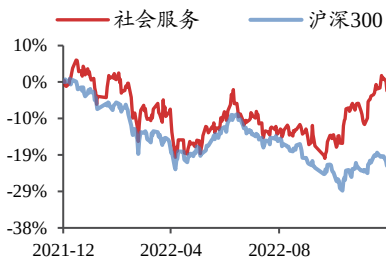


社会服务

2022 年 12 月 21 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《扩内需纲要助力免税复苏，航空运力持续恢复—行业周报》-2022.12.18
《出行政策持续优化，人力资源、旅游免税率先受益—行业周报》-2022.12.11
《国货扬帆，复苏领航—行业投资策略》-2022.12.1

春江水暖鸭先知，疫后复苏人力资源有望率先反弹

——行业深度报告

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

● 短期催化：经济复苏劳动力迎来返场，三年冲击下多行业供需错配

分行业来看，管控放松后休闲和酒店业非农就业缺口最大，在疫情影响逐渐减弱，消费逐渐从商品转向服务的背景下，休闲和酒店业平均小时工资涨幅最大，劳动力缺口有望回补。**原因 1：**疫情对很多经济产生了错位的冲击，例如部分受益于需求增加和远程办公，部分面临需求有限或无法全面运营而萎缩。**原因 2：**确诊者或者家中有确诊者，往往也会自觉居家，这对于餐饮等接触型的服务业来说，自然会影响到出勤的情况。**原因 3：**疫情仍有一定不确定性，企业因经营压力较大，及春节假期等因素考虑，企业会更倾向于选择成本更低的灵活用工。

● 中长期逻辑：中期受周期性因素驱动，长期行业仍在发展初期

中期来看，后疫情时代全球经济复苏过程中，就业市场的紧俏很大程度上受周期性因素的驱动。一些已经修复的国家，却仍然面临着严峻缺工问题的现象。**长期来看，（1）高增长+低渗透+顺周期：**国内灵活用工市场真正开始起步，市场规模由 2016 年的 1570 亿元增长至 2019 年的 4779 亿元，CGAR 为 45%。广义灵活用工渗透率美国已达到 32%，日本约达 42%，中国仍不足 10%；狭义灵活用工人数差异更为明显，美国成熟市场已达到 10%，中国仅不足 1%。**（2）政策加持+法规不断完善：**保障劳务派遣、灵活用工等就业人员的合法权利，推动行业健康发展，各类行业政策持续支持，二十大中指出，实施就业优先战略，强化就业优先政策，健全就业促进机制，促进高质量充分就业。

● 他山之石逻辑已被部分验证，海外人服巨头收入利润疫后高增

美国仓储、餐厅、销售、邮政等各行业都苦于招工难题。在德国和法国，技术工岗位尤其是与制造业、数字化转型有关的职位空缺更为显著，在加拿大和澳洲，餐饮服务业的缺工最明显。**任仕达、ADP 深耕欧美市场，Recruit 深耕日本市场，**2021 年收入分别为 291/165/192 亿美元。疫情防疫政策放宽后三家巨头公司收入增速最高接近 40%，反弹速度快，且高增持续时间久。平均估值 TTM50/36/25 倍，业绩上修期间估值则更高。

● 人力资源中招聘/灵活用工/RPO 均有望优先受益于防疫政策的优化

受益标的：（1）科锐国际：公司境外子公司 Investigo 与海外疫情恢复同频，境内业务医脉同道和零售同道将有望快速受益于线下医疗和零售业的恢复，同时东南亚新兴产业人才需求也在扩大；**（2）外服控股：**2021 年公司与强生控股完成资产置换登陆资本市场，2022 年集团拟计划控股华东地区人力业务外包企业远茂集团，将会进一步加强公司外包业务的协同性。**（3）北京城乡：**重组平稳推进，公司与德科集团合资成立外企德科，积累了丰厚的客户资源和技术沉淀。

● **风险提示：**疫情复苏不及预期、宏观经济波动、人力资源行业竞争加剧、数字化研发不及预期等。

目 录

1、 短期催化：疫后招工布局经济复苏，重大节日催生用工需求.....	5
1.1、 放松管控后，海外人力资源企业收入高增.....	5
1.2、 美国灵活用工大幅反弹，节假日招聘季节性员工.....	8
1.3、 疫情以来国内就业持续承压，酒店等服务业人工成本占比走高.....	10
1.4、 当前失业率已处高位，灵活用工或迎来弹性机会.....	11
2、 中长期：国外后疫情时代用工仍紧缺，国内灵活用工发展正当时.....	12
2.1、 中期来看，后疫情时代全球仍面临用工紧缺.....	12
2.2、 长期来看，高增长+低渗透，国内灵活用工发展进入快车道.....	13
2.2.1、 何为灵活用工？.....	13
2.2.2、 市场规模突破万亿，国内“零工经济”进入快车道.....	14
2.2.3、 经济下行期间企业更加注重效益.....	16
2.2.4、 政策逐渐完善，促进正向发展.....	16
2.3、 中外对比，国内渗透率和集中度仍有数倍提升空间.....	17
3、 复盘海外：经济、人口、政策，多重因素驱动行业发展.....	19
3.1、 经济衰退提供机遇，多重因素驱动美日灵活用工快速发展.....	19
3.2、 国内人口结构向日本靠拢，“用工荒”和“招工难”同时出现.....	21
4、 个股比较：科锐国际、北京城乡、外服控股.....	22
4.1、 灵活用工及外包服务业务增长快速，但毛利相对较低.....	22
4.2、 灵活用工员工数量增加，各公司客户结构不一.....	24
4.3、 外服控股盈利能力相对较强，人服公司营业成本主为人工成本.....	25
4.4、 灵活用工业务对于资金的需求较高.....	26
4.5、 募资建设数字化转型升级.....	28
5、 可比公司盈利预测与估值.....	29
6、 风险提示.....	30

图表目录

图 1： 管控政策放松后美国就业人数持续回暖.....	5
图 2： 2022 年 10 月美国非农就业人数已较 2019 年同期同比转正.....	5
图 3： 2022 年 6 月日本管控放松后就业人数回暖.....	6
图 4： 2022 年 1 月日本感染人数增多影响就业.....	6
图 5： 海外放松后人力资源公司收入同比高增，%.....	6
图 6： 2022Q3 三家公司单季度净利润率较 2019 年同期提升 1-2 个百分点.....	6
图 7： 2022Q3 Recruit 收入较 2019 年同期增长 44.8%.....	7
图 8： 2022Q3 任仕达净利润较 2019 年同期增长 64.3%.....	7
图 9： 相较 2019 年同期，2022Q3 任仕达专业类人才业务收入增长高于通用类人才.....	7
图 10： 相较 2019 年同期，2022Q3 德科集团 RPO 及 MSP 业务收入增长最为显著.....	7
图 11： 相较 2019 年同期，2022Q3 Recruit 人力资源科技业务收入实现翻倍增长.....	8
图 12： 相较 2019 年同期，2022Q3 ADP 人力资源外包业务收入增长高人事管理外包.....	8
图 13： Investigo 2022 年前三季度收入已超 2019 年全年.....	8
图 14： Investigo 疫情期间净利润率持续提升.....	8
图 15： 美国多职位工作者占比升值 4.9%.....	9

图 16: 美国因“非经济原因”选择兼职的人数大幅增多	9
图 17: 2021 年以来美国新增就业主要集中于三大服务业	9
图 18: 2021 年以来美国新增就业主要集中于服务业	10
图 19: 美国 2022 年 10 月以来多职位工作者人数增多, 无酬家庭佣工及自雇佣者人数减少	10
图 20: 失业率随企业利润回落而升高	10
图 21: 青年失业率维持在高位	10
图 22: 2021 年国内近一半酒店人工成本占比在 30%及以上	11
图 23: 2021 年国内酒店大多选择限制招聘、复合人才、外包等方式控制成本	11
图 24: 2022 年 9 月以来国内疫情防控政策逐渐优化	12
图 25: 2022 年 10 月企业承接服务外包合同额环比小幅改善	12
图 26: 职业空缺/失业人数比例达到 2001 年以来最高	12
图 27: 2022Q2 英国、美国平均薪资较 2019Q4 翻倍	12
图 28: 各国招聘广告量较疫情前大幅增加	13
图 29: 美国多行业招聘广告量大幅增加, 以疫情前为基准	13
图 30: 灵活用工商业模式	14
图 31: 2025 年中国零工经济市场规模有望突破 2 万亿元	15
图 32: 人力资源外包服务市场中灵活用工增长最为迅速	15
图 33: 稳定或扩大灵活用工使用规模的企业数过半	15
图 34: 传统服务业使用灵活用工的比例最高	15
图 35: 灵活用工帮助企业减少固定员工成本	16
图 36: 降低成本是企业使用灵活用工的首要目的	16
图 37: 国内人力资源行业相关主要法规及政策	17
图 38: 中国狭义灵活用工与所有员工的比率不足 1%	17
图 39: 中国人力资源外包服务的渗透率(按企业数目计)低于发达国家	17
图 40: 中外人力服务机构 2021 年营业收入差距较大(亿美元)	18
图 41: ADP 及 Recruit 市值优于其他公司(亿美元), 截至 2022/12/18	18
图 42: 2020 年全球人力资源外包前六服务商市占率 20.4%	19
图 43: 2021 年中国灵活用工前四服务商市占率仅 2.84%	19
图 44: 美国灵活用工渗透率具有抗周期属性	19
图 45: 日本灵活用工市场规模于 2008 年达到顶峰(单位: 十亿日元)	20
图 46: 2000 年后日本老龄化加剧	21
图 47: 日本、美国第三产业占 GDP 的比重持续提升	21
图 48: 2019 年中国总劳动人口同比转负	21
图 49: 2019 年中国 65 岁及以上人口比例上升至 12.57%	21
图 50: 2021 年 9 月国内职业供给/需求的比率已上升至 1.53	22
图 51: 2020 年国内本科毕业生人数创下新高	22
图 52: 国内就业人员平均工资快速增长	22
图 53: 灵活用工及外包服务业务收入占比最大, 且收入增长较快(单位: 亿元, %)	23
图 54: 2021 年科锐国际毛利主要来自灵活用工, 北京城乡、外服控股来自人事相关服务, %	24
图 55: 科锐国际外包员工数量增长较快	24
图 56: 外服控股人才派遣员工减少, 灵活用工派出员工增加	24
图 57: 外服控股毛利率相对较高, %	26
图 58: 外服控股净利率相对较高, %	26
图 59: 科锐国际经营性现金流受灵活用工业务快速增长拖累(单位: 万元)	27
图 60: 北京城乡经营性现金流净额与净利润匹配(单位: 万元)	27

图 61: 外服控股货币资金相对更为充裕(单位: 万元)	27
图 62: 2021 年外服控股应收账款周转率较高(次)	28
图 63: 2021 年外服控股合同负债收入比较高	28
图 64: 2021 年 10 月后 ADP 股价大幅跑赢标普 500	29
图 65: Recruit 公司 PE 走势	29
表 1: 灵活用工与传统劳工关系的区别	14
表 2: 灵活用工及外包服务业务毛利率相对较低, %	23
表 3: 科锐国际、北京城乡的客户结构较为集中, 外服控股客户结构较为分散, %	25
表 4: 2016 年科锐国际各项业务营业成本主要为人工成本	26
表 5: 科锐国际、北京城乡、外服控股使用募集资金建设数字化转型	28
表 6: 行业公司盈利预测与估值	30

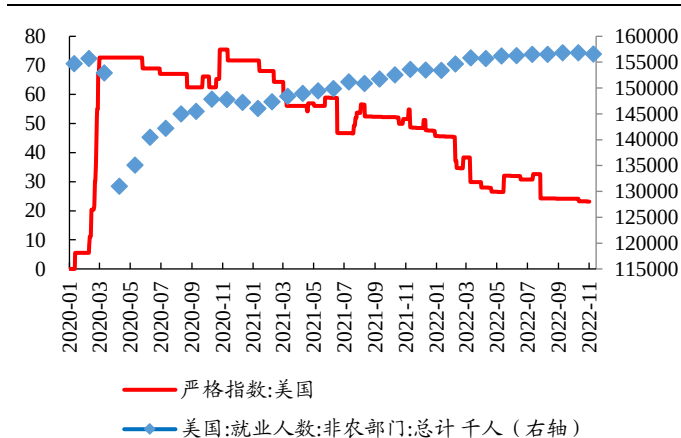
1、短期催化：疫后招工布局经济复苏，重大节日催生用工需求

1.1、放松管控后，海外人力资源企业收入高增

受人流管控影响，疫情发生期美国就业受挫严重。2020 年 4 月，美国疫情管控最为严格，非农就业人数下降至低点 1.3 亿人，较 2019 年底下降 16%；2020 年 6 月，美国宣布取消 5 国及国内 39 州的居家限制令。

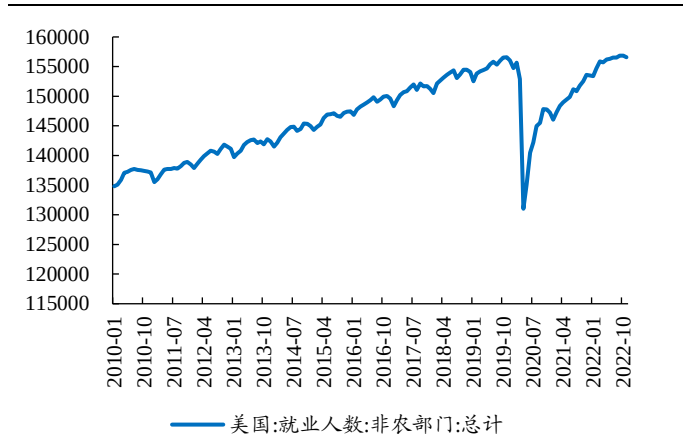
管控放松后美国就业市场快速回暖，现已恢复至疫情前水平。2021 年 4 月，美国政府宣布境内旅行无需进行检测和隔离，5 月，各州陆续宣布对完全接种疫苗者取消口罩令，就业快速回暖，2022 年 10 月美国非农就业总人数已较 2019 年同期增长 0.2%。

图1：管控政策放松后美国就业人数持续回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

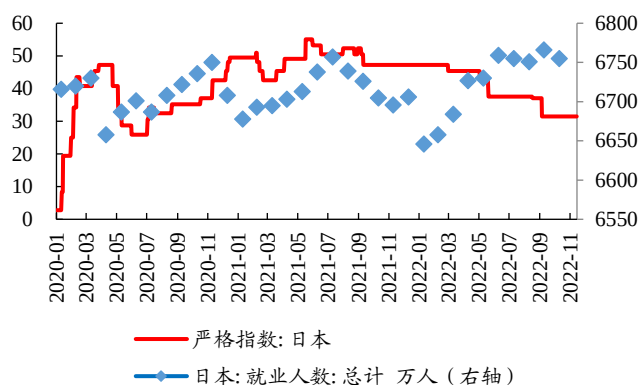
图2：2022 年 10 月美国非农就业人数已较 2019 年同期同比转正



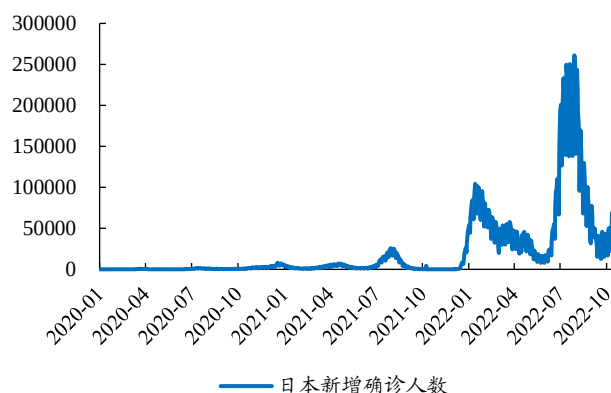
数据来源：Wind、开源证券研究所

前期日本感染人数上升时，影响就业。日本在 2022 年以前采取与中国类似的严防严控隔离措施，新增新冠感染人数很少，2021 年 7 月后，感染人数迎来小高峰，就业人数随之下滑，2022 年 1 月疫情再度发生，就业人数下降至 6646 万人。

后期管控彻底放松后，就业回升。2022 年 3 月，日本开始逐步放松防疫政策，对内不再发布紧急事态宣言；对外允许除游客以外的外国人入境，2022 年 10 月，日本取消入境人数限制，正式标志防疫进入全面放松阶段。

图3：2022年6月日本管控放松后就业人数回暖


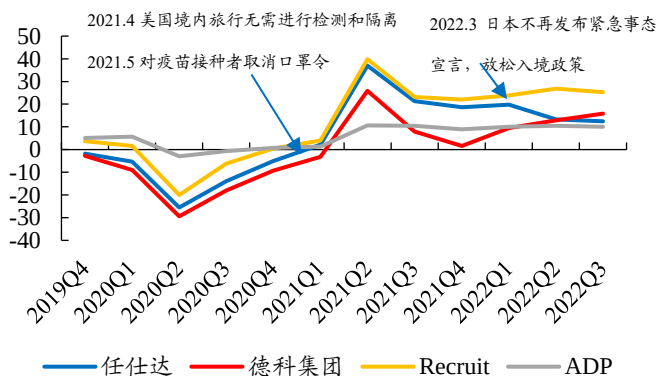
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022年1月日本感染人数增多影响就业


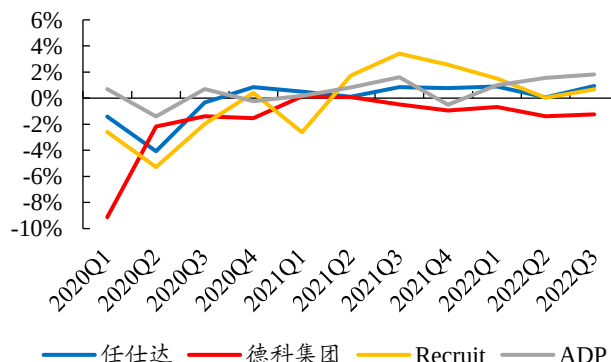
数据来源：Wind、开源证券研究所

疫情后海外人巨头收入迎来高增。任仕达（2021年欧洲/美国/亚太收入占比为66/19/15%）、德科集团（2021年欧洲/美国/亚太收入占比为74/15/11%）、ADP（2021-2022财年内美国/欧洲/加拿大收入占比为88%/8%/2%）深耕欧美市场，Recruit（2021年日本/欧美收入占比为48/52%）深耕日本市场，欧美、日本放松管控后，可以观察到三个巨头公司的收入增速最高接近40%，反弹速度快，且高增持续时间久。任仕达、德科集团、Recruit、ADP四家公司2022年第三季度的收入分别恢复至2019年同期的117.4%/102.5%/144.8%/134.3%，都较疫情前有所提高。

三家公司净利润率高于疫情前，净利润大幅提升。除德科集团外，2022年第三季度其他三家海外人力资源公司的净利润率都较2019年同期高出1-2个百分点。得益于净利润率的提高，除德科集团外，其他三家公司的净利润都较疫情前有较大幅度的提升，任仕达、德科集团、Recruit、ADP四家公司2022年第三季度的净利润分别恢复至2019年同期的164.3%/60.3%/155.5%/148.9%。

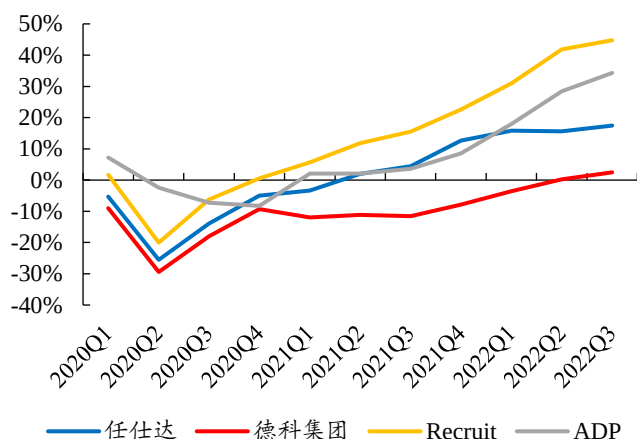
图5：海外放松后人力资源公司收入同比高增，%


数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所

图6：2022Q3三家公司单季度净利润率较2019年同期提升1-2个百分点


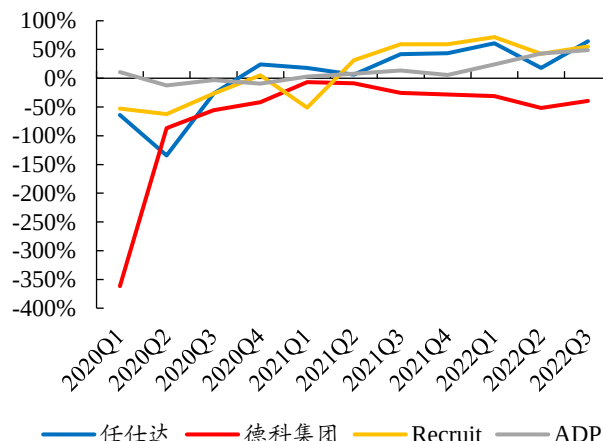
数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所

图7: 2022Q3 Recruit 收入较 2019 年同期增长 44.8%



数据来源: Bloomberg、Wind、开源证券研究所

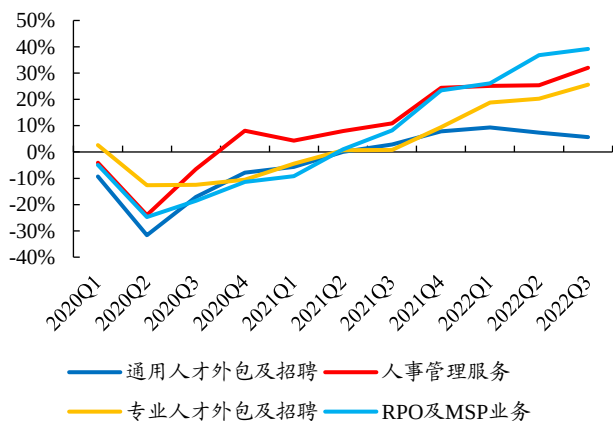
图8: 2022Q3 任仕达净利润较 2019 年同期增长 64.3%



数据来源: Bloomberg、Wind、开源证券研究所

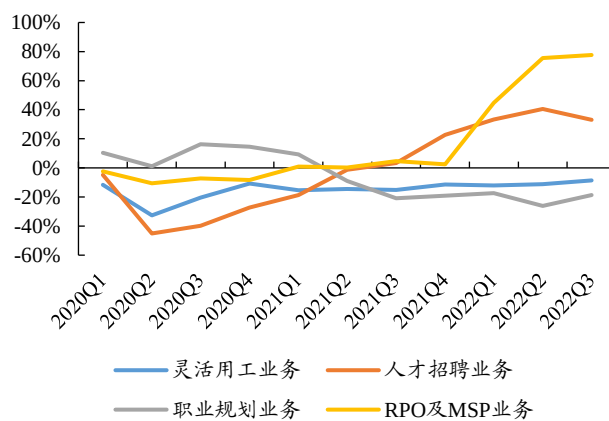
分业务类型来看, 招聘流程外包 (RPO) 和管理项目外包 (MSP) 恢复快于传统的招聘及外包业务, 专业类人才恢复快于通用类人才。2022 年第三季度, 任仕达的通用人才外包及招聘、人事管理服务、专业人才外包及招聘、RPO 及其他业务分别恢复至 2019 年同期的 105.6%/132.0%/125.6%/139.2%。德科集团的灵活用工业务、人才招聘业务、职业规划业务和 RPO 及其他业务分别恢复至 2019 年同期的 91.4%/133.1%/81.4%/177.6%。Recruit 的人力资源科技、媒体&解决方案、人才外包业务分别恢复至 2019 年同期的 281.4%/97.2%/126.0%, 人力资源科技相比 2019 年增长近 2 倍。ADP 的人力资源外包业务、人事管理外包业务分别恢复至 2019 年同期的 114.3%/135.2%。MSP 是业务流程外包 (BPO) 的一种, 能够站在企业角度分层次与企业业务进行适配, 当前全球市场的经营环境更加的多变复杂, RPO 和 MSP 业务相结合能够为大型企业提供更更高的业务附加值。

图9: 相较 2019 年同期, 2022Q3 任仕达专业类人才业务收入增长高于通用类人才

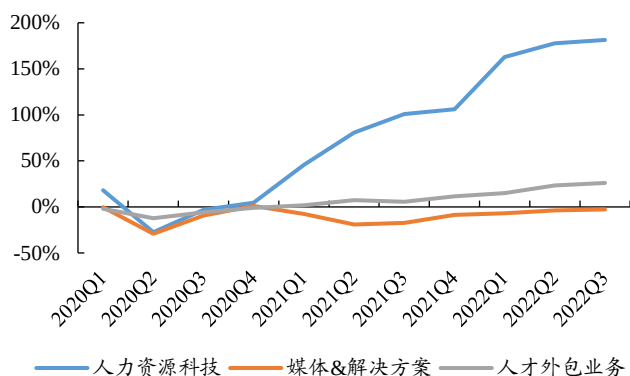


数据来源: 任仕达公司公告、开源证券研究所

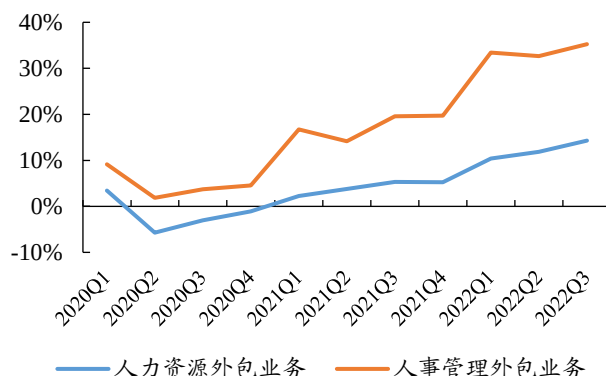
图10: 相较 2019 年同期, 2022Q3 德科集团 RPO 及 MSP 业务收入增长最为显著



数据来源: 德科集团公司公告、开源证券研究所

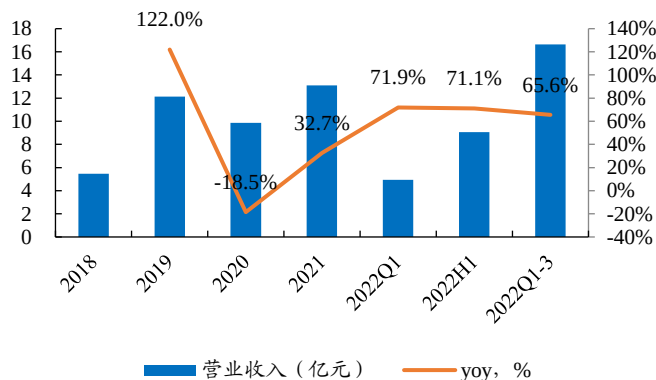
图11: 相较 2019 年同期, 2022Q3Recruit 人力资源科技业务收入实现翻倍增长


数据来源: Recruit 公司公告、开源证券研究所

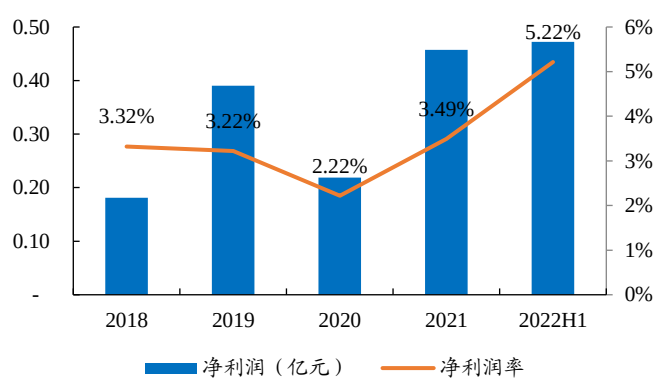
图12: 相较 2019 年同期, 2022Q3ADP 人力资源外包业务收入增长高人事管理外包


数据来源: ADP 公司公告、开源证券研究所

科锐国际海外子公司 Investigo, 收入利润疫后双高增。收入端, 在经历 2020 年的疫情扰动后, 科锐国际海外子公司 Investigo 收入利润迎来高增, 2021 年和 2022 年前三季度, Investigo 收入同比分别增长 32.7%和 65.6%, 2022 年前三季度实现收入 16.63 亿元, 已超过疫情前水平。**利润端**, 收入恢复后规模效益明显, 同时海外通胀背景下人力成本走高, 公司根据外包员工薪酬按比例提成, Investigo 净利润率由 2019 年的 3.22%提升至 2022H1 的 5.22%。

图13: Investigo2022 年前三季度收入已超 2019 年全年


数据来源: 科锐国际公司公告、开源证券研究所

图14: Investigo 疫情期间净利润率持续提升


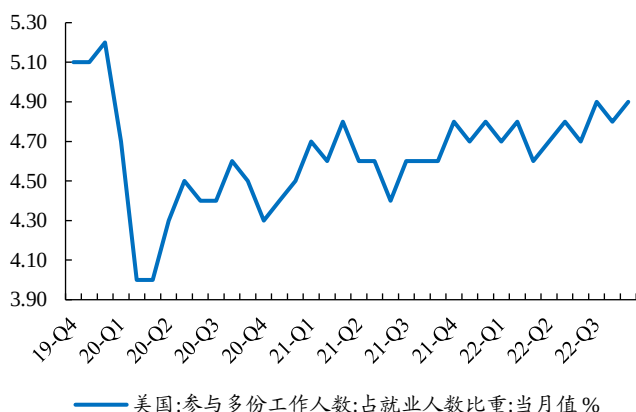
数据来源: 科锐国际公司公告、开源证券研究所

1.2、美国灵活用工大幅反弹, 节假日招聘季节性员工

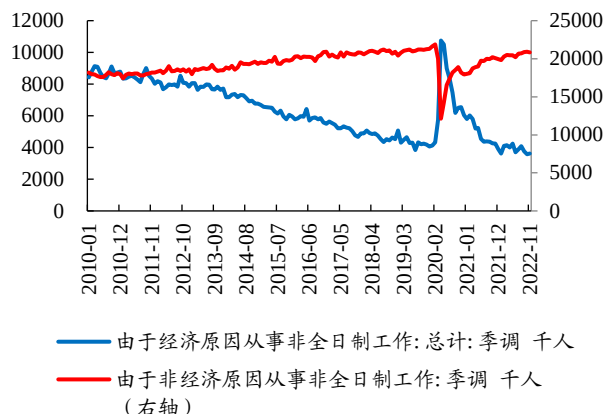
疫情后美国“零工经济”突出, 灵活性成为雇主和求职者的新标准。2021 年和 2022 年以来, 美国多职位工作者已分别新增 96.5 和 32.1 万人, 占总就业人数的比重已提升至 4.9%, 临时工岗位就较前两年大幅反弹。

分原因来看, 美国在疫情后的新增兼职工作者主要由非经济原因贡献。因经济

环境不好、全职工作减少等原因被迫选择兼职工作被定义为“经济原因兼职”，因求职者的自身意愿而主动选择兼职工作则被定义为“非经济原因兼职”。如今科技和创新的飞速发展正在大面积改变雇主的用工需求，世界经济论坛进行的研究表明，到2025年，大约50%的员工将需要重新培训，终身制的工作逐渐减少，企业和求职者都需要适应不断变化的经济环境。

图15: 美国多职位工作者占比升值4.9%


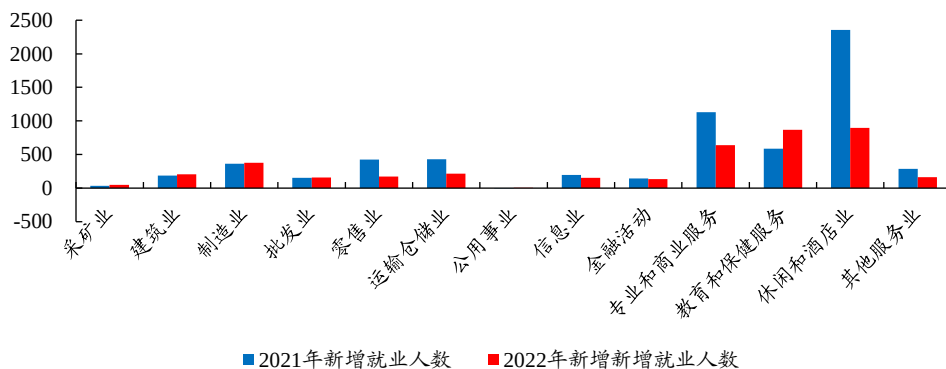
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 美国因“非经济原因”选择兼职的人数大幅增多


数据来源: Wind、开源证券研究所

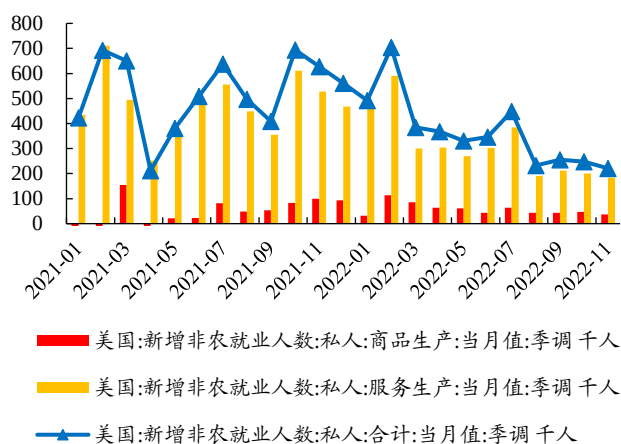
分行业来看，2021年以来美国的新增就业主要集中在三大服务业，尤其是休闲和酒店业。2021年至2022年11月，美国私人部门新增非农就业人数合计1032万人，其中新增商品生产就业122万人，新增服务生产就业910万人。服务业中，新增就业主要集中在专业和商业服务、教育和保健服务及休闲和酒店业。相较于制造业等传统行业，现代服务业的工作内容和就业形态对于灵活用工的需求更大。

节假日季节性岗位需求增加，2022年10月以来，美国多职位工作者人数增多，无酬家庭佣工及自雇佣者人数减少。为应对冬季购物季，2022年美国零售巨头塔吉特表示将在全美招聘10万名季节性雇员，亚马逊宣布计划招聘15万名季节性员工；美国全国零售联合会预计，零售商2022年冬季将雇佣45万-60万名季节性工人，低于2021年的67万人，但还是高于2019年的56.2万人。

图17: 2021年以来美国新增就业主要集中于三大服务业


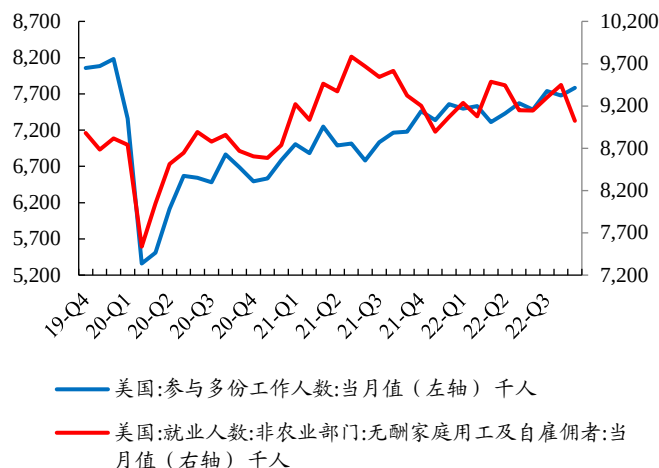
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2021年以来美国新增就业主要集中于服务业



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 美国2022年10月以来多职位工作者人数增多，无酬家庭佣工及自雇佣者人数减少



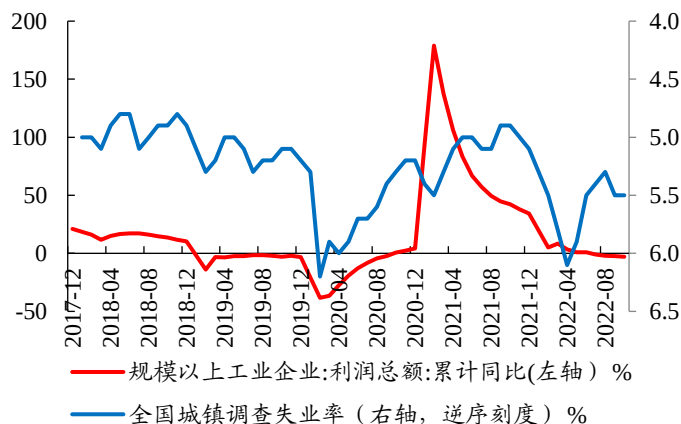
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、疫情以来国内就业持续承压，酒店等服务业人工成本占比走高

失业率与工业企业利润呈负相关，企业利润回落影响下失业率走高。2022年10月全国城镇调查失业率为5.5%，与9月持平，但仍位于阈值上限水平；全国工业企业利润增速连续回落，产能利用率整体下行，用工需求有所收缩。

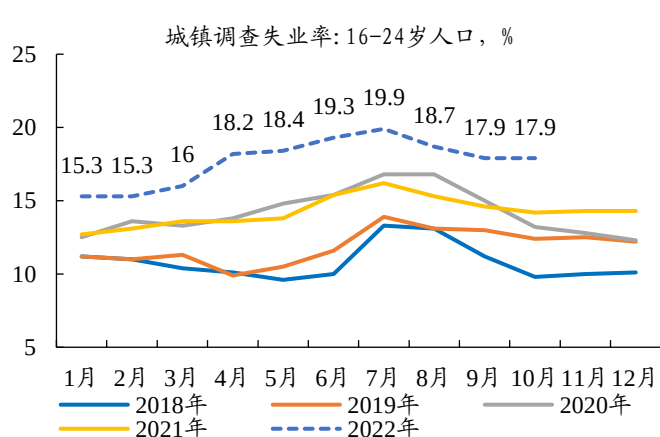
疫情三年青年失业率不断走高，2022年10月城镇青年失业率已达到17.9%。目前青年就业面临疫情反复、供应冲击、结构错配的重重压力，（1）疫情之下，由于经营稳定性难以保证，企业谨慎扩产扩员；（2）2022-2023年高校毕业生人数大幅增加，劳动力市场供给压力显著上升；（3）就业市场存在结构性错配，制造业招工难和大学生就业难的现象同时存在。

图20: 失业率随企业利润回落而升高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 青年失业率维持在高位

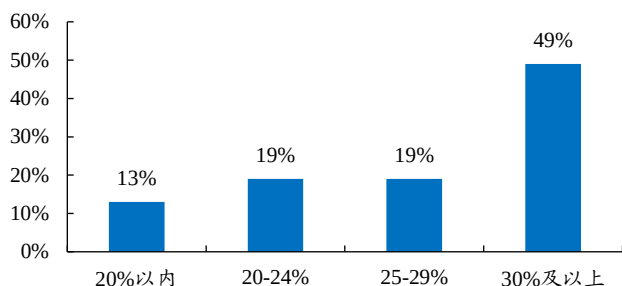


数据来源: Wind、开源证券研究所

疫情推高酒店业人工成本占比。受三年疫情影响，国内酒店业的人工成本占比越来越高，《中国酒店人力资源现状调查报告（2022）》显示，49%的受访酒店人工成本占比在30%及以上，不少酒店的人工成本占比甚至已经超过了50%

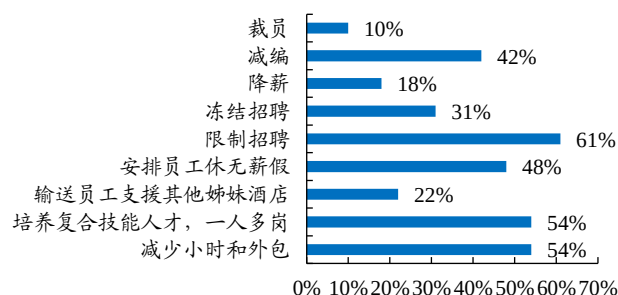
为控制开支，过半数酒店选择聘请外包及复合人才降成本。61%的受访酒店选择限制招聘以降低成本，其次是“减少小时工和外包”、“培养复合技能人才，实行一人多岗，一岗多能”，这两种方式均占比54%

图22：2021 年国内近一半酒店人工成本占比在 30%及以上



数据来源：《中国酒店人力资源现状调查报告（2022）》、开源证券研究所

图23：2021 年国内酒店大多选择限制招聘、复合人才、外包等方式控制成本



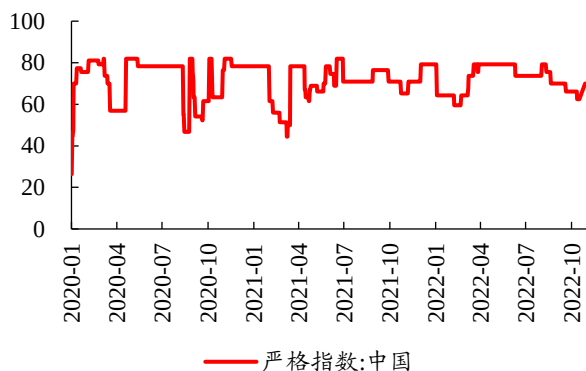
数据来源：《中国酒店人力资源现状调查报告（2022）》、开源证券研究所

1.4、当前失业率已处高位，灵活用工或迎来弹性机会

国内经济或于 2023 年一季度进入复苏期，就业有望持续改善。2022 年 9 月开始，中国疫情管控严格指数逐步下降，随着“新十条”发布，国家防控政策优化，回归正轨的预期进一步增强。三重利好因素有望带动就业市场回暖，（1）**经济逐步恢复**，随着疫情防控政策的优化以及各项稳增长措施的落地，国内经济有望迎来复苏，带动就业回暖。（2）**服务业改善**，防控措施优化后，正常的生活生产秩序有望逐渐恢复，交通、出行有望回归疫情前，餐饮、旅游等服务业就业容量大，有利于吸纳劳动力就业。（3）**政策端发力**，稳就业政策有望持续出台，为就业的持续稳定提供有力保障。

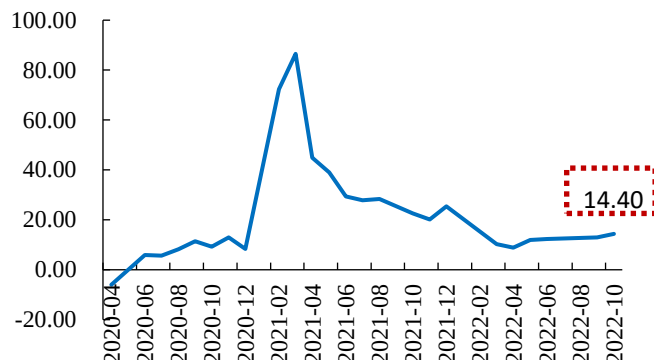
外包用工环比有所改善，10 月以来企业承接服务外包合同额环比小幅改善，圣诞、元旦等重要节日即将来临，企业为追回业绩有望增加销售、服务人员，催生灵活用工需求，同时为 2023 年经济复苏、企业扩张储备技术和研发人员。

图24: 2022年9月以来国内疫情防控政策逐渐优化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2022年10月企业承接服务外包合同额环比小幅改善



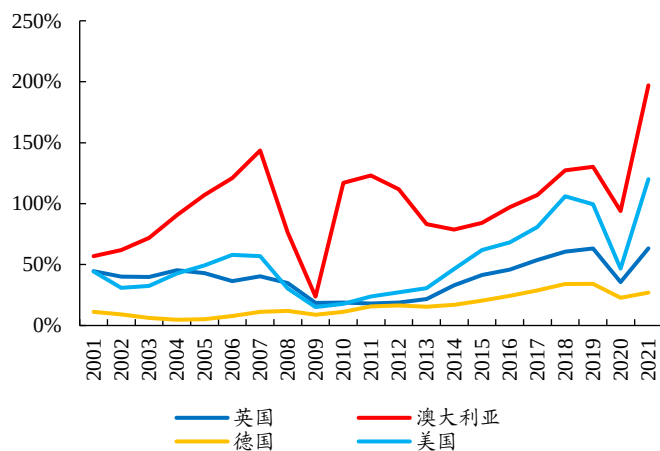
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、中长期: 国外后疫情时代用工仍紧缺, 国内灵活用工发展正当时

2.1、中期来看, 后疫情时代全球仍面临用工紧缺

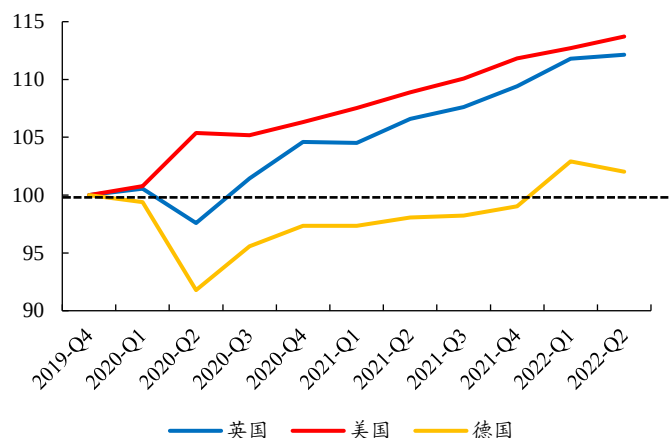
当前各国仍面临用工紧缺, 同时人工成本持续走高。后疫情时代全球经济复苏过程中, 就业市场的紧俏很大程度上受周期性因素的驱动, 一些就业率和失业率已经修复到极值水平的国家, 却仍然面临着严峻缺工问题的现象, 2021年澳大利亚和美国的职位空缺/失业人数比例分别达到 197.03%和 120.06%, 空缺职位数量已超过失业人数数量。同时因通货膨胀造成的人力成本升高也加剧了该问题, 英国和美国2022Q2的薪资水平已达到2019Q4的 112.14%和 113.72%, 上涨幅度明显。

图26: 职业空缺/失业人数比例达到2001年以来最高



数据来源: Wind、英国统计局、澳大利亚统计局、德国统计局、开源证券研究所

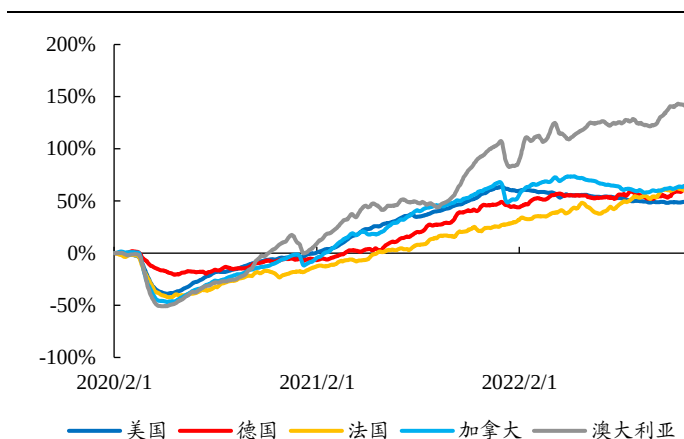
图27: 2022Q2 英国、美国平均薪资较 2019Q4 翻倍



数据来源: Wind、开源证券研究所

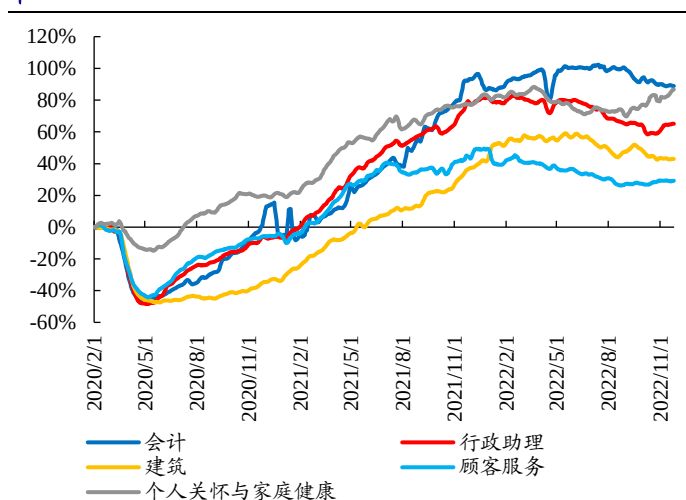
对比疫情前，各国招聘难度加大。各国招聘广告量较疫情前大幅增加，美国多个行业增幅超过 50%。根据 Indeed 招聘网站数据，截至 2022 年 11 月 25 日，美国、德国、法国、加拿大和澳大利亚的招聘广告量分别为疫情前增加 49%/61%/60%/65%/142%。美国街头招聘广告牌增多，仓储、餐厅、销售、邮政，几乎各行各业都苦于招工难题。在德国和法国，技术工岗位尤其是与制造业、数字化转型有关的职位空缺更为显著，在加拿大和澳洲，餐饮服务业的缺工最明显。

图28：各国招聘广告量较疫情前大幅增加



数据来源：Indeed、开源证券研究所（基准日为 2020 年 2 月 1 日）

图29：美国多行业招聘广告量大幅增加，以疫情前为基准



数据来源：Indeed、开源证券研究所（基准日为 2020 年 2 月 1 日）

2.2、长期来看，高增长+低渗透，国内灵活用工发展进入快车道

2.2.1、何为灵活用工？

灵活用工亦可理解为弹性用工。灵活用工是指除签订标准雇佣合同以外的非标准用工，在具体形式上可分为非全日制用工、劳务派遣、短期用工、业务外包、人力资源外包、众包、依附性自雇等。灵活用工通常具有固定期限，可解决企业阶段性用人紧缺的问题，如销售淡旺季、孕妇产假、项目制用人等，同时将企业的固定成本转换为变动成本，增加成本弹性，同时提升经营效率。

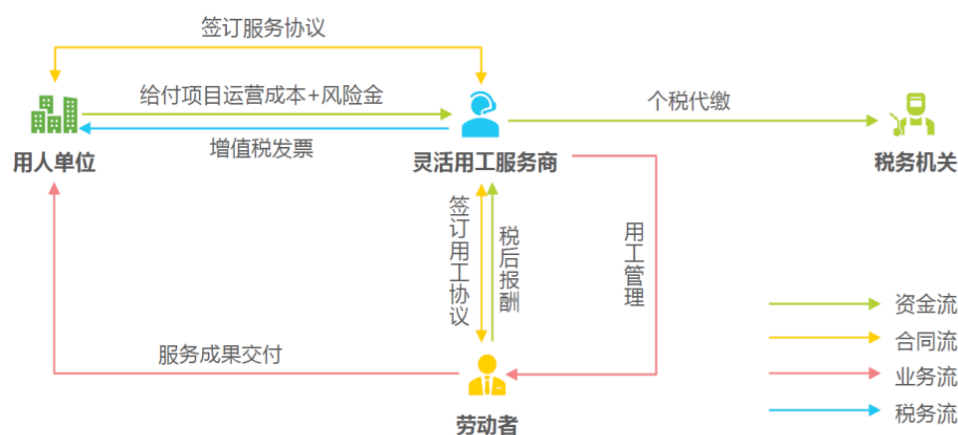
灵活用工较传统劳务派遣享有更高附加值。灵活用工业务关系中的劳动者与灵活用工服务商签署劳动合同，服务商承担全方位的法定雇主责任，包括此岗位专业人员的招聘、薪酬发放、培训等各个环节，同时承担所有用人风险。服务商再与有需求的用人单位再行签订外包服务协议。服务商需要参与业务的进程，在业务执行过程中，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务，业务附加值较传统的劳务派遣关系更高。

表1: 灵活用工与传统劳工关系的区别

标题	传统劳动关系	灵活用工题
用工方式	用人单位与劳动者签订书面劳务合同，明确约定工作岗位及薪酬等	企业基于用人需求的波峰、波谷来灵活地按需雇佣人才
用人成本	企业需要承担员工的全额社保	可以选择由个人自行缴纳、“企业+平台”共同缴纳等多种方式
灵活程度	直接雇佣容易造成僵化，入职、离职手续复杂	可以根据用工需求调整，模式更为灵活，不需要支付额外的费用

资料来源：开源证券研究所

图30: 灵活用工商业模式



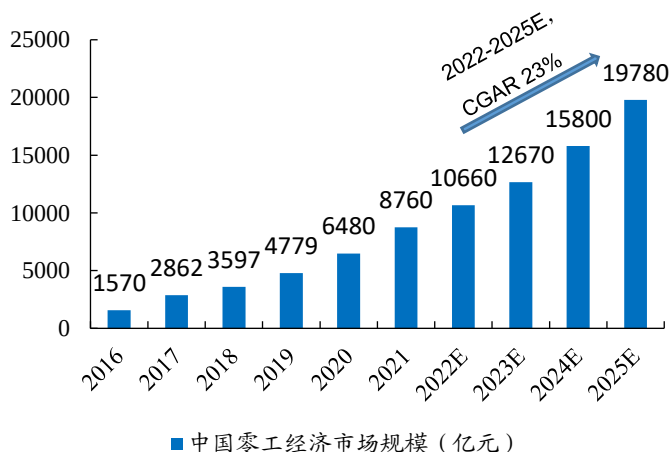
资料来源：艾瑞咨询

2.2.2、市场规模突破万亿，国内“零工经济”进入快车道

政策法规的完善引导市场起步。伴随《劳动合同法》修订落地，明确了劳务派遣员工享有同工同酬的权利，国内灵活用工市场真正开始起步。同时国内企业不断发展壮大，大型企业业务条线及管理层级更为清晰，非核心半径内的工作倾向选择外包服务。根据 Sixsigma Research 数据，零工经济市场规模由 2016 年的 1570 亿元增长至 2019 年的 4779 亿元，CAGR 为 45%。

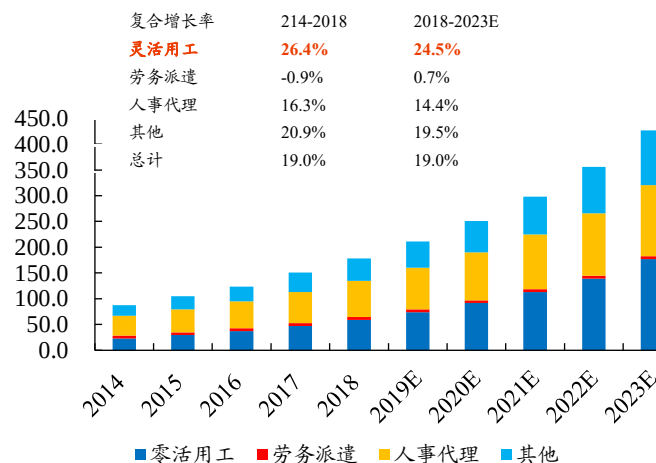
疫情带来增量变化，产业变革助推灵活用工成长加速。疫情持续影响下，不少员工无法到岗工作，宏观经济承压，企业更加注重成本管理；同时疫情期间新经济产业，如新兴零售、互联网金融、快递物流等行业快速发展，催生灵活用工需求。根据 Sixsigma Research 数据，2021 年中国零工经济市场规模达到 8760 亿元，预计 2022 年有望突破万亿，2019-2021 年疫情期间 CAGR 为 35%。

图31：2025 年中国零工经济市场规模有望突破 2 万亿元



数据来源：Sixsigma Research、开源证券研究所

图32：人力资源外包服务市场中灵活用工增长最为迅速

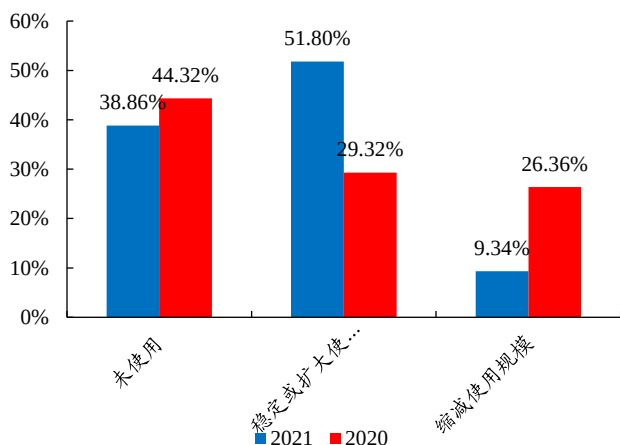


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

企业端来看，企业灵活用工规模逐步扩大。2021 年我国有 61.14%的企业在使用灵活用工，同比上升 5.46pct，其中“稳定或扩大使用规模”的企业比例从 2020 年的 29.32%攀升至 2021 年的 51.80%，“缩减使用规模”的企业比例从 2020 年的 26.36%降至 2021 年的 9.34%，企业使用灵活用工的规模呈现扩张趋势。

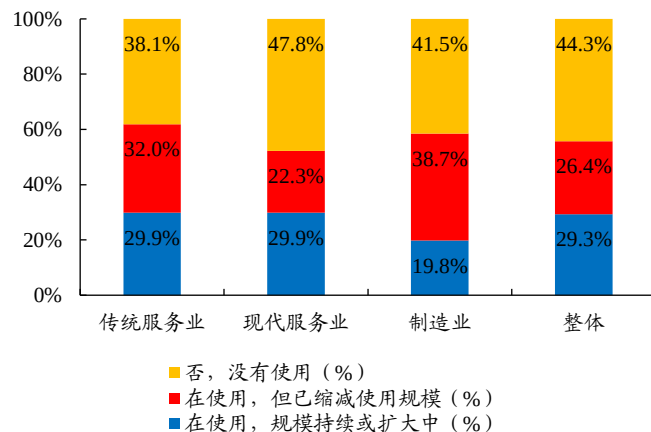
传统服务业、现代服务业和制造业使用灵活用工的比例分别为 61.9%、52.2%和 58.5%，传统服务业和制造业的工作重复性较强，对技术和专业的要求较低，且业务波动性更强，更适合采用灵活用工形式。

图33：稳定或扩大灵活用工使用规模的企业数过半



数据来源：人瑞人才公众号、开源证券研究所

图34：传统服务业使用灵活用工的比例最高



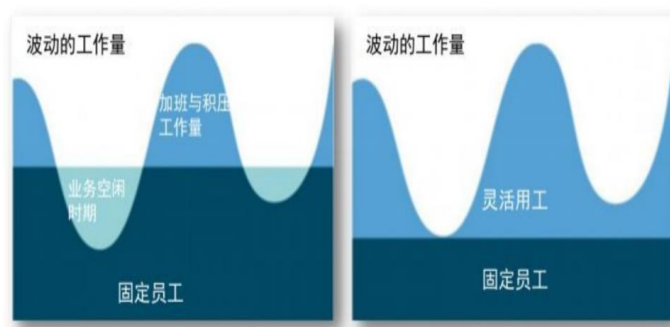
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2.3、经济下行期间企业更加注重效益

灵活用工的特性为企业增加经济效益。企业将部分相对弹性的波峰波谷的工作采用灵活用工业务模式，能够支持企业提升组织灵活性、降低风险；疫情期间，因下游需求波动或工厂开工受阻，制造业订单的不确定性加大，灵活用工需求增多。

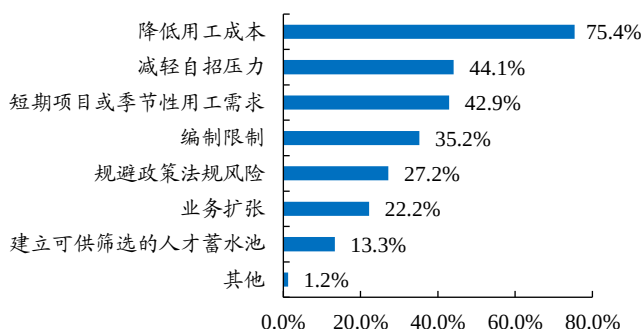
降低用工成本是现阶段企业选择灵活用工的首要目的，招聘难、用工荒也是企业面临的普遍难题，44.1%的企业为减轻自招压力选择灵活用工，42.9%的企业为短期项目或季节性需求选择灵活用工。

图35：灵活用工帮助企业减少固定员工成本



数据来源：走出去智库、开源证券研究所

图36：降低成本是企业使用灵活用工的首要目的



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2.4、政策逐渐完善，促进正向发展

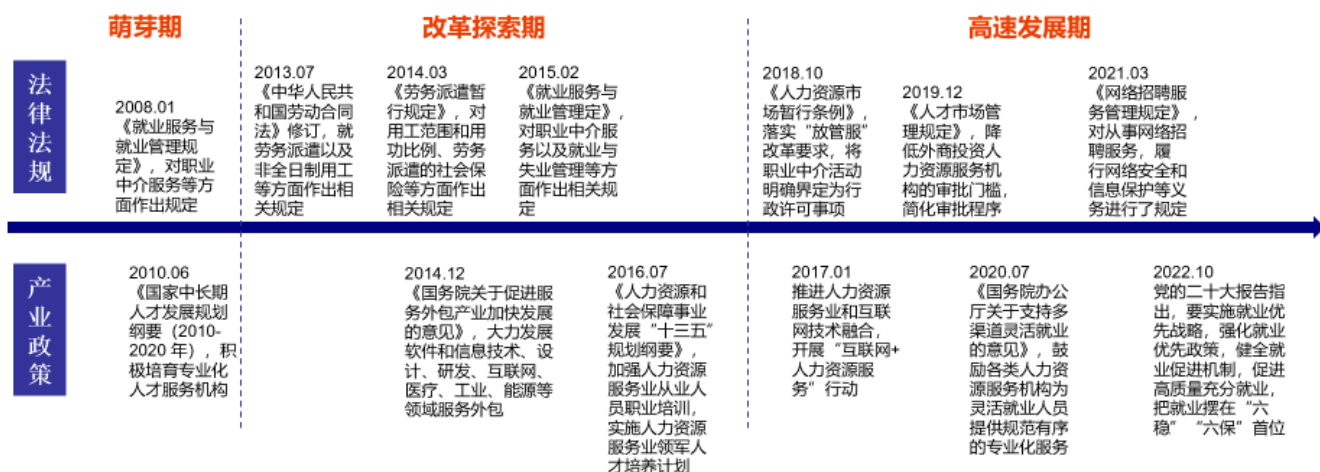
各类行业政策持续支持，推动灵活就业与新经济融合，进入发展快车道。人力资源相关法规政策的进程主要分为三个阶段，

萌芽期（2007-2012 年）：国家在这一时期对就业相关的中介服务机构做出了详尽的规定，提出要建设具备国际竞争力的人力资源服务机构。2008 年，人力资源社会保障部组建后，开始筹划建立统一规范的人力资源市场。2010 年，国家提出了到 2020 年我国人才发展的总体目标，确立国家人才竞争比较优势，为在本世纪中叶基本实现社会主义现代化奠定人才基础，并在上海第一个建立国家级人力资源服务产业园。

改革探索期（2013-2016 年）：这一时期制定法规政策提速，政府管理转向政策制定、产业引领和营造环境。2014 年，《劳务派遣暂行规定》落地，同年国务院发布《关于促进服务外包产业加快发展的意见》，推进信息技术、业务流程和知识流程等高技术、高附加值的外包服务。2016 年人社部发表“十三五”规划纲要，明确大力发展人力资源服务业。

高速发展期（2017 年至今）：人力资源行业走向与新兴产业的快速融合。2017 年，《“十三五”促进就业规划》提出要培育人力资源服务产业园，实施“互联网+人力资源服务”行动。2020 年国务院发布，《关于支持多渠道灵活就业的意见》，鼓励人力资源服务机构为灵活就业人员提供技术培训、人才服务外包等专业化服务，保障灵活就业人员的合法权益。

图37: 国内人力资源行业相关主要法规及政策



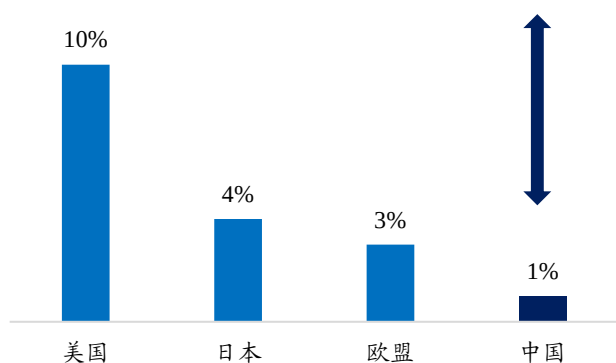
资料来源：北京城乡公司公告、中国政府网、开源证券研究所

2.3、中外对比，国内渗透率和集中度仍有数倍提升空间

灵活用工渗透率处于低位。广义灵活用工渗透率美国已达到 32%，日本约达 42%，中国仍不足 10%；狭义灵活用工人数差异更为明显，美国成熟市场已达到 10%，中国仅不足 1%，未来有数倍提升空间。

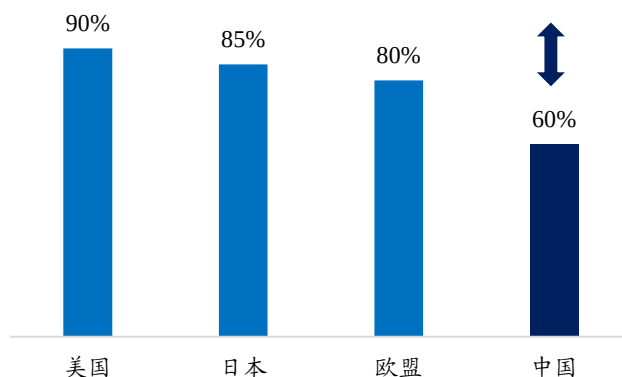
外包服务渗透率处于低位。欧美日等发达国家人力资源外包服务渗透率都在 80% 以上，中国为 60%。发达国家的大型企业倾向于将非核心部门的半径外业务进行外包，节省人员成本的同时也减少披露的员工人数，提升报表端的人均效益。中国人力资源外包服务行业仍处于发展初期，随着公司之间竞争愈来愈激烈，企业有望愈来愈接受外包服务，追求管理效益。

图38: 中国狭义灵活用工与所有员工的比率不足 1%



数据来源：Sixsigma Research、开源证券研究所

图39: 中国人力资源外包服务的渗透率(按企业数目计) 低于发达国家



数据来源：Sixsigma Research、开源证券研究所

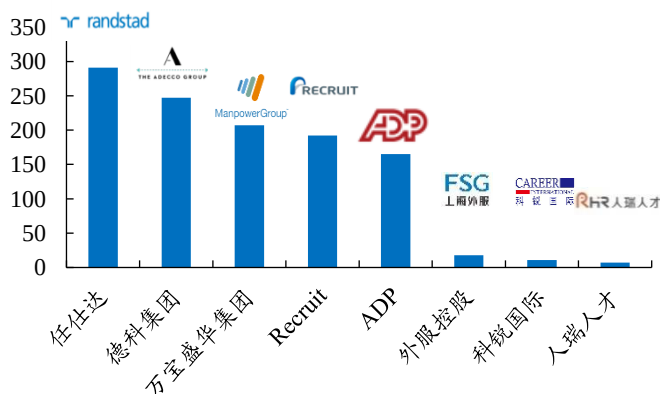
营收、市值差距明显，据《2022 全球人力资源服务机构 50 强榜单与白皮书》显示，2021 年任仕达营业收入为 291.19 亿美元位列全球第一，德科集团营业收入为 247.04 亿美元，万宝盛华为 207.24 亿美元。而作为国内人服龙头的上海外服和科锐国际 2021 年营业收入仅为 17.75 和 10.85 亿美元。市值方面，国内人力资源服务公司与海外成熟市场的龙头公司差距更为明显。

缺少全球化布局，海外龙头普遍通过跨区域收并购实现较为完善的全球化布局。

(1) 任仕达成立于 1960 年，总部位于荷兰，通过先后收购 Tempo-team、FujiStaff、Monster Worldwide、BMC and Ausy 等公司，完成其在美国、欧洲、日本的全球布局，目前任仕达的服务遍及 38 个国家地区近 4,900 处分支机构，每天为近 70 万候选人提供工作机会。(2) Recruit (瑞可利) 有着类似的收并购扩张之路，公司成立于 1960 年，以为应届生做招聘广告起家，后随日本灵活用工的发展开启外包服务业务，2000 年后收购 Indeed、Glassdoor 等公司，把业务扩展到美国、欧洲、澳大利亚等地，当前服务的国家/地区数量超过 60 个。

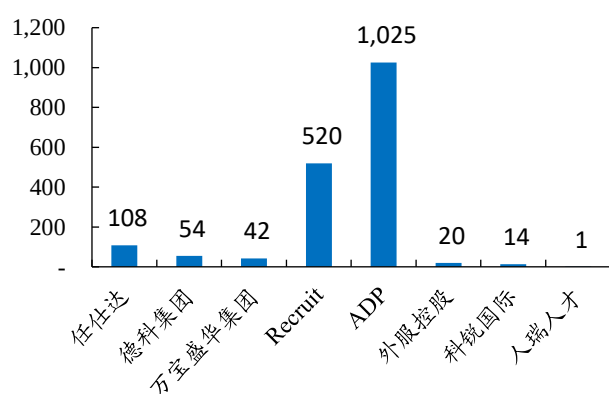
国内公司积极推进全球化进程，科锐国际 2018 年收购英国公司 Investigo，2022 年中报显示科锐的海外收入占比已达 24.5%，业务分布在英国、美国、荷兰、新加坡、马来西亚等国家。

图40: 中外人力服务机构 2021 年营业收入差距较大(亿美元)



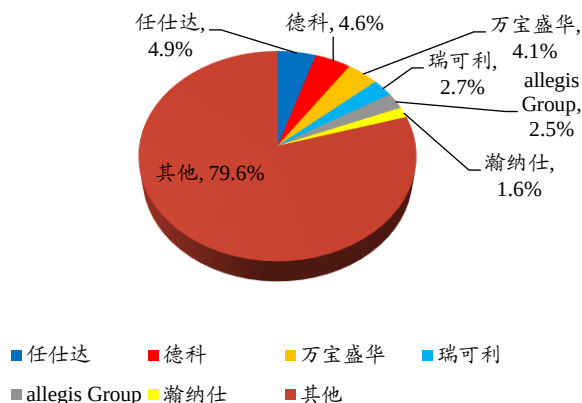
数据来源: HRoot.《2022 全球人力资源服务机构 50 强榜单与白皮书》、开源证券研究所

图41: ADP 及 Recruit 市值优于其他公司(亿美元),截至 2022/12/18

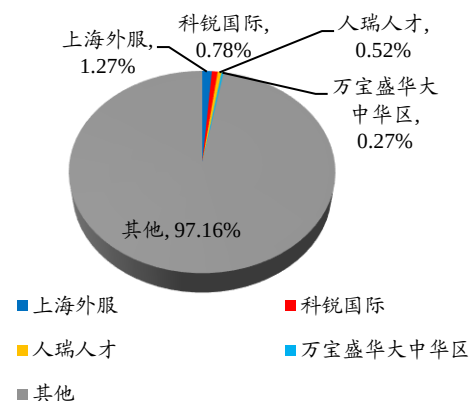


数据来源: Wind、开源证券研究所

对比全球市场，国内灵活用工市场的集中度有较大提升空间。海外巨头在全球的整体市占率较高，全球人力资源外包前 6 服务商营收合计占比达 20.4%，各公司占比不超过 5%。国内公司市占提升空间较大，2021 年国内前四灵活用工服务商合计市占率仅 2.84%，市场极为分散，拥有品牌优势、客户和人才资源优势的龙头公司市占率有望提升。

图42: 2020 年全球人力资源外包前六服务商市占率 20.4%


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

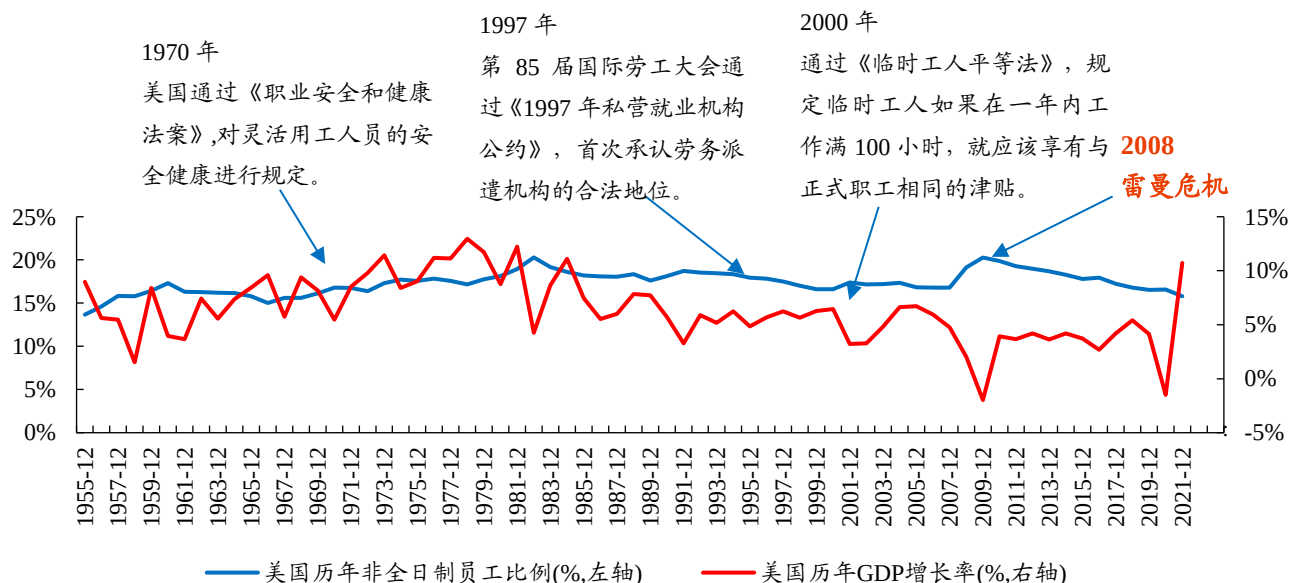
图43: 2021 年中国灵活用工前四服务商市占率仅 2.84%


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

3、复盘海外：经济、人口、政策，多重因素驱动行业发展

3.1、经济衰退提供机遇，多重因素驱动美日灵活用工快速发展

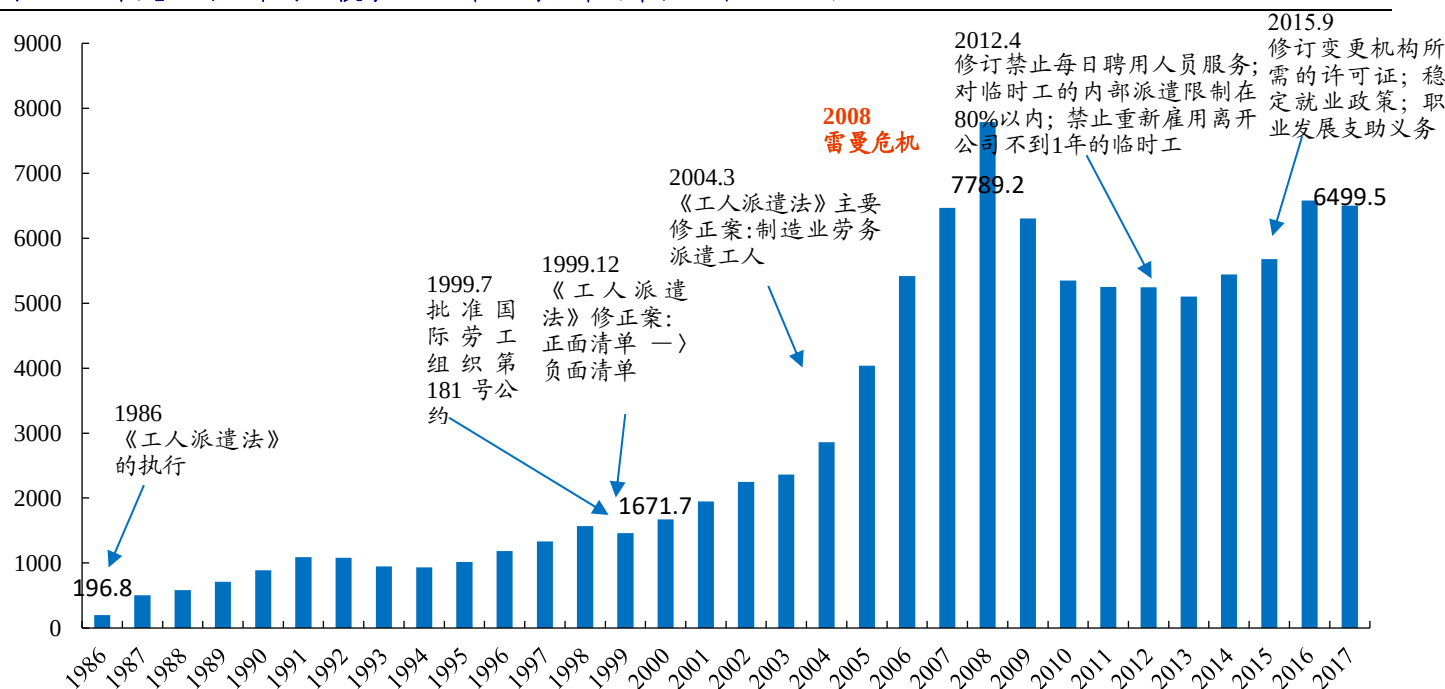
美国的灵活用工渗透率在上世纪 70-80 年代得到快速增长。彼时美国也正处于经济萧条时期，失业率升高的同时通胀也在快速走高，拿固定薪资的工人收入增长不及物价水平的增加，不少工人将目光转向以时薪结算的临时工种。1970 年开始，美国出台了一系列保护劳动者职业安全健康、鼓励灵活用工的政策法规，美国灵活用工比例快速提升。经济承压或重大经济危机发生时，灵活用工比例也有较大提升，呈现抗周期属性，具体体现在经济下行时有所支撑，经济复苏期较正常用工恢复更为快速。

图44: 美国灵活用工渗透率具有抗周期属性


数据来源: Wind、开源证券研究所

日本灵活用工市场在 2000 年后得以蓬勃发展。90 年代日本房地产泡沫开始破裂，居民手中的资产开始缩水，日本经济开始进入漫长的衰退周期，不少终身雇佣制的企业为缩减成本而开始裁员，并招募部分临时用工。同时，日本老龄化问题开始逐渐显现，劳动力总体呈下行趋势。多种因素结合下，20 世纪初的 5-10 年成为日本灵活用工发展的黄金时期，灵活用工已成为日本较为主流的用工形式，2008 年雷曼危机后，日本灵活用工规模达到峰值。2017 年日本灵活用工市场规模已接近 65 万亿。

图45：日本灵活用工市场规模于 2008 年达到顶峰（单位：十亿日元）



数据来源：JASSA、开源证券研究所

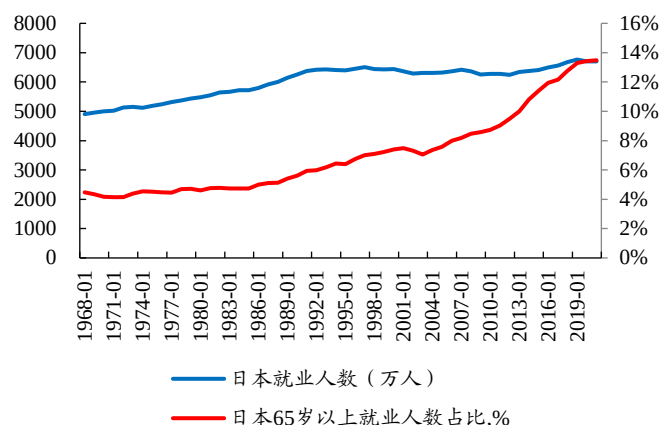
复盘美日灵活用工发展历程，我们认为驱动市场的驱动因素主要有 4 个，

(1) **经济增速放缓**，美国和日本在宏观经济放缓背景下，企业对于人工成本的把控更为严格，灵活用工能为企业降本增效，同时经济复苏初期，企业对于未来发展抱有不确定性，灵活用工更受青睐。

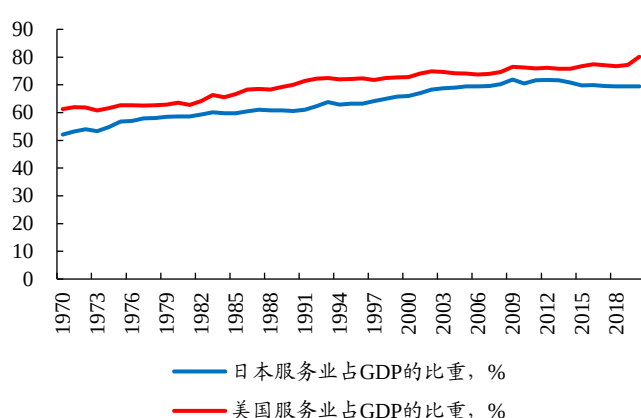
(2) **人口老龄化加剧**，日本社会新出生人口下降，老龄化问题加剧，整体劳动力人口呈下降趋势，导致劳工市场供需不平衡，造成劳工短缺等问题。

(3) **政府出台促就业政策**，美国出台《职业安全与健康法案》，日本出台《工人派遣法》及修正案，规范灵活用工标准，保障灵活用工权益，鼓励行业健康发展。

(4) **第三产业蓬勃发展**，包括服务业、互联网、新经济在内的第三产业对于灵活用工的需求更大，其行业特性更适合灵活用工发展，同时数字化的信息处理进一步促进灵活用工的供需匹配。

图46：2000年后日本老龄化加剧


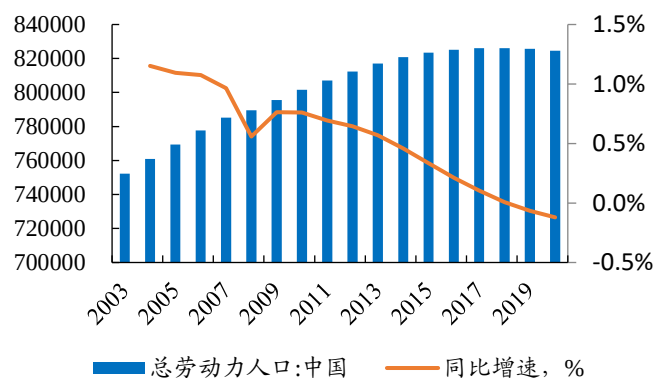
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：日本、美国第三产业占GDP的比重持续提升


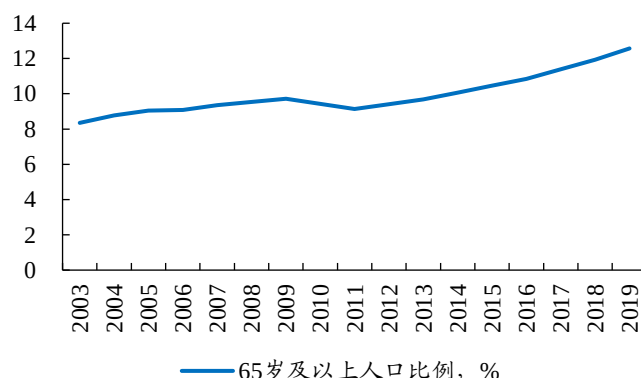
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、国内人口结构向日本靠拢，“用工荒”和“招工难”同时出现

劳动力下降，老龄化加剧。中国总劳动力人口持续下降，2019年同比增速已转为负数，参考日本人口结构，预计劳动力人口将延续下降趋势。人口学界一般以65岁以及人口占比超过7%、14%和20%分别作为界定老龄化社会、深度老龄化社会和超老龄化社会的标准。自2000年，中国65岁及以上老年人口超过7%，进入老龄化社会以来，我国老龄化进程呈加速态势。2019年，我国65岁及以上人口占比已上升至12.57%，联合国中等变量预计，2025年，中国将进入深度老龄化社会，2040年进入超老龄化社会。

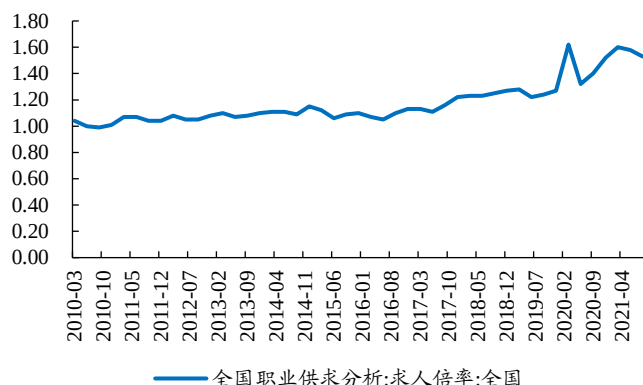
图48：2019年中国总劳动人口同比转负


数据来源：Wind、开源证券研究所

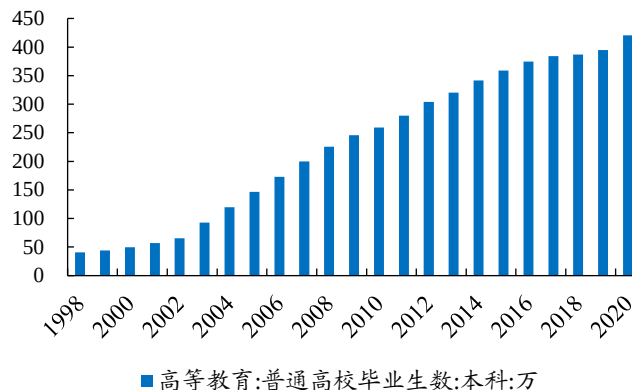
图49：2019年中国65岁及以上人口比例上升至12.57%


数据来源：Wind、开源证券研究所

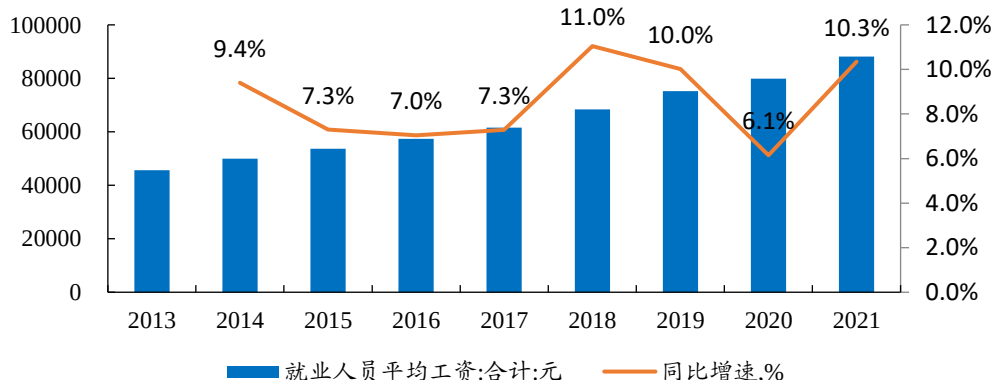
人口红利消失，国民素质提升。2010年以来，国内人倍率持续升高，人才市场岗位供给大于求职者需求，企业面临“用工荒”。中国接受过高等教育的素质人才占比不断提高，毕业生竞争加剧，面临“找工难”，行业需要专业的人力资源机构从中匹配，减少信息差，解决当下人才市场供给与需求间的矛盾。

图50: 2021 年 9 月国内职业供给/需求的比率已上升至 1.53


数据来源: Wind、开源证券研究所

图51: 2020 年国内本科毕业生人数创下新高


数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 国内就业人员平均工资快速增长


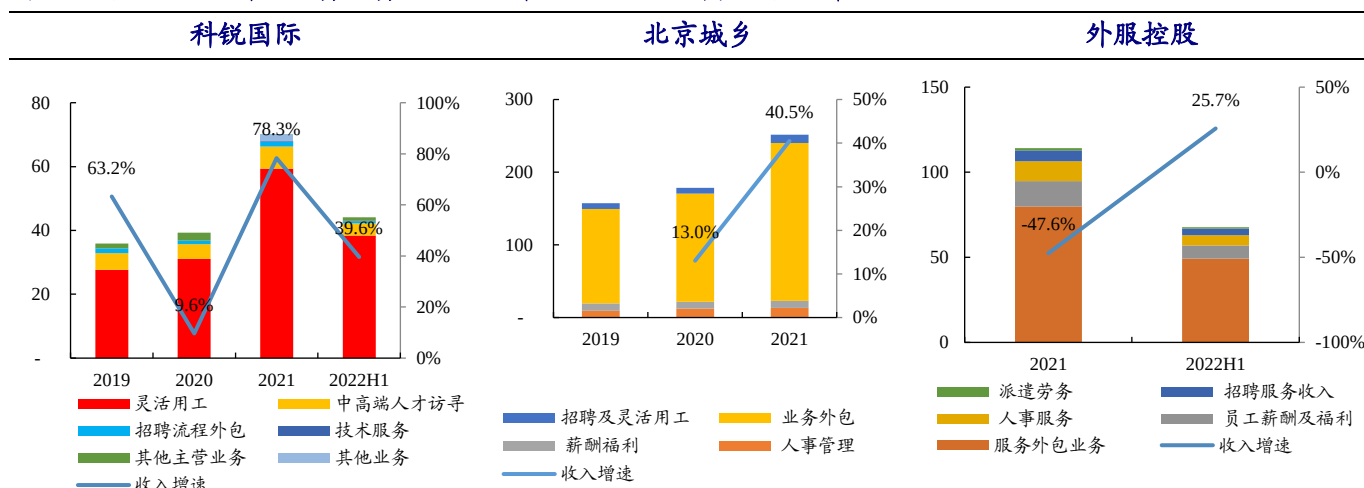
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、个股比较: 科锐国际、北京城乡、外服控股

4.1、灵活用工及外包服务业务增长快速, 但毛利相对较低

灵活用工及外包服务业务收入占比最大, 且增长快速。三家企业主营线下 ToB 端的人力资源服务, 包含招聘流程服务、人事管理服务、业务外包服务等。受益于人力资源行业发展, 核心客户资源及人才资源向龙头企业集中, 近年来三家公司的主营业务收入都实现较快增长, 其中灵活用工及服务外包业务增速最快。2021 年, 科锐国际主营业务中灵活用工、中高端人才寻访、招聘流程外包、技术服务、其他业务的收入占比分别为 84.61%/9.97%/2.08%/0.32%/3.03%, 北京城乡主营业务中人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工的收入占比分别为 5.22%/3.90%/86.33%/4.55%, 外服控股主营业务中派遣劳务、招聘服务收入、人事服务、员工薪酬及福利、服务外包业务的收入占比分别为 1.16%/5.64%/10.15%/13.07%/69.98%。2021 年外服控股调整人才派遣收入确认方式, 当年收入增速不具备可比性

图53: 灵活用工及外包服务业务收入占比最大, 且收入增长较快 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

灵活用工及外包服务业务毛利率相对较低。2021 年, 科锐国际灵活用工业务毛利率为 8.06%, 北京城乡业务外包和招聘及灵活用工的毛利率分别为 2.60%和 9.30%, 外服控股服务外包业务的毛利率为 1.99%。灵活用工及外包服务派出人员人工成本及服务费全额确认营业收入, 同时将派出人员的人工成本计入营业成本, 因此毛利率相对较低。

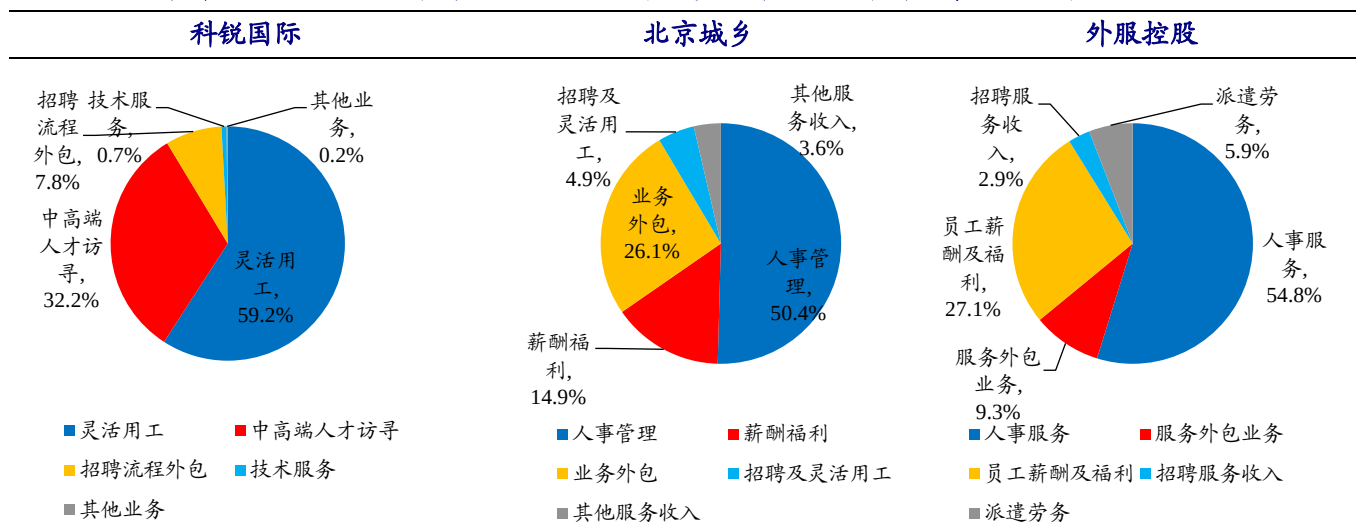
表2: 灵活用工及外包服务业务毛利率相对较低, %

科锐国际			北京城乡			外服控股		
	2019 年	2020 年	2021 年		2019 年	2020 年	2021 年	2021 年
灵活用工	8.59%	9.19%	8.06%	人事管理	82.20%	78.27%	83.13%	服务外包业务 1.99%
中高端人才访寻	36.08%	36.42%	37.22%	薪酬福利	37.20%	35.44%	33.03%	员工薪酬及福利 31.19%
招聘流程外包	45.87%	44.58%	43.23%	业务外包	3.14%	2.74%	2.60%	人事服务 81.19%
技术服务			24.80%	招聘及灵活用工	9.72%	9.49%	9.30%	招聘服务收入 7.85%
其他主营业务	12.40%	12.20%		其他服务收入	51.42%	30.10%	32.23%	派遣劳务 76.10%
综合	14.31%	13.57%	11.52%	综合	10.98%	10.28%	8.53%	综合 15.15%

数据来源: Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

科锐国际的毛利主要来自灵活用工，北京城乡和外服控股的毛利都主要来自于人事管理和服务。2021 年科锐国际灵活用工的毛利占比为 59.2%，其次是中高端人才寻访，占比为 32.2%。北京城乡和外服控股人事管理服务的毛利率都在 80% 以上，贡献毛利占比分别为 50.4% 和 54.8%，外包业务因其毛利率较低，毛利分别占比为 26.1% 和 9.3%。

图54：2021 年科锐国际毛利主要来自灵活用工，北京城乡、外服控股来自人事相关服务，%

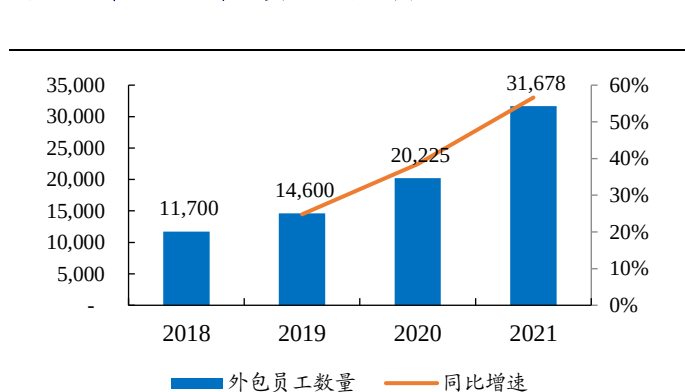


数据来源：Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

4.2、灵活用工员工数量增加，各公司客户结构不一

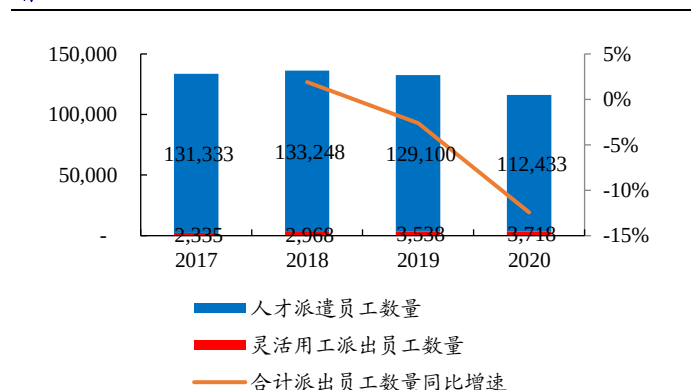
科锐国际外包员工数量增长较快，已由 2018 年的 11,700 人增长到 2021 年的 31,678 人，三年复合增速为 39.38%。外服控股外包员工数量整体呈下降趋势，但毛利较高的灵活用工派出员工数量持续增加，已由 2017 年的 2335 人增加到 2020 年的 3718 人。

图55：科锐国际外包员工数量增长较快



数据来源：科锐国际公司公告、开源证券研究所

图56：外服控股人才派遣员工减少，灵活用工派出员工增加



数据来源：外服控股公司公告、开源证券研究所

科锐国际、北京城乡的客户结构较为集中，外服控股客户分布较为分散。科锐国际第一大客户收入占比由 2019 年的 11.69% 提升至 2021 年的 23.68%，前五大客户占比也随之提升至 36.65%。北京城乡第一大客户华为的收入占比也由 2020 年的 14.15% 提升至 2021 年的 20.19%。外服控股也呈现第一大客户收入占比提升的现象，上海浦发银行收入占比由 2019 年的 4.9%，提升至 2020 年的 6.05%。通过深度绑定大型企业，公司收入来源更为长期稳定，且大客户资信情况更为良好，发生大额坏账的风险较低。

表3: 科锐国际、北京城乡的客户结构较为集中，外服控股客户结构较为分散，%

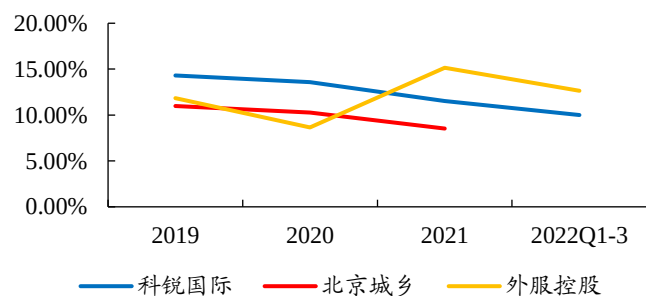
科锐国际			北京城乡			外服控股		
2021 年	2020 年	2019 年	2021 年	2020 年	2020 年	2019 年	2018 年	
客户 A 23.68%	客户 A 17.19%	客户 A 11.69%	华为 20.19%	华为 14.15%	上海浦东发展银行 6.05%	上海浦东发展银行 4.9%	延长石油 2.8%	
客户 B 4.13%	客户 B 3.33%	客户 B 3.11%	贝壳 6.19%	阿里巴巴 7.56%	延长石油 2.25%	阿里巴巴 2.3%	交通银行 2.7%	
客户 C 3.75%	客户 C 2.94%	客户 C 2.88%	飞鹤乳业 4.36%	滴滴 5.86%	健合（中国） 1.97%	延长石油 2.3%	上汽通用汽车 2.7%	
客户 D 3.06%	客户 D 2.30%	客户 D 2.71%	阿里巴巴 4.17%	顺丰 3.90%	交通银行 1.54%	交通银行 2.3%	上汽集团 2.5%	
客户 E 2.03%	客户 E 2.23%	客户 E 2.27%	上海禹臻信息技术 2.07%	衣恋 2.58%	上汽通用汽车 1.49%	苏宁易购 2.2%	苏宁易购 2.1%	
合计 36.65%	合计 27.99%	合计 22.66%	合计 36.98%	合计 34.05%	合计 13.30%	合计 14.09%	合计 12.78%	

数据来源：科锐国际、北京城乡、外服控股公司公告、开源证券研究所

4.3、外服控股盈利能力相对较强，人服公司营业成本主为人工成本

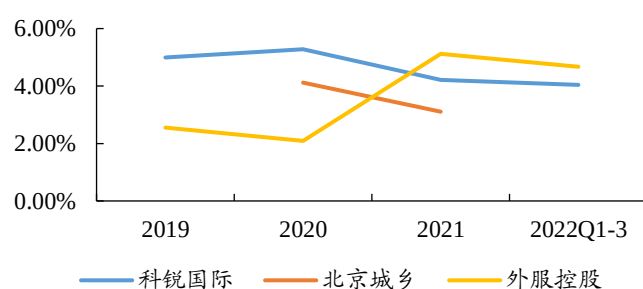
毛利率方面，随着灵活用工、外包服务等低毛利率的业务占比增加，科锐国际及北京城乡毛利率出现下滑，两家公司正积极推进数字化转型，提升发单、接单运营效率，加快人员周转。**净利率方面**，三家公司净利率在 4-5% 左右，外服控股人事管理业务毛利占比较大，净利率相对较高。

图57: 外服控股毛利率相对较高, %



数据来源: Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

图58: 外服控股净利率相对较高, %



数据来源: Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

人服行业属于人力密集型行业, 各项主要业务的营业成本主要为人工成本, 根据科锐国际招股说明书, 其各项业务的主要成本拆分如下:

表4: 2016 年科锐国际各项业务营业成本主要为人工成本

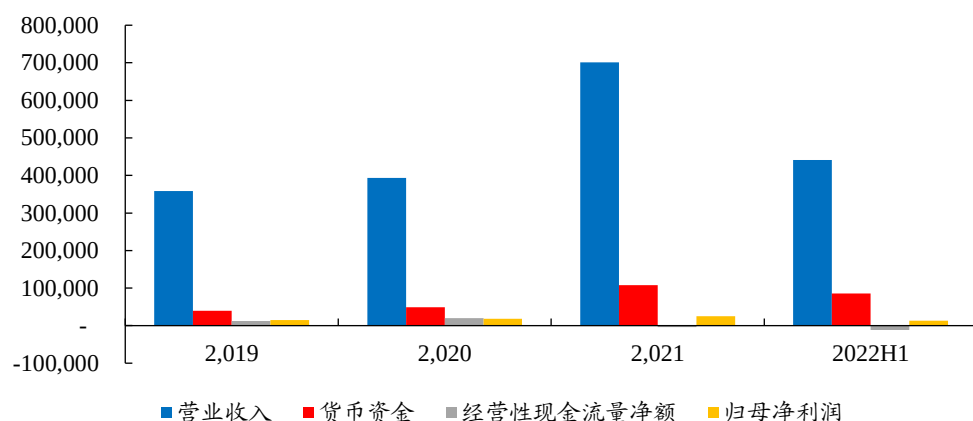
中高端人才寻访		招聘流程外包		灵活用工	
人工成本	86.32%	人工成本	84.15%	人工成本	93.56%
房租、物业及水电	8.35%	分包服务费	3.84%	房租、物业及水电	0.99%
差旅及交通费	2.20%	房租、物业及水电	6.46%	差旅及交通费	1.04%
通讯费	1.92%	差旅及交通费	2.76%	通讯费	0.11%
折旧及摊销	1.20%	通讯费	1.78%	折旧及摊销	0.18%
		折旧及摊销	1.01%	报销款	1.89%
				其他	2.23%
合计	100%	合计	100%	合计	100%

数据来源: 科锐国际招股说明书、开源证券研究所

4.4、灵活用工业务对于资金的需求较高

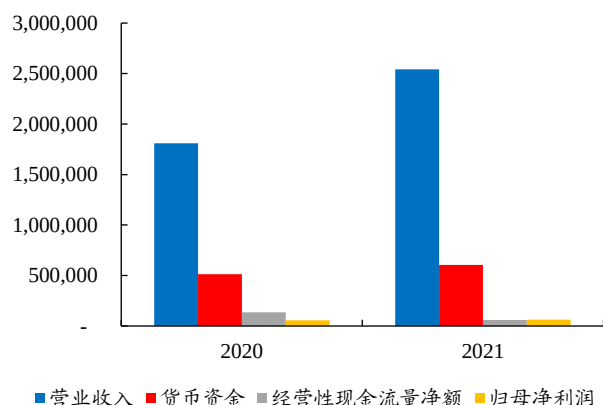
灵活用工业务垫资需求较大。灵活用工及外包服务提供商需承担所有的用工风险, 负责派出人员的招聘并参与后续服务过程的管理, 在向客户收回合同款项前, 需垫付一定金额的人员成本, 对于资金周转的要求较高, 外服控股的现金流相对更为充裕。截至 2021 年 12 月 31 日, 科锐国际、北京城乡、外服控股的货币资金分别为 10.77/60.51/97.87 亿元。

图59：科锐国际经营性现金流受灵活用工业务快速增长拖累（单位：万元）



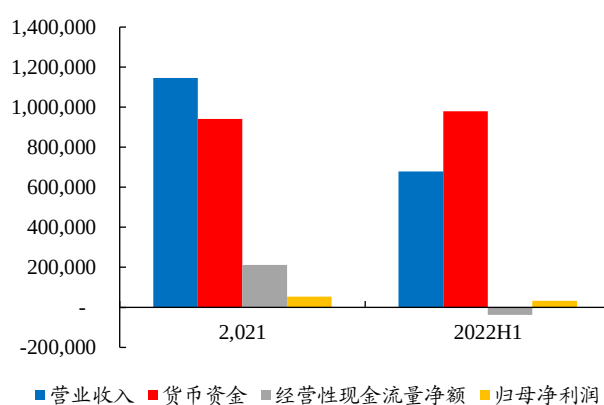
数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：北京城乡经营性现金流净额与净利润匹配（单位：万元）



数据来源：北京城乡公司公告、开源证券研究所

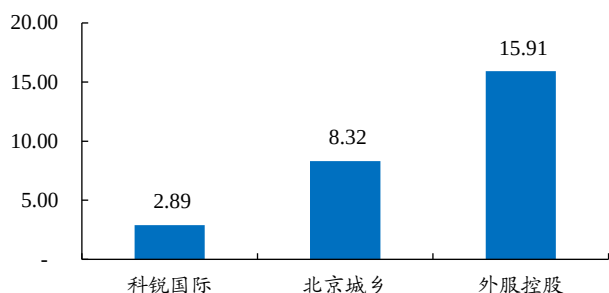
图61：外服控股货币资金相对更为充裕（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

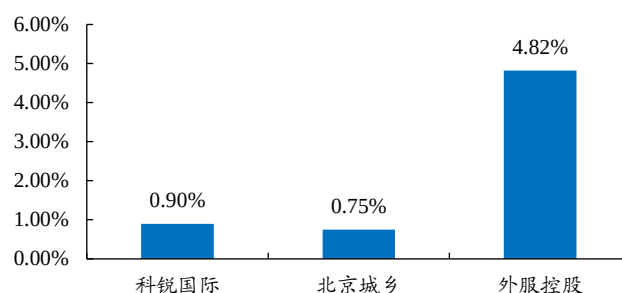
应收账款方面，2021 年科锐国际、北京城乡、外服控股的应收账款周转率分别为 2.89/8.32/15.91，科锐国际灵活用工业务收入占比相对较高，且科锐国际与北京城乡的大客户占比较大，账期偏长，外服控股客户更为分散，回款更为快速。科锐国际、北京城乡、外服控股的合同负债收入比分别为 0.90%/0.75%/4.82%，因小客户较大客户违约风险更大，且其人事管理及招聘业务收入占比相对较大，外服控股的预收款项比例较科锐国际及北京城乡更高。

图62: 2021 年外服控股应收账款周转率较高(次)



数据来源: Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

图63: 2021 年外服控股合同负债收入比较高



数据来源: Wind、北京城乡公司公告、开源证券研究所

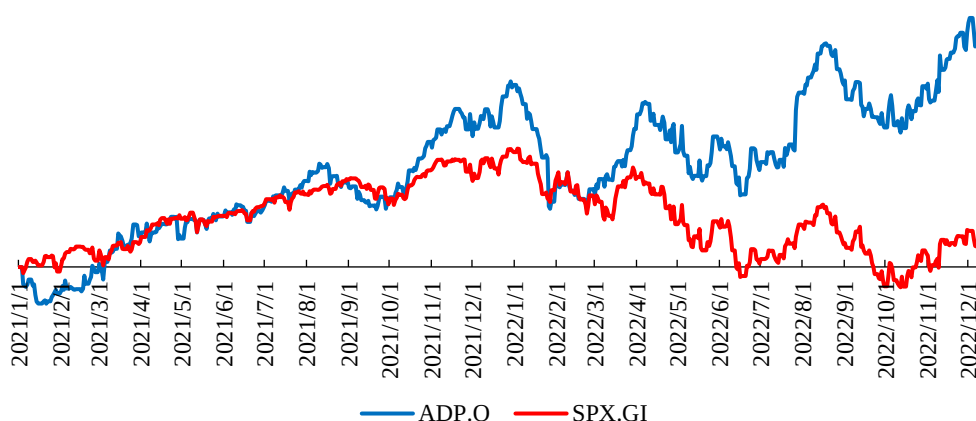
4.5、募资建设数字化转型升级

数字化转型有望助力公司提升整体运作效率,同时开辟新的业务增长点。参考美国人力资源数字化外包解决方案龙头提供商【ADP】,标准化、数字化的人力资源系统能为全球各类行业各类规模的企业提供包括招聘、薪酬、税务等的一站式人力资源外包服务,当前 ADP 公司年收入已突破千亿人民币,市值过千亿美元,滚动市盈率中枢在 35 倍。

表5: 科锐国际、北京城乡、外服控股使用募集资金建设数字化转型

公司	拟使用金额 (万元)	项目
科锐国际	79,269	数字化转型人力资本平台、集团信息化升级建设项目,重点包括:(1) 人力资源供应链生态平台、智慧云招聘平台、人力资源管理平台三个应用平台;(2) 人才数据中台和 AI 中台两大支撑性平台;(3) 以及面向城市治理职能部门等对象的区域人才数字化综合管理系统
北京城乡	130,432	FESCO 数字一体化建设项目,以创新研发与数字体验中心重点,同时打造 FESCO 数字化赋能平台、FESCO 研发运维平台、FESCO 基础架构技术底座三大板块
外服控股	125,323	“数字外服”转型升级项目,主要包括三个方面:(1) 数字外服创新技术中心建设;(2) 信息系统能级提升建设;(3) 数字科技应用、新产品和新商业模式研发

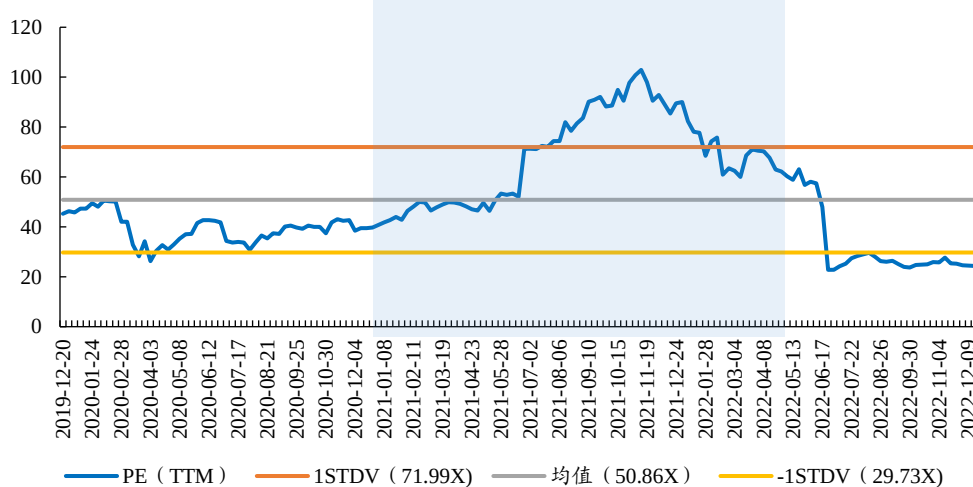
数据来源: 科锐国际、北京城乡、外服控股公司公告、开源证券研究所

图64: 2021年10月后 ADP 股价大幅跑赢标普 500


数据来源: Wind、开源证券研究所

5、可比公司盈利预测与估值

海外人力资源公司 Recruit 近三年的 PE (TTM) 中枢在 51 倍左右。2021 年开始, 美国、欧洲等国家逐渐放松管控措施, 就业环境好转, 公司股价走高, 2021 年公司滚动市盈率超过 70 倍。公司于 2021 年 11 月 15 日发布强劲的季度业绩, 股价创下历史新高, 最高点相较于 2020 年 3 月末上涨 118.3%。但随后市场的焦点转向担忧美联储加息, 前期涨幅较大的成长股板块普遍承压, 近期公司滚动市盈率回落至 25 倍左右。

图65: Recruit 公司 PE 走势


数据来源: Wind、开源证券研究所

根据 Wind 一致预期，国内人力资源公司 2022/2023/2024 年的平均估值为 52.27/18.06/13.33 倍，相较于海外人力资源巨头的估值水平还有一定的提升空间。

表6: 行业公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE	
			2022/12/19	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300662.SZ	科锐国际	未评级	48.44	1.52	2.01	2.58	31.95	24.06	18.76
600861.SH	北京城乡	未评级	21.33	1.22	1.43	1.68	17.47	14.90	12.69
600662.SH	外服控股	未评级	6.03	0.26	0.30	0.35	22.79	19.92	17.09
6919.HK	人瑞人才	未评级	4.32	0.03	0.43	0.75	150.52	10.07	5.76
BZ.O	BOSS 直聘	未评级	19.15	0.36	1.23	2.23	53.58	15.62	8.58
6100.HK	同道猎聘	未评级	10.50	0.28	0.44	0.61	37.29	23.77	17.10
			平均值				52.27	18.06	13.33

数据来源：Wind、开源证券研究所，盈利预测均来自 Wind 一致预期

6、风险提示

疫情复苏不及预期、宏观经济波动、人力资源行业竞争加剧、数字化研发不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn