

人力资源行业： 空间广阔，看好头部服务商跑马圈地

分析师：刘洋

SAC：S0160521120001

分析师：李跃博

SAC：S0160521120003

发表日期：2022.06.03

- **人力资源市场空间广阔、高度分散：**我国人力资源市场正处于快速成长期，相关业务可细分为人力资源外包和人才获取。我国产业结构变化、疫情下失业率走高、企业降本需求等多因素驱动人力资源外包市场扩大。据人社部统计，我国人力资源服务业市场规模超2万亿元，人力外包市场规模超8000亿元，但行业集中度较低，CR5市占率约8%。头部公司对大型客户长期服务，正加大数字平台建设触达中小客户，提升服务半径，扩大业务规模。
- **头部公司人力外包业务规模持续扩大：**2021年，科锐国际灵活用工业务实现收入59.3亿元，同比+91%；外服控股业务外包服务、招聘及灵活用工服务实现收入79.9/6.4亿元，同比+41%/+23%；北京外企业务外包服务、招聘及灵活用工服务实现收入217.3/11.4亿元，同比+46%/+44%。
- **投资建议：**经济增速换挡期就业压力加大，同时为规避新冠疫情等“黑天鹅”事件导致的用工风险，人力外包等就业方式的重要性凸显，灵活用工、业务外包市场持续扩大。我国人力资源市场集中度较低，建议关注长期服务头部客户，并通过数字平台建设触达腰、尾部客户的科锐国际（300622.SZ）、外服控股（600662.SH）、北京城乡（600861.SH）。
- **风险提示：**市场竞争激烈风险，疫情超预期风险，政策监管趋严。

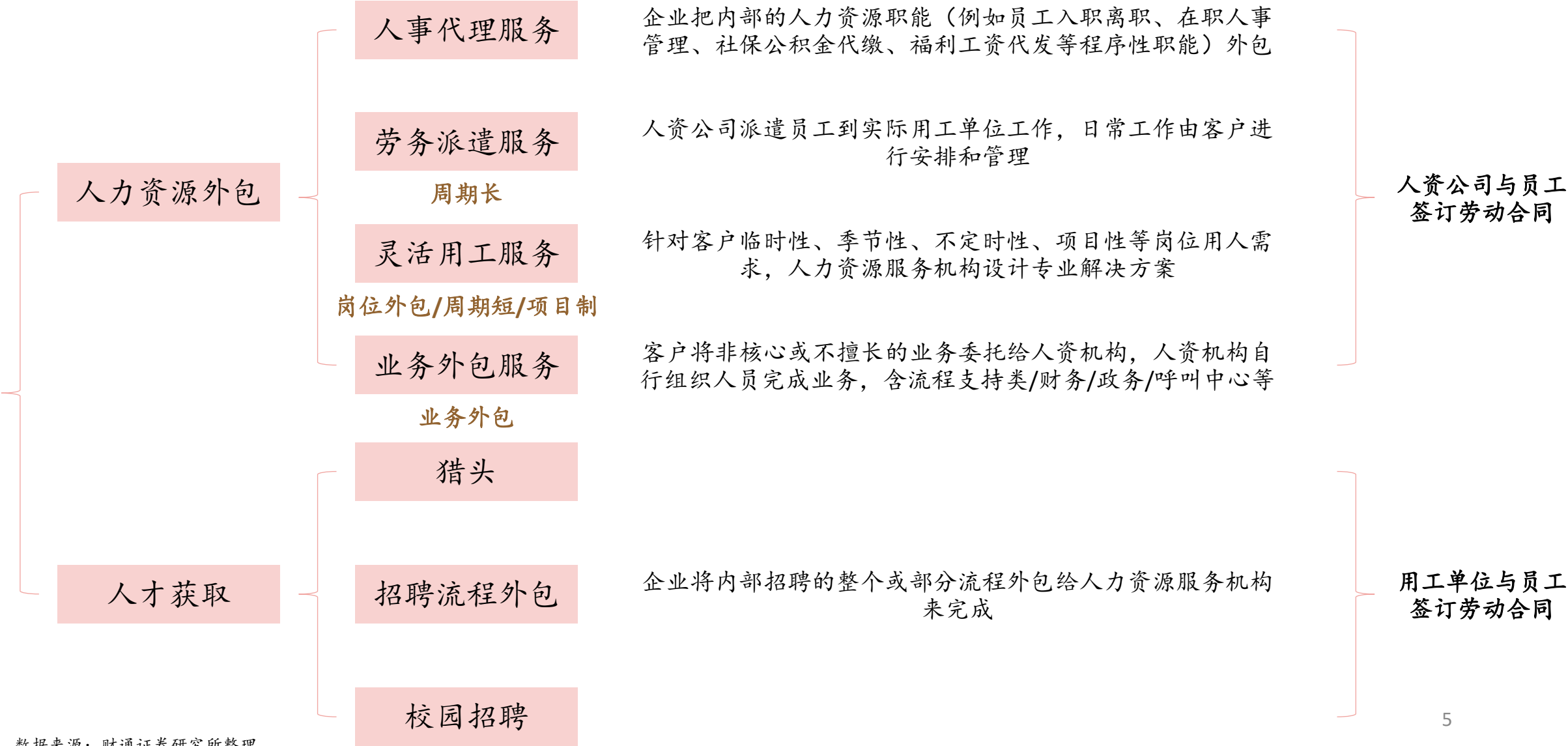
- 1、人力资源市场：空间大，集中度低
- 2、头部公司人力外包业务规模持续扩大
- 3、投资建议和风险提示

1.1 我国人力资源服务行业发展历程

图 1. 我国人力资源服务行业发展历程



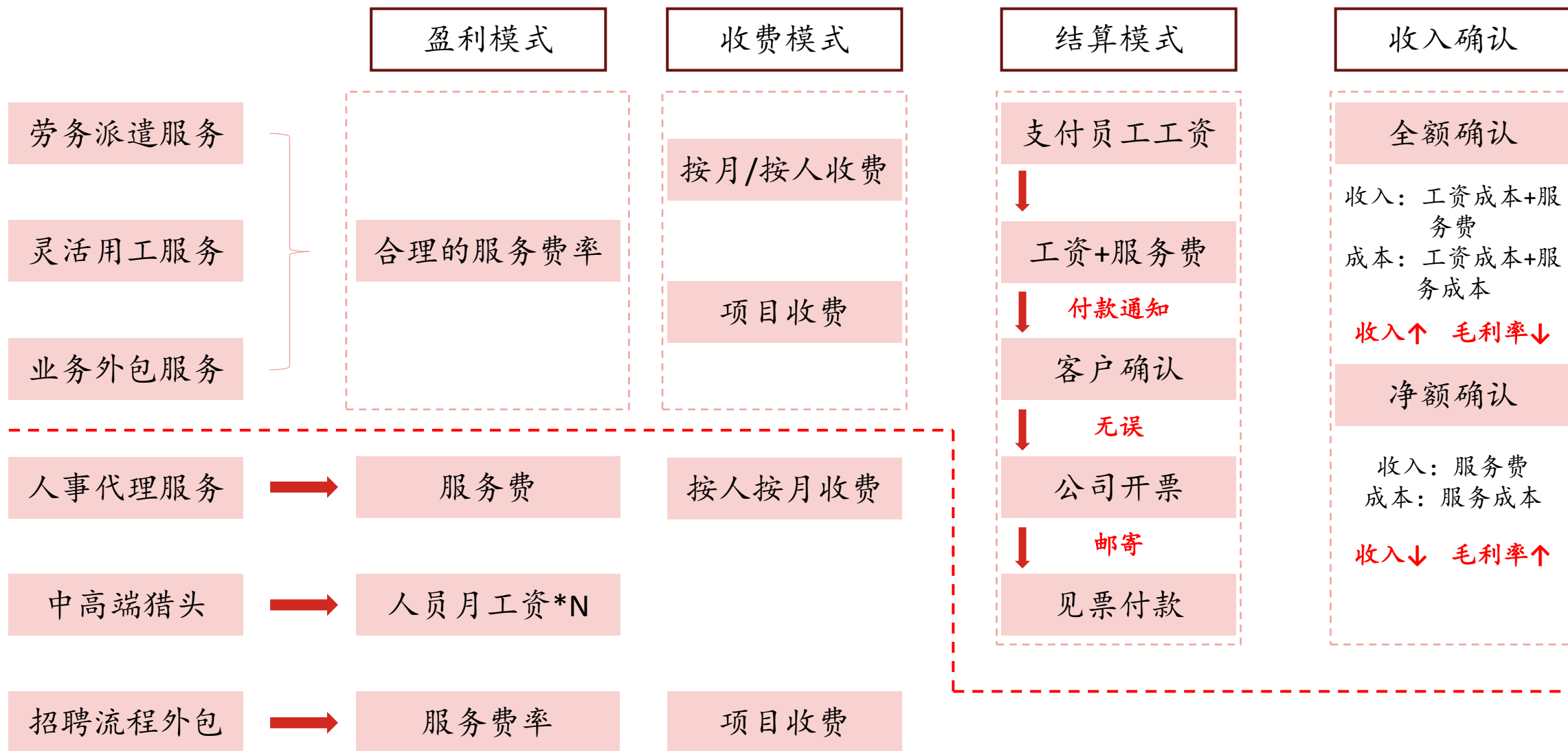
图 2. 人力资源服务业务区分



数据来源：财通证券研究所整理

1.3 人力资源业务盈利及结算模式

图 3. 人力资源业务盈利及结算模式

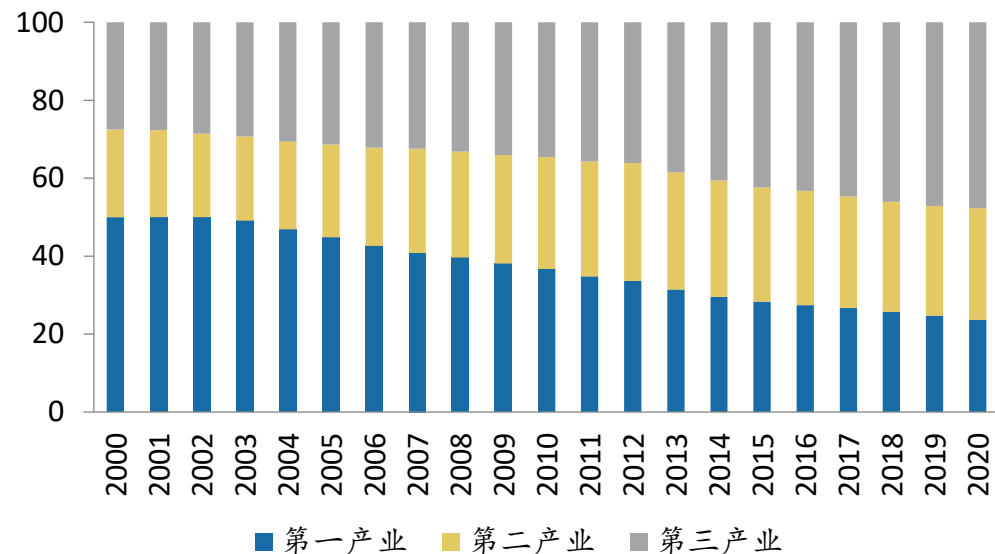


1.4 多因素助推人力外包市场快速发展

■ 产业结构变革激发人力外包市场发展

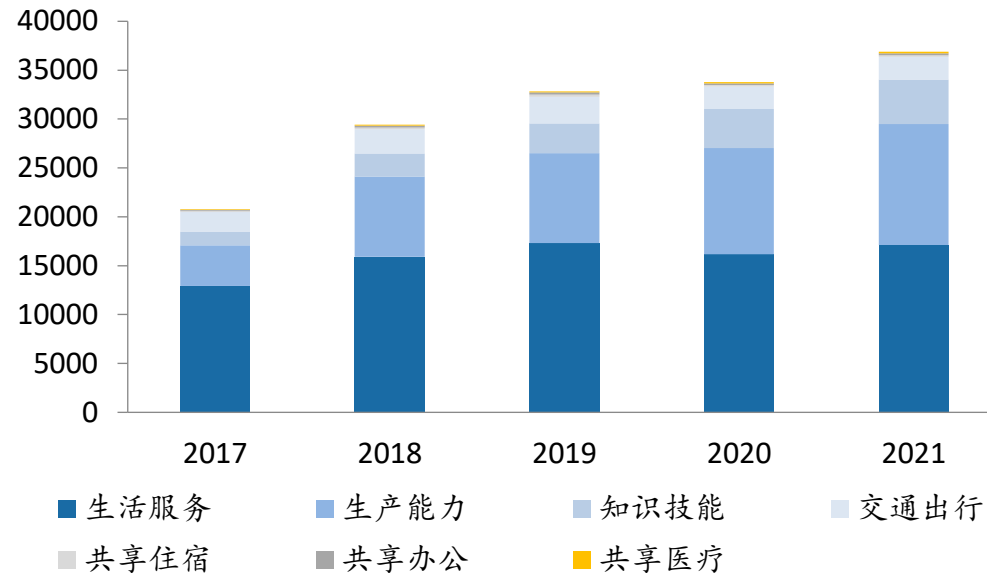
- 2000-2020年，第三产业就业人数占比由28%提升至48%，第一产业就业人数占比由50%下滑至24%，第二产业就业人数占比相对平稳
- 2017-2021年，共享经济市场交易额由2.08万亿元提升至3.69万亿元，年复合增速约为15%

图4. 第三产业就业人数占比不断提高



数据来源：人社部，财通证券研究所

图5. 共享经济市场交易额持续攀升（亿元）



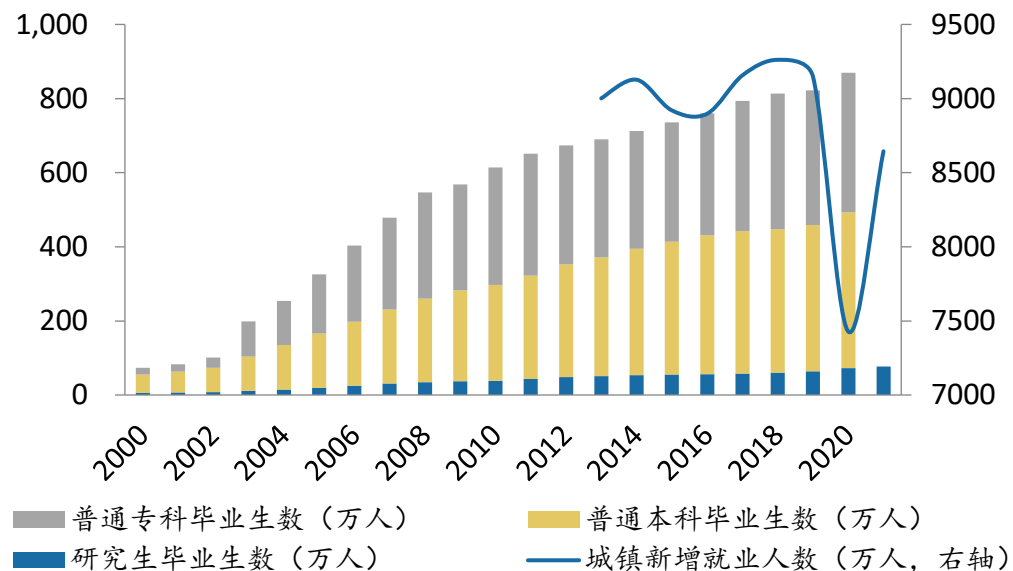
数据来源：国家信息中心，财通证券研究所

1.4 多因素助推人力外包市场快速发展

■ 人力外包平衡劳动力市场供求关系

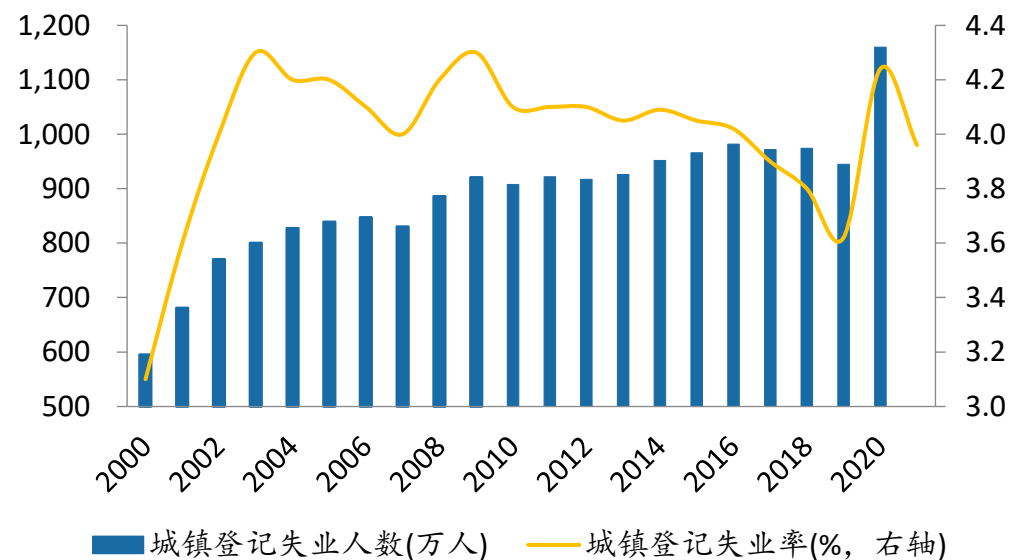
- 2020年毕业生人数高达870万人。2010-2020年，全国毕业生人数CAGR约为3.6%，其中研究生、本科生占比稳步上升，研究生占比由6%提升至8%，本科生占比由42%提升至48%
- 2020年城镇登记失业人数1,160万人，同比增长23%；城镇登记失业率4.24%，同比增长0.62pct

图 6. 毕业生人数稳定增长，劳动力素质提升



数据来源：国家统计局、人社部，财通证券研究所

图7. 疫情下失业率走高



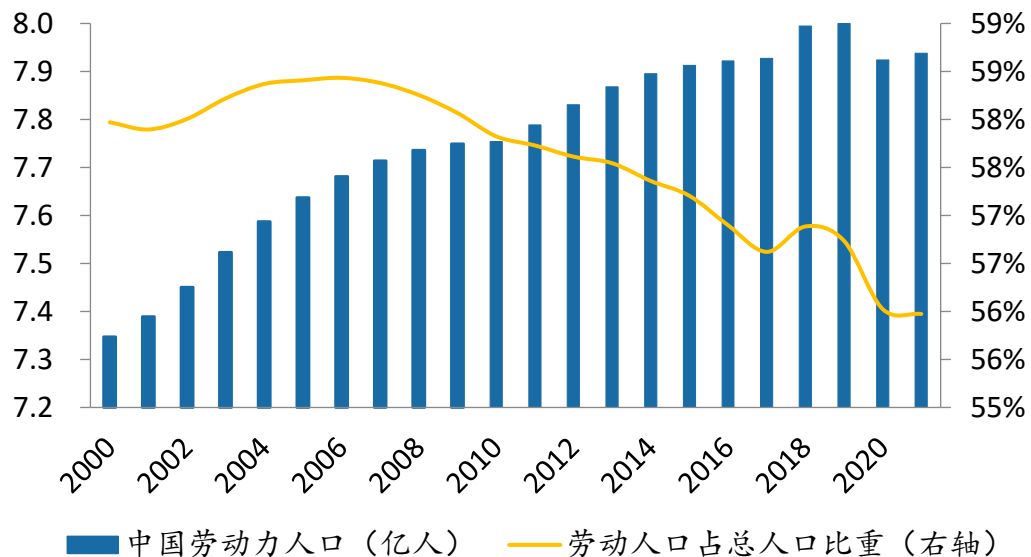
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

1.4 多因素助推人力外包市场快速发展

■ 劳动力成本抬升增加企业降本需求

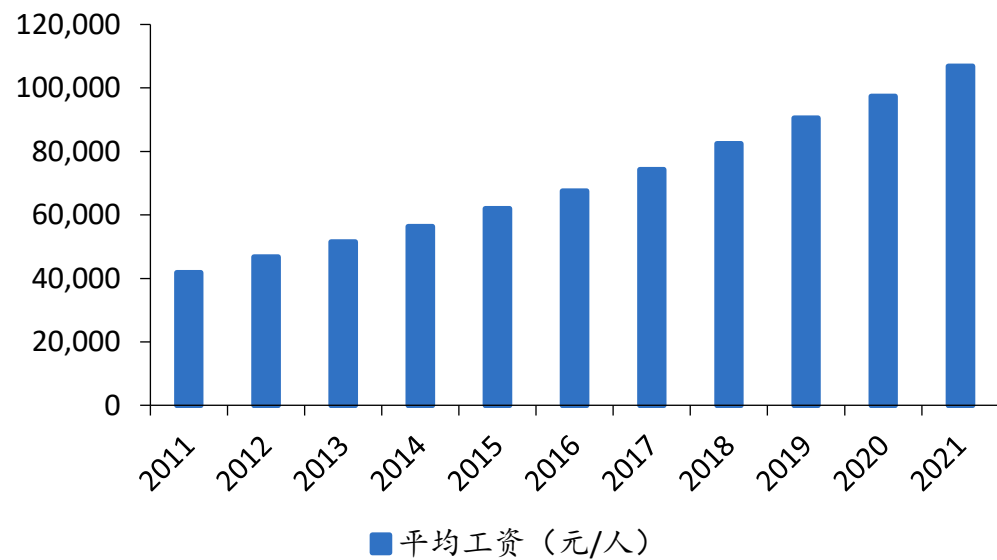
- 2021年，我国劳动人口7.9亿人，占总人口比重56%，较2000年下降约2pct
- 2021年我国每人每年平均工资为10.7万元，2011-2021年复合增速约为10%，平均工资逐年攀升

图8. 中国劳动人口占比持续下行



数据来源：世界银行，财通证券研究所

图9. 我国平均工资



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

1.5 国内人力资源市场玩家

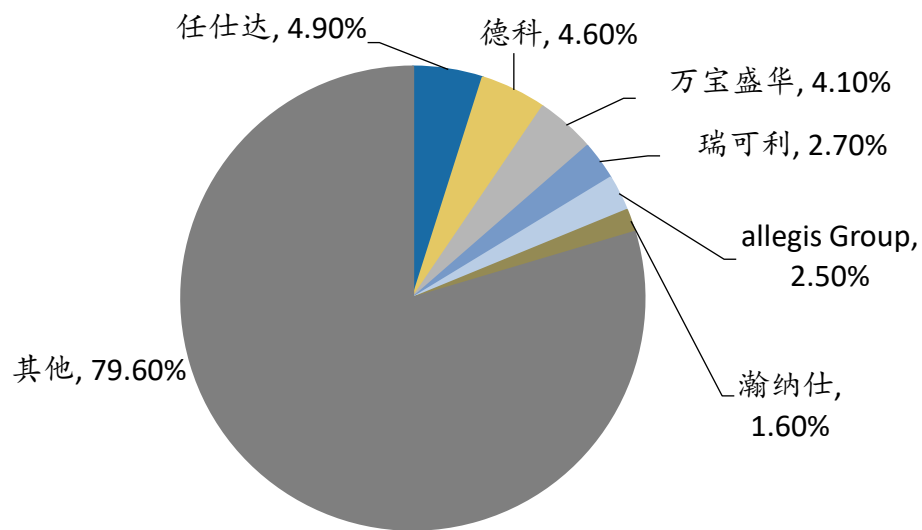
表1. 传统人力资源服务商国内发展情况

企业类别	现状	代表企业	成立年份	区域布局
大型国有人力资源服务企业	发展起步时间早，业务经验丰富，在行业内居于领先地位，具有较强的规模和品牌优势	上海外服	1984	上海/中西部/南方/北方/东部：68%/18%/5%/5%/4%
		北京外企	1979	北方/华东/华南/中西部/境外：37%/42%/17%/3%/0.5%
		中智	1987	—
外资人力资源服务公司	经验丰富，主要提供相对高端的人力资源整合服务。信息化程度较高，服务收费定价相对较高，目标客户群主要为跨国公司等，客户资源分布并不广泛但较为稳定	万宝盛华	1997	欧洲/美国/其他美洲/亚太及中东地区：68%/13%/7%/12% 其中大中华地区：中国内地/台湾/香港+澳门：62%/22%/16%
		任仕达	1960	欧洲/北美/其他国家：70%/19%/11% 国内优势区域：北京/上海/广州/深圳/天津/成都
		德科	1997	欧洲/美国/日本/其他地区：51%/15%/7%/27% 国内优势区域：上海/重庆/浙江/苏州/深圳
民营人力资源服务公司	增长迅速，加剧市场竞争；但竞争实力差异较大。多数主要面向中小型客户提供相对中低端的人力资源单项服务	科锐国际	2005	境内/境外：77%/23%
		人瑞人才	2010	境内/境外：97%/3%； 其中西南地区为优势地区

1.6 人力资源市场集中度低

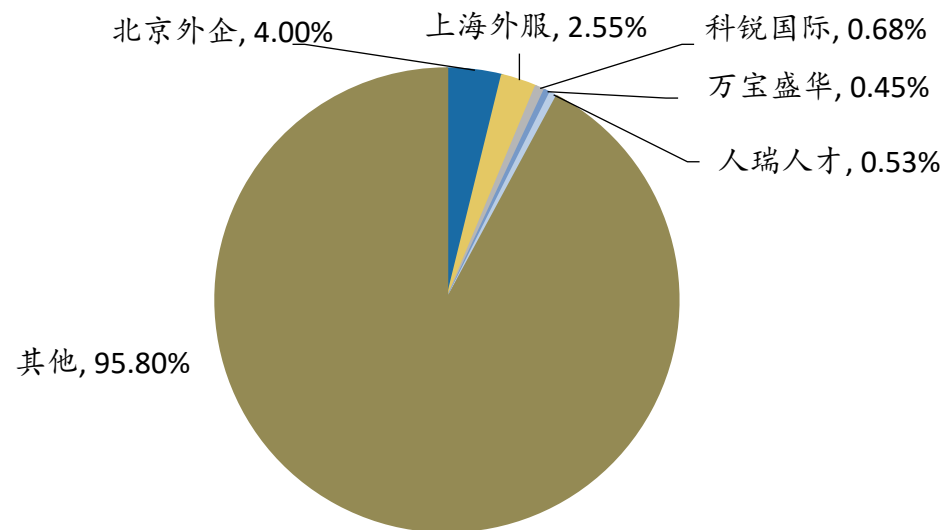
- **全球：**2020年全球人力资源服务行业CR3为任仕达、德科和万宝盛华，其市占率皆不足5%，CR6市占率仅为20%
- **中国：**2021年我国人力资源服务业市场规模超2万亿元，灵活用工市场规模超8000亿元。人力外包行业CR5分别为北京外企、上海外服、科锐国际、人瑞人才、万宝盛华，CR5市占率约8%

图10. 2020年全球人力外包行业CR6市占率20%



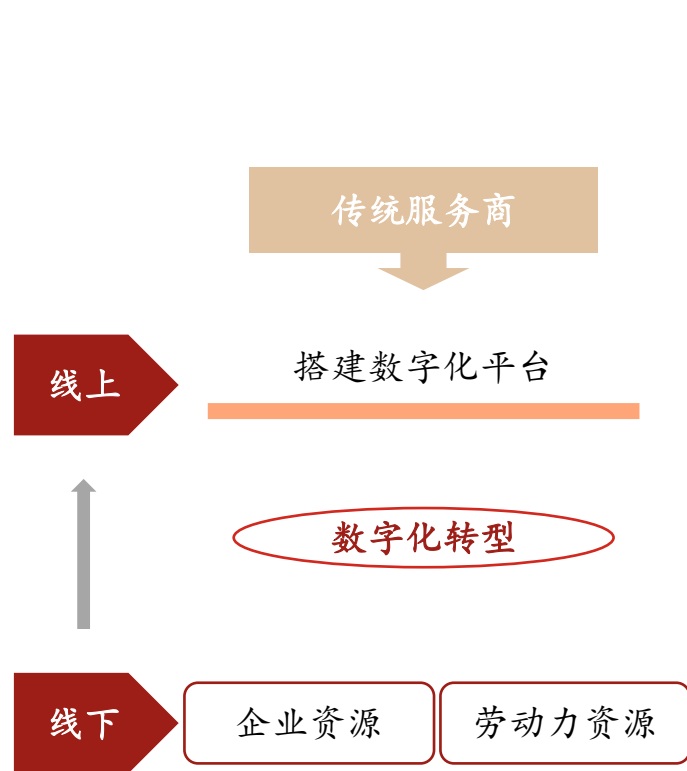
数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图11. 2021年中国人力外包行业CR5市占率8%



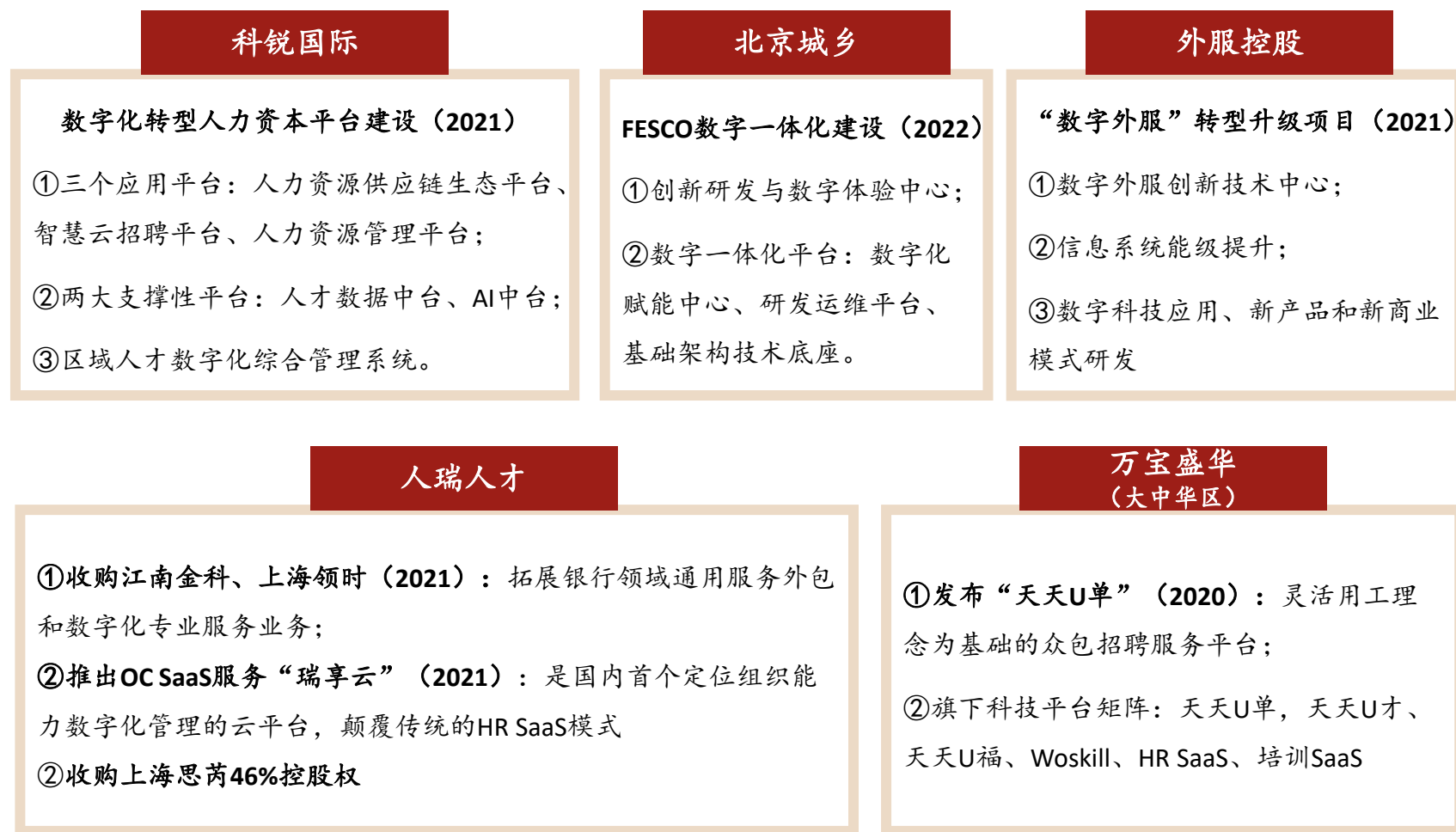
数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图12. 数字化平台聚合线下、线下数据



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图13. 行业龙头发力数字化转型建设（2020~2022）



数据来源：公司公告等，财通证券研究所

- 》 1、人力资源市场：空间大，集中度低
- 》 2、头部公司人力外包业务规模持续扩大
- 》 3、投资建议和风险提示

2.1 主要公司业务构成

图14. 主要公司业务构成

科锐国际	外服控股	北京城乡（收购北京外企）
		
<input checked="" type="checkbox"/> 中高端人才访寻（猎头）	<input checked="" type="checkbox"/> 人事管理服务	<input checked="" type="checkbox"/> 人事管理服务
<input checked="" type="checkbox"/> 招聘流程外包（RPO）	<input checked="" type="checkbox"/> 人才派遣服务 净额法	<ul style="list-style-type: none">基础人事管理劳务派遣服务 净额法
<input checked="" type="checkbox"/> 灵活用工 全额法	<input checked="" type="checkbox"/> 薪酬福利服务 <ul style="list-style-type: none">薪税/健康/福利	<input checked="" type="checkbox"/> 薪酬福利服务 <ul style="list-style-type: none">薪税/健康/福利
<input checked="" type="checkbox"/> 新技术服务（服务平台）	<input checked="" type="checkbox"/> 招聘及灵活用工 <ul style="list-style-type: none">灵活用工 全额法中高端猎头RPO	<input checked="" type="checkbox"/> 业务外包服务 全额法
<input checked="" type="checkbox"/> 其他业务（传统劳务派遣等）	<input checked="" type="checkbox"/> 业务外包服务 全额法 <ul style="list-style-type: none">BPO	<input checked="" type="checkbox"/> 招聘及灵活用工 <ul style="list-style-type: none">灵活用工 全额法中高端猎头RPO

数据来源：财通证券研究所

2.2 收入对比：科锐灵活用工业务占比高，增速快

图15. 科锐国际收入情况（亿元）

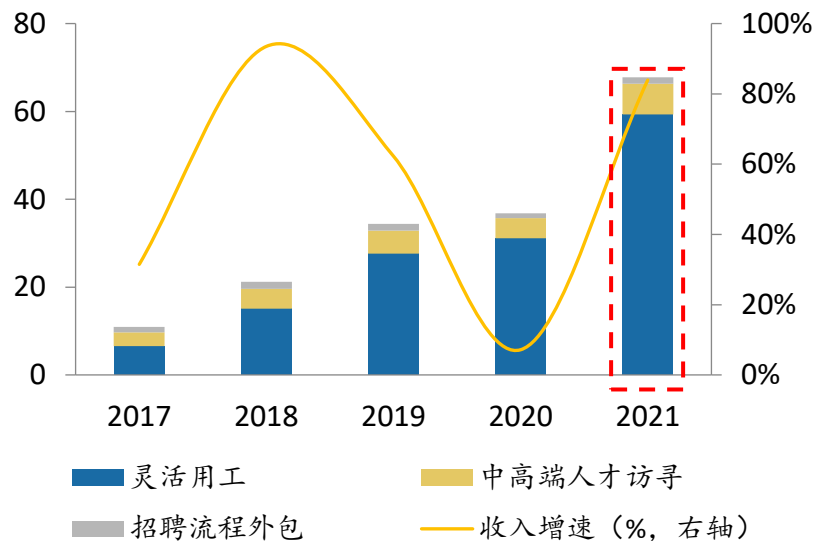


图16. 外服控股收入情况（亿元）

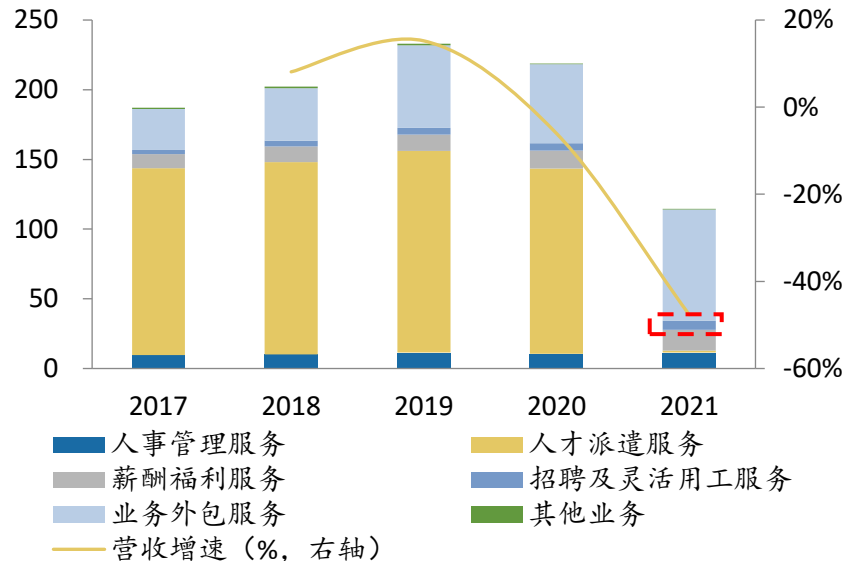


图17. 北京外企收入情况（亿元）

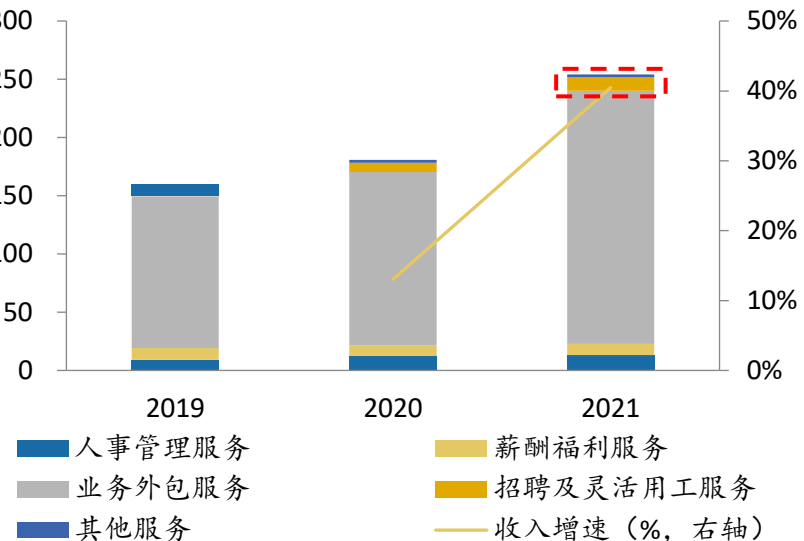


表2. 科锐国际收入情况

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
灵活用工	6.6	15.1	27.7	31.1	59.3
YOY	42%	130%	83%	13%	91%
中高端人才访寻	3.2	4.5	5.2	4.6	7.0
YOY	22%	42%	16%	-12%	52%
招聘流程外包	1.2	1.6	1.5	1.1	1.5
YOY	9%	30%	-5%	-26%	32%
收入合计	11.0	21.2	34.4	36.8	67.8
YOY	31%	94%	62%	7%	84%

表3. 外服控股收入情况

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
人事管理服务	9.7	10.2	11.6	10.7	11.6
YOY		5%	14%	-8%	9%
人才派遣服务	134.0	137.9	144.6	132.8	1.3
YOY		3%	5%	-8%	-99%
薪酬福利服务	10.1	11.3	11.6	12.8	14.9
YOY		11%	3%	10%	16%
招聘及灵活用工服务	3.0	4.0	4.9	5.2	6.4
YOY		35%	22%	7%	23%
业务外包服务	29.2	37.8	59.3	56.7	79.9
YOY		29%	57%	-4%	41%
收入合计	187.1	202.2	232.9	218.8	114.5
YOY		8%	15%	-6%	-48%

表4. 北京外企收入情况

单位：亿元	2019	2020	2021
人事管理服务	9.2	12.5	13.1
YOY		36%	5%
薪酬福利服务	10.2	9.1	9.8
YOY		-10%	7%
业务外包服务	130.0	148.8	217.3
YOY		14%	46%
招聘及灵活用工服务	7.9	8.0	11.4
YOY		1%	44%
其他服务	2.7	2.5	2.4
YOY		-7%	-2%
收入合计	160.0	180.9	254.1
YOY		13%	40%

可比业务

2.3 毛利率对比：收入确认方法不同导致差异

图18. 科锐国际毛利情况

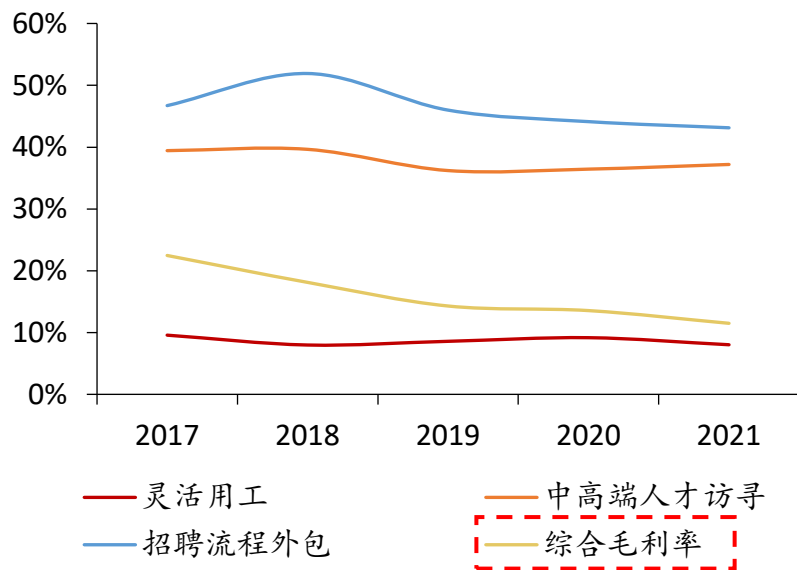


图19. 外服控股毛利情况

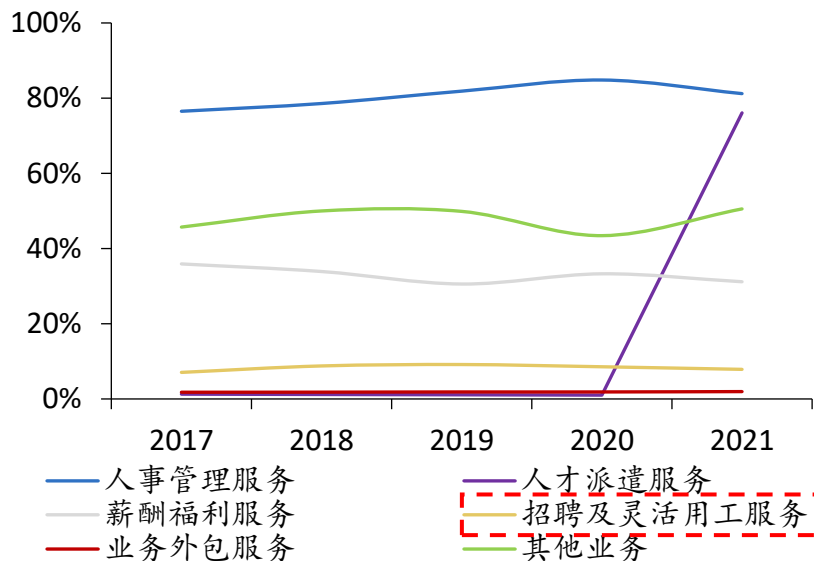


图20. 北京外企毛利情况

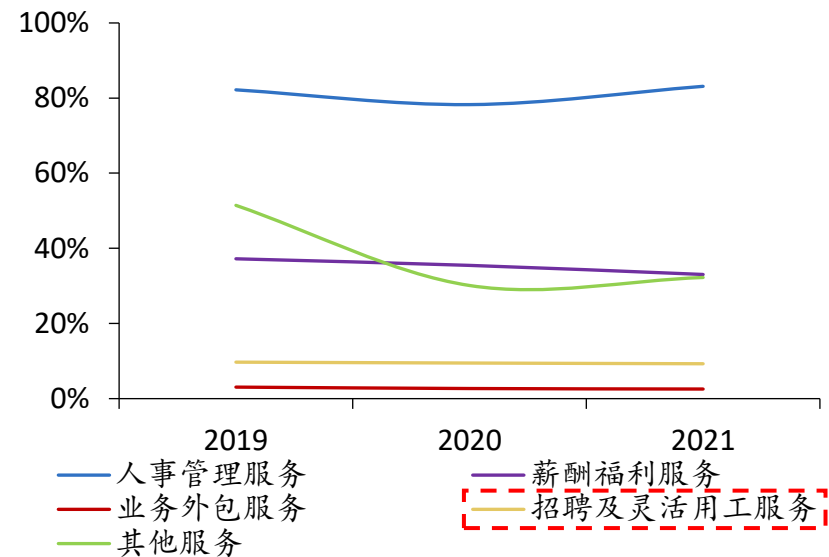


表5. 核心个股毛利率 (2017~2021)

毛利率 (%)	2017	2018	2019	2020	2021
科锐国际——综合	22.5%	18.1%	14.3%	13.6%	11.5%
外服控股——招聘及灵活用工	7.0%	8.8%	9.1%	8.5%	7.9%
北京外企——招聘及灵活用工			9.7%	9.5%	9.3%

可比业务

2.4 毛利对比：灵活用工、业务外包贡献增量

图21. 科锐国际增量毛利（亿元）

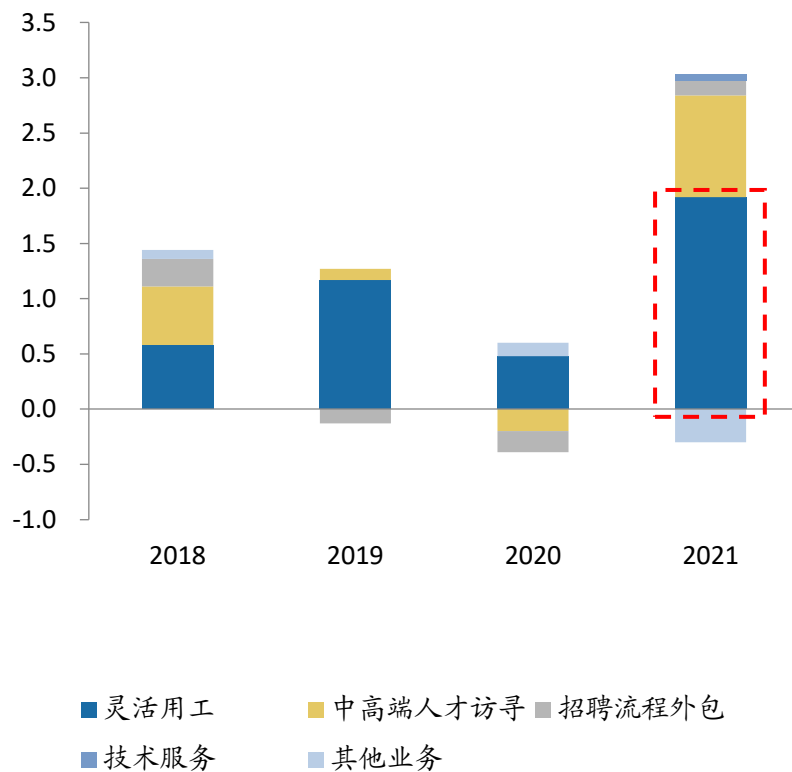


图22. 外服控股增量毛利（亿元）

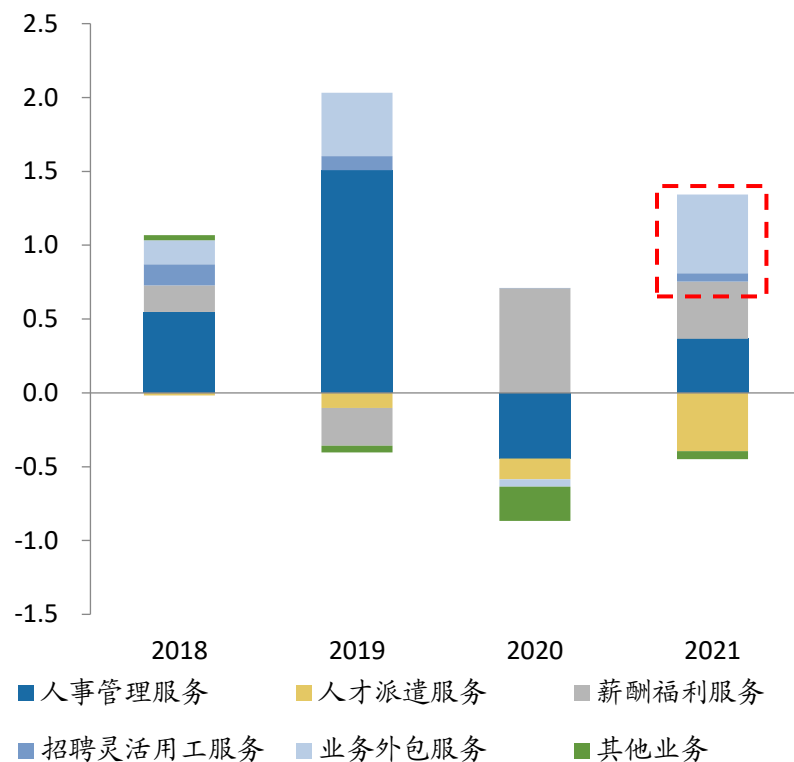
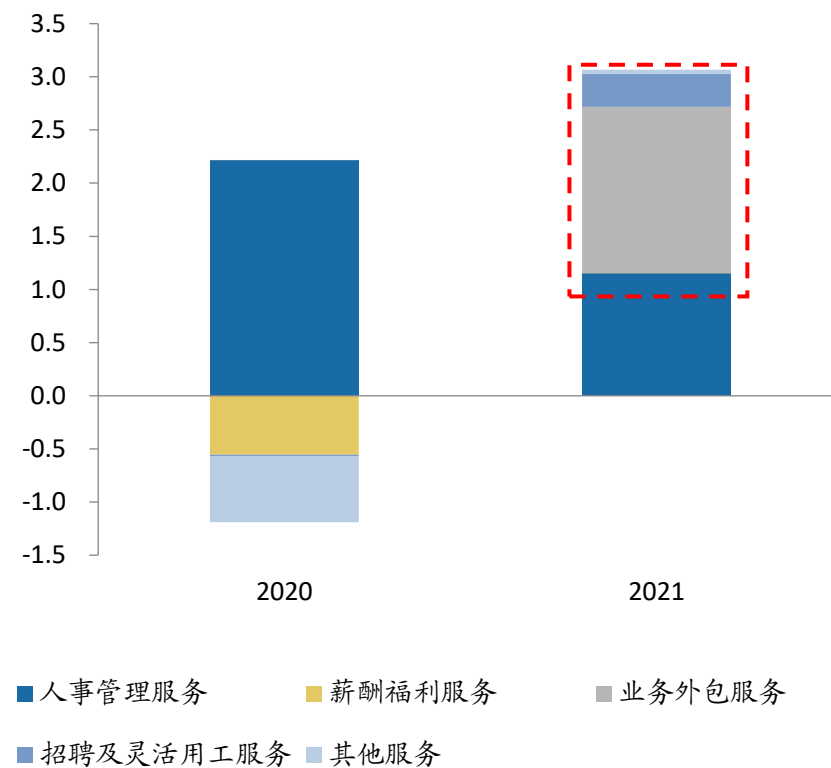


图23. 北京外企增量毛利（亿元）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

2.5 现金流对比：灵活用工业务垫资需求大

图24. 科锐国际现金流情况

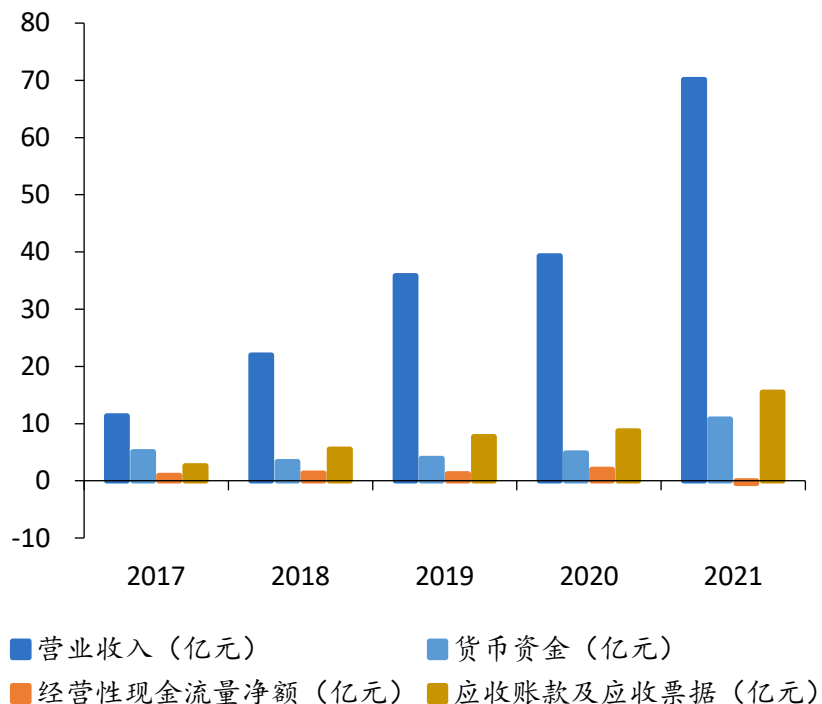


图25. 外服控股现金流情况

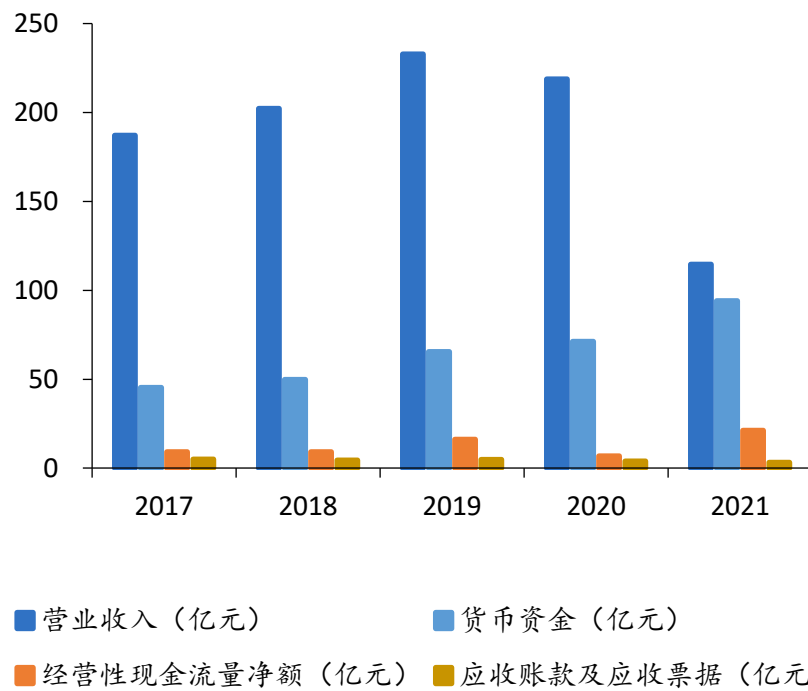
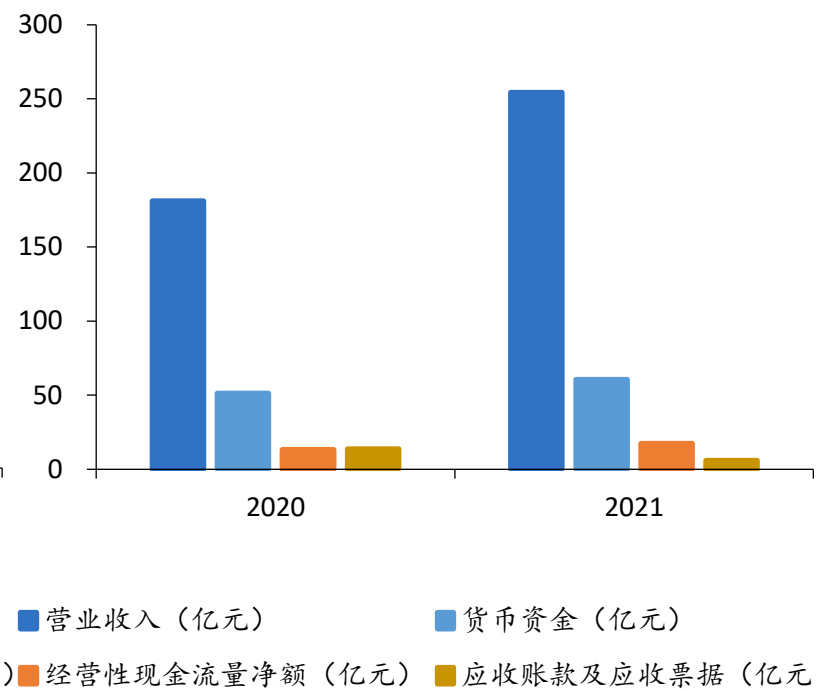


图26. 北京外企现金流情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.6 客户结构：国内客户占比逐步提升

图27. 科锐国际客户结构

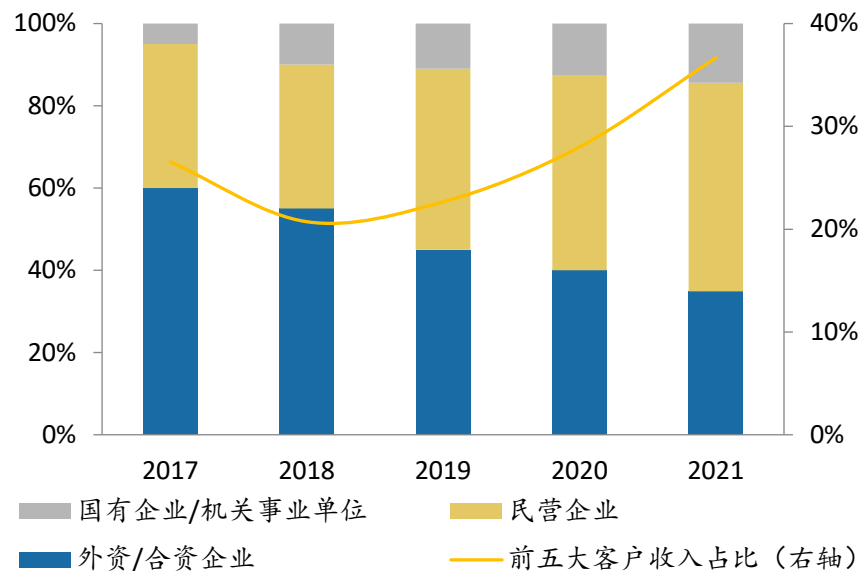


图28. 外服控股客户结构

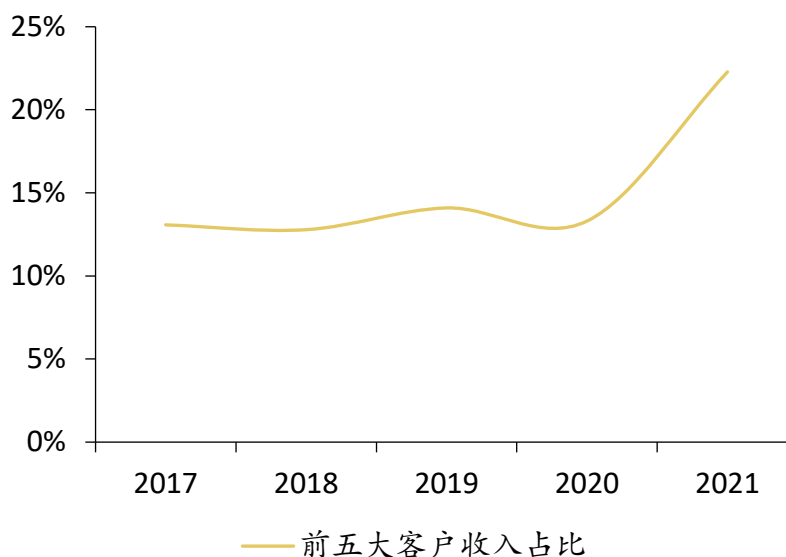
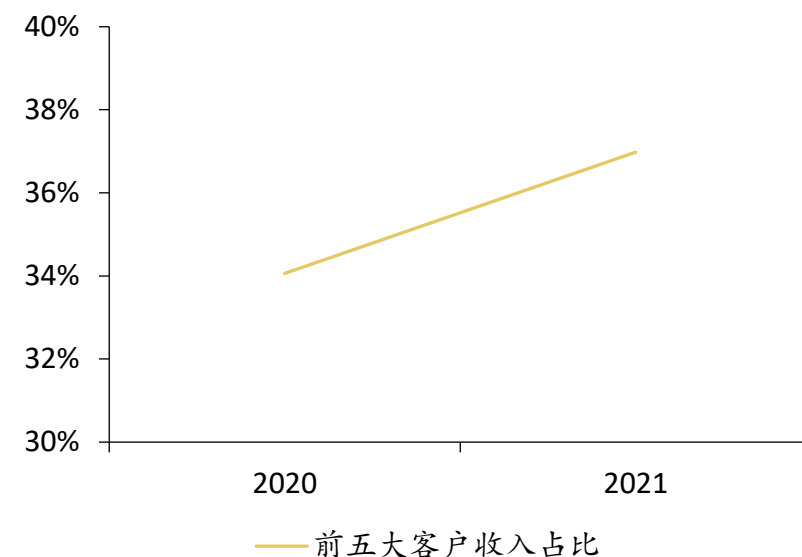


图29. 北京外企客户结构



2020年前5大客户

☑上海浦东发展银行	6.1%
☑延长石油	2.3%
☑健合（中国）	2.0%
☑交通银行	1.5%
☑上海通用汽车	1.5%

2021年前5大客户

☑华为客户组	20.2%
☑贝壳客户组	6.2%
☑飞鹤乳业	4.4%
☑阿里巴巴客户组	4.2%
☑上海禹璨信息	2.1%

2.7 净利润：商业模式导致净利率普遍较低

表6. 核心个股净利润对比（2017~2021）

	2017	2018	2019	2020	2021
科锐国际					
营业收入（亿元）	11.4	22.0	35.9	39.3	70.1
YOY		93.5%	63.2%	9.6%	78.3%
归母净利润（亿元）	0.7	1.2	1.5	1.9	2.5
YOY		58.3%	29.4%	22.4%	35.5%
净利率		5.4%	4.2%	4.7%	3.6%
外服控股					
营业收入（亿元）	187.1	202.2	232.9	218.8	114.5
YOY		8.1%	15.2%	-6.1%	-47.6%
归母净利润（亿元）	4.1	4.5	4.6	4.9	5.3
YOY		8.3%	4.3%	6.1%	7.7%
净利率			2.0%	2.3%	4.6%
北京外企					
营业收入（亿元）				181.0	254.2
YOY					40.5%
归母净利润（亿元）				5.8	6.2
YOY					6.9%
净利率				3.2%	2.4%

2.8 人力资源企业收购估值

- **收购估值（PE）位于17x-20x：**上海外服（外服控股）于2021年登陆资本市场，北京外企（北京城乡）尚处于收购流程中，收购承诺第一年净利润分别为3.8、4.6亿元，对应PE估值分别为17.8x、19.7x。

表7. 上海外服、北京外企收购估值

上海外服				
收购对价	68.08亿元			
	2021	2022	2023	2024
业绩承诺净利润	3.8	4.4	5.0	-
PE	17.8	15.5	13.5	-
北京外企				
收购对价	89.46亿元			
	2022	2023	2024	2025
业绩承诺净利润	4.6	5.2	5.9	6.6
PE	19.7	17.2	15.1	13.5

数据来源：Wind, 财通证券研究所

- 》 1、人力资源市场：空间大，集中度低
- 》 2、头部公司人力外包业务规模持续扩大
- 》 3、投资建议和风险提示

- **投资建议：**经济增速换挡期就业压力加大，同时为规避新冠疫情等“黑天鹅”事件导致的用工风险，人力外包等就业方式的重要性凸显，灵活用工、业务外包市场持续扩大。我国人力资源市场集中度较低，建议关注长期服务头部客户，并通过数字平台建设触达腰、尾部客户的科锐国际（300622.SZ）、外服控股（600662.SH）、北京城乡（600861.SH）。

表8. 核心个股盈利预测（截至2022年6月2日）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
科锐国际	101	51.06	2.53	3.23	4.28	5.45	39.80	31.12	23.51	18.45
外服控股	142	6.20	5.32	5.69	6.68	7.96	26.63	24.90	21.20	17.80
北京城乡	64	20.22	-0.64	7.40	8.74	10.20	-100.80	8.66	7.33	6.28

数据来源：Wind一致预期, 财通证券研究所

- **市场竞争激烈风险：**目前我国人力资源行业集中度低，各企业为扩大市场可能采取价格战形式，将影响相关公司盈利能力。
- **疫情超预期风险：**2022年以来部分地区疫情较为严峻，灵活用工业务集中在一线城市，若疫情蔓延导致外包员工无法入职，将影响相关公司收入规模。
- **政策监管趋严：**我国相关用工政策还在不断完善中，若行业政策加强对用工单位的监管，可能影响相关公司的业务开展。

分析师承诺

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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。