

之间广阔, 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

投资要点



- 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

起步探索阶段

(1978-1991年)

改革开放——>

1.统包统配的人力资源配置制度开始打破,企业开始实行劳动合同制+国有企业下岗职工

2.外资进入中国

初步形成阶段

(1992-2000年)

中共十四大:劳动力作为社会主义市场经济核心生产要素

人事部提出"两个调整"思路, 确立了人才市场化配置方向

1997: 万宝盛华大中华区成立.

进入中国香港、台湾市场

体系完善阶段

(2001-2010年)

1.中国加入WTO——>国外人力资源服务机构加速进入中国市场

2.劳动部门和人事部门所属服务 机构体制改革——>为市场发展 创造良好环境

创新升级阶段

(2011-2019年)

1.人口红利消失,老龄化严重——> 人才竞争激烈,人力资源服务需求提升

2.产业结构调整,新业态形成

3.制定法规政策提速, 政府管理转向政 策制定

快速成长阶段

(2020年-今)

经济压力下政府支持灵活就业 发展, 拓宽灵活用工发展渠道

1984: 全国人才交流咨询中心

1981:北京市友谊商业服务总公司外事服务公司(北京外企)

1984: 上海对外服务有限公司

1987: 中国国际技术智力合作

公司

1989: 中国对外工作行业协会

中国境内中外合资人才服务机构从2003年30家,到2009年160家

民营企业:

2005: 科锐国际

2010: 人瑞人才

人力资源服务机构由2013年2.8万家攀升至2019年3.96万家

2020年人力资源服务机构4.58 万家

1982:《关于劳动服务公司若干问题的意见》

1989:《关于劳动服务公司发展和建设中若干问题的意见》

1990: 《职业介绍暂行规定》

1993: 通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,首次明确提出劳动力市场的概念

1994:《加快培育和发展我国人才市场的意见》

1995: 《职业介绍规定》

1996: 人才市场管理暂行规定

2002: 《境外就业中介管理规定》

2003: 《中外合资人才中介机构

管理暂行规定》

2003: 《关于进一步加强人才工

作的决定》

2007: 《关于加快发展服务业的

若干意见》

2007: 《就业促进法》

2012年:《服务业发展"十二五"规

2013年:《关于加快推进人力资源市场整合的意见》

2017年:《人力资源服务业发展行动

计划》

2018年:《人力资源市场暂行条例》

2021年:《北京市促进人力资

源市场发展办法》

数据来源: 财通证券研究所整理

京& 主线

成立企业

1.2 人力资源服务业务区分



图 2. 人力资源服务业务区分

人事代理服务

企业把内部的人力资源职能(例如员工入职离职、在职人事管理、社保公积金代缴、福利工资代发等程序性职能)外包

人力资源外包

劳务派遣服务 周期长

灵活用工服务

岗位外包/周期短/项目制

业务外包服务业务外包

猎头

人资公司派遣员工到实际用工单位工作,日常工作由客户进行安排和管理

针对客户临时性、季节性、不定时性、项目性等岗位用人需求,人力资源服务机构设计专业解决方案

客户将非核心或不擅长的业务委托给人资机构,人资机构自行组织人员完成业务,含流程支持类/财务/政务/呼叫中心等

人才获取

招聘流程外包

企业将内部招聘的整个或部分流程外包给人力资源服务机构 来完成

校园招聘

用工单位与员工 签订劳动合同

人资公司与员工

签订劳动合同

数据来源: 财通证券研究所整理

2 1 7 7 7 1 1 1

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

盈利模式 收费模式 劳务派遣服务 按月/按人收费 灵活用工服务 合理的服务费率 项目收费 业务外包服务 按人按月收费 人事代理服务 服务费 人员月工资*N 中高端猎头 招聘流程外包 服务费率 项目收费

结算模式 支付员工工资 工资+服务费 付款通知 客户确认 无误 公司开票 邮寄

见票付款

收入确认

全额确认

收入:工资成本+服

务费

成本: 工资成本+服

务成本

收入↑ 毛利率↓

净额确认

收入:服务费

成本:服务成本

收入 1 毛利率 1

1.4 多因素助推人力外包市场快速发展

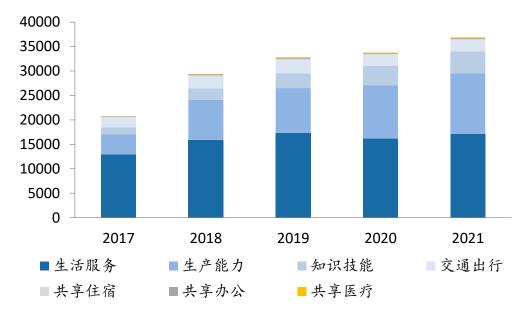


■ 产业结构变革激发人力外包市场发展

- ▶ 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%

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

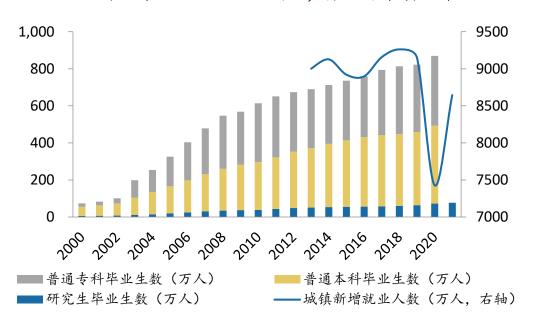
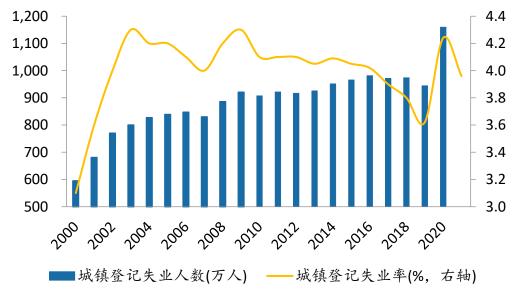


图7. 疫情下失业率走高



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

数据来源:世界银行,财通证券研究所

- ▶ 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

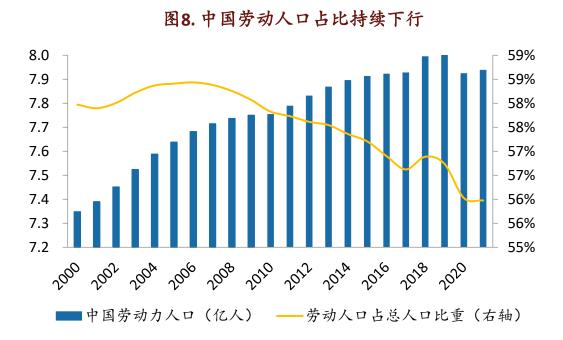


图9. 我国平均工资 120,000 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 2015 2016 2017 ■平均工资(元/人)

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

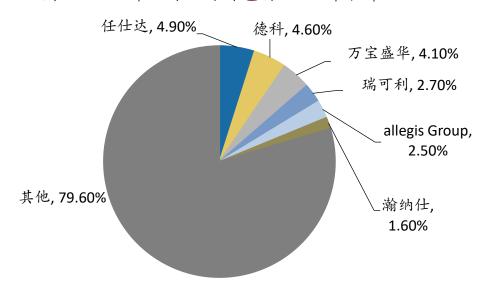
企业类别	现状	代表企业	成立年份	区域布局
1 叫同七 1 占次证明为人 1	发展起步时间早,业务经验丰富,在行业内居于领先_ 地位,具有较强的规模和品牌优势	上海外服	1984	上海/中西部/南方/北方/东部: 68%/18%/5%/5%/4%
大型国有人刀贞源服务企业		北京外企	1979	北方/华东/华南/中西部/境外: 37%/42%/17%/3%/0.5%
		中智	1987	_
外资人力资源服务公司	经验丰富, 主要提供相对高端的人力资源整合服务。	万宝盛华	1997	欧洲/美国/其他美洲/亚太及中东地区: 68%/13%/7%/12%其中大中华地区: 中国内地/台湾/香港+澳门: 62%/22%/16%
	信息化程度较高,服务收费定价相对较高,目标客户一群主要为跨国公司等,客户资源分布并不广泛但较为稳定	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
		科锐国际	2005	境内/境外: 77%/23%
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	人瑞人才	2010	境内/境外: 97%/3%; 其中西南地区为优势地区 10

1.6 人力资源市场集中度低



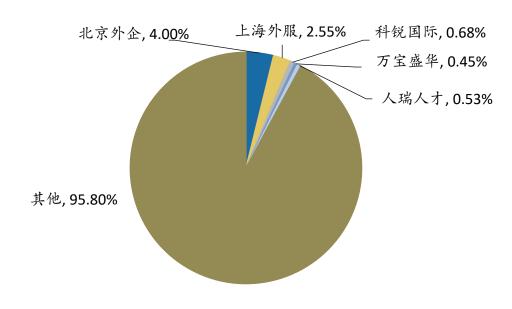
- 全球: 2020年全球人力资源服务行业CR3为任仕达、德科和万宝盛华,其市占率皆不足5%, CR6市占率仅为20%
- 中国: 2021年我国人力资源服务业市场规模超2万亿元,灵活用工市场规模超8000亿元。人力外包行业CR5分别为北京外企、上海外服、科锐国际、人瑞人才、万宝盛华, CR5市占率约8%

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

1.7 跑马圈地:头部客户充分服务,技术平台触达腰、尾部客户



图12. 数字化平台聚合线下、线下数据

图13. 行业龙头发力数字化转型建设(2020~2022)

传统服务商

线上 搭建数字化平台

数字化转型

线下

企业资源

劳动力资源

数据来源:艾瑞咨询,财通证券研究所

科锐国际

数字化转型人力资本平台建设(2021)

- ①三个应用平台:人力资源供应链生态平台、智慧云招聘平台、人力资源管理平台;
- ②两大支撑性平台:人才数据中台、AI中台;
- ③区域人才数字化综合管理系统。

北京城乡

FESCO数字一体化建设(2022)

- ①创新研发与数字体验中心:
- ②数字一体化平台:数字化 赋能中心、研发运维平台、 基础架构技术底座。

外服控股

"数字外服"转型升级项目(2021)

- ①数字外服创新技术中心;
- ②信息系统能级提升;
- ③数字科技应用、新产品和新商业 模式研发

人瑞人才

- ①收购江南金科、上海领时(2021): 拓展银行领域通用服务外包和数字化专业服务业务:
- ②推出OC SaaS服务"瑞享云"(2021):是国内首个定位组织能力数字化管理的云平台,颠覆传统的HR SaaS模式
- ②收购上海思芮46%控股权

万宝盛华 (大中华区)

- ①发布"天天U单"(2020): 灵活用工理 念为基础的众包招聘服务平台;
- ②旗下科技平台矩阵:天天U单,天天U才、 天天U福、Woskill、HR SaaS、培训SaaS

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



科锐国际

CAREER
INTERNATIONAL
科 锐 国 际

☑中高端人才访寻(猎头)

☑招聘流程外包 (RPO)

☑灵活用工 全额法

☑新技术服务(服务平台)

☑其他业务(传统劳务派遣等)

数据来源: 财通证券研究所

图14. 主要公司业务构成

外服控股

FSG

上海外服

☑人事管理服务

☑人才派遣服务 净额法

☑薪酬福利服务

• 薪税/健康/福利

☑招聘及灵活用工

- 灵活用工 全额法
- 中高端猎头
- RPO

☑业务外包服务 全额法

• BPO

北京城乡(收购北京外企)

FESCO

北京外企人力资源服务有限公司

☑人事管理服务

- 基础人事管理
- 劳务派遣服务 净额法

☑薪酬福利服务

• 薪税/健康/福利

☑业务外包服务

全额法

☑招聘及灵活用工

- 灵活用工 全额法
- 中高端猎头
- RPO

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)

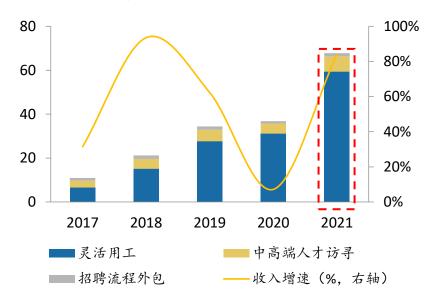


表2. 科锐国际收入情况

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%

____ 可比业务

数据来源: Wind, 财通证券研究所

图16. 外服控股收入情况(亿元)

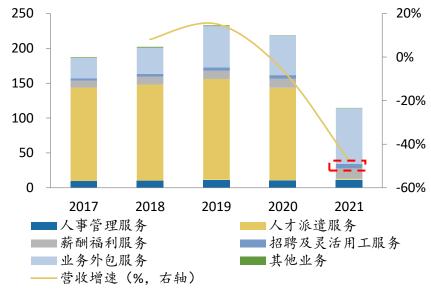


表3. 外服控股收入情况

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%

图17. 北京外企收入情况(亿元)

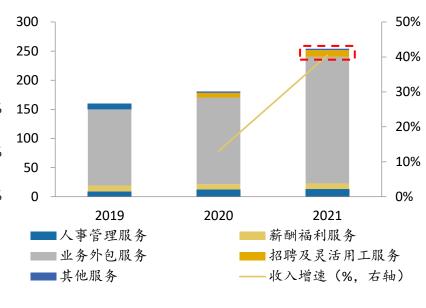


表4. 北京外企收入情况

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%

2.3 毛利率对比: 收入确认方法不同导致差异



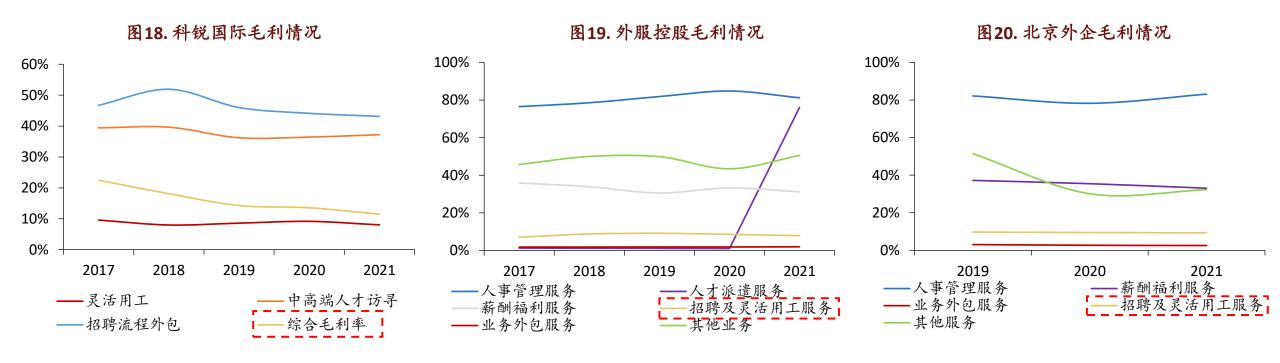


表5. 核心个股毛利率(2017~2021)

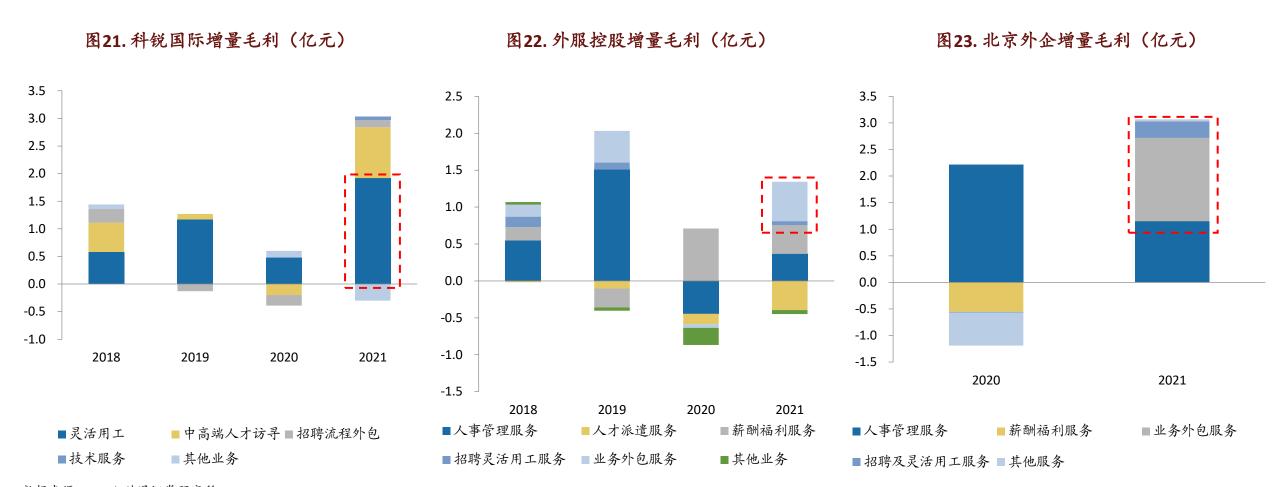
毛利率(%)	2017	2018	2019	2020	2021
科锐国际——综合	22.5%	18.1%	14.3%	13.6%	11.5%
外服控股——招聘及灵活用工	7.0%	8.8%	9.1%	8.5%	7.9%
北京外企——招聘及灵活用工			9.7%	9.5%	9.3%



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.4 毛利对比:灵活用工、业务外包贡献增量

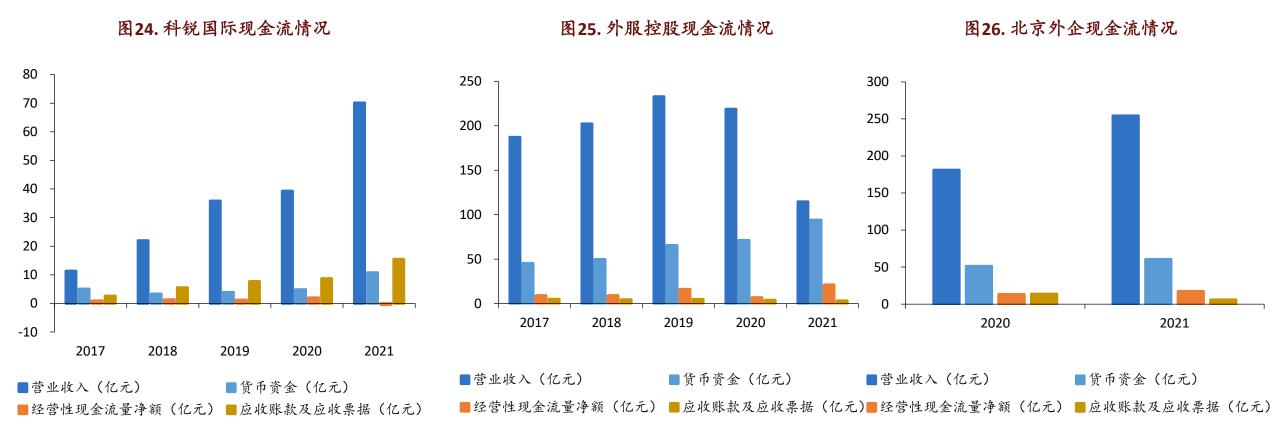




数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.5 现金流对比:灵活用工业务垫资需求大

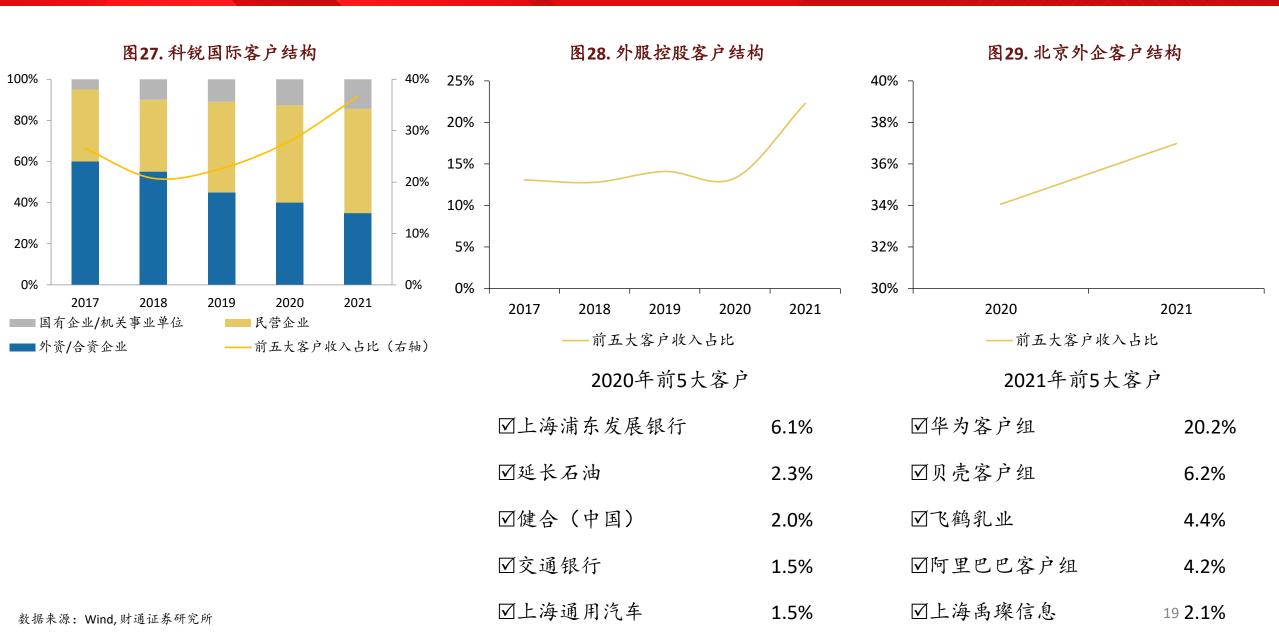




数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.6 客户结构: 国内客户占比逐步提升





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

3.1 投资建议



■ 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)

ハヨ	总市值	收盘价	归母净利润 (亿元)				PE			
公司	(亿元)	(元/股)	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

3.2 风险提示



- 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。

信息披露



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。