

# 其他休闲服务

证券研究报告

2021年05月20日

从服务品牌化到人力产业化到产业生态化，中国人服行业蓄势崛起再造黄金十年

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《其他休闲服务-行业专题研究:创尔生物:专注技术+拓展渠道,胶原蛋白行业龙头步履不停》 2021-01-24
- 2 《其他休闲服务-行业点评:国办发文明支持多渠道灵活就业,万亿零工经济市场蓄势待发》 2020-08-22
- 3 《其他休闲服务-行业点评:海南自贸港 | 顶层政策助推海南全面开放,免税消费迎来扩容升级》 2020-06-02

强周期轻资产现金奶牛行业，政策加码头部品牌效应显著。根据 WEC 统计，2019 年全球人力资源服务市场规模为 4946 亿欧元，同增 4.5%。人力行业是典型的强周期轻资产行业，WEC 将其细分成 Agency Work/MSP/ Direct Recruitment/RPO/Career Management 五个赛道，其中 Agency Work 占比最大为 79%。代理业务本质上是组织效率的优化，在促进就业、减少劳动力市场摩擦方面，发挥了重要的弹性垫作用，发达地区渗透率较高。另外，由于服务非标准化、客户粘性高&服务商先发优势显著的特征，人服行业较难出现绝对集中的超大企业，20 年全球 CR3 为 15%。但区域性行业性龙头跑出值得期待，如 2020 年在法国市场，第一名 Adecco 市占率为 22%，第三名 Ranstad 市占率为 16%。

我们将海外人力龙头总结为以下两类：一是传统外包企业，以 Adecco/Manpower/Ranstad/RHI 为代表；二是在此基础上迎合时代趋势演变出来的（类）平台型企业，典型的譬如打造广深信息服务平台的 Recruit、云驱动 HCM 服务商 ADP、在线零工平台 FVRR。复盘其发展历程，我们发现：①先发优势的特征决定了踩准时代节点对于人服企业抢占客户高地十分关键。如 Manpower 和 RHI 均成立于二战后劳动力短缺时期；Adecco 和 Randstad 都起源于上世纪 60 年代欧洲人服政策逐渐放开之际。②技术是打造核心竞争力，提升营运效率和客户服务体验的重要手段。如 ADP 在每一轮信息革命中都不遗余力地进行技术投资及平台建设，先后创建了 HCM 自动化、移动化、集成化以及云化，确定行业领先地位；FVRR 将零工业务从线下搬到线上，通过技术手段将劳动服务转变为按需定制的产品，2020 年 R&D 营收占比 24%。③由于跨区域跨工种难度较大，并购是龙头拓展业务和市场最具性价比的方式。Recruit 面对日本人口老龄化问题，2010 年以来系统性推进海外收购，海外业务营收占比从 12 年的 20%增长到 19 年的 45%。

复盘欧美日成熟市场发展历程，我们认为政策是驱动人力行业发展的内在动因，经济转型提档，人口红利从数量向质量切换的大背景下，叠加组织形态转变和文化潮流趋势，我国人力行业已从品牌化阶段迈向产业化阶段，头部龙头步入生态化布局阶段，有望再造欧美 90 年代的黄金十年。

投资建议：首推战略布局全面&执行落地能力强的科锐国际，预计 21-22 年净利润分别为 2.5/3.2 亿，对应 42/33xPE；推荐人瑞人才，预计 21-22 年净利润分别为 2.4/3.1 亿，对应 13/10xPE；建议关注业务稳健股息率高的万宝盛华，预计 21-22 年净利润分别为 1.4/1.7 亿，对应 12/10xPE；上海外服现金流好且业务稳定性高，积极关注重组落地后的改革动作，测算后的重组市值 197.33 亿（含强生控股），按 21-22 年对赌净利润不低于 3.8/4.4 亿，对应 48/42xPE。

风险提示：经济周期下行风险，商誉减值风险，客户违约风险，政策变化风险。行业竞争加剧核心人才流失风险

## 内容目录

1. 强周期轻资产现金奶牛行业，政策加码头部品牌效应凸显.....	5
1.1. 全球人服市场规模 5000 亿欧元，细分业务贯穿求职生命周期.....	5
1.2. 政策经济人口文化四重共振，加速人力资源服务蓬勃向上.....	8
2. 复盘欧美日人力龙头变迁之路，百舸争流奋楫者先勇进者胜.....	12
2.1. Adecco/Manpower/Randstad/RHI：传统外包企业踏准时代契机，90 年代营收与估值齐飞.....	12
2.2. Recruit：丝带模型链接 BC 两端，打造广深信息服务平台.....	21
2.3. ADP：云驱动的 HCM 平台服务商，科技赋能铸核心竞争力.....	30
2.4. FVRR：自由职业群体壮大，在线零工平台飞轮效应显著.....	38
3. 人口大国市场空间广阔，乘风破浪再造黄金十年.....	45
3.1. 不确定的时代拥抱确定性的成长，灵活用工赛道红利显著.....	45
3.2. 科锐/人瑞/万宝/强生：内生外延技术创新各有千秋，产业进入生态竞争新阶段.....	49
4. 风险提示.....	53

## 图表目录

图 1：2019 年私人就业服务业市场规模为 4946 亿欧元.....	5
图 2：代理类业务占比最大.....	5
图 3：2019 年 Agency Work 市场规模分布.....	6
图 4：各行业代理工作分布情况.....	6
图 5：大多数大型代理工作市场的渗透率高于全球平均水平.....	6
图 6：2019 年全球人服市场分地区收入.....	7
图 7：2019 年前五大市场营收占比.....	7
图 8：2020 年 Randstad 的 staffing 业务全球分布.....	7
图 9：2017-2020 全球人力资源服务市场竞争格局稳定.....	7
图 10：成熟市场中 Agency Work 顺周期性明显.....	8
图 11：美国 staffing 渗透率与失业率显著负相关.....	8
图 12：美国、日本第三产业就业人数占比显著高于中国.....	11
图 13：日本劳动力人口变化与派遣市场规模.....	11
图 14：工作任务和企业组织正在分离.....	11
图 15：工作生态正在发生改变.....	11
图 16：欧洲六国派遣员工年龄分布.....	12
图 17：Adecco/Manpower/Randstad/RHI 的 PS 估值变化.....	14
图 18：Adecco/Manpower/Randstad/RHI 的 PE 估值变化（剔除异常值年份）.....	14
图 19：欧洲各国劳务派遣合法化立法进程.....	15
图 20：Adecco 和 Randstad 的主营业务收入（亿欧元）与增速（%）.....	15
图 21：Manpower 和 RHI 的主营业务收入（亿美元）与增速（%）.....	16
图 22：万宝盛华集团持续输出技术&培训产品.....	16
图 23：Talent Solutions GBU 集成解决方案流程.....	18

图 24: RecruitFY2020 收入+4% (单位: 十亿日元)	22
图 25: 分业务 EBITDA margin	22
图 26: Recruit 发展历程	23
图 27: Recruit 的发展背景及业务布局	24
图 28: Recruit 国内派遣业务发展	24
图 29: Recruit 的丝带模型和 Air Business Tools 平台解决方案	25
图 30: FY2020 派遣业务地区收入占比	26
图 31: Recruit 人力服务全球网络	26
图 32: Recruit 公司治理结构	29
图 33: Recruit 贯彻单元化管理制度	29
图 34: 雇员分布 (截止 2020 年 3 月共有 4.9 万人)	29
图 35: Recruit 员工发展阶梯	30
图 36: ADP 针对不同规模企业的产品线分布	30
图 37: 公司分业务收入	31
图 38: 公司分业务 EBIT margin	31
图 39: ADP 发展历程	32
图 40: ADP 股价复盘	32
图 41: ADP 市盈率均值与美国失业率	33
图 42: HRO 自 90 年代快速发展	33
图 43: 美国各州所得税率 (最高)	33
图 44: 人力资源外包商降低企业成本和风险	34
图 45: 人力资源外包减少 33.6%的总交易成本	34
图 46: 长期客户能够持续减少交易成本	34
图 47: ADP 的 HRO 服务架构	35
图 48: 系统研发及维护投入 (百万美元)	36
图 49: ADP 的 Next-gen HCM 平台	36
图 50: ADP 云平台用户数比例显著上升	36
图 51: 当前 HCM 平台的发展特点	37
图 52: ADP 并购扩张时间表	37
图 53: FVRR 发展历程	39
图 54: 产品服务清单	40
图 55: Fiverr 平台的买卖流程	40
图 56: FVRR 平台的飞轮效应	42
图 57: Fiverr 市值与收入变化	43
图 58: Fiverr 的收入叠加效应 (2010-2020 年)	43
图 59: 累计收入与累计营销占比	43
图 60: Fiverr 营运效率持续提升	43
图 61: Fiverr 盈利能力逐步显现 (Adjusted EBITDA margin)	43
图 62: 自由职业者为 Upwork 贡献的收入分布	44
图 63: 受益于较低的销售营销费用, Upwork 盈利水平更优	44
图 64: 我国人力资源服务市场规模 (亿元)	45

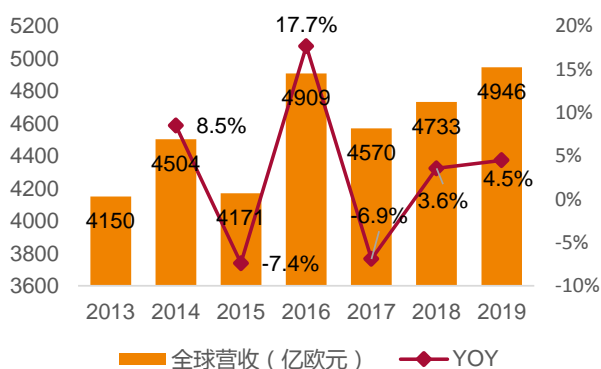
图 65: 我国人力资源外包服务市场规模 (亿元)	45
图 66: 我国人力资源产业布局	46
图 67: 我国劳动年龄人口总数 (15 至 64 岁, 万人)	48
图 68: 我国三次产业就业人数占比	48
图 69: 2020 年全球劳动力人口统计 (万)	48
图 70: 科锐、人瑞、万宝上市以来股价表现	52
表 1: 人力资源服务市场分类	5
表 2: 全球人力资源行业发展史	9
表 3: 日本劳务派遣法颁布和修订历程	10
表 4: Adecco/Manpower/Randstad/RHI 公司概况	13
表 5: RIF 创新基金技术投资项目概览	17
表 6: Adecco/Manpower/Randstad/RHI 2020 年资产结构	19
表 7: Manpower 重大并购事件概览	19
表 8: RHI 细分赛道发展与并购扩张历程	20
表 9: Recruit 业务总览	21
表 10: Recruit 海外收购情况	25
表 11: Recruit 数字化发展进程	27
表 12: Megagon Labs 研究成果	27
表 13: Air Business Tools 功能介绍	28
表 14: HCM 发展与 ADP 产品更新	35
表 15: ADP 历次重大收购	38
表 16: ADP 与 Paychex 对比	38
表 17: FVRR 业务垂直细分化	41
表 18: Fiverr 并购历程概览	41
表 19: Fiverr 与 Upwork 比较	44
表 20: 我国人力资源行业标志性政策及事件	45
表 21: 2018 年我国前五大灵活用工服务商市场份额	46
表 22: 政策加速不合规服务商出清	47
表 23: 我国灵活用工市场规模预估	48
表 24: 创始人背景对比	49
表 25: 2020 年四家公司业务及财务对比	50
表 26: 科锐国际多品牌布局	51

## 1. 强周期轻资产现金奶牛行业，政策加码头部品牌效应凸显

### 1.1. 全球人服市场规模 5000 亿欧元，细分业务贯穿求职生命周期

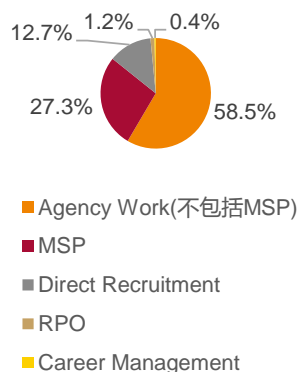
根据 WEC 统计，2019 年全球人力资源服务市场规模为 4946 亿欧元，同增 4.5%。WEC 将人力资源服务分为代理工作（Agency Work）、托管服务提供商（Managed Services Providers）、直接招聘（Direct Recruitment）、招聘流程外包（Recruitment Process Outsourcing）以及职业管理（Career Management）五类。其中，代理工作占比最大，为 79%（MSP 性质的代理工作占比为 20%）；其次为 MSP 和直接招聘，分别为 27.3% 和 12.7%；RPO 和职业管理营收占比较小，分别为 1.2% 和 0.4%。2019 年五大业务营收同比变化分别为 +1%/+13%/+5%/+25%/-1%。

图 1：2019 年私人就业服务业市场规模为 4946 亿欧元



资料来源：WEC，天风证券研究所

图 2：代理类业务占比最大



资料来源：WEC，天风证券研究所

表 1：人力资源服务市场分类

分类	定义
代理工作 (Agency Work)	根据国际劳工组织第 181 条公约定义，代理工作是一种三角雇佣关系—服务包括雇佣员工为第三方个人或企业工作。在美国被称为“临时人员编制”(Temporary Staffing)，在亚洲被称为“派遣劳工”(Dispatched Labour)，在非洲被称为“劳务雇佣”(Labour Hire)
托管服务提供商 (Managed Services Providers)	托管服务提供商是指为客户提供临时劳务项目管理的人力服务机构，主要职责包括总体劳务项目管理、项目进程跟踪与反馈、人力资源供应商的选择和管理。托管服务提供商可以是代理工作机构的一部分，也可以是独立的机构
直接招聘 (Direct Recruitment)	为雇主和求职者提供搜索、匹配服务；区别于代理工作，直接招聘不与双方发生雇佣关系
招聘流程外包 (Recruitment Process Outsourcing)	为客户管理部分或全部招聘流程、管理人力资源供应商，为客户提供专业的招聘技术和流程方法，充当客户的招聘部门的第三方服务
职业管理 (Career Management)	以综合和长远视角考察工作、技能和业务绩效，提供职业转换和职业过渡服务，以及帮助组织和个人适应招聘实践和就业条件变化的其他服务。

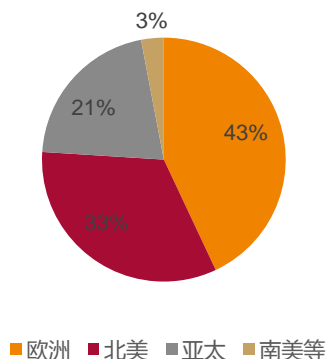
资料来源：WEC，天风证券研究所

代理业务本质上是组织效率的优化，发达地区渗透率较高，市场更为成熟。2019 年美国市场贡献了全球代理工作市场总额的近三分之一，前五大市场（美国、日本、英国、德国、法国）贡献超过了三分之二。代理工作的全球渗透率保持稳定，2019 年为 1.6%，其中英国、荷兰、法国的渗透率约为全球平均水平的两倍左右。

全球范围内，代理机构工作人员占比最高的为服务业，2019 年占比为 48%，其次为制造

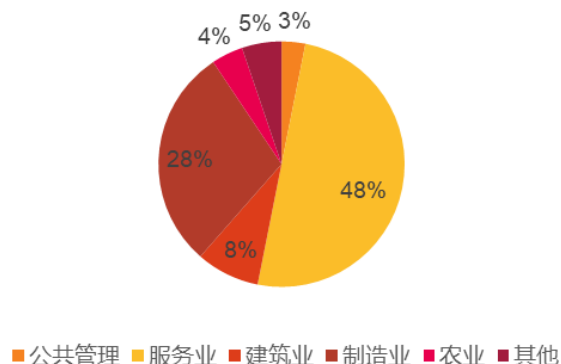
业占比 28%，建筑业和农业占比分别为 8%和 4%。代理机构工作人员行业分布与总就业人口分布趋势相似，据经合组织统计，随着第三产业崛起，目前全球有 65%的劳动力就职于服务业。另外，较发达地区在农业部门的代理工作渗透率低于平均水平，在服务业部门的代理工作渗透率则高于平均水平。

图 3：2019 年 Agency Work 市场规模分布



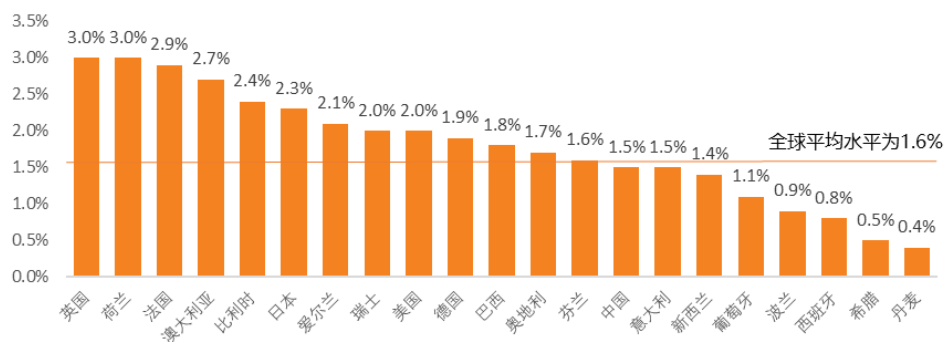
资料来源：WEC，天风证券研究所

图 4：各行业代理工作分布情况



资料来源：WEC，天风证券研究所

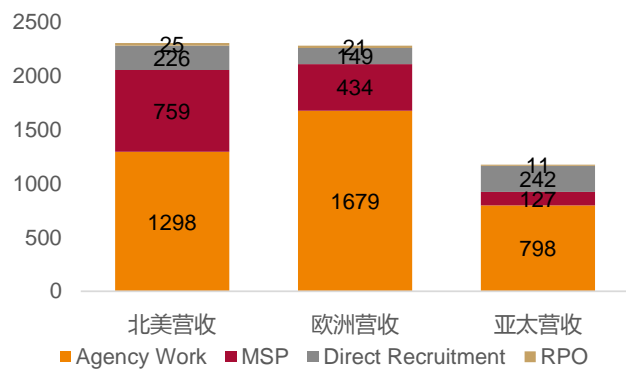
图 5：大多数大型代理工作市场的渗透率高于全球平均水平



资料来源：WEC，天风证券研究所

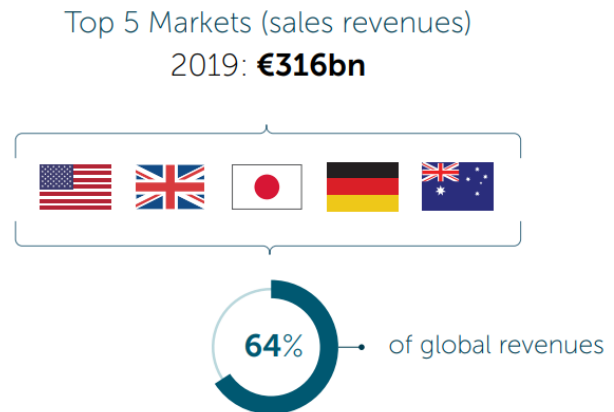
近年劳动力市场趋紧，优质人才供不应求，人力资源服务增长迅速。2019 年，全球拥有 16.2 家人力资源服务机构，内部员工逾 330 万人，超过 6100 万人通过人力资源服务机构进入劳动力市场。近年劳动力市场条件日益紧张，企业倾向于使用招聘流程外包和托管服务提供商获得合适的雇员，RPO 和 MSP 业务在全球稳定增长，2019 年市场规模分别同增+25%/+13%，直接招聘业务同增 6%。直接招聘、RPO 和 MSP 业务的最大市场皆为美国，英国、日本、法国、中国市场的表现亦十分亮眼。

图 6：2019 年全球人服市场分地区收入（单位：亿欧元）



资料来源：WEC，天风证券研究所

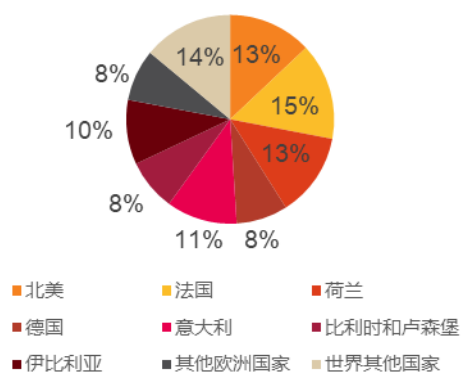
图 7：2019 年前五大市场营收占比



资料来源：WEC，天风证券研究所

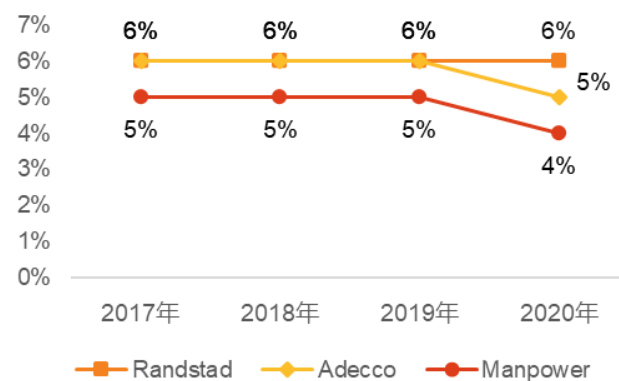
全球市场较为分散，但区域性行业性龙头跑出值得期待，竞争格局向相对集中发展。由于服务非标准化、客户粘性高&服务商先发优势显著的特征，人服行业较难出现绝对集中的超大企业，20 年全球人力资源服务市场排名前三的 Randstad、Adecco 和 Manpower 市场份额合计为 15%。代理用工是人服领域中集中度相对较高的细分行业，区域性行业性集中度提升可期，如 2020 年在法国市场，第一名 Adecco 市占率为 22%，第三名 Randstad 市占率为 16%。

图 8：2020 年 Randstad 的 staffing 业务全球分布



资料来源：Randstad 年报，天风证券研究所

图 9：2017-2020 全球人力资源服务市场竞争格局稳定

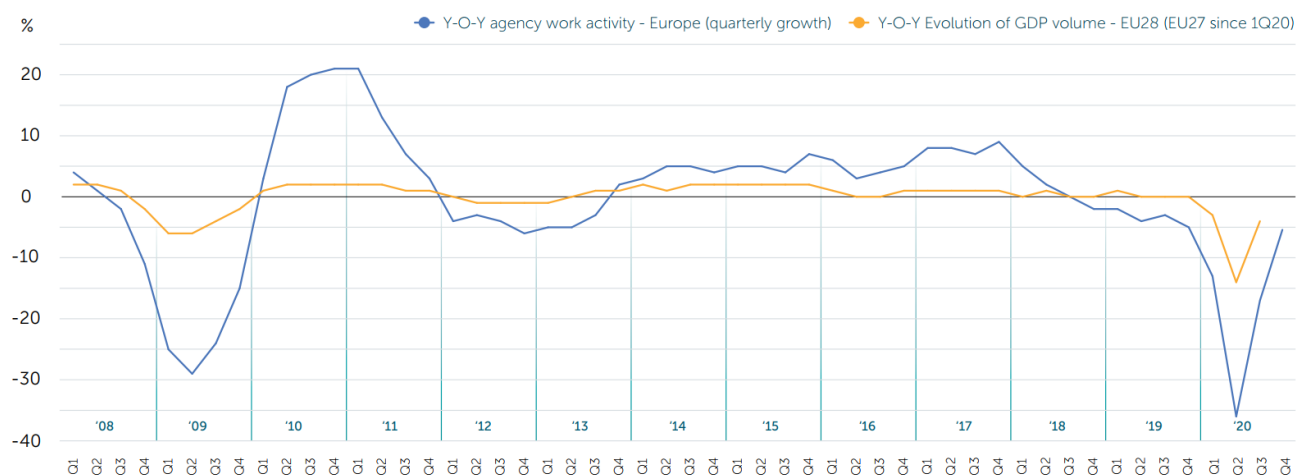


资料来源：Randstad 年报，天风证券研究所

人力资源行业顺周期性明显，代理用工业务提供了良好的弹性垫作用。代理用工在减少失业、促进就业、减少劳动力市场摩擦方面，发挥了重要的桥梁作用。美国 ASA 的调研结果显示，半数受访者选择成为合同工和临时工是为了获得正式工作，六成以上的受访者认为派遣经历锻炼了工作技能，丰富了工作经验，对于找到正式工作有益。

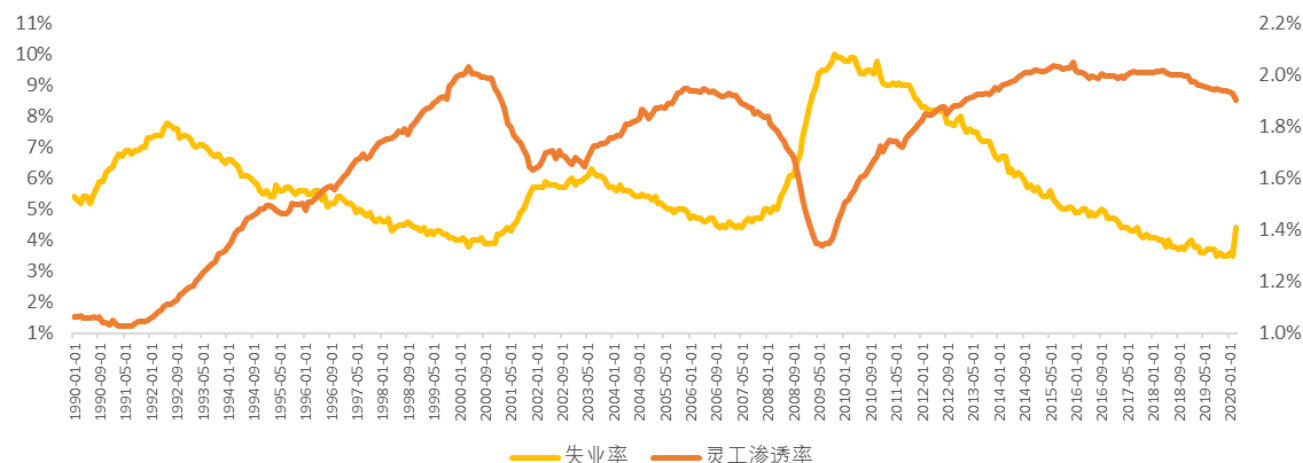
在经济衰退时，企业迫于经营压力裁员，与正式员工相比，派遣工人辞退成本更低；而在经济恢复时，由于宏观环境的不确定性，企业更倾向采用更灵活的用工形式以抵御风险。在成熟的用工市场，代理用工业务的波动幅度显著高于 GDP 波动幅度。以 2008 年经济危机为例，欧洲各国 GDP 下滑 6%，代理用工业务锐减 30%；随后 GDP 回暖，而代理用工业务实现了市场规模超 20% 增速的强势反弹。

图 10：成熟市场中 Agency Work 顺周期性明显



资料来源：WEC，天风证券研究所

图 11：美国 staffing 渗透率与失业率显著负相关



资料来源：美国劳工部，SIA，天风证券研究所

备注：依据美国劳工部统计口径，渗透率=临时支持服务人数/整体非农人数

## 1.2. 政策经济人口文化四重共振，加速人力资源服务蓬勃向上

根据 SIA 协会的 History Of Staffing Industry 报告，全球人力资源行业的发展可分为以下几个阶段，**起步期**：①1840-1940：**人服行业滥觞，主要满足用工需求**。人服行业的起源可追溯到 19 世纪，在英国最早出现了为富人家庭雇佣家政人员的中介服务；19 世纪末，美国私人职业介绍所兴起，为铁路、矿业、轮船公司等重工业有偿推荐员工。②1940-1950：**发达国家领跑，业务趋于科学化现代化**。二战后，为了解决战后退伍士兵的工作问题和企业员工短缺问题，美国中西部和英国的人服业务需求旺盛；伴随着女性解放运动的兴起，更具有现代意义的人力资源服务机构出现，人力资源管理科学方法论开始萌芽。

**波折发展期**：③1950-1970：**业务繁荣发展，成为全球性行业**。受益于欧美国家经济繁荣发展，劳动力市场供不应求，人力机构不断扩大业务范围和地理范围，从市场较为成熟的北美、欧洲，逐步拓展到南美、亚洲和澳大利亚。④1970-1980：**经济危机诱发需求，行业竞争格局多元化**。两次石油危机爆发，用工灵活性重要性凸显，人力资源咨询业务和薪酬管理服务重要性上升。同时，微型计算机的使用赋能业务发展。⑤1980-1990：**计算机科技发展，顺势扩大业务范围**。计算机科技蓬勃发展，企业对电脑的使用激增，人力资源公司迎合市场需求，开展临时程序员、系统分析员、计算机工程师招聘与派遣业务；



**改革创新期：⑥1990-2000：在线招聘业务兴起，MSP 模式大受欢迎。**人力资源在线招聘业务兴起，Monster.com1999 年每月独立访客达 250 万；MSP 业务模式开展，深受体量大、招聘供应链复杂的大企业欢迎。**⑦2000-2010：行业内并购整合提速，外包热潮与自由职业平台兴起。**互联网泡沫崩溃，IT 人员配备业务规模锐减；萨班斯法案颁布，财会人员需求激增。大型人力资源服务机构加速收购，外包浪潮盛行。**⑧2010 年至今：“零工经济”兴起，科技催生新业务形态。**自动化、人工智能、大数据和区块链等为行业带来更多可能性，巨头加速新兴业务布局。

表 2：全球人力资源行业发展史

时间	历史背景	事件
1840-1940	第二次工业革命后，电气时代来临，现代工业体系形成并逐渐完善，铁路、矿业、轮船公司等重工业兴起，对劳动力需求增加，劳动力市场中介机构兴起。同时打字机的广泛运用，使得速记员、打字员等行政性行业劳动力需求旺盛	1845 年 King Street Registry 成立，提供家政人员雇佣服务； 1893 年 Engineering Agency 创办，提供会计、工程人员的雇佣服务； 1926 年 Thorndike Deland 创办管理咨询公司，从事高管猎头业务； 1929 年 Workman Calculating Services 创办，雇佣家庭妇女使用计算器为客户清点库存；
1940-1950	二战后士兵复员，人事管理学科出现，女性解放运动、战后经济恢复为人力资源服务行业创造了发展的沃土，美国中西部和英国伦敦的人服业务蓬勃发展	1940 年 H.L.Yoh 成立，提供专业、高技能人员的派遣服务； 1946 年 Russell Kelly Office Service 成立，聘用员工为客户提供服务； 1948 年 Brook Street Bureau 成立，是首个在伦敦上市的职业介绍所；Manpower 成立，向律师事务所提供簿记员、速记员和打字员； 1949 年 ASB（后来的 Randstad）在荷兰成立，提供行政人员、农业部门和邮件处理业务的临时工；
1950-1970	欧美经济繁荣发展创造更多就业机会，劳动力市场供不应求，人力资源服务机构不断扩大业务范围、创新业务形式，并开始拓展海外业务，人力资源服务行业成为全球性行业	1951 年美国财政部规定人力资源服务公司是备案的雇主，确定了该行业的合法地位；Olsten、CDI Corp、Snelling Staffing Services 等美国人力机构相继成立；Blue Arrow、Reed、Hays 等英国人力机构成立； 1957 年 Adia 在瑞士成立； 1960 年 Recruit Group 在日本成立，从事应届毕业生招聘广告业务； 1963 年 Manpower 在智利开展业务，1974 年 Manpower 一半以上的盈利来自美国以外的分公司；
1970-1980	1973 年和 1978 年两次石油危机导致经济衰退，企业希望削弱用工成本；微型计算机开始被应用于人力机构	1975 年人力机构引入微型计算机，完善前台销售与后台办公系统； 1975 年 Parker Pen Company 以 2820 亿美元收购 Manpower 80% 股份； 1979 年北京外企人力资源服务有限公司成立；
1980-1990	欧美国家改革，经济发展向好；IBM 发布第一台使用微软 MS-DOS 操作系统的个人电脑，1984 年推出 AppleMac	Express Employment Professionals（1983）、Synergie（1984）、Employbridge（1985）、ASGN（1985）、TrueBlue（1985）、Robert Walters（1985）和 SThree（1986）等人力资源服务机构相继成立； 1987 年 Blue Arrow 通过杠杆收购 Manpower；
1990-2000	苏联解体，部分国家放开劳动力市场管制；1991 年，欧洲核子研究中心公布万维网项目，互联网的到来开启了人力资源机构全新的业务范畴；1992 年广泛适用于 IT、营销的“外包”概念被引入人力行业中，MSP 业务模式开展	1995 年求职搜索数据库 The Monster Board 在美国成立； 1996 年美国求职网站 <a href="http://www.dice.com">www.dice.com</a> 上线； 除美国外，其他国家也兴起了在线求职业务，如 1993 年成立于英国的 Jobserve、1996 年成立于德国的 Steptone、1997 年成立于澳大利亚的 SEEK； 1996 年 Adia 和 Ecco 合并为 Adecco； 1999 年 Vedior 以 18 亿美元收购英国派遣机构 Select Appointment；
2000-2010	互联网泡沫崩溃，IT 人员配备业务规模锐减；人力资源机构间的收购整合提速；外包和自由职业平台兴起。	大型收购方面：2000 年 Adecco 收购 Olsten；2004 年 Manpower 以 4.88 亿美元收购 Right Management；2007 年 Randstad 以 48 亿美元收购荷兰同行 Dutch peer Vedior，一举跃居全球第二大人力机构； 业务方面：2005 年 Venky Harinarayan 构思并发布首个人才众包在线平台 Mechanical Turk；2005 年中国企服平台猪八戒成立；

2010-至今 “零工经济”兴起；人工智能、大数据、VR、IoT、区块链等新兴科技的发展为“零工经济”布局；2010年自由职业者平台 FIVERR、WorkMarket 成立；2013年高端自由职业者平台 Upwork 成立；2016年 Randstad 收购 Twago；2017年 TrueBlue 推出 Jobstack，Adecco 与微软合作推出 Yoss；2018年 Kelly 投资 BTG；

人力资源服务行业变革带来更多可能

员工解决方案生态系统：2016年 Randstad 以 4.26 亿美元收购 Monster；Randstad 成立创新基金研究新技术，Adecco 成立 Adecco Group X，Recruit 在美国硅谷成立 Recruit Strategic Partners。

资料来源：SIA，天风证券研究所

根据莫荣的《中外人力资源服务业比较研究》，政策是驱动人力资源行业发展的内在动因。十九世纪末，由于新兴的私营职业介绍机构存在贩卖人口、强制劳动、剥削劳工等现象，1919年国际劳工组织制定《失业公约》和《失业建议书》，禁止私营职业介绍机构开展业务。此后由于私营职业介绍机构有助于弥补公共就业服务的缺陷，对劳动力市场意义重大，1933年国际劳工组织通过《收费职业介绍所公约》，对私营职业介绍机构的限制松动；1949年修订《收费职业介绍所公约》，各成员国可以自行制定政策，并对私营职业介绍机构加以监督。此后，各国逐步完善对私营派遣机构的政策规定与法律框架，私营机构逐渐合法化并快速发展，如 1951年美国财政部规定人力资源服务机构是有备案的雇主，确定了该行业的合法地位。1997年，国际劳工组织大会通过《1997年私营就业服务机构公约》，承认私营就业服务机构对劳动力市场的积极作用，鼓励发展。

《劳务派遣法》的出台与修订完善极大激发了日本派遣市场的发展。日本传统的雇佣制度是终身雇佣制，企业倾向于招聘应届毕业生，在企业内部投入大量成本培训员工。1947年，日本颁布《职业安定法》，为保障就业稳定性，禁止派遣外包制度。六十年代中期，日本对外贸易繁荣，翻译员、话务员、打字员的需求大大增加，美国 Manpower 公司瞄准这一商机，1966年在日本成立分公司，把劳务派遣这一雇佣模式引入日本。二十世纪后半叶，面临两次石油危机、日元升值、贸易摩擦等诸多挑战，日本出现了劳动力过剩、资本过剩、商品过剩的情形，由于传统终身雇佣企业无法随意解雇员工，用工成本过高，临时工的使用日益普遍，传统雇佣制度逐渐瓦解。1986年，为适应经济形势和劳动力市场发生的转变，日本制定《劳务派遣法》，劳务派遣业务开始合法化。随后，日本政府对《劳务派遣法》进行了多次修订：逐渐取消派遣工种的限制，放宽时间限制，加强对派遣员工的权益和福利保障。

表 3：日本劳务派遣法颁布和修订历程

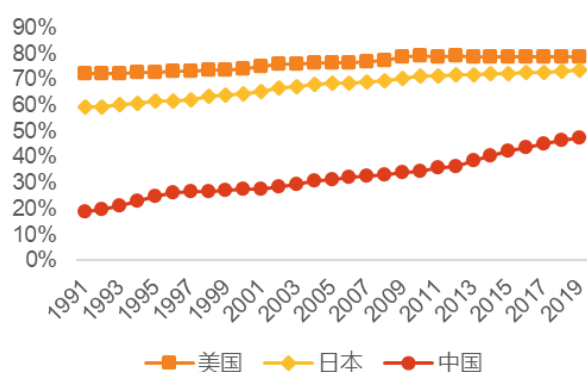
时间	事件
1986	国内外经济社会环境变化，《劳务派遣法》出台，允许 13 个工种的派遣活动（1996 年扩展为 26 个工种），派遣员工仅限于具有特殊技能的专业劳动者，对派遣期限做了严格规定
1999	《劳务派遣法》修订，立场从“原则禁止”转向“原则自由”，服务领域扩大到普通临时劳动者，对于原先规定的 26 个工种，派遣时间限制为 3 年，其余工种为 1 年
2004	《劳务派遣法》修订，放宽派遣时间限制，取消对原先规定的 26 个工种的派遣时间限制，其余工种派遣时限从 1 年延长至 3 年
2007	《劳务派遣法》修订，提高派遣员工的卫生和劳动保障
2012	《劳务派遣法》修订：①原则上禁止派遣不满 31 天的日雇型业务；②在劳动者离职的一年内，禁止派遣公司将其派遣到原工作单位；③强制派遣机构公开收入、佣金率、对员工的教育训练费等信息
2015	《劳务派遣法》修订：①废除申报制和许可制的二元化，统一实行“许可制”，在许可制度下，派遣公司必须对派遣员工提供职业发展支持，提供系统的职业培训和咨询服务；②统一派遣时限，所有工种时限均为 3 年；③规定派遣公司有义务保障派遣员工的稳定就业
2020	修订《劳务派遣法》，引入“同工同酬”相关规定，如果工作内容相同，则不论雇用类型如何，均应当支付相同数量的工资

资料来源：莫荣的中外人力资源服务业比较研究，天风证券研究所

**经济转型提档，第三产业崛起提高对人力资源行业的需求。**经济发展的过程中也伴随着产业结构的调整，美国在 1978 年人均 GDP 首次超过 1 万美元，达到 10,563 美元，其后第三产业就业人数占比从 1980 年的 66% 提升到 2019 年的 79%。日本在 1981 年人均 GDP 超过 1 万美元，达到 10,361 美元，其后第三产业就业人数占比从当年的 55% 提升至 2019 年的 72%。产业结构转型过程中，一方面需要大量的服务型劳动人口支持，另一方面，经济由提速走向提质，也会加大对中高端人才的需求，这些都提高了对人力资源行业的需求。

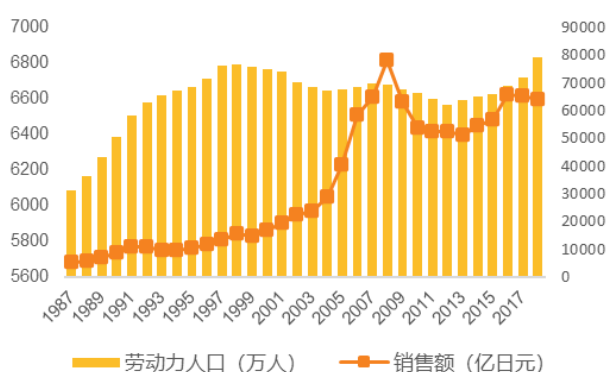
**人口红利消退，用人成本上升推动用工灵活化。**日本人口老龄化问题严重，自上世纪 70 年代起出生率下降，1993 年开始人口出现负增长，劳动人口数及劳动人口占比均下滑。与此同时，派遣市场规模从 1987 年的 5032 亿日元增长到 2008 年的 7.8 万亿日元，复合增长率为 14%。在行业规模快速扩张的过程中，跑出了 Recruit、MEITEC、Persol、TechnoPro 等优质人力资源企业。

图 12：美国、日本第三产业就业人数占比显著高于中国



资料来源：美国劳工部，日本统计局，中国统计局，天风证券研究所

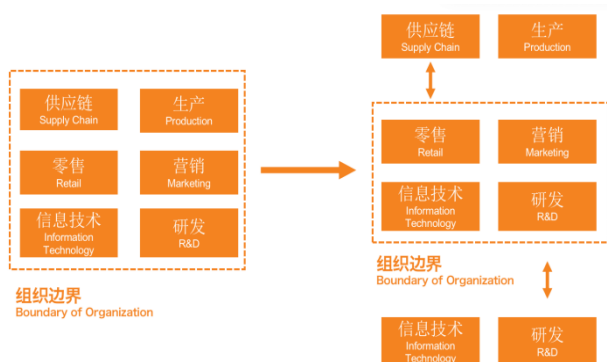
图 13：日本劳动力人口变化与派遣市场规模



资料来源：日本统计局，日本人才派遣协会，天风证券研究所

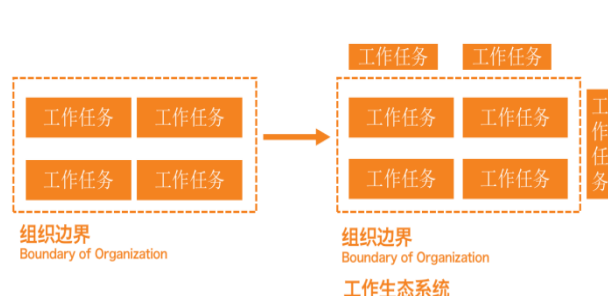
**组织形态的转变和文化潮流的趋势加速灵活用工蓬勃向上。**从历史发展进程来看，组织化工作并不是天然发生的，而是人类希望在组织中寻找保障的生存需求所驱动的。狩猎时代和农业时代时期，为应对艰苦的自然生存环境，人类加入群体团体作战。工业时代，为提升生产效率，形成组织、为一个组织工作、精细化分工成为社会主流。如今步入信息时代、生物科技时代，物质资源的极大丰富使得人类的生产和生活方式发生了翻天覆地的变化，工作的性质也发生了变革，企业的边界正在日益模糊，去组织化进程日益明显。

图 14：工作任务和企业组织正在分离



资料来源：John Boudreau, Ravin Jesuthasan 《未来的工作：传统雇用时代的终结》，天风证券研究所

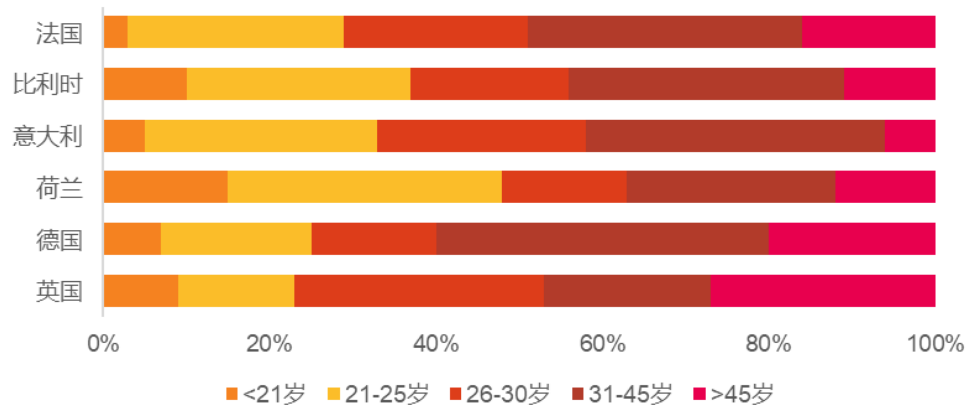
图 15：工作生态正在发生改变



资料来源：John Boudreau, Ravin Jesuthasan 《未来的工作：传统雇用时代的终结》，天风证券研究所

**派遣员工趋向年轻化，注重工作灵活性。**根据 Eurociett 统计，在除德国外的欧洲国家，30 岁以下派遣工作者超过一半。在荷兰、比利时和意大利，25 岁以下的机构工作者比例尤其高，分别为 46%、37%和 33%，派遣工作对于促进学生和年轻劳动者就业发挥了重要作用。ASA 调查结果显示，美国 97%的受访者表示，工作的灵活性对他们而言很重要。近年来，FIVERR、UPWORK 等自由职业者服务交易在线平台的兴起，将服务商品化，通过类似电子商务交易的搜索、查找和订购流程，自由职业者实现工作技能的高效变现，探索灵活工作形式的无限可能。

图 16：欧洲六国派遣员工年龄分布



资料来源：Eurociett，天风证券研究所

## 2. 复盘欧美日人力龙头变迁之路，百舸争流奋楫者先勇进者胜

### 2.1. Adecco/Manpower/Randstad/RHI：传统外包企业踏准时代契机，90年代营收与估值齐飞

人力资源行业的发展始于美国福利制度发展及欧洲零工政策放开的时代契机，美欧传统人服龙头的成长史对我国具有一定的借鉴意义，以下主要对 Adecco/Manpower/Randstad/RHI 四家公司进行分析总结。

- **人力行业先发优势显著，四家公司起源于发达国家，历史悠久。**从成立时间看，Manpower 与 RHI 都成立于二战之后不久；Adecco 的前身 Adia 于 1957 年在瑞士创立，Ecco 于 1964 年在法国创立，1996 年合并更名为 Adecco；Randstad 成立于 1960 年。人力行业与经济成熟度密切相关，四家公司都起源于发达国家，且受经济周期影响大。2020 年受疫情影响，Adecco/Manpower/Randstad/RHI 的营收总量分别同比下滑 -17%/-14%/-13%/-16%。
- **Staffing 业务均为营收大头，轻资产运营模式带来较好收益率。**从业务结构看，Adecco/Manpower/Randstad/RHI 的 Staffing 业务收入占比分别为 84%/88%/49%/73%，其他业务包括 Permanent Recruitment、RPO、MSP、Consulting & Training 等。Adecco/Manpower/Randstad 的利润率水平相似，近年来毛利率保持在 15%-20%之间，净利率保持在 2%-3%之间，ROE 水平均在 15%-20%之间。RHI 的 ROE 水平远高于同行，主要由于其净利率水平较高。RHI 主要面向中小企业，且会计类/技术类工种占比较高，收取的服务费价差较高，毛利率水平较高。
- **国际化布局打开增量市场，欧洲和北美为大本营。**从地域分布看，Adecco 主要集中在法国和北美，两地合计占比 42%，20 世纪 70 年代 Adia 开始海外扩张；Manpower 超四成营收集中在南欧，1956 年开始进军海外市场；Randstad 北美/法国/荷兰的三地营收占比合计接近一半，1967 年业务已遍布四个国家；RHI 美国营收占比为 77.5%，1973 年在伦敦开设第一家办事处。

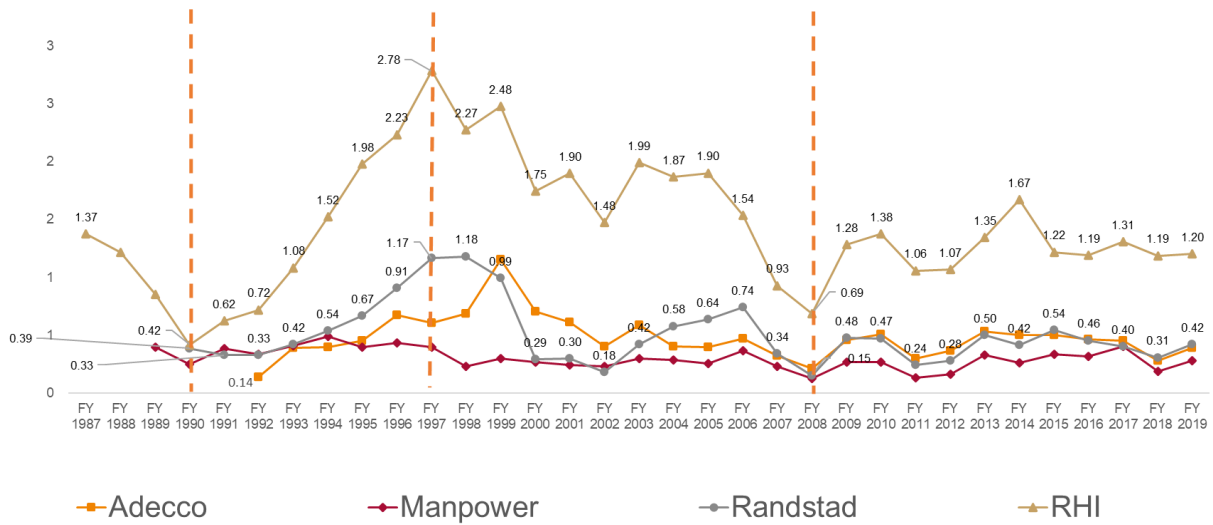
表 4: Adecco/Manpower/Randstad/RHI 公司概况

	Adecco	Manpower	Randstad	RHI
成立日期	1996 合并( 1957 年 Adia 创立;1964 年 Ecco 创立)	1948 年	1960 年	1948 年
国家	瑞士	美国	荷兰	美国
市值	106.20 亿美元	67.76 亿美元	135.63 亿美元	101.47 亿美元
收入	234 亿欧元, 毛利率 19%	209 亿美元, 毛利率 16%	237 亿欧元, 毛利率 20%	61 亿美元, 毛利率 42%
利润	7.3 亿欧元, 净利率 3.1%	4.7 亿美元, 净利率 2.2%	6.1 亿欧元, 净利率 2.6%	4.5 亿美元, 净利率 7.5%
收入结构				
5 年平均调整 ROE	20.6%	18.3%	17.1%	36.0%
应收账款周转天数	68	92	61	49
外包员工	60 万人	外包员工与自有员工共计 2.5 万人	64.9 万人	20.6 万人
自有员工	3.5 万人		3.83 万人	1.6 万人
地区分布				

资料来源: 彭博, 天风证券研究所 (注: 市值数据截止 2021 年 5 月 6 日, 其余数据均采用 FY2019)

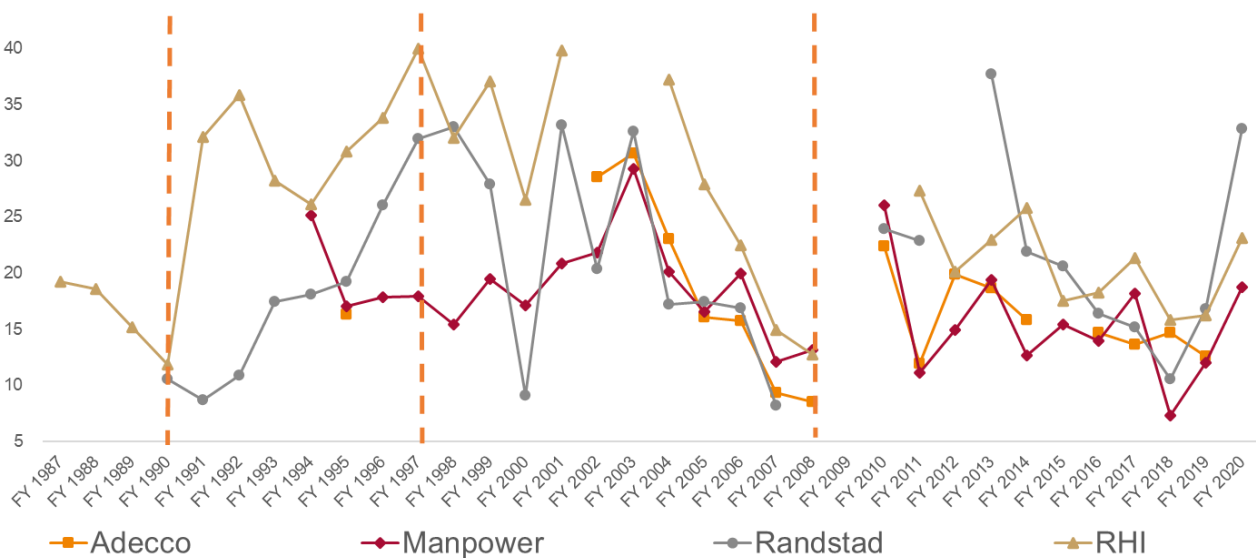
20 世纪 90 年代前后为欧美人服行业发展黄金期, 营收和估值齐飞。由于净利润波动较大, 此处采用 PS 进行历史复盘: ①1990 至 1997 年为估值抬升期, 行业需求旺盛, 政策逐步完善, Adecco/Manpower/Randstad/RHI 规模提升, 收入的年均复合增长率分别为 28.9%/13.2%/15.7%/26.7%, 1997 年的 PS 分别为 1990 年的 4.4/1.6/3.0/6.7 倍 (Adecco 为 92 至 97 年数据)。②伴随着 2000 年的互联网泡沫和 2008 年的金融危机, 强周期的人力行业整体估值步入波动下行期, Adecco/Manpower/Randstad 的 PS 回归到 0.5 以下, RHI 回落到 1.3 倍左右, 1998 至 2008 年四家公司收入的年均复合增长率分别为 8.8%/9.3%/12.8%/9.9%。③2009 年之后, 行业步入稳态期, 2009 至 2019 年四家公司收入的年均复合增长率分别为 4.7%/2.7%/6.7%/7.2%, 四家公司的 PS 维持相对稳定。

图 17: Adecco/Manpower/Randstad/RHI 的 PS 估值变化



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 18: Adecco/Manpower/Randstad/RHI 的 PE 估值变化 (剔除异常值年份)



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

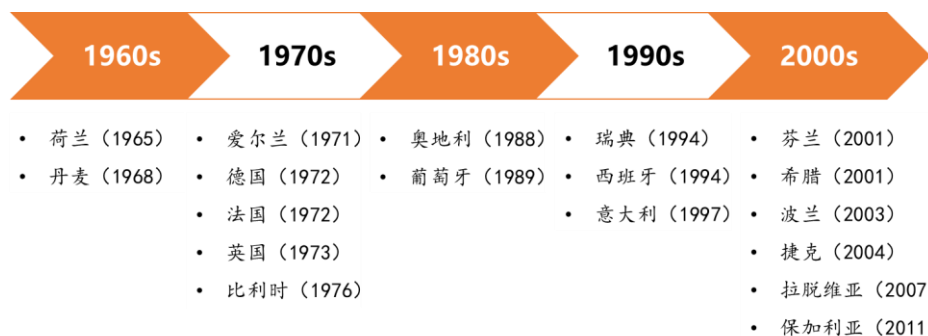
复盘四家龙头的成长史, 我们认为: 时代契机为人服龙头提供了成长发展优渥的土壤, 踩准时代节点对于人服企业抢占客户高地十分关键; 技术是企业打造核心竞争力, 提升运营效率和客户服务体验的重要手段; 并购是龙头拓展业务和市场最具性价比的方式。

①二战后经济复苏, 伴随着产业结构变化、政策制度变化, 临时雇员成为公司规模快速扩张中更为经济的选择, 龙头公司踩在时代节点上, 顺势茁壮成长。

欧洲大多数国家起初认为临时雇员会对长期雇员制度产生威胁, 政府对临时雇员持限制性态度。随着机构的斗争, 欧洲各国逐渐放松部分限制, 给予私营派遣机构更高的经营自由, 并主张通过社会对话和集体谈判加强对派遣员工的保护。各国从二十世纪中期开始立法, 允许劳务派遣业务开展, 至 90 年代逐渐形成三种法律模式: 自由型--劳务派遣和其他形式的就业形式无分别, 以通用的劳动法律和商业法律加以管制, 不额外立法, 以英国、爱尔兰和芬兰为例; 半约束型--对劳务派遣机构额外立法, 对派遣员工与其他劳动者不做额

外区分，以奥地利、德国、荷兰和西班牙为例；约束型--对派遣机构和派遣员工都有单独立法，以比利时、法国、意大利和葡萄牙为例。

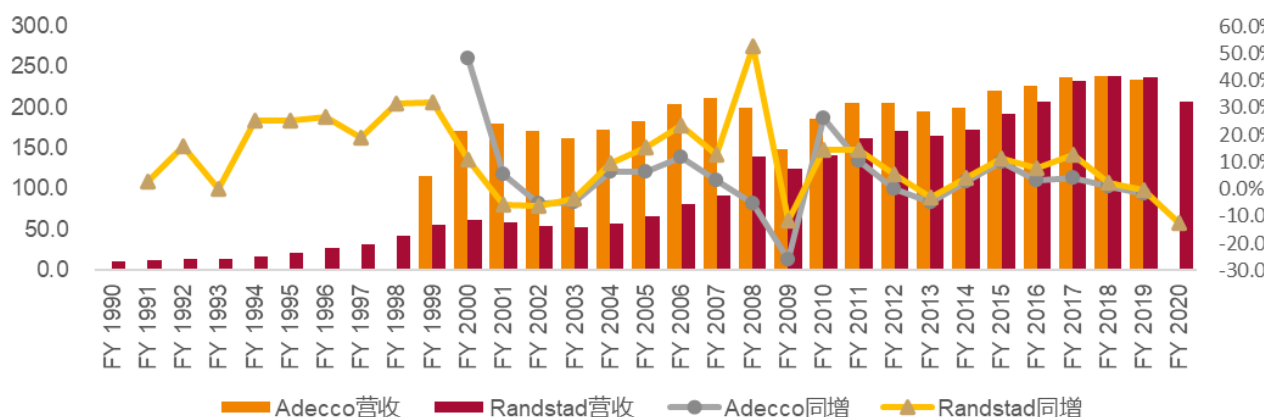
图 19：欧洲各国劳务派遣合法化立法进程



资料来源：Eurociett，天风证券研究所

Adecco、Randstad 顺欧洲人服行业自由化之风成长。20 世纪 60 年代，荷兰人服行业限制逐步放开，1965 年临时雇佣合法化，Randstad1960 年在荷兰成立。Adecco1996 年成立，由 1957 年在瑞士成立的 Adia 和 1964 年在法国成立的 Ecco 合并而成。90 年代约有 2% 的荷兰工人是临时工，为德国的 4 倍多，同期西班牙、意大利等国才逐步放开对临时雇员的法律限制，给予了 Adecco 和 Randstad 良好的积累经验和抢占市场的时机。

图 20：Adecco 和 Randstad 的主营业务收入（亿欧元）与增速（%）

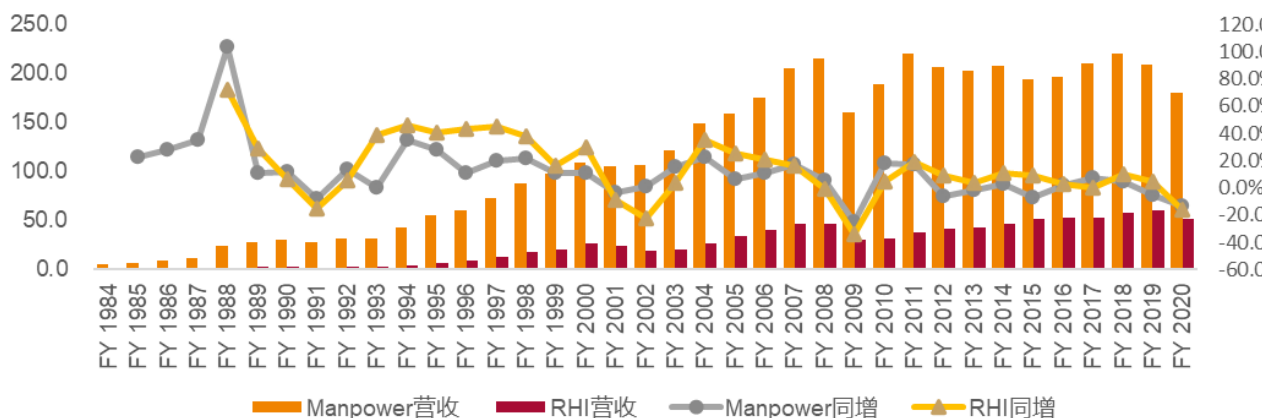


资料来源：彭博，天风证券研究所

二战后劳动力短缺为临时雇佣机构带来发展机遇，Manpower 和 Robert Half 均于 1948 年在美国成立。1956 年，Manpower 在品牌效应渐显后，开始采用加盟授权经营的方式，加速规模扩张。19 世纪 60 年代，美国总统约翰逊提出“伟大社会”计划和“向贫困宣战”的口号，出现了第二次社会立法浪潮。1980 年，美国社会福利制度逐步被推向巅峰，雇主使用临时雇员的性价比远高于长期雇工。Manpower 在此历史背景下，营收从 1976 年的 3 亿美元增长至 1990 年的 35 亿美元，年均复合增长率为 19%。

信息化浪潮和萨班斯法案的落地为 RHI 打开成长空间。RHI 的创始人 Bob 与 Maxine Half 曾负责大型纺织制造企业的会计人员招聘工作，进而发现市场上缺少针对财会行业的专业人力资源服务提供商。90 年代中期，伴随着信息化浪潮，IT 专业领域人员需求旺盛，并且雇佣周期较长，利润率较高。RHI 分设出 RHI Consulting 板块，专门向客户提供系统分析师、计算机工程师和其他信息技术专家。2002 年《萨班斯法案》法案颁布，强化美股上市公司信息披露、公司治理、内部控制等责任，高技能专业性人才（会计、风控、IT 等）需求爆发，2004 年至 2007 年 RHI 收入的年均复合增长率为 20%。

图 21: Manpower 和 RHI 的主营业务收入 (亿美元) 与增速 (%)

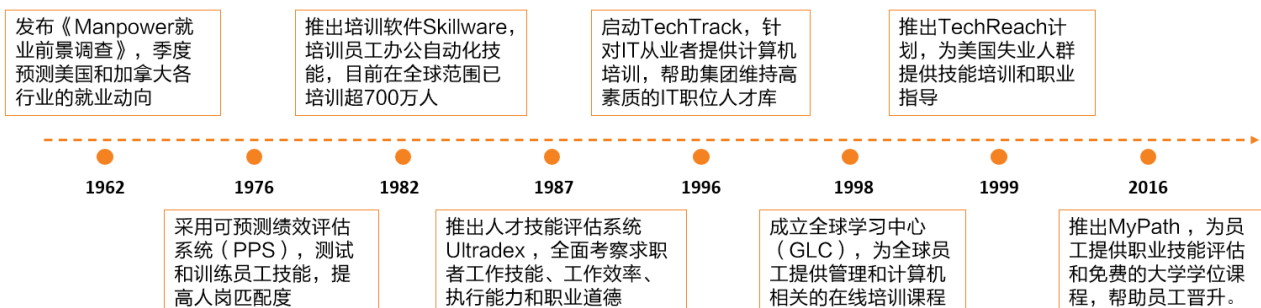


资料来源: 彭博, 天风证券研究所

②内生方面, 四家龙头重视技术投入和软件开发, 将数字化作为战略重点之一。Randstad 近两年的资本支出主要用于对软件开发的持续投资, 2019 年资本支出 1.22 亿欧元, 2020 年为 1.06 亿欧元; Manpower 近三年用于软件开发的资本支出分别为 560 万美元 (2018 年)、200 万美元 (2019 年) 和 1400 万美元 (2020 年); 2020 年, Adecco 的总资产中, 拥有计算机设备 16.2 亿欧元、资本化的软件资产 63.4 亿欧元; Robert Half 于 2020 年投入 4700 万美元用于完善软件和科技架构, 其中 3300 万美元用于云计算相关项目, 为公司未来增长奠基。

Manpower 多项技术开创行业先河, 创新推动效率提升; 重视员工技能培训, 关注员工个人职业发展。上世纪 70 年代末, Fromstein 出任 manpower CEO, 奠定了公司重视技术投入和员工技能培训的基因。1978 年, Fromstein 带领 Manpower 投资 1.5 千万美元于 Skillware 计算机培训计划, 1982 年推出, 帮助临时雇员熟络客户公司的工作流程, 提高工作效率。1987 年, Manpower 与 IBM 协议建立分支机构。Jeffrey A. Joerres (1999 年-2015 年) 上任后, 把原有绩效测评等软件升级标准化为业务板块 (Professional), 将服务对象从员工扩大到客户。持续的技术投入和培训产品输出, 大幅改善营运效率的同时, 也有利于维护优质的候选人数据库资源和客户资源, 为后续业务拓展奠定基础。

图 22: 万宝盛华集团持续输出技术&培训产品



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2000 年后迎来数字化信息浪潮, 三家公司加强科技投入, 数字化转型提速。从私人电脑的普及、到互联网时代降临, 再到如今人工智能、大数据、VR、区块链等新兴科技的发展, 为人力资源服务行业带来机遇与挑战, 线上平台容纳海量信息, 智能识别实现高效匹配,



各大龙头加速技术布局。

**Robert Half：响应互联网变革促业务效率，数字系统助力行业洞察。**二十世纪九十年代，互联网项目推进并普及，发达国家在线求职网站兴起。据《International Directory of Company History》资料，RHI 的执行主席 Messmer 在美国在线招聘网站 Monster.com 上发布招聘信息，改变 RHI 传统的线下经营方式；投资 4400 万美元，改善集团各分支机构之间的通信网络，为所有员工提供计算机及互联网访问权限，加强集团内部沟通，促进工作效率。**数字系统附带研究属性，打造品牌效应：依靠自身业务优势，打造富有声誉的研究机构。**①**面向机构及政府：**美国劳工部在编制《职业展望手册》时使用了 RHI 的国家和地区年度薪资指南（RHI 的会计和信息技术招聘指数为重要的招聘预测提供数据支撑）；②**面向个人：**RHI 定期对就业市场的各方面实际情况进行调查，并出具公开的研究报告，提供《薪资指南》、《行业未来就业趋势》等报告。

**Randstad：创办 RIF 创新基金激发商业前景，成立数字工厂加强业务支撑。**2014 年 RIF 创新基金（Randstad Innovation Fund）成立，战略投资人力资源服务初创企业，重点关注在线平台、大数据分析、机器学习等科技领域与人服业务的融合应用。秉承“Tech & Touch”战略，扶持 Allyo（在线招聘平台）、Brazen（虚拟面试平台）、Pymetrics（在线测培平台）、Wade&Wendy（职业管理平台）、Alice（薪酬管理平台）等创新人服技术项目，挖掘新时代商业机会，构建技术驱动后备力量。**2017 年成立数字工厂（Digital Factory），围绕企业运营中存在的问题提出最快最优的科技解决方案。**荷兰总部的数字工厂作为整个工厂的中央指挥中心，波兰工厂专注于应用程序接口（Application Programming Interface）的进化，葡萄牙工厂专注于移动客户端的完善，比利时工厂专注于大数据和算法的更新。通过内部数据汇总、外部人力资源市场调研数据，及 Monster 在线平台数据，形成庞大的人服行业数据库（包括薪资水平、员工敬业度、营业额、采购额等数据），基于敏捷精益的方法及较短的开发周期，高效加强公司内部技术支撑。2017 年，任仕达创新基金（RIF）与任仕达数字工厂（digital factory）荣膺 HRoot“人力资源服务创新大奖”。

表 5：RIF 创新基金技术投资项目概览

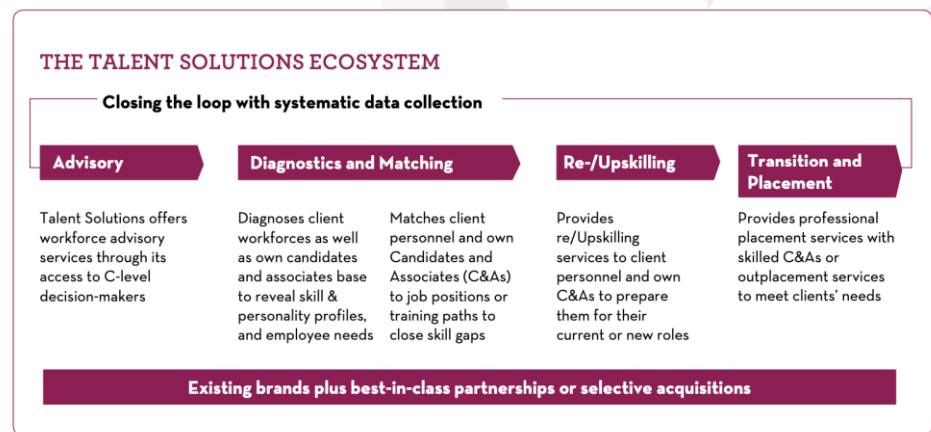
投资项目	项目 LOGO	项目概述
Allyo		专注于自动化，优化大批量招聘的端到端工作流程，通过使用可定制的 AI、自然语言处理和机器学习，提高招聘团队效率
Brazen		利用定时的“多对一”聊天互动主持在线招聘和社交活动，基于文本渠道增加参与度，增加被动人才的转化率
gr8people		整合 CRM、招聘营销、招聘和入职，RPO 解决方案提供定制招聘工作流程，改善竞选、推荐和人才社区的候选人体验
Checkster		使组织能够通过自动参考检查及相关工具更好地选择人才，旨在通过增加工作适合度并降低雇用风险，来提高员工参与度
Crunchr		用于人力资源报告和劳动力分析的 SaaS 平台。通过整合、验证，并可视化数据，提供预测分析和学习功能，帮助用户将抓管需求落实为行动
Pymetrics		通过游戏化的心理测验评估，来寻找、吸引、分类/匹配候选人（评估教育背景以及认知和情感特征等软技能）
HackerRank		在线招聘社区和评估工具，通过编码挑战来寻找、排名、匹配顶级程序员
Wade & Wendy		开发全自动聊天机器人，使用 AI 与候选人和客户进行交互。帮助个人寻找求职机会，进行职业管理；协助 HR 选择、匹配候选人

Goodwall		作为高素质人才聚集地，打下一代移动优先的专业开发网络，指导青年人未来的收入和学习
ViDSigner		作为 SaaS 多通道电子签名平台，结合加密技术、生物识别技术，提高安全性。提供了基于区块链的一键式数字身份，简化用户入职及身份验证流程
Alice		连接雇主工资系统，监视员工的税前合格项目费用；员工可以节省育儿、拼车、停车等相关的费用
ZAPinfo		作为信息自动化和生产工具，帮助招聘人员和销售人员在 Web 上高效捕捉所需数据

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**Adecco：实施“Perform, Transform, Innovate”战略，优化流程运作，推动实际生产力的提高。**2017年起实施“执行-转型-创新”四年计划，旨在加强业务数字化，推动差异化发展和增长。①**布局在线招聘平台**：2017年，Adecco与技术公司Infosys合作，建立在线派遣平台Adia，采用机器学习算法，高效匹配灵活安置派遣员工，目前业务遍布奥斯汀、休斯顿、达拉斯、芝加哥、洛杉矶等美国城市；2018年，并购Vettery数字招聘平台，从事技术、销售和金融人才的在线招聘业务，2020年底收购Hired并与Vettery合并，构造全球最大的人工智能驱动招聘平台。②**将数字化战略贯彻到全球业务分部（GBU, Global Business Unit）的具体实践中。**Adecco GBU，技术平台助力高效匹配，通过在线平台实现派遣、外包业务的高效交付，在法国推出的“候选app”目前每月活跃用户超30万。**Talent Solutions GBU**，通过系统数据收集、分析支撑高效的人力资源集成解决方案，在2020年提供了1000万小时的技能提升培训，实现超过3万例职业安置和50万例职业转变。**Modis GBU**：专注认知技术、数字转换、云和基础设施、智能生态系统、工业4.0五大高科技行业，提供技术咨询、技术人才服务，并成立技术学院，目前已在日本、意大利、荷兰、美国建立技术学院，每年培训2000人。

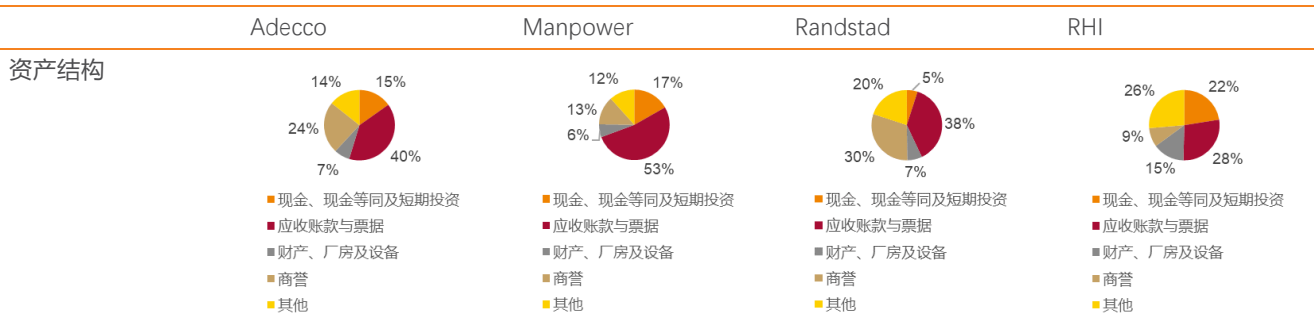
图 23：Talent Solutions GBU 集成解决方案流程



资料来源：公司年报，天风证券研究所

③人力行业为典型的轻资产运营模式，四家公司历史上均进行了多次收并购，2020年Adecco/Manpower/Randstad/RHI 商誉占总资产的比重分别为 24%/13%/30%/9%。

表 6: Adecco/Manpower/Randstad/RHI 2020 年资产结构



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

其中, Adecco 的诞生就源起于 Adia 和 Ecco 的并购, 1974 至 1996 年前身 Adia 收购了 85 家公司, 后续 Adecco 通过并购逐步壮大体量。Adecco 的运营及管理高度分散, 允许被并购企业以原有方式继续开展业务, 仅进行财务报告程序统一, 最大程度地保留了原有的品牌效应与资源。并购目的多样化, 如: ①拓展细分赛道, 加强业务板块实力: 1997 年, 收购 TAD Resources International, 加强技术和 IT 人员配置业务; 2000 年, 收购纽约 Olsten Staffing, 成为美国最大的招聘公司; 2010 年, 收购 MPS 集团, 成为专业人才配置的全球领导者。②异地扩张: 2004 年, 收购 People One Consulting, 开拓新兴市场印度; 2006 年, 收购 DIS AG, 在德国专业人才市场取得领导地位。③增强技术研发能力: 2017 年, 收购在线人才匹配平台 Vetterly, 该平台利用机器学习技术, 高效连接 BC 两端。另外, Adecco 还创办了 GrowTogether 风险投资, 年均投入约为 EBITDA 的 10%, 加强产业链上下游布局, 致力于提高生产效率。

Randstad 亦十分注重国际化战略布局, 1998 至 1999 年, 通过在美国、德国以及西班牙的收购, 国际业务营收翻倍。2007 年, 收购全球第四大综合性人服机构 Viedior, 排名跻身全球头部。2010 年后, 相继完成 FujiStaff Holdings 等近 20 个收购项目, 紧追 Adecco。2011 年, 收购 SFN Group, 成为北美第三大的 HR 服务提供商。2015 年, 收购就业安置分析服务公司 RiseSmart; 2016 年, 收购领先互联网招聘搜索网站 Monster Worldwide, 打入在线市场, 同年收购 Proffice、Obiettivo Lavoro、Careo、twago 和 Monster Worldwide。2017 年, 收购 BMC、Ausy, 加强欧洲的专业业务 (Professional Business)。

manpower 是四家企业中最早进军海外市场的 (1956 年), 2000 年以来加速全球扩张步伐, 小型并购较为密集。2005 年, Manpower 印度公司收购 ABC Consultants 的三个部门 (美国领先专业高管招聘公司), 实现印度业务翻一倍。2008 年, 收购 Clarendon Parker Middle East, 领跑中东就业服务市场。由于人力资源服务行业具有区域壁垒和职能壁垒, 一方面, 收购本地企业有利于公司尽快打开市场, 助力全球拓展; 另一方面, 收购专业职能领域的领先公司有利于公司抢占优质技术和候选人数据库, 加速全行业布局。

表 7: Manpower 重大并购事件概览

并购时间	并购公司	并购作用
1987 年	Brook Street Bureau	该公司专注于为办公室, 秘书和轻工业职位提供永久, 临时和合同工。此次收购代表了万宝盛华正式进入长期人员编制业务
2000 年	Elan Group	Elan Group, Ltd.是欧洲最大的独立 IT 人员配置公司之一, 并计划以 Elan 品牌合并其在欧洲的 IT 人员配置业务, 这次合并为 IT 人员配备行业中的泛欧洲领导者创造活力
2001 年	Jefferson Wells International	以 1.74 亿美元的价格收购了杰斐逊·韦尔斯国际公司, 该公司是一家快速成长的内部审计、会计、技术和税务服务的专业服务提供商, 位于密尔沃基, 在美国和加拿大设有办事处
2004 年	Right Management	以约 4.88 亿美元的价格收购了世界上最大的职业过渡和组织咨询公司 Right Management。该公司总部位于费城, 遍布 35 个国家/地区的 300 个服务地点的全球网络

	Consultant	和互联网
2005 年	Manpower India 收购 ABC Consultants 公司的三个部门	万宝盛华印度公司收购了美国领先的专业高管招聘公司 ABC Consultants 的三个部门，成为永久性安置服务的明确市场领导者
2008 年 1 月	Clarendon Parker Middle East	使万宝盛华中东成为该地区就业服务的明确市场领导者，业务遍及阿拉伯联合酋长国，巴林，科威特，卡塔尔和沙特阿拉伯。迄今为止，万宝盛华已在 80 个国家和地区开展业务。
2008 年 3 月	Vitae 和 CRI	收购了 Vitae (领先的专业招聘公司)，该公司在荷兰设有 10 个分支机构；CRI 是一家总部位于洛杉矶的领先的招聘流程外包服务提供商。
2010 年	COMSYS IT	COMSYS IT Partners Inc.对 Manpower Professional 原有的大量专业人才和解决方案功能进行了补充
2011 年	Proservia	法国 IT 外包业务的领导者
2015 年	ATOS	万宝盛华法国分公司 Proservia 通过收购 Atos 台式和最终用户支持服务进一步扩展了 IT 产品组合。
2015 年	Greythorn	收购 Greythorn (专注于技术和金融的领先专业服务和招聘公司)，扩大了亚洲在技术和金融领域的能力。 格雷索恩 (Greythorn) 成为澳大利亚人力集团 (ManpowerGroup Australia) 的全资子公司，以 Experis 品牌经营。
2015 年	7s 集团	收购德国 7S 集团，提高了在德国市场的劳动力解决方案能力，进一步扩大了其在专业领域、咨询和外包服务领域的解决方案范围。
2016 年	Ciber 荷兰、挪威	收购作为 IT 解决方案和人才派遣服务商的 Ciber，加强原有业务板块
2017 年	Ciber 西班牙、Event Elite	收购作为 IT 解决方案和人才派遣服务商的 Ciber，与作为香港营销和外包企业的 Event Elite，加强原有业务板块

资料来源：公司年报，公司官网，天风证券研究所

与 Manpower 类似，Robert Half 早期亦采用特许经营权打法，通过加盟商的杠杆实现迅速扩张，1985 年已有 150 个独立的 Accountemps 连锁店。1986 年开始回购特许经营权战略，1990 年在纽交所上市后，迎合市场需求变化，大力开拓发展细分赛道。**另外，由于其岗位工种的专业化程度较高，RHI 与各行业协会联系密切，影响力突出。**Robert Half 与 AICPA (注册会计师美国研究所)、FEI (国际金融高管) 等结成战略联盟，赞助 APA (美国薪资协会)、Enactus (基于企业项目将学生、学术界和企业领导者联系起来的国际组织)，支持 AFWA (会计和金融妇女联盟)、ACC (公司法律顾问协会) 等，为协会及组织成员提供奖学金、培训课程，联动招聘和求职资源等。

表 8：RHI 细分赛道发展与并购扩张历程

时间	并购事件/细分赛道拓展	事件影响
1991 年	推出 Office Team	为办公类临时雇佣业务专设板块
1992 年	收购 The Affiliates	收购法律人才招聘服务公司，启动法律部门
1993 年	推出 Robert Half Legal	为律师、律师助理法律行政、法律秘书等专业人士业务板块专设子公司
1994 年	推出 Robert Half Technology	为信息技术专业人员业务板块专设子公司
1997 年	推出 Robert Half Management Resources	为会计、金融领域高级项目专业人员业务板块专设子公司
1998 年	推出管理资源品牌	拓展管理人力资源服务细分赛道
1999 年	推出 The Creative Group	为互动媒体、设计、营销、广告和公关领域创意专业人员业务板块专设子公司

2002 年	成立子公司 Protiviti	进军业务咨询及内部审计细分市场
2012 年	收购 SusQtech, Microsoft Share Point 技术服务商	加强技术核心竞争力
2015 年	收购 Decision First Technologic, 商 业智能解决方案提供商	推进 RHI 数字化进程

资料来源：公司年报，公司官网，天风证券研究所

## 2.2. Recruit：丝带模型链接 BC 两端，打造广深信息服务平台

Recruit 是全球领先的综合人力资源服务商，以为社会创造更多价值为愿景，致力于成为全球领先的人力资源匹配平台。FY2020 营业收入达 2.4 万亿日元，全球拥有 366 家子公司，业务遍及亚洲、欧洲、北美和澳大利亚市场。Recruit 横向打造信息中介平台，涵盖衣食住行等日常生活消费各个领域；纵向，在日本大力发展人力服务，并通过海外兼并收购，在全球范围内提供在线招聘、派遣外包、RPO、MSP 等综合服务。

Recruit 内部建立人力资源科技( HR Technology )、媒体和解决方案( Media & Solution )、劳务派遣( Staffing )三大战略业务单元：①HR Technology 由在线招聘平台 Indeed ( 2012 年收购 ) 和 Glassdoor ( 2018 年收购 ) 组成。②Media & Solution 由 Marketing Solutions 和 HR Solutions 两部分组成，其中 Marketing Solutions 在日本国内搭建互联网信息平台，涵盖房地产和住房 ( SUUMO )、婚庆 ( Zexy )、旅行和住宿预订 ( Jalan )、餐饮 ( HotPepper Gourmet ) 和美容 ( HotPepper Beauty )、汽车 ( Car Sensor )、教育 ( Study Sapuri Shinro 和 Study Sapuri ) 等领域；HR Solutions 负责招聘就业服务、咨询服务等。③Staffing 提供临时人员外包等相关服务，包括日本国内和全球两个部门。

表 9：Recruit 业务总览

SBU 及总部	分部	子公司	品牌和服务
HR Technology ( RGF OHR USA, Inc. )	服务全球客户的 在线招聘平台	Indeed, Inc.	Indeed：通过招聘广告来帮助雇主招聘雇用人才
		Glassdoor, Inc.	Glassdoor：将职位空缺与用户分享的数百万条评论、薪资待遇、见解相结合，提高求职透明度
Media & Solutions ( Recruit Co., Ltd. )	Marketing Solutions：通过 网络平台和杂志，为消费者提供 餐饮、旅游、房地产买卖、二 手车买卖等市场消费信息；为中 小企业客户提供商业解决方案	Recruit Sumai Company Ltd. ;	SUUMO：杂志和网络平台，提供房屋购买、销售、租赁、装修商家信息
		Recruit Marketing	Zexy：杂志和网络平台，提供婚礼场馆、服饰、礼品、珠宝商家等信息，并提供定制婚礼服务
		Partners Co., Ltd. ; Recruit Lifestyle Co., Ltd.	Jalan：杂志和网络平台，提供酒店、导游和景点信息，以及在线预订服务
			Hot Pepper Gourmet：杂志和网络平台，提供餐馆信息和评分、商家折扣券、在线预约服务
			Hot Pepper Beauty：杂志和网络平台，提供美发、美容沙龙的信息，提供在线预约服务
			Car Sensor：二手车交易平台
			Study Sapuri Shinro：杂志和网络平台，为高中生提供供高等教育和职业信息
			Study Sapuri：在线学习网站
			Air Business Tool：一套基于云计算的商业综合解决方案，为商家提供在线预订、客户关系管理、线上支付、员工管理等服务
		HR Solutions；在 日本国内提供招聘、员工测培等 服务	Recruit Career Co., Ltd. ; Recruit Jobs Co., Ltd.
	RECRUIT AGENT：专业人才就业安置服务		
	TOWNWORK：提供兼职招聘服务		

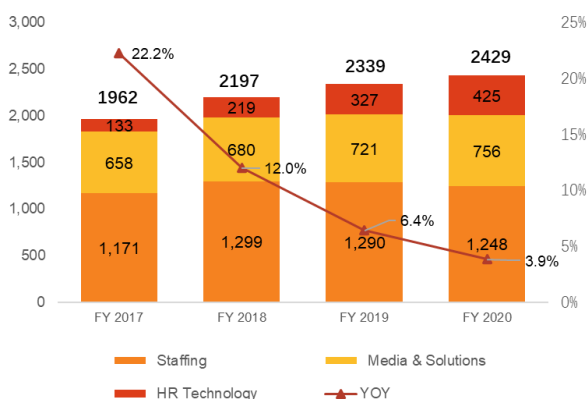
			Recruit Management: 为企业提供员工评估、咨询和培训服务
Staffing ( RGF Staffing B.V. )	海外	Staffmark Group, LLC 、 The CSI Companies, Inc. 、 USG People 等	在美国、欧洲、澳大利亚等地提供 staffing 服务
	日本	Recruit Staffing Co., Ltd. 等	在日本提供 staffing 服务

资料来源: Recruit 公告, 天风证券研究所

**FY2020 Recruit 实现收入 2.4 万亿日元, 同比增长 4%。**其中, Staffing 业务占比 51.4% (海外 28.4%, 日本国内 23.4%), 受宏观经济影响, 近年来日本国内派遣业务增速疲软。Media & Solutions 业务占比 31.1% (Marketing Solutions 18.1%, HR Solutions 12.9%), 以收入口径计此版块的所有细分业务日本国内均排名第一。HR Technology 业务占比 17.4%, 为近年来发展最快的业务分部。

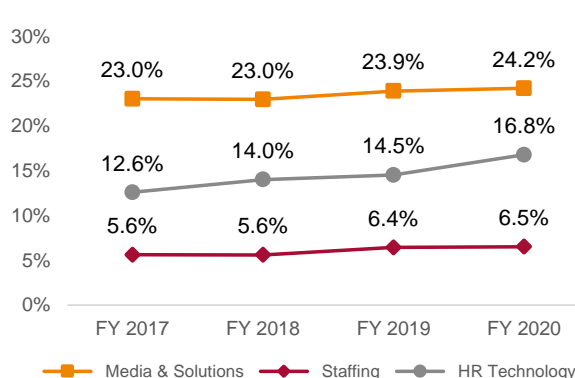
**利润率稳定, ROE 保持在 18%-20% 之间。**FY2020 Recruit 实现经调整 EBITDA Margin 13.6%, 同增 0.9pct。其中, Staffing、Media & Solutions、HR Technology 的经调整 EBITDA Margin 分别为 6.6%/24.2%/17.1%, 稳步提升, 利润贡献占比分别为 24.2%/54.5%/21.2%。FY2020 Recruit 实现净利率 7.5%, 近年来 ROE 保持在 18%-20% 之间, 资本回报稳定。

图 24: Recruit FY2020 收入+4% (单位: 十亿日元)



资料来源: Recruit 公告, 天风证券研究所

图 25: 分业务 EBITDA margin



资料来源: Recruit 公告, 天风证券研究所

**峥嵘一甲子, 历经沉浮, 终放光芒。**1960 年到 2021 年, Recruit 六十年的成长历经日本经济高速增长时期、石油危机、信息革命、产业结构转型、人口老龄化, 在顺境时把握机遇, 逆境时直面挑战, 发展历程可划分为三个阶段:

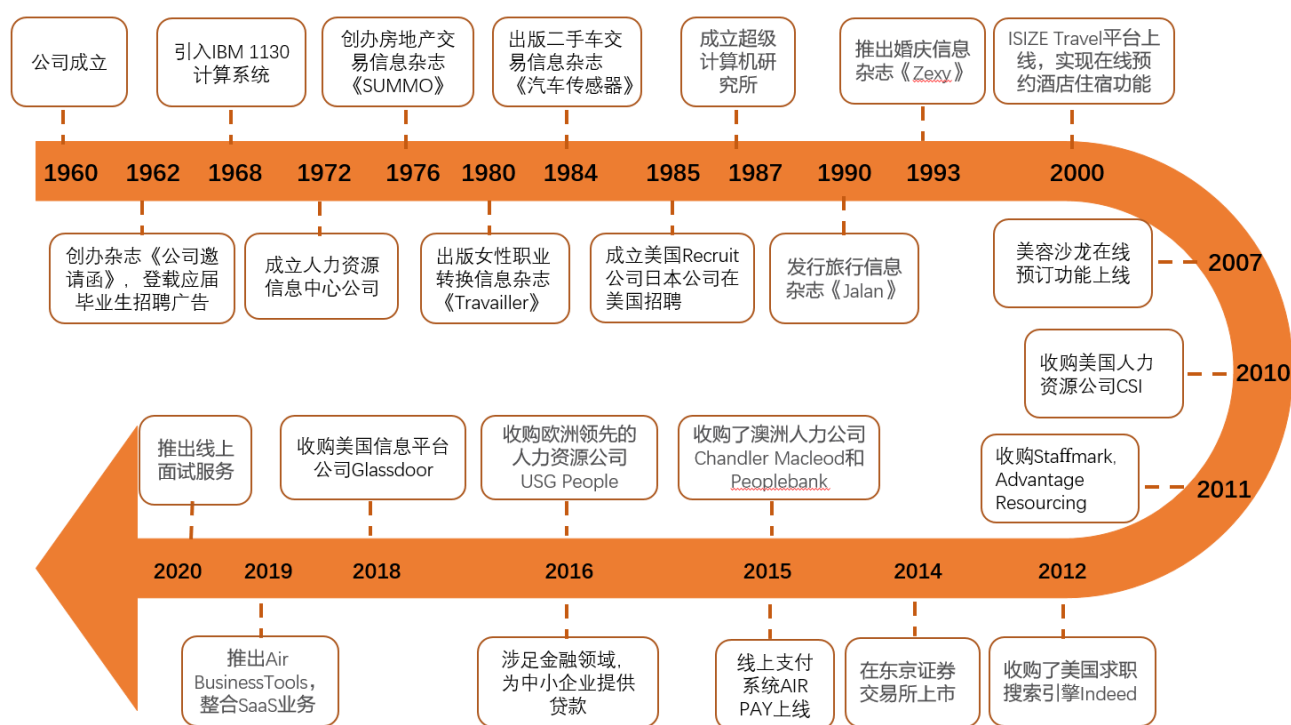
①**初创扩张期 (1960-1993), 经济繁荣时期起步, Recruit 顺风发展。**二十世纪六十年代, 日本处于经济高速发展时期, 劳动力市场对新毕业学生的需求旺盛, Recruit 1962 年创办杂志《Invitation to Companies》, 面向应届毕业生登载招聘信息。1972 年成立人力资源信息中心有限公司, 开展人才招聘业务。七十年代石油危机爆发, 日本就业市场形势严峻, 为应对招聘业务衰退, Recruit 及时拓展业务, 创办《住宅情报》、《Car Sensor》、《Traveil》等杂志, 登载房地产买卖、二手车买卖、旅行、婚庆等信息。1966 年, 美国的人才公司 (Manpower Inc.) 在日本成立分公司, 以外包名义从事劳务派遣业务。1986 年《劳务派遣法》制定, 劳务派遣合法化, Recruit 正式开展派遣业务。

②**转型探索期 (1994-2011), 法律修订促派遣业务发展, 线上业务与海外业务双起步。**1999 年, 日本《劳动派遣法》的修订, 减少劳务派遣行业限制, 自由度大大提升, Recruit

借此扩大劳务派遣业务。随着互联网产业的发展，Recruit 的信息业务开始从杂志转向线上平台，实现线上就业信息宣传、食宿和美容沙龙在线预定功能，信息科技为传统业务赋能。2004 年，自有婚庆品牌 Zexy 业务在中国试水失败，Recruit 由此确定收并购的扩张策略，2010 年起逐步收购美国劳务派遣公司 the CSI Companies、美国专业人员招聘和招聘流程外包公司 Staffmark，以及英国主营派遣、RPO 和 MSP 的服务品牌商 Advantage Resourcing，走向海外扩张。

③成熟发展期（2012-2020），改革组织架构理顺发展机制，信息综合平台实现业务互联：2012 年控股母公司 Recruit Holding 成立，2014 年上市，2018 年成立 HR technology、Media & Solution、Staffing 三大战略业务部门，完善公司内部管理机制。海外收购步伐稳步前进，收购美国在线招聘平台 Indeed 与 Glassdoor、澳大利亚人力公司 Chandler Macleod 与 Peoplebank、欧洲人力资源公司 USG People，扩张全球人力业务版图。2019 年系统推出商业支持业务包 Air Business Tools，以 SaaS 服务实现市场信息业务整合，创造收入新增长极。

图 26：Recruit 发展历程

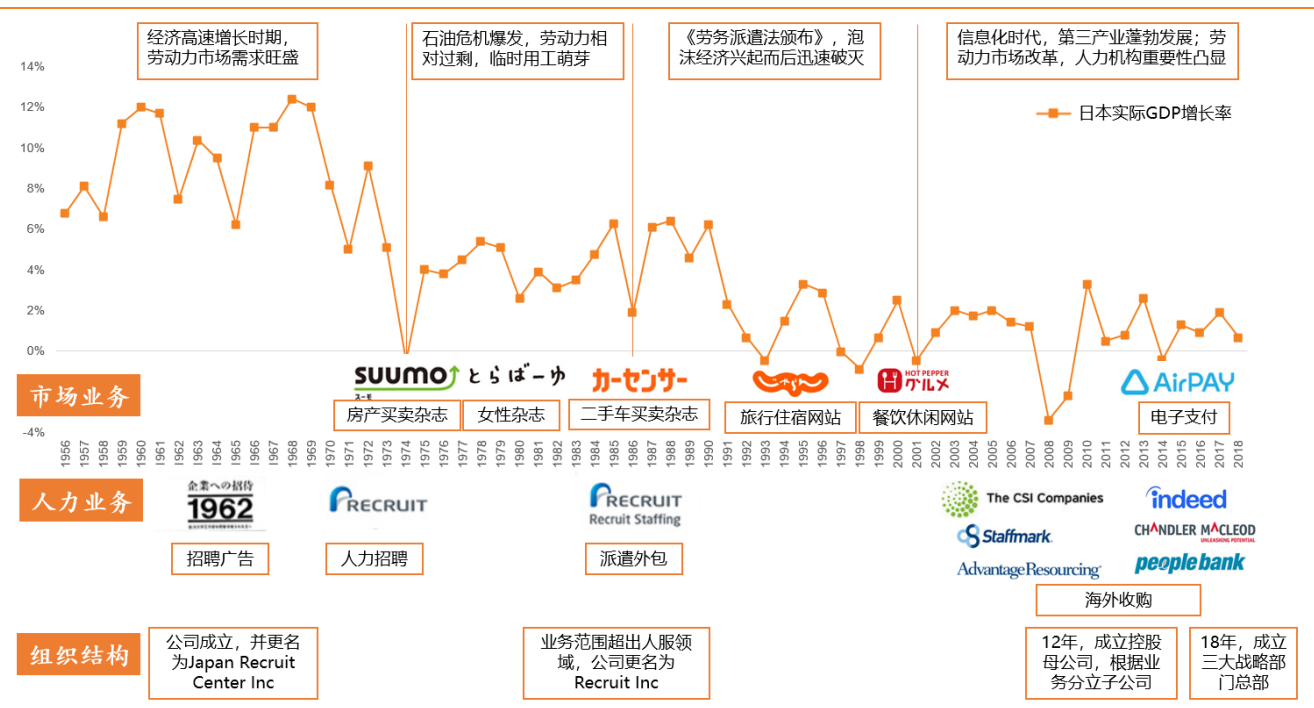


资料来源：Recruit 公告，天风证券研究所

复盘 Recruit 成长历程，我们认为其崛起壮大离不开以下几点：

①踏准时代节奏，秉承丝带模型，打造广深信息服务平台。1962 年，创始人 Hiromasa Ezo 提出丝带模型（Ribbon Model），将 Recruit 的发展路径确立为打造链接个人用户与企业用户的平台，此后 Recruit 的业务延伸均围绕于此。1976 年为应对石油危机经济衰退，Recruit 开拓房产信息业务，实现迅速增长。后来又将其业务延伸至二手车、旅游、婚庆、住房、餐饮、美容、教育、金融等领域。1986 年日本劳务派遣合法化，Recruit 全力开展派遣业务。90 年代以来，随着互联网时代的到来，Recruit 逐步走上线上。

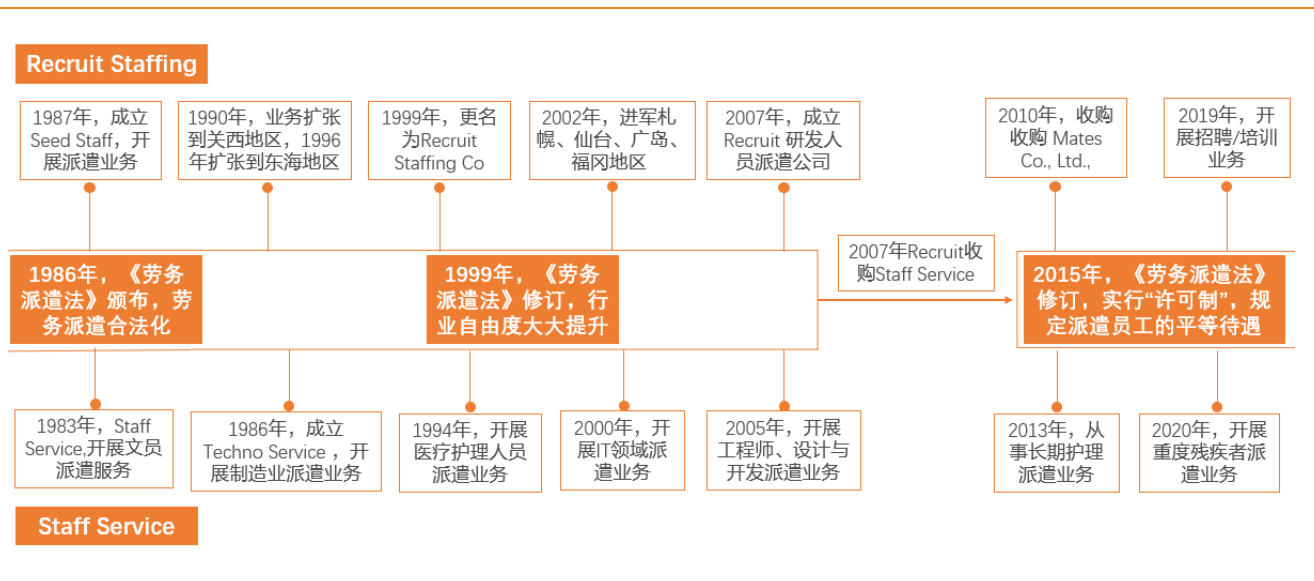
图 27: Recruit 的发展背景及业务布局



资料来源: 公司官网、日本统计局, 天风证券研究所

**抓住政策节点, 全力发展派遣业务。**1986 年, 日本颁布《劳务派遣法》, 劳务派遣业务合法化。1987 年, Recruit 成立 Seeds Staff, 从事劳务派遣业务, 并在此后的十五年, 将业务扩张到关西、东海、札幌、仙台、广岛、福冈地区。1999 年更名为 Recruit Staffing, 目前在全国拥有 32 个办事处, 注册派遣员工 104 万人, 开展文员、IT 人才、制造业人员派遣业务。2007 年收购日本劳务派遣企业 Staff Service, 该企业 1981 年成立, 从事文员、制造业、医疗护理、工程师、IT 人才五大领域的派遣业务, 全国有 171 个分支机构。收购完成后, Recruit Staffing 和 Staff Service 独立平行发展, 成为 Recruit 日本国内派遣业务的两大支柱, 2020 财年营收分别为 2274 亿日元、3243 亿日元。

图 28: Recruit 国内派遣业务发展

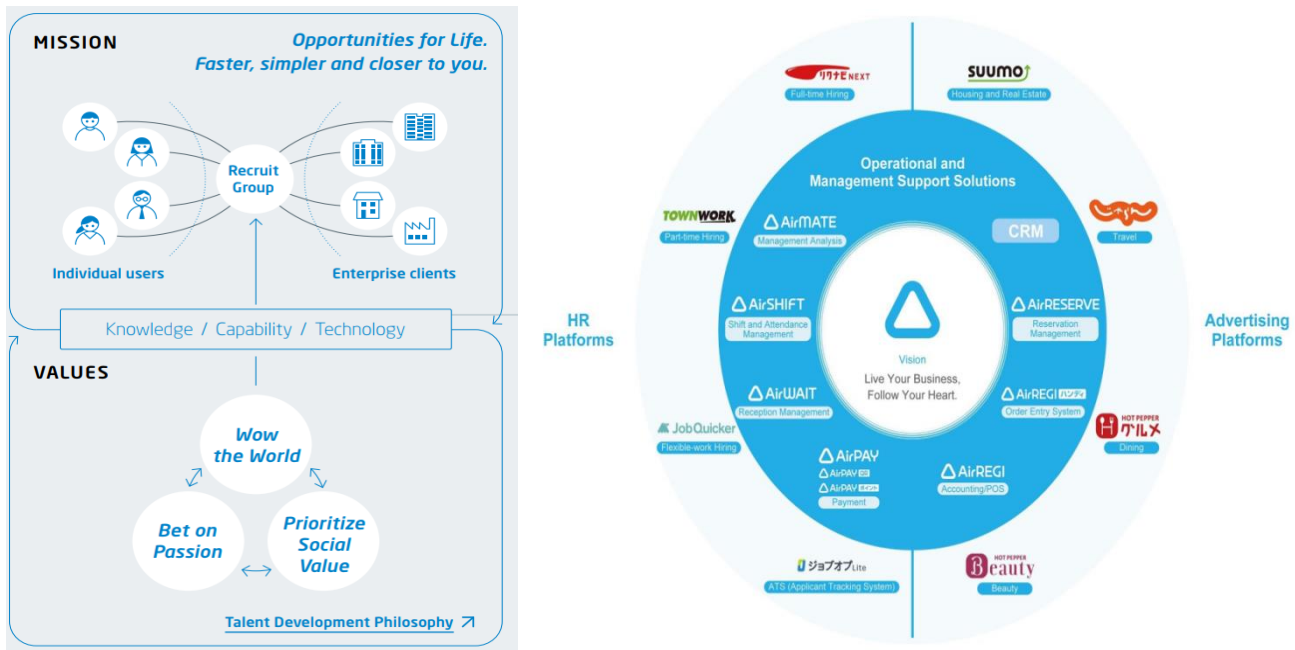


资料来源: Recruit 网站、莫荣的中外人力资源服务业比较研究, 天风证券研究所



**丝带模型链接 BC 两端，信息融通实现三赢。B 端：**以 Recruit 为核心，内圈通过 Air Business Tools 连接企业端，为餐饮、美容院等服务业中小企业提供在线支付、在线预订管理、员工管理、市场分析、收益分析、采购分析等一系列支持服务，提升客户运营能力，全面服务巩固用户粘性。**C 端：**外圈通过 Recruit ID、消费积分系统和信用卡 Recruit Card 连接消费端，将 Recruit 旗下求职、学习、美容、餐饮、旅行、婚庆、房产买卖等平台链接为一体，在任一平台消费可得积分。消费积分在各业务互通，消费者仅需建立一个 Recruit ID，即可享受众多平台的便利性服务，提升用户消费体验，凝聚原本散布在各平台的庞大用户群体，实现规模效应。

图 29：Recruit 的丝带模型和 Air Business Tools 平台解决方案



资料来源：Recruit 公告，天风证券研究所

②**收并购策略稳步推进，打造广大外延。**2010 年以来，Recruit 顺应全球化浪潮，系统性推进海外收购扩张，海外业务营收占比从 2012 年的 20%增长到 2019 年的 45%。通过收购在当地运营良好的人力资源服务商，实现技术嫁接、业务拓展、资源共享，快速实现全球扩张。

**招聘业务方面，**2012 年收购全球最大的在线求职网站 Indeed，2018 年收购在线招聘与公司评分网站 Glassdoor，2019 年两者收入合计占总收入的 17.5%。2020 年 Indeed 和 Glassdoor 两大平台打通，雇主可在两个平台实现品牌捆绑。

表 10：Recruit 海外收购情况

时间	收购标的	估值对价	业务介绍	收入利润贡献及摊销
2006	前程无忧	以 1.1 亿美元收购 15%股份,2011 年增至 41.2%	在中国提供在线招聘、RPO、猎头等服务	-
2010	CSI Company	收购 70%股权	在美国主营医疗护理、财务、技术等专业人才派遣业务	2013 年实现 EBITDA11.7 亿日元；
2011	Staffmark Group	收购 100%股权	在美国主营派遣、RPO 和 MSP，拥有 400 多个分支机构，每年派遣人数 24.5 万人	2013 年实现 EBITDA45.8 亿日元
2011	Advantage Resourcing	收购 100%股权	英国人力派遣机构	2013 年实现 EBITDA51.8 亿日元

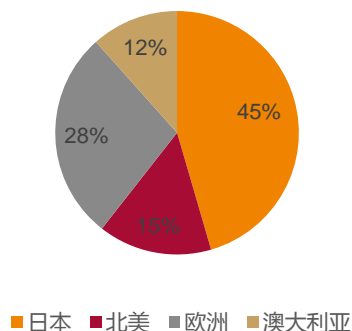
2012	Indeed	收购 100%股权	全球最大招聘信息搜索引擎，网站每月独立访问人数 2.5 亿人	2017 财年实现收入 1327 亿日元、EBITDA474 亿日元，分别占比 6.8%和 15.7%
2015	People Bank Holding	以 97.05 亿日元收购 100%股权	澳大利亚派遣公司，2019 年与 Chandler Macleod 合并	收购当年实现收入 520 亿日元、EBITDA13 亿日元，分别占比 3.95%和 0.67%。产生 33.9 亿日元商誉，分 5 年摊销。
2015	Chandler Macleod	以 267 亿日元收购 100%股权	在澳大利亚和亚太地区主营医疗护理、财务、技术等专业人才派遣业务，拥有 2 万余名派遣员工，并提供员工测培、人力咨询服务	收购当年实现收入 277 亿日元，占比 2.1%。产生 150.1 亿日元商誉，分 7 年摊销；产生 176.4 亿日元无形资产，分 5-15 年摊销。
2015	Atterro.Inc	以 45.2 亿日元收购 100%股权	在美国提供人才派遣服务	收购当年实现收入 2.56 亿美元，EBITDA0.12 亿美元
2016	USG People	以 1811.4 亿日元收购 98.68%股权	在欧洲开展行政人员、工程师、专业技术人员 的派遣业务，以及 RPO 和 MSP 业务，拥有 2 万余名派遣员工	收购当年实现收入 1610.52 亿日元，EBITDA65.85 亿日元，分别占比 8.2%，2.8%。产生 1252.5 亿日元商誉，分 10 年摊销；产生 823.6 亿日元无形资产，分 10-14 年摊销。
2018	Glassdoor	以 1430.45 亿日元收购 100%股权	美国在线招聘平台，每月独立访问人数 5000 万人，平台注册企业用户 130 万，汇集 7000 万条雇主评论信息	2018 财年实现收入约 187 亿日元。收购产生 1005 亿日元商誉，295.7 亿日元无形资产。
2019	Syft Online Limited		英国领先的酒店业、工业招聘平台	-

资料来源：Recruit 公告，天风证券研究所

**派遣业务方面**，随着日本国内老龄化与少子化趋势凸显，经济放缓，本土派遣业务瓶颈明显。2010 年起，Recruit 系统推进海外劳务派遣企业收购项目，近十年来先后收购美国派遣公司 CSI Company 与 Atterro.Inc、欧洲派遣公司 Advantage Resourcing 与 USG People、澳大利亚派遣公司 People Bank Holding 与 Chandler Macleod，业务触角延伸至东亚、北美、澳大利亚、欧洲等六十多个国家。FY2020 海外派遣收入 6800 亿日元，占整体派遣业务的 55%。

除劳务派遣外，Staffmark、USG People 等企业还提供咨询与测培、招聘流程外包（RPO）、管理服务程序（MSP）业务，高附加值人力业务丰富产品矩阵。2018 年全球劳务派遣总部 RGF Staffing BV 建立，整合公司旗下分布在全球的劳务派遣公司，加强各地分部信息沟通、资源共享、业务管理，有效降低风险。目前 Recruit 体日均派遣人数达 30 万人。

图 30：FY2020 派遣业务地区收入占比



资料来源：Recruit 公告，天风证券研究所

图 31：Recruit 人力服务全球网络



资料来源：Recruit 官网，天风证券研究所

③紧跟时代脚步，拥抱新兴技术，提高 BC 端服务匹配效率。从出版杂志到搭建线上平台，从积累印刷技术、电信技术，再到融入前沿的 AI 技术到日常业务中，Recruit 在发展的各阶段都紧跟技术浪潮动向。2015 年 Megagon Labs 技术学院成立，主要关注数据管理和集成、数据挖掘、机器学习、自然语言处理等领域，目前在文本查询、评论审查、意见挖掘等方面取得重大进展，以技术驱动发展完善服务。2019 年 Recruit 投入研发费用 651 亿元，研发费用率 2.7%。

表 11: Recruit 数字化发展进程

时间	技术突破
1968	使用 IBM 1130 计算机系统，是日本首个使用这一计算机的公司
1971	建立数字化印刷公司 Recruit Computer Print，应用最前沿的印刷技术，实现印刷流程数字化
1985	在日本电信业私有化的背景下，推出信息网络服务和远程计算服务，大量雇佣工程师
1987	成立超级计算机研究所
1995	Mix Juice 网站上线，开始将纸媒业务转向互联网
1996	推出线上招聘平台 Rikunabi 及 Rikunabi NEXT
2000	推出线上住宿预订平台 ISIZE TRAVEL（现为 Jalan）
2007	推出线上美容服务预订平台 HotPepper Beauty
2012	针对美容业务，开发基于云的在线预订管理系统 SALON BOARD；收购美国求职搜索引擎 Indeed（04 年成立），标志 Recruit 进军 HR Technology 业务
2015	成立 Recruit 技术学院（现为 Megagon Labs），与外部组织合作研究 AI、机器学习等新兴技术
2016	建立金融科技部门，开展金融业数字创新工作
2018	收购在线求职信息平台 Glassdoor（07 年成立），增强 HR Technology 业务实力；实施 Indeed Assessments 项目，持续引入新服务提升招聘雇佣效率
2019	推出系统性的 Air Business Tools（云运营管理支持服务），加速 SaaS 业务布局

资料来源：Recruit 公告，天风证券研究所

表 12: Megagon Labs 研究成果

项目	介绍
OpineDB、 <u>Voyageur</u>	主观数据库系统和体验式搜索引擎，用户可使用自然语言查询网站信息，提升搜索效率与匹配精准性
GINZA	结合人工智能和语言学，广泛应用于一系列面向消费者的应用程序，包括搜索引擎、机器翻译、聊天代理等
ExtremeReader	交互式评论浏览器，帮助平台用户高速查询、浏览以往用户的评论
Sinppext	公众情绪挖掘器，从用户的在线评论中提炼用户偏好、意见和情绪，实现高效市场分析与反馈，已成功部署在酒店、食品和电子商务等多个领域

资料来源：Megagon 官网，天风证券研究所

**SaaS 解决方案 Air Business Tools 提升中小企业生产效率。**Recruit2019 年起系统推进 Air Business Tools 业务，其中，AirPAY 提供移动支付功能，AirRegi 提供 POS 收银功能，二者配合使用可简化商户收银流程，提高收银效率；AirReserve 帮助商家管理电话预约和线上预约订单，AirWAIT 提供接待管理，二者结合使用可降低消费者等待时长，充分利用商户营业空档；AirShift 提供商店员工轮班管理，加强商户内部人力配置效率；AirMATE 为商家提供商业分析、采购指导和会计指导，有助了解客户流量分析与行业动态并灵活应变；Omise-no-Mikata 帮助商户在 Recruit 各大网页建立商店信息页面，加强线上宣传，提升商店知名度。

截至 2020 年 3 月，AirPAY 注册商户超 15 万，同比增长 167%，其中有 10 万用户同时使用 Air Business Tools 的其他增值服务，交叉销售效益良好。日本政府鼓励线上支付推广，预计日本国内有 300 万商店将使用云端支付管理软件，市场前景广大。另外，目前已有超过 1.5 万家商家入驻 SHOPlieR 消费积分系统，利用 Recruit ID 打通各大平台。

表 13: 功能介绍

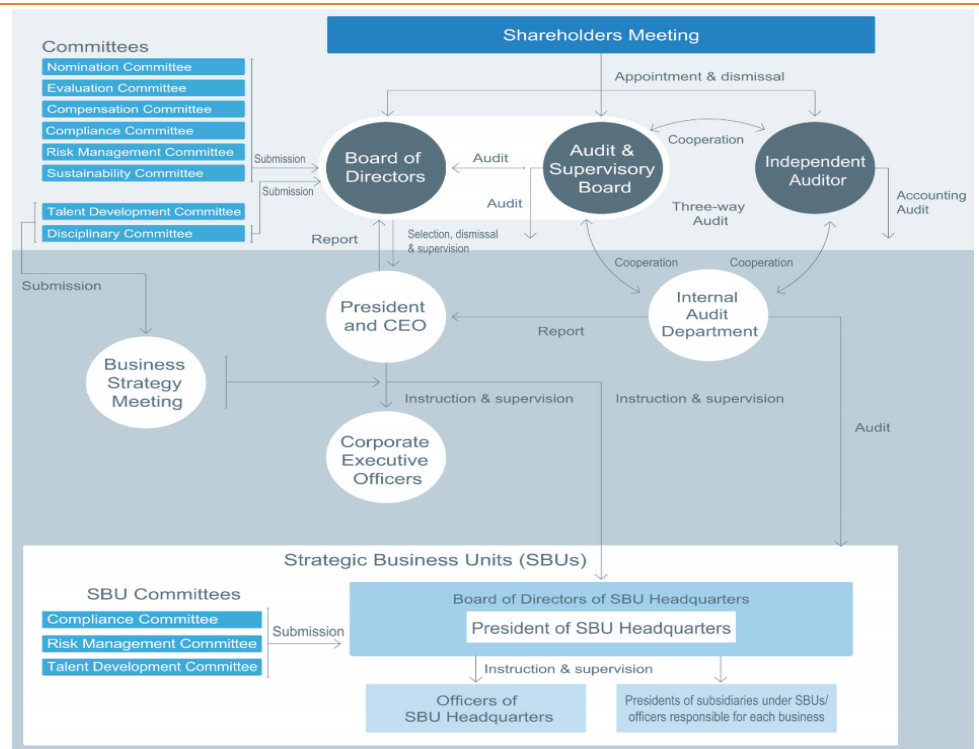
	工具名称	功能介绍
面向企业用户	AirRegi	免费的 POS 收银机应用程序，简化结帐流程，提升销售效率
	AirPAY	移动 POS 支付程序，接受信用卡、电子货币和二维码等多种支付方式
	AirReserve	预订管理系统，管理商户的电话预约和线上预约，针对美容、餐饮、宠物医院分别推出了专门的预订管理系统——Salon Board、Restaurant board、Petsalon board
	AIRWAIT	餐厅接待管理系统，可用于数据分析、提升客户体验
	AirShift	轮班管理系统，可简化人员编制图表的创建，加强员工之间的沟通
	AirMATE	商业分析系统，通过对客户流量和行业分析，提供会计处理指导和采购指导
	Omise-n o-Mikata	网络宣传功能，商户可在 Recruit 各大平台建立商店信息页面
	SHOPlieR	消费积分系统，超过 1.5 万家著名商店加入，消费者可在商家消费赚取和使用积分
面向个人用户	Recruit card	使用 Recruit 信用卡消费赚取积分，积分返还率 1.2%，为日本同行业中最高
	AirWallet	消费赚取积分程序，只需在付款时出示应用程序即可赚取积分，积分可用于购物和用餐

资料来源：Recruit 官网，天风证券研究所

④**完善组织架构与员工培养，贯彻单元化管理制度，快速决策为核心要义。**Recruit 目前在全球六十个国家提供人力服务，各地市场条件千差万别。公司坚持独立决策单元化管理，建立三大业务部门，旗下 366 个子公司自成独立的小单元，层层细化。首席执行官为业务部门制定总业绩目标，赋予战略部门经理自由裁量权；各业务部门再为子公司制定目标，层层授权。各业务线实行扁平化管理，各单元独立核算，自主决策。

单元内部设置项目开发部门，专门分析用户数据，有效捕捉当地市场需求，成本控制、精细化管理能力强大；母公司考察关键指标经调 EBITDA 和经调 EPS，指标化考评操作简明，提升管理透明度；任务包干化的组织架构明确责任范围，与业绩目标挂钩的股权激励制度充分调动高管积极性；单元经理自主决策权限高，提升决策效率，最大限度地发挥子公司在所在地市场积累的业务经验与深厚资源，迅速响应市场变化局势，挖掘商业机会，增强集团整体抗风险能力。

图 32: Recruit 公司治理结构



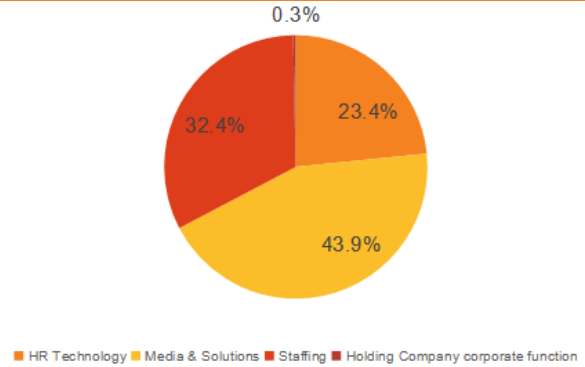
资料来源: Recruit 官网, 天风证券研究所

图 33: Recruit 贯彻单元化管理制度



资料来源: Recruit 公告, Recruit 官网, 天风证券研究所

图 34: 雇员分布 (截止 2020 年 3 月共有 4.9 万人)



资料来源: Recruit 公告, 天风证券研究所

“把赌注押在员工的激情上”，科学人才培养体系搭建阶梯战队。Recruit 重视员工的自主发展，创造包容和多样的职业环境，全方位挖掘员工潜力。招聘环节中尊重员工意愿，审慎为员工选岗并支持内部职位转换；内部设立人力资源开发委员会，一年两次评估员工表现，针对性提供职业规划指导和技能培训；公司内部论坛 Forum，定期邀请优秀团队分享工作经验；实行绩效薪酬制度，鼓励员工不论学历与资历，挑战与自身能力匹配的工作任务，薪酬与工作表现挂钩加强个人激励。

举办商业提案竞赛激励创新，内部业务孵化提供发展源泉。1982 年起，Recruit 内部每年开展商业提案竞赛“Ring”，已根据员工提案孵化出一批成熟业务。如 1993 年孵化婚庆信息品牌 ZEXY，建立平台提供婚礼场所、服饰、珠宝等商家信息，该品牌 2020 财年获得收入 540 亿日元；2011 年成功孵化在线教育品牌 Study Sapuri，名师线上授课，提供升学、

语言、留学教育。2020 年收获 834 份新提案，数份新业务正在孵化筹备中。Recruit 鼓励员工探索自身热爱，员工在共同发展目标的驱动下，通过优势互补、观点碰撞，不断激发创新，为企业注入长远的生命活力。

图 35: Recruit 员工发展阶梯

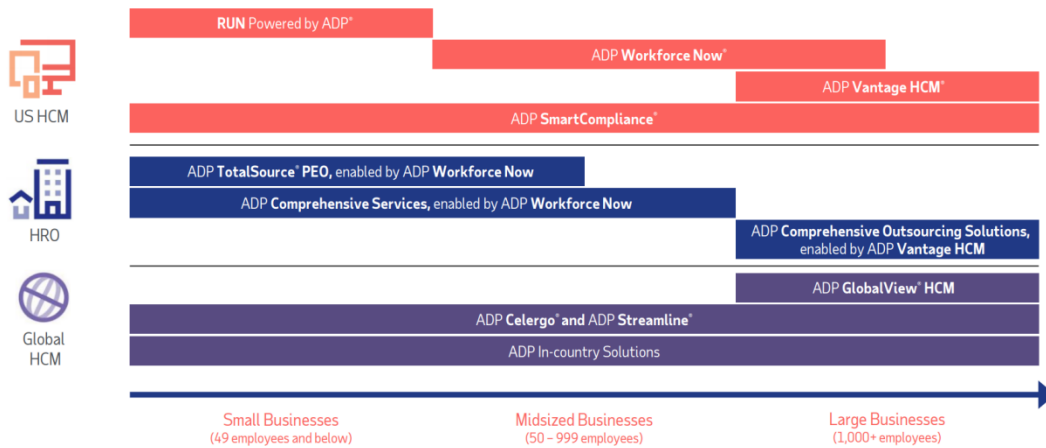


资料来源: Recruit 公告, 天风证券研究所

### 2.3. ADP: 云驱动的 HCM 平台服务商, 科技赋能铸核心竞争力

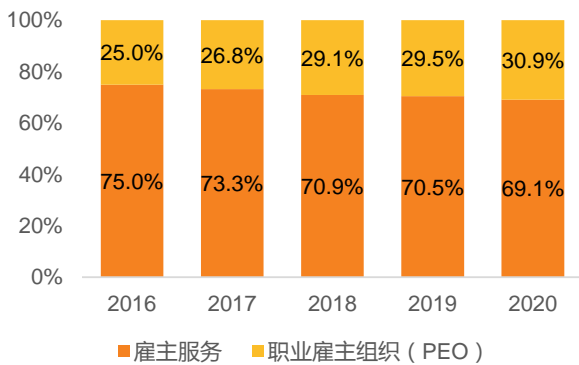
Automatic Data Processing (ADP) 成立于 1949 年, 是全球领先的人力资本管理 (HCM) 解决方案提供商, 为客户提供薪资管理、福利管理、人力资源外包等一系列服务。2020 年营收 146 亿美元, 业务覆盖全球 140 多个国家地区 86 万+客户。业务内容包括雇主服务 (ES) 和职业雇主组织 (PEO) 服务, 客户群体囊括大中小企业。其中, 雇主服务提供 HCM 解决方案和外包执行方案, 不仅提供方案也可以代为执行, 针对本地不同规模的企业和跨国企业均有产品线覆盖, 包括了薪酬服务、福利管理、人才管理、人力资源管理、合规服务和退休服务等。PEO 服务则主要针对中小型企业, 由产品 ADP TotalSource 驱动, 通过共同雇佣模式为中小型企业提供就业管理外包服务, 共同承担雇主责任, 为企业执行人事安排, 同时为员工提供与大型企业同等的服务和福利。

图 36: ADP 针对不同规模企业的产品线分布



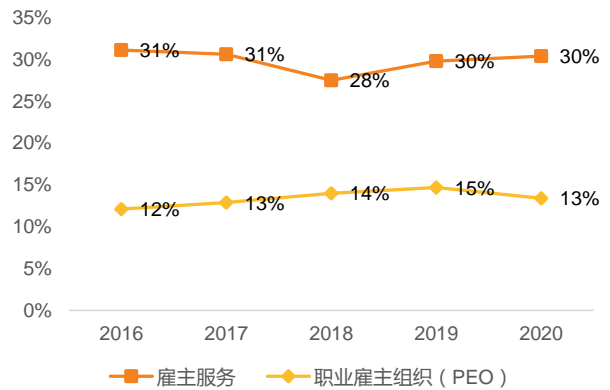
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 37: 公司分业务收入



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 38: 公司分业务 EBIT margin



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 七十载风雨兼程, 薪酬外包服务商走向人力资源综合服务巨头:

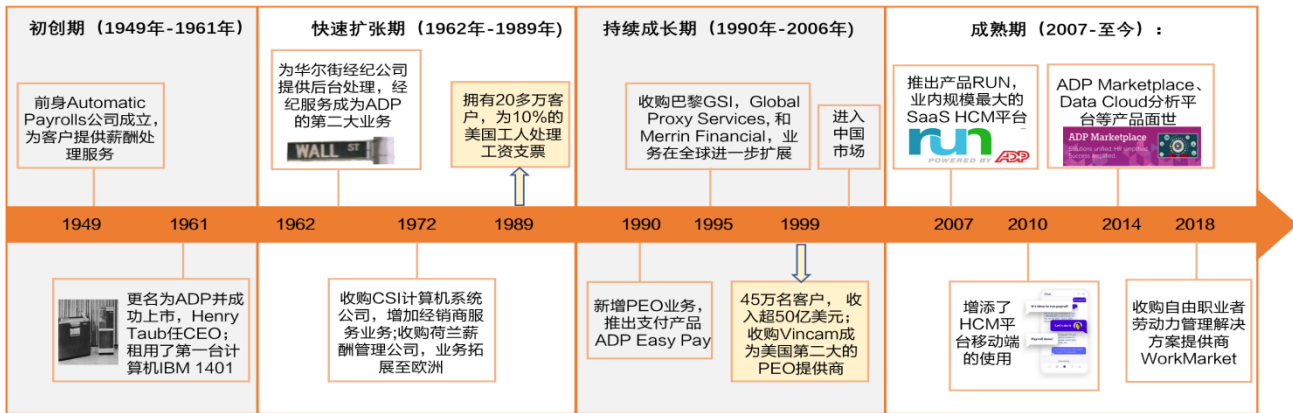
①**初创期 (1949-1961): 薪酬管理起家, 积极拥抱自动化。**二战后美国社会工资核算管理趋于严格, 创始人 Henry Taub 发现企业大多受累于繁复的工资单处理工作, 设立 Automatic Payrolls 公司, 为客户提供薪酬处理服务。50 年代末, 计算机的出现促使手动簿记向自动化处理转变, 1961 年公司租用了第一台计算机 IBM 1401, 新设备的应用使得业务拓展至常规数据处理, 同年公司更名为 ADP 并成功上市, Henry Taub 任 CEO。

②**快速扩张期 (1962-1989): 业务板块渐全, 拓宽商业边界, 紧跟科技前沿。**该时期 ADP 一方面通过并购不断扩张, 形成薪酬服务、经纪服务、经销商服务和理赔服务四大业务板块, 触角延伸至欧洲、加拿大; 另一方面积极投入研发, 应对个人计算机普及带来的挑战, 由传统的 ADP 主机处理转为使用客户的个人计算机提供产品和服务。

③**持续成长期 (1990-2006): 业务外包趋势利好, 洞察 PEO 市场先机。**进入 90 年代, 伴随着企业扩张带来的组织结构臃肿问题以及对成本控制的关注, 人力资源外包 (HRO) 开始广泛采用, 是外包行业中增长最快的市场。中小企业为降低成本求助于专业第三方公司解决人力需求, 同时, 互联网技术得到普及, 二者为 ADP 的崛起提供了市场基础&技术基础。95 年收购巴黎的计算服务公司 GSI 后, ADP 成为泛欧洲最大的薪资和人力资源服务提供商, 98 年推出其首个基于 SaaS 的薪资支付服务 EasyPayNet。1999 年 ADP 收购 Vincam 集团, 成为美国第二大的职业雇主组织 (PEO) 提供商。

④**成熟期 (2007-至今): 战略聚焦 HCM, 云计算赋能业务加速发展。**06 年开始, 公司有计划地出售保险理赔并分拆经纪服务, 15 年剥离经销商业务, 同时加强对 HCM 相关产品研发投入。旗下薪酬及人力资源管理解决方案 RUN, 是业内最成功和规模最大的 HCM SaaS 平台之一, 并于 09 年增添了移动端应用。2011 年, ADP 建设了基于云的统一系统, 此后, ADP Vantage HCM、ADP Marketplace、ADP Data Cloud 分析平台等一系列基于云的产品面世, 不断提升业务高度。2018 年, ADP 注意到灵活用工市场的不断增长, 通过收购 WorkMarket 开始提供自由职业者劳动力解决方案。

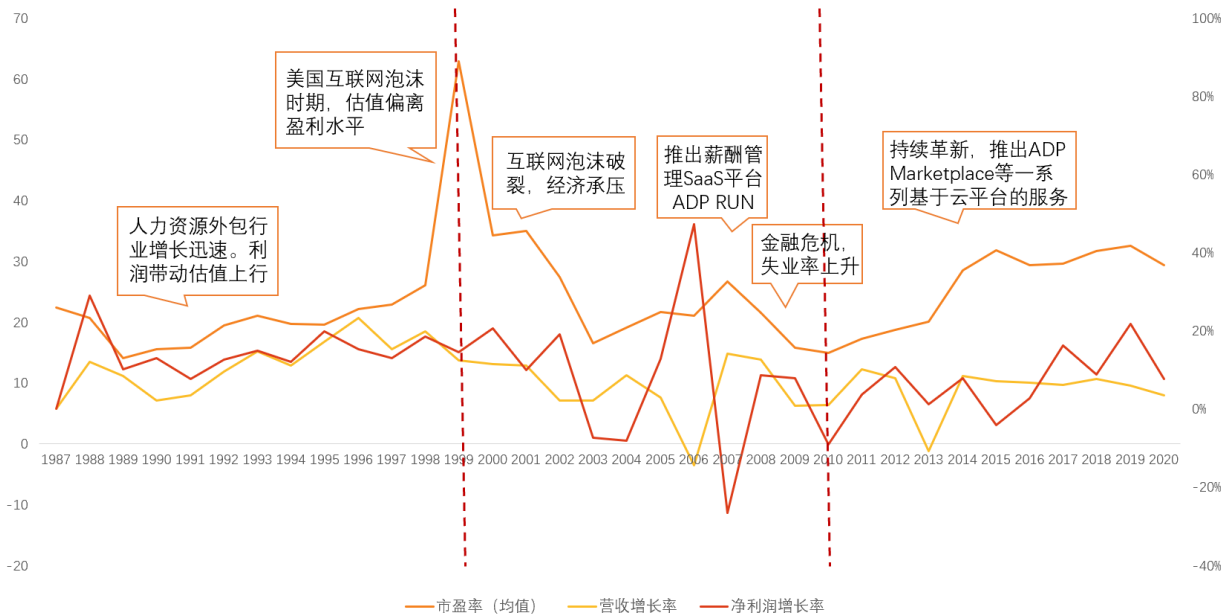
图 39：ADP 发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

ADP 的发展与美国时代背景密不可分，回望 1987 年以来的股价走势，顺周期性明显。1987 至 1999 年为美国人力资源外包行业快速发展时期，ADP 营收及利润增速稳定，带动估值上行；2000 年受美国互联网经济泡沫影响，估值偏离盈利水平，03、09 年失业率两次走高，宏观经济下行，ADP 利润增长率由正转负且波动较大，估值下修；2010 年以后，失业率回落宏观环境向好，基于 SaaS 的 HCM 市场蓬勃发展，ADP 产品持续革新，创新驱动利润增长可观，打开估值空间，迎来戴维斯双击，股价一路走高。

图 40：ADP 股价复盘

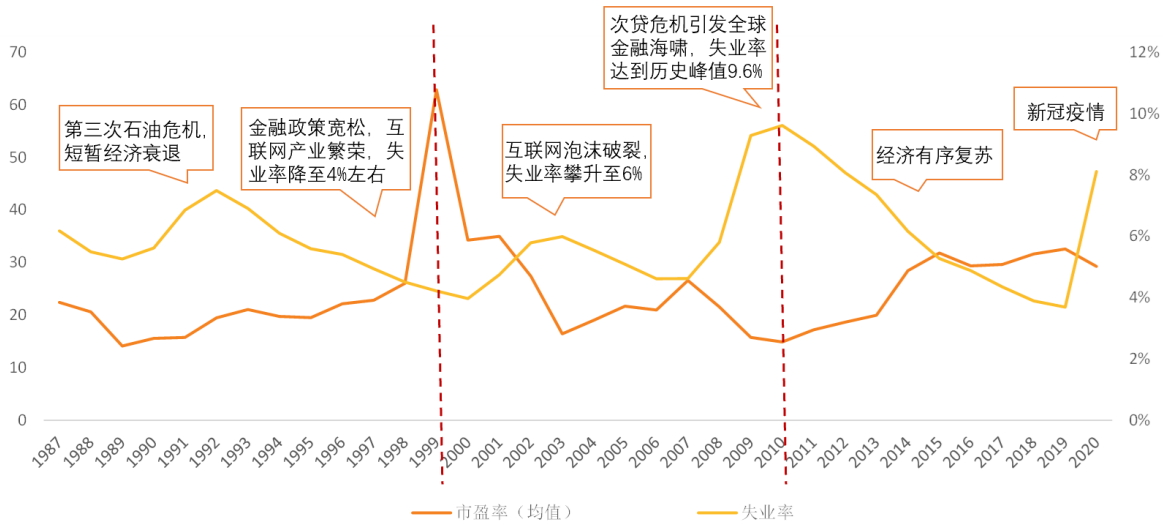


资料来源：彭博，天风证券研究所

注：07 年分拆上市经纪服务业务，重述 06 年报表致使收入异常下降，06 年利润背离收入水平主要系出售理赔业务获税后净收益 4.53 亿美元；14 年分拆上市经纪商业务，重述 13 年报表致使收入下跌



图 41: ADP 市盈率均值与美国失业率

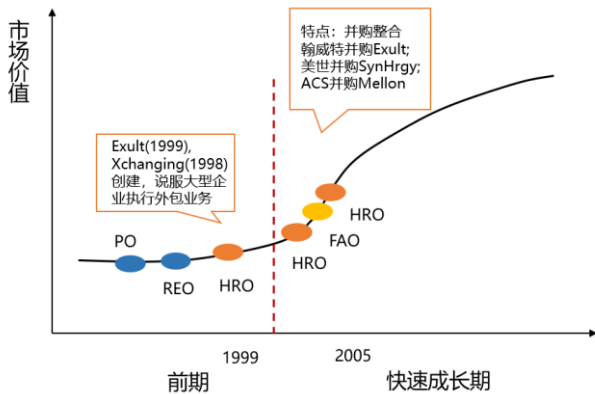


资料来源: 彭博, 美国劳工部, 天风证券研究所

我们认为 ADP 的崛起逻辑主要有以下几点:

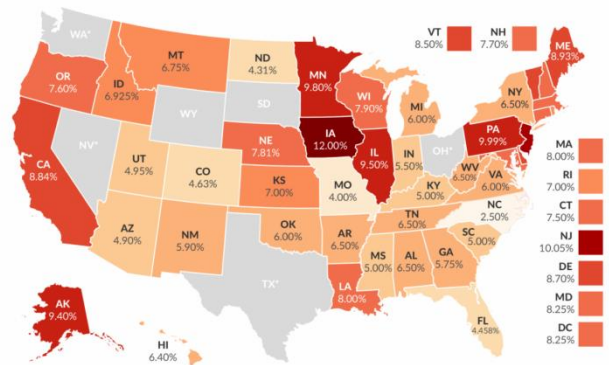
①**成本控制导向下人力资源外包崛起, ADP 为企业的资源配置、HR 管理、风险规避等方面提供有力支持, 标准化平台建立产品壁垒。**外包服务最早可追溯到上世纪 80 年代, 1990 年的石油危机加强了企业对成本控制的关注, 人力资源外包模式盛行。从外部因素来看, 美国各州税法计算方法繁复, 除七个免税州外, 其他各州使用不同的计算口径和税率, 福利保障法规趋于完善, 养老金计划 DB、DC 模式并存, 税收递延等规定亦增加了工资计算的复杂性和违规风险。同时, 随着雇佣形式更加灵活, 工人报酬的领取形式也发生了转变, 部分企业由传统的每月一次改为允许按小时领取部分薪水。内部因素来看, 企业的人员管理成本和 HR 软件维护成本日益增加, 选择专业的人力资源方案提供商能减少非核心业务的资源投入, 精简组织结构, 提升运营效率, 降低内部成本。工资单、税收管理和交易处理服务作为 ADP 的核心业务, 迎来了广泛的市场需求。其使用的可重复的规则引擎大大降低了薪资计算的复杂性, 标准化平台反过来也提高了行业进入门槛和用户的转换成本。

图 42: HRO 自 90 年代快速发展



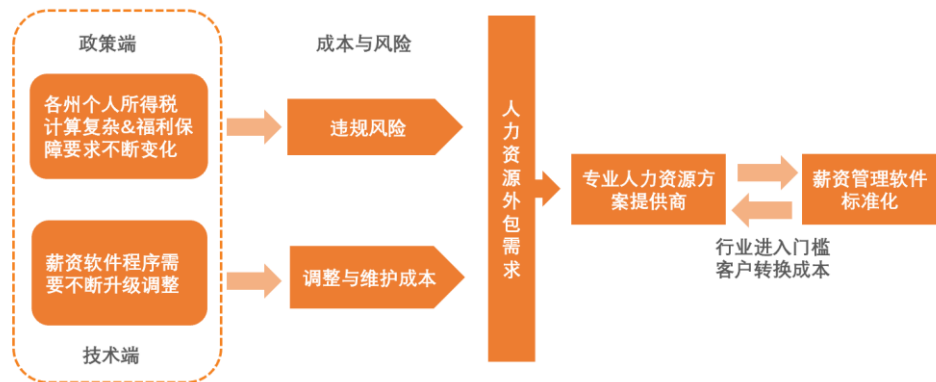
资料来源: Everest Research Institute, 天风证券研究所

图 43: 美国各州所得税率 (最高)



资料来源: Tax Foundation, 天风证券研究所

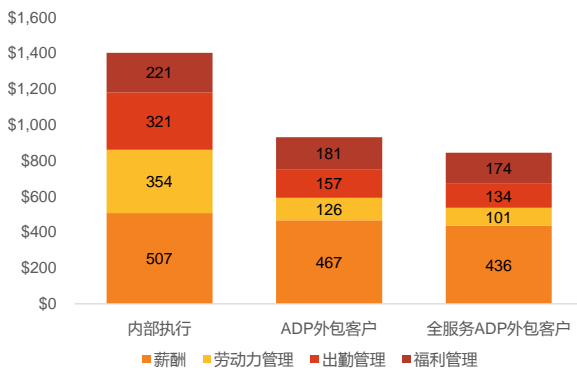
图 44：人力资源外包商降低企业成本和风险



资料来源：fundinguniverse、天风证券研究所

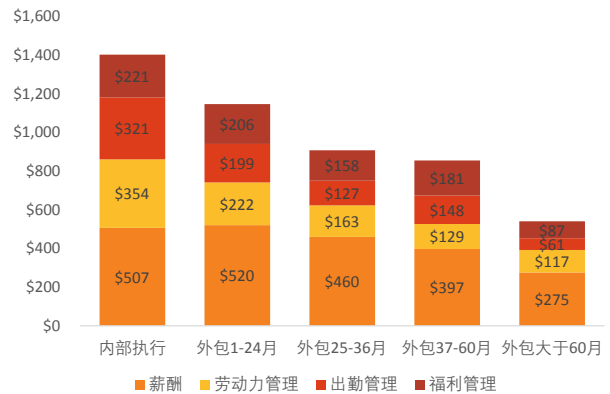
与传统 HRO 不同，ADP 强调集成式的 HRO 服务，管理关系的改善吸引了长期客户，客户留存率 90%以上。分散的系统和流程会导致重复工作和工作时间延长，而 ADP 采用业务流程集成（BPI）程序提供完整的 HR 流程和服务，减少不必要的风险和整合成本。根据 Sourcing Analytics 的测算，采用单源外包服务的客户减少了 33.6%的总交易成本，采用全服务的客户减少了 39.7%的总交易成本。不仅是内部集成，ADP 还与同行合作实现外部集成，例如，2015 年 ADP 宣布允许客户访问来自 Workday 的工资单用户界面；2019 年将招聘管理平台与 LinkedIn 招聘人员系统连接。集成式的服务长期持续地为用户降低管理成本，增强了客户粘性。

图 45：人力资源外包减少 33.6%的总交易成本



资料来源：《白皮书：HRBPO 隐性收益》，天风证券研究所

图 46：长期客户能够持续减少交易成本



资料来源：《白皮书：HRBPO 隐性收益》，天风证券研究所

图 47: ADP 的 HRO 服务架构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

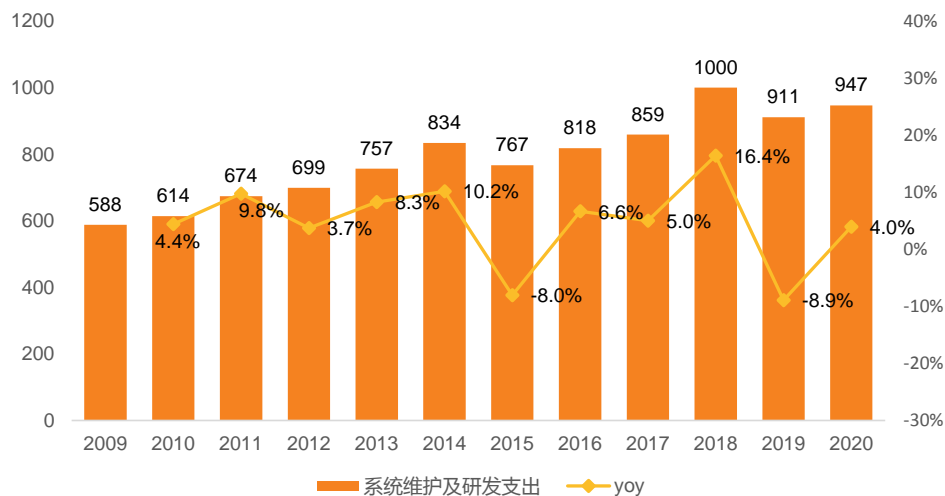
②信息技术创新贯穿业务发展始终，基于云的 HCM 平台为核心竞争力。纵观 HCM 行业发展，电子化后大致经历了四个阶段，每个阶段都与计算机技术的发展密切相关。ADP 将自身定位为提供优质服务的技术公司，在每一轮信息革命中都不遗余力地进行了大量的技术投资及平台建设，先后创建了 HCM 自动化、移动化、集成化以及云化，2020 年的系统研发及维护投入 9.47 亿美元，ADP 凭借长期的产品创新持续引领行业发展。

表 14: HCM 发展与 ADP 产品更新

	1960s 以前	1960s-1980s	1980s-1990s	1990s-2000s	2004-2012	2012-至今
信息技术	电子管时代	IBM 第三代计算机面世，集成电路时代开始	PC 机时代，个人计算机兴起	互联网普及	移动互联网、SaaS	大数据、云端技术
HCM 趋势	手工簿记	中央数据存储	自动化	自动化	集成化	云端交付、商业智能
HCM 目标		管理人员数据和记录薪酬，教育和职业培训	人才管理是核心，吸引、留住和激励员工	人才管理	对“人”的管理，促进企业组织管理，文化+环境	对“人”的管理，员工生产力工具而不是人力资源工具
ADP 产品发展		1961 年租用了第一台计算机 IBM 1401	由传统的 ADP 主机处理转为使用客户的个人计算机提供产品和服务	1990 年推出薪酬支付软件 ADP EasyPay; 1998 年推出首个基于 Web 的薪资支付服务 EasyPayNet	推出完全集成的 HCM 平台 ADP Vantage HCM、Workforce Now; 发布首款应用程序 ADP Mobile payroll, 增添了移动端的使用	推出基于云的 ADP Marketplace, 通过安全的云平台访问应用程序编程接口; 完善了 ADP Data Cloud 分析平台; 推出创新型支付平台 Wisely Pay

资料来源: Curriculumonline, Marketline, Josh bersin、天风证券研究所

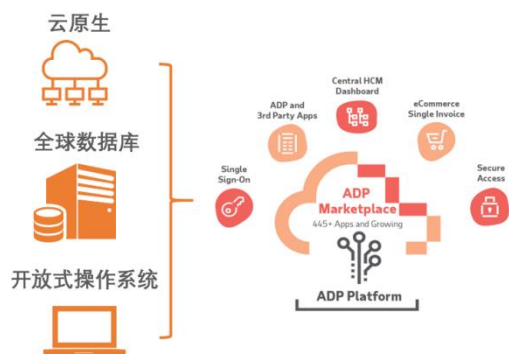
图 48：系统研发及维护投入（百万美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

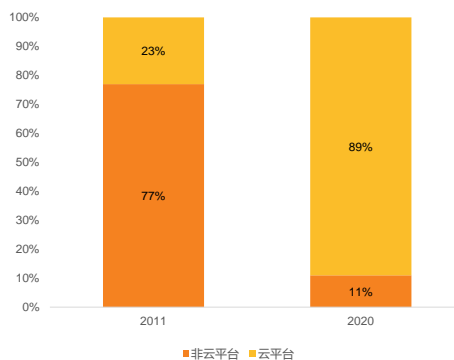
使用云解决方案意味着 ADP 能随时随地为客户提供不同层级的解决方案、综合外包服务或者 SaaS 工具，保证了实时、安全、共享。ADP 基于云 Next-gen HCM 强调以人为根本，不仅提供 To B 的服务，还支持灵活用工和按需支付。Next-gen HCM 包括了 Data Cloud 和 ADP Marketplace 两部分。ADP Marketplace 可以类比为手机的操作系统，拥有 445 个应用程序。它不但是开放式的生态系统，更兼具个性化的优点。mini-app 的概念使客户能够根据自身特定需求个性化制定 HCM 解决方案，增强了平台使用的灵活性。ADP®DataCloud 的嵌入则提供了丰富的数据结构。截至 2020 年，ADP 使用云平台用户数比例已由 2011 年 23% 上升至 89%。

图 49：ADP 的 Next-gen HCM 平台



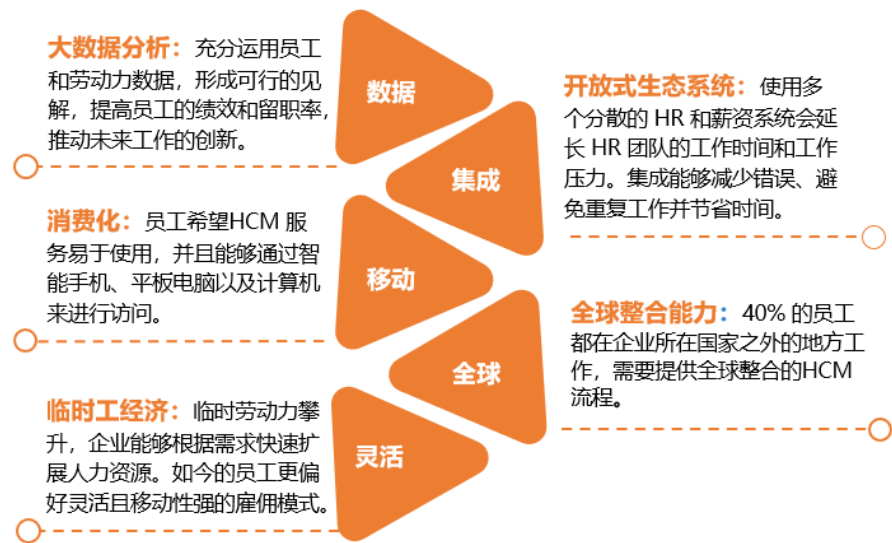
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：ADP 云平台用户数比例显著上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

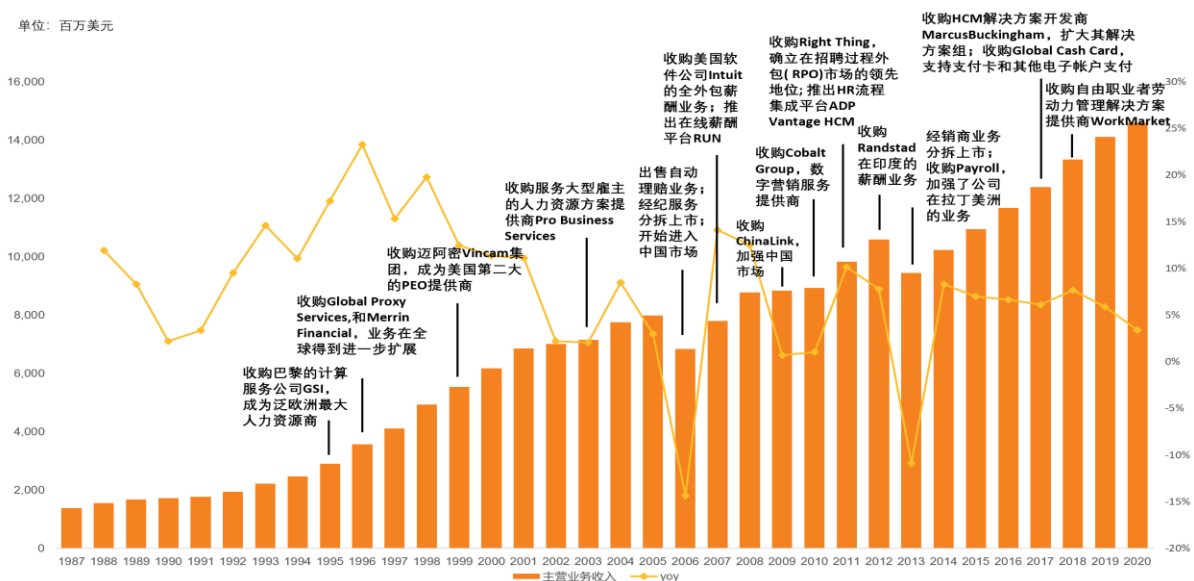
图 51: 当前 HCM 平台的发展特点



资料来源: ADP 研究所《工作进化 2.0》, 天风证券研究所

③并购扩张&战略聚焦, 兼顾市场广度与服务深度。自始至终, ADP 都是选择合适的合作伙伴或者合适的区域进行并购拓展。1995 年, 收购 GSI 使得 ADP 成为欧洲市场最大的薪酬和人力资源服务商, 也表明其商业模式能够成功扩展到其他地区。随着人力资源产业链的不断发展, 企业不再满足于事务性外包, 出现了招聘流程外包 (RPO) 和专业雇主组织 (PEO)。ADP 较早洞察到中小企业也需要灵活地增派人员, 于 1999 年并购 Vincam 介入 PEO 服务市场, 2020 年 PEO 业务收入已达到总收入的 31%。2006 年开始, ADP 出售了保险理赔业务, 先后分拆上市经纪服务及经销商服务, 后又陆续收购 Right Thing(RPO 提供商)、Marcus Buckingham (HCM 解决方案开发商) 等, 集中资源发展 HCM 业务。2018 年, ADP 收购自由职业者管理平台 Work Market, 瞄准零工经济市场。

图 52: ADP 并购扩张时间表



资料来源: Marketline, 公司公告, 天风证券研究所

表 15: ADP 历次重大收购

时间	收购对象及股权比例	收购方式	无形资产/商誉摊销	贡献营收
1995	作价 4.6 亿美元收购巴黎的计算机服务公司 GSI 100%股权	现金收购	合计产生 5.23 亿商誉和无形资产, 5-40 年内摊销	次年贡献 6.7%收入
2003	作价 5.17 亿美元收购大型雇主人力资源方案提供商 Pro Business Services	现金收购	产生 7980 万美元无形资产分八年摊销, 4.17 亿美元商誉	预计带来 1.5 亿元收入, 占当年营收比重 2%
2010	作价 4 亿美元收购数字营销服务和解决方案提供商 Cobalt Group 100%股权	现金收购	产生 1.1 亿无形资产分 11 年摊销, 2.9 亿美元商誉	次年贡献营收占经销商服务收入 15%, 占总营收 2%
2017	作价 4.9 亿美元收购数字支付平台 Global Cash 100%股权	现金收购	产生 1.3 亿无形资产分八年摊销, 商誉 4 亿美元	未披露
2018	作价 1.25 亿收购自由职业者管理平台 WorkMarket 100%股权	现金收购	未披露	

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

相比于同样布局 HCM SaaS 平台的 Paychex, ADP 产品更为丰富, 平台集成功能强大, 定价起点较高, 更适合大中型企业和跨国企业。由于面向客户群体不同, ADP 产品定价起点略高, 提供的 HCM 解决方案更为复杂; Paychex 的服务支持快捷性更高。从关键指标看, ADP 客户数量领先, 留存率更高; 2020 年 ADP 毛利率/销售管理费用率/净利率分别为 42.1%/20.6%/16.9%, Paychex 毛利率/销售管理费用率/净利率为 68.3%/32.1%/27.2%。ADP 费用率管控更强, 而 Paychex 产品运行和维护成本低, 毛利率水平更优。

表 16: ADP 与 Paychex 对比

	ADP	Paychex
企业定位	全球领先的人力资本管理 (HCM) 解决方案提供商	专注于为中小型企业提供薪资和人力资源解决方案
主要客户	86 万+客户, 中小企业比例较高, 兼有大型公司和跨国公司	68 万+客户, 中小企业为主
客户留存率	90%以上	83%以上
产品特点	基于云的 SaaS 平台, 产品数量多; 具备强大的集成功能, Marketplace 能够无缝链接 ADP 各产品和第三方合作伙伴提供的人力资源解决方案; 移动应用需要额外付费。	主要产品是基于云的 Paychex Flex, 提供移动端服务和自助服务功能; 集成能力有限, 考勤系统和人力资源系统都是附加选项, 需要单独购买
定价方式	针对不同功能定价, 定价起点较高	针对不同功能定价, 定价起点较低

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2.4. FVRR: 自由职业群体壮大, 在线零工平台飞轮效应显著

Fiverr International 是成立于以色列的全球任务众包平台, 推出 SaaS(服务即产品)模型。作为一个链接自由职业者与服务需求方的平台, Fiverr 通过类似电子商务交易的高效搜索、查找和订购流程, 买家可以轻松地找到和购买产品化的服务, 满足了个人、组织以及大型企业等不同层级的需求。该平台每一项服务都有确定的范围、时长、价格以及买家生成的评论, 减少了交易双方的摩擦和不确定性。

**创始人创业经验丰富。**创始人兼 CEO Micha Kaufman 先后创立了过多家技术公司, 包括

Keynesis Ltd. (运营安全加密软件), Invisia Ltd. (为组织提供技术解决方案), Spotback Ltd. (从事互联网业务)。21 世纪以来,美国的自由职业群体日益壮大,且自由职业者具有高灵活性、高精专、高价格竞争力的特点。Micha Kaufman 与 Shai Winer (联合创始人, 2014 年离职) 发现自由职业者的招聘过程效率低下, 缺少此类将服务产品化的平台, 至此 2010 年 Fiverr 诞生。

图 53: FVRR 发展历程



资料来源: 招股说明书, crunchbase, 天风证券研究所

自成立以来, FIVERR 不断扩大产品服务清单, 创业伊始仅拥有 8 个服务类别。经过十年的快速发展, 目前构建了 500 多个类别的产品服务清单 (被称为 "Gigs"), 横跨 8 个垂直领域, 任意类别占核心市场收入不超过 15%。

- **图形与设计(Graphics & Design):** 标志设计、品牌风格指导、游戏美术、贴纸素材、名片和文具、插图、模式设计、宣传册设计、海报设计、标牌设计等 43 个品类。
- **影片与动画(Video & Animation):** 白板和动画讲解员、视频编辑、短片广告、动画 GIF、徽标动画、简介与外语、应用与网站预览、现场动作讲解员、角色动画、3D 产品动画等 28 个品类。
- **音乐与音频(Music & Audio):** 配音、歌曲后期制作、混音、唱歌与声乐、音乐制作、在线音乐课、歌词制作、Beats 制作、播客编辑、有声书制作等 19 个品类。
- **写作与翻译(Writing & Translation):** 文章撰写、翻译、校对与编辑、网站内容、写作、品牌与音调、用户体验写作、简历写作、求职信等 31 个品类。
- **编程与技术(Programming & Tech):** WordPress 系统、网站建设与内容管理系统、电子商务发展、游戏开发、素材开发、行动应用程序、网页程式设计、桌面应用、在线编码课程、聊天机器人等 17 个品类。
- **数字营销(Digital Marketing):** 社交媒体营销、搜索引擎优化、社交媒体广告、公共关系、内容营销、播客营销、影片营销、电子邮件营销、众筹等 25 个品类。
- **商务(Business):** 虚拟助手、数据输入、电子商务管理、客户服务、市场调查、商业计划书、人力资源咨询、法律咨询、财务咨询、商业咨询等 18 个品类。
- **生活方式(Lifestyle):** 游戏、在线辅导、占星术与心理学、生活指导、健身课程、个人造型师、烹饪课、工艺课、健康营养与健身等 17 个品类。

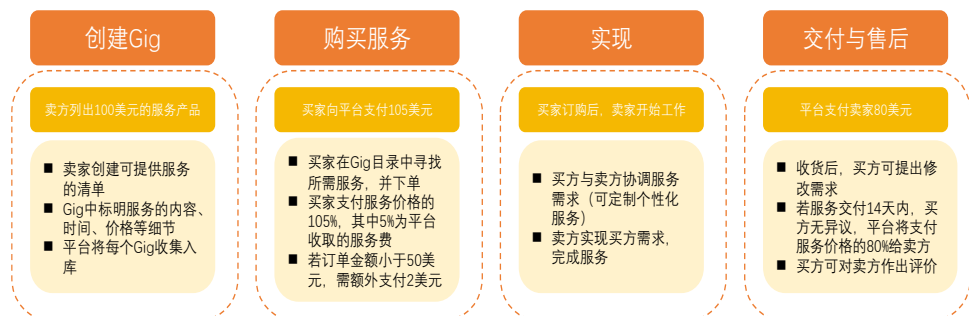
图 54：产品服务清单



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**Fiverr 工作流程：极简四步。**作为一个为卖家提供技能学习、流程管理、商业分析等一系列支持服务的平台，Fiverr 搭建了极简的工作流程，一个订单从创建到完成需要经历四步骤：**①创建 Gig**：卖家可根据自己所能提供的服务创建 Gig，Fiverr 将每一个 Gig 收录到产品目录中，形成海量产品库。**②购买服务**：买家通过浏览 Fiverr 的目录，根据 Gigs 中描述的服务内容、过往买家的评价、取消率和响应时间来选择合适的卖方。每一个 Gig 中包含基本包、标准包和高级包，代表不同的服务级别，比如翻译的字数、编辑视频的视频长度或标识设计的修改次数，买家可根据自身需求购买相应套餐。**③服务实现**：买卖双方 Fiverr 平台上完成协商，卖方完成服务并交付。**④交付与售后**：服务交付后，若有需要，买方可以利用平台的“请求修订”(request revisions) 功能来进一步完善交付的产品或服务。如无异议，平台将款项支付给卖方，买方可对卖方提出评价。中途若发生纠纷，平台提供干预算法和全天候的调解服务。

图 55：Fiverr 平台的买卖流程





资料来源：公司官网，天风证券研究所

**Fiverr 将零工这一古老的业务模式从线下搬到线上，将劳动服务转变为按需定制的产品，避免了雇用过程和长期服务承诺，打破了时间和空间的限制，增加了买卖双方的交易弹性：**

- ① 对于买方来讲，Fiverr 为其提供了广泛的数字服务目录和拥有多样技能的自由职业者，通过标准化的服务体系流程和买家驱动的评分体系，提供了价格时长、工作内容、交付质量等透明度高、确定性高的劳动服务。减轻了交易过程中的摩擦和效率低下的问题，为买方提供了物有所值的服务。
- ② 对于卖方来讲，Fiverr 是一个高效的寻找工作和提供工作的平台，卖方在平台展示他们擅长或热爱的工作，Fiverr 利用技术撮合为其匹配合适买家。平台为自由职业者提供了业务支持基础架构和品牌信任背书，解决了付款问题和管理绩效溯源问题。另外，Fiverr 还提供了较为全面的入门资源、全天候的客户支持服务，降低沟通摩擦成本提高交付效率。

**基础功能上进一步延展&垂直细分，丰富平台生态。**①**服务细分板块：**服务于大型组织和企业的 Fiverr Business，内部的自由职业者将得到定期评估，以满足在对应领域的专业性；为买家提供认证的高质量服务的 Fiverr Pro；为大型项目的自由职业者提供一站式配套资源服务的 Fiverr Studio。②**创作技术支持板块：**专注于徽标设计市场的 Fiverr Logo Maker；主要提供在线后台服务的 AND CO。③**创作帮助板块：**为客户提供全方位教学指南的 Fiverr Guides；专注于为创作者寻找灵感的 Fiverr Discover；提高自由职业者技能的在线专业课程平台 Fiverr Learn。④**服务拓展板块：**专注于 ToB 端的内容营销平台与写作工作区的 Clear Voice。

表 17：FVRR 业务垂直细分化

业务板块	业务名称	简介
服务细分	Fiverr Business	为大型团队和企业量身定制的自由职业平台,为客户提供最佳的交流和高质量服务体验。企业可以创建协作业务帐户来管理所有项目, 通讯、交付和预算, 团队成员可以在其中共享订单, 使用共享的付款方式, 跟踪项目进度并整合反馈。
	Fiverr Pro	提供高质量、易于查找且经过验证的专业卖家。对所有卖家开放申请, 只有 1%通过审核。
	Fiverr Studio	寻找完成大型项目所需自由职业者的一站式资源。为自由职业者提供了一种新的协作方式和组建团队方式, 以应对全球企业更大更复杂的任务。
创作技术支持	Fiverr Logo Maker	卖方可以通过 Fiverr Logo Maker 制作 Logo, 买方可以通过简单索引购买 Logo。由 AI 驱动的创作工具提高生产力, 使企业能够快速个性化定制徽标。
	AND CO	在线后台服务平台, 集成了时间跟踪、费用追踪、发票、合同和任务管理等功能, 旨在帮助自由职业者和企业家节省时间。
创作帮助	Fiverr Guides	涵盖了数字营销、视频动画、写作和文案写作、编程和技术、图形和设计等方面的教学指南。
	Fiverr Discover	Fiverr 卖家的部分作品展示, 帮助创作者寻找创意灵感。
	Fiverr Learn	有关内容创作和营销的在线专业课程平台, 内容包括图形设计、品牌、数字营销和文案写作, 以帮助自由职业者提高技能并发展业务。
服务拓展	Clear Voice	面向大中型企业的基于订阅的内容营销平台, 也是协作工作区

资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

**并购拓垂直市场，聚力提服务质量。**17-21 年，Fiver 先后收购了 VeedMe (2017 年)、AND CO (2018 年)、ClearVoice (2019 年)、SLT Consulting (2020 年)、Working Not Working (2021 年)，寻求在专业的垂直市场加深发展。并购提升平台服务质量的同时，也增强了平台内容的丰富性。

表 18：Fiverr 并购历程概览

并购时间	公司名称	业务描述	并购目的/协同效应
2017年6月	VeedMe	高端视频和动画制作市场	发展专业自由职业者社区, 构建数字自由职业者生态系统
2018年1月	AND CO	面向自由职业者的软件制造商	引进业务管理软件, 提供时间跟踪、费用追踪、发票、合同和任务管理等功能, 提高平台使用者的效率
2019年2月	ClearVoice	基于付费订阅的内容营销平台	引入高级协作和工作流自动化工具, 推动用户以可重复、可扩展的方式创建高质量的内容, 推动高端数字服务, 吸纳高端客户
2020年8月	SLT Consulting	社交媒体营销, 搜索和 SEO 以及品牌和内容营销	提供营销以及品牌方面的咨询服务
2021年2月	Working Not Working	创意人才市场	扩大平台的规模和渗透率, 利用技术和专业知识将全球需求带入 FIVERR 社区

资料来源: crunchbase, 公司官网, 天风证券研究所

FIVERR 建立了以买家为核心的自由职业者交易网络平台, 为用户提供可靠的交易渠道, 并产生强大的飞轮效应。自成立以来, FVRR 从未为获取卖方投入营销费用。平台帮助卖家建立声誉, 买家成交后为平台带来了新的用户, 这样随着买家数量的增长和卖家支持功能的加深, 更多高技能自由职业者被吸引。在卖方基础不断壮大以及技能深度不断扩大的推动下, 平台不断扩展 Gigs 目录, 进一步强化了买方的价值主张, 提升买家满意度和 ARPU 值, 从而创造了强劲的增长飞轮。

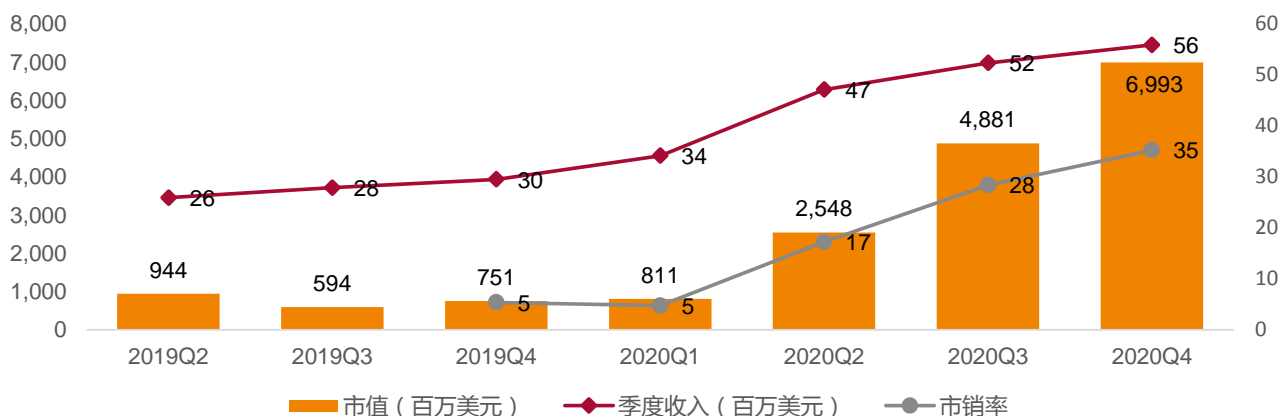
图 56: FVRR 平台的飞轮效应



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

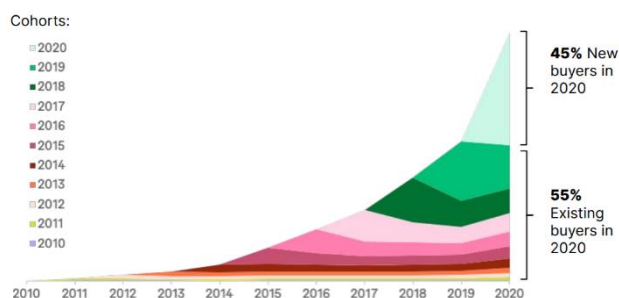
从数据指标来看, Fiverr 上市以来市值与收入齐飞, 目前 PS (21E) 大约在 28 倍左右。18-20 年分别实现收入 0.76/1.07/1.90 亿美元, 同增 45%/42%/77%。平台 GMV 分别为 2.94/4.01/6.99 万亿美元 (yoy+38%/37%/74%), take-rate 分别为 25.7%/26.7%/27.1%, 均稳步实现高增。GMV 增长主要受活跃买家数量和买家人均花费增长的推动, 18-20 年平台活跃买家数量分别为 202/240/340 万 (yoy+13%/19%/42%), 买家人均花费分别为 145/170/205 美元 (yoy+22%/17%/21%)。Fiverr 的客户粘性较强, 2020 年 55% 的收入来源于老客户。

图 57: Fiverr 市值与收入变化



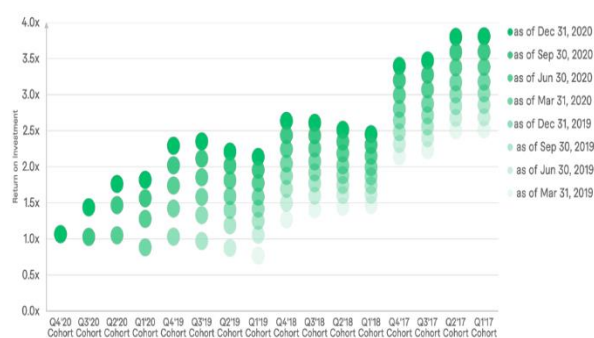
资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 58: Fiverr 的收入叠加效应 (2010-2020 年)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 59: 累计收入与累计营销占比

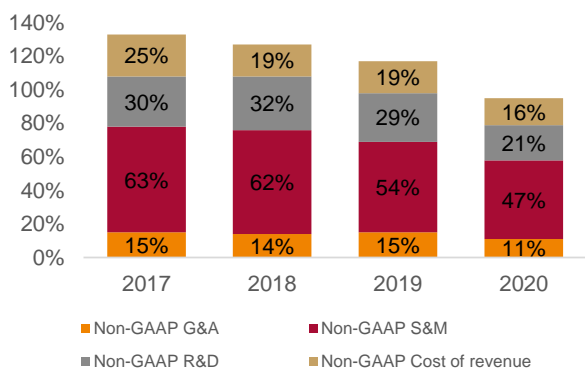


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

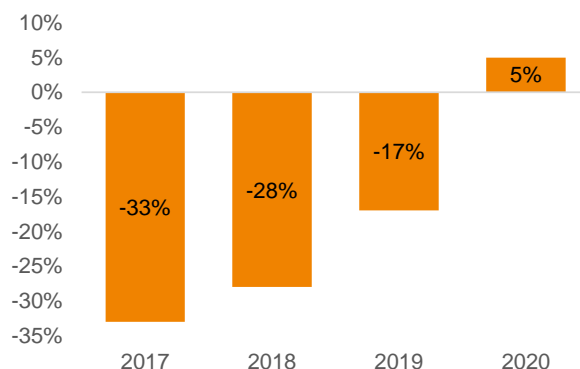
构筑可扩展、模块化、现代化的技术平台，2020 年 R&D 营收占比 24%。Fiverr 将非 sku 的数字服务转变为结构化的 Gigs，提供数字服务的体验，包括搜索、浏览、比较和购买功能。通过专有算法集，进行个性化推荐、排名和匹配，根据买家的业务需求和偏好为他们匹配最相关的 Gigs，优化 Gig 匹配和用户体验。用户界面设计简洁，在苹果 App Store(4.9/5.0) 和谷歌 Play Store 中用户评价高。模块化的平台搭建方式，无需重新部署代码库，便于每个产品团队独立开发，提高了开发新功能、扩展容量、采用新技术和集成新库的灵活性。另外，内嵌监控和警报灯基础设施，定期对系统的内外部进行测试，进行系统升级，保证用户数据安全性。

图 60: Fiverr 营运效率持续提升

图 61: Fiverr 盈利能力逐步显现 (Adjusted EBITDA margin)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

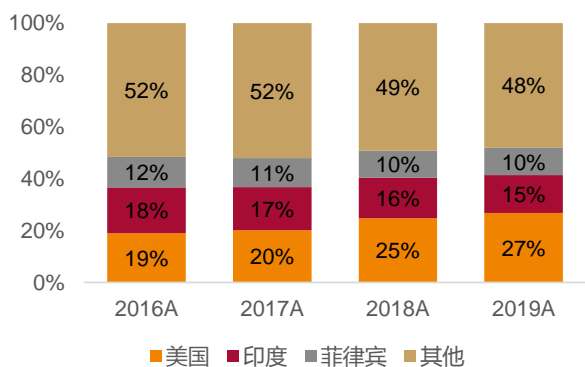
与同是自由职业者平台的 Upwork 相比，Fiverr 适合需要较少或单一服务、预算较低、追求性价比的买家，Upwork 适合需要完成复杂、多流程的项目、预算较高、对服务质量要求高的买家。二者都主要经营跨国业务，Fiverr 70% 的收入来自于说英语的国家（美国、英国、加拿大、澳大利亚和新西兰），未来将加深对西欧、亚太和拉丁美洲的渗透；Upwork 62% 的收入来自平台注册的自由职业者，38% 的收入面向客户收取，其中美国的自由职业者和客户分别贡献了 27% 和 29% 的收入。2020 年，Fiverr 的毛利率/研发费用率/销售费用率/管理费用率分别为 82%/24%/50%/15%，Upwork 的毛利率/研发费用率/销售费用率/管理费用率分别为 72%/22%/36%/19%。受益于较低的销售和营销费率，Upwork 盈利能力更优。

表 19：Fiverr 与 Upwork 比较

差异	Fiverr	Upwork
企业定位	主打低价战略，但质量层次不齐	提供专业、精确且高质量的服务
工作流程	仅提供“寻找人才”一套流程	包括“寻找人才”和“寻找工作”两套流程
定价策略	定价较低，按服务项目收费	定价较高，可以按服务项目收费，也可以按小时收费
工作监控	买家参与权较小，没有特设平台参与项目构建，但可以通过对话框与卖家进行沟通	买家参与权更大，设有平台与卖家沟通，并参与组织项目（通过平台进行任务分配等）
争端解决	解决争端相对困难，没有调解员，但可以延长交付时间、要求更新订单	解决争端方便高效，设立争议解决中心，有调解员解决争端
适合人群	适合需要较少或单一服务的买家；预算较低的买家	既适合需要完成复杂、多流程的项目的买家，又适合需要单一服务的买家；预算较高、对服务质量要求高的买家

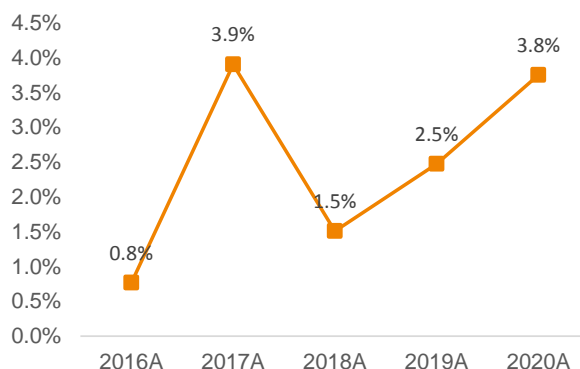
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 62：自由职业者为 Upwork 贡献的收入分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 63：受益于较低的销售营销费用，Upwork 盈利水平更优



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 人口大国市场空间广阔，乘风破浪再造黄金十年

#### 3.1. 不确定的时代拥抱确定性的成长，灵活用工赛道红利显著

我国人力资源行业迄今历经 40 余年的发展，形成了萌芽期—成形期—改革期—统筹期—发展期五大阶段：①萌芽期（1978-1991）：20 世纪 70 年代末，统包统配的人力资源配制度被打破，企业开始实行劳动合同制；②成形期（1992-2000）：劳动力和人才市场正式确立，民营性质的人力资源服务机构发展较快，外资开始进入我国人力服务领域；③改革期（2001-2006）：劳动部门所属服务机构开始向公共就业服务转变，人事部门先后提出了“管办分离”、“事企分开”、“公共服务与市场经营性服务分离”的改革要求；④统筹期（2007-2012）：人事和社会保障部门合并，统一规范灵活的人力资源市场建设全面展开；⑤发展期（2013 至今）：制定法规政策提速，政府管理转向政策制定、产业引领和营造环境，统一规范的人力资源市场体系形成。

表 20：我国人力资源行业标志性政策及事件

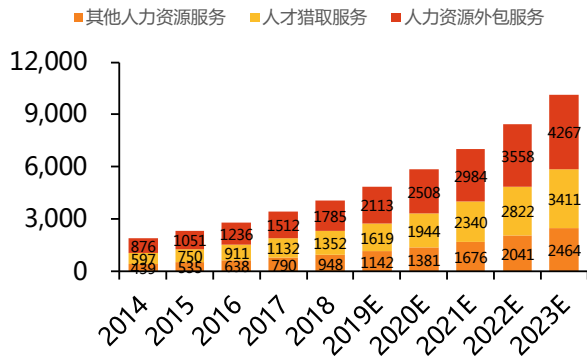
时间	政策及事件
萌芽期(1978 年-1991 年)	1979 年北京外企人力资源服务公司 (FESCO) 成立；1983 年沈阳市人才服务公司成立；1984 年劳动人事部成立全国人才交流咨询中心，之后各地纷纷建立类似的人力资源服务机构；1987 年浙江温州出现第一家民营人才职业介绍机构。1990 年国务院制定下发《劳动就业服务企业管理规定》，劳动部和人事部分别下发了《职业介绍暂行规定》和《关于加强人才招聘管理工作的通知》
成形期(1992 年-2000 年)	1993 年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，首次明确提出劳动力市场的概念；同期国内第一家猎头公司北京泰来猎头咨询事务所成立；1994 年智联招聘成立；1995 年《职业介绍规定》出台，建设银行上海分行开始使用劳务派遣工；1996 年《人才市场管理暂行规定》出台，科锐国际成立；1997 年中华英才网成立；1998 年前程无忧成立
改革期(2001 年-2006 年)	2002 年、2003 年，《境外就业中介管理规定》和《中外合资人才中介机构管理暂行规定》先后出台；2003 年底，中共中央、国务院下发《关于进一步加强人才工作的决定》，为建立统一规范的人力资源市场定调；同期“首届跨地区人力资源派遣研讨会”在上海召开，是国内人力资源派遣外包领域第一个行业论坛
统筹期(2007 年-2012 年)	2007 年《关于加快发展服务业的若干意见》印发，首次将人才服务业作为服务业中的一个重要门类；同期《就业促进法》首次在国家法律层面明确提出“人力资源市场”的概念；2008 年人力资源社会保障部组建，《劳动合同法颁布》；2012 年《服务业发展“十二五”规划》首次提出建设人力资源服务体系；2010 年上海第一个建立国家级人力资源服务产业园
发展期(2013 年至今)	2013 年《关于加快推进人力资源市场整合的意见》；2014 年《关于加快发展人力资源服务业的意见》、《劳务派遣暂行规定》；2017 年《“十三五”促进就业规划》、《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》，首次从立法层面明确了政府提高人力资源服务业发展水平的法定职责；《国税地税征管体制改革方案》出台规范行业发展

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

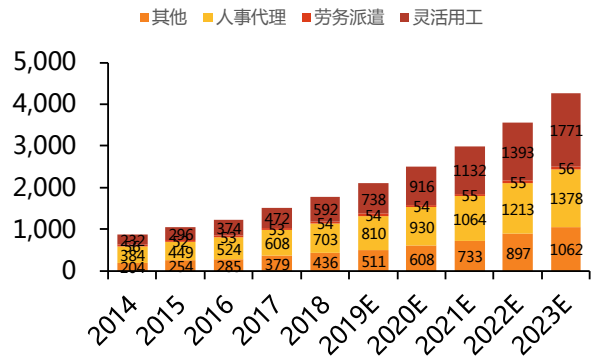
人力资源服务需求旺盛，预计 2023 年空间达万亿，灵活用工赛道增长亮眼。根据灼识咨询数据，人力资源服务市场可分为人力资源外包服务、人才猎取服务及其他人力资源服务三大类，其中人力资源外包服务又包含灵活用工、劳务派遣、人事代理和其他外包服务。2018 年我国人服市场规模达 4086 亿元，预计将以约 20% 的年均复合增长率增长至 2023 年达到 10,142 亿元。而在人服行业的多项细分业务中，低渗透率、高复合增长率的灵活用工市场增长最为显眼。与主要依靠个人能力的猎头业务不同，灵活用工可以实现规模化发展，客户粘性大且合约周期长，国际领先的人力资源公司灵活用工均占收入的绝对主体。2018 年灵活用工服务市场规模为 592 亿，人服市场规模占比为 14.5%，预期将以 24.5% 的年复合增长率于增长至 2023 年达到 1771 亿元。

图 64：我国人力资源服务市场规模（亿元）

图 65：我国人力资源外包服务市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询，天风证券研究所



资料来源：灼识咨询，天风证券研究所

图 66：我国人力资源产业布局



资料来源：Mapofhrtech，天风证券研究所

行业大而分散，细分龙头规模渐显。根据人力资源和社会保障部数据，截至 2019 年底，全国共有各类人力资源服务机构 3.96 万家，同比增长 11%；行业从业人员 67.48 万人，同比增长 5%，平均每个机构仅有 17 人。单看较易形成规模化体量的灵活用工赛道，根据人瑞人才招股说明书，截止 18 年底，我国劳动力市场有超过 1 万家灵活用工服务商，且大部分为当地小型参与者，超过 80%的灵活用工服务商收入规模在 500 万以下。前五大灵活用工服务商收入合计仅占市场总额的 9.3%，聘用灵活用工数量合计仅占市场总额的 4.9%。

表 21：2018 年我国前五大灵活用工服务商市场份额

公司	聘用的灵活用工人数 (千人)	按人数口径计算的市场份额	灵活用工业务收入 (亿元)	按收入口径计算的市场份额
人瑞人才	19.4	1.5%	1.5	2.5%

中外合作经营企业 A	17.0	1.3%	1.4	2.4%
中港合作经营企业 B	10.7	0.8%	1.0	1.7%
国有企业 C	9.0	0.7%	0.7	1.2%
外商独资企业 D	7.6	0.6%	0.9	1.5%

资料来源：人瑞人才招股说明书，天风证券研究所

**政策驱动行业从不合规走向合规，利好头部服务品牌商。**国内灵活用工的主要形式为岗位外包服务，由人力资源服务商承担全方位的法定雇主责任，包括员工的招聘、薪酬发放、入职培训及离职等各个环节。14 年劳务派遣规定和 18 年“社保税征”政策的出台，规范了人力资源外包市场，限制了劳务派遣的滥用，提高了隐形用人成本，加速了小型不合规外包服务商的出清。2019 年《政府工作报告》首次将就业优先政策置于宏观政策层面，旨在强化各方面重视就业、支持就业的导向。国家政策的开放推动着新兴经济的发展，打破人才流动的枷锁，规范社会保障体系，有助于行业的持续健康发展。

表 22：政策加速不合规服务商出清

阶段	时间	名称	表述内容
1978-2008: 改革开放后 以促进就业 为导向的政 府规制	1981 年	《关于建国以来党的若干历史问题的决议》	“国营经济和集体经济是我国基本的经济形式，一定范围的劳动者个体经济是公有制经济的必要补充。”
	1987 年	《城乡个体工商户管理暂行条例》	成为发展和管理个体私营经济的基本政策和法规依据；
	2002 年	《中共中央国务院关于进一步做好下岗失业人员再就业工作的通知》	鼓励下岗失业人员通过非全日制、临时性、季节性、弹性工作等灵活多样形式实现就业，通过发展劳务派遣，就业基地等形式，为他们灵活就业提供服务和帮助；
	2003 年	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》	“……在就业方式上，注重采用灵活多样的形式”；
		《劳动和社会保障部关于非全日制用工若干问题的意见》	将非全日制工作区别于传统的全日制用工进行规范；
		《劳动和社会保障部办公厅关于城镇灵活就业人员参加基本医疗保险的指导意见》	积极将灵活就业人员纳入基本医疗保险制度范围；
2008-2014: 以劳动合同 法为代表的 规范市场导 向	2005 年	《关于进一步加强就业再就业工作的通知》	为了解决重组改制关闭破产企业职工安置问题和经济体制转轨所产生的下岗失业人员再就业问题，持续出台政策文件，促进就业与再就业；
	2007 年	《中华人民共和国就业促进法》	第二十三条 各级人民政府采取措施，逐步完善和实施与非全日制用工等灵活就业相适应的劳动和社会保险政策，为灵活就业人员提供帮助和服务；
		《中华人民共和国劳动争议调解仲裁法》	第二十二条 发生劳动争议的劳动者和用人单位为劳动争议仲裁案件的双方当事人。劳务派遣单位或者用工单位与劳动者发生劳动争议的，劳务派遣单位和用工单位为共同当事人；
2014 至今:	2008 年	《中华人民共和国劳动合同法》	对劳务派遣作出了较为严格的修订；
	2011 年 2013 年	《中华人民共和国劳动合同法实施条例》 《中华人民共和国社会保险法》 《劳务派遣行政许可实施办法》	第四章“劳务派遣特别规定”； 对灵活就业人员参与基本医疗保险、养老保险等作出了规定； 规范劳务派遣，根据《劳动合同法》和《行政许可法》等进行制定，包括劳务派遣行政许可的申请受理、审查批准以及相关的监督检查；
	2014 年	《劳务派遣暂行规定》	对劳务派遣作出了较严格的规范，明确了企业劳务派遣的用工比

新经济形态

例和劳务派遣实体的法律责任

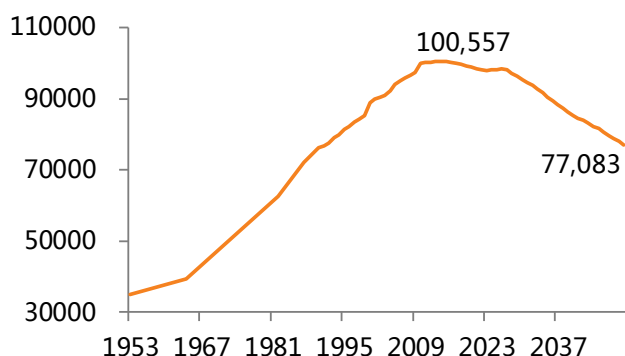
下灵活用工 2018年 《国税地税征管体制改革方案》  
新业态

从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、  
失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税  
务部门统一征收

资料来源：人民网、北京朝阳区人民政府、人社部、中国政府网、劳动和社会保障部办公厅、天风证券研究所

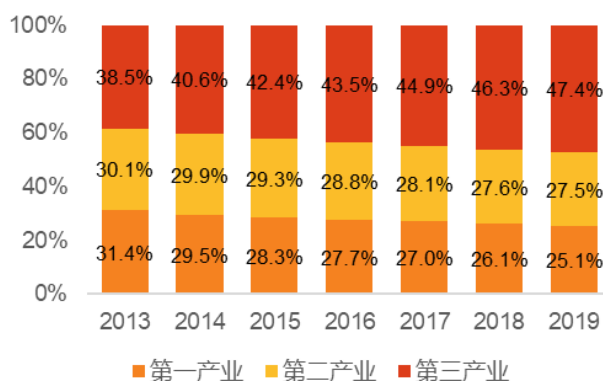
我国人力资源服务市场需求旺盛，伴随着经济转型升级、人口结构调整的大背景，从企业端角度，存在管控人员成本、提高核心经营效率的刚性需求；从个人端角度，年轻一代就业观念大大革新，更倾向于选择灵活的就业方式。且近年来政策暖风频吹，有利于人力资源行业中长期健康可持续发展。在去组织化去中心化的时代，政策经济人口文化四重共振，相较于传统的朝九晚五固定雇佣制度，对于很多行业岗位来讲，灵活用工无疑是更优的用人选择，赛道红利显著。

图 67：我国劳动年龄人口总数（15 至 64 岁，万人）



资料来源：国家统计局，联合国，天风证券研究所

图 68：我国三次产业就业人数占比



资料来源：人力资源部，天风证券研究所

我国灵活用工市场成熟后规模万亿人民币，有望超越美国。根据 WEC 统计，2019 年美国灵活用工市场规模最大为 1221 亿欧元，日本其次为 523 亿欧元，我国作为劳动力人口大国市场规模仅为 48 亿欧元，排名第 14 位。以灵活用工市场规模 ≈ 劳动人口数量 \* 渗透率 \* 人均派遣费估测中国灵活用工市场空间，中国劳动人口数量约为日本的 11.2 倍，假设市场成熟时渗透率能达到 2%，考虑日本服务费率水平较高，人均工资已达到天花板开始下行，而国内工资仍呈显著上升趋势。若中国人均派遣费为日本 1/4，则市场空间为日本的 2.4 倍，约 1280 亿欧元，略超过美国市场；若人均派遣费达到日本 1/2，则市场空间约 2561 亿欧元。

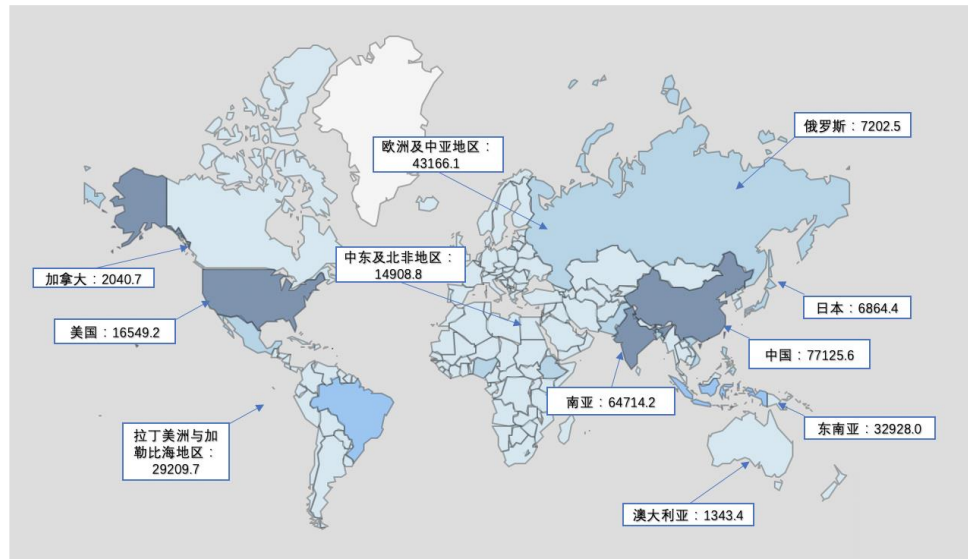
表 23：我国灵活用工市场规模预估

	日本		中国
预测假设		渗透率为 2% 人均派遣费为日本的 1/4	渗透率为 2% 人均派遣费为日本的 1/2
劳动人口数量 (万人)	6864	77126	77126
灵活用工渗透率	2.3%	2%	2%
人均派遣费 (万欧元)	3.31	0.83	1.66
灵活用工市场规模 (亿欧元)	523	1280	2561

资料来源：WEC，世界银行，天风证券研究所

图 69：2020 年全球劳动力人口统计 (万)





资料来源：世界银行，天风证券研究所

### 3.2. 科锐/人瑞/万宝/强生：内生外延技术创新各有千秋，产业进入生态竞争新阶段

国内人力领域目前的上市公司主要有科锐国际（300662.SZ，2017 年上市）、人瑞人才（6919.HK，2019 年上市）、万宝盛华（2180.HK，2019 年上市）、强生控股（600662.SH，上海外服重组借壳，2021 年获证监会并购重组委审核有条件通过）、同道猎聘（6100.HK，2018 年上市）、趣活科技（QH.O，2020 年上市）等。其中，科锐国际、人瑞人才和万宝盛华以灵活用工和人才招聘业务为主；强生控股以人事代理和薪酬服务业务为主，招聘和灵活用工业务为辅；同道猎聘以中高端人才线上招聘为主，近年来积极开拓灵活用工、在线教育、问卷调查等业务；趣活科技主营餐饮外卖、酒店清洁等领域劳动力运营管理。考虑到业务的可对比性，以下分析主要基于前四家公司。

**创始人背景迥异，行业空间广阔四家各有千秋。**科锐国际和人瑞人才为民营企业，其中科锐创业较早，踏准国内政策和市场契机，积极进取，猎头业务起家，后在客户需求下相继发展招聘流程外包、灵活用工、HRaaS 等业务。人瑞人才 2010 年成立，创始人张建国拥有丰富的人力领域从业经验，核心创业团队稳固。万宝盛华为美国 Manpower 分拆在大中华区的港股上市公司，截至 2020 年 12 月国内团队独立运营管理，大股东美国 Manpower 和中信产业基金持股比例分别为 36.87%和 30.85%。上海外服是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构，国企背景强大，管理层团队多数从业务基层干起，经验丰富团队稳定性高。

表 24：创始人背景对比

上市公司	科锐国际	万宝盛华	人瑞人才	上海外服
成立/进军时间	1996 年	1997 年进军香港和澳门，2003 年进军大陆	2010 年	1984 年
创始/管理人背景	高勇 1974 年生，大学毕业不久便与袁铁一、李跃章和王天鹏创办科锐国际，一路创业至今	崔志辉 1976 年生，2016 年 1 月至 2021 年 3 月担任首席财务官，监督其财务事宜以及领导并购及岗位管理，2021 年 3 月底起获委任为执行董事	张建国 1963 年生，先后任职于华为、中华英才网等，2008 年中华英才网被 Monster 收购后，与同事张峰、张健梅一起创办人瑞人才，后在资本助力下确定灵工服务主赛道	国企背景，董事长李栋 1971 年生，1997 年入职上海市对外服务有限公司，2010 年至今任上海东浩人力资源有限公司党委书记、总经理、董事长，上海外服党委书记、董事长等职务
创始人持股比例	高勇等创始人持有 35.74%	--	张建国 29.66%，张峰和张健梅各 3.77%	重组上市后预计上海市国资委持股比例为 72%

中高管持股及股权激励情况	员工持股平台持有 6.03%；2020 年 1 月授予财务总监陈崧等核心成员 228.7 万股，占总股本比例为 1.25%	2015 年中信产业基金战略入股 49%的股份；后续相继向高管授予 800 万份购股权，占总股本比例为 3.85%	授予中高管 2290.46 万份购股权，占总股本比例为 14.64%	--
高管薪酬情况	2020 年高勇、李跃章、郭鑫合计薪酬 1050 万元	2020 年前任执行董事袁建华薪酬为 433 万元	2020 年张建国、张峰、张健梅合计薪酬 297 万元	--
代表投资机构	经纬创投，摩根士丹利	中信产业基金	联想投资、麦格理集团、基石资本、VMS	--

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**灵活用工以招聘为核心，技术提升匹配效率。**灵活用工重点在“招、管、留、培”四个环节，目前国内市场处于渗透率初期，市场需求大于供给。各家供应商的招聘速度尤为重要，交付能力决定了业务订单量提升速度。这其中涉及人才的触达率和触达后的转化率，目前各家都在建立人才数据库、精细化人员画像、加大技术投入提升撮合匹配效率，如科锐在苏州和西安建立服务和技术中台，人瑞自建香聘 app、搭建微信私域群导流。

**科锐国际和万宝盛华业务结构较为类似，人瑞人才深耕客服、信息审核等中低端外包业务，上海外服招聘及灵工业务有待上市后发力：**①科锐国际以中高端人员外包为主，猎头起家的背景为其提供了丰富的招聘经验和人员储备，截止 20 年底外包在岗人数 2 万人，分布于财务/人事/采购/合规/行政助理/医药研发/IT 研发/工业研发/金融服务/零售/工厂流水线技术工人及管理等多个岗位。②万宝盛华整体业务毛利结构和外包工种与科锐类似，差异有二，一是区域上港澳台业务占据半壁江山；二是背景上为外企分拆形成，灵工经验最为丰富，但与科锐逐渐壮大中后台不同，万宝目前主要采用合伙人模式。③人瑞人才伴随新经济客户的崛起快速成长，第一大客户字节跳动收入贡献占比为 39%，搭建起香聘、瑞聘、瑞家园、瑞云、合同管理一体化等一套完整的业务系统，精细化运营管理，员工留存率和人均净利润均处于同行较好水平。④上海外服目前招聘及灵工业务处于发展初期，截止 20 年底合作客户达 4.74 万家，资源优质交叉销售潜力较大，未来招聘能力提升下发展可期。

表 25：2020 年四家公司业务及财务对比

	科锐国际	万宝盛华	人瑞人才	上海外服
20 年收入	收入 39 亿，同增 10%； 灵工收入 31 亿，同增 13%	收入 32 亿，同增 6%； 灵工收入 30 亿，同增 12%	收入 28 亿，同增 24%； 灵工收入 26 亿，同增 20%	收入 219 亿，同减 6%； 招聘及灵工收入 5 亿，同增 8%
收入结构	灵工:猎头:RPO:其他 =79%:12%:3%:6%	灵工:猎头:其他 =93%:6%:1%；大陆:台湾: 港澳=55%:26%:19%	灵工:招聘:其他 =91%:2%:7%	人事管理:人才派遣:薪酬福利:招聘及灵工:业务外包 =5%:61%:6%:2:26%
20 年毛利	毛利 5.3 亿，同增 4%； 灵工毛利 2.9 亿，同增 20%， 灵工毛利率 9.2%	毛利 5.4 亿，同减 9%； 灵工毛利 3.5 亿，同增 14%， 灵工毛利率 11.5%	毛利 2.7 亿，同增 12%； 灵工毛利 1.9 亿，同减 1%，灵工毛利率 7.4%	毛利 16.5 亿，同减 1%； 招聘及灵工毛利 0.5 亿，持平， 毛利率 8.6%
毛利结构	灵工:猎头:RPO:其他 =54%:31%:9%:6%	灵工:猎头:其他 =65%:32%:3%	灵工:招聘:其他 =70%:10%:20%	人事管理:人才派遣:薪酬福利:招聘及灵工:业务外包 =55%:9%:26%:3%:7%
20 年归母净利	净利 1.86 亿，同增 22%， 净利率 5.3%	净利润 1.26 亿，同增 15%，净利率 4.1%	净利润 1.83 亿，可比口 径同增 36%，净利率 6.5%	净利润 4.9 亿，同增 6%， 净利率 2.5%
20 年底外包 在岗人数	2.0 万人，同增 39%	3.9 万人，同增 13%，大 陆区同增 27%	3.6 万人，同增 42%	20 年派出灵工 3718 人，同 增 5%
大陆灵工收	同口径增长 40%	同增 28%	同口径增长 29%	--

入增速				
第一大客户收入占比	17%	22%	39%	--
账面现金	4.9 亿	9.7 亿	9.7 亿	71 亿
应收账款周转天数	75 天	52 天	52 天	7 天
研发费用及人数	费用 1453 万, 研发投入 3151 万, 194 人	未披露	费用 1394 万, 36 人	费用, 2484 万
ROE	19.6%	10.8%	15.9%	24.4%
员工人数和人均净利	2668 人, 7 万	1054 人, 12 万	889 人, 21 万	2984 人, 18 万

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

战略上均重视技术投入和客户交叉销售, 步伐上科锐国际布局较为全面。万宝盛华 all in staffing 的同时, 继续优化一体化人力资源科技平台“职场+”, 嵌入“天天 U 才”、“天天 U 单”、“万盛专家”、“万宝简斯”及“天天 U 福”等多种科技产品, 内部互联互通提高协调效应。上海外服此次重组的同时, 募集配套资金不超过 9.6 亿, 拟用于“数字外服”转型升级项目。

科锐国际内生外延双轮驱动, “技术+平台+服务”模式打造人力界的贝壳。20 年科锐与国投人力共同设立海南国投科锐, 与河南汇融共同设立汇融科锐, 地方政府深度合作打开业务发展空间。参股尚贤基金, 一二级联动布局人力产业链。追加投资才到持股至 59%, 加大 SaaS 领域投入, 才到云累计服务客户 159 家, 服务管理企业员工 20 万人。投资中测高科 20% 股权, 布局人才测评领域。同时, 精细打磨各类垂直招聘平台和产业互联平台, “禾蛙” & “即派盒子”加速推广升级, 截止 21Q1, 共入驻猎企等人力伙伴 4104 家, 平台顾问入驻 2.76 万人, 协同服务客户 6281 家, “医脉同道” & “零售一号线”已注册企业用户近 5000 家。外延方面, 英国 Investigo 和北京亦庄均贡献不错的业务增量。2020 年定增获批, 资金注血后业务有望加速发展。

表 26: 科锐国际多品牌布局

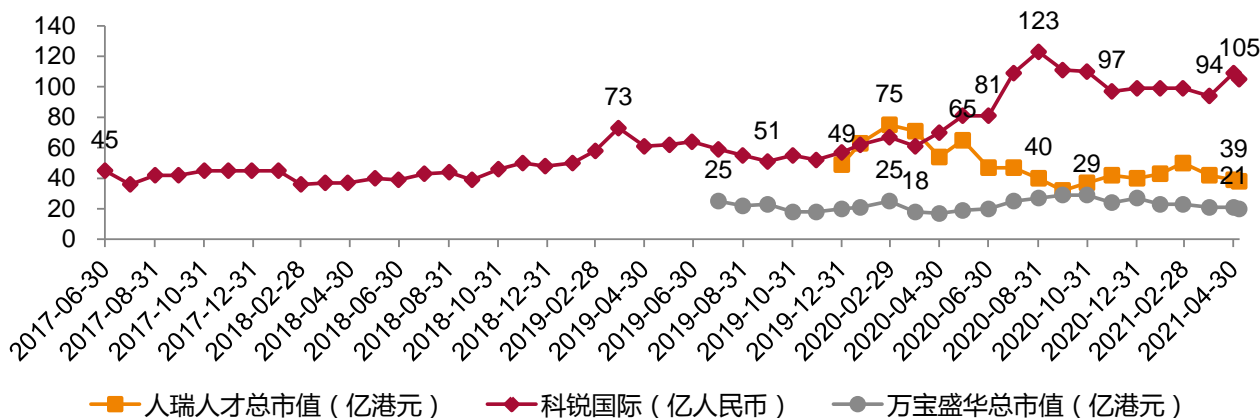
业务分类	品牌	产品简介
中高端人才访寻	科瑞咨询 	专注于中高端人才寻访业务服务, 由中国最早从事招聘咨询行业服务的资深团队组成, 已有 20 余年专业服务经验
	速聘咨询 	专注于 IT 行业中高端人才猎寻服务, 在 SAP/Oracle/ERP/IT 类高级管理人才和研发人才专业细分市场中持续保持领先
	才客网 	中高端人才访寻+互联网产品, C2B 的模式为优秀的大中型企业员工, 提供优质私人职业顾问服务的高体验求职平台
招聘流程外包	联聘科技 Career Pro 	招聘流程外包 (RPO) 服务品牌, 为客户提供从定制招聘策略到候选人上岗等一站式招聘流程服务
	欧格林 	专注于大健康医疗行业的招聘外包品牌, 领先的人才招聘、岗位外包、项目外包 (CRC 临床试验) 整体服务提供商
	康肯 	专注于消费品领域营销人员的大规模招聘和营销项目外包管理服务品牌

灵活用工	科锐派 	灵活用工品牌，专注于为企业实现短期、第三方雇佣等灵活、风险可控的用工策略
	即派 	灵活用工+互联网/移动端品牌，针对城市小白领岗位的职业发布及求职服务平台，实现优质人才即约即用
其他服务	威聘 	专为中国境内中小企业订制的人才招聘类服务产品，为中小企业客户提供基于 SaaS 云系统的招聘人才推荐、企业灵活专家服务、雇主品牌推广以及人事托管服务
	睿聘 	智能 SaaS 人才管理平台，通过云端与大数据相结合等高科技手段，为企业提供高端智能化的人力资源管理系统服务体验，帮助企业减少招聘成本，提升招聘效率
	薪薪乐 	高效至简的薪酬云平台，致力于为企业组织架构管理、人员档案管理、薪酬管理、社保管理、考勤管理、审批管理等提供整体解决方案
	才到 	针对大中型客户人力资源的 SaaS 云软件，为大中型客户提供一站式 HR 应用和 O2O 的人力资源解决方案
	禾蛙网 	连接人力资源行业内各服务商的生态圈平台，人力资源服务企业间合作做单的 B2B 平台，通过行业间的长尾协同提升人力资源企业收入，推动行业的信息化、云端化、智能化，提升效能和专业度

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

科锐国际、人瑞人才、万宝盛华虽然收入利润体量相近，但是估值差异较大，主要与业务护城河及成长性、A 股和港股的流动性差异、资本市场形象等方面有关。科锐国际上市以来股价稳定向上，20 年疫情后业务模式壁垒得到验证，估值随着业绩的释放相应提升，PE 估值倍数稳定在 40 倍以上。万宝盛华业务稳健分红率常年 45%左右，由于股票流动性问题，估值折价较大，PE 估值倍数 10 倍左右。人瑞人才由于 20H1 业绩大幅低于预期，估值波动较大，目前积极夯实内生业务，PE 估值倍数 20 倍以下。

图 70：科锐、人瑞、万宝上市以来股价表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：考虑到国内人力行业赛道空间广阔，灵活用工、HR SaaS 等细分领域均处于快速发展阶段且渗透率低，在政策、人口、经济、文化等时代红利下，头部供应商踏上快车道加速发展，提高市占率可期。首推战略布局全面&执行落地能力强的科锐国际，预计 21-22 年净利润分别为 2.5/3.2 亿，对应 42/33xPE；推荐人瑞人才，预计 21-22 年净利润

分别为 2.4/3.1 亿，对应 13/10xPE；建议关注业务稳健股息率高的万宝盛华，预计 21-22 年净利润分别为 1.4/1.7 亿，对应 12/10xPE；上海外服现金流好且业务稳定性高，积极关注重组落地后的改革动作，测算后的重组市值 197.33 亿（含强生控股），按 21-22 年对赌净利润不低于 3.8/4.4 亿，对应 48/42xPE。

#### 4. 风险提示

**经济周期下行风险：**人力行业为强周期性，宏观经济下行对行业营收影响较大，如 2000 年的互联网泡沫、2008 年的金融危机、2020 年的新冠疫情等。

**商誉减值风险：**收并购是人力企业快速发展较具性价比的方式，若外部品牌/团队/业务不能较好融入发挥协同效应，或对价估值过高后续发展不及预期，可能存在商誉减值风险。

**客户违约风险：**部分人力资源服务业务净利率微薄，人力企业轻资产运作，现金周转要求较高，若大客户违约应收账款不能如期收回，可能会对企业造成严重打击。

**政策变化风险：**人力资源服务业务的开展范围及承担的成本费用受政策影响大，政策端收紧对细分业务的发展限制较大。

**行业竞争加剧，核心人才流失风险：**部分人力资源服务业务受强人际关系维护，行业竞争加剧核心人才外流，可能会对存量业务产生不利影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com