

海外人力资源服务行业研究：激流勇进 历久弥新

2019年06月19日

【投资要点】

- ◆ 目前中国在新兴市场人力资源行业正处于初级阶段，发展较快，国际龙头公司都在积极布局，但目前行业体量和占比都还较低。2018年全球人力资源服务企业前三名德科、任仕达和万宝盛华的市占率约为17%。按照地域来划分，美国、日本和欧洲人力资源行业发展较早，占全球人服行业营收的70%以上。因而研究全球人服企业龙头对于我国人服行业投资具有积极意义。
- ◆ 人力资源市场是一个极其分散的市场，存在很大的整合空间。纵观国际上的大型人力资源服务企业，在发展壮大的过程中都涉及大量并购。总体来讲，人力资源服务企业的并购主要围绕四点：1) 全球扩张 2) 加强高端人才招聘业务（由低端向高端拓展）3) 加强技术研发 4) 发展职业咨询以及转职服务。收购方式多为现金收购，灵活用工业务现金流稳定，企业的经营现金流加上日常的信贷规模就可以满足并购带来的资金需求。在整合效果方面，总体来说，收购后被收购方可以依靠巨头的大量的客户资源的补充实现业绩的增长，但依然难逃行业大环境的影响。
- ◆ 目前三大巨头人均产出水平大致相当。拉长时间轴，单产提升需要较为漫长的时间，且有一定的瓶颈。以德科集团为例，2003-2018长达16年的时间里，人均产出提升了约10万欧元。且从2015年起，公司的人均产出较为平稳，为69万欧元左右。而根据任仕达编制的人均绩效考核指数显示，2015-2018年人均毛利润指数为110-130之间（2007年为基年）徘徊，并没有出现上行趋势。从业人员经验资源、外延并购、加强信息化建设是促进单产提升的重要因素。
- ◆ 研究欧美和日本的灵活用工发展史，我们发现灵活用工均萌芽于经济衰退期，而灵活用工作为一种新型的用工方式，后期的健康发展都离不开一系列政策的规范。当前欧美和日本灵活用工进入成熟期，渗透率较为稳定，龙头公司派出人员工时鲜有增长，收入增长主要来自费率提升。费率主要取决于招聘及交付能力、工种的专业性、岗位的灵活性等。
- ◆ 我国灵活用工前身是劳务派遣，近年来劳务派遣受政策限制，灵活用工承接需求外溢，2012-2017年复合增速30%。今年两会期间，国家明确提出对多元就业形式进行扶持，我国龙头灵活用工企业具有多年的服务大客户的经验，合规性强，我们认为规范化的灵活用工业务会得到政策层面的有效推动。目前我国灵活用工行业渗透率较低，且竞争格局分散，渗透率和集中度提升是中短期的成长逻辑。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

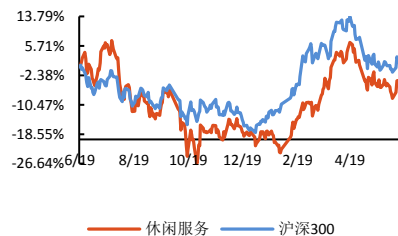
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：徐晴

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《拥抱核心资产，关注确定性和估值修复》

2019.06.05

《剖析子行业动因，寻找抗周期玩家》

2018.12.05

【配置建议】

- ◆ 我们认为科锐国际作为 A 股唯一人力资源上市公司，标的稀缺，行业赛道良好，内生和外延均有强劲的发展势头，老客户复购率 75%，兼具成长性和确定性。我们预计公司 2019/2020/2021 年实现收入分别为 34.08/42.47/47.65 亿元，实现归母净利润分别为 1.59/2.11/2.38 亿元，EPS 分别为 0.89/1.17/1.32 元，对应 P/E 分别为 41/31/27，维持“买入”评级。

【风险提示】

- ◆ 行业竞争加剧;
- ◆ 行业政策变动;
- ◆ 人才流失。

正文目录

1. 市场集中度低，横纵整合成就国际巨头	5
1.1. 国内人服行业 CR5 不足 5%，整合空间极大	5
1.2. 国际巨头整合之路	6
1.3. 巨头人均产出大致相当，单产提升是一个漫长的过程	11
1.4. 新兴市场增速相对较快，但占比仍偏低	12
2. 细分行业	14
2.1. 灵活用工：海外市场趋于成熟，法律政策推动行业健康发展	14
2.2. 中高端人才访寻：弹性更大，壁垒更低	21
3. 投资建议：我国灵活用工正值风口期 龙头企业腾飞	23
3.1. 朝阳行业高速发展 政策扶持利好龙头企业	23
3.2. 我国灵活用工行业：成长风口期，承接劳务派遣外溢	24
3.3. A 股标的：科锐国际	25

图表目录

图表 1: 全球人力资源市场分布	5
图表 2: 全球人力资源服务行业 CR3 为 17%	5
图表 3: 全球人力资源市场分布	6
图表 4: 全球人力资源服务行业 CR3 为 17%	6
图表 5: 四大人力资源企业的商誉以及总资产（单位：任仕达和德科为百万英镑，万宝盛华为百万美元，Recruit 为亿日元）	6
图表 6: 德科集团并购历程	7
图表 7: 任仕达集团并购历程	8
图表 8: 任仕达重要收购标的一览	8
图表 9: 万宝盛华海外扩张及收购时间轴	9
图表 10: 2011-2018 年德科、任仕达、万宝盛华重要商誉减值	10
图表 11: Right Management 转职服务具有逆周期性	11
图表 12: Jefferson Wells 金融危机期间利润表现	11
图表 13: 三大巨头人均产出（单位：百万）	11
图表 14: 三大巨头人均贡献毛利（单位：万）	11
图表 15: 德科人均产出（单位：万欧元）	12
图表 16: 任仕达人均绩效指数（GP/FTE 为人均毛利）	12
图表 17: 德科 2007-2018 年各地区收入占比	13
图表 18: 2018 年任仕达各地区收入占比	13
图表 19: 万宝盛华新兴市场工时占比已达 43%	14
图表 20: 万宝盛华各地区营业利润率水平	14
图表 21: 2017 年全球人力资源市场分布	14
图表 22: 德科集团各业务收入占比	14
图表 23: 各国 2017 年灵活用工渗透率	15
图表 24: 部分发达国家灵活用工行业收入 YOY	15

图表 25: 德科集团各地区灵活用工业务增长情况.....	15
图表 26: 德国灵活用工政策放松前后任仕达德国区收入情况 (单位: 百万欧元)	16
图表 27: 欧盟区灵活用工工时 YOY 与 GDPYOY	17
图表 28: 欧盟区灵活用工工时 YOY 与失业率 YOY	17
图表 29: 日本灵活用工相关政策梳理.....	17
图表 30: 日本灵活用工行业发展历程.....	18
图表 31: 各国 2017 年灵活用工渗透率.....	19
图表 32: 各国 2017 年灵活用工渗透率.....	19
图表 33: 各国 2017 年灵活用工渗透率.....	20
图表 34: 美国灵活用工行业分布.....	20
图表 35: 近半数派遣用工认为灵活用工有助于找到全职工作.....	20
图表 36: 三大巨头 2018 年毛利率对比.....	21
图表 37: 光辉国际收入增速与 GDP 增速.....	22
图表 38: 光辉国际收购史.....	22
图表 39: 任仕达各类职位分布.....	23
图表 40: 灵活用工收入和猎头业务收入增速.....	23
图表 41: 猎头和灵活用工业务候选人数量.....	23
图表 42: 人力资源行业规模 (单位: 十亿元人民币)	24
图表 43: 人力资源解决方案市场规模 (单位: 十亿元人民币)	24
图表 44: 灵活用工收入 (单位: 亿元) 以及占比.....	26
图表 45: 科锐国际人均创收 (单位: 万元)	26

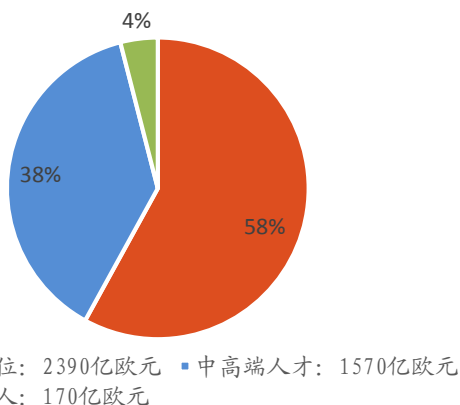
1. 市场集中度低，纵横整合成就国际巨头

1.1. 国内人服行业 CR5 不足 5%，整合空间极大

根据人力资源服务企业巨头之一任仕达的年度报告，2018 年全球人力资源服务行业规模约 4130 亿欧元，增速趋稳（10%以下），其中针对通用型基础岗位和中高端专业型人才岗位的招聘市场占据了 96%的市场份额，针对 C-Level 的顶级岗位由于人才的稀缺性仅占整个人服市场的 4%。大部分的人力资源企业都围绕着通用型和中高端人才的招聘活动进行竞争，主要的细分业态有灵活用工、招聘流程外包（RPO）以及中高端人才访寻，统称人力资源解决方案。

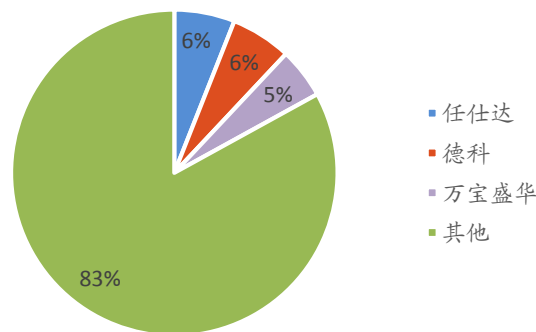
人力资源服务行业集中度较低，按照收入规模排名，2018 年全球人力资源服务企业前三名德科、任仕达和万宝盛华的市占率约为 17%。按照地域来划分，美国、日本和欧洲人力资源行业发展较早，占全球人服行业营收的 70%以上。

图表 1：全球人力资源市场分布



资料来源：任仕达2018年报，东方财富证券研究所

图表 2：全球人力资源服务行业 CR3 为 17%

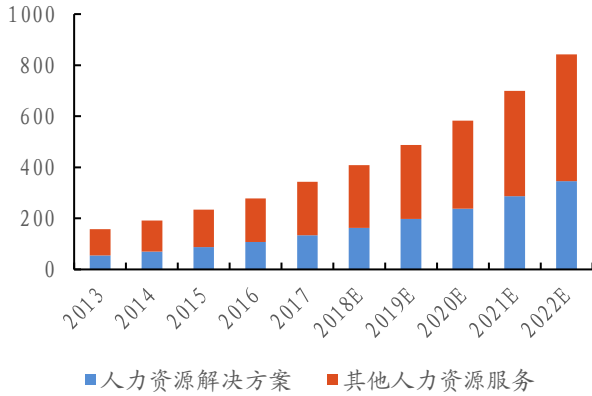


资料来源：任仕达2018年报，东方财富证券研究所

我国人力资源服务企业发展较晚，成立于 1979 年的北京外企人力资源服务公司（FESCO）为我国成立的第一家人力资源服务机构，最初主要服务于外资企业的驻华办事处。20 世纪 90 年代初期，我国人力资源服务市场逐渐向民营企业开放，孕育了一批优秀的民营人服企业（如：科锐国际）。2001 年，我国加入 WTO 为人力资源服务企业的快速发展提供了契机，大量外资进入中国带来了大量的人力资源服务需求，国际人服企业巨头纷纷进入中国市场，我国本土企业依靠灵活的报价和运营机制，在学习老牌外资人服企业的先进管理经验的同时也与他们展开激烈的竞争。

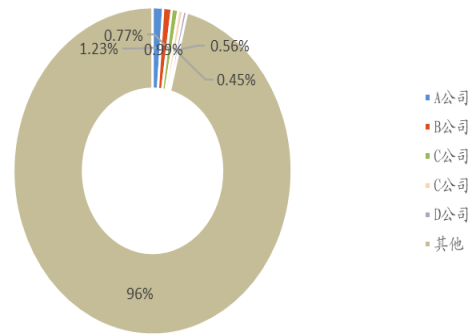
目前，根据灼识咨询的相关数据，2017 年大陆人力资源市场规模为 3434 亿元人民币，2013-2017 年复合增速 21.4%，其中人力资源解决方案市场占比约 40%，2013-2017 复合增速 24.7%，成长速度远高于国际整体水平。竞争格局来看，我国的人力资源市场更加分散，根据灼识咨询调研，中国大陆人力资源解决方案市场 CR5 仅为 4%，第一名的企业市占率仅仅超过 1%，无明显的巨头产生，市场集中度远低于国际市场的竞争格局，还有很大的提升空间。

图表 3: 全球人力资源市场分布



资料来源: 灼识咨询, 东方财富证券研究所

图表 4: 全球人力资源服务行业 CR3 为 17%

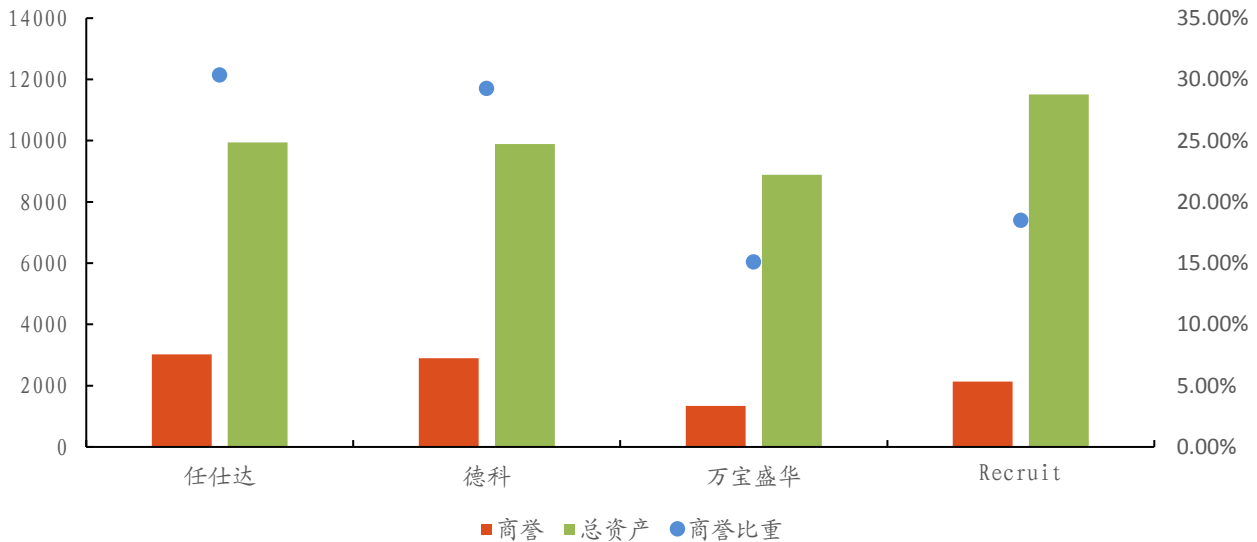


资料来源: 灼识咨询, 东方财富证券研究所

1.2. 国际巨头整合之路

前文提到, 人力资源市场是一个极其分散的市场, 存在很大的整合空间。纵观国际上的大型人力资源服务企业, 在发展壮大的过程中都涉及到大量的收购和并购, 旗下多品牌运营是如今人服龙头企业的常态。国际三大巨头德科、任仕达、万宝盛华的商誉占总资产的比重分别为 29.3%、30.4%、15.1%。研究三大龙头的的并购历史, 我们发现三家企业的并购侧重点各有不同:

图表 5: 四大人力资源企业的商誉以及总资产 (单位: 任仕达和德科为百万英镑, 万宝盛华为百万美元, Recruit 为亿日元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

德科: 在《2018HRRoot 全球人力资源服务机构 50 强榜单与白皮书》上, 德科集团 (The Adecco Group) 以 266.81 亿美元的营收位居榜单第一位, 总部位于瑞士, 目前仍有 2/3 左右的营业收入来自于欧洲地区。德科集团的并购特点可概括为: 早期注重自身业务在全球范围内的攻城略地, 中期注重补充业务短板。德科集团本身就是两大巨头合并的产物: 1996 年, 欧洲两大人力资源企

业 Adia 与 Ecco 合并成为德科集团。Adia 和 Ecco 均为欧洲本土的人力资源服务企业，总部分别位于瑞士和法国，主业为中低端岗位的灵活用工以及全职员工招聘，合并之前 Adia 就已经在欧洲其他国家以及北美部分地区展开了一幅壮丽的收购画卷：20 世纪 70-80 年代期间，Adia 在全球范围内收购了 85 家人力资源企业。1996-2004 年，收购进一步围绕海外扩张展开，如 1997 年收购美国 IT 外包企业使其在美国的外包人力业务处于领先地位；2004 年收购印度人力服务公司开拓新兴市场。2005 年以后的收购多侧重于补充业务短板：中高端人才访寻。产业结构升级致使专业型人才需求激增，2005-2012 年德科集团对法国、德国、英国以及日本的一些侧重于中高端专业人才访寻的标的进行了一系列的收购，使公司的增长点从由低端职位招聘单轮驱动转变为低端职位和中高端职位并驾齐驱的双轮驱动。2012 年至今，公司的收并购步伐有所放慢，主要目的为产业链扩充，重要的并购标的主要围绕转职服务，实现候选人职业周期的更加全面的覆盖。

图表 6：德科集团并购历程



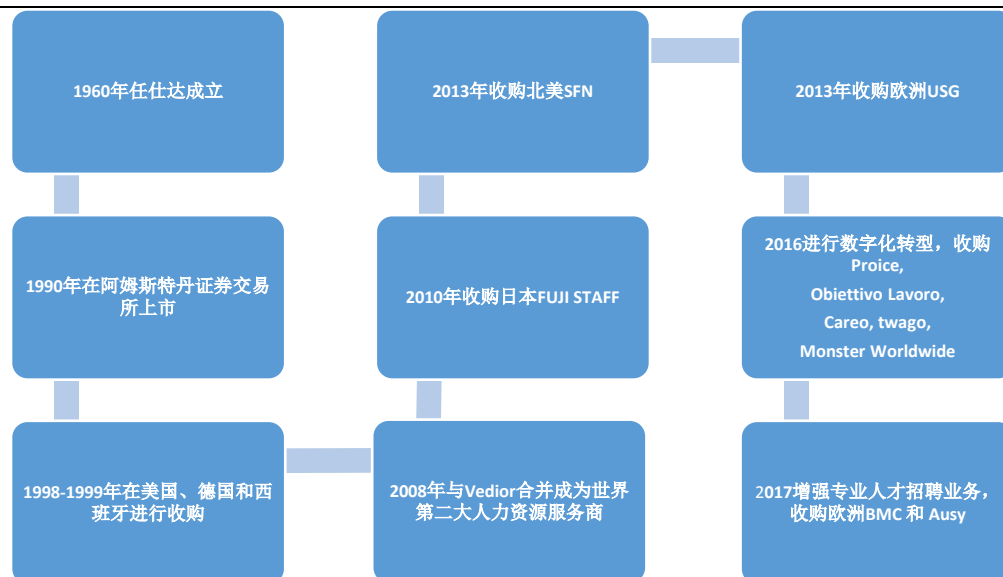
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

任仕达：任仕达是仅次于德科集团的第二大人力资源服务企业，总部位于荷兰阿姆斯特丹，成立于 1960 年。公司于 1990 年在阿姆斯特丹交易所上市，公司由灵活用工起家，目前业务分为四大版块：1）一般人员招聘（Staffing）：专门为企业招聘蓝领和白领级别的员工，并提供薪酬管理和培训等服务；2）内部驻场服务（Inhouse services，人力部门外包）：有专门的招聘顾问为客户提供现场服务，量身定制 人员招聘流程及管理方案，为企业大量候选人；3）中高端专业人士招聘（Professionals）：从各行各业中为跨国公司、咨询公司、政府和中小企业挑选和招聘中高层职位人员，如主管、经理、专业人士、临时专家和顾问；4）全球业务（Global businesses）：2017 年新设的部门，由原来的人力资源解决方案（HR Solutions）改制而成，为客户提供一系列服务，如数字平台上的工作定位和简历咨询服务、管理服务外包（MSP）、招聘流程外包（RPO）和职业转型服务（Outplacement）。

回顾任仕达的收购整合历程，公司早期的并购路线和德科大致相同，即全球区域扩张：1998-1999 年，在美国、德国和西班牙进行了一些小规模收购，

为日后快速国际化扩张埋下伏笔。2008 年与当时全球第四大人力资源服务商 Vedior 合并,一跃成为全球第二大人力资源服务企业,同时也减弱公司对于荷兰地区的依赖,后在 2010 年和 2011 年分别收购日本 FUJI STAFF 和美国 SFN 公司进一步提升在亚洲和北美的市场份额,国际业务在这一期间得到翻倍增长。中期的并购思路同样围绕业务扩张,但重点和德科有所不同,除了强化中高端专业人才招聘以及转职服务外,任仕达格外注意线上技术的加强,意图通过收购来完成公司的数字化转型。2016 年,公司收购 Proice、Obiettivo Lavoro、Careo、twago 和 Monster Worldwide,其中 Monster 是当时在线人力资源龙头企业,2007 年其招聘收入占北美线上招聘市场近 50%的市场份额。与任仕达相比,Monster 具有技术优势,可以引导任仕达进行企业变革,同时任仕达也可以极大的扩充自己的候选人数据库,利用 Monster 的大数据技术对候选人和企业进行更加精准的匹配,将公司的全球化网络与 Monster 的移动交付能力相结合,为客户创造更大的价值。

图表 7: 任仕达集团并购历程



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

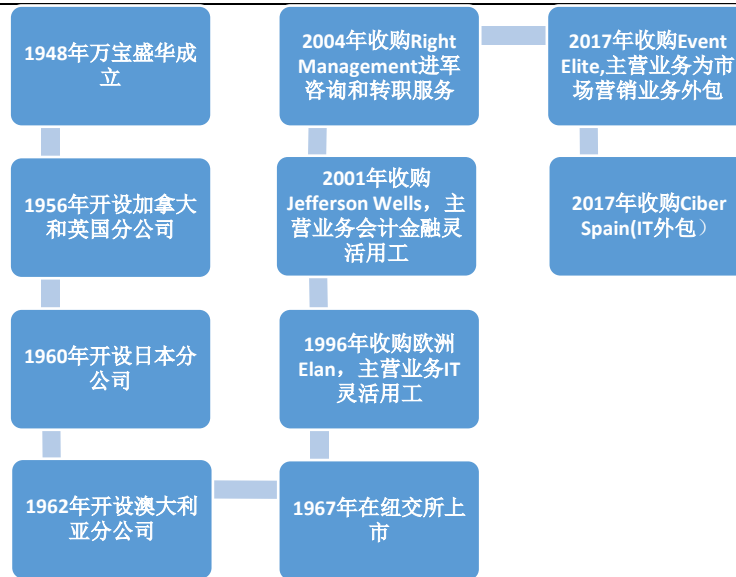
图表 8: 任仕达重要收购标的一览

时间	收购标的	收购目的	收购对价 (百万美元)	收购比例	标的主要业务	标的所在地
2008/5/16	Vedior	区域扩张	5907.64	100%	一般人员和专业人士的灵活用工服务	荷兰
2010/10/20	Fujistaff	区域扩张	235.14	100%	人员招聘、职业介绍和外包服务	日本
2011/9/2	SFN Group	区域扩张	715.93	100%	一般人员和专业人士的灵活用工服务	美国
2015/9/24	RiseSmart	业务扩展	100	100%	职业转型服务	美国
2016/2/4	Proffice	区域扩张	203.18	100%	一般人员和专业人士的招聘服务	瑞典
2016/11/1	Monster Worldwide	业务扩展	355.1	100%	线上招聘	美国

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

万宝盛华: 万宝盛华成立于 1948 年, 在三大巨头中历史最为悠久, 总部位于美国。万宝盛华同样是做灵活用工起家, 是美国甚至全球的灵活用工业务的拓荒者。通过特许经营的模式在美国当地初具规模后, 万宝盛华同样准备进行全球扩张, 与德科和任仕达不同的是, 万宝盛华的全球扩张手段为开设分公司而非收购并购, 因为 20 世纪 50 年代短工业务在欧洲正处于萌芽阶段, 各类灵活用工公司还处于初创期, 体量较小, 通过并购很难实现快速的资源扩充。从 1956 年开始, 万宝盛华陆续在加拿大、英国、法国、日本等国开设分公司。由于公司具有先发优势, 在行业发展初期具有品牌和规模的壁垒, 开立跨国公司进展非常顺利, 继续在全球范围内保持着领先的地位, 公司于 1962 年在纽交所上市。此后, 由于创始人步入老年, 注意力有所转移, 更热心于社会活动和业余爱好, 公司的扩张步伐在很长一段时间里都较为缓慢, 公司的业务规模开始被一些同业竞争对手反超。新领导上任后, 将公司的发展重心放在技术研发, 自主开发了人才需求预测、人才测评、人才培养等一系列的软件和系统。20 世纪 90 年代后, 公司利用技术优势, 厚积薄发, 在收入规模上实现飞速追赶。公司频繁的并购发生在 2000 年以后, 发力高端路线, 收购 Elan (IT 人才)、Jefferson Wells (金融会计人才) 等专业型人才招聘公司, 2004 年收购 Right Management 进入咨询和转职服务, 思路和德科集团大致相同。

图表 9: 万宝盛华海外扩张及收购时间轴



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

总体来讲, 人力资源服务企业的并购主要围绕四点: 1) 全球扩张 2) 加强高端人才招聘业务 (由低端向高端拓展) 3) 加强技术研发 4) 发展职业咨询以及转职服务。收购方式多为现金收购, 灵活用工业务现金流稳定, 企业的经营现金流加上日常的信贷规模就可以满足并购带来的资金需求。在整合效果方面, 总体来说, 收购后被收购方可以依靠巨头的大量的客户资源的补充实现业绩的增长, 但依然难逃行业大环境的影响。行业大环境的影响主要包括劳动法规或政策变动、细分行业景气度下降等等, 因而人服企业均试图通过地域分散和全行业覆盖来降低风险。三大巨头近十年都有商誉减值发生, 多数是由于超出预期的政策变动和经济环境恶化, 比较大额的商誉减值情况及原因如下:

德科集团于 2015 年计提 7.4 亿欧元巨额商誉减值损失。减值原因除欧洲宏观经济疲软削弱招聘需求外，更重要的原因为 2015 年德国《集体劳工协议》为规范灵活用工行业提出，要求派遣人员入职 9 个月以上必须与企业长期正式员工享有同等待遇且必须成为企业的正式员工如果服务期超过 18 个月。这一提议间接提升了灵活用工的成本，为该行业特别是工资较低的中低端岗位人才派遣的短期需求带来一定的负面影响。

任仕达于 2018 财年对 2016 年收购的 Monster Worldwide 计提商誉减值 7800 万欧元。Monster 曾是在线招聘行业的龙头企业，但后遭到社交属性求职平台领英的强力竞争，单一的在线招聘平台公司营收和利润开始下滑。任仕达收购 Monster 之时，Monster 已是日薄西山，收入呈下滑趋势，任仕达对于收购 Monster 后的短期目标为在收入下滑的情况下通过削减成本和税收来提升整体的盈利水平，中期到长期通过两者的深度整合重组推出全新的商业模块从而实现 Monster 收入和竞争力的回升，但收购后 Monster 连续收入双位数下滑的表现依然超出管理层预期，降低公司盈利能力。

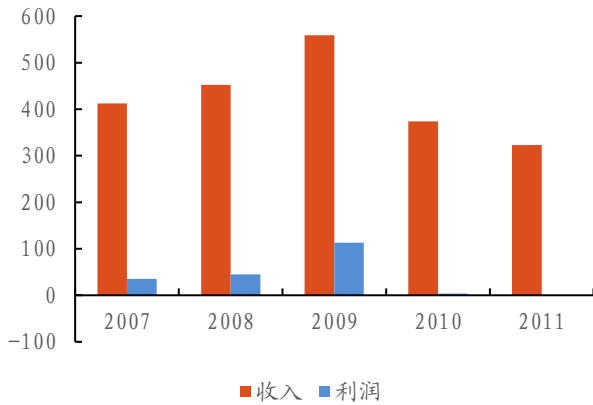
万宝盛华较为大额的商誉减值损失发生在 2009 和 2010 年。公司于 2004 年收购 Right Management 公司发展转职业务，转职服务主要是为服务于再就业人员，具有较强的逆周期性。美国金融危机期间企业大量裁员，再就业需求较大，Right Management 2007-2009 年收入加速上升，2010 年经济开始进入复苏期，就业形势转好，转职服务需求减弱。2010 年利润仅 350 万，2011 年转为亏损。公司收购的 Jefferson Wells 主要从事金融专业人才的全职招聘和项目外包，受金融危机影响，公司在 2007-2010 年均陷入亏损。公司 2009 年计提商誉减值后 Jefferson Wells 仍有 5500 万美元商誉未减值，2010 年起，Jefferson Wells 并入公司美国业务板块，不再单独列示收入和利润，后随经济企稳，金融行业复苏，暂未再次减值。

图表 10: 2011-2018 年德科、任仕达、万宝盛华重要商誉减值

时间	公司	商誉减值金额	减值标的	减值原因
2015	德科	7.4 亿欧元	一系列德国标的	德国集体劳动协议变动
2017	任仕达	7800 万欧元	Monster Worldwide	Monster 竞争力下降，收入下滑
2010	万宝盛华	4.28 亿美元	Right Management 和 Jefferson Wells	金融危机爆发导致金融行业低迷、大规模裁员后转职服务需求骤减。
2009	万宝盛华	6100 万美元	Jefferson Wells	金融危机爆发金融行业低迷

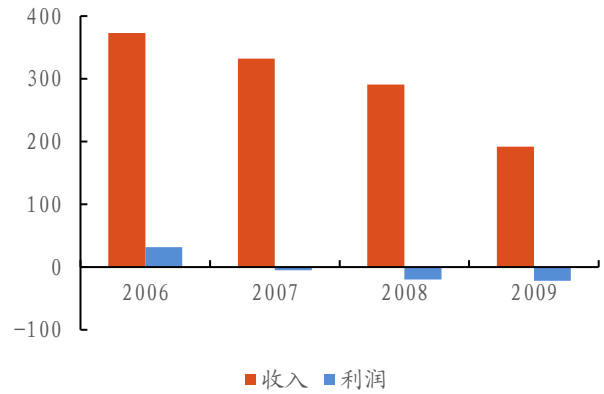
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: Right Management 转职服务具有逆周期性



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: Jefferson Wells 金融危机期间利润表现



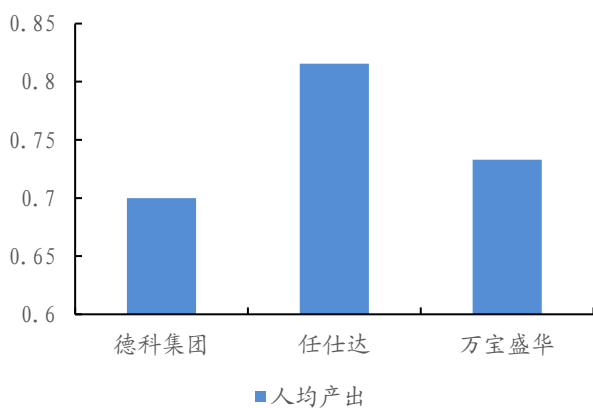
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.3. 巨头人均产出大致相当, 单产提升是一个漫长的过程

人力资源服务企业的扩张除了来自外延并购以外, 内生增长也是尤为重要的。人力资源企业最重要的资产就是顾问, 因而顾问的人均产出是行业内非常重视的指标之一。在企业招聘人数没有大幅增加的情况下, 提升顾问的人均产出是保证内生增长的重要条件。

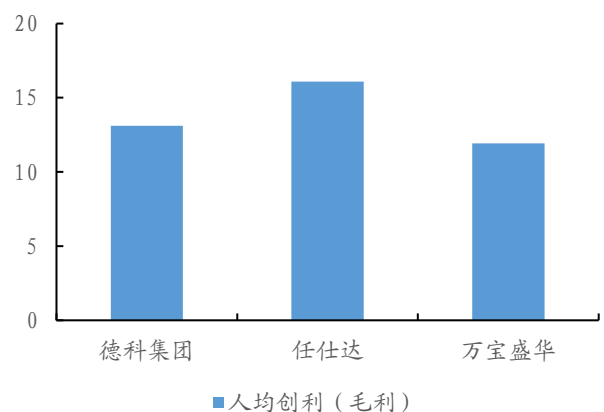
根据三大巨头 2018 年年报计算, 目前万宝盛华、任仕达、德科的顾问人均产出水平大致相当, 分别为 73 万美元、81 万欧元、70 万欧元; 人均毛利分别为 13 万欧元、16 万欧元、11 万欧元。

图表 13: 三大巨头人均产出 (单位: 百万)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

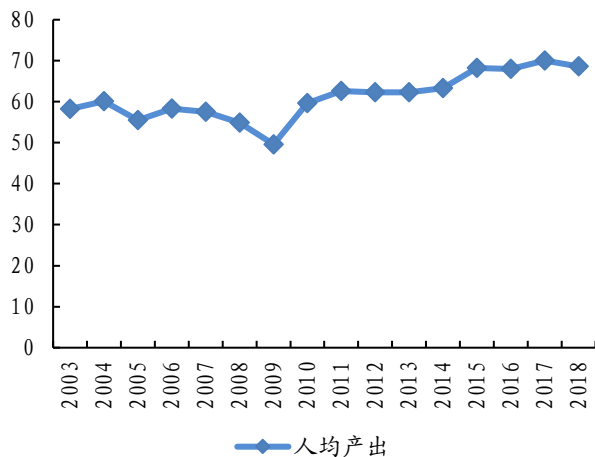
图表 14: 三大巨头人均贡献毛利 (单位: 万)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

拉长时间轴, 单产提升需要较为漫长的时间, 且有一定的瓶颈。以德科集团为例, 2003-2018 长达 16 年的时间里, 人均产出提升了约 10 万欧元。且从 2015 年起, 公司的人均产出较为平稳, 为 69 万欧元左右。而根据任仕达编制的人均绩效考核指数显示, 2015-2018 年人均毛利润指数为 110-130 之间(2007 年为基年)徘徊, 并没有出现上行趋势。

图表 15: 德科人均产出 (单位: 万欧元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 任仕达人均绩效指数(GP/FTE 为人均毛利)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

随着顾问的专业素养和客户资源的不断提升,人均产出会随之提高。除此之外,并购潮也为人力起源服务企业的人均产出提升提供了契机,企业并购可以较快速的提升客户资源的打通,企业整合客户资源后,搜寻潜在客户的时间成本降低,顾问人均产出得以提高。近年来,欧美人服企业的并购步伐放缓,因而人均绩效的提升有所放缓。目前,人服企业将加强信息技术作为公司的战略发展方向。

加强信息技术可以从两个方面提升顾问的人均产出: 1) 触及更多的长尾客户。初期人力资源服务企业多为在各地设立办事处进行线下交付,大型企业因为招聘需求量较大成为人力资源服务企业竞相争夺的宝贵资源,中小企业由于需求体量较小因而在人服企业眼中显得不是很“划算”。但随着中小企业的不断兴起以及大客户业务增长趋于平稳,中小企业人力资源服务成为一片广阔的蓝海。建立线上平台可以以更小的成本和更高的效率去触及更多的中小企业,人服企业的主营业务便是招聘,因而他们自身就拥有一些公司内部使用的如简历筛选、薪酬管理等 SaaS 软件,可以从打包出售 SaaS 系统开始逐渐的渗透至中小企业的业务流程中,为提供线下服务打下基础。2) 利用大数据技术为候选人和企业进行更精确的匹配。大数据技术的应用可以节省公司的人才搜寻成本,同时实现更精确的匹配。3) 信息化技术可以优化公司的办公流程,运用 SaaS 软件提升顾问的工作效率。

目前海内外的人力资源服务企业都在加快自身的数字化进程,数字化已经渗透到主营业务的方方面面。三大巨头中万宝盛华对数字化技术的关注较早,注重对数字技术产品的自主研发。先后自主开发了一系列软件,用于人才测评、招聘景气度预测、人才培养、招聘流程管理等场景。任仕达收购 Monster 之后也在进行技术层面的整合,丰富数据库以及完善测评系统。德科在 2018 年收购了线上专业人才招聘平台 VETTRY,并设立了自由职业者求职平台 YOSS,运用大数据技术匹配自由职业者与企业短期职业需求。

1.4. 新兴市场增速相对较快,但占比仍偏低

受人服行业发展阶段以及宏观经济等因素的影响,全球各地区人力资源服

务行业的增速出现分化，新兴市场人服行业增速快于欧美人力资源服务市场。当前，欧美市场依然是三大巨头的主要市场，新兴市场仅占比10%左右。

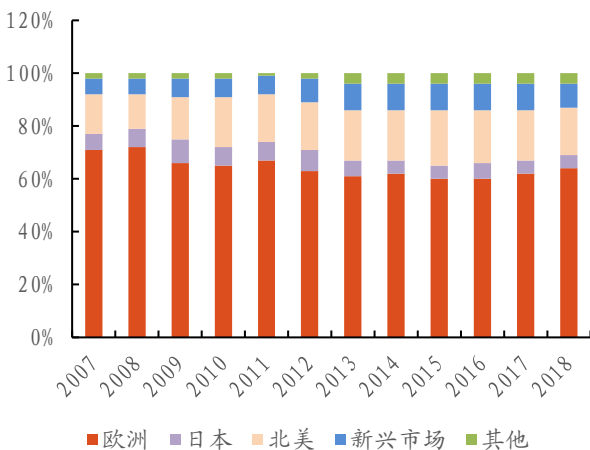
欧洲市场整体增速比较缓慢，2012-2013 欧洲经济危机下业务收入出现下滑，目前逐渐企稳，恢复到正增长，但德国由于制造业衰退情况依然不乐观，任仕达 Q1 德国收入出现双位数下滑。法国为欧洲地区的最大市场，2018 年德科/任仕达/万宝盛华法国收入占比分别为 24%/16%/26%，根据德科财报，法国地区 2018 年人力资源行业增速为 3%，且竞争格局集中，三大巨头在法国人力资源市场的总市场份额超过 50%，均取得超过行业整体水平的增速。

万宝盛华新兴市场收入占比略高于其他两家公司，2018 年，万宝盛华美洲/南欧/北欧/亚太及中东的收入占比分别为 19.1%/43.0%/24.6%/13.3%；德科集团欧洲/北美/日本/新兴市场的收入占比分别为 64%/18%/5%/9%（中国业务主要为合资公司外企德科贡献，公司持股 49%，收入不并表）；任仕达欧洲/北美/其他地区（日本、中国、澳新、拉美为主要地区）收入占比分别为 70%/17%/8.2%。新兴市场收入占比逐渐提高，以德科为例，新兴市场收入占比由 2007 年的 6% 提升至 2018 年 9%。

总体来说，三大巨头新兴市场的收入增速快于欧美成熟市场。德科集团欧洲 2013-2018 年收入复合增速为 5.1%，新兴市场业务 2013-2018 年复合增速为 19.5%，但 2017、2018 年新兴市场业务收入增速放缓，不变汇率下分别为 5% 和 4%，或与本地化不足制约其发展有关；万宝盛华 2013-2018 亚太及中欧地区收入复合增速为，且 2018 年略有加速，同比增长 13.3%，不变汇率下增长 9.7%；任仕达 2017、2018 年新兴市场收入有机增速分别为 10%、12%，远高于总体有机增长率水平（8%、4%）。新兴市场增速较快主要来自宏观经济增速表现较好以及灵活用工渗透率提高。

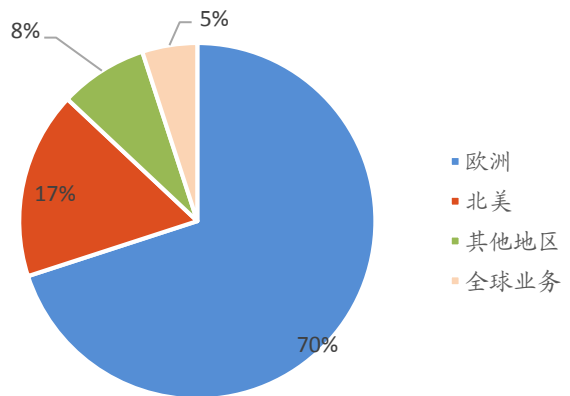
新兴市场目前收入占比较低，一定程度上因为工资水平较低。根据万宝盛华数据，新兴市场工时占比已经达到 43%，且营业利润率有上升趋势，增长来源于毛利率的提升和费用控制良好；其他地区受宏观经济低迷和 IT 行业需求减弱影响，毛利率略有下降。

图表 17：德科 2007-2018 年各地区收入占比



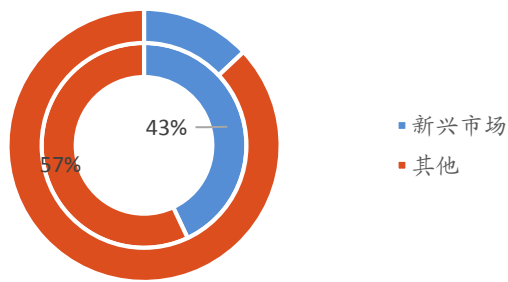
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 18：2018 年任仕达各地区收入占比



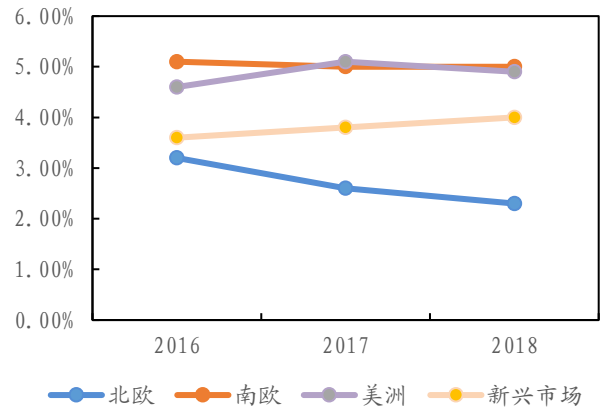
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19: 万宝盛华新兴市场工时占比已达 43%



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 万宝盛华各地区营业利润率水平



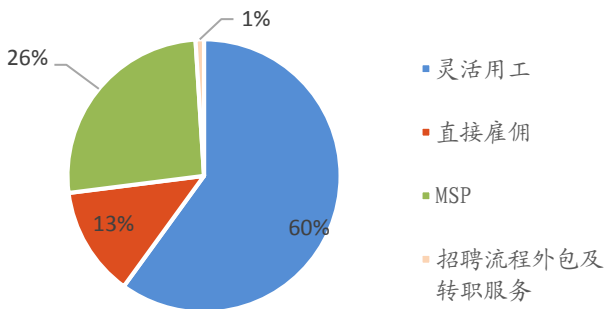
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 细分行业

2.1. 灵活用工: 海外市场趋于成熟, 法律政策推动行业健康发展

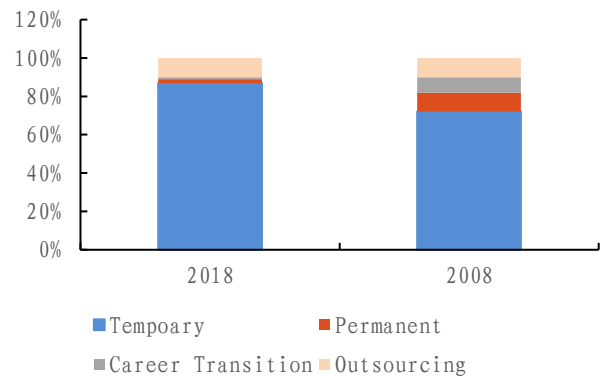
灵活用工是人力资源服务市场的重要组成部分, 根据 WEC 报告, 2017 年全球人力资源服务市场中, 灵活用工贡献了 60% 的行业收入, 是人力资源服务行业中份额最大的子行业。德科、任仕达、万宝盛华均以灵活用工业务起家, 以德科为例, 2018 年德科灵活用工业务的收入占比高达 87%, 与 2008 年相比占比明显提升, 当前经济形势下企业对于灵活性的要求使得劳动力需求发生结构性的变化, 灵活用工的接受度在逐渐提高。

图表 21: 2017 年全球人力资源市场分布



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 22: 德科集团各业务收入占比



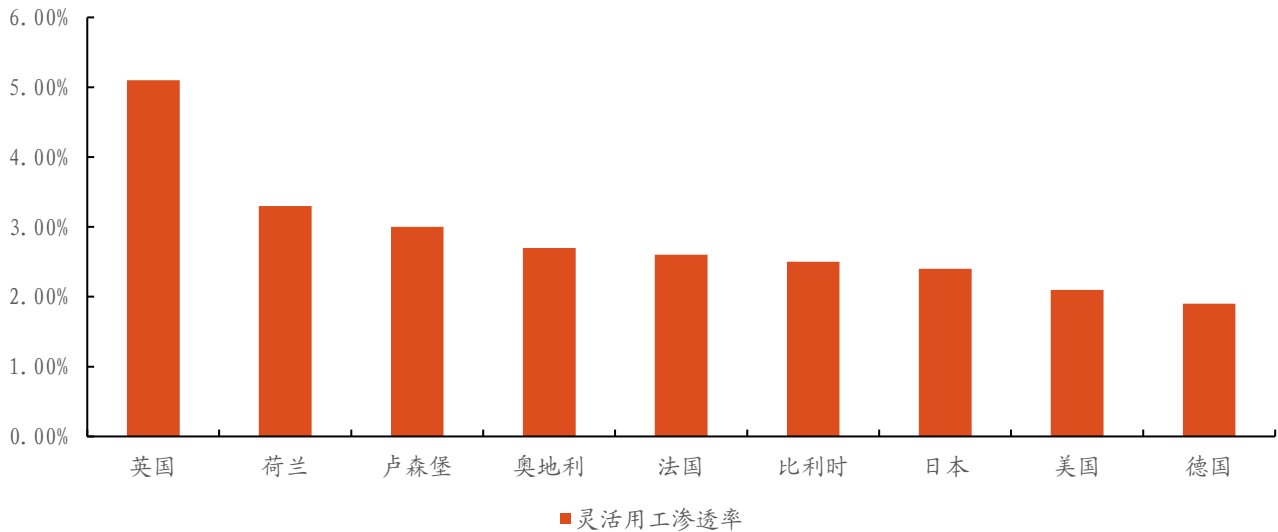
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

2017 年, 灵活用工劳动力人数最多的国家依次为: 美国、中国、巴西、日本、法国。灵活用工业务总收入最高的国家依次为: 美国、日本、英国、德国、法国, 以上五个国家贡献超过 90% 全球灵活用工总收入, 中国排名第 10 位 (含劳务派遣)。

但由于中国劳动力人口众多, 因而以中国为代表的新型市场灵活用工的渗透率 (灵活用工劳动力/全国劳动力人口) 还处于极低的水平, 不足 1%。灵活

用工起源于欧美地区，因而欧美地区的国家其灵活用工业务普遍具有较高的渗透率。根据 WEC 数据，2017 年灵活用工渗透率的全球平均水平为 1.6%，高于平均水平的国家依次为：英国、荷兰、卢森堡、奥地利、法国、比利时、日本、美国和德国。

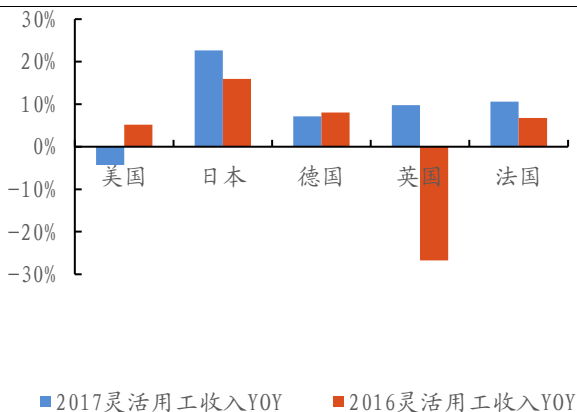
图表 23: 各国 2017 年灵活用工渗透率



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

当前欧美和日本灵活用工行业发展较为成熟，渗透率比较稳定，未来行业收入主要取决于总体就业率情况、工资增速、政策刺激以及人力资源服务企业的收费溢价情况。2015-2017 年，英国由于脱欧的原因 2016 年就业下滑，灵活用工收入大幅下跌，2017 年已恢复至正增长；德国、法国发展较为平稳，2016、2017 年保持个位数增速；美国在高基数下略有波动；日本由于就业雇佣派遣政策进一步放松以及 2016/2017 年失业率逐步下降，增速略高于其他国家。参照德科 2018 年年报，公司在欧美和日本的灵活用工收入增长主要来自收取费率提高（或因为对工种做出结构性调整），派出员工的工时鲜有增长，美国、德国、瑞士等地派出员工工时出现下滑。

图表 24: 部分发达国家灵活用工行业收入 YOY



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 25: 德科集团各地区灵活用工业务增长情况

国家	工时 YOY	费率 YOY	收入 YOY
法国	4%	1%	5%
北美、英国通用型岗位	-4%	7%	2%
北美、英国专业型岗位	-6%	3%	-2%
德国、奥地利、瑞士	-10%	9%	-2%
意大利	9%	-1%	8%
日本	0	4%	4%

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

研究欧美和日本的灵活用工发展史，我们发现灵活用工均萌芽于经济衰退期，而灵活用工作为一种新型的用工方式，后期的健康发展都离不开一系列政策的规范。

欧洲：欧洲的灵活用工萌芽期为 20 世纪 70-80 年代，当时欧洲陷入了滞胀和失业率高企之中，为了解决失业问题，欧洲各国纷纷放松就业保护，实施工资和工时的灵活化，拯救僵化的劳动力市场。但由于灵活用工的派遣人员雇主为人力资源服务机构而非企业客户，会导致其工资和福利方面与长久员工可能存在差异，所以灵活用工行业必然会伴随着工会或政府的针对派遣员工比例、派遣周期、适用行业等方面政策限制。后续政策有所宽松，力图达到行业市场化和平等就业之间的平衡。每次政策的宽松，都会带来明显的收入增长。以德国为例，2003 年之前，政府对派遣用工的政策一直偏紧，要求建筑行业不得使用灵活用工，对灵活用工合同期限也有一定的限制要求。2003 年起，政策开始宽松，依次取消了对合同期限和建筑行业派遣用工的限制，同时，为了保障平等就业，要求实行同工同酬，或依照集体劳动协议，一定期限内灵活用工工资相同不得因为雇主不同而改变，一定程度上减弱了企业客户终止灵活用工合同需额外付出的成本。受政策刺激，德国的灵活用工得以快速发展。

图表 26：德国灵活用工政策放松前后任仕达德国区收入情况（单位：百万欧元）

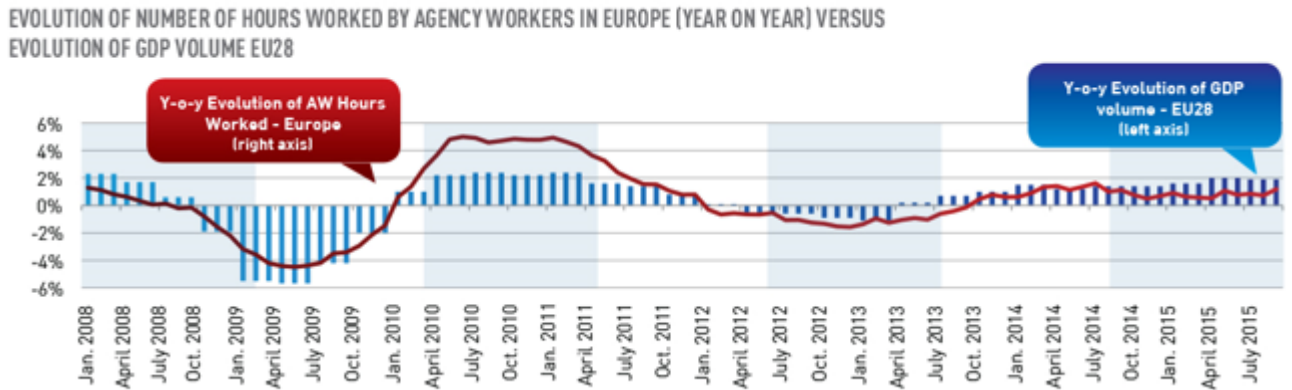


资料来源：WEC，东方财富证券研究所

2008 年，欧洲议会颁布《派遣用工指导》（Agency Work Directive），在欧盟国家适用。该指导意见要求对灵活用工员工在一定的试用期后实行无差别对待，以保障派遣员工的权益。欧盟国家可以在 AWD 的要求的基础上做出符合国情的调整。

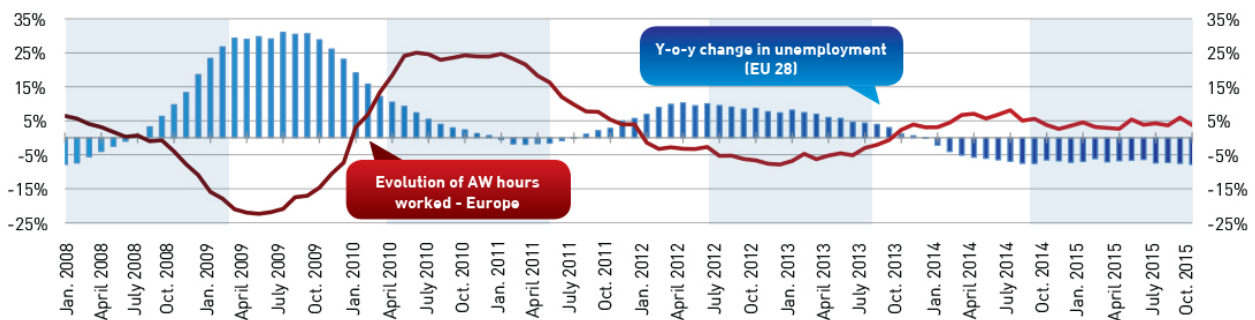
目前欧洲的灵活用工处于成熟期，具有较强的顺周期特征。从下图我们可以看出，派遣员工工时与 GDP 具有较强的相关性。同时，与失业率成明显的负相关，灵活用工工时变动约领先于总体失业率 3-9 个月左右，也就是说，当灵活用工开始增加，总体的失业率会在几个月以后开始下降。这体现出灵活用工更多的是对现有劳动力的补充，并非对长期雇佣员工的替代。企业在经济好转初期，更愿意雇佣短期员工，在经济企稳后再增加长期用工；而在经济下行时，企业也会在灵活用工合同到期后先削减派遣人员。

图表 27: 欧盟区灵活用工工时 YOY 与 GDPYOY



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 28: 欧盟区灵活用工工时 YOY 与失业率 YOY



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

日本: 日本的灵活用工同样萌芽于 20 世纪 70 年代。1970 年以前, 日本经济高速增长, 劳动力供不应求, 因此日本政府推行“终身雇佣制”以求稳定劳动力队伍。1972 年全球石油危机爆发, 日本经济增速出现换挡, 企业开始逐步抛弃“终身雇佣制”, 大量裁员的同时增加派遣用工的比例, 大量不规范的灵活用工涌现, 倒逼日本政府 1985 年出台《劳动者派遣法》以缓解民众的恐慌情绪, 首次肯定了派遣用工在日本的合法地位, 但是对工种和期限有所限制。后期出台了一系列政策法规用来: 1) 放松对灵活用工的限制 2) 保障灵活用工人平等的经济地位, 对日本灵活用工行业产生了深远的影响, 国际巨头纷纷进入日本, 同时也催生了如 Recruit 和 Persol 这样的本土灵活用工龙头企业。具体政策法规梳理如下:

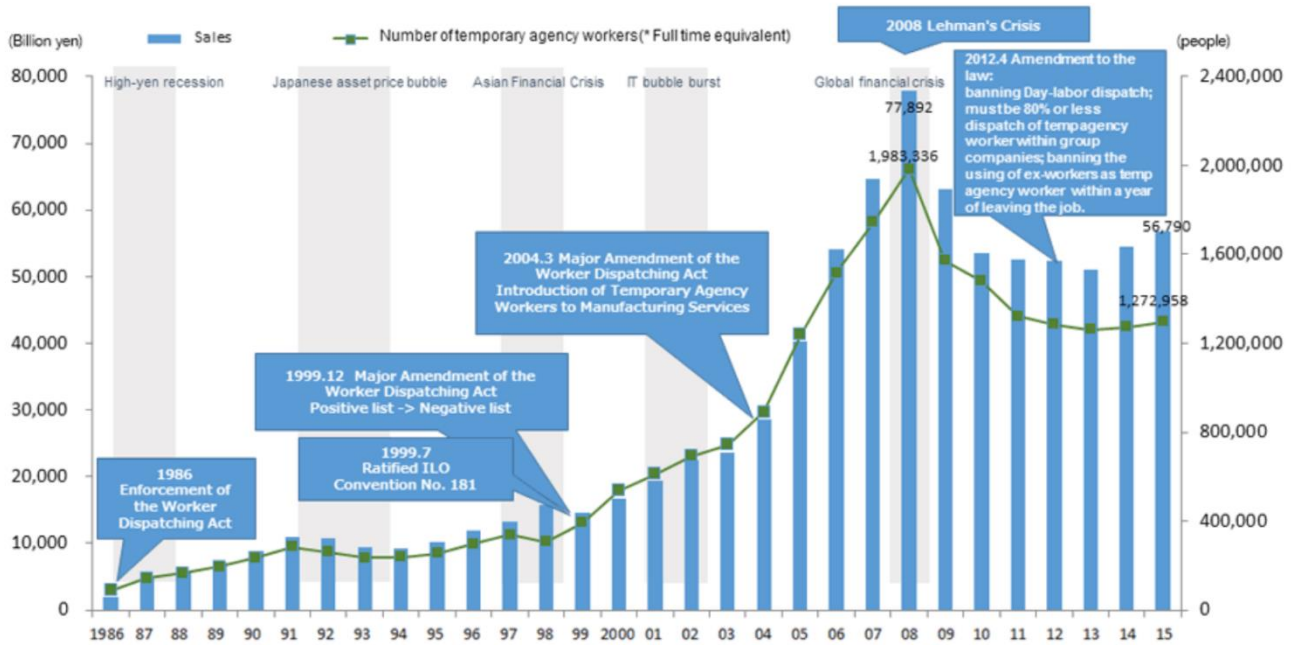
图表 29: 日本灵活用工相关政策梳理

时间	法案内容
1985 年	《劳务派遣法》, 首次局部肯定劳务派遣的合法化, 但只限定 13 个工种, 对同一工人派遣期限最长三年
1999 年	进一步放松工种限制, 除 26 个特定工种外, 其他行业全部放开
2004 年	对制造业和医疗服务业派遣解禁, 期限限制为一年, 对非 26 种业务派遣期限延长至三年。

2007年	对制造业劳务派遣的限制期限从一年延长至三年
2012年	原则上禁止日雇（以天为单位或30天以下的派遣形式）派遣，特殊认定情况除外
2015年	进一步放宽劳务派遣，同时提出企业对被派遣员工后续培训的要求。

资料来源: Choice, 东方财富证券研究

图表 30: 日本灵活用工行业发展历程



资料来源: JASSA, 东方财富证券研究所

经济陷入低迷对用工灵活性的依赖和政策推动共同促进了日本灵活用工行业的快速发展。1990年日本的经济泡沫达到了顶点，经济长时间萎靡，失业率节节攀升，1990-2008年，日本GDP复合增速仅为0.9%，但灵活用工行业收入却增长了仅8倍，行业渗透率达到2.8%的历史高点，具有很强的抗周期性。

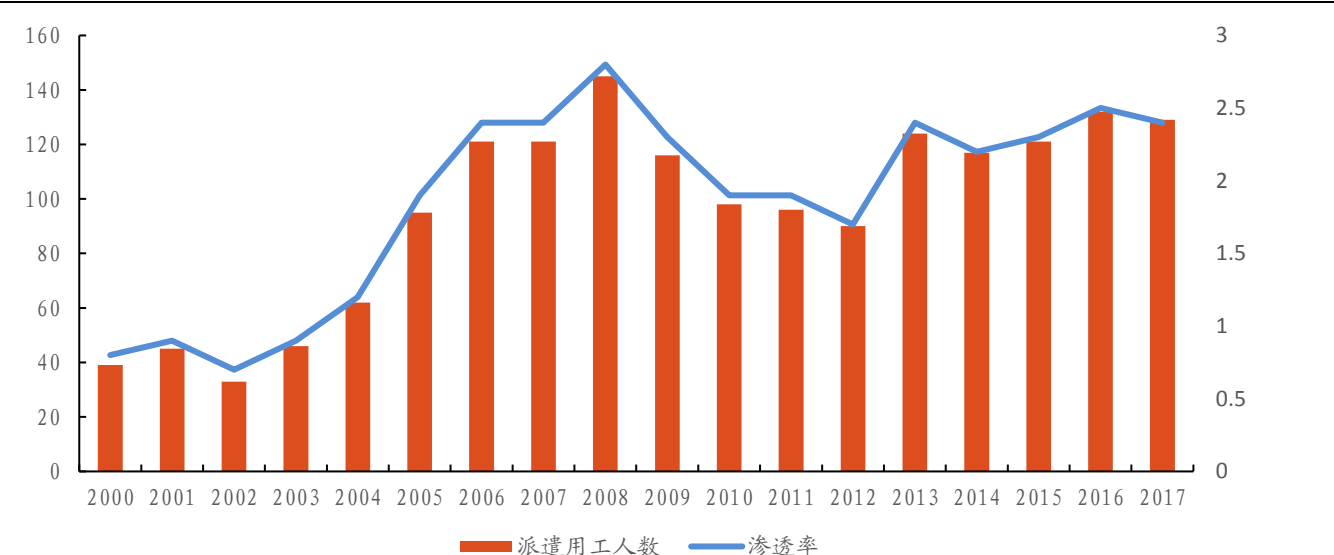
2008年全球经济危机爆发，大量企业重压之下开始裁员，派遣人员首当其冲，日本灵活用工行业增速换挡，派遣人员和灵活用工渗透率同步下降。后面伴随着宏观经济有所恢复，灵活用工行业开始复苏，伴随着一些维护派遣人员利益的政策出台，行业渗透率一直保持在2%以上，并表现为顺周期性。

图表 31: 各国 2017 年灵活用工渗透率



资料来源: Wind, 东方财富证券研究所

图表 32: 各国 2017 年灵活用工渗透率



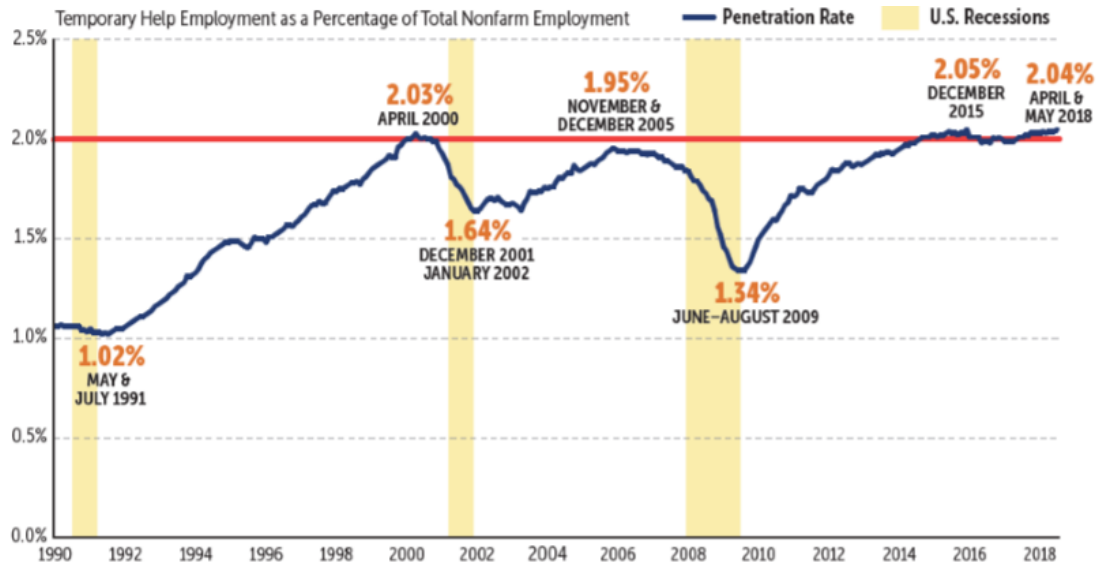
资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

日本灵活用工行业的繁荣发展为行业龙头企业提供了丰厚的土壤, 诞生了综合性的人力资源服务企业瑞可利 (Recruit)、Persol、Pasona 等, 上市以来业绩表现亮眼, 市值上涨数倍。

美国: 2017 年美国的灵活用工市场规模为 1169 亿欧元, 为 1550 万人提供就业机会, 是全球最大的灵活用工市场。

本土企业万宝盛华于 1948 年成立, 较早从事灵活用工业务。美国灵活用工行业较快速发展期始于 20 世纪 70 年代左右。彼时失业率和通过通胀率高企, 人们开始将目光转向灵活用工来靠不断更新合同工资来获得满意的报酬。20 世纪 80 年代, 美国政府逐渐看到灵活用工对于劳动市场的正面作用, 开始出台政策以规范和倡导灵活用工。1990 年, 美国制造业开始复苏, 灵活用工在劳动力中的接受度已经逐渐提升, 企业客户也认识到劳动资源灵活化的重要意义, 美国灵活用工行业开始爆炸式发展。1990 年后同样表现为顺周期性。

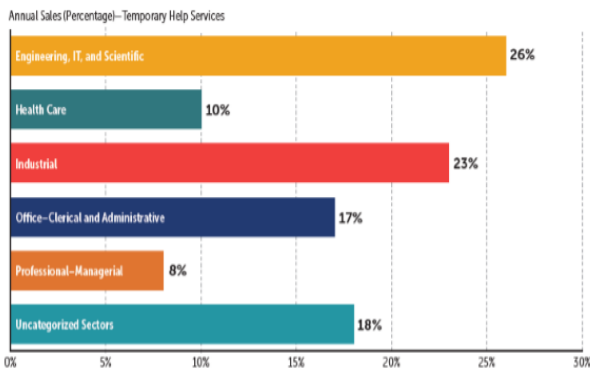
图表 33: 各国 2017 年灵活用工渗透率



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

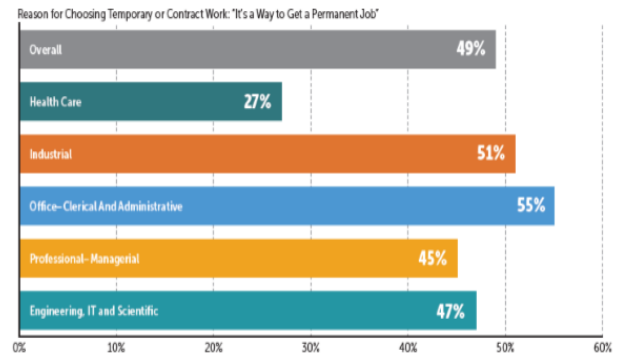
目前, 美国灵活用工的应用除了制造业、办公室行政等传统岗位以外, IT 行业、医疗服务等行业也有比较高的占比。政策方面, 美国的灵活用工政策较为宽松, 基本上为市场化主导。派遣人员被允许在合同到期时转为正式工, 根据美国用工协会调研, 49%的灵活用工人员认为从事灵活用工可以有助于他们找到一份全职工作。这也倒逼美国的灵活用工服务提供商强化对其派遣员工的培训机制, 从而加强对人才的吸引力。

图表 34: 美国灵活用工行业分布



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 35: 近半数派遣用工认为灵活用工有助于找到全职工作



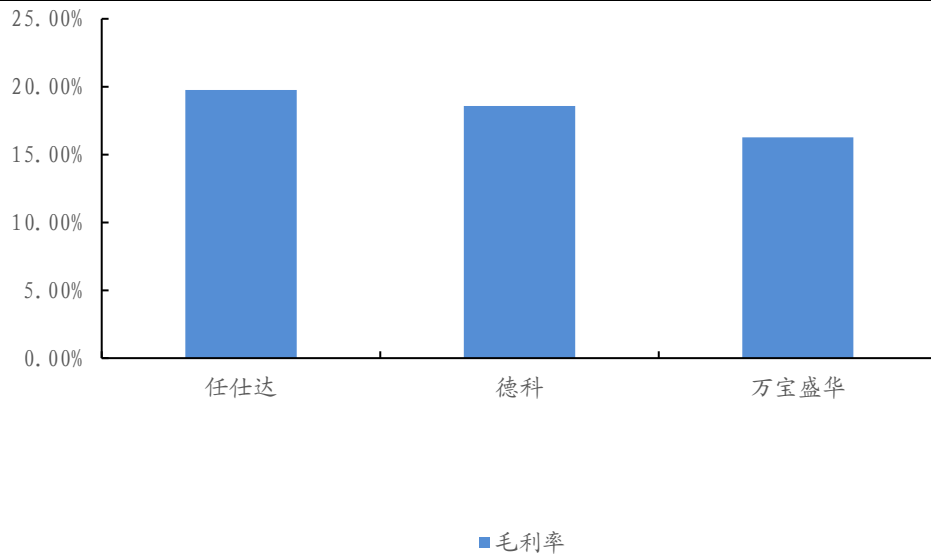
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

综上所述, 灵活用工作为一种新型的用工方式, 虽然有“同工不同酬”的乱象产生, 但不可否认, 在经济危机时, 灵活用工确实对稳定就业起到了积极作用, 在经济平稳运行时, 也能满足企业柔性管理的需求, 配合良好的培训机制, 有利于整个招聘市场的良性发展。因此各国政府出台各类政策来支持灵活用工的健康发展, 虽然有些国家政策偏紧, 但也没有完全禁止灵活用工业务, 且政策有不断放开的趋势。

不同国家的政策基本上指向一点: 同工同酬。所以可以预见, 未来同一岗位不同用工方式雇佣的员工工资的差距会逐渐缩小。所以, 对于企业客户来说, 选择灵活用工带来的工资成本节约将趋近于 0。也就是说, 灵活用工提供商只

有提供其他的附加值才能增加客户黏性，收取更高的费率。我们认为，未来灵活用工业务的费率会取决于以下几点：1) 招聘能力。虽然正式工与临时工工资相同，但灵活用工为企业省去了频繁的招聘成本，因此优秀的招聘和交付能力可以为服务提供商争取到更高的费率；2) 所招聘岗位的技术性和专业性。技术型岗位通常需要更多的人才搜寻成本，因而高端职位的费率会高于一般流水线岗位和办公室行政岗位；3) 企业客户对于灵活性的重视程度。对于一些季节性、项目型的岗位，灵活用工带来的成本节约更多，因而客户也会更愿意支付更高的费率。

图表 36: 三大巨头 2018 年毛利率对比



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

2.2. 中高端人才访寻: 弹性更大, 壁垒更低

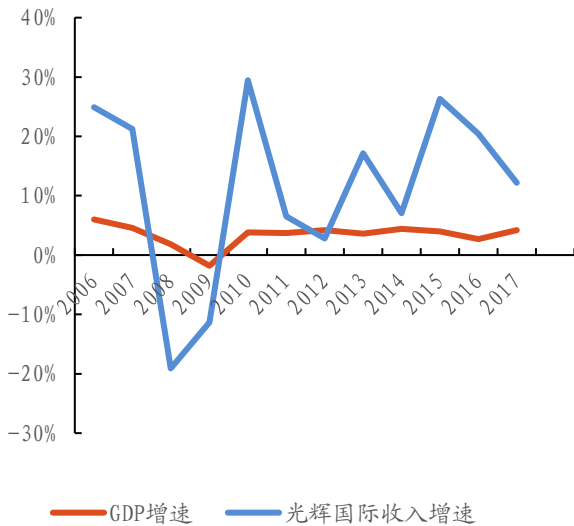
中高端人才访寻就是我们通常说的猎头业务。猎头机构负责为客户企业搜索和推荐合格的候选人，并不承担雇主责任。猎头业务的收费模式分为两种：1) 按过程收费：主要针对跨国企业 CEO、CFO 这样的顶级职位需求。因为顶级职位招聘往往需要更多的时间成本去同候选人进行沟通，所以顶级职位的招聘在确定候选人之前客户已经需要支付一笔不小的咨询费用，约为预估候选人年薪的 1/3（无论是否招聘成功），若成功找到合适的候选人，公司需要按照年薪的一定比例再支付一部分佣金。2) 按结果收费：此种收费模式较为主流。人选入职后收取 20%-40% 的佣金，通常先后分为两次收取：顺利入职后收取 50%，试用期过后收取剩余的 50%。主要针对中高级的职位需求。

专门针对顶端职业需求的公司是五大国际猎头公司：光辉国际、亿康先达、海德思哲、史宾莎、罗盛咨询。除了光辉国际和亿康先达以上市之外，其他三家还保持着合伙人制度。由于其商业模式是按照过程收费，且候选人年薪较高，因而顾问人均收入会远远高于其他猎头公司。光辉国际、海德思哲 2017 财年人均收入分别为 131 万元和 159 万元。

中高端人才访寻行业受宏观经济的影响较大，经济周期上行阶段企业扩张的动力更为迫切，对于人才的需求增加，同时也愿意对高端人才提供更高的报

酬，从而在“量”和“价”上助推猎头公司收入增加；经济周期下行阶段企业对于人才挑选更加谨慎，对于人才招聘方面的预算也会收紧，猎头行业的收入增速也会随之下滑。但猎头市场是一个极其分散的市场，具有竞争优势的公司可以靠不断的整合行业中的企业而获得超越行业和 GDP 的增速的增长。下图为五大猎头之一光辉国际的收入增速与美国 GDP 增速的对比，我们可以看到猎头业务具有比较高的弹性，经济衰退会对猎头公司产生严重的打击。但是在经济发展平稳的情况下，龙头猎头公司通过整合行业以及拓宽服务内容（领导力评估等）往往会取得远高于 GDP 的增长。

图表 37：光辉国际收入增速与 GDP 增速



资料来源：WEC，东方财富证券研究所

图表 38：光辉国际收购史

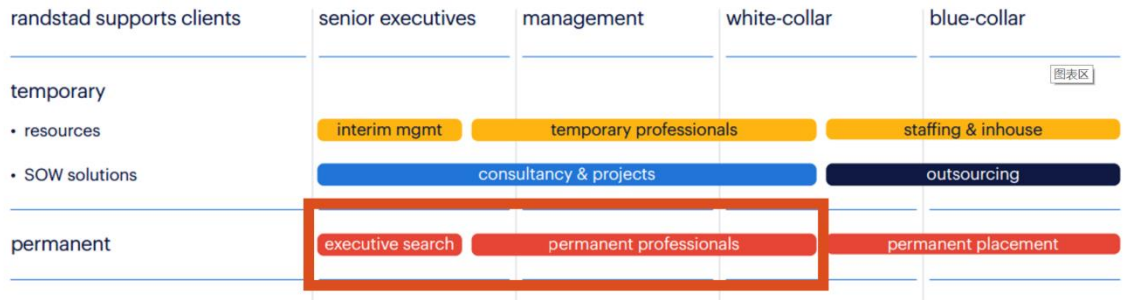
2006	收购 Lominger	领导力培养工具
2007	收购 Newman Group	人才获取与管理咨询
2007	收购 LeaderSource	领导力培养、高管辅导、团队效率咨询
2008	收购 Lore International Institute	高管教育和培训
2009	收购 Whitehead Mann	高管辅导
2010	收购 Sensa Solutions	管理咨询
2012	收购 Global Novations	多样性、包容性和领导力开发
2013	收购 FDI Ninth House	评估、发展和培训
2015	收购 Pivot Leadership	加强领导力及人才咨询业务

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

任仕达、德科、万宝盛华为第二梯队的猎头公司，主要负责中高端职位，同时兼顾 C-LEVEL 职位。2018 年全职员工招聘（主要为中高端人才）收入占德科和任仕达总收入的比重分别为 2%和 1.7%，相对较少，但因为猎头业务不需要支付员工工资，所以猎头业务具有较高的毛利率，对公司整体的毛利率产生积极的贡献。

猎头业务不涉及批量交付，且不承担雇主责任，因而相对灵活用工业务来说，行业壁垒较低，中小型企业众多，存在广阔的整合空间。任仕达近两年猎头业务在成功推荐人数和收入增速均要快于灵活用工业务。

图表 39: 任仕达各类职位分布



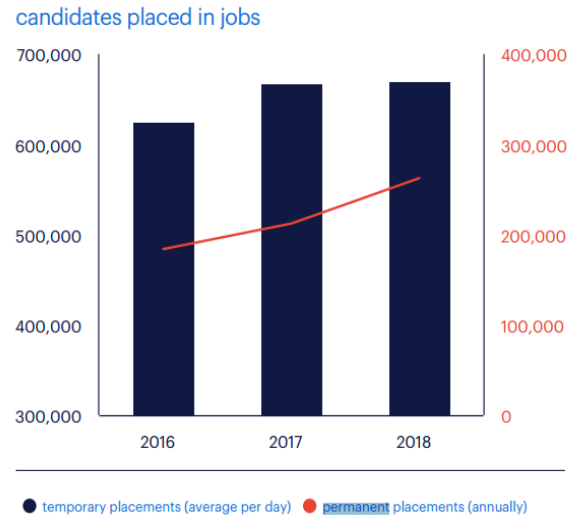
资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 40: 灵活用工收入和猎头业务收入增速



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 41: 猎头和灵活用工业务候选人数量



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

3. 投资建议: 我国灵活用工正值风口期 龙头企业腾飞

3.1. 朝阳行业高速发展 政策扶持利好龙头企业

20 世纪 70 年代, 我国人力资源开始由“统一分配”向“自主择业”过渡, 同时, 改革开放的背景下更多的外资企业进入中国, 催生了我国人力资源服务企业的萌芽发展。行业发展初期主要由政府主导, 北京外企人力资源服务公司(简称北京外服)成立于 1979 年, 为我国第一家人力资源服务企业, 此后上海外服和中智等国有有人力资源企业也相继成立, 主要提供的服务为传统劳务派遣以及人事代理业务。

20 世纪 90 年代初期, 人力资源行业开始对民营企业 and 外资企业开放。国外一些老牌人力资源企业得以进入中国市场, 主要从事中高端人才访寻业务。而我国民营企业围绕着与国有企业服务的差异化开展了中高端人才访寻、灵活

用工、RPO 等业务，发挥其运营效率高、报价市场化、响应需求快等优势。

进入 21 世纪以后，我国加入 WTO，国际人力资源巨头如万宝盛华、任仕达、德科、Recruit 等纷纷进入我国市场，我国民营人力资源企业也得以蓬勃发展，但单体体量较小，发展较早、战略较为清晰的民营企业初步具备了一定的竞争优势。同时，我国互联网高速发展，涌现了一批人力资源在线平台，如前程无忧、智联招聘、中华英才网等等，这些企业依靠技术和流量红利，目前也依然是我国领先的线上招聘平台。

总体来说，我国人力资源行业起步较晚，目前受益于我国产业结构调整、企业转型升级和异地扩张，处于快速发展中。根据灼识咨询数据，2017 年我国大陆人力资源行业规模为 3434 亿元，其中民营企业 and 外资企业主要竞争的人力资源解决方案市场（中高端人才访寻、灵活用工、RPO）的规模为 1340 亿元，占比还较小，2013-2017 年复合增速 24.7%，快于人服行业整体增速水平。

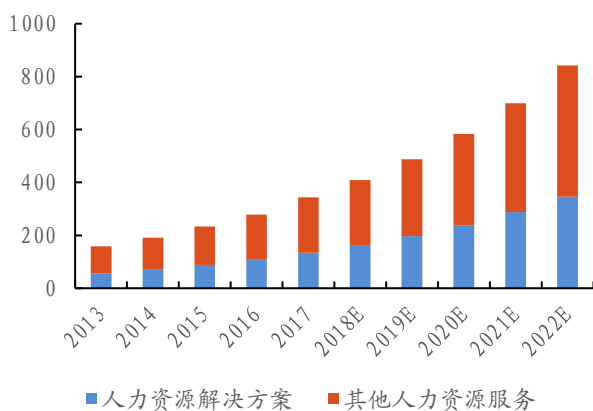
2017 年 10 月人社部印发《人力资源服务业发展行动计划》，到 2020 年，人力资源服务产业规模达到 2 万亿元，培育形成 100 家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业，行业内优质企业将得到政府支持收获行业红利。

在 2018 年 12 月举行的中央经济工作会议上，习近平总书记继续将“稳就业”列在“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）之首，提出持续推进“六稳”，提振市场信心，保持社会大局稳定，以优异的成绩庆祝中华人民共和国成立 70 周年。预期优质人力资源公司在人才流动和匹配上被赋予更加重要的使命，发挥更大的价值。各地方城市也纷纷出台有关针对优质人力资源服务企业的补贴政策以及对人才服务企业在地方的人才配置贡献率设置指标。

3.2. 我国灵活用工行业：成长风口期，承接劳务派遣外溢

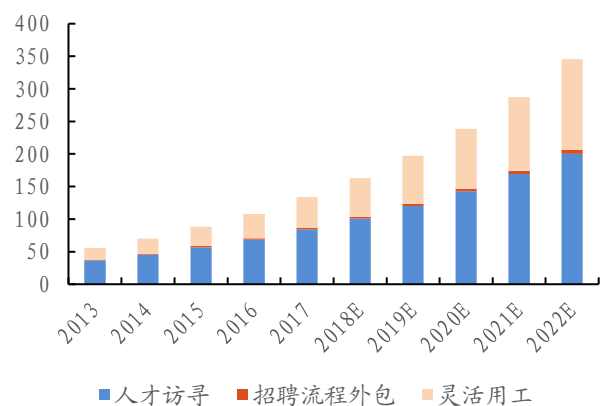
人力资源解决方案市场中，中高端人才访寻（猎头）业务与灵活用工规模较大，RPO（招聘流程外包）行业规模相对较小，增速来看，灵活用工 2013-2017 复合增速最快，近 30%，人才访寻与 RPO 复合增速为 20%左右。

图表 42: 人力资源行业规模(单位:十亿元人民币)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 人力资源解决方案市场规模(单位:十亿元人民币)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我国灵活用工的前身是劳务派遣。但同欧美及日本的情况类似，劳务派遣的发展较为混乱，出现了一系列问题，如：同工不同酬、同岗不同权，社保福

利待遇低，没有职业培训，职业发展受限等。因此，人社部出台《劳务派遣暂行规定》，规定公司劳务派遣员工占比不得超过10%。

在劳务派遣被限制的背景下，灵活用工有望承接需求外溢。今年两会期间，国家明确提出对多元就业形式进行扶持，我国龙头灵活用工企业具有多年的服务大客户的经验，合规性强，我们认为规范化的灵活用工业务会得到政策层面的有效推动。

我国灵活用工行业仍处于初期阶段，渗透率不足1%，且较为分散，CR5仅5%左右，渗透率和集中度与欧美成熟市场相比，还有很大的提升空间。参照前文我们对欧美和日本成熟市场灵活用工发展历史的初期，我们认为，短期内渗透率和集中度提升是公司成长的主要逻辑，宏观经济对公司业务影响的程度并不深。当前我国从事灵活用工的企业有如下几类：1) 具有一定规模的民营企业：如科锐国际、人瑞人才；2) 欧美、日本的龙头企业：任仕达、德科、万宝盛华近年来均加大在中国的投入，德科与上海外服成立合资公司，德科持股49%；万宝盛华大中华区以拟在港交所分拆上市，2018年Q3灵活用工收入占比85%，6月4日已过聆讯。此类企业从业经验丰富，具有国际视野，但本土化不足或制约其发展；3) 有劳务派遣经验的国企：中智、外服等，国企资源丰富，但招聘速度不占优。

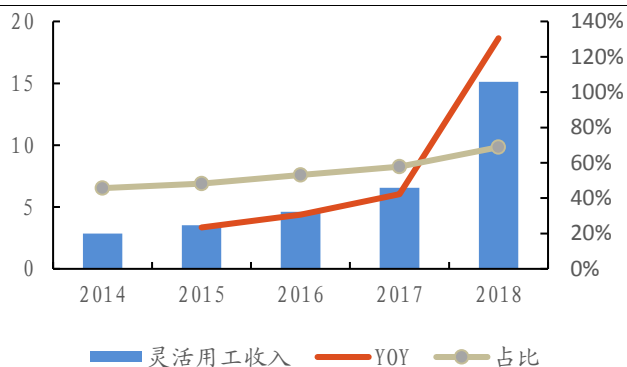
2019年起正式施行社保新规，企业自行雇佣成本与灵活用工模式的成本接近，按照前文对海外灵活用工行业的分析，灵活用工业务的盈利能力比拼最后会落在：1) 招聘能力 2) 岗位对灵活性的需求 3) 岗位的技术性高低。因此我们认为，具有强大的招聘和交付能力，并能准确把握本土客户岗位需求变换的企业可以走的更远。

3.3. A股标的：科锐国际

科锐国际是A股唯一的人力资源上市公司。公司成立于1996年，以猎头业务起家，积淀了具有较高知名度和忠诚度的客户，建立了较高的美誉度。之后，基于对客户需求的深度理解和自身突出的招聘能力，借鉴国外人力资源新的发展方向，公司率先在国内推出招聘流程外包业务，不断发展和优化灵活用工业务。公司坚持科技赋能战略，推出线上产品接触长尾客户，同时通过技术优化业务流程，提升顾问单产。

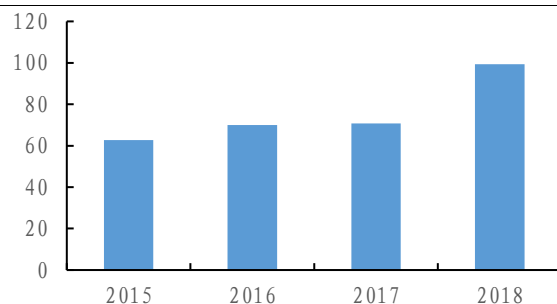
目前灵活用工是公司主要发力点。2018年，公司灵活用工业务收入占比为68%，占比同比提升10pct。近年来公司灵活用工业务飞速发展，2014-2018年复合增速52%，逐年提速，表现亮眼，2019年Q1公司延续高增长，收入同比增长155.3%，归母净利润67.65%，扣除Investigo并表带来的影响，内生扣非业绩增速近50%。灵活用工是主要推动力，据我们测算，2019Q1公司灵活用工业务收入同比增速超100%。

图表 44: 灵活用工收入 (单位: 亿元) 以及占比



资料来源: WEC, 东方财富证券研究所

图表 45: 科锐国际人均创收 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

作为人力资源服务机构龙头, 公司同样进行一系列并购, 标的的主要在中国大陆、香港、以及与中国较近的东南亚地区。国内政策对劳务派遣偏紧, 对灵活用工相对比较宽松, 且公司合规性较强, 与外企客户有多年合作经验, 政策风险较小。公司 2018 年 6 月 30 号完成对英国 Investigo 52.5% 股权收购, 进军欧美市场, 英国灵活用工渗透率处于世界领先水平, 市场环境较为宽松, 对劳务派遣业务有税收优惠, 且从脱欧中逐步复苏, 风险较为可控。近来, 公司在澳大利亚设立分支机构, 进一步走向海外。

我们认为科锐国际作为 A 股唯一人力资源上市公司, 标的稀缺, 行业赛道良好, 内生和外延均有强劲的发展势头, 老客户复购率 75%, 兼具成长性和确定性。我们预计公司 2019/2020/2021 年实现收入分别为 34.08/42.47/47.65 亿元, 实现归母净利润分别为 1.59/2.11/2.38 亿元, EPS 分别为 0.89/1.17/1.32 元, 对应 P/E 分别为 41/31/27, 维持“买入”评级。

【风险提示】

- ◆行业竞争加剧;
- ◆行业政策变动;
- ◆人才流失。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。