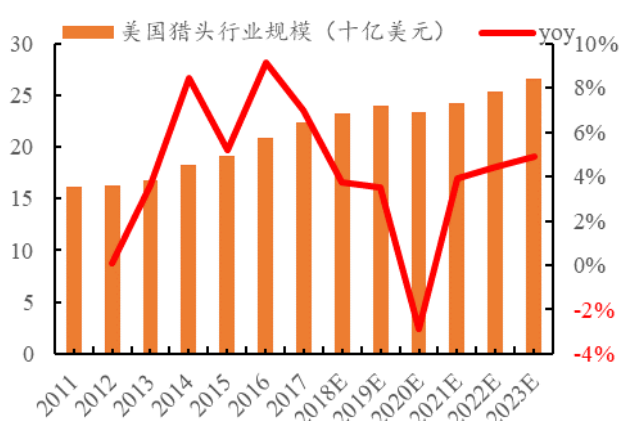
空间。

图表43: 我国猎头行业增长处于高速区间



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

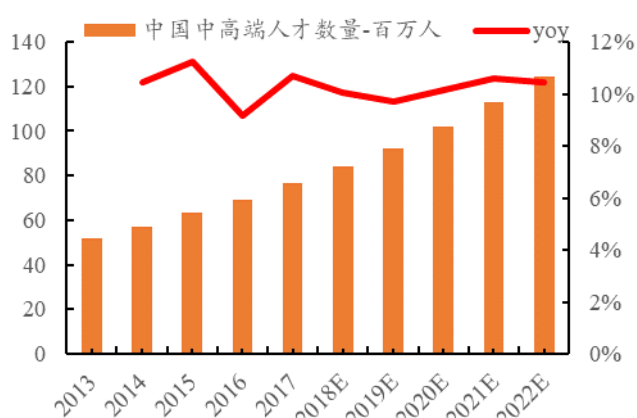
图表44: 美国猎头目前规模更大, 但增速低于我国



资料来源: Statista, 方正证券研究所

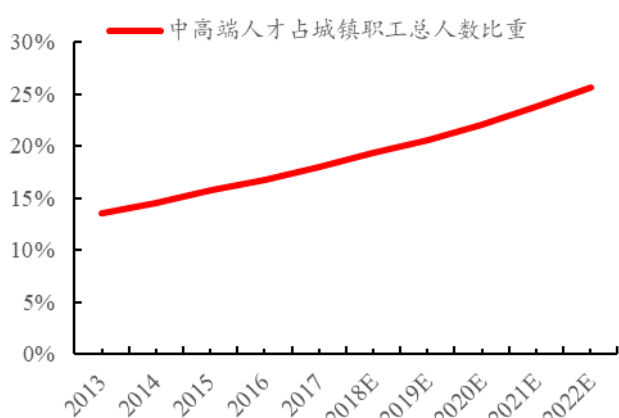
注: 行业规模口径中包含高端人才访寻及人才安置业务, 其中2018-2023年为Statista预计值。

图表45: 我国中高端人才数量快速增长



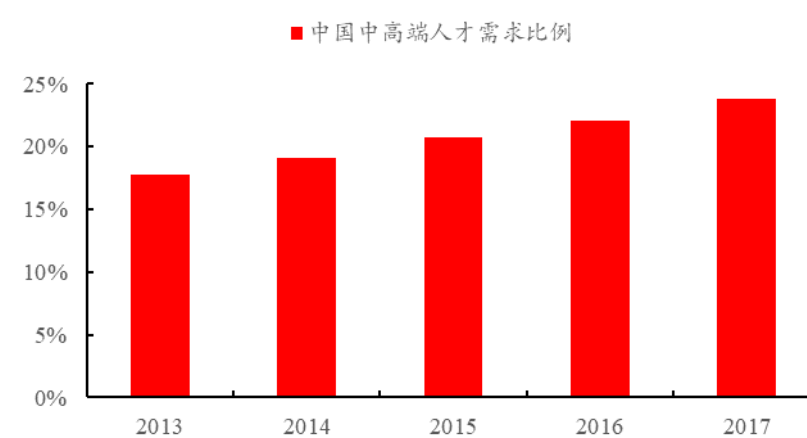
资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

图表46: 中高端人才占城镇职工总数比重不断上升



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

图表47: 中国中高端人才需求比例不断上升

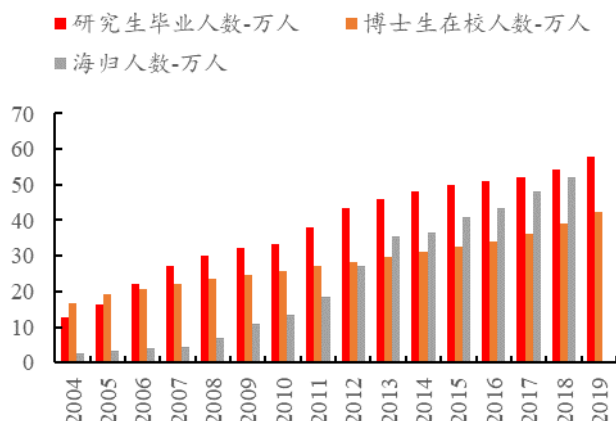


资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

高等教育的普及带来中高端人才扩容, 为猎头行业发展提供沃土。截至2018年, 我国硕士毕业+博士在校+海归毕业学生数量达到145万人, 2013-2018五年CAGR达5.5%, 硕士+海归应届生占应届总数近13%, 相比2011年的8.6%有所提升。我国高等教育的逐渐普及为人

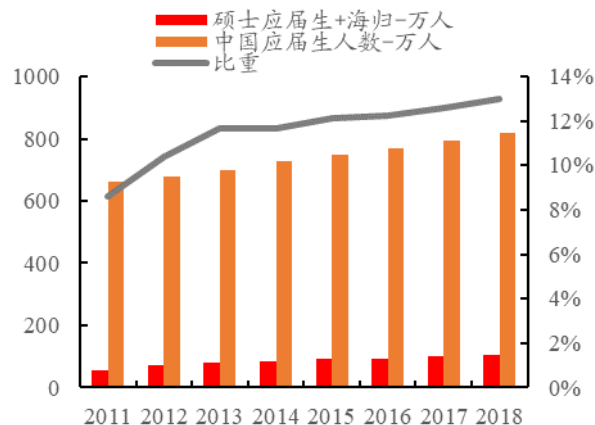
才市场带来更多受过良好教育的应届生，为猎头市场的长期发展打下基础。

图表48: 我国硕博及海归人才数量快速增长



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表49: 硕士应届生+海归占应届生比重有所提升



资料来源: Wind, 艾媒咨询, 方正证券研究所

新经济与高科技行业崛起驱动猎头发展。产业转型、科技兴国背景下，我国新兴产业不断涌现，技术、人才密集型企业增加，带来多行业高端人才需求。具体来看，新经济、高科技、大健康领域对于科技研发、大数据运用等方面的技术人才及复合型人才的需求较多；化工、能源等传统产业在互联网+、高端制造升级浪潮下，对于IT技术研发及行业内热门方向的高端人才的需求也十分明显。

图表50: 2020年中国各行业中高端人才缺口众多

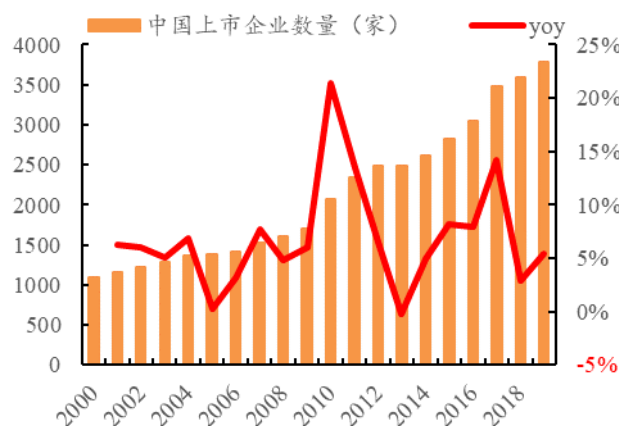
行业	细分领域	发展趋势	主要中高端人才缺口岗位
高科技	AIoT (人工智能物联网)	1) 2019年5G进入商用化阶段后，其与AIoT形成历史性交汇，促进了AIoT应用的落地； 2) 多个不同行业巨头进入AIoT市场，同时市场领先者小米、华为等的布局日趋完善，AIoT预计将成为未来几年的持续热点，同时预计将产生万亿规模的市场。	边缘计算专家，架构师，异构计算
	云计算	1) 数字化转型趋势下，企业业务上“云”逐渐常规化，未来云计算市场规模有望保持20%以上增长； 2) 随着云计算业务的高速增长，云计算提供商对于数据中心的需求也将持续增加；同时企业级SaaS向个性化定制化方向发展，带来对相关领域人才的需求。	复合型管理人才
	电子制造智能终端	越来越多的品牌开始主动与消费者建立更深层的关联。对用户全面和深入分析、行业发展趋势、竞争格局分析，消费者需求和营销洞察将会更加重要。	市场战略及营销洞察，零售负责人
新经济	新零售	1) 产品、效率与体验成为零售升级新方向，中国本土企业对于数字化运用更佳，本土企业发展愈加迅速； 2) 线下门店经济化数字化运营需求不断提升，终端市场与视觉设计师等相对较新的岗位在迅速崛起。	设计师，产品研发人员，数字市场负责人
	教育(在线等新方式)	一方面，VR/AR、云计算、人工智能被持续地运用于在线教育领域，提升师生交互度以及学习效果；另一方面，内容的本质提升最终还是依赖于优质的教师资源。	运营管理人才，高级教师
	智能制造(汽车板块)	1) 自动驾驶将是未来车企持续投入的关键领域。随着5G的应用，企业在车联网方向的投入也会持续提升； 2) 车企海外布局谋求跨市场发展的趋势明显，欧洲市场的投资需求以及海外人才引进需求在增加。	海外研发专家，车联网架构师，智能交通解决方案研发，软件架构师
	泛娱乐(包括多方面互联)	1) 商业变现逐渐成为互联网企业的核心诉求；具备前瞻性商业化变现运营思路的高端人才成为热门人才；	用户增长专家，数据分析师，KOL引流

	网平台)	2) 利用大数据有针对性地吸引用户、留存用户,是互联网公司未来重点关注的业务内容。	等新商业模式下的专家
大健康	医药	1) 老龄化+科技+生活水平提升驱动行业持续发展; 2) 集采下仿制药利润下降,较多企业将重心转移至创新,研发团队组建人才需求旺盛。	首席医学官,肿瘤免疫专家,生物统计师
	医疗大数据	1) 随着数据持续大量的累积,海量医疗数据成为分析运用的挑战; 2) 基于企业,政府及医院间数据的互联互通是未来重点建设方向。	深度学习研究员,医学经理,真实世界研究人才
其他行业	能源	1) 能源互联应用落地的需求在增加,其背后是对于可再生能源的应用需求提升的长期逻辑; 2) 清洁能源开发建设的需求在增加,的核心技术研发人员、市场开发、销售人员在市场上非常活跃。	能源互联技术专家,智能化专家,海上风电高精尖领域研究人员
	化工	1) 中国是世界范围内化工品需求增量较大的国家,未来这一趋势预计仍将保持不变; 2) 大型新材料的项目管理、生产运营、营销类人才成为市场热需,民营企业对于专业化管理诉求提升明显。	化工新材料高端制造与生产负责人
	农业	1) 生猪养殖技术及疫病防治、种子技术领域热度较高; 2) 生物技术与农资生产供应领域,研发和技术专家的岗位需求逐渐增加。	基因工程科学家,基因编译科学家,制剂开发总监

资料来源:2020年科锐国际人才市场洞察,方正证券研究所

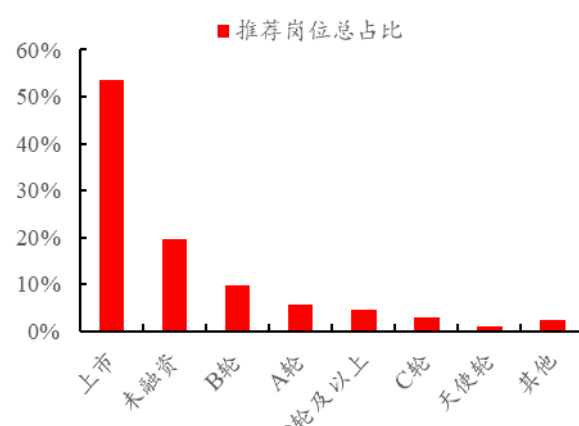
国内龙头企业崛起驱动猎头行业发展。1) 我国上市公司数量持续增加,猎头54%的岗位需求来源于上市公司,远远领先于其他发展阶段的公司。上市公司一般为各行业中的龙头企业,新兴行业龙头需要快速抢占市场份额,成熟行业龙头切入新市场或跨行业实现持续增长,都将对不同业务领域的中高端技术及管理人才提出需求,促使猎头行业不断发展;2) 龙头企业在世界范围内竞争力日益增长,优质企业多布局海外业务。2018年,中国境外企业达近4.3万家,境外营收(不计金融企业)达2.4万亿美元。境外业务面对的市场规则、竞争者及消费群体与国内差异显著,出海企业对于既熟知海外市场、又了解公司业务的人才需求程度高,科锐国际等具有国际化布局与人才储备的大中型猎头有望受益。

图表51: 中国上市企业数量不断增加且增速上扬



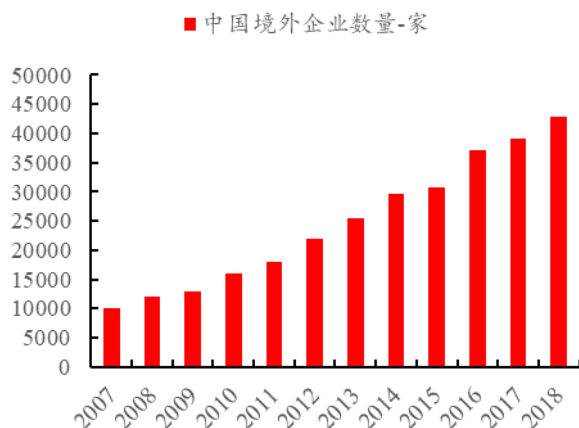
资料来源:Wind, 方正证券研究所

图表52: 上市公司承包过半猎头推荐岗位



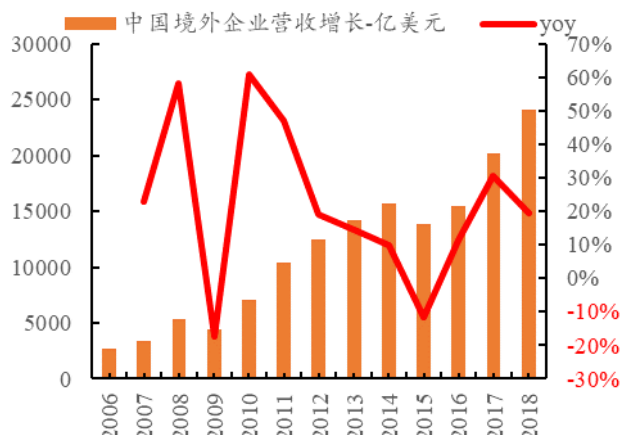
资料来源:猎上网, 方正证券研究所

图表53: 中国境外企业数量持续上涨



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表54: 中国境外营收整体增长趋势明显



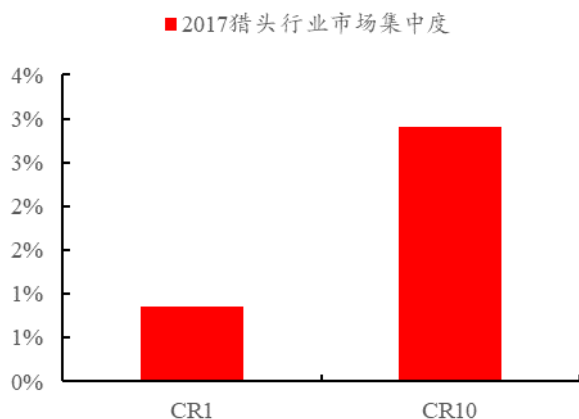
资料来源: Wind, 方正证券研究所

注: 统计未包含金融类企业数据。

3.4 竞争格局: 分散市场激烈竞争, 龙头有望通过科技赋能及架构创新发挥优势

猎头市场龙头市占率低, 小型猎头服务公司众多, 行业格局分散。2017年我国猎头行业中, 以营收计算, 规模最大的公司单体市占率仍不超过 1%, 行业整体 CR10 仅为 2.9%。科锐国际作为本土猎头龙头, 2013-2019 年营收市占率维持在 0.45% 左右。至 2017 年底, 中国传统线下猎头公司超 1.7 万家, 同时还有约 35 万名个人猎头从业者参与市场竞争。根据 2018 年猎头行业发展白皮书显示, 中国猎头行业占比最多的“小而美”的企业, 其平均员工数量在 50 人以下。

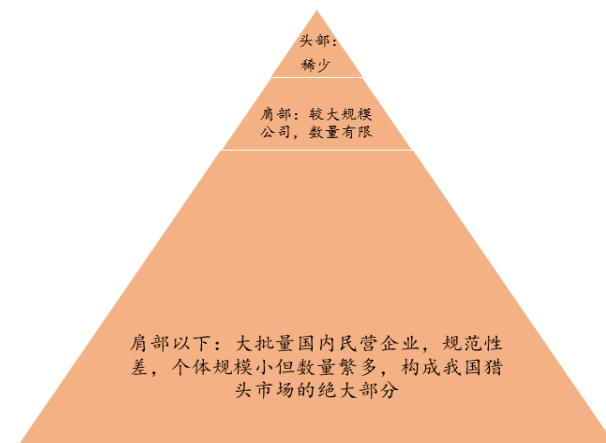
图表55: 2017 年猎头市场分散, 龙头集中度较低



资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

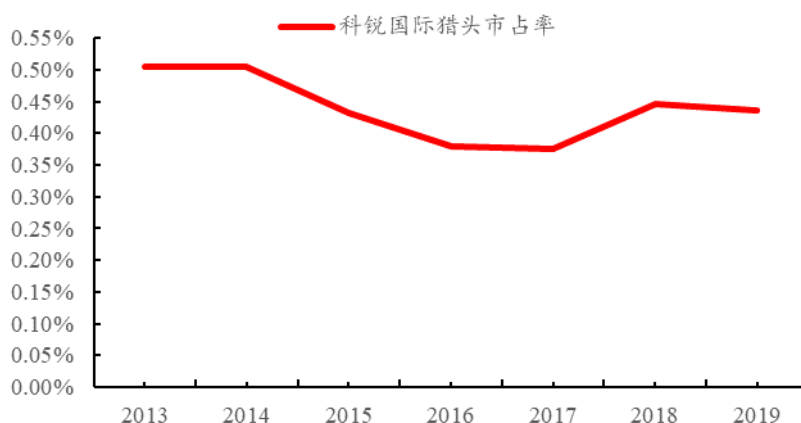
注: 此市占率包括了线上猎头部分。

图表56: 大量小规模猎头组成市场绝大部分



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

图表57: 科锐国际猎头营收市占率保持在 0.45% 左右



资料来源: 公司公告, 灼识咨询, 方正证券研究所

注: 科锐国际猎头营收中未剔除海外猎头营收影响, 因此实际国内市场份额应略小。

不同梯队猎头公司侧重点差异明显。金字塔顶端大型国际公司专注服务高端客户, 通过多年积累的品牌力与市场顶尖的猎头团队在总裁层和高管级别人才端占有优势; 肩部猎头企业多为国内顶尖或中外合资背景, 相比于顶层企业更注重项目周转与利润的结合, 兼顾高端管理与中高端技术等领域需求, 近年来发展较快; 肩部以下多为本土中小型企业, 其质量良莠不齐, 业务往往集中于中端岗位/中小型民企需求上, 总体利润不高, 但业务量相对有支撑。部分小型精品公司或个人从业者依靠关系的积累深耕某一细分领域需求, 往往可以在特定领域或区域内与中大型公司形成直接竞争。但总的来说, 大猎头人手有限不会花费过多精力在附加值有限的需求上; 中小型猎头人手及人才积累均有限, 也无法轻易承接高端客户。因此, 猎头市场不同梯队公司间会形成一定程度上的错位竞争。

图表58: 猎头公司差距明显, 从定位角度上看各有侧重

	第一梯队	第二梯队	第三梯队
规模	大型龙头	大中型细分领域领先企业	中小型企业与个人
代表公司	五大国际猎头公司: 光辉国际, 海德思哲, 史宾沙, 亿康先达, 罗盛咨询	外资及本土领先公司: 科锐国际, 米高蒲志, 瀚纳仕等	本土小规模公司或个人
业务特点	<ul style="list-style-type: none"> ➢ B 端专注服务高端企业 ➢ C 端专注拓展维护 C-level 级高级稀缺人才 ➢ 品牌形象良好, 顾问经验丰富素质高 ➢ 流程规范化, 合规意识强, 流程风险低 ➢ 收费相对高昂 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ B 端专注服务中高端企业以及发展态势良好、人才需求持续增长的成长型企业 ➢ C 端广泛含括高端管理人才与中高端技术人才 ➢ 顾问素质较高, 反应能力强, 项目周期偏短, 业务周转迅速 ➢ 收费视项目及人才薪酬情况而定, 普遍低于第一梯队但是高于第三梯队公司 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ B 端多为寻找满足小型企业需求 ➢ C 端积累的人才平均资质相对偏低, 但精品公司专注细分领域, 依托核心猎头团队资源候选人资质会更好 ➢ 顾问年轻化、顾问数量有限 ➢ 项目周期短, 差异性强 ➢ 收费相对最低
比较优势	<ul style="list-style-type: none"> ➢ BD 关系网络拓展维护 ➢ 猎头团队能力 ➢ 人才库综合素质 ➢ 品牌力 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ B 端 C 端覆盖范围相对更加广阔 ➢ 业务多样性更明显 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 灵活性 ➢ 经济性 ➢ 项目时间较短

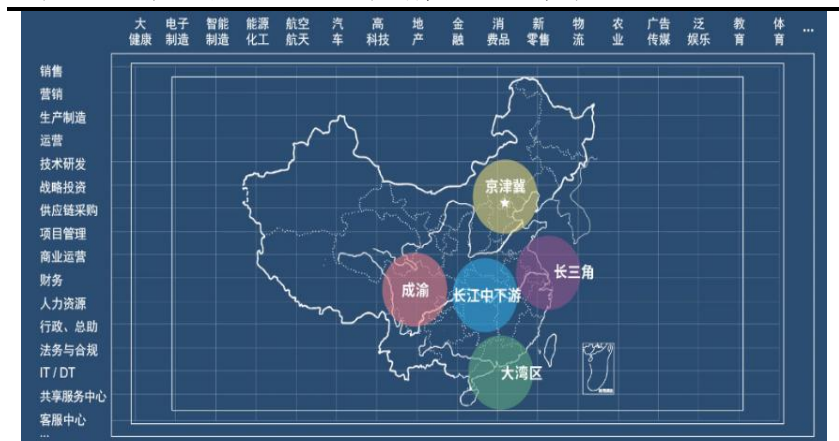
资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

从整体上看，猎头行业的进入门槛偏低，规模效应相对有限。猎头行业不要求垫资，并且入行的资质要求不高，因此进入壁垒偏低，行业内存在大量小型公司参与竞争。同时，中高端人才同质化程度较低，岗位定制化程度较高，因此猎头行业整体规模效应有限。此外，部分猎头公司过度依赖猎头团队开发 C 端人才资源，猎头团队完成人脉积累后可以选择“单飞”，造成个人猎头规模庞大的现象。

龙头公司通过先发优势带来品牌效应及高质量人才库积累。五大国际猎头均成立于上世纪 50-60 年代，至今均已在行业深耕超 50 年；国内龙头之一科锐国际 1996 年成立后依靠猎头业务起家，完整经历了中国猎头业务的发展历程。先发经历给予了龙头公司更多时间发展 B 端客户，积累 C 端人才信息，长期成功的合作塑造了龙头品牌与口碑，而强品牌效应下龙头相对更容易开发大型 B 端客户、建立与高端人才联系，正反馈下竞争优势形成。同时，猎头业务先发优势带来的 B 端客户关系与品牌效应可以在后期横向拓展时帮助打开诸如 RPO 与灵工等业务需求，实现跨业务优势资源利用。

龙头公司通过 1) 业务线上化提供差异化服务；2) 组织架构调整提升人效。近年来，龙头公司加强业务线上化科技的开发。以科锐国际为例，①打造大数据人才信息库，将人才信息通过标签进行智能分类，在后期通过标签匹配算法快速精准地进行人才筛选，缩短猎头团队寻访及评估时间，减少对于猎头团队个人经验的依赖；②打造猎头 O2O 服务网站才客网，依托技术赋能，在才客网平台上新增岗位画像、人才地图等创新大数据咨询服务，在传统猎头业务基础上增添差异化服务内容。同时，科锐国际进行猎头组织架构的调整，在以行业和岗位划分业务的基础上加入“垂直商圈”，通过地理位置上的聚焦，减少猎头团队差旅时间，集中精力服务好核心商圈客户，同时深度挖掘圈内长尾客户，提升猎头团队人效的同时，也形成了商圈区域内一定的竞争壁垒。

图表 59：科锐国际调整组织架构聚焦核心商圈



资料来源：公司官网，方正证券研究所

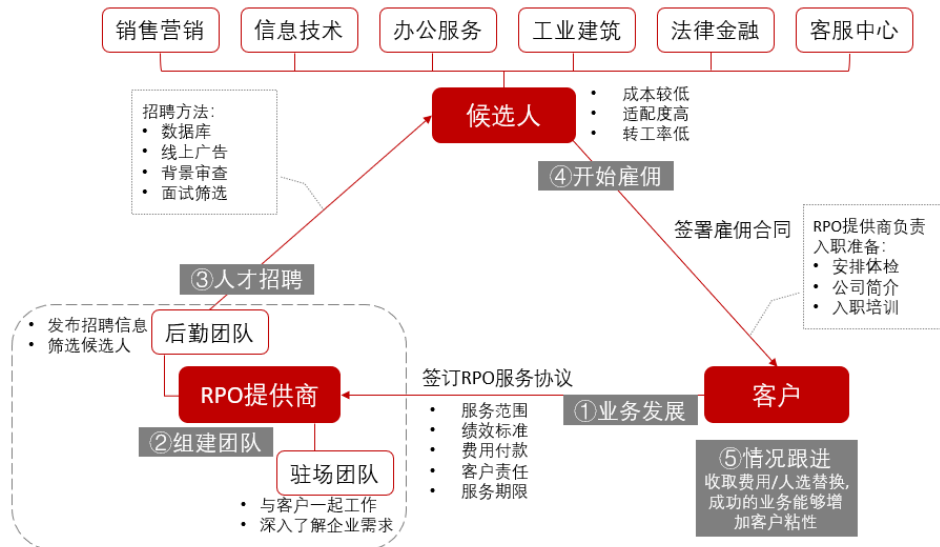
4 招聘流程外包：专业化招聘实现降本增效质量保证

4.1 招聘全流程覆盖实现降本增效

招聘流程外包（RPO）指企业将整个人力资源部门中的招聘环节外包给第三方专业机构，由专业机构完成从招聘规划、品牌维护、招聘管理系统优化，到具体的笔面试等各环节实施的解决方案。从业务流程

上看，RPO 服务商通过前期关系建立与沟通拿到企业 RPO 订单，通过与企业业务负责人沟通确认业务上的需求，通过与企业人事主管沟通确认招聘基本流程，随后向客户提供招聘报告，并通过人才库、线上线下招聘等方式吸引人才。随后，RPO 服务商派遣现场顾问与后台技术支持人员组成招聘小组对候选人进行笔面试，筛选到合适人选后协助进行质量管控及职前培训，最后协助合同签署，并提供流失率分析等服务，最后促进新员工快速融入客户公司，为客户业务创造价值。

图表60: RPO 商业模式图例

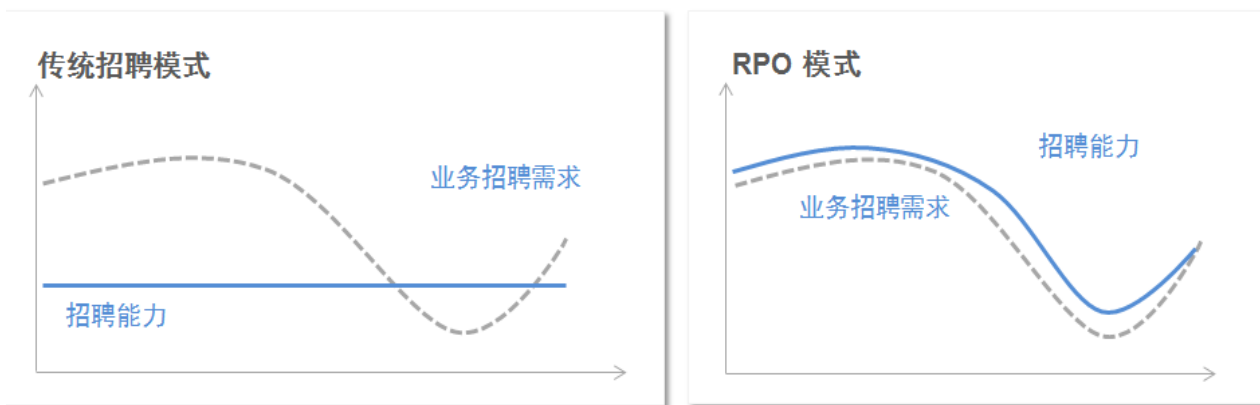


资料来源：方正证券研究所

RPO 客户具有 1) 招聘数量需求大；2) 招聘要求较高；3) 招聘需求波动性较明显的特点。从过往经验上看，使用 RPO 业务的客户多为拥有大规模人力需求的大型企业，并且其对于招聘人才的速度和质量要求也较高。同时，RPO 需求也来自人才需求的波动性。传统的内部 HR 部门因为资源积累和能力受限，当劳动力需求规模增大、招聘要求时间变短时，难以满足公司招聘需求；而如若增加更多 HR 人手，在业务波谷期又会造成资源的浪费。

RPO 通过专业服务降低招聘成本，提高招聘效率。与企业内部的 HR 部门相比，RPO 服务商凭借先进的人力资源技术及丰富的招聘经验，可以在整体流程上做到更加专业高效，人才库资源的积累令其可以实现快速、成规模地招聘，对于不同类型的候选人甄别把握更准确，提升候选人的适岗性。同时，RPO 作为服务项目，在客户业务波谷期可以减少投入，实现 B 端客户在招聘端的弹性成本。因此，RPO 服务对于 B 端客户来说，可以实现降本与增效并存。

图表61: RPO 模式可以帮助企业更好地应对业务招聘需求波动



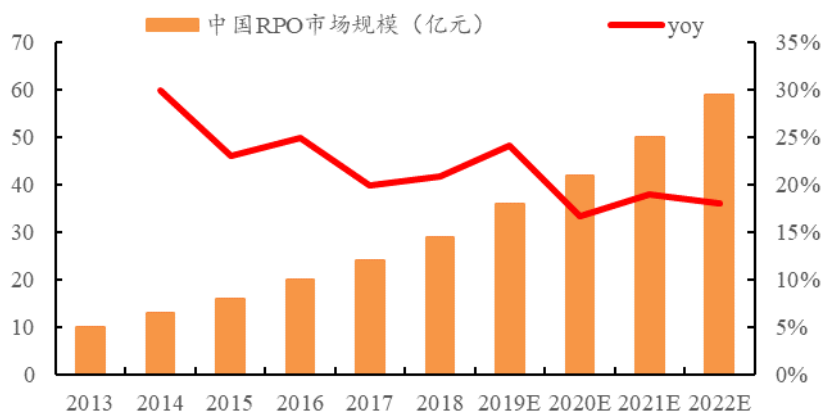
资料来源: 科锐国际官网, 方正证券研究所

RPO 作为综合招聘流程服务可以提升客户粘性。RPO 一般为中长期客户深度合作, 给予人服企业全面机会了解企业文化、用人规则、薪酬绩效体系、企业对于人力资源的需求节奏变化等, 效果优秀的 RPO 服务能增进客户对企业的信任, 有效增加客户粘性, 为后续开展其他服务奠定基础。

4.2 市场规模尚小, 发展驱动主要来自职能变革与用人规模增长

从规模上看, RPO 是人才获取子行业中规模最小的一个版块, 2018 年底其市场规模仅为 29 亿元, 仅占人才获取行业 1819 亿元总量中的 2.1%, 预计到 2022 年其总量规模也不到 60 亿元。规模增速上看, RPO 规模从 2013 年的 30% 增速下行至 2019 年的 24%, 预计未来将下降至 2022 年的 18% 左右, 但总体仍能够维持较快速度增长。

图表62: 中国 RPO 市场规模尚小



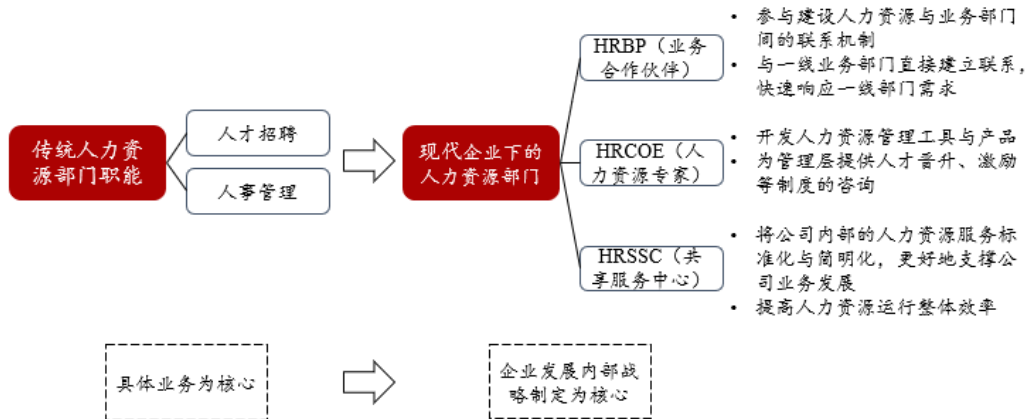
资料来源: 灼识咨询, 方正证券研究所

HR 工作多元化趋势明显, 传统招聘职能需要外部分担。传统企业内部人力资源部门的主要职责为招人、管人、裁人; 新时代下企业内部架构变革, 新型人力资源部门为战略规划部门, 负责各方利益的联合与协调、人力组织的培训与发展、以及企业架构的设计, 工作重心也由“招管裁”转移到企业规划发展, 因此投入到传统招聘环节的精力更少, 招聘端任务转移至第三方承接。

企业规模增长背景下对于劳动力种类与规模的要求提升。中国近年来大型成规模的企业数量不断增加, 大型公司在业务扩张上也更加注重下沉市场及海外市场等新市场、新区域的开拓。公司规模及业务范围的扩大伴随着用工人数的增长和岗位种类的增加, 传统 HR 部门招聘

能力有限，而 RPO 的专业性与高效方式更受青睐，有望获得更多发展的机会。

图表63：人力资源部门的工作职能发展转变，多元化趋势明显



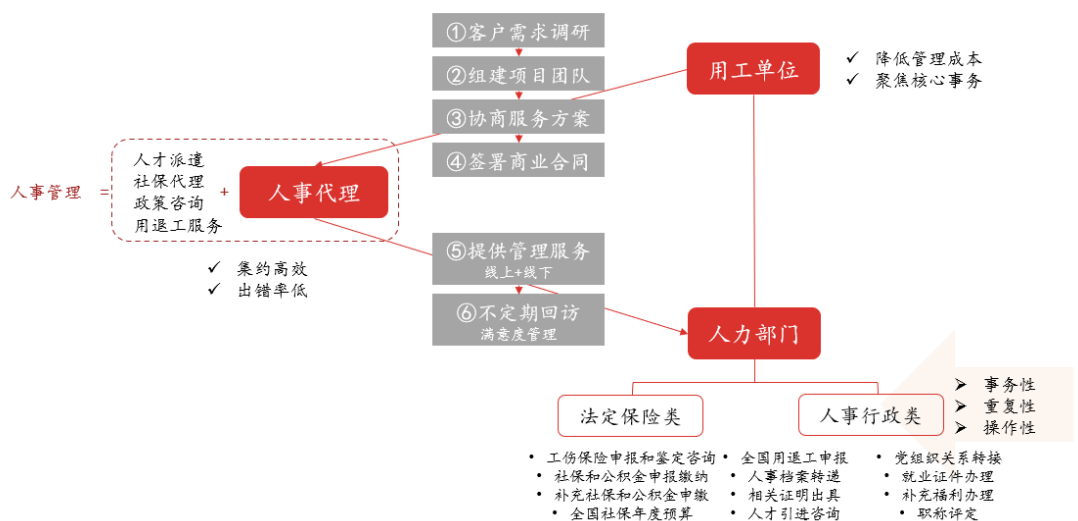
资料来源：《现代人力资源部门的角色定位与职能转变》，方正证券研究所

5 人事管理：人服行业发展初期传统业务，体量庞大，业务繁杂

5.1 传统业务规模较大

人事管理业务包括人事代理、人事政策咨询、人才派遣、法定社会保险代理及用退工管理等服务，其中人事代理占据主要营收规模。人事代理是根据客户需求，为其提供的员工档案管理、法定保险预算申报缴纳以及人事行政服务。人才派遣与劳务派遣部分相似，用人单位与人服机构签订协议租借部分劳动力进入企业从事中短期工作，单位本身与劳动者不存在直接劳动关系；在租借人才质量上，人才派遣主要以中高端人才及特定领域技术人员为主，而劳务派遣多为同质性较高的基础岗位工员派遣。

图表64：人事管理商业模式图例

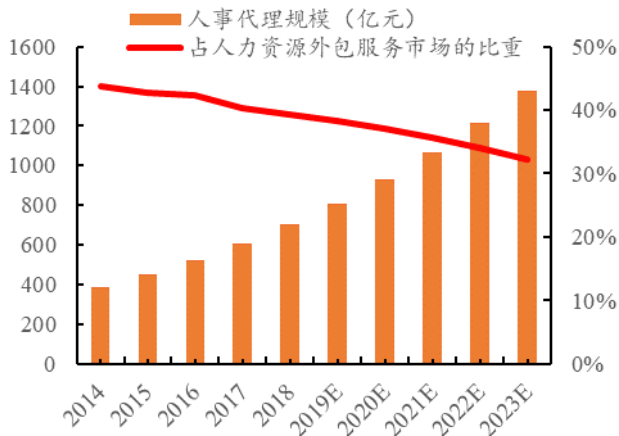


资料来源：方正证券研究所整理

人事管理需求随人服行业整体发展而上升。人服行业中的灵工、RPO等高速增长中的业务，会将部分如缴纳外包员工公积金、处理员工档

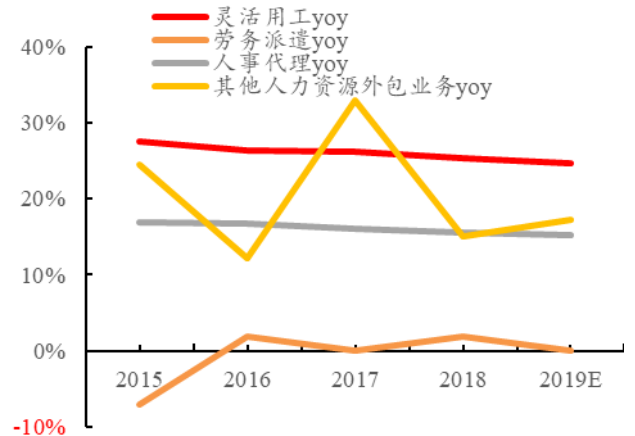
案、安排体检等较为繁琐的事务外包给人事管理公司完成。因此，人事管理是灵工、RPO 等人服主要细分行业的上游，其需求随着人服行业规模的扩大而增加。2019 年，根据灼识咨询预计，人事代理业务规模达到 810 亿元/同比+15.2%，2014-2019 年的 CAGR 达到 16.1%，整体处于较快增长水平，但对比于灵工和其他人力资源业务增速较慢，因此其在人力资源外包市场的份额占比也不断下滑，预计到 2023 年时其占比将从 2014 年的 43.8%下滑至 32.3%。

图表65：人事代理业务规模较大，占比有所下滑



资料来源：灼识咨询，方正证券研究所

图表66：人事代理业务增速相对落后于灵工



资料来源：灼识咨询，方正证券研究所

注：不含人事代理及劳务派遣中的工资与社保的代收代付金额；其他人力资源外包业务主要包含薪酬外包，公司福利外包等。

5.2 国企占据主导地位

国企主导我国人事管理业务。人事管理业务随中国人服行业发展而兴起。上世纪九十年代初期，各地方政府就陆续出台支持和规范人事代理发展的规章制度。由于开始时期政府对人事管理的定位主要是基于人才交流服务的社会服务型概念，且多由地方政府牵头组织，在代理业务过程中也多有涉及与政府部门业务的联动，因此政府背景的人力资源服务企业涉及人事管理业务较多。

图表67：人事管理见证了我国人力资源服务业发展，行业内以国有企业为主

时间	事件	影响
1978-2000	改革开放后用工制度从统一调配走向市场化、多元化，大批新兴企业出现	<ul style="list-style-type: none"> 人事管理获得发展； 出现人事管理细分市场；
1979	北京外企（FESCO）的前身北京市友谊商业服务总公司国内服务部成立	<ul style="list-style-type: none"> 行政色彩明显，不以营利为目的； 服务内容单一，产品种类稀少；
1982	上海外服的前身“外企服务部”成立	
1983	沈阳人才信息中心开始面向社会提供档案管理服务	<ul style="list-style-type: none"> 被认为是我国最早的人事管理服务
1987	中国国际技术智力合作有限公司（中智，CIIC）成立	<ul style="list-style-type: none"> 国务院国有资产监督管理委员会管理的人力服务机构，涉及人事管理等业务
1995	人事部部长宋德福在全国人事厅局长会议上提出建立实行人事代理制度	<ul style="list-style-type: none"> “人事代理”概念被正式提出
	国家人事部发布《关于建立和发展人才市场体系 1996~2000 年规划纲要》	<ul style="list-style-type: none"> 提出全面发展人事管理业务，建立人事管理制度
2000	中组部、人事部、教育部联合下发《关于深化高等学校人事制度改革的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> 明确要求在高校试行人事代理制度

2008	人事代理全国人才流动中心开通了人事代理网上服务平台	<ul style="list-style-type: none"> 实现信息共享，推动异地人事代理模式
2010	北京外企与全球最大人力资源服务商德科联合成立中外合资企业外企德科 (FESCO Adecco)	<ul style="list-style-type: none"> 提供业务外包、人事服务、招聘猎头和员工福利等人力资源解决方案
2017	国务院印发《“十三五”促进就业规划》	<ul style="list-style-type: none"> 提出以产业引导、政策扶持和环境营造为重点，规范发展人事管理服务

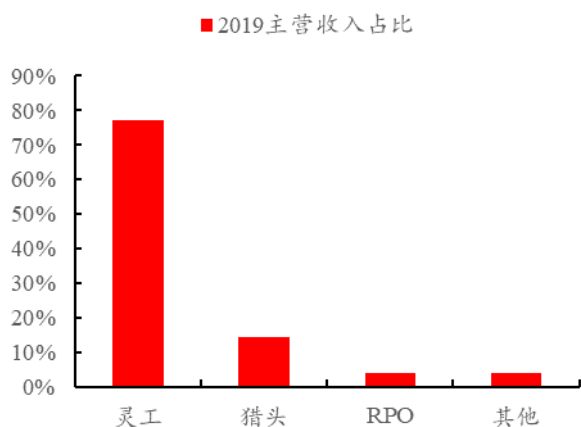
资料来源：方正证券研究所整理

6 龙头比对：三大龙头各有千秋，上海外服老树新花

6.1 科锐国际 (300662.SZ)：“一体两翼”内生外延助增长

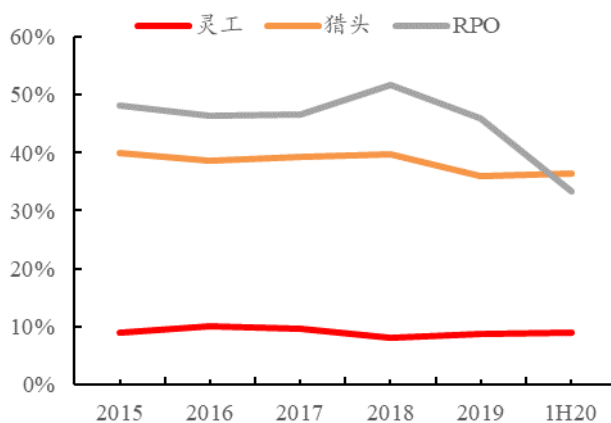
科锐国际 (300662.SZ) 是我国领先的以技术驱动的整体人才解决方案提供商，同时也是我国目前唯一一家登陆 A 股的人力资源服务企业。公司的主营业务包括灵活用工、人才寻访、以及招聘流程外包等。2019 年公司主营收入中灵工占比达 77.1%，猎头与 RPO 占比分别为 14.5%/4.2%。毛利率方面比较，猎头与 RPO 毛利率相对较高，灵工业务规模大但毛利率相对较低；2020 上半年疫情对于 RPO 毛利影响较大，猎头与灵工业务毛利保持相对稳定。

图表68：科锐国际营收灵工占大头



资料来源：Wind，方正证券研究所

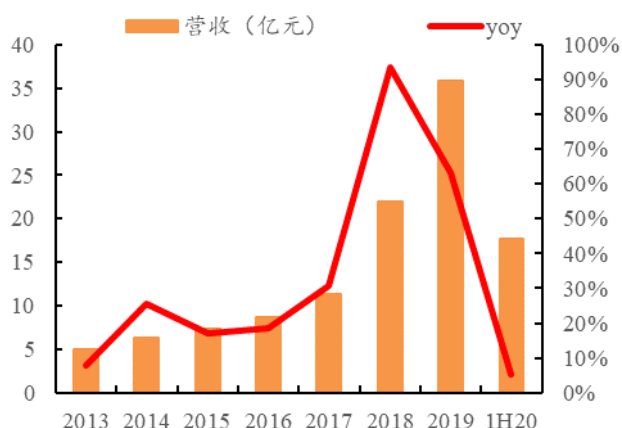
图表69：科瑞国际猎头与 RPO 毛利率较高



资料来源：Wind，方正证券研究所

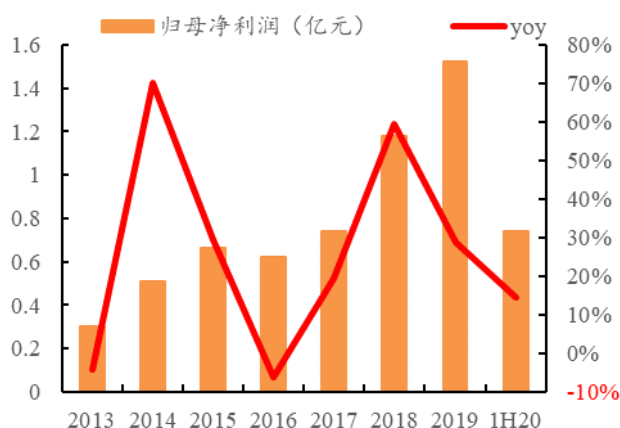
公司上市后营收增长加速，2019 年实现营收 35.9 亿元/同比增长 63.2%，实现净利 1.5 亿元/同比增长 28.8%，2016-2019 年营收/净利的 CAGR 分别为 60%/35%；2020 上半年在疫情影响下，公司仍然实现营收 17.6 亿元/同比增长 5.2%，净利 0.74 亿元/同比增长 14.6%，显示出强大且稳定的盈利能力。公司坚持内生外延并举促进增长，2013 年至今收购超 15 家公司。

图表70: 科锐国际上市后营收增长提速明显



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表71: 科瑞国际归母净利润稳步上涨



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表72: 科锐国际海内外收并购频繁

时间	收购对象	区域	收购股权占比	主营业务
2013	CareerInternational-FOSPte.Ltd (新加坡控股子公司)	海外	90%	人才推荐、人才招聘、 企业管理咨询
2013	北京联聘	大陆	100%	投资咨询、管理和财务 咨询、企业形象策划
2014	秦皇岛速聘信息咨询有限公 司	大陆	100%	中高端人才访寻
2014	安拓咨询	大陆	51%	人才供求信息的收 集、整理、储存、发 布和咨询服务, 人才 推荐、人才招聘
2014	安拓奥古	大陆	51%	人才推荐、人才招聘
2015	亦庄人力	大陆	80%	灵活用工、劳务派遣
2015	Capstone	中国香港	79.09%	中高端人才访寻业 务, 主要为各行业首 席财务官等职位
2015	科锐国际马来西亚控股子公 司	海外	100%	人力资源服务, 业务 规模较小
2017	无锡智瑞工业服务外包有限 公司	大陆	4.99%	灵活用工、劳务派遣
2017	上海客汗网络科技有限公司	大陆	20%	招聘咨询服务
2018	Investigo	海外	52.5%	中高端人才寻访, 灵 活用工
2018	融睿诚通	大陆	55%	灵活用工、劳务派遣
2018	无锡智瑞工业服务外包有限 公司	大陆	21.05%	灵活用工、劳务派遣
2018	雄安人力	大陆	25%	人力资源服务
2019	上海云武华科技有限公司	大陆	35%	HR SaaS
2019	Caraffi.Ltd	海外	70%	人力资源战略咨询服 务

资料来源: 科锐国际招股书, 公司公告, 方正证券研究所

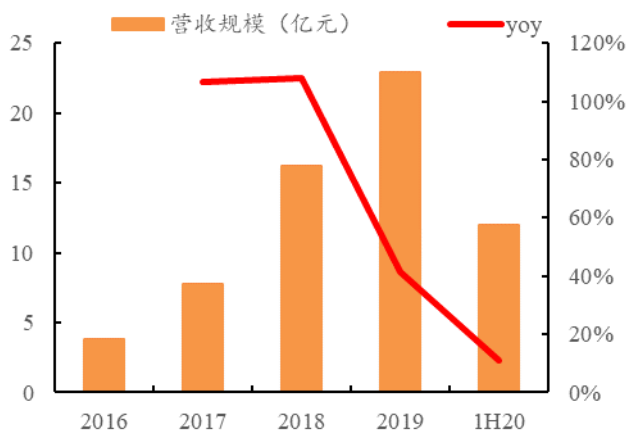
公司未来发展有四个核心方向: 技术转型、垂直商圈、客户引领以及海外布局。技术转型方面, 公司强调“一体两翼”, 以整体解决方案

为一体，线下多种产品服务扩张、线上平台服务融合延伸，并在咨询服务化、服务模块化、模块 SaaS 化、SaaS 平台化数字化转型驱动下，公司加强线上服务领域布局，实现 B 端与 C 端的长期聚合目标。垂直商圈方面，公司采取“前店后厂”模式运营，聚焦五大经济商圈，深度挖掘需求，更好地获取并服务长尾客户。客户引领方面，公司树立“客户第一”的价值观，以客户的需求为中心进行产品升级创新，围绕客户业务，聚焦岗位需求。海外布局方面，公司抓住国际和国内大型企业跨国业务发展及“一带一路”国家战略机会，积极推进国际化，2018 年收购英国 Investigo 为海外拓展之路助推加速。

6.2 人瑞人才 (6919.HK)：灵活用工业务深耕，新经济助力者

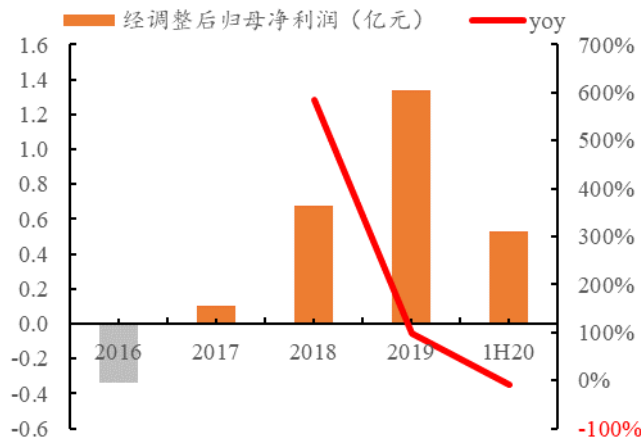
公司 2010 年于四川成立，是我国人服行业新晋龙头，同时也是我国最大灵活用工服务商。公司业务中灵工营收占比近年来稳定在 90% 以上，2018 年灵工在岗人数位居行业第一，重点服务对象为新经济企业。2019 年公司营收 22.9 亿元/同比+42%，经调整后净利润 1.3 亿元/同比+98%，2020 上半年受疫情影响，公司灵工业务营收基本持平，毛利率有所下降，其经调整后净利润为 0.53 亿元，同比微降 9%。

图表73：人瑞人才营收处于快速增长阶段



资料来源：Wind，方正证券研究所

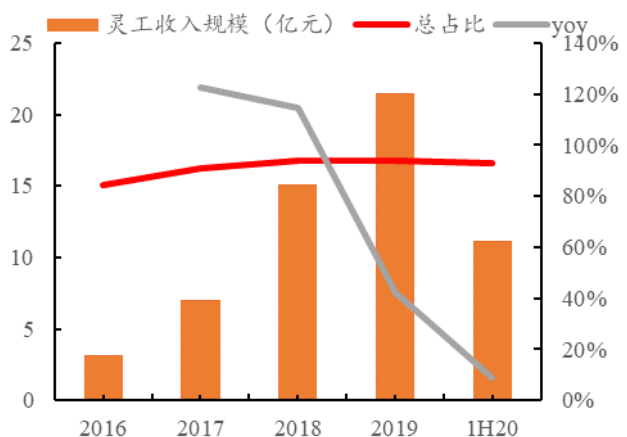
图表74：人瑞人才调整后利润转正后迅速增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

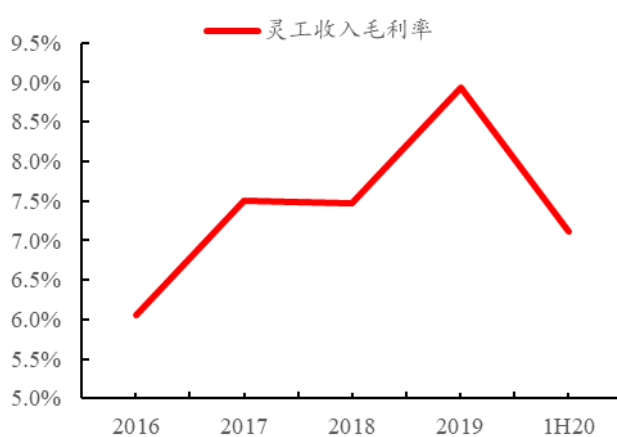
注：公司经调整利润为净利润去除复合金融工具公允价值及上市费用的影响。

图表75：人瑞人才灵工收入整体增长较快



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表76：人瑞人才灵工毛利率疫前不断增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

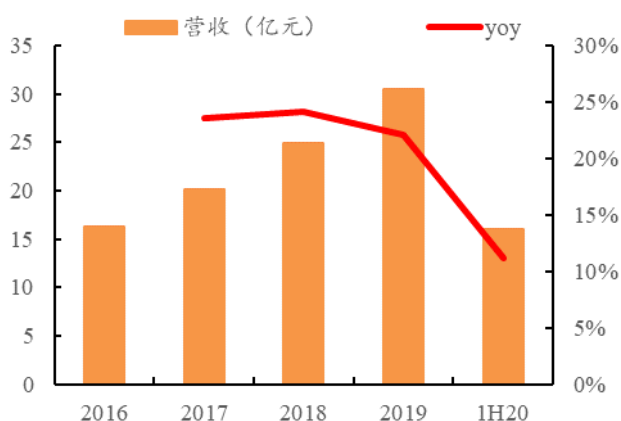
公司锚定新经济，通过技术驱动提升服务能力，与客户实现共同成长。技术方面，公司设置专责团队进行一体化人力资源生态系统的研究与

开发。客户方面，公司秉持大客户策略，集中资源为集团顶端客户提供优质服务、提高大客户粘性，截至 2019 年底，年度服务费收入在百万规模以上的大客户留存率为 100%，同时经常性客户占总收入比重达 88.6%。同时，公司紧抓新经济领域崛起带来的机会，截至 2020 上半年，来自新经济领域客户的收入占公司总收入的 87.3%。

6.3 万宝盛华 (2180.HK)：大股东为全球龙头 Manpower，大中华区人服行业翘楚

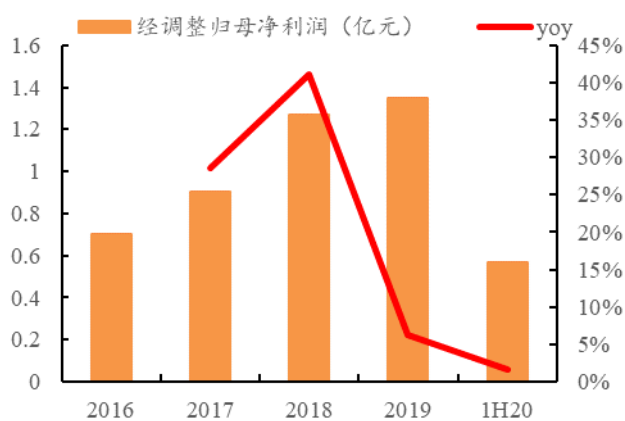
万宝盛华大中华背靠全球人服龙头 Manpower，于 1997 年成立并从中国香港及中国台湾地区业务起家，依托母公司全球人力资源领导地位，2003 年后通过猎头业务切入大陆区域，后发展至以灵工业务为主，近年来大陆业务开展速度加快，外包团队、合伙人的规模属国内顶尖。公司灵工业务营收占比最大，并将继续作为公司战略重点。公司 2019 年营收达 30.4 亿元，增速 22.1%，增速势头有小幅波动但整体趋于稳定；归母净利方面，公司增速有所放缓，主要因近年来持续的业务结构调整，毛利率较低的灵工业务占比提升所致。但净利润规模仍然保持稳步增长态势至 2019 年达 1.1 亿元。2020 上半年公司在疫情压力下，营收 16 亿元同比增长 11.2%，净利 0.57 亿元同比微增 1.6%。

图表 77：万宝盛华营收增长疫前保持稳定



资料来源：Wind，方正证券研究所

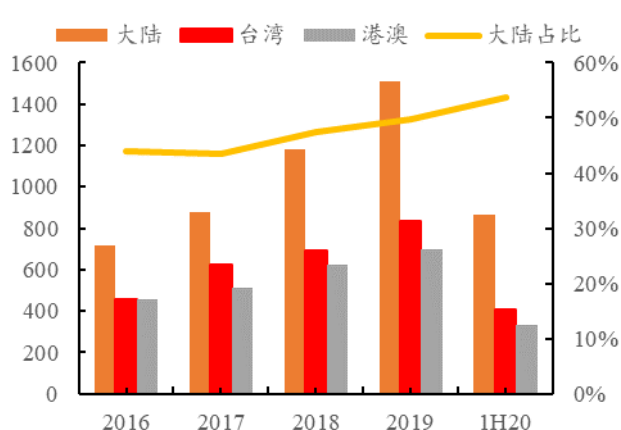
图表 78：万宝盛华调整后净利受疫情影响较大



资料来源：公司公告，方正证券研究所

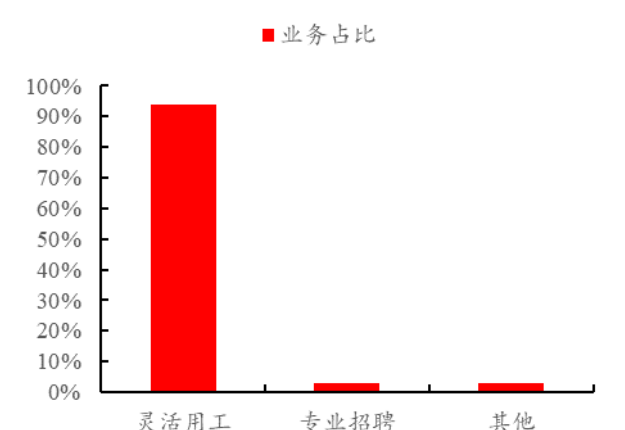
注：经调整净利=净利减去一次性上市开支、商誉减值及出售股权的开支。

图表 79：万宝盛华大陆业务占比提升 (百万元)



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 80：万宝盛华 2019 年灵工业务占比超 90%



资料来源：公司公告，方正证券研究所

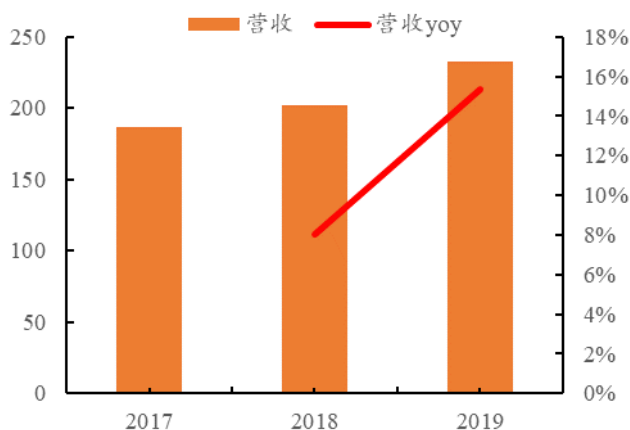
公司关注现有客户的维持和新经济、科技类的新客户开发，积极寻求

合并、收购及合作机会。公司计划重点培养促进华北尤其是北京地区的业务发展，加速扩展至华南、华中及华西地区，以取得更多市场份额。同时，公司实行合伙人制度，将合伙人利益与公司利益绑定，减少核心人员流失率、加大公司资源共享力度。

6.4 上海外服：老牌企业借壳上市注入新活力

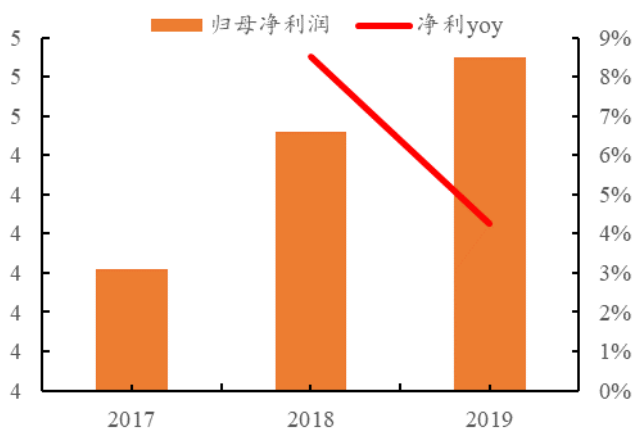
上海外服 1984 年成立，上海国资委实控，是中国本土最老牌人力资源服务企业之一。2017-2019 年，上海外服经审计后的营收为 187/202/233 亿元，归母净利 4.11/4.46/4.65 亿元，归母净利率分别为 2.2%/2.2%/2.0%。其借助重大资产重组，通过借壳强生控股登录 A 股，平台背景、人才积累以及新注入的资本平台优势或将助其放大对现有格局影响。

图表81：上海外服营收较快增长（亿元）



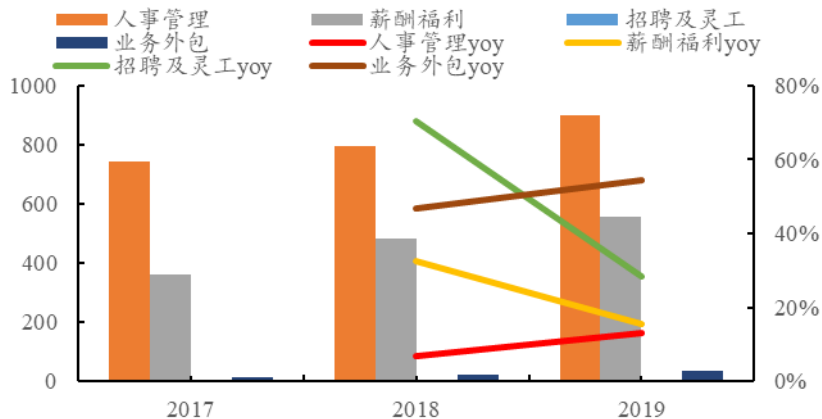
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表82：上海外服净利稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

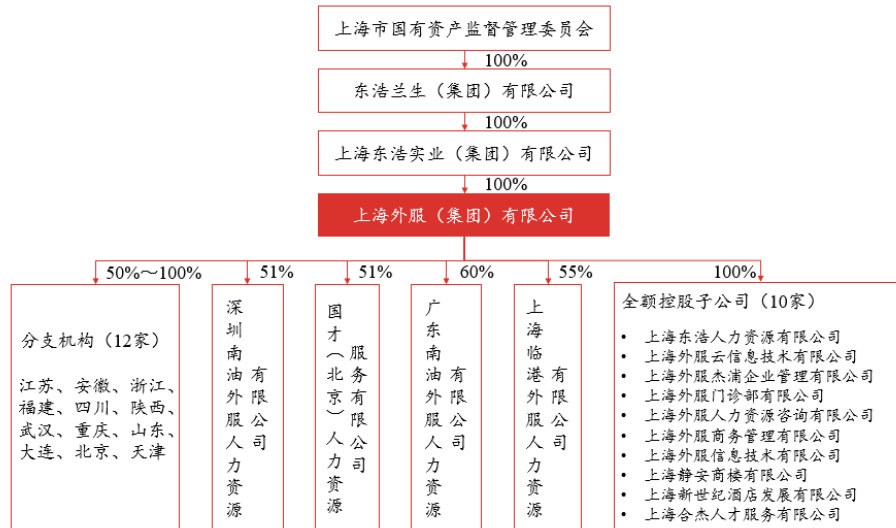
图表83：上海外服以人事管理及薪酬服务业务为主（亿元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：此为未经审计数据，因此营收规模相比于审计后较大。

图表84: 上海外服股权穿透，实控人为上海国资委



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表85: 上海外服发展历史较久

时间	发展历程
1982年3月19日	其前身上海市外国企业常驻代表机构服务部成立，隶属进出口办公室领导
1983年11月4日	进出口办公室被撤销，成立上海市对外经济贸易委员会外商管理办公室，归市外经贸委领导
1984年8月8日	在原外企服务部基础上成立上海外服，隶属于东浩兰生集团
1992年	自主研发并推出了HR服务信息系统“MIS1.0”，覆盖人事代理业务销售和财务管理流程
1994年7月	成立上海第一家猎头公司——成达高级人才顾问有限公司，成为中国境内四大猎头公司之一
1995年	建立上海市第一个涉外人才信息市场
1999年	组建董事会，实行董事会领导下的总经理负责制
2000年	“外服在线”人力资源网建成，雇员和外商可以在网上办理、查询人事代理
2002年4月	成立第一家区域公司昆山公司，开始筹建全国区域公司
2002年6月	建成大型人才库，拥有6个专业，近10万名的人才信息
2010年	推出“速立方”人事外包IT解决方案
2011年	陆续成立南方和北方中心，构建“总部-大区-服务网点”的全国一体化管理模式
2012年	推出业内首部全国服务标准《上海外服全国分包服务商标准化评估管理体系》
2013年	成立数据处理中心，构建了标准化的服务交付后台
2014年	成立日本事业部，开始分国别分行业管理
2020年3月	投资新加坡TG公司，收购其35%的股权
2020年5月	借壳强生控股，公布重组预案

资料来源：方正证券研究所整理

7 投资建议

我国人力资源服务行业目前处于成长红利期，行业增速较快，并且在人才供给短缺、匹配重要性提升、新经济+高科技产业崛起、高素质人才涌现的大背景下增长红利的持续性强。子行业中，灵活用工规模大增速快，抗周期属性带来持续稳定发展，是优质的投资赛道。灵工

龙头依靠先发、技术及资金优势，持续深耕招聘、管理及收并购领域竞争壁垒，龙头优势显著。猎头行业规模大增速亦高，龙头企业有望在技术赋能下开启平台商业模式，实现分散资源的整合利用。重点关注行业龙头优质标的：科锐国际，人瑞人才，万宝盛华。持续关注强生控股重大资产重组进度。

8 风险提示

疫情反复情况超预期；宏观经济下滑程度超预期；行业竞争激烈程度大幅加剧等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com