

灵活用工行业深度报告

市场空间、成长路径 和竞争壁垒



分析师及联系人

- 赵刚

(8621)61118739

zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490517020001

- 杨会强

(8621)61118739

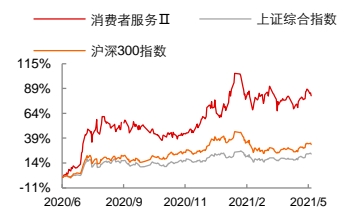
yanghq@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490520080013

报告日期	2021-06-03
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《山河无恙2020——三大酒店公司年报对比》 2021-05-25
- 《职业教育行业研究：人人出彩，职教迈向黄金时代》 2021-05-20
- 《社会服务行业2020A&2021Q1业绩综述：否极泰来，与日俱进》 2021-05-09

消费者服务 II

灵活用工行业深度报告：市场空间、成长路径和竞争壁垒

● 降本增效控风险，灵活用工正当时

全球化加剧经济波动、产业升级、人口红利消失、劳动法律环境规范化的时代背景下，企业用工成本呈刚性上升趋势，成为制约企业战略调整、盈利能力提升的关键因素。灵活用工可以通过岗位外包、业务外包的形式，帮助企业平滑用工峰谷波动，合理调整用工规模，降低用工成本，聚焦主业，提升经营效率，同时控制用工风险，得以顺势而起。

● 市场空间：渗透率提升的落脚点在哪里？

灵活用工行业在我国尚处起步阶段，市场规模、从业人数都尚未起量，市场集中度低。2020 年狭义的灵活用工市场规模仅 916 亿元，年末从业人数约 170 万人，过去 5 年 CAGR 分别为 26%和 16%；2018 年收入和人数口径的 CR5 分别为 9.3%和 4.9%。对标国际，我国灵活用工人数剔除传统劳务派遣后，渗透率仅 1%，市场空间广阔。行业层面，我国灵活用工人员的分布以新经济为主，传统行业为辅。未来，预计灵活用工在劳动密集型、岗位标准化程度高、用工需求波动较大的行业渗透率将快速提升。此外，新生代逐步成为就业主力，其就业观念的转变是灵活用工渗透率提升的供给端驱动力。

● 成长路径：同岗复制，科技驱动，资本赋能

从经营角度来看，同岗复制、科技赋能、拓宽升级岗位布局，是人资企业降低管理难度，拓宽管理半径，提升管理效率，打造规模效应，同时驱动盈利能力改善的重点。从财务角度来看，灵活用工行业上市公司 ROE 水平位于 10-20%的区间，自 2010 年以来呈现稳中有升的趋势，其中，各公司资产周转率水平基本趋同，差别来自净利率和杠杆水平。

● 竞争壁垒：招聘能力、管理能力、资金实力

关注竞争壁垒，实则在考量竞争格局将会如何演绎，该行业能否诞生持续成长的大公司。具体到人资行业，全球视角下，龙头市占率较低，但是龙头管理灵活用工的规模和单一市场市占率仍然可观。以疫情之前的 2019 年数据为例，任仕达、德科、万宝盛华（美股）等国际巨头，全球市占率分别达到 5-6%，旗下管理的灵活用工人数约 60-70 万，德科在意大利和法国的市占率分别高达 16%和 22%。反观我国市场上的灵活用工企业，管理灵活用工员工 3 万左右，市占率 2%左右，成长潜力较大。国内公司在未来发展中应注重积累招聘能力、管理能力和资金实力，依托专业性积累口碑，逐步提升市占率。

● 相关标的：以技术驱动的人资平台科锐国际

科锐国际：以技术驱动的人力资源整体解决方案服务商。公司最初以猎头业务起家，后陆续发展招聘流程外包和灵活用工业务，致力于为客户提供人力资源整体解决方案。看好公司凭借品牌口碑、大数据等技术的应用以提升招聘、管理效率等，继续领跑行业。

风险提示：

1. 灵活用工业务在客户层面的接受程度不及预期；
2. 劳动法律环境对灵活用工业务的发展产生阻碍。

目录

降本增效控风险，灵活用工正当其时.....	6
降本：灵活用工把刚性人力成本柔性化	9
增效：用工方聚焦主业，保持组织灵活	9
控制用工风险：道路千万条，合规第一条.....	12
小结：解决企业用工痛点，灵活用工乘势而起.....	12
市场空间：渗透率提升的落脚点在哪里？	13
行业层面，渗透率提升带来 10 倍成长空间.....	13
岗位层面，定位非核心/标准化/规模化岗位.....	14
劳动者就业观念变迁让灵活用工加速渗透.....	16
成长路径：同岗复制、科技驱动，资本赋能	18
经营角度：同岗复制，科技驱动，拓宽布局	18
财务角度：ROE 稳中有升，净利率和杠杆差别大	19
竞争壁垒：招聘能力、管理能力、资金实力	22
垂直深耕，同时拓展业务布局，打开成长天花板	22
利用 AI 和大数据等搭建平台系统，提升管理效率	23
依托资金实力，防范财务风险，提升客户信赖度	25
客户重视稳定性高于性价比，大供应商优势凸显	26
相关标的：以技术驱动的人资平台科锐国际	27

图表目录

图 1：人力资源行业各类服务对比.....	6
图 2：广义灵活用工指除用工方与劳动者签订劳动合同外的所有形式	6
图 3：狭义灵活用工的服务报价机制	6
图 4：灵活用工可以满足快速招聘、灵活的组织安排、合规性等用工需求	7
图 5：经济全球化拓展产业链的区域布局，以华为为例，其产业链核心供应商遍布全球	7
图 6：全球化和市场化分工不断深化的背景下，企业依据订单生产，带来生产活动波动	8
图 7：上市公司层面，疫情前各行业用工成本占收入的比重稳中有升	8
图 8：拆分用工成本结构，社保成本占比上升明显	8
图 9：灵活用工使企业可以保持较小的用工规模，把劳动力成本柔性化.....	9
图 10：各领域共享平台新兴服务占比近年显著提升	10
图 11：各类型共享服务在网民中的普及率逐年提升	10
图 12：中国共享/分享经济交易规模及同比增速	10
图 13：中国共享/分享经济参与服务人员(外包&兼职等)及平台员工数.....	10
图 14：新经济催生大量新兴岗位	11

图 15: 共享经济岗位分布	11
图 16: 快递行业的业务量具有较大的波动	11
图 17: 2019 年双十一快递员岗位临时补充 40 万人	11
图 18: 新经济的灵活用工模式有直接和间接两种模式	12
图 19: 灵活用工相对常规用工可以实现降本增效控风险	12
图 20: 灵活用工具备降本增效控风险的优势, 未来将成为主要发展趋势	13
图 21: 我国灵活用工市场规模、从业人数和 2018 年市场格局	13
图 22: 我国灵活用工渗透率提升空间广阔	14
图 23: 目前灵活用工集中分布在互联网、文化传媒、零售百货等行业	14
图 24: 三叶草组织架构	15
图 25: 麦当劳的 4 种用工类型	15
图 26: 科锐国际旗下灵活用工岗位分布	16
图 27: 科锐国际旗下灵活用工各岗位平均工资水平 (元)	16
图 28: 年轻人是灵活用工的主要构成群体	16
图 29: 劳动者就业观念发生变化	17
图 30: 中国新生代就业观念改变	17
图 31: 我国高校毕业生非标准就业比例在提升	17
图 32: 不能岗位需要的招聘和管理能力有别	18
图 33: 人瑞人才灵活用工岗位相对集中	18
图 34: 人瑞人才自有员工职能分布	18
图 35: 人瑞人才管理半径有所提升	18
图 36: 服务费加成比例受岗位招聘、管理难度和风险系数影响	19
图 37: 人瑞人才的毛利率水平受项目岗位性质影响出现波动	19
图 38: 国际及国内人资行业龙头 ROE 水平对比	19
图 39: 疫情之前, 任仕达、万宝盛华 (美股) 等 ROE 拆解显示, 其盈利能力改善是提升 ROE 的主要途径	20
图 40: 中国人资企业权益乘数提升空间较大, 净利率因业务结构调整走低	20
图 41: 人效提升体现在人均创和人均创利的提升	21
图 42: 不同行业的服务溢价有别	21
图 43: 适度提升杠杆水平, 充分发挥资本效能	22
图 44: 2019 年全球人资服务商龙头市占率	22
图 45: 2019 年德科在单一市场的市占率	22
图 46: 科锐国际的灵活用工业务最快可以实现 24 小时内面试	23
图 47: 依托快速入职和低流失率等指标, 优秀供应商市占率有望提升	23
图 48: 科锐国际加强技术中台建设, 赋能内部管理和对外业务	24
图 49: 万宝盛华通过运营科技赋能企业和人才	24
图 50: 人瑞人才定位以技术驱动的人力资源服务商	25
图 51: 国际巨头应收账款规模 (亿元人民币)	25
图 52: A 股和港股上市公司应收账款规模 (亿元人民币)	25
图 53: 国际巨头应收账款周转天数 (天)	26
图 54: A 股及港股上市公司应收账款周转天数 (天)	26

图 55：万宝盛华（大中华）、科锐国际、人瑞人才（从左到右依次对应客户）等都有服务大型客户的经验	27
图 56：公司近年收入及同比	28
图 57：公司近年归母净利及同比	28
表 1：我国的劳动法律制度	8
表 2：我国灵活用工相关法律制度.....	9
表 3：2019-2020 年大中华区最佳人力资源服务机构评选结果	26

降本增效控风险，灵活用工正当其时

灵活用工是相对传统雇佣关系的一种新型用工形式，一般分为广义和狭义两种定义，广义的灵活用工，是指除员工直接与用工方签订劳动合同以外的所有用工形式，普遍应用形式有劳务派遣、岗位外包、业务外包、众包等。狭义的灵活用工特指岗位外包。一般情况下，当企业面临人员编制紧张、旺季人才短缺、项目用工短缺、三期(孕期、产假、哺乳期)员工短期替补等情况时，会选择灵活用工服务，由人资服务机构向企业派驻员工。

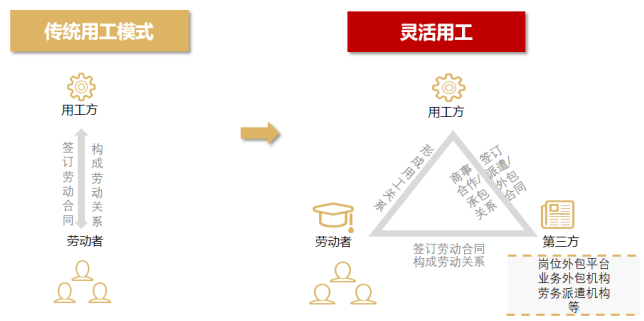
图 1：人力资源行业各类服务对比

项目	含义	劳动关系	招聘主体	管理主体	风险承担方
业务外包	对事不对人。企业基于合同，将一些非核心的、次要的或者辅助性的功能或业务外包给外部专业服务机构具体实施，并支付报酬。	第三方和劳动者	第三方	第三方	第三方
岗位外包	狭义的灵活用工。企业将某个岗位的所有人力资源工作完全外包给第三方人力资源服务机构，而企业自身只需要用人以及集中精力进行业务管理。	第三方和劳动者	第三方	第三方	第三方
劳务派遣	劳动派遣。一种特殊的业务外包。企业以外包或承揽方式，但按照劳动派遣用工模式的，视同劳动派遣。	第三方和劳动者	用工方	用工方	用工方&第三方

资料来源：《我国劳务派遣制度改革的误区与矫正》¹，长江证券研究所

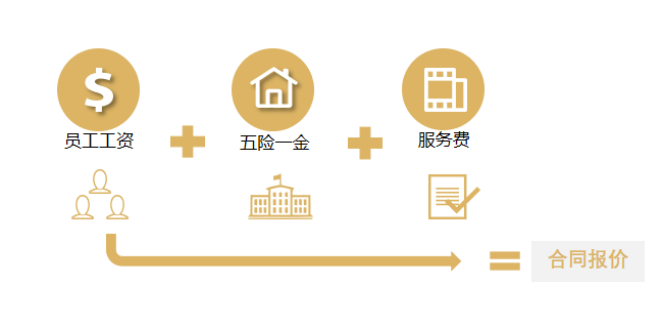
灵活用工服务商赚取的是服务费，一般因项目执行难易程度进行不同比例的成本加成。灵活用工的具体执行，一般由用工方将用工需求外包给灵活用工服务商，服务商负责招聘、管理外包员工。商业模式方面，服务商一般会根据成本加成方式报价，报价分拆为三个部分，即员工到手工作+五险一金+服务费（包括招聘费、管理费、风险金等），服务费加成比例因项目而异。法律关系方面，劳动者与服务商签订劳动合同，构成劳动关系，受《劳动法》保护，服务商为劳动者缴纳五险一金；劳动者和用工方形成用工关系；用工方和服务商签订派遣或外包合同，形成商务合作或承包关系，受《合同法》约束。

图 2：广义灵活用工指除用工方与劳动者签订劳动合同外的所有形式



资料来源：长江证券研究所

图 3：狭义灵活用工的服务报价机制



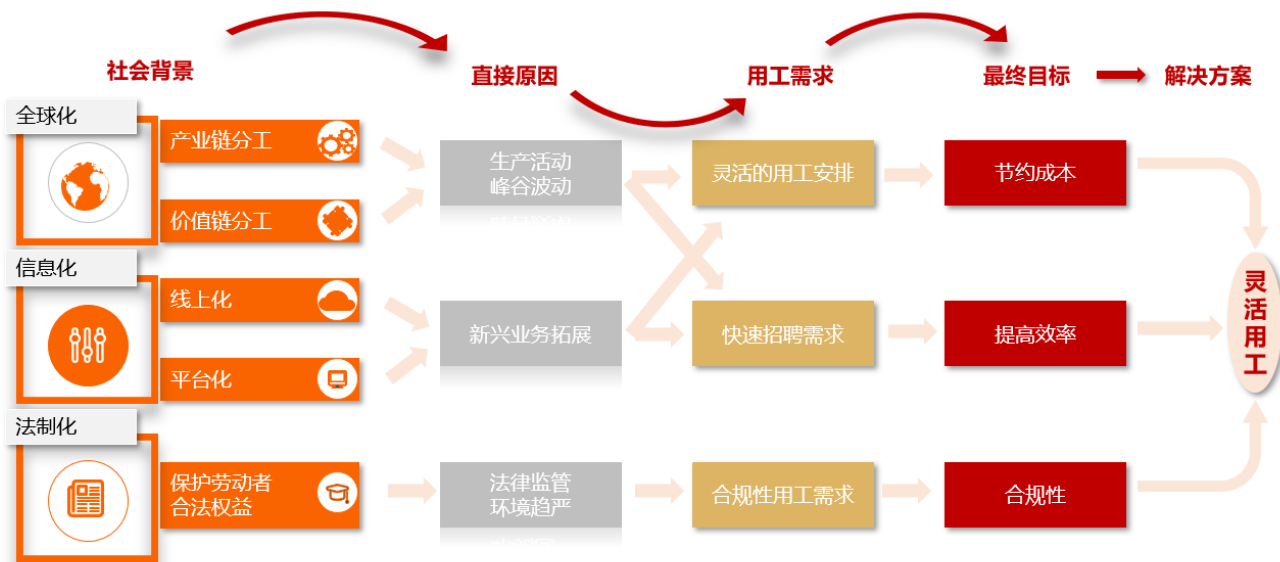
资料来源：长江证券研究所

灵活用工的兴起受到经济环境、人口结构、法制环境变迁的深刻影响，是企业降低用工成本、提升组织效率、控制用工风险的必然选择。经济全球化加剧了各国宏观经济环境的不确定性及生产活动的波动性，产业结构升级（尤其是第三产业发展）带来新的规模

¹ 刊登于《法学家》2014 年 03 期，作者李雄

化用工需求，与此同时，人口红利消失（总量）、劳动力素质提升（结构）以及劳动法制环境规范化等导致了用工成本上升。传统的企业组织架构在面对生产活动波动性加剧、新的规模化用工需求不断涌现、用工成本提高时，遭遇挑战，驱动企业用工方式的转变。

图 4：灵活用工可以满足快速招聘、灵活的组织安排、合规性等用工需求



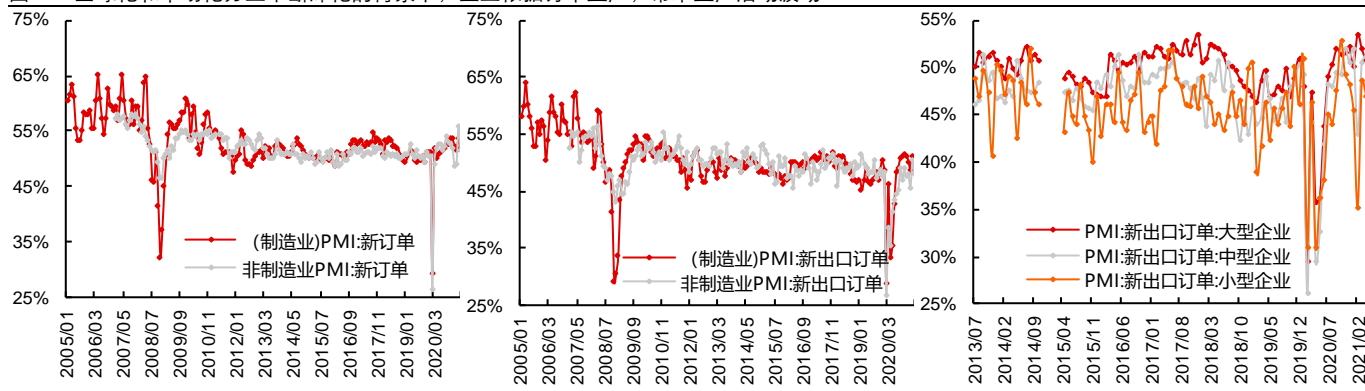
资料来源：长江证券研究所

图 5：经济全球化拓展产业链的区域布局，以华为为例，其产业链核心供应商遍布全球



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：全球化和市场化分工不断深化的背景下，企业依据订单生产，带来生产活动波动



资料来源：中国物流与采购联合会，国家统计局，长江证券研究所

从宏观背景落地到上市公司层面，用工成本占收入的比重稳中有升。根据长江行业分类，2012 年以来，各行业上市公司的用工成本呈现稳中有升的趋势。各行业平均用工成本占收入的比重从 2012 年的 14% 提高约 3pct 达到 2020 年的约 17%。2020 年疫情期间，部分企业的收入成长面临压力，但用工成本相对刚性，占收入比重也有所上升。再细拆用工成本结构可以发现，社保成本占用工成本的比重提升显著，从 2005 年左右的 11% 提升至 2015 年的 19% 左右，政策环境规范化对用工成本提升起到重要驱动作用。

图 7：上市公司层面，疫情前各行业用工成本占收入的比重稳中有升

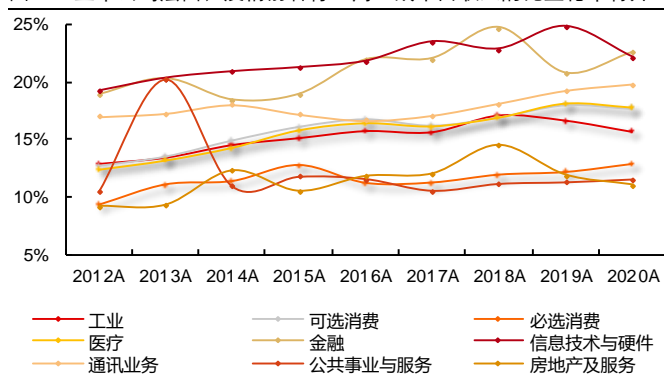
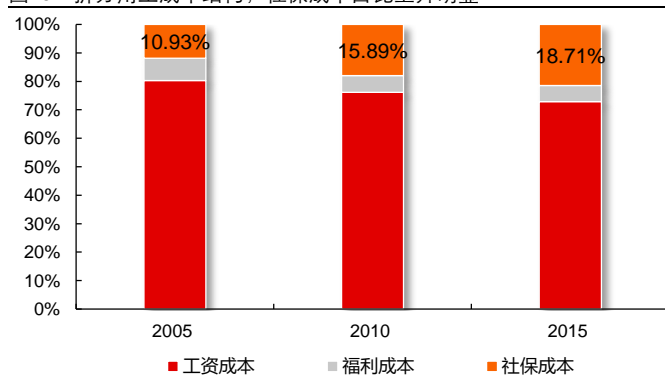
资料来源：Wind，长江证券研究所²

图 8：拆分用工成本结构，社保成本占比上升明显



资料来源：北师大收入分配研究院和中国企业联合会，长江证券研究所

表 1：我国的劳动法律制度

类别	内容
1、法律	由全国人大及其常委会颁布的劳动法律有《劳动法》、《工会法》、《职业病防治法》、《安全生产法》、《矿山安全法》等。
2、行政法规	由国务院颁布的劳动行政法规主要有《女职工劳动保护规定》、《禁止使用童工规定》、《失业保险条例》、《工伤保险条例》、《企业劳动争议处理条例》、《劳动保障监察条例》等。
3、部门规章	劳动和社会保障部颁布的配套规章主要有《集体合同规定》、《违反和解除劳动合同的经济补偿办法》、《违反〈劳动法〉有关劳动合同规定的赔偿办法》、《企业最低工资规定》等。
4、地方性法规和地方政府规章	《劳动法》赋予了省、市、自治区制定劳动合同实施办法的权力，各地制定了大量的地方性法规和地方政府规章，如《北京市劳动合同规定》、《上海市劳动合同条例》等。
5、司法解释	最高人民法院于 2001 年发布的《关于审理劳动争议案件适用法律若干问题的解释》，对处理劳动争议也起了重要的作用。

资料来源：中国人大网，长江证券研究所

² 该指标为人均薪酬/人均创收，行业划分依据长江证券指数分类

表 2：我国灵活用工相关法律制度

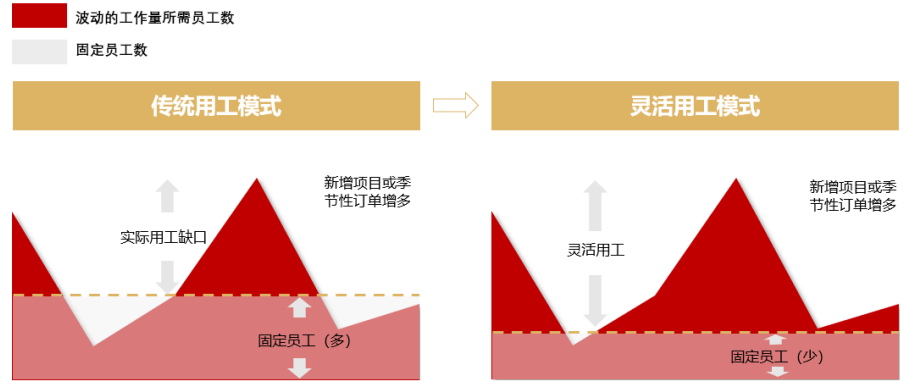
时间	事件	备注
1995 年	《劳动法》颁布实施	劳动合同制开始全面推行，企业与劳动者建立标准劳动关系，签署劳动合同，由企业发放薪酬，承担社保等法定福利。
2008 年	施行《劳动合同法》	明确了“劳务派遣”等的概念和具体法规要求，将过去外资代表机构在华用工法规要求的，以及国有企业改制解决下岗再就业的“劳务派遣”方式，通过立法，公开、明确了企业开始采用派遣方式，增加用工灵活性，进而引发劳务派遣业务井喷，劳务派遣服务机构大量出现，2010 年劳务派遣劳动者号称超过 6000 万人。
2013 年	《劳动合同法修正案》、《劳务派遣暂行规定》	出于保护劳动者角度，开始从规制上对劳务派遣进行约束，严控劳务派遣岗位，仅限于临时性、辅助性和可替换性（三性），同时劳务派遣员工占比不能超过企业用工的 10%，法规还给出了 3 年的过渡期，要求各企业自查整改，逐步缩减派遣人数和比例。企业用工风险增高，人力资源控制与优化要求增加，企业人力资源相关成本上升，日常处理大量员工入离职等事务的压力增大，大大降低了企业采用劳务派遣用工的兴趣，企业开始寻求其他的用工模式。
2018 年	国家宣布社保入税	人力成本已经成为企业发展的巨大包袱，加上社保成本提高，企业用工负担进一步加重。

资料来源：全国人大法库、新华社，长江证券研究所

降本：灵活用工把刚性人力成本柔性化

灵活用工可以满足企业合理控制用工规模 and 成本的需求。采用灵活用工的企业可以根据淡旺季、项目订单量对用工规模进行适时调整，把部分有可能闲置的劳动力外包给人力资源服务公司，将相对刚性的劳动力成本成功转化为柔性成本，在淡季或者项目订单量少的时候，保持较小的用工规模，合理控制用工成本。

图 9：灵活用工使企业可以保持较小的用工规模，把劳动力成本柔性化



资料来源：上海劳勤，亚太劳动力效能研究院，长江证券研究所

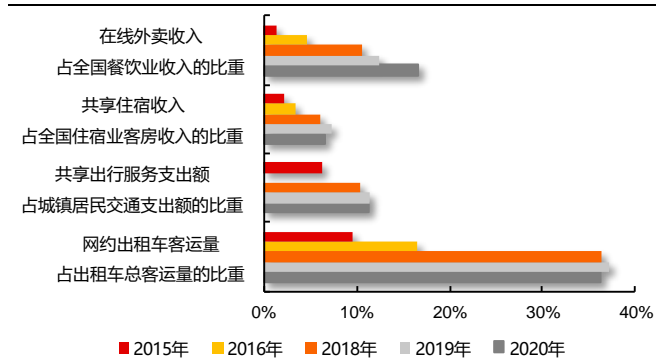
增效：用工方聚焦主业，保持组织灵活

灵活用工业务帮助企业把非核心岗位或业务外包，使其可以聚焦主业，保持组织灵活，即配合战略调整，适时调整组织架构，提高运营效率，满足业务无边界扩张的需求，实现船小好调头的战略调整效果。灵活用工的重要应用领域是新经济³，在新经济、新商业

³ 新经济即信息化和全球化背景下由信息科技及其应用而产生的新型经济形态，当下的网络平台经济和分享/共享经济是其典型表现。

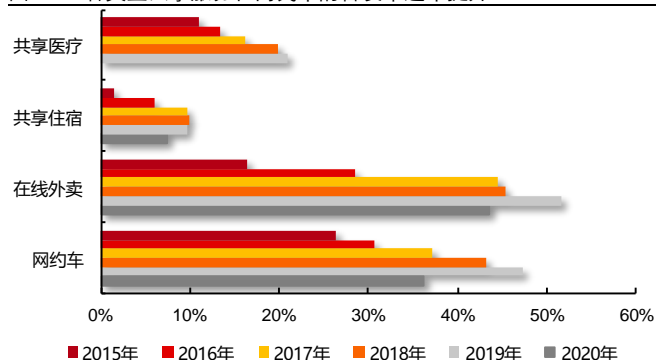
模式中，企业发展伴随着快速的战略调整，伴生了短期规模化人员招聘、管理、调整的需求，因此企业对组织弹性、用工弹性的要求不断提高，新经济企业的灵活用工规模快速扩张且新形式不断出现。

图 10：各领域共享平台新兴服务占比近年显著提升



资料来源：国家信息中心，长江证券研究所

图 11：各类型共享服务在网民中的普及率逐年提升



资料来源：国家信息中心，长江证券研究所

四两拨千斤：以少量自有员工调动千万服务人员

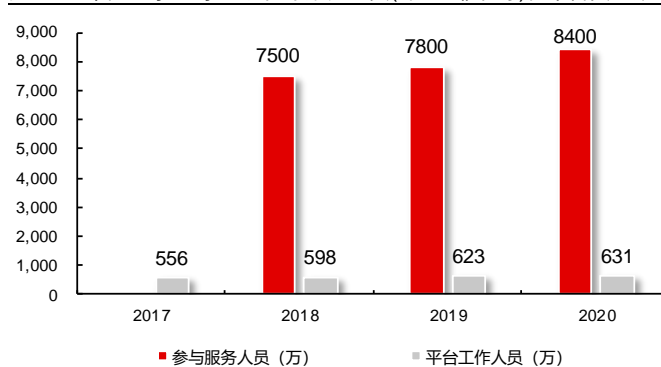
新经济企业大多仅对部分核心岗位采用长期雇佣形式，其他众多非核心岗位则采用灵活用工形式。2020 年中国共享经济参与服务人员有 8400 万，但平台自有员工数近 600 余万人。以外卖、快递、网约车平台为例，其业务是由系统连接供需，通过技术调配人力物力完成履约，该业务性质决定其需要大量的外卖员、快递员、司机，但如果直接大量直接长期聘用，将导致用人成本、劳动纠纷、雇主责任等风险直线上升。基于此，新经济平台设计了一系列的风险规避措施，包括将外卖骑手、快递小哥、司机的劳动人事或雇佣关系外包等，即采用广义的灵活用工形式。

图 12：中国共享/分享经济交易规模及同比增速



资料来源：国家信息中心，长江证券研究所

图 13：中国共享/分享经济参与服务人员(外包&兼职等)及平台员工数



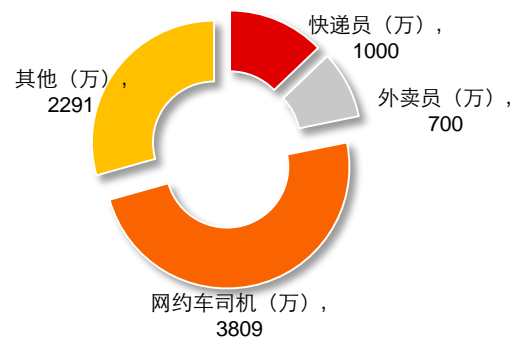
资料来源：国家信息中心，长江证券研究所

图 14：新经济催生大量新兴岗位



资料来源：极光研究院，长江证券研究所

图 15：共享经济岗位分布

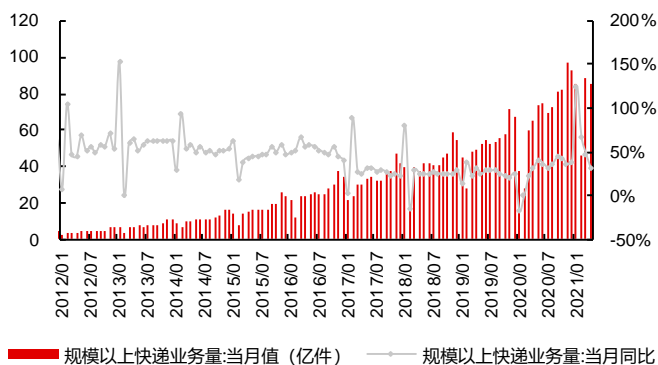


资料来源：国家信息中心，网约车宝典 APP，长江证券研究所

船小好调头：灵活的组织结构更加适配战略调整

以新经济企业为例，其业务调整速度快且有淡旺季之分，有快速招聘和灵活调整用工规模的需求，灵活用工可充分满足该需求。本地生活服务商、在线教育企业、零售电商的业务拓展，催生对外卖小哥、辅导老师、快递小哥等岗位的大量需求，且有淡旺季区别，通过采用（广义）灵活用工，新经济企业的组织架构更为轻便、可调节。

图 16：快递行业的业务量具有较大的波动



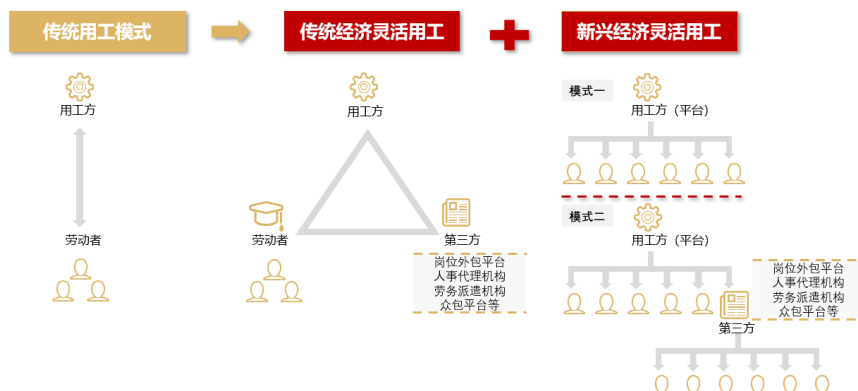
资料来源：国家邮政局，长江证券研究所

图 17：2019 年双十一快递员岗位临时补充 40 万人



资料来源：新京报，长江证券研究所

图 18：新经济的灵活用工模式有直接和间接两种模式



资料来源：《我国新经济下灵活用工的特点、挑战和法律规制》⁴，长江证券研究所

控制用工风险：道路千万条，合规第一条

在我国劳动法制环境规范化的背景下，用工单位既想节约用工成本，又需要控制用工风险，采用灵活用工是必然趋势。狭义的灵活用工商业模式下，企业用工风险通过外包的形式转移给了服务商，用工方和服务商形成外包关系或者商事合作关系，用工方和外包员工形成用工关系，而服务商和员工形成真正的劳动关系，进而实现用工风险的转移。

图 19：灵活用工相对常规用工可以实现降本增效控风险



资料来源：小零科技，长江证券研究所

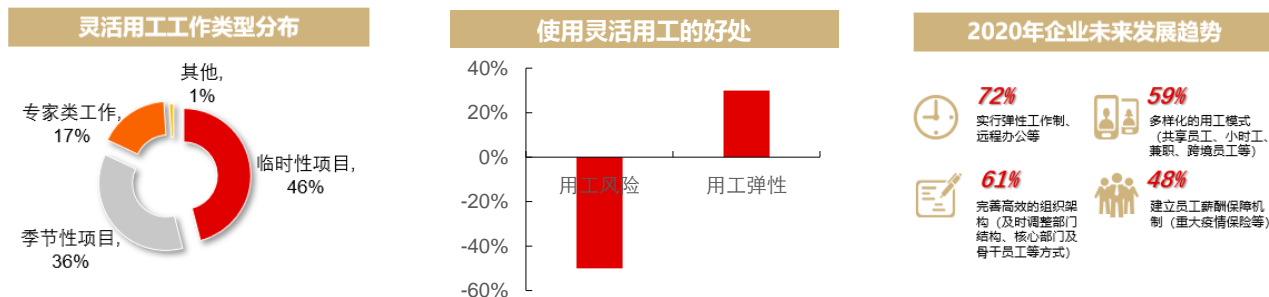
小结：解决企业用工痛点，灵活用工乘势而起

宏观经济不确定性增强、产业升级、人口红利消失、劳动法律环境规范化的时代背景下，企业用工成本呈现刚性上升趋势，成为制约企业战略调整、盈利能力提升的关键因素。

⁴ 刊登于《法学评论（双月刊）》2019 年第四期，作者王全兴、刘琦

灵活用工可以通过岗位外包、业务外包等形式，帮助企业平滑用工峰谷波动，合理控制用工规模，降低用工成本，聚焦主业，提升经营效率，同时控制用工风险，顺势而起。

图 20：灵活工具备降本增效控风险的优势，未来将成为主要发展趋势

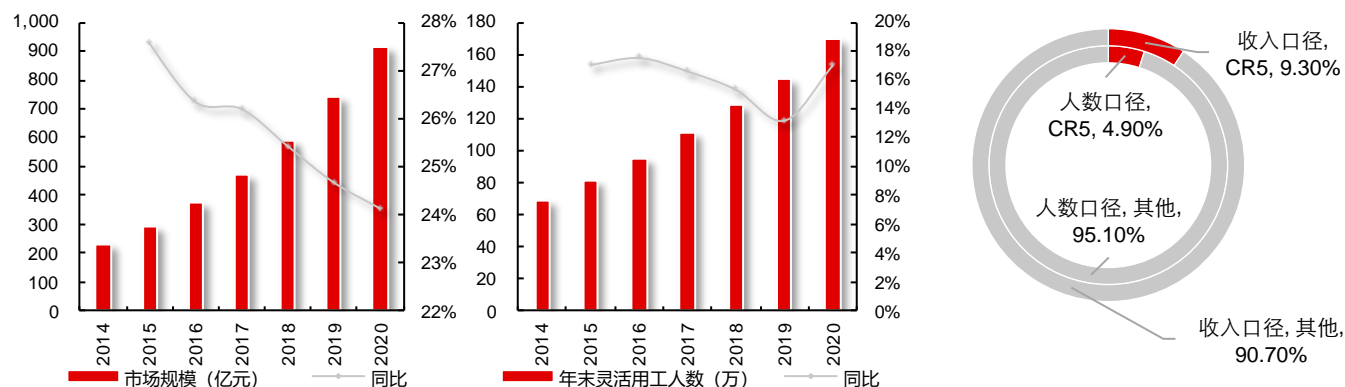


资料来源：《2019 中国灵活用工发展白皮书》，《2020 年企业未来发展趋势报告》，长江证券研究所

市场空间：渗透率提升的落脚点在哪里？

灵活用工行业在我国尚处起步阶段，市场规模、从业人数都尚未起量，市场集中度低。2020 年狭义的灵活用工市场规模仅 916 亿元，年末从业人数约 170 万人⁵，过去 5 年 CAGR 分别为 25%和 16%；2018 年收入和人数口径的 CR5 分别为 9.3%和 4.9%。当前时点，我们看好该赛道主要基于其市场空间广阔，成长路径清晰，行业增速较快，业内有先发优势的公司有望通过招聘能力、管理升级、资本实力等优势，提升市场集中度。

图 21：我国灵活用工市场规模、从业人数和 2018 年市场格局



资料来源：灼识咨询，长江证券研究所

行业层面，渗透率提升带来 10 倍成长空间

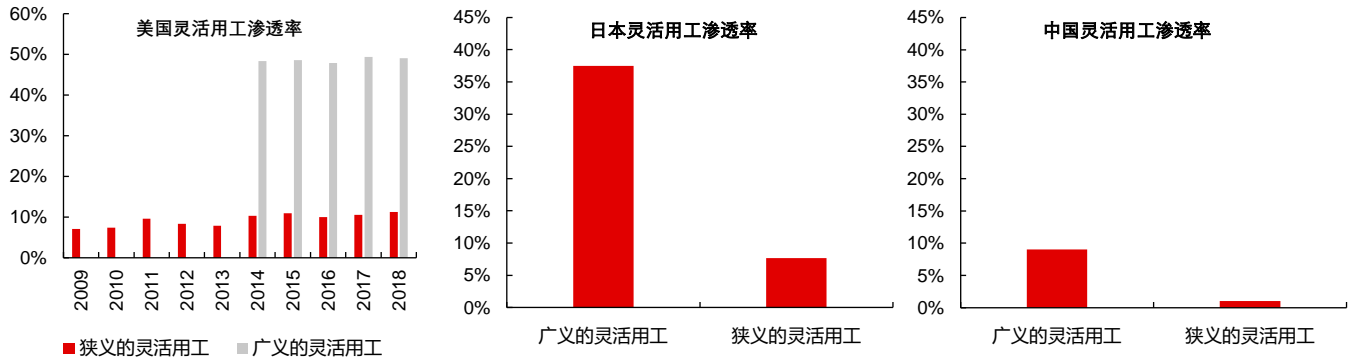
对标国际，我国的灵活用工人数剔除传统劳务派遣后，渗透率仅约 1%，市场空间广阔。正如前文所述，灵活用工的定义可以分为广义和狭义，因此渗透率方面，本文从两个角度进行对比分析。广义的灵活用工，包括非直接雇佣的所有其他用工方式，美国渗透率约为 40-50%，日本约 38%，中国约 9%；狭义的灵活用工，仅指岗位外包⁶，不包含劳

⁵ 广义的灵活用工包含新经济平台的网约车司机、快递员、外卖员等，2020 年共享经济的参与服务人员有 8400 万。

⁶ 狭义的灵活用工，日本和美国采用的口径为合同工和临时工，和国内岗位外包员工

务派遣，美国渗透率约为 11%，日本约 8%，中国仅约 1%，因此从渗透率提升角度看，中国灵活用工市场有接近 10 倍的成长空间。

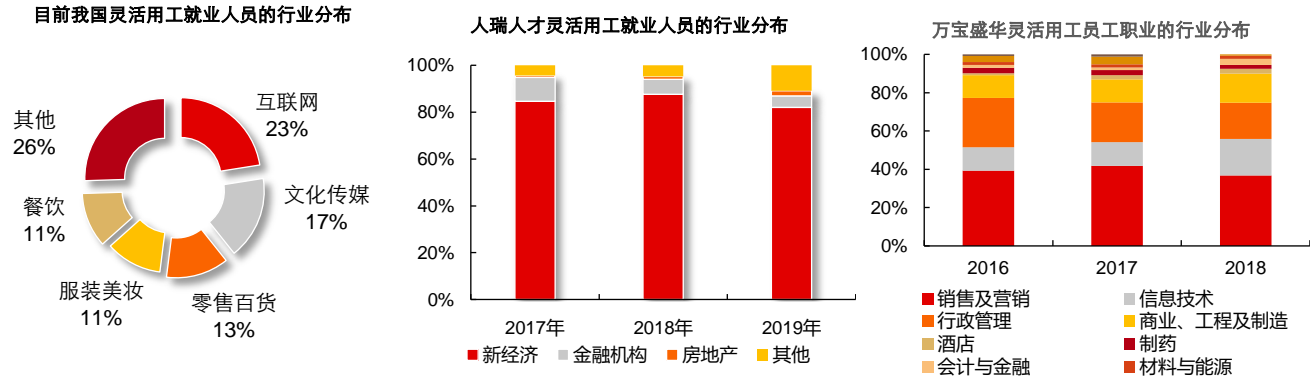
图 22：我国灵活用工渗透率提升空间广阔



资料来源：《人力资源》2016 年第 11 期，statista，Wind，亿欧元，长江证券研究所

落地到行业层面，目前，灵活用工就业人员的分布以新经济为主，传统行业为辅：互联网（23%）、文化传媒（17%）、零售百货（13%）。展望未来，经济新常态背景下，新经济和传统行业均有控制劳动力成本，提升运营效率，控制用工风险的需求，预计灵活用工在劳动密集型、岗位标准化程度高、用工需求波动较大的行业渗透率将快速提升，包括但不限于平台经济、共享经济、零售百货、餐饮服务、大健康、信息科技等行业。

图 23：目前灵活用工集中分布在互联网、文化传媒、零售百货等行业



资料来源：上海劳勤，亚太劳动力效能研究院，Wind，长江证券研究所

岗位层面，定位非核心/标准化/规模化岗位

关注行业，更多关注客户所属赛道的性质，而对于人资服务商来说，同时需要考虑到，灵活用工最终落地到业务层面，是为客户提供特定岗位的外包服务。客户采用灵活用工之后，可以专注主业、提升组织的灵活性，进而达成控制用工成本、提升运营效率、控制用工风险的目标。通过对灵活用工业务属性和客户需求分析，我们认为，非核心、标准化程度高、需求有一定规模的岗位更适合作为灵活用工服务商的重点布局方向。

相近；未包括自由职业者，因为自由职业者更类似小的承包商，和用工方形成业务承包关系。

三叶草组织结构的启发：人为我所用

灵活用工等外包服务和兼职者为企业组织提供了经济性和灵活性，对企业来说是更优的用工方案。随着市场信息透明度提升、外部交易成本降低，企业组织将会逐步精简，外包也将更为普遍。以三叶草组织为例，它是爱尔兰管理作家查尔斯·汉迪在其《非理性时代》中提出的概念：横向定义，将企业比喻成一棵三叶草，三片叶子分别代表企业的核心成员、劳务外包和兼职者；纵向定义，企业管理层是三叶草的根，中层管理是茎，而团队是叶。团队成员即企业的执行层，包含核心成员、外包部门、兼职者。快餐龙头麦当劳是三叶草组织的践行者，旗下每个门店全职工占 30%，其他类型员工占 70%。

图 24：三叶草组织架构

资料来源：《非理性时代》⁷，长江证券研究所

图 25：麦当劳的 4 种用工类型



资料来源：佩琪人才，长江证券研究所

外包岗位特征：非核心/标准化/规模化

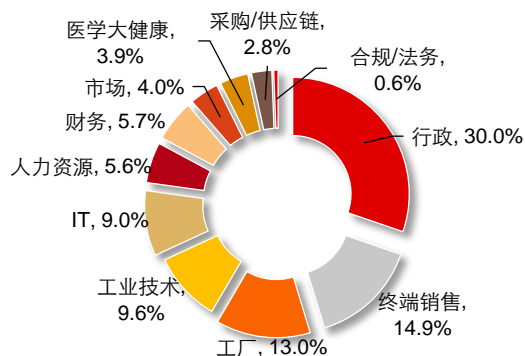
企业选用岗位外包服务的场景可以分为两大类：1、辅助性用工需求；2、短期替代用工需求：季节性用工需求、项目性用工需求、女性三期（孕期、产假、哺乳期）等。以上两类需求涉及的岗位大多具备非核心、标准化程度高、用工体量较大的特征。

逆向思考，如果是核心岗位，公司考虑业务的可持续性、安全性等，不会选择外包；如果是标准化程度较低的岗位，因为沟通成本、转换成本、交易成本高，也难以外包；如果是少量的需求，用工单位完全可以自己负责招聘，然后通过成本更低的劳务派遣⁸实现外包，而不会选择岗位外包。

⁷ 浙江人民出版社，2012 年版，作者查尔斯·汉迪

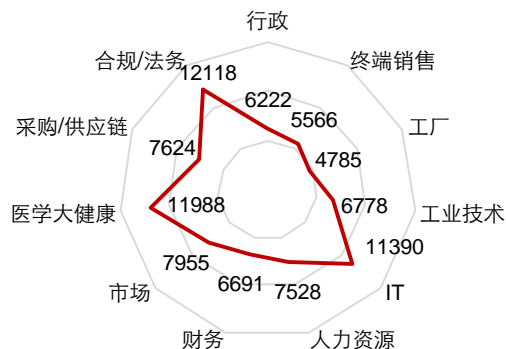
⁸ 《劳务派遣暂行规定》已于 2013 年 12 月 20 日经人社部第 21 次部务会审议通过，自 2014 年 3 月 1 日起施行，规定用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量，使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%。

图 26：科锐国际旗下灵活用工岗位分布



资料来源：新华网，长江证券研究所

图 27：科锐国际旗下灵活用工各岗位平均工资水平（元）



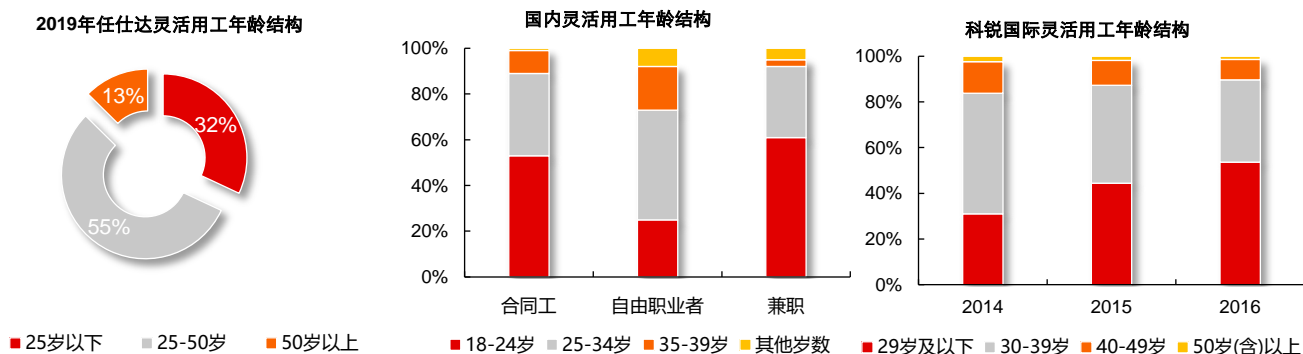
资料来源：新华网，长江证券研究所

岗位外包本质上是社会化分工的必然结果，是让专业的服务商以更低成本、更高效率做人力资源管理。尽管外包岗位一般是非核心、标准化、规模化的岗位，但招聘和管理难度也会因岗而异，用工方把大量人力物力投入到非核心业务领域，明显是不经济的，而选择外包是一种更经济和灵活的用工方式。

劳动者就业观念变迁让灵活用工加速渗透

从年龄结构来看，40岁以下的中青代构成灵活用工人群的主体；寻找长期雇佣机会的过渡期选项，以及就业观念变化是其愿意成为灵活用工员工的主要原因。其背后的原因可能有二，其一，是寻找长期雇佣机会的过渡性选择，年轻人寻找第一份工作的时候，可能很难找到大型企业的长期雇佣岗位，通过灵活用工方式，先从事行业相关岗位，如果表现好，可以转为长期雇佣岗位或者跳槽到同行业其他公司，转为长期雇佣员工；其二，是年轻人的就业观念改变，新生代对灵活就业的接受程度更高。

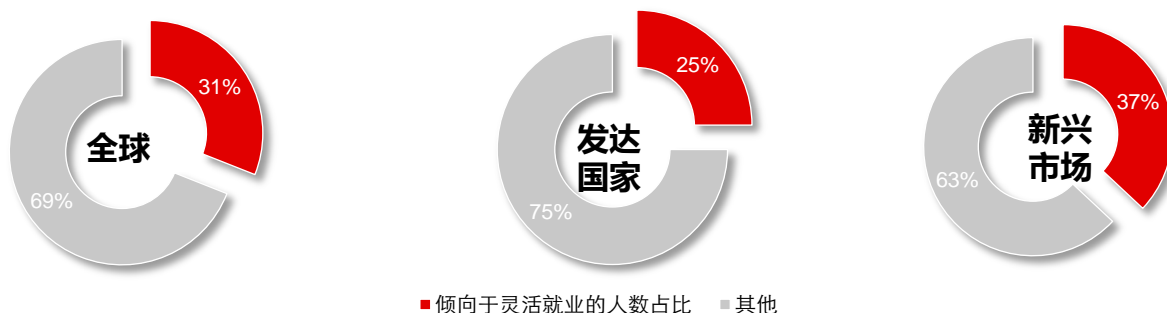
图 28：年轻人是灵活用工的主要构成群体



资料来源：HRoot，公司公告，任仕达官网，长江证券研究所

灵活就业在劳动者中的认可程度提升，为灵活用工渗透率的提升提供源源不断的劳动力供给。全球范围内倾向于灵活就业的人占比31%，欧美等发达国家占比25%，中国、印度等新兴市场占到37%。新工作模式兴起的重要动因是提高银行存款（38%）、发展新技能（33%）和掌控工作时间（32%）。

图 29：劳动者就业观念发生变化



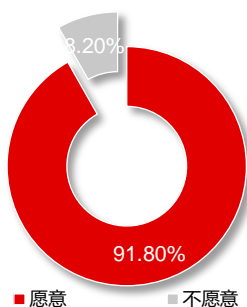
■ 倾向于灵活就业的人数占比 ■ 其他

资料来源：《零工使命：下一代工作模式兴起》⁹，长江证券研究所

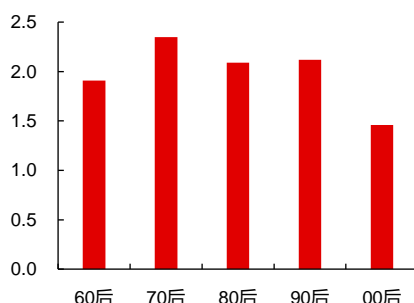
中国宏观经济发展，国民收入水平提升，上一代父母辈的财富积累，为新生代更加灵活、多元的就业观念提供了良好的物质基础。新生代成为就业市场劳动力的主力之后，其就业观念的变化，也将带动我国就业结构的改变。具体来看，80 后、90 后和 00 后已经构成我国劳动人口的主体，新生代工作的目的更为多元，占比前三的分别是实现理想（23%）、展现个人价值（19%）和兴趣爱好（18%），而选择为了生存的占比仅为 12%。

图 30：中国新生代就业观念改变

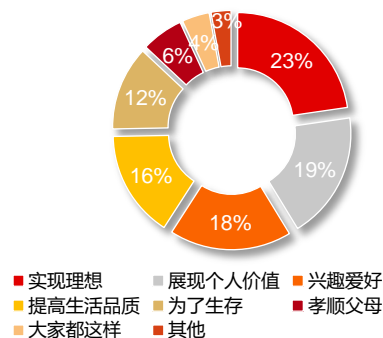
愿意尝试灵活用工岗位的人群比例



中国劳动人口数量（亿）

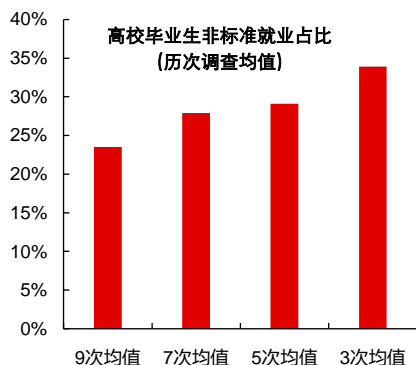


90 后的工作目的

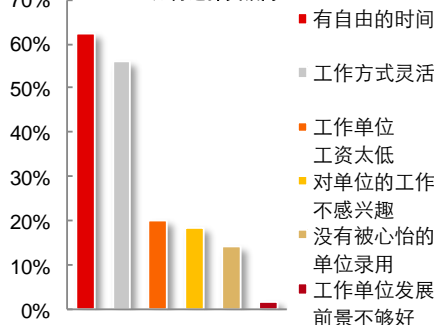


资料来源：上海劳勤，2019 年灵活用工市场调研，长江证券研究所

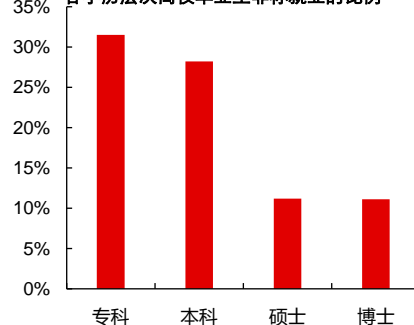
图 31：我国高校毕业生非标准就业比例在提升



为何选择灵活用工



各学历层次高校毕业生非标准就业的比例



资料来源：《全国高校毕业生就业调查报告（2019）》¹⁰，长江证券研究所

⁹ 万宝盛华集团 2017 年发布的人力资源行业调查报告。

¹⁰ 2020 年 7 月由北京大学出版社，作者岳昌君、丁小浩、周丽萍、吕媛、张沛康、夏洁、邱文琪、李子田、朱亚洲。

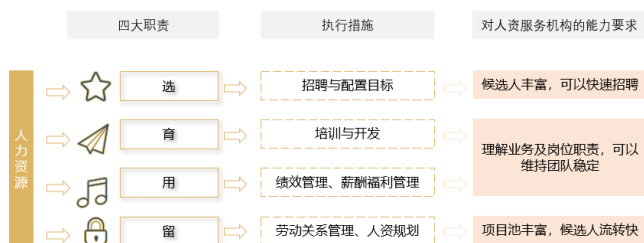
成长路径：同岗复制、科技驱动，资本赋能

经营角度：同岗复制，科技驱动，拓宽布局

同岗复制，打造规模经济

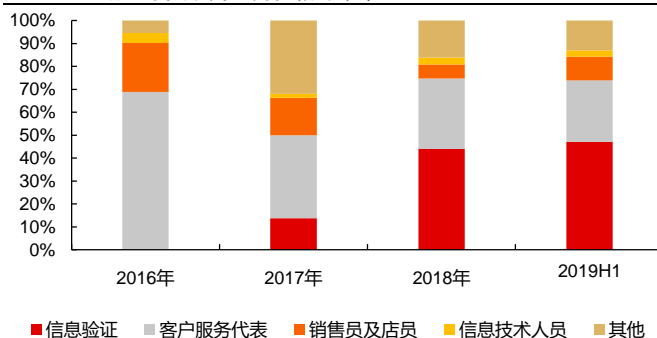
基于已有的业务布局和管理经验，以核心优势岗位为抓手，做大单个岗位的量级，通过提升业务标准化、流程化程度，降低管理难度，主动打造规模经济。上市公司层面，科锐国际提出千人千岗战略，人瑞布局岗位聚焦在客服、信息验证等有利于其强化优势。

图 32：不能岗位需要的招聘和管理能力有别



资料来源：长江证券研究所

图 33：人瑞人才灵活用工岗位相对集中

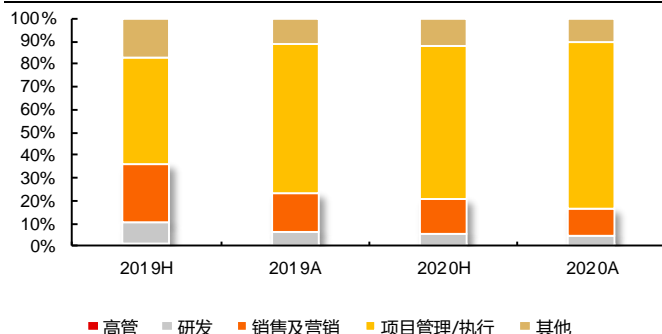


资料来源：公司公告，长江证券研究所

科技驱动，拓宽管理半径

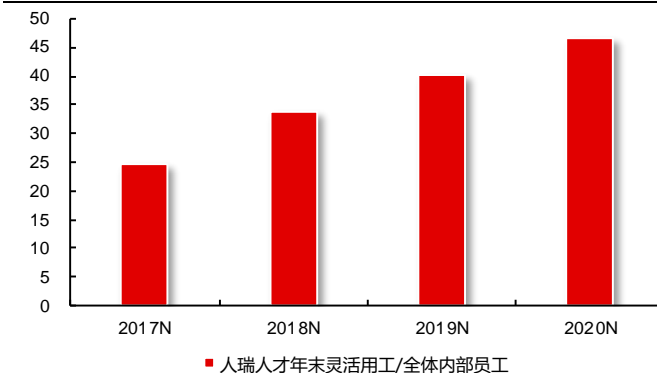
依托大数据和 AI 等，强化系统化管理能力，提高管理半径，进而提升人效、人工创收、人均创利水平。目前，国内人资企业的管理半径因统计口径有别而差别较大，若根据业务板块划分，参照“灵活用工人数/灵活用工业务部门自有员工”定义的管理半径在 40 左右；若进一步细化，参照“灵活用工人数/驻场员工（服务中台）”，管理半径会更高。大数据和 AI 等技术的应用，可以提升招聘环节的人岗匹配效率，也可以提高管理系统的流程化、自动化、智能化水平，全方位提高管理半径。

图 34：人瑞人才自有员工职能分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：人瑞人才管理半径有所提升¹¹



资料来源：公司公告，长江证券研究所

¹¹ 该管理半径为期末管理在岗灵活用工/全部内部员工数量，公司灵活用工业务收入占比超过 90%，因此除数选为全部内部员工数量。

开源有道，拓宽布局领域

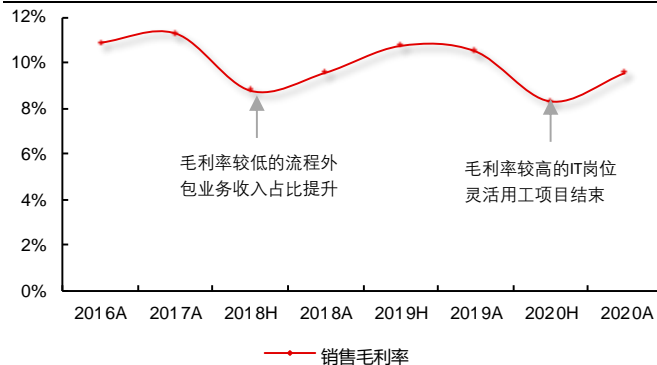
优化岗位结构，提升高毛利率岗位占比，是提升盈利能力的有效路径。灵活用工服务商的服务费计提比例可能受到多个因素的影响，包括招聘难度、管理难度（人员是否分散等）、工作环境风险大小等，一般情况下，计提费率排序如下：IT/医药研发岗>人事/财务/法务等通用岗。从发展趋势来看，人资服务商可以通过挑战更有难度的岗位，用专业性服务获取更高溢价，提高盈利能力。

图 36：服务费加成比例受岗位招聘、管理难度和风险系数影响



资料来源：长江证券研究所

图 37：人瑞人才的毛利率水平受项目岗位性质影响出现波动

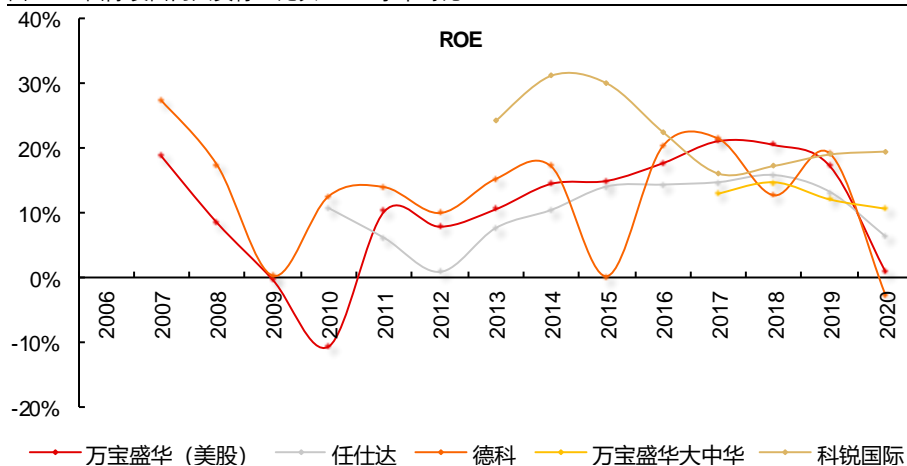


资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务角度：ROE 稳中有升，净利率和杠杆差别大

从财务角度来看，2010-2019 年，灵活用工行业的上市公司 ROE 水平位于 10-20% 的区间，自 2010 年以来呈现稳中有升的趋势，其中，各公司资产周转率水平基本趋同，差别来自净利率和杠杆水平。以疫情之前的 2019 年数据为例，科锐国际 ROE 为 19%，万宝盛华（美股）17%，德科 19%，任仕达 13%，万宝盛华（大中华）12%。

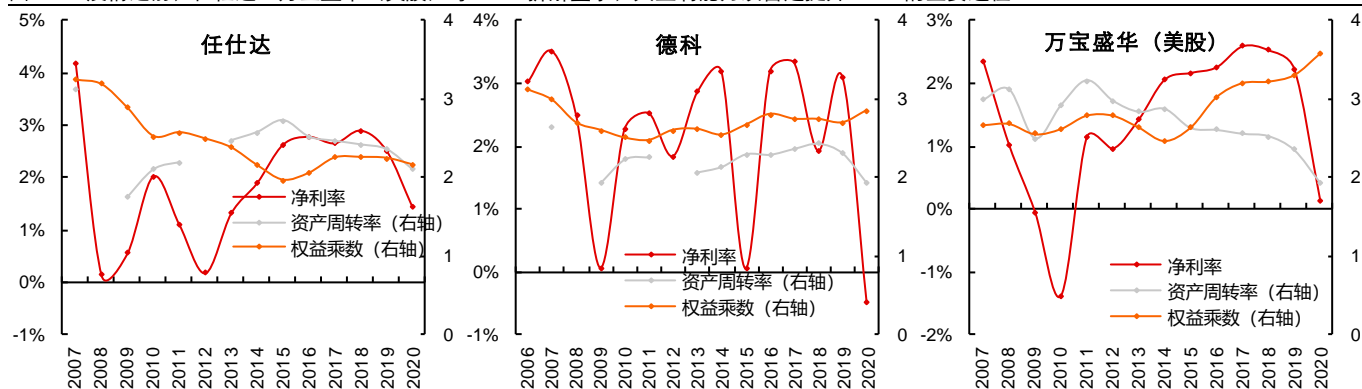
图 38：国际及国内人资行业龙头 ROE 水平对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

国际巨头，以任仕达、德科和万宝盛华（美股）为例，2010 年以来，资产周转率逐步趋同，向 2.5 左右的水平收拢；权益乘数出现分化，分布在 1.5~3.5 不等的区间；净利率水平整体呈现着稳中有升的趋势，中位数水平从 1% 左右，逐步提升至 2%。

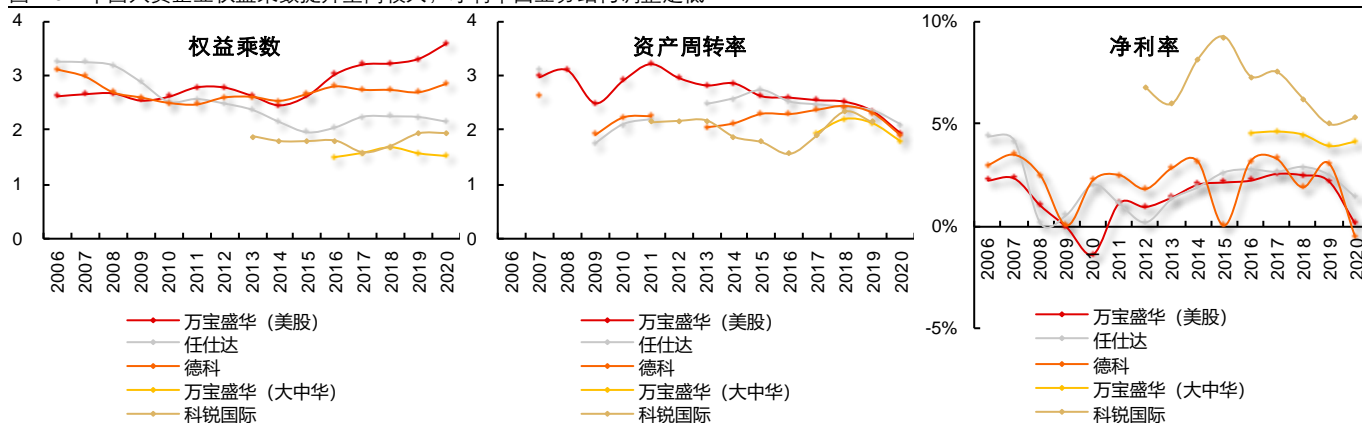
图 39：疫情之前，任仕达、万宝盛华（美股）等 ROE 拆解显示，其盈利能力改善是提升 ROE 的主要途径



资料来源：Wind，长江证券研究所

中国人资企业，相对国际巨头，资产周转率不分伯仲，净利率水平领先，权益乘数差距较大。以科锐国际和万宝盛华（美股）对比分析为例，二者净利率水平有差别的主要原因有二，其一，科锐国际的业务结构经历了猎头等高毛利率业务占比逐步回落，低毛利率的灵活用工业务占比提升的过程，因此毛利率曾经高于万宝盛华（美股）；其二，受益于较低的人力成本等优势，科锐国际的期间费用率相对有一定的优势。

图 40：中国人资企业权益乘数提升空间较大，净利率因业务结构调整走低

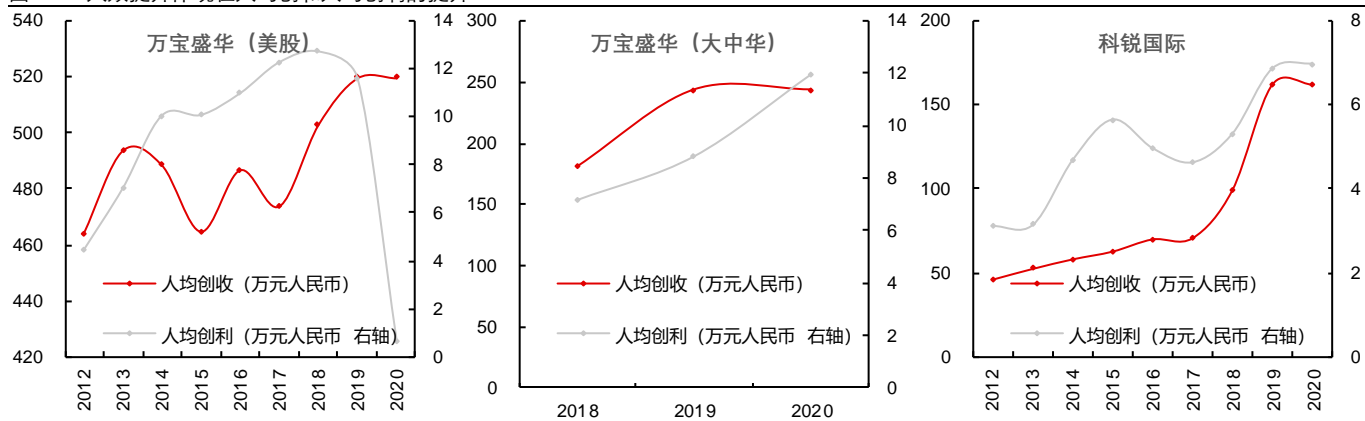


资料来源：Wind，长江证券研究所

提升人效，进而提高总资产周转率

目前国内外人资公司资产周转率趋同，鉴于我国人资企业人均创收有较大提升空间，我们认为，通过提升人效的方式，做大收入体量，提升资产周转率，进而提升 ROE 水平是可行的。

图 41：人效提升体现在人均创和人均创利的提升

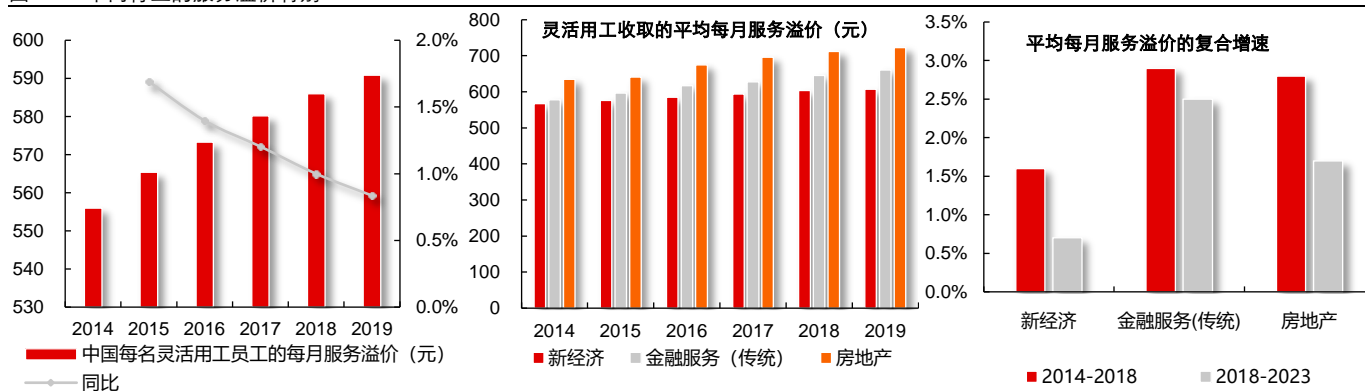


资料来源：Wind，长江证券研究所

跨赛道布局，升级结构提盈利能力

净利率方面，鉴于灵活用工业务的直接成本是外派员工的工资，基本呈现刚性，同赛道岗位加价率因充分竞争的市场环境，难有大幅改善空间，预判未来的净利率水平普遍偏低，但因不同岗位加价率有别，企业可以通过跨赛道布局、升级岗位结构，提升净利率。

图 42：不同行业的服务溢价有别

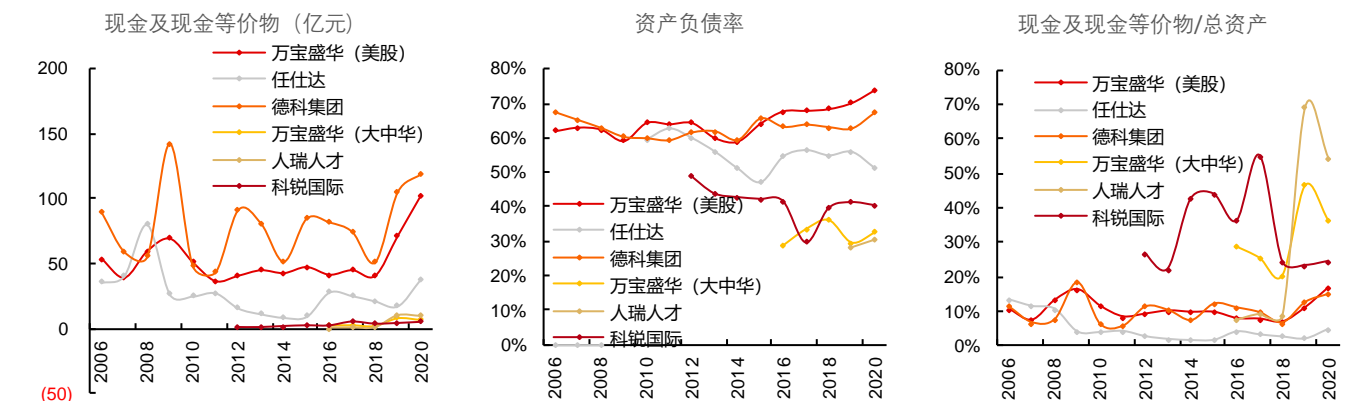


资料来源：Wind，长江证券研究所

优化资本结构，提高资本利用效率

杠杆方面，中国 A 股和 H 股新上市企业募资后，账上现金较多，杠杆低，对 ROE 形成一定拖累。未来可以在保证安全边际的前提下，提高杠杆水平，提升资本利用效率，进而提升 ROE。

图 43：适度提升杠杆水平，充分发挥资本效能



资料来源：Wind，长江证券研究所

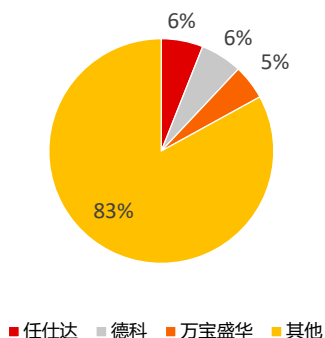
竞争壁垒：招聘能力、管理能力、资金实力

谈及竞争壁垒，实则是在考量行业的竞争格局将会如何演绎，当公司可以通过资本、技术、组织系统、战略前瞻布局等建立起护城河，才能在竞争环境中脱颖而出，占据较高市场份额，为投资者提供可持续的长期收益。

具体到人资行业，全球视角下，龙头市占率较低，但是龙头管理灵活用工人员的规模和单一市场市占率较为可观。以疫情前的 2019 年数据为例，任仕达、德科、万宝盛华（美股）等国际巨头，全球市占率约 5-6%，各自旗下管理的灵活用工人数约 60-70 万，单一市场的市占率分化明显，德科在意大利和法国的市占率则分别高达 16% 和 22%。

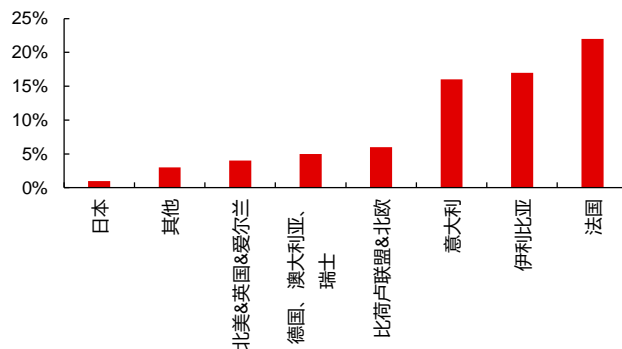
反观我国市场上的灵活用工企业，旗下管理灵活用工员工规模 3 万左右，龙头市占率 2% 左右的水平，无论从管理规模角度还是从市占率角度，都有巨大的提升空间。我们认为人资企业提升市场份额的核心竞争力，来自招聘能力、管理能力和资本实力。

图 44：2019 年全球人资服务商龙头市占率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：2019 年德科在单一市场的市占率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

垂直深耕，同时拓展业务布局，打开成长天花板

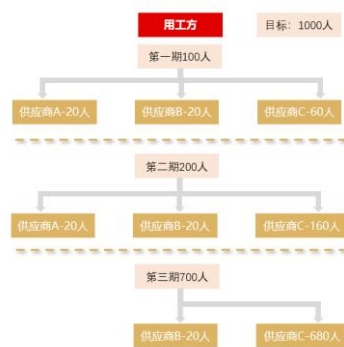
不同岗位需要的招聘、管理技能有别，为了更好的服务客户，满足快速、规模化招聘和低流失率的需求，人资公司需要深耕相关赛道，做好人才数据库的积累和管理系统的打磨、升级等，包括但不限于提升人岗精准匹配能力，提高流程化管控、绩效和薪资管理能力等。凭借突出的专业能力，优秀的人资服务供应商，有望在与同行的多轮竞争中胜出，提高在大客户端的市占率，进而提升市场份额。深耕专业领域的同时，积极探索新领域，依托品牌口碑、组织能力、资金实力等优势，跨赛道复制，才能打开成长天花板。

图 46：科锐国际的灵活用工业务最快可以实现 24 小时内面试



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 47：依托快速入职和低流失率等指标，优秀供应商市占率有望提升

资料来源：长江证券研究所¹²

利用 AI 和大数据等搭建平台系统，提升管理效率

科学技术的进步带来了人力资源管理的革命性变革，未来更加智能、透明的管理系统将有效提升管理流程的自动化程度，提高管理半径，提升管理效率。目前各家人资服务商都在积极探索大数据和 AI 等新技术在人资服务领域的应用，以期有所突破。

科锐国际不断加强技术中台建设，赋能内部管理和对外业务，实现以“招聘效率”与“客户关系”为核心价值链的前向一体化和后向一体化。业务端，通过业务数据化、精细化（分工专业化、自动化），加大对中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等三大主营业务赋能，从各个环节缩短工作时间，提高运营效率；内部管理协同方面，提高信息透明度，增强一线员工数字化决策能力，向网格型组织变革。同行业的人瑞人才和万宝盛华也在技术方面持续投入。

¹² 此处的 1000 为假设数据，为形象描述优秀供应商是如何提高在大客户端的市占率的过程

图 48：科锐国际加强技术中台建设，赋能内部管理和对外业务



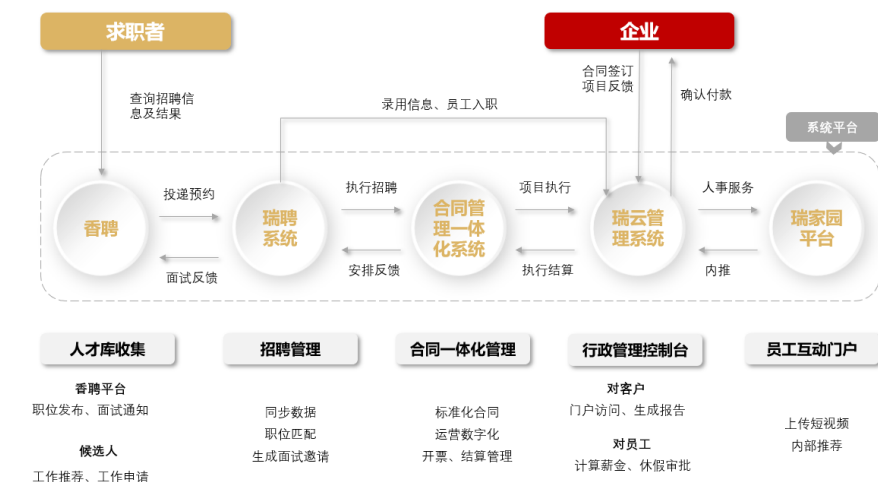
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 49：万宝盛华通过运营科技赋能企业和人才



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 50：人瑞人才定位以技术驱动的人力资源服务商

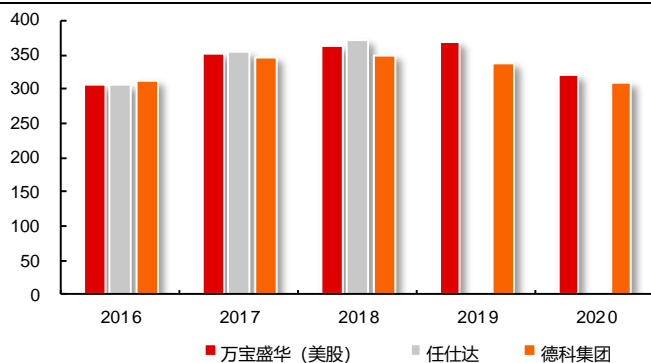


资料来源：公司官网，长江证券研究所

依托资金实力，防范财务风险，提升客户信赖度

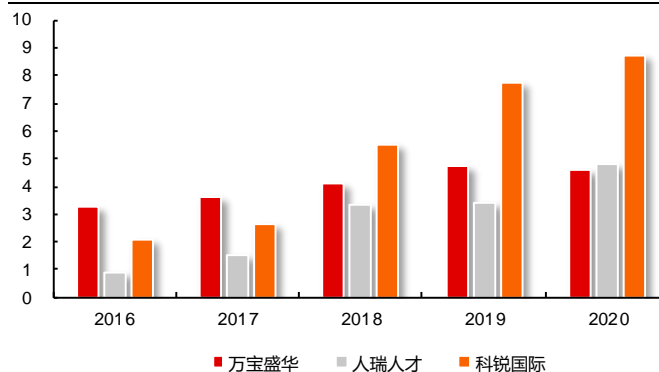
科锐国际、万宝盛华（大中华）、人瑞人才等人资企业上市募资充裕的现金，在为客户提供项目服务时，具有显著优势。需要提及的是，国内各公司的资金利用效率尚未达到最优水平，直接表现即权益乘数较低，拖累 ROE 水平。因此，各公司应积极开拓新岗位领域，提高资金利用效率，同时，在保障财务安全性的基础上，依托上市公司的融资能力，适度提升经营杠杆。

图 51：国际巨头应收账款规模（亿元人民币）



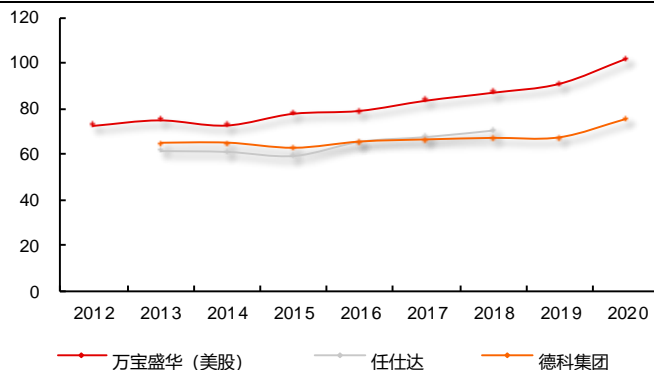
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：A 股和港股上市公司应收账款规模（亿元人民币）



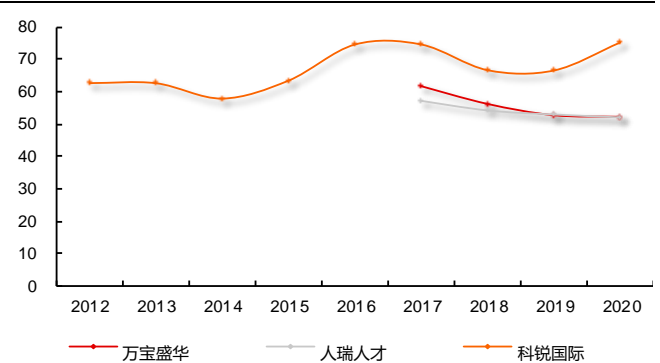
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 53：国际巨头应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：A 股及港股上市公司应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，长江证券研究所

客户重视稳定性高于性价比，大供应商优势凸显

客户在选择灵活用工方式，筛选人资服务供应商时，相对性价比会更看重稳定性，具体包括能否及时招募足够的工人、人员稳定性如何（低流失率）、合规性、资金实力、成功经验等。用工单位人资部门把业务外包，为的是省心、省钱，部分基础薄弱的小供应商在合规性、招聘能力、管理经验、资金实力等方面或有欠缺，或为客户带来潜在风险。因此深耕行业多年，有口碑积累的人资供应商更有机会进入客户候选池，获取项目机会。

表 3：2019-2020 年大中华区最佳人力资源服务机构评选结果

奖项	获奖机构
大中华区最佳综合人力资源服务机构（国有）	中智公司（CIIC）
大中华区最佳综合人力资源服务机构（外资）	万宝盛华大中华（ManpowerGroup Greater China）
大中华区最佳综合人力资源服务机构（合资）	科锐国际（Career International）
大中华区最佳人力资源外包机构（外资）	CDP 集团（CDP Group）
大中华区最佳人力资源外包机构（合资）	外企德科（FESCO Adecco）
大中华区最佳人力资源管理咨询机构（国有）	中智咨询（CIIC HRMC）
大中华区最佳人力资源管理咨询机构（内资）	凯洛格咨询集团（KeyLogic）
大中华区最佳人力资源管理咨询机构（外资）	怡安翰威特（Aon）
大中华区最佳劳动法咨询与服务机构（内资）	劳达 laboroot（laboroot）
大中华区最佳管理培训机构（内资）	华商基业（SINOTRAC）
大中华区最佳管理培训机构（外资）	美国管理协会（中国）（AMA(China)）
大中华区最佳管理培训机构（合资）	前程无忧培训（51job Training）
大中华区最佳管理培训机构（数字培训）	数字中欧（CEIBS DIGITAL）
大中华区最佳企业在线学习平台（内资）	云学堂（yunxuetang）
大中华区最佳人才测评机构（内资）	全美在线（ATA）
大中华区最佳人才测评机构（外资）	世泓（SHL）
大中华区最佳人才测评机构（合资）	智联人才发展中心（Zhaopin Limited）

大中华区最佳人才评鉴机构（内资）	诺姆四达（NormStar）
大中华区最佳人才评鉴机构（外资）	智睿咨询（DDI）
大中华区最佳招聘管理软件服务商（内资）	大易（Dayee）
大中华区最佳招聘流程外包机构（外资）	光辉国际（Korn Ferry）
大中华区最佳人才寻猎服务机构（外资）	讯升（Comrise）
大中华区最佳人才寻猎服务机构（合资）	科锐国际（Career International）
大中华区最佳人才招聘互联网平台（内资）	猎聘（LiePin）
大中华区最佳灵活用工服务机构（内资）	仁联集团（RENLIAN GROUP）
大中华区最佳灵活用工服务机构（合资）	力德（Talent Spot）
大中华区最佳兼职 / 灵活用工平台（内资）	兼职猫（Joiway）
大中华区最佳人才背景调查机构（内资）	八方锦程（Best Check）
大中华区最佳人才背景调查机构（外资）	汇华资讯（CBI）
大中华区最佳薪酬数据调研机构（外资）	韦莱韬悦（Willis Towers Watson）

资料来源：HRoot，长江证券研究所

图 55：万宝盛华（大中华）、科锐国际、人瑞人才（从左到右依次对应客户）等都有服务大型客户的经验

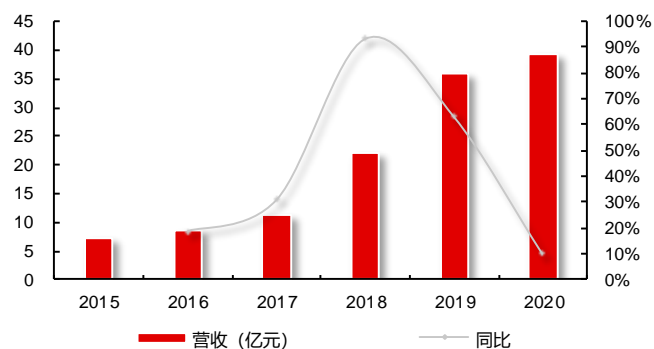


资料来源：公司官网，长江证券研究所

相关标的：以技术驱动的人资平台科锐国际

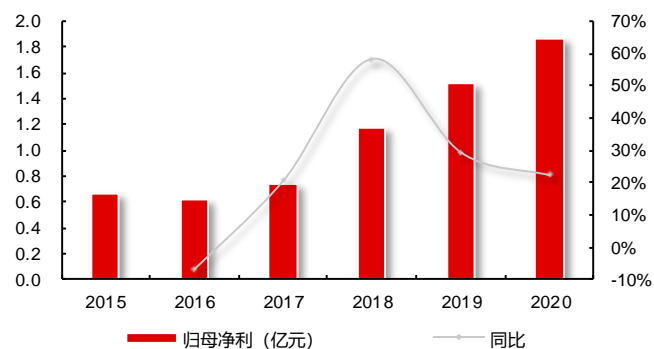
科锐国际：以技术驱动的人力资源整体解决方案服务商。公司最初以猎头业务起家，后陆续发展招聘流程外包和灵活用工业务，致力于为客户提供人力资源整体解决方案。公司在“一体两翼”、“一带一路”、“一同起舞”、“一群人”四个一的目标指引下通过技术和平台，不断聚合更多的企业和人才，线上技术与服务不断融合，通过服务模块化及产品垂直升级不断打磨新的业务模式；通过设立和并购加快海外服务网络布局加大海外交付能力；通过互联互通和规范流程管理打通内部管理控制和业务资源共享，以及通过加盟商和业务合作伙伴等形式聚合外部资源共生共赢，为市场提供优质服务。看好公司凭借品牌口碑、大数据等技术的应用以提升运营管理效率、资金实力等领跑行业。

图 56：公司近年收入及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 57：公司近年归母净利润及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

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相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 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相对同期沪深 300 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 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

